

2021年12月16日 全7頁

FOMC 想定通りテーパリングのペースを加速

利上げは2022年に3回、2023年に3回、2024年に2回の計8回

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

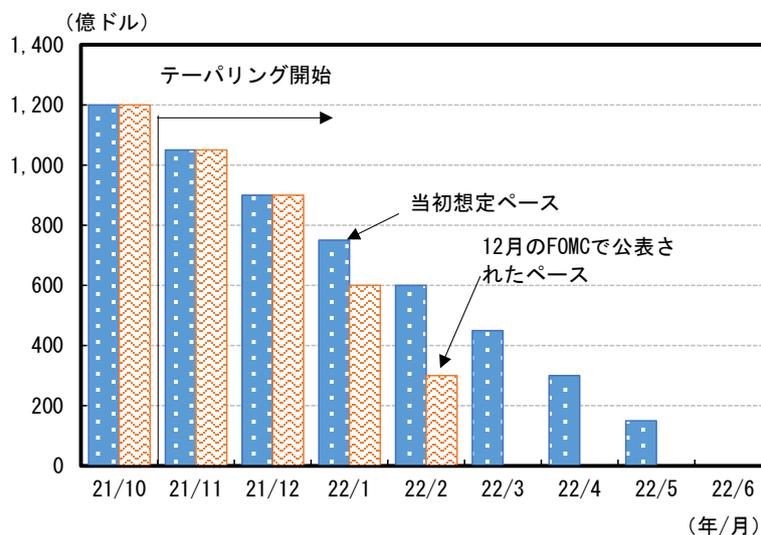
- 2021年12月14・15日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、0.00-0.25%に据え置いた。他方、11月のFOMCで公表されたテーパリング（国債等の買入額の減額）に関しては、減額幅を倍増（1ヵ月当たり150億ドル→300億ドルの減額）することを決定した。今回のFOMCで決定した減額幅に基づけば、2022年3月半ばにテーパリングが終了することになる。インフレ加速の長期化懸念が高まる中で、テーパリングを早期に終わらせることで、2022年内の利上げの実施に向けた裁量を確保することが目的と言える。
- 注目される今後の利上げスケジュールに関しては、FOMC参加者によるFFレートの見通し（ドットチャート）において、2022年は3回、2023年は3回、2024年は2回の計8回が示された。2022年に3回の利上げはやや前のめり感があるが、計8回は市場参加者にとっても想定の範囲内であろう。FOMC参加者は、2022年の米国経済が堅調に推移する中で、利上げフェーズへと移行することをベースシナリオとしている。こうした「通常」の利上げであれば、FRBにとって判断は難しくない。しかし、新型コロナウイルスのオミクロン株の登場は、景気の下押し要因となる一方で、サプライチェーンの混乱を助長し、インフレ加速を一層長期化させ得る。こうしたリスクシナリオでの利上げはFRBの決断を難しいものにするだろう。利上げへの扉が無事開いたことはよかったものの、2022年の金融政策運営はいばらの道となるかもしれない。

想定通りテーパリングのペースを加速

2021年12月14・15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、11月のFOMCで公表されたテーパリング（国債等の買入額の減額）に関しては、そのペースについて早くも軌道修正を行った。現在のテーパリングのペースは、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ものだが、今後は国債を月額200億ドル、MBSを月額100億ドルずつと、減額幅を倍増することを決定した。

オペレーションを執り行うNY連銀はプレスリリースで、1年半ばからテーパリングのペースの加速を開始することを公表した。当初のペースの下では、2022年中頃にテーパリングの終了が想定されていたが、今回の減額幅に基づけば3年半ばには終了することが見込まれる。テーパリングのペースに関しては、11月のFOMC声明文においても「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」ことを指摘していた。パウエルFRB議長が、今回のFOMC声明文公表後の記者会見でインフレ率が上昇するリスクが高まったと指摘したように、物価見通しの変化がペースを加速させる主因となっている。インフレ加速が懸念される中で、テーパリングを早期に終わらせることで、2022年内の利上げの実施に向けた裁量を確保することが目的と言える。なお、テーパリングのペースの加速に関しては、11月末のパウエル議長の議会証言でも示唆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 国債・MBSの買入額



(注) 毎月の買入額は、国債とMBSを足し合わせたもの。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) FRBより大和総研作成

