

バーナンキ議長はシンプルに徹する

バーナンキ議長は、極めてシンプルな表現で、追加緩和の可能性を示唆。9月FOMCは2日間の日程に変更され、追加緩和の可能性が議論される。一方、議長は金融政策の限界も示し、財政政策による対応を強く要請。越権批判を覚悟の上で、あるべき財政政策を提案するのみならず、政策決定プロセスの問題点も指摘したのは、中央銀行関係者や金融市場の不満の代弁か。

Simple is Best

バーナンキ議長が8月26日に恒例のジャクソンホール・コンファレンスにて”The Near- and Longer-Term Prospects for the U.S. Economy”との演題で講演を行った。講演は前半の”Near-Term Prospects for the Economy and Policy”と後半の”Economic Policy and Longer-Term Growth in the United States”の二部構成だが、金融市場関係者や中央銀行ウォッチャーにとってのクライマックスは前半の最終部分で訪れた。

In addition to refining our forward guidance, the Federal Reserve has a range of tools that could be used to provide additional monetary stimulus. We discussed the relative merits and costs of such tools at our August meeting. We will continue to consider those and other pertinent issues, including of course economic and financial developments, at our meeting in September, which has been scheduled for two days (the 20th and the 21st) instead of one to allow a fuller discussion. The Committee will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ its tools as appropriate to promote a stronger economic recovery in a context of price stability.

すなわち、「追加的な金融緩和手段、経済・金融動向、その他の問題について、日程を2日間に延長して9月20~21日FOMCにおいて、引き続き協議検討する」というのが、議長が市場の追加緩和期待に対して発したメッセージである。「追加的な資産購入(QE2)」が追加緩和手段の一番手と指摘した今年の講演との比較で物足りなさを感じるかも知れない。しかし、8月9日のFOMCで反対票が3名に達し、物価動向はデフレよりもインフレ方向のリスクが足元では意識され¹、加えて6月のFOMCで決まった情報開示規制などもあり、議長はシンプルなメッセージこそ有効と判断したのだろう。今回のメッセージからは2日間の日程で、追加緩和の必要性について議論を尽くすとの議長の意気込みが感じられる。昨年は8月ジャクソンホールでの追加緩和示唆、9~10月のFOMCやビデオ・カンファレンスでの検討、11月FOMCでのQE2決定とのプロセスを経ており、今年は良くも悪くも9月で一つの結論が出る短期決戦となる。

今回のシンプルなメッセージを受けて、金融緩和の可能性が低下したと見る向きもある。しかし、バーナンキ議長は講演の最後で「Fedは、物価安定の下での高成長と雇用の回復を支援するために、可能な全てを行う方針である(The Federal Reserve will certainly do all that it can to help restore high rates of growth and employment in a context of price stability)」と述べており、9月のFOMCにおいて追加金

¹ バーナンキ議長は“With commodity prices and other import prices moderating and with longer-term inflation expectations remaining stable, we expect inflation to settle, over coming quarters, at levels at or below the rate of 2 percent, or a bit less, that most Committee participants view as being consistent with our dual mandate”とFOMC見解を述べるのみで、インフレについては突っ込んだ発言は行っていない。

融緩和無しとの回答は想定し難い。

なお、今回のバーナンキ議長講演で興味深いのは、後述するように「現在の異常な状況下は短期的な成長加速を目指す政策が長期的な目的にも効果を有する可能性がある」として、短期的な景気刺激策としての金融政策の守備範囲を広げることで、景気判断を更に下方修正せずとも追加緩和を行う道を開いたことである。

ツイストオペが一番手

今回の講演でバーナンキ議長は具体的な緩和手段に言及しなかったが、議長は追加的な金融緩和手段を7月の議会証言で提示しており、改めて列挙するまでもなく、そうした手段は既知との前提がある。すなわち、7月の議会証言では「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、現行0.25%のIOER金利²の引き下げ」が追加緩和手段として挙げられた。言うまでもなく、このうちの一部は8月9日のFOMCで既に導入されている。

