

2020年8月28日 全5頁

FOMC 新たな金融政策の枠組みを公表

タイミングはサプライズ、内容はノーサプライズ

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8月27日に、FOMCは「長期的な目標と金融政策戦略」の変更について合意したことを公表した。市場参加者の中では、9月15-16日のFOMCで公表されるという想定であったことから、タイミングとしてはサプライズといえる。9月のFOMCを巡ってマーケットの思惑を見越し、先んじて新たな金融政策の枠組みを公表したと考えられる。
- タイミングはサプライズであったが、内容に大きなサプライズはない。過去10年の経済の変化を踏まえて、政策決定者がいかに金融政策を運営していくかということを反映したものといえる。主な変更点は(1)雇用の最大化、(2)物価の安定、(3)政策金利の実効下限制約下における金融政策戦略に関わる3点である。
- FRBのデュアルマンドートのうち、雇用の最大化に関しては、より包括的な目標として再認識し、物価の安定に関しては、平均的なインフレ目標を導入した。修正されたデュアルマンドートの達成に向け、あらゆる手段を使用する準備ができていることを示し、政策金利以外の非伝統的な手段の重要性が高まっていることを追認した。
- 今回の変更によって、低金利政策は一層長期化する可能性が想定される。新たな金融政策の枠組みの策定が一段落したことで、9月のFOMCは短期的な金融政策運営に移る。家計・企業のバランスシートの悪化が懸念される中、資金繰りが厳しくなり得る点が最大リスクといえる。FRBは緩和的な金融環境を維持しているが、企業や家計の資金繰りが逼迫すれば、追加的な政策対応を考えざるを得ないだろう。

新たな金融政策の枠組みの公表タイミングはサプライズ

2020年8月27日に、FOMCは「長期的な目標と金融政策戦略」の変更について合意したことを公表した。2012年1月に公表された「長期的な目標と金融政策戦略」に関して、2018年11月から見直しが行われており、2020年後半に新たな金融政策の枠組みの公表が予定されていた。市場参加者の中では、9月15-16日のFOMCで公表されるという想定であったことから、タイミングとしてはサプライズであり、株式市場や債券市場のボラティリティが幾分上昇した。

8月27日のジャクソンホールでのパウエルFRB議長の講演に合わせて公表されたわけだが、FRBが9月のFOMCを待たなかった背景として、新たな金融政策の枠組みと短期的な金融政策運営との切り分けが挙げられる。足元まで、雇用・生産・消費などの経済指標は改善傾向を示す一方で、景気回復のペースが鈍化する可能性を懸念する声は強まっている。9月のFOMCでは、マーケットからFRBによる追加的な政策対応への期待が高まる可能性があるだろう。マーケットからの追加的な政策対応期待がある一方で、9月のFOMCで長期的な金融政策の戦略を公表すれば、パウエル議長によるFOMC後の記者会見等での議論が混乱し、マーケットの思惑も錯綜しかねない。FRBとしては、こうした9月のFOMCを巡るマーケットの思惑を見越し、先んじて新たな金融政策の枠組みを公表したと考えられよう。

新たな金融政策の枠組み内容はノーサプライズ

タイミングはサプライズであったが、内容に大きなサプライズはない。FRBのプレスリリースによれば、新たな金融政策の枠組みは過去10年の経済の変化を踏まえて、政策決定者がいかに金融政策を運営していくかということを反映したものである。主な変更点は(1)雇用の最大化、(2)物価の安定、(3)政策金利の実効下限制約下における金融政策戦略に関わる3点である。

