

米国 FRBは数年にわたる政策金利見通しを公表へ

発表日：2012年1月16日(月)

～コミュニケーション拡充策で長期金利により大きな影響を及ぼすことが可能に～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治
03-5221-5001

ポイント

○米国経済は追加の景気刺激策を必要としているが、財政による大型景気刺激策は打ち出し難いため金融緩和策の強化が期待されており、FRBはこれまでも非伝統的な金融政策の強化を目指してきた。非伝統的な金融政策では、市場との対話によって、いかに市場金利を低く抑えることができるかが重要である。

○12月のFOMCでは、金融政策の透明性や説明義務の向上のために、FOMC参加者の政策金利見通しを経済予測と同様に公表することで合意した。同時に、FOMC参加者が事実上のゼロ金利政策が解除されると予想する時期とその根拠のほか、バランスシートの見通しについても公表することになった。FF金利誘導目標の見通しについては、前提となる経済予測との整合性を考慮すると、経済予測と同様に予測の「中央帯」と「レンジ」を公表する可能性が高い。

○数年間にわたるFF金利の見通しを公表することで、アナウンスメント効果が強化され、FRBの金融政策方針が市場に浸透し易くなる。事実上のゼロ金利政策を予測期間続ける見通しを公表することで、一時的に景気回復期待が高まった場合でも、長期金利の上昇を抑えられよう。また、FOMC参加者が考える利上げの条件が明確化され、公表される条件次第では長期金利の一段の低下が促されよう。バランスシートについては一段の拡大を予想するFOMC参加者が多い可能性も。QE3が実施された場合でも、FF金利の見通しが変更されなければ、QE2の実施時と異なり、期待インフレ率の高まりや長期金利の上昇は抑制されよう。

○一方、このコミュニケーション拡充策は、FF金利見通しに利上げが示唆された場合、市場に混乱を招くリスクがある。また、金融政策の柔軟性を損なうリスクがあるほか、将来の政策行動に対する誤った期待を市場に与える恐れもある。

○現在FRBは少なくとも13年半ばまで政策金利を異例の低水準に据え置く方針を表明しているが、大部分のFOMC参加者は景気・雇用などの先行きに慎重な見方をしており、追加の金融緩和が正当化されると考えている。このことから1月25日に経済予測を公表する際には、緩やかな成長率、物価の低位安定、高い失業率の持続に加えて、FF金利見通しについて事実上のゼロ金利が14年も続くとの見方が示されると予想される。加えて、MBSなどの購入によるQE3の実施が示唆される可能性もある。これによる市場へのインパクトは、時間軸の強化によって10年国債利回りは水準を切り下げる可能性が高い。為替市場ではドル安を促すとみられる。株式市場は低金利長期化観測を受け水準を切り上げると予想される。

FOMC参加者による今後数年の政策金利見通しを1月25日に公表

米国では、経済成長や雇用回復の鈍さから、追加の景気刺激策によって成長を加速させる必要に迫られている。しかし、財政悪化や格下げリスクにより財政赤字の大幅拡大を伴う景気刺激策の実施は困難な状況のため、FRBによる追加の金融緩和への期待が根強い。

FRBは、政策金利に下げ余地がない中で、08年12月以降事実上のゼロ金利政策を続けている。このため、FRBは、非伝統的な金融政策を用いて金融緩和を強化している。時間軸政

策については、徐々に適用を示唆する期間を長期化している。直近4回のFOMC声明では、「少なくとも13年半ばまで」超低金利政策を維持すべき経済環境が続くと声明文に明記することで、時間軸政策を強化している。他の非伝統的な金融政策としては、国債や住宅ローン担保証券などの購入による量的緩和第1弾（QE1）、QE2を実施し、バランシートを過去最大規模に拡大させている。加えて、FRBは保有国債の平均償還期間を長期化するため償還期限の短い国債を売却する一方、期間の長い国債を購入するオペレーション・ツイストを実施し、長期金利の低下を促している。

非伝統的な金融政策は市場金利に影響を及ぼすことで景気刺激を図る政策であることから、アナウンスメント効果に頼る部分が大きく、市場との対話がより重要となっている。FRBは、金融政策の透明性と説明責任を向上させることで市場との対話を強化できると考え、これまで経済予測の公表を年2回から4回に増加したほか、FOMC後の記者会見の開催などを行ってきた。

このような中、12月13日のFOMCにおいて、1月24、25日のFOMC終了後に参加者の経済予測と併せてフェデラルファンド（FF）金利誘導目標の予想を初めて公表することで合意した。FOMC参加者は、向こう数年間（いずれも10～12月期）、および長期間のFF金利誘導目標の予想を示す。加えて、FOMC参加者が事実上のゼロ金利政策が解除される可能性が高いと予想する時期とその根拠のほか、バランシートの見通しに関する定性的情報について説明することになった。中央銀行がこのような政策金利の見通しを公表することは主要先進国では例がなく、その効果は未知数である。

政策金利見通しの公表により長期金利への影響力向上を図る

FF金利誘導目標の見通しの公表について、現時点では具体的方法は発表されていないが、前提となる経済予測との整合性を考慮すると、経済予測と同様にFF金利予測の「中央帯」と「レンジ」を公表する可能性が高い。FOMCが年4回公表している経済予測には、実質GDP成長率、失業率、個人消費支出（PCE）デフレーター、PCEコアデフレーターが含まれ（図表1）、向う3年と長期についての予測の中央帯とレンジが公表されている。

