

テーパリング加速を決定した 12 月 FOMC

政策・経済研究部 エコノミスト 伊藤 基

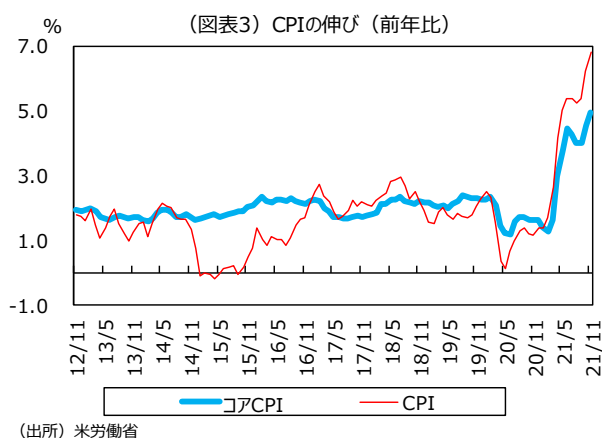
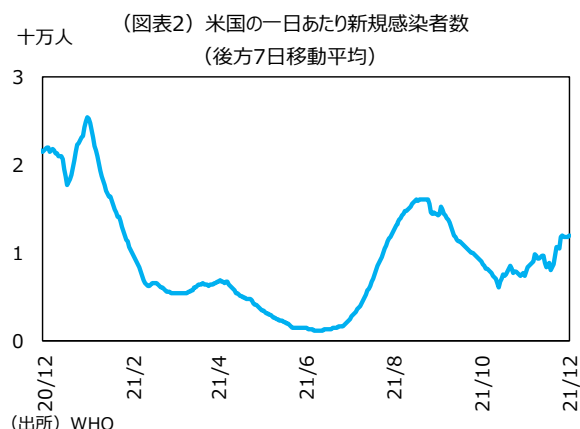
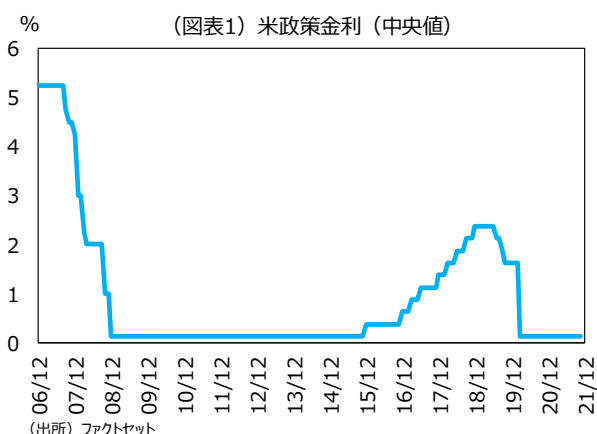
1. テーパリング加速を決定

12 月 14－15 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、テーパリングの速度を来年 1 月から加速させることを決定した。インフレ高進の懸念が高まっているなか、早期の利上げ実施を行なえる余地を確保することが目的と考えられる。月間 150 億ドル（国債 100 億ドル、モーゲージ債 50 億ドル）の縮小を同 300 億ドル（国債 200 億ドル、モーゲージ債 100 億ドル）に変更し、3 月中にはテーパリングが完了することとなる。この決定は事前に織り込まれていたため、市場への影響は限定的であった。なお、政策金利である FF レートの誘導目標レンジは、市場予想どおり 0.00－0.25%にすえ置かれた（図表 1）。

会合後に発表された声明文における景気の現状判断部分では、「ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポートの中、経済活動と雇用の指標は強まっている」との判断を維持した上で、「ここ数ヵ月、雇用の増加は堅調で、失業率は大幅に低下している」との文言が新たに追加された。11 月の失業率が大幅に低下したことや、雇用者数も増加基調が続いていることを反映したものとする。これまで、パウエル議長は労働市場の評価に関して慎重な姿勢をとっていたが、この文言が追加されたということは、想定よりも労働市場の回復が強かったことを意味し、これがテーパリング加速や利上げ見通しの引き上げにつながったと思われる。

