

2021年6月17日 全7頁

# FOMC タカ派的印象が強い

## 2023年の利上げ、IOERの引き上げ、テーパリングの予備的議論開始

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6月15・16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。
- 注目されていたテーパリング議論の開始に関しては、予備的議論が始まったことが公表された。また、FOMC参加者によるFF金利の見通し（ドットチャート）では、2023年末までに2回分の利上げが実施されるとの見方が示された。そして、IOER やリバースレポレートの引き上げも決定されるなど、総じてタカ派的に映る。声明文でポストコロナへの移行が鮮明化されたことや、経済見通し（SEP）での全体的な上方修正がFOMC参加者のタカ派的な認識の背景となっている。
- 今後はFOMC参加者の認識の変化や議論の内容について、更なる解釈が進められることになる。例えば、利上げ予想が増えた主因（インフレ加速なのか、景気回復の加速なのか）や、テーパリングの予備的議論（テーパリングに踏み切る基準など具体的な議論が進められているのか）などが中心となる。
- また、今回のFOMCの結果に対し、FOMCの参加者の期待先行が過ぎるという指摘もある中、今後は期待通りに景気回復が進んでいくかを確認していくことになる。特に、目下の注目点であるテーパリングの実施判断を考える上で、6月以降の雇用統計の結果で労働供給制約が想定以上に解消されなかった場合のタカ派の巻き戻しの可能性にも目配りしておく必要があるだろう。

## バランスを取ろうとするも、タカ派的な印象

2021年6月15・16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。

他方、今回のFOMCの目玉は以下の3点であった。第一に、テーパリング議論の開始に関する示唆である。4月のFOMC議事録では「経済がFOMCの目標に向けて急速な進展を示している場合、資産購入の調整に関する計画について、今後の会合のいずれかの時点で議論を開始することが適切になるかもしれない」と示されていた。また、4月のFOMC後に数名のFOMC参加者が講演会やインタビューで同様の発言をしており、早ければ今回のFOMCで議論が開始される可能性があった。もっとも、4月のFOMC後に公表された4-5月の雇用統計では、パウエルFRB議長が期待した非農業部門雇用者数の増加幅が前月差+100万人前後というペースを下回る結果となったことから、テーパリング議論の本格化は幾分遅延（7月のFOMC以降を想定）するというのが大勢の市場参加者の見方であったといえる。

こうした中、6月のFOMC会合後の記者会見の冒頭説明で、パウエル議長は「テーパリングに関する議論があった」と述べた上で、「(テーパリングを決定する上で必要な)更なる顕著な進展には道半ばであるが、FOMC参加者は進展が今後継続するものと予想し、今後の会合でFOMCは我々の目標に向けた経済の更なる進展があるかを引き続き評価する」と述べた。これは4月のFOMC議事録に沿ったものとも、議論開始公表とも読み取れるわけだが、その後の記者会見では「議論のための議論 (this meeting that we had as the “talking about talking about” meeting)」と説明しており、4月のFOMC議事録に沿った議論を開始するために必要な予備的な議論が始まったものと捉えるべきかもしれない。

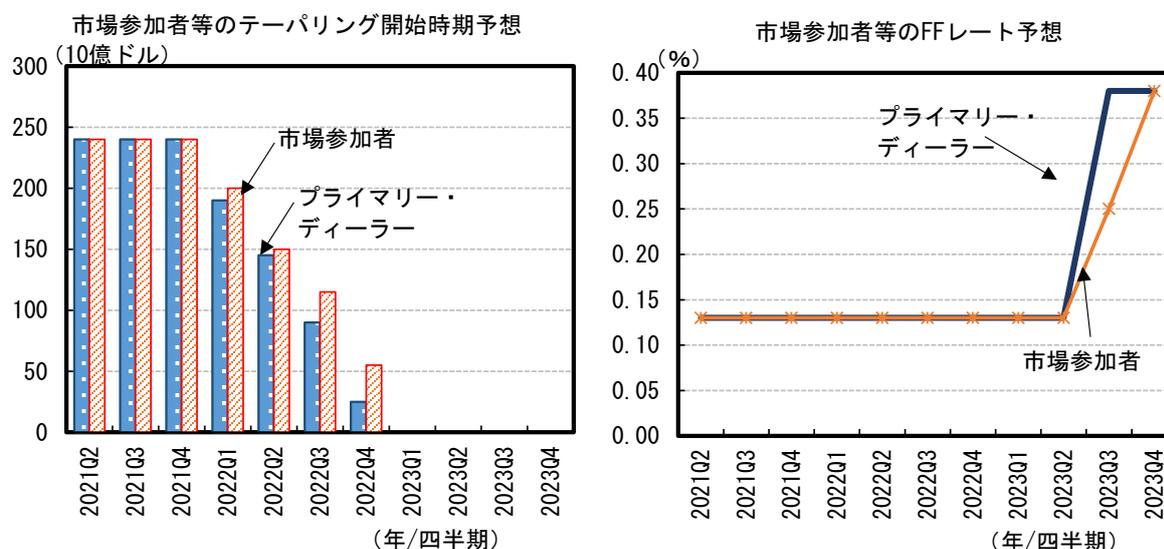
第二に、今回のFOMCで公表されるFOMC参加者のFF金利の見通し（ドットチャート）での利上げ予想の増加である。3月のFOMCで公表されたドットチャートでは、公表期間の最終年である2023年末までFFレートを実質ゼロで維持するという予想が示されていた。他方、インフレが加速する中で、先行きのインフレ予想が上方修正されるとともに、ドットチャートも2023年末までに1回分の利上げを織り込む水準（0.25-0.38%）に予想が引き上げられる可能性が想定されていた。今回のFOMCでは、インフレ予想の引き上げとともに、公表されたドットチャートでは2023年末までに2回分の利上げが実施されるとの予想が示された。パウエル議長が2023年の利上げに関しては、FOMC全体の決定ではなく、あくまでもFOMC参加者の予想であること、そして現時点で2年後の経済状況がどうなるかは確信を得られないことなど、幅を持って捉える必要性を繰り返し提起した。しかし、市場参加者のサーベイにおいても2回分の利上げは織り込み切れていなかったことから予想外となり、米国10年国債利回りは大きく上昇した。

