

【9月米FOMC】
修正版「出口戦略の原則」を公表

経済研究部 研究員 高山 武士

TEL: 03-3512-1824 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1. 金融政策の概要

米国で連邦公開市場委員会（FOMC）が9月16-17日（現地時間）に開催され、資産購入ペースの縮小（100億ドル／月の減額）が決定された。FOMCの決定に関して、資産購入額の減額は事前の市場予想の通りだった。声明文では、景気の現状判断と見通しが若干変更されたが、フォワードガイダンスについては来月にテーパリングを終了すると明記されたことを除けば大きな変更はなかった。

また、今回のFOMCでは「政策正常化の原則と計画」（2011年に合意された「出口戦略の原則」の修正版）が合意され¹、その内容が公表された。

2. 金融政策の評価

今回のFOMCでは、声明文のうち、前回のFOMCで反対票を投じたフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁が異論を唱えていた、「現在のFF金利目標水準を資産購入策が終了してからも『相当な期間』続けることが適切」という表現が修正されるのかどうか注目されていたが、結果としては、この「相当な期間」という部分に関する修正はなかった。

また、イエレンFRB議長の記者会見でも、特に目新しい発言はなく、主に金融政策は経済状況に合わせて柔軟に対応していくという従来の見解を踏襲した内容という印象を受けた。

強いて言えば、今回のFOMCで反対票が2名に増えた（前回は1名）ことを受け、「過去、バーナンキ議長時代では最も反対票が集まったのは3票だと思うが、2票の反対票をどのように受け止めているか？ 金融緩和継続に対する黄信号か？」という趣旨の質問があり、これに対して、イエレン議長が「幅広い意見が見られる自然なこと」と回答しつつ、メインとしては緩和的な金融政策が継続するという姿勢を見せた点が印象に残った。あくまでも早期利上げを主張するタカ派はメインではないと言う点を示したように見受けられ、ハト派のイエレン氏の立場からすれば、市場がタカ派シナリオを過度に織り込んでいることへのけん制の意味もあったかもしれない。

また、今回のFOMCでは、年内に公表されるとしていた「出口戦略の原則」の修正版が「政策正常化の原則と計画」という形で公表されている（図表1）。内容はこれまでのFOMCで議論されていたものであり、こちらも特段、目新しさはなかったと言える。

¹ FOMCメンバーのうち、1名はこの合意に反対している。

むしろ今回は、適正と思われる政策金利パスを示すチャート（いわゆるドット・プロット、ドット・チャート）の刻み幅が0.125%刻みに修正された点が意外な変更だった。当面の政策金利がピンポイントの目標水準から目標レンジになることに対応して、先々の政策金利もレンジの中心値を回答させるように変更したと思われるが、この変更は予想外であった。

この適正と思われる政策金利パスを見ると、2015年時点では17人中17人全員が、2016年では15人が、2017年では12人が0.25%刻みの点（例えば0.25%や3.50%など）ではなく、0.125%刻みの点（0.125%や3.375%など）を回答している。これは当面は政策金利の目標はレンジで指定すべきと考えている参加者が多いことを示唆していると見られる。

(図表 1)

政策正常化の原則と計画(「出口戦略の原則」修正版)

- 委員会は雇用の最大化と物価の安定という責務を果たすため、(金融)政策の正常化--FF金利の引上げやその他の短期金利の引上げ、FRB保有証券の削減--の時期とペースを決定する。
 - ・ 経済情勢と見通しが金融緩和の削減を正当化する際には、委員会はFF金利の目標レンジを上げる。
 - ・ 正常化の過程において、FRBはFF金利を目標レンジに誘導し、そのための主な手段として超過準備への付利金利を調整する。
 - ・ 正常化の過程において、FF金利を誘導するため、必要があればFRBは翌日物のリバースレポやその他の補完的な手段を用いる。委員会は翌日物リバースレポは必要が生じた場合にのみ用い、FF金利の誘導のために必要がなくなれば段階的に廃止する。
- 委員会はFRB保有証券を、段階的に予測可能な方法を通じて削減し、そのための主な手段としてSOMA保有証券の償還分を再投資することを停止する。
 - ・ 委員会は、再投資の停止や段階的な削減の開始をFF金利の誘導目標レンジ引き上げの後にを行うことを予定している。この(再投資の停止)時期は経済や金融情勢とその見通しがどの程度改善するかに依存する。
 - ・ 委員会は正常化の過程において、MBSの売却は予定していないが、長期的には残余証券の削減や除去のために売却が正当化される可能性もある。いかなる売却の際にもその時期とペースは事前に一般に公表する。
- 委員会は、長期的には、FRBが効率的かつ実効的に金融政策を実施するために必要とされる以上の証券は保有せず、また主に国債を保有する、それによりFRB保有資産が経済各部門の信用配分に及ぼす影響が最小となるようにする。
- 委員会は、経済と金融情勢の観点から、(金融)政策の正常化に関する詳細事項について、調整する準備がある。

