

FRBが考える「次の戦略」の焦点

レポート要旨

インフレ埋め合わせ戦略の内容次第では早期利下げの可能性も

FRB（米連邦準備理事会）が昨年から取り組んでいる金融政策の戦略見直しについての議論が本格化してきました。年央に結論が出される見込みですが、短期的に金融政策の変更につながる可能性があるのが、インフレ埋め合わせ戦略（make-up strategy）の採用です。①2%を超える具体的なインフレ目標の設定、または、②インフレ目標のレンジ（例えば2.0~2.5%）化が採用される場合は、早期に政策金利の引き下げが実施される可能性が出てきます。

米景気減速時は資産買い入れ策を積極活用。マイナス金利政策やYCC*には否定的より長期の視点から注目されるのが、米国景気が今後大きく減速し、政策金利がゼロ金利に近づく場合の政策です。こうした場合にはマイナス金利政策が導入される可能性は低い一方、大規模な資産買い入れプログラムが実施される公算が大きいとみられます。

（*）YCCはイールドカーブコントロール政策のことで、日本銀行が現在採用している。

戦略変更による円高リスクにも留意

パウエル議長は、1月のFOMC記者会見で、「現在の政策金利の水準には満足」と述べましたが、戦略見直しを契機とした利下げの可能性はまだ残されています。仮にFRBが利下げ実施となれば、日米金利差の縮小を通じて対ドルでの円高に振れるリスクがあります。

（図表1）FRB金融政策の枠組みの見直しについての議論

検討策	FOMCでの議論
フォワードガイダンス（FG）	これまで効果があった。FGには複数の方法があり、今後も情勢に合わせて活用すべき
マイナス金利政策	現在の米国に適した政策ではない。他国の経験では副作用も大きい
バランスシート政策（資産買い入れ政策）	これまで副作用は心配したほど大きくなく、もっと活用してもよかった。今後も有効な政策
短期・長期金利にキャップ（上限）を設け、必要に応じて市場操作を行う政策	長期金利に上限を設けることには懸念もあるが、より短期の金利に上限を設けることにはメリット
インフレの埋め合わせ戦略（make-up strategy）	前向きに評価。具体的な手法について議論すべき。

（注）詳細バージョンは5ページを参照。

（出所）FOMC（米連邦公開委員会）議事録（2019年7月、9月、10月、12月分）よりインベスコが作成

インフレ埋め合わせ 戦略の内容次第 では早期利下げの 可能性も

FRB（米連邦準備理事会）が昨年から取り組んでいる金融政策の戦略見直しについての議論がいよいよ本格化してきました。パウエル議長は1月28-29日に開催されたFOMC（米連邦公開委員会）後の記者会見において、FRBの金融政策の戦略見直しについての意義などにふれるとともに、「年央に結論を出す可能性が高い」と言及し、金融市場でも見直しの行方についての関心が一気に高まっています。FRBが目指しているのは、金融政策の戦略、政策ツール、市場とのコミュニケーションについての包括的な見直しです。これらは大きな見直しになる可能性が高いだけに、昨年7月以降毎回のFOMCで議論を行い、その内容を議事要旨で公表してきました。FRBが包括的な見直しを行っているのは、経済成長率が長期的に下落傾向を続けてインフレ率も加速しないというニューノーマルの時代に移行する中、新しい現実に合わせて新しい金融政策が必要になっているという意識に基づいています。

当レポートでも、2019年8月28日号「新しい時代には新しい金融施策の策組を一FRBが挑む」において当時の議論を紹介しましたが、議論がその後も深化していることを踏まえ、現在までの議論における重要なポイントと今後への注目点を以下にまとめてみました（図表1、詳細については5ページの図表2を参照）。まず、今後、短期的に金融政策の変更につながる可能性があるのが、インフレ埋め合わせ戦略（make-up strategy）です。これは、米国経済が好調にある中でも直近（12月）のインフレ率がコア個人消費デフレーター（コアPCE）ベースで前年同月比1.6%にとどまる現状を踏まえると、今後米国経済が本格的な減速局面に陥る際にはインフレ率が目標の2%から大きく下方に乖離してしまう公算が大きくなっていることを考慮した戦略です。これは、好況期には2%を超えるインフレ率を目指す、あるいは容認する一方で、不況期にはこれまでのインフレ目標である2%をある程度下回ることを認める考え方であり、「平均インフレ率ターゲティング」と呼べます。

