

【FOMC (22年6月)】

27年7ヵ月ぶりに0.75%の利上げを実施  
～年末までにFFレートは3.5%まで上昇すると予想～

経済調査部 エコノミスト 伊藤 基

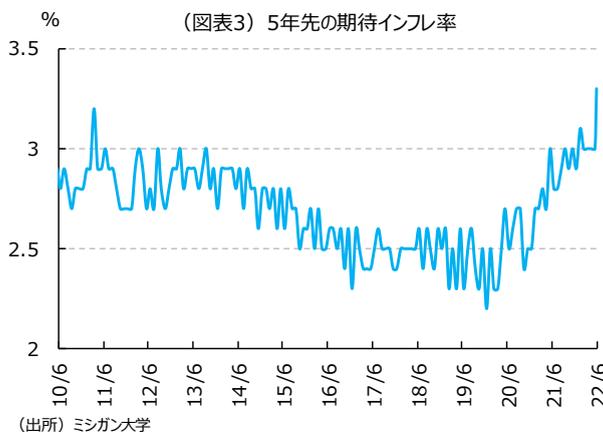
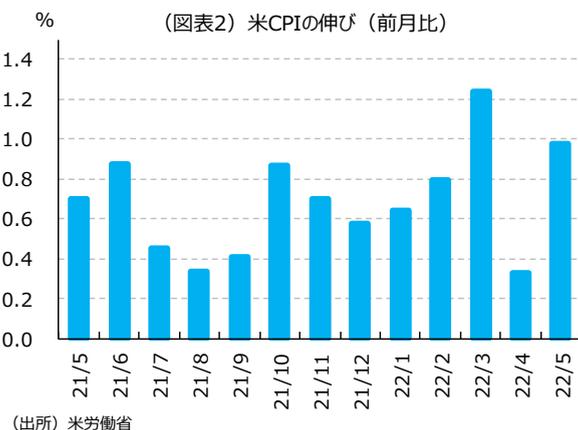
1. 0.75%の利上げを実施

6月14-15日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、1994年11月以来、27年7ヵ月ぶりに政策金利であるFFレートの誘導目標を1会合で0.75%引き上げ、1.50-1.75%とした（図表1）。前回の会合でパウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長は、「今後の複数回の会合で0.5%の利上げが検討されるべきとの考えが委員会で共有されている」との見方を示し、連続して0.5%の利上げを行なう意向を示していた。しかし、ブラックアウト期間の6月10日に発表された5月CPIが市場予想を上回り、前月比+1%と高い伸びを記録したこと（図表2）や、ミシガン大学の調査で長期の期待インフレ率が上昇したこと（図表3）などを受け、金融政策が後手に回っているといった懸念を払拭するために、軌道修正を迫られた形である。

声明文の現状判断部分では、「家計支出と企業の設備投資は力強さを維持した」との表現が削除された。物価と金利の上昇などによって、家計支出と設備投資の勢いが緩慢になっているとの認識を反映したものとみられる。また、失業率に関しては、「大幅に低下している」から「低い水準にとどまっている」との文言に変更された。4月、5月の失業率が3.6%と横ばいとなったことを反映していると考えられる。

ウクライナ情勢に関しては、「米国経済への影響は極めて不明確」との文言が削除された。紛争にかかわる直接的な影響が小さい一方で、エネルギー価格の上昇など物価への影響が大きいなど、米国経済への波及ルートが次第に明らかになってきたことを踏まえたと思われる。経済活動に対する影響についても、「重石になる可能性が高い」から「重石になっている」との断定的な表現に変更された。

金融政策部分では、「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」との文言が削除された。代わりに「委員会は物価を2%に戻



すことに強くコミットしている」との文言が追加されており、FRB がインフレとの戦いに強い姿勢で臨む意志が示されている。

金融政策の採決では、前回5月FOMCでは、全会一致であったが、今合会は、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が誘導目標の0.5%引き上げを主張し反対票を投じた。ジョージ総裁はタカ派的な人物とみられているだけに反対票を投じたのは意外な結果であった。

## 2. 0.75%より大幅な利上げの可能性も排除せず

FOMC 後に行なわれたパウエルFRB議長の見聞記者会見では、冒頭で、「インフレを引き下げること強くコミットしており、迅速に動く」とインフレへの対峙姿勢を強調した。

パウエルFRB議長は、0.75%の利上げは一般的ではないとの認識を示した上で、実施した要因として、物価指標が予想外に上振れたこと、ミシガン大学調査での長期期待インフレ率の上昇、2022年のインフレ見通しの上方修正の3つを挙げた。特にミシガン大学調査での期待インフレ率上昇が目玉の引くものだったとしている。ただ、今回のように、FOMC直前のデータによって政策を変更するのはパウエルFRB議長の10年を超えるFRBのキャリアでも、1回か2回しかなく、異例の対応だったと会見で明らかにしている。経済の先行きに対する不確実性が高いなか、金融政策によって不確実性を増幅させたくないとの認識は、今回の会見でも繰り返されているだけに、金融政策が後手に回っているといった懸念を払拭するためにやむを得ず異例の対応を取った形である。

