

漸進的利上げ路線撤回のFOMC 様子見姿勢に転換。追加利上げのハードル高く

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

- 1月30日、FOMCは政策金利の据え置きを決めた。最も注目されたのは、様子見姿勢への転換が、声明文からの漸進的利上げ路線の削除を伴った点である。
- バランスシート政策についても、豊富な準備を前提とした金利政策運営の継続を確認すると共に、バランスシート縮小の停止時期の大幅な前倒しを示唆した。
- パウエル議長自身の見解からは、インフレが2%近傍で落ち着いている限り、様子見が続く蓋然性が高い。議事要旨（2/20公表）とFOMC参加者の発言が待たれる。

1. 様子見への転換

1月29・30日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利の据え置きを決定した。今回の会合で最も注目されたのは、FOMCが声明文から漸進的利上げ方針を削除した上で、様子見姿勢を強く打ち出したことである。

今回の声明文では、「さらなる漸進的利上げが適切」との文言が削除され、代わって「世界経済と金融情勢、及びインフレ圧力の落ち着きを踏まえ、将来、どのような政策金利の調整が適切なのかを判断するにあたっては、辛抱強くなる」との新たな方針が示された。これは、同じように政策金利の据え置きを決めながら、「さらなる漸進的利上げが適切」との方針を示した昨年11月のFOMCと全く異なる。声明文では従来通り、経済指標次第の政策運営を行うことが示されているが、「持続的な景気拡大、強い労働市場、物価の安定が最もあり得る今後のシナリオ」との見通しを新たに提示しつつ漸進的利上げ路線を撤回したことは、追加利上げのハードルが大きく引き上げられたことを意味するだろう。

新たな方針が示されたことで、前回の声明文にあった「経済見通しのリスクは概ね均衡していると判断しているが、世界経済と金融情勢の動向を監視し、見通しへの示唆を精査する」との文言は削除された。声明文からリスク判断が消え、記者会見でもリスクが均衡しているのかどうかパウエル議長は明言しなかったが、リスクがダウンサイドに傾いているのは言うまでもない。

実際、パウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長は、FOMC後の記者会見で、中国と欧州経済の減速や、Brexit、通商交渉、政府閉鎖の影響などに伴う不確実性の高まり、金融コンディションのタイト化、企業や消費者のセンチメントの低下などを「注意が必要になっている理由」として取り上げた。その上で、「過去数カ月におけるこれらの動きによる累積的な影響を踏まえると、将来の政策変更について辛抱強く様子見することが正当化される」と今回の政策決定を説明した。

インフレの安定と金融不安定化リスクの低下も、様子見への転換を支える材料となった。パウエル

議長は「利上げの材料が幾分弱まっている」と述べ、最近のインフレ率の落ちつき、原油価格下落による今後のヘッドライン・インフレ率の一段の低下見込み、及びブレイクイーブン・インフレーションの低下を指摘した。金融不安定化リスクについては、「金融市場のリスク許容度が、昨秋になって歴史的な平均並みに落ち着いた」と述べている。

2. バランスシート縮小の早期終了

今回のFOMCでは、バランスシート政策に関しても、2つの点が明らかとなった。1つは、現状通り、豊富な準備の下での金利調整を続けること、もう1つは、バランスシート縮小停止の大幅な前倒しである。

前者は、金融危機前のように非常に低い準備水準を所与として、その需給バランスをコントロールすることによって金利調整を行うことはせず、準備付利と翌日物リバースレポ・レートによってFF金利や他の翌日物短期金利の水準をコントロールしていくことを意味する。前回会合の議論では、非常に低い準備水準への移行が短期金利の不安定化をもたらすことや、その副次的問題が多く指摘されていた。

後者については、「経済・金融情勢を踏まえながら、バランスシートの正常化を完了するための詳細を詰めていく用意がある」旨が示された。パウエル議長は、「経済・物価への影響や不必要な金融市場の混乱を避けながら」、バランスシート縮小の終了にむけて「今後の会合で計画を最終決定していく」方針を表明した。2017年6月の計画では、バランスシート縮小停止は、景気が悪化し、大幅な利下げが行われるタイミングが想定されていた。今回のFOMCは、事実上、バランスシート縮小停止の大幅な前倒しを決めたと言える。