(1) 雇用の最大化

(1) 雇用の最大化に関しては、失業率の水準といった単純な評価ではなく、様々な要因を考慮する姿勢が改めて明確化された。「雇用の最大水準は、労働市場の構造やダイナミクスに影響を与える金融以外の要因で主に決定される。こうした要因は、時に応じて変化し得るとともに、直接は計測できないかもしれない。」という従来の表現から、「雇用の最大水準は、直接的に計測可能ではなく、主に労働市場の構造やダイナミクスに影響を与える金融以外の要因によって時に応じて変化し得る、広範囲にわたる包括的な目標である。」という表現に修正された（下線部は主な修正点、以下同）。2019年にパウエル議長が、失業率が歴史的な低水準に達した後も雇用環境は改善の余地があると指摘したように、単一の経済指標の水準だけでは雇用の最大化を語ることはできないというFRBのスタンスを示唆している。とりわけ、新型コロナウイルスの蔓延及び対応策としてのロックダウン（以下、コロナショック）を契機とした雇用の悪化程度も人種・年齢などによって大きく差異があることから、FRBはその思いを一層強くしたのである。

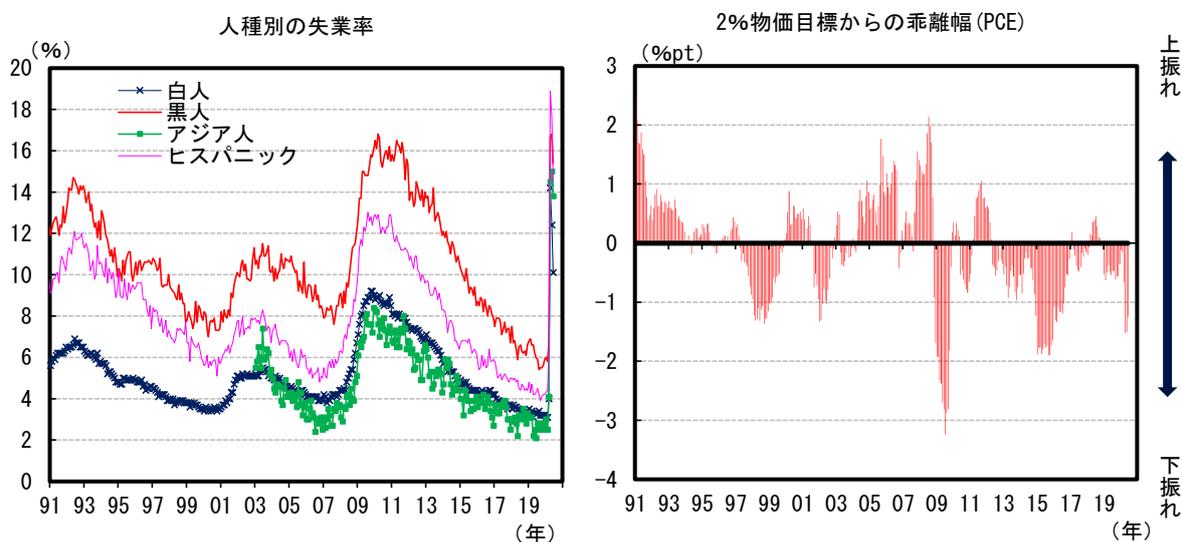
こうした前提のもと、FOMCの金融政策の策定に際しては、「(前略) FOMCの政策水準は、不確実で修正の対象となることを認識した上で、雇用の最大水準からの不足に対する評価に基づかなければならない。」という表現に修正された。従来の「(前略) 雇用の最大化に関する評価に基づかなければならない。」と比べて、雇用環境における解決すべき様々な課題に重点を置いた上で、金融政策を検討することが示されているといえる。

(2) 物価の安定

(2) 物価の安定に関しては、長期的な物価目標として2%という水準は不変ながらも、平均的なインフレ目標が導入された。「FOMCは2%にしっかりと固定された長期インフレ期待が物価の安定と長期金利の形成を促進し、重大な経済的混乱に直面する中での雇用の最大化を促すためのFOMCの能力を強化すると判断している。」とした上で、「長期的なインフレ期待をこのレベルに固定するために、FOMCは長期にわたって、平均2%のインフレを達成することを目指しており、したがって、インフレが持続的に2%を下回った後は、適切な金融政策はしばらくの間2%をやや上回るインフレを達成することを目指し得ると判断する。」という表現が加えられた。

