

Economic Monitor

2010年ジャクソンホールと現在の類似点及び相違点

カンザスシティ連銀主催の恒例のジャクソンホール・カンファレンスにて、8月26日の現地時間10時からバーナンキFed議長が講演を行う。今年のタイトルは”Near- and Long-Term Prospects for the U.S. Economy”である。QE2実施を示唆した昨年の講演”The Economic Outlook and Monetary Policy”と異なり、金融政策の文言はタイトルに含まれていない。当社では従来から、バランスシート入れ替え（ツイストオペ）迄であれば、FOMCにおける反対票が3名からは増えず、バーナンキ議長がタカ派の反対を押し切って追加緩和に踏み切ることは可能と考えている¹。しかし、QE3実施のハードルは極めて高い。

バーナンキ議長の講演を占うために、議長が直面する経済・金融情勢を2010年夏と比較してみよう。まず、景気動向は失業率が示すように（2010年7月9.5%→2011年7月9.1%）、水準としては幾分改善しているが、成長の勢いという観点では寧ろ今の方が弱い。GDP成長率（2010年4～6月期2.4%→2011年4～6月期1.3%）や製造業ISM指数（2010年7月55.2→2011年7月50.9）は2010年同期を明確に下回っている。2010年より強めなのは民間雇用者の増加数ぐらいである。

次に金融指標だが、景気動向ほどの一体性はないが、総じて景気悪化方向を示している。10年物国債利回りは7月まで同程度だったが、8月に入ってから低下は2011年の方が急である。株価は7月まで2011年が2010年を大きく上回っていたが、8月に入り、その差は大きく縮小した。原油価格（WTI期近先物）は8月に急落も、未だ2010年を10ドル以上も上回る。名目実効ドルレートは大幅なドル安となってい

米国の経済・金融指標の比較		2010年				2011年			
		5月	6月	7月	8月	5月	6月	7月	8月
CPI	ヘッドライン（前年比%）	2.0	1.1	1.2	1.1	3.6	3.6	3.6	-
	コア（前年比%）	0.9	0.9	0.9	0.9	1.5	1.6	1.8	-
	ヘッドライン（前月比%）	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.2	▲0.2	0.5	-
	コア（前月比%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	-
ミシガン大期待インフレ率（%）		2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	3.0	2.9	2.9
10年 BEI（%）		2.1	1.9	1.8	1.7	2.4	2.2	2.4	2.1
ISM指数	製造業 中立=50	57.8	55.3	55.1	55.2	53.5	55.3	50.9	-
	非製造業 中立=50	54.8	53.5	53.7	52.8	54.6	53.3	52.7	-
フィラデルフィア連銀景況感指数		21.2	9.2	4.2	▲5.6	3.9	▲7.7	3.2	▲30.7
ミシガン大消費者マインド指数		73.6	76.0	67.8	68.9	74.3	71.5	63.7	54.9
失業率（%）		9.7	9.5	9.5	9.6	9.1	9.2	9.1	-
民間部門雇用者数（前月差、千人）		48	65	93	110	99	80	154	-
10年物国債利回り（%）		3.3	2.9	2.9	2.5	3.1	3.2	2.8	2.1
ダウ平均株価（ドル）		10,137	9,774	10,466	10,015	12,570	12,414	12,143	10,818
WTI期近先物（ドル/バレル）		74.0	75.6	79.0	71.9	102.7	95.4	95.7	83.2
名目実効ドル（97/1/21=100）		105.4	105.1	102.2	103.6	95.2	95.0	94.2	95.6
Fedのバランスシート残高（兆ドル）		2.3	2.3	2.3	2.3	2.8	2.8	2.8	2.9
実質GDP成長率（%）		2010年		2011年		2010年		2011年	
		1～3月期	4～6月期	1～3月期	4～6月期	1～3月期	4～6月期	1～3月期	4～6月期
		3.7		2.4		0.4		1.3	

GDP以外は当時のリアルタイム認識ではなく、現在の指標データ。2010年GDPは2010年4～6月期一次推計値。

週次及び日次データのあるものについて、2011年8月分は執筆時点の最新データ。

¹ 8月15日付「米国経済情報2011年8月号」参照。

る（ドルが減価している）。

景気動向と金融指標の多くが、その水準は違えども、方向としては 2010 年同期と同傾向にある一方で、水準も傾向も大きく異なるのがインフレ指標である。CPI 前年比は 2010 年 7 月 1.2% に対し、2011 年は 3.6% と伸び率は 3 倍、コア CPI も 0.9% に対し 1.8% と倍である。瞬間風速を示すコア CPI の前月比を見ても 2010 年は 0.1% 上昇と僅かな伸びが続いたが、2011 年の前月比は 0.2~0.3% に高まっている。2010 年と変わらないのは 3% 程度で安定を続ける家計の期待インフレ率ぐらいで、市場の期待インフレ率を示す BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）は先週に急低下したとは言っても、2010 年よりは明らかに高い。

こうした比較において、景気動向や金融指標は、バーナンキ議長が QE3 を導入するに際して、大きな障害とはならないだろう。もちろん、QE2 の総括、QE2 に際して示した Stock View と QE3 の連続性、8 月 9 日に導入した時間軸明確化と QE2 や QE3 の効用の違いなどを、景気の観点を踏まえて論じることは必要だが、要は論じて整理すれば良い。

ところが、インフレは全く別である。QE2 を導入した目的の一つが経済活動の下支え、もう一つはディスインフレの防止²であった。そして Fed 関係者や民間エコノミスト、市場関係者の多くが認め、また経済指標にも示されている QE2 の明確な効果はディスインフレリスクひいてはデフレリスクの払拭である。そうした認識がある下での QE3 実施に際しては、QE3 がインフレリスクを高めないのか否か、高めるリスクがあるならば、それを甘受するのか、それとも何らかの方法でヘッジするのかの説明や手段の提示が必要となる。そうした説明（需給ギャップで押し通す？）や手段（インフレ昂進リスクが高まった場合の QE3 停止？）の提示は不可能ではないが、やはりハードルは高い。バーナンキ議長は、その陰しく、リスクの高い道へ分け入るのだろうか。

² “[W]e have the tools to help support economic activity and guard against disinflation”, [Chairman Ben S. Bernanke “The Economic Outlook and Monetary Policy” at the Jackson Hole, Wyoming August 27, 2010](#)