

FRBはBSの縮小停止の前倒しで金融緩和開始へ

～FRB議長は景気見通しの下振れに適切に対応することを再度強調する見込み～

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

- 6月FOMCでは、一部利下げ期待もあるが、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政策金利変更の有無、②バランスシート縮小終了の前倒し、③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、④FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)、⑤FOMC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。
- 政策金利が据え置かれるものの、関税賦課、世界経済の減速など景気下振れ要因が増加していることを背景に、資産圧縮の終了を6月末に前倒しすると見込まれる
- 景気・インフレ判断が維持されるも、FOMC参加者の経済・金利見通しは下方修正され、金融緩和を示唆。金融政策予想(中央値)は19年据え置き、20年1回の利下げ、21年1回の利下げを示す水準に下方シフトする見込み。
- パウエルFRB議長の記者会見では、ドットチャート(中央値)が利下げ予想とならなかった場合を含めて、見通しが下振れれば目標達成に向けて適切に対応(積極的な金融緩和)を行うことを強調する公算が大きい。

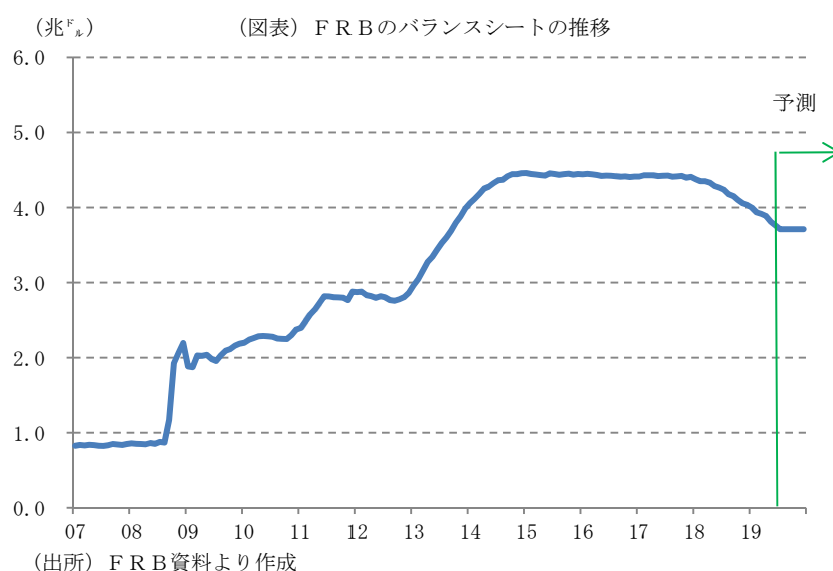
米国では、6月18、19日にFOMCが開催され、当面の金融政策運営方針が決定される。今回は、FOMC声明文の公表(日本時間20日3:00)と同時に、FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測が公表される。その後、日本時間20日3:30にパウエルFRB議長の記者会見が1時間程度行われる。

今回のFOMCでの注目点は、①金融政策の変更の有無、②バランスシート縮小計画の変更、③景気・インフレ判断など声明文やパウエルFRB議長の景気見通しの変化、④FOMC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、⑤FOMC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。

①政策金利の変更の有無に関しては、6月に利下げを行うとの見方も一部あるがFF先物の織り込み度合いは17.4%と低く、織り込み度合いが83.5%と高い7月に利下げが実施されるとの見方がコンセンサスとなっている。パウエルFRB議長が講演で、貿易摩擦などの不透明要因が見通しに影響すれば、適切に対応するとしており、現時点では見通しを下方修正するような追加材料はでない。逆に、講演以降に、不法移民問題によるメキシコへの関税賦課は見送られ、無期限中止となった。また、実際の経済指標でも、個人消費の再加速が示されるなど、利下げを急ぐような環境にはなっていない。このた

め、6月は政策金利が据え置かれると予想される。

②バランシートの正常化政策については、3月に公表された「バランシートの正常化の原則と計画」でFRBは経済が概ね予想通りに推移すれば、9月に資産圧縮を終了するとされ、5月からは月間最大500億ドルから350億ドルのペースに減額されている（国債が300億ドルから150億ドルとなり、政府機関債は200億ドルで継続）。しかし、関税賦課、世界経済の減速など景気下ぶれ要因が増加していることを背景に、資産圧縮の終了を6月末に前倒しすると見込まれる。



