

2019/ 3/22

投資情報部
シニアエコノミスト
宮川 憲央

マーケット・フォーカス

経済：米国

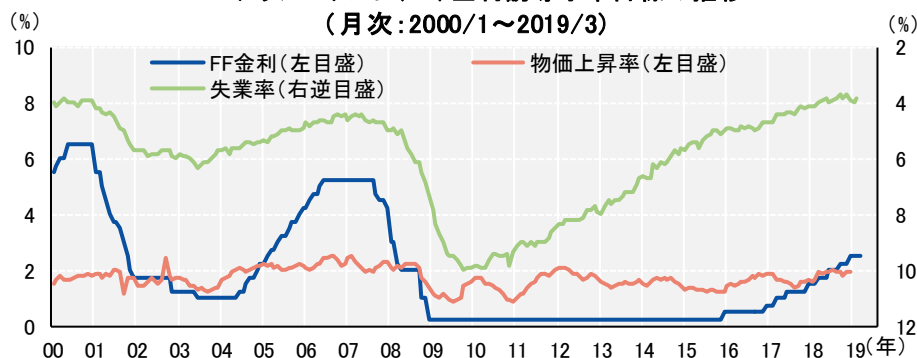
ハト派の姿勢が強調されたFOMC

- 3/19～20に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利の現状維持が決定された。また、当面の利上げ停止が改めて明示され、米連邦準備理事会(FRB)が保有する米国債等の資産(バランスシート)縮小を9月に終了することが決定される等、金融引き締め
に慎重なハト派の姿勢が強調される結果となった。
- 海外経済の減速懸念等が後退することに加えて、物価上昇率の高まりを確認するということ
であれば、利上げ再開へのハードルは高いといえる。
- みずほ証券投資情報部では、今後の状況次第ではあるものの、このまま利上げが停止され
る可能性は高まったと考えている。また、米国経済の成長は今後も続くと思われるなか、金利
上昇が抑えられることで、金融市場でリスク資産が選好されやすい環境が続くと考えている。

予想以上にハト派の 姿勢を示す結果に

3/19～20に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジを2.25%～2.50%に維持することが決定された。また、当面の利上げ停止が改めて明示され、米連邦準備理事会(FRB)が保有する米国債等の資産(バランスシート)縮小を9月に終了することが決定される等、金融引き締め
に慎重なハト派の姿勢が強調される結果となった。なお、決定は全員一致。

米失業率と物価上昇率、
フェデラルファンド(FF)金利誘導水準目標の推移
(月次：2000/1～2019/3)



(注) FF金利は2008/12以降、レンジの上限値としている(2.25%～2.50%のレンジであれば、2.50%)
物価上昇率は個人消費支出デフレーター(食料・エネルギーを除く)の前年同月比
直近のFF金利は2019/3/20時点、失業率は2019/2、物価上昇率は2018/12まで
出所：米連邦準備理事会(FRB)、労働省、商務省のデータよりみずほ証券作成

経済・物価見通しは 下方修正

声明文から今回の政策決定の背景となる経済・物価情勢の評価をみると、現状に関しては「労働市場は引き続き力強い一方、経済成長ペースは2018年10-12月期の堅調なペースからは低下している」として、前回1月のFOMC時点に比べて見方が引き下げられた。2月の雇用統計で非農業部門雇用者数が伸び悩んだほか、最近の経済指標を受けて、個人消費や設備投資の増加ペースも減速したという認識が示されている。また、物価上昇率については「前年同月比でみて、総合指数はエネルギー価格下落を受けて低下し、コア(食料・エネルギーを除く)はFOMCの長期目標である+2%近辺で推移している」とされた。長期の期待インフレ率については「市場で計測されるインフレ期待はここ数ヶ月低いままであり、サーベイ調査によるものはあまり変わっていない」とされている。

先行きについては、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、上下対称的な目標である2%近辺の物価上昇率という見通しに変わりはない。ただ、今回発表されたFOMC参加者の経済・物価見通し(中央値)をみると、実質GDP成長率、失業率、物価上昇率ともに前回18年12月時点の見通しから下方修正された(コア物価上昇率は変わらず)。また、失業率に関しては、完全雇用とみなされる長期水準が4.3%となり、12月時点の4.4%という見方から引き下げられた。完全雇用を示す水準が低下し、実際の失業率の見通しが上昇方向に修正されているため、労働需給の引き締まりの度合いは和らぐ形となった。もともと、過去に比べると、労働需給の引き締まりが物価上昇圧力につながりにくくなっているが、労働需給の引き締まりの度合い自体も従来の見方に比べれば和らいでいることは、物価上昇を懸念する状況ではないという判断につながっているとみられる。

