

2020年9月17日 全6頁

FOMC 2023年末まで利上げはない

短期的には、政治の季節を無難に乗り越えられるか否か

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9月15・16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。CMBSの購入ペースは微調整されたものの、米国債・MBSの購入ペースは据え置かれた。
- 今回のFOMC声明文では、8月末に公表された新たな金融政策の枠組みを受けて、フォワードガイダンスが平均的なインフレ目標を組み込む形で修正された。ただし、修正点はFFレートの誘導目標に関するものであり、バランスシート政策に関しては特段の変更はなかった。なお、2名の反対が出ていることから、フォワードガイダンスの実施方法に関しても、FOMC参加者内で依然見解の相違はあるといえる。
- 経済見通し（SEP）は、足下の景気回復を踏まえ、上方修正された。今回初出の2023年に関して、失業率は自然失業率を下回る（改善）との見通しが示されたが、インフレは2%を超えて加速するとの見通しは示されなかった。インフレが加速しない中で、FOMC参加者のFF金利の見通し（ドットチャート）も、2023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。
- 金融政策の先行きに関しては、11月の大統領・議会選挙がポイントとなる。政治の季節到来によって、追加的な財政支援は見込みにくいことから、景気が下振れする場合には、金融政策による追加支援が期待されることになる。また、政権交代が起きる大統領・議会選挙年は金融資本市場が不安定化しやすい。支持率でトランプ大統領がバイデン氏に後れを取る中、金融システムの安定化に向けてFRBの役割が注目される。

実質ゼロ金利政策を据え置き、国債・MBSの買い入れ額も当面維持

2020年9月15・16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、国債等の購入ペースに関して、国債（1ヵ月当たり800億ドル）とMBS（1ヵ月当たり400億ドル）について今後数ヵ月間少なくとも現在のペースでの買い入れを続けることとした。他方で、CMBSの購入ペースに関する記載に関しては、1週間当たり2.5億-5.0億ドルという既存の購入ペースから、マーケットをスムーズに機能させるために必要に応じて購入する、というものに変更した。FRBはCMBSの購入に関して引き続きマーケットの状況を見ながら購入することにコミットしており、オペレーションの柔軟な実施に向けた微修正といえる。

新たな金融政策枠組みに合わせて、政策金利のフォワードガイダンスを修正

政策金利やバランスシート政策に関する据え置きは想定通りである一方、声明文の修正が目される。具体的には、足元の景気回復を受けた経済の現状・先行きにおける表現の上方修正と、8月末に公表された新たな金融政策の枠組みを受けたフォワードガイダンスの変更の2点である¹。

まず、経済の現状に関しては、雇用環境の改善が続いたことを受けて、7月のFOMCの「大きな落ち込みの後、この数ヵ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」という表現から、「この数ヵ月で経済活動及び雇用は改善したが、年初の水準を下回ったままである」に上方修正した。他方で、先行きに関しては慎重なスタンスを継続している。7月のFOMCで追加された「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」という表現を据え置いた。「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」という表現に関しては、「引き続き重大なリスクをもたらす」と幾分修正を加えながらも、下振れリスクに関する警戒感は維持した。

次にフォワードガイダンスに関しては、新たな金融政策の枠組みに合わせて大きく変更が加えられた。「雇用の最大化と長期的な2%のインフレ率の達成を追求していく」ことを確認した上で、物価がこうした長期目標を下回る中、「平均2%のインフレを実現し、長期的なインフレ期待を2%で固定するために、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す」という平均的なインフレ目標が導入された。目標が達成されるまで、FRBは金融政策に関して緩和的なスタンスを継続することをコミットしている。こうしたフォワードガイダンスの下、「雇用の最大化に関するFOMCの評価基準に合致する水準まで労働市場が達するとともに、インフレが2%まで上昇し、しばらくの間2%をやや超えるまで、FFレートの誘導目標レンジを維持することが適切であろう」とした。声明文公表後の記者会見でも、パウエルFRB議長はこうしたFF

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 新たな金融政策の枠組みを公表」（2020年8月28日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200828_021730.html

レートに関するフォワードガイダンスの変更について、新たな金融政策の枠組みに沿った変更であるとコメントしている。

他方で、バランスシート政策のフォワードガイダンスに関しては、前述の通り、CMBS に関する微修正を除いて今後数か月間少なくとも現在のペースで増やし続けるという表現を据え置いた。記者会見で、バランスシート政策のフォワードガイダンスに関して問われた際も、パウエル議長は現在のスタンスが適切と考えていると繰り返すのみであった。

