

3 月利上げ開始を示唆した 1 月 FOMC

政策・経済研究部 エコノミスト 伊藤 基

1. 3 月利上げ開始を示唆

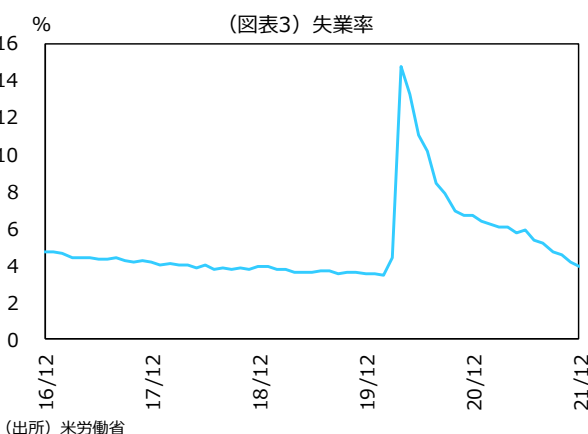
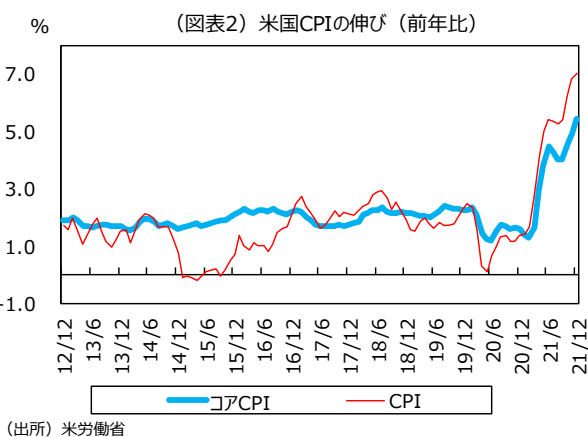
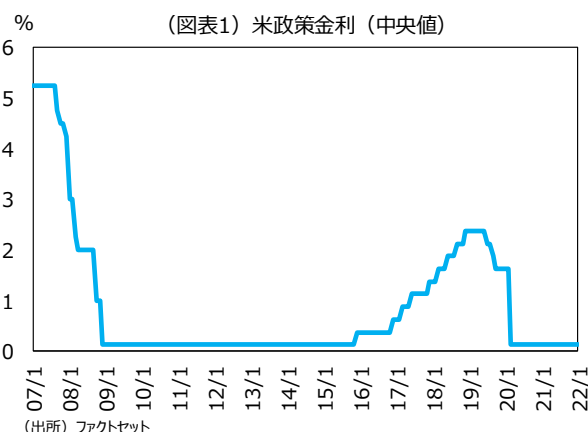
1 月 25-26 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、市場の予想通り政策金利を 0-0.25% にすえ置いた（図表 1）。一方で、会合後に公表された声明文では利上げ開始が「近く（soon）適切になる」との見方が示された。パウエル FRB（米連邦準備制度理事会）議長は FOMC 後の記者会見で、3 月の利上げ開始を意識しているとの考えを示しており、経済状況に大きな変動がない限り、3 月利上げは決定的になったと言える。

同時に今回の FOMC では、「バランスシート縮小のための原則」が公表され、バランスシート縮小に関する大まかな方針が示された。ただ、具体的な内容については 3 月 FOMC で議論するとしており、今回の発表は、バランスシート縮小に向けた地ならしといった要素が大きかったようだ。

声明文では、冒頭の「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、雇用の最大化と物価の安定を促している」との表現が削除された。パウエル議長は会見で、これまでの対応で最大雇用と物価上昇を実現したと述べている。デュアルマンドートが達成されたことで金融緩和によって経済を支える必要がなくなったと判断し、FRB のスタンスが緩和から引き締めに移行することを表した形である。

声明文の現状判断部分では、米国での感染拡大を反映して、感染状況に関して「最近の感染者数急増」という文言が追加されたものの、それ以外の部分は前回は踏襲する形となった。

