

インフレ対峙の姿勢を示した3月FOMC

政策・経済研究部 エコノミスト 伊藤 基

1. 利上げサイクル開始

3月15-16日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、2018年12月以来、約3年ぶりの利上げを決定、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを0.25-0.50%とした（図表1）。米国経済が底堅く推移するなか、利上げサイクルの第一歩を踏み出した。

声明文の現状判断部分では、これまで記述されてきた新型コロナに関する文言が削除された。1月半ばには、1日当たりの新規感染者数が100万人を超える日もあったが、直近では、オミクロン株感染拡大前の水準まで低下している。屋内でのマスク着用義務が撤廃されるなど、すでに各種の行動制限の大半が撤廃されており、こうした状況を反映したと考えられる。

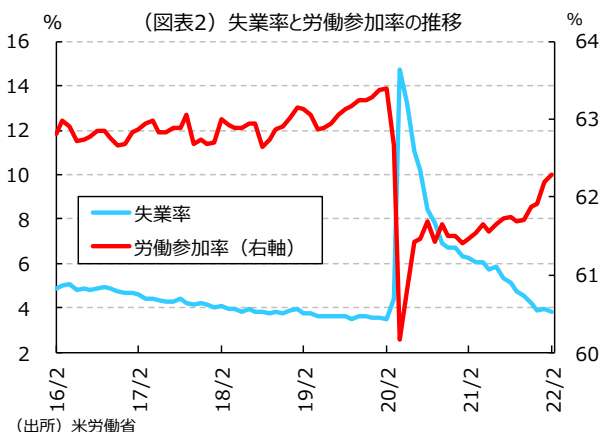
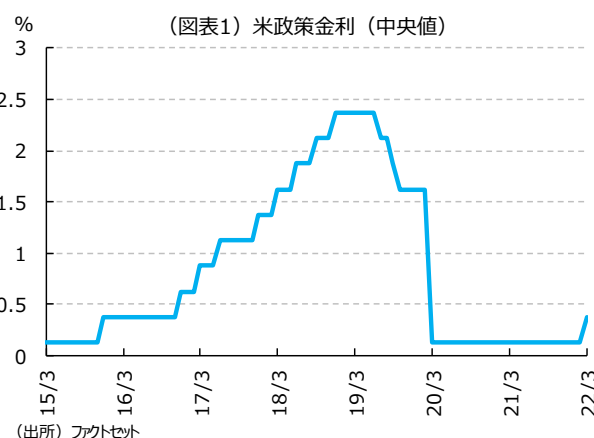
労働市場については、「堅調」としていた判断を「力強い」との文言に変更した。労働参加率が上昇するなかで、失業率は3%台まで低下し、賃金も均してみれば上昇基調となっている状態を反映したと考えられる（図表2）。一方で、ウクライナ情勢については、「米国経済への影響は極めて不明確」としつつも、「短期的には、インフレのさらなる押し上げ圧力を生み出し、経済活動の重石になる可能性が高い」との見方を示した。エネルギー価格高騰の長期化や、物流の混乱が再燃するとの懸念が背景にあると考えられる。

金融政策部分では「目標レンジの引き上げを継続することが適切」としており、今後も積極的に利上げを行っていく姿勢を示す形となった。

注目されていたバランスシートの縮小に関しては、「縮小開始について次回の会合で話し合う」とした。パウエル議長は、1月FOMC後の会見でも、3月と5月の会合でバランスシートの縮小に関して話し合うとしていた。今会合で、バランスシート縮小の具体的な方向性がある程度固まっており、5月会合で縮小開始に向けた議論ができる段階まで調整が進んでいる様子を示している。

金融政策の採決では、1月FOMCまでは、全会一致であったが、今会合は、タカ派のブラード総裁が誘導目標の0.5%引き上げを主張し反対票を投じた。FOMCで反対票が投じられたのは、2020年9月以来である。今後、物価の高止まりが続けば、ブラード総裁以外の参加者も0.5%の利上げ賛成に回る可能性は低くないだろう。

