

2020年7月30日 全4頁

FOMC 問われる景気下振れへの備え

金融政策は現状据え置きも、先行きの不透明さを強調

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7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。バランスシート政策に関しては、米国債等の購入ペースについて、今回の会合で特段の変更は示されなかった。また、FOMCの声明文とは別に、流動性供給策や「信用緩和」策の期限延長が公表された。金融政策の現状維持や一連の「信用緩和」策の期限延長を通じて、景気の下支えのために緩和的な金融環境を維持する姿勢を示したといえる。
- 景気の下支えに対する姿勢を示したのは、米国経済の先行きの不透明さ故だろう。新型コロナウイルスの新規感染者数が再増加する中で、個人消費や雇用は回復ペースを鈍化させており、FOMC参加者の警戒心が高まったと考えられる。
- 金融政策の先行きを巡る注目点としては、①緩和的な金融環境を維持するためのフォワードガイダンスの強化と、②いざ景気が下振れした際の更なる一手の検討、の2点となる。追加的な財政支援を巡って民主党・共和党の議論が平行線となる中で、8月以降は②の更なる一手に対する期待が高まり得る。次回のFOMCが予定される9月15・16日は、失業保険の増額期限切れ後の経済指標（小売売上高）が公表されるタイミングでもあり、FRBは景気下振れへの備えを問われることになるだろう。

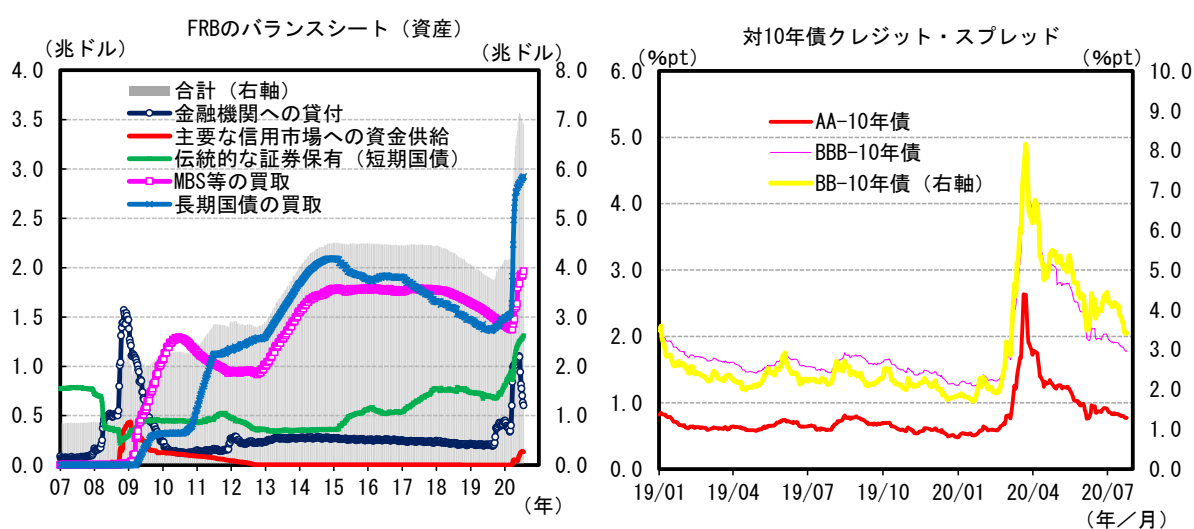
金融政策の重点は、市場の安定性維持から経済の下支えへ

2020年7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。また、バランスシート政策に関しては、前回（6月）の会合で修正された米国債等の購入ペースについて、今回の会合では特段の変更は示されなかった。

FOMCの声明文とは別に、7月28日には、プライマリー・ディーラー・信用ファシリティ、MMF流動性ファシリティといった流動性供給策に加え、プライマリーマーケット企業信用ファシリティ、セカンダリー・マーケット企業信用ファシリティ、ターム物資産担保証券ローンファシリティ、PPP流動性ファシリティ、メイン・ストリート・貸付プログラムといった「信用緩和」策の終了期限を9月30日から12月31日に延長した。7月29日には、米ドル流動性スワップラインや、FIMAレポファシリティといった国際的なドルのバックストップの提供期限も9月30日から2021年3月31日まで延長することを発表している。

