



Robert Tipp, CFA

マネージング・ディレクター
チーフ・インベストメント・ストラテジスト
グローバル・ボンド責任者

2019年3月

連邦準備制度理事会(FRB)の「ドットチャート議論の決着」に向けた挑戦

2018年12月以降、連邦準備制度理事会(FRB)の政策変更によって市場は安定し、成熟期を迎えた米国の経済成長を脅かしてきた金融引き締め政策は終了しようとしている。本稿では、1) FRB が昨年後半に市場から受け取ったメッセージ、2) FRB の対応、3) 次回会合の課題である「ドットチャートに関する議論の決着」(つまり FF レートの予測など)、そしておそらく最も重要であろう、4) なぜ今回の景気循環における最終段階での FRB による微調整がこれほど重要なのか、について取り上げる。

1. FRB が市場から受け取ったメッセージ

以下は、2018年第4四半期における、FRBに対する市場からの苦言である。

「12月に開催したFOMC後の記者会見から、秋以降に表面化した厳しい金融情勢と、それに伴う米国経済の減速リスクをFRBは十分に理解していないと市場関係者は解釈したようだ。さらに、いくつかの市場レポートは、FOMCが、こうしたリスクを考慮した上で、FFレートの方向性やバランスシート正常化のプロセスを調整するという柔軟性が欠けていると指摘している。」¹

つまり、FRBは都合の悪いことから目を背けており、金融引き締めとともに拡大する経済リスクについても目をつぶっているという市場からのメッセージを受け取ったのである。

2. FRB の対応

FRBは、2019年1月に開催された政策委員会において、いくつかの重要な政策変更を行った。第一に、金融政策の引締め路線が「様子見」に軌道修正された。議事録には以下の通り記されている。

「世界経済および金融情勢の不確実性を考慮すると、リスク・バランスについての判断を現時点で示すことは有用ではないと委員会は判断した。」²

これは、近い将来レートが切り下げられるかもしれないというシグナルではなく、曖昧な表現に留まっており、FOMCメンバー間でも、今後の政策金利の水準に関して大きな見解の相違が生じていることを反映していると思われる。本件については詳しく後述する。

第二に、バランスシート縮小に関する自動操縦が中止された。かつてFRBのメンバーは、バランスシート縮小のプロセスは、ベンキが乾くのを待っているのと同様に、一旦生まれれば後は放置しておいて構わないようなものだと考えていた。しかし、この政策も修正された。

1月30日会合後の記者会見では、

「経済・金融情勢を考慮すれば、バランスシート正常化に関する具体的な細部について、その内容を軌道修正させることにためらいはない。これは、バランスシートを積極的な政策手段として活用するという意図を意図しているわけではなく、時には軌道修正も許容されるということの意味している。一方で政策金利は、幅広いシナリオにおいて、引き続き積極的な政策手段であるものの、金利政策が妥当でない状況が再び表面化する可能性があることを我々は認識している。そうなった場合、FOMCはバランスシート政策を含むあらゆる手段を実行する用意があるだろう。」³

とのコメントがあった。

つまり、FRBは、バランスシート縮小の停止については許容するものの、量的引き締め(QT)を終了させることは、短期的な政策としては好ましくないと考えを示唆したのだ。

第三に、重要かつ専門的なポイントではあるが、FRBは「フロア」システムと呼ばれる、将来の政策金利を管理するための枠組みを構築した。これには2つの利点があった。つまり、1) バランスシートの縮小が終了した時点で、FRBが政策金利をどのように管理すればいいかという問題が解決され、2) 多くの過剰準備金を必要とするシステムへの移行が明らかになったのだ。「フロア」システムの構築は、流動性の逼迫を回避したいFRBの意向を市場関係者に明らかにしたという追加的なメリットをもたらした。⁴

FRBは金融危機に対処するために、資産を購入し、資金を供給するという大きな能力、つまりバランスシート政策という強力な武器を持っていること再認識させた。市場関係者にとっては、できれば使われてほしくないこれらの政策の存在自体が常に安心材料になる。FOMCでは、今すぐにバランスシート縮小を停止するという結論には達しなかったが、市場はFRBの姿勢を十分に柔軟なものとして受け入れたのである。

