

吉川レポート【No. 2】

日米金融政策決定会合を経て

- 先週、日本と米国で、それぞれ金融政策を決定する会合が開催されました。
- 日本は、枠組みの変更が行われました。財政政策とのポリシーミックスがより重要になります。
- 米国は、金融政策が据え置かれましたが、年内に利上げが行われると見込まれます。

FOMCの結果のポイント

9月20日、21日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では利上げが見送られました。これは幅広く予想されておりサプライズはありません。

声明文では、1)リスクが上振れ/下振れ両サイドにほぼバランスしているとした上で、2)利上げに向けた環境は整いつつあるものの、もう少しばく（“for the time being”）経済の動向を見守る、との表現が盛り込まれました。更に、FOMCメンバーの先々の政策金利予想（ドットチャート）によると、多数のFOMCメンバーが年末までの0.25%の利上げを予想しています。これらにより、米連邦準備制度理事会（FRB）は新たなリスクファクターが浮上しなければ11月ないし12月のFOMCで政策金利を引き上げる可能性が高いことを市場にコミュニケーションしました。11月は大統領選挙直前であることを考えると、やはり12月に政策金利の引き上げが実施される可能性が高いと見られます。

最近の米国経済データについて、イエレン議長は、FOMCメンバーの多数が現状に満足しており、これが年末まで継続すれば十分に利上げ可能としています。

一方、来年以降の政策金利引き上げは非常にスローペースになることが明確に示されました。ドットチャートで2017年末の政策金利予想をみると、FOMC参加者の中央値は1.125%となっており、2017年については2回の利上げしか予想していません（今年の年末までに1回政策金利を引き上げると仮定した場合）。つまり、2016年と2017年の2年間で3回の利上げに止まるとの見方がFOMCの多数派になっています。昨年12月に最初の利上げを実施した直後には、この2年間で8回の利上げを見込んでいました。このことから、FOMCがよりゆっくりと利上げを実施する方向に傾いていることは極めて明確です。

FRBが利上げペースを超スローペースのものとする方向に変化してきた要因は、1)労働生産性の伸び悩みにより米経済の潜在成長率が思っていたよりも低いと判断しつつあること（実際今回の予測でも長期の成長見通しは前回会合時の2.0%から1.8%に引き下げられています）、2)日銀や欧州中央銀行（ECB）がなお緩和を強化する方向の中で米国が利上げを実施するとドル高が進行してしまう可能性が高いこと、の2点と考えられます。

次の利上げのタイミングはともかく、先行きの米利上げがきわめてスローになることをFRB自身が確認したことによって長期金利は低水準が継続すると見られます。この状況下、金融市場では少しでも高い金利を目指した資金の流れ（イールドハント）が続くと見られます。

なお、日本銀行の長期金利ターゲットへの移行によって日銀による国債購入の「量」は若干減少する可能性があります。依然として日銀の国債購入は巨額であり、流動性を市場に供給し続けます。今回の決定により日本の長期金利が大きく上昇する可能性は排除されたと考えられることから、グローバルの金融市場への示唆はこれまで同様（イールドハントが続く）と考えます。

FOMCに関する若干の補足

今回のFOMCの特徴は利上げ派と利上げ見送り派でかなり意見が分かれたことがあります。3人のメンバーが今回の会合での利上げを主張して反対票を投じました。3人が反対票を投じたのは2011年9月の会合以来であり、過去30年間でも5回のみです。金利引き上げ見送りの決定は“close call”（僅差の決着）であったことが明確です。

それではなぜ今回、政策金利の引き上げが見送られたのでしょうか。その理由はイエレン議長の記者会見である程度明らかになっています。議長が繰り返し述べたのは2つの点です。

第一に、最近、雇用が伸びる一方で労働参加率も上昇し、その結果失業率は安定している点。言い換えますと、一旦職探しを断念して労働市場から退出した人たちが戻ってきています。これは想定されていたよりも労働供給の余地が残っていることを意味します。賃金上昇率をみてもなお緩やかで、経済が過熱している兆候はありません。イエレン議長は、これらを勘案してもう少し利上げしないまま労働市場の改善を継続させたいと考えたと説明しています。

第二に、記者会見を注意深く聞くと、イエレン議長は現在の政策金利の水準について“modestly accommodative”（若干緩和的）という表現を繰り返し用いました。ご存知の方も多いと思いますが、この“modest”という単語は「あまりはっきりしない、パツとしない」といったニュアンスです。これが付くとかなり表現が弱くなります。