声明文はインフレ加速の「一時的とみられる」という表現を削除

声明文における特段の注目点は、11月末の議会証言でパウエル議長がインフレ加速は「一時

的とみられる」という表現を修正すべきと指摘していたことから、「一時的とみられる」という表現の削除とそれに代わる物価見通しがどのようなものになるかであった。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、大部分は一時的とみられる要因 (factors that are expected to be transitory) を反映したものである」という一文を削除した。想定通り、FOMC はインフレ加速が一時的というスタンスを放棄したことになる。そして、「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」という表現を、「パンデミックと経済の再開に関連する需給の不均衡は、価格上昇の一因となり続けている」へと修正した。インフレ加速が一部のセクターだけでなく、広範な品目に及んでいるとの認識を示したといえよう。

足下の景況判断に関しては、10-11月の雇用統計で、雇用者数は大きく振れた一方で、失業率は大きく改善を見せたことをどのように評価するかが注目された。声明文では、景気の全体評価として「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た」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、感染状況が夏場の悪化から幾分改善を見せた中で、「改善は見せているが、新型コロナウイルスからの影響を受け続けている」へと修正した。さらに、雇用環境に関して、「雇用の伸びはこの数ヵ月堅調であり、失業率が顕著に低下した」という一文を追加した。雇用者数の月毎の振れについては過度に懸念せず、失業率の大幅な改善を評価したといえる。

足下の景況感は改善していると評価した一方で、見通しに関しては新型コロナウイルスのオミクロン株による景気への悪影響をどのように判断するかがポイントであった。今回の声明文では、「経済の道筋はウイルスを巡る状況に引き続き左右される。ワクチン接種の進展と供給制約の緩和は、経済活動と雇用の継続的な拡大とインフレ加速の抑制をサポートすると見込まれる。経済見通しへのリスクは残っている」という従来の表現の最終文に「新たな変異株を含めて」という文言を付け加えた。パウエル議長が記者会見でオミクロン株が経済の先行きにとって不確実性となっていることを指摘したものの、まだ具体的な影響が不明な中で小幅な修正にとどめたと考えられる。

フォワードガイダンスに関しては、前述のテーパリングのペースの修正とともに、FF レートに関してもインフレ加速を反映する形で修正した。具体的には、「物価上昇が一定期間 2% を超える中で、委員会が判断する最大限の雇用水準に労働市場の環境が到達するまで、この目標レンジを維持することが適切になると予想する」とした。つまり、FRB の物価の安定と雇用の最大化というデュアルマンドートのうち、物価は利上げをする上での条件を満たしたこと、今後は雇用の最大化の条件を満たせば利上げを実施することを表明した。もともと、パウエル議長は記者会見で、雇用の最大化に向けて物価の安定を維持する必要があると述べた。インフレ加速への対応が優先事項となっており、雇用の最大化の基準もインフレ動向によって変わることから、利上げの実施に向けたハードルは高くないだろう。

経済見通し（SEP）では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では、7-9月期の実質GDP成長率が大きく減速したことを踏まえ、2021年の予想値が下方修正されることが想定されていた。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+5.9%（2021年9月のFOMC時点）から同+5.5%（2021年12月のFOMC時点）へと引き下げられた。他方で、2022年（同+4.0%、9月時点：同+3.8%）は上方修正された。FOMC参加者はベースシナリオとして米国経済が2022年も堅調に推移していくという見方を維持したと言える。なお、2023年（同+2.2%、9月時点：同+2.5%）は下方修正、2024年（同+2.0%、9月時点：同+2.0%）は据え置きであった。予想期間中は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成長率が継続するとの見方が示された。

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12月	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5		3.6	4.5	2.0	2.5	1.8	2.0	1.8	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	21年12月	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2	4.3	3.4	3.7	3.2	3.6	3.2	3.7	3.8	4.2
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	21年12月	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3	5.4	2.2	3.0	2.1	2.5	2.0	2.2		2.0
	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
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	21年12月	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4		2.5	3.0	2.1	2.4	2.0	2.2		
	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		

(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、11月の失業率が4.2%と9月のFOMCでの2021年の失業率(4Qの平均、以下同)の予想値(4.8%)を既に下回ったことから、下方修正(改善)することは既定路線であった。具体的には、2021年について4.8%(2021年9月のFOMC時点)から、4.3%(2021年12月のFOMC時点)へと引き下げた(改善)。合わせて、2022年の予想値(3.5%、9月時点：3.8%)も下方修正した。2022年末には、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)とともに、コロナ禍前の水準(2020年2月：3.5%)と同水準まで失業率が低下するとの見通しを示したことになる。なお、2023年、2024年は3.5%で据え置いたことから、2022年から更に低下する余地は少ないということが示唆されている。

