

2021年4月30日 全4頁

FOMC テーパリングに向け、進捗確認始まる

テーパリング議論開始の時期を巡る見解の差異が課題

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

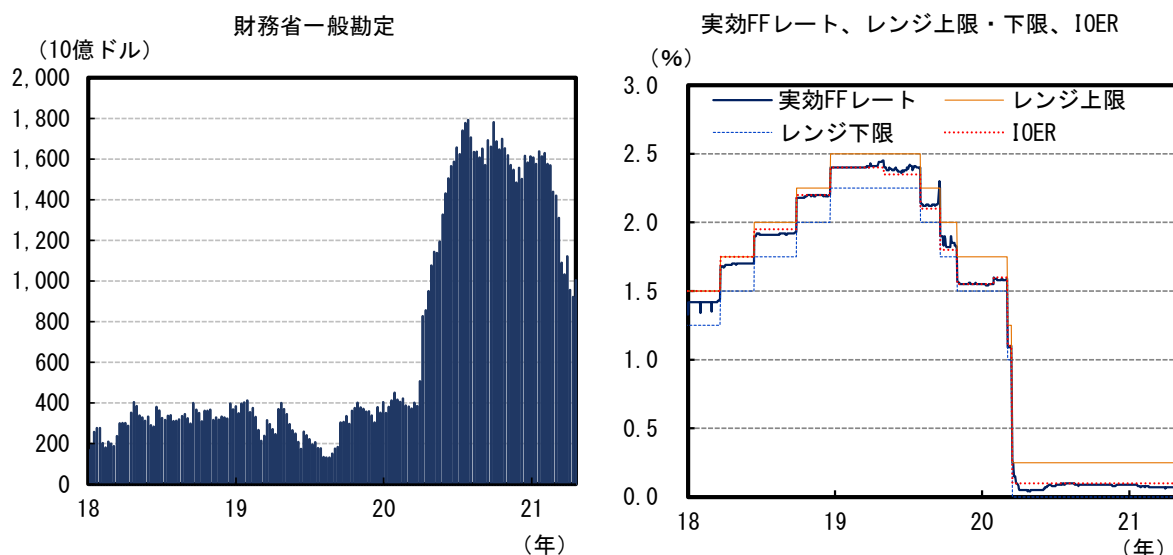
- 2021年4月27・28日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.00-0.25%に据え置いた。バランスシート政策に関しても、米国債等の購入ペースの変更は示されなかった。また、一部の市場参加者から注目されていた超過準備に対する付利金利（IOER）の引き上げについては、FF実効レートが安定的に推移する中で今回は見送られた。
- 今回のFOMCは、テーパリングに向けて、3月会合で示された経済見通し（SEP）に沿って、景気回復が進んでいるかを確認する会合であったといえる。ワクチン接種の進展や経済対策による景気押し上げ効果を基に、今回のFOMC声明文では、経済の現状や見通しに関して上方修正した。FOMCとしては足下の景気回復が上々の出来であったと判断したといえる。
- 進捗確認が進む中で、テーパリングの議論の開始時期を巡って見解の差異がある点は注意を要する。2013年もテーパリング議論の開始に関して市場が織り込み切れしていたことで混乱が生じた。議論の開始がいつであれ、市場参加者が十分に織り込めるようにFRBがコミュニケーションを取れるかが、混乱再発を予防するカギとなろう。

政策金利、バランスシート政策ともに据え置き、IOER 引き上げも見送り

2021年4月27・28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。

一部の市場参加者から注目されていた超過準備に対する付利金利（IOER）の引き上げについては、今回は見送られた。財務省一般勘定の減少に伴う銀行準備預金の増加が、短期金利に下押し圧力をかけることから、IOERを引き上げることで、FFレートを誘導目標レンジ内で安定させる可能性があった。IOERの引き上げは技術的なものであるが、コミュニケーション次第ではマーケットにタカ派的な印象を与える可能性があることから、足下実効FFレートが安定的に推移している中で、FRBとしては様子見ということだろう。

図表1 財務省一般勘定、実効FFレート、レンジ上限・下限、IOER



(出所) FRB、Haver Analytics 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3月会合の「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」から「ワクチン接種の進展と強力な政策支援の中で、経済活動や雇用に関する指標は向上した。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が、改善は見られる」へと上方修正した。新型コロナウイルスのワクチン接種が進み、新規感染者数も大きく増加していない状況にあること、そして、3月中旬に成立した経済対策によって3月の小売売上高が大きく上振れしたように景気回復が進んでいることを反映させたといえる。

