

タカ派姿勢が鮮明になった 9 月 FOMC

政策・経済研究部 研究員 伊藤 基

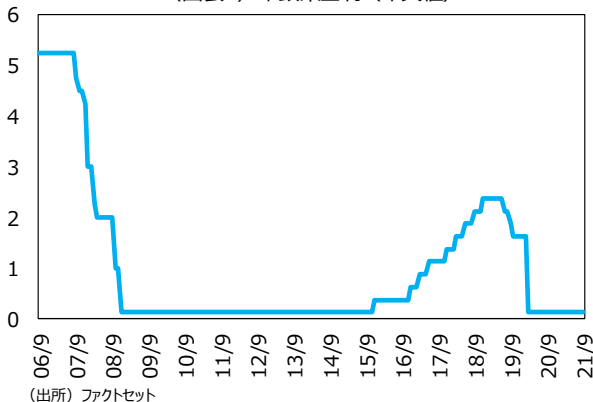
1. 政策金利はすえ置き

9月21-22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）。リバースレポ・ファシリティ（RRF）については、短期金融市場のカネ余りに対応するため1先あたりの応札上限を800億ドルから1,600億ドルに大幅に引き上げた。直近のRRF落札状況を見ると、金融緩和政策などの影響により、落札額が1.3兆ドル超にまで達している。落札額は増加基調をたどっていることから、今回の決定は、さらなる資金の流入に備えたものと言える。

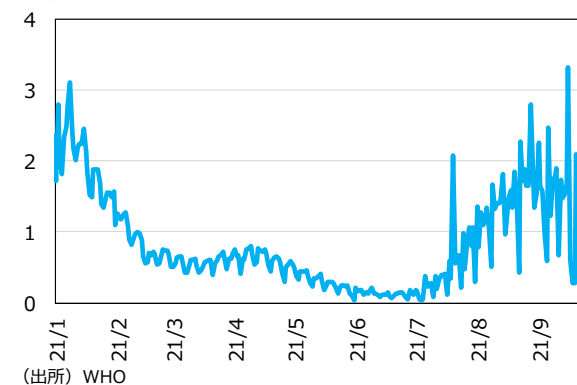
会合後に発表された声明文における景気の現状判断部分では、パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターについて「改善を示した」から「ここ数ヶ月で改善した」に変更した。その一方で、「新型コロナウイルス感染者数の増加で回復ペースは鈍化した」とした。WHOの発表によると、米国では、デルタ株の感染拡大により、1日あたりの新規感染者数は7月中旬以降増加の一途をたどり、9月上旬には1日あたり30万人を超える日もあった（図表2）。現状判断の表現変更は、個人消費を中心に経済活動に下押し圧力がかかっていることを反映したものと思われる。FRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長は、7月の会合でデルタ株の拡大は大きなリスク要因にはならないとの考えを示していたが、感染拡大に伴う回復ペースの鈍化が声明文で言及されたということは、FRBの想定よりも感染拡大の影響が大きかったことを意味している。ただ、パウエル議長は会見で、デルタ株の感染拡大に伴う経済への悪影響を認めつつも、米国経済全体としては力強い回復を維持しているとの考えを示している。

物価については「上昇している」から「高止まりしている」へと文言が変更された（図表3）。CPIの伸びが引き続き高水準で推移している中での微修正であり、インフレ高進が一時的とする従来の考え方に変更は見られなかった。ただ、会見では7月会合時と同じく物価上昇が続いているとしたうえで、今後数ヶ月は高い伸びが続くとの見通しを示したほか、供給制約はFRBの予想よりも大きく長引いているとの見方も示した。

