

2021年1月28日 全4頁

FOMC 現状は警戒も先行きは楽観

テーパリングの議論に関しては時期尚早と一蹴

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2021年1月26・27日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.00-0.25%に据え置いた。バランスシート政策に関しても、米国債等の購入ペースについて特段の変更は示されなかった。市場参加者は政策金利、バランスシート政策の据え置きを想定していたため、今回の決定自体にサプライズはない。
- 声明文の中身を見ると、新型コロナウイルス感染再拡大や政府の規制強化に伴い、雇用統計や小売売上高といった経済指標が足下で悪化したことを反映し、経済の現状判断を下方修正した。他方で、追加的な財政支援やワクチン接種への期待から、先行きに関しては楽観的な意味合いの表現へと修正した。
- 足下の景気に引き続き注意が必要なものの、今後景気回復が進むにつれて注目されていくのはテーパリングのタイミングである。パウエルFRB議長は記者会見で、依然として失業者数が多いことから、出口戦略に関して議論することは時期尚早と述べ、テーパリングの議論を一蹴した。2013年のテーパー・タントラムの教訓として、拙速なテーパリングの議論を避けたいという意味合いがあると考えられる。とりわけ、足下バブル化懸念等を含めて金融の安定性への注目度が高まる中、FRBと市場参加者のコミュニケーションは一層慎重なものにならざるを得ないだろう。

政策金利、バランスシート政策ともに据え置き

2021年1月26・27日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.00-0.25%に据え置いた。バランスシート政策に関しても、米国債等の購入ペースについて特段の変更は示されなかった。市場参加者は政策金利、バランスシート政策の据え置きを想定していたため、今回の決定自体にサプライズはない。

経済の現状認識を下方修正も、先行きはやや楽観視

声明文の内容を確認すると、経済の現状に関しては、2020年12月会合の「経済活動及び雇用は改善を続けてきたものの、年初の水準を下回ったままである」から「経済活動及び雇用の回復ペースはこの数ヶ月緩やかになり、パンデミックによる悪影響を最も受けたセクターを中心に弱含んでいる」へと下方修正した。新型コロナウイルス感染再拡大や政府の規制強化に伴い、雇用統計や小売売上高といった経済指標が足下で悪化したことを反映させたものと考えられる。

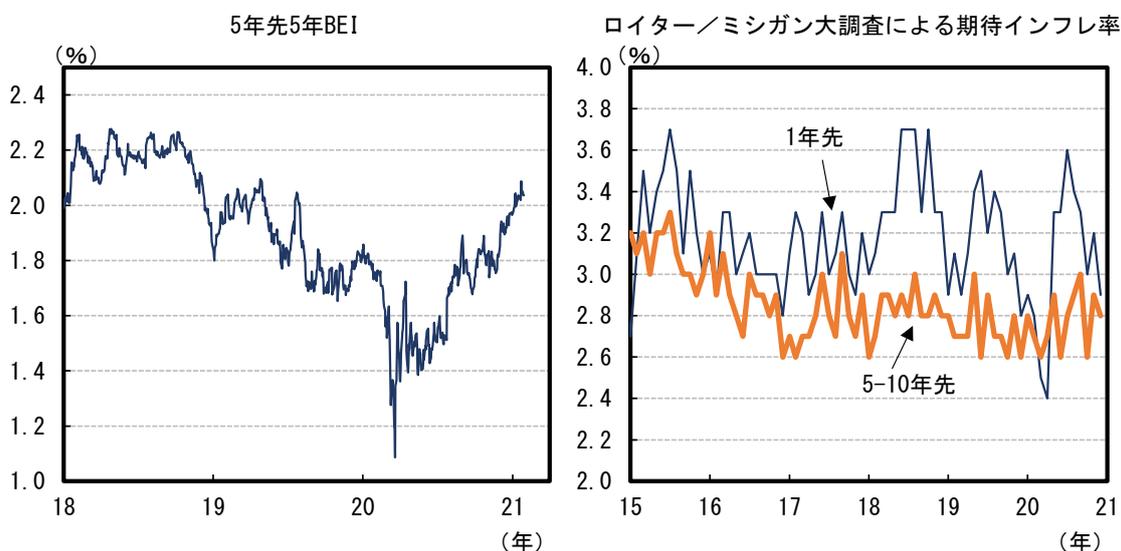
景気の先行きに関しては、ワクチンに関する記載が加えられた。従来の「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」という表現が「経済の経路は、ワクチン接種の進展を含む、ウイルスの道筋に大きく依存する」へと修正された。これは、ワクチン接種の進展による集団免疫の実現への期待とともに、ワクチン接種の遅れに伴うウィズコロナ継続への警戒という両側面があると考えられる。

