

2019年1月31日 全4頁

FOMC 利上げは当面見送り

バランスシート縮小も「オートパイロット」から柔軟な運用へ

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2019年1月29日～1月30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2.25-2.50%で据え置くことが決定された。金融市場では、今回会合での金利据え置きが確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。
- 声明文では、今後の金融政策運営に関する部分が大幅に変更された。世界経済、金融市場動向、インフレ圧力の沈静化を考慮し、「どのようなFFレートの誘導目標レンジの将来的な調整が適切かを決める際に、委員会は忍耐強くなるだろう（the Committee will be patient）」と、当面の利上げ見送りが示唆され、政策スタンスは従来の声明文よりもハト派的なものとなった。
- また、今回のFOMCでは、通常の声明文に加えて、FRBのバランスシート正常化に関する声明文が別紙で公表された。これまで「オートパイロット」で続けるとしてきたバランスシート縮小を、経済、金融市場の動向によって柔軟に運用することが示され、こちらもハト派的な内容と言える。
- 今回のFOMCは総じてハト派的な内容となったが、パウエル議長は、利上げサイクル終了なのか、一時停止なのかという点については明言を避け、あくまで今後の経済指標次第というスタンスを貫いた。2019年後半にかけて、経済、インフレ率が再加速する可能性が十分にあることを踏まえれば、今回のFOMCの結果を以て、利上げサイクルが打ち止めであると判断するのは時期尚早だろう。

全会一致で政策金利を据え置き

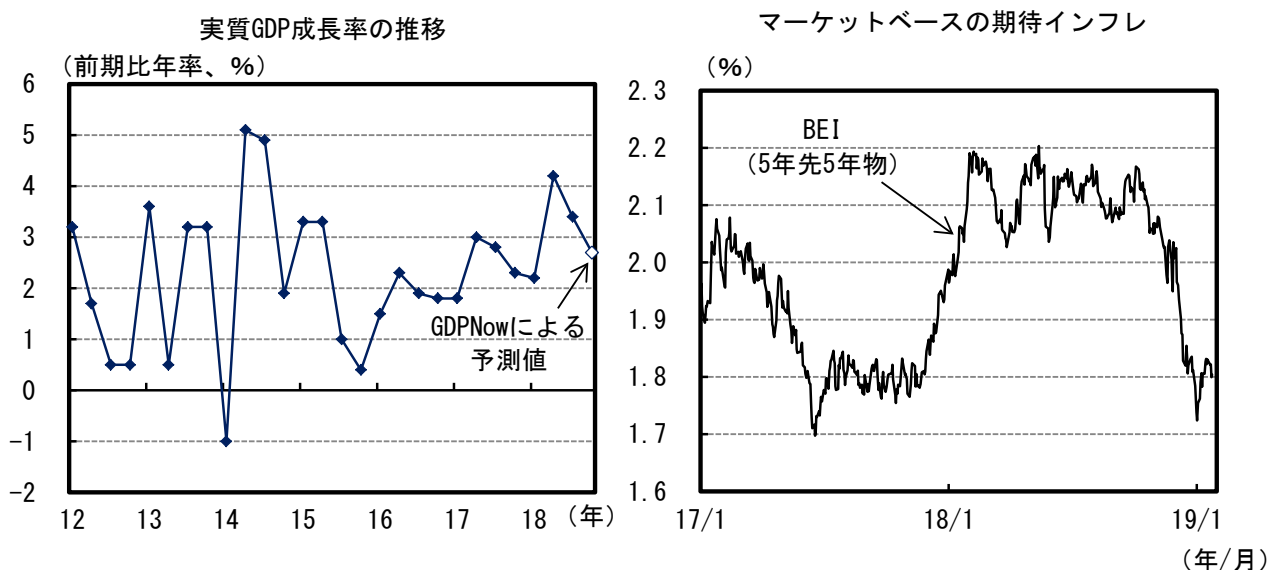
2019年1月29日～1月30日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来通りの2.25-2.50%で据え置くことが決定された。なお、決定に際して反対票はなく、9会合連続で全会一致の政策決定となった。金融市場では、今回会合での金利据え置きが確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。

声明文では当面の利上げ見送りを示唆

今回公表された声明文の内容を確認すると、経済全体の現状認識は、「労働市場の改善が続き、経済活動は底堅い（solid）ペースで拡大している」とされた。前回までの「力強い（strong）ペースで拡大」という判断からトーンダウンする表現となったが、これは足下までの経済指標を踏まえた上で、2018年10-12月期の実質GDP成長率の減速が見込まれているためとみられる¹。7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.4%であったのに対し、アトランタ連銀が公表するGDPNowによれば、10-12月期は同+2.7%（2019年1月22日時点）と予想されている。

個別項目に対する現状認識については、前回声明文からほとんど修正されていない。労働市場、個人消費、設備投資、およびインフレ率に関する判断は、いずれも前回声明文のまま据え置かれた。唯一の変更点として、期待インフレに関して、「マーケットベースの期待インフレはここ数ヶ月低下した」という一文が新たに追加された。

図表1 実質GDP成長率の推移、マーケットベースの期待インフレ



(注) GDPNow は 2019 年 1 月 22 日時点。

(出所) BEA、アトランタ連銀、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 本来であれば、2018年10-12月期GDP統計は、FOMC声明文公表当日である1月30日に公表される予定だったが、政府機関一部閉鎖の影響によって、公表が延期されている。