続いて今後の金融政策の適切なスタンスを評価する際に、「経済見通しに関連する情報からの示唆を監視し続ける」としつつ、「FOMC の目標達成を阻害するリスクが発生した場合には、金融政策のスタンスを適切に調整する用意がある」と下振れリスクへの対応について改めてコミットした。こうした FOMC の評価に関連して、「公衆衛生や、労働市場、インフレ圧力及びインフレ期待、そして金融及び国際情勢といった幅広い情報を考慮する」と表現しており、何らかの特定の経済指標だけで判断しないというスタンスは従来通りである。

なお、今回の FOMC の決定に対して、FOMC 参加者 2 名が反対票を投じた。反対票は、フォワードガイダンスに関連するものである。反対票のうち、ダラス地区連銀のカプラン総裁は、フォワードガイダンスの修正に関して、雇用とインフレ率が FRB の目標達成に向けて軌道に乗るまで金利水準を維持するという表現を用いることで、政策金利の変更により柔軟性を求めるべきとした。また、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁による反対票は、コアインフレ率が継続的に 2% に到達するまで金利水準を維持するべきという理由である。コアインフレ率まで踏み込むことで、より明確なフォワードガイダンスを示そうとするものである。8 月末に平均的なインフレ目標の導入を決定したものの、フォワードガイダンスの実施方法に関しては FOMC 参加者内で見解の相違があることが確認できよう。

2023 年末の失業率は、自然失業率を下回る（改善）ことを見込む

9 月の FOMC では、FOMC 参加者による、2023 年を含む経済見通し (SEP) が公表された。6 月の FOMC で公表された SEP に比べて、足下の景気の回復ペースが速いこともあり、上方修正が想定されていた。こうした中、2020 年 (4Q の前年比、以下同) は、前年比▲6.5% (6 月の FOMC 時点) から同▲3.7% (9 月の FOMC 時点) へと予想が引き上げられた。2021 年は同+5.0% (6 月の FOMC 時点) から、同+4.0% (9 月の FOMC 時点) へと引き下げられたが、2020 年のマイナス幅が縮小したことによるものである。2022 年も同+3.5% (6 月の FOMC 時点) から、同+3.0% (9 月の FOMC 時点) へと引き下げられたが、下方修正分は少ない。なお、今回初出の 2023 年に関しては、同+2.5%としている。

今回の経済見通しの上方修正に関して、FRB が強気に変化したと考えるべきではない。パウエル議長は記者会見の冒頭説明で、米国経済の先行きに関する不確実性について言及している。また、長期見通しについても、同+1.9% (9 月の FOMC 時点) と同+1.8% (6 月の FOMC 時点) から小幅に引き上げられたが、大勢見通し (上位 3 名、下位 3 名を除いた数値) が同+1.7-+

2.0%と変わらなかったことを踏まえれば、新型コロナウイルスの蔓延に伴う米国経済への長期的な影響に関する FOMC 参加者の見方は大きく変わっていないと考えるべきである。

図表 1 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	2023	長期	2020		2021		2022		2023		長期	
							下限	上限	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9月	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0	-3.0	3.6	4.7	2.5	3.3	2.4	3.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	20年9月	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0	8.0	5.0	6.2	4.0	5.0	3.5	4.4	3.9	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	20年9月	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1	1.3	1.6	1.9	1.7	1.9	1.9	2.0		2.0
	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
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	20年9月	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3	1.5	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0		
	20年6月	1.0	1.5	1.7			0.9	1.1	1.4	1.7	1.6	1.8				

(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

8月の雇用統計における失業率が8.4%まで低下したことを踏まえれば、6月のFOMC時点の予想値(4Qの平均、以下同)が9.3%であったことから、上方修正(失業率の低下)が想定されていた。結果は、2020年の失業率が7.6%、2021年が5.5%、2022年が4.6%となった。6月のFOMC時点の2022年予想値が5.5%であったことから、0.9%ptの上方修正が加えられたことを意味する。今回初出の2023年に関しては、4.0%と長期見通し(自然失業率)の4.1%を下回るとの予想を示している。

