

米利上げ局面の実質的終焉

3月FOMCは保有債券の削減停止(9月末)も決定

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

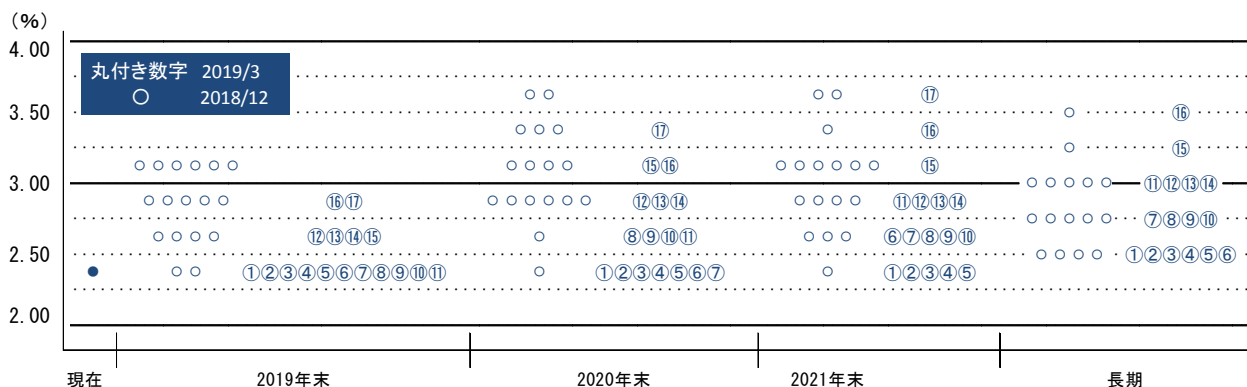
- 3月20日、FOMCが発表した政策金利見通し（ドットチャート）は劇的な下方修正となり、11名もの参加者が「年内の政策金利据え置き」を想定してFOMCに臨んだことを示した。
- ドットチャートは2020-21年にかけても大きく下方修正された。短期的な下振れリスクへの備え（リスクマネジメント）以上に、対称的インフレ目標の恒常的未達への対応が理由とみられる。
- 「バランスシート正常化・原則と計画」が修正され、9月末で保有債券の縮小が止まることになった。その後は、準備が適正水準（結論は先送り）に至るまで保有債券が一定に保たれる。

1. ドットチャートの劇的下方修正

3月19・20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。金融市場参加者を驚愕させたのは、FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）の劇的な下方修正である（図表1）。今回公表された2019年の経済成長率見通しも下方修正されているが、それにしてもドットチャートの変化は大きい。2019年末のドットチャートは、17名中、11名の参加者が「年内の政策金利据え置き」を自らのメインシナリオ（もっとも蓋然性が高い経済見通しと整合的な政策金利見通し）としてFOMCに臨んだことを示している。

ドットチャートの劇的下方修正は、2019年末の見通しだけに留まらず、2020年末、2021年末の見通しにも及んでいる。中央値で見れば、2020年には1回の利上げ、2021年は据え置きが想定されている。

図表1 FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）



(注) 丸付き数字は政策金利見通しの低い順に付与。「現在」とは今回のFOMCで決定された政策金利レンジの中間値。

(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

2021年末の政策金利は2.5%~2.75%であり、政策金利の長期水準（2.75%）をわずかだか下回る。前回12月までのドットチャートでは、長期水準を上回る水準に政策金利を引き上げること——すなわち引き締めのスタンスを通じて、米国経済をインフレなき持続的成長に導く姿が描かれていた。これに対して今回のドットチャートは、政策金利が長期水準を下回る——すなわち緩和的スタンスによって、米国経済をサポートしていく姿が描かれている。

ドットチャートはあくまでFOMCにおける議論のたたき台であり、インプットの1つに過ぎない。ドットチャートは、(後述するバランスシートの正常化計画と異なり)FOMCが合意・決定した計画(プラン)ではない。パウエル議長は「政策金利パスに関するFOMCの意見表明ツールは、ドットチャートではなく声明文である」と強調した。

