

2019年3月22日 全6頁

FOMC 利上げサイクルはあと1回で終了

B/S 縮小は9月末に停止、総じてハト派的な結果

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3月19日～3月20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。前回、1月のFOMCにおいて、当面の政策変更に対して「忍耐強くなる（will be patient）」との姿勢が示され、金融市場では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。
- また、今回のFOMCでは、2017年10月から進められてきたバランスシート縮小を、2019年9月末で停止することが決定された。1月のFOMCの段階でバランスシート縮小の年内停止がFOMC参加者内でのコンセンサスとなっていたことが議事要旨によって明らかとなっており、バランスシート縮小が決定されたことに関してサプライズはない。ただし、停止時期が2019年末ではなく、9月末となったことについては想定よりも早く、ハト派的な印象である。
- FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2019年末の中央値は2.375%と、前回見通しの2.875%から▲0.500%pt低下し、2019年内は利上げを見送るのがコンセンサスとなった。また、2020年末、2021年末時点の政策金利見通しはいずれも2.625%となり、2020年の1回の利上げで利上げサイクルを停止する見通しが示された。
- 声明文では、政策変更に対して「忍耐強くなる」というスタンスが維持されたが、パウエル議長は会見において利上げ・利下げの双方に対して「忍耐強くなる」という見方を強調した。政策金利はおおよそ中立的な水準に達しており、今後、FOMC参加者が想定する以上に景気が上振れすれば追加利上げが検討される一方、景気やインフレ率の下振れ懸念が高まれば、利下げに動く必要がある。金融政策の先行きを見極めるためには、これまで以上に丹念に経済指標を注視していくほかない。

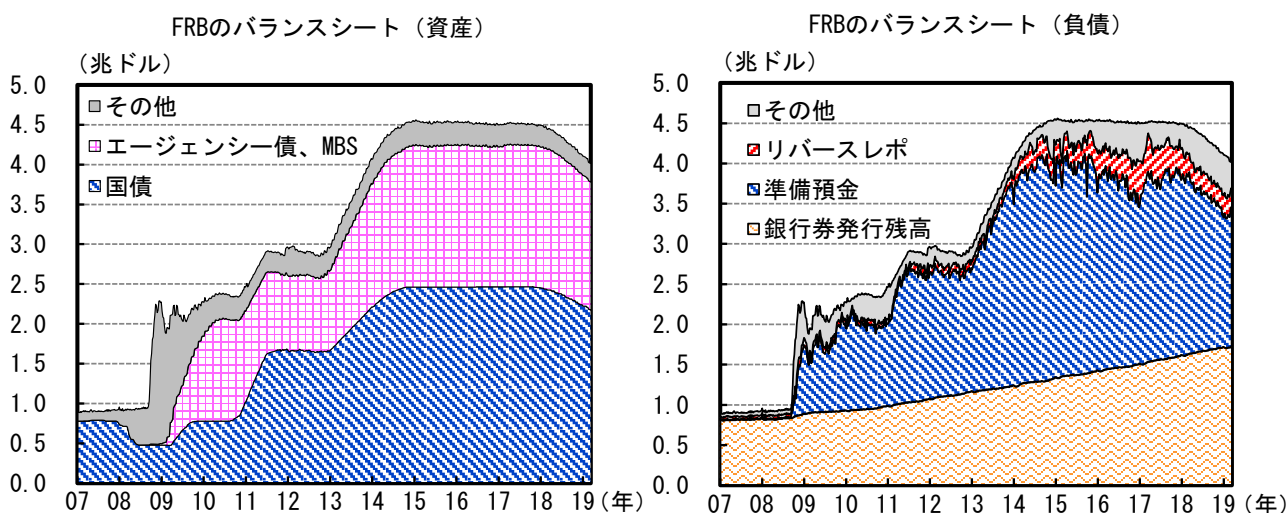
全会一致で政策金利を据え置き、B/S 縮小を 9 月末で停止

2019年3月19日～3月20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。前回、1月のFOMCにおいて、当面の政策変更に対して「忍耐強くなる（will be patient）」との姿勢が示され、金融市場では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。決定に際して反対票はなく、10会合連続で全会一致の政策決定となった。