自然失業率を下回る(改善)ということは、賃金上昇率の加速を通じてインフレが進むことが想定される。つまり、2023年にかけて、FOMC参加者が2%を超えるインフレを予想するかが焦点となる。結果を見れば、PCE価格上昇率は2020-22年にかけて上方修正(インフレの加速)されたものの、今回初出の2023年(4Qの前年比)は前年比+2.0%、大勢見通しも+1.9-+2.0%と、2%を上回るインフレ予想が主流ではないことが示された。新たに導入された、平均的なインフレ目標を合わせて考えれば、2023年を含めてもそれまでのインフレ率の目標未達分を補えないことを意味する。

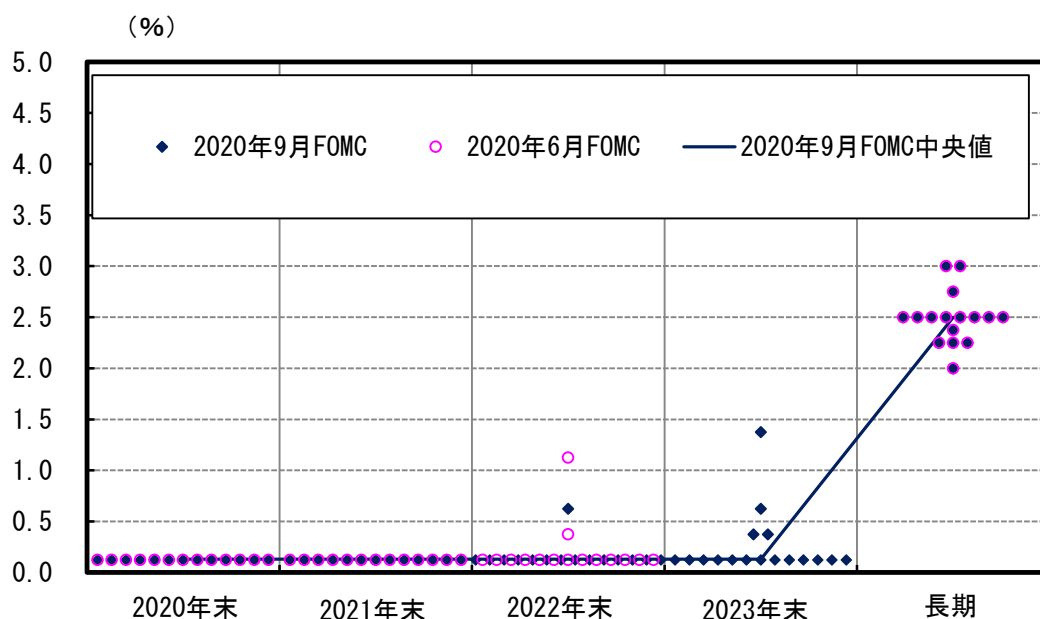
新型コロナウイルスの蔓延前に失業率が歴史的低水準に到達しても、インフレが加速しなかったことについて、パウエル議長は講演会などで度々指摘してきた。つまり、失業率の低下はインフレ加速の必要条件であっても、十分条件とはいえない、ということがSEPでも示されたということだろう。さらには、新たな金融政策の枠組みで、雇用の最大水準は単一の経済指標というよりは広範で包括的なものと定義されているように、失業率だけで測れるものでもない。パウエル議長が記者会見でインフレは時間をかけて上昇していくもの、と指摘したように、平均的なインフレ目標の達成は長期戦ということがFOMC参加者のスタンスと考えられる。

ドットチャートは 2023 年も利上げは見込まず

見通し期間でインフレが2%を超えるまで加速しないという予想から、FOMC 参加者の FF 金利の見通し（ドットチャート）においても、中央値は 0.125%と現在の FF 金利水準が 2023 年末まで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ると、2020 年末、2021 年末ともに 17 名中 17 名が現在の FF 金利水準から据え置く結果となった。2022 年末に関しては、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 1 名と、利上げを想定する FOMC 参加者が 6 月の FOMC 時点に比べて 1 名減少した。また、今回初出の 2023 年末に関しては、0.375%（現在の FF 金利水準から 0.250%pt 高い）が 2 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 1 名、1.375%（現在の FF 金利水準から 1.250%pt 高い）が 1 名と、利上げを想定している FOMC 参加者は少数派といえる。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。なお、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%、大勢見通しは 2.3-2.5%と、いずれも据え置かれた。ドットチャートの形状に関しても、6 月の FOMC 時点から変わらなかった。