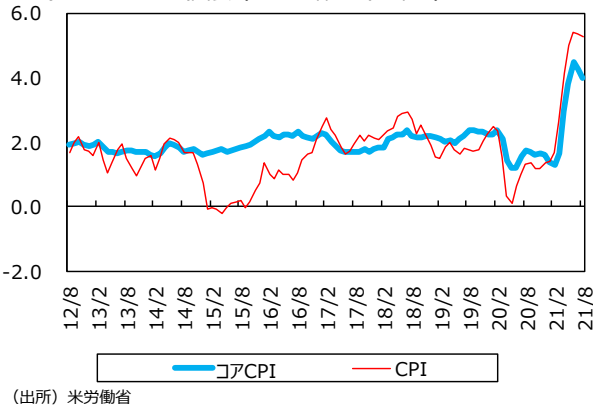
（図表1）米政策金利（中央値）



（図表2）米国の一日あたり新規感染者数



（図表3）CPIの伸び（前年比）



2. 11月のテーパリング開始決定を示唆

今回、最も注目されていた資産買入れ動向については、「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 億ドル増やす」と前回と同じ文言が維持されたものの、「予想通り雇用と物価の目標に向けた進展が持続すれば、委員会は資産購入ペースを緩めることが近く (soon) 正当化される可能性がある」と判断する」との文言が追加された。7月の会合では、資産購入について「今後の複数回の会合 (in coming meetings) で引き続き進展を評価する」としていたことと比べると、テーパリング開始決定が前回の会合よりも近づいていることが示された。今回、近く (soon) との表現が使われていることから、経済に大きな問題が現れない限り、11月の会合でテーパリング開始が公表されることを示唆していると考えられる。実際、会見でも、パウエル議長は昨年 12 月に示したテーパリング開始の基準を念頭に「インフレに関する基準は達成した」とした上で、雇用環境に関しても「多くの参加者が雇用に関する基準を達成したと判断し、自身もほぼ達成されたと判断している」との見解を示し、テーパリングを決定する時期について「早ければ次の会合になるかもしれない」と踏み込んだ発言をした。

また、10月8日に発表される雇用統計については、非常に力強い内容となることを確認する必要はないとし、11月開始のハードルが高くないことも示した。加えて、2022年半ばごろのテーパリング完了が適切とし、テーパリングのペースについては、「速度を調整することは可能」として経済状況に応じて縮小ペースを変化させる可能性についても言及した。

3. 2021年のGDP成長率を下方修正

FOMC メンバーの経済見通しは、2021年が前年比+7.0%から同5.9%に下方修正された一方で、2022年は、同+3.3%から同+3.8%、2023年は同+2.4%から同+2.5%へと上方修正された(図表4)。また、今回より公表された2024年の成長率は同+2.0%となった。パウエル議長は、「7月から8月の感染拡大で、旅行や飲食店が減速した」とし、加えて、「産業によっては短期的な供給制約が活動の足かせとなっている」との考えを示している。2021年の下方修正は、デルタ株の感染拡大によって、景気回復が2022年以降に先送りされることを反映したものと考えられる。

失業率に関しては、2021年は、景気回復が先送りされたことに伴って4.5%から4.8%へと悪化(上昇)した。その後は、景気回復に伴い改善傾向が続き、2024年まで長期の見通しの4%を下回る水準となることが示された。

物価に関しては、2021年のPCEデフレーターが、同+3.4%から同+4.2%に、2022年も同+2.1%から同+2.2%へと上方修正された。会見では、「物価上昇が進んでおり、落ち着くまでに数ヶ月は高い上昇率が続くだろう」との見通しを示した。ただ、物価の上昇は、経済の急速な再開に伴う供給制約が要因であり、従来通り、一時的とする見方を示した。

4. ドットチャートはタカ派姿勢を示す

政策金利見通しの中央値は、2021年は0.125%と前回6月と同様であったのに対して、2022年は0.250%(6月:0.125%)、2023年は1.000%(同0.625%)と大きく上昇した(図表5)。また、今回新たに発表された2024年は1.750%となった。今回、2022年末までに政策金利を引き上げる見通しを示した参加者は、2022年が9名

(図表4) 9月FOMC経済見通し

(単位: %)	2021	2022	2023	2024	長期
実質GDP成長率	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
(6月予測)	7.0	3.3	2.4	-	1.8
失業率	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
(6月予測)	4.5	3.8	3.5	-	4.0
PCEデフレーター	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
(6月予測)	3.4	2.1	2.2	-	2.0
コアPCEデフレーター	3.7	2.3	2.2	2.1	-
(6月予測)	3.0	2.1	2.1	-	-
FF金利	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
(6月予測)	0.1	0.1	0.6	-	2.5

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

(同7名)、2023年が17名(同13名)と大きく増加し、2024年にはすべての参加者が0.5%以上の利上げを予想する結果となった。2022年は、これまで金利すえ置き派が優勢であったが、今回の見通しでは、利上げ派とすえ置き派が拮抗する形となった。ただ、FOMC投票権の交代を考慮すると、2022年は、比較的ハト派と考えられているエバンス氏とデイリー氏に代わり、タカ派的なジョージ氏、ブラード氏、ローゼングレン氏が投票権を持つことになるため、実際はドットチャートで示されたよりもタカ派スタンスが強まると予想する。

2023年の政策金利の予想上限は1.625%と前回6月と同じであったが、0.5%以上の利上げを予想する参加者が11名から13名に増加した。特に0.75%以上の利上げを予想する参加者が10名と過半数を占める結果となった。

