

2022年1月27日 全4頁

# FOMC 利上げは3月開始、QTは最短5月開始

テーパリングと利上げは予想通りも、QTはタカ派的な内容

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

## [要約]

- 2022年1月25・26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。政策金利に関しては、据え置きが市場コンセンサスであったため、サプライズはない。
- 今回のFOMCの注目点は、①テーパリング（国債等の買入額の減額）の終了時期、②利上げの開始時期、③QT（バランスシートの縮小）の開始時期であった。テーパリングは3月前半に完了予定、利上げは3月15・16日のFOMCでの実施を示唆と、市場の予想通りの結果となった。他方で、QTに関しては、「連邦準備制度のバランスシートの規模を縮小するための原則」が公表されるサプライズとなった。パウエル議長の発言を踏まえれば、最短で3月のFOMCでQTの詳細を公表し、5月のFOMCで開始する可能性がある。
- 今回のFOMCで市場の更なる織り込みを促したともいえるが、利上げやQTを進める上で、FRBにとっての難局はこれからだろう。新型コロナウイルスの感染状況による景気の下振れや、その後の回復が力強さを欠く可能性がある。こうした中、市場はFRBが3月のFOMCでの利上げやQTの詳細公表へと踏み切るのか懐疑的な状態が続くことも想定され、FRBが金融政策の正常化を進める上でのハードルが高まる可能性があるだろう。

## テーパリングと利上げは概ね予想通りも、QT はタカ派的な内容

2022年1月25・26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。政策金利に関しては、据え置きが市場コンセンサスであったため、特段のサプライズはない。今回のFOMCの注目点は、金融政策の正常化に関する見通しであった。具体的には、①テーパリング（国債等の買入額の減額）の終了時期、②利上げの開始時期、③QT（バランスシートの縮小）の開始時期が挙げられる。

①に関しては、前回（2021年12月14・15日）のFOMCで決定された1ヵ月当たりの減額ペース（国債：200億ドル、MBS：100億ドル）が今回のFOMCでも据え置かれた。市場では、減額ペースを加速し、早め（2月半ば）にテーパリングを終了することで、テーパリングから利上げへの移行における時間的ゆとりを確保するとの見方があった。しかし、後述するように、3月15・16日のFOMCでの利上げを市場が十分に織り込んでいる中で、減額ペースを無理やり速めてまで時間的ゆとりを確保する必要がなかったとも考えられる。今回のFOMCで既定のペースが維持されたことで、声明文でも指摘されたようにテーパリングは3月前半に終了することとなる。

図表1 今回のFOMCでの注目点と予想

		基本シナリオ	タカ派的予想	ハト派的予想
テーパリング	終了時期	3月終了（ペース維持）	2月終了（ペースアップ）	4月終了（ペースダウン）
	利上げ開始	3月FOMC	3月FOMC（0.50%pt）	5月FOMC以降
利上げ	2022年の利上げ回数	3-4回	5回以上	3回未満
	QTの方針公表	3-5月FOMC	1月FOMC	6月FOMC以降
QT	QT開始	7-9月FOMC	5-6月FOMC	11月FOMC以降

（出所）大和総研作成

続いて、②に関しては、3月のFOMCでFFレートを0.25%pt引き上げるとというのが市場コンセンサスである。利上げに向けて、FRBのデュアルマンデートのうち、インフレに関しては既に条件を満たしていることが前回のFOMC声明文でも示され、残る課題は雇用の最大化であった。今回のFOMC声明文では、雇用の最大化に関する進捗が見られる中で、FFレートのフォワードガイダンスが修正された。具体的には、前回の「インフレ率がしばらくの間2%を超えているため、委員会は労働市場の環境が委員会の最大雇用の評価と一致するまで、この目標範囲（筆者注：FFレート誘導目標レンジ）を維持することが適切であると予想する」との表現から、「インフレ率が2%を大きく上回るとともに、労働市場が堅調であることから、委員会はFFレートの目標レ

レンジを引き上げることが間もなく適切になると予想する」へと変更した。これは雇用の最大化の条件を概ね満たし、3月のFOMCでの利上げを示唆するものといえる。

また、2022年内の利上げのペースも注目点である。3月に利上げフェーズへと移行し、仮に3ヵ月ごと（3月、6月、9月、12月）に利上げをすれば、2022年は計4回の利上げが想定されることになる。これは、前回のFOMCのドットチャートの中央値（2022年内計3回の利上げ）を上回るペースといえる。もっとも、3月のFOMCでの利上げが市場コンセンサスとなる中で、市場参加者は2022年計4回の利上げを既に織り込んでいる。サプライズとなるのは、3月のFOMCでの0.50%ptの利上げや2022年中に計5回以上の利上げを行うといったタカ派的な対応だろう。声明文公表後の記者会見では、パウエル議長は利上げ幅や2022年内の利上げ回数に関しては決まっていないと繰り返した。こうしたパウエル議長の発言は、利上げの回数などに関して裁量を確保するという意味合いがあると考えられるが、今後のFOMC参加者の発言や議事録を通じて、こうしたタカ派的な対応の可能性がいかほどかを確認する必要があるだろう。

