



Economic Monitor

バーナンキ議長が追加緩和を強行（8月のFOMC）

市場の催促を受けて、バーナンキ議長は時間軸強化による追加緩和を強行。経済・金融状況がFedシナリオから更に下振れすれば、8月ジャクソンホール・カンファレンスでの示唆を経て、9月FOMCにおいてQE3の実施も排除はできず。但し、これ以上の反対票増加を防ぐためには、QE3実施に際して、インフレ昂進リスクが高まった場合に資産購入やバランスシートの大きさを見直す旨の保険的な見直し文言を抱き合わせる必要があると予想。

時間軸強化で金利押し下げを企図

市場の催促を受け、バーナンキ Fed 議長が「時間軸文言の修正」による追加緩和を強行した。

すなわち、8月9日のFOMCではステートメントにおける時間軸部分の記載を、従来の「長期に渡ってFF金利の異例な低水準を正当化 (to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period)」との表現から「少なくとも2013年半ばまではFF金利の異例な低水準を正当化(likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013)」との表現に改めた。新たな表現は、FF金利の超低水準への誘導について①期間を従来の市場想定よりも大幅に延長する今後2年間に延長するのみならず（多くの市場参加者は2012年のいずれかの時点で利上げを想定）、

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	6月	8月
時間軸文言	The Committee continues to anticipate that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. FOMCは、低水準の資源利用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、長期に渡ってFF金利の異例な低水準を正当化すると引き続き予想している。	The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、 少なくとも2013年半ばまでは 、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee will monitor the economic outlook and financial developments and will act as needed to best foster maximum employment and price stability. FOMCは経済見通し、および金融動向を注視し、雇用最大化と物価安定を最大限実現するために必要な措置をとる。	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。
反対票		Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員。これらの委員は、「長期に渡って」との表現の維持を主張。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

②2013年半ばまでの低金利誘導を明示的に約束した点で、大幅な時間軸強化と言える。

なお、ある意味当たり前ではあるが、「少なくとも2013年半ばまで」との判断は「現時点 (currently)」のものであり、必ず2013年まで超低金利を維持するとの約束ではない。そのためCPIの数値基準に依拠した日銀の量的緩和政策とは大きく異なる。Fedの判断はあくまで今後のデータ及びそれに対する判断に依存している (data dependent)。しかし、現実問題として考えれば、このタイミングで「少なくとも (at least)」という言葉まで示して「2013年半ば」の期限を強調しており、時間軸の短縮化や撤回が議論となりうるのは、2013年半ばの期限が意識され始める2012年半ば以降であろう。

急速なリスクオフがバーナンキ議長を追い込む

雇用統計の発表時点で当社は、7月雇用統計の持ち直しを受けてFedには追加緩和の妥当性を検討する時間的余裕が生じ、8月FOMCでは緩和策検討示唆に留め、ジャクソンホール・カンファレンスにおける緩和示唆を経て、9月FOMCで時間軸文言の修正による追加緩和に踏み切ると予想した。しかし、S&Pの米国債格下げに端を発した投資家コンフィデンスの急激な悪化による株式や商品などリスク資産価格の暴落を受け、Fedが手にした時間的余裕は失われ、バーナンキ議長は早期の追加緩和を強行せざるを得ない状況に追い込まれた。今回の時間軸文言の変更に対する賛成は7名に留まり、3名のタカ派 (フィッシャー総裁、コチャラコタ総裁、プロッサー総裁) が反対票を投じており、今回の追加緩和は相当の力技であったことが分かる。反対票が3名に達するのは1992年以来の模様である (Bloomberg等の報道)。

景気認識が先行きも含め大幅悪化

今回のステートメントでは、前段の景気認識部分 (詳細は末尾の表を参照) において「これまでのところ今年の経済成長はFOMC想定を大きく下回る (Economic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected)」と景気下振れを明確に認め、先行き見通しについても「今後数四半期について、FOMCは前回想定を幾分下回る成長を予想 (The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting)」として下方修正を示している。加えて「見通しに下振れリスクが拡大 ([D]ownside risks to the economic outlook have increased)」とまで付記した。こうした先行きも含めた景気認識の大幅な下方修正については、タカ派も含めFOMC参加者に広く共有され、今回の時間軸強化による追加緩和へ繋がったと言える。一方、今回のステートメントでは、インフレに関する認識は前回6月からほとんど変更されていない (詳細は末尾の表を参照)。

