

フォワードガイダンスの大幅修正 インフレ変動の許容幅も示唆した6月FOMC

欧米調査部主席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 6月13日、FOMCは予想通り、政策金利を0.25%引き上げた。パウエル議長は否定するが、声明文とドットチャートの修正は、引き締め方向への緩やかな変化を示している。
- 声明文では「当面は（政策金利が）長期水準を下回る」というフォワードガイダンスが削除された。「金融政策は緩和的」「利上げは漸進的」との文言は残ったが、前者は早晚、削除されよう。
- ドットチャートでは2018年内の総利上げ回数が4回となった。2019年からは毎回記者会見が開催されることもあり、政策金利が長期水準に到達する潜在的タイミングは最短で来年4月となった。

6月12・13日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は予想通り0.25%の利上げを決定し、政策金利（FF金利）誘導レンジは1.75～2.00%となった¹。今回の注目点はフォワードガイダンスの修正と、インフレ見通しである。

1. フォワードガイダンス修正

声明文では、フォワードガイダンスの一部、すなわち「当面は（政策金利が）長期水準を下回る」という文言が削除された。2015年12月の最初の利上げ以降、「金融政策は緩和的」「利上げは漸進的」「当面は長期水準を下回る」という3つの柱によって金利政策が特徴づけられてきたが、その一つが無くなった。

パウエル議長は、この削除を含む声明文の修正について「政策的変化のシグナル」ではなく経済情勢の変化とこれまでの金融政策方針に沿ったものと説明した。すなわち、「利上げは漸進的」という方針を維持すれば、今後数年にわたり「FF金利は長期水準のレンジ内で推移」することになり、「当面は長期水準を下回る」との文言はそぐわなくなるという。

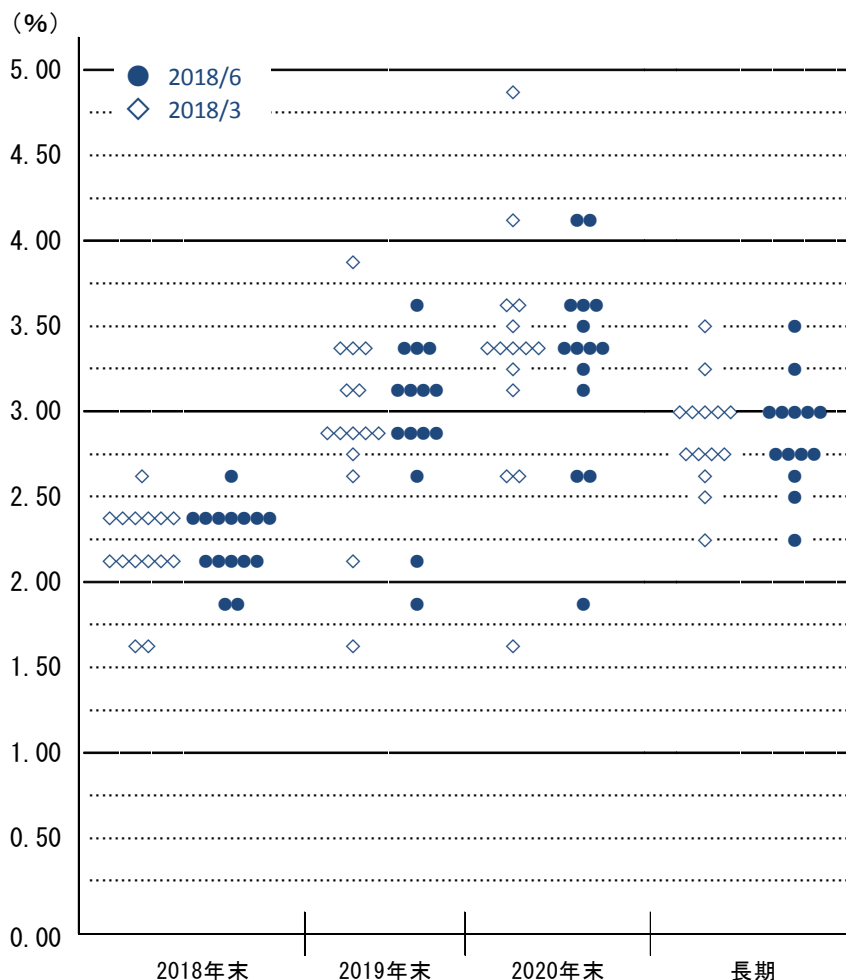
この解説については、今回修正されたドットチャートで確認できる（図表1）。今回のドットチャートでは、2018年内の利上げ回数について、3回と4回に票が分かれていた3月時点とは異なり、4回が優勢となり、その結果、中央値が上昇した。さらに2019年の中央値もパラレルに上昇し、3.1%となったことで²、2.9%（中央値。3月時点から不変）という長期水準を政策金利が上回るタイミングが、2020年から2019年へと1年前倒しになったのである。

