

2017年7月27日 全4頁

FOMC バランスシート縮小は「比較的早期に」

具体的な開始時期は明言されずも、9月決定に向け一歩前進

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2017年7月25日～26日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来通りの1.00-1.25%で据え置くことが決定された。
- FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模については、現状の水準を維持することが決定された。バランスシート縮小の開始時期に関して、具体的な言及はなかったものの、「比較的早期に（relatively soon）」開始するとされた。
- 今回の声明文で用いられた「比較的早期に」という表現は、イエレン議長が7月12日の下院金融サービス委員会での議会証言において用いた表現であり、FOMC参加者内での意見の集約が進んでいることがうかがえる。金融市場でも、次回、9月19日～20日のFOMCでのバランスシート縮小開始の織り込みは着実に進み、FRBが政策変更をしやすい環境は整いつつある。次回のFOMCでバランスシート縮小の開始が決定されると大和総研では予想する。
- バランスシート縮小の議論が一服すれば、先行きの利上げペースが再び注目点となる。今回のFOMCの声明文では、景気認識はほぼ変更されなかったが、今後バランスシート縮小が開始された場合に、その影響によって見通しが修正される可能性がある。目下、インフレ率の鈍化がFRBの最大の懸念事項であり、これがFRBの想定通りに目標である2%に向かって加速していくか否かがポイントとなる。

全会一致で政策金利の据え置き、バランスシートの維持を決定

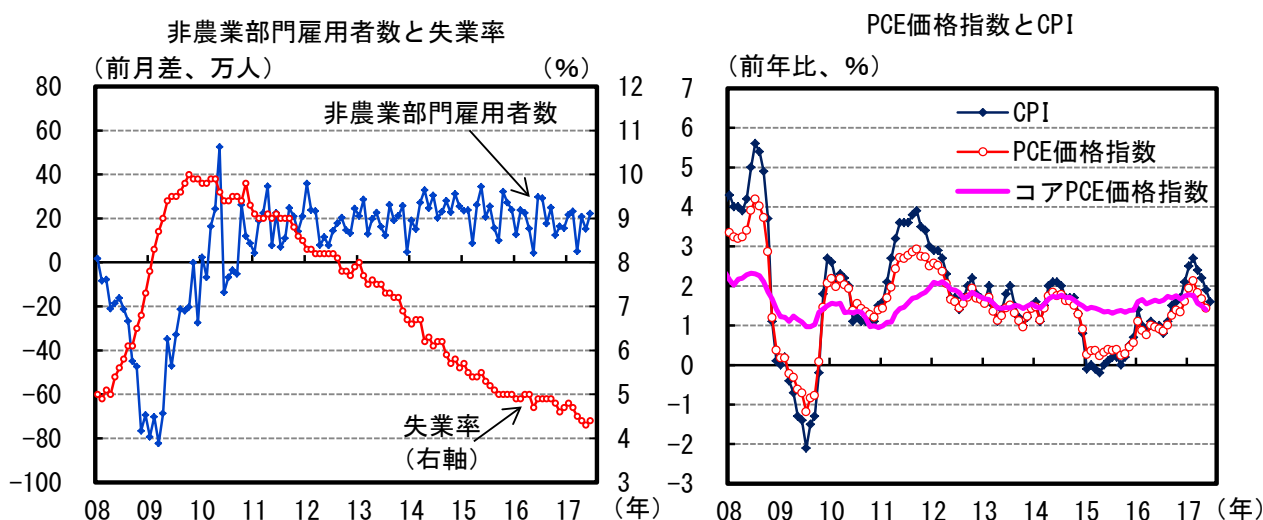
2017年7月25日～26日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来通りの1.00-1.25%で据え置くことが決定された。また、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模については、現状の水準を維持することが決定された。政策決定に際しての投票では反対票はなく、2会合ぶりの全会一致となった。政策金利の据え置き、および再投資政策の維持は市場コンセンサス通りであり、サプライズはない。

景気認識はほとんど修正されず

今回公表された声明文の修正は総じて軽微なものにとどまった。経済全体の現状認識は、「労働市場は改善を続け、経済活動は今年のこれまでのところ緩やかに拡大している」という表現が据え置かれた。個別項目を見ていくと、雇用の伸びに関して、6月の雇用統計における非農業部門雇用者数の加速を受けて、「緩やかになっているものの」という表現が削除されており、ややトーンが明るくなったと解釈できる。また、「ここ数カ月間上向き」とされていた個人消費は「引き続き拡大した」とされ、設備投資と同様の表現に変更されている。

前回の声明文で慎重な表現へと改められたインフレ率に対する評価についても、変更は軽微であった。前回声明文の「このところ低下し (has declined recently)」から「このところ (recently)」が削除され、「2%をやや下回っている (somewhat below 2 percent)」から「やや (somewhat)」が削除されており、わずかに慎重さが増したと言えるものの、基本的な見方に変更はないと言ってよいだろう。インフレ期待に関する表現は前回声明文から変わらなかった。

図表1 非農業部門雇用者数と失業率、PCE（個人消費支出）価格指数とCPI（消費者物価指数）



(注) コア PCE 価格指数は食品・エネルギーを除く。

(出所) BLS、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

バランスシート縮小は「比較的早期に」

経済の先行きに関する部分については、前回声明文から変更されず、緩やかな経済成長と更なる労働市場の改善が続くという見方は変わらない。また、足下で目標を下回って推移しているインフレ率の動向を引き続き「注視していく」としたものの、中期的には目標である2%に近づくという見通しが維持されている。