ドットチャート自体が指標次第であることにも注意が必要である。経済・金融情勢が変わればFOMC参加者それぞれの経済・物価見通しが変化し、それに応じてドットチャートも変化する。今回、劇的下方修正がみられたように、今後、米国の経済指標や海外経済の急回復などを受けて、劇的な上方修正があるかも知れない。その場合には、ドットチャートのコミュニケーションツールとしての有効性が改めて問われ、FOMCが今年から本格化させる金融政策の枠組み見直しの議論を通じ、ドットチャートに代わる新たなツールが示されるかも知れない。

2. 対称的インフレ目標未達という深刻な問題

FOMCが、今回示されたドットチャートと比べて利上げペースを速めていく可能性は低いだろう。長年にわたる対称的インフレ目標の未達、という深刻な問題を抱えているためである。

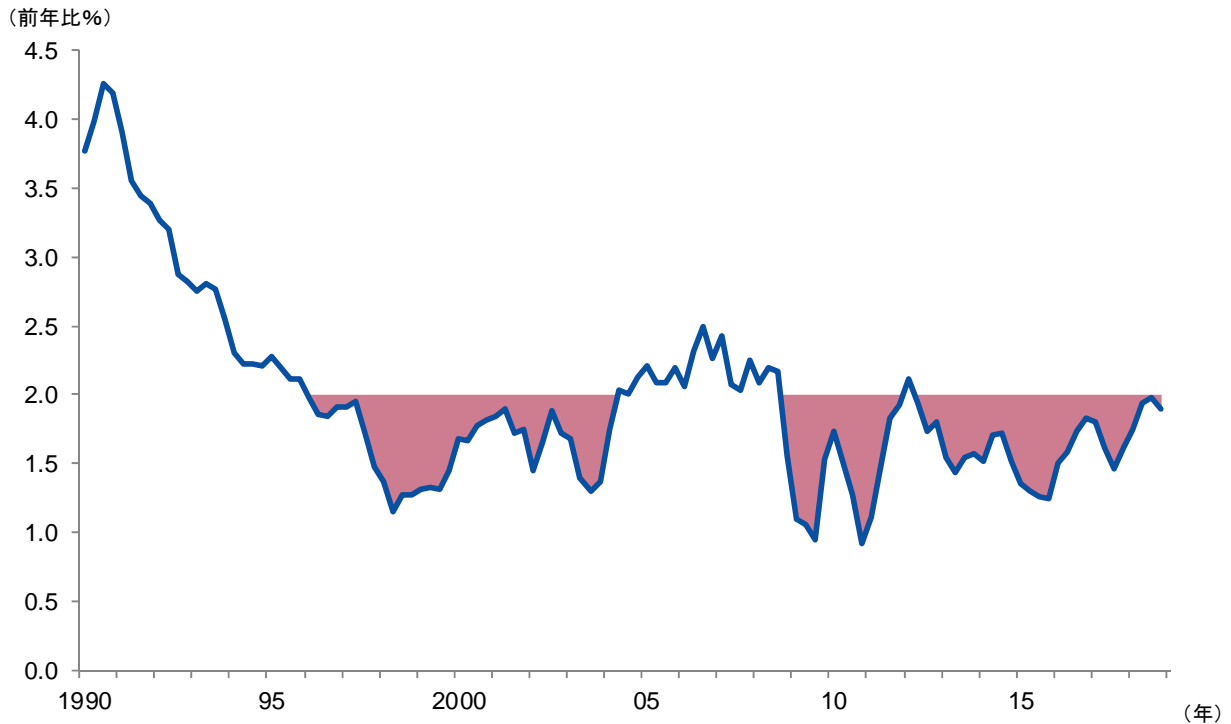
今回の声明文では、前回に続き「どのような政策金利の調整が適切なのか、忍耐強く判断する」との方針が示された。パウエル議長は「忍耐とは、判断を急ぐ必要がないという意味だ。雇用・物価見通しによって、明確に政策変更が必要だと示されるまでは、しばらくかかるかも知れない」と述べた。