（図表1）11年11月2日発表の経済予測

	2011年		2012年		2013年		2014年		長期	
	中央帯	レンジ	中央帯	レンジ	中央帯	レンジ	中央帯	レンジ	中央帯	レンジ
実質GDP	1.6～1.7	1.6～1.8	2.5～2.9	2.3～3.5	3.0～3.5	2.7～4.0	3.0～3.9	2.7～4.5	2.4～2.7	2.2～3.0
失業率	9.0～9.1	8.9～9.1	8.5～8.7	8.1～8.9	7.8～8.2	7.5～8.4	6.8～7.7	6.5～8.0	5.2～6.0	5.0～6.0
PCEデフレーター	2.7～2.9	2.5～3.3	1.4～2.0	1.4～2.8	1.5～2.0	1.4～2.5	1.5～2.0	1.5～2.4	1.7～2.0	1.5～2.0
PCEコアデフレーター	1.8～1.9	1.7～2.0	1.5～2.0	1.3～2.1	1.4～1.9	1.4～2.1	1.5～2.0			

（注）実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率。失業率は10～12月期の平均値。

数年間にわたるFF金利の見通しを公表することで、アナウンスメント効果が強化されFRBの金融政策方針が市場に浸透し、長期金利に影響を及ぼし易くなる。また、これによって市場の過度な変動を回避する効果も期待される。

現在のように追加の金融緩和による景気押し上げが期待される局面では、事実上のゼロ金利

政策を予測期間にわたって続ける見通しを示すことで、一時的に景気回復期待が高まった場合でも、長期金利の上昇を抑えられる可能性が高い。さらに、インフレの低位安定が続く見通しとともに事実上のゼロ金利政策を継続する見通しを変更しないことで、長期金利を低位に安定させ、金融緩和効果を維持し易くなる。

事実上のゼロ金利政策終了の条件が明確化

公表される F F 金利誘導目標の引き上げタイミングに関する見通しの中に、14 年よりも先の情報が含まれていれば、時間軸政策の強化につながる可能性がある。加えて、その見通しの主な背景を示すことで、F O M C 参加者が考えている利上げの条件をある程度明確化することができよう。改善にかなりの時間がかかると予想されている失業率や、低位安定が続くと見込まれているインフレが引き上げ条件となれば、長期金利の一段の低下を促す可能性がある。

Q E 3 が示唆される可能性も

F R B のバランスシートに関する参加者の見方について、バランスシートの一環の拡大を予想する F O M C 参加者が多ければ、Q E 3 実施期待がさらに強まろう。バランスシート縮小のタイミングが示されなければ、バランスシートに時間軸政策を導入したことになり、長期金利の低下を促す可能性がある。

また、Q E 3 を実施した場合でも、F F 金利の見通しが変更されなければ、Q E 2 の実施時と異なり期待インフレ率の高まりや長期金利の上昇を抑制できる効果が期待できよう。

リスクは利上げ観測が高まった時の市場の過剰反応

一方、このコミュニケーション拡充策では、F O M C 参加者別の金利予測は公表されないとみられるため、F O M C 参加者の政策金利見通しに利上げが含まれると、市場に混乱を招くリスクがある。F O M C 参加者の名前と金利予想が対応する形で公表されると、専らバーナンキ F R B 議長の予測に注目が集まるため、予測に幅を持たせる意味が乏しくなり、市場のボラティリティーが過度に高まる恐れがある。また、最初の利上げ時期の予想でもそれが誰の見方かによって、長期金利への影響は変わってくる。

政策金利の引き上げ観測が高まったときに、金融引き締め期待が過度に強まり市場金利の上昇幅が大きくなれば、金融引き締め効果が強く出過ぎて景気を悪化させるリスクがある。また、見通しの変更が早過ぎる場合も、同様の悪影響が出かねない。このような反応を意識して、F F 金利見通しなどの変更が遅れ、過度に緩和的な状態が続けられると、金融市場などにバブルを発生させる恐れもある。

また、政策変更の条件などを示すことで金融政策の柔軟性を失うリスクがあるほか、透明性を高めすぎること将来の政策行動に対する誤った期待を市場に与える恐れも考えられよう。

1 月の F O M C では時間軸政策の強化に加えて、Q E 3 の実施が示唆される可能性

今後の見通しに関しては、現在、F R B は少なくとも 13 年半ばまで政策金利を異例の低水準に据え置く方針を表明しているが、F F 金利がそれ以上に長期間にわたり現行水準で据え置かれるとの見方が示される可能性がある。大部分の F O M C 参加者は、景気・雇用などの先行きに慎重な見方をしており、追加の金融緩和が正当化されると考えている。このことから 1 月 25 日に公表される 12、13、14 年の予測値では、緩やかな成長率、物価の安定、高い失業率が続くことが示されたうえで、F F 金利見通しは事実上のゼロ金利が 14 年も続くとの見方が示されると予想される。加えて、M B S などの購入による Q E 3 の実施が示唆されると見込まれる。

市場へのインパクトは、時間軸の強化、Q E 3 期待の高まりによって、10 年国債利回りは

1.5%程度に水準を切り下げる可能性が高い。為替市場ではドル安を促すとみられる。元、円でドル安が進む一方、対ユーロではE C Bがユーロ圏景気の悪化により金融緩和を実施すると予想されるため反応は限定的となろう。株式市場は低金利の長期化観測を受け水準を切り上げ、N Y ダウで昨年来高値である 12876 ドルを試す展開が予想される。

以上