



FRBのハト派姿勢は変わらず

むしろ、2018年12月のFOMCとは対照的に、市場が期待した以上のハト派姿勢に

2019年3月21日

- FOMCは政策金利を据え置き
- 2019年中の利上げ見通しを放棄し、バランスシートの縮小も9月で終了する方針
- 市場の期待以上のハト派姿勢は、株式などのリスク資産の支援材料
- ただし、FRBがこれほどまでハト派に転換した理由には釈然としないとの見方も（何をそれほどまでに恐れているのだろうか？）

FOMCは政策金利の据え置きを決定

米連邦準備理事会（FRB）は3月19-20日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を2.25～2.50%に据え置くことを決定しました。FOMCでは、2017年12月以降、5回にわたり、3カ月ごとに利上げが決定されてきましたが、そのパターンは今回で崩れました。

2019年1月末のFOMCで金融政策の運営スタンスがハト派（金融緩和に積極的）に急旋回して以降、市場はそのハト派度合いが本物なのか、なぜそのような急旋回が見られたのか、などに関心を抱いてきました。また、「FRBは利上げの『小休止』を決めただけであり、利上げ再開の可能性を放棄したわけではない。既に将来の利下げまで織り込み始めた市場に対しては警戒感を示すリスクもあるのではないか」といった見方も一部にはありました。

結果としては、1月末に続いて今回のFOMCも、市場の期待を追認するハト派的内容となりました。FOMC後に公表されたEconomic Projection Materials（FOMCメンバーの予想をまとめた資料）では、メンバー予想の中央値として、①2019年内は利上げを行わない見通し（想定される利上げ回数がゼロ）、②実質GDP成長率や失業率などについて、前回（2018年12月）よりも景気の減速を踏まえた予想—などが示されました（次ページの表1・2をご参照）。

FRBのバランスシートの縮小については、5月に縮小ペースを半減（最大で月300億米ドルから同150億米ドルへ）させたうえで、9月に縮小を終了すると発表しました。バランスシートについては、従来は「自動操縦」モードで（一定額の縮小を維持しながら）あと数年は縮小を続けるとしてきたのが、2018年12月のFOMC後の市場の動揺を受けて、前回のFOMCで突然、縮小を早期に終了させる方針に転換し、今回のFOMCでの具体策に注目が集まっていました。

FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見には、今回はそれほど目新しい材料はなく、①米国経済のファンダメンタルズは基本的に良好、②ただし、成長ペースの鈍化と抑制的なインフレ動向、海外動向などを踏まえ、緩和的な金融政策スタンスを「忍耐強く」続ける—といった内容のものでした。

表1 今回のFOMCメンバーの予想（中央値）

	2019年	2020年	2021年	長期平均
実質GDP成長率	2.1	1.9	1.8	1.9
失業率	3.7	3.8	3.9	4.3
コア・インフレ率	2.0	2.0	2.0	-
政策金利	2.4	2.6	2.6	2.8

表2 2018年12月時点のFOMCメンバーの予想（中央値）

	2019年	2020年	2021年	長期平均
実質GDP成長率	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.5	3.6	3.8	4.4
コア・インフレ率	2.0	2.0	2.0	-
政策金利	2.9	3.1	3.1	2.8

出所：FRB資料をインベスコにて抜粋。

注：各項目は、各年10-12月期の水準（実質GDP成長率とコア・インフレ率は前年同期比）、単位：%、コア・インフレ率は食品とエネルギーを除いた個人消費支出（PCE）デフレーター、政策金利はFF金利誘導目標。表1の黄色のハイライトは、前回予想から成長鈍化・インフレ圧力緩和方向に変更された数値。

今回のFOMCを受けたインベスコの担当者の見解

ノエル・コラム（インベスコ・フィクスト・インカム（IFI）アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー）

- 今回のFOMCでは、市場は①景気認識、②ドット・チャートに示される今後の政策金利見通し、③バランスシートという3つの主要テーマに焦点を当てていました。今回のFOMCで、それぞれについて示されたことを以下にまとめます。

①景気認識

声明では、労働市場は堅調ながら、成長ペースが鈍化したことが認められました。パウエル議長は、記者会見で、ファンダメンタルズは全体的に依然として堅調で、見通しも良好だと指摘しました。インフレに関するコメントはややトーンが低下しましたが、おおむね前回と同様でした。