また、12月会合の「継続する公衆衛生危機が短期的に経済活動（中略）の大きな重石となり、中期的な経済見通しに引き続き重大なリスクをもたらす」という表現は、「継続する公衆衛生危機が経済活動（中略）の大きな重石となり、経済見通しに引き続き重大なリスクをもたらす」へと変更された。短期及び中期という期間を外し、より一般的な言い回しへと変更した意図に関して2つの解釈が可能だろう。一つは、ワクチン接種の進展を含む新型コロナウイルスの感染収束に関して不確実性が高い中で、短期・中期という期間設定が意味をなさないという、やや悲観的な意味合いである。もう一つは、2020年末に成立した追加的な財政支援及びバイデン新政権による更なる追加支援案を背景に、短期的な景気の下支えが期待できるとともに、ワクチンへの期待から中期的な景気の下振れリスクが低下したというやや楽観的な意味合いである。声明文公表後の記者会見で、先行きに関する表現について問われた際、パウエルFRB議長は「ベースシナリオとして2021年下半期の力強い経済成長を想定している」と述べており、後者の楽観的な意味合いで修正したと判断すべきだろう。

物価に対する見方は、「弱い需要とこれまでの原油価格の下落が消費者物価を押し下げている」で据え置いた。足下で、債券市場参加者の期待インフレ率であるBEI（Break Even Inflation Rate）が上昇し、2%を超えた水準で推移しているが、FRBが重要視しているとされるロイター／ミシガン大調査による家計の期待インフレ率は、1年先が低下トレンド、5-10年先は安定的に推移している。また、実勢の物価（PCE価格指数）も低位安定的であることから、物価に対し

てバランスを取った評価を下したといえる。物価に関する見通しについて、記者会見において先行きの景気回復時にインフレ率が急上昇する可能性について問われた際、パウエル議長は、たとえインフレ率が上昇したとしても一時的なものであり、ディスインフレ圧力は根強いことから急激なインフレが発生する可能性は低いと指摘した。