③今回の声明文では、景気やインフレ判断は、前回から変更されないと見込まれる。景気は、1－3月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.1%と堅調さを維持しているうえ、4－6月期も個人消費主導で国内需要が再加速している。このため、景気の総括判断は維持され、需要項目別で個人消費は上方修正されると見込まれる。他方、インフレ判断は前回から概ね変化なしとなろう。

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デフレーターは2%前後で推移するとの予想を維持しよう。

しかし、今回「貿易交渉やその他の問題がどのように、またいつ解決するのか委員会は分からない。委員会は、そうした状況が米経済の見通しに与える影響を注意深く観察する」と今後のデータを注視する方針を強調。「これまでと同様、力強い労働市場と上下対称的な2%の当局目標付近のインフレ率をともなった景気拡大を維持するため、委員会は適切な行動を取る」と、FRBは目標達成のため積極的な行動をとる方針を強調し、金融市場に安心感を与えよう。

パウエルFRB議長の記者会見では、声明文と同様の見解を繰り返すと見込まれる。ドットチャート(中央値)が利下げ予想とならなかった場合を含めて、見通しが下振れば目標達成に向けて適切に対応(積極的な金融緩和)を行うことを強調する公算が大きい。

④ FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）では、実質GDP成長率が1-3月期に上振れたことから、19年が上方修正される一方、20年、21年は下方修正される見込み。

失業率は足下での低下を受け19年が0.1%p下方修正されるが、20、21年は変更されないだろう。それでも、労働市場の逼迫が続くとの見方が維持されることになる。インフレ見通しでは、PCEデフレーターは変更されないものの、PCEコアデフレーターは足下での下振れを背景に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：19年3月

	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
実質GDP	2.1	2.3	1.9	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9
失業率	3.7	3.5	3.8	3.6	3.9	3.8	4.3	4.4
PCEデフレーター	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0		
FFレート	2.4	2.9	2.6	3.1	2.6	3.1	2.8	2.8

（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。

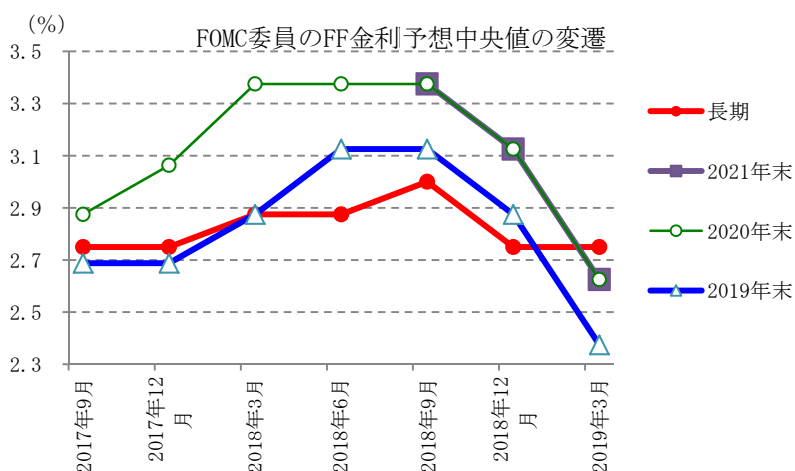
⑤ 上記のようなファンダメンタルズ予測のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、19年末は2.375%（前回2.375%）と変わらず。しかし、20年末は2.125%（前回2.625%）、21年末が1.875%（前回2.625%）と大幅な下方シフトとなろう。また、長期は、2.75%（前回の2.75%）と変わらないと予想される。結果、予測中央値が示す金融政策の変更は、19年にゼロ回、20年に1回の利下げ、21年に1回の利下げになると見込まれる。

もっとも、FOMC参加者の“ファンダメンタルズ予測”、および“適切なFFレート誘導目標予測”は各個人が関税賦課などの見通し、地政学リスクの見方、原油価格の見通しなど独自の前提を置き予測しているため、中央値が利下げ見通しとならない可能性もある。