FOMCの経済・物価見通し (2019年3月、中央値)

	2019年	2020年	2021年	長期
実質GDP	2.1	1.9	1.8	1.9
2018年12月時点の見通し	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.8	3.9	4.3
2018年12月時点の見通し	3.5	3.6	3.8	4.4
物価上昇率	1.8	2.0	2.1	2.0
2018年12月時点の見通し	1.9	2.1	2.1	2.0
物価上昇率(コア)	2.0	2.0	2.0	---
2018年12月時点の見通し	2.0	2.0	2.0	---
フェデラルファンド(FF)金利	2.375	2.625	2.625	2.750
2018年12月時点の見通し	2.875	3.125	3.125	2.750

(注) 実質GDPおよびインフレ率は第4四半期の前年比、失業率は第4四半期平均
 インフレ率は個人消費支出(PCE)デフレーター、コア・インフレ率は食料およびエネルギーを除く
 FF金利は年末時点の誘導目標もしくはレンジの中心値
 出所: 米連邦準備理事会(FRB)の資料よりみずほ証券作成

**政策金利見通しは引き下げられ、2019年中の利上げ見送りと
の見方が強まる**

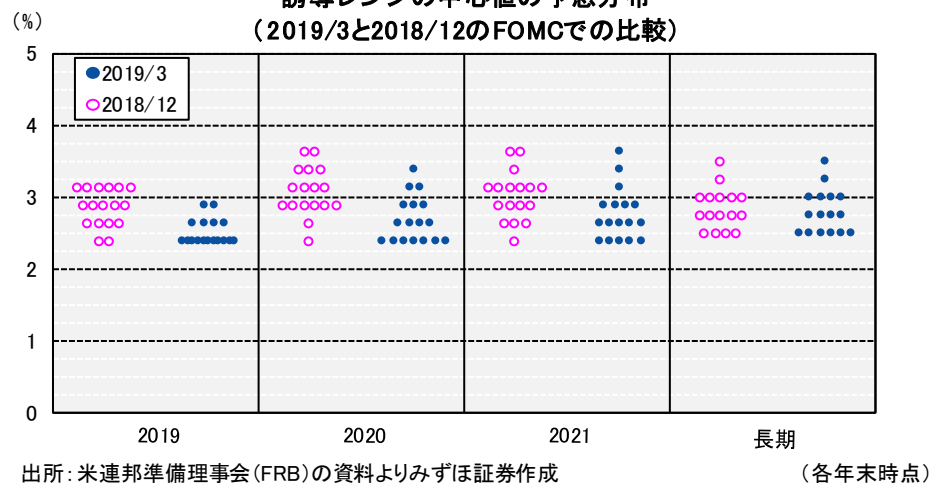
今後の金融政策については、「世界経済や金融市場の動向および物価上昇率が抑えられている点を考慮し、FOMCは見通し実現のため、将来的にどのようなFF金利の誘導目標レンジの調整が適切かを判断するにあたって、忍耐強くなる」の方針を維持。政策の方向性が利上げか、利下げかは明示せず、状況を見極める姿勢が示されている。

この点に関して、FOMC参加者の政策金利見通し(ドット・チャート)を確認すると、2019年末の見通し(中央値)は2.375%となり、前回の2.875%(1回の利上げ幅を0.25%とすると、年2回の利上げ)から引き下げられた。17名中11名が19年中の利上げはないとの見方が示されており、年内の利上げ見送りはコンセンサスとなりつつある。また、20年末および21年末の見通しはともに2.625%となっており、20年に1回の利上げが行われたうえで、利上げは停止するという姿になっている。なお、利上げのゴールとでもいべき長期的に適切な金利水準(中立金利*)の見通しは2.75%で変わっていない。この結果、前回の見通しまでは中立金利を上回る水準まで利上げが進む見通しとなっていたが、今回は21年末の水準でも中立金利を下回る見通しとなっており、緩和的な金融政策が今後も維持されるとの見方に変化している。

*中立金利とは、経済への影響が緩和的でも、引き締めのでもない中立的な金利水準

もちろん、今後の海外を含めた経済動向や金融市場の状況、物価上昇率の推移等により、こうした見通しは変化し得るものであるが、少なくとも現時点において、FRBとしては今後のデータを見極めながら、政策変更の是非を長い時間をかけて忍耐強く判断していく姿勢とみられる。

