

2020年4月30日 全5頁

FOMC 現状維持で一旦様子見

景気回復の遅れに備え、更なる行動に向けた議論が焦点

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

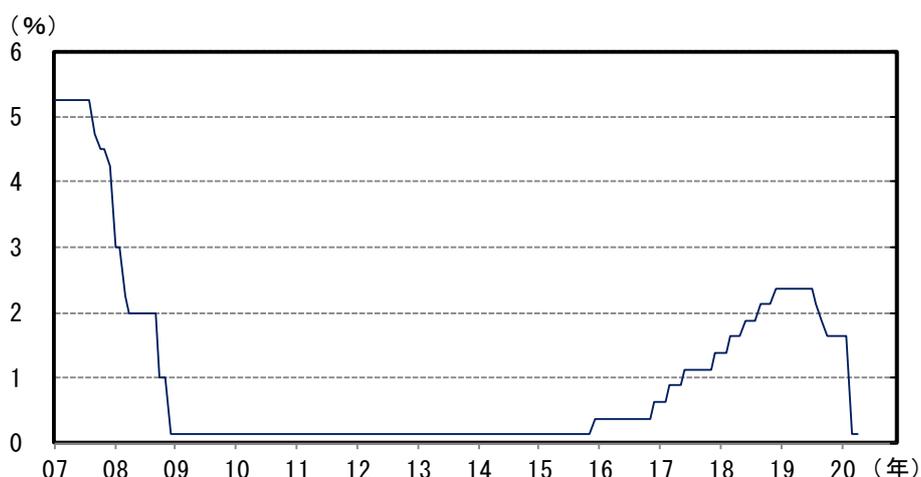
- 2020年4月28・29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、0.00-0.25%に据え置いた。また、3月以降相次いで導入されてきたバランスシート政策に関しても、今回のFOMCでは新たな政策は導入されなかった。3月に矢継ぎ早に実施した政策の効果を見極めるために、一旦様子見ということだろう。
- 声明文を見ると、経済の現状認識・見通しは大きく引き下げられた。とりわけ、中期的な経済見通しの下振れリスクにも言及するなど、米国経済の落ち込みが長引く可能性があるとの認識をFRBが持っていることが示された。こうした経済見通しのもと、フォワードガイダンスとして、政策金利が当面据え置かれることが確認された。バランスシート政策に関しては、米国債等の購入ペースが幾分鈍化したものの、必要な分だけ購入し続けることに変わりはない。
- 金融政策の先行きに関しては、3月15日のFOMCでも議論された新たなフォワードガイダンスが注目される。また、実質ゼロ金利、かつバランスシートの急激な拡大の下で、金融政策の余地を広げる必要があることから、イーールドカーブコントロールの導入に向けた議論が進む可能性があるだろう。最後に、超過準備に対する付利金利（IOER）の引き上げを巡って市場参加者とのミスコミュニケーションが起きないように、FRBの配慮が期待される。

実質ゼロ金利政策を維持し、一旦様子見

2020年4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、0.00-0.25%に据え置いた。市場参加者は政策金利据え置きを想定していたため、今回の決定自体にサプライズはない。パウエルFRB議長は声明文発表後の記者会見で、米国経済が急激に悪化する中で、3月に合計1.50%ptの利下げを行うなど、大胆かつ積極的に行動したとし、現在の政策金利水準が適切であることを強調した。

また、2月下旬から3月にかけて株式市場や債券市場が混乱をきたす中、国債等の購入額の無制限化等に代表される流動性供給策や、CP・社債等の購入に代表される「信用緩和」策などバランスシート政策を相次いで導入してきたが、今回のFOMCでは新たな政策は導入されなかった。加えて、声明文では「家計や企業の信用フローを支えるために、FRBは米国債や住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産担保ローン証券（CMBS）を、市場が円滑に機能し、金融政策が幅広い金融情勢に効果的に反映されるために必要な分だけ購入し続ける」ことが再確認された。今回のFOMCで現状維持としたのは、3月に矢継ぎ早に実施した利下げやバランスシート政策の効果を見極めるために、一旦様子見ということだろう。

図表1 FFレート（中央値）の推移



（出所）FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

経済の現状認識・見通しは大きく引き下げ

声明文から経済の現状認識・見通しを確認すると、3月15日の声明文では新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済の下振れリスクが示された一方で、今回の声明文ではそのリスクの発現度合についてFRBの認識が示された。まず、「新型コロナウイルス及び公衆衛生を守るために取られた様々措置が経済活動の急激な落ち込みと失業の波をもたらした」と、足元の経済状況の急激な悪化について指摘した。物価に関しては、「需要の減退や原油価格の著しい下落が消費者物価の上昇を押しとどめた」と下方修正した。そして、金融環境に関しては、「国内外の経済活動の中断が金融環境に著しい影響をもたらしており、家計や企業への信用フローを害した」

