

Economic Monitor

QE3 に期待すべからず

バーナンキ Fed 議長の議会証言は緩和と引き締め両方向の政策オプションに言及したバランスのとれた内容。バーナンキ議長や 6 月 FOMC 議事要旨で示された追加緩和の条件である「デフレリスクの再燃」が充足される可能性は高いとは言えず、QE3 に対して過剰な期待は禁物。

バーナンキ Fed 議長が 7 月 13 日に下院、14 日には上院で定例の議会証言¹を行った。市場の解釈は別として、議長の証言は従来の見解を踏襲した極めてバランスのとれた内容である。

景気認識については 6 月 FOMC のステートメントやその後の記者会見を踏襲している。

- ・米国経済は拡大を続けているが、そのペースは 4 月想定より緩慢である。
- ・最近の弱含みには、部分的に、一時的と考えられる幾つかの要因、エネルギーや食料価格上昇による家計の購買力低下、日本の地震に由来するサプライチェーン途絶などが影響している。
- ・FOMC 参加者は、景気拡大のペースが今後数四半期において加速すると予想している。
- ・中期的に、住宅市場の低迷や金融環境、緊縮財政が経済拡大の重石となる。
- ・インフレ率は 2%もしくはそれ未満へ今後低下すると予想される。経済における大規模なスラックの存在やインフレ期待の安定を踏まえれば、インフレは緩慢な伸びが続くと考えられる。

金融政策についても、現行の極めて緩和的な政策が緩慢な成長と高失業、インフレ率の低下予想に照らし、適切であると従来からの主張を踏襲した。また QE2 の有効性についても従来の見解と変わらない。

- ・QE2 は長期金利を 10 ~ 30Bp 押し下げ、FF 金利の 40 ~ 120Bp 引き下げに相当。
- ・QE2 による金融緩和度合いはフローの購入額ではなく、保有残高やその構成に依存。
- ・QE2 は万能薬ではないが、デフレリスクの低減と雇用拡大に効果。但し、雇用への効果は緩慢であり、昨秋の試算通り、2 年間で 70 万人の押し上げ、3 万人/月と想定される。

問題となったのが、今後の金融政策に関する部分である。バーナンキ議長は総論として「経済動向に応じて金融政策を適切に調節する用意がある (the Federal Reserve remains prepared to respond should economic developments indicate that an adjustment in the stance of monetary policy would be appropriate)」と一般的な見解を述べた上で、緩和と引き締めの双方向の可能性を挙げている。

まず「現在の景気低迷が予想より長期化し、かつデフレリスクが再燃した場合には、追加的な政策対応が必要になるかも知れない (the possibility remains that the recent economic weakness may prove more persistent than expected and that deflationary risks might reemerge, implying a need for additional policy support.)」と指摘し、緩和方向の備えがあることを述べた。その手段としては、FF金利やバランスシートを現状水準に維持する更に明確なガイダンス、更なる証券購入や保有構成の長期化(QE3)、

¹ [Chairman Ben S. Bernanke Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. July 13, 2011](#)

現行 0.25% の IOER 金利² の引き下げを挙げた。

次に「金融緩和度合いの縮小を担保するほどに景気拡大が進む場合も考えられる」として、その際には当然ながら、出口戦略を開始する旨を述べている。なお、この出口戦略の各ステップについては 7 月 12 日に公開された 6 月の FOMC 議事要旨において詳細に示されている（末尾参照）。

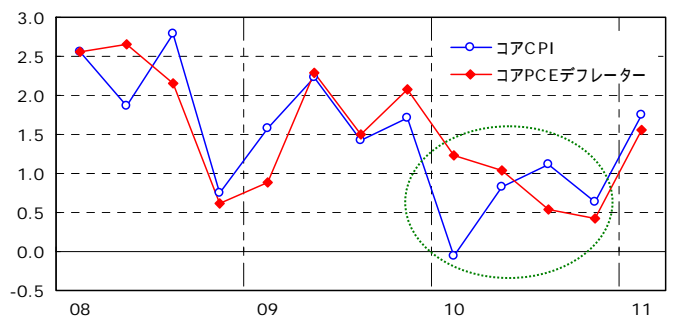
バーナンキ議長が、「緩和方向の政策オプション」と「引き締め方向の政策オプション」の解説に要した単語数は、前者の 172 語に対し、後者は出口戦略のステップの説明もあって 312 語と多い。単語数から見ても、バーナンキ議長が緩和方向の政策オプションに重心を置いていないことは明らかであり、現時点で議長はまさに中立的な立場と言えるだろう。それはまた、下院証言後に追加緩和を織り込みにも動いた市場に対して、上院証言での質疑応答において「我々は現時点で更なる政策対応の準備はしていない（We're not prepared at this point to take further action）」と強いトーンで述べたことから明らかである。

バーナンキ議長が挙げた追加緩和条件の実現性はどうか。バーナンキ議長が指摘した条件は、6 月 FOMC で将来において追加緩和が必要となる可能性を指摘したハト派が挙げた条件である「一時的な要因の影響が後退した後にも、経済成長が失業率低下には不十分なほどに緩慢で、かつインフレ率が低位に戻れば³」とも概ね一致しており、FOMC 参加者のコンセンサスとしての追加緩和条件と考えて問題ないだろう。

