

ウィリアムズ総裁発言の内容を分析する

ウィリアムズ総裁の発言の解釈を巡っては、NY連銀スポークスマンが18日に、学術的なスピーチであり、今月のFOMCにおける政策に関するものでないとの声明を公表し、落ち着きを取り戻しました。このNY連銀の異例とも言える対応に、0.5%の利下げという観測は急速にしぼんでいます。ただ、FOMC前の微妙な時期だけに、市場との対話に課題が残されたように思われます。

NY連銀総裁講演:ウィリアムズ総裁の講演での発言の解釈で、一瞬大幅利下げ観測台頭

ニューヨーク(NY)連銀のウィリアムズ総裁は2019年7月18日、「ゼロ金利制約(ZLB)に近い生活」と題して講演しました。景気に中立的な実質利子率である自然利子率(図表1参照)の推定でも名高いウィリアムズ総裁は、過去からの研究の成果として、ZLBの影響を抑制する金融政策運営について言及しました。

講演でウィリアムズ総裁が、現在のような低金利時代において各国・地域の中央銀行は、経済に問題が生じる兆候を見つけたら迅速に行動すべきだと述べたことなどから、市場では一時的に、7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で0.5%と大幅な利下げを示唆したと解釈されました。

どこに注目すべきか: NY連銀、自然利子率、FOMC、推定

ウィリアムズ総裁の発言の解釈を巡っては、NY連銀スポークスマンが18日に、学術的なスピーチであり、今月のFOMCにおける政策に関するものでないとの内容の声明を公表したこともあり、落ち着きを取り戻しました。NY連銀の異例とも言える対応に、0.5%の利下げという(希望的?)観測は急速にしぼんでいます。ただ、FOMC前の微妙な時期だけに、市場との対話に課題が残されたように思われます。

まず、簡単に講演内容を振り返ると、ウィリアムズ総裁らの推定では米国の自然利子率は0.5%程度と、低水準であると述べています。

なお、比較的高い実質金利と、底堅い景気を受け自然利子率は1%近くで推移する局面も見られましたが、足元では再び低下が見られます。

ウィリアムズ総裁の結論は、自然利子率が極めて低い水準における金融政策運営として、①金利が低く、利下げ余地が少ない局面であっても、経済悪化の兆候が見られたら待ちの姿勢でなく、迅速に利下げすること、②低金利政策の長期化が望ましいこと、③インフレ率が、目標水準(現在は2%)を一定期間上回ることを許容する、政策運営を論じて

います。結論そのものに目新しさは無いと見られます。

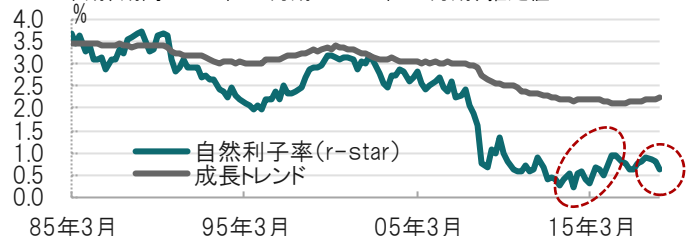
しかし、多くのFOMCメンバーが保険的として0.25%の利下げを示唆している(図表2参照)のに比べ、特に①はやや踏み込んだ印象もあります。また、結論の部分では、①～③は今も、そして将来も有効と述べ7月FOMCを想定しても不思議でない紛らわしい表現も見られます。

もっとも、昨年夏のジャクソンホール会議でパウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長は自然利子率の推定についてやや慎重な姿勢を示しています。自然利子率は恐らく政策金利を決定する公式の位置づけを確保していない中でのメッセージと受け止める必要がありそうです。

NY連銀の直後の否定声明と、金融緩和を愛好するセントルイス連銀のブラード総裁でさえ、0.5%に否定的といった発言から(図表2参照)、0.5%利下げへの期待は急速に低下している様子です。ただ、FOMC前の微妙な時期だけに、市場との対話に課題も残ると思われれます。

図表1:米自然利子率と成長トレンドの推定値

四半期、期間:1985年1-3月期～2019年1-3月期、推定値はFRBNY



※自然利子率:経済、物価に対し引き締めのにも、緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準

出所:ニューヨーク連銀のデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

図表2:主なFOMCメンバー等による最近の発言要旨

	氏名	内容(要旨抜粋)
7月16日	ダラス連銀カプラン総裁	金利を下げるのであれば限定的かつ抑えた利下げであるべき
7月16日	シカゴ連銀エバンス総裁	若干の追加緩和が役立つとして、0.25%の利下げを示唆
7月17日	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	経済見通しは据え置きを支持した6月FOMC時点と変わらず
7月18日	NY連銀のウィリアムズ総裁	現在のような低金利において中央銀行は、経済に問題が生じる兆候を見つけたら迅速に行動すべき
7月19日	セントルイス連銀ブラード総裁	7月のFOMCでは0.25%の引き下げを支持する意向

出所:各種報道等を参考にピクテ投信投資顧問作成