

利上げ終了が視野に入ったFRB—9月FOMC議事要旨

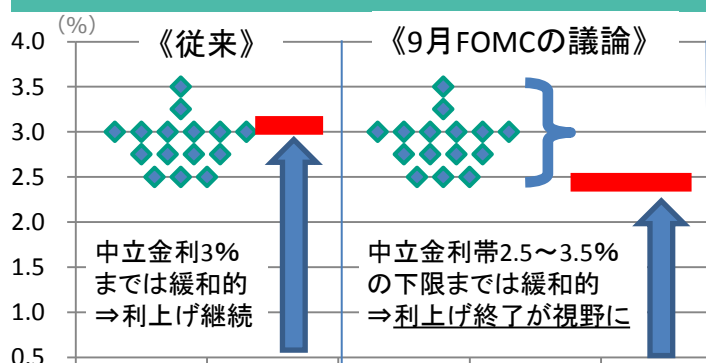
作成日 2018年10月22日

パウエルFRB議長の利上げ消極姿勢が金利上昇を抑え、米国景気拡大の長期化が期待できそうです

■ 中立金利：3%でなく2.5～3.5%と幅を持たせる

- 先月(9月25-26日)開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)の議事要旨が公表されました(10月17日)。金融政策は「なお緩和的」との文言を声明文から削除することで「近く、緩和的でなくなる」とFRB(米連邦準備制度理事会)が示唆した経緯が明らかになりました。
- 景気を過熱も冷却もさせない中立的な政策金利(＝中立金利)の推計値は、これまで特定の水準(＝3%付近)でした。しかし9月FOMCでは、①事実上「2.5～3.5%」と幅を持たせた上で、②改めて「そもそも中立金利の推計値は誤差が大きすぎる」(ので例えば3%など特定の水準を示すことは危険)と整理し直す議論があったのです(議事要旨p.8)。
- このように整理することで、政策金利は(この9月会合での利上げ決定で2～2.25%となり)あと1回利上げすれば「2.5～3.5%」という中立金利帯の下限2.5%に到達します。「中立金利帯の入口に到達するので、もはや緩和的でなくなる」とのロジックで緩和的文言が削除された、との経緯が明らかになったのです(図表参照)。

【図表】中立金利についてのFRBの考え方の変化



注：各FOMC委員が考える中立金利の一つの点で示したドット・チャート
出所：9月FOMC公表資料を基に明治安田アセットマネジメント作成

■ 利上げ消極派の影響を示すFOMC議事要旨

- なぜ、このような中立金利を巡る議論がなされたのでしょうか。「中立金利を巡る議論」とは、リーマンショック後の景気浮揚には必要だった金融緩和から、金融政策を(景気を過熱も冷却もさせない)正常モードに戻すために「どこまで政策金利を引き上げれば緩和モードを脱し、正常化できるか?」との目標水準を巡る議論、と言い換えられます。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。



明治安田アセットマネジメント

明治安田アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第405号
加入協会：一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会

- きっかけとなったのは、FRB議長に次ぎ影響力あるニューヨーク連銀総裁の交代(6月FOMC直後)と考えられます。ダドリー前総裁は「中立金利は3%付近」と考える利上げ積極派でした。つまり「緩和モードを脱するには3%まで利上げを続ける必要がある」との立場でした。
- 一方、後任のウィリアムズ新総裁は「中立金利は2.5%」と発言してきた利上げ消極派の論客です。つまり「2.5%まで利上げすれば緩和モードを脱する」との立場です。あと1回の利上げでほぼ到達します。そこで今回の9月FOMC声明文から「なお緩和的」との文言が削除されたのです。

■ 利上げ消極姿勢を鮮明にするパウエル議長

- かくして、9月FOMCの会合で、質問が集中した各社記者の疑問点——「中立金利は3%」と示唆するドット・チャートに変更は無いのに、なぜ「近く、緩和的でなくなる」と声明文が示唆したのか? (注)——が解消された形です。

(注)MYAM Market Report「FRB利上げ打ち止め示唆か一日米株、息の長い上昇局面へ」(2018.9.27)

- パウエル議長は、最近の講演で、利上げ消極姿勢を鮮明にしています(【コラム】欄参照)。講演では、上述の利上げ消極派ウィリアムズ総裁がかつて執筆した「70年代の狂乱物価は、誤った中立金利の推計値を信じ込んだFRBの政策ミス」等の論文も引用しています。今とは正反対に当時はインフレ圧力が高く、大幅な利上げが必要でした。しかし誤った中立金利推計値を(インフレ圧力より)重視した政策ミスでした。
- パウエル議長らの利上げ消極姿勢が、徐々に市場で認識されるにつれ、米国景気の先行きに市場は自信を深め、ひいては日米株価や債券価格等の下支え要因にもなりそうです。

【コラム】パウエル議長の最近の講演のポイント

■ ジャクソンホールでの講演(8月24日)

かつてグリーンズパン元FRB議長は、雇用需給ひっ迫で利上げを求めたFOMC委員が利上げ根拠にした「中立金利等の推計値は誤っている」と直感し、利上げ消極姿勢を続けました。後年(まさに直感の通り)推計値は誤りと判明しました。利上げでなく利下げが必要だったのです。FOMC委員の主張を押し切る形で利上げ先送り続けたグリーンズパン元議長を、パウエル議長は高く称賛しました。

■ ボストンでの講演(10月2日)

「雇用需給がひっ迫しても、インフレ上昇にはつながりにくくなった」という(好景気を長期化させる)好ましい変化が生じている、とパウエル議長は述べました。そして「中立金利の真の姿が、FOMC委員が信じ込んでいる推計値よりも実は低い可能性がある」とし、誤って利上げを続け景気を腰折れさせるリスクに注意すべきと示唆しました。