第三に、超過準備に対する付利金利（IOER）やリバースレポレートの引き上げである。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、FFレートを誘導目標レンジ内で安定させるためにIOERを引き上げる可能性があった。実際に、リバー

スレポの利用が急増しており、銀行の資金余剰は大きく、短期金利の下方圧力は強いと考えられる。なお、IOER の引き上げ自体は技術的な調整といえるが、コミュニケーション次第ではタカ派的に捉えられる可能性もあるとともに、実効 FF レートが安定的に推移している中で、FRB は様子見をするというのが市場参加者の見立てであった。しかし、今回の FOMC では IOER (0.10% → 0.15%)、及びリバースレポレート (0.00% → 0.05%) の引き上げが決定された。もっとも、パウエル議長は技術的な調整と強調し、FF レートの利上げとは区別することを徹底した。

今回の FOMC は見どころ満載であったわけだが、2023 年の 2 回分の利上げ予想が最大のサプライズであった。テーパリングについては予備的議論の開始にとどまることからサプライズとまではいえないが、本格的な議論開始と差異がどこにあるのか幾分説明不足な感は否めない。今後 FOMC 参加者の講演会やインタビュー、そして、議事録を通じてどのような議論がなされたのかを確認する必要があり、内容によっては想定以上に具体的な議論が進められている可能性もあるだろう。そして、IOER 及びリバースレポレートの引き上げは技術的調整であることに加え、利上げ予想やテーパリングの予備的議論開始の後ろに隠れてしまったが、市場も織り込み切れていなかった以上サプライズに違いはない。パウエル議長がバランスを取ろうと苦心したものの、3 つの注目点のいずれにおいても、タカ派的な印象はぬぐえないだろう。

図表 1 市場参加者等のテーパリング予想、市場参加者等の FF レート予想



(注) NY 連銀が 4 月の FOMC に向けてアンケートを実施したもの。左図は FRB による国債買取額の予想。

(出所) NY 連銀より大和総研作成

## 声明文はポストコロナへの移行を鮮明化

声明文の内容を確認すると、経済の現状に関しては、2021 年 4 月会合の「新型コロナウイルスによるパンデミックは、米国及び世界中で多大な人的及び経済的苦難をもたらしている。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」という表現から、「ワクチン接種の進展が米国における新型コロナウイルスの感染拡大を減らした。こうした進展や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」へと修正した。

米国における新規感染者数が減少傾向にあり、経済活動の再開が進む中で、新型コロナウイルスによる経済への悪影響に関する一文を削除したと考えられる。

物価に関しては、「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」という表現を維持した。CPI や PCE、PPI など物価指標がインフレの急加速を示す一方、従来通り一時的との見解を維持した。パウエル FRB 議長が記者会見でも、足下のインフレ加速は景気回復による需要の増加と供給制約によるものもあると留保しつつも、2020 年の物価が大きく落ち込んだこと（ベース効果）が大半との見解を示した。

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」から「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」へと変更した上で、「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」から「ワクチン接種の進展は公衆衛生危機が経済に与える影響を減少させ続けると見込まれるが、経済見通しに対するリスクは残る」へと修正した。現状に加えて、先行きに関しても新型コロナウイルスに関連したダウンサイドリスクが軽減されたことを示している。

