

米国 バランスシートの縮小時期に関する年内の表現を維持する公算

～緩やかなペースでの利上げが適切になるとの見方も維持される見込み～

発表日：2017年7月26日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
桂畑 誠治
03-5221-5001

FRBはバランスシートの縮小時期を敢えて限定しない見込み

7月のFOMCでは、FOMC参加者による緩やかな利上げが適切とみられる想定からファンダメンタルズの現状と予想が大きくずれていないこと、FOMC後の記者会見が設定されていないこと等から、政策変更は予想されていない。注目は、バランスシートの縮小時期についての表現を、今年からより具体的なものに変更するか、また、インフレの現状判断や見通しの修正、それによる利上げスタンスの変更の有無である。

バランスシート縮小については、イエレン議長の7月の議会証言での発言が「比較的早期になる可能性もある」と6月FOMC後の記者会見での発言と変わらなかったことから、前回同様「委員会は現時点で、経済が想定通りに広く進展すれば、バランスシートの正常化プログラムを今年開始するつもりである」と、“今年”の表現は変更されないと予想される。これは、バランスシートの縮小の9月決定、10月開始が市場コンセンサスとなっているほか、経済が想定どおりに進展しているか否か、9月のFOMCで確認したうえで決定するとの慎重な政策運営スタンスを取っているためである。この表現の変更ないことによって、金融市場でのコンセンサスが後ずれしても、ファンダメンタルズが現状のような状況を維持していれば、今後の講演などの機会を通じて市場に再び織り込ませることは容易であろう。仮に“今年”を“数ヶ月内”に修正した場合でも金融市場への影響は、コンセンサスが9月決定、10月開始となっていることから、一時的なものにとどまろう。

また、現在のインフレ判断は、実際の物価統計の下振れを受け下方修正されようが、労働市場の逼迫が継続する可能性が高いなかで、インフレ見通しは維持されると予想される。同時に緩やかなペースでの利上げ継続の予想も変わっていないことを示唆しよう。ただし、物価動向を注視していることを強調し、物価上昇率の低下が「一時的な要因以外で強まっている」ようであれば、利上げペースに影響することを示し、利上げペースはあくまでも経済指標次第であることを再確認するとみられる。

声明文は景気判断が維持される一方、インフレは下方修正される見込み

以下で、7月FOMCの声明文を予想する。FOMC声明文は通常6つのパラグラフで構成されており、パラグラフ順にみていく。

第1パラグラフの景気総括判断は、4-6月期のGDP統計が公表されていないものの公表済みの基礎統計による推計では、4-6月期の実質GDP成長率は1-3月期よりも加速したと予想されることから、「6月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は今年ここまで緩やかに拡大していることを示している」と総括判断を維持すると見込まれる。

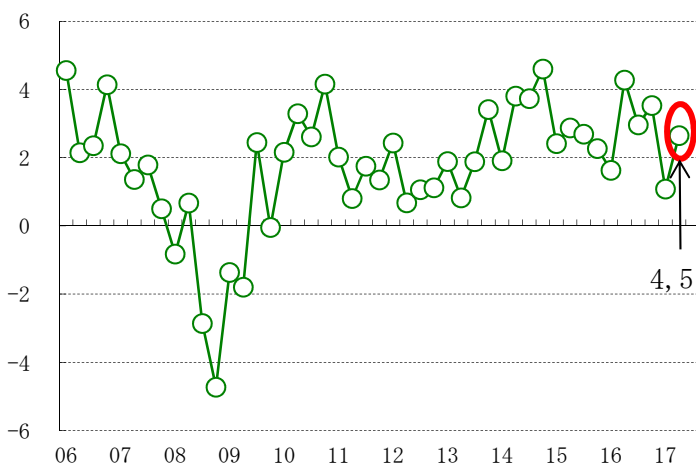
雇用情勢については、6月の雇用統計で非農業部門雇用者数が堅調さを増した一方、失業率が小幅上昇したことを受け、今回「雇用の増加ペースは年初以降均して堅調だったうえ、失業

率は低い水準にとどまった」と前回の「雇用の増加ペースは年初以降緩やかになったが、均して堅調だったうえ、失業率は低下した」から全体的な評価は上方修正される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して「家計支出は最近数か月加速した。企業の設備投資は拡大を続けた」と、前回と同様の表現で拡大したことが示されよう。

