

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### FRB は金融政策運営の新たな枠組みを発表

#### 【要旨】

- ◇ FRB は 8 月 27 日、臨時の FOMC を開催し、金融政策運営の新たな枠組み（具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版）を承認した。
- ◇ 枠組みの主要な変更は 2 つである。1 点目はインフレ目標に対するアプローチの変更で、新たな枠組みでは「インフレ期待をアンカーするため、インフレ率について一定期間の平均で 2% 目標の達成を目指す」とされた（従来の「柔軟なインフレ目標」から「柔軟な“平均”インフレ目標」への変更）。もう 1 点の変更は、政策判断における雇用の取り扱いである。従来は政策判断に際して「雇用の最大水準からの乖離」を評価していたが、今後は「雇用の最大水準からの不足分」を評価するとされた。
- ◇ 今回発表された枠組みの変更は金融政策運営の重要な変更であり、基本的には過去に比べて政策金利が低めに誘導される可能性が示唆されたと捉えられる。但し、FRB 高官から変更の方向性が兼ねてより言及されていたためサプライズとは言えず、また、パウエル議長が前回 FOMC 後の記者会見で「これから行う修正の大部分は既に FRB の実施している政策運営を明文化するもの」との発言をしているため、必ずしも今回の発表を契機に政策運営が大幅に変わる訳ではないとみられる。
- ◇ 何れにしても現在の FRB のハト派的な姿勢が改めて確認されたとは言えるだろう。こうした枠組みの認識に基づけば、例えば FRB が景気後退に陥っていない 2019 年に一般的な予想に反して 3 回の利下げを実施したことも腑に落ちる。
- ◇ 目先の注目点は次回 9 月 15 日・16 日の FOMC である。四半期毎の経済・政策金利見通しが公表されるタイミングでもあり、追加緩和が実施されるかどうか注目されている。実施される場合の具体策としては「明示的なフォワードガイダンス」等が有力とみられているが、今回新たな金融政策運営の枠組みが定まったことで導入し易い環境になったとは言えそうである。但し、9 月 FOMC での追加緩和は時期尚早との発言も地区連銀総裁から出ており、実施されるかどうかは依然として不透明である。

## FRB は臨時の FOMC を開催し金融政策運営の新たな枠組みを承認

FRB は 8 月 27 日、臨時の連邦公開市場委員会 (FOMC) を開催し金融政策運営の新たな枠組み (具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版) を承認した (全会一致だった)。パウエル FRB 議長は同日にカンザスシティ連銀主催の経済政策シンポジウムで講演し当該内容を説明している (注 1)。

FRB は議会から雇用最大化と物価安定の責務を課されているが、金融政策運営の枠組みはそれを達成するための戦略と捉えられる。FRB は 2018 年 11 月に金融政策運営の枠組みを再検証するとし、その後凡そ 1 年半をかけて再検証を行ってきた (注 2)。今回発表された新たな枠組みはその再検証の結果を反映したものである。以下では FRB のリリースやパウエル議長の講演等をもとに内容を具体的に確認したい。

(注 1) カンザスシティ連銀主催の経済政策シンポジウムはワイオミング州ジャクソンホールで例年開催されていたが、今年は新型コロナウイルス感染拡大を受けてオンラインで開催された。

(注 2) 「長期目標と金融政策戦略に関する声明」が最初に策定されたのは 2012 年 1 月である。毎年 1 月に見直しを行っているが、公開レビュー (public review) の形式による包括的な再検証は今回が初めてであり、今後は同様の再検証を 5 年毎に行うこととなった。なお、今回は「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版のみが発表されたが、再検証の対象には FRB のコミュニケーション等も含まれており、それらの変更は年末頃までに発表される模様である。

## インフレ率が持続的に目標を下回っている状態を懸念して、FRB は枠組みの再検証を実施

まず、FRB が再検証を実施した背景について、パウエル議長は 4 つの経済環境 (認識) を指摘している。具体的には、①「米国経済の潜在成長率 (長期的な成長率) の低下」、②「一般的な (中立的な) 金利水準の米国内外での低下」、③「年初に終了した過去最長の景気拡大期は非常に良好な労働市場をもたらし、その非常に良好な労働市場の状態が暫く持続したこと」、④「その歴史的に力強い労働市場はインフレが大幅に上昇するトリガーにならなかったこと」である。

こうした環境下で、インフレ率の長期目標 (2%) からの持続的な下振れが FRB の懸念事項となる。パウエル議長はこの点について「インフレ率の低過ぎる状態の持続は経済に深刻なリスクを突き付ける可能性がある」、「実際のインフレ率低下→インフレ期待低下→実際のインフレ率低下・・・との悪循環に陥る」、「インフレ期待低下は金利低下に繋がり、景気悪化時の FRB の利下げ余地を狭める」、「他の主要国の経験は一度こうした状態に陥ると打開することの難しさを示している」等と述べている。

## 「インフレ目標に対するアプローチ」と「政策判断における雇用の取り扱い」を変更

今回発表された「長期目標と金融政策戦略に関する声明」(後掲第 1 表) は、透明性向上等の観点でも各種の変更がなされているが、上記の経済環境認識を背景とした本質的な変更は主に 2 つである。

