

緩和継続姿勢を堅持した4月FOMC

シニアエコノミスト 大広 泰三

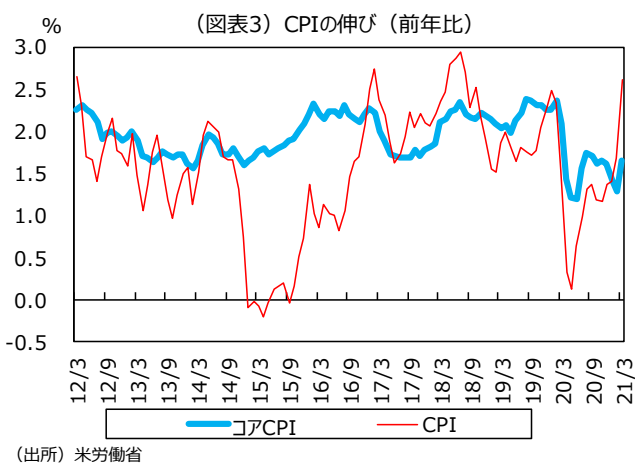
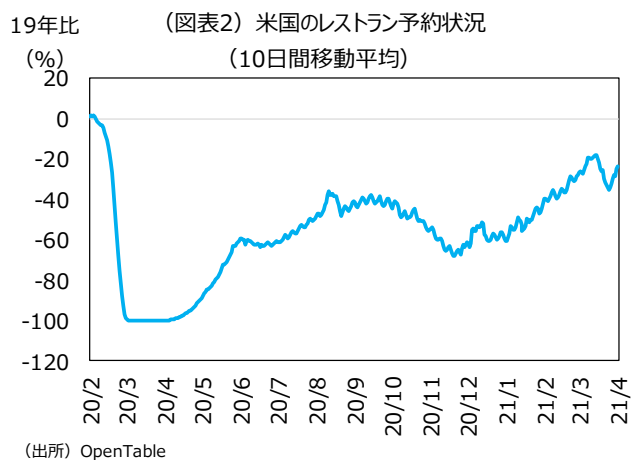
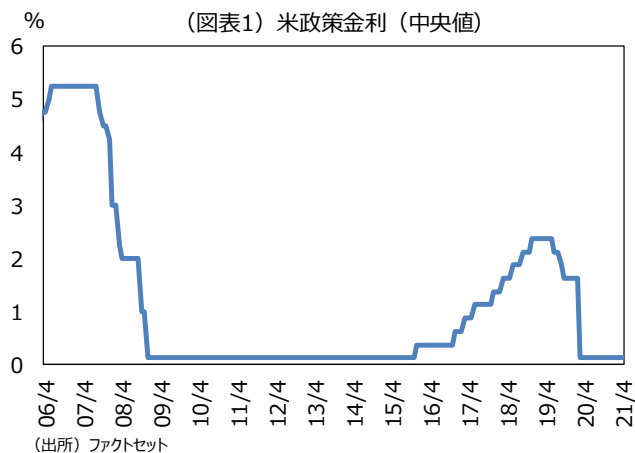
1. 足元の景気認識を上方修正

4月27-28日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを市場予想どおり0.00-0.25%にすえ置いた（図表1）。資産の買い入れスタンスに関しても変更はなされなかった。なお、今回の方針は全会一致で決定された。

会合後に発表された声明文では、景気の現状判断部分が上方修正された。経済活動と雇用の見方については、前回「回復ペースが鈍化した後、最近上昇している」としていた部分を「ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポート」で「強まった」に変更した。4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+6.4%と大幅プラスとなるなど、足元の景気が堅調な様子を反映した形である。企業部門の見方についても、新型コロナウイルス感染拡大の影響で一部セクターは弱いままとの但し書き付きだが、「改善を示した」という文言を追加した。各種行動制限措置の緩和により人々の活動が徐々に活発化しており、回復の遅れていた飲食等のサービス部門でも持ち直しの動きがみられる現状を反映させた形（図表2）。

インフレ率については、「引き続き2%を下回っている」としていた部分を「主に一時的な要因を反映して上昇している」に変更した（図表3）。今後数カ月のインフレ指標は前年比で+2%を上回って推移することが予想されるが、パウエル議長は会見で、コロナ禍で落ち込んだ前年の反動増や総需要の回復に伴う供給制約による一時的な事象であり、労働市場に緩みがあるため持続的上昇の可能性は低いとして（図表4）、政策変更の基準を満たさないとの考えを明らかにした。

