

ウィリアムズ総裁の講演で、FOMCを復習

今回のFOMCは、利上げ回数を予想するゲームという視点で捉えるなら、ほぼ予想通りの利上げ回数が示され、新鮮味の無い内容と見られます。ただ、今回のFOMCや、最近の参加者の発言から、金融政策が正常化の過程にあることを再確認する意味はあったと思われます。

9月FOMC:市場予想通り、今年3度目の利上げを決定、今後も漸進的利上げ方針を維持

米連邦公開市場委員会(FOMC)は2018年9月25～26日の定例会合で、政策金利を0.25%引き上げ2.00～2.25%のレンジに設定することを決定しました(図表1参照)。貿易摩擦が深刻化する懸念があるものの、FOMCの景気判断は前回声明から全く変わらず、前向きな内容を維持しました。

最新のドット・プロット(金利予測分布図)によると、18年までの追加利上げを予想した金融政策当局者は12人と、前回予測の8人(7人+1人)から増加しました。また、ドット・プロットから19年の予想利上げ回数は3回が示唆されました。

どこに注目すべきか: ドット・プロット、金融ストレス指数、正常化

今回のFOMCは、利上げ回数を予想するゲームという視点で捉えるなら、ほぼ予想通りの利上げ回数が示され、新鮮味の無い内容と見られます。ただ、今回のFOMCや、最近の参加者の発言から、金融政策が正常化の過程にあることを再確認する意味はあったと思われます。

まず、利上げ回数については、ドット・プロットから18年は4回を支持する参加者が今回のFOMCでは12人と、前回(9月)から増加しています。予想期間が短くなってきたことと、足元の経済指標が強いことが背景と見られます。

19年についても、ドット・プロット利上げ回数は3回が示唆され、ピクテの予想と一致する利上げ回数となっています。

漸進的ながら利上げ継続を正当化する要因は経済活動や労働市場が「強い(strong)」ことです。今回の声明でも強いという表現が4回と、最近の声明文での「強い」の使用頻度とほぼ並んでいます。1年前のFOMC声明文では1度も使われていなかったことと比べれば、米国景気の強さに対し、FOMC参加者が確信を深めている印象です。

次に、今回の声明文から「金融政策スタンスはなお緩和的」という表現が削除されました。この点について、パウエル議長は記者会見で、政策の予想される軌道のいかなる変化も示唆していないと述べています。市場では削除の理由に様々な解釈が見られますが、恐らく、パウエル議長は金融

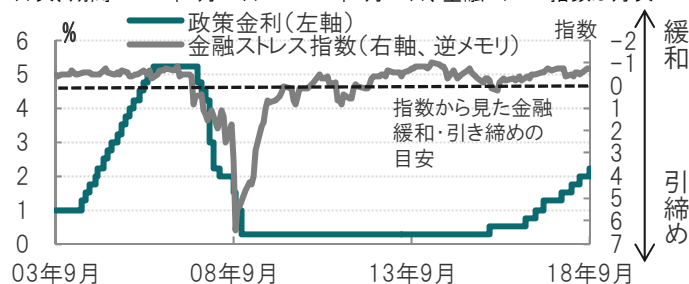
政策正常化という山に登っていることに変わりはなく、軌道を外れていないという意味なのかもしれません。

パウエル議長の説明を考える上で、週末のニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁の講演が参考になるかもしれません。ウィリアムズ総裁によれば、正常化は3段階で構成されます。簡単に言えば、最初が15年末の利上げ、2段階目は、経済回復を確認しつつ、バランスシートの縮小。現在は2段階目の終わりにあるとウィリアムズ総裁は指摘しています。

3段階目は正常化の最終段階です。ただ、正常化の姿は何か不透明な部分もあります。理由は金融緩和要因となりうる巨額の超過準備が残されているからです(図表2参照)。図表1の金融ストレス指数を金融緩和の尺度として見ると、15年末からの利上げにもかかわらず、引き締めへのストレスは低下(逆メモリ、緩和を示唆)しています。超過準備への付利と、そのレートが政策金利を上回る運営となっていることが引き締めに認識しにくい背景で、利上げ継続には削減が必要です。ただ、金融危機以前のように超過準備を絞って金利で金融政策を運営するのか、それともある程度の準備を残し金利と併用するのか、当局に選択が迫られています。今後回答を示すとしている正常化の姿に注目しています。

図表1: 米国政策金利と金融ストレス指数の推移

日次、期間: 2003年9月30日～2018年9月28日、金融ストレス指数は月次



図表2: 米国超過準備残高の推移

週次、期間: 2007年10月1週～2018年9月最終週



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。