1 点目はインフレ目標に対するアプローチの変更である。今回の声明では「インフレ期待をアンカー（固定）するため、インフレ率について一定期間（over time）の平均で2%目標の達成を目指す」とされ、そのため「インフレ率が持続的に2%を下回って推移した後の適切な金融政策は、インフレ率が2%を暫くの間（for some time）緩やかに（moderately）上回って推移することを目指すものになるだろう」とされた<sup>（注3）</sup>。この点をクラリダ副議長は、従来の「柔軟なインフレ目標（flexible inflation targeting）」から「柔軟な平均インフレ目標（flexible average inflation targeting）」への変更であると述べている。なお、物価の（上昇率ではなく）水準に目標を設定したり、上記『一定期間』を具体的に定めたり、特定の数式に基づく機械的なルールで運用すること等も検討されていたようであるが、今回は採用されていない。

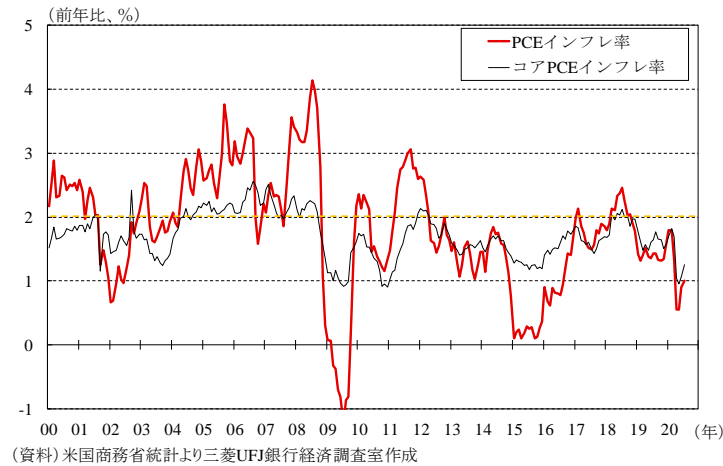
もう1点の主要な変更は、政策判断における雇用の取り扱いである。従来は政策判断に際して「雇用の最大水準からの乖離（deviations）」を評価していたが、今後は「雇用の最大水準からの不足分（shortfalls）」を評価するとされた。これは即ち、例えば失業率が自然失業率を下回って推移していても、インフレや他の問題が生じなければ容認し、それが政策行動（利上げ等）の十分なトリガーにはならないことを意味している<sup>（注4）</sup>。また、雇用最大化は「広範囲で包摂的な目標（broad-based and inclusive goal）」である点も新たに記載された。

なお、新たな枠組みにおいてもこれまでと変わらない点としてパウエル議長は、①「雇用について数値目標を設定することは賢明ではない（雇用が最大化した水準は直接的に計測できないほか、金融政策と関係無い要因によって時間とともに変化するため）」、②「長期的に2%のインフレ目標を目指すことが、FRBの責務（雇用最大化と物価安定）と最も整合的である」、③「金融政策はフォワード・ルッキングに実施すべきである」を指摘している。

（注3）これまでのインフレ目標に対するアプローチも、インフレ目標は対称的（symmetric）であるとされ2%目標を挟んで上下に振れることが許容されていたが、インフレ率が2%を上回るとは近年あまりなかった（次頁第1図）。新たな「柔軟な平均インフレ目標」下で、インフレ率の上振れをどの程度容認するのかは言及されていない。ダラス連銀のカプラン総裁は8月27日、インフレ率の上振れを容認する際の上限は2.5%程度ではないかと述べている。

（注4）自然失業率とはインフレ率を加速も減速もさせない失業率である。このため、失業率が自然失業率を下回る状態の継続は、インフレ圧力に繋がるために好ましくないとするのが従来の認識である。FRBがこの認識を一定程度変えたということは即ち、労働市場の需給ギャップ（または経済全体の需給ギャップ）とインフレ率の関係を示すフィリップス曲線のフラット化を前提としていることになる。

第1図：個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



### 新たな枠組みは、基本的には過去に比べて政策金利が低めに誘導される可能性を示唆

今回発表された枠組みの変更は金融政策運営の重要な変更であり、幾つかの側面を持っているものの基本的には過去に比べて政策金利が低めに誘導される可能性が示唆されたと捉えられる。但し、FRB 高官から変更の方向性が兼ねてより言及されていたためサプライズとは言えず、また、パウエル議長が前回7月 FOMC 後の記者会見で「これから行う修正の大部分は既に FRB の実施している政策運営を明文化するもの」との趣旨の発言をしているため、必ずしも今回の発表を契機に政策運営が大幅に変わる訳ではないとみられる。

何れにしても現在の FRB のハト派的な姿勢が改めて確認されたとは言えるだろう。こうした枠組みの認識に基づけば、例えば FRB が景気後退に陥っていない 2019 年 7 月～10 月に一般的な予想に反して3回の利下げを実施したことも腑に落ちる。

