

過度な利上げ予想を打ち消した 5 月 FOMC

経済調査部 エコノミスト 伊藤 基

1. 22 年ぶりに政策金利を 0.5%引き上げ

5 月 3-4 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、2000 年 5 月以来、22 年ぶりに政策金利である FF レートの誘導目標を 1 会合で 0.5%引き上げ、0.75-1.00%とした（図表 1）。また、「バランスシート縮小計画」が公表され、QT が 6 月から開始されることが明らかになった。事前に市場で織り込まれていたとおりの結果だが、FRB（米連邦準備制度理事会）の積極的な引き締め姿勢が改めて明らかとなった。

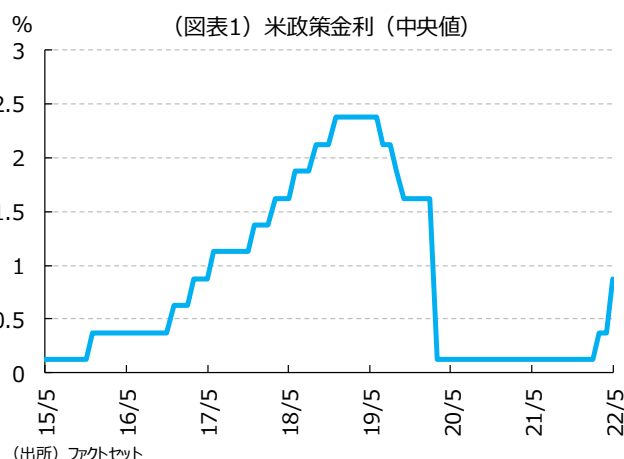
声明文の現状判断部分では、「1-3 月期の経済活動は落ち込んだものの、家計支出と企業の設備投資は力強さを維持した」との認識が示された。4 月 28 日に公表された 1-3 月期の米実質 GDP 成長率が市場予想に反してマイナスとなったが、景気の基調は堅調との FRB の認識を示していると考えられる（図表 2）。

労働市場については、「力強い」から「強固」と表現が変更された。労働市場を評価する文言は、1 月は堅調（solid）、3 月は力強い（strong）、今月は強固（robust）と変化しており、ここ数ヵ月で労働需給が一段と引き締まったと FRB が認識している様子を表している。

ロシアによるウクライナ侵攻に伴う影響に関しては、3

月の段階では、「インフレのさらなる押し上げ圧力になる可能性が高い」との記載であったが、今会合では、「追加的なインフレ圧力を生み出している」との表現に変更された。欧米を中心に各国がロシアに対して相次いで制裁を科したことで、資源価格などが高止まっていることを念頭に表現を変更したとみる。

また、インフレの新たなリスク要因として、中国のロックダウンが挙げられた。上海を中心に 3 月上旬から感染が再拡大し、ロックダウン解除の見通しが立たないなか、FRB は国際的なサプライチェーンに与える影響が大きいと判断している模様である。記者会見でも、パウエル議長はウクライナ情勢と中国のロックダウンは「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」と指摘し、警戒感をにじませた。声明文における物価見通しの箇所でも、「インフレリスクを非常に注視している」との文言が追加された。「非常に注視している」との表現は、FRB が特に重要視する項目に言及する際に使われる。インフレリスクが高まるなか、物価上昇に対する FRB 内の懸念が一段と強まっていることを示している。



2. 0.75%の利上げは基本シナリオにあらず

今回の FOMC では、今後の利上げペースや、0.75%以上の利上げなどに関するパウエル議長の発言内容に注目が集まっていた。

今後の利上げペースに関して、パウエル議長は、「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た。また、インフレ指標が大きく振れない限り、次の 2 会合で 0.5%の利上げが検討されるとも発言しており、6 月と 7 月の会合で 0.5%の利上げが行なわれる可能性が大きく高まった。また、インフレの伸びが鈍化した場合でも、インフレがコントロールされていることが確認できるまでは 0.25%の利上げを続けると発言しており、当分の間利上げを継続する意思が示された。一方で、0.5%よりも大幅な利上げを実施する可能性については、「委員会は、0.75%の利上げを積極的には検討していない」と発言、市場の一部で高まっていた 6 月会合での 0.75%利上げ予想をけん制する形となった。金融政策の採決を見ると、今回はタカ派の急先鋒であるブラード総裁が 0.5%の利上げを主張して反対票を投じていたため、今回は 0.75%の利上げを主張するとの見方もあったが、結果は全会一致であった。

労働市場に関しては、「バランスが崩れている」とし、「賃金は長期的な 2%の物価目標と整合しないレベルで上昇している」との認識を示した。先行きに関しては、労働市場により多くの人々が戻ってくる一方で、財政政策や金融政策の下支え効果が剥落するなか、労働需要が次第に鈍化し、需要と供給が徐々にバランスを取り戻すことで賃金の上昇も緩やかになるとの見方を示した。ただ、プライムエイジと言われる働き盛り世代の就労者数は、コロナ禍前の水準をすでに超えているだけに、当分の間は、労働需給がひっ迫した状態が続きそうである。

