

FRBの金利上げとコミュニケーション

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川英治

(一橋大学大学院 商学研究科教授)

10月に入ると大学では講義が始まる。講義に際していつも考えることは、いかに学生に一生懸命に勉強してもらうかである。その方法の一つに、期末試験の他に、授業中に小テストを行うことがある。その小テストを抜き打ちにサプライズとして行うことも考えられるが、それは出欠をとることを意味するだけで、事前に勉強してきていない学生もいるので、教育効果はあまり上がらない。むしろ小テストを行うことを事前に発表（アナウンス）して、勉強してきてもらって、小テストを受けてもらう方が、教育効果があがる。さらに、小テストに出題されるような問題も事前に公表しておけば、学生たちはその問題を中心に勉強してきてくれる。一方、小テストを行った直後には、続けては小テストを行わないであろうと期待する学生がいて、そのような学生は暫し勉強を怠けてしまう。それを避けるためには、極端な話、毎回、小テストを行えばよいのだが、そうすると講義中に教えられる内容が少なくなってしまう。そのため、常々、講義の教育効果を最大限に上げるために、どのように小テストを行うことをアナウンスして、そのアナウンスメント効果をあげるかについて頭を痛めている。

米国連邦準備理事会（FRB）が今年9月に政策目標金利であるフェデラルファンド・レート（FF金利）を上げることが一部で予想されていたが、9月17日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）において政策金利の引上げを見送ることとなった。現在の0～0.25%という超低金利は世界金融危機直後の2008年12月から始まっている。

FRBは、サブプライムローン問題から発展した世界金融危機に対してFF金利を急速に引き下げた。FOMCは、2008年12月16日にFF金利の目標値を0%～0.25%の幅に設定することを決めた。その後、現在に至るまで7年間にわたって実際に0.1%前後の超低金利水準で推移してきた。

この超低金利政策に加えて、FRBは、2008年10月以降、量的緩和（QE）政策を採用した。同時に、FRBは2008年12月から将来に向けての金融政策の継続性を示唆するフォワードガイダンスを提示し始めた。その後、2014年1月からは、FRBは量的金融緩和政策の出口戦略に向けて量的金融緩和を減速し始めた。ほぼ毎月、順次100億ドルずつ購入額を引き下げ、2014年10月には量的金融緩和政策を終えた。そして、次はFF金利の引上げの段階となった。

FF金利引上げに関しては、2004年10月に量的金融緩和政策を終える前からFOMCやFRBの

イエレン議長が言及していた。2014年3月19日のFOMCのステートメントでは、「資産購入プログラムが終わってから相当の期間はFF金利を現在の目標幅に維持することが適切であろう」と言及されていたところ、イエレン議長がFOMC後の記者会見で「相当の期間」は6か月程度であると発言した。それは、量的金融緩和政策は終了した後、6か月ほどでFF金利を上げ始めることが示唆していた。これは、まさしく量的金融緩和政策の出口戦略から金利引上げ政策への転換を意味する。そのため、2014年10月に量的金融緩和政策を終えた時点では、市場参加者は、早くも2015年3月に米国の金利が引き上げられ始めるという推測もあった。しかし、実際にはこれまでFF金利は引き上げられず、9月のFOMCでの金利引上げの決定も見送られた。

一方で、FOMC直後の9月24日にマサチューセッツ大学アマースト校での行われた講演において、イエレン議長は、「私の同僚のほとんどと私は、今年後半においてフェデラルファンド・レートの目標幅を引き上げることが適切であろうと予期している」と言及した。これによって、9月におけるFF金利引上げはなかったものの、年内にはFF金利が引き上げられるであろうという推測が市場参加者の間で支配的となっている。このようにイエレン議長は、実際にFF金利を引上げたとしても、市場参加者にサプライズとならないよう、慎重にアナウンスしながら、そのアナウンスメント効果を狙っているように見える。

それには、FRBによるFF金利の引上げが国内外に及ぼす影響を時間を通じて分散させ、均そうという意図が見られる。量的金融緩和政策の縮小、またはゼロ金利政策の解除といった米国の「出口戦略」は、新興市場国に流れ込んできた資金を今後米国に還流させると予想されてきた。こういった資金の巻き戻しは、新興市場国の金利上昇やこれらの通貨の減価などを引き起こすのではないかと懸念されている。

このような状況から鑑みて、FF金利の引上げの予告と言ってよいほどのアナウンスが行われている。但し、若干の曖昧さは残しながら。ニュースの理論というものがある。それによれば、突然にFF金利が引き上げられると、新興市場国への資金流入が突然に止まり、さらには資金流出が発生するであろう。一方、将来のある特定の時点で100%の確率でFF金利を引上げると発表すると、引上げの時点から逆算して、その発表した時点で突然に金利や為替相場が反応して、大きくジャンプして変化することになる。このような理由から、FF金利が引き上げられる将来時点を曖昧ではあるが、事前に知らせて、そしてその不確実性を減じていくことによって、突然FF金利を引上げた場合に比較して、市場参加者が徐々に反応して、金利や為替相場も徐々に変化していくことが期待される。近年、このようなアナウンスメント効果を前提として、市場とのコミュニケーションが中央銀行にとって重要であることが中央銀行の間で認識されている。