

2020年1月30日 全5頁

FOMC 政策金利は据え置きも布石は多い

注目点は①バランスシート拡大の規模・期間の目途、②更なる金融緩和の可能性

ニューヨークリサーチセンター研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2020年1月28・29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、1.50-1.75%と前回（12月10・11日）から据え置いた。IOERの引き上げ、ターム物及び翌日物の資金供給オペの再延長も決定したが、想定範囲内である。
- 今回公表された声明文における変更点は、物価目標の表現が微調整されたことである。対称的な目標であるインフレ率2%への回帰という新たな表現は、低位安定的に推移するインフレ率を押し上げるために行動が必要という12月のFOMC議事録に紐づくものである。中国で蔓延する新型コロナウイルスが世界経済を下押しするリスクも含めて、金融緩和（利下げ）の可能性が出てきたと言える。
- 流動性供給の結果、拡大してきたFRBのバランスシートに関しては、パウエルFRB議長の記者会見によれば、2020年第2四半期がバランスシート拡大終了の一応の目途と想定される。しかし、規模の目途や拡大の終わり方は様々な表現を用いて説明していることから、決定的とは言えず、フレキシブルな対応となることが想定される。

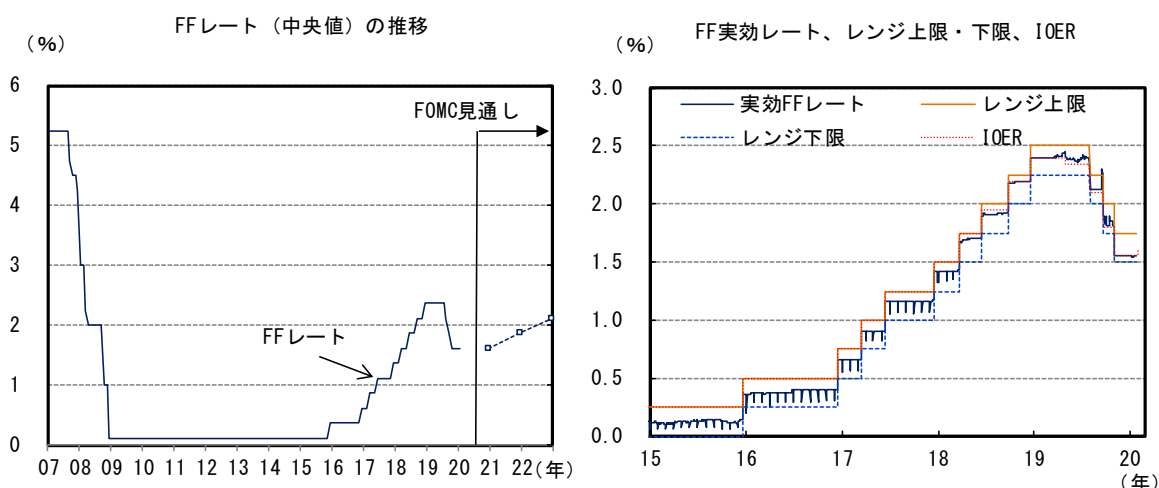
政策金利は全会一致で据え置き、IOERは0.05%引き上げ

2020年1月28・29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、1.50-1.75%と前回（12月10・11日）から据え置いた。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）が算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によれば、1月28日時点で86.7%が今回のFOMCにおいて据え置きを予想していたため、今回の決定自体にサプライズはない。

また、今回のFOMCにおいて、超過準備に対する付利金利（IOER）を0.05%pt引き上げ、1.60%へと変更した。2019年9月にレポレートが急騰し、実効FFレートが当時の誘導目標レンジの上限値（2.25%）を超えたことから、実効FFレート誘導目標レンジ内へと抑えるために従来よりもIOERを低めに設定してきた。足元実効FFレートが誘導目標レンジの下限付近で安定的に推移していたことから、IOERを引き上げたと考えられる。今回のIOERの引き上げに関しては、12月のFOMC議事要旨で、短期金融市場が落ち着いている状況下において、IOERを金利誘導目標レンジの中央値付近に戻す技術的調整が適切となることが指摘されていたことから、市場参加者にとって想定の内と言えよう。

2019年10月11日に公表された流動性供給策のうち、ターム物及び翌日物の資金供給オペに関しては、2020年1月が当初の終了目途となっていたが、2020年1月14日に2月13日まで延長されることがニューヨーク連銀から公表されていた。今回の声明文では、ターム物及び翌日物の資金供給オペの実施期限が2月13日から4月まで再延長された。今回の再延長に関して、12月のFOMC議事録や、1月にクラリダFRB副議長が示した、法人税納付が予定される4月まで延長される必要があるとの認識通りの変更であった。

