

2021年11月4日 全4頁

# FOMC 想定通りテーパリングの実施を公表

テーパリングは2022年中頃完了、次の焦点は2022年下半期の利上げ

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

## [要約]

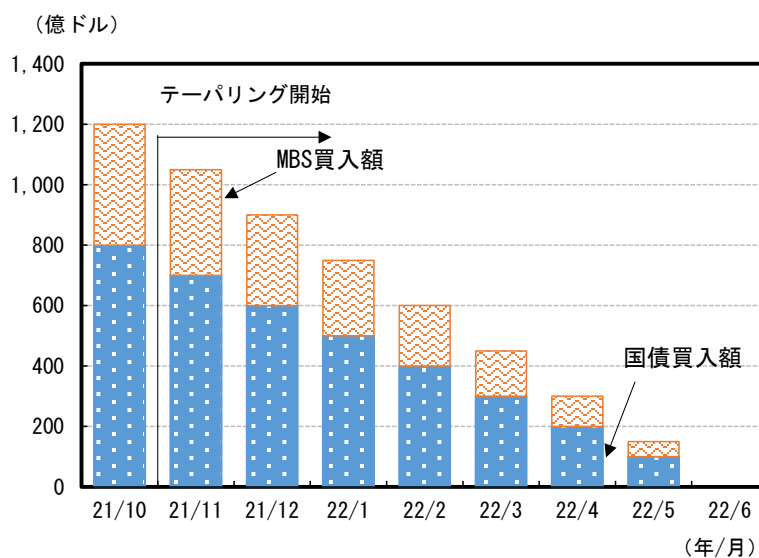
- 2021年11月2・3日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、0.00-0.25%に据え置いた。他方、バランスシート政策に関しては、想定通りテーパリング（国債等の買入額の減額）の開始が公表された。
- テーパリングは11月半ばから開始される。現在の国債買入額は月額800億ドル、MBSの買入額は400億ドルに設定されているが、今後の買入額に関しては国債を月額100億ドル、MBSを月額50億ドルずつ段階的に減額する。今回公表された減額ペースを基にすれば、2022年中頃にはテーパリングを終了することが予想される。
- このほか、今回のFOMCでの関心事はインフレ加速と景気・雇用の回復ペースに対するFRBの認識であった。インフレ加速は従来一時的という認識が示されてきたが、今回のFOMCでは一時的か否かは不確定であるとの見解が示された。景気・雇用の回復に関しては、FRBは新型コロナウイルスの感染状況が回復することで今後はペースアップを見込んでいる。
- 市場は雇用の最大化が実現する前に、インフレ加速に対応するため、2022年にFRBが利上げへと追い込まれる可能性を推し量ろうとしている。パウエルFRB議長は利上げを躊躇しない姿勢を示すも現状ではリスク管理にすぎず、当面は忍耐強くあるべきと指摘した。利上げは早くてもテーパリング完了後（2022年下半期）であり、当面は雇用の回復状況を確認するフェーズとなろう。

## 想定通りテーパリングの実施を公表

2021年11月2・3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。他方、バランスシート政策に関しては、昨年12月以来FOMCの目標に向けて米国経済が更なる実質的な進展を見せたことを根拠に、テーパリング（国債等の買入額の減額）の開始が公表された。現在の国債買入額は月額800億ドル、MBSの買入額は400億ドルに設定されているが、今後の買入額に関しては国債を月額100億ドル、MBSを月額50億ドルずつ段階的に減額する。

オペレーションを執り行うNY連銀はプレスリリースで、11月半ばからテーパリングを開始することを公表した。今回のFOMCで公表された減額ペースを踏まえれば、2022年中頃にはテーパリングを終了することが予想される。もっとも、声明文では「経済見通しの変化によって正当化される場合は、購入ペースを調整する準備がある」ことを指摘している。なお、テーパリングに関しては、9月のFOMC声明文ですぐに開始する可能性がある旨が記載されていたことから、市場参加者にとって特段の驚きはない。

図表1 テーパリングのスケジュール



(注) 毎月の買入期間は当月中旬から翌月中旬に設定されており、ここでの買入額は、各買入期間に対応したもの。

(出所) 大和総研作成

## インフレ加速は「一時的」から「一時的とみられる」へと修正

テーパリングは市場も既に織り込み済みであり、注目点はインフレ加速に対する見解の変化であった。これまでは、パウエルFRB議長が中心となり、インフレ加速は一時的との論陣を張ってきたが、10月後半の講演会でパウエル議長がインフレ加速を長引かせている供給制約が継続する可能性を指摘しており、認識変化の兆しがあった。

