

米 FOMC、予想以上に強まったハト派色、その光と影

Insights from UBS Asset Management

ポイント

- ・米 FOMC は、予想以上にハト派的な結果となり、市場の景気・金利見通しは下方修正へ
- ・今回の FOMC の内容は、利上げの打ち止め、バランスシートの縮小など正常化プロセスの終了を示唆
- ・金融市場においては、適温経済への回帰がプラス材料となる一方で、景気減速に対する政策手段の不足などがリスク

FOMC、ハト派的メッセージが鮮明、正常化完了へ

- ✓ 3月 19-20 日の FOMC で、FRB は米経済に対する弱気な見通しを示すと共に、年内の利上げを見込まず、来年も利上げはおそらく 1 回になるとしました。加えて、バランスシートの縮小は 9 月末で停止する考えも示しました。
- ✓ 今回（3 月）の FOMC で示された経済見通しは、市場予想を大きく下回るものでした。 2019~21 年の実質 GDP 成長率見通し（中央値）は +2.1%→+1.9%→+1.8% とし、前回（12 月）に比べて、2019 年が 0.2%、2020 年が 0.1% 引下げられました。FOMC の米経済に対する弱気な見方が確認されました。
- ✓ 物価見通しも 僅かに下方修正されました。2019~21 年のインフレ率（総合・中央値）は +1.8%→+2.0%→+2.0% となり、前回（12 月）に比べて、各年ともに 0.1% 引下げられました。
- ✓ バランスシートの縮小方針については、証券保有額の削減ペースを今年 5 月から鈍化させ、本年 9 月末には縮小を停止することを決定しました。市場では 19 年末を想定する向きが多かった中で 19 年 9 月末に終了する方針を示した点がハト派的と捉えられたとみられます。

■米 FRB 理事・地区連銀総裁による米国経済金利見通し（中央値、%、前回 2018 年 12 月→今回 2019 年 3 月）

	2019	2020	2021	長期
実質 GDP	2.3→ 2.1	2.0→ 1.9	1.8→ 1.8	1.9→ 1.9
失業率	3.5→ 3.7	3.6→ 3.8	3.7→ 3.9	4.4→ 4.3
インフレ率（総合）	1.9→ 1.8	2.1→ 2.0	2.1→ 2.0	2.0→ 2.0
インフレ率（コア）	2.0→ 2.0	2.0→ 2.0	2.0→ 2.0	N/A
FF 金利	2.9→ 2.4	3.1→ 2.6	3.1→ 2.6	2.8→ 2.8

出所：FRB、注：インフレ率は米商務省が発表する PCE

- ✓ 2015 年以降、FRB は金利を引き上げ、金融危機後の脆弱な経済に対応するべく増やしてきた債券保有高を縮小することで金融政策の「正常化」を進めてきました。今回の FOMC の内容は、この正常化プロセスがほぼ完了したとの宣言に見えます。
- ✓ FOMC でハト派メッセージが鮮明となったことを受けて、年内一回の利上げ予想を維持していた市場関係者も修正を迫られています。UBS でも 2020 年末まで FED は政策金利を据え置きとの予想に修正しています。

金融政策が「正常」に戻ったとして

- ✓ 当社を含め、FRB の利上げが米景気のブレーキになると見込んでいた市場関係者の間では、今回のハト派的なメッセージを受け、米景気拡大が長期化するとポジティブな見方もでています。UBSでも、2%程度の物価安定、好調な雇用環境が維持される中、2019、2020年ともそれぞれ+2.0%程度の米成長率を予想しています。
- ✓ 気がかりなのは、こうした適温経済を維持するには大いに緩和的な金融政策が欠かせないことです。今回FRBは、中立金利（≒潜在成長率）こそ引き下げませんでした。人口増加率の低迷や投資機会の減少など強力な潜在的要因が、米国のみならず世界の経済成長と物価に重くのしかかる状況に変化や改善が見えないことです。
- ✓ 加えて、もし現状が正常だとすれば、経済が異常な状態に陥ってもFRBには有効な政策手段がほとんどないというリスクも指摘されています。「正常」だという現在の金融政策のスタンスは、過去のどの時代と比べても、極めて緩和的です。現行のフェデラルファンド（FF）レートの誘導目標は2.25～2.50%ですが、長期の期待インフレ率で調整すると0.25%にとどまります。FRBが2006年に前回の引き締めサイクルを終えたときのFFレートの実質金利は2.75%、2000年に終了したその前のサイクルの終了時では4%もあったことに比べ、大きな差があります。
- ✓ さらにFRBの債券保有高は9月の段階で3.5兆ドル（約385兆円・1ドル=110円換算）超となる見通しで、4.5兆ドルから1兆ドル削減された後でも、国内総生産（GDP）の17%に相当する水準となります。一方、2006年当時の債券保有高は対GDP比で6%でした。巨額の財政赤字を抱える米国で、金融面での政策手段が限定的となっている事実には留意が必要です。

市場の反応と今後について

- ✓ 世界的に見れば米国は幸運な部類に入ります。欧州中央銀行（ECB）はマイナス金利からの脱却もバランスシートの縮小もできていません。欧州経済の減速を受けて、ECBは今月初め、当初の予定を超えて年内はマイナス金利を維持すると述べ、金融機関向けの新たな低利融資策も発表しました。日銀からもマイナス金利を終了させる様子は見えていません。
- ✓ パウエル議長は記者会見で、過度に弱い物価圧力が「昨今の重大な課題の一つだ」と表明し、次の行動が利下げになる可能性に含みを持たせました。背景には日本が陥ったデフレの罠を回避したいとの意図さえ伺えます。
- ✓ 金融市場においては、予想以上のハト派的なメッセージにも関わらず、米ドルの下落が限定的でした。為替市場で相対的な米国の強さへの信頼が揺るがない一方、各市場は複雑な反応を見せています。株式市場は今回のようにハト派的な決定がされた時に上昇するのが普通です。しかし今回、直後20日の米株価は下落しました（21日は上昇）。また、債券利回りは一時過去1年で最低の2.50%を割り込み、長短金利差はなくなりつつあり、景気後退の可能性が高まったことが示されています。
- ✓ 今後は、金融情勢の緩和や米中通商交渉の進展などが景況感を好転させ、株式市場が「金融相場」的な上昇局面入りする可能性がある一方、景気指標悪化がFOMCの想定を超え、早い段階での利下げへの切り替えが濃厚になる場合は、逆業績相場的な株安や米ドル相場の本格調整などのリスクが高まると見られています。相場のボラティリティが再び高まる展開も想定され、資産運用においては、引き続き機動的なアロケーションや分散がより重要になると思われます。

上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆、保証するものではありません。

商号： UBS 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412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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報をもとにUBSアセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2019. キーシンボル及びUBSの各標章は、UBSの登録又は未登録商標です。UBSは全ての権利を留保します。