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)を+4.2%(2021年9月のFOMC時点)から+5.3%(2021年12月のFOMC時点)へと上方修正した。2022年に関しても、+2.2%(9月時点)から+2.6%(12月時点)へと引き上げた。2023年(+2.3%)は小幅な上方修正、2024年(+2.1%)は据え置きとなったが、予想期間中は目標となる+2.0%を上回っている。コアPCE価格上昇率も、2021年が+3.7%から+4.4%、2022年は+2.3%から+2.7%へと予想値が引き上げられ、インフレの基調に関し

でも予想期間中+2.0%を上回っている。また、大勢見通しについても、2022年のPCE及びコアPCEの上限値が3.0%まで上昇しており、SEPにおいても今回の声明文同様に、当面の間インフレ加速は「一時的と見られる」とは言い難い状況にあることを示しているといえる。

ドットチャートの中央値は予想通りも、形状はタカ派的

インフレ加速が長引くとともに、完全雇用を達成するとの予想が示されたことで、2022年に利上げが実施されることは既定路線となっている。2022年内の利上げ自体は市場参加者にとっても織り込み済みである一方、FOMC参加者によるFFレートの見通し（ドットチャート）で何回分の利上げが予想されるかが注目された。今回のFOMCの結果が公表される前の時点では、2022年に関しては、市場参加者の多くは2回の利上げを予想しているが、3回の利上げに関しては半信半疑であった。Blue Chip（12月）によれば、市場参加者の利上げ開始時期は2022年上半期が45%、2022年下半期が48%と拮抗していた。ドットチャートで2022年に2回の利上げ予想となれば、3ヵ月ごとの利上げを前提とした場合に、下半期に利上げ開始という想定（9月、12月のFOMCで利上げ）が成り立つことになる。他方、3回分の予想となれば、4-6月期に始めて四半期ごとの利上げが想定されることから、下半期に利上げ開始を想定する約半数の市場参加者の予想が外れることを意味する。そして、2023年、2024年に関しては、2022年の利上げ回数にもよるが、仮に2022年が2回であれば各年3回ずつの利上げ、つまり、予想期間中の2022-2024年の3年間で計8回の利上げは市場参加者にとって想定範囲内であろう。

ドットチャートを基に答え合わせをすると、中央値ベースで2022年は0.875%（現在のFF金利水準から0.750%pt高い）、2023年は1.625%（現在のFF金利水準から1.500%pt高い）、2024年は2.125%（現在のFF金利水準から2.000%pt高い）と、計8回の利上げとなった。2022年は3回の予想であったことからやや前のめり感はあるが、3年間の利上げ回数は市場参加者の想定通りであったことから大きなサプライズとはならなかったといえる。

ドットチャートの形状をみると、2022年末に関しては、現状から据え置きを意味する0.125%は0名となった。また、0.375%（現在のFF金利水準から0.250%pt高い）は1名、0.625%（現在のFF金利水準から0.500%pt高い）は5名と、2022年内に2回以下の利上げを予想するFOMC参加者は合計6名であった。中央値でもある0.875%（現在のFF金利水準から0.750%pt高い）が10名と最多となり、1.125%（現在のFF金利水準から1.000%pt高い）は2名であった。2022年に関しては3回の利上げということでFOMC参加者内で概ねコンセンサスが取れているということがわかる。