タカ派の主張に合理性

こうした先行きも含めた景気判断悪化の認識を共有しつつも、タカ派は今回の追加緩和を時期尚早と判断したが故に、反対票は3名にも達した。タカ派は、a)現時点のインフレリスク後退が未だ不明確であり(上述のようにインフレ認識に変更はない)、かつ b)時間軸強化がインフレリスクに及ぼす影響も軽視されているため、追加緩和の実施に関しては更なる検討が必要との立場から反対票を投じたと考えられる。Fedの想定通りにインフレ率が順調に低下するかは極めて不明確であり、ファンダメンタルズ面からはタカ派の主張には説得力がある。金融市場の緊張を別とすれば、タカ派の主張こそが、寧ろ合理的なバランスのとれた判断とも言えるだろう。しかし、金融市場の切迫度合いは、そうした合理的な反対意見を押し切ってきたものの追加緩和強行へバーナンキ議長を追い込んだのである。

更なる追加緩和への含み

ステートメントでは、緩和策の打ち止め感が金融市場に広がり失望へ繋がることを防ぐ目的もあり、今回は採用されなかった手段以外についても議論・検討し、FOMCが更なる緩和手段を保有していることが改めて示唆¹されている。タカ派 3 名の反対や、その裏付けとなるインフレリスクの存在を踏まえれば、そうした記載は、更なる追加緩和の実施を即座に約束するものではない。しかし、経済及び金融市場の状況次第では、8月のジャクソンホール・カンファレンスでの追加緩和の理論付けを経て、9月FOMCにおいてFedが追加緩和に踏み切る可能性も否定はできない。

残されている緩和手段としては、時間軸文言のバランスシートへの適用拡大、保有証券の入れ替えによる残存期間長期化、IOER金利の引き下げ、更なる証券購入が挙げられる。タカ派はバランスシート政策の利用がインフレリスクを高めると懸念しており、故にバランスシート維持を約束する①は今回の時間軸強化には盛り込まれなかったと推測される。そうしたタカ派の懸念の下では①よりも②のハードルは更に高く、実施に当たってはインフレリスクの観点からの厳密な分析が新たに必要となるだろう。そうした分析がジャクソンホールで示されるか否かが追加緩和に向けての焦点の一つである。ただ、一応の理論付けさえあれば、時間軸文言のバランスシートへの適用拡大と保有証券入れ替えについて反対票が今回の3名以上に拡大する可能性は低く、最終的にはバーナンキ議長の決断次第と言える。

ただ、効果の面で、①は今回の時間軸強化の補強に留まり、②も金融市場関係者以外にとってはメッセージ性に乏しいという難点がある。経済シナリオの更なる下振れに直面し、バーナンキ議長が実効性のある追加緩和を目指すのであれば、④の更なる証券購入つまり QE3 実施によるバランスシート拡大が不可欠となってくる。なお、③は効果が小さく、主たる緩和手段にはならないだろう（付随的に実施される可能性はある）。もちろん、バーナンキ議長は次回 9 月 20 日 FOMC 迄に経済状況及び金融市場が一定の回復傾向を示し、QE3 実施が不要となることを望んでいるだろう。当社も、米国経済が更なる悪化を示すとはメインシナリオにおいては予想していない。しかし、最悪シナリオに備えてのブレインストーミングが必要な状況でもある。

QE3 実施にはインフレ昂進リスクへの配慮が必要

QE3 の実施は可能なのか。QE2 の経緯や効果分析を踏まえれば、QE3 実施に際しては、やはりデフレリスクの再燃が本来は必要条件である。今回のステートメントでは景気認識が大幅に下方修正される一方で、インフレ認識や見通しに大きな変更はなく、インフレ昂進リスクは薄れたものの、デフレリスクが高まっているとはとても言えず、QE3²の実施に向けたハードルは極めて高いままである。そのため、QE3 を強行すれば反対票が更に拡大する恐れがある（さすがに 6 対 4 での QE3 実施は許容できないだろう）。従って、現状のファンダメンタルズ状況で QE3 を行うのであれば、a) これまでの QE2 に関する説明を遡及して修正するか、b) インフレリスクが高まらない理由を強化するか、c) インフレ昂進時の保険を提供するか、といった方策を別途講じる必要がある。ある程度の無謬性が必要な中央銀行として a) は難しく、また QE2 のデフレリスク軽減効果が広く認識されている現状で b) に説得力はないだろう。残る手段は c) となる。インフレ昂進リスクが高まった場合に資産購入やバランスシートの大きさを即座に見直す旨の保険的な見

¹ The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate.