2024年の予想では、政策金利の上限は2.625%となった。また、11名の参加者が1.5%超の利上げを予想し、2023年と比べて一段と金融環境が引き締められる見通しが示された。なお、長期の見通しに関しては、大きな変化は見られなかった。

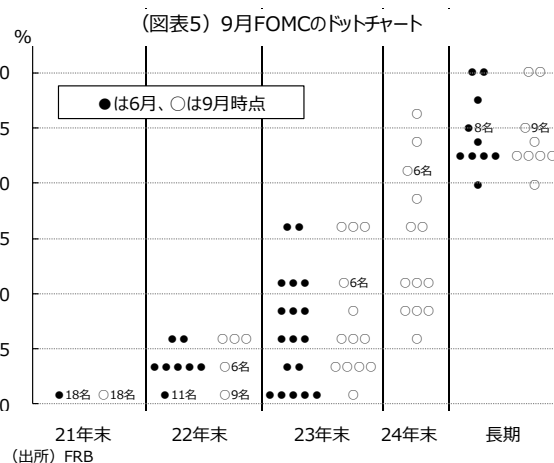
5. 2022年にも利上げが行なわれる公算が高い

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の危機対応モードが継続している様子が示されたが、パウエル議長の会見内容を含めて見ると、金融政策の正常化に向けて大きく前進したと考えられる。

今回のFOMCを踏まえて当社では、次回11月の会合でテーパリングが決定され、2021年中に開始されるとみる。縮小ペースについては、1ヵ月当たり国債を100億ドル、モーゲージ債を50億ドルずつ計150億ドルの減額が行なわれ、8ヵ月間でテーパリングが完了すると予想する。その後、2022年末に0.25%の利上げを実施すると予想する。

◎FOMC 声明文 (下線部は前会合からの主な相違点)

2021/7/27-28	2021/9/21-22
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.	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、最大雇用と物価の安定を促している。	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><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 	
With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strength. The	With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strength. The



<p>sectors most adversely affected by the pandemic have shown improvement but have not fully recovered. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. 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>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改善を示したが、完全には回復していない。インフレ率は主に一時的な要因を反映して上昇している。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。</p>	<p>sectors most adversely affected by the pandemic have <u>improved in recent months</u> but <u>the rise in COVID-19 cases has slowed their recovery</u>. Inflation <u>is elevated</u>, largely reflecting transitory factors. 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>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<u>ここ数ヶ月で改善したが、新型コロナウイルス感染者数の増加で回復ペースは鈍化した</u>。インフレ率は主に一時的な要因を反映して高止まりしている。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。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・パンデミックによって最も悪影響を受けたセクターについて「改善を示した」から「ここ数ヶ月で改善した」と文言を変更 ・米国内で感染が再拡大したことを受けて「新型コロナウイルス感染者数の増加で回復ペースは鈍化した」との文言を追加 ・物価に対する認識は、「上昇している」から、足元の物価動向を反映して「高止まりしている」との文言に変更 ・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 continues to depend on the course of the virus.</p> <p>Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain.</p> <p>景気の先行きは、ウイルスの動向に依存し続ける。ワクチン接種の進展は公衆衛生の危機が経済に及ぼす影響を引き続き軽減する可能性が高いものの、経済見通しへのリスクは残っている。</p>	<p>The path of the economy continues to depend on the course of the virus.</p> <p>Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain.</p> <p>景気の先行きは、ウイルスの動向に依存し続ける。ワクチン接種の進展は公衆衛生の危機が経済に及ぼす影響を引き続き軽減する可能性が高いものの、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"> ・変更なし 	
<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation having run persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve</p>	<p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation having run persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve</p>

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. Last December, the committee indicated that it would 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. Since then, the economy has made progress toward these goals, and the committee will continue assess progress in coming meetings. 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きた状態においては、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めざすだろう。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

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. Last December, the committee indicated that it would 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. Since then, the economy has made progress toward these goals. If progress continues broadly as expected, the committee judges that a moderation in the pace of asset purchases may soon be warranted. 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きた状態においては、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めざすだろう。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

<p>持することが適切と予想する。昨年12月、委員会は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400億ドル増やすことを示した。それ以来、経済はこれらの目標に向けて前進しており、委員会は今後の複数回の会合で引き続き進展を評価する。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。</p>	<p>持することが適切と予想する。昨年12月、委員会は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400億ドル増やすことを示した。それ以来、経済はこれらの目標に向けて前進している。<u>予想通り雇用と物価の目標に向けた進展が持続すれば、委員会は資産購入ペースを緩めることが近く正当化される可能性がある</u>と判断する。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。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・インフレ目標については、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めざすとのスタンスを維持 