

米追加利上げと新出口戦略の発表 月間100億ドルで年内開始予定の再投資縮小計画

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 6月FOMCは、4度目の利上げ決定と共に、5月議事要旨の予告通り、新たな出口戦略を公表した。今回の政策金利見通し分布（ドット・チャート）は、前回3月からほとんど変化がない。
- 新出口戦略によれば、再投資の縮小は月間100億ドル（米国債60、エージェンシーMBS40）から開始し、1年かけて月間500億ドル（各々300、200）に引き上げ、その後、一定に保つという。
- バランスシートの正常な水準に関する議論次第だが、正常化は3年程度かかるだろう。その間に生じ得る内外経済・金融のショックに、オートクルーズ的再投資計画は果たして耐え切れるのか。

1. 景気判断が改善、国際経済・金融情勢も追い風

6月13・14日の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、2015年12月から数えて4度目となる利上げを決定すると共に（カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が反対）、5月議事要旨で強く示唆（予告）していた通り、新たな出口戦略の公表に踏み切った。

声明文の景気判断は全般的に上方修正され、物価判断には変化がない。景気判断のうち修正点を挙げると、まず米国の経済活動は、1～3月期の減速から「緩やかに持ち直している」との判断が示された。次に雇用増加については、今月初めの雇用統計を受けて「緩やか」な伸びに留まったものの、年初以来を振り返ると（前回声明文と同様）「堅調」に推移してきたとの判断が示されている。さらに家計支出の伸びについても、前回の「緩やか」から「持ち直し」へと判断が引き上げられた。

短期的な見通し上のリスクについては「概ね均衡している」との判断が維持されると共に、昨年4月以来挙げられてきた「国際経済・金融動向」がFOMCの監視対象から外れ、「物価動向」のみが残った。注目されてきた英仏選挙では、英保守党の過半数割れを除けば、国際経済・金融市場を揺るがす結果とならなかったことや、中国をはじめとする新興国経済が比較的安定していることが、「国際経済・金融動向」に対する警戒モードを解く理由となり、金融政策の正常化を進めようとするFOMCの追い風となったと考えられる。

FOMC参加者の政策金利見通しは、前回3月公表分からほとんど変わらなかった。上記の環境下で米国経済が緩やかながらも安定的な拡大基調に戻っているとの自信の表れとみられる（本稿末、図表1）。

2. 月間100億ドルでスタート、ゴールは月間500億ドルの再投資縮小計画

新たな出口戦略では、再投資の縮小ペースと年内開始が明らかにされた。

前回の議事録では、再投資に上限を設けること、低めの水準から3カ月ごとに上限を引き上げていく

こと、特定の水準に到達した後は上限をその水準に保つこと、の3点が明らかにされていた。今回はこの上限の水準が明示されることになった。

当初の上限は月間100億ドルとし、米国債が60億ドル、エージェンシーMBSが40億ドルとなった。3カ月ごとに同額ずつ引き上げることで、1年後の月間の上限は米国債300億ドル、エージェンシーMBS200億ドル、計500億ドルとなる。その後、上限はそのまま保たれ、バランスシートの規模が正常化するのを待つという。

バランスシートの正常な規模に関する結論は今回先送りされている。正常な規模は、主として2つの要因によって決定づけられる。現金（ドル紙幣）の伸びと超過準備の規模である。現金の伸びは過去の推移等から予測できるが、不透明なのは超過準備の水準である。金利政策の効果的・効果的な実施に必要で、かつ安全資産としての性格を持つ超過準備に対する需要についての検証が今後も続く。

現金需要の伸びを年率6%、超過準備の正常な水準を6,000億ドルと仮定した場合のバランスシートの変化は図表2（本稿末）のようになる。この場合、バランスシートの正常化（縮小）は3年ほど続き、その後はバランスシートは拡大に転じる。こうした転換が生じるのは、現金需要の伸びのためである。

3. 再投資縮小計画の「オートクルーズ」的位置づけに残る疑問

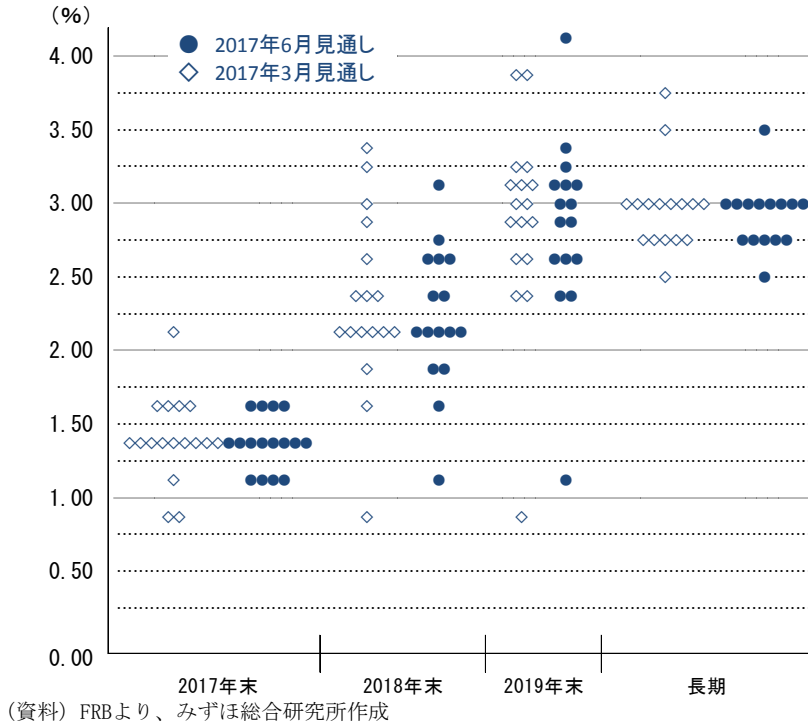
再投資縮小計画は、経済見通しを大幅に変更しなければならないほどのショックが生じない限り見直されず、一旦開始したら計画に沿って粛々と進められる。自動車運転で言うところの「オートクルーズ」（運転者は速度を指定しさえすれば、アクセルを調整する必要がない）である。本質的には同じ金融緩和度合いの縮小（もしくはタイト化）である利上げと再投資の縮小が相異なる方針、すなわち前者は経済情勢次第でプリセットではなく、後者はプリセット（オートクルーズ）という方針に基づいて実施されるということだ。筆者は、再投資縮小計画についてオートクルーズ的側面が強調される必要性は果たしてあるのかと疑問に思う。