なお、フォワードガイダンスの修正はなかった。「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」というデュアルマニデ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。

## 経済見通し（SEP）は全体的に上方修正

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、大きな修正を施すというよりは、3 月の SEP をベースに進捗状況を確認し、これまでの経済指標を基に微修正を行うというものと想定されていた。ただし、内容を見ると大幅な修正が加えられた。具体的に見ていくと、2021 年の実質 GDP 見通し（4Q の前年比、以下同）が、前年比+6.5%（2021 年 3 月の FOMC 時点）から前年比+7.0%（2021 年 6 月の FOMC 時点）へと引き上げられた。2022 年は同+3.3%で据え置きも、2023 年は同+2.4%とプラス 2.2%から小幅に引き上げられている。パウエル議長が記者会見で 2022-23 年は 2021 年の反動により成長率は低下すると指摘したが、2023 年の予想値が引き上げられたように 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 成長率が予想期間中は継続するとの見方を強めたといえる。

雇用環境に関しては、2021 年の失業率（4Q の平均、以下同）を 4.5% で据え置いた。足下の雇用環境の回復ペースが緩やかであったことから、上方修正（悪化）も想定されたが、結果的には変更なしであった。むしろ、2022 年の予想値は 3.8% と前回から小幅に下方修正（改善）し、FOMC 参加者の完全雇用水準の目安となる長期見通し（4.0%）を下回る（改善）との見通しを強めた。なお、2023 年は 3.5% で予想値を据え置いており、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な低水準（2020 年 2 月：3.5%）に到達することを意味する。雇用環境の回復ペースを緩やかにしている要因として労働供給制約が注目されているが、大勢見通しを見ると、2021 年は下限・上限ともに上振れしているものの、2022-23 年の失業率見通しは 3 月の予想値から大きくは変わっていない。労働供給制約は一時的なものという認識が FOMC 参加者の中で主流であるといえる。

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6月	7.0	3.3	2.4	1.8	6.8	7.3	2.8	3.8	2.0	2.5	1.8	2.0
	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
失業率 (4Q の平均)	21年6月	4.5	3.8	3.5	4.0	4.4	4.8	3.5	4.0	3.2	3.8	3.8	4.3
	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
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	21年6月	3.4	2.1	2.2	2.0	3.1	3.5	1.9	2.3	2.0	2.2	2.0	
	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	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	21年6月	3.0	2.1	2.1		2.9	3.1	1.9	2.3	2.0	2.2		
	21年3月	2.2	2.0	2.1		2.0	2.3	1.9	2.1	2.0	2.2		

(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

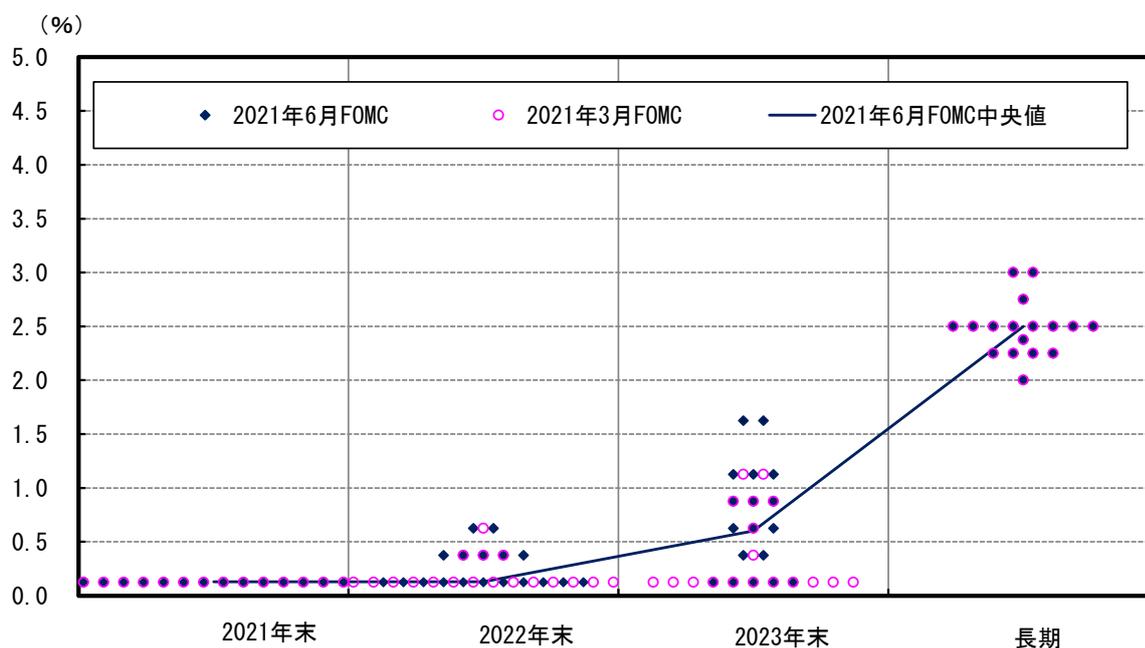
物価見通し（PCE 価格上昇率）に関しては、足下のインフレ加速を踏まえて、2021 年（4Q の前年比、以下同）が +2.4%（2021 年 3 月の FOMC 時点）から +3.4%（2021 年 6 月の FOMC 時点）へと上方修正された。コア PCE 価格上昇率も、+2.2%（2021 年 3 月の FOMC 時点）から +3.0%（2021 年 6 月の FOMC 時点）へと予想値が引き上げられた。もっとも、2022-23 年に関しては、PCE とコア PCE 価格上昇率のどちらも小幅な引き上げにとどまった。声明文で「インフレ率は上昇したが、大部分は一時的要因を反映したものである」との記載を維持したことや、記者会見でパウエル議長が「インフレが予想以上に高くなり、持続する可能性はある」ものの、「依然として時間の経過とともに落ち着き始める公算は大きい」と説明したように、インフレ加速に関しても一時的との見方が FOMC 参加者内では大半ということだろう。SEP をまとめれば、経済・物価・失業率見通しのいずれも悪化を懸念するような見方はなく、FOMC 参加者は、3 月の予想値通り、或いはそれ以上に景気回復が進んでいると判断したと解釈することができる。

