

2021年9月24日 全8頁

FOMC 11月のFOMCでテーパリング公表へ

今後の注目点はスタグフレーション懸念下の金融政策運営

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9月21・22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に関しては、「すぐに正当化される可能性がある」との表現が声明文に加えられたことで、11月のFOMCで公表される可能性が高まった。テーパリングの実施に向けた物価・雇用に関する条件は概ね満たしている。他方で、かく乱要因としては、債務上限問題やつなぎ予算を巡る政治の駆け引きが挙げられる。
- もう一つの注目点であった、ドットチャートに関しては、2022年が0.5回、2023年が3回、2024年が3回と計6.5回分の利上げが予想されるタカ派的な結果となった。景気は減速、インフレは高止まりするなど、スタグフレーション懸念が強まる中で、利上げ予想が増えたことは、FRBがインフレ対応を優先する「インフレファイター」としての性格を強めた結果とも捉えられる。
- 近い将来である2022年の利上げに関しては、据え置き予想のFOMC参加者が1名利上げ予想へと変化すれば、ドットチャートの中央値では1回分の利上げ予想となる。また、2022年のFOMC投票権はタカ派とハト派が二分化するため、意見調整が難しくなる。市場参加者にとっても解釈の余地が生まれやすい中で、いかにコミュニケーションによって混乱なく金融政策の正常化を進めていくか、FRBにとって困難はこれからといえる。

テーパリングの 11 月公表がベースシナリオ

2021 年 9 月 21・22 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 の目玉の一つはテーパリングに向けた地ならしである。声明文では、バランスシート政策のフォワードガイダンスとして、「(経済の) 改善が予想通りに継続すれば、委員会は資産購入ペースの緩和（筆者注：テーパリング）がすぐに正当化される可能性がある」と判断するだろう」という一文が加えられた。これはパウエル FRB 議長が 8 月末のジャクソンホールでの講演会の際に用いた表現を基にしたものであり、2021 年内の FOMC でのテーパリングの公表を意味する。なお、「すぐに (soon)」という表現を用いたことを踏まえれば、2021 年内に残る 2 回の FOMC のうち、次回の 11 月の FOMC でのテーパリング公表がベースシナリオといえる。市場予想（Blue Chip 9 月）では、12 月のテーパリング開始（11 月の FOMC で公表）が 66%を占めており、2022 年 1-3 月期中の開始（12 月或いは 2022 年 1-3 月の FOMC で公表）が 24%となっていたことから、概ね想定通りの結果といえる。

テーパリングのペースに関して、パウエル議長は声明文後の記者会見で、回復が順調に進んでいる限り 2022 年の半ばごろに終了する段階的なテーパリングが適切である可能性が高いと指摘した。前回のテーパリング（2013 年-2014 年）のような会合毎に縮小幅を決めるのではなく、あらかじめ縮小幅を決め、同じペースで減額していくことが想定される。具体的には、テーパリングが始まった後は、従来の国債買取額 1 ヶ月当たり 800 億ドル、MBS（住宅ローン担保証券）買取額 1 ヶ月当たり 400 億ドルに対して、国債は毎月 100 億ドル、MBS は毎月 50 億ドルずつ 8 ヶ月かけて減額し、2022 年 7-9 月期中には終了するという見立てが基本となろう。もっとも、パウエル議長は記者会見で必要に応じてテーパリングのペースを調整することができることも指摘している。テーパリングに関する議論の詳細は 10 月 13 日の議事要旨の公表を待つことになる。