さらに、今回の記者会見で明らかにされた「2019年1月以降はFOMCごとに記者会見を開催する」という方針も、フォワードガイダンスの一部削除と無縁ではなかろう³。パウエル議長は、記者会見の回数を増やすことについて、「政策変更の説明と質疑応答の機会を増やす」というコミュニケーションの改

善が目的であり、将来の政策金利変更の回数やタイミングとは無関係だと説明した。とはいえ、記者会見の回数を増やすことで、市場にショックを与えずに利上げを決定する自由度が高まるのは間違いない。加えて、「0.25%の利上げを記者会見を伴うFOMCで連続的に決定する」というシナリオを前提とすれば、ドットチャートに示された2019年3.1%（3.00～3.25%）という政策金利水準が達成される潜在的な最短のタイミングは、従来の来年9月から来年4月へと早まる。来年前半にも政策金利が長期水準を上回る可能性が大きくなった以上、「当面は長期水準を下回る」という従来のフォワードガイダンスは削除すべき、という結論に至るわけである。

米国の金利政策を特徴づけてきた「金融政策は緩和的」という文言に関しても、早晩（おそらく9月の利上げ時）、削除・修正されるだろう⁴。上述したように、早ければ来年4月にも政策金利が長期水準の2.9%に達するとの見通しに加えて、“足元の”中立金利水準を2%と考えれば、次の利上げで政策金利の誘導レンジが2%以上となり、引き締めめになるためである。パウエル議長も、「FOMC参加者がおおよそ中立と考えるゾーンに比較的早く到達する」「その時点で、金融政策が緩和的だというのは正確ではなくなる」「今そうだというわけではないが、確かに中立水準に近づいている」と述べている。

図表1 ドットチャート



(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

2. 2%を小幅上回るインフレ見通し

今回の見通しでは、2019年、2020年のインフレ見通し（コアPCEデフレーター上昇率）が、3月時点の2.0%から2.1%へと小幅に引き上げられている。ほぼ2年にわたり、“適切な金融政策の下で”2%のインフレ目標を小幅上回ることが許容されていることになる。

パウエル議長は経済見通しの変化を「ほんのわずか」と述べてプレイダウンしたが、むしろその解説こそ、最近のFOMCが強調して止まない「インフレ目標の対称性」で問われているインフレ変動の許容幅を示唆するものだろう。さらに興味深いのは、パウエル議長が「インフレ率が2%を下回らないようにすることが極めて重要」と指摘した点である。インフレ率が2%を下回ると、インフレ期待の下振れを通じて中立的な金利水準も低下し、いざネガティブ・ショックが発生した場合に政策余地（利下げ余地）が限られてしまうためである。

