

2020年12月17日 全7頁

FOMC BS政策のフォワードガイダンスを修正

2021年後半以降は金融政策のアフターコロナへの移行準備が始まる

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12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。バランスシート政策に関しては、国債等の購入規模も変更せず、保有国債の年限長期化も導入しなかった。
- 今回のFOMCの目玉は、バランスシート政策のフォワードガイダンスである。国債等の購入ペースに関して、従来の「今後数ヵ月」という定量的なガイダンスから「最大雇用と物価安定の目標達成に向け一段の著しい進展があるまで」というFRBのデュアルマンドに紐づけた定性的なガイダンスへと修正した。
- こうしたフォワードガイダンスの修正は、当面の間FRBが国債等の買入を通じて緩和的な金融環境を維持することにコミットしたという意味合いが強い。新型コロナウイルスが猛威を振るい、短期的な景気の下振れリスクが高い中で、バランスシート政策の継続は市場参加者に安心感を与えるだろう。
- 他方で、ワクチンというゲームチェンジャーの登場によって、今回公表された経済見通し（SEP）は上方修正され、FOMC参加者の実質GDPに関する不確実性及び下振れリスク懸念も低下した。景気回復の進展が期待される2021年後半以降は、市場参加者にテーパリングを意識させることになり、FRBとの対話が注目を浴びることになるだろう。

バランスシート政策のフォワードガイダンスを修正

2020年12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。

他方で、今回のFOMCの目玉はバランスシート政策、及びそのフォワードガイダンスの修正であった。バランスシート政策の修正に関して、11月のFOMC議事録では、国債等の購入規模の拡大や保有国債の年限長期化など一層の緩和的措置が取り上げられていた。フォワードガイダンスに関しては、11月のFOMC議事録によると早期でのガイダンスの強化を望むFOMC参加者が大半であった。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購入を続けるという現在の定量的なガイダンスから、政策金利のフォワードガイダンスと同様に、雇用の最大化と物価の安定というデュアルマンデートに紐づいた定性的なガイダンスに変更することが想定された。

まず、バランスシート政策の修正については、12月のFOMCでは、国債等の購入規模も変更せず、保有国債の年限長期化も導入しなかった。バランスシート政策を修正しなかったことで、一部の市場参加者は期待外れと見る向きもあるようだが、まだ様子見可能な経済状況・金融環境であることの裏返しともいえる。パウエルFRB議長が声明文公表後の記者会見の冒頭で、新型コロナウイルス感染再拡大の中で今後数ヵ月の間は困難が生じると想定されると指摘したが、ワクチンの登場によってFOMC参加者の経済見通し（SEP）は上方修正され、下方修正リスクも低下すると認識するなど、先行きに対して慎重姿勢が和らいでいる。記者会見では今後数ヵ月間の困難に対応するために更なる緩和的措置が必要ではないかとの質問に対しても、現在のバランスシート政策はすでに強力で、金融緩和の効果の発現にはタイムラグがあることから、現在のスタンスが適切と回答した。追加的な財政支援の議論も進む中で、更なる緩和的措置を打つよりも、今後の政策オプションの一つとして温存しておきたいという思惑もあるだろう。

他方、フォワードガイダンスに関しては、「最大雇用と物価安定の目標達成に向け一段の著しい進展があるまで、少なくとも国債保有を1ヵ月当たり800億ドル、MBS保有を1ヵ月当たり400億ドル増やし続ける」というデュアルマンデートに紐づける定性的な表現へと修正された。従来の今後数ヵ月間という短期的なコミットから、より中長期的なコミットへと変更したことを意味する。もっとも、デュアルマンデートに紐づけられたことで、経済の回復状況によっては購入規模の縮小や購入停止といったテーパリングを市場参加者は意識しやすくなる。こうした市場参加者の思惑に配慮するために、「一段の著しい進展（substantial further progress）」という表現が付け加えられたと考えられる。単純に「最大限の雇用と物価安定の目標を達成する軌道にある」といった表現をせず、「一段の著しい進展」というより厳しい条件付けをすることで、テーパリングまでに依然として距離感があることを市場参加者に意識させたかったと読み取れよう。