2. 積極的な金融引き締めを示唆



パウエル議長は、FOMC 後に行なわれた記者会見で、米国経済について「1 年以内に景気後退に陥る可能性は高くない」とした上で、「総需要が堅調に推移し、労働市場も強く雇用者数が非常に高く増加していることに加えて、家計と企業のバランスシートは強固である」とし、利上げに十分耐えられるとの見方を示した。利上げについては、「多くの参加者が 7 回から 8 回の利上げ実施を予想しており、今後のすべての会合で利上げ実施があり得る」とした。また、「状況によっては一段と利上げ速度を加速させる」との考えも表明した。0.25%の利上げだけでなく、状況によっては0.5%の利上げも選択肢としてあることを改めて示した形となった。

バランスシート縮小に関しての議論については、「今回の会合で大きく前進した」とし、「早ければ次回会合でバランスシート縮小開始が可能になる」との考えを示した。また、「3 週間後に発表される議事録で、より詳細な議論が明らかにされる」とも発言しており、FOMC 内での議論が相当進んでいる様子がうかがえる。

一部で期待されていたバランスシート縮小についての具体的な内容は明らかにならなかった。しかし、パウエル議長は、金融政策の引き締めにおいて、バランスシート縮小が重要になると強調したうえで、2017 年から 19 年にかけてバランスシートを縮小した時と同様のアプローチを取るが、より迅速に動き、より早く開始することになるとの見通しを示し、5 月会合でバランスシート縮小計画の詳細を公表し、縮小プロセスも同時に開始される可能性が示された。

3. 2022 年の GDP 成長率を大幅引き下げ

FOMC メンバーの経済見通しは、2022 年が前年比+4.0%から同+2.8%に大きく下方修正されたものの、2023 年以降はすえ置かれた（図表 3）。パウエル議長は記者会見で、2022 年の引下げは、ウクライナ紛争によって、商品市況が上昇することで物価が高止まりすることなどを反映していると指摘している。1 月上旬から 2 月下旬にかけてのオミクロン株感染拡大なども影響していると考えられる。もっとも、大きく引き下げられたとはいえ、+2.8%という水準は潜在成長率を大きく上回っており、力強い成長が維持される見込みである。

失業率に関しては、2022 年と 2023 年に変更はなく、2024 年がわずかに悪化（上昇）した。ただ、いずれの期間でも長期の水準（4.0%）を下回ると予想されており、労働市場は、今後も底堅く推移するとの見方に大きな変化はなかった。

物価に関しては、2022 年の PCE デフレーターが、同+2.6%から同+4.3%に、2023 年は同+2.3%から同+2.7%に、2024 年も同+2.1%から同+2.3%に引き上げられた。物価上昇の勢いは次第に鈍化するものの、2024 年になっても FRB が目標とする 2%を上回る水準で推移すると予想されている。パウエル議長は会見で、2022 年の物価見通し引き上げについて、供給制約の解消に時間がかかる一方で、需要が堅調に推移することで、上昇圧力が従来よりも強まるとの見方を示した。

4. ドットチャートはタカ派姿勢を示す

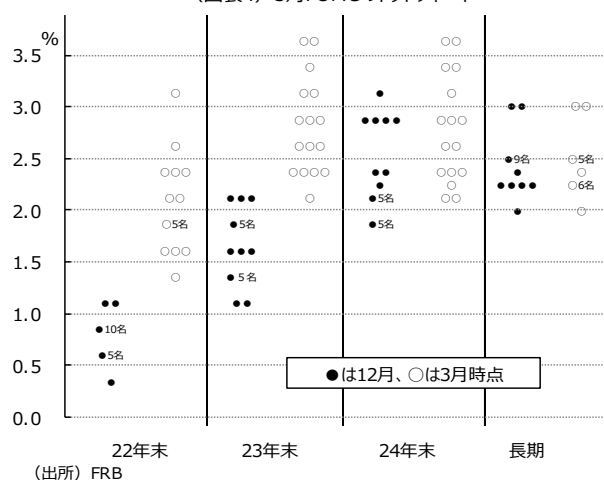
政策金利見通しの中央値は、2022 年は 1.875%（12 月：0.875%）、2023 年は 2.75%（同 1.625%）、2024 年は 2.75%

