

- ・いつでも利上げストップ 毎回の記者会見
- ・利上げの総合計回数は変化なし
- ・中立金利との距離感はつまった印象
- ・ドットチャートもフラット化
- ・USD/JPYは下落へ

2018年6月14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

- ・6月FOMCでは予想通り政策金利の引き上げが決定され、F F金利上限は2.0%へ引き上げられた。決定は全会一致。注目は声明文とドットチャート。
- ・声明文では「F F金利は当面の間、長期的に通常とみる水準を下回るだろう」とのフォワードガイダンスが削除された一方、「金融政策は引き続き緩和的だ」とする現状認識の文言は維持。前者の削除はF F金利が中立金利に近づきつつあるとの認識を示したと思われる一方、後者は中立金利まではまだ距離があるとの認識が読み取れる。これら文言の変更を「ハト」、「タカ」で分類することは難しいが、やはりフォワードガイダンスが削除されたことは、中立金利までの距離が幾分詰まった印象を受ける。したがって、利上げの打ち止めに一步近づいたとの見方から、ややハト派寄りを受け止めるのが妥当に思える。
- ・ドットチャートは2018年が4回（年末値2.50% ※公表値に0.125%を足すことでF F金利上限になるよう調整）、19年が3回（3.25%）、20年が1回（3.50%）であった。水準は18年、19年がそれぞれ25bpの上方改定、20年（3.50%、2回→1回へ変更）と中立金利（2.875%）は変化がなかった。18年、19年の計画が合計7回（従来は6回）に変更されたことはタカ派的に映る反面、20年と中立金利が不変だったことは、結局のところ利上げの総合計回数が変わらないことを意味する。慎重な判断と言えるだろう。
- ・こうしたドットチャートのフラット化は、米債市場で観察されている長短金利差の縮小と整合的。債券市場の長短金利差縮小は、債券市場参加者の金利見通しがドットチャートに誘導されている面があり、ドットチャートの形状を先取りした結果とも解釈できる。したがって、FEDが20年や中立金利の金利見通しを据え置くと同時に近い将来（18年、19年）の利上げ継続を示唆したことは、債券市場の長短金利差縮小を促したとも言える。FEDがドットチャートの計画に基づいて2回ないしは3回の利上げをすれば、（ドットチャートの形状を先取りする傾向のある）債券市場の長短金利差は逆転する可能性が高い。
- ・なお、今回のFOMCの隠れキーポイントは、19年以降に毎回のFOMCで記者会見をセットする方針が示されたこと。現状では重要な政策変更は、記者会見がセットされる3・6・9・12月のFOMCで決定されたとの暗黙のルールに縛られているが、毎回のFOMCで記者会見をセットすれば政策変更は全8回のFOMCで可能になる。
- ・なぜこの時期にこうした方針が示されたのか、少し深掘りして考えてみたい。ごく一部の市場関係者は利上げペースを加速させる意図があると読んだようだが、筆者は「いつでも利上げ休止のシグナルを発するための措置」であると考えている。2・3回の追加利上げ実施後に予想される長短金利差の逆転を見据え、グローバルリスクオフに対処するための策を講じた意図があったように感じられる。長短金利差の逆転が、理論的に景気後退に結び付くかは議論の余地があるとはいえ、長短金利差逆点が景気後退のシグナルと広

範に認識されている以上、人々がそのこと自体に反応する可能性は相応に高い。そうした状況下、景気後退に備えたポジション構築からグローバルに株価が下落したり、USDが調達通貨に対して下落する展開も想起される。そうした際、直ちに緩和的なメッセージを市場に送ることによって、混乱の鎮静化を図るという意図があるとみている。当然のことながら、金融市場の混乱が实体经济を冷やすというネガティブ・ループを断ち切る必要もある。

- こうした認識の下、筆者は日米金利差拡大に基づいたUSD/JPY上昇シナリオに距離を置く姿勢を維持する。向こう数ヶ月は、FEDの利上げ（観測）によって2～5年の米金利は上昇が見込まれ、日米金利差は拡大が予想されるものの、利上げの頂点が近づきつつあるなか、長短金利差の縮小が示唆しているように米景気のピークアウトも近づいている。そうした状況下、USDが調達通貨（JPY、CHF）に対して弱含む展開が自然だろう。筆者は先行き12ヶ月のUSD/JPYが100へと下落する予想に自信を深めつつある。