また、今回のFOMCでは、2017年10月から進められてきたバランスシート縮小を、2019年9月末で停止することが決定された。バランスシート縮小に関しては、1月のFOMCの段階で2019年後半にも停止するというのがFOMC参加者内でのコンセンサスとなっていたことが議事要旨によって明らかとなっていた。このため今回の会合で、バランスシート縮小が決定されたことに関してサプライズはない。ただし、停止時期が2019年末ではなく、9月末となったことについては想定よりも早く、ハト派的な印象である。

バランスシート縮小については、9月末の停止前に毎月の縮小ペースを緩めることも併せて決定されている。これまで毎月300億ドルに設定されていた国債の再投資額の上限額は、2019年5月以降、半分の150億ドルへと引き下げられる。また、バランスシート全体の縮小は9月末に停止されるものの、FRBの保有資産を国債中心にするために、10月以降はエージェンシー債、MBSの償還金のうち上限200億ドルまでは国債に再投資され、200億ドルを上回った分のみがエージェンシー債、MBSに再投資される。声明文公表後の記者会見によれば、最大で4.5兆ドル強あったFRBのバランスシートは、縮小が停止する9月末時点で3.5兆ドル強、対GDP比で17%程度になるとされた。

図表1 FRBのバランスシート



（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

声明文では経済の現状認識を下方修正

今回公表された声明文では、経済の現状認識が幅広く下方修正された。経済全体に対する評価は、「労働市場は強いままである」とされつつ、「経済活動の拡大ペースは、第4四半期の底堅いペースから減速している」とされた。

個別項目に関して見ていくと、労働市場については、2月雇用統計における非農業部門雇用者数の急減速を反映して、「2月の雇用者数はほとんど変わらなかった」という留意事項が付け加えられつつ、「雇用者数の増加は底堅い」という判断が維持された。また失業率については「低いままである」という表現が据え置かれている。

他方で、前回の声明文で「力強く増加している」とされていた個人消費、「昨年前半の速いペースから成長が緩やかになっている」とされていた設備投資は、いずれも「最近の指標は第1四半期の減速を示している」とされた。パウエル議長は声明文公表後の記者会見において、1月以降の小売売上高の弱さに言及しており、特に個人消費の減速が、経済全体の現状認識の下方修正につながったとみられる。

また、従来「2%近傍で推移している」とされていたインフレ率は、「主にエネルギー価格下落によって下落している」とされ、判断が下方修正された。ただし、コアインフレ率（食品、エネルギーを除く）については、2%近傍で推移しているという判断が据え置かれている。また、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前回声明文の「低下した」から「低いままである」へと表現変更されたものの、サーベイベースの期待インフレは「ほとんど変わらなかった」と前回同様の表現であり、軽微な変更にとどまった。

以上のように、経済の現状認識が下方修正される一方で、経済見通し、および今後の金融政策運営に関する文言については、前回の声明文から全く変更されていない。経済見通しに関して、経済の拡大、力強い労働市場、目標である2%近辺でのインフレ率の推移が続くという見方が維持され、将来の金融政策については「忍耐強くなる」とされている。

2019年、2020年の成長率見通しを下方修正

今回公表されたFOMC参加者による経済見通しを見ていくと、実質GDP成長率見通し（10-12月期前年比、中央値）は、2019年末見通しが前回見通し（2018年12月時点）の前年比+2.3%から、同+2.1%へと下方修正された。これは足下の経済指標の減速に対応した変更とみられ、声明文において現状判断が引き下げられたことと整合的である。ただし、2019年については潜在成長率（＝長期見通し：1.9%）を上回る成長が引き続き見込まれており、パウエル議長は会見においても、見通しは“positive”であると繰り返し強調した。