また、新型コロナの経済に対しての影響について「夏季の新型コロナウイルス感染者数の増加で（経済の）回復ペースは鈍化した」との文言が削除され、「新型コロナウイルスの影響を受け続けている」に変更された。足元の米国での新規感染者数を見ると、夏場のピーク時に比べるとまだ低い水準であるが、10 月以降、再び増加基調となっていることを踏まえた修正と思われる（図表 2）。

物価の現状判断部分は大きく変更された。11 月下旬にパウエル FRB 議長は、議会証言で物価の上昇が一時的とする見方を撤回してただけに注目が集まっていた。声明文では、「インフレ率は主に一時的とみられる要因を反映して高止まりしている」との文言が削除され、「パンデミックに関連した需給の不均衡や経済活動の再開が、



物価上昇をもたらしている」とした。11月CPIが、前年比+6.8%と約39年ぶりの水準となっており、物価の急騰が続いていることを反映したものと考えられる（図表3）。また、「一部セクターにおける大幅な物価上昇をもたらしている」との文言もなくなり、物価の上昇が持続的かつ広範囲にわたっていることを認めた形となった。パウエル議長はこれまで、物価の上昇は一時的との見方を維持していたが、足元の物価上昇圧力が弱まらないなかで、見方を変更せざるを得なかったと考えられる。FRBは、物価高騰に対して後れを取っているビハインド・ザ・カーブの状況に陥っており、そこから脱却するために今回の文言変更が必要であったと推察される。

景気と物価の見通し部分では、引き続き「景気の先行きは、ウイルスの動向に依存し続ける」とし、「ワクチン接種と供給制約の緩和が進めば、経済活動および雇用の拡大持続とインフレ抑制を後押しすると予想される」との判断が維持された。パウエル議長は会見で、供給制約の問題がFRBの想定よりも長引いており、物価上昇に寄与しているとする一方、2022年の伸びは長期目標の2%を大きく上回るものの、2022年末には2%に近い水準まで低下するとの考えを示した。

金融政策の判断部分も大幅に変更された。物価の上昇基調が続いている状況を受けて、フォワードガイダンスを大きく変更し、「インフレ率がしばらく2%を超えていることから、労働市場の情勢が委員会の考える最大雇用と整合性のある水準に達するまで、この誘導目標レンジを維持することが適切と予想する」とした。インフレ率の高い伸びが続くことを前提に、利上げ開始が労働市場の動向次第ということが示される形となった。ただ、パウエル議長は会見で、雇用の最大化が達成される前でも利上げする可能性について言及した。また、米国経済は非常に強く、2022年には雇用の最大化が達成されるとの見通しを示した上で、物価も高い水準を維持していることから、テーパリング終了から利上げまで長い時間がかかることはないとの見方も示した。

今回の変更は、2022年の政策余地をこれまでよりも広げたと言える。コロナ禍の影響が長く尾を引き、先行きの不確実性が高い状況では、政策余地を拡大させた今回の判断は、適切なものと言えよう。

2. GDP 成長率を上方修正

FOMCメンバーの経済見通しは、2021年が前年比+5.9%から同+5.5%、2023年が同+2.5%から同+2.2%に下方修正された一方で、2022年は、同+3.8%から同+4.0%へと上方修正された（図表4）。2021年の引き下げは、7-9月期の実質GDPがコロナ感染の拡大などによって下振れした結果を反映しているものと思われる。また、2023年については、利上げが進み、経済にややブレーキがかかることを反映していると考えられる。

失業率に関しては、2021年は、足元の労働市場の改善を反映する形で4.8%から4.3%へと改善（低下）した。その後も、景気回復に伴い改善傾向が続き、2022年は、長期見通しの4%を下回り、コロナ禍前の水準まで低下するとの予想が示された。パウエル議長は会見で、雇用市場は急速に回復しており、2022年には、雇用の最大化が達成されるとの見方を示した。

物価に関しては、2021年のPCEデフレーターが、同+4.2%から同+5.3%に、2022年も同+2.2%から同+2.6%へと上方修正された。2022年は、2021年に比べて物価上昇の勢いは鈍化することが示されているが、FRBが目指している2%を上回る水準で推移することが予想されている。

