

テーパリングに向けて舵を切った 6 月 FOMC

政策・経済研究部 研究員 伊藤 基

1. 政策金利はすえ置き

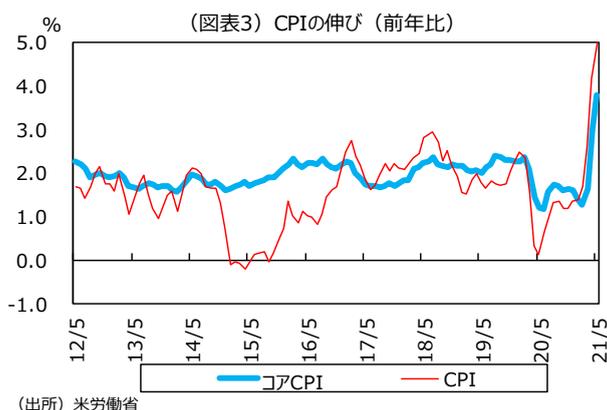
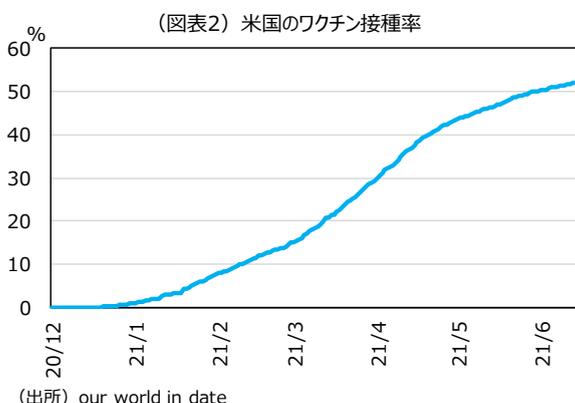
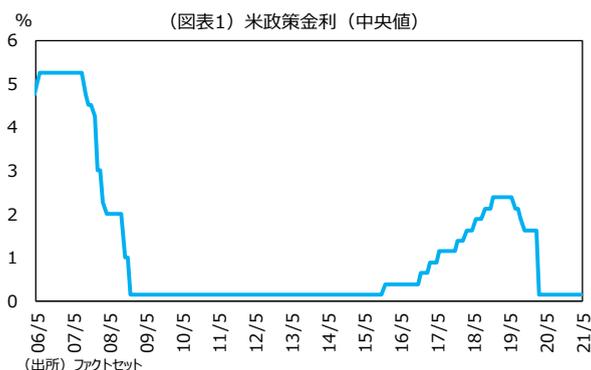
6月15-16日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを市場予想どおり、0.00-0.25%にすえ置いた(図表1)。資産の買入れスタンスに関しても変更はなされなかった。一方で、短期金利の過度な低下を防ぐために、IOER(超過準備への付利金利)と翌日物リバースレポ金利を0.05%引き上げる技術的な調整を実施した。

会合後に発表された声明文では、新型コロナウイルスの感染状況に関する箇所での文言の変更があった。前回4月分では新型コロナの大流行は、「米国や世界中で人や経済に多大な困難をもたらしている」としていた内容を「ワクチン接種が進展したことで、米国での新型コロナウイルス感染症の感染拡大は抑制された」に変更した。米国では、すでに50%以上の人が少なくとも1回のワクチン接種を受けており(図表2)、新規の感染者数も減少基調となっている。また、製造業だけでなく、相対的に出遅れ感のあった非製造業の景況も持ち直してきており、文言変更は、足元の動向を反映した形と考える。景気の先行きについて述べた箇所では、「進行中の公衆衛生危機は、経済に重石となり続け」としていた部分を「ワクチン接種の進展は公衆衛生の危機が経済に及ぼす影響を引き続き軽減する可能性が高い」とワクチンへの期待感を示す形に変更している。

インフレ率については、足元で上昇しているが、声明文では「主に一時的な要因を反映している」と前回の文言を踏襲した(図表3)。一方で、FOMC後に行なわれた会見で、パウエル議長は、足元のインフレ率の上昇は予想を上回ったとした上で、今後についてはインフレ率が予想以上に上昇し持続する可能性にも言及し、長期的なインフレ期待が持続して変化した場合には、金融政策の調整をする準備があるとの考えを示した。