3. 次回会合の課題となる「ドットチャートに関する議論の決着」

ここ数週間、記者会見、FOMC議事録、様々なFOMCメンバーによる講演などを通じて、FRBは「辛抱強い柔軟性のある政策決定」に関し市場からの理解を得ることに成功し、リスク市場は安定している。

しかし、これには少し誤解があるかもしれない。現時点において、市場はFRBの次の一手は金利の引き下げであると値踏みしており、このままではFOMC参加者の実際の考えと衝突する可能性がある。彼らは、将来の政策見通しを特定しないことが最善であると考えたものの、FOMCの次の一手が金利の引き下げであるとは考えておらず、実際、ひとたび状況が沈静化すると、金利の引き上げをするか否かでなく、いつ引き上げるかという議論に立ち返る可能性の方がはるかに高いように思われる。

3月にすべてが解決されるか?

1月のFOMCとは異なり、3月19日と20日のFOMCでは、FRBの経済見通しが示され、もちろん、FFレートの先行きに関する参加者の予想が反映されたドットチャートが公表される。3月の会合における、FFレートの今後の動向についての予測は、引き続き様子見となるだろうか?あるいは、さらなる利上げの方向性が示されるだろうか?

最も可能性の高い予測：さらなる利上げ。何と言っても、ほとんどの会議参加者は2018年12月と同じモデルを2019年3月にも使用していることは間違いない。金融環境は落ち着きを取り戻した(詳しくはFRBの「カラー」を参照)。過去に関するデータ/インプットは総じてあまり変化していない。最近のFOMCメンバーによる演説を見ると、柔軟性と辛抱強さに言及してはいるものの、これまでの利上げ予想の根拠になっているフィリップス曲線やその他の考察結果を放棄していない。12月との比較では、おそらくドットチャートは変化しないであろう。すなわち、ほとんどの参加者は、利下げではなく、依然として今後数年間における利上げを予想している(図1)。

図1は、2018年12月のFOMC会合後に発表された、各参加者のFFレート上昇見通し(黄色い点)と、その中央値(青線)を示したものである。2021年まで引かれた緑線は、FFレートに対する市場の期待値(フェデラル・ファンド先物取引金利)を示している。FOMC参加者の予想とは異なり、市場の予想はFOMCの中央値を大きく下回っている。要するに、ほとんどのFOMC参加者は大幅な利上げを予想している一方で、市場は緩やかな利下げを期待して