また「不必要な金融市場の混乱」への配慮も興味深い。これは、前回会合で数名の参加者が指摘した「保有MBSの漸進的な売却」案について、今回の会合では否定的意見が相次ぎ、却下されたことを示唆している。

なおバランスシート政策に関しては、金融政策スタンスを調整するための主たる手段として金利政策を位置づけた上で、「利下げのみでは金融緩和が不十分な場合、バランスシート政策（規模や構成の変化）を含むあらゆる手段を用いる用意がある」方針が改めて確認された。

1990年代初頭の利下げ幅が5%Pt(8%→3%)、2000年代初頭の利下げ幅が4.75%Pt(6.5%→1.75%)、前回金融危機時の利下げ幅が5%Pt(5.25%→0.25%)と、これまで大きな負のショックには5%程度の利下げで対応してきたFOMCだが、現在の政策金利は2.25%~2.5%と低く、今後の利下げ幅は最大でも従来半分に留まる。フォワードガイダンスとバランスシート政策(QE)は不可欠な緩和ツールであろう。

3. 漸進的利上げ路線の復活はあるか

今後の金融政策を占う上で最も重要な点は、様子見姿勢に転じたFOMCが、再び漸進的利上げ路線を掲げる蓋然性がどれだけ高いのかである。パウエル議長の発言からは、インフレ率が2%前後で落ち着いて推移する限り、再転換の蓋然性はかなり低い。パウエル議長の考えに他のFOMC参加者らがどれだけ同調しているのか、今回の会合に関する議事要旨(2/20公表)や、FOMC参加者らの今後の発言が多

いに注目される。

既に述べたように、「持続的な景気拡大、強い労働市場、物価の安定」をメインシナリオに掲げつつ、漸進的利上げ路線を撤回したことによって、追加利上げのハードルは大きく高まったとみられる。良好なメインシナリオを掲げ、漸進的利上げ路線への復帰を念頭に置くのであれば、今回の声明文では同路線の削除は不要で、「辛抱強さ」を付加するだけでよかつたはずである。今後、漸進的利上げ路線に安易に復帰すれば、金融コンディションのタイト化を招いてしまうだろう。12月FOMCの二の舞である。

記者会見では、「対称的インフレ目標を掲げるFOMCは、コア・インフレ率が2%を小幅上回った場合でも、引き続き辛抱強くいられるのか。次の金融政策を決定する際に、コア・インフレ率の動向にどれほど感応的なのか」との質問が出た。パウエル議長は「我々のインフレ目標は対称的であり、我々はそのように行動するはずだ」と回答した。

続けて別の記者が「海外経済の減速などの逆流が止み、インフレの落ち着きもみられなくなったら、様子見姿勢は変わるのか」と質問した。パウエル議長は率直に次のような私見を述べている。「我々はすべての動きに目を向けるだろう。しかし個人的には、物価動向が大きな要素だ。唯一の材料ではないが、確実に重要な材料だ。」

2018年を通じた米金融政策は「景気拡大が続き、雇用が増える限り、漸進的利上げを続ける」というものだった。フィリップス曲線は弱まっているが消えてなくなったわけでないという判断が根底にある。実際、2018年前半は、コア・インフレ率が月次ベースで年率2%をやや大きく上回って推移し、FOMCの「さらなる漸進的利上げ」方針を正当化してきた。

一方、足元のインフレ率は2%を割り込み、今後も、インフレ率がFOMCが許容できない強さで推移する展開は見込み難いだろう。昨年前半と比べれば米国経済は減速に向かっている。加えて、中国・欧州経済の減速が原油を始めとする国際商品市況の下振れをもたらし、それがインフレ率の下押し圧力なるリスクも指摘できる。

良好なメインシナリオを掲げながら、なぜ漸進的利上げ路線を削除するに至ったのか、議事要旨や他のFOMC参加者らの発言が注目される。

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。