

米国 ～FRBは金融引き締めに向き～

経済調査部 主任エコノミスト 桂畑 誠治(かつらはた せいじ)



利上げ継続で再投資政策を変更へ

FRBは、3月のFOMCで市場が予想していなかった利上げを直前に織り込ませたうえで利上げを実施し、利上げペースを加速させた。しかし、同時に公表されたドットチャートで、年間の利上げ回数が3回と前回の12月のFOMC予測から変更されなかったことから、金融市場では安心感が広がった。

しかし、同会合の議事要旨では経済が想定通りに推移するとの前提に基づいて大半の参加者はFF金利の緩やかな上昇が続くと見込んでいた。さらに、想定通りに利上げが進んだ場合、FOMCの再投資に関する政策の変更、すなわちバランスシート縮小が年内に適切になると参加者の大多数が判断していることが分かった。

議事要旨の公開前にNY連銀が実施した銀行へのアンケート調査では、バランスシートの縮小は18年の半ばまでないと予想されていた。利上げが継続できる環境であれば、FOMC参加者が再投資も停止できると考えていることは、市場が考えている以上にFRBは金融引き締めに向きなスタンスに変わっていることを示唆している。

この議事要旨の公表を受け、市場では再投資の減額が利上げペースをかなり遅らせるとの見方が強まったことから、金利は低下した。しかし、これは市場の読み違いだと考えられる。

再投資の終了方法は修正へ

議事要旨では、再投資の議論は14年9月にFOMCが公表した「金融政策正常化の方針と計画」の要点が概ね繰り返されていた。これらの方針には、「正常化のプロセス」が緩やかで、予想可能な形をとったうえで、保有資産を売却するのではなく、主に再投資の終了を通じて実施するとされている。また、FRB当局者らは、資産規模の縮小

について、金利引き上げが相当程度進展した段階で、償還を迎えた国債の再投資から停止するとしてきた。

議事要旨によると、FOMCに参加した政策当局者のほぼ全員が、バランスシート縮小のタイミングは、経済や金融の状態に基づいて決まるとの意見で一致した。また、参加者のほぼ全員が、再投資政策に関する方針を実際に変更するかなり前に市場に伝えるべきとの見方で一致した。

まだ意見が分かれていることは、財務省証券とMBSの双方について段階的に規模を縮小するのと一度に縮小するのとどちらが望ましいかという点だ。再投資の段階的な縮小は金融市場に混乱を引き起こす可能性が低いとされる一方、1度に再投資を止める場合は情報発信が簡単なうえ、いくらか迅速なバランスシートの正常化が可能になるとされたが、結論には至らなかった。

バランスシートの正常化に伴う金融環境の引き締め効果は市場の反応次第であり、そのことが利上げペースにも影響する。筆者は、FRBは市場が混乱するリスクを回避するため、段階的な縮小を行うと予想している。仮に4兆5000億ドル程度のバランスシートを5年程度かけて2兆ドル程度に縮小するペースであれば月間400億ドル程度の減額と小額となる。市場との対話さえうまくいけば、金融の引き締めはかなり限定的なものにとどまろう。

ファンダメンタルズでは、失業率が3月で4.5%とFOMCの17年10-12月期の予測値と一致したうえで、PCEデフレーターは2月に前年比+2.1%と予想の+1.9%を上回るなど、FOMCの予想よりも経済環境は良好なものである。このようなもと、FRBはより金融引き締めに向きになるとみられ、17年末以降慎重なペースの利上げと再投資の段階的な縮小を同時に行う決断を下そう。