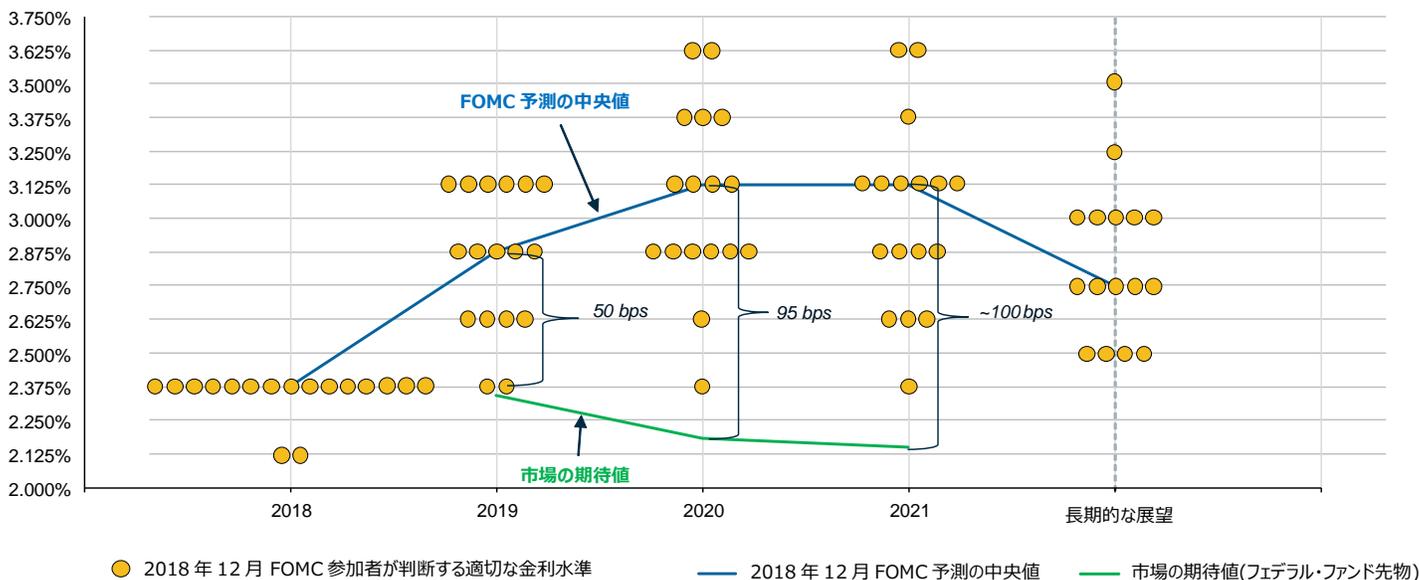
³ 2019年1月30日のパウエル議長の記者会見より。

⁴ 中央銀行が金利を管理する方法は数多くあるが、フロア・システムでは、中央銀行は目標金利を設定し、システム内の超過準備金に対してその金利を支払うことを申し出る。その上で、市場参加者の需要に応えるだけの準備金を確保することに努めている。その結果として準備金の不足は発生せず、FRBのフロア・レートはマーケットを均衡させる。一方で、FRBが準備金を低水準に保ち、不足が発生した場合には、介入を余儀なくされ、オペを通じて準備金を注入することになる。これは、市場の規模や、金融機関にストレスをもたらす望ましくない効果を考慮すると、手に負えない状況であり、貸出や経済活動を抑制する可能性がある。

いる。両者の乖離は、2019年末の50bpsに始まり、2020年末から2021年にかけて約100bpsまで拡大している。それゆえ、「ドットチャートに関する議論の決着」(つまりFFレートの予測など)が次回会合の課題となるのだ。

次回3月の会合で発表されるドットチャートが、今後の利上げ路線に関して12月と全く同様の内容である場合、ハト派寄りの方針を期待している市場は失望し、リスク・オフの姿勢に戻る可能性がある。しかし、ドットチャートに幾分か下向きの動きが見られれば、FRBが将来の金利政策見込みについて予断を持たないことを市場は十分に納得するであろうし、FRBのドットチャートが市場の期待値に向かって徐々に下降する可能性が生まれる。

図1：FRBドットチャート(2018年12月19日現在)：市場が利下げを期待する中、FRBのドットチャートは利上げを予想



出所：Bloomberg (2019年2月26日現在)

4. なぜFRBの締め付けを懸念するのか？なぜ今サイクルで大きな問題になるのか？

なぜ市場は、FRBの金融引き締め政策があまりにも厳しく、あまりにも急激で、そして/またあまりにも長期に渡るのではないかと懸念を抱いているのだろうか？3月の決議を控え、この問題は一考に値するだろう。また、後述する伝統的な懸念に加えて、市場は次のような潜在的な懸念を持つかもしれない。

