

FRB、10月より保有資産の圧縮開始を決定

～長期均衡FFレート見通しは下方修正、物価見通しにも慎重発言目立つ

マルチストラテジー債券グループ
円ベース・ポートフォリオ構築グループ

ポイント

- ・ 市場との十分な対話を経た保有資産圧縮開始に対して、市場の反応は限定的
- ・ 米国の潜在成長率低下を受け、利上げの最終的な到達点である長期均衡FFレート見通しは小幅下方修正
- ・ 物価見通しへの慎重発言も目立つことから、米国長期金利の上昇には限界があるものと予想

米連邦準備制度理事会（FRB）は20日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、保有資産の圧縮を来月から開始することを決定しました。6月の時点で公表した通り、保有資産の圧縮の方法は、買い入れた国債や資産担保証券（ABS）が償還を迎えた分の一部の再投資を控えることで、当初の3カ月の縮小幅は米国債が月60億ドル、モーゲージ証券（MBS）などは同40億ドルと小規模にとどめ、縮小幅を段階的に増加させ、緩やかに資産を減少させていくこととなります。また、政策金利の引き上げは見送り、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は年1.00～1.25%で据え置きました。

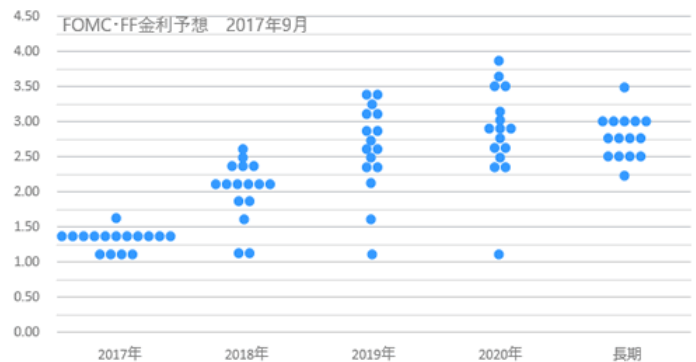
表 1：FRB保有資産圧縮のスケジュール

	(10億米ドル)		
	償還額	資産圧縮額	再投資額
2018年第1四半期	107.4	36	71.4
2018年第2四半期	115.5	54	61.5
2018年第3四半期	91.5	72	19.5
2018年第4四半期	100.4	90	10.4

今回の保有資産の圧縮については、FRBが事前に市場との対話を進めていたため、市場があらためて大きな反応を示すことはありませんでした。米ドル高の進行は、FOMCメンバーによる新たな政策金利見通し（いわゆるドットチャート、グラフ1）で、16人のうち12人が年末までの追加利上げを予測していることが明らかになったことが影響しているものと見られます。資産圧縮と利上げの双方が金融引き締め効果を及ぼすことを避け、足許の物価停滞やハリケーンの影響から利上げを見送るのでは、という市場予想は裏切られる結果になりました。

グラフ 1：ドット・チャート

（FRBメンバーによるFF金利誘導目標水準見通しの分布図）



また、来年以降の政策金利見通しでは、FOMCメンバーの中心見通しが18年は3回、19年は2回の追加利上げとされ、前回6月の見通しよりも小幅にペースダウンすることが示されました。また、利上げの最終的な到達点である長期均衡FFレートの見通しも0.25%下方修正され、2.75%とされました。この下方修正の理由についてイエレン総裁は、米国経済の生産性の長期的な低下や人口の高齢化によって米国経済が自然体で中立的な金利水準が低下している可能性を示唆しました。米国国債の10年物までの金利が上昇したのに対し、30年物利回りが低下した背景には、こうした長期均衡FFレート見通しの下方修正があったものと見られます。

グラフ2：米国の長期均衡FFレートと30年国債利回りの推移



また、これまで長期均衡FFレートの水準が米国30年国債利回りの上限を画してきたことを見ても、上記のような国債市場の反応には納得がいきます。利上げの到達点が2.75%だとすると、次の利上げで1.25%～1.50%まで政策金利の誘導水準が引き上げられれば、もはや到達点までの半分は過ぎたとも考えることができます。5合目まで登ってきて、山頂まで残り半分余り、登山のペースも緩やかになり、（インフレの低迷が続くなど）状況が悪化すれば無理に山頂を目指す、下山の準備を考えても良いかもしれません。米国国債の反応が期間が長いほど限定的だった背景にはこんな見方があったのかもしれませんが。

FRBは保有資産の縮小という歴史的な発表を無難に乗り越え、市場の反応も限定的なものに抑えることに成功しました。保有資産の圧縮を「ベンキが乾くの見つめるように静かに進めていく」と表現し、緩やかかつ波乱のない格好で事態を進行させたいイエレン総裁の思惑通りのスタートとなりました。

一方、記者会見では、イエレン総裁の物価見通しへの慎重発言が目立ち、「物価伸び悩み原因はミステリー」とし、これまでは一時的としていた物価低迷への懸念が一段と浮き彫りとなった格好です。また、物価基調の低迷が今後の経済データでより明確になれば、金融政策で対応することも辞さない構えが示され、金融政策の主要な手段は政策金利の上下動という伝統的な姿に戻ったことが強調されました。物価の低迷が長引けば利上げのペースも鈍化し、利上げ観測自体の後退によって長期金利が低下していく可能性もあります。イエレン総裁自身が記者会見でも触れた「米国経済の生産性の長期的な低下や人口の高齢化」などは物価低迷の原因の一つでもあり、米国の長期金利自体も上昇には限界があるものと見ています。

当資料は、ヘアリング投信投資顧問株式会社（以下、「当社」）が、金融市場動向に関する情報提供を目的に作成した資料で、法令に基づく開示書類あるいは勧誘に関する資料ではありません。当資料は、当社が信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成していますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に掲載した運用状況に関するグラフ、数値その他の情報は過去の一時点のものであり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りします。

Complied (東京): 2017年9月21日 M20173Q56

ヘアリング投信投資顧問株式会社
〒100-6166 東京都千代田区永田町2-11-1 山王パークタワー12階
TEL : 03-3501-6245
FAX : 03-3501-7870
www.barings.com

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第396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