

## 利上げ派が増加した 3 月 FOMC

シニアエコノミスト 大広 泰三

### 1. 政策金利はすえ置き

3月16-17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)。資産の買入れスタンスに関しても変更はなされなかった。今回の方針は全会一致で決定された。なお、市場の一部で注目されていたSLR(補完レバレッジ比率)規制については、近日中に発表を行なうとのことである。

会合後に発表された声明文は、景気の現状判断部分が2点変更されたのみにとどまった。1点目は、前回1月の声明文で「経済活動と雇用の回復ペースは、ここ数ヶ月で鈍化しており」としていた部分を、「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」とし、判断を上方修正した。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」との但し書き付きではあるものの、感染拡大が各種行動制限措置の再導入やワクチン接種の進展により縮小してきていることや、経済対策の効果が顕在化している状況を反映したものと考える。

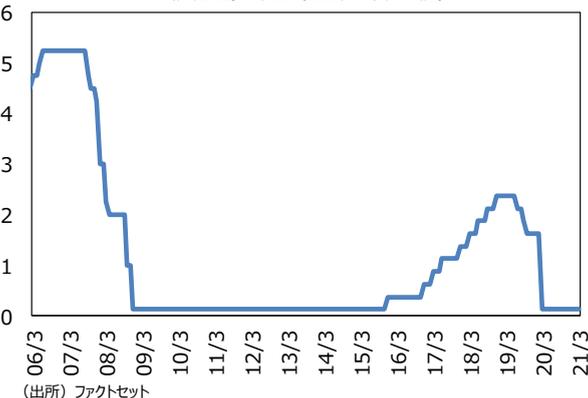
2点目は、インフレ率について「抑制され続けている」としていた部分を「引き続き2%を下回っている」に変更した。エネルギー価格の上昇により、CPIの伸び(12月:前年比+1.4%、2月:同+1.7%)が高まったことを反映したものとみられる。もっとも、コアCPIの伸びはむしろ鈍化しており(12月:前年比+1.6%、2月:同+1.3%)、物価の基調は依然弱い(図表2)。

景気の先行きについては、引き続き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した。新型コロナウイルスの感染拡大が「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」とし、「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」との認識も改めて示した。

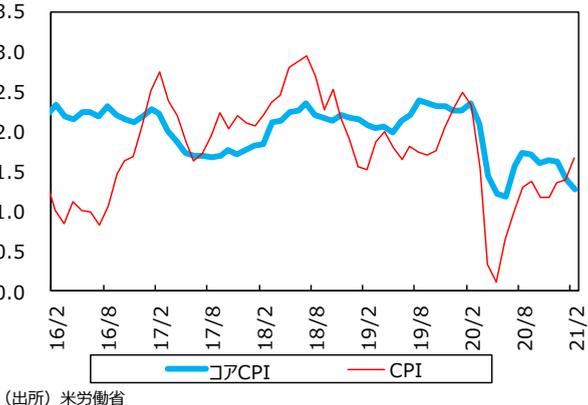
### 2. 緩和スタンスを継続

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。パウエル議長は、FOMC後に行われた記者会見で、雇用者数がコロナ前に比べて約950万人も少ないこと、前年にコロナ禍で鈍化した反動増により向こう数ヶ月はイン

(図表1) 米政策金利(中央値)



(図表2) CPIの伸び(前年比)



フレ率（前年比）が上昇するものの、一時的上昇であるため利上げを正当化しないこと、などの考えを示しており、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。

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。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ではないと発言している。

### 3. 経済見通しは総じて上方修正

FOMC メンバーの経済見通しは総じて上方修正された。成長率については、2021 年が前年比+4.2%から同+6.5%へと大幅に、2022 年が同+3.2%から同+3.3%へと小幅ながら上方修正された（図表 3）。昨年末に約 0.9 兆ドル、今年に入り約 1.9 兆ドルの追加経済対策が成立したことが主因と考えるが、パウエル議長は「想定していたよりも景気回復ペースが速い」ことを認めており、足元の状況を素直に反映した結果と考える。一方で 2023 年は同+2.2%と 0.2%ポイント下方修正されたが、2021 年以降、成長ペースは徐々に鈍化しつつも、回復基調が続く見通しとなっている。

失業率も改善方向に修正されたほか、PCE デフレーターについても上方修正となった。FRB は、政策金利のフォワードガイダンスとして、最大雇用と 2%のインフレ率を考慮する意向を示しているが、失業率については、2022 年に 3.9%と、「長期」見通しの 4.0%より改善するほか、インフレ率についても予測期間中 2%以上を維持する見通しとなっている。先行きに対する不確実性は高いものの、2022 年にはフォワードガイダンスが想定する条件にある程度近づくこととなる。

