

テーパリングに向け前進した 7 月 FOMC

政策・経済研究部 研究員 伊藤 基

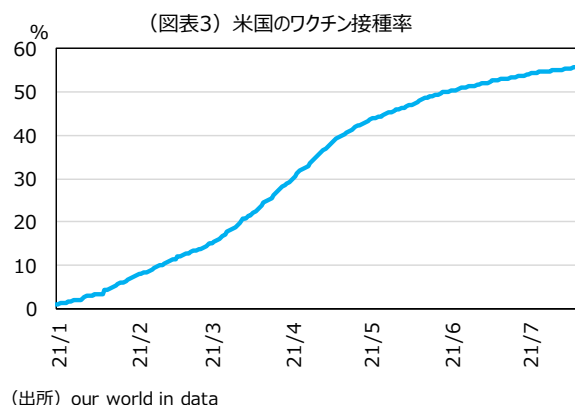
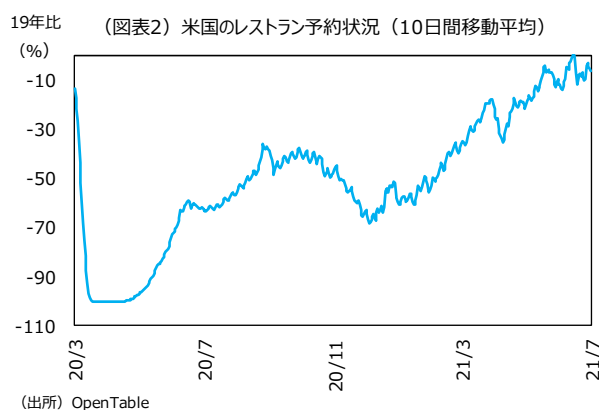
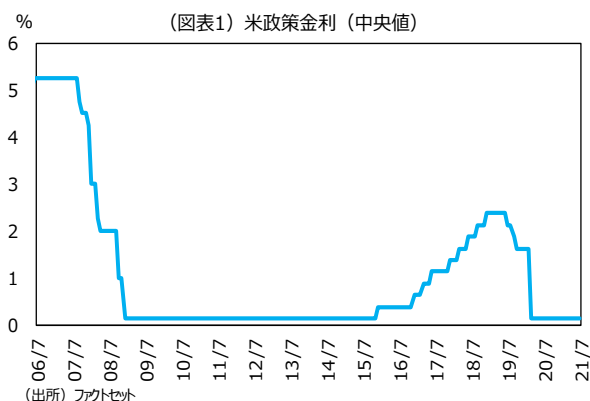
1. 政策金利はすえ置き

7 月 27-28 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。今回の方針は全会一致で決定された。また、6 月 FOMC で議論されていた国内の常設レポ（SRF）ファシリティと、外国および国際金融当局向けのレポファシリティ（FIMA レポファシリティ）の設立が発表された。

声明文における景気の現状判断部分では、足元の米国内での感染拡大を反映し、「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」としていた文言が削除された。一方で経済活動と雇用の指標は強まっているとし、前回「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」としていた文言を「改善を示したが、完全には回復していない」に上方修正した。米国でのワクチン接種の進展に伴い、経済活動が再開されたことで、パンデミック禍で最も悪影響を受けていたレストラン等の予約状況や雇用が回復していることを反映した表現変更とみられる（図表 2）。

パウエル議長は FOMC 後の会見で、米国内で感染が拡大しているデルタ株について、景気回復が危ぶまれたり、政策の軌道修正を余儀なくされたりする大きなリスク要因にはならず、経済減速につながったとしても数ヵ月だけの影響にとどまるとの認識を示した。デルタ株の動向には注視を要するものの、ワクチン接種の拡大は明らかな効果があり、再度のロックダウンは行なわれないとの認識も同時に示した（図表 3）。一方で、雇用情勢に関しては、引き続き改善しているが、完全雇用までには程遠いとした。雇用回復が遅れている要因としては、感染症への恐れ、失業給付などが挙げられているが、今後、数ヵ月の間にこれらの要因は弱くなり、雇用は増加するとの認識を示した。

インフレ率については、声明文では「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した（図表 4）。ただ、会見では、足元の物価上昇率は予想以上に高く、今後数ヵ月は高い伸びが続くとの見通しを示した。



また、パンデミックからの経済活動の再開はこれまでに前例がなく、物価上昇が予想以上に高まる可能性がある点も指摘した。しかし、あくまでも供給制約要因で起きていることであり、慌てる必要はなく一過性のものである可能性が高いと、従来の見解を繰り返した。

2. テーパリングの議論を開始

今回の会合では、テーパリング（資産買入の縮小）のペースや方法について議論したことが明らかになり、テーパリングに向けて着実に前進していることが示された。

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」との記載がこれまでどおり踏襲された。資産の買入れ部分については、「昨年 12 月、委員会は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 億ドル増やすことを示した」とこれまでの資産買入方針を振り返る表現に変更した上で、「それ以来、経済はこれらの目標に前進しており、委員会は今後の複数回の会合で引き続き評価する」と、テーパリングに関する議論を今後も続ける方針を明文化した。