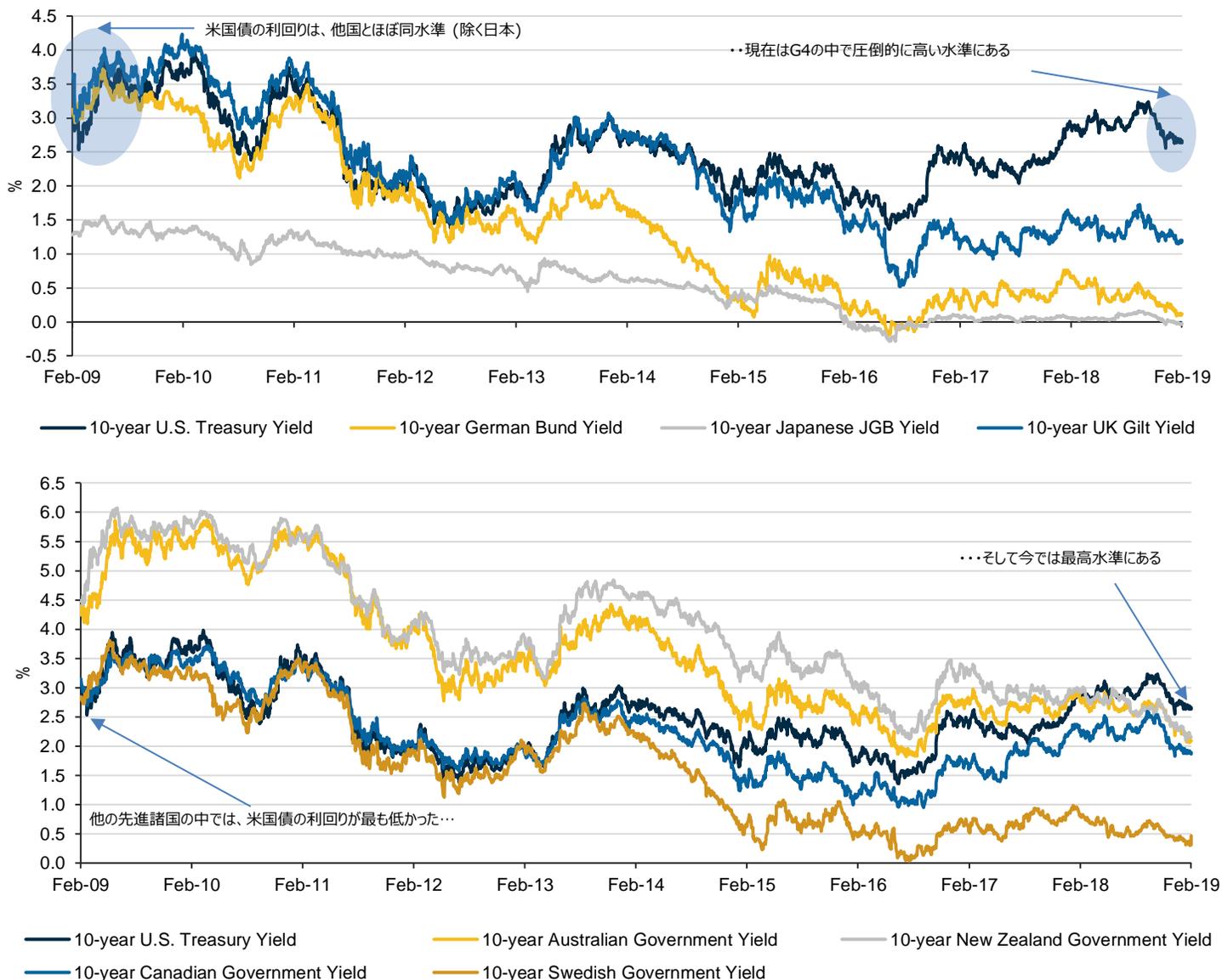
1. 政策は既にFRBが考えているよりも緊縮的であり、よって、ブレーキをかけながら車を運転するように、経済成長とインフレを抑制しているのではないか？
2. そうであれば、FRBは無意識のうちに、欧州や日本が直面する苦境、すなわち「ゼロ金利制約」問題に米国を追い込んでいるのではないか？

金利水準がこれだけ低いのに、なぜFRBの金融政策が過度に緊縮的と言えるのか？

米国の金利は、ある程度「低く感じられる」かもしれないが、実際には、国際的にはかなり高い水準にある(以下の図を参照)。FRBは中立ゾーンの下限に近づいていると思っているかもしれないが、既に緊縮的な金融政策を実施しているとしたらどうであろうか。そうであれば、FRBの政策が今サイクルの米国経済の成長率を引き下げ、インフレ率が目標を下回る状況が続いていることに寄与している可能性がある。米国の金融引き締め政策が、広範囲な市場や新興国経済全体にストレスを生んでいることは言うまでもない。

図 2: 米国の金利は低いか？ 他の先進諸国と比較すると、実際には高い水準にある

米国債の利回りは他の G4 諸国の利回りから乖離し、現在その差は最高水準にある(図 2 上)。一方、過去 10 年間の他の先進国市場(オーストラリア、ニュージーランド、カナダ、スウェーデン)の国債利回りと比較すると(図 2 下)、米国債の利回りは最低水準から最高水準に上昇している。



