



F E D の金融政策新指針は株価下落要因？

調査研究部 研究員

古金 義洋

○雇用最大化、物価安定という2つの目標に関し「雇用」により重点

8月27日、臨時のF O M C（米連邦公開市場委員会）が開かれ、そこで、米国の完全雇用を復活させ、物価を健全な水準に戻すための新しい指針として「長期目標と金融政策戦略」の見直しが決まった。

F R B（米連邦準備制度理事会）とF O M C（以下、両者をF E Dと総称する）には、金融政策運営に当たって、もともと雇用最大化、物価安定という2つの法的使命が課されている。

物価安定のみを使命とし、物価安定を通じて経済成長の達成を目指す日銀やE C Bとは異なり、直接的に雇用最大化を使命とするのは米国の金融政策の特徴だが、今回の新指針ではこの2つのうち雇用に一段と力点が置かれることになったと考えられる。

具体的には、①物価よりも雇用を重視し広範かつ包括的な雇用に重点を置く、②インフレ率が一時的に2%を上回ることを容認し、一定期間で平均2%になるように目指す（平均インフレ目標の導入）、ことが決まった。

これまでF E Dは、米国景気が回復・拡大していく局面において、低金利状態を続けて利上げが遅れると雇用が増え過ぎ、賃金上昇によってインフレ率を加速させると予想して、失業率が自然失業率と推測される水準付近に低下していく過程で徐々に金融引き締めを行い、景気の過熱、雇用の増え過ぎを抑制してきた。

たとえば、リーマンショック後の最初の利上げは2015年12月だった。インフレ目標の参照変数としてF R Bが重視しているコアP C

E（個人消費支出）デフレータの前年比上昇率はこの時1.2%と、その時点での物価は安定していた。

しかし、こうした金融政策運営手法には、①推計値として計算される自然失業率はたえず変化し推計誤差が大きいと、失業率が自然失業率付近に低下すれば利上げするという政策も間違っておそれがある。②しかも、現実問題として失業率が過去最低水準に下がってもインフレにはなっていない、といった問題があった。

このため、新指針では、実際の失業率と自然失業率との差を判断基準とするのではなく、あくまでも雇用の最大化を追求することになる。

同日のF O M C声明によれば、新指針への変更は、労働市場の改善が特に中低所得層に利益をもたらすという理解を反映したものであると述べている。これは中低所得層にも幅広く雇用改善の動きが浸透していかない限り、引き締めは行わないことを示唆するものではないかと思われる。

○これまでのF E Dのインフレ抑制姿勢がインフレ率を鈍化させた

物価について言えば、F E Dは2012年から2%の物価上昇率を公式目標にしているが、F E Dのインフレとの闘いの歴史は古い。

1960～70年代のインフレ加速に対応して、1979年にF R B議長に就任したポール・ボルカーは、同年10月、マネーサプライの伸び抑制などのインフレ退治策をとり、それがインフレの鎮静化につながった。



物価安定を目指すF E Dの姿勢はその後も続けられ、インフレ率の鈍化傾向は続いた。コアP C Eデフレーターは1970年代の年率6.1%、80年代同5.0%、90年代同2.3%、2000年代同1.9%、2010年代同1.6%と鈍化していった。

2%物価目標が公式に示された後の、2012年以降、コアP C Eデフレータの前年比上昇率が2%を上回ったのは、2012年1~4月、18年3~12月だけで、2.1%が最も高い伸びだった。

実際の物価上昇率が鈍化を続け、2%目標設定後もほとんどその目標値を下回っていたのは、F E Dが景気回復時において早い段階から物価上昇を予想して、引き締めを実施していたからにはほかならない。