こうした中で、声明文では従来の「インフレ率は高い水準にあるが、大部分は一時的要因

(transitory factors) を反映したものである。」から、「インフレ率は高い水準にあるが、大部分は一時的とみられる要因 (factors that are expected to be transitory) を反映したものである」へと変更した。一時的との見解を削除すればタカ派的、変更を加えなければハト派的と市場から認識され得る中で、一時的という表現は使用する一方、「みられる」という推測の表現を用いることで、一時的か否か確定的ではないことも示唆したといえる。

一時的という表現を巡ってタカ派とハト派の間に身を置き、バランスを取ったとも評価できるが、不確定さをより強調したい意図がうかがえる。具体的には、物価に関連して「パンデミックと経済の再開に関連する需給の不均衡は、一部のセクターで大幅な価格上昇の一因となっている。」という一文が声明文に付け加えられた。パウエル議長は記者会見でこの一文に関して、インフレ加速が一時的か否かに関して不確実性の高さを説明するために新たに付け加えたと説明している。FRB の物価見通しの重心は、インフレ加速が長期化する可能性を認める方向へと傾いているといえるだろう。

## 雇用の最大化は 2022 年に実現可能も、その定義は変化する

インフレ加速に対する見解の修正に加えて衆目を集めたのは、景気とりわけ雇用の景況判断と見通しである。7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率+2.0%と前期の同+6.7%から鈍化したことや、8-9 月の雇用統計で雇用者数が減速したことを受け、足下の景況判断が下方修正される可能性があった。

声明文では、全体評価としては「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。悪影響を受けた業種に関する表現は、「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」から「この数ヶ月間で改善したが、夏場の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」へと修正された。夏場という表現が加えられた背景としては、足下の感染状況が改善しつつあることを受けたものと考えられる。パウエル議長は記者会見での冒頭説明で、10-12 月期は経済成長が再びペースアップする見込みであることを指摘している。雇用環境の回復に関しても、記者から 2022 年下半期での雇用の最大化の実現可能性を問われた際に、パウエル FRB 議長はこれまでの回復ペースが継続すると考えた場合、実現可能と答えている。

もっとも雇用の最大化の定義は変化するものであり、広範囲かつ包括的なものとパウエル議長は指摘している。当初はコロナ禍前の雇用環境に戻ることが目標であったが、感染再拡大や雇用環境の構造変化などによって、最大雇用の定義はより真摯に検討すべきであり、インフレ加速とのバランスを取る必要があるとの見解を示している。こうしたパウエル議長の説明を踏まえれば、非労働力人口の減少やこれまでに提起されてきた黒人や高卒の失業率や就業率などが必ずしもコロナ禍前の水準へと回復する必要はないといえるだろう。

## インフレ退治か、雇用の最大化か

記者会見ではインフレ加速と雇用の最大化を巡って多くの質問がパウエル議長に投げかけられた。質問は様々な角度から投げかけられたが、要はインフレ加速の長期化が懸念され、2022年の利上げ予想が強まる一方、雇用の最大化のために緩和的な金融環境を維持する必要があるというジレンマをFRBがどのように克服するかということである。前述の通り、雇用の最大化の定義が変化するのであれば、インフレ加速への対応としての利上げはハードルが下がったようにもみえる。パウエル議長はインフレ加速が物価の安定に悪影響を与える場合には、利上げを躊躇しないと回答している。しかし、パウエル議長は現時点でそうした想定はリスク管理にすぎないとの認識を示すとともに、当面は忍耐強くあることで、雇用の回復を確認したいと述べている。

パウエル議長が折に触れて説明してきたように、利上げはテーパリングが完了した後の論点である。今回決定されたテーパリングが当初のペースのままで実施されれば、利上げは早くとも2022年の下半期であり、雇用環境の回復具合を確認するための時間的余裕は残されている。今後はテーパリングの実施状況を見つつ、インフレ加速と統合的な雇用の最大化の基準を検討することになる。

とはいえ、2022年の利上げを巡って市場参加者の思惑は一層錯綜していくものと考えられる。当面の注目点としては、11月5日に公表される10月の雇用統計における非農業部門雇用者数の伸びである。10月は感染状況が改善し始めたタイミングであり、非農業部門雇用者数の市場予想(Bloomberg予想)は前月差+45.0万人と前月(同+19.4万人)からの加速が期待されている。もし予想を下回れば、感染状況の改善によって景気及び雇用が回復するとのFRBの見立てはぐらつき始めることになる。雇用の最大化の基準が可変的であるとはいえ、雇用環境の回復が進まない中でインフレ加速が継続すれば、スタグフレーション的な利上げを想起させかねない。次回(12月14・15日)のFOMC後の記者会見では、物価の安定と雇用の最大化のバランス取りに関するパウエル議長への質問は厳しさを増すことになる。