### 4. 利上げ派が増加

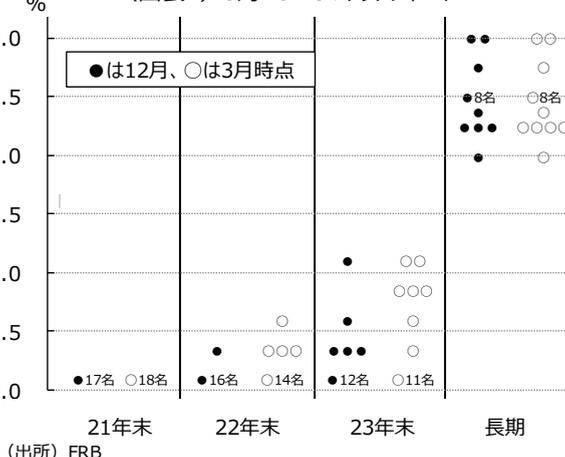
ドットチャートについては、2021~2023 年のいずれも 0.125%（いずれも政策金利見通しの中央値）となった（図表 4）。4 名が 2022 年に、7 名が 2023 年に、現状よりも政策金利が引き上げられているとの見通しを示した。利上げを予想するメンバーが、2022 年については 3 名、2023 年については 2 名ほど 12 月時点より増えたが、メンバーのコンセンサスは、予測期間中はすえ置きが続くというものである。なお、利下げやマイナス金利を予想するメンバーはいなかった。会見でパウエル議長は、経済情勢は引き続き不均一で完全にはほど遠く、景気支援のため今後も必要な支援を続けていく考えを改めて明らかにした。

（図表3）3月FOMC経済見通し

（単位：％）	2021	2022	2023	長期
実質GDP成長率	6.5	3.3	2.2	1.8
（12月予測）	4.2	3.2	2.4	1.8
失業率	4.5	3.9	3.5	4.0
（12月予測）	5.0	4.2	3.7	4.1
PCEデフレーター	2.4	2.0	2.1	2.0
（12月予測）	1.8	1.9	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.2	2.0	2.1	-
（12月予測）	1.8	1.9	2.0	-
FF金利	0.1	0.1	0.1	2.5
（12月予測）	0.1	0.1	0.1	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



（出所）FRB

## 5.パウエル議長は長期金利の上昇を静観する構え

前回会合に続き、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。もっとも、パウエル議長は、米景気が想定を上回るペースで回復しており、ワクチンの普及や政策効果などが見込まれることから、年後半の景気回復に期待感を滲ませた。足元では、景気回復期待などから米長期金利が上昇基調をたどっているが、パウエル議長は、市場の無秩序な動きに対しては警戒感を表したものの、「現行の資産買入れは全ての年限において適切」とし、金利上昇を是が非でも抑え込もうとする姿勢をみせなかった。当面の米景気は、ワクチン接種の進展や大型経済対策の効果などにより力強い回復が続くとみられ、長期金利に上昇圧力がかかりやすい地合いが続きそうである。

### ◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2021/1/26-27	2021/3/16-17
<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy 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>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy 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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし。</li> <li>・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。</li> </ul>	
<p>The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. <u>The pace of the recovery in economic activity and employment has moderated in recent months, with weakness concentrated in the sectors most adversely affected by the pandemic.</u> Weaker demand and earlier declines in oil prices have been holding down consumer price inflation. 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。経済活動と雇用の回復ペースは、<u>ここ数カ月で鈍化しており、パンデミ</u></p>	<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.</u> <u>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。パンデミックによつて最も悪影響を受けたセクターは弱いままだが、経</p>

<p>ックによって最も悪影響を受けたセクターに弱さが集中している。需要の低迷と原油価格の以前の下落によって、消費者物価の上昇が抑制され続けている。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。</p>	<p>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>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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、「経済活動と雇用の指標は最近上昇している」と、「ここ数ヶ月鈍化している」としていた前回の見方から上方修正。各種行動制限措置の再導入やワクチン接種の進展により、感染拡大が縮小していることや、経済対策の効果が顕在化している様子を示唆。</li> <li>・物価に対する認識は、「引き続き2%を下回っている」とし、依然として上昇圧力が鈍いとの認識を表明。ただし、足元の動向を踏まえ、「需要の低迷と原油価格の以前の下落によって」の文言を削除。</li> <li>・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。</li> </ul>	
<p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, <u>including progress on vaccinations</u>. The ongoing 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、<u>ワクチン接種の進捗状況を含め</u>、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>経済活動、雇用、インフレに重しとなり</u>続け、<u>経済見通しに大きなリスクをもたらす</u>。</p>	<p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, including progress on vaccinations. The ongoing 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、<u>経済活動、雇用、インフレに重しとなり</u>続け、<u>経済見通しに大きなリスクをもたらす</u>。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	
<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</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</p>

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.

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。

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.

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。

<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。

<p>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.</p> <p>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。</p>	<p>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.</p> <p>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。</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示す。</li> </ul>	
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; <u>Thomas I. Barkin</u>; <u>Raphael W. Bostic</u>; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; <u>Mary C. Daly</u>; <u>Charles L. Evans</u>; Randal K. Quarles; and <u>Christopher J. Waller</u>.</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、<u>バーキン総裁</u>、<u>ボスティック総裁</u>、<u>ボウマン理事</u>、<u>ブレイナード理事</u>、<u>クラリダ副議長</u>、<u>デイリー総裁</u>、<u>エバンス総裁</u>、<u>クォールズ副議長</u>、<u>ウォーラー理事</u>。</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、<u>バーキン総裁</u>、<u>ボスティック総裁</u>、<u>ボウマン理事</u>、<u>ブレイナード理事</u>、<u>クラリダ副議長</u>、<u>デイリー総裁</u>、<u>エバンス総裁</u>、<u>クォールズ副議長</u>、<u>ウォーラー理事</u>。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・全会一致。</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