² そもそも現在の金融市場にとって、QE3 が心理的な効果以上の意味を持つかがはっきりしないとも言える。

直し文言とQE3の抱き合わせが具体的な候補になると考えられる。

4～6月期景気低迷の主因は？

やや余談になるが、4～6月期の低成長の理由としては、6月ステートメントと同様に、食品やエネルギー価格の上昇による購買力低下とサプライチェーン問題が指摘されている。但し、その影響度合いについては6月の「部分的に (in part)」との表現が、今回8月は「一定程度のみ (for only some of)」に改められた。この表現の変化は、低成長における構造的要因の強調を意味しており、先行き見通しの下方修正とも概ね整合する。ただ、構造的要因の影響を強調したいであれば、一時的要因の記載を削除すれば良く、また構造的要因を列記すればより効果的である。結局のところ、一時的要因の影響度合いは7～9月期のリバウンドを見極めない限りはつきりはず (マインドなど他の要因が影響すれば7～9月期実績を踏まえても明確には分からないかも知れない)、Fedが一時的要因の影響を従来認識より引き下げたが故に見通しを下方修正したとのロジックには若干無理があるだろう。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	6月	8月
景気の現状判断	<p>[T]he economic recovery is continuing at a moderate pace, though somewhat more slowly than the Committee had expected. Also, recent labor market indicators have been weaker than anticipated.</p> <p>景気回復は緩やかなペースで継続しているが、回復ペースはFOMCの想定より緩やかである。現在の労働市場の指標は予想より弱い。</p> <p>The slower pace of the recovery reflects in part factors that are likely to be temporary, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan.</p> <p>予想を下回る景気回復ペースは、部分的には、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下や日本の悲劇的な出来事に由来するサプライチェーン途絶など、一時的な要因の影響を反映している。</p>	<p>[E]conomic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected. Indicators suggest a deterioration in overall labor market conditions in recent months, and the unemployment rate has moved up.</p> <p>年初からの経済成長は予想よりも相当に緩慢なものにとどまった。経済指標はここ数カ月、労働市場の全般的な悪化を示唆しており、失業率は上昇した。</p> <p>Temporary factors, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan, appear to account for only some of the recent weakness in economic activity.</p> <p>一時的な要因、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下や日本の悲劇的な出来事に由来するサプライチェーン途絶は、一定程度のみ景気弱含みに影響した。</p>
景気見通し	<p>The unemployment rate remains elevated; however, the Committee expects the pace of recovery to pick up over coming quarters and the unemployment rate to resume its gradual decline toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>失業率は高止まりしているが、FOMCは回復ペースは今後数四半期で加速し、失業率はデュアルマンドートに合う水準に向けて再び徐々に低下し始めると予想する。</p>	<p>The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting and anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, downside risks to the economic outlook have increased.</p> <p>今後数四半期について、FOMCは前回想定を幾分下回る成長を予想しており、失業率もデュアルマンドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。経済見通しにおける下振れリスクが拡大した。</p>
インフレ判断	<p>Inflation has picked up in recent months, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the recent supply chain disruptions. However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>幾つかの商品や輸入材の価格上昇を反映し、また近時のサプライチェーン途絶もあり、インフレ率はここ数カ月で上昇した。しかし、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation picked up earlier in the year, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the supply chain disruptions. More recently, inflation has moderated as prices of energy and some commodities have declined from their earlier peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>幾つかの商品や輸入材の価格上昇を反映し、また近時のサプライチェーン途絶もあり、インフレ率はこれまで上昇してきた。ただ、最近では、エネルギー価格など商品価格がピークから下落したことを受けて、上昇は緩やかとなっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>Inflation has moved up recently, but the Committee anticipates that inflation will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate.</p> <p>インフレは加速したが、エネルギーや商品価格による押し上げの影響が弱まるにつれて、デュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に低下すると予想される。</p>	<p>The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further.</p> <p>エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。