2015年9月を例にとろう。当時、FOMCはゼロ金利政策導入以来初めての利上げに踏み切ると思われていた。しかし8月に所謂チャイナショックが生じ、その影響が残ったことで、初めての利上げは同年12月まで先送りされた。筆者が注目するのは、9月の会合で提出されたFOMC参加者らの経済見通しには大きな変化がなかった点である。

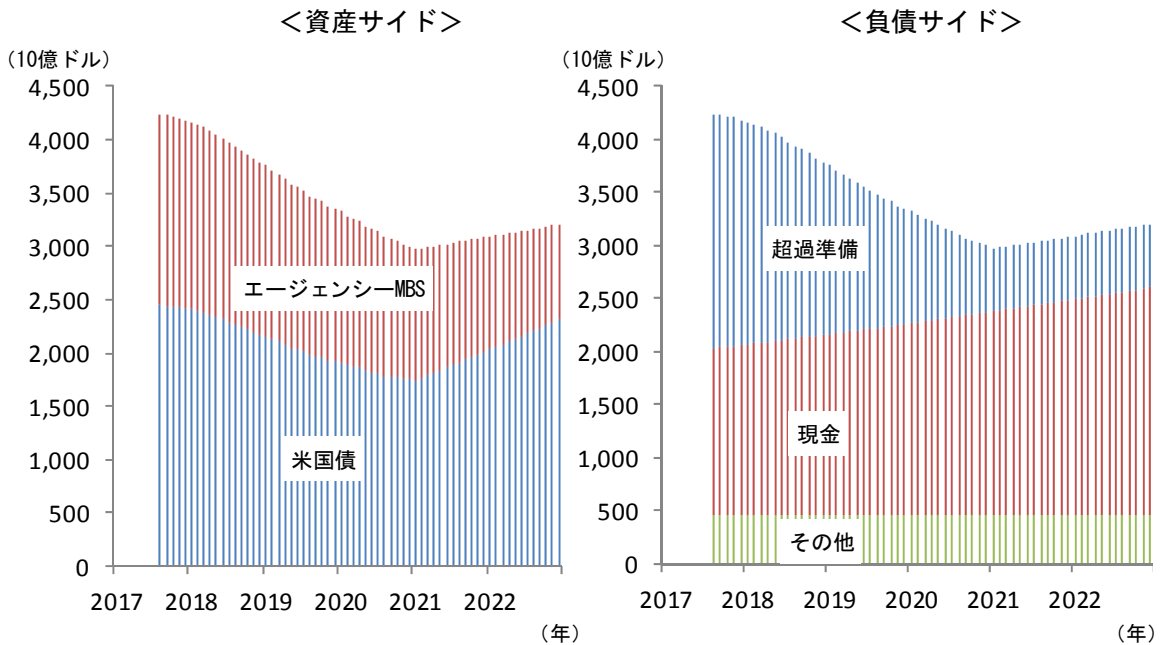
再投資縮小計画の考え方に基づけば、2015年9月のようなショックは再投資縮小計画の見直し理由に該当しない。今後、再投資縮小が開始され、何回目かの上限引き上げのタイミングで2015年9月相当のショックが生じても、上限引き上げが断行されることになる。これは現実的な想定と言えるだろうか。むしろFOMCは、（金利政策の据え置きと共に）上限引き上げも見送る可能性が高いのではないか。

予見可能性を高めるために再投資縮小計画を事前発表することは望ましいだろう。しかし、オートクルーズ的側面を強調し、事前の計画に沿って粛々と進めるだけ、というのはFOMCの願望に過ぎない。むしろ詳細な計画と共に柔軟に見直す姿勢を示す方が、再投資縮小計画を含む米金融政策へのクレディビリティが高まるのではないか。ショックに鈍感な再投資縮小計画は、かえってタカ派的FOMCという印象を強め、米国債券市場の乱高下を招くおそれがあると思われる。

図表1 FOMC参加者の政策金利見通し



図表2 FRBのバランスシートのシミュレーション



●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。