パウエル議長はジャクソンホールでの講演で、景気後退後にインフレが2%を下回ったのち、景気拡大期に2%を上回らない場合、インフレは平均して2%未満となり、家計や企業のインフレ期待は下振れし、2%の物価目標の達成が困難になる、と指摘した。パウエル議長の指摘は、リーマン・ショック以降の米国における物価動向を説明したものであり、FRBが近年直面している問題意識そのものといえる。足元の物価動向に関しても、7月のFOMC議事録で、FOMC参加者の多くが新型コロナウイルスの蔓延やロックダウンの実施が物価に与える影響は総じてディスインフレ的であるという共通認識を有していることが確認された。FRBの中で急速にインフレが進むという想定は見受けられないことから、米国経済がコロナショックから立ち直った後にインフレに直面した際の備えを万全にしようとしたものといえる。

図表1 人種別の失業率、物価目標からの乖離幅 (PCE)



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

(3) 政策金利の実効下限制約下における金融政策戦略

(3) 政策金利の実効下限制約下における金融政策戦略に関しては、「金融政策の調整に関する FOMC の主要な手段は、FF レートの誘導目標レンジを変更することである」とした上で、「FOMC は長期にわたる雇用の最大化と物価の安定に一致する FF レートの水準は、過去の平均と比較して低下していると判断した。したがって、FF レートは過去よりも頻繁に実効的な下限 (effective lower bound) によって制約を受ける可能性がある。FOMC は雇用の最大化と物価の安定という目標を達成するために、あらゆる手段を使用する準備ができています。」と付け加えた。つまり、雇用の最大化と物価の安定を達成するために、FRB があらゆる手段を活用する意思を改めて表明したことを意味する。

こうした金融政策運営の修正は、(1)、(2) で見たような FRB のデュアルマンドの修正に紐づいている。(1)、(2) の修正を端的に換言すれば、低水準な失業率や 2%以上のインフレによって、金融政策が拙速に引き締められないように調整したことを意味する。つまり、FF レートが低水準のまま長期間にわたり継続する可能性が高まるといえる。政策金利が低水準でとどまれば、FRB の主要な手段である FF レートは、マイナス金利を導入しない限りにおいて利下げ余地がないことになる。振り返れば、リーマン・ショック後の FF レートの水準は、リーマン・ショック前の水準まで戻ることにはなかった。コロナショックが発生し対応を迫られたように、FRB はすでに利下げ余地が少ない中で金融政策を運営する困難に直面してきたといえる。パウエル議長は、新型コロナウイルスの収束が見通しづらい中で、次なる一手を度々聞かれ、バランスシートの規模拡大などを提起してきた。今回の修正を通じて、危機時における政策金利以外の非伝統的な手段の重要性が高まっていることを追認したといえる。

遠い未来への布石を打ち、目先の対応に焦点は移る

「長期的な目標と金融政策戦略」という題でもわかるように、今回公表された新たな金融政策の枠組みは、長いスパンでの金融政策の運営方法を大まかに示すものである。そのため、雇用の最大化は包括的な目標というが、どの程度包括的なものなのか（具体的に FRB が扱う範囲はどこまでか）、平均的なインフレ目標に関してどのような期間を設定するのか、インフレの上振れに対してどの程度の許容幅を設定するのか、など疑問は残る。こうした疑問に関して、FRB とマーケットとの間のコミュニケーションを通じて徐々に理解が深まるものといえるが、新たな金融政策の枠組み自体が米国経済の変化を反映しながら FRB の金融政策運営の裁量を確保しようとする動きと考えられることから、明確な回答は期待すべきではないだろう。