この手法は、不況期の低インフレ率を好況期のある程度高いインフレ率で埋め合わせることで、一つの景気サイクルで均したペースで2%のインフレ目標を達成しようとするものであることから、インフレ埋め合わせ戦略とも言え、パウエル議長の1月の記者会見でもこの言い方が使われました。現行の金融政策では、不況期に目標をなかなか達成できずにFRBの信認が損なわれてしまうリスクが高まります。現に日本では既にそのような局面に入っているという見方ができると思います。ユーロ圏についてもそうしたリスクが強まっています。インフレ埋め合わせ戦略はこうしたリスクに対応する戦略であると言えるでしょう。

ただし、この戦略を採用する場合の具体的方法についてはまだ議論が続いているようです。今後の短期的な金融政策を考える上で重要なのは、好況期にどの程度のインフレ率を目指すかという点です。現在の米国経済は好況期にあると言えますが、このタイミングで埋め合わせ戦略を開始する場合、FRBの選択肢としては、①2%を超える具体的なインフレ目標を設定する、②インフレ目標をレンジ（例えば2.0~2.5%）化する、③2%を超えることを容認する、などが考えられます。

①の選択肢が採用される場合は、現状よりも強力な金融緩和を実行する必要が出てくることから、政策金利の引き下げが視野に入るでしょうし、②の場合もその可能性があると思われます。金利先物市場における2020年の利下げ予想回数（1回を25ベースポイント（=0.25%）とした回数）が、FOMC前の1.235回からFOMC直後に1.642回に上昇したのはこの可能性を一部織り込んだためとみられます。

米景気の本格減速時には資産買入れを積極活用。マイナス金利政策やYCCには否定的

より長期の視点から注目されるのが、米国景気が今後大きく減速し、政策金利がゼロ金利に近づく場合にどのような金融政策が採用されるかについてです。注目されるのは、FOMCの議論では資産買入れ政策の効用が大きいとされている点です。FRBは、QE1（2008年12月開始）、QE2（2010年11月開始）、QE3（2012年9月開始）と3次にわたって量的緩和策を実施してきましたが、議事要旨によると、多くのFOMC参加者が、資産買入れ政策の副作用が思ったほど大きくなく、もっと大規模な買入れをしてもよかったのではと表明しています。FOMCでは、長期金利が今後さらに低下する場合には、資産買入れ政策の効果が低下するという懸念も少数意見として出たものの、資産買入れ政策は今後も有効な政策ツールであるとの見方で概ね一致したとのこと。

その一方で、マイナス金利政策については、米国の金融政策にとって魅力的なツールではないと多くのFOMC参加者が考えています。日欧ではマイナス金利政策は既に導入されていますが、その評価が分かれているうえ、副作用として金融システムに歪みをもたらす可能性がFOMCでは指摘されました。これらのFOMCでの議論から読み取れるのは、今後米国が本格的な景気減速に直面する場合にマイナス金利政策が導入される可能性は低い一方、大規模な資産買入れプログラムが実施される公算が大きいという点です。米国経済が景気拡大局面の中盤にあるか終盤にあるかは意見が分かれるところですが、どちらにしても数年以内には景気減速局面に入る可能性が高いことを考えれば、景気減速局面において資産買入れ政策が発動される公算が大きそうです。直近での米国長期金利の低下は、単にコロナウィルスによる影響を織り込んでいるだけではなく、将来の金融政策の枠組み変更に伴って資産買入れスタンスが積極化するという期待が反映されているように思えます。

そして、資産買入れ政策と組み合わせて導入されるとみられるのがフォワード・ガイダンス（FG）政策です。FG政策は、将来の中央銀行の政策をコミットすることで長期金利に影響を及ぼそうとする政策ですが、FRBは過去にFG政策は有効であったと評価しており、今後も何らかの形でのFG政策が採用されるとみられます。

他方、FOMCでは、長短金利に上限を設けてコントロールする政策も議論されました。議事要旨によれば、FOMCでは、長期金利に上限を設けることには多くの参加者が懸念を表明した一方、より短期の金利に上限を設けるやり方には多くのFOMC参加者がメリットを認めたということです。米国では、日本銀行が採用しているイールドカーブ・コントロール（YCC）政策が導入される可能性は現時点では低いと言えます。

