

FOMC利上げ予想の下方シフトとBS縮小停止へ

～FOMCの利上げ回数予想減少で金融市場・景気をサポートする見込み～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治(Tel:03-5221-5001)

ポイント

- 3月FOMCでは、政策金利の据え置きが市場コンセンサス。
- 今回のFOMCでの注目点は、①景気・インフレ判断など声明文やパウエルFRB議長の見方の変化の有無、②FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)、③FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)が、どの程度下方修正されるか否か。また、④バランスシート縮小の年内終了の計画が公表されるか否か、またその内容。
- 景気・インフレ判断が下方修正されるも、FOMC参加者の利上げ予想(中央値)は19年1回、20年1回、21年ゼロ回を示す水準に下方シフトする見込み。
- インフレの安定が続くもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)、パウエルFRB議長の記者会見ともにマーケットフレンドリーな内容になる公算が大きい。

米国では、3月19、20日に今年2回目のFOMCが開催され、当面の金融政策運営方針が決定される。今回は、FOMC声明文の公表(日本時間21日3:00)と同時に、FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測が公表される。その後、日本時間21日3:30にパウエルFRB議長の記者会見が1時間程度行われる。

政策金利の変更の有無に関しては、前回1月のFOMC声明文で“忍耐強くなれる”との文言が挿入されたことや、その後のFOMC関係者の講演等でも“忍耐強くなれる”とのワードが繰り返し使用されていることから、当面様子見姿勢を続けることが示されている。このため、政策金利の据え置きが市場コンセンサスとなっている。

そのような状況のなか、今回のFOMCでの注目点は、①景気・インフレ判断など声明文やパウエルFRB議長の見方の変化、②FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)がどのように修正されるか否か、③FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)がどの程度下方シフトするか否か、また④バランスシート縮小の年内終了の計画が公表されるか否か、公表される場合はその内容。

①今回の声明文では、景気やインフレ判断が小幅下方修正されるものの、前回からの変更は限定的なものにとどまると予想される。景気は、米連邦政府機関の一部閉鎖(12月22日から1月25日)の影響により経済指標の公表が遅れていることで評価を難しくしているが、12月小売売上、1月の製造業生産な

どが下振れたこともあり、景気判断は小幅下方修正されると予想。また、インフレ判断は総合物価の下振れを受け、下方修正される見込み。

②FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）では、経済指標の公表が遅れているものの、1－3月期の経済成長が下振れていることから、19年の実質GDP成長率が下方修正される見込み。19、20年の失業率は0.1%p上方修正されると予想されるが、21年にかけて労働市場の逼迫が続くとの見方が維持されよう。インフレ見通しでは、CPI統計が1、2月と下振れていることから、PCEデフレーターが19年0.1%p、20年0.1%p下方修正されよう。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：18年12月

	2018年		2019年		2020年		2021年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	3.0	3.1	2.3	2.5	2.0	2.0	1.8	1.8	1.9	1.8
失業率	3.7	3.7	3.5	3.5	3.6	3.5	3.8	3.7	4.4	4.5
PCE ⁺ デフレーター	1.9	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
PCEコア ⁺ デフレーター	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1		
FFレート	2.4	2.4	2.9	3.1	3.1	3.4	3.1	3.4	2.8	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。

③上記のようなファンダメンタルズ予測のもと、今回最大の注目であるFOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、19年末2.625%（前回2.875%）、20年末2.875%（前回3.125%）、21年末2.875%（前回3.125%）、長期は2.50%（前回の2.75%）に下方シフトしよう。結果、予測中央値が示す利上げ回数は、19年1回、20年1回、21年ゼロ回になると見込まれる。

(図表) FOMC委員のFF金利予想中央値（%）

	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	長期
2018年12月	2.375	2.875	3.125	3.125	2.750
2018年9月	2.375	3.125	3.375	3.375	3.000
2018年6月	2.375	3.125	3.375		2.875
2018年3月	2.125	2.875	3.375		2.875

FOMC委員のFF金利予想 (2018年9月)

(%)	18年末	19年末	20年末	21年末	長期
1.5					
1.625					
1.75					
1.875					
2					
2.125	4	1	1	1	
2.25					
2.375	12	1			
2.5					3
2.625		1	1	1	
2.75					4
2.875		4	1	3	
3				1	6
3.125		4	4	1	
3.25					1
3.375		4	2	4	
3.5				1	1
3.625		1	6	2	
3.75					
3.875			1	1	
4					
4.125				1	
4.25					
4.375					
4.5					
4.625					
4.75					
4.875					
5					