図表 1 5年先5年BEI、ロイター／ミシガン大調査による期待インフレ率



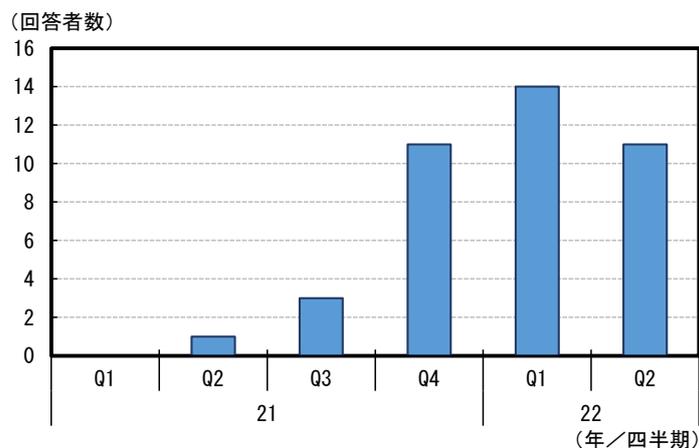
(出所) ロイター／ミシガン大、Bloomberg より大和総研作成

テーパリングの議論は時期尚早と一蹴

今回の FOMC では経済の現状認識を下方修正したものの、先行きに関しては楽観的な意味合いの表現へと修正した。今後景気回復が進むにつれて注目されていくのはテーパリングである。とりわけ、テーパリング開始のタイミングに関しては、市場参加者の中でも、そして、FOMC 参加者の中でも見方にばらつきがある。Bloomberg 調査によれば、そのタイミングについて、2021年の第4四半期から2022年の第2四半期までを予想する市場参加者が多い。また、FOMC 参加者に関しては、これまでにボスティック・アトランタ連銀総裁が2021年内の開始を示唆する一方、クラリダ FRB 副議長は2021年内において現在の国債等の買入ペースの維持を想定していると述べている。

こうした中、パウエル FRB 議長は記者会見で、依然として失業者数が多いことから、出口戦略に関して議論することは時期尚早と述べ、テーパリングの議論を一蹴した。パウエル FRB 議長は、1月14日のプリンストン大学でのウェビナーに出席した際、「世界金融危機からの教訓は出口戦略が早くなりすぎないように注意する必要があるということだ。なぜなら市場参加者が注目しているからだ」と述べている。2013年5月末にバーナンキ FRB 議長（当時）がテーパリングを示唆したことを契機に、資産価格の調整や新興国からの資本逃避が発生するなど市場が一時的に混乱した「テーパー・タントラム」の再発を FRB は警戒しているということだろう。

図表2 市場参加者のテーパリング開始のタイミング予想



(注) 2021年1月15-20日に Bloomberg が調査を実施。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

なお、出口戦略とは文脈が異なるが、記者会見では一部企業の株価が急騰し、バブル化懸念が強まっていることについて質問が相次いだ。足下、個人投資家が SNS で情報交換し、ファンド等の信用売り残が積み上がっている銘柄を大量買いしたことで株価が急上昇し、結果的にファンド等が買い戻しを迫られたことで株価がさらに上昇するという状況が発生していた。記者は緩和的な金融環境がバブル化を引き起こした可能性と FRB によるノンバンクセクターへの規制強化の可能性について質問したところ、パウエル議長は特定の企業の株価に注視するというよりは幅広く金融環境を監視していること、また、金融緩和が資産価格押し上げの直接的な原因ではないこと、そして、金融安定性に関するリスクは中程度と回答した。また、ノンバンクセクターの規制に関して大半は FRB の所管ではないものの、他の規制当局と協力し、必要に応じて対応を進めると述べた。

こうしたバブル化懸念等を含めた金融の安定性への注目度が高まる中、市場の混乱をもたらし得るテーパリングについて、コミュニケーションは一層慎重なものにならざるを得ないだろう。「テーパー・タントラム」の再発、ひいては、市場の混乱に伴う景気への悪影響を避けるために、パウエル FRB 議長やクラリダ FRB 副議長といった FOMC の主要参加者は、景気が幾分減速し（2021 年第 1 四半期）、そして再び回復する（第 2 四半期）と見込まれる 2021 年上半期は言質を取らせない慎重なコミュニケーションに終始することが想定される。他方で、過去の例を見ると、テーパリングの示唆から実際に実施決定に至るまでに、2013 年は半年強の期間を置いた。パウエル FRB 議長も記者会見で事前に十分にコミュニケーションを取ると述べており、尚早なテーパリングを避けるために今回はより長い時間をかける（半年間～1 年間程度）と考えられる。市場参加者が想定するタイミング（2021 年第 4 四半期～2022 年第 2 四半期）を基にすれば、上半期終盤から下半期初めにかけて、FOMC 参加者の中でテーパリングの開始を示唆する観測気球が上げられる可能性もある点には注意が必要だろう。