声明文では足下の景気減速を反映

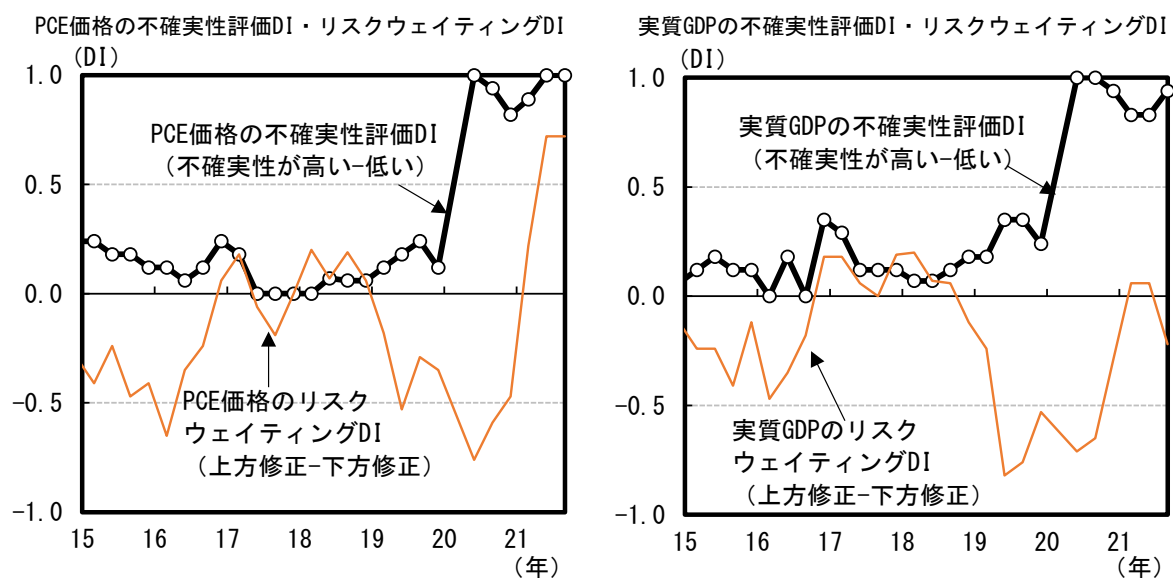
声明文の内容を確認すると、経済の現状に関しては、「ワクチン接種の進展と強力な政策支援によって、経済活動や雇用に関する指標は向上し続けている」という前回の表現を据え置いた。他方で、悪影響を受けた業種に関する表現は、「改善を見せているが、完全には回復していない」という表現から、「この数ヶ月間で改善したが、新型コロナウイルスの感染拡大でその回復は緩やかになった」へと修正した。パウエル議長は記者会見でデルタ株の感染拡大に伴う経済への悪影響を認めつつも、米国経済全体としては力強い回復を維持していることを指摘しており、現況判断に関してバランスを取ったといえる。

物価に関しては、「インフレ率は上昇している（Inflation has risen）が、大部分は一時的要

因を反映したものである」という表現から、「インフレ率は高い水準にある（Inflation is elevated）が、大部分は一時的要因を反映したものである。」に変更した。8月のCPIが前年比+5.3%と引き続き高水準を維持する中での微修正であり、インフレ加速が一時的との基本スタンスは変わらなかった。もっとも、FOMC参加者のインフレ（PCE）に対する不確実性認識や、アップサイドリスクへの認識度合いは高水準に位置している。パウエル議長は記者会見で、経済活動の再開が続く中で、サプライチェーンの混乱や労働供給不足、その他制約が予想以上に大きく長引く可能性がある」と指摘しており、インフレ加速に対する警戒感は強いといえる。

景気の先行きに関しては、「経済の経路は引き続きウイルスの道筋に依存する」という従来の表現を維持した。もっとも、7月のFOMCと9月のFOMCでは含意は異なる。7月のFOMCでは経済の現状認識が引き上げられる中で同表現が用いられたが、9月のFOMCではFOMC参加者の実質GDPに対する不確実性認識は上昇し、ダウンサイドリスクへの認識度合いが強まる中で用いられている。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、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）と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）という両にらみの姿勢を強めているといえる。

図表1 PCE価格の不確実性評価DI・リスクウェィティングDI、実質GDPの不確実性評価DI・リスクウェィティングDI



(出所) FRB より大和総研作成

経済見通し（SEP）では景気見通しを下方修正、インフレ見通しを上方修正

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から新たに2024年見通しも追加されている。今回のSEPでは、足下までのデータを基に2021年の実質

