

米 FRB 金融緩和解除に至るまでの 3 つの関門 ～当面 FRB は粘り強い金融緩和へ～

経済調査部 上席研究員 橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

<要旨>

- 12月15日～16日のFOMCで、米FRBは大方の予想通り資産買入のフォワードガイダンスの明確化を行いつつ、現行の金融緩和を維持した。FF金利見通しも、ほぼ不変で、現時点で緩和の長期化がFOMC参加者のコンセンサスとなっている。
- 金融緩和解除までの3つの関門としては、①ウイルス感染動向にかかる不確実性の払拭、②大幅に拡大したマイナスのGDPギャップの縮小、③景気回復に対するインフレ率の十分な反応、が挙げられる。
- 現状のドット・チャートから、当面利上げ無しと無条件に考えるべきではないが、以上の点から改めて考えても、やはり当面FRBは粘り強い金融緩和を続けそうだ。

<本文>

1. 米FRBは12月15日～16日のFOMCで現行の金融緩和を維持

既に各種報道がなされている通り、米FRB（連邦準備制度理事会）は、先週12月15日～16日にFOMC（連邦公開市場委員会）を開催し、現行の金融緩和スタンスを維持することを表明した。すなわち、政策金利であるFF金利（フェデラル・ファンド金利）の誘導目標レンジを現行の0%～0.25%に据え置いた（第1図）。また、政策金利見通しに関するフォワードガイダンスについても、「労働市場が同委員会の評価する最大雇用の水準に達すると共に、インフレ率が2%へ上昇し、かつしばらくの間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで、この誘導目標レンジを維持することが適切と予想する」との現行の内容を維持した。言うまでも無く、これは今年8月にFRBが発表した新たな「中長期目標と金融政策戦略」で、インフレ率の目標を一定期間における平均で2%とすると共に、雇用については最大雇用からの下振れを勘案するとして、最大雇用からの上振れよりも下振れをより問題視するとしてしたことに対応したものだ。要はインフレ率が多少2%を上回っても、雇用の十分な回復を重視するということだ。

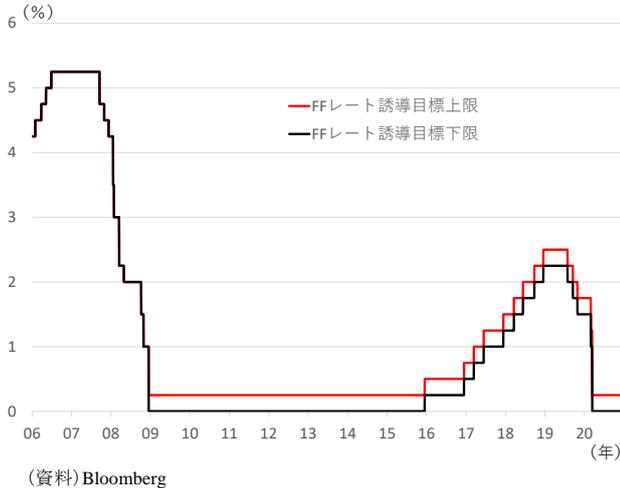
また、資産買入についても、毎月米国債を少なくとも800億ドル、MBSを400億ドルずつ市場から購入するという現行の購入ペースも据え置いた（第2図）。一方、資産買入に関するフォワードガイダンスについては、これまで「今後数ヵ月間」実施としていたものを、今回から「雇用最大化とインフレ率の安定という目標に向けて相当なさら

なる進展がみられるまで」実施と、より明確化を図った。

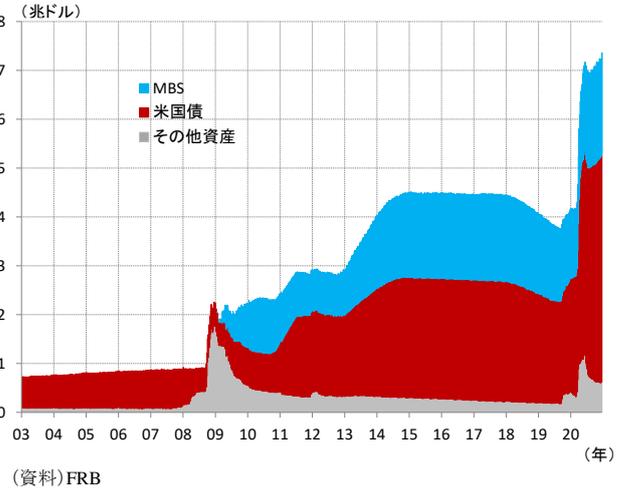
四半期ごとに発表する FOMC 参加者による経済見通しは、米国内でのコロナウイルスの感染拡大を抱えながらも予想を上回る回復を続ける経済情勢を反映し、前回 9 月時点の予想から GDP 成長率、失業率、インフレ率共に上方修正された（第 3 図）。一方、FF 金利の見通しについては、前回 9 月からほぼ不変であり、現時点で緩和の長期化が引き続き FOMC 参加者のコンセンサスとなっている（第 4 図）。