（図表3）3月FOMC経済見通し

（単位：％）	2022	2023	2024	長期
実質GDP成長率	2.8	2.2	2.0	1.8
（12月予測）	4.0	2.2	2.0	1.8
失業率	3.5	3.5	3.6	4.0
（12月予測）	3.5	3.5	3.5	4.0
PCEデフレーター	4.3	2.7	2.3	2.0
（12月予測）	2.6	2.3	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	4.1	2.6	2.3	—
（12月予測）	2.7	2.3	2.1	—
FF金利	1.9	2.8	2.8	2.4
（12月予測）	0.9	1.6	2.1	2.5

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

（図表4）3月FOMCのドットチャート



(同 2.125%) とそれぞれ大きく上昇した (図表 4)。

2022 年は、参加者 16 人中 12 人が、0.25% の利上げを 7 回以上実施すると予想したことになる。参加者が 12 月 FOMC 時点よりも一層タカ派化している様子が見える。

2023 年の政策金利予想の上限は 3.625% と、前回 12 月 FOMC に比べて 1.5% 上昇、半数の参加者が 2.75% 超への利上げを予想した。また下限も、1.125% から 2.125% へと 1% 切り上がった。ただ、政策金利予想の上限と下限のレンジは、前回が 1% だったのに対し、今回は 1.5% と拡大しており、参加者間の意見の相違が見える。一方、2024 年の予想では、上限、下限、中央値ともに 2023 年から変わらなかった。

12 月 FOMC 時点では、ドットチャートの中央値どおりに利上げが進んだ場合、政策金利は 2024 年時点でも長期の予想 (2.5%) に届かない見方となっていたが、3 月時点では、来年には長期予想の中央値を超える見方となった。物価上昇が続いている環境で、高インフレの定着を阻止するために、各参加者が利上げに前向きな姿勢を強めていると考えられる。

5. 2022 年は残りすべての会合で利上げ実施へ

今回の会合は、FRB が利上げに対して非常に積極的な姿勢であることが示される内容であった。パウエル議長は会見で「物価の安定なくして最大雇用を持続的に維持することは出来ない」と発言しており、物価の安定に向けて金融引き締めを実施する考えを示した。また、年内の残り 6 回の会合すべてで利上げの可能性があるとの見解を改めて示し、経済状況によっては 0.5% の利上げも選択肢にあることを示唆した。ウクライナ紛争とそれに伴う各国の経済制裁によって、世界的にサプライチェーンが再び混乱する可能性があることを考えても、物価には当面上昇圧力がかかり続ける可能性が高い。

こうした状況に鑑みて、当研究所は、FRB が年内すべての会合で利上げを実施すると予想する。インフレ圧力が幅広い品目で高まっていることに加え、中長期のインフレ圧力が上昇していることを踏まえると、年央にかけて 0.5% の利上げを実施する可能性も否定できないが、現段階では 0.25% の利上げをすべての会合で実施していく可能性の方が高いと考える。また、2023 年になっても物価は政策目標の 2% を超えた水準で推移する展開が予想されることから、FRB は来年さらに 3 回の利上げを実施すると予想する。その後は、次第にサプライチェーンが正常化に向かうことに加えて、金融引き締めの効果が顕在化し、物価上昇の勢いは鈍化するとみる。

◎FOMC 声明文 (下線部は前会合からの主な相違点)