（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
2019年3月	2.375	2.375	2.625	2.625	2.750
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
2017年12月	2.125	2.688	3.063		2.750
2017年9月	2.125	2.688	2.875		2.750

（出所）FRB資料より作成



F O M C 委員の F F 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					1
3.375			3	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

F O M C 委員の F F 金利予想 (2019年3月)

(%)	19年末	20年末	21年末	長期
1.5				
1.625				
1.75				
1.875				
2				
2.125				
2.25				
2.375	11	7	5	
2.5				6
2.625	4	4	5	
2.75				4
2.875	2	3	4	
3				4
3.125		2	1	
3.25				1
3.375		1	1	
3.5				1
3.625			1	
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

以下で、6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。

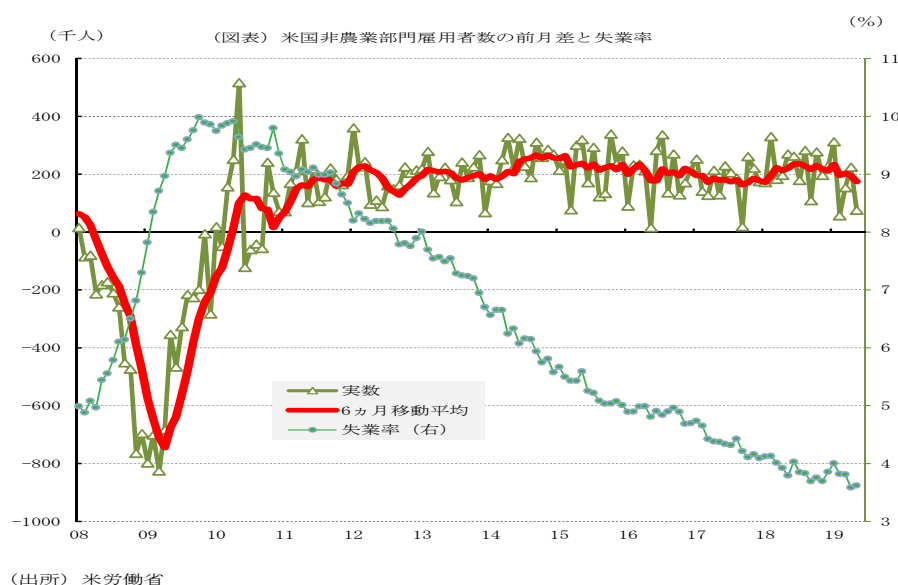
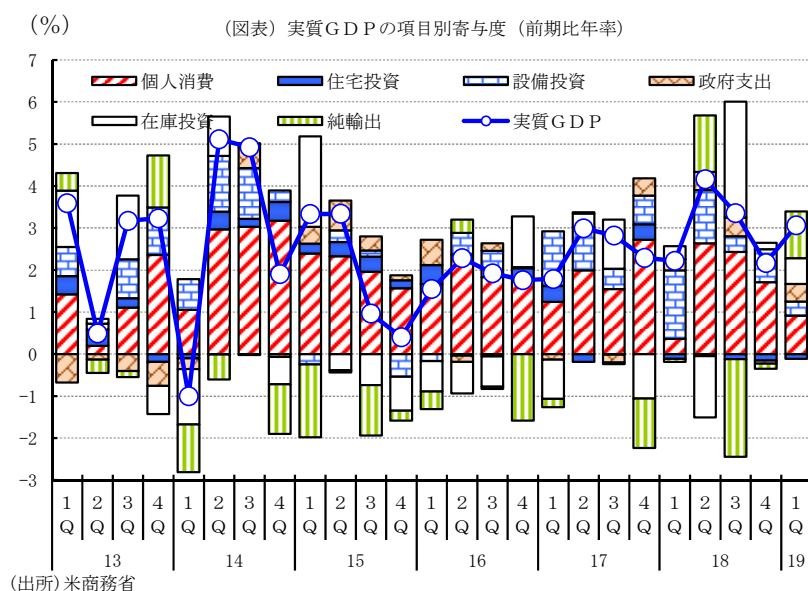
第1パラグラフの景気総括判断は、1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.1%と加速し、潜在成長率を上回ったうえ、4-6月期もGDPNOWが当初の1%から2%に上方改定されているように、堅調さを維持していることから、前回と同様に「労働市場は強いままで、経済活動は堅調ペースで拡大したことを示している」との判断が維持されると見込まれる。