なお、FRBのバランスシートに関しては、足下頭打ちの傾向があるものの、レポによる資金供給やスワップラインの利用が減少したものであり、国債等の保有額や「信用緩和」による資金供給は増加し続けている。今回の会合の声明文では、前回の「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」という表現を、「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、この数か月の間、全体的な金融環境は改善している」という表現に変更した。クレジット・スプレッドなど金融環境が落ち着きを維持する中で、FRBのバランスシート政策は、市場の安定性維持から景気の下支えのための緩和的な金融環境の維持へと、重点をシフトさせているといえる。

図表1 FRBのバランスシート（資産）、対10年債クレジット・スプレッド



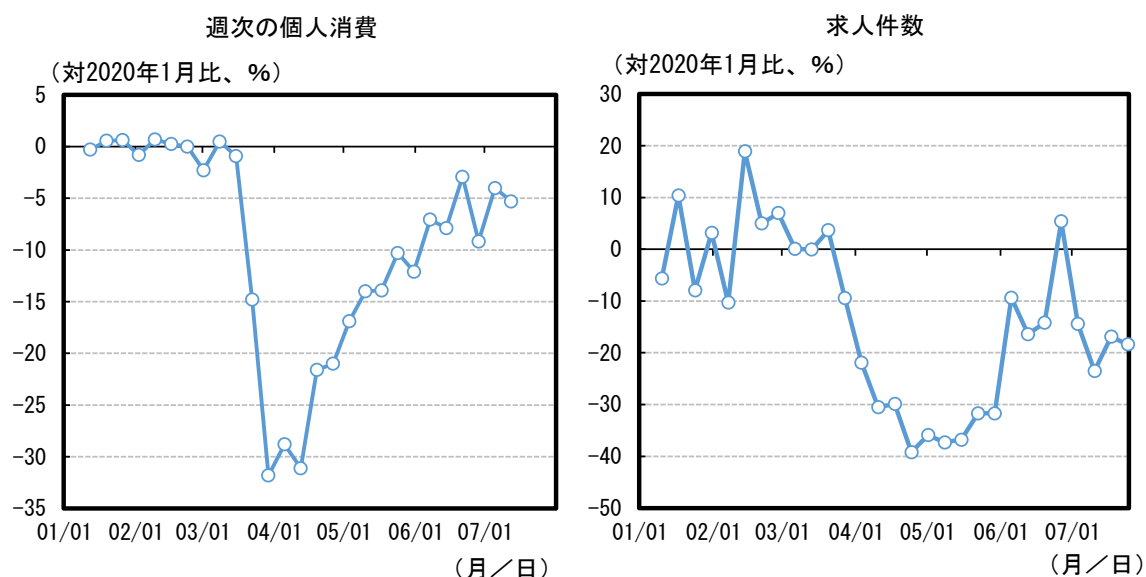
（出所）FRB、FRED、クリーブランド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通しは先行きの不透明さを強調

こうした金融政策の重点のシフトは、市場が安定する一方で、足下の米国経済の先行きの不透明さを反映していると考えられる。米国の経済指標の多くは4月を底に改善傾向を示しているが、6月半ば以降の新型コロナウイルスの新規感染者数の再増加を背景に、一部の州・地域では、レストラン・バーを中心に営業の一時停止が復活した。こうした状況の変化を受け、FOMC参加者の経済の現状認識・見通しが修正された。現状認識に関しては、前回の「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」から、今回の「大きな落ち込みの後、この数か月で経済活動及び雇用は幾分改善したが、年初の水準を下回ったままである」という表現に変更した。5-6月の景気の回復傾向を評価する一方で、その回復は始まったばかりである、という認識を示したといえる。