図表1 FFレート（中央値）の推移、FF実効レート、レンジ上限・下限、IOER



(注) FOMC見通しは、12月のFOMC時点。

(出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

経済の現状認識は概ね据え置き、物価目標の表現を微調整

今回公表された声明文において、経済の現状認識は前回と同様の表現で据え置かれている。「労働市場は力強いままであり、経済活動は緩やかなペースで拡大している」という全体の評価の下、個別項目のうち設備投資、輸出については「弱いままである」と変わらなかった。個人消費に関しては、10・11月の小売売上が下方修正されたこともあり、「力強いペースで拡大している」から、「緩やかなペースで拡大している」へと下方修正された。しかし、パウエルFRB議長は声明文公表後の記者会見の中で、健全な労働市場や収入の増加、良好な消費者マインドなど、個人消費を支える様々な基礎は堅調と述べており、基調として大きな変化はないといえよう。インフレに関しては、「2%を下回っている」、インフレ期待はマーケットベースが「低いままである」、サーベイベースは「ほとんど変わっていない」と特段の変更はなかった。

経済見通しに関しては、物価目標に関する表現に微調整が加えられた。「委員会は足元の金融政策のスタンスが経済活動の持続的な拡大と力強い労働市場、そして対称的な目標である2%付近でのインフレ率の推移を達成する上で適切である」から、「委員会は足元の金融政策のスタンスが経済活動の持続的な拡大と力強い労働市場、そして対称的な目標であるインフレ率2%への回帰を達成する上で適切である」と修正された。パウエル議長は、記者会見で従来の2%付近でのインフレ率の推移という表現では、インフレ率が2%以下の水準で推移することにFOMC参加者が満足しているという誤解を与えかねないとの観点から、修正に至ったと背景を説明している。2%という数値は上限ではなく、2%以下でのインフレ率の推移に不満を感じているとパウエル議長が繰り返したことからもわかるように、今回の微調整を通じてFRBがインフレ率の目標達成に向けてより強いコミットメントを示したものと考えられる。

なお、フォワードガイダンスに関しては、「FFレートの誘導目標レンジの将来の道筋を検証するにあたり、世界的な動向と落ち着いたインフレ圧力を含めて、入手した情報が経済見通しに与える示唆を引き続き注視する」という表現を据え置いている。

今後の金融政策運営の注目点

今回のFOMCは声明文、記者会見ともに大きなサプライズはなかったといえる。今後の金融政策運営の注目点に関しては、①バランスシート拡大の規模・期間の目途、②更なる金融緩和の可能性の2点が挙げられる。

①バランスシート拡大の規模・期間の目途

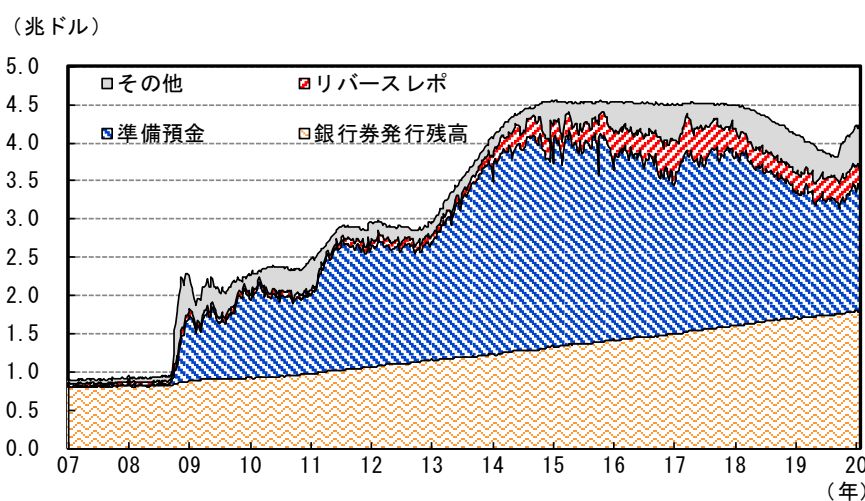
2019年9月の短期金融市場における流動性ひっ迫を契機に講じた、T-Billの購入とターム物及び翌日物の資金供給オペを通じて、FRBのバランスシートは再度拡大に転じた。2020年1月22日時点のFRBのバランスシートは、約4.2兆ドルと2018年10月以来の水準まで拡大した。こうしたFRBのバランスシートの拡大に関して、FRBはQE（量的緩和）とは異なると説明をし