2020年末見通しについては、前回見通しの同+2.0%から同+1.9%へと小幅に引き下げられた。一方、2021年（同+1.8%）、長期見通し（同+1.9%）については、前回見通しから変更されていない。全体として見れば、2019年以降、年を追うごとに成長率が鈍化していくという

見方に変更はない。だが、従来見通しでは、2020年時点では潜在成長率を上回る成長が見込まれていたのに対し、今回の結果では、2020年時点で潜在成長率並みへと成長率が鈍化する見通しとなった。

失業率の見通し（10-12月期平均値）については、2019年が3.7%（前回見通し：3.5%）、2020年が3.8%（前回見通し：3.6%）、2021年が3.9%（前回見通し：3.8%）となり、全ての年で上方修正（悪化）された。2019年を底にして、徐々に上昇していくという従来のシナリオに変更はないが、足下の景気減速、および経済成長率見通しの引き下げによって失業率の水準がわずかに上方修正されたと考えられる。他方、長期見通し（＝自然失業率）については、従来の4.4%から4.3%へと引き下げられているため、労働需給によるインフレ圧力は従来見通しよりも和らぐと解釈できる。

インフレ率の見通しに関して、PCE（個人消費支出）価格指数（10-12月期前年比）は、2019年が前年比+1.8%、2020年が同+2.0%、2021年が同+2.0%となった。それぞれ前回見通しから▲0.1%ptずつ引き下げられた形だが、中期的に2%近傍で安定的に推移するという見方に大きな変更はない。下方修正に関して、上述の失業率の修正が影響した可能性があるが、コアPCE価格指数の見通しが前回調査から変更されていないことを考慮すると、食品、エネルギー価格見通しの変更もPCE価格指数の下方修正の要因になったと考えられる。

図表2 FOMC参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値				大勢見通し							
		2019	2020	2021	長期	2019		2020		2021		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	19年3月	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	2.2	1.8	2.0	1.7	2.0	1.8	2.0
	18年12月	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3	2.5	1.8	2.0	1.5	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	19年3月	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6	3.8	3.6	3.9	3.7	4.1	4.1	4.5
	18年12月	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5	3.7	3.5	3.8	3.6	3.9	4.2	4.5
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年3月	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	
	18年12月	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年3月	2.0	2.0	2.0	-	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1	-	
	18年12月	2.0	2.0	2.0	-	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	-	