②ドット・チャートに示された今後の政策金利見通し

FOMCメンバーは、前回（2018年12月）は2回を見込んでいた2019年の利上げ見通しについて、今ではゼロ（利上げなし）とみています。この政策金利据え置き要因としては、成長見通しの下方修正や失業率の上昇見通しが考えられます。コア・インフレ率の推定値には変化がありませんでした。

③バランスシート

FRBは9月までにバランスシートの縮小を終了する計画で、5月から米国債を減額する規模を減少させます。10月には、保有する住宅ローン担保証券（MBS）の償還金を、最大で月額200億ドルまで米国債に再投資します。この上限を超える償還金はすべて引き続きMBSに投資され続けることとなります。結局は、主に米国債を保有するという彼らの目標は変わっていないようです。

- 今回のFOMCの発表を受けた当初の市場動向は、米国債利回りは低下し、株式などのリスク資産は上昇し、米ドルは下落するなど、金融環境が緩和したことを示すものでした。FOMCの予測中央値は、私たちの予想よりも若干慎重なものでした。実質GDP成長率とインフレ率については、私たちが2.3%と2.1%とみているのに対し、FOMC予測は2.1%と2.0%でした。今年後半には、インフレと成長の上昇基調がしっかりと確認され、景気も堅調となる見通しで、FRBがかなりの忍耐を求められることになる可能性があります。4月から夏場までは、それほど懸念される状況とはならないでしょう。したがって、FRBは中期的に金融政策の据え置きを続けると私たちは考えています。
- FRBの緩和的な金融政策の維持方針は、良好な成長・インフレ見通しとともに、クレジット市場にとっての好材料です。また、当面の利上げ休止とインフレと成長の上昇基調がしっかりと確認されるまでは辛抱強く待つスタンスのハト派FRBにより、米国のイールドカーブはスティープ（傾斜）化し、インフレ連動債を支える可能性が高いとみています。そのほかでは、米ドルは引き続き弱含むと予想されます。とりわけ、米国の成長が落ち着く見通しとなり、政策面でもほとんど変化がないとなれば、投資家が米国外に投資機会を求めるため、米ドルは下落することになるでしょう。

クリスティーナ・フーパー（チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト）

● 今回得られた重要事項

今回のFOMCの結果は驚きでした。市場は、FRBがハト派に急旋回したことを改めて確認してくれればよいと思っていました。しかし、FRBはさらに一段のハト派になりました。ドット・チャートの変化は驚くべきものです。2018年11月時点では、2019年に3回の利上げがあると見込まれていたものです。また、9月にバランスシートの正常化を終了する計画だとFRBのガイダンスは、わずか数カ月前に、正常化は「自動操縦」で続くとパウエル議長が主張したことを思えば、驚くべきことです。FRBがこの会議で必要と求められていたことは、バランスシートの正常化を年内が終了する可能性が高いと確認することでした。しかし、9月という日付を設定したうえ、今後数カ月のうちに正常化の規模の縮小する方針です。

● なぜこれほど大きな姿勢転換が起こるのか

この急激な変化はいずれも、「FRBが何を心配しているのだろうか」との疑問を投げかけることになるでしょう。FRBは、①何も劇的なものが見えるわけではなく、②世界的に景気が緩やかに減速しているだけであり、③パウエル議長の言葉を借りれば、米国経済は健全だが、1-3月期はまちまちの経済データとなった—とすることで、市場を落ち着かせようしました。しかし、歴史的に1-3月期は毎年低成長となることが多いため、これが非常に合理的な根拠だとは思えません。むしろ、FRBは英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）と米中の貿易戦争についても懸念しているため、これらの要因をすべてまとめることで初めて、今回のFOMCでの決定も正当化されるだろうと思われます。

● 市場への影響

今回のFOMCは、株式などのリスク資産にプラスとなる可能性が高いです。ただし、そうなるのは景気の減速が緩やかなものにとどまっている場合のみです。ですから、私たちは今後も経済データを綿密に注視していきたいと思えます。現時点では、私は緩やかな減速を予想しており、それはつまり、今年も米国や新興国を中心に株式市場のパフォーマンスが好調となる可能性が高いということです。さらに、FRBが株式市場に巨大な「プット（株式市場の急落時にはFRBが金融緩和で下支えしてくれるとの市場の期待）」として作用し、ファンダメンタルズがあまり重視されないようになる可能性を踏まえると、市場間の相関は高まることでしょう。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「作成者」）がインベスコの他拠点の情報などを基に作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。作成には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会