2. 緩和スタンスを継続

声明文における金融政策の先行き部分については「労働市場の状況が、最大雇用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」との記載が踏襲された。資産買入部分についても、「委員会の最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで、財務省証券の保有を少なくとも月800億ドル、政府機関住宅ローン担保証券の保有を少なくとも月400億ドル増やし続ける」と前回の文言が維持された。パウエル議長は、FOMC後の会見で資産買入を縮小する基準に到達するのは「まだはるか先だ」としつつ、米国経済は前進しており、「今後の会合でテーパリングを始める時期を見極める」とした。一方で、今回の会合では、テーパリングに向けた議論も行なわれたことが示唆された。ただ、市場との対話を重視する考えを示し、いわゆる「テーパントラム」が起きないように配慮する姿勢を示した。

3. 経済見通しは、若干の上方修正

FOMCメンバーの経済見通しは、2021年が前年比+6.5%から同+7.0%、2023年は、同+2.2%から同+2.4%へと上方修正された(図表4)。ワクチン接種の進展や大型経済対策の効果によって、経済活動が堅調に推移していることを反映したものと考えられる。パウエル議長は「今年の成長率は過去数十年で最も大きな成長になる」との考えも示し、先行きに対しての強い期待感をうかがわせた。失業率に関しては、2022年がやや改善(低下)したものの、2021年、2023年ともに変更は見られなかった。また、足元の物価動向を反映し、2021年のPCEデフレーターは同+2.4%から同+3.4%へと大きく引き上げられたほか、2022年、2023年についても小幅に上方修正された。会見では、足元のインフレ率は予想を上回った一方で、インフレ加速は一時的である可能性が高いとの考えを改めて示した。

(図表4) 6月FOMC経済見通し

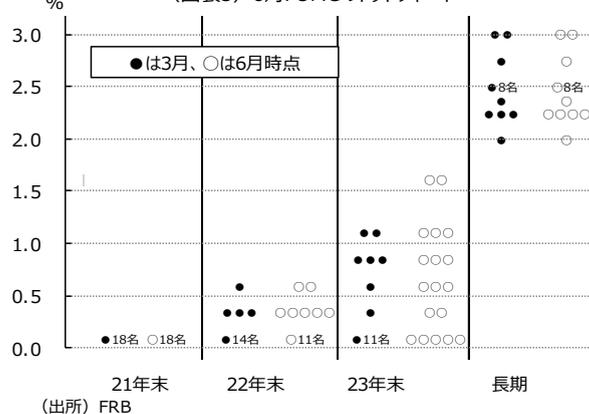
(単位: %)	2021	2022	2023	長期
実質GDP成長率	7.0	3.3	2.4	1.8
(3月予測)	6.5	3.3	2.2	1.8
失業率	4.5	3.8	3.5	4.0
(3月予測)	4.5	3.9	3.5	4.0
PCEデフレーター	3.4	2.1	2.2	2.0
(3月予測)	2.4	2.0	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	3.0	2.1	2.1	-
(3月予測)	2.2	2.0	2.1	-
FF金利	0.1	0.1	0.6	2.5
(3月予測)	0.1	0.1	0.1	2.5

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

4. 2023年末までに0.50%利上げの可能性を示唆

政策金利見通しの中央値は、2021年、2022年はいずれも0.125%と前回3月と同様であったのに対して、2023年は0.625%と大きく上昇した。3月時点では、政策金利を引き上げる見通しを示していた参加者は、2022年が4名、2023年が7名であったが、今回は、2022年が7名、2023年が13名と大きく増加した。また、2023年に0.50%以上の利上げを予想する当局者は全体の過半数となる11人となり、政策金利の予想上限は、1.125%から1.625%へ上昇した。3月時点では2023年に0.50%以上の利上げを予想する当局者は6人であったことを踏まえると、少なくともドットチャート上では、FOMC参加者の金融政策スタンスが大きくタカ派寄りになったことが示された。ワクチン接種の進展や大規模経済対策による経済活動の急拡大を反映したものと考えられる。ただ、パウエル議長は、会見で政策金利見通しはあくまで予想であることを強調し、利上げに関する議論は「極めて時期尚早」とした。