その他、今回はリスクに関する書きぶりも変更となった。景気は新型コロナウイルスの動向とワクチン接種の進捗次第であり、感染動向が引き続きリスクとの見方を維持したが、コロナ問題を「大きなリスク」から単なる「リスク」に格下げした。同時に、前回はコロナ問題を「経済活動、雇用、インフレに重し」と判断していたが、今回は「経済



に重し)に変更し、「雇用、インフレ」部分を削除した。「経済」という言葉で一纏めにしただけとも考えられないわけではないが、雇用やインフレの見方を上方修正したことが背景にあるとみる。

2. 緩和スタンスを継続

声明文における金融政策の先行き部分については、「労働市場の状況が、最大雇用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」との記載が踏襲された。資産の買入れ部分についても、「委員会の最大雇用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証券の保有を少なくとも月400億ドル増やし続ける」と、前回の文言が維持された。金融緩和スタンスを長期にわたって継続する姿勢が改めて確認された格好である。

政策金利に関するガイダンスについては、上述のとおり雇用と物価の目標達成が条件となっているのに対し、資産買入れに関するガイダンスは「目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで」と目標達成が見えてくることが条件となっていることから、金融政策を正常化させる局面では、政策金利の引き上げより資産買入れの縮小が早期に実施される見込みである。もっとも、会見でパウエル議長は、目標の進展までには時間がかかるとの認識を示し、資産買入れ縮小を語る時期ではないと発言している。

政策金利に関するガイダンスについては、上述のとおり雇用と物価の目標達成が条件となっているのに対し、資産買入れに関するガイダンスは「目標に向けて実質的なさらなる進展が見られるまで」と目標達成が見えてくることが条件となっていることから、金融政策を正常化させる局面では、政策金利の引き上げより資産買入れの縮小が早期に実施される見込みである。もっとも、会見でパウエル議長は、目標の進展までには時間がかかるとの認識を示し、資産買入れ縮小を語る時期ではないと発言している。

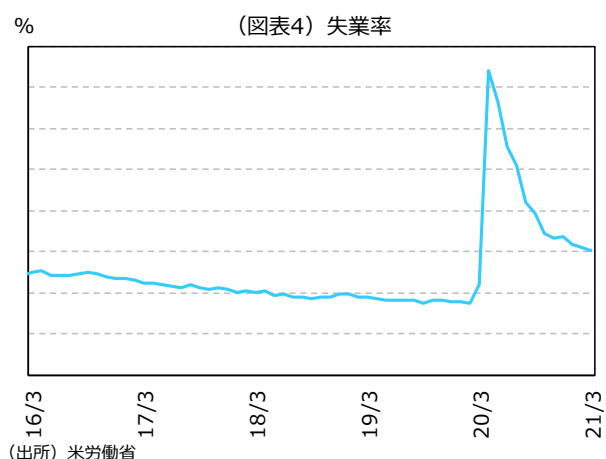
3. 8月のジャクソンホールが転機か

前回会合に引き続き、声明文の冒頭には、「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」との考えが示されており、FRBの危機対応モードに変化はみられない。ただ、今回、景気の見方を上方修正したほか、リスクシナリオへの警戒度合いも引き下げており、金融政策の正常化へ向けて状況が前進したと捉えることもできる。パウエル議長は、景気過熱によるインフレの可能性を否定している。米国経済のインフレへの耐性がどのくらいあるのかは、実際のところ試してみないとわからない。雇用市場の現状を考えれば、少なくともまだ大きなデフレギャップが残っている。かといって、明確なインフレの足音が統計から確認できるまで、景気刺激策を続けるというのでは、政策修正が手遅れになる可能性が高まる。閾値を見極めるのは困難で、早めに動く必要がある。FRBの忍耐が意外に早く試される機会が訪れても不思議ではない。

