

U.S. Trends

発表日: 2020年8月31日(月)

米国 FRBは柔軟な平均インフレーターゲティングを導入

～長期目標の承認で9月のドット・チャートにも影響～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治 (Tel: 03-5221-5001)

ポイント

- FRBは長期目標と金融政策戦略の見直しを全会一致で決定した。具体的には、長期目標のインフレ率を前年比+2%から平均で前年比+2%と「一定期間の平均で達成を目指す」とハードルを引き上げたほか、労働市場の判断をこれまでの最大雇用に対する「乖離」から、今回「不足分」で判断する方法に変更した。2%のインフレ率をほとんど達成できていない状況の中で、さらに達成困難なインフレ目標としたことで、ゼロ金利政策のさらなる長期化の見通しを強め、今後市場金利の低位安定につながるとみられる。
- 内容は予想されていた通りだったが、タイミングがやや前倒しされた。新型コロナウイルスの感染拡大が続く中で、早期に追加の金融緩和効果を高める狙いがあったと考えられる。新しい長期目標が承認されたことを受け、これが反映される9月のドット・チャートでは23年のFF金利予想中央値も事実上のゼロ金利が続く見通しになる可能性が高まった。また、フォワードガイダンスの強化も新長期目標を基準に実施し易くなった。
- 今回の決定はあくまでも長期目標の見直しであり、この長期目標を早期に達成するための具体的な政策について、今回は触れられていない。ただし、新しい長期目標が決まったことで、これらを早期に達成するためのツールやコミュニケーション戦略が早期に確定され、実行に移されよう。

FRBは、8月27日に新たな長期目標と金融政策戦略を全会一致(17人)で承認し、長期目標と金融政策戦略に関する声明「Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy」を公表した。具体的には、長期目標のインフレ率を前年比+2%から平均で前年比+2%と「一定期間の平均で達成を目指す」と目標を引き上げたほか、労働市場の判断をこれまでの最大雇用に対する「乖離」から、「不足分」で判断する方法に変更された。FRBの政策決定の枠組みは2012年に承認されて以降初めて大幅に見直された。長期目標と金融政策の戦略に関する声明の変更は、18年秋にFRBが開始した金融政策の戦略・ツール・コミュニケーション戦略見直しの重要な部分である。ただし、ツール、コミュニケーション戦略に関しては今回公表されなかった。

同日、パウエルFRB議長がオンラインによるジャクソンホール会合で、この長期目標と金融政策戦略の変更について説明を行った。

長期目標の変更内容は想定範囲内であったが、市場では変更承認のタイミングが9月のFOMCと予想されていたため、サプライズとなった。タイミングが早くなった背景として、FRBは新型コロナウイルスの感染が早いペースで増えている中で、追加の財政支援策が決定されないため、追加の金融緩

和策を早期に打ち出す必要があると判断しているとみられる。9月のFOMCでは、FOMC参加者の新しい経済・金利見通しとドット・チャートの予測期間が23年まで延ばされる。今回の新たな長期目標と金融政策戦略に基づいて見通しを作成すれば、FOMC参加者の23年のFF金利見通しの中央値は事実上のゼロ金利の継続になるとみられ、長期金利を抑制する効果が期待できよう。また、今回の長期目標に沿ったフォワードガイダンスの強化を9月のFOMCで決定することも可能になった。

枠組みの見直しが行われた背景として、声明でFOMCは雇用の最大化と物価の安定に一致するFF金利の水準が過去の平均と比較して低下していると判断したことを挙げた。この低下によってFF金利がこれまでよりも頻繁に実効下限（政策金利の下限）の制約を受ける可能性があるうえ、既にFF金利の下げ余地がなくなっていることから、FOMCは雇用とインフレに対する下方リスクが増大していると判断した。

パウエル議長は、ここ数年失業率が歴史的な低水準に低下しても、インフレ率が目標の2%を継続的に維持しなかった結果を踏まえて、長期目標と金融政策戦略の枠組みを見直したと説明した。議長は「経済は常に進化しており、目標を達成するため政策の枠組みを適応させなくてはならない」と経済構造の変化に対応した政策の見直しが必要であったことを強調した。

雇用の最大水準に関して声明文は「直接的に測定できないうえ、時間とともに変化する包括的な目標である。したがって、雇用の数値目標を固定することは適切ではない」として、自然失業率が直接的に測定できないほか、変化することから、失業率などの水準を示すことは不適切との判断が示された。そして、FOMCの政策決定は、「そのような雇用の評価は不確実なものであり変化することを認識したうえで、最大雇用からの不足を評価する」と、改定前の最大雇用から上下の乖離を和らげる政策から、今後は最大雇用に対する不足分を追求することを示した。

