

ジャクソンホールでバーナンキ議長は何を示唆したか？

バーナンキ議長は、講演において、労働市場に対して極めて厳しい認識を示した上で、必要であれば追加緩和策を講じると述べた。これは、追加緩和実施の可能性が高いことを示唆したものだと思料。資産買入策に対する肯定的な評価を勧告すれば、QE3の実施にもバーナンキ議長は前向き。

バーナンキ FRB 議長は、8 月 31 日にカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール・シンポジウムにおいて、金融政策に関する講演を行った。追加緩和の実施を直接的に示唆しなかった点など個々のパーツを見る限りでは新味に欠ける内容と言える。しかし、論理展開を踏まえつつ読み解けば、議長の明瞭なメッセージを受け取ることができる。

1. QE の有効性

量的緩和（QE）すなわち債券購入の金融政策としての有効性について、バーナンキ議長は明確に肯定した。これまでの 2 回の大規模債券購入プログラム（LSAPs：Large-scale asset purchases、いわゆる QE1 と QE2）とオペレーション・ツイスト（MEP：maturity extension program）が合計で 80～120Bp の 10 年債利回り引き下げに寄与したとの試算を示した上で、実施されなかった場合に比べて 2 回の LSAPs は 3% の GDP 押し上げと 200 万の雇用者数増加をもたらしたと研究成果を引用しつつ指摘している。

Model simulations conducted at the Federal Reserve generally find that the securities purchase programs have provided significant help for the economy. For example, a study using the Board's FRB/US model of the economy found that, as of 2012, the first two rounds of LSAPs may have raised the level of output by almost 3 percent and increased private payroll employment by more than 2 million jobs, relative to what otherwise would have occurred.

そして、Fed と同じく量的緩和を導入した BOE の事例も参照しつつ、「中央銀行による債券購入は、デフレリスクを軽減しつつ景気拡大に重大な貢献を為している」と結論づけた。また、バーナンキ議長は FOMC ステートメントにおける時間軸文言などコミュニケーション政策の有効性も強調している。

[A] balanced reading of the evidence supports the conclusion that central bank securities purchases have provided meaningful support to the economic recovery while mitigating deflationary risks.

2. 非伝統的金融政策実施のハードル

バーナンキ議長は、QE を含む非伝統的金融政策について、潜在的なコストを挙げつつ慎重な分析を示し、金利政策などの伝統的な金融政策に比べ、非伝統的な金融政策を講じる上でのハードルは高くあるべきと指摘した。但し、同時に「慎重な検討に基づけば、非伝統的金融政策のコストは管理できるように思われる」として、「経済状況に照らし必要な場合に非伝統的金融政策の更なる利用（追加緩和）を排除すべきではない」と結論づけている。

[T]he hurdle for using nontraditional policies should be higher than for traditional policies. At the same time, the costs of nontraditional policies, when considered carefully, appear

manageable, implying that we should not rule out the further use of such policies if economic conditions warrant.

3. 米国経済の評価

バーナンキ議長は、現在の米国経済の状況が「満足には程遠い (obviously far from satisfactory)」と述べた上で、特に労働市場については「回復ペースは痛々しいほどに緩慢 (painfully slow)」、「停滞が重大な懸念事項 (a grave concern)」と従来にないほどの極めて強い言葉で懸念を表明した。

The stagnation of the labor market in particular is a grave concern not only because of the enormous suffering and waste of human talent it entails, but also because persistently high levels of unemployment will wreak structural damage on our economy that could last for many years.

また、議長は、現在の景気低迷の理由として、構造的な問題よりも 住宅市場、 財政問題、 欧州債務問題という三つの逆風を重視するスタンスを示した。これは、構造的な問題によって景気低迷が規定されている訳ではないが故に、金融政策による追加刺激の実施が正当化される一方で、同時に米国の金融政策が対応できる「逆風」が住宅市場に限られることも示唆している。

4. 今後の政策ガイダンス

バーナンキ議長が講演で示した金融政策ガイダンスは、「物価安定の下でのより力強い景気回復と労働市場の持続的な改善に向けて、Fedは政策手段の不透明性と限界を十分考慮しつつ、必要に応じて追加緩和政策を実施していく」と従来からの一般的なスタンスを示す内容にとどまった。これは、8月のFOMC議事要旨に記された「顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速が示されない限り、極めて早いタイミングで、追加緩和が正当化される」との文言¹に比べ、それ自体だけ見れば明らかにインパクトに欠けるものである。しかし、その前段に掲げられた「特に労働市場の一段の改善を達成することが重要」との文言や、前述したバーナンキ議長の米国経済に対する厳しい認識を加味すると意味付けは変わってくる

[I]t is important to achieve further progress, particularly in the labor market. Taking due account of the uncertainties and limits of its policy tools, the Federal Reserve will provide additional policy accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.

結論: バーナンキ議長は追加緩和の実施を示唆

既に引用したように、8月FOMCの議事要旨は、これまでにない強いトーンで追加緩和の実施を示唆するものであった。しかし、8月に入って公表された7月の雇用統計や小売売上高、鉱工業生産などの改善を加味する前の判断に基づくものであったため、そうしたデータの改善によってFOMC投票権者の判断が変化しているか否かが注目されている。経済データの改善は「顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速」を満たさないと当社は判断しているが、7月雇用統計等の改善を踏まえた上で労働市場について「停滞が重大な懸念事項 (a grave concern)」と極めて厳しい認識を示したことで、バーナンキ議長が7月の経済データの改善を全く不十分と考えていることが確認された。バーナンキ議長がジャクソンホールで示した労働市場に対する極めて厳しい認識を勘案すれば、9月7日に公表される8月雇用統計が多少強含んでも、

¹ “Many members judged that additional monetary accommodation would likely be warranted fairly soon unless incoming information pointed to a substantial and sustainable strengthening in the pace of the economic recovery.”, FOMC Minutes (Jul 31 – Aug 1)

議長の追加緩和の必要性に対する認識は変わらないと見込まれる。これは 9 月 12～13 日の FOMC における追加緩和実施の可能性が極めて高いことを意味する。

バーナンキ議長は、これまで実施してきた資産買入策の有効性を明確に肯定した上で、「非伝統的金融政策の更なる利用を排除すべきではない」と講演の中で結論づけた。これは、9 月 FOMC における QE3 の採用を確約するものではないが、バーナンキ議長が QE3 を追加緩和策の有力な候補として位置付けていることを示すものと言える。また、8 月 FOMC 議事要旨と、講演におけるバーナンキ議長のコミュニケーション政策に対するポジティブな評価を踏まえれば、FOMC 参加者の見通し下方修正に沿うかたちで、ガイダンス文言（時間軸）の修正が行われる可能性は極めて高い。

9 月 FOMC が、未だ経済データに依存する状況は変わらない。今後公表される経済データとしては、何よりも 8 月分の雇用統計が重要である。しかし、8 月 29 日公表の地区連銀によるページブックが景気判断の改善を示さず、また 8 月中に示された 7 月の経済データを踏まえた上でバーナンキ議長が極めて厳しい景気認識を示したことを勘案すれば、追加緩和実施の可能性は高まっていると判断される。なお、追加緩和手段としては、時間軸文言の修正と QE3 が採用される可能性が高いと予想する。