

2021年3月18日 全7頁

# FOMC ポストコロナに向け開始のゴング鳴る

## 金利上昇への対応、経済見通し、ドットチャートと見どころ満載

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3月16・17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%に据え置き、バランスシート政策も変更しなかった。今回の決定自体にサプライズはない。
- 注目されていた長期国債を中心とした金利上昇に関しては、市場の無秩序な状況や金融環境の継続的な引き締まりを懸念していると、パウエルFRB議長が記者会見で発言するにとどまった。
- テーパリング開始の基準となりうる経済見通しに関しては、ポストコロナへの移行期待が高まる中、実質GDP成長率、失業率、インフレ率のいずれも上方修正された。ドットチャートについては2023年末までFFレート据え置きという予想が継続されたものの、利上げを想定するFOMC参加者は増加した。
- 今回のFOMCは、金利上昇への対応、経済見通し、ドットチャートなど見どころ満載であったが、いずれもポストコロナへの移行を契機とした金融政策の正常化を想定したものである。今後は今回のFOMCの見通しを基準に、進捗状況を確認するフェーズへ移ることになる。今回のFOMCを以て、金融政策の正常化に向けた市場参加者とFRBのコミュニケーションが始まったといえよう。

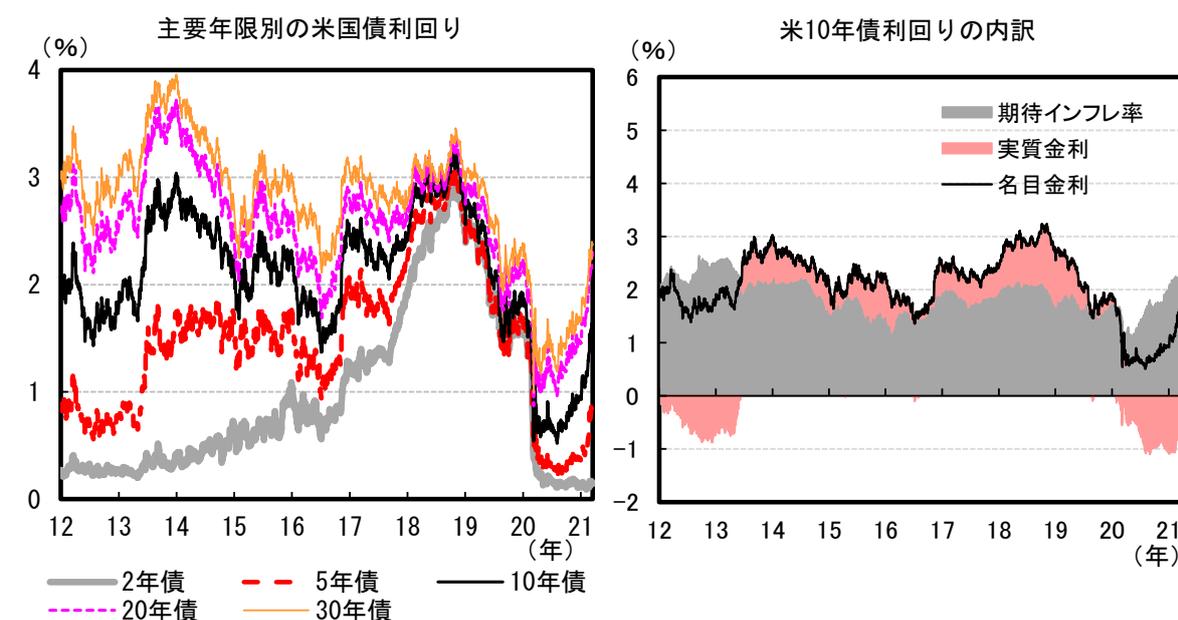
## 景気に沿った金利上昇を容認しつつも、混乱には警戒

2021年3月16・17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。

今回のFOMCの目玉の一つは、足下の長期債を中心とした米国債利回りの上昇に対するFRBの認識であった。FOMC前のFOMC参加者の発言を基にすれば、金利上昇は景気の先行きの良好さを反映したものであるというのが基本スタンスである。その上で、パウエルFRB議長が3月4日のウォール・ストリート・ジャーナル紙主催の討論会で「金融環境がFRBの目標達成をサポートすることが重要であり、FRBの目標に向けた進展を脅かす市場の無秩序な状況や金融環境の継続的な引き締まりを懸念している。」と指摘したように、实体经济に悪影響を及ぼすほどの市場における急激な変化は避けたいというものであった。