GDP 成長率が下方修正、失業率が上方修正（悪化）され、PCE 価格上昇率が上方修正されることは既定路線であった。注目点は、2022 年以降も含めてこうした傾向が継続するのか、或いは一時的なものなのかということにある。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+7.0%（2021 年 6 月の FOMC 時点）から同+5.9%（2021 年 9 月の FOMC 時点）へと引き下げられた。他方、2022 年（同+3.8%、6 月時点：同+3.3%）、2023 年（同+2.5%、6 月時点：同+2.4%）に関しては上方修正された。デルタ株の感染拡大によって回復が部分的に 2022 年以降に先送りされるということを示しており、景気の下振れは部分的という認識が FOMC 参加者内で共有されていることが SEP においても確認された。ただし、2021 年の引き下げ幅に比べて、2022 年、2023 年の引き上げ幅は小さく、全体としては下方シフトした。2024 年に関しては同+2.0%となっており、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である。

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	2024	長期	2021		2022		2023		2024		長期	
							下限	上限	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9月	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8	6.0	3.4	4.5	2.2	2.5	2.0	2.2	1.8	2.0
	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
失業率 (4Q の平均)	21年9月	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6	4.8	3.6	4.0	3.3	3.7	3.3	3.6	3.8	4.3
	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
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	21年9月	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0	4.3	2.0	2.5	2.0	2.3	2.0	2.2		2.0
	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
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	21年9月	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6	3.8	2.0	2.5	2.0	2.3	2.0	2.2		
	21年6月	3.0	2.1	2.1			2.9	3.1	1.9	2.3	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

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%（2021 年 6 月の FOMC 時点）から、4.8%（2021 年 9 月の FOMC 時点）へと予想を引き上げた（悪化）。他方で、2022 年の予想値は 3.8%で据え置き、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）との見通しを維持した。なお、2023 年は 3.5%、新たに公表した 2024 年は 3.5%という予想であり、コロナ禍前の歴史的な低水準となった失業率と同水準まで低下するとの予想である。もっとも、新型コロナウイルスの感染拡大を契機に、労働参加率が下方シフトする可能性があることを踏まえれば、失業率が歴史的な低水準まで低下することの意味合いはコロナ禍前と異なる。パウエル議長が記者会見で労働需要は強いが、スラックもあると指摘したように、修正失業率（非労働力人口の増加分を考慮）や人種別失業率（黒人等）、高卒の労働参加率、低所得層の賃金上昇率など構造的な課題にも目が向いていくことになろう。

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+3.4%（2021 年 6 月の FOMC 時点）から+4.2%（2021 年 9 月の FOMC 時点）へと上方修正された。2023 年は据え置きも、2022 年に関しては、+2.1%（6 月時点）から+2.2%（9 月時点）へと引き上げられた。新たに公表した 2024 年も+2.1%となり、予想期間中

は目標となる+2.0%を上回っている。なお、コア PCE 価格上昇率も、2021 年が+3.0%（6 月時点）から+3.7%（9 月時点）、2022 年は+2.1%（6 月時点）から+2.3%（9 月時点）へと予想値が引き上げられ、インフレの基調に関しても予想期間中+2.0%を上回っている。声明文では、高インフレは一時的なものとの表現が据え置かれたが、4 年にわたって 2%以上での推移という見通しを踏まえれば、一時的の意味するところが変化することになる。具体的には、7 月の FOMC における FRB スタッフビューのように、22 年以降は目標となる 2%を下回るとの見通しから一時的（コロナ禍前の低インフレへの回帰）という意味合いではなく、21 年並みの加速がなければ一時的（ハイパーインフレは起きないが、22 年以降もインフレは 2%以上で推移）という意味合いを強めている。

ドットチャートはタカ派的な結果に

今回の SEP で物価見通しが引き上げられる一方、景気見通しがやや慎重化する中で、FOMC 参加者がどちらへの対応にプライオリティを置いているかは、FF レートの見通し（ドットチャート）でわかることになる。とりわけ、2022 年の利上げ可能性と、2023 年以降の利上げ回数が、FOMC 参加者のスタンスを測る指標といえる。

