

2021年7月29日 全5頁

FOMC テーパリング議論の開始を宣言

景気回復の進展を認めるも、ハト派化もタカ派化もあり得る

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

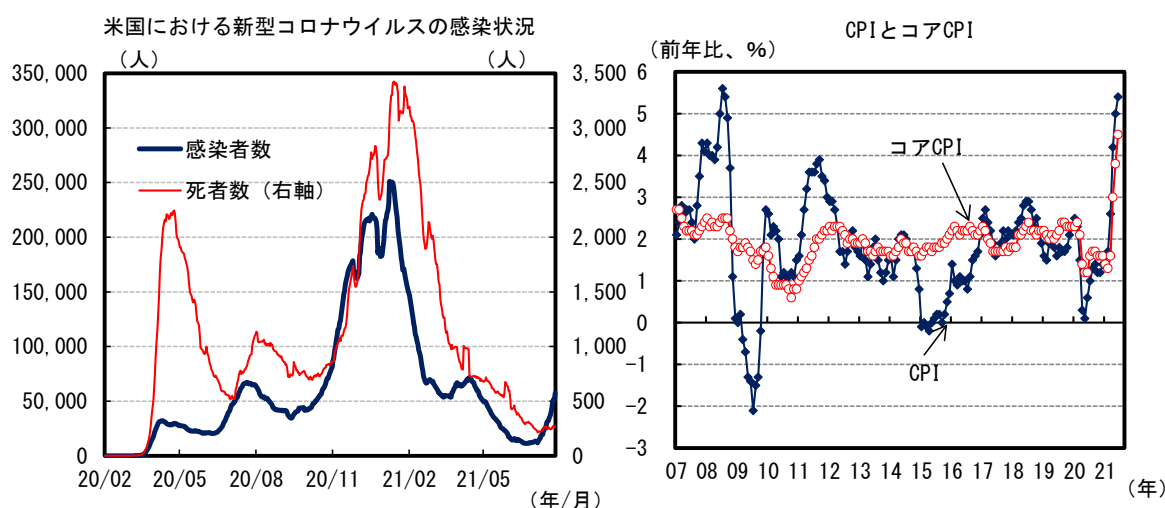
- 2021年7月27・28日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.00-0.25%に据え置いた。バランスシート政策に関しても、米国債等の購入ペースの変更は示されなかった。
- 注目の景気認識に関しては、声明文では現況認識、見通しのいずれも引き上げられた。他方、パウエルFRB議長の記者会見では、新型コロナウイルスの感染拡大リスクとインフレリスクに関して警戒感を強めている。金融政策運営は、リスク認識に沿って、感染拡大による景気下押しへの対応（金融緩和の継続＝ハト派的）、インフレ加速の継続への対応（金融引き締めへの転換＝タカ派的）の両にらみといえる。FRBのコミュニケーションは複雑さを増しており、解釈の余地が生まれている点に注意が必要だろう。
- 最大の注目点であるテーパリングに関しては、議論の開始が宣言された。しかし、開始時期と構成に関する具体的な内容に関して、パウエル議長は詳細を明かさなかった。開始時期に関しては、市場予想である2022年1-3月期がベースシナリオだが、7-9月の雇用環境の回復加速がカギとなる。構成に関しては、国債のテーパリングのペースは景気の下振れが懸念されれば緩やかに、インフレリスクが懸念されれば加速することになる。MBSのテーパリングに関しては、住宅市場の加速が懸念される中で、国債のテーパリングよりも速いペースとなる可能性があるだろう。

注目点①：インフレリスクと感染拡大リスクへの警戒

2021年7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。この他、短期金融市場の混乱を避け、FFレートを誘導目標レンジに誘導するために、国内・海外向けに常設レポファシリティを設置することを公表した。国内向けには米国債、政府機関債、MBSを担保とするオーバーナイトのレポ取引を毎日実施し、海外向けにはFIMAレポファシリティを通じて海外中央銀行がNY連銀に預けている米国債を担保とするオーバーナイトのレポ取引を実施する。

今回のFOMCでの注目点の一つは、景気認識における新型コロナウイルスの感染拡大リスクとインフレリスクの扱いである。声明文の内容を確認すると、現況認識に関して、「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」という前回の表現から、「ワクチン接種の進展と強力な政策支援によって、経済活動や雇用に関する指標は向上し続けている」へと変更した。新型コロナウイルスの新規感染者数が足下で増加傾向にある中で、感染拡大を減らしたという表現を削除したものと考えられる。他方で、現状において感染拡大が景気に悪影響を及ぼしているとはいえ、個人消費や企業活動を中心に回復は継続していると判断したといえる。結果的に、悪影響を受けた業種に関する表現も、「弱いままであるが改善を見せている」という表現から「改善を見せているが、完全には回復していない」へと引き上げた。