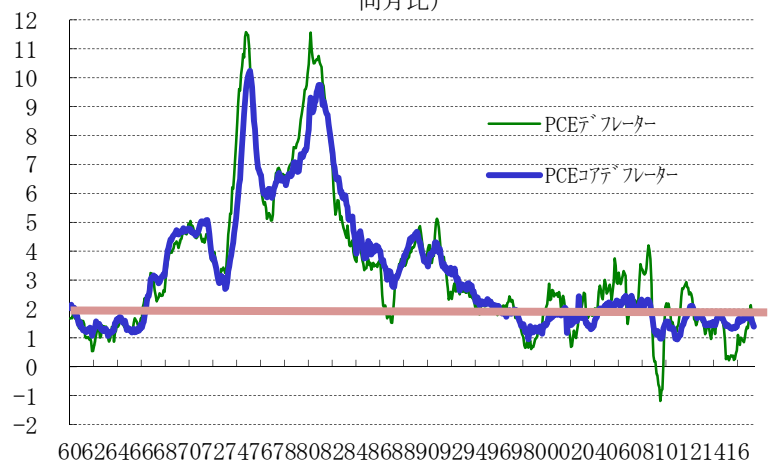
インフレに関しては今回「前年比でインフレ率は低下し、エネルギー・食品を除く消費者物価も2%を下回っている」と前回の「前年比でインフレ率は最近低下し、エネルギー・食品を除く消費者物価も2%を幾らか下回っている」から下方修正されよう。6月のFOMC以降、市場ベースの期待インフレを示す指標は低下したままであり、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しているため、前回と同様に「市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった」との見方を維持しよう。

(%) (図表) 実質個人消費の推移 (前期比年率)



(出所)米商務省

(%) (図表) 個人消費デフレーター・コアデフレーター (前年同月比)



第2パラグラフのFOMCの予想については、景気・労働市場について前回同様に「委員会は、緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大を続け、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと予想している」との見方が維持されよう。

インフレ見通しについては今回「インフレ率は短期的に2%を下回ったままと予想されるが、中期的には委員会の目標である2%付近で安定しよう」と前回の「インフレ率は短期的に2%を幾らか下回ったままと予想されるが、中期的には委員会の目標である2%付近で安定しよう」から短期的な見通しを下方修正すると予想される。リスクに関しては、前回と同様「短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだが、委員会はインフレ動向を注視する」と、引き続きインフレの動向を注視することを指摘すると見込まれる。

第3パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、政策金利の据え置き決定を受け今回「委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.00-1.25%に据え置くことを決定した」と据え置き説明を行ったうえで、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにいくらかの改善と2%

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

のインフレ率への回帰を支えていく」と利上げ後も金融政策は緩和的であり、労働市場の改善を促すとの見方が引き続き示されよう。

第4パラグラフの金融政策を決定する条件に関しては、変更されない見込み。前回と同様に「FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する」と利上げの条件が変わっていないことを示そう。物価目標については「対照的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する」と2%目標に対して上振れ下振れともに注視していることを示そう。

FF金利誘導目標の見通しは、「委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある」と緩やかな引き上げが適切となる経済情勢が予想されるとの見方が維持されたうえ、FOMC参加者が長期的なFF誘導目標の均衡水準と考えている3%を下回って推移する予想。「ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である」と政策金利の変更は引き続き様々なデータによる経済見通し次第とのスタンスを維持しよう。

第5パラグラフのバランスシートの水準維持につながる再投資政策についても、前回から変更はない見込み。「委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する」と再投資の継続を決定したことが示されよう。

バランスシートの縮小の見通しに関しては「委員会は現時点で、経済が想定通りに広く進展すれば、バランスシートの正常化プログラムを今年開始するつもりである。このプログラムは、償還元本の再投資を減らすことによって連邦準備制度理事会の有価証券の保有を徐々に減らすもので、委員会の政策正常化の原則と計画の付属書類に記載されている」とし、9月を含む年内との表現を維持すると見込まれる。

第6パラグラフでは、前回の利上げの決定ではニール・カシュカリ地区連銀総裁一人が反対したが、今回はFF誘導目標のレンジを据え置くことに全員が賛成する見込み。

○17年6月13、14日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

5月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は今年ここまで緩やかに拡大していることを示している。雇用の増加ペースは年初以降緩やかになったが、均して堅調だったうえ、失業率は低下した。家計支出は最近数か月間加速した。企業の設備投資は拡大を続けた。前年比で、インフレ率は最近低下し、エネルギー・食品を除く消費者物価も2%を幾らか下回っている。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大を続け、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと予想している。インフレ率は短期的に2%を幾らか下回ったままと予想されるが、中期的には委員会の目標である2%付近で安定しよう。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだが、委員会はインフレ動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.00-1.25%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対照的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。委員会は現時点で、経済が想定通りに広く進展すれば、バランスシートの正常化プログラムを今年開始するつもりである。このプログラムは、償還元本の再投資を減らすことによって連邦準備制度理事会の有価証券の保有を徐々に減らすもので、委員会の政策正常化の原則と計画の付属書類に記載されている。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、パトリック・ハーカー、ロバート・カプラン、ジェローム・パウエル。反対したのはニール・カシュカリ、今会合では現在のFFレートの誘導目標の維持が好ましいとした。

以上