前回 11 月の FOMC の議事要旨において、米国債や MBS の買入のガイダンスについて速やかに強化するべきとされていたため、今回の資産買入のフォワードガイダンスの修正は事前に予想されていた。とは言え、これまでの今後数ヵ月という暫定的な表現から、一步踏み込んだ見通しを改めて明示したことで、市場の期待に対する緩和方向への追加的な働きかけはあったと思われる。パウエル FRB 議長も、FOMC 後の会見で、今回の資産買入についての新しいフォワードガイダンスは、経済にとって大幅な支援措置だとコメントしていた。

第 1 図:FF 金利誘導目標の推移



第 2 図:FRB バランスシート規模と資産サイドの概要の推移



第 3 図:FOMC 参加者の経済・FF 金利見通し(2020 年 12 月)

	2020	2021	2022	2023	長期
実質GDPの伸び (%)	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8
(2020年9月)	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
失業率 (%)	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1
(2020年9月)	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
PCEデフレーター (%)	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0
(2020年9月)	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
コアPCEデフレーター (%)	1.4	1.8	1.9	2.0	-
(2020年9月)	1.5	1.7	1.8	2.0	-
FF金利中央値 (%)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.500
(2020年9月)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.500
FF金利加重平均値 (%)	0.125	0.125	0.140	0.257	2.492
(2020年9月)	0.125	0.125	0.154	0.257	2.492

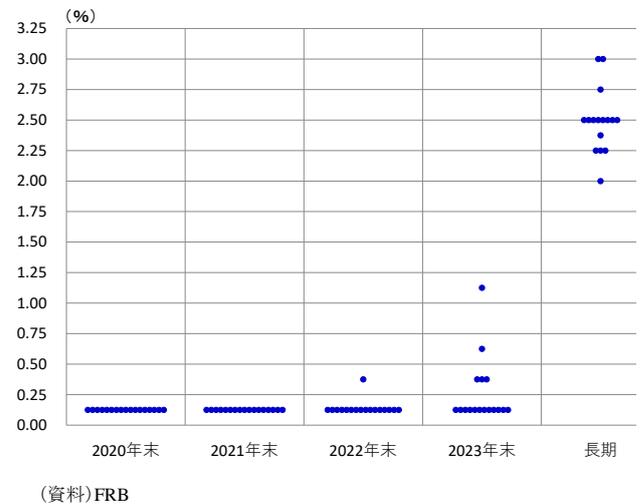
(注1) GDP成長率、インフレ率は、各年第4四半期の前年比。

(注2) 失業率は各年第4四半期の平均。

(注3) FF金利は各年末時点の予想値。

(資料) FRB

第 4 図:FOMC 参加者の FF 金利見通し(2020 年 12 月)