図表1 米国における新型コロナウイルスの感染状況、CPIとコアCPI



(注) 感染者数と死者数は7日移動平均。

(出所) BLS、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

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。6月のCPIが前年比+5.4%と2008年8月以来の高水準となる中、7月14-15日の議会証言でパウエルFRB議長が述べた通り、「インフレ率は著しく上昇している」と

いう表現へと変更される可能性もあったが、しかし、インフレは一時的な要因という基本スタンスは変わらず、従来通りの表現が維持されたものと考えられる。他方、パウエル FRB 議長は声明文発表後の記者会見で、議会証言と同様にインフレが著しく上昇していると述べた。声明文で変更した場合にはタカ派的な印象を与え得ることに配慮した可能性もあるだろう。

経済の現状認識が幾分引き上げられる中で、声明文では先行きに関してもやや楽観度合いが増した。「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」から、「経済の経路は引き続きウイルスの道筋に依存する」へと変更された。もっとも、記者会見では新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大に伴い雇用の回復が緩慢になる可能性を問われた際に、外食や旅行、教育などに悪影響を及ぼし、景気を減速させる可能性があることから注意深く監視すると回答した。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と認識した6月のFOMCに比べて、幾分懸念を強めたといえる。

また、声明文では直接的には触れられなかったが、インフレ加速の継続に関して記者会見で問われた際には、中期的には落ち着いていく見込みも短期的にはアップサイドリスクがあるとの見解を示した。加えて、短期的及び中期的の境目となるタイミングは判断しがたいということも述べている。声明文とは対照的に、記者会見ではインフレリスクや感染拡大リスクに対して警戒感を強めている印象である。

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点に変わりはない。しかし、その含意は、上述のリスク認識に対応して、感染拡大による景気下押しへの対応（金融緩和の継続＝ハト派的）、インフレ加速の継続への対応（金融引き締めへの転換＝タカ派的）の両にらみと考えられる。前者は「完全雇用への道のりは長い」、後者は「インフレ率が目標を大幅に上回るような状況が続くと判断されれば、金融政策を調整する用意がある」というパウエル FRB 議長の発言が示唆するところであろう。ハト派・タカ派のいずれにも振れ得るという意味で、FRBのコミュニケーションはより複雑さを増しており、解釈の余地が生まれている点には注意が必要だろう。

注目点②：テーパリングに関する議論の開始

今回のFOMCでフォワードガイダンスを修正し、テーパリングに関して議論を開始したことを宣言した。バランスシート政策に関して、「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」という表現から、「昨年12月に委員会は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ことを示した」と過去形にした。その上で、「それ以来、経済はこれらの目標に向けて進展を見せており、委員会は今後の会合で進展に関する評価をし

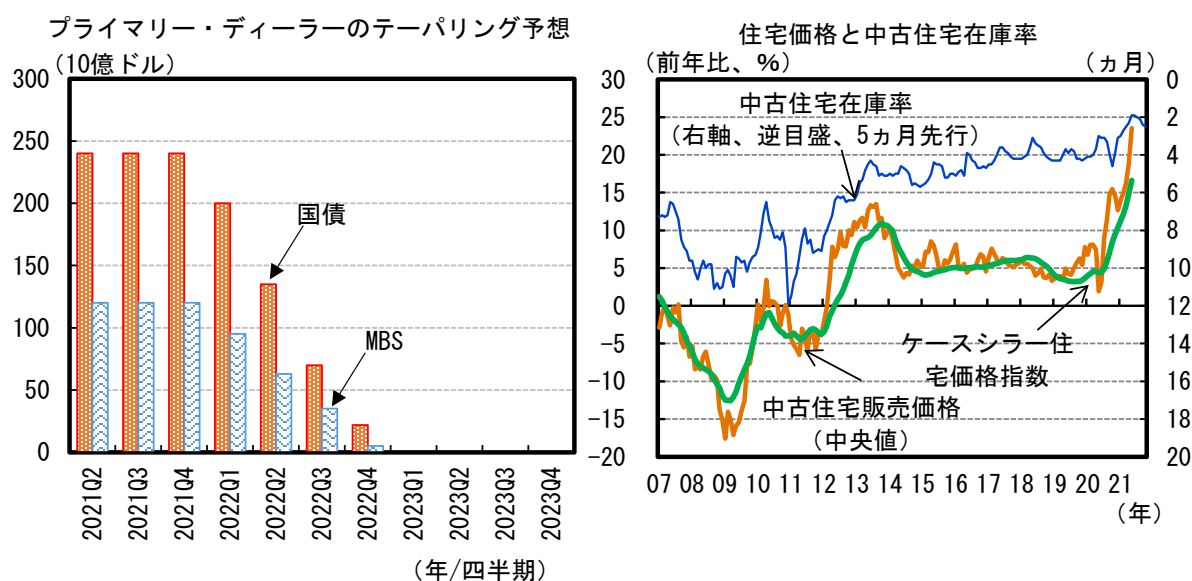
続ける」という一文を加えた。つまり、これまでの景気回復を踏まえた上で、テーパリングの条件である「実質的な更なる著しい進展」が見られるかを分析していくことになる。

