

テーパリングの検討近づく米FOMC 金融市場の関心はインフレから成長制約にシフト

調査部プリンシパル

小野亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

- 6月FOMC議事要旨によれば、会合では利上げ前倒しの指摘はごく少数に限られた。一方で、見直しには高い不確実性があることや、政策反応関数は不変であることを強調する意見がみられた
- 複数のFOMC参加者が、テーパリング開始時期を4月時点の想定と比べて前倒しした。高い不確実性はテーパリング判断にも影響しているが、今後の会合でのテーパリングの検討開始が合意された
- 1~3月期に高まった金融市場のインフレ懸念に対してFOMCはようやく答えを提示した。一方、金融市場の関心はピークを打つ景気モメンタムやボトルネックによる成長制約にシフトしている

6月15・16日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨が発表された（7月7日）。会合では利上げ前倒しの指摘はごく少数に限られた。一方で、見直しには高い不確実性があることや、政策反応関数は不変であることを強調する意見がみられた。

6月FOMCで公表された政策金利見通しは、2023年の利上げ派が急増したことが注目された。FOMC後の記者会見で、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は「今回のFOMCでは2023年の政策金利を議論していない。あまりに時期尚早で議論の意味がない」のであり、「ドットチャートは割り引いてみるべきだ」と述べていた。今回の議事要旨では、利上げ前倒しに言及した参加者は少数（a few participants）に留まったことが示されており、ほぼパウエル議長の発言通りであった。4月FOMC後の発言と議事要旨にはギャップがあり、コミュニケーションの信頼性に疑問が持たれたが、今回は整合性が保たれた。そしてこれもパウエル議長の発言通り、複数の参加者から「経済見通しの不確実性が高まっており、労働市場と物価のパスについて確固とした結論を下すには時期尚早である。不確実性の高まりは、政策金利パスにも大幅な不確実性があることを示唆する」との意見が出ている。

一部の参加者からは、激変したドットチャートが金融市場参加者の関心を引くことになるため、「政策反応関数は変わっていないことを強調することが重要」との意見が出されている。これは、2022・2023年の経済見通しが3月からほぼ変わらないにも関わらず、政策金利見通しだけが大きく変わったことに対し、金融市場参加者の間に混乱が生まれることを懸念した発言とみられる。「政策反応関数は不変」とは「FOMCがインフレに対する寛容さを失い、タカ派に転じたわけではない」という意味である。換言すれば「インフレに対する寛容さは従来のままながら、先行きの利上げを前倒ししなければならないほどインフレリスクが高まっていると判断している（参加者が増えた）」ということになるが、上述したように高い不確実性があり、6月のドットチャート通りに金利政策が運営されていくわけ

ではない。

複数のFOMC参加者が、テーパリング開始時期を4月時点の想定と比べて前倒しした。高い不確実性はテーパリング判断にも影響しているが、今後の会合でのテーパリングの検討開始が合意された。

議事要旨によれば、一部の参加者は、高い不確実性を背景に、足元の経済指標が経済の基調的モメンタムについて明確なシグナルを発しにくくなっているという。そして今後数カ月で明らかになる情報によって、労働市場と物価の見通しについてより良い評価ができるようになると指摘した。こうした理由から、テーパリング開始の条件に対する進展度の評価については忍耐強くあるべき、という意見も出ている。

とはいえ、様々な参加者から、「テーパリング開始の条件が達成される時期を前回4月時点よりも幾分前倒しした」という声があがった。加えて、参加者は概ね、慎重な計画立案の問題として(as a matter of prudent planning) 予期せぬ経済事象が起きた場合にテーパリングを(早期に)行うための準備を整えておくことが重要と判断した。予期せぬ経済事象には、「予想以上に速い目標への進展、または目標達成を阻害するリスクの高まり」が含まれるとされており、インフレの大幅または持続的な上振れを警戒したものと推察される。こうした意見を踏まえ、参加者は、今後の会合で経済情勢の進展を評価し、テーパリング計画の検討を開始することで合意した。また、実際のテーパリングに十分先立って、計画を公表することが再確認された。

なお、住宅市場の過熱(住宅価格の急上昇)を背景にエージェンシーMBSのテーパリングを米国債よりも加速させるか、早めに着手すべきという意見が出ている。テーパリングの検討にあたっては、米国債・エージェンシーMBSを同等に扱うべきという参加者との間の調整が必要となっている。

1～3月期に高まった金融市場のインフレ懸念に対し、FOMCはようやく「今後の会合で、テーパリング計画の検討開始」という答えを提示した。一方、金融市場の関心は、ピークを打つ景気モメンタムやボトルネックによる成長制約にシフトしている。

米国債10年利回りは、7月8日時点で1.29%まで低下した。テーパリングに関する情報はほぼ織り込み済みであり、議事要旨によって利上げの議論が時期尚早であることも確認された。一方、金融市場では、6日に発表された非製造業ISM指数が予想を上回る低下幅(60.1、前月差▲3.9)となり、雇用指数が50を割り込んだ(49.3、前月差▲6.0)ことから、景気減速に対する関心が急速に高まっているようだ。非製造業ISM指数の水準自体は高く、雇用の悪化を報告した業種も不動産と教育サービスに限定されている。ボトルネックによる成長制約がハードデータで確認できるのも、これまでのところは住宅建設市場と自動車製造業及び卑金属製造業の生産活動等に限られる。

果たして今後、モノとヒトのボトルネック問題が米経済全体に広がり、一時的な景気の踊り場や、中長期的な成長力の低下をもたらす動きにつながるのか。ボトルネックを起点としたインフレリスクに加え、成長制約リスクにも注意を払う必要性が高まっている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。