「しばらくかかる」という言葉は、具体的にどれくらいの長さなのか。短期的な景気の下振れリスクに備えるだけなら数四半期に留まるだろうが、もしそうなら、2021年末までの3年分にもわたるドットチャートの劇的下方修正は起きなかったはずである。注目されるのは、パウエル議長が質疑応答で吐露した「対称的な2%のインフレ目標」(声明文)が達成できていないという問題である。

「対称的」なインフレ・ターゲティングの意味について、パウエル議長は「目標の上下でインフレ率を推移させ、また、インフレ率が目標を持続的に上回ることと、目標を持続的に下回ることを等しく懸念すること」と解説した。その上で、「景気拡大がほぼ10年に及ぶ中で、インフレ率がこの目標を達成しているとは言えないだろう」と述べている。

実際、FOMCが2%のインフレ目標を掲げた2012年1月以降、7年間の平均インフレ率はヘッドラインで年率1.3%、コアで年率1.6%に留まる(図表2)。FOMCは、今後の金融政策の枠組み見直しを通じて、目標未達を「埋め合わせする」(メイクアップ)戦略の採用を視野に入れている。どんな戦略が採用されるにせよ、埋め合わせに要する時間は数四半期というわけにはいかないだろう。それこそ、今回のドットチャートが示している政策金利の実質的な長期据え置きが必要とみられる。

図表2 コアインフレ率の推移



(注) 食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター。2%以下に網掛け。
 (資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

3. 保有債券の段階的縮小停止

今回のFOMCでは、新たに修正された「バランスシートの正常化・原則と計画」が決定・公表された。バランスシート政策は3つの段階に分かれる。第1段階では、保有債券の縮小ペースが緩められた上で、9月末に縮小が止まる。第2段階では、準備 (reserve) が適正水準 (後述) に減少するまで、保有債券が一定に保たれる。最後の第3段階では、ドル紙幣等の伸びに応じて、保有債券が増えていく。

第1段階では、5月から、米国債の削減額の上限が1カ月300億ドルから同150億ドルに半減する。エージェンシー債とエージェンシーMBS (以下、合わせてエージェンシーMBS) については、削減額の上限に変更はない。こうした保有債券の縮小ペースの変化に合わせて、(ドル紙幣や連邦政府口座等、バランスシート上の他の負債項目の動きが変わらない限り) 準備の減少ペースも変わっていく。

10月からの第2段階では、米国債、エージェンシーMBSともに再投資されるが、エージェンシーMBSについては1カ月200億ドルを上限として再投資先が米国債に切り替えられる。2018年までの償還実績を踏まえると、長期金利が大幅に低下しない限り、償還されるエージェンシーMBSの全額が米国債に切り替わるとみられる。

こうした米国債への切り替えでは、当面、米国債の市中発行分の満期構成に合致するよう米国債への再投資が行われる (図表3)。今後、長期的に望ましい保有米国債の満期構成のあり方について検討を行い、その結論を待って米国債への再投資のあり方も修正されるようだ。

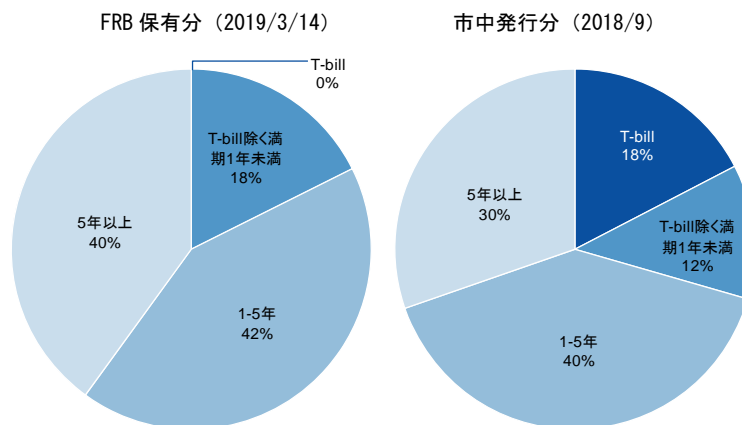
保有債券が一定に保たれる第2段階では、準備が、ドル紙幣等、他の負債項目の増加ペースに合わせてゆっくりと減少していく。