当社では今のところ、FRBの利上げ時期を2023年前半とみている。もっとも、FRBはその前にテーパリング(資産買入額の縮小)に動く可能性が高い。米国でもワクチン接種が進むにつれ、人々の往来が回復、夏の旅行の予約も急拡大している模様である。パウエル議長は、4月上旬のインタビューで、米経済は成長や雇用が先行き一段と力強くなる「変曲点」にあると指摘した。もし、夏場にかけて再び感染者が爆発的に拡大するようなことがなければ、「変曲点」を早期に超えていく可能性が高まる。その場合、定例の8月末のジャクソンホール会議でテーパリングが示唆される可能性が高い。当社では、2022年前半のテーパリング開始を予想している。

©FOMC 声明文 (下線部は前会合からの主な相違点)

2021/3/16-17	2021/4/27-28
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



<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、最大雇用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、最大雇用と物価の安定を促している。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・変更なし。 ・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。 	
<p>The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. <u>Following a moderation in the pace of the recovery, indicators of economic activity and employment have turned up recently, although the sectors most adversely affected by the pandemic remain weak. Inflation continues to run below 2 percent.</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>COVID-19 の大流行は、米国や世界中で人や経済に多大な困難をもたらしている。パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターは弱いままだが、経済活動と雇用の指標は回復ペースが鈍化した後、最近上昇している。インフレ率は引き続き 2%を下回っている。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>The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. <u>Amid progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened.</u> The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak <u>but have shown improvement.</u> Inflation <u>has risen, largely reflecting transitory factors.</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>COVID-19 の大流行は、米国や世界中で人や経済に多大な困難をもたらしている。<u>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た。</u>パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターは弱いままだが<u>改善を示した。</u>インフレ率は<u>主に一時的な要因を反映して上昇している。</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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動と雇用の指標について、「ワクチン接種の進展と強力な政策によるサポート」で「強まった」と見方を上方修正。 ・新型コロナウイルス感染拡大の影響で一部セクターは弱いままとの但し書き付きだが、「改善を示した」と前回の見方から上方修正。 ・物価に対する認識は、「引き続き 2%を下回っている」から、「主に一時的な要因を反映して上昇している」に上方修正。 ・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。 	
<p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, including progress on vaccinations. The ongoing</p>	<p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, including progress on vaccinations. The ongoing</p>

<p>public health crisis continues to weigh on economic activity, employment, and inflation, and poses considerable risks to the economic outlook.</p> <p>景気の先行きは、ワクチン接種の進捗状況を含め、ウイルスの動向に強く依存する。進行中の公衆衛生危機は、経済活動、雇用、インフレに重しとなり続け、経済見通しに大きなリスクをもたらす。</p>	<p>public health crisis continues to weigh on <u>the economy</u>, and risks to the economic outlook <u>remain</u>.</p> <p>景気の先行きは、ワクチン接種の進捗状況を含め、ウイルスの動向に強く依存する。進行中の公衆衛生危機は、<u>経済</u>に重しとなり続け、経済見通しへのリスクは残っている。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・景気は、コロナウイルスの動向とワクチン接種の進捗次第であり、感染動向がリスクとの見方を維持。ただ、前回の「大きなリスク」を単なる「リスク」にとどめ、「経済活動、雇用、インフレに重し」としていたものを、「経済に重し」のみに変更。 	
<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running 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. In addition, the Federal Reserve will 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. These asset purchases help foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.</p>	<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running 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. In addition, the Federal Reserve will 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. These asset purchases help foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.</p>

委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と最大雇用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いる状態においては、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目指すだろう。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、最大雇用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。さらに、連邦準備制度は、委員会の最大雇用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証券の保有を少なくとも月 400 億ドル増やし続ける。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。

委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と最大雇用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いる状態においては、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目指すだろう。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、最大雇用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。さらに、連邦準備制度は、委員会の最大雇用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証券の保有を少なくとも月 400 億ドル増やし続ける。これらの資産購入は、円滑な市場機能と緩和的な財政状態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。

<ポイント>

- ・変更なし。
- ・政策金利は 0.00-0.25%にすえ置き。
- ・労働市場の状況が、最大雇用に関する委員会の評価と一致するレベルに達し、インフレがしばらくの間 2%を適度に上回る軌道に乗るまで誘導目標レンジを維持する方針を維持。
- ・資産買入れについては、委員会の最大雇用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、少なくとも現行ペースで継続するスタンスを維持。

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.

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

金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委

<p>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>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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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示す。 	
<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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。</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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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