



追加緩和に踏み切らなかったFED一機を逸したのか？



2020年6月22日



エリック・ウィノグラド
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 シニア・エコノミスト



2020年6月上旬の連邦公開市場委員会(FOMC)では新型コロナウイルスの発生以来初めて包括的な経済見通しが発表されたが、その内容は芳しくなかった。連邦準備制度(FED)は今後数年間にわたって経済が潜在成長率を下回って推移すると予想しており、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)も同様の見解だ。

ゼロ金利政策を今後数年間維持するとの見通しは市場に多少の安心感を与えたものの、経済成長をさらに下支えするチャンスを逃したとABでは位置づけている。見通しが顕著に改善すれば別だが、そうでない限り、今後数カ月の間にFEDが今回の過ちを正すことを願う。

経済予想の修正： 急速に反発も、そこからの回復は鈍い

FEDは2022年までの経済予想を、コロナ危機の発生以降初めて発表した([FOMC後の議長記者会見から](#)(2020年6月10日、英語))。そこでは短期的な景気回復が予想されている一方、数四半期以上にわたり国内総生産(GDP)が直近ピーク時を下回る状態が継続する、すなわち回復は緩慢なものに留まるとの見通しが示された。

ABの見解も同様だ。企業の営業活動再開や財政刺激策による消費下支えを受けて、今後数カ月間は需要復

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。
<https://blog.alliancebernstein.com/library/the-fed-did-not-ease-more-is-that-a-missed-opportunity.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2020年5月1日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

活に伴う力強い回復が見込まれるが、これらが一服した後は労働市場が酷く痛んでいるという現実がしばらく重石となるだろう。FEDは失業率の高止まり及びインフレ率の目標下振れが少なくとも今後2年半は続くという悲観的な予想をしている。暗い内容であるが、これは理にかなったものだ。

FEDに何ができたか？

このような見通しを踏まえて、FEDは「経済が昨今の逆風を乗り越え、雇用最大化と物価安定の目標達成に向かっていくと確信するまでは、ゼロ金利政策を維持するとともに米国国債及びMBS(住宅ローン担保証券)の買入れを継続する」姿勢を改めて表明した。

政策金利のゼロ据え置きや資産購入によってイールドカーブ全体に金利低下圧力をかけることはいずれも適切な判断である。しかし、今般弱い経済予測を立てておきながら、なぜさらなる政策対応を打たなかったのか？率直に言って理解に苦しむ。仮に高失業率かつ低インフレの状態ですら2022年末を迎えた場合、FEDはその使命を果たしているとは到底言えないだろう。

FEDは経済活性化に向けて他に何かできたのではないか？ マイナス金利は検討から除外されているが(以前の記事『[The Market and Negative US Rates: Right Idea, Wrong Tool](#)』(英語)ご参照)、FEDは他の政策ツールも有している。米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長はFOMC後の記者会見で、そのうちの2つ、フォワード・ガイダンス強化とイールドカーブ・コントロールを挙げた。

フォワード・ガイダンス強化とは、ゼロ金利政策及び資産購入の緩和条件を特定の経済指標に結びつけることである。

これは世界金融危機の際に実施されており、失業率が特定の水準を下回るまでは利上げを行わないとの表

明が当時なされた。最終的に失業率が基準値を下回っても、インフレ率が低位に留まったことからFEDは利上げには踏み切らなかった経緯がある。この経験を踏まえると、今回フォワード・ガイダンスを強化するにあたっては、失業率ではなくインフレ率が指標として採用される可能性が高い。具体的には、「インフレ率が上昇し、持続的に目標を上回る状態が続くことが十分確認された後に利上げを行う」といったガイダンスが想定される。

イールドカーブ・コントロールを用いる際には、国債金利に対する上限が設定されるだろう。FOMCが当該政策を実施する場合、2年または3年国債の利回りを政策金利付近に維持するといった枠組みの構築が見込まれる。

イールドカーブ・コントロールの概念はフォワード・ガイダンスをより強固にしたものだ。FEDが金利の低位安定に必要な国債購入にコミットするのであれば、政策金利の引き上げは事実上できなくなる。このアプローチは金利のボラティリティを低下させ、ターゲットよりも長い年限の債券にも影響を及ぼすだろう。

機を逸したFED

パウエルFRB議長は、これらの政策対応がFOMCで議論されており、今後数カ月の間に活用に至る可能性がある点に明確に言及した。FEDは極めて不確実性が高い環境下において、先のFOMCでは「待ち」の姿勢を好んだようだが、これは悪手であり、上述の政策措置を発表すべきであったとABは考えている。

しかし、挽回の時間は残されている。

ABはより積極的な緩和が必要だったと考えているものの、市場はまだ利上げを織り込んでおらず、様子見によるコストはそこまで大きくはない。仮に今後数週間で経済の長期見通しが改善するならば、今回の待ちは問題にならない。しかし、そうならない場合、次回のFOMCで

より力強い政策が発表されることが望まれる。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。