米戦略変更による 円高リスクにも留意

金融政策の戦略見直しがFOMCで決定されるのは、6月9-10日の会合か、7月28-29日の会合のどちらかになる公算が大きいと言えます。それまでには、3月17-18日と4月28-29日に2回の会合が予定されています。金融市場へのインパクトは大きいとみられることから、1月分の議事要旨やFRB高官の発言と共に注目する必要があるでしょう。パウエル議長は、1月のFOMC記者会見では「現在の政策金利の水準には満足している」と述べていることから、戦略見直しと同時に利下げが実施される可能性は低いとみられますが、まだこの可能性を100%否定すべきではないでしょう。仮にFRBが利下げ実施となれば、日米金利差の縮小を通じて対ドルでの円高が進行するリスクが生まれます。また、将来の米国景気減速時のバランスシート政策の積極的活用が方針として打ち出される場合も、日米の長期金利差の縮小を通じて、対ドルでの円高をもたらすリスクがあることに注意が必要です。

(図表2) FRB金融政策の枠組みの見直しについての議論 (詳細バージョン)

検討策	FRBスタッフがFOMCで示した考え方	FOMC参加者の考え方
フォワードガイダンス (FG)	FBには、①定性的なFG (金融緩和の期間を明示しないFG)、②日付けベースのFG (金融緩和を縮小するまでの期間を示すFG)、③結果ベースのFG (何らかのマクロ経済の目標を達成すれば金融緩和を縮小するというFG) の3つがある。 <u>これまでの経験では、FGは緩和効果をもたらした。</u>	多くの (a number of) 参加者は3種類のFGがそれぞれ効果を有する一方、経済状況に応じて異なったFGが必要と判断。③結果ベースのFGは透明性を高める利点を有する一方で、説明しにくい部分があり、他の種類のFGほどの効果を有しない可能性がある。
マイナス金利政策	既に導入した他国の経験では、マイナス金利には効果が見られたものの、副作用が伴う可能性もあることが示された。米国に有効かどうかは、これまでの他国の経験からは判断できない。	マイナス金利政策は現状では米国の金融政策ツールとして魅力的なものではないと、 <u>全ての参加者が考えている</u> 。他国におけるマイナス金利政策の効果については評価が割れているうえ、導入によって金融システムに重大な歪みをもたらすリスクがあると評価。
バランスシート政策 (資産買入れ政策)	これまでの米国の経験からは、大規模な資産買入れ政策の効果は大きく、導入当時に心配された副作用は顕在化しなかったか、顕在化したとしても小さかった。資産買入れには、①一定期間の買入れ額を予め決める方法と、②フローベースの方法 (何らかのマクロ経済の目標を達成できるまで一定のペースで買入れ) がある。	参加者は、過去に導入されたバランスシート政策が有効であり、FOMCによる政策遂行上の有効なツールになったという見方で概ね合意。 <u>多くの (many) 参加者は、過去においてFRBはより積極的にバランスシート政策を活用してもよかったのではと表明</u> 。幾人かの (some) 参加者は、今後長期金利が低下した際にはバランスシート政策の効果は限定的であると評価。また、複数の (several) 参加者は、②のフローベースの方法はわかりやすいものの、バランスシートが膨らみ過ぎてしまう可能性を指摘した。
短期・長期金利にキャップ (上限) を設けて、必要に応じて市場操作を行う政策	---	長期金利に上限を設ける政策については、 <u>多くの (many) 参加者は懸念を表明した</u> 。もともと、数名の (a few) 参加者はメリットがあると表明した。上限設定や上限を止める時期の判断が困難との意見や、FRBのバランスシートが過度に膨らむ可能性を懸念する参加者がいた。これに対して、 <u>参加者の多数 (majority) は、より短期の金利に上限を設けることにメリットがあると表明した</u> 。
「平均インフレ目標」政策	インフレ率が2%の目標に達しない時期がある場合、低金利を十分に長い間維持することで、それ以外の時期で不足分を埋め合わせ (make up) する政策を検討する必要がある。	景気の1サイクルにおいて平均2%のインフレ率を達成する戦略について、 <u>ほとんどの (most) 参加者が前向きに評価</u> 。ゼロ金利制約の際に2%のインフレ率が達成しにくいことをふまえると、この政策の下、 <u>ゼロ金利制約がない時に2%を少し上回るインフレ率にすることが必要となる</u> 。何人かの (some) 参加者は、インフレ目標のレンジの中心を2%よりもやや高い水準に置く政策を検討することを示唆。一方で、何人かの (a couple of) 参加者は、低金利を長期間継続することで金融市場で過度にリスクを取る動きが出てくることを懸念。
結論を出す時期	---	多くの (a number of) 参加者は、金融政策の枠組みの見直し議論を2020年半ば頃終わると見込む。

(出所) FOMC (米連邦公開委員会) 議事録 (2019年7月、9月、10月、12月分) よりインベスコが作成

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会