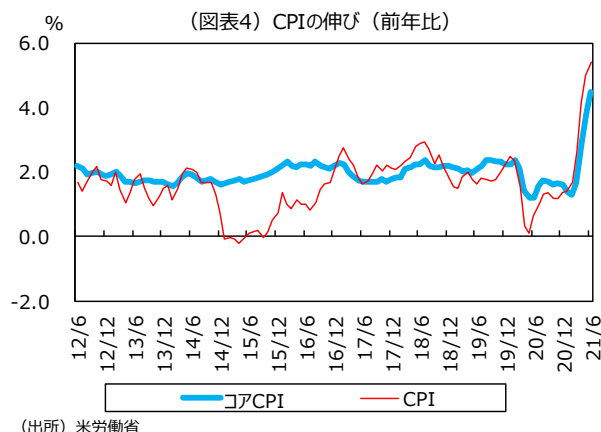
前回までの FOMC では、テーパリングを議論することを議論 (talking about talking about tapering) とパウエル議長が表現していたことを踏まえると、テーパリングに向けた議論が着実に進展している様子がうかがえる。ただ、経済の状況を複数回の会合 (in coming meetings) で評価するとしていることから、少なくとも次回 9 月の FOMC におけるテーパリング開始決定はないだろう。パウエル議長自身、景気に対して慎重な見方を示していることもあり、テーパリング開始が市場予想より大幅に前倒しされることはないと思われる。また、市場との対話も重視していることを考えれば、テーパリング開始を決定するにあたり事前に市場に対しなんらかの示唆を与える可能性は高い。

また、6 月 FOMC の議事要旨の中で一部の参加者から住宅価格が高騰していることを踏まえ、政府機関住宅ローン担保証券のテーパリングペースを国債よりも速めるべきとの意見が出ていたが、これに関してパウエル議長は、両者の金融市場に対する買入れ効果はほぼ同じであることを理由に、テーパリングを実施する際は、同じペースで縮小する可能性が高いとの考えを明らかにした。ただ、テーパリングの具体的な工程や時期に関しては触れなかった。

3. 来月のジャクソンホール会議に注目

前回会合に引き続き、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いるが、テーパリングに関する議論が進んだことが明らかになったように、危機対応モードからの脱却に向けた動きが前月よりも一段と加速している。ただ、パウエル議長は、テーパリング開始の目安となる経済の実質的なさらなる進展については、まだ見極めるべきことがあるとした上で、雇用面では程遠いとし、景気に対し慎重な姿勢も示している。

今回の FOMC を踏まえて、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の示唆は行なわれず、9 月の経済見通しが出るタイミングで示唆が行なわれ、2022 年の第 1 四半期から開始されると予想する。その後、2023 年の第 1 四半期に利上げを開始すると予想する。



◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2021/6/15－16	2021/7/27－28
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. 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。	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. 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。
<ポイント> ・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	
Progress on vaccinations has reduced the spread of COVID-19 in the United States. 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. 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。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。	<u>With</u> progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have <u>continued to strength</u>. The sectors most adversely affected by the pandemic have shown improvement <u>but have not fully recovered</u>. 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. ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポートの<u>中</u>、経済活動と雇用の指標は<u>強まっている</u>。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターは改善を示したが、<u>完全には回復していない</u>。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。
<ポイント> ・米国内で感染が再拡大していることを受けて「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」との文言を削除 ・足元の経済、雇用状況を反映して、経済活動と雇用の指標について「強まった」から「強まっている」に文言を変更 ・パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターの状況を「弱いままだが、改善を示した」から「改善を示したが、完全には回復していない」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. 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、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。	The path of the economy <u>continues to</u> depend 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、ウイルスの動向に依存し<u>続ける</u>。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> ・景気の先行きに対するウイルスの動向に関して「強く」との文言を削除した上で、影響が継続するとの文言に変更	
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	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. <u>Last December, the committee indicated that it would</u> 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. <u>Since then, the economy has made progress</u>

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。	<u>toward these goals, and the committee will continue assess progress in coming meetings.</u> 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。<u>昨年 12 月、委員会は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 億ドル増やすことを示した。それ以来、経済はこれらの目標に向けて前進しており、委員会は今後の複数回の会合で引き続き進展を評価する。</u>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> ・インフレ目標については、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とのスタンスを維持 ・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 ・12 月以来、「経済はこれらの目標に向けて前進しており、委員会は今後の複数回の会合で引き続き進展を評価する」との文言を追加。テーパリングに向けた議論を今後行なっていくことを明文化	
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	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. 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。	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. 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。
<ポイント> ・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	
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. 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。	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. 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