今後、期待インフレ率が上昇した場合に、次回合会で0.75%や1.00%の引き上げがあり得るかとの質問に対しては、「データ次第では適切に対応する」と明言は避けたものの、一段の金利引き上げを否定しなかった。前回の合会では、「0.75%の引き上げはメインシナリオではない」と明言していたのとは対照的であり、物価の上振れリスクに対する警戒感がこれまでよりも高まっている様子が見え始める。次回合会での利上げ幅に関しては、「0.5%、あるいは0.75%の利上げが最も可能性が高い」との認識を示した。

## 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、前回3月時点との比較で、2022年が前年比+2.8%から同+1.7%に、2023年が同+2.2%から同+1.7%に、2024年が同+2.0%から同+1.9%にそれぞれ引き下げられた(図表4)。2022年と2023年は、積極的な利上げによって景気の勢いが削がれることを見込んでいると考えられる。ただ、予測期間を通して2%弱とされる潜在成長率近辺での推移が続き、リセッション入りは避けられるとのシナリオになっている。

失業率に関しては、2022年が3.5%から3.7%へ、2023年が3.5%から3.9%へ、2024年が3.6%から4.1%へそれぞれ悪化(上昇)すると予想されている。利上げの積極化に伴って、労働市場の悪化を見込んだ形となった。ただ、パウエルFRB議長は2024年の失業率について「4.1%は歴史的に見て低い水準」と述べ、雇用環境の大幅悪化は回避可能との認識を示している。

物価に関しては、2022年のPCEデフレーターが、前年比+4.3%から同+5.2%に引き上げられる一方で、2023年は同+2.7%から同+2.6%に、2024年も同+2.3%から同+2.2%に小幅引き下げとなった。2022年の引き上げは、食料やエネルギー価格の動向を反映していることをパウエルFRB議長は記者会見で明らかにした。2023年以降は、金利引き上げの効果が現れることによって、次第に勢いが鈍化すると予想されている。

(図表4) 6月FOMC経済見通し

(単位: %)	2022	2023	2024	長期
実質GDP成長率	1.7	1.7	1.9	1.8
(3月予測)	2.8	2.2	2.0	1.8
失業率	3.7	3.9	4.1	4.0
(3月予測)	3.5	3.5	3.6	4.0
PCEデフレーター	5.2	2.6	2.2	2.0
(3月予測)	4.3	2.7	2.3	2.0
コアPCEデフレーター	4.3	2.7	2.3	-
(3月予測)	4.1	2.6	2.3	-
FF金利	3.4	3.8	3.4	2.5
(3月予測)	1.9	2.8	2.8	2.4

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

#### 4. ドットチャートはタカ派姿勢を示す

FOMC 参加者の政策金利見通し中央値は、2022 年は 3.375% (前回 3 月 : 1.875%)、2023 年は 3.75% (同 2.75%)、2024 年は 3.375% (同 2.75%) とそれぞれ大きく上昇した (図表 5)。2022 年は、すべての参加者が年内の会合で合計 1.5% 以上の利上げを行なうと予想しており、利上げ積極姿勢が一段と強まった様子が示された。3 月時点では、利上げ予想の上限と下限の幅は 1.75% ポイントあったが、今回は 0.75% と縮小しており、積極的な利上げ実施が参加者間でのコンセンサスになっている様子もうかがえる。

2023 年の政策金利予想の上限、下限はいずれも 0.75% 上昇した。レンジ幅に大きな変化は見られないものの、上限寄りの予想が増えており、多くの参加者が 0.25% の利上げを 2、3 回程度行なうと予想している様子が示されている。物価の勢いが FRB の想定通りに鈍化するとすれば、2023 年の前半に一連の利上げサイクルが停止する可能性が高いであろう。

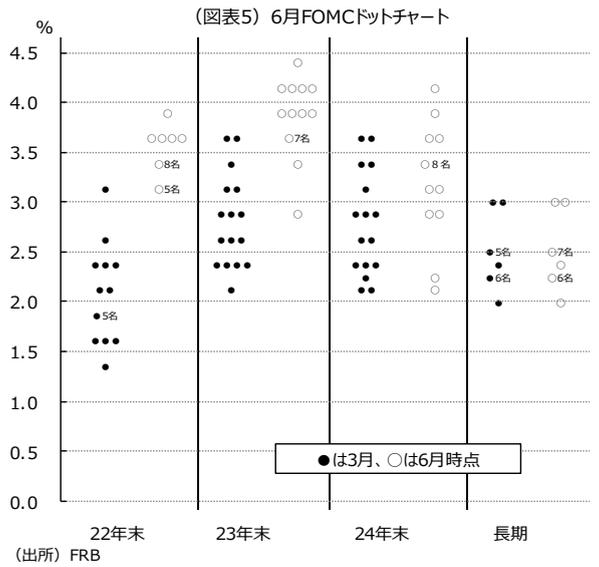
2024 年の政策金利予想の上限は 4.125% と前回よりも 0.5% 上昇した一方で、下限金利は 2.125% と横ばいであり、参加者の間で大きな意見の相違がある。もともと、上限、中央値、下限ともに、2023 年から下がっており、参加者の多くが 2024 年に利下げを見込んでいる様子を示している。

