

葛藤の9月FOMC 注目される金融政策スタンスに対する解釈の変化

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 9月20・21日に開催されたFOMCは、利上げの論拠が強まっているという判断を示しながら、政策金利の据え置きを決定した。10人の投票メンバーのうち3人が反対する異例の事態である。
- 据え置きの背景には、労働市場の一段の改善余地、インフレ率の低位推移、ゼロ金利制約による政策対応の非対称性、そして金融政策スタンスに対する解釈の下方修正がある。
- 金融政策スタンスは「十分緩和的」どころか「やや緩和的」なものに過ぎない。政策金利見通しも下方修正されており、金融政策の正常化は遠のいている。

次の利上げに対する意欲に注目すべきか。それとも、“次”の先にあるこれまで以上に緩やかな利上げパスが象徴する慎重さに注目すべきか。悩ましいが、おそらく後者が正しい。

1. 強まる利上げの論拠

9月20・21日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は、「利上げの論拠は強まってきたが、しばらくの間、（完全雇用と2%のインフレ率という）政策目的に向けた持続的進展を示すさらなる証拠を待つ」として、政策金利の据え置きを決定した。下線部の言い回しは、イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長が今年夏のジャクソンホール講演で使い、当時の金融市場ではタカ派的表現と受け止められたものである。イエレン議長の説明によれば、利上げの論拠とは、今年上期に見られた弱さからの景気の持ち直しと雇用の強さを指す。

また声明文には、「短期的な経済見通し上のリスクはおおむね均衡している」というリスク判断が加わった。7月声明文でも「短期的リスクの後退」という文言があったが、それはBrexitショックを指した。今回の判断は、「短期的な」という点を除けば、次回会合での利上げの可能性を強く示唆した昨年10月の声明文で使われたものと同じである。

2. 様子見する4つの理由

記者会見でイエレン議長が質問に答える形で「（11月を含め）すべての会合はライブだ（政策は会合までの情勢によって決まり、現時点で何が起きるかわからない）」と述べたことにも表れているように、FOMCは次の利上げに対する意欲を見せたが、結局、据え置きを決めた。ただ、10人の投票メンバーのうち3名が反対票を投じた。2000年以降、3人もの反対があったケースは3回しかなく、今回の政策決定は異例である。

イエレン議長は様子見の理由を4つ挙げた。まず、今後しばらくは①労働市場にまだ改善の余地があり、②インフレ率が2%の目標以下で推移するとみられることである。これに合わせ、イエレン議長は「経済は過熱していない」という説明も加えた。

次に、政策金利がゼロ近傍にあるがゆえに生じる③政策対応余地の非対称性である。インフレ圧力が予想以上に強まれば、利上げによって有効な対応ができるが、雇用やインフレが予想以上に弱まった場合にはそうはいかない、というリスク・マネジメント的判断が重視された。

最後の、そして最も注目すべき理由が、④金融政策スタンスに対する解釈の下方修正である。イエレン議長は、「歴史的な基準に照らし合わせると、現在の中立金利は極めて低い。政策金利は中立金利よりも**やや低く (modestly below)**、現在の金融政策のスタンスは**やや緩和的 (modestly accommodative)**とみなすべきだ」「金融政策は**やや緩和的であるに過ぎない (only modestly accommodative)**ため、短期的にみてインフレへの対応が後手に回るリスクはほとんどない」と述べた。声明文では従来通り「緩和的」という文言が使われたが、その意味は異なっているのである。

3. 遠のく正常化

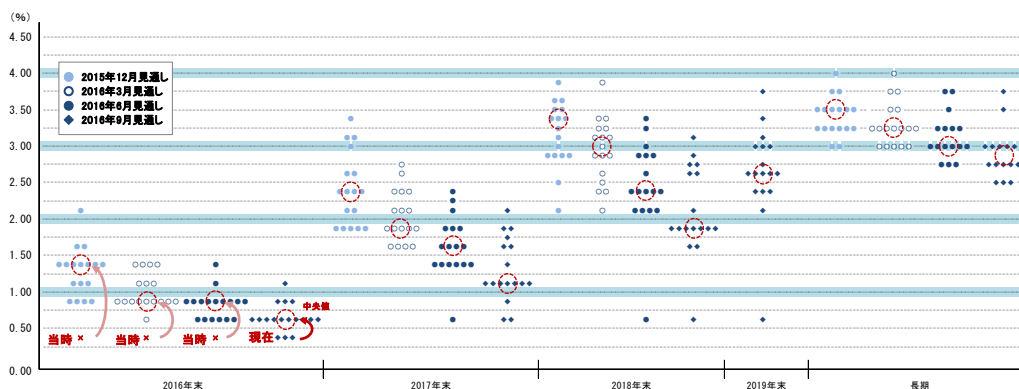
反対票を回避することには失敗したが、金融政策スタンスに対する解釈の下方修正は極めて重要である。11月あるいは12月の会合までに、中立金利が大きく改善し、同解釈が「緩和的」に戻るとは考えにくいためである。④に着目すれば、年内は無論、来年前半の利上げすら難しいことになる。

先々の政策金利パスの下方修正も、正常化が遠のいていることを示している（図表1）。中央値でみると、2016年内の利上げ回数は前回の2回から1回、2017年は3回から2回に減少した。その結果、2018年の利上げ回数は前回と同様3回であるものの、同年末の政策金利の水準は前回よりも50bp低い1.875%（1.75%～2.00%）となった。今回の見通しでは新たに2019年が加わり、中央値でみた利上げ回数は3回である。2019年までの利上げパスは実質的に1年ほど後ずれ（フラット化）した。

長期水準も下方修正された。今や、3%を割り込むとみているFOMC参加者は半数を占めている。

記者会見で「下方修正が落ち着くまで利上げを待てないのか」という声上がるのはもったもである。イエレン議長も「ニューノーマルとは何か、我々はもがいている」と言うしかなかったようだ。

図表1 FOMC参加者の政策金利見通し



（資料）FRBより、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。