③に関しては、前回のFOMCから議論が始まった。過去のQTのプロセスを振り返ると、2017年6月のFOMCで、QTの方針（「政策正常化の原則と計画に関する補足（Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans）」）が公表され、同年9月のFOMCで開始が決定された。今回も同様のプロセスを辿るとすれば、こうしたQTの方針の公表がいつなのかが注目点であった。1月の上院公聴会でパウエル議長がQTの方針策定に関して2-4回の検討が必要と指摘していたことから、市場は3月以降のFOMCでの方針の公表を予想していた。

しかし、こうした予想とは異なり、今回のFOMCでは「連邦準備制度のバランスシートの規模を縮小するための原則（Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet）（以下、「原則」）」が公表された。ただし、「原則」という題名がつけられているように、QTの具体的な内容は含まれていない。「原則」には、①連邦準備制度のバランスシートの規模を大幅に縮小するための計画されたアプローチに関する情報を提供することが適切であること、②QTは利上げの実施後に開始すると予想していること、③QTは償還で得た資金の再投資額の調整によって実施すること、④経済・金融の状況に応じてQTのアプローチの詳細を調整する準備があること、が記載されているだけである。なお、QTの詳細に関しては、パウエル議長は、3月のFOMCで議論を深め、適切な時期に情報提供すると言うに留めた。

QTの開始時期やペースなどの詳細に関しては、パウエル議長は声明文公表後の記者会見で、3月のFOMCでの詳細の議論を行った後、最低1回は議論の機会を持つことになるだろうと述べた。明確さに欠ける表現であるとともに、FOMCでの議論のまとめ具合や経済・金融状況に左右されるわけではあるが、最短で3月のFOMCでQTの詳細を公表し、5月（5月3・4日）のFOMCでQTの開始というタイムスケジュールが可能と読み取ることができる。市場参加者は7月または9月FOMCでのQTの開始を予想していたことから、想定以上に早いタイミングでQTを開始する可能性があるといえよう。また、「原則」の中でバランスシートの規模を「大幅に（significantly）」縮小するという表現が用いられた点に関して、その意味について記者が質問したところ、パウエル議長は、過去にQTを開始した時期に比べて、バランスシートの規模はは

るかに大きく、景気もはるかに強いことから、「よりすぐに、かつ、より速く実施することをいとわない」と述べた。開始時期が早期であるとともに、そのペースに関しても前回の QT よりも急であることを示唆しているといえよう。

## 利上げや QT を進める上で、FRB にとっての難局はこれから

今回の FOMC の内容を踏まえれば、テーパリングの終了時期(3 月前半)と利上げ(3 月の FOMC)の開始時期に関しては市場の予想通りも、利上げのペースに関して明言が避けられたことや QT(「原則」の公表、及び 5 月の FOMC での開始可能性)に関しては予想以上にタカ派的な結果であった。結果的に、米 10 年国債金利は 1.78%から 1.87%まで上昇し、米国の主要株価指数も下落した。そもそも、金融政策の正常化を巡って、2022 年 1 月に入り、国債金利は上昇し、主要株価指数は下落しているが、パウエル議長は記者会見で FRB の究極の焦点は実体経済に向けられており、個別の市場に注目していないこと、市場参加者とのコミュニケーションはうまくいっていることを強調した。インフレ加速への対応が最優先される中で、こうした市場の反応は FRB にとっても覚悟の上かもしれない。むしろ、今回の FOMC でタカ派的なスタンスを示すことで、市場の更なる織り込みを促したともいえる。

もともと、利上げや QT を進める上で、FRB にとっての難局はこれからだろう。新型コロナウイルスのオミクロン株による感染状況は、足下で最悪期を脱しつつあるが、2 月以降に公表される 1 月分の経済指標は景気の下振れを一層意識させる結果となり得る。オミクロン株による経済への悪影響は一時的で、その後は回復へと転じると予想されるが、3 月の FOMC までにその回復を経済指標の数値として確認することは難しいかもしれない。こうした中、3 月の FOMC で利上げや QT の詳細を公表する場合は、景気回復の見込みという想定の下で行われる可能性がある。しかし、その想定も不確実性は高い。バイデン政権の成長戦略であり、景気の下支え効果も期待される“Build Back Better”計画は成立の見込みが立っておらず、回復のサポートが足りなくなる恐れがある。また、金融政策の正常化が進む中で、金融環境は既に緩和的な状態から引き締めの状態へと転換しつつあり、消費や投資を大きく押し上げることも期待しにくいだろう。景気回復の力強さが欠ける中で、市場は FRB が 3 月の FOMC での利上げや QT の詳細公表へと踏み切るのか懐疑的な状態が続くことも想定され、FRB が金融政策の正常化を進める上でのハードルが高まる可能性があるだろう。