### 次回9月15日・16日のFOMCで追加緩和が実施されるかどうかは依然不透明

目先の注目点は次回9月15日・16日のFOMCである。四半期毎の経済・政策金利見通しが公表されるタイミングでもあり、追加緩和が実施されるかどうか注目されている<sup>(注5)</sup>。実施される場合の具体策としては「明示的なフォワードガイダンス」等が有力とみられているが、今回新たな金融政策運営の枠組みが定まったことで導入し易い環境になったとは言えそうである。但し、9月FOMCでの追加緩和は時期尚早との発言も地区連銀総裁から出ており、実施されるかどうかは依然として不透明である。

(注5) 現在の政策金利の誘導目標レンジは0%～0.25%で事実上のゼロ金利であり、FOMC参加者の多くが2022年末でもゼロ金利を予想している状況にある(6月FOMC時点)。

第1表：長期目標と金融政策戦略に関する声明

修正前(2019年1月29日公表)	修正後(2020年8月27日公表)
<p>The Federal Open Market Committee (FOMC) is firmly committed to fulfilling its statutory mandate from the Congress of promoting maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. The Committee seeks to explain its monetary policy decisions to the public as clearly as possible. Such clarity facilitates well-informed decisionmaking by households and businesses, reduces economic and financial uncertainty, increases the effectiveness of monetary policy, and enhances transparency and accountability, which are essential in a democratic society.</p> <p>Inflation, employment, and long-term interest rates fluctuate over time in response to economic and financial disturbances. Moreover, monetary policy actions tend to influence economic activity and prices with a lag. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.</p> <p>The maximum level of employment is largely determined by nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market. These factors may change over time and may not be directly measurable. Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the maximum level of employment, recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision. The Committee considers a wide range of indicators in making these assessments. Information about Committee participants' estimates of the longer-run normal rates of output growth and unemployment is published four times per year in the FOMC's Summary of Economic Projections. For example, in the most recent projections, the median of FOMC participants' estimates of the longerrun normal rate of unemployment was 4.4 percent.</p> <p>The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation.</p>	<p>The Federal Open Market Committee (FOMC) is firmly committed to fulfilling its statutory mandate from the Congress of promoting maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. The Committee seeks to explain its monetary policy decisions to the public as clearly as possible. Such clarity facilitates well-informed decisionmaking by households and businesses, reduces economic and financial uncertainty, increases the effectiveness of monetary policy, and enhances transparency and accountability, which are essential in a democratic society.</p> <p><u>Employment, inflation, and long-term interest rates fluctuate over time in response to economic and financial disturbances. Monetary policy plays an important role in stabilizing the economy in response to these disturbances. The Committee's primary means of adjusting the stance of monetary policy is through changes in the target range for the federal funds rate. The Committee judges that the level of the federal funds rate consistent with maximum employment and price stability over the longer run has declined relative to its historical average. Therefore, the federal funds rate is likely to be constrained by its effective lower bound more frequently than in the past. Owing in part to the proximity of interest rates to the effective lower bound, the Committee judges that downward risks to employment and inflation have increased. The Committee is prepared to use its full range of tools to achieve its maximum employment and price stability goals.</u></p> <p>The maximum level of employment is <u>a broad-based and inclusive goal that is not directly measurable and changes over time owing largely to nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market.</u> Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the <u>shortfalls of employment from its maximum level,</u> recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision. The Committee considers a wide range of indicators in making these assessments.</p> <p>The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation.</p>

<p>The Committee reaffirms its judgment that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate. The Committee would be concerned if inflation were running persistently above or below this objective. Communicating this symmetric inflation goal clearly to the public helps keep longer-term inflation expectations firmly anchored, thereby fostering price stability and moderate long-term interest rates and enhancing the Committee's ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances.</p> <p>In setting monetary policy, the Committee seeks to mitigate deviations of inflation from its longer-run goal and deviations of employment from the Committee's assessments of its maximum level.</p> <p>These objectives are generally complementary. However, under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it follows a balanced approach in promoting them, taking into account the magnitude of the deviations and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate.</p> <p>The Committee intends to reaffirm these principles and to make adjustments as appropriate at its annual organizational meeting each January.</p>	<p>The Committee reaffirms its judgment that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate. <u>The Committee judges that longer-term inflation expectations that are well anchored at 2 percent foster price stability and moderate long-term interest rates and enhance the Committee's ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances. In order to anchor longer-term inflation expectations at this level, the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.</u></p> <p><u>Monetary policy actions tend to influence economic activity, employment, and prices with a lag.</u> In setting monetary policy, the Committee seeks <u>over time</u> to mitigate <u>shortfalls of employment from the Committee's assessment of its maximum level and deviations of inflation from its longer-run goal.</u> <u>Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.</u></p> <p><u>The Committee's employment and inflation objectives are generally complementary. However, under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it takes into account the employment shortfalls and inflation deviations and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate.</u></p> <p>The Committee intends to <u>review</u> these principles and to make adjustments as appropriate at its annual organizational meeting each January, <u>and to undertake roughly every five years a thorough public review of its monetary policy strategy, tools, and communication practices.</u></p>
---	---

(注)比較を容易にするために、修正前の声明は段落の順序を一部変更している。

(資料)FRB 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

(2020年8月31日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.