(注)青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想 (2018年12月)

(%)	18年末	19年末	20年末	21年末	長期
1.5					
1.625					
1.75					
1.875					
2					
2.125	2				
2.25					
2.375	15	2	1	1	
2.5					4
2.625		4	1	3	
2.75					5
2.875		5	6	4	
3					5
3.125		6	4	6	
3.25			3	1	1
3.375					1
3.5					1
3.625			2	2	
3.75					
3.875					
4					
4.125					
4.25					
4.375					
4.5					
4.625					
4.75					
4.875					
5					

(注)青丸は中央値を示す



④今回のFOMCでバランスシート縮小の停止計画が公表されると見込まれる。バランスシートの正常化政策を金融市場が注目しているため、早期にバランスシートの縮小停止計画を公表することで、金融市場での不透明感を払拭することが狙いだ。具体的には、19年は毎月500億ドルのバランスシートの縮小を続け、19年末に終了する計画が見込まれる。現時点でバランスシートの縮小による経済・金融市場への悪影響は確認されていないため、現在の正常化政策を当面継続できるとしながらも、今後経済・金融市場に悪影響ができれば柔軟に対応する方針であることを強調すると予想される。また、正常化策を始めたときに想定していたよりも、バランスシートの水準は大きくなるとの見方を示すと考えられる。

以下で、3月FOMCの声明文を予想する。FOMC声明文は前回から4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、10-12月期の実質GDP成長率が潜在成長率(前期比年率+2.6%)を上回ったものの、1-3月期にさらに減速している可能性が示唆されていることから、今回「一時的要因によって労働市場の改善ペースが弱まったが、経済活動は底堅いペースで拡大していることを示し

ている」と前回の「労働市場が強まり続け、経済活動は底堅いペースで拡大していることを示している」から若干の下方修正にとどまると見込まれる。

雇用情勢については、2月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+2万人に鈍化した一方、失業率が3.8%に低下したことを受け、「雇用は均してみれば堅調さを維持し、失業率は低下した」と前回の「雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままだった」から表現が変更されるとみられるが、雇用環境は良好との判断が維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、政府機関の一部閉鎖によって関連経済指標の公表が遅れているが、12月の小売売上が大幅に鈍化し、モメンタムも弱まっていることを受け、「家計支出が減速した一方、企業の設備投資の伸びは昨年早い時期の急速なペースから緩やかになった」と前回「家計支出は強い伸びを続けた一方、企業の設備投資の伸びは昨年早い時期の急速なペースから緩やかになった」から家計支出の判断を下方修正する見込み。

インフレに関しては、12月のPCEデフレーター（公表遅れ）、2月のCPIコアが前年比2%程度で推移している一方、2月のCPIが前年比+1.5%と下振れていることを受け、今回「前年比で、全体のインフレ率が下ぶれたが、エネルギー・食品を除くインフレは2%付近にとどまった」と前回の「前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%付近にとどまった」から小幅下方修正される見込み。一方、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しているが、1月のFOMC以降、市場ベースの期待インフレを示す指標が上昇したため、今回「将来のインフレを示す市場ベースの指標は最近上昇したが低いままであり、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」と、前回の「将来のインフレを示す市場ベースの指標は最近数カ月で低下したが、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」と市場ベースの指標の変化の説明の変更にとどまると予想される。

第2パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、前回と同様に「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。これらの目標を支援するために、委員会はFF金利目標の誘導レンジを2.25-2.50%に据え置くことを決定した」と目標を支援するためには据え置きが適切と判断したことを示す見込み。

FOMCの予想については、前回と同様に「委員会は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果になる可能性が高いと委員会は引き続きみている」と今後、潜在成長率程度の成長の継続、雇用の堅調な増加、PCEデフレーター2%前後で推移するとの予想を維持しよう。

そして、前回と同様に「世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果になるために適切かを定める際に、委員会は忍耐強くなるだろう」と、上述のような状況になるために必要な金融政策の調整を決めるまでには、時間をかけることを強調するだろう。

第3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対

称的な2%のインフレ目標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が示されよう。

第4パラグラフでは、「FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ジョン・ウィリアムズ副委員長、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、エステル・ジョージ、ランダル・クオールズ、エリック・ローゼングレン」とFF誘導目標のレンジ据え置きに全員が賛成票を投じる見込み。

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、第一生命保険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。