(全く新たな手段が俎上に上がる可能性はもちろんあるが)議会証言で挙げられた手段で残っているのはa)バランスシートへのガイダンス拡大、b)資産保有構成の長期化(ツイストオペ)、c)更なる追加資産購入(QE3)、d)IOER金利の引き下げ、となる。このうち現時点で最も可能性が高いのはb)ツイストオペと考えられる。8月9日のFOMCで導入した時間軸明確化との効果重複は否めないが、長期金利を押し下げようとする意図は明確な手段である。加えて、今年のFOMCでは投票権を有さないものの、タカ派寄りのセントルイス連銀ブラード総裁がツイストオペに肯定的な見解を示したことも、間接的ではあるが、タカ派の反対がそれ程強くはない証左として、ツイストオペの可能性が高いことを示している。

a)バランスシートへのガイダンス拡大の可能性も低くはないが、出口戦略において金利とバランスシートが連動することを踏まえれば、8月9日に時間軸明確化が行われた後では付随的な手段に留まる。d)IOER金利引き下げはゼロ金利の弊害が強まる可能性が高い一方で効果は薄く、可能性は高くないだろう。

QE3の可能性は低下

問題はc)QE3である。QE2がデフレリスクの後退に効果を発し、かつデフレやディスインフレよりもインフレのリスクが意識される現状では、ハードルは極めて高い。加えて、後述するようにバーナンキ議長は金融政策の限界を踏まえ、財政政策に金融政策よりも大きな役割を要請している。従来、当社ではインフレ昂進時の買入停止など保険的手段も加味した上で9月FOMC時点でのQE3導入の可能性を30%程度と考えた。しかし、その後公表された7月CPIが示したインフレリスク、及び財政政策による対応を求めるバーナンキ議長の姿勢を踏まえると、確率は20%程度にまで低下したと判断している。この確率が、9月FOMCまでに明らかとなる経済情勢や金融市場の動向により再び上昇する可能性は否定しないが、QE3実施に多くを期待すべきではないだろう。

バーナンキ議長から財政政策に向けたメッセージ

ここまでの、当面の金融政策や金融市場を考える上で、最も重要と言えるバーナンキ議長講演のポイントである。但し、議長は他にも幾つかの興味深い指摘や主張を行なっている。中でも財政政策に関する部分は、米国の政治家のみならず日本の政治家も傾聴に値する。

² Fedが準備預金に対して支払う金利。

時間軸明確化の解釈

8月9日のFOMCで行われた時間軸の明確化について、バーナンキ議長はあくまでも「ガイダンス（forward guidance）」だと断った上で、「資源稼働率とインフレの中期的な見通しに基づけば、FF金利誘導目標は少なくとも今後2年間は現行水準に据え置かれるとFOMCが判断したということだ」と述べた。これは単なる予想だとの認識よりは強いが、コミットメントほどには強くない。但し、予想変更の説明責任が伴うことを考えれば、（多くのタカ派が懸念するように）弱いガイダンスとは言い難いだろう。

That is, in what the Committee judges to be the most likely scenarios for resource utilization and inflation in the medium term, the target for the federal funds rate would be held at its current low levels for at least two more years.

脆弱な景気回復と長期的な楽観

バーナンキ議長は景気回復が極めて脆弱な理由として、今回のリセッションが住宅市場の深刻な低迷と歴史的な金融危機の相互作用を伴っている点を指摘した。すなわち、景気回復を妨げる構造的要因として、住宅市場の脆弱さと、それが住宅価格を経由して家計や金融機関の財務や信用に与える悪影響を特に重視する姿勢を示している。

こうした問題を指摘しつつも、議長は長期的には経済成長を楽観視するスタンスも、同時に明らかとした。議長は、米経済のファンダメンタルズは変質しておらず、問題はいずれ解消され、成長率や雇用水準はいずれ元に戻ると述べている。こうした楽観姿勢は、市場に対して安心感を与える意図も含んでいるが、追加緩和に必要な潜在成長率が大きくは低下していないという前提の裏返しでもある。

Unfortunately, the recession, besides being extraordinarily severe as well as global in scope, was also unusual in being associated with both a very deep slump in the housing market and a historic financial crisis. These two features of the downturn, individually and in combination, have acted to slow the natural recovery process.

As I will discuss, although important problems certainly exist, the growth fundamentals of the United States do not appear to have been permanently altered by the shocks of the past four years. It may take some time, but we can reasonably expect to see a return to growth rates and employment levels consistent with those underlying fundamentals.