との認識を示した。

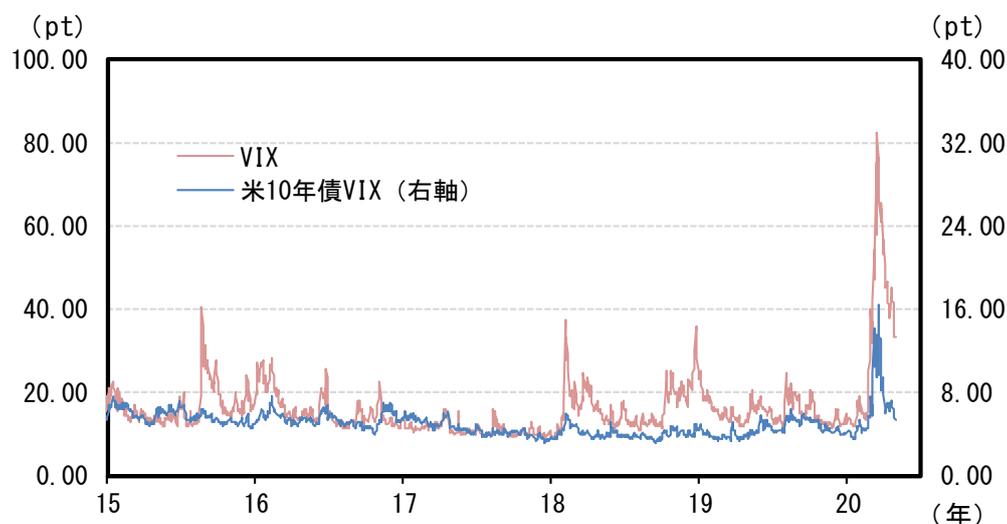
経済見通しに関しては、「継続する公衆衛生危機が短期的に経済活動の大きな重石となる (“weigh heavily on economic activity”)」と、3月15日の声明文の「経済活動の重石となる (“weigh on economic activity”)」から下方修正した。また、「中期的な経済見通しに重大なリスクをもたらす」 (“poses considerable risks to the economic outlook over the medium term”)と、3月15日の声明文の「経済見通しのリスクとなる (“pose risks to the economic outlook”)」に「中期的」という文言を付け加えるとともに、その表現を下方修正した。記者会見において、パウエルFRB議長は、「中期的」の期間について「来年或いはその周辺」と説明した。2021年にかけても米国経済が回復しない可能性があるとの認識をFRBが持っていることが示されたといえる。

記者会見では、新型コロナウイルス感染拡大収束のタイミングと経済状況の回復ペースに関して質問が投げられたが、パウエル議長は先行きが極めて見通しにくいことや、経済の落ち込みが大きいことからリバウンドは大きくなる一方で、危機前の水準に戻るまでには時間がかかる可能性があることも指摘した。とりわけ、雇用環境の改善には時間がかかると懸念を示したことを踏まえれば、一部の市場参加者が期待するようなV字回復に対して懐疑的な見方を示したと考えられる。

米国経済の先行きが見通しにくい中、今回のFOMCでは、フォワードガイダンスとして、現状の金融政策を当面の間維持することを再確認した。声明文の中では、FFレートに関しては「経済が最近の出来事を乗り切り、最大雇用と物価安定という目標の達成に向けた軌道に乗ったと確信するまで、目標レンジを維持すると見込んでいる」という表現が3月15日の声明文から据え置かれた。

他方で、バランスシート政策に関しては、米国債等の購入を継続することを述べた上で、「市況を注視し、適切にそのプランを調整する準備がある」という表現に変更した。足元、CP-実効FFレートスプレッドや対10年債クレジット・スプレッドはタイト化しており、株式市場や債券市場で見られたボラティリティの上昇も幾分落ち着きを見せ始めている。パウエル議長は記者会見の冒頭発言で市況に改善が見られるとし、国債等の購入額のペースを落とすと説明している。ただし、「米国債とMBSを必要な分だけ購入し続ける」とパウエル議長は続けて述べたことから、バランスシート政策に大きな変更があったというよりは、市況に応じて臨機応変に対応していくという方針に変わりはないと考えるべきだろう。

図表2 VIXと米10年債VIX



(出所) CBOE、Haver Analytics より大和総研作成

今後の金融政策の注目点

今回の FOMC では一旦様子見となったわけだが、金融政策の先行きに関しては、①政策金利やバランスシート政策に関する新たなフォワードガイダンスの有無、②イールドカーブコントロールの導入、③超過準備に対する付利金利 (IOER) の調整が注目点として挙げられる。