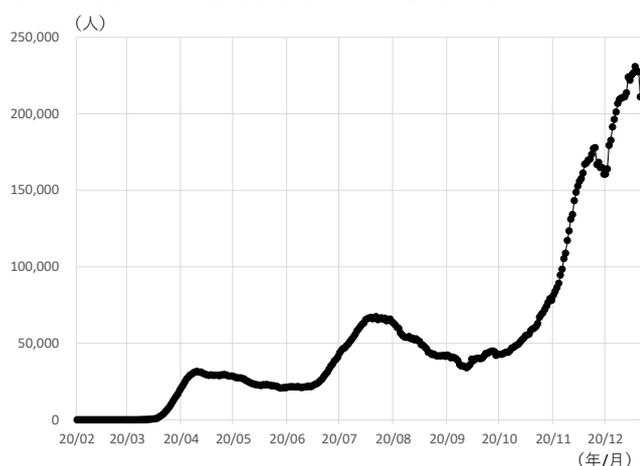


2. 緩和解除の第1の関門はウイルス感染の動向やその経済への影響に関する不確実性

その会見で、パウエル議長は足元米国内でのコロナウイルスの感染拡大などを受けて（第5図）、向こう数ヶ月は困難な時期となり、来年第1四半期は大きな影響を受けるであろうと述べた。経済見通しも、依然としてウイルスの感染状況次第で先行き不確実性が高い状況との見方を維持した。今年3月に大きく混乱をみせた金融市場は、足元ほぼ正常化しているが（第6図）、こうした不確実性が完全に払拭されない限り、金融市場が再び混乱に陥るリスクも完全に排除されないと思われる。FOMC後の声明の中で、資産買入の目的に、景気刺激のため緩和的な金融環境を維持することに加え、金融市場の円滑な活動を支援することが依然として残されているのは、そうした背景があろう。仮にウイルスの感染拡大の景気への悪影響が無視できなくなれば、当然資産買入の増額など追加金融緩和策の実行が視野に入ろう。

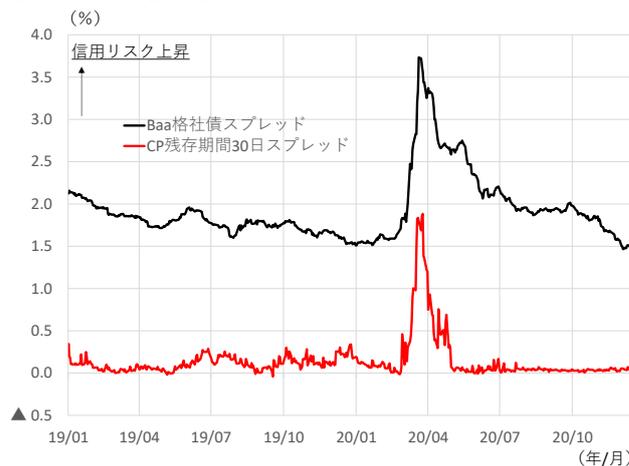
このように、FRBが金融緩和を解除するための第1の関門は、こうしたウイルスの感染動向の帰趨や、それが経済や金融市場に与える前例のない予測の難しい不確実性が解消されるかどうかである。

第5図:米国コロナ新規感染者数(7日移動平均)



(資料) Bloomberg

第6図: Baa格社債スプレッドとCP残存30日スプレッド



(資料) Bloomberg

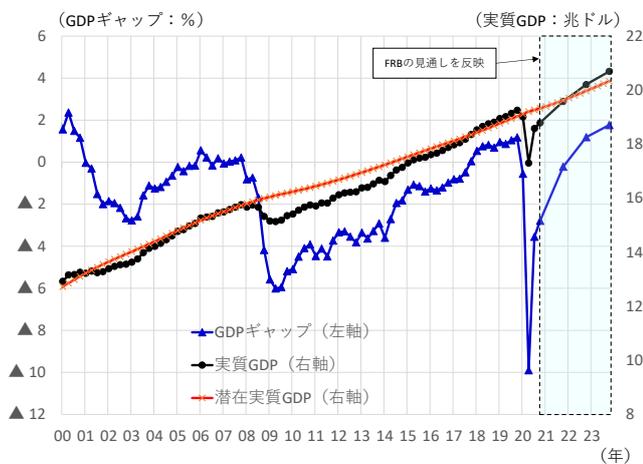
3. 第2の関門は大幅に拡大したマイナスのGDPギャップの縮小

一方、パウエル議長は来年前半については足元のウイルス感染拡大の悪影響が出るものの、ワクチンの接種も着実に進んで行くと指摘。そして来年後半にはワクチンによる集団免疫が確立し始め、力強い経済回復過程に入っていくと期待していると述べた。実は12月10日にECB（欧州中央銀行）理事会後の記者会見を行ったラガルド総裁も、同理事会で量的金融緩和政策の1つであるパンデミック緊急資産買入プログラム(PEPP)の期限を2021年6月から2022年3月まで9ヶ月延長した理由として、2021年末までにはワクチンによる集団免疫が確立し、経済が正常化に向かう可能性を挙げていた。こうした見立てが正しいとすると、来年後半以降、長期金利に上昇圧力がかかるなど、市場では金融緩和の巻き戻しを意識した動きが一部で見られ始める可能性があるだろう。

しかし、景気は一旦大きく落ち込んでおり、元の水準に戻るには相応の時間を要しよう。景気がコロナショック前の水準（水面下）で推移する時間が長引くほど、企業倒産など不可逆的なダメージが経済に蓄積して行き、それがさらに回復の足を引っ張る悪循環