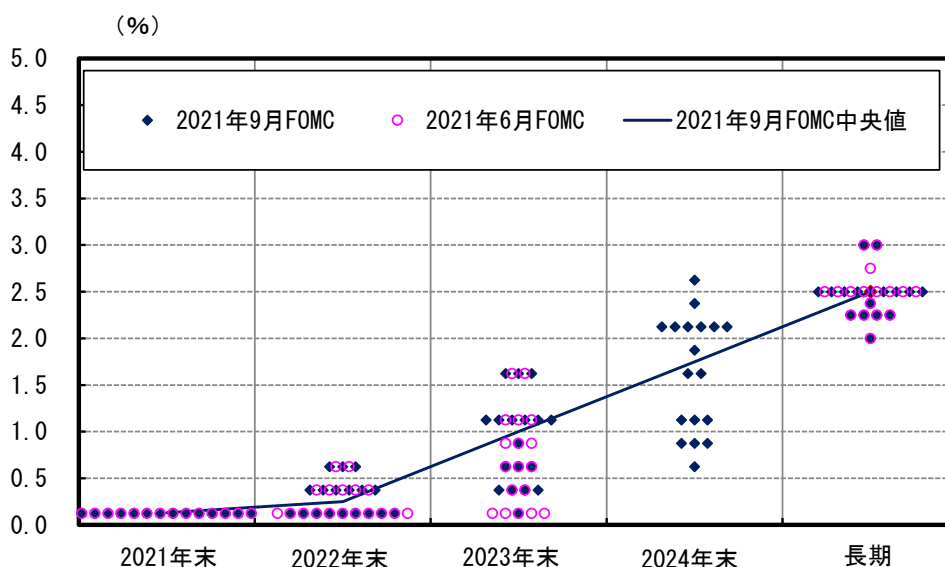
ドットチャートの形状を見ると、2021 年末は 18 名中 18 名が現在の FF 金利水準（0.125%）で据え置いた。注目の 2022 年末に関しては、0.375%（現在の FF 金利水準から 0.250%pt 高い）が 6 名、0.625%（現在の FF 金利水準から 0.500%pt 高い）が 3 名と利上げを想定する FOMC 参加者が 6 月の FOMC から 2 名増加した。結果、中央値は 0.250%と利上げ 0.5 回分を織り込む水準に上昇した。

2023 年末に関しては、現状から据え置きを意味する 0.125%が 1 名、0.375%（現在の FF 金利水準から 0.250%pt 高い）が 4 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 1 名、1.125%（現在の FF 金利水準から 1.000%pt 高い）が 6 名、1.625%（現在の FF 金利水準から 1.500%pt 高い）が 3 名と、6 月の FOMC に比べて利上げを見込む参加者が 4 名増加した。FOMC 参加者 1 名を除いて利上げを予想しており、中央値は 1.000%と 2023 年内の利上げは 3 回分へと引き上げられた。

今回から新たに公表された 2024 年末に関しては、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 3 名、1.625%（現在の FF 金利水準から 1.500%pt 高い）が 2 名、1.875%（現在の FF 金利水準から 1.750%pt 高い）が 1 名、2.125%（現在の FF 金利水準から 2.000%pt 高い）が 6 名、2.375%（現在の FF 金利水準から 2.250%pt 高い）が 1 名、2.625%（現在の FF 金利水準から 2.500%pt 高い）が 1 名となった。FOMC 参加者の全員が利上げを予想するとともに、中央値は 1.750%と 2024 年内の利上げも 3 回ということになる。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 2.500%、大勢見通しは 2.250-2.500%と変化はなかった。