(注)「出口戦略の原則」の原案は2011年に合意済。SOMAはSystem Open Market Accountの略称で、ニューヨーク連銀が開設する公開市場操作の口座。カッコ内は筆者(資料)FRBよりニッセイ基礎研究所作成

3. 声明の概要

(金融政策の方針)

- 資産購入ペースの縮小
 - ✓ 10月以降、毎月の米国債購入額を100億ドル、MBS購入額を50億ドルに(それぞれ50億ドルずつ減額)
 - ✓ 政府機関債、MBSの償還分はMBSへ再投資(変更なし)
 - ✓ 米国債の償還分は米国債へ再投資(変更なし)
- 政策金利(FF金利の誘導目標)は0-0.25%(変更なし)

(フォワードガイダンス、今後の金融政策見通し)

- 雇用状況の改善が続き、インフレ率が長期目標に向かうことが広く確認されれば、次回の会合で現在の資産購入策を終了させる(終了に言及“reduce the pace”⇒“end”)
 - ✓ 今後の縮小ペースに決まった道筋はない(変更なし)
 - ✓ 資産購入ペースは雇用情勢とインフレ率、資産購入による効果と代償の評価次第(変更なし)

- ゼロ金利政策を続ける期間は、雇用の最大化および2%のインフレ率という目標に対する進捗状況を実績と予測の双方の点から評価し、決定する（変更なし）
 - ✓ さらに、雇用情勢、インフレ圧力、期待インフレ、金融情勢など幅広い情報も勘案する（変更なし）
- これらの情報から判断すれば、特にインフレ予想が長期的な目標である2%を下回り、長期の期待インフレ率も抑制されているならば、資産購入策が終了してからも相当な期間、ゼロ金利政策を続けることが適切だろうと見越している（変更なし）
- 緩和的な金融政策から脱却する際は、雇用最大化と2%のインフレ率という長期目標の達成と整合的になるように実施していく（変更なし）
 - ✓ 現在のところ、雇用とインフレ率が目標に近づいたとしても、経済状況によっては長期的にFOMCが標準と見る水準よりも低い政策金利が正当化される可能性がある（変更なし）

（景気判断）

- 経済は穏やかなペースで拡大している
（表現の変更 “rebounded” ⇒ “expanding at a moderate pace”）
- 労働市場はいくぶん改善した（やや下方修正 “somewhat further” を追加）
- 失業率にはほとんど変化がみられていない
（下方修正 “declining further” ⇒ “little changed”）
- 一連の労働市場の指標は労働資源が十分に使われていないことを示唆している（変更なし）
- 家計消費はより緩やかに伸びていると思われる（変更なし）
- 設備投資は上向いている（変更なし）
- 住宅市場の回復は遅い（変更なし）
- 財政政策が成長の障害となっているものの、緩和しつつある（変更なし）
- インフレ率は委員会の長期目標より下方に位置している
（表現の変更 “moved somewhat closer” ⇒ “running below”）
- 長期のインフレ期待は安定している（変更なし）

（景気見通し）

- 成長率は穏やかなペースで拡大し、労働市場の指標やインフレ率は2大責務（デュアルマנדレート）と整合的となる水準に向かっている（変更なし）
- 今年初からインフレ率が2%を下回る状況が続く可能性はやや減っている
（ほぼ変更なし “since early this year” を追加）

（投票結果）

- 8人が賛成、2人が反対（前回は9人が賛成、1人が反対²⁾
 - ✓ 反対票を投じたフィッシャー氏³⁾は、持続的に実体経済の強さ、労働活用改善と物価安定の

²⁾ 前回反対したのは、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁

³⁾ ダラス連銀総裁のリチャード・W・フィッシャー総裁

見通し、そして金融市場に過剰流動性の兆しが見られることから、フォワードガイダンスで述べているよりも早期の金融緩和縮小が望ましいと確信しているとして異議を唱えた。

- ✓ 反対票を投じたプロッサー氏は、現在のFF金利目標水準を「資産購入策が終了してからも相当な期間」続けることが適切、というガイダンスについて、こうした表現は時間に依存するもので、委員会の目標に向かってこれまで経済が著しく改善してきたことを反映していないとして異議を唱えた（前回と変更なし）。