また、経済見通しに関して、前回の「継続する公衆衛生危機が短期的に経済活動（中略）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」の前文に、「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」という一文が付け加えられた。声明文公表後の記者会見で、パウエル議長は、6月半ば以降個人消費に関連した指標が下降トレンドを示し始め、中小企業の雇用の鈍化傾向が見受けられることなどを例に挙げ、景気回復のペースが鈍化しつつあることを指摘した。ハーバード大学に設置された非政党・非営利調査組織であるOpportunity Insightsが公表している、週次の個人消費や求人件数を見ると、7月以降は横ばいでの推移や緩やかな下降トレンドを示している¹。リオープンの一時的停止や規制の再開を受けて、FRBは今後の景気回復の持続可能性に関する不確実性が高まりつつあることに対して警戒感を示したと考えられる。

図表2 週次の個人消費、週次の求人件数



(出所) Opportunity Insights より大和総研作成

¹ Opportunity Insights が公表しているデータの出所や加工方法に関しては、以下論文を参照。Raj Chetty, John N. Friedman, Nathaniel Hendren, Michael Stepner, and the Opportunity Insights Team (2020), "How Did COVID-19 and Stabilization Policies Affect Spending and Employment? -A New Real-Time Economic Tracker Based on Private Sector Data," https://opportunityinsights.org/wp-content/uploads/2020/05/tracker_paper.pdf 参照。

問われる景気下振れへの備え

7月の会合をまとめれば、金融政策を据え置き、より景気の下支えへと重点をシフトさせるとともに、景気回復の持続可能性に関する不確実性の高まりに対する警戒心を強めたといえる。金融政策の先行きを巡る注目点としては、①緩和的な金融環境を維持するためのフォワードガイダンスの強化と、②いざ景気が下振れした際の更なる一手の検討、の2点となる。

①のフォワードガイダンスの強化に関しては、7月の声明文では修正は加えられなかったが、パウエル議長は記者会見で近い将来に金融政策の新たな枠組みに関する議論の結果として発表すると述べている。前回のFOMCの議事録では、FOMCの参加者が、①カレンダーベースのフォワードガイダンスに比べて、結果ベースのフォワードガイダンスに対して好意的に捉えていること、②結果ベースの指標としてインフレ率に紐づけることをサポートしていること、が示された。パウエル議長は、今回の記者会見で他にも魅力的な選択肢があり、まだ結論は出ていないとしたものの、FOMC内部ではより方向性が定まっている可能性が高く、8月後半に公表される今回のFOMCの議事録が注目される。

他方で、こうしたフォワードガイダンスの強化は、景気回復が順調に継続する中でも緩和的な金融環境を維持するという意味で重要ではあるが、景気の下振れリスクが高まれば②の更なる一手に対する期待は募るだろう。パウエル議長は、金融政策・財政政策を通じた追加支援が必要になる可能性が高いと記者会見でも繰り返した。とりわけ、5-6月の景気回復の進展は財政支援にサポートされたと指摘し、景気回復を継続する上で更なる財政支援の必要性を説いている。

しかし、財政政策による追加支援は覚束ない。民主党は失業保険の増額期限（7月末）の延長や州・地方政府支援を含む追加支援策であるHEROES Act（5月半ばに下院を通過）を堅持する一方で、共和党は7月27日にHEROES Actに代わる追加支援策を作成した。共和党案では、失業保険の増額分を一定程度減額した上で期限を延長することや、学校の再開支援などが含まれている。両党の追加支援策は内容に加えて規模なども含めて乖離が大きく、議論は平行線が続いている。8月初旬までに追加支援が決まらなければ、議会休会明けの9月まで追加支援の合意は望みにくいと考えられる。

財政政策を通じた追加支援が滞れば、金融政策による追加支援の重要性は増すことになる。とりわけ、失業保険の増額期限が切れる8月以降の個人消費の落ち込みがFRBによる追加支援を求める契機となり得るだろう。パウエル議長が記者会見の冒頭発言で「強い回復を確実にし、経済へのダメージを抑制するために、可能な限りのツールを使用することにコミットしている」と述べた。追加支援に関して記者から質問された際に、パウエル議長が流動性供給と「信用緩和」の調整を取り挙げたように、利下げ余地がほとんど残されていない中で、バランスシート政策の修正が追加支援の筆頭候補といえる。次回のFOMCは9月15・16日を予定しているが、8月の小売売上高といった経済指標が公表されるタイミングでもあり、FRBは景気下振れへの備えを問われることになるだろう。