今回のFOMC声明文では、金利上昇に対する警戒は示されなかったが、想定通りの結果であろう。実質金利はマイナス領域にあり、金融環境は緩和的であることから、声明文を変更するほどの重大さはない。加えて、声明文で金利上昇への懸念を表明すれば、市場参加者に現在の金利水準や上昇ペースが過剰とのシグナルを送ることになる。金利上昇は景気の先行きの良好さを反映しているという従来のロジックを修正することになり、市場に混乱をもたらす可能性もあった。他方、声明文発表後のパウエル議長の記者会見では従来通り、市場の無秩序な状況や金融環境の継続的な引き締まりを懸念すると発言し、釘をさすことも忘れなかった。なお、一部市場参加者が期待していたツイストオペやイールドカーブコントロールといった長期債利回りの抑制策に関しては、必要なツールを使用する準備はあると述べるにとどめた。

図表1 主要年限別の米国債利回り、米10年債利回りの内訳



(出所) Bloomberg より大和総研作成

## 声明文は景気の現状認識を上方修正

声明文の内容を確認すると、経済の現状に関しては、2021年1月会合の「経済活動及び雇用の回復ペースはこの数ヵ月緩やかになり、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」から「回復ペースが緩やかになった後、経済活動や雇用に関する指標は足下改善に転じたが、パンデミックによる悪影響を最も受けたセクターは弱いままである」へと小幅に上方修正した。新型コロナウイルスの感染状況の改善や政府の規制緩和によって雇用環境が幾分改善したことや、2020年12月に成立した経済対策による1月の個人消費の押し上げなどを反映させたものと考えられる。物価に関しては、「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」という従来の表現から、原油価格の上昇を受けて、「インフレ率は2%未満で推移している」という表現へと変更した。

景気の先行きに関しては、「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」、「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」という表現で据え置かれた。足下の景況感の改善や先行きの景気回復期待はあるものの、依然として残る不確実性への警戒感も示している。

フォワードガイダンスについても変更はない。「雇用の最大化と長期的な2%のインフレ率の達成を追求していく」ことを確認した上で、物価がこうした長期目標を下回る中、「平均2%のインフレを実現し、長期的なインフレ期待を2%で固定するために、しばらくの間2%をやや上回るインフレを達成することを目指す」という表現が据え置かれた。こうした前提の下で、「雇用の最大化に関するFOMCの評価基準に合致する水準まで労働市場が達するとともに、インフレが2%まで上昇し、しばらくの間2%をやや超えるまで、FFレートの誘導目標レンジを維持することが適切であろう」とした。バランスシート政策に関しても、「最大雇用と物価安定の目標達成に向け一段の著しい進展があるまで、少なくとも国債保有を1ヵ月当たり800億ドル、MBS保有を1ヵ月当たり400億ドル増やし続ける」というデュアルマンドートに紐づける定性的な表現が維持された。

今後の金融政策の適切なスタンスを評価する上で、「経済見通しに関連する情報からの示唆を監視し続ける」としつつ、「FOMCの目標達成を阻害するリスクが発生した場合には、金融政策のスタンスを適切に調整する用意がある」と更なる対応について改めてコミットした。これまで、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う下振れリスクへの対処が主眼であったが、パウエル議長が金利上昇など市場の無秩序な状況に関する文脈でも、必要なツールを使用する準備はあると指摘したことから、含意は広がったといえる。なお、こうした評価に関連して、「公衆衛生、労働市場、インフレ圧力及びインフレ期待、そして金融及び国際情勢といった幅広い情報を考慮する」と表現しており、何らかの特定の指標だけで判断しないということも変わらず付記している。

