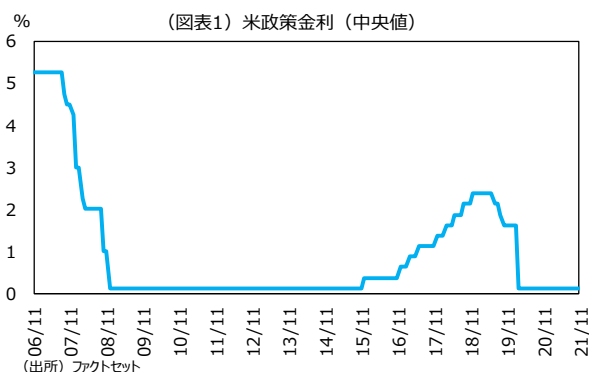


## FRB はテーパリング開始を決定

政策・経済研究部 エコノミスト 伊藤 基

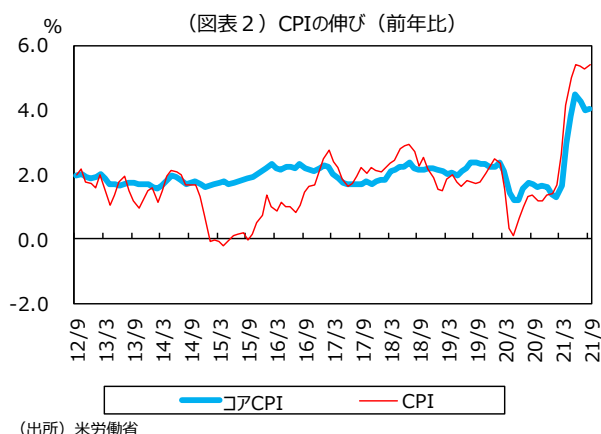
### 1. テーパリング開始を決定

11月2-3日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、雇用の最大化と物価安定の達成に向けて実質的なさらなる進展があったとの認識を示し、市場の事前予想通りテーパリング（資産買入の縮小）開始を決定した。コロナ禍による経済の落ち込みを受けて開始された今般の金融緩和局面はこれで一巡、正常化に向けて一步を踏み出したことになる。今後、11月後半から月当たり国債を100億ドル、モーゲージ債を50億ドルずつ減額する。一方、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジは、0.00-0.25%にすえ置いた（図表1）。



### 2. 物価の上昇は一時的との見方を維持

声明文における景気の現状判断部分では、これまでインフレ率について「一時的な要因」としていた文言を「一時的とみられる要因」と断定的な表現から推定的な表現に変更した。当初の想定より物価の高止まりが長引いている状況を考慮したものと思われる（図表2）。同時に、「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」との文言を追加した。足元の物価上昇が、コロナ禍からの経済活動の再開という特殊要因によるもので、かつ、大幅な物価上昇が一部のセクターにとど



まっていることを強調する形となっている。「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」ともしており、物価上昇は一時的とする見方自体には変更がないことを改めて示している。パウエル議長は会見で、物価上昇の大きな要因としている世界的なサプライチェーンの混乱について、いずれは正常化するとした。時期については不確実性が高いとしつつも、今後の見通しとしては、来年4-6月期、または、7-9月期にかけて長期の目標である2%に向けて物価は低下していくと述べた。

金融政策部分については、「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」と、テーパリングの条件は達成したとしたうえで、資産買入のペースを米国債で月100億ドル、モーゲージ債で月50億ドルずつ減額する方針が示された。来年以降の縮小ペースについては、「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」としつつ、「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」との文言も追加され、状況次第で縮小ペースが変化する可能性に含みを持たせた。

FOMC 後の会見で、パウエル議長は、米国景気について、夏から増加したデルタ株による感染再拡大によって、対面サービス産業を中心に回復が妨げられ、7-9 月期に経済が急減速したとの見方を示した（図表 3）。一方で、新規感染者数が大きく減少していることや、ワクチン接種も進んでいることから、10-12 月期の景気は持ち直すとの見通しを示した。

労働市場については状況が改善しているとし、労働者に対する需要は非常に強いとの考えを示した。加えて、労働供給を阻害している要因は、感染症対策が今後さらに進展すれば、解消されるとの考えも明らかにした。ただ、労働参加率がパンデミック前に比べて、低迷していることを指摘するなど雇用の最大化にはまだ距離があるとの考えを表明した（図表 4）。

今後、雇用情勢を判断するにあたっては、労働参加率や賃金のほか、州ごとの労働者の流入入などを総合的に見るとの考えも明らかにしている。ヒスパニック系やアフリカ系アメリカ人の失業率が依然として高いことにも言及し、雇用の最大化を達成するには課題が多く残っており、まだ利上げの時期ではないと改めて表明した。テーパリングの開始は、利上げと直接的に結びつかず、利上げ前にはより厳しい経済条件のテストを満たす必要があるとしている。一方で、雇用の最大化の達成が来年後半には可能とも発言しており、パウエル議長は、これから 1 年程度かけて利上げに向け、状況を見極めていくと思われる。