3. ドットチャートはタカ派姿勢を示す

政策金利見通しの中央値は、2022年は0.875%（9月：0.250%）、2023年は1.625%（同1.000%）、2024年は

（図表4）12月FOMC経済見通し

（単位：％）	2021	2022	2023	2024	長期
実質GDP成長率	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
（9月予測）	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
失業率	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
（9月予測）	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCEデフレーター	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
（9月予測）	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	4.4	2.7	2.3	2.1	-
（9月予測）	3.7	2.3	2.2	2.1	-
FF金利	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
（9月予測）	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

（出所）FRB ※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比（％）

2.125%（同 1.750%）とそれぞれ大きく上昇した（図表 5）。FOMC 開催前の段階で市場では、2022 年に 0.25%の利上げを 3 回分ほぼ織り込んでおり、ドットチャートもタカ派化することが見込まれていたが、実に、参加者 18 人中 12 人が 2022 年中に 3 回以上の利上げを予想しており、FRB がタカ派姿勢を前回から強めた様子が見えてくる。

2023 年の政策金利の予想上限は 2.125%と前回 9 月に比べて 0.5%上昇し、1.5%以上への利上げを予想する参加者が 3 名から 11 名に増加した。

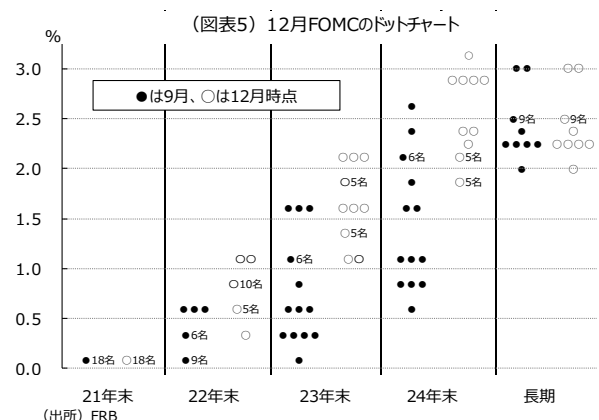
2024 年の予想では、政策金利の上限は 3.125%となり、9 月からこちらも 0.5%上昇した。また、14 名の参加者が 2.0%超への利上げを予想し、2023 年と比べて一段と金融環境が引き締められる見通しが示された。2022 年、2023 年に比べて予想が大きくばらけているものの、ドットチャートの中央値通りに利上げが進むとすれば、2024 年の利上げ幅は 0.5%ということになる。2022 年、2023 年に比べると引き締めスピードは鈍化し、長期の予想（2.5%）に届かない見方となっている。

4. 2022 年に 3 回の利上げ実施を予想

声明文の冒頭には「この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる」との考えが示されており、FRB の危機対応モードが継続している様子が示されている。しかし、実際はテーパリング加速が決定され、2022 年に 0.25%の利上げを 3 回行なうと大半のメンバーが予想している様子を見ると、実質的に危機対応モードは終了し、金融政策の正常化に向けて方向転換したと言える。2022 年は、金融政策正常化の道のりを順調に前進できるかに注目が集まる。

今後の金融政策に、大きな影響を与える要素の一つとして、供給制約の問題が挙げられるが、解消の目途は依然として立っていない。半導体不足は、自動車向けに関しては解消に向かっているとの見方もあるが、全体として見れば、需要が供給を大きく上回る状態が続く可能性が高い。また、米国ではコロナ禍で多くの労働者がリタイアしていることを考えると、人出不足の状態が来年以降急速に緩和される可能性は低いだろう。半導体などをはじめとした部品や人手不足が続くことで、供給制約の問題は長引くと同時に、物価が高止まりする状態が来年も続くものと考えられる。このような状況で、高インフレが定着することを予防するために 2022 年に FRB が 0.25%の利上げを 3 回行なうことは、適切な判断だと考える。今回の FOMC を受けて、当研究所では、3 月にテーパリングが完了した後、6 月、9 月、12 月にそれぞれ 0.25%の利上げが実施されると予想する。ただ、懸念点としては、オミクロン株の感染拡大が挙げられる。声明文のなかでも、新たな変異株が経済に対するリスクだと指摘されている。バイデン大統領は、今冬にロックダウンなどの厳しい行動制限措置は取らないと明言しているが、各国での感染拡大ペースの速さを見ると、状況を楽観視することは出来ない。加えて、感染が拡大すれば、サプライチェーンへの影響も必至で、景気減速と物価上昇が同時に発生する可能性もあり、そうなれば FRB は難しいかじ取りを迫られることになるだろう。