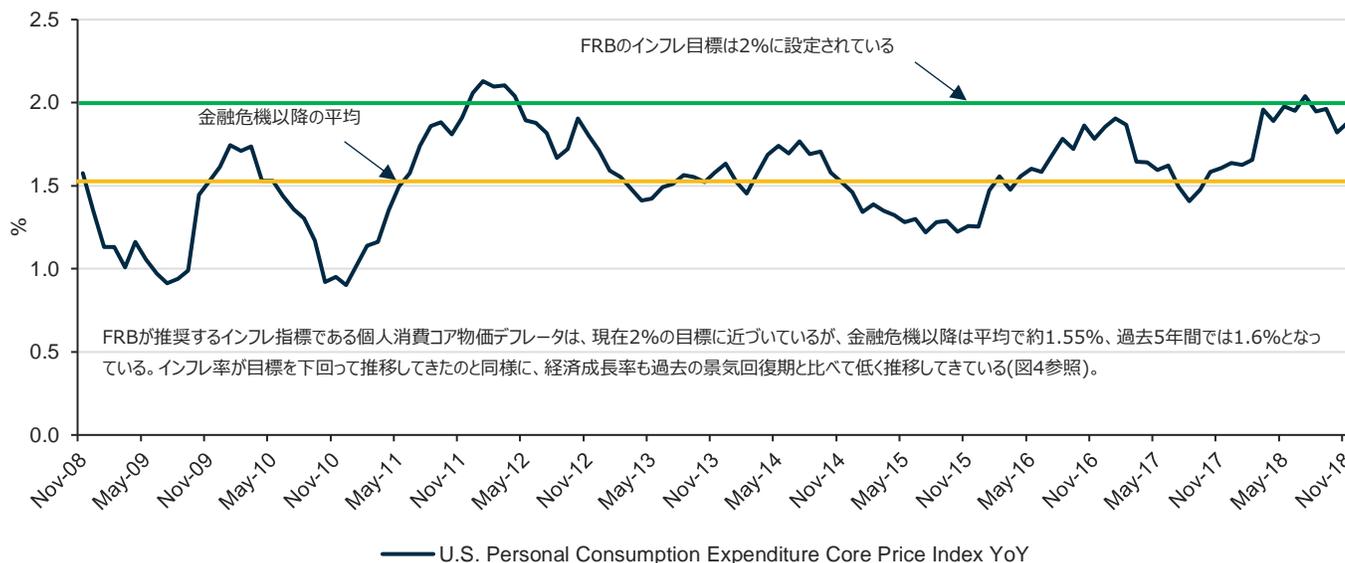
出所：Bloomberg (2019年2月26日現在)

過度な引き締め政策が実施されていたかどうか、確認する方法はあるか？

FRBの金利が高すぎ、また過度な引き締め政策が実施されていたかどうかを示す経済指標はあるだろうか。第1に、米国のコアPCEは、この10年間の景気循環の大半において、FRBの目標値である2%を下回って推移した。第2に、今回の景気循環は戦後最も緩やかな景気拡大の1つであった(図3と図4参照)。このような状況は、グローバル化、団塊世代の退職、金融危機の長引く影響などが原因だと考えられているが、ある程度は米国の緊縮的な金融政策によってもたらされた可能性がある。

実際に市場は、FRBが、経済成長を鈍化させ、2%の目標インフレ率を達成、維持することを妨げるような過度な引き締め政策を、無意識のうちに実施しているのではないかと危惧しているのではないだろうか。