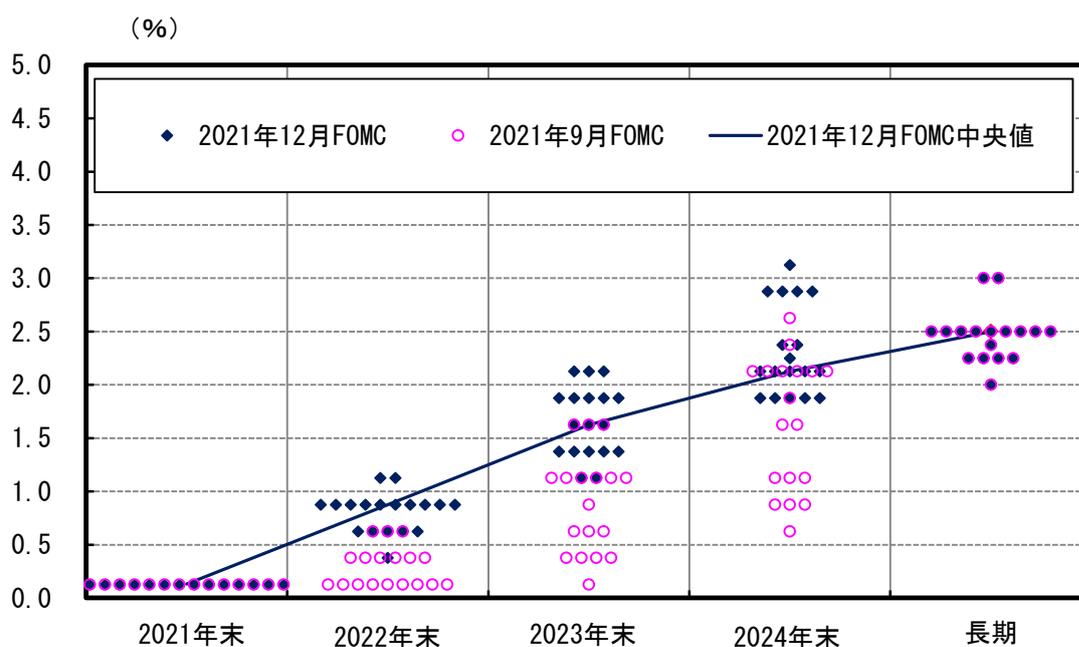
2023年末に関しては、1.125%（現在のFF金利水準から1.000%pt高い）が2名で最低水準となった。1.375%（現在のFF金利水準から1.250%pt高い）が5名、1.625%（現在のFF金利水準から1.500%pt高い）が3名、1.875%（現在のFF金利水準から1.750%pt高い）が5名、2.125%（現在のFF金利水準から2.000%pt高い）が3名となった。2022-2023年合計で7回以上の利上げを予想しているFOMC参加者8名いることになる。6回の利上げを見込む3名の

うち、2名がさらに利上げに前のめりになれば、2023年は中央値ベースでも4回の利上げを示すことになるという意味で、タカ派的なドットチャートの形状といえる。

2024年に関しては、最低水準の1.875%（現在のFF金利水準から1.750%pt高い）が5名、2.125%（現在のFF金利水準から2.000%pt高い）が5名、2.250%（現在のFF金利水準から2.125%pt高い）が1名、2.375%（現在のFF金利水準から2.250%pt高い）が2名となった。FFレート of 長期見通しの中央値である2.5%に近づいたことで、利上げに打ち止め感が出ている。なお、それ以上の利上げを見込んでいるものとしては、2.875%（現在のFF金利水準から2.750%pt高い）が4名、3.125%（現在のFF金利水準から3.000%pt高い）が1名となった。

パウエル議長は記者会見で従来通りドットチャートは現時点でのFOMC参加者個人の予想に過ぎないことを繰り返した。ただし、2022年に3回の利上げに加えて、2023年は中央値ベースでも4回の利上げ予想への転換はハードルが低いことから、FOMC参加者の利上げへの前のめり感は市場参加者の想定よりも強い。

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

2022年は「通常」の利上げフェーズとなるか

今回のFOMCはテーパリングのペースの加速が決定され、2022年の利上げに向けた準備を整える会合となった。FOMC参加者の利上げスタンスが前のめりなことはやや意外も、債券・株式市場ともに大きな反応はなかったことから大きなサプライズはなかったということだろう。今回公表された経済見通しとドットチャートを併せて解釈すれば、2022年の米国経済は高成長を続けるとともに、完全雇用を達成できるという前提のもとで、インフレ加速への対応として利上

げフェーズへと移行するシナリオを FOMC 参加者は描いているといえる。

しかし、こうしたメインシナリオの実現は決して容易なものではない。例えば、「懸念すべき変異株」に認定されたオミクロン株によって感染状況が悪化し、景気が下振れするリスクがある。これまでを振り返れば、「懸念すべき変異株」のほとんどは米国で広範に流行し、そのたびに雇用環境の回復ペースは落ち込んできた。他方で、新型コロナウイルスの感染状況が世界的に悪化すれば、サプライチェーンの混乱解消はなかなか進まず、インフレ加速は長期化する可能性がある。つまり、景気は利上げできるほどの力強さがない一方で、インフレ加速対策としての利上げの必要性は高まるリスクがあるだろう。景気が堅調な中での「通常」の利上げであれば、FRB にとって決断は比較的容易であるが、景気が減速する一方でインフレ加速が進む中で利上げフェーズへと移行することになれば、FRB にとって決断は難しいものとなる。利上げへの扉が無事開いたことはよかったものの、2022 年の金融政策運営はいばらの道となるかもしれない。