### 3. 利上げ開始は、2022 年末まで持ち越されると予想

今回の FOMC で決定された縮小ペースが維持されれば、来年半ばにテーパリングが完了することになり、次なる市場の注目点は利上げ開始の時期となる。

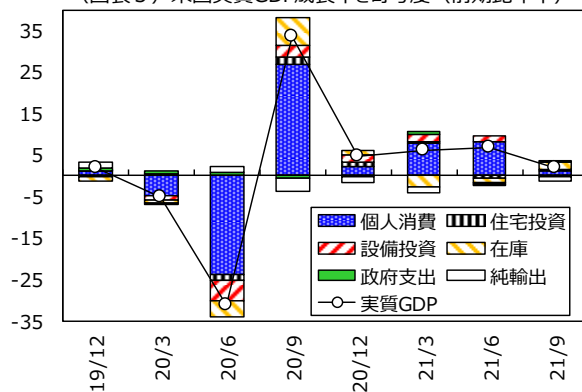
足元で見られている物価の上昇は、世界的な経済活動の再開によるエネルギー高やサプライチェーンの混乱などの供給不足が主因であり、景気の過熱感が強まっているわけではないと考えられることから、FRB は利上げを急がないだろう。また、企業からサプライチェーンの混乱に伴う仕入れ価格の高騰などコスト上昇に苦しんでいる声も聞かれるなかで、利上げによって借入コストまで上昇すれば、景気拡大のモメンタムを弱めてしまうことになりかねない。

当研究所は、利上げ開始は 2022 年の年末まで持ち越され、その後の利上げペースも、市場との丁寧な対話を重ねつつ緩やかなペースで行なわれると予想する。

©FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

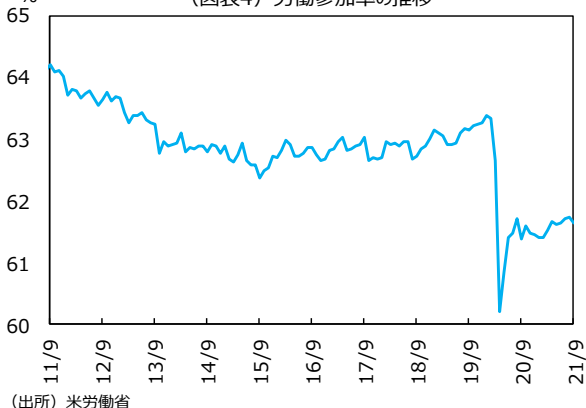
2021/9/21-22	2021/11/2-3
The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy	The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy

（図表 3）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

（図表 4）労働参加率の推移



（出所）米労働省

<p>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>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・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</li> </ul>	
<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 rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, 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>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、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な要因を反映して高止まりしている。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 the <u>summer's</u> rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting factors that <u>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.</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>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。</u>インフレ率は主に一時的<u>とみられる</u>要因を反映して高止まりしている。<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、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。</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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・インフレ率の上昇について、「一時的な要因」との断定的な表現から、足元の物価動向を踏まえて、「一時的とみられる要因」と推定的な表現に変更</li> <li>・「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。」との文言を追加し、物価の大幅な上昇が幅広い品目には広がっていないことを強調</li> <li>・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</li> </ul>	
The path of the economy continues to depend on	The path of the economy continues to depend on

<p>the course of the virus.</p> <p>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.</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。</p>	<p>the course of the virus.</p> <p>Progress on vaccinations <u>and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation.</u> <u>Risks</u> 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、<u>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>経済見通しに対するリスクは残っている。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ワクチン接種と供給制約の緩和が進めば、インフレは抑制されとの文言を追加。</li> </ul>	
<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. Last December, the committee indicated that it would 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. Since then, the economy has made progress toward these goals. If progress continues broadly as expected, the committee judges that a moderation in the pace of asset purchases may</p>	<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. <u>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 securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will</u> 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. <u>Beginning</u></p>



soon be warranted. 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、委員会は雇用の最大化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证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いる。予想通り雇用と物価の目標に向けた進展が持続すれば、委員会は資産購入ペースを緩めることが近く正当化される可能性があると判断する。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。

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、住宅ローン担保证券で月 50 億ドルずつ減額し始めることを決めた。委員会は今月後半から、国債の保有高を少なくとも月 700 億ドル、住宅ローン担保证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、住宅ローン担保证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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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めざすとのスタンスを維持</li> <li>・政策金利は 0.00－0.25%にすえ置き</li> <li>・「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」との文言を追加</li> <li>・資産買入の規模について、米国債を 100 億ドル、モーゲージ債を 50 億ドルずつ縮小することを決定</li> <li>・12 月以降に関しては、「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」としつつ、経済状況次第では、購入ペースが調整される可能性に言及</li> </ul>	
<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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・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</li> </ul>	
<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、クオー</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、クオー</p>

ルズ副議長、ウォーラー理事。	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