

2020年6月11日 全6頁

FOMC 流動性供給を当面の間は維持

サプライズはなしも、金融政策の先行きを巡って地ならし開始

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6月9・10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。流動性供給策に関する修正の有無が注目されていたが、声明文の中で現在の米国債等の購入ペースを継続することが表明された。金融環境は改善しても、経済の下振れリスクが大きい中で、FRBは様子見姿勢を継続したと考えられる。
- 今回の焦点の一つであった、FOMC参加者による経済見通し（SEP）においては、短期・中期について大きなサプライズはない。ただし、長期見通しに関しては、実質GDP成長率の中央値が下がり、失業率の大勢見通しの下限値が切り上げられた。新型コロナウイルスによる悪影響が長期にわたって続くことを懸念するFRBのスタンスが確認できた。
- 経済見通しと同様に注目点である、FOMC参加者のFF金利の見通し（ドットチャート）に関しては、2020年末から2022年末まで、中央値は0.125%と現在のFF金利水準が維持されるとの予想が示された。ドットチャートの形状を見ても、ばらつきは少なく、実質ゼロ金利を当面の間維持するという見方がFOMC参加者の中でコンセンサスとなっているといえる。
- 今回のFOMCでは、金融政策は据え置かれ、経済見通しやドットチャートも概ね想定範囲内であった。ただし、金融政策及びフォワードガイダンスの先行きを巡って、地ならしが始まっている。マイナス金利が否定されたこと、流動性供給策の変更のハードルの高さ、イールドカーブコントロールに関する議論が進められていること、が示唆されたといえる。

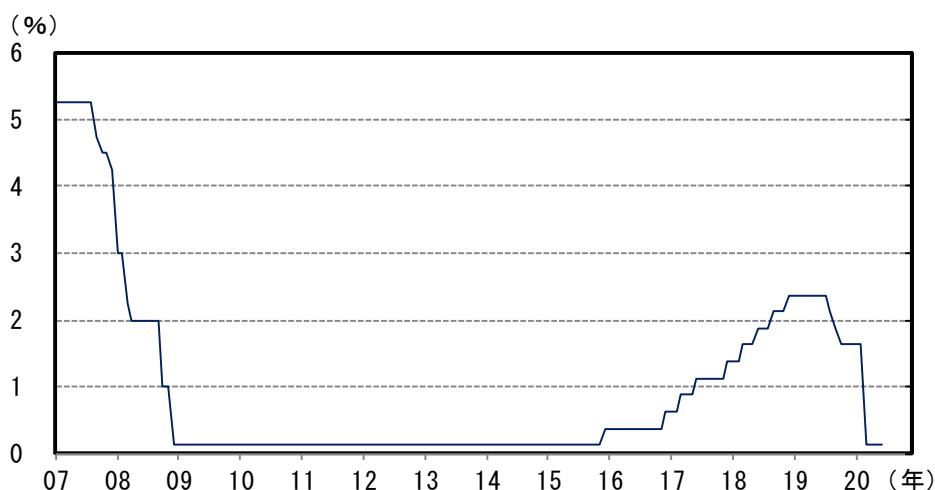
実質ゼロ金利政策を据え置き、国債等の買い入れ額も当面維持

2020年6月9・10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の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。

2月後半から3月半ばにかけて著しく悪化した金融環境はFRBの流動性供給によって改善した。大幅に下落した株価は下落分のほとんどを取り戻しており、バリュエーションの急速な上昇から金融相場を指摘する声もあった。こうした中、FRBによる国債等の購入を通じた流動性供給策に関する修正の有無が注目されていたが、声明文の中で現在の購入ペースを継続することが表明された。具体的には、「家計や企業への信用フローを支えるために、FRBは今後数カ月間、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）の保有を、市場が円滑に機能し続け、金融政策が幅広い金融情勢に効果的に反映するよう、少なくとも現在のペースで増やし続ける」こととした。金融調節の実務を担うNY連銀は、今回のFOMCでの決定を受け、国債の買い入れ額を1カ月当たり800億ドル、RMBSの買い入れ額を1カ月当たり400億ドル、CMBSの買い入れ額を1週間当たり2.5億-5.0億ドルで維持することを声明文で公表した。

経済活動の再開によって5月の失業率が予想外に改善するなど、景気回復への期待が高まる一方で、パウエルFRB議長が声明文公表後の記者会見でも指摘したように、失業率は依然高水準であり、今後の経済見通しに関する不確実性も高い。こうした中、パウエル議長は、市場の安定を当たり前のものと考えべきではないと指摘している。FRBは政策金利に加えて、流動性供給策に関しても変更を加えず、様子見姿勢を継続したと考えられる。

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

半年ぶりの経済見通し公表、2020年の実質GDP成長率は▲6.5%

今回公表された声明文における変更点は、金融環境の部分である。前回の「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」という表現から、「経済を支え、家計や企業への信用フローを支えるために取られた政策を反映し、金融環境は改善している」へと修正した。