図表2 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

政治の季節を無難に乗り越えられるか否か

今回の FOMC では、金融政策は据え置かれるとともに、経済見通しが上方修正されながらも 2023 年まで利上げはない、という、緩和的な金融環境の継続が示されることになった。2024 年までは利上げは考えにくいというのが市場コンセンサスであったことから、想定通りの内容だ

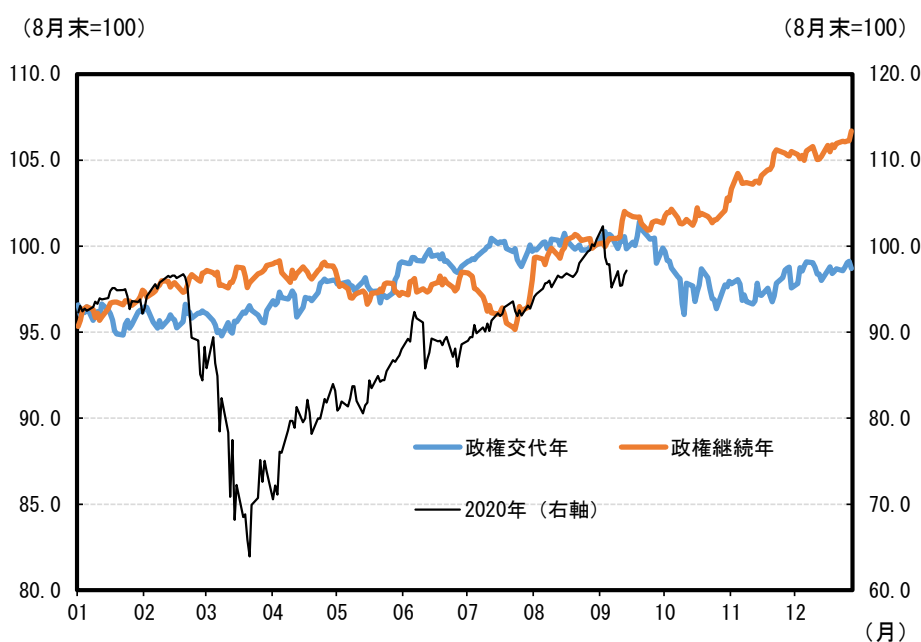
ったといえる。

今回のFOMCは11月4・5日と、11月3日の大統領・議会選挙後を予定している。景気回復が継続する現下の状況においても、パウエル議長は追加的な財政支援が必要となると記者会見で繰り返したが、大統領選挙という政治の季節の中で追加的な財政支援は見通しが付きにくくなっている。9-10月に追加的な財政支援が決められなければ、次期政権が発足する2021年1月まで期待しにくくなることも想定される。

もちろん、新型コロナウイルスの新規感染者数が順調に減少し、経済活動の再開（リオープン）が一層進むことで、景気の回復が一層進めば何も問題はない。11月のFOMCも様子見となるだろう。ただし、新規感染者数が再び増加し、リオープンが進展しなければ、財政支援が見込めない以上、金融政策を通じた金融支援に対する期待が高まることになる。

また、大統領選挙を控えて、金融資本市場が不安定化する可能性もあるだろう。とりわけ、過去の傾向を見れば、政権交代が起きた年は株価が9-10月に下落する傾向がある。トランプ大統領の支持率は、依然としてバイデン氏に後れを取っており、金融資本市場の不安定化も頭の隅に入れておくべきだろう。今回の記者会見の中では、緩和的な金融環境が継続する中で資産価格が大きく上昇するバブル化を通じた金融システムの不安定化に対する疑念が示され、パウエル議長は金融システムの不安定化は金融政策というよりは金融規制・監督の強化を通じて対応すると回答した。しかし、今回のFOMCに向けて、バブル化だけでなく、上述のような大統領選挙を控えた金融資本市場の不安定化についても注意すべきであり、その場合にはバランスシート政策に対するマーケットの期待が高まることになるだろう。

図表3 大統領・議会選挙年のS&P500の動向



(注) 1968年以降の大統領・議会選挙年の8月末時点を100として算出。

(出所) Bloombergより大和総研作成