2022 年の利上げ開始が確実視されるなか、次なる注目点は、バランスシートの縮小開始時期となろう。パウエル議長は、縮小時期について会見で何も決定していないとした上で、今回の会合でバランスシートについて議論したことを明らかにした。バランスシートの縮小は、テーパリングや利上げ以上に金融市場に与える影響が大きいと考えられることから、早期に実施される公算は小さいように思われる。複数回の利上げを実施した後、経済状況を確認した上で行なうと考えられることから、バランスシートの縮小は早くとも 2022 年第 4 四半期以降と予想する。



◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2021/11/2-3	2021/12/14-15
<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p> <p>連邦準備制度は、この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じることに取り組み、雇用の最大化と物価の安定を促している。</p>	<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p> <p>連邦準備制度は、この困難な時期に米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じることに取り組み、雇用の最大化と物価の安定を促している。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし ・米国経済をサポートするため、あらゆる手段を講じる姿勢を引き続き堅持 	
<p>With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strength. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but the summer's rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory. Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have contributed to sizable price increases in some sectors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</p> <p>ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポートの中、経済活動と雇用の指標は強まっている。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターはここ数ヵ月で改善したが、夏季の新型コロナウイルス感染者数の増加で回復ペースは鈍化した。インフレ率は主に一時的とみられる要因を反映して高止まりしている。パンデミックに関連した需給の不均衡や経済活動の再開が、一部セクターにおける大幅な物価上昇をもたらしている。概して、経済や米国の家計や企業への信用の流れを改善するための政策措置を反映して、金融情勢は緩和的なままである。</p>	<p>With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strength. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but <u>continue to be affected by COVID-19. Job gains have been solid in recent months, and the unemployment rate has declined substantially.</u></p> <p>Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have <u>continued to contribute elevated levels of inflation.</u> Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</p> <p>ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポートの中、経済活動と雇用の指標は強まっている。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターはここ数ヵ月で改善したが、<u>新型コロナウイルスの影響を受け続けている。ここ数ヵ月、雇用の増加は堅調で、失業率は大幅に低下している。</u>パンデミックに関連した需給の不均衡や経済活動の再開が、<u>物価上昇をもたらしている。</u>概して、経済や米国の家計や企業への信用の流れを改善するための政策措置を反映して、金融情勢は緩和的なままである。</p>
<p><ポイント></p>	

<ul style="list-style-type: none"> ・米国での感染状況を反映し、「新型コロナウイルスの影響を受け続けている」との文言を追加 ・足元の雇用環境を反映して、「雇用の増加は堅調で、失業率は大幅に低下している」と指摘 ・インフレ率の上昇について、「一時的」との表現を削除し、需給の不均衡や経済活動の再開が「物価上昇をもたらしている」と物価に関する認識を変更 	
<p>The path of the economy continues to depend on the course of the virus.</p> <p>Progress on vaccinations and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation. Risks to the economic outlook remain.</p> <p>景気の先行きは、ウイルスの動向に依存し続ける。ワクチン接種と供給制約の緩和が進めば、経済活動および雇用の拡大持続とインフレ抑制を後押しすると予想される。経済見通しに対するリスクは残っている。</p>	<p>The path of the economy continues to depend on the course of the virus.</p> <p>Progress on vaccinations and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation. Risks to the economic outlook remain, <u>including from new variants of the virus.</u></p> <p>景気の先行きは、ウイルスの動向に依存し続ける。ワクチン接種と供給制約の緩和が進めば、経済活動および雇用の拡大持続とインフレ抑制を後押しすると予想される。<u>新たな変異株を含め、</u>経済見通しに対するリスクは残っている。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・新たな変異株が景気見通しに対するリスクであるとの認識を示す 	
<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation having run persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time. In light of the substantial further progress the economy has made toward the Committee's goals since last December, the Committee decided to begin reducing the monthly pace of its net asset purchases by \$10 billion for Treasury</p>	<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. <u>In support of these goals,</u> the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. <u>With inflation having exceeded 2 percent for some time, the Committee</u> expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment. In light of <u>inflation developments and the further improvement in the labor markets,</u> the Committee's goals since last December, the Committee decided to <u>reduce</u> the monthly pace of its net asset purchases by \$20 billion for Treasury securities and \$10 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning <u>in January,</u> the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$40 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$20 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to</p>

securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$70 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$35 billion per month. Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$30 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。インフレがこの長期目標を持続的に下回ってきた状態においては、インフレが平均して 2%になり、長期的なインフレ期待が 2%にとどまるよう、委員会はしばらくの間 2%を適度に上回るインフレ率の達成をめざすだろう。委員会は、これらの結果が達成されるまで、金融政策の緩和的なスタンスを維持すると予想する。委員会は FF レートの誘導目標レンジを 0.00－0.25%にすえ置くことを決定し、労働市場の状況が、雇用の最大化に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレが 2%に上昇してしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまで、この誘導目標レンジを維持することが適切と予想する。昨年 12 月以降、経済が委員会の目標に向けて実質的なさらなる進展を遂げたことを踏まえ、委員会は、資産購入ペースを米国債で月 100 億ドル、住宅ローン担保証券で月 50 億ドルずつ減額し始めることを決めた。委員会は今後半から、国債の保有高を少なくとも月 700 億ドル、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 350 億ドルのペースで増やす。12 月以降は、国債の保有高を少なくとも月 600 億ドル、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 300 億ドルずつ増やしていく。委員会は、資産購入ペースを

adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.

委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。これらの目的を達成するため、委員会は FF レートの誘導目標レンジを 0.00－0.25%にすえ置くことを決定した。インフレ率がしばらく 2%を超えていることから、委員会は、労働市場の情勢が委員会の考える最大雇用と整合性のある水準に達するまで、この誘導目標レンジを維持することが適切と予想する。インフレ率の動向と労働市場の実質的なさらなる進展を遂げたことを踏まえ、委員会は、資産購入ペースを米国債で月 200 億ドル、住宅ローン担保証券で月 100 億ドルずつ減額することを決めた。1 月以降は、国債の保有高を少なくとも月 400 億ドル、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 200 億ドルずつ増やしていく。委員会は、資産購入ペースを毎月同じ程度のペースで縮小することが適切である可能性が高いと判断しているが、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用意がある。連邦準備制度が証券の購入と保有を続けることで、円滑な市場機能と緩和的な金融環境を促進するのに役立ち、家計や企業への信用の流れをサポートする。

<p>毎月同じ程度のペースで縮小することが適切である可能性が高いと判断しているが、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用意がある。連邦準備制度が証券の購入と保有を続けることで、円滑な市場機能と緩和的な金融環境を促進するのに役立ち、家計や企業への信用の流れをサポートする。</p>	
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・足元のインフレ率が 2%を大きく上回っていることや、物価の上昇が一時的との見方を撤回したことを受け、物価に関するフォワードガイダンス部分を削除 ・政策金利は 0.00－0.25%にすえ置き ・資産買入の規模について、1 月以降、米国債を 200 億ドル、モーゲージ債を 100 億ドルずつ縮小することを決定 ・経済状況次第では、購入ペースが調整される可能性があるとのスタンスは維持 	
<p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>	<p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし ・委員会の目標達成を妨げるリスクが生じた場合、政策スタンスを適切に調整する意向を示す 	
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Charles L. Evans; Randal K. Quarles; and Christopher J. Waller.</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Charles L. Evans; Randal K. Quarles; and Christopher J. Waller.</p>

この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、ボウマン理事、ブレイナード理事、クラリダ副議長、デイリー総裁、エバンス総裁、クオールズ副議長、ウォーラー理事。	この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バーキン総裁、ボスティック総裁、ボウマン理事、ブレイナード理事、クラリダ副議長、デイリー総裁、エバンス総裁、クオールズ副議長、ウォーラー理事。
<ポイント> ・全会一致	

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411