

# 海外経済 ～困難な米金融政策の舵取り～

経済調査部 桂畑 誠治

## 追加金融緩和期待の強まり

主要な経済指標が市場予想ほど悪化しなかったことを受け、米国の二番底懸念は若干弱まっている。しかし、雇用の回復力が鈍いもと、在庫復元の一巡、景気刺激策の押し上げ効果の弱まり等を背景に景気は徐々に鈍化している。加えて、足元の物価上昇率はFRBが安定的と考える水準を下回って推移している。このような中、9月のFOMCで「FOMCは今後も経済見通しや金融市場の状況を注視し、景気回復の支援や、インフレ率を目標と一致する水準に徐々に戻すために必要に応じて追加の緩和措置を実施する用意がある」との声明文を公表したため、金融市場では金融緩和期待が強まっている。

## 選択肢は国債買取、声明文変更、準備率引き下げ

政策金利であるFFレート誘導目標が事実上のゼロ金利まで低下している中、金融政策によって成長率を押し上げるためには非伝統的な政策を強化するしかなく、未知の領域にさらに踏み込むことになる。一部のFOMC参加者は、緩やかな景気回復が持続しているもとでは、成長率押し上げ効果が期待できないとして追加の金融緩和に否定的な見解を持っている。金融緩和を支持する人の中でも、追加の金融緩和策の内容や経済成長への効果について、意見は一致していない。しかし、追加の金融緩和が必要との認識を示すFOMCメンバーは増加している。そのような中、バーナンキFRB議長は追加の金融緩和策として、①長期債券（国債、MBS）の買い切りによるFRBのバランスシートの拡大、②声明文の変更、③準備預金率の引き下げの三つの案を提示した。

現在、長期債券の買い切りによるバランスシートの拡大や声明文の変更に関して、詳細は固まっていない。バランスシートの拡大では、金額を徐々

に増やしていくことで追加の金融緩和期待を長期に亘り維持することが可能となるため、債券購入を小額多頻度で行う方向で意見の集約が図られている模様である。一方、声明文の変更に関しては現在事実上のゼロ金利政策を継続する条件は、「低水準の資源活用、抑制されたインフレトレンド、安定したインフレ期待を含む経済状況」とされており、現状でも金融引き締め観測が中期的に台頭する可能性は低い。しかし、時間軸政策をさらに強化するため、条件に持続的に潜在成長率を上回る成長と物価上昇率の安定的な水準への回復などを加える可能性がある。

## 国債の買取実施でも長期金利低下は不確実

三つの金融緩和政策は、最終的には長期金利を低下させることで景気浮揚を目指すものだ。金融緩和政策の成功は、市場で金融緩和期待を持続させ、長期金利の低下を促すことができるか次第のため、「市場との対話」が重要となる。高成長が持続し、雇用環境の著しい改善が確認されるまで、金融引き締めを行わないことを市場に織り込ませると同時に、長期債の購入などを継続的に実施することで、金融緩和期待を残存させられれば、長期金利は低下し易くなるだろう。

ただし、長期金利の水準はその時の市場環境の影響を受けるため、仮に三つの政策を全て実施しても、長期金利が低下するかどうかは不確実である。長期債の購入額を大幅に増やし、金融緩和の継続を示しても、景気減速に歯止めがかかった程度で、長期金利が上昇するリスクがある。

以上のように、金融政策の舵取りは一段と困難さを増しており、成長率を押し上げるためには、FOMCには継続的な巨額資金の投入と、安易な出口論に与しない覚悟が求められている。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）