図3:FRBが誤って過度な引き締め政策を実施してきたことにより、インフレ率が目標に達してこなかった可能性がある。



出所：Bloomberg（2019年2月26日現在）

図4:現在の景気拡大の平均成長率は、過去2回の景気循環サイクルの谷間の水準に達する程度である



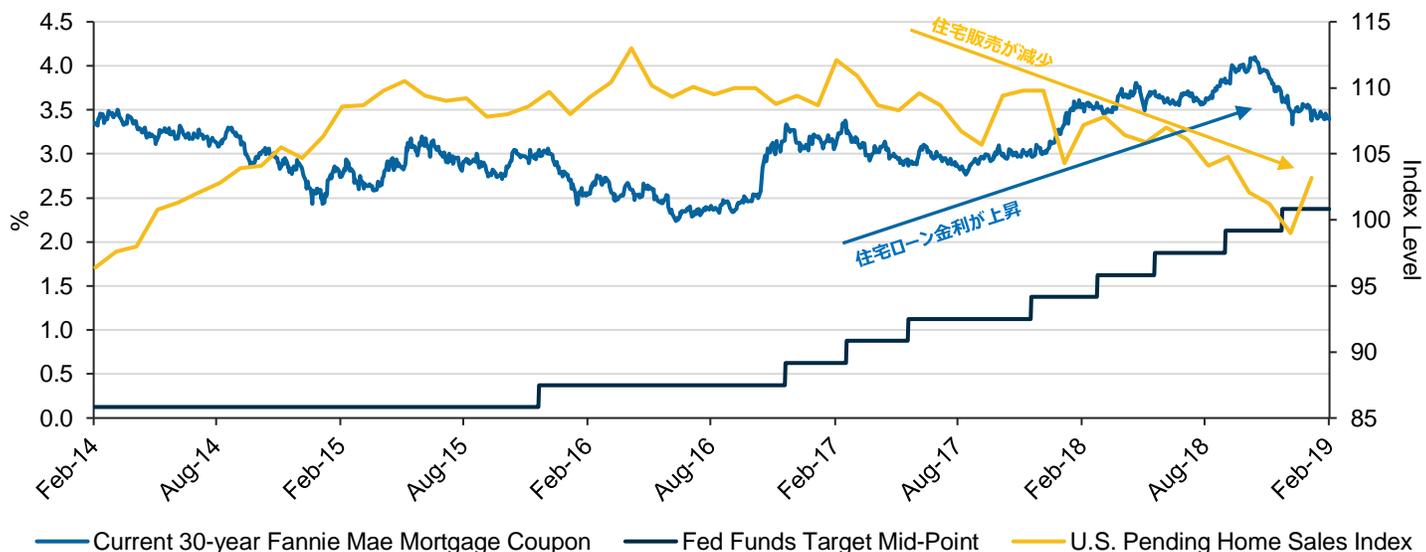
出所：Bloomberg（2019年2月26日現在）

もし、引き締め政策があまりにも厳しく、概してインフレ率を抑制するものである場合、これはさらなるリスクを生み出す可能性があるのではないか。この場合、FRBは結果的に、経済の名目成長率を下方に誘導し、それによって、政策金利を含む金利を全期間にわたって実際よりも下方に誘導していたことになる。その結果、ひとたび景気が下降局面に入った際、FRBの金利引き下げ余地が減ることになる。**皮肉なことに、FRBの一部メンバーは、先回りして利上げすることが、後の利下げの余地を作り出すことに期待しているかもしれないが、実際には、米国経済を低金利均衡に向かわせているのかもしれない。**だとすると、日本やヨーロッパのように、中央銀行が景気後退期にコントロール手段を失うリスクにさらされている国に仲間入りすることが危惧される。

なお本稿では、従来から市場が指摘してきた非常に目を引く懸念事項についても、これまでの論点同様に重要であるため、改めて触れておきたい。

- 過去の利上げが遅れて影響を及ぼすようなことはないか(図5参照)。
- これまでの財政刺激策の効果が予想以上に大きく、そして/またはその効果が後退しようとしているとしたらどうか。
- 米国以外の国はすべて状況が異なっている。小国であれ大国であれ、日本だろうが欧州だろうが中国だろうが、主に経済成長およびインフレに関する下方リスクとその現実化に対応を迫られている。**米国もグローバル経済の減速に巻き込まれているのではないだろうか。FRBはそのリスクを認識しているながらも、潜在的な影響についてあまりにも楽観視しているのではないだろうか。**

図5:FF金利とモーゲージ金利が上昇していることから、住宅販売は大きく落ち込んでいる



出所：Bloomberg (2019年2月26日現在)

現在、市場は、FRB が引き締め政策を保留にした上で、最終的には利下げに踏み切るであろうと楽観的に想定している。これによって緩和された金融環境が、経済の成長を支えてきた。FRB は景気減退の脅威を認識しており、次の動きは金利の引き下げであろうというのが背景にある想定だ。しかし、FRB はそう考えているだろうか？ 確かに、ドットチャートが今後の利上げを示唆し、FOMC メンバーが市場を見捨てた 2018 年 12 月とは状況が違う。3 月会合では、FRB はドットチャートに関する議論を決着させられるだろうか？ もし、12 月の利上げ時と同じように、FRB と市場の見解がすれ違えば、再び市場の下落に注意しなくてはならない。

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り): PGIM フィクスト・インカム、2019年3月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォームADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており(登録番号: 193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア) が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下であり(登録番号: 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号: 49012)

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“The Fed’s Challenge of Squaring the Dots”をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ201903140294