## ドットチャートは中身を見ると一層タカ派的に

SEP での強気な見通しを背景に、本レポートの冒頭で取り上げたように、FOMC 参加者の FF レポートの見通し（ドットチャート）において、2021 年、2022 年は 0.125% と実質ゼロ金利で据え置きも、2023 年末の中央値は 0.625% と 2 回分の利上げ実施を予想する結果となった。

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いた。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 5 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 2 名と利上げを想定する FOMC 参加者が 3 月の FOMC から 3 名増加した。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 2 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 3 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 3 名、1.625%（現在の FF 金利水準から 1.500%pt 高い）が 2 名と、3 月の FOMC に比べて利上げを見込む参加者が 6 名増加した。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。長期のドットチャートの形状に関しても、3 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

2023 年末までの 2 回分の利上げ実施という予想が目立つものの、2022 年末時点でも利上げを想定する FOMC 参加者が増えたことを踏まえれば、利上げ予想は一層際立つ。また、2022 年の利上げ予想が増えたことで、2023 年の分布に関しても利上げ 3 回分以上を予想する参加者は 3 月の FOMC の 5 名から 8 名へと増えている。2023 年末時点の中央値で 2 回分の利上げが実施される

との予想が示されただけでもサプライズであったが、中身を見ればタカ派的な印象は一層強まる結果であったといえる。パウエル議長は利上げに関する議論は時期尚早であり、実際の議論においてもいつ実施するのかは言及されていない、と説明し、過度な利上げ観測を打ち消そうとしたものの、タカ派的な印象が極めて強い中で市場参加者の思惑は収まらないだろう。

## タカ派の解釈が必要

今回のFOMCは、2023年末の利上げ予想の増加、テーパリングの予備的議論開始、IOER・リバースレポレートの引き上げといずれもタカ派的なものとなった。特に、ドットチャートの中身を見れば、タカ派的な印象は一層強い。声明文でポストコロナへの移行が鮮明化されたことや、SEPでの全体的な上方修正がFOMC参加者の認識の背景となっている。他方で、FOMC参加者の認識の変化や議論の内容について、更なる解釈が必要となろう。例えば、利上げ予想が増えた主因（インフレ加速なのか、景気回復の加速なのか）や、テーパリングの予備的議論（テーパリングに踏み切る基準など具体的な議論が進められているのか）などが中心となる。

また、FOMC参加者の期待先行が過ぎるという見方もある。記者会見では、強気なFOMC参加者の見方に対して、景気減速の可能性や、実際の景気動向を確認するというFOMCの基本姿勢から期待重視への変化を指摘する問題提起もあった。パウエル議長も、テーパリングの予備的議論開始に言及する際、「(テーパリングを決定する上で必要な)更なる顕著な進展には道半ばであるが、FOMC参加者は進展が今後継続するものと予想」と指摘しているように、今後は期待通りに景気回復が進んでいくか、労働供給制約が解消していくか、インフレ加速が落ち着いていくかについて確認を進めていくことになる。今回のFOMCでは、利上げ予想が注目の中心となってしまったが、パウエル議長が記者会見でも指摘したように、当面の焦点はテーパリングにある。テーパリングの実施判断を考える上で、6月以降の雇用統計の結果で労働供給制約が想定以上に解消されなかった場合のタカ派の巻き戻しの可能性にも目配りしておく必要があるだろう。