

U.S.Trends

**米国 バランスシート縮小決定は規定路線、緩やかな利上げ見通しは維持される公算
～インフレ注視は変わらず～**

発表日：2017年9月20日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
桂畑 誠治
03-5221-5001

市場はバランスシート縮小決定を織り込んでおり、FOMC参加者の経済・政策金利見通しの変更等に注目

9月のFOMCでは、政策金利が据え置かれる一方で、バランスシートの縮小を決定すると市場で予想されている。このため、政策決定の金融市場の反応は限定的だろう。これ以外の今回のFOMCの注目点は、FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）、イエレン議長の記者会見の内容である。

具体的には、FOMC参加者のFF金利誘導目標予想の中央値が年内の利上げを維持するかどうか、また、18、19年の利上げ回数の増減、加えて新たに公表される20年の見通しで金融引き締めサイクルの終了が示唆されるか、であろう。

FRBは政策金利を据え置き、バランスシート縮小を決定する見込み

今回の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成長率、失業率の現状と予想は大きくずれていないものの、インフレが予想よりやや下振れていることから、追加の利上げを急ぐ状況ではなく、政策金利を据え置くと予想される。一方で、バランスシート（B/S）政策について、FRBはB/Sを縮小しても経済・金融市場への影響がないと判断していること、既にB/Sを縮小させる枠組みが公表されていること、FOMC関係者の発言等から9月決定を金融市場が織り込んでいることから、今回B/Sの縮小を決定すると予想される。

FOMC参加者の経済、FF金利予測（中央値）はほとんど変更されない見込み

SEPでは、PCEコアデフレーターは17年の予測値だけが、足元の下振れを受け前回6月の前年同期比+1.7%から今回同+1.6%に小幅下方修正される見込み。それ以外の項目の17年の予測値や、18、19年、長期の実質GDP成長率、失業率、PCEデフレーター、PCEコアデフレーター全ての予測値（中央値）は、現時点で変更する材料がないことから、前回から修正されない見込み。また、20年の予測値は、かなり先の予測になるため不確実な景気変動を予想することを回避し19年と同じ数値になると予想される。

このような予想のもと、ドットチャートでも17、18、19年のFFレート誘導目標の中央値は前回から変わらないと予想される。FOMCのなかには、加速しないインフレを警戒している参加者が若干増加しているものの、中央値を変更させるには人数不足であ

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：17年6月

	2017年		2018年		2019年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	2.2	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8
失業率	4.3	4.5	4.2	4.5	4.2	4.5	4.6	4.7
PCEデフレーター	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0		
FFレート	1.4	1.4	2.1	2.1	2.9	3.0	3.0	3.0

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率、失業率は10～12月期の平均値。

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。

る。ただし、長期の数値は、均衡金利の低下を指摘している地区連銀総裁が増えたことから、2.75%（表では2.8%）と前回の3.0%から小幅低下すると見込まれる。20年の見通しは、GDP成長率、失業率、インフレ見通しにあわせる形で、基本的には長期の均衡金利の水準が適切と判断され、長期の数値と同じ2.85%になると予想される。

多くの経済指標が公表されるため年内利上げの可能性を残す見込み

年内の金融政策に限ってみると、12月13、14日のFOMCまでに、インフレ統計では、CPIの9、10、11月分、PCEデフレーターの8、9、10月分が確認できる。また、雇用統計は、9、10、11月分。これらの統計で、労働市場の一段の逼迫、インフレの下げ止まりと緩やかな上昇が確認される可能性が十分ある。

F RBは、経済が想定どおりに進展しているか否か、12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、多くは現時点で見通しを変更する必要はないと判断しているとみられることから、年内の利上げの可能性を残す見込み。

イエレン議長の記者会見はFOMC参加者の経済、金利見通し、声明文に沿った発言に

イエレン議長の記者会見では、バランスシート縮小の影響が限られるとの評価を示そう。また、前述の見通しをもとに年内利上げや来年以降の利上げ継続を示唆すると予想される。ただし、年内の利上げは経済指標次第であると指摘しよう。インフレに関しては、一時的な要因による下振れとの見解を示す一方で、インフレの動向を注視すると、これまでのスタンスを維持する公算が大きい。

声明文は景気判断が維持される一方、インフレはやや上方修正される見込み

以下で、9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月期の実質GDP成長率が想定どおり1－3月期よりも加速したことから、7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、7、8月の雇用統計で非農業部門雇用者数が堅調さを維持したうえで、失業率が低い水準に低下したことを受け、前回と同様「雇用の増加ペースは年初以降、均して堅調だったうえで、失業率は低下した」と年初からの改善傾向を指摘する形で全体的な評価は維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して「家計支出や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、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価は2%を下回ったまま」と前回の「前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価は低下し、2%を下回っている」から低下に歯止めがかかった内容の文言に修正される見込み。7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。

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「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」との見方が維持されよう。

インフレ見通しについては前回と同様「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」と短期的に2%を下回って推移するとの予想を維持しよう。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前回と同様に「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」と据え置きの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%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に関しては、変更されない見込み。金融政策を決定する条件は、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。

また、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、再投資政策については、今回大幅に変更される見込み。今回「バランスシートの正常化プログラムの開始を決定した。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。委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSへの再投資の金額と、米国債の償還資金を入札で再投資する金額を減額していく」とバランスシートの縮小決定と方法を簡単に説明すると予想される。さらに、「米国債は、月間の再投資見送り額を当初60億ドルに設定し、3カ月ごとに60億ドル増額し、月額300億ドルに達した時点で見送り額を固定する。また、モーゲージ担保証券は、月間の再投資見送り額を当初40億ドルに設定し、3カ月ごとに40億ドル増額し、月額200億ドルに達した時点で固定する」と具体的な方法も明記する可能性がある。

なお、前回は「当面、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比較的早期に開始するつもりである。このプログラムは、2017年6月の委員会の政策正常化の原則と計画の補足事項で説明されている」となっていた。

第6パラグラフでは、前回と同様に今回も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。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、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、ニール・カシュカリ、ジェローム・パウエル。

〇17年7月25、26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）

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。雇用の増加ペースは年初以降、均して堅調だったうえ、失業率は低下した。家計支出や企業の設備投資は拡大を続けた。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価は低下し、2%を下回っている。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%に維持することを決定した。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。

当面、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比較的早期に開始するつもりである。このプログラムは、2017年6月の委員会の政策正常化の原則と計画の補足事項で説明されている。

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、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、ニール・カシュカリ、ジェローム・パウエル。

以上