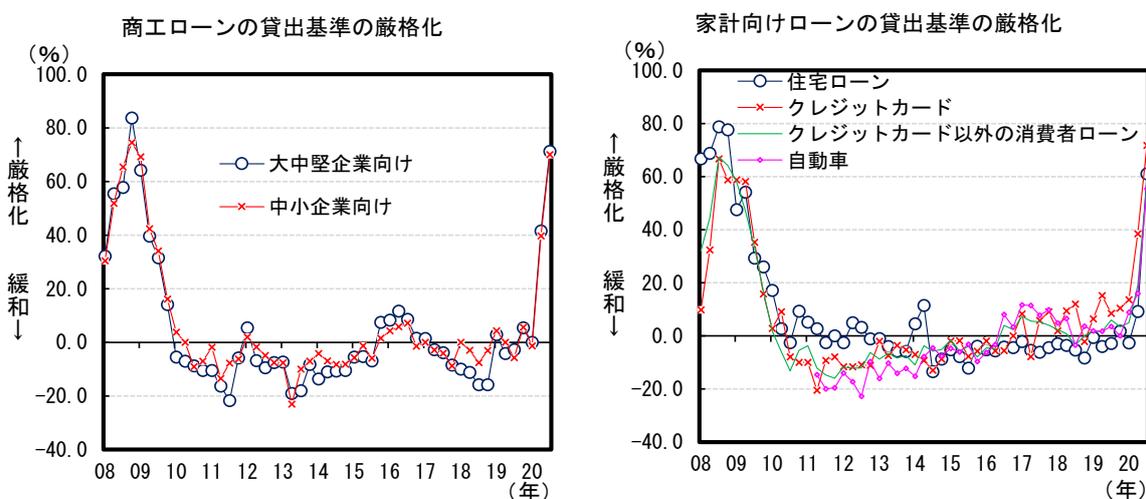
むしろ、今回の公表を通じて明確にされたのは、緩和的な金融環境が継続するということである。6月のFOMCで示された物価見通しを基にすれば、2022年末のPCE上昇率の見通し（中央値、4Qの前年比）は+1.7%と目標である2%に達していない。9月FOMCでは、2023年の見通しが公表されるが、今回の平均的なインフレ目標も合わせて考えれば2%を大きく超える数値が示されない限り、少なくとも2024年まで利上げは考えにくいということになる。景気の先行きに関

する不確実性が依然として高い中で利上げといっても現実味に乏しいが、今回の新たな金融政策の枠組みを以て、FRB は遠い未来への布石を打ったことは確かといえる。

新たな金融政策の枠組みに関する公表を終えたことで、9月のFOMCでの注目点は短期的な金融政策運営に移る。景気の悪化次第では、FRBの次なる一手に対して期待が高まることになる。直近のトリガーとしては、9月のFOMCの声明文が公表される16日の朝に公表される8月の小売売上高が挙げられる。7月末に期限切れとなった失業保険給付額の増額に関して、追加支援に関する大統領令が署名された一方で、実施に向けて不透明性が高く、失業保険受給者を中心とした消費の下押し、ひいては小売業等の収益の悪化が懸念される。景気回復ペースの鈍化への危惧が強まるのはもちろんのこと、財政による追加支援が滞る中で、家計・企業のバランスシートの悪化に対する警戒感が高まるのが当面のリスクといえる。

FRBもこうしたリスクに対する危機意識を強めている。7月のFOMCの議事録によれば、金融市場の機能は回復したものの、金融システムの脆弱性は増したとFRBスタッフが指摘した。収入の減少した家計・企業のレバレッジの高まりや、結果としてバランスシートの調整に伴う銀行への悪影響をその要因として挙げている。こうしたリスクに対して、銀行もすでに警戒感を強めている。FRB銀行上級貸出担当調査(2020年7月)によれば、銀行の商工ローンや家計向けのローンに対する貸出基準は厳格化しており、リーマン・ショック以来の水準となっている。3-4月の急速な景気悪化を踏まえれば、銀行の貸出基準の悪化は必然といえるが、企業・家計のバランスシート悪化懸念が今後一層強まれば、銀行による企業・家計に対する貸出姿勢はさらに厳格化し、結果的に企業・家計の資金繰りが苦しくなるという、負のフィードバックループが発生しかねないだろう。FRBは緩和的な金融環境を維持しているが、企業や家計の資金繰りが逼迫すれば、追加的な政策対応を考えざるを得ない。新たな金融政策の枠組みの公表を終えたばかりではあるが、FRBには景気下振れに対する備えという次の難題が待ち構えているといえる。

図表2 商工ローンの貸出基準の厳格化、家計向けローンの貸出基準の厳格化



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成