**米FOMC参加者によるFF金利誘導水準もしくは
誘導レンジの中心値の予想分布
(2019/3と2018/12のFOMCでの比較)**



バランスシートの縮小は9月末で終了へ

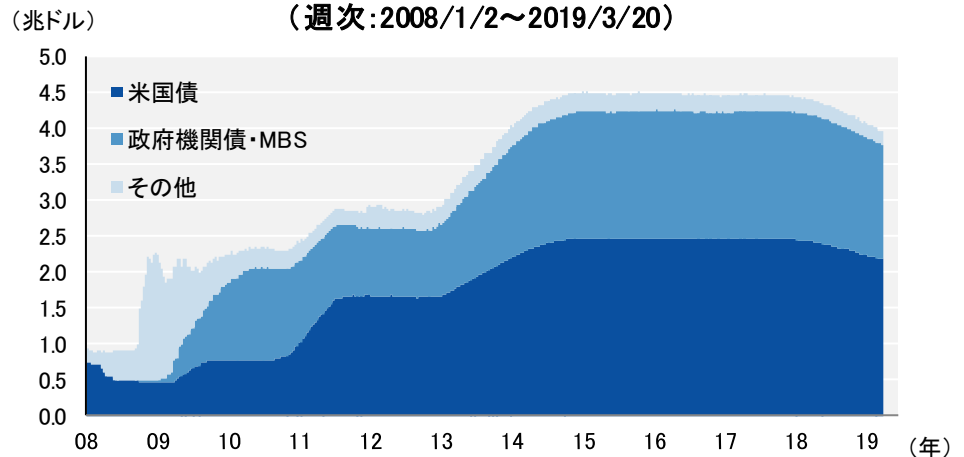
なお、バランスシートの縮小に関しては、5月から縮小ペースを緩和し、縮小自体は9月末で終了することが決定されている(下表参照)。

バランスシート縮小に関する決定の概要(2019年3月)

- 米国債の縮小ペース(上限)は現状の300億ドルから、5月からは150億ドルに緩和
- 9月末でバランスシート縮小は終了
- 10月から政府機関債および住宅ローン担保証券(MBS)の償還元本は月200億ドルを上限に米国債に再投資され、それを上回る部分はMBSに再投資される。米国債への再投資は市中残高の満期構成に合わせた形で行われる。将来的な資産構成は今後検討
- 将来的なMBSの売却は限定的な規模にとどめる
- 縮小終了後、バランスシートの規模は維持されるが、将来的に準備預金の額が適切な規模まで縮小した後は、銀行券等の増加に応じて、バランスシートの規模は再び拡大する

出所:米連邦準備理事会(FRB)の資料よりみずほ証券作成

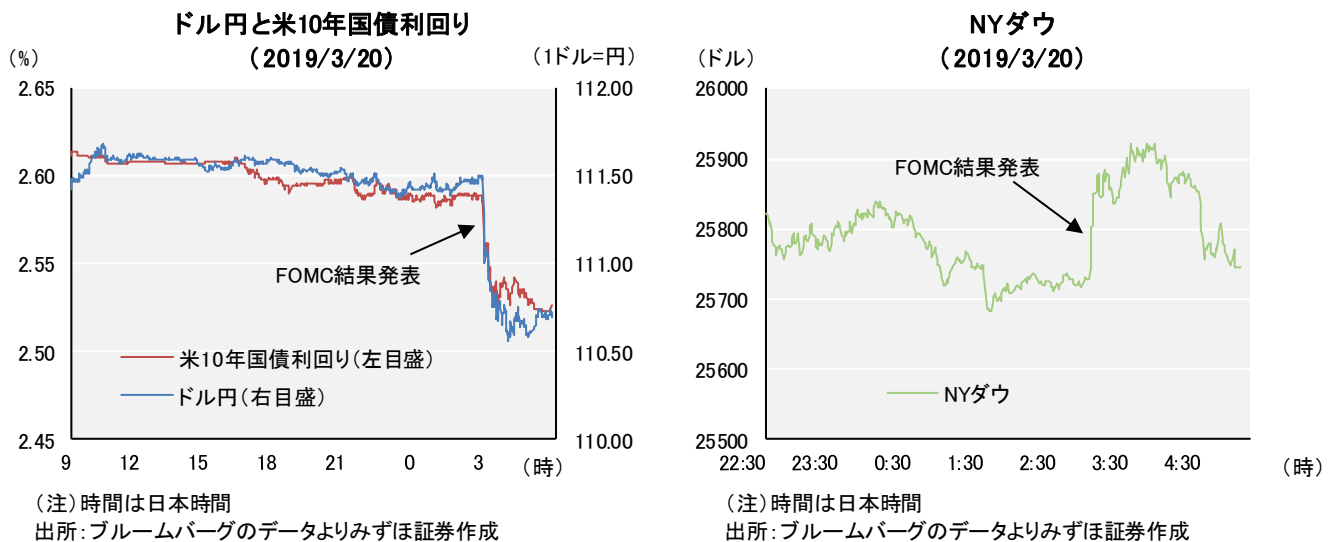
米FRBのバランスシート(資産) (週次:2008/1/2~2019/3/20)