(図表5) 6月FOMCのドットチャート



(出所) FRB

5. 8月のジャクソンホール会議に注目が集まる

前回会合に続き、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の危機対応モードに変化はないと見られる。しかし、テーパリングに向け

た議論が行なわれたことが示唆するように、危機対応モードからの脱却に向けた動きも見られる。今回の会見の中でもテーパリング決定前に市場と対話を重ねる方針が示されたが、今回の FOMC でそうした動きが始まったと考えてよさそうだ。パウエル議長は、より多くのデータを見れば、テーパリングについて話せるようになるとの考えを明らかにしており、今後の FOMC で、議論が本格化することを示唆した。当社では、8月末のジャクソンホール会議でテーパリングが示唆され、2022 年前半から開始されると予想する。利上げの開始時期は 2023 年前半を予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2021/4/27-28	2021/6/15-16
<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、最大雇用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、最大雇用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>The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. Amid progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened. The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. 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>COVID-19 の大流行は、米国や世界中で人や経済に多大な困難をもたらしている。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た。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターは弱いままだが、改善を示した。インフレ率は主に一時的な要因を反映して上昇している。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><u>Progress on vaccinations has reduced the spread of COVID-19 in the United States.</u> Amid progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened. The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. 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><u>ワクチン接種が進展したことで、米国での新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の感染拡大は抑制された。</u> 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た。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターは弱いままだが、改善を示した。インフレ率は主に一時的な要因を反映して上昇している。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</p>

である。

<ポイント>

- ・新型コロナウイルス感染の感染状況を「大流行」から「ワクチン接種が進展したことで、米国での新型コロナウイルス感染症の感染拡大は抑制された」に変更
- ・物価に対する認識は「主に一時的な要因を反映して上昇している」と前回の文言を踏襲
- ・金融情勢は、各種対策の効果により「緩和的なまま」とこれまでの文言を踏襲

The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, including progress on vaccinations. The ongoing public health crisis continues to weigh on the economy, and risks to the economic outlook remain.

景気の先行きは、ワクチン接種の進捗状況を含め、ウイルスの動向に強く依存する。進行中の公衆衛生危機は、経済に重石となり続け、経済見通しへのリスクは残っている。

The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain.

景気の先行きは、ワクチン接種の進捗状況を含め、ウイルスの動向に強く依存する。ワクチン接種の進展は公衆衛生の危機が経済に及ぼす影響を引き続き軽減する可能性が高いものの、経済見通しへのリスクは残っている。

<ポイント>

- ・ワクチン接種の進展により、景気への下押し圧力が軽減されているとの認識を表明

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running 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 addition, the Federal Reserve will continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed

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 addition, the Federal Reserve will continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed

securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals. These asset purchases help 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%のインフレ率と最大雇用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いる状態においては、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目指すだろう。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、最大雇用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。さらに、連邦準備制度は、委員会の最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで、財務省証券の保有を少なくとも月 800 億ドル、政府機関住宅ローン担保証券の保有を少なくとも月 400 億ドル増やし続ける。これらの資産購入は、円滑な市場機能と緩和的な財政状態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。

securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals. These asset purchases help 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%のインフレ率と最大雇用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目指すだろう。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、最大雇用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。さらに、連邦準備制度は、委員会の最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで、財務省証券の保有を少なくとも月 800 億ドル、政府機関住宅ローン担保証券の保有を少なくとも月 400 億ドル増やし続ける。これらの資産購入は、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。

<ポイント>

- ・ 足元の物価の上昇を反映して、長期目標に対してのインフレ率の推移を持続的に「下回っている状況」から「下回ってきた状況」に変更
- ・ 政策金利は 0.00-0.25%にすえ置き
- ・ 労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレがしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまで誘導目標レンジを維持する方針を維持
- ・ 資産買入れについては、委員会の最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで、少なくとも現行ペースで継続するスタンスを維持

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

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

<p>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>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>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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。</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> <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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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