FOMCのメンバーの中の主流派は米国経済の潜在成長率が低下し、その結果経済にとって「中立的な＝緩和的でも引き締めのでもない」金利の水準も以前よりかなり低くなっている、と考え始めています。あえて“modest”を付けたイエレン議長の発言は、「0.25-0.50%のFFレートは非常に低く緩和的であることは確かだが、中立的な金利水準もかなり下がっているので、経済に対する緩和の度合いは若干＝“modestly”であり、急いで利上げする必要はない」、とのニュアンスをかなりはっきり伝えていきます。なお声明文では“modestly”という単語は付け加えられていません。上で述べたように、今回の会合ではすぐに利上げすべき、とするタカ派の意見も多かったことから、こうしたタカ派の見方に配慮したものと見られます。意見が分かれる中で、コンセンサスをまとめ上げるための、苦心のあとが見られます。

全体として見ると、イエレン議長をはじめとするFOMCの多数派＝主流派の意見は9月12日のプレイナード理事（クリントン米大統領候補に近く、同氏が大統領になった場合は財務長官ないしはFRB議長になるとの観測もあります）が述べた“New Normal”（新常态）論に近づいてきているように感じられます。

日本銀行の政策変更について

日銀は、9月21日の金融政策決定会合で、「長短金利操作＝イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」の二つを柱とする新しい枠組みへの移行を決定しました。

イールドカーブ・コントロールの導入により、マネタリーベースという「量」から、「長短金利」に政策運営の軸をシフトします。

当面は概ね現状（年間80兆円）程度の国債購入を目標とし、マネタリーベースについても、あと1年強でGDP比100%（500兆円）を超える見込みとしており、従来に近いペースでバランスシートを拡張させる方針です。ここ半年～1年の間に量を大幅に絞るわけではないと見られます。

但し、黒田総裁は長短金利の安定を図る中、国債購入額は「増減しうる」ことを明言。長期金利が安定していれば国債購入が年間80兆円より鈍化する可能性はあり、1年ごとの国債購入額は柔軟化されました。マネタリーベース増加も「目安」となりました。

日本銀行の政策変更について（つづき）

その一方で「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を上回るまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」というオーバーシュート型コミットメントを導入しました。日銀のバランスシートの拡張はペースこそ変動しますが、長期間継続することにコミット（約束）します。

毎年の国債購入額に柔軟性をもたせ、政策の持続性を高める一方、国債購入の継続期間は長期化することを容認し、緩和の「総量」は縮小させない形です。このフレームワークを単体としてみると、基本的には持久戦への移行です。緩和を強化したのか、弱めたのか意見は分かれるところであり、緩和を追加したとの見方をとったとしてもあくまで緩やかなものです。

ただ、今回のフレームワークの変更を評価する際は、金融政策単体としてではなく、財政政策と組み合わせたポリシーミックスの視点から考えることが肝要です。

2016年初まで日本は、財政緊縮・金融緩和の下、円安をキープしてリフレを図るというポリシーミックスを採用していました。しかし、中国、米国が通貨安政策（あるいは通貨高を回避する政策）に転じた結果、円安を軸においたリフレは限界に直面しました。今年2月のG20以降、主要国全体として「政策を総動員」する方向に転換しています。

日本も、消費増税を延期、財政支出増に転換しました。長期金利をゼロ近傍で安定させるという日銀のフレームワークは、財政政策が拡張されても、金利・通貨を上昇させない（クラウディングアウトを起こさせない）よう金融を緩和することを意味します。財政拡張・金融緩和のポリシーミックスに転換したことを改めて明確にするものと言えます。金融政策は主役の座を降りましたが、重要な脇役の座を確保しています。海外ではこうした見方が徐々に広がりつつあります。

米国景気の回復が継続したり、商品市況が回復するなど、外部環境が良好であれば、緩やかな円安に戻る中で、長期金利をゼロ近傍に抑えることで実質金利を更に押し下げることが可能です。この場合、長期金利に上昇圧力がかければ日銀の国債購入は増加する可能性もあります。

問題は、海外で新たなデフレショックが発生し、円債に資金が流入、円高・長期金利低下を招く場合です。追加緩和措置のオプションとして日銀の声明文は、1)短期金利引き下げ、2)長期金利操作目標引き下げ、3)資産買い入れ拡大の順で言及しています。マネタリーベース拡大ペースの加速は4番目の追加緩和措置オプションであり、「手段とすることもある」という位置づけと考えます。

実際に海外発でデフレショックが発生した場合には、まず日銀がマイナス金利深堀り、長期金利操作目標の引き下げによって円高圧力に対抗し、安倍政権が財政面からの対応を追加するまでの時間をつくる、という対応になる可能性が高いと考えます（国債の増発が大規模であれば、資産購入目標も拡大される可能性もあります）。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友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399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会