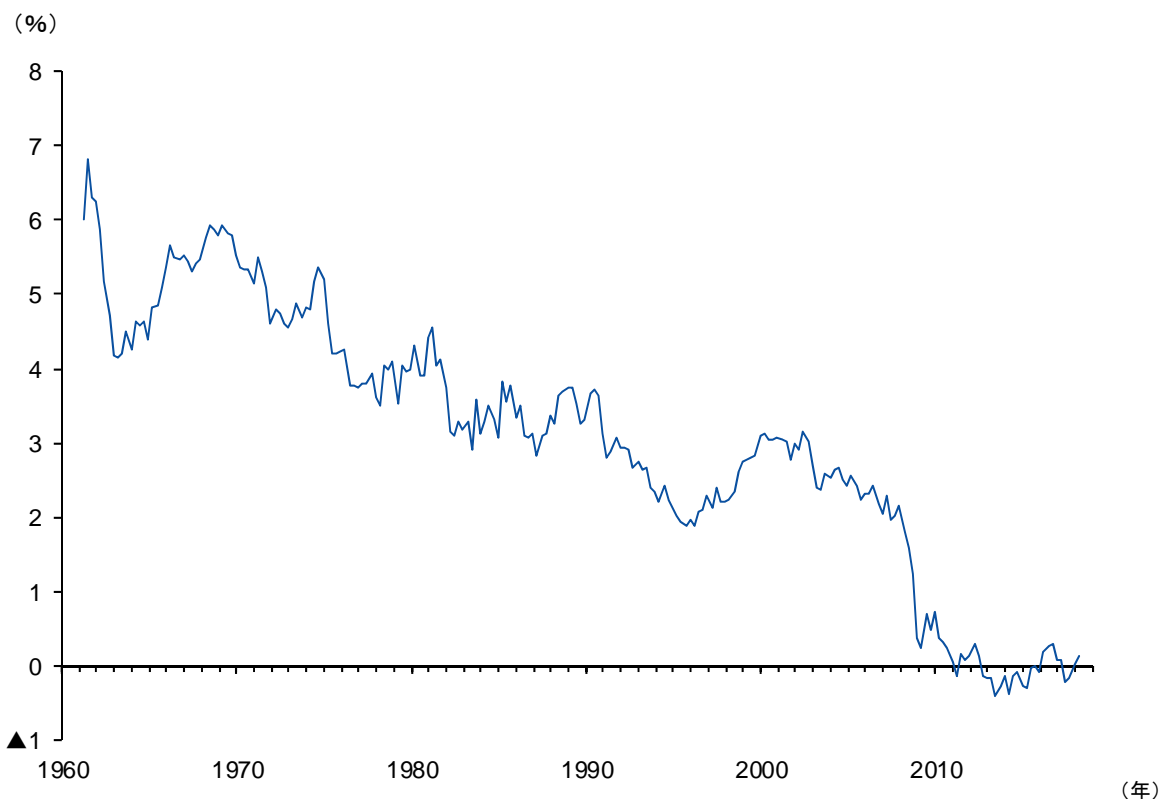
パウエル議長やFOMC参加者の見通しは、インフレ率は「2%を小幅上回る水準が望ましい」というFOMCの新たな考え方を表していると思われる。ドットチャートは前回と比べるとタカ派的になったが、インフレ率の小幅上振れを許容しないほどタカ派ではないとも言える。

3. 実質均衡金利は依然ゼロ

ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁らの推計によれば、米国の実質均衡金利は2018年1～3月期時点で依然としてゼロであり、改善の兆しは見られない（図表2）⁵。ウィリアムズ総裁は、5月に行った講演でも、「実質均衡金利が足元で上昇し始めているのではないか」との見方に対して「悲しいかな、的外れだ」と断じている⁶。

こうした見方が正しければ、次の利上げ以降、金融政策は「引き締めの」となり、利上げが続くにつれて引き締め度合いが強まっていく。果たして、そうした引き締めの下で、FOMCが期待する2%近傍（もしくは2%を小幅上回る）ようなインフレ率の推移が実現するのか。失業率が20年ぶりの低さになる中でも賃金上昇率は緩やかで、パズルは解けていない。年内はともかく、2019年以降、FOMCが利上げを継続できるとみられる有力な証拠はまだ揃っていない。

図表2 米国の実質均衡金利



(資料) サンフランシスコ連銀より、みずほ総合研究所作成

¹ なお、従来レンジの上限と同じ水準に設定・変更されてきた超過準備付利 (IOER) については、ここ数カ月の市場金利 (実効FF金利) の上振れ等を踏まえ、5月議事要旨で明らかにされた通り 0.20%の上げ幅 (上記レンジ上限を 0.05%下回る水準) とされた。市場金利が上記レンジの中央近辺で推移するのを狙った技術的変更である。

² ドットの分布状況をつぶさにみると、2019年については 2.75~3.00%、3.00~3.25%、3.25~3.50%のレンジへの収斂が進み、2020年については 3.25~3.50%と 3.50~3.75%への収斂がみられる。

³ 経済見通し (含むドットチャート) の公表は現行スケジュール通り、四半期に1度とされている。

⁴ 厳密には、「利上げは漸進的」との文言についても、従来2カ所あったもののうちフォワードガイダンスを形成する重要な箇所部分が削除されている。今回残ったのは、2018年1月、イエレン議長からパウエル議長に引き継がれる直前のFOMC声明文で、「漸進的利上げのバトンタッチ」の意味を込めて追加され、冗長性を生んだ部分である。

⁵ https://www.frbsf.org/economic-research/economists/john-williams/Laubach_Williams_updated_estimates.xlsx。筆者独自の試算ではマイナス圏である。

⁶

<https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/williams-speeches/2018/may/future-fortunes-r-star-are-they-rising/>

●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。