長期的な物価上昇率鈍化が、すべてインフレ抑制を目指すF E Dの姿勢によるわけではないが、物価上昇を容認しない金融政策が物

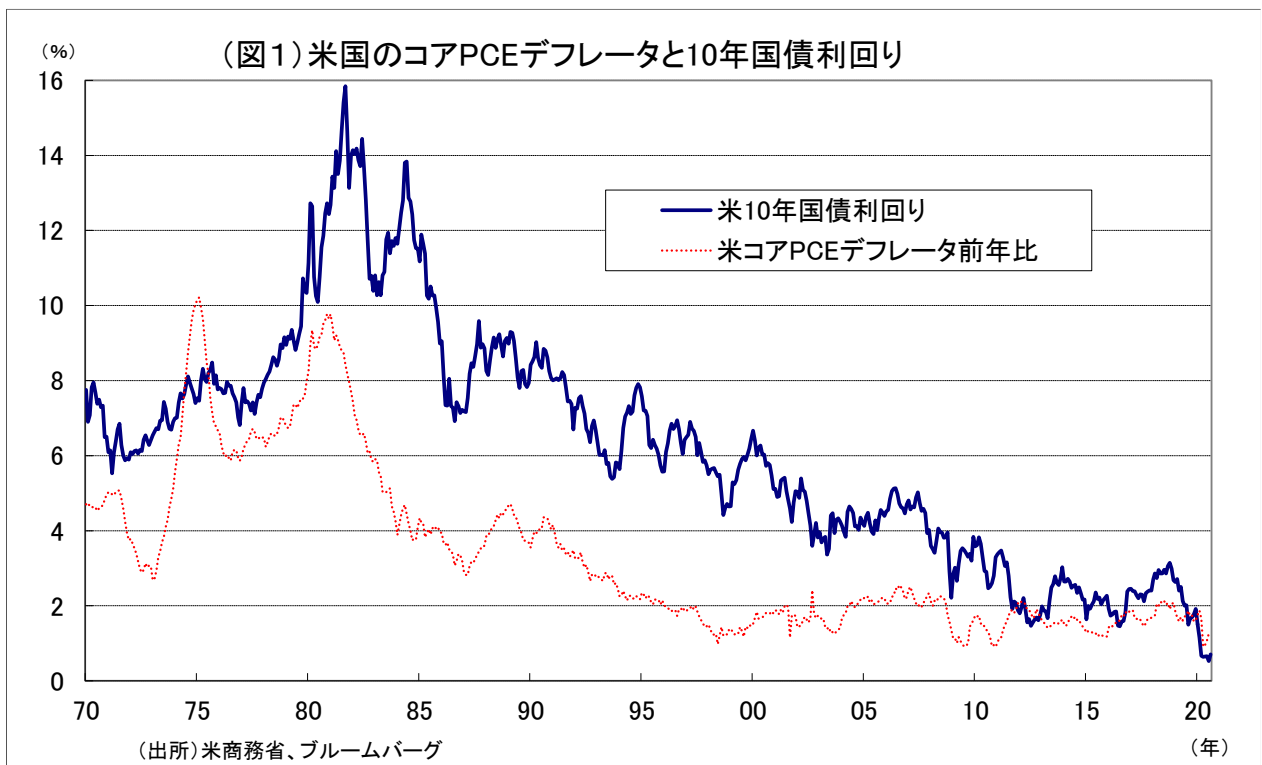
価抑制につながったことは間違いない。

F E Dのインフレ抑制姿勢と現実の物価上昇率鈍化が期待物価上昇率を鈍化させ、さらに期待物価上昇率鈍化が現実の物価上昇率をも鈍化させることになったのではないかとと思われる。

○政策運営は自然利子率と物価上昇率の低下でゼロ制約を受けやすくなっている

ところで、米国の自然利子率（経済を悪化させず過熱もさせない実質金利の均衡水準）については、米国の潜在成長率の鈍化や企業の設備投資意欲低下などによる貯蓄・投資バランスの変化などにより低下していると推計されている。自然利子率の推定で名高いニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁は2019年7月の講演で、米国の自然利子率は0.5%程度と述べた。

仮に、物価上昇率が1.5%だとすれば、自然





利子率と物価上昇率を合計した名目均衡金利（いわゆる中立金利）は2.0%程度だということになる。

FEDは過去の景気後退時において、金融緩和により景気を回復させるため、5～7%ポイント程度の利下げを実施してきた。

しかし、景気後退前の時点で政策金利が中立金利に沿った低い水準にあったとする場合、政策金利をマイナスにできないとすれば、もし景気が悪化しても5～7%ポイントという大幅な利下げ余地はない。そのため、政策金利の利下げなど伝統的金融緩和策ではなく、量的金融緩和などの非伝統的金融緩和策に依存せざるをえなくなってしまう。

景気悪化時の対応という意味でも、現在のよう自然利子率が低い状態では、ある程度の物価上昇は必要だということになる。FEDのこれまでのインフレ抑制姿勢が実際のインフレ率を鈍化させたと言えるが、それが結果的に自身の首を絞めているというわけだ。

こうしたことも今回の指針変更の理由になったのではないかと思われる。

○インフレ容認が長期金利を上昇させる可能性

では、今回の指針変更は市場にどのような影響を及ぼすのか。

通常、金融緩和政策は金利を低下させ、株価を上昇させる効果がある。

しかし、今回の新指針の場合、少し違うかもしれない。確かに、新指針は金融緩和策にほかならないが、景気を重視すると同時に、インフレを容認するものだ。

このため、政策金利であるFF金利（短期金利）については、今回の新指針で、より長期にわたってゼロのまま維持されると見込まれる。実際、今回の新指針を受けた9月15～

16日のFOMCの声明では、①労働市場の環境がFOMCが判断する最大限の雇用水準になる、②インフレが一定期間2%を適度に超える軌道に乗る、までゼロ金利政策を維持するとのフォワードガイダンスを示した。

反面、これまで鈍化を続けてきたインフレ率が反転加速し、インフレ率に連動しやすい長期債利回りを上昇させる可能性がある。

日銀のように、政策金利だけでなく長期金利についても一定水準に誘導する政策（イールドカーブ・コントロール）をとっていれば、インフレ率加速は実質長期金利を低下させることになる（名目長期金利－インフレ率＝実質長期金利）。

しかし、FEDは、政策の独立性が侵されることを嫌い、イールドカーブ・コントロールを拒否している。その際、実質長期金利が変わらなければ、名目長期金利はインフレ率の加速に伴って上昇する（実質長期金利＋インフレ率＝名目長期金利）。

3月以降バブル気味に高騰した、GAFAMに代表される米IT関連株などの上昇は、米国の名目長期金利の低下による部分が大きい。株価は企業が将来的に稼ぎ出す利益の割引現在価値であると考えられ、現在の利益水準が低くても、先行き利益が大幅に増加すると期待できれば現在の株価も高騰することになる。

高成長への「期待」という曖昧な予想により株価はバブル化しているわけだが、低金利は将来の利益を現在価値に直す場合に使われる割引率を低下させる。曖昧な高成長への「期待」と低金利がIT関連株をバブル化させた可能性がある。

だが、今回の新指針が米国の長期金利を上昇させるとすれば、それがバブル化した株価をいずれ下落させるおそれがある。