4. 記者会見の主な内容

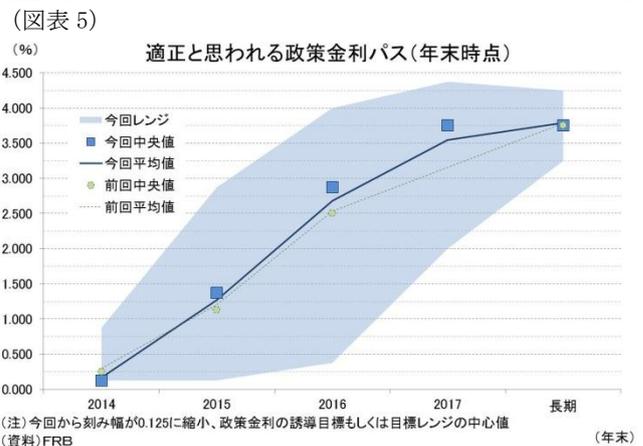
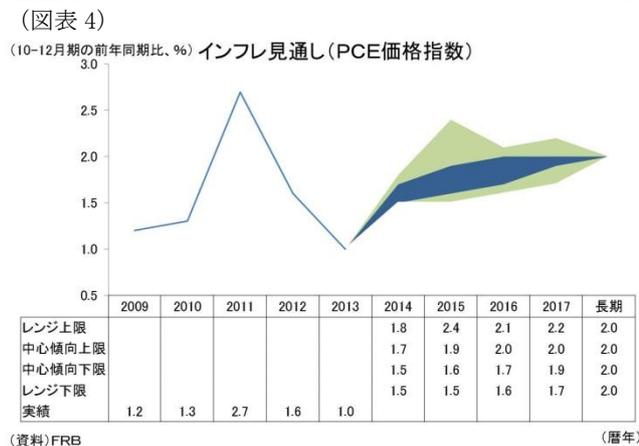
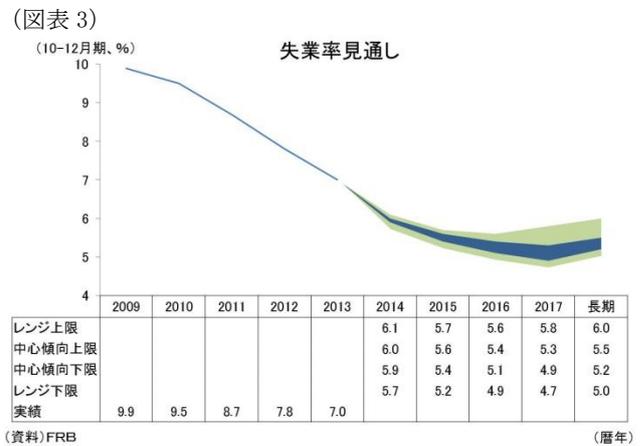
記者会見の主な内容は以下の通り。

- 利上げ時期は経済状況に依存して決まる。
 - ✓ 「相当な期間」との文言を残したのは、参加者の経済見通しが前回からほとんど変化がなかったなどの理由である。
 - ✓ 「相当な期間」を意味する機械的な解釈のしかたはない。
- 成長率見通しが小幅に下方修正される一方で、政策金利見通しが上方修正されているが、政策金利については、ほとんど変化していないと捉えるべき。
 - ✓ 失業率が若干、改善方向に修正されていることは整合的である。
 - ✓ 政策金利見通し（いわゆる「ドット・プロット」）は多数の参加者の見通しが反映されており、予想には不確実性がある。
 - ✓ 実際の金融政策がデータ（経済情勢）に基づいて行われる点は心得ておいて欲しい。
- 過去5年の経済回復でもインフレ率や賃金が上昇しない理由は、回復ペースの遅さによるもの。
 - ✓ 労働市場に残るスラック（弛み）、労働資源の未活用などがその要因と言える。
- 私（イエレン氏自身）の政策金利見通しを明らかにすることは避けたい。
 - ✓ FOMCでは個人の見通しを集計したもののみ公表するスタンスを取っている。
- 政策金利のパスに関して市場とFOMC参加者の間に違いがあると一概には言えない。
 - ✓ 経済見通しが異なれば政策金利パスに違いが生じるため、市場とFOMC参加者で差異が生じる可能性はある
 - ✓ FOMCの経済データに対する反応関数を伝達することは重要であり、実施していきたい
- 出口戦略に関して、償還分の再投資を利上げ後に予定している理由は、**短期金利（FF金利の誘導目標）が主要な金融政策手段**であり、市場の注目度も高いため。
- 償還分の再投資停止を実施する時期は経済や金融情勢次第であり、**バランスシート規模の正常化（金融政策を効果的に実施できる最低水準）は2020年ごろまで（“end of the decade”）かかる可能性がある。**
- 労働参加率に構造的な低下圧力が存在しているという意見には賛成である。ただし、足もとの労働参加率低下は循環的な要因も作用しているという意見を持っている。
- 2名の反対投票があったことについて、FOMCメンバー間で幅広い意見が生じるのは自然だと考えている。
 - ✓ 2名の反対投票が異例だと捉えていない（緩和継続に対する黄信号ではない）