第3段階では、準備を適正水準に保った上で、ドル紙幣等、他の負債項目の増加ペースに合わせる形で保有債券が増えていく。

準備の適正水準については結論が先送りされているが、「金融政策の効率的かつ効果的な運営と整合的な水準」とされており、金融危機前と比べれば相当大きいとみられる。準備の適正水準を1.2兆ドルとし、ドル紙幣の伸びを年率6%、エージェンシーMBSの償還を1カ月150億ドルと想定した場合、第3段階が始まるのは2021年夏頃である（図表4）。

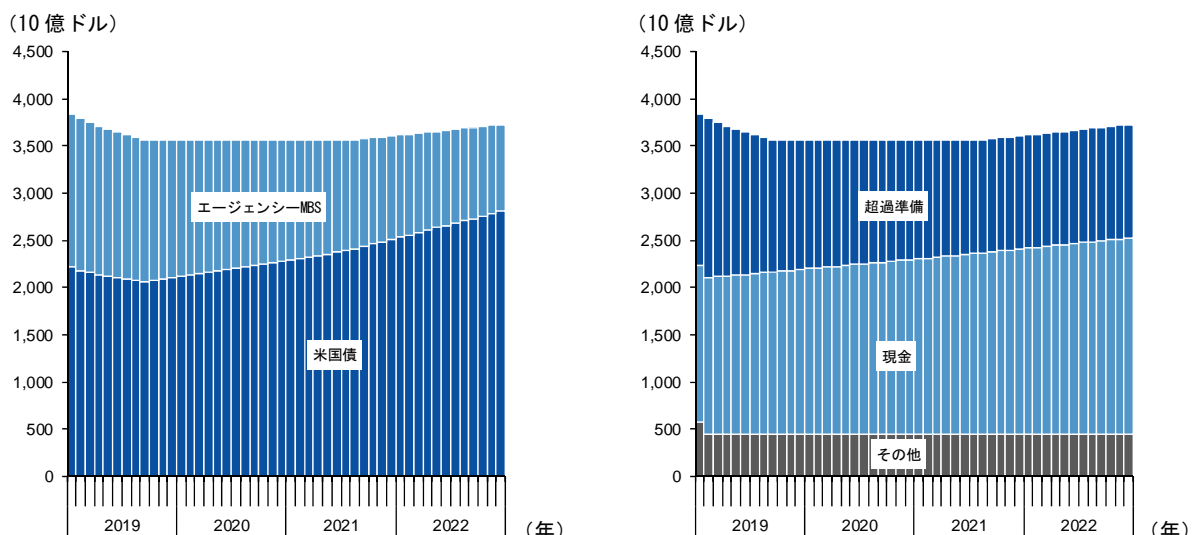
なお今回の発表では、「将来的なエージェンシーMBSの限定的売却」が未だ選択肢として残されていることが「バランスシートの正常化原則と計画」に示された。1月議事要旨では同選択肢が却下されたことが示唆されただけに、やや驚きである。

図表3 米国債の満期構成比較



(資料) FRB、米国財務省より、みずほ総合研究所作成

図表4 バランスシートの推移



(注) 準備の適正水準を1.2兆ドル、ドル紙幣の伸びを年率6%、エージェンシーMBSの償還額を1カ月150億ドルと仮定。
 (資料) FRB、ニューヨーク連銀より、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、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。