市場参加者は2022年から2024年にかけて4-5回分の利上げを予想していたことから、6.5回分の利上げを予想する今回のドットチャートはタカ派的な結果といえる。2022年内は0.5回分と利上げ予想と据え置き予想が同数で二分化しており、追加で1人が利上げ予想へと踏み切れば、1回分の利上げ予想へと変化することになる。2023年、2024年はそれぞれ3回ずつの利上げを予想しており、6月FOMC時点の2023年2回分の利上げと比べてペースアップしている。パウエル議長は記者会見で従来通りドットチャートはFOMCの計画を示しておらず、1年以上先の経済がどうなるかは誰も知らないと説明し、過度な利上げ観測を打ち消そうとした。しかし、テーパリングの2021年内公表が既定路線化し、2022年も近い将来といえる。FF先物市場における利上げの織り込み具合は、9月21日時点で2022年末が0.230%とFOMC参加者による見通しに近いが、2023年末は0.645%とかい離が大きい。22日の米国債市場を見ても、長期見通しが不変な中、米10年債の利回り上昇幅が限定的だった一方で、2-3年債利回りは上昇し、イールドカーブはフラットニング化しており、利上げに向けた市場の思惑は既に強まりつつあるといえる。

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

今後の注目点①テーパリングはイベントとして無事通過できるか

今回のFOMCの結果を踏まえれば、11月のFOMCでテーパリングが公表される可能性が高まったといえる。ペースなど具体的な内容に関しては議論が続くと考えられるが、市場参加者にとって年内公表自体は織り込み済みであり、イベントとして無事に通過できるかが重要となる。

11月FOMCでのテーパリング公表に向けて、まずは10月8日に公表される9月分の雇用統計で回復が続くかがポイントとなる。パウエル議長は、雇用環境の回復に関しても実質的な更なる進展をほぼ達成していると記者会見で述べており、9月の雇用統計が大きく悪化しなければテーパリングを先送りすることはないだろう。なお、失業者数の減少幅が8月と同様に毎月30万

人程度で推移すれば、6月のFOMC時点の失業率予想値である4.5%を概ね達成できる。また、9月のFOMCで2021年末の失業率予想値が4.8%に引き上げられた（悪化）結果、失業者数の減少幅が8月を下回って毎月20万人程度で推移しても、失業率予想値を概ね達成できる。

11月FOMCでのテーパリングに向けたリスク要因としては、政治の駆け引きが挙げられる。バイデン政権の成長戦略である“Build Back Better”を巡る調整が民主党内で続く中、債務上限問題やつなぎ予算の期限は刻々と迫っている。つなぎ予算に関しては共和党も一定程度協力姿勢を示す一方で、債務上限問題に関しては消極的であることから、民主党が目指す抱き合わせでの解決は難しい。債務上限問題に関しては、民主党内でまずは団結できるかが焦点となる。デフォルトという最悪の事態を避けるために最終的には債務上限問題は解決することが想定されるが、長引けば2011年や2013年のように国債市場が不安定化する可能性がある。債務上限問題の決着が長引く場合、或いは国債市場が不安定化している場合におけるテーパリングの公表は、テーパー・タントラムの再発を防ぎたいFRBにとってハードルが高くなるだろう。