金融政策の有効性に関する議論

バーナンキ議長は「通常、短期的な成長加速を目指す金融・財政政策に、長期的な経済のパフォーマンスを引き上げることは期待できない」との一般的な認識を述べた上で、長期失業を引き合いに出して「現在の異常な状況下は短期的な成長加速を目指す政策が長期的な目的にも効果を有する可能性がある」と指摘した。これは、現在の経済情勢が、既に金融政策によって対応すべき範囲から逸脱しているとのタカ派からの批判（ダラス連銀のフィッシャー総裁やカンザスシティ連銀のホーニグ総裁）に対する反論として、金融政策による追加対応を肯定する内容とも解釈ができよう。但し、バーナンキ議長は、で述べる様に金融政策の限界にも言及し、金融政策に全てを依存する風潮への警戒姿勢も同時に示している。

Normally, monetary or fiscal policies aimed primarily at promoting a faster pace of economic recovery in the near term would not be expected to significantly affect the longer-term performance of the economy. However, current circumstances may be an exception to that standard view--the exception to which I alluded earlier. Our economy is suffering today from

an extraordinarily high level of long-term unemployment, with nearly half of the unemployed having been out of work for more than six months. Under these unusual circumstances, policies that promote a stronger recovery in the near term may serve longer-term objectives as well. In the short term, putting people back to work reduces the hardships inflicted by difficult economic times and helps ensure that our economy is producing at its full potential rather than leaving productive resources fallow. In the longer term, minimizing the duration of unemployment supports a healthy economy by avoiding some of the erosion of skills and loss of attachment to the labor force that is often associated with long-term unemployment.

財政問題に対する明確な非難

金融政策による更なる対応に言及した上で、バーナンキ議長は「長期的な経済成長に必要な政策の大半は中央銀行の手の外にある」として、金融政策よりも財政政策が大きな役割を果たすべきとの論旨を相当の時間を割いて展開している。

Notwithstanding this observation, which adds urgency to the need to achieve a cyclical recovery in employment, most of the economic policies that support robust economic growth in the long run are outside the province of the central bank. We have heard a great deal lately about federal fiscal policy in the United States, so I will close with some thoughts on that topic, focusing on the role of fiscal policy in promoting stability and growth.

議長は「財政の持続性と景気配慮は両立可能」として、具体的に「短期的な景気回復に配慮しつつ信頼にたる長期的な財政赤字削減計画を作成」することを議会やホワイトハウスに対して求めている。加えて「今夏の交渉（連邦債務上限引き上げをめぐる交渉）が金融市場や経済の混乱を招いた」「同様のことが生じれば、世界中の投資家による米国に対する金融資産投資や直接投資の意欲を削ぐことになる」として、極めて強い調子での政治批判も行なっている。これは、財政政策による景気刺激を要請したものとして、かつ政策決定プロセスを明確に批判したものとして、財政規律の強化を一般論として求めていた従来の発言から相当に踏み込んだものと言えるだろう。確かに7月下旬から8月上旬にかけての政治プロセスの停滞や金融市場の混乱が無かりせば、マインド面からの景気下振れリスクが今ほどに膨らむことはなく、Fedももう少し楽が出来たであろう。バーナンキ議長の苛立ちには同情を覚えると同時に、金融市場関係者の不満を代弁しての行動との印象も受ける³。

Although the issue of fiscal sustainability must urgently be addressed, fiscal policymakers should not, as a consequence, disregard the fragility of the current economic recovery. Fortunately, the two goals of achieving fiscal sustainability--which is the result of responsible policies set in place for the longer term--and avoiding the creation of fiscal headwinds for the current recovery are not incompatible. Acting now to put in place a credible plan for reducing future deficits over the longer term, while being attentive to the implications of fiscal choices for the recovery in the near term, can help serve both objectives.

The negotiations that took place over the summer disrupted financial markets and probably the economy as well, and similar events in the future could, over time, seriously jeopardize the willingness of investors around the world to hold U.S. financial assets or to make direct investments in job-creating U.S. businesses.

³ 政治家の一部による自分に対する批判への反論もあるのかも知れない。