今回最も大きく変更されたのは、金融政策部分である。インフレ率が 2% を大きく上回っていることと、労働市場が強いことを指摘した上で（図表 2、3）、先述のとおり、近く（soon）政策金利を引き上げることが適切との見解が示され、3 月の利上げ開始を示唆する内容となった。この点については、昨年 12 月の FOMC 以降、複数の連銀総裁が 3 月利上げに前向きな見解を示していたことから、市場にとってサプライズではなかった。また、テーパリング（資産買入の縮小）に関しては、一部で、2 月中での早期終了を予想する声もあったが、



12月会合で示されたペースが維持され、予定通り3月に終了することが発表された。総じて、市場の想定の範囲内の変更であった。

2. 今後の利上げペースについては明確な回答はせず

今回のFOMCで、3月利上げが示唆されること自体は十分に織り込まれていただけない、多くの市場参加者が注目していた点は、3月以降の利上げペースであり、記者会見でも焦点の一つになった。この点に関してパウエル議長は、経済動向次第として明確な回答を避けた。つまり、物価動向によっては、利上げペースを加速させる可能性を否定しなかった。一方で、経済が潜在成長率を上回るスピードで拡大している点を再三指摘していることから、前回の利上げ局面よりも速いペースで利上げが行なわれる公算が大きいとみる。

この点に関し、3月以降の全ての会合で利上げ実施の可能性があるかとの問いに対しては、機敏に対応するとの考えを示した上で、前回の利上げの時よりも、労働市場は強く、物価は2%を大きく上回っており、これらは政策調整の適切なペースについて重要な意味を持つと述べた。先行きに対する不確実性は高いものの、方向としては、利上げペースの加速を意識した発言と考えられる。

また、バランスシートの縮小に関し、具体的な手段や方法について問われると、次回会合で詳細な議論を行なうとした上で、前回(2015年)よりも早期かつ迅速に行ないたいと述べた。バランスシートは約8.7兆ドルとコロナ禍前に比べ約4兆ドル増加しており、パウエル議長としても早期に道筋をつけたいものと考えられる。

3. QT開始に向けて「バランスシート縮小のための原則」を公表

QT(量的引き締め)開始に向けた地ならしとして、「バランスシート縮小のための原則」が公表された(図表4)。前回のQT時にも公表されており、当原則はいわばバランスシートの正常化に向けた工程表と言える。資料の冒頭では、バランスシート規模を「大幅に(significantly)」縮小するとされており、FRBが大胆に規模縮小を進める意向があるものと考えられる。当原則では、あくまでもFF金利の変更が金融政策を調整する主な手段であるとの見方が示されている。

(図表4)「バランスシート縮小のための原則」
・政策調整の主な手段は、政策金利である ・利上げ後に、バランスシートの縮小を開始する ・保有証券の償還分の再投資額を調整することによって予測可能な方法でバランスシートを縮小する ・効率的かつ効果的な政策のために十分な証券保有残高を維持する ・長期的には、米国債を主な保有証券とする ・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の資料より明治安田総研作成

バランスシートの縮小時期に関しては、利上げを行なった後に開始されることが示された。また、パウエル議長は、記者会見で3月に議論した後少なくとももう一回議論すると発言していることから、最速で次の5月からの縮小開始が予想される。ただ、具体的な縮小ペースがまだ示されていない段階であることを考慮すると、実際のQT開始は、6月以降になるだろう。前回のバランスシート縮小時は、具体的な手法が示された後、2回の会合を経てQTが開始された。今回も、具体的な工程表を示し、市場に織り込ませた上で、QTを開始するものと考えられる。

4. 2022年は、0.25%の利上げを5回実施すると予想

今回のFOMCを受けて、3月利上げが規定路線となった。次なる焦点は、3月以降の利上げペースとバランスシート縮小開始の時期となる。今回のFOMCの声明文やパウエル議長の発言内容からすると、利上げペースが加速する可能性が高いと考えられる。労働市場は強いとの認識が示されたことも利上げペース加速につながる。また、物価動向を考えても、人手不足や半導体不足などの供給制約がすぐに解消されるとは考えづらい。物価は、年央にかけて徐々に低下すると考えられるが、それでも2%を大きく超えた状態が暫くの間は続くものと予想する。