今後の注目点②スタグフレーション懸念下における金融政策運営

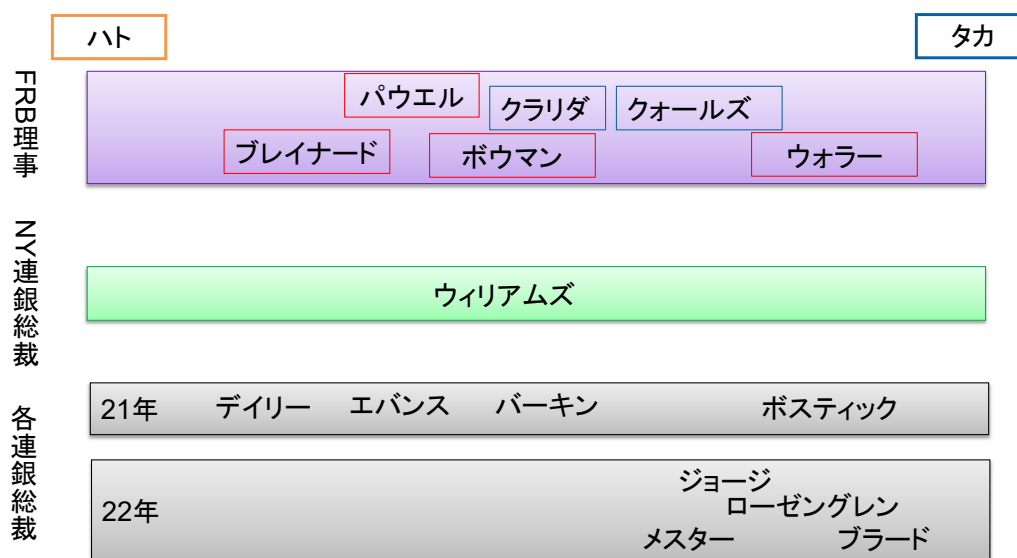
11月のFOMCでのテーパリングが概ね既定路線となる中、市場では利上げを巡る思惑が既に交錯し始めた。2022年-2024年に6.5回分の利上げというドットチャートの結果はタカ派的なサプライズを生んだが、市場が利上げを織り込んでいくきっかけを大きな混乱なく作れたとも評価できる。景気見通しは全体として下方シフトした一方、インフレ見通しは特段の下方修正はなく、上方修正或いは据え置きであった。景気が減速する一方インフレが高水準で推移し続けるというスタグフレーション懸念が高まる中で、タカ派的なドットチャートはFRBがインフレ対応を優先する「インフレファイター」としての性格を強めた結果とも捉えられる。記者会見でこうしたスタグフレーション懸念下での金融政策運営について深掘りはされなかった。テーパリング関連に加えて、ローゼングレン・ボストン連銀総裁及びカプラン・ダラス連銀総裁の株主等の売買、政府債務上限など質問内容が拡散したことが影響したといえる。

もっとも、スタグフレーション懸念は当面くすぶり続けることが想定され、今後FRBのインフレファイター化に対する注目がいつ高まってもおかしくはない。とりわけ2022年に近づけば、注目度を高める要素が増える。具体的には、ドットチャート上で2022年の利上げ予想が強化されるハードルが低いことに加え、投票権を有するFOMC参加者の構成が2021年に比べてタカ派にシフトすることが挙げられる。2022年に投票権を有するFOMC参加者のうち、再任可能性の高いパウエル議長、及び任期が続くブレイナード理事、ボウマン理事、そして、ウィリアムズNY連銀総裁が中立派或いはハト派である一方、ウォラー理事、ジョージ総裁、ローゼングレン総裁、メスター総裁、ブラード総裁はタカ派である。

つまり、既存の投票権分布はタカ派と中立・ハト派で二分化するため、退任予定（クラリダ副総裁、クォールズ副総裁）及び空席分の3名次第で形勢は大きく変わることになる。バイデン大統領が新任者を指名し、民主党が主導する上院が承認権を有していることを踏まえれば、穴

埋め人事はハト派的なバイアスが働くことが想定されるが、ハト派から中立派に寄っていた2021年の投票権分布に比べてタカ派が目立つことは確かである。こうした投票権を有するFOMC参加者の二分化は意見調整が難しくなる可能性があるとともに、市場参加者にとっては解釈の余地が生まれやすくなる。FRBとしては、こうしたFOMCでの意見対立を契機に、市場におけるスタグフレーション懸念下における利上げ観測が強まり、混乱が発生することや景気に対する期待を失うことがもっとも避けたい事態だろう。テーパリングの公表によって扉が開く金融政策の正常化を、市場参加者とのコミュニケーションを通じていかに混乱なく進めていくことができるか、FRBにとっての困難はむしろこれからといえよう。

図表4 FOMC投票権の分布



(注) 理事は1席空席。青い四角は21年、22年に任期切れで退任予定の者。赤い四角は21年、22年に留任或いは再任の可能性が高い者。

(出所) FRBより大和総研作成