金融政策運営の方針も、基本的には前回のFOMC時点から変更されていない。ただし、今回のFOMCにおける最大の注目点であったバランスシート縮小の開始時期に関して、具体的な言及はなかったものの、前回会合時点よりも近づいていることを示す表現となった。まず、現行の再投資政策の維持に関して、「当面の間 (for the time being)」という表現が追加された。加えて、前回声明文では「年内に (this year)」にバランスシート縮小の開始を見込むとされていたが、今回の声明文では「比較的早期に (relatively soon)」開始を見込むとされた。

バランスシート縮小は開始されれば様子見、注目点は再び利上げペースに

今回の声明文で用いられた「比較的早期に」という表現は、イエレン議長が7月12日の下院金融サービス委員会での議会証言において用いた表現であり、FOMC参加者内での意見の集約が進んでいることがうかがえる。金融市場でも、次回、9月19日～20日のFOMCでのバランスシート縮小開始の織り込みは着実に進み、FRBが政策変更をしやすい環境は整いつつある。次回のFOMCでバランスシート縮小の開始が決定されると大和総研では予想する。

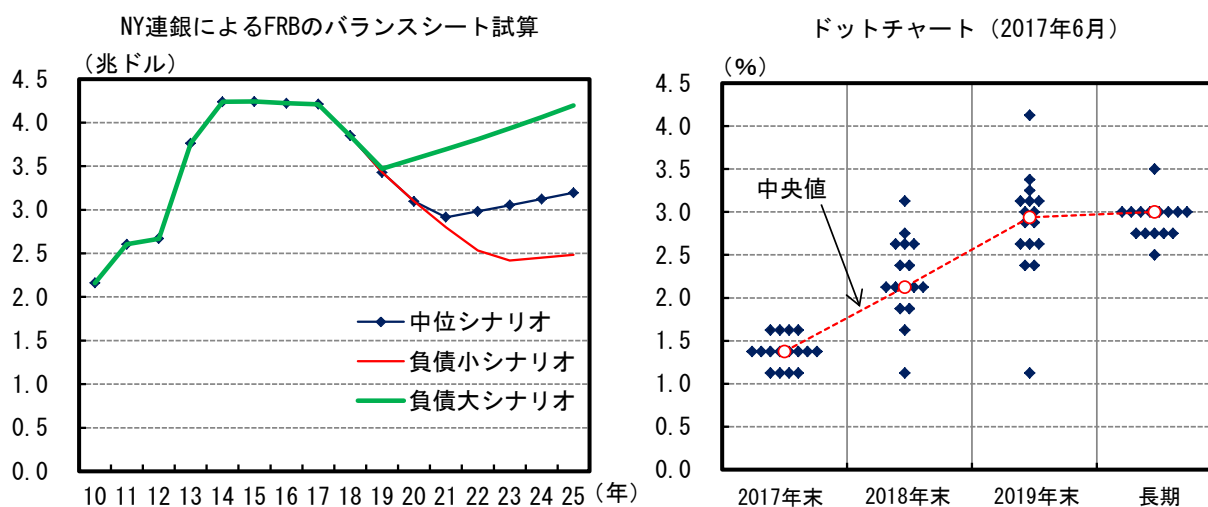
バランスシートの縮小ペースに関しては既に方針が示されているため、一度開始されれば、その方針に沿って縮小を進めていくことになる。一方、縮小が停止される、FRBが適正と考えるバランスシートのサイズは明らかになっておらず、FRBがどこまでバランスシートを縮小するのかが今後の焦点になる。

しかし、適正なバランスシートサイズは今後の景気動向等に左右されるとみられる。また、FRBの保有資産の削減方針が示されているとは言え、実際の削減ペースが完全に決まっているわけではない。FRBが示した方針では毎月の削減額の「上限」が定められているが、削減は再投資の停止によって行うとされ、保有資産の売却は予定されていない。つまり、FRBが保有する資産の毎月の償還額が上限よりも小さければ、バランスシートの縮小ペースは、上限で示されたものよりも緩やかになる。特に、償還までの期間が長く、満期が2040年代に集中するMBSの削減ペースは、繰り上げ償還がどれだけあるかに左右されるため不確実性が大きい。バランスシートの縮小ペースにも不確実性がある以上、バランスシート縮小の開始時点で、最終的なバランスシートサイズや縮小を停止する時期など、明確なゴールが示されるとは考えづらい。

FRBの縮小ペースに関する方針の発表を受けて、ニューヨーク連銀が2017年7月に改訂した試算によれば、少なくとも正常化終了には2年程度はかかるかとされている。バランスシート政策については、開始後しばらくは、FRBも様子見ということになるろう。

バランスシート縮小の議論が一服すれば、先行きの利上げペースが再び注目点となる。6月のFOMCで示された経済見通しでは、2017年内にもう1回、2018年には3回の利上げがFOMC参加者のコンセンサスとなっていた。今回のFOMCの声明文では、景気認識がほぼ変更されていないことから、現時点では見通しは大きく変更されていないと考えられるが、今後バランスシート縮小が開始された場合に、その影響によって見通しが修正される可能性がある。目下、インフレ率の鈍化がFRBの最大の懸念事項であり、これがFRBの想定通りに目標である2%に向かって加速していくか否かがポイントとなる。

図表2 NY連銀によるFRBのバランスシート試算、ドットチャート（2017年6月）



(注) 左図の試算では、9月FOMCにバランスシート縮小を決定、10月に開始と仮定。詳細はFRBNY (July 2017) “Projections for the SOMA Portfolio and Net Income”を参照。

(出所) NY連銀、FRBより大和総研作成