米国景気に関しては、「2022 年は堅調な成長が見込まれる」との考えを示し、米国経済の力強さを強調する発言を繰り返していた。また、景気を悪化させずに、物価を抑える経済のソフトランディングは、簡単ではないながらも十分可能との見方を示した。

3. バランスシートの縮小は 6 月から開始

今回の FOMC では、「バランスシート縮小計画」が公表された（図表 3）。金融調節の実務を担うニューヨーク連銀からは、同時にバランスシートの正常化に関する追加詳細が発表されている。内容としては、3 月 FOMC 議事要旨で明らかになっていた QT の概要に概ね沿ったものとなった。唯一意外だったのが QT 開始のタイミングである。QT の開始決

（図表3）「バランスシート縮小計画」の主な内容	
・国債は、6月1日以降に縮小開始	
・モーゲージ債は、6月中旬以降に縮小開始	
・国債は、当初300億ドル、9月以降600億ドルずつ縮小	
・モーゲージ債は、当初175億ドル、9月以降350億ドルずつ縮小	
・長期的には、金融調整に必要な額の証券を保有する	
・経済状況に応じて、バランスシート縮小の方法を変更する	

（出所）FRB公表資料より明治安田総研作成

定が市場にほぼ織り込まれていることを考えれば、即時開始でも問題はなかったように思われたが、6 月からの開始となった。この点に関して、記者会見で質問が出たものの、パウエル議長から明確な回答はなかった。

国債は 6 月 1 日から、モーゲージ債は 6 月中旬から保有残高が順次縮小される。縮小開始から 3 ヶ月間の縮小ペースは、国債が 300 億ドル、モーゲージ債が 175 億ドルとなり、9 月以降は、縮小上限まで引き上げられ、合計で毎月 950 億ドル（国債：600 億ドル、モーゲージ債：350 億ドル）ずつバランスシートが縮小することになる。バランスシートの調整は、あくまでも再投資額を調整することを通して行なわれるとしており、国債の売りオペは現時点では計画されていない。2017 年 10 月から 2019 年 7 月まで実施された前回の QT では、月間縮小上限は 500 億ドルであり、今回は前回と比較して約 2 倍のスピードで縮小が行なわれることになる。バランスシート縮小の方法に関しては、経済状況次第で変更するとしているものの、パウエル議長は記者会見で、バランスシートの縮小がもたらす影響は、不確実性が高いとしており、当面は大きく変える公算は小さいと考える。今回発

表されたペースで縮小が続いた場合、コロナ禍前（2019 年末）の水準まで FRB のバランスシートが縮小するには、単純計算で約 50 カ月の時間を要することとなる。

4. 年末までに FF レートの上限が 3%になると予想

パウエル議長は記者会見の冒頭で、「インフレはあまりにも高すぎる」と述べ、インフレ圧力の抑制が最重要課題との認識を改めて示している。

物価上昇圧力の大きな要因となっている労働者不足や供給制約がすぐに解消される公算は低いことから、FRB は、次回会合以降も積極的に利上げを行なっていくと予想する。ただ、パウエル議長の会見で示されたように 1 会合での 0.75% の利上げには距離がありそうである。利上げによる需要抑制効果が徐々に現れ、年後半にかけて物価上昇ペースが一服する確率を市場よりも高めに見積もっているということなのだろう。確かに、市場の見方がやや行き過ぎている可能性は否定できない。

今回の FOMC の声明文とパウエル議長の会見を受けて、当研究所では、FRB は 9 月まで 3 会合連続で 0.5% の利上げを実施した後、残る年内 2 会合で 0.25% の利上げを実施し、年末までに FF レートの上限を 3% 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）

2022/3/15－16	2022/5/3－4
Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. Job gains have been strong 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.	<u>Although overall economic activity edged down in the first quarter, household spending and business fixed investment remained strong.</u> Job gains have been <u>robust</u> 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.
経済活動と雇用の指標は強まっている。ここ数カ月の雇用の増加は力強く、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。	<u>1－3 月期の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。</u> 経済活動と雇用の指標は強まっている。ここ数カ月の雇用の増加は <u>強固であり</u> 、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。
<ポイント> ・1－3 月期に経済活動が落ち込んだものの、「家計支出と企業の設備投資は力強さを維持した」と評価 ・足元の雇用環境を反映して、雇用の増加の評価を「力強く」から「強固」に変更 ・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	
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	The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain. <u>The invasion and related events are</u>

and related events are likely to create additional upward pressure on inflation and weigh on economic activity. 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>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.</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。<u>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。</u>
<ポイント> ・ロシアによるウクライナ侵攻と関連する事象がインフレ圧力を生み出していると指摘 ・新たに「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」との文言を追加 ・委員会が「インフレリスクを非常に注視している」との文言を追加	
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 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	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 <u>3/4 to 1</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee <u>decided</u> to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities <u>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.</u> 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。	め、委員会はFF金利の目標レンジを<u>0.75～1%</u>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、<u>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」</u>に示した通り、<u>6月1日に</u>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。
<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0.75－1%に引き上げ ・6月1日からバランスシートの縮小開始を決定	
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。	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。
<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; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. 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	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u>; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.

percentage point to 1/2 to 3/4 percent. 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。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。ハーカー総裁は代理で投票した。	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>ブラード総裁</u>、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。
<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