声明文では先行きの警戒感を継続

次に、詳細に声明文を見ると、経済の現状・先行きに関して修正は見られなかった。まず、経済の現状に関しては、「経済活動及び雇用は改善を続けてきたものの、年初の水準を下回ったままである」という表現が据え置かれた。物価に対しては、「弱い需要とこれまでの原油価格の下落が消費者物価を押し下げている」という表現から変更はない。金融環境に関しては、「全体的な金融環境は緩和的なままである」と11月のFOMCから評価を据え置いた。新型コロナウイルス感染再拡大やそれに伴う経済活動に対する規制強化によって11月の雇用統計が弱含んだように、足下の経済指標は回復のペースが緩やかになりつつあることは、パウエル議長も記者会見で指摘していた。他方で、11月のFOMCでFRBスタッフが、CARES Actに基づいた現金給付や失業保険の拡張によって積み上げられた家計の貯蓄率の高さが2020年内の家計のバッファーになるという想定を示したように、基調としての現況判断は変わらないということだろう。

先行きに関しては、11月のFOMCから表現は変えずに慎重なスタンスを維持した。「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」という認識の下、「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引き続き重大なリスクをもたらす」と表現を据え置いた。パウエル議長は記者会見でワクチンの登場によって、「トンネルの終わりにある光が見える」という言葉を用いて、景気の先行きの明るさを表現していることから慎重姿勢は和らいだようだが、声明文としては警戒感を依然強く維持しているということだろう。

次に政策金利のフォワードガイダンスに関しては、「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」という表現が据え置かれた。こうした前提の下で、「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。バランスシート政策のフォワードガイダンスについて、政策金利と同様にデュアルマンデートに紐づける定性的な表現へと修正したのは前述の通りである。

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。こうした評価に関連して、「公衆衛生、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。

経済見通し（SEP）は上方修正

12月のFOMCでは、FOMC参加者による経済見通し（SEP）が公表された。9月のFOMCで公表さ

れた SEP に比べて、これまでの順調な景気回復を受け、実質 GDP 成長率が上方修正された。2020 年（4Q の前年比、以下同）は、前年比▲3.7%（9 月の FOMC 時点）から同▲2.4%（12 月の FOMC 時点）へと予想が引き上げられた。2021 年は同+4.0%（9 月の FOMC 時点）から、同+4.2%（12 月の FOMC 時点）、2022 年は同+3.0%（9 月の FOMC 時点）から、同+3.2%（12 月の FOMC 時点）とそれぞれ引き上げられた。なお、2023 年は同+2.5%（9 月の FOMC 時点）から、同+2.4%（12 月の FOMC 時点）と小幅に下方修正されたが、2020-2022 年にかけて回復のペースが加速したことによるものと考えられる。

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 下限 上限		2021 下限 上限		2022 下限 上限		2023 下限 上限		長期 下限 上限	
実質 GDP 成長率 (4Q の前年比)	20年12月	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5	-2.2	3.7	5.0	3.0	3.5	2.2	2.7	1.7	2.0
	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
失業率 (4Q の平均)	20年12月	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7	6.8	4.7	5.4	3.8	4.6	3.5	4.3	3.9	4.3
	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
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	20年12月	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7	1.9	1.8	2.0	1.9	2.1	2.0		
	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	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	20年12月	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7	1.8	1.8	2.0	1.9	2.1			
	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		