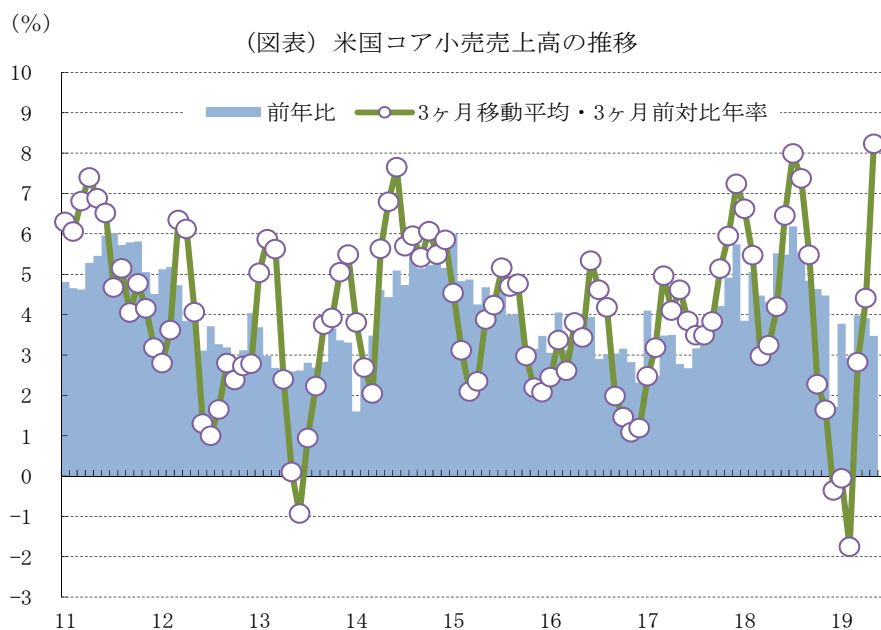
雇用情勢については、5月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+7.5万人に鈍化した一方、3ヵ月移動平均(3、4、5月)では前月差+151千人(前月同+144千人)と堅調な増加ペースを維持している。6ヵ月移動平均では前月差+175千人(前月同+195千人)と減速したが、高い伸びを維持している。また、失業率は3.6%を維持したことを受け、「雇用は5月に鈍化したか、雇用の増加ペースは最近数ヵ月平均で堅調であり、失業率は低いままだった」と前回の「雇用の増加ペースは最近数ヵ月平均で堅調であり、失業率は低いままだった」から表現が変更されるとみられるが、雇用環境は良好との判断が維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、5月の小売売上が大幅に拡大し、モメンタムが強まった

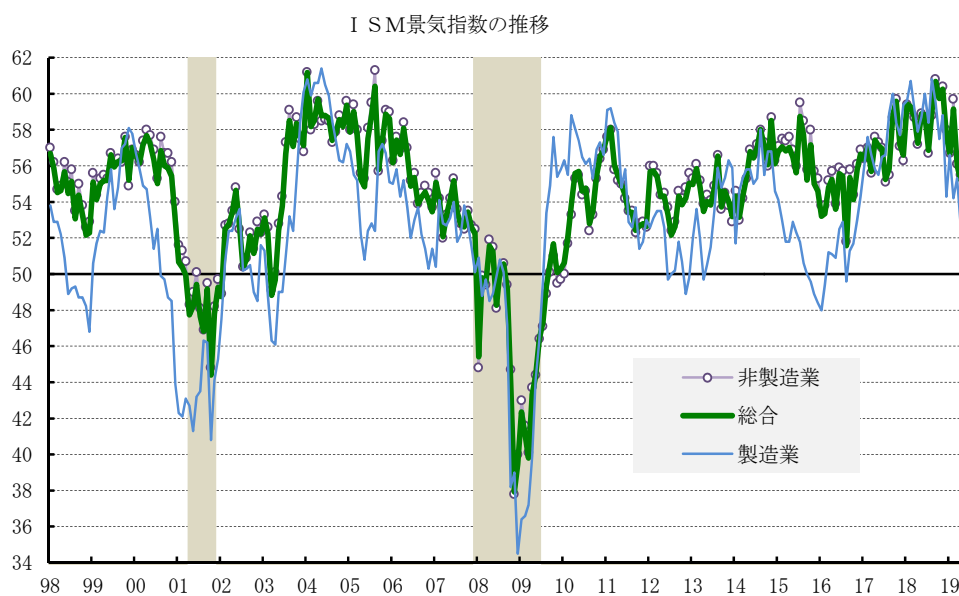
ことを受け、「家計支出が再び強まっているとみられる一方、企業の設備投資の伸びは減速している」と前回「第1四半期に家計支出、企業の設備投資の伸びは減速した」から家計支出の判断を上方修正する見込み。