## 経済見通し（SEP）は上方修正

今回のFOMCでは、FOMC参加者による経済見通し（SEP）が公表された。今回のSEPは、金融政策の正常化、とりわけテーパリングの議論において極めて重要な意味を有する。米国経済のポストコロナへの移行期待が高まる中、市場参加者は2022年1-3月期のテーパリング開始を予想しているが、パウエル議長はこうしたテーパリングの議論に関しては、「（景気回復の）実際の進捗状況を見たい」と繰り返してきた。進捗状態を確認するためには一種の基準が必要であり、今回のSEPがその基準の一つになりうると思惑から注目度が高まったといえる。

今回のSEPを具体的に見ていくと、2020年12月のFOMCで公表されたSEPに比べて、これまでの順調な景気回復を受け、実質GDP成長率が上方修正された。2021年（4Qの前年比、以下同）は、前年比+4.2%（2020年12月のFOMC時点）から同+6.5%（2021年3月のFOMC時点）へと予想が引き上げられた。2022年は同+3.2%（2020年12月のFOMC時点）から、同+3.3%（2021年3月のFOMC時点）へと小幅に上方修正された。2023年は同+2.4%（2020年12月のFOMC時点）から、同+2.2%（2021年3月のFOMC時点）と下方修正されたが、2021年が大幅な上方修正となったことによる微調整といえる。予想期間において、FOMC参加者が想定する潜在成長率（長期見通し、1.8%）を上回る実質GDP成長率が維持されるとの予想が示されたことになる。

図表2 FOMC参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値				大勢見通し							
		2021	2022	2023	長期	2021		2022		2023		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	21年3月	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8	6.6	3.0	3.8	2.0	2.5	1.8	2.0
	20年12月	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7	5.0	3.0	3.5	2.2	2.7	1.7	2.0
失業率 (4Qの平均)	21年3月	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2	4.7	3.6	4.0	3.2	3.8	3.8	4.3
	20年12月	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7	5.4	3.8	4.6	3.5	4.3	3.9	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	21年3月	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2	2.4	1.8	2.1	2.0	2.2	2.0	
	20年12月	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7	1.9	1.8	2.0	1.9	2.1	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	21年3月	2.2	2.0	2.1		2.0	2.3	1.9	2.1	2.0	2.2		
	20年12月	1.8	1.9	2.0		1.7	1.8	1.8	2.0	1.9	2.1		

(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

(出所) FRBより大和総研作成

雇用環境に関しては、2021年の失業率を2020年12月のFOMC時点の予想値（4Qの平均、以下同）である5.0%から、4.5%に上方修正した。特筆すべきは、FOMC参加者の完全雇用水準の目安となる長期見通し（4.0%）を、2022年（3.9%）には下回る（改善）ことが示された点である。なお、2023年は3.5%と2020年12月の予想値の3.7%からさらに改善するとの予想であり、もし予想通りとなれば、新型コロナウイルス感染拡大前の歴史的低水準（2020年2月：3.5%）に到達することを意味する。

実質 GDP 成長率、失業率を上方修正する中で、インフレ率も上方修正した。PCE 価格上昇率は 2021 年（4Q の前年比、以下同）に +2.4%へと上方修正され、FOMC が目標の中央に据えている 2.0%をオーバーシュートする予想が示された。もっとも、2021 年に関しては、2020 年の新型コロナウイルス感染拡大に伴う物価下落の影響（ベース効果）が年後半にかけてはげ落ちる中でも、物価上昇率が加速するという見立てである。2022 年も +2.0%と上方修正されたものの、2021 年からは伸びが減速する見込みである。2023 年は +2.1%と再び 2%を超えるまで加速するとの予想であり、FOMC が目標とする 2%をやや上回るインフレの実現を意味する。