(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

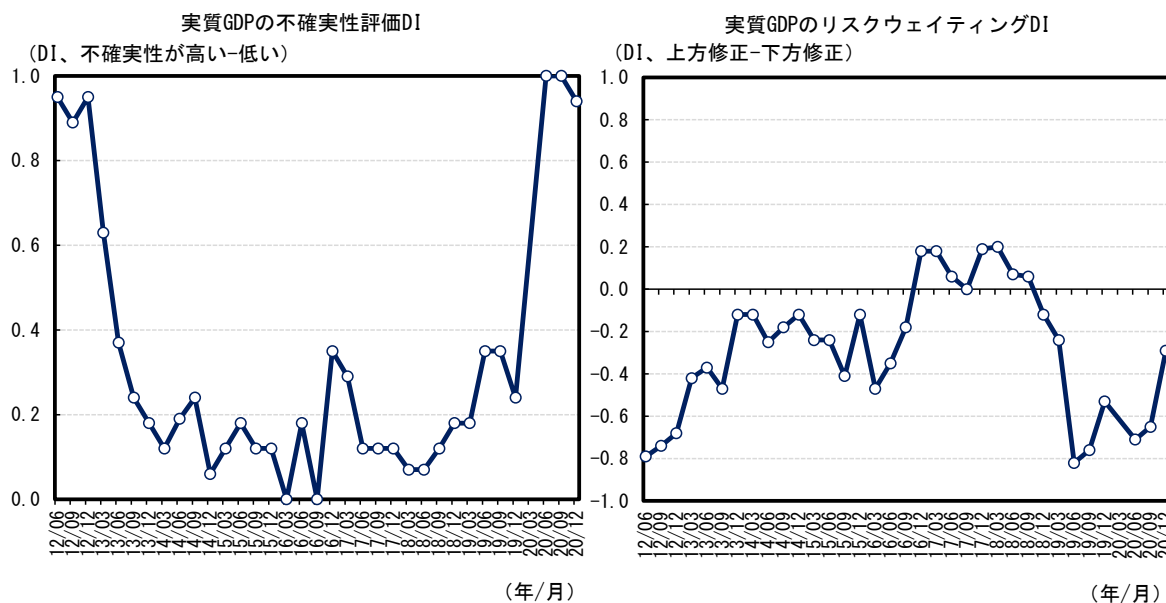
また、今回の経済見通しの特徴は、FOMC 参加者が認識する不確実性及び下振れリスクの低下であろう。今回の FOMC から FOMC 参加者の不確実性の見通しを指数化した「不確実性評価 DI」と、上方修正と下方修正の見通しに関する「リスクウェイト DI」の公表が始まった。両 DI について着目すると、FOMC 参加者の実質 GDP に関する不確実性及び下振れリスク懸念が低下している。声明文での経済の先行きに対する警戒感は変わらなかったが、ワクチンの登場によって先行きに対する FOMC 参加者の慎重姿勢が和らいだことが見て取れよう。

雇用環境に関しては、11 月の雇用統計における失業率が 6.7%まで低下したことを踏まえ、9 月の FOMC 時点の予想値（4Q の平均、以下同）である 7.6%から、2020 年の失業率を 6.7%に上方修正した。2020 年の予想値が修正された結果、2021 年が 5.0%、2022 年が 4.2%、2023 年が 3.7%といずれも上方修正された。2023 年の失業率予想は長期見通し（自然失業率）の 4.1%を下回り、米国における新型コロナウイルス感染拡大前（2020 年 2 月）の水準（3.5%）まで肉薄している。単純に失業率だけで見れば、2023 年末時点で雇用環境は新型コロナウイルス感染拡大に伴う悪影響を概ね解消しているという見立てである。

2023 年には失業率が自然失業率を下回る（改善）ほどの改善が見られる一方、FOMC 参加者は 2%を超えるインフレを予想していない。PCE 価格上昇率は 2021-22 年にかけて上方修正（インフレの加速）されたが、2023 年（4Q の前年比）は前年比+2.0%と据え置かれ、過去の 2%を下

回った分を埋め合わせることができるほどインフレが加速しないという見方が示された。他方、大勢見通し（上位・下位 3 名を除いた数値）は+1.9-+2.1%と、2%を超える予想をしている FOMC 参加者が増えたことがうかがえる。ただし、パウエル FRB 議長は、記者会見で新型コロナウイルス感染拡大によるディスインフレ圧力が根強いことを指摘しているように、予想通りにインフレが加速するかは不透明といえる。

