

F O M Cの含意

①バランスシート縮小 ②低インフレ警戒

2017年7月27日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 7月F O M Cでは金融政策の現状維持が決定され、F F レート上限は1.25%で据え置かれた。大方の予想どおりで違和感の無い結果。一部市場関係者はバランスシート縮小開始（の決定）を予想していたが、やはり記者会見や経済見通しの発表が予定されていないF O M Cで重要な政策変更が決定されることはなかった。
- ・ 今回のF O M Cのポイントは以下の2点。①バランスシート縮小開始が実質的に予告されたこと、②インフレ率の現状判断が下方修正され、F E Dがいよいよ物価指標の下振れを無視できなくなったこと。
- ・ ①については、これまで「年内（this year）」とされていたバランスシート縮小開始時期が一步踏み込んだ表現となり「比較的早期（relatively soon）」に書き換えられた。「比較的早期」は必ずしも9月を意味しないが、市場で「年内=12月」との認識が広がっていたことを踏まえると、12月F O M Cから3ヶ月前倒しされて9月F O M Cと考えるのが自然。「次回会合（next meeting）」とすることは避けられたが、この時期の表現変更は「予告」の含意があるだろう。
- ・ ②については、12月F O M Cとされる次回追加利上げ（年内3回目）を読むうえで極めて重要。声明文では「総合物価とコア物価は鈍化し、2%を下回って推移している（overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined and are running below 2 percent）」とされ、前回声明文との比較では、“below”の前にあった“やや（somewhat）”が削除されている。これはP C Eデフレーターが総合、コアともに前年比+1.4%と、2%を下振れていることを現状追認的に反映したものだ。しかしながら、F E Dがインフレ率の低下を認めたからには、それが反転上昇しない限り将来の引締めは難しくなる。17年前半から顕著になったインフレ率の低下に対してF E D中枢の見解は「一時的な現象」だが、このままP C E（コア）デフレーターが+1.5%を下回る状況が続くようだと、12月の追加利上げは見送られる公算が高まる。
- ・ 金利先物が織り込む年内の利上げ回数は約0.5回と五分五分。追加利上げ再開の必要条件としては、物価指標の反転上昇が不可欠。P C Eデフレーターが前月比で+0.2%、前年比で+1.5%以上の上昇を遂げる必要があるだろう。
- ・ 声明文発表後に米金利低下、USD/JPY下落、株価は高値圏維持と、典型的なハト派ポジションが構築されたが、これは一部市場参加者が予想していたバランスシート縮小開始のアナウンスがなかったことに対する反応と考えられる。筆者のUSD/JPY見通しに影響を与える動きではない。よってUSD/JPY予想を113で据え置く。