他方で、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。「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な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ている」と、経済状況の悪化が継続していることを指摘した。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」と前回から変更はない。また、経済見通しについても、「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り、中期的な経済見通しに重大なリスクをもたらす」という前回の表現を据え置いた。

経済活動の再開に伴う雇用環境の改善などポジティブな兆候が見られるものの、経済の現状認識及び見通しを据え置いたことは景気回復の足取りに対してFRBが慎重な見方を維持していることを表しているといえよう。

今回のFOMCでは、こうしたFRBによる現状認識及び経済見通しを数値で確認することが、焦点の一つであった。通常四半期に一度公表されるFOMC参加者による経済見通し(SEP)は、3月に公表が見送られたことで、今回のFOMCでは2019年12月以来、半年ぶりの公表である。

FOMC参加者による経済見通し(中央値)を見ると、新型コロナウイルス感染拡大やロックダウンによる影響から、2020年の実質GDP成長率(4Qの前年比)は▲6.5%と大幅なマイナスになることが示された。他方で、パウエル議長が記者会見でも指摘したように、2020年後半から景気回復が始まり、2021年の実質GDP成長率は同+5.0%、2022年は同+3.5%とプラス成長に転換するとの予想が示された。FRBによる短期・中期の経済見通しは、市場コンセンサスに概ね沿ったものであり、サプライズはないといえる。

図表2 FOMC参加者による経済見通し

(単位: %)		中央値				大勢見通し							
		2020	2021	2022	長期	2020		2021		2022		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	20年6月	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6	-5.5	4.5	6.0	3.0	4.5	1.7	2.0
	19年12月	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	20年6月	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0	10.0	5.9	7.5	4.8	6.1	4.0	4.3
	19年12月	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5	3.7	3.5	3.9	3.5	4.0	3.9	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	20年6月	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6	1.0	1.4	1.7	1.6	1.8	2.0	
	19年12月	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.2	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	20年6月	1.0	1.5	1.7		0.9	1.1	1.4	1.7	1.6	1.8		
	19年12月	1.9	2.0	2.0		1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.2		

(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

(出所) FRBより大和総研作成

他方で、長期の実質GDP成長率(中央値、4Qの前年比)は、+1.8%と2019年12月の+1.9%

から▲0.1%pt引き下げられた。パウエルFRB議長が講演会等で、コロナウイルス危機が米国経済にもたらす長期的な影響に対する懸念を指摘していたが、今回の長期の実質GDP成長率はこうした懸念を確認できるものといえる。

失業率の見通し（中央値）に関しては、2020年（4Qの平均値）が9.3%、2021年が6.5%、2022年が5.5%との予想が示された。前回の景気後退期（リーマン・ショック時）の失業率が最大（10.0%）となった時（2009年10月）から、5.5%まで低下した時（2015年2月）まで5年強の時間を要した。今回のコロナウイルス感染拡大及びロックダウンに伴い、2020年4月に失業率が14.7%まで上昇したことも併せてみれば、FRBの見通しは雇用環境の急速な改善を想定しているといえる。

ただし、失業率の大勢見通し（上位3名、下位3名を除いた数値）が2020年は9.0-10.0%、2021年が5.9-7.5%、2022年が4.8-6.1%と相応に開いていることを踏まえれば、FOMC参加者の中でも予想が大きく分かれているといえる。なお、長期の失業率見通し（中央値）は、4.1%と2019年12月から変わらないが、大勢見通しの下限値（4.0%）が2019年12月（3.9%）から切り上がっており、労働市場に対する長期にわたる悪影響への警戒感がうかがえる。

PCE上昇率の見通し（中央値）に関しては、2020年（4Qの前年比）が+0.8%、2021年が+1.6%、2022年が+1.7%と2019年12月から引き下げられたが、PCEの長期見通しに関しては同+2.0%で据え置かれた。大勢見通しでは、2020年は+0.6-1.0%、2021年が+1.4-1.7%、2022年が+1.6-1.8%と、FRBの目標である+2%に達するという見方をするFOMC参加者はいない。物価の観点では、政策金利を低位で維持する環境が当面の間続くという見方がFOMC参加者の中でコンセンサスになっているとみられる。