テーパリングの議論の開始公表は既に織り込み済みであり、市場参加者の注目点は、議会証言でパウエル議長が示唆した通り、開始時期と構成に関する議論の内容であった。議論の内容に関して、パウエル議長は記者会見でも詳細を語らず、議論が実施されたことを述べるにとどめた。議論の詳細は、8月18日に公表されるFOMC議事録や8月26-28日にジャクソンホールで開催される金融政策に関するシンポジウムでのFRB高官による発言を待つことになる。

現時点での論点を整理すれば、テーパリングの開始時期に関しては、パウエル議長が議会証言である程度市場で織り込まれていると指摘したように、市場参加者の予想を大きく裏切ることは考えにくい。とりわけ、2013年のテーパー・タントラムの再来を是が非でも回避したいFRBにとって、市場にサプライズを与えないことが最重要課題といえる。足下、市場参加者は2022年1-3月期からの実施を想定しており、2021年末に開始を公表し、2022年1-3月期から実施するというのがベースシナリオとなろう。

勿論、その実施時期は景気回復の進展次第である。とりわけ、インフレ加速が進む中で、雇用環境の回復ペースがカギとなる。2021年6月のFOMC参加者の失業率予想では、2021年10-12月期平均の失業率（中央値）が4.5%となっており、達成に向けた進捗確認が進められることになる。目標達成には年末までに失業者数が250万人程度減少する必要があることから、下半期は月間ベースで40-50万人の減少ペースが目安となる。ただし、景気回復のペース自体は年末に向けて緩やかになっていくことが想定される中で、7-9月の失業者数が月間40-50万人を超えて減少することが目標達成の上では望ましいだろう。

図表2 プライマリー・ディーラーによるテーパリング予想、住宅価格と中古住宅在庫率



(注) テーパリング予想は2021年6月時点の国債、MBS買入額の予想値。

(出所) NY連銀、S&P、NAR、Haver Analyticsより大和総研作成

他方、テーパリングの構成に関しては、論点が多い。国債のテーパリングのペースに関しては、市場参加者は 2022 年内で終了することを想定しており、これがベースシナリオといえる。もっとも、そのペースは感染拡大リスクやインフレリスクに大きく左右されるだろう。感染状況が芳しくない場合や下振れリスクが強まる場合には、ペースを緩やかにすることで、景気に配慮すると考えられる。インフレリスクに目を向けると、利上げのタイミングを巡る議論が重要となる。利上げはテーパリングの終了後と想定される中で、インフレ加速が長期化するとの見込みが強まれば、テーパリングのペースを速めることで、利上げ実施の早期化に向けた余地を作ることも考えられよう。

加えて、6月のFOMCでも提起されたMBSのテーパリングの早期開始に関して、FOMC参加者内でも賛否両論となっている。パウエル議長は、記者会見で早期開始に関しては消極的なスタンスを示したことから、国債とともに2022年1-3月期から実施というのがベースシナリオである。もっとも、こうした議論の背景には住宅市場での過熱感の強まりがある。S&Pケース・シラー住宅価格指数は2021年5月に前年比+16.6%と一層加速した。パウエル議長は、議会証言で足下の住宅価格の上昇に関して、2008年のような高リスクの住宅ローン貸付が増加している傾向はみられないと指摘する一方、FOMC参加者の中からは低水準の住宅ローン金利が価格上昇をもたらしており、金融安定リスクを高め得るとの懸念も示されている。こうした懸念に対応するために、パウエル議長が指摘したように、一部の参加者が志向するMBSのテーパリングのペースを国債に比べて幾分速くすることも想定される。もっとも、人々の住宅購入意欲は急激に低下し、住宅販売もピークアウトの傾向を示しつつある中で、住宅在庫は底入れを示しており、住宅価格の上昇ペースが和らいでいくことも考えられる。MBSのテーパリングのペースに関しては、2021年下半期の住宅価格の動向次第であり、FRBにとっても分析を進める時間的猶予は残されているといえよう。