物価に関しては、「インフレ率は 2%未満で推移している」から「インフレ率は上昇したが、大部分は一時的要因を反映したものである」という表現へと変更した。3 月の CPI が前年比+2.6%と急加速したことを受けて修正したと考えられる。もっとも、パウエル FRB 議長が記者会見で補足したように、物価上昇は 2020 年の物価が大きく落ち込んだこと（ベース効果）によるものであり、FRB が重視する継続的な物価上昇とは区別している点には注意を要する。

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」という表現は据え置いたものの、「継続する公衆衛生危機が経済活動や雇用、物価上昇の重石となり、経済見通しに引き続き重大なリスクをもたらす」という表現に関して、「継続する公衆衛生危機が経済活動の重石となるとともに、経済見通しに対するリスクは残る」へと変更した。「重大な (considerable)」という一語が落ちたことで、先行きに対するリスク認識は改善したといえる。

他方、フォワードガイダンスについて変更はない。「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、インフレ率が 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 ヶ月当たり 800 億ドル、MBS 保有を 1 ヶ月当たり 400 億ドル増やし続ける」というデュアルマנד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。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。

テーパリングに向け、進捗確認始まる

今回の FOMC は、パウエル議長がこれまでに「(景気回復の) 実際の進捗状況を見たい」と繰り返してきたように、テーパリングに向けて、3 月会合で示された経済見通し (SEP) に沿って、景気回復が進んでいるかを確認する会合であったといえる。声明文での経済の現状や見通しに関して上方修正したように、FOMC は足下の景気回復が上々の出来であったと判断したと考えられる。注目された物価上昇に関しては、ベース効果によって FRB が目安としている前年比+2%を上回っているが、物価上昇は一時的なものにすぎないとの認識のままである。物価上昇の持続性については引き続き注視していく一方、当面は雇用環境の改善具合がテーパリングの議論を開始する上でのポイントとなる。

FRB が期待する雇用環境に関する改善の程度として、パウエル議長が 4 月 8 日のバーチャルセミナーに登壇した際の「雇用環境の進展を確認するために 3 月の雇用統計のような好調な指標

が数ヵ月続くことを望む」との指摘が一つの目安となる。3月の雇用統計は雇用者数が前月差+91.6万人の大幅増であったことを踏まえれば、FRBは今後数ヵ月は100万人前後の雇用増を期待しているといえる。

FRBによる進捗確認が進む中で、市場参加者の間ではテーパリングの議論開始が示唆されるタイミングを巡って議論が続いている。一つ目の見方は雇用統計（5月7日：4月分、6月4日：5月分）の結果がよければ、6月のFOMCから議論が開始されるというものである。とりわけクラリダFRB副議長は4月14日のバーチャルセミナーで、進捗状況に関する情報提供の場としてFOMCのSEPとパウエル議長の記者会見を取り上げた。経済指標を踏まえ6月15・16日開催予定のFOMCで公表されるSEPが上方修正される場合には、テーパリングに向けた議論は加速すると考えられる。もう一つは、FRBが米国全体の景況感を判断する上で重要な、2021年4-6月期のGDPが公表される7月29日に以降に議論が開始されるという見方である。とりわけ、市場コンセンサスを見ても、4-6月期には実質GDP水準がコロナ禍前（2019年10-12月期）の水準まで回復することが想定される。また、ワクチン接種に関しても現状のペースで進めば、7月には集団免疫に近づくと予想される。ワクチン接種、経済の両面でポストコロナへの移行を確認したいのであれば、テーパリングの議論は8月を目途に開始すると考えられる。

こうした見解の差異はパウエル議長の発言をどのように捉えるかによって生じている。議論開始に関して十分に早い段階で提起するという発言を踏まえれば議論を6月から開始するとの見方の説得力が増し、景気回復の進捗を確認するために幅広いデータを見たいとする発言を踏まえれば8月から開始するとの見方の説得力が増すことになる。もっとも、両者の見解は新型コロナウイルスの感染状況や2回分の雇用統計がどれだけ堅調かに依存するといえ、現時点でどちらかが正しいというものではない。しかし、こうした見解の違いが実際に議論が開始された際に市場の混乱のもととなる可能性がある点は注意を要する。2013年もテーパリング議論の開始に関して市場が織り込み切れしていなかったことで混乱が生じた。議論の開始が6月であれ、或いは8月であれ、市場参加者が十分に織り込めるようにFRBがコミュニケーションを取れるかが、混乱再発を予防するカギとなる。