インフレに関しては、4月のPCEデフレーターが前年同月比+1.5%、PCEコアが同+1.6%に上昇したほか、5月のCPIコアが同+2%となった。一方、5月のCPIは前年比+1.8%と2%を小幅下回ったことを受け、前回と同様「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフレ率は低下し、2%を下回っている」と2%を下回っているとの判断が維持される見込み。また、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しているほか、市場ベースの期待インフレを示す指標は低下したため、前回と同様に「市場ベースの指標は総じて最近数カ月低いままであり、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」と期待インフレ率の変化は乏しいことの判断が維持されると見込まれる。



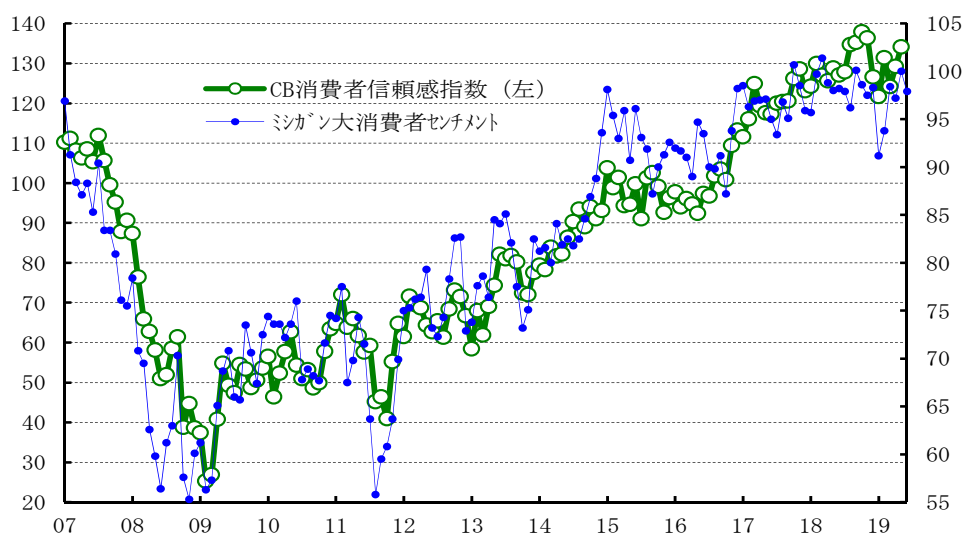


(出所) 米商務省



(出所) ISM (注) シャドー部は景気後退期。

(図表)消費者マインドの動向(月次)



(出所) C B、ミシガン大

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F F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デフレーターが2%前後で推移するとの予想を維持しよう。

しかし、今回「貿易交渉やその他の問題がどのように、またいつ解決するのか委員会は分からない。委員会は、そうした状況が米経済の見通しに与える影響を注意深く観察する」と今後のデータを注視する方針を強調。「これまでと同様、力強い労働市場と上下対称的な2%の当局目標付近のインフレ率をともなった景気拡大を維持するため、委員会は適切な行動を取る」と、FRBは目標達成のため積極的な行動をとる方針を示し、金融市場に安心感を与えよう。そして、前回の「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F F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決める際に、委員会は忍耐強くなるだろう」との文言を削除しよう。

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「F F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」と金融政策決定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、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」とし、「ジェームズ・ブラードがFF誘導目標のレンジの引き下げが適切とみられ、据え置きに反対票を投じた」と1人反対する見込み。

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。見直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。