ドットチャートは2022年まで金利の据え置きを示唆

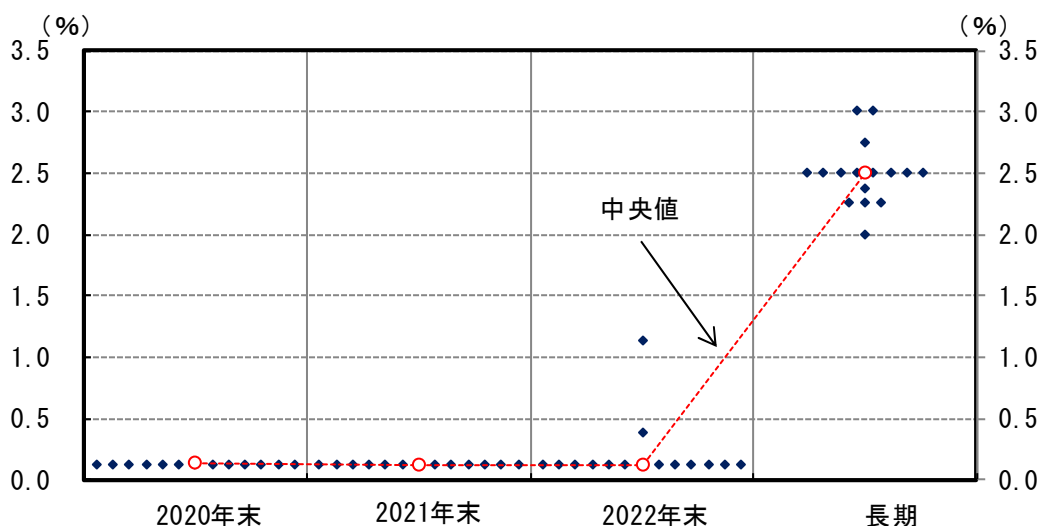
経済見通しと同様に注目点である、FOMC参加者のFF金利の見通し（ドットチャート）に関しては、2020年末から2022年末まで、中央値は0.125%と現在のFF金利水準が維持されるとの予想が示された。市場参加者の中では、2022年のFF金利据え置きと利上げという見方で分かれていたが、今回のドットチャートで当分は緩和的な金融環境が続くことが示され、安心感が得られる結果となった。

ドットチャートの形状を見ると、2020年、2021年ともに17名中17名が現在のFF金利水準から据え置きという結果となった。2022年に関しても、1.125%（現在のFF金利水準から1.000%pt高い）が1名、0.375%（現在のFF金利水準から0.250%pt高い）が1名と、利上げを想定しているFOMC参加者は少数派である。ドットチャートの形状を踏まえれば、実質ゼロ金利を当面の間維持するという見方がFOMC参加者の中でコンセンサスとなっているといえよう。

長期のFF金利の見通し（中立金利）に関しては、中央値が2.5%で据え置かれた。しかし、大勢見通しは、2.3-2.5%と2019年12月の2.4-2.8%から上限、下限ともに切り下がった。中立金利の低下傾向は新型コロナウイルスによる影響が出る前から続いているが、新型コロナウ

イルスの感染拡大を契機とした景気後退を背景に一層加速していると考えられる。当分先のことではあるが、新型コロナウイルスから通常運航に移行し、利上げフェーズに至ったとしても、中立金利の下値切り下げによって利上げ幅が一層縮小する可能性が高まったといえる。

図表3 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、1名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

先行きを巡る地ならしが始まる

今回のFOMCでは、金融政策は据え置かれ、経済見通しやドットチャートも概ね想定の範囲内であった。ただし、金融政策及びフォワードガイダンスの先行きを巡って、地ならしが始まっている。

第一に、FF金利に関しては、当面の間利上げがないことに加えて、マイナス金利も否定されたことである。5月から6月初旬にかけてFF金利先物が、2021年を中心にマイナス域で推移していた。元より、FRBはマイナス金利導入に消極的ではあったが、今回のドットチャートで2022年まで利上げもなければ、更なる利下げもないことが示された。また、記者会見では、需給ギャップが大きく開いている中で特段のフォワードガイダンスがなかったことに対して質問が出たが、パウエル議長は現在の政策スタンスが適切であることを繰り返すとともに、ドットチャート上の今後の政策金利に大きな変更が見込まれていないことが答えであることを指摘した。

第二に、流動性供給策に関しては、今後数ヵ月間、現在の購入ペースを継続することに加えて、「市場の状態を注視する」という表現から「動向を注視する」というより広い範囲を含む表現へと変更された。これは、金融環境が改善を見せる中で、流動性供給を維持する際に市場以外のマクロ経済等に鑑みて、決定することを示唆していると考えられる。実際に、パウエル議長は流動性供給に関連して資産価格の上昇に関して質問された際に、特定の資産価格に焦点を当てているわけではなく、实体经济の動向に焦点を当てていると答えている。パウエル議長が实体经济の下振れリスクへの懸念を再三指摘していることを踏まえれば、流動性供給策の変更につ

いてもハードルは高い。

第三に、イールドカーブコントロールを検討していることについて、記者が質問する前の冒頭説明でわざわざ言及したことが挙げられる。こうした結果、記者からの質問でもイールドカーブコントロールに関する質問が相次いだ。パウエル議長はイールドカーブコントロールの導入に関しては、依然決まっていない (Open question) と述べるに留まったが、今後のFOMCでも継続的に議論することが予想される。