てきたが、一部の市場参加者は「QE ライト」と認識してきた。FRB のバランスシートの拡大が資産価格の押し上げへと帰結しているとの指摘がある中、ダラス連銀のカプラン総裁は「FRB が一段の流動性を供給すれば、それは QE に派生した行為であり、リスク資産（の価格決定）に影響を与えかねない」と危惧していた。

元来、T-Bill の購入期限が 2020 年第 2 四半期であったことに加え、今回の FOMC でターム物及び翌日物の資金供給オペの期限が 2 月から 4 月へと再延長されたこともあり、FRB のバランスシートは 2020 年第 2 四半期まで拡大し続けることになる。声明文公表後のパウエル議長の記者会見では、FRB のバランスシートの拡大に関する質問が相次いだ。とりわけ質問が集中したのは、FRB のバランスシート拡大の規模や期間の目途についてである。パウエル議長は、2020 年第 2 四半期には準備預金が流動性を十分に担保する水準に達する見込みであり、その後は T-Bill の購入額やターム物及び翌日物の資金供給オペの減額を進めると説明している。また、FRB のバランスシートの規模に関しては、負債の本来の成長ペースに応じて拡大すること、4 月の法人税納税に十分対応できる水準を維持すること、2019 年 9 月初頭の水準を下回らないこと、準備預金の下限額が 1.5 兆ドルであることなどが目途となることも指摘された。

パウエル議長の回答に対して、2020 年第 2 四半期に FRB のバランスシートの拡大が終了すれば、リスク資産の価格に影響を及ぼし、2013 年に起きたテーパー・タントラムが再発するのではないか、との質問が投げかけられた。パウエル議長は、2020 年第 2 四半期に十分な水準の準備預金に達することを繰り返し述べることで市場参加者に終了時期を意識づけるとともに、FRB のバランスシートの拡大の終了を徐々に進めていくこと（T-Bill 購入やターム物及び翌日物の資金供給オペの規模を徐々に縮小すること）、状況に応じて計画を調整する可能性があるとの見解を示した。こうしたパウエル議長の説明を踏まえれば、2020 年第 2 四半期がバランスシート拡大終了の一応の目途になると想定されるが、規模の目途や拡大の終わり方は様々な表現を用いて説明していることから、決定的とは言えず、フレキシブルな対応となることが想定される。

図表 2 FRB のバランスシート（負債）



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

②金融緩和の可能性

2019年12月のFOMCから経済の現状認識がほとんど変わっていないことを踏まえれば、今後の金融政策運営に関しても、前回のFOMCでの政策金利見通しから大きな変更はない（2020年は利上げも利下げもない）というのがFOMC参加者の基本スタンスであろう。

ただし、物価目標の表現が変更され、インフレ率の目標達成に向けてより強いコミットメントを示したことは、今後の金融緩和（利下げ）の可能性に対する布石とも考えられる。とりわけ、このインフレ率2%への回帰という表現は、前回のFOMC議事録において幾人かのFOMC参加者から発せられた「インフレ率を2%へと回帰させるというFOMCのコミュニケーションが信頼されるために、行動と結果に基づく必要がある」という意見に紐づいていると考えられる。行動が何を意味するかは今回のFOMCでも触れられていないが、低位安定的に推移するインフレ率の中で金融緩和（利下げ）を示唆するものと考えられる。また、パウエル議長は、記者会見の中で、自然失業率がFRBの想定以上に低く、足元の3.5%という歴史的低失業率が想起させるほど、労働市場のタイト化が進んでいない可能性を指摘している。こうした労働市場に対する認識も、今後の金融緩和（利下げ）の可能性を想定したものと考えられる。

加えて、パウエル議長は、米国経済が堅調である一方で、中国で蔓延する新型コロナウイルスが中国経済を下押しし、世界経済が下振れするリスクに懸念を示した。また、米中貿易摩擦の緩和や、ハードブレグジットの回避、ハイテク産業の復調など世界経済が2020年以降緩やかに回復していくという「慎重な楽観」に関連した証拠が見受けられる一方、こうした期待は保証されていないと指摘している。つまり、パウエル議長は世界経済の下振れリスクがもたらす米国経済への悪影響を懸念していると考えられる。パウエル議長も述べたように新型コロナウイルスが世界経済にもたらす影響を語ることは時期尚早ではあるものの、不確実性の高まりと読み解けば、2019年に予防的利下げを正当化してきた根拠（インフレ率の低迷、不確実性の高まり）が再び頭をもたげたと考えるべきであろう。