他方で、今後の金融政策運営に関する部分については前回の声明文から大幅に変更された。前回の声明文では、経済の拡大、力強い労働市場、2%近傍のインフレ率の上昇に合わせて、「FF レートの誘導目標レンジのさらなる緩やかな引き上げ」を行っていくとされていた。一方、今回の声明文では、経済の拡大が続くという基本シナリオを維持しつつ、世界経済、金融市場動向、インフレ圧力の沈静化を考慮し、「どのような FF レートの誘導目標レンジの将来的な調整が適切かを定める際に、委員会は忍耐強くなるだろう (the Committee will be patient)」とされた。これは当面の利上げ見送りを示唆する表現であり、政策スタンスは従来の声明文よりもハト派的なものとなった。

別紙でバランスシート正常化の柔軟化を表明

また、今回の FOMC では、通常の声明文に加えて、FRB のバランスシート正常化に関する声明文が別紙で公表された。

声明文では、FF レートが金融政策における第一の手段であると前置きした上で、経済や金融市場の動向次第で、バランスシートの正常化を調整する準備があるとされた。バランスシート縮小ペースの修正や、縮小を停止する最終的なバランスシートサイズが具体的に示されたわけではなかったが、これまで「オートパイロット」で続けるとしてきたバランスシート縮小を柔軟化したことは大きな方向転換であり、こちらもハト派的な内容と言える。

金融市場では昨年末からバランスシート縮小に対する関心が高まり、パウエル議長も 12 月 FOMC 以降の講演などで、バランスシート縮小の柔軟化に言及していた。このため、目新しさのある内容ではなかったが、声明文という形でスタンスの変更が強調されたことはややサプライズであった。

利上げ打ち止めの判断は時期尚早

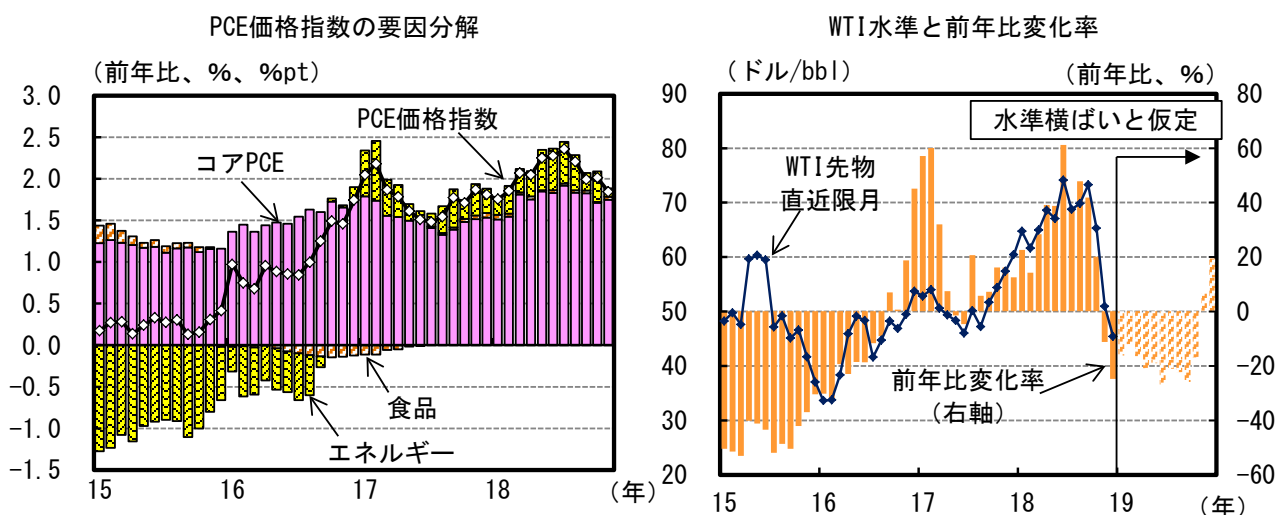
声明文公表後のパウエル議長の記者会見でも繰り返し言及されたように、今回の声明文で、当面の利上げの見送りが示唆された背景には、世界経済の減速懸念や金融環境の引き締めなど、実体経済面でのリスクが増えていることがある。また、CBO (議会予算局) の試算によれば²、2018 年 12 月 22 日～2019 年 1 月 25 日の政府機関一部閉鎖によって、2019 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.4%pt 押し下げられるとされ、2018 年 10-12 月期からさらに減速する可能性が高まっている。インフレ率についても、2018 年の原油価格の下落が押し下げ要因となり、前年比上昇率は当面、縮小していくことになる。

だが、リスクは拡大しつつも、米国経済は先行きも底堅い成長が続くというのがあくまで FRB の基本シナリオである。加えて、政府閉鎖は 1-3 月期の GDP 成長率を押し下げる半面、その反

² <https://www.cbo.gov/publication/54937>

動によって4-6月期には成長率を大きく押し上げるとみられる（CBOの試算によれば、押し上げ効果は前期比年率+1.0%pt）。当面上昇率が抑えられるインフレ率についても、エネルギー価格による下押しが剥落することで、2019年後半にかけて再度上昇率を高めていく公算が大きい。

図表2 PCE価格指数の要因分解、WTI水準と前年比変化率



(注) 右図のWTIは月末値。2019年1月分は1月30日時点。2019年2月以降は1月30日の値から横ばい。
(出所) BEA、CME、Haver Analyticsより大和総研作成

記者会見においてパウエル議長は、現在の経済状況においては利上げの見送りが適切であるという点を繰り返し主張しつつも、利上げサイクル終了なのか、一時停止なのかという点については明言を避け、あくまで今後の経済指標次第というスタンスを貫いた。2019年後半にかけて、経済、インフレ率が再加速する可能性が十分にあることを踏まえれば、今回のFOMCの結果を以て、利上げサイクルが打ち止めであると判断するのは時期尚早だろう。FOMC参加者内部においても、利上げサイクルを続けるべきか、足下の政策金利が中立金利を上回っているか否かについては意見が割れていると推察され、次回のFOMCで公表される経済見通し・ドットチャートで確認する必要がある。