#### 5. 年末までに FF レートの上限が 3.5% になると予想

パウエル FRB 議長は会見で、「月次のインフレ率が継続的に低下することを確認したい」と発言している。今後数ヵ月分のデータを見極める必要があるということで、物価に対する不確実性が一段と増している現状を考えれば、次回 7 月 26—27 日の会合でも 0.75% の利上げが実施される可能性が高い。これにより、FF レートの上限を中立金利まで迅速に引き上げた後、9 月にも 0.5% の利上げを実施、残る年内 2 会合については、物価上昇圧力の鈍化を確認したうえで、0.25% ずつ利上げを実施し、年末までに FF レートの上限を 3.5% まで引き上げると予想する。

◎FOMC 声明文 (下線部は前会合からの主な相違点)

2022/5/3-4	2022/6/14-15
<p>Although overall economic activity edged down in the first quarter, household spending and business fixed investment remained strong. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</p>	<p>Overall economic activity <u>appears to have picked up after edging</u> down in the first quarter. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has <u>remained low</u>. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</p>
<p>1-3 月期の全体的な経済活動は落ち込んだものの、家計支出と企業の設備投資は力強さを維持した。</p>	<p>全体的な経済活動は 1-3 月期に落ち込んだ後、<u>勢いを取り戻したようだ</u>。</p>



<p>ここ数ヶ月の雇用の増加は強固であり、失業率は大幅に低下している。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。</p>	<p>ここ数ヶ月の雇用の増加は強固であり、失業率は<u>低い水準にとどまっている</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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「家計支出と企業の設備投資は力強さを維持した」との文言を削除</li> <li>・失業率に関しては、「大幅に低下している」から「低い水準にとどまっている」との文言に変更</li> <li>・物価に関しては、「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」との見方を維持</li> </ul>	
<p>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain. The invasion and related events are creating additional upward pressure on inflation and are likely to weigh on economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p> <p>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。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。加えて、中国での新型コロナに関連したロックダウンがサプライチェーンの回復プロセスを阻害し、より広範囲なインフレに影響を与える可能性がある。委員会はインフレリスクを非常に注視している。</p>	<p>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The invasion and related events are creating additional upward pressure on inflation and are <u>weighing</u> on <u>global</u> economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p> <p>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。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、<u>世界的な経済活動の重石になっている</u>。加えて、中国での新型コロナに関連したロックダウンがサプライチェーンの回復プロセスを阻害し、より広範囲なインフレに影響を与える可能性がある。委員会はインフレリスクを非常に注視している。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「米国経済への影響は極めて不明確」との文言を削除</li> <li>・侵攻と関連する事象が世界的な経済活動の重石になっているとの見方を示す</li> <li>・「中国での新型コロナに関連したロックダウンがサプライチェーンの回復プロセスを阻害し、より広範囲なインフレに影響を与える可能性がある」との見方を維持</li> </ul>	
<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. 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 remain strong. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3/4 to 1 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition,</p>	<p>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 raise the target range for the federal funds rate to <u>1-1/2</u> to <u>1-3/4</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee <u>will continue</u> reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans</p>

the Committee decided to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities on June 1, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in conjunction with this statement.

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 0.75~1%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、この声明文とともに発表した「FRB のバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、6 月 1 日に国債、政府機関債、住宅ローン担保証券 (MBS) の保有高の縮小を開始することを決定した。

for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.

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。これらの目標を支えるため、委員会は FF 金利の目標レンジを 1.50~1.75%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、5 月に発表した「FRB のバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券 (MBS) の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。

<ポイント>

- ・政策金利は 1.50-1.75%に引き上げ
- ・「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」との文言を削除
- ・「委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている」との文言が追加され、インフレ対峙の姿勢を示す

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

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

<p>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>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維持</li> </ul>	
<p>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.</p> <p>Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</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、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。</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; <u>Lisa D. Cook</u>; Patrick Harker; <u>Philip N. Jefferson</u>; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. <u>Voting against this action was Esther L. George, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1-1/4 percent to 1-1/2 percent.</u> Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</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、ボウマン理事、ブレイナード理事、<u>クック理事</u>、ブラード総裁、ハーカー総裁、<u>ジェファーソン理事</u>、メスター総裁、ウォーラー理事。<u>ジョージ総裁は、今会合でFF金利を0.5%引き上げて1.25%から1.5%にすることが望ましいとして反対票を投じた。</u>ハーカー総裁は代理で投票した。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・新たに承認されたクック理事とジェファーソン理事は今回のFOMCから参加</li> <li>・ジョージ総裁が0.5%の利上げを主張し、反対票を投じる</li> </ul>	

※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