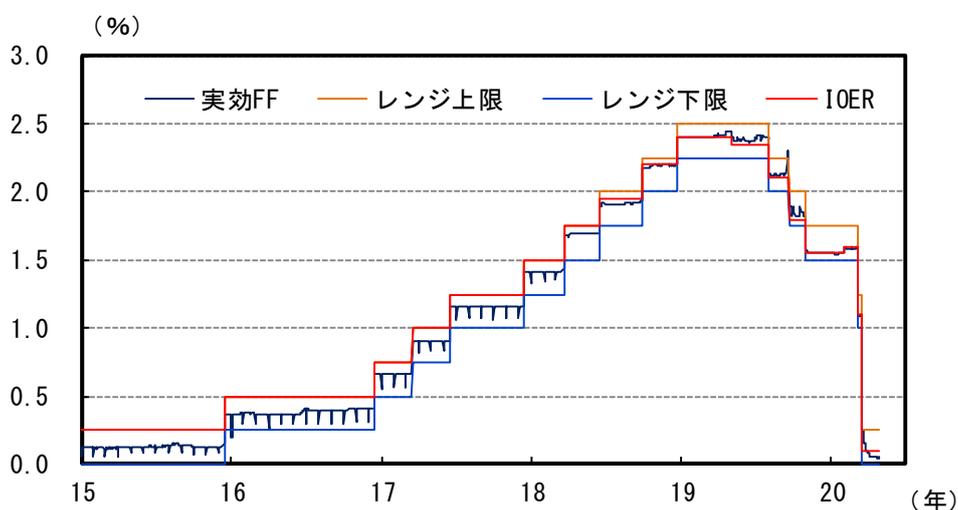
①に関しては、3月15日の FOMC 議事録において、実質ゼロ金利の下で金融緩和を行うために、新たなフォワードガイダンスやバランスシートの拡大が導入されうると複数の参加者から指摘されていた。パウエル議長が記者会見で指摘したように、4-6月期に米国経済が大きく落ち込む公算が大きい、新型コロナウイルス感染拡大の収束が長引けば、それを起因としたマーケットの混乱などを契機に、FRB による一段の行動が期待されることになるだろう。声明文では、「FRB は、この困難な時期に米国経済を支えるため、あらゆる手段を講じることにコミットし、雇用の最大化と物価の安定を促す」と政策を総動員する姿勢を示している。パウエル議長は、記者会見で新たな政策に関して「既存のバランスシート政策は規模が拡大され得るし、新しい政策を出すことも可能」と述べるに留まったが、今後も FRB 内で取り得る政策や新たなフォワードガイダンスの検討が進むものと考えられる。

①に関連して、FRB が取り得る新たな政策として注目されるのは、②イールドカーブコントロールであろう。実質ゼロ金利政策を実施する中で、いかに金融緩和の余地を作り出すかが焦点といえる。マイナス金利といった更なる政策金利の引き下げに否定的な FRB にとって、バランスシートの拡大を通じてイールドカーブ全体を押し下げることが志向されてきた。しかし、既にバランスシートが急拡大する中、一段と拡大ペースを速めることは、国債市場への影響を考えても限界がある。こうした中、金利にキャップをはめることで、家計や企業の資金調達に影響を及ぼすことが容易になるイールドカーブコントロールは FRB にとって選択肢の一つとなろう。2019年11月の講演会ではブレイナード FRB 理事がイールドカーブコントロールの有用性につ

いて言及するなど、FRB の中でも議論がなされていると考えることができる。

最後に、技術的な問題ではあるが、FF レートの誘導目標レンジの上限の役割を果たす IOER の引き上げも注目点である。2019 年 9 月にレポレートが急騰した際には、実効 FF レートが当時の誘導目標レンジの上限値 (2.25%) を超えたが、足下の実効 FF レートは下限付近で推移しており、ともすれば下限値 (0.00%) を下回る可能性がある。実効 FF レートが急騰しないということは、短期金融市場が安定していることを示唆している一方で、FRB としては実効 FF レートを誘導目標レンジに収めるために、2020 年 1 月の FOMC にも実施したように IOER を引き上げる必要が出てくる。こうした IOER の引き上げは技術的調整といえるが、市場参加者は FRB がタカ派的な調整に踏み切ったと捉える可能性がある。FRB は市場参加者に誤解を与えないようコミュニケーションを密に図る必要がある。

図表 3 FF 実効レート、レンジ上限・下限、IOER



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成