(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

(出所) FRBより大和総研作成

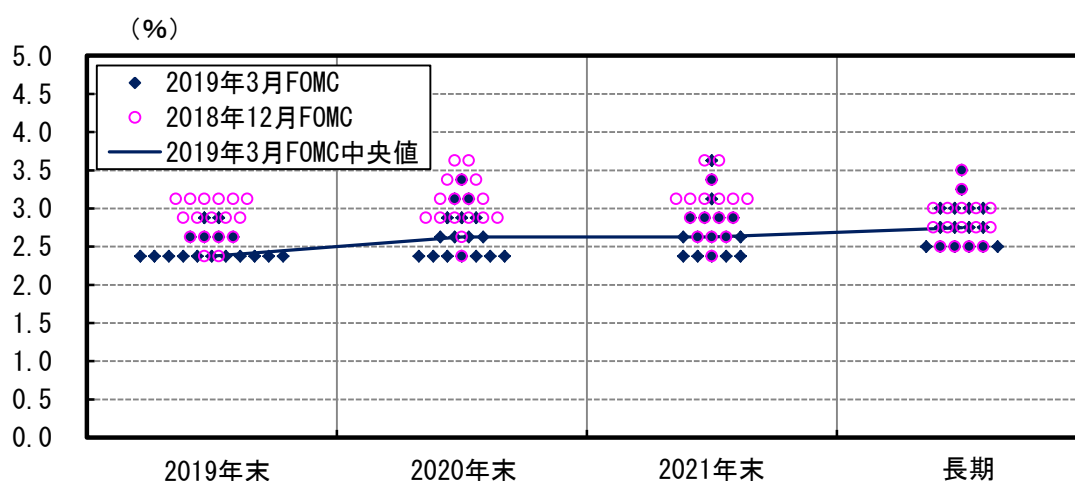
年内は利上げ見送り、来年1回で利上げサイクル終了

今回のFOMCにおける最大の注目点であった、FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2019年末の中央値は2.375%と、前回見通しの2.875%から▲0.500%pt低下した。2018年12月の時点では2019年に2回の利上げがFOMC参加者のコンセンサスであったが、今回の結果では2019年内は利上げを見送るのがコンセンサスとなった。個別回答を見ても、2019年に利上げを見込まない参加者の数は、前回見通し時点の2名から11名へと大幅に増加しており、12月FOMCから3ヵ月の間で、多くの参加者がハト派姿勢を強めたことが明らかとなった。

また、2020年末、2021年末時点の政策金利見通しはいずれも2.625%となり、それぞれ前回

見通しから▲0.500%pt 低下した。利上げ回数に注目すると、2020 年が 1 回、2021 年が 0 回となり、2020 年内に利上げサイクルを終了させるという見方は前回と同様だが、利上げサイクルを終了する政策金利の水準が前回見通しから▲0.500%pt、すなわち利上げ 2 回分下方修正されている。FF 金利の長期見通し（＝中立金利見通し）は 2.750%と、前回から変わっておらず、従来見通しにおいては一時的に中立金利を上回る水準までの利上げが見込まれていたが、今回見通しでは、中立金利到達前に利上げを停止する見方へと修正されたことになる。上述したように、前回見通しでは潜在成長率を上回ると見込まれていた 2020 年の成長率見通しが、今回、潜在成長率並みへと下方修正され、景気やインフレ率の過熱リスクが後退したことが、利上げサイクルを終了する金利水準の引き下げにつながったとみられる。

図表 3 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、2018 年 12 月、2019 年 3 月ともに 1 名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

正常化終了で、次の一手は利上げ・利下げの双方があり得る

今回公表されたドットチャートにおいては、あと 1 回の利上げによって、利上げサイクルが終了する見通しが示された。だが、利上げを見込む 2020 年までにはまだ時間があり不確実性が高いこと、現行水準で先行きも政策金利を据え置くべきとの FOMC 参加者が増えていることから、2015 年 12 月から始まった政策金利の正常化プロセスはほぼ終了したと言えよう。

声明文では、政策変更に対して「忍耐強くなる」というスタンスが維持されたが、これは必ずしも追加利上げを示唆しているわけではなく、パウエル議長は会見において利上げ・利下げの双方に対して「忍耐強くなる」という見方を強調した。つまり、今後の金融政策はあくまで経済指標、とりわけ FRB のデュアルマנדートであるインフレ率、雇用次第であり、これまで金融市場で重視されてきたドットチャートの役割は低下することになる。政策金利はおおよそ中立的な水準に達しており、FOMC 参加者が想定する以上に景気が上振れすれば追加利上げが検討される一方、景気やインフレ率の下振れ懸念が高まれば、利下げに動く必要がある。

今回の声明文でも示された通り、足下で個人消費を中心に景気が減速していること、原油価格の下落によってインフレ率が鈍化していることを踏まえれば、当面は利上げの可能性は低い。しかし、足下の景気減速には政府閉鎖による一時的要因が影響しているとみられ、4-6月期以降に反動が出る可能性があることや、インフレ率を押し下げている原油価格下落の効果がいずれ剥落すること踏まえると、2019年後半にかけて追加利上げの議論が再び高まる可能性は十分考えられる。他方、海外経済の減速や関税を巡る不透明感、減税効果の減衰などによって景気減速リスクが高まっていることも事実であり、債券市場が織り込むように次の政策変更が利下げである可能性も排除できない。金融政策の先行きを見極めるためには、これまで以上に丹念に経済指標を注視していくほかない。