- 欧州経済の低インフレ、インフレ期待の鈍化、成長減速はリスクのひとつ。
- フォワードガイダンスは確固たるものではなく、予想外の事態に対応する柔軟性を有していることが重要だと理解している。
- 経済見通しでは、(2016年以前の) 二大責務が達成されている時期の適切な政策金利が(均衡金利より) 低めになっている。このビハインドカーブになっていることを説明する理由としては、金融危機の後遺症が残っているが多くの参加者が挙げる見解として指摘できるだろう。

5. FOMC参加者の見通し

今回のFOMC参加者(FRBメンバーと地区連銀総裁の17名⁴)の経済見通しについては図表2-6の通りである。前回(2013年6月18日)公表されたものと比較すると、成長率が全体的にやや下方修正される一方で、失業率は下方修正(改善方向に修正)されている。



(図表6) FOMC参加者の経済見通し

	中心傾向					レンジ				
	2014年	2015年	2016年	2017年	長期	2014年	2015年	2016年	2017年	長期
GDP	2.0% - 2.2%	2.6% - 3.0%	2.6% - 2.9%	2.3% - 2.5%	2.0% - 2.3%	1.8% - 2.3%	2.1% - 3.2%	2.1% - 3.0%	2.0% - 2.6%	1.8% - 2.6%
前回	2.1% - 2.3%	3.0% - 3.2%	2.5% - 3.0%	N.A.	2.1% - 2.3%	1.9% - 2.4%	2.2% - 3.6%	2.2% - 3.2%	N.A.	1.8% - 2.5%
失業率	5.9% - 6.0%	5.4% - 5.6%	5.1% - 5.4%	4.9% - 5.3%	5.2% - 5.5%	5.7% - 6.1%	5.2% - 5.7%	4.9% - 5.6%	4.7% - 5.8%	5.0% - 6.0%
前回	6.0% - 6.1%	5.4% - 5.7%	5.1% - 5.5%	N.A.	5.2% - 5.5%	5.8% - 6.2%	5.2% - 5.9%	5.0% - 5.6%	N.A.	5.0% - 6.0%
PCE価格指数	1.5% - 1.7%	1.6% - 1.9%	1.7% - 2.0%	1.9% - 2.0%	2.0% - 2.0%	1.5% - 1.8%	1.5% - 2.4%	1.6% - 2.1%	1.7% - 2.2%	2.0% - 2.0%
前回	1.5% - 1.7%	1.5% - 2.0%	1.6% - 2.0%	N.A.	2.0% - 2.0%	1.4% - 2.0%	1.4% - 2.4%	1.5% - 2.0%	N.A.	2.0% - 2.0%

(注) GDPとPCE価格指数は10-12月期の前年同期比伸び率
(資料)FRB

⁴ 前回経済見通しを集計した6月会合の参加者は16名。

また、今回から政策金利の見通しの刻みが 0.125% 小幅に変更され（従来は 0.25% 刻み）、見通しの回答値が「目標水準もしくは目標レンジの中心値」と変更（明確化）されている。これは、政策金利の目標が当面レンジで設定されることに対応したものである。これにより、例えば、0-0.25% の政策金利（レンジ）の場合、従来は上限である 0.25% の値で集計されていたが、今回から中心値の 0.125% の値で集計されている。そのため、図表 5 の前回と今回の政策金利見通しをそのまま比較することはできないが、それを踏まえて見ても、適切な政策金利パスは全体的にやや上方（早期利上げ方向）に変更されていると捉えられる。

なお、2015 年時点では 17 人中 17 人全員が、2016 年では 15 人が、2017 年では 12 人が 0.25% 刻みの点（例えば 0.25% や 3.50% など）ではなく、0.125% 刻みの点（0.125% や 3.375% など）を回答している⁵。断言はできないが、これは当面は目標がレンジで指定されると考えている参加者が多いことを示唆していると思われる。

⁵ 長期時点でも 2 名が 0.125% 刻みの点を回答している。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。