追加緩和の条件は経済成長とインフレの二つ（AND 条件）から構成されるが、まず経済成長については、一時的な下押し要因が剥落する 7~9 月期にも低成長が続くことが条件となるだろう。低成長の定義には幅があるが、少なくとも 2% を下回る必要があると考えられる。1~3 月期の年率 1.9% に続き、当社では 4~6 月期も同程度の低成長が続くと予想しており、7~9 月期も 2% 未満となれば、3 四半期連続で 2% に届かないことになる。一方、QE2 導入に際してのインフレ動向を踏まえれば、デフレリスク再燃と判断するには、コア PCE デフレーターやコア CPI の前期比年率で少なくとも 1% を下回るようなデスインフレの 2 四半期継続が必要と考えられる⁴。

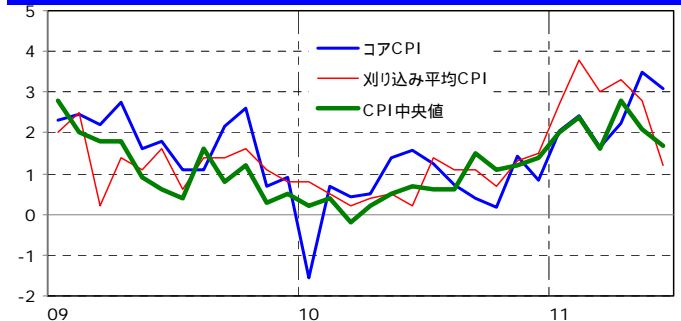
当社では、サプライチェーン復旧や 6 月小売売上高の持ち直しなどを踏まえ、7~9 月期は個人消費の回復により成長率が高まると予想している。但し、7~9 月期の成長率は家計の購買力を左右するエネルギー価格動向に依存する部分が大いいため、低成長の可能性も否定はできない。一方、インフレ動向については、（もちろん需給ギャップなど経済動向に

コアインフレ指標の推移（四半期、前期比年率%）



(出所) CEIC Data

CPI のトレンド指標推移（前月比年率%）



(出所) CEIC Data

² Fed が準備預金に対して支払う金利。

³ “[I]f economic growth remained too slow to make satisfactory progress toward reducing the unemployment rate and if inflation returned to relatively low levels after the effects of recent transitory shocks dissipated” [Minutes of the FOMC June 21-22, 2011](#)

⁴ コア PCE デフレーターは 2011 年 1~3 月期前期比年率 1.2% 4~6 月期 1.0% 7~9 月期 0.5%、コア CPI は 0.0% 0.8% 1.1%。

も依存するが) 足元のインフレ動向からは大幅なデスインフレの可能性は相当に低いと考えられる。

PCE デフレーターは5月分までしか公表されていないため、6月分まで既に公表済のCPI統計で見ると、6月のコアCPIは前年比1.6%(5月1.5%)と1%台後半にあり、瞬間風速を示す前月比年率に至っては3.1%と極めて高い水準にある(5月3.5%)。トレンド指標である刈り込み平均の前月比年率が5月2.8%から6月は1.2%へ、CPI中央値も5月2.8%から6月は1.7%へ低下していることから、コアCPIも徐々に沈静化へ向かうと見込まれるものの、デフレリスクが意識された2010年前半とは水準が全く異なる。加えて、期待インフレ率も大幅な低下は観察されない。

以上を踏まえれば、QE3を含む追加緩和の条件である低成長とデフレリスク再燃が生じる可能性は、現時点では相当に低いと判断できる。

参考: 出口戦略のステップ

出口戦略のステップについては4月のFOMC議事要旨でも示されていたが、6月は更に明確化された。

償還資金再投資の一部もしくは全ての停止。

To begin the process of policy normalization, the Committee will likely first cease reinvesting some or all payments of principal on the securities holdings in the SOMA.

と同時もしくは後に、ステートメントのガイダンス変更。また、FF金利の引き上げに備えて必要であれば超過準備吸収手段(リバースレポやタームデポジット)を利用。

At the same time or sometime thereafter, the Committee will modify its forward guidance on the path of the federal funds rate and will initiate temporary reserve-draining operations aimed at supporting the implementation of increases in the federal funds rate when appropriate.

FF金利誘導目標の引き上げを開始し、それを金融政策の主たる手段とする。つまりIOER金利や準備預金残高の調整はFF金利誘導目標の調節のための補助的手段に過ぎない。

When economic conditions warrant, the Committee's next step in the process of policy normalization will be to begin raising its target for the federal funds rate, and from that point on, changing the level or range of the federal funds rate target will be the primary means of adjusting the stance of monetary policy. During the normalization process, adjustments to the interest rate on excess reserves and to the level of reserves in the banking system will be used to bring the funds rate toward its target.

エージェンシー債の売却はFF金利引き上げ後に開始し、その時期やテンポは事前に明らかとする。なお、売却ペースは経済見通しや金融環境の大幅な変更によって調整される。売却開始から3~5年でエージェンシー債は全てが売却される見込み。こうした売却によって2~3年でSOMAポートフォリオは正常な大きさに戻る。

Sales of agency securities from the SOMA will likely commence sometime after the first increase in the target for the federal funds rate. The timing and pace of sales will be communicated to the public in advance; that pace is anticipated to be relatively gradual and steady, but it could be adjusted up or down in response to material changes in the economic outlook or financial conditions. Once sales begin, the pace of sales is expected to be aimed at eliminating the SOMA's holdings of agency securities over a period of three to five years, thereby minimizing the extent to which the SOMA portfolio might affect the allocation of credit across sectors of the economy. Sales at this pace would be expected to normalize the size of the SOMA securities portfolio over a period of two to three years. In particular, the size of the securities portfolio and the associated quantity of bank reserves are expected to be reduced to the smallest levels that would be consistent with the efficient implementation of monetary policy.