FOMCは、「これらの評価を行う際に幅広い指標を検討する」と説明したが、具体的に数値、算出方法などは示されていない。失業率が過去最低水準に低下しても、基本的には、インフレが目標を大幅に上振れるか、バブルによる金融システム不安で先行き懸念が高まるまで、利上げを決断する要因にはならないだろう。FOMCは、これまで完全雇用と考えられていた水準を超えて高い経済成長を維持しても大きな利益を得ることができる一方、そのような政策が望まないインフレを引き起こすリスクは減少したと判断した。

インフレ目標に関して、声明文は「個人消費支出の物価指数の年次変化によって測定される2%のインフレ率は、FRBの法的義務に基づく長期目標に最も適しているとの判断を再確認した」と引き続きインフレ目標の対象統計はPCEデフレーターで、前年比+2%であることが確認された。

長期期待インフレ率について、「FOMCは、2%にしっかりと固定された長期インフレ期待が価格と長期金利の安定を促進し、重大な経済的混乱に直面した場合の最大雇用を促進するFOMCの能力を強化すると判断している」と、インフレ期待の安定が経済にとって重要であるとの認識を示した。そして、「長期的なインフレ期待をこのレベルで安定させるために、FOMCは長期的に平均+2%のインフレ率を達成することを目指す」とインフレ期待を安定させるために、2%のインフレ目標は一定期間の平均で達成を目指す付け加え、上振れを容認した。したがって、「インフレ率が持続的に+2%を下

回って推移した期間の後には、しばらくの間、+2%をやや上回る程度のインフレ率の達成を目指すことが適切な金融政策と判断する」とインフレ率の一定の上振れを容認することを明確化した。上限は、明確化されていないが、インフレの動向で政策方針を決める傾向の強いブラード・セントルイス地区連銀総裁などは過去の落ち込みを取り戻すことを考慮すれば2.5%のインフレ率を容認できると発言している。

パウエル議長は、FRBがインフレ目標を平均2%に変更したことについて、力強い労働市場が米国に恩恵をもたらすこと、労働市場が堅調でもインフレに波及し難くなったことを指摘した。ただし、パウエル議長は「新たな方針は、インフレ圧力の低下に対処するために2%を超えるインフレ率を適度に容認するものであって、FRBがインフレ高進を許容することはない」と強調した。

パウエル議長は講演で、このアプローチは平均インフレターゲットの柔軟な形とみなせるとして、「柔軟な平均インフレ目標 (flexible average inflation targeting)」と説明した。さらに、議長は「この平均を定義する具体的な数式に縛られない」とし、厳密に数値に縛られることなく、政策の自由度が維持されると強調した。

今回から声明には、金融システムに関するリスクも含まれた。FOMCの政策決定に関して「雇用最大化と物価安定の持続的な達成は、金融システムの安定に依存している。したがって、FOMCの政策決定は、FOMCの長期目標、中期的な経済見通し、FOMCの目標達成を妨げる可能性のある金融システムリスクを含むリスクのバランスに対するFOMCの評価を反映して行われる」とされ、一部の向きが懸念しているバブルの醸成・崩壊などによる金融システムへの悪影響にも配慮することが示された。

過去FRBは、利上げが遅れるとインフレ率を加速させるとして、失業率が自然失業率と推測される水準付近に低下すると、金融引き締めを行ってきた。しかし、新しい政策指針では、最大雇用の不足分を判断基準としたうえで、インフレ率が平均的で+2%を維持できるまで、金融緩和を継続するとしている。このため、インフレを阻止するため政策金利を事前に引き上げるといふ、過去30年余り続けてきた手法を事実上、取りやめることを明確にした。

FRBは、平均インフレ率の算出方法で具体的な期間などを公表しないなど、明確な数値基準を示さなかったことで、曖昧さが残ったものの、それが不透明要因になるとしても何年も先のことである。それもよりも、これまでインフレ目標を継続的に達成できていない状況が続いているなかで、平均インフレの目標が導入されたことで、金融緩和が長期化するとの期待は維持され易いだろう。

目標の具体的な数値基準などを示さなかったため、フォワードガイダンスの強化は、市場が期待していた数値との関連付けはせず、平均インフレが2%となるまで低金利を継続するといった表現になるとみられる。

今回の決定はあくまでも枠組みの見直しであり、この長期目標を早期に達成するための具体的な政策も重要であるが、触れられていない。ただし、新しい長期目標が決まったことで、これらを早期に達成するためのツールやコミュニケーション戦略が早期に確定され、実行に移されると見込まれる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。