米国においてワクチン接種が進展し、新型コロナウイルスの感染収束が見えつつある中、FOMC 参加者も実質 GDP 成長率、失業率、インフレ率を上方修正することで、米国経済のポストコロナへの移行に対する期待を示したものといえる。今後の経済指標が今回示された予想値通り、或いは上振れる場合には、テーパリングを含め、金融政策の正常化に関する注目度が高まることになるだろう。もっとも、パウエル議長は記者会見の中で、平均インフレ目標の達成に向けて忍耐強くあるべきと発言しており、インフレ率がオーバーシュートしたとしても当面緩和的な金融環境を維持することを示した。また、黒人の失業率など構造的な課題を取り上げ、失業率が完全雇用水準を下回ったとしても、雇用環境の改善には余地がありうることも指摘した。そして、SEP があくまでも個々の FOMC 参加者の予想であり、FOMC 全体の予想値ではないことを繰り返し述べることで、市場参加者が過度に SEP にとらわれすぎないように牽制球を投げたといえる。

## FF 金利水準は 2023 年まで維持も、ドットチャートの形状はややタカ派的

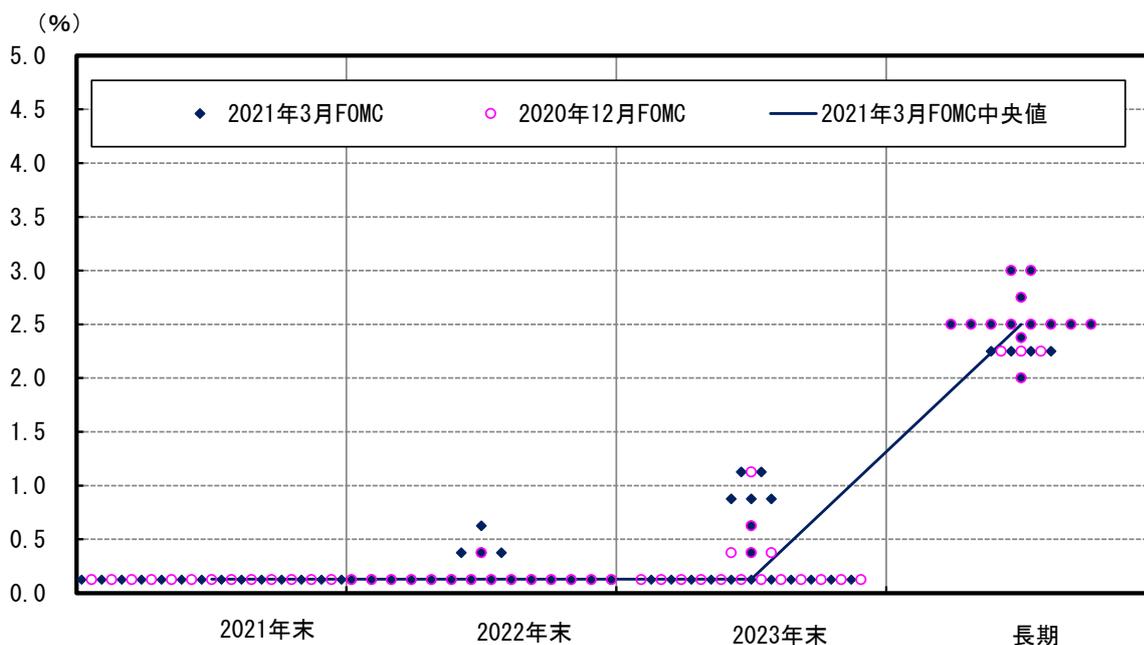
2023 年内の利上げを想定する市場参加者がいる中、FOMC 参加者の FF 金利の見通し（ドットチャート）に関して、中央値は 2023 年末まで 0.125%となり、現在の FF 金利水準が 2023 年末まで維持されるとの予想が据え置かれた。