図表 2 実質 GDP の不確実性評価 DI、実質 GDP のリスクウェイト DI



(出所) FRB より大和総研作成

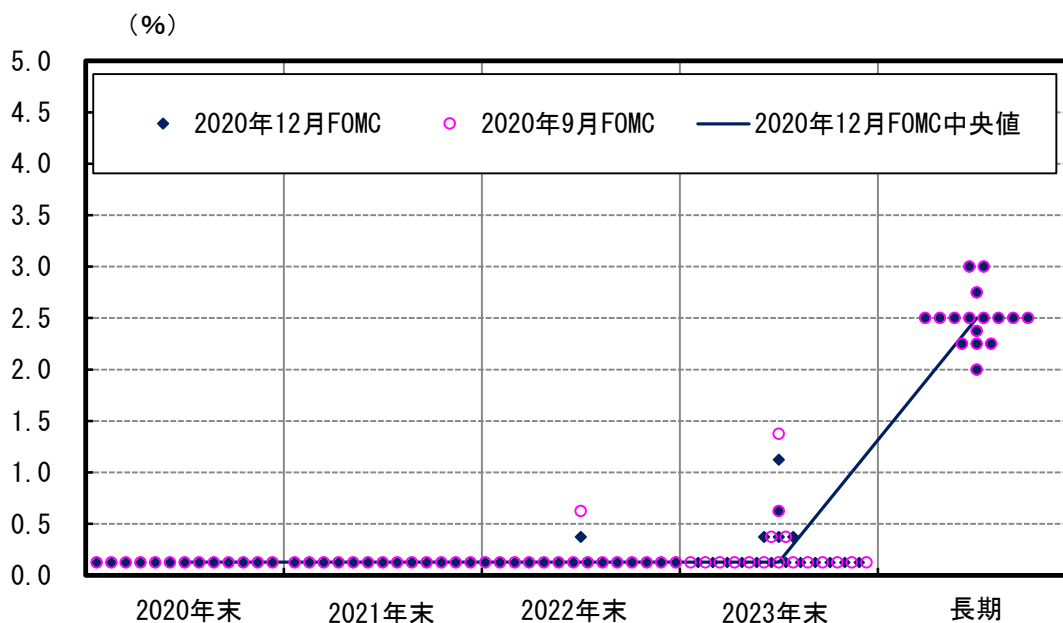
ドットチャートの形状はほとんど変化なし

FOMC 参加者の FF 金利の見通し（ドットチャート）に関して、中央値は 2023 年末まで 0.125% となり、現在の FF 金利水準が 2023 年末まで維持されるとの予想が据え置かれた。

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。他方で、2022 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 1 名と、利上げを想定する FOMC 参加者は不変も、9 月時点の予想から利上げ幅は 0.250%pt 縮小した。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 3 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 1 名、1.125%（現在の FF 金利水準から 1.000%pt 高い）が 1 名と、9 月の FOMC 時点に比べて 1 名利上げ見込みが増加した。ただし、9 月時点では 1.325%を予想する FOMC 参加者がいたことから、利上げ幅は 2023 年も縮小した。ドットチャートの形状をまとめれば、2023 年にかけては利上げを予想する FOMC 参加者が増えたものの、大半は据え置きのみであり、大きな変化はないと捉えるべきだろう。

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、9 月の FOMC 時点から変わらなかった。

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

2021 年後半から緩やかにアフターコロナに向けた準備を始める

今回の FOMC では、政策金利、バランスシート政策は据え置かれた。政策金利に関しては、2023 年まで据え置きという予想に変化はない。他方、バランスシート政策の修正は 2021 年 1 月以降の FOMC でも主要なテーマの一つとなろう。景気の下振れリスクへの対応という意味合いで、記者会見でも保有国債の年限長期化に対する質問が出たが、パウエル議長は FOMC 参加者内でも賛否両論あり、政策オプションとして必ずしも上位にあるわけではないと幾分つれなかつた。しかし、短期市場金利の下押し圧力の緩和という意味で保有国債の年限長期化は重要な政策オプションになりうる。11 月の FOMC 議事録で FRB のバランスシートの拡大に伴う高水準の準備預金が銀行のバランスシートを圧迫するとともに、短期市場金利を押し下げる可能性があるとの懸念が指摘された。FF レートを目標レンジ内で誘導するためにも、短期市場金利の低下圧力を緩和する必要があり、その手法として IOER の引き上げや翌日物リバースレポ、そして年限長期化(満期延長プログラム: 長期債の買いオペと短期債の売りオペ)を取り上げていたことから、2021 年以降に国債発行の減少等によって短期市場金利が低下した場合には、保有国債の年限長期化に関する議論が過熱することになる。

また、今回修正されたバランスシート政策のフォワードガイダンスは、2021 年以降も引き続き注目点といえる。当面の間は FRB が緩和的な金融環境を維持することへのコミットという意味合いが強い。新型コロナウイルスが猛威を振るい、短期的な景気の下振れリスクが高い中で、バランスシート政策の継続は市場参加者に安心感を与えるだろう。ただし、そうした安心感は一時的なワクチンによる集団免疫が獲得されるまでの 2021 年前半が中心であり、景気回復が進むと想定

される 2021 年後半以降はテーパリングのタイミングを探るフェーズへと移行することになる。ワクチン接種を希望しない人々の存在やワクチンの生産状況、政府と製薬会社の契約など、ワクチン接種が遅滞なく進展するかは依然として不透明ではあることからやや気の早い話ではあるが、2021 年後半以降は FRB と市場参加者の間でこうした金融政策のアフターコロナへの移行を巡って緊張感の高い対話が始まると考えられる。