これらの点を踏まえ、当研究所では、3月に0.25%の利上げ開始後、5月、6月、9月、12月にも0.25%の利

上げが実施されると予想する。また、QTに関しては、今回発表された原則の内容をアップデートする形でより具体的な縮小方法や手順が示された後、6月から開始されると予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2021/12/14－15	2022/1/25－26
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. 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、雇用の最大化と物価の安定を促している。	
<ポイント> ・全文を削除 ・米国経済が好調に推移しており、金融緩和局面から引き締め局面に移行することを示唆	
With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strength. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but continue to be affected by COVID-19. 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 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. households and businesses. 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、新型コロナウイルスの影響を受け続けている。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。	Indicators of economic activity and employment have continued to <u>strengthen</u>. The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but <u>are being</u> affected by <u>the recent sharp rise in</u> 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 <u>to</u> 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. 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、<u>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</u>。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。
<ポイント> ・ワクチン接種率が頭打ちになっていることに加えて、政策効果も薄らいでいることを反映し、「ワクチン接	

種の進展と強力な政策によるサポートの中」の文言を削除 ・米国での感染状況を反映し、「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」との文言に修正 ・足元の雇用環境を反映して、「雇用の増加は堅調で、失業率は大幅に低下している」との認識を維持	
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。	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。
<ポイント> ・変更なし ・新たな変異株が景気見通しに対するリスクであるとの認識を維持	
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 having exceeded 2 percent for some time, the Committee 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. In light of inflation developments and the further improvement in the labor markets, the Committee's goals since last December, the Committee decided to reduce the monthly pace of its net asset purchases by \$20 billion for Treasury securities and \$10 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning in January, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$40 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$20 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be	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 <u>well above</u> 2 percent <u>and a strong labor market</u>, the Committee expects it will <u>soon</u> be appropriate to <u>raise the target range for the federal funds rate</u>. The Committee decided to <u>continue to</u> reduce the monthly pace of its net asset purchases, <u>bringing them to an end in early March</u>. Beginning in <u>February</u>, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least <u>\$20</u> billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least <u>\$10</u> 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.

appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. 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。インフレ率がしばらく 2%を超えていることから、委員会は、労働市場の情勢が委員会の考える最大雇用と整合性のある水準に達するまで、この誘導目標レンジを維持することが適切と予想する。インフレ率の動向と労働市場の実質的なさらなる進展を遂げたことを踏まえ、委員会は、資産購入ペースを米国債で月 200 億ドル、住宅ローン担保証券で月 100 億ドルずつ減額することを決めた。1 月以降は、米国債の保有高を少なくとも月 400 億ドル、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 200 億ドルずつ増やしていく。委員会は、資産購入ペースを毎月同じ程度のペースで縮小することが適切である可能性が高いと判断しているが、経済見通しの変化によって正当化される場合は購入ペースを調整する用意がある。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。	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 <u>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</u>。委員会は毎月の資産購入ペースを減額し続け、<u>3 月上旬に購入を終了することを決めた</u>。2 月以降は、米国債の保有高を少なくとも月 <u>200 億ドル</u>、住宅ローン担保証券の保有高を少なくとも月 <u>100 億ドル</u>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。
<ポイント> ・政策金利は 0.00－0.25%にすえ置き ・委員会は FF 金利の目標レンジを引き上げることが「近く」適切になるとし、3 月会合での利上げ開始を示唆 ・資産買入の規模について、2 月以降、米国債を 200 億ドル、モーゲージ債を 100 億ドルずつに縮小し、予定通り 3 月に新規買入を停止することを表明	
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; 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. 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、クオールズ副議長、ウォーラー理事。	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>; <u>Esther L. George</u>; <u>Patrick Harker</u>; <u>Loretta J. Mester</u>; and Christopher J. Waller. <u>Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</u> 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>、<u>ジョージ総裁</u>、<u>ハーカー総裁</u>、<u>メスター総裁</u>、ウォーラー理事、<u>ハーカー総裁は代理で投票した。</u>
<ポイント> ・全会一致 ・年が変わり、投票権を持つメンバーが変更	

※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