ドットチャートの形状を見ると、2021 年末は 18 名中 18 名が現在の FF 金利水準から据え置く結果となった<sup>1</sup>。他方で、2022 年末に関しては、0.375%（現在の FF 金利水準から 0.250%pt 高い）が 3 名と、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 1 名と利上げを想定する FOMC 参加者が増加した。2023 年末に関しては、0.375%（現在の FF 金利水準から 0.250%pt 高い）が 1 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 1 名、0.875%（現在の FF 金利水準から 0.750%pt 高い）が 3 名、1.125%（現在の FF 金利水準から 1.000%pt 高い）が 2 名と、12 月の FOMC 時点に比べて利上げ見込みが増加した。中央値こそ 0.125%で据え置かれたものの、2021 年から 2023 年までのドットチャートの形状を見れば、利上げを予想する FOMC 参加者が増えたこともあり、ややタカ派的な印象を受ける。SEP が上方修正される中で、ドットチャートの形状がタカ派的になるのも自然なことといえる。

<sup>1</sup> 2020 年 12 月のドットチャートまでは 17 名分であったが、2021 年 3 月のドットチャートよりクリストファー・ウォラー理事の予想値が追加され、ドットチャートは 18 名分となった。なお、ドットチャートの長期見通しに関しては、従来 1 名が未提出であったことから 16 名分だったが、ウォラー理事の予想値が追加されたことで 17 名分に変更された。

ドットチャートがタカ派的になったことで、経済指標が上振れした場合には、利上げの更なる早期化を惹起させることになる。こうした思惑を抑制し、忍耐強く緩和的な金融環境を維持するために、パウエル議長はドットチャートがあくまでも現時点の予想にすぎないこと、そして、FOMC 全体の予想値ではないことを記者会見でも繰り返した。なお、長期のFF金利の見通し（中立金利）に関しては、中央値が2.5%、大勢見通しは2.3-2.5%と、いずれも据え置かれた。ドットチャートの形状に関しても、12月のFOMC時点から変わらなかった。

図表3 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、1名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

## ポストコロナに向け開始のゴング鳴る

今回のFOMCは、長期債を中心とした金利上昇への対策、経済見通し、ドットチャートと見どころ満載であったが、いずれにも共通するのもポストコロナへの移行を契機とした金融政策の正常化を想定したものということだろう。今後は今回のFOMCの見通しを基準に、進捗状況を確認するフェーズへ移ることになる。パウエルFRB議長は記者会見でSEPに示された経済見通しやドットチャートが予想値の一つにすぎないと述べ、金融政策の正常化に対する関心が過度に高まらないよう努力していた。とりわけ、指摘した黒人の失業率といった雇用環境の質改善の必要性や、平均インフレ目標の達成に向けた忍耐強さに関するパウエル議長の言及は、正常化への注目度の高まりを回避するためのロジックとも考えられる。しかし、景気回復を受け、今後のSEP(6月、9月、12月公表予定)で現状維持や更なる上方修正が加えられれば、パウエル議長の発言がいかにか抑制的なトーンであったとしても、正常化への注目度は高まらざるを得ない。今回のFOMCを以て、金融政策の正常化に向けた市場参加者とFRBのコミュニケーションが始まったといえよう。

なお、一部市場参加者の中で注目されていた、補完的レバレッジ比率（SLR）の規制緩和期限（2021年3月末）延長に関しては、パウエル議長が記者会見で数日中に公表すると述べるにとどめた。2020年3月に米国債市場の流動性問題が懸念された際、米銀が保有する米国債や準備預金をSLRを算出する際に除外することを可能とする一時的措置が取られたわけだが、金融機関に対して高圧的なスタンスを示すエリザベス・ウォーレン上院議員らが規制の形骸化を主張し、延長に反対していた経緯がある。規制緩和策を延長しないことは、ポストコロナに向けた金融規制の正常化といえなくもない。規制緩和が延長されない場合、国債市場の流動性に影響が及び、金利のボラティリティが上昇すると懸念視されていることもあり、正式発表までは市場参加者の不安は続くことが想定される。