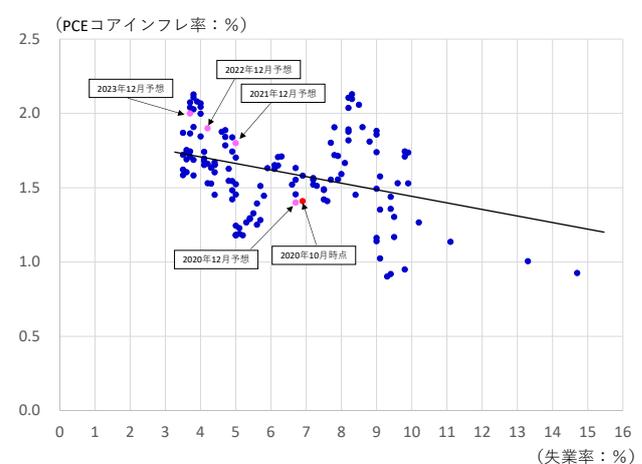
環も警戒される。インフレ率の目標への到達という意味では、実際の GDP の潜在 GDP からの乖離率である GDP ギャップのマイナス幅が大きく縮小し、マクロ需給面からインフレ率押し上げ効果が発生することが重要となる。この点、今回の FOMC で示された FOMC 参加者による景気見通し（第 3 図）から、今後の GDP ギャップの推移を検証すると、今年第 4 四半期時点では▲2.79%であり、2021 年第 4 四半期で▲0.22%と 2021 年中は 0%以下の推移となる（第 7 図）。そして 2022 年第 4 四半期に+1.19%と、プラス圏へ浮上する。インフレ目標の達成実現が視野に入り、FRB が金融緩和を解除するまでの第 2 の関門は、マイナスの GDP ギャップが大幅に縮小するまで経済が順調に回復できるかどうかということになる。

第 7 図:米国 GDP ギャップの推移



(注)潜在実質 GDP は CBO(議会予算局)によるもの。
(資料)FRB、CBO、Bloomberg

第 8 図:米国フィリップス曲線(失業率と PCE コアインフレ率)



(注)赤・青は実績データ(2010年1月～2020年10月)。ピンクはFRB予想。
(資料)FRB、Bloomberg

4. 第 3 の関門は景気回復にインフレ率が十分に反応するかどうか

仮に GDP ギャップのマイナス幅が大きく縮小した場合、今度はそれに対してインフレ率が十分に反応できるかが重要だ。この点、特に 2010 年代以降、グローバル化による経済構造の変質や競争激化などから、景気拡大や失業率低下に対する物価や名目賃金の上昇率が鈍化する、フィリップス曲線のフラット化の傾向がみられている。図表 8 は、2010 年代の米国のフィリップス曲線（失業率と PCE コアインフレ率の散布図）に、FOMC 参加者が今回示したインフレ率と失業率の見通し（第 3 図）を記入したものだ（赤と青の点は実績データ、ピンクの点が FRB の予想）。2023 年第 4 四半期には、失業率がコロナショック直前の水準（3.5%）にほぼ並ぶ 3.7%まで低下し、インフレ率が 2%まで上昇するとの見立てだ。過去からの両者の相関からみて無理な見立てではないが、この先こうした物価の景気に対する感応度が維持され続けるかは不透明な点もある。また、既述の通り、FRB は平均 2%のインフレ率目標を設定したことから、2%を若干上回るようなインフレ率の動きが金融緩和の本格的な解除の前提となる。2%以上のインフレ率に達したのは、過去 10 年で比較的限られており、その実現は然程容易でないようにもみえる。このように、順調に景気回復が実現しても、それに合わせてインフレ率が想定通りに反応するかが第 3 の関門となる。

5. 今後のFRBの金融政策

FRBの政策金利見通し（ドット・チャート）は、あくまでその時点での予想であり、前提が変われば、それに合わせて政策見通しも変化する。現在のドット・チャートのみから判断して2023年まで利上げはあり得ないと無条件に考えるべきではなかろう。もともと、その点を踏まえた上で、改めて先行き金融緩和解除の可能性を考えると、以上のようにクリアすべきポイントがいくつもある。FRBの中期目標と金融政策戦略で言及されていたように、資産価格の明らかに異常な高騰など、金融システム面に大きな副作用が発生しない限りにおいて、現時点ではFRBは基本的に粘り強い金融緩和を続けて行きそうだ。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>