2022/1/25-26	2022/3/15-16
Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but are being affected by the recent sharp rise in COVID-19 cases. Job gains have been solid in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have continued to contribute to elevated levels of inflation. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S.	Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. Job gains have been <u>strong</u> in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. <u>Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</u>

households and businesses. 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、最近の新型コロナウイルス感染者数急増の影響を受けている。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。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続けている。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。	経済活動と雇用の指標は強まっている。ここ数ヵ月の雇用の増加は<u>力強く</u>、失業率は大幅に低下している。<u>パンデミック、エネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている。</u>
<ポイント> ・感染が収束に向かっていることを反映し、「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、最近の新型コロナウイルス感染者数急増の影響を受けている」の文言を削除 ・足元の雇用環境を反映して、雇用の増加の評価を「堅調」から「力強く」に変更 ・物価に関して「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続けている」から「パンデミック、エネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている」に変更 ・利上げを開始するにあたり、「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」との文言を削除	
The path of the economy continues to depend on the course of the virus. 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, including from new variants of the virus. 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。新たな変異株を含め、経済見通しに対するリスクは残っている。	<u>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain, but in the near term the invasion and related events are likely to create additional upward pressure on inflation and weigh on economic activity.</u> <u>ロシアによるウクライナに対する軍事侵攻は途方もない人的・経済的苦しみをもたらしている。米国経済への影響は極めて不明確だが、短期的には侵攻と関連する事象がインフレのさらなる押し上げ圧力を生み出し、経済活動の重石になる可能性が高い。</u>
<ポイント> ・感染が収束に向かっていることを反映して、コロナの影響に関する記述を削除 ・ウクライナ情勢が米国経済に与える影響は不明確なもの、短期的には物価上昇圧力を生み出すと指摘	
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. With inflation well above 2	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. <u>With appropriate firming in the stance of monetary policy, the Committee expects inflation to return to its 2 percent objective and the labor market to</u>

percent and a strong labor market, the Committee expects it will soon be appropriate to raise the target range for the federal funds rate. The Committee decided to continue to reduce the monthly pace of its net asset purchases, bringing them to an end in early March. Beginning in February, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$20 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$10 billion per month. 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。2%を大幅に上回るインフレ率と力強い労働市場を踏まえ、委員会は FF 金利の目標レンジを引き上げることが近く適切になると予想する。委員会は毎月の資産購入ペースを減額し続け、3 月上旬に購入を終了することを決めた。2 月以降は、米国債の保有高を少なくとも月 200 億ドル、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 100 億ドルずつ増やしていく。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。

remain strong. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee expects to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities at a coming meeting.

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。委員会は金融政策の適切な引き締めスタンスをもってすればインフレが目標の 2%に戻り、労働市場が力強さを維持すると予想している。これらの目標を支えるため、委員会は FF 金利の目標レンジを 0.25~0.50%に引き上げ、目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した。さらに、委員会は国債、政府機関債、住宅ローン担保証券 (MBS) の保有高の縮小開始について次回の会合で話し合う計画である。

<ポイント>

- ・「適切な」金融引き締めによって「インフレが目標の 2%に戻り、労働市場が力強さを維持する」との見方を表明
- ・政策金利は 0.25-0.50%に引き上げ
- ・「目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した」とし、次回会合での利上げを示唆
- ・バランスシートの縮小開始について、「次回の会合で話し合う」との意向を明記

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

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。	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維持	
Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting. 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、ボウマン理事、ブレイナード理事、ブラード総裁、ジョージ総裁、ハーカー総裁、メスター総裁、ウォーラー理事。ハーカー総裁は代理で投票した。	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. <u>Voting against this action was James Bullard, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1/2 to 3/4 percent.</u> Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting. 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、ボウマン理事、ブレイナード理事、ジョージ総裁、ハーカー総裁、メスター総裁、ウォーラー理事。<u>ブラード総裁はFF金利の誘導目標を0.50ポイント引き上げて0.50-0.75%にすることを支持し、反対票を投じた。</u>ハーカー総裁は代理で投票した。
<ポイント> ・ブラード総裁が0.5%の利上げを支持し、0.25%の利上げに反対 ・反対票が投じられたのは、2020年9月以来	

※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