出所:米連邦準備理事会(FRB)のデータよりみずほ証券作成

このまま利上げ停止となる可能性が高まる

以上のように、今回のFOMCはハト派の姿勢が強調される結果となった。とくに、19年中の利上げ見送りという見通しやバランスシート縮小の9月末での終了は市場の想定を上回っていたとみられ、結果が発表された3/20の金融市場では、米10年国債利回り(長期金利)が低下し、ドル円はドル安円高の反応となった。株式市場(NYダウ)では、FOMC結果終了後には買われる動きもあったものの、米中貿易協議をめぐる不透明感等もあって、前日比141ドル下落して取引を終了した。なお、3/21にはNYダウは同216ドル上昇。それにつれて、長期金利やドル円も上昇した。



今後の金融政策について考えると、確かに中国や欧州経済の減速、米中貿易協議の行方、英国の欧州連合(EU)離脱問題等、先行きの不透明感が高まっており、その帰趨(きすう)や米国経済への影響を見極めることが適切といえよう。とはいえ、経済・物価見通しが大幅に下方修正されたわけではなく、パウエルFRB議長も記者会見で米国経済のファンダメンタルズは2018年に比べれば成長ペースは減速するものの、良好であると述べている。それでも、政策金利見通しが大幅に下方修正され、中立金利かそれをやや下回る水準に維持されるとの見方が示されたことやバランスシート縮小の終了が前倒しされたことは、金融市場の反応が意識されたことのほか、物価上昇率が高まってこないことが背景となっている可能性がある。実際、後者についてパウエル議長は、物価目標は達成できておらず、それが政策変更の是非を考えるにあたって忍耐強くなることが出来る理由の1つと述べている。この場合、物価上昇圧力が高まるまでは緩和的な金融政策を維持するとみられるが、実際にはグローバル化や情報技術革新等の影響もあり、物価上昇圧力が高まってくるハードルは高いとみられる。

こうした点を考慮し、みずほ証券投資情報部では2021年末時点までの期間において、このまま利上げが停止される可能性は高まったと考えている(従来は、19年後半～20年半ば頃にかけて2回の追加利上げが行われると想定していた)。もちろん、こうした見方は今後の状況によって変化するものであるため、今後の金融政策を見極めるうえで、海外経済や金融市場、米国の経済・物価指標とともに、FRB当局者の経済・物価情勢に対する評価に変化が生じるかどうかを、FOMCの声明文や議事要旨、高官発言等を通じて、注視していく必要があると考えている。

みずほ証券投資情報部では、中国経済が安定化していくことや国内需要が堅調さを維持することで、米国経済の成長は今後も続くと考えている。一方で、FRBがさらにハト派の姿勢を強めたことで、長期金利の上昇は今後も抑えられる可能性が高い。結果として、金融市場では株式や高利回り債、新興国資産等のリスク資産が選好されやすい環境が当面、続く可能性が高いと考えている。

金融商品取引法に係る重要事項

- 当社取り扱いの商品等(外貨建商品等も含む)にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用等)をご負担いただきます。債券を当社との相対取引によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- 各商品等には価格の変動や発行者の信用状況の悪化等により損失が生じるおそれがあります。
- なお、債券の利金・償還金の支払いについて、発行者の信用状況等によっては、支払いの遅滞・不履行が生じるおそれがあります。
- 外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。また、売却時等の為替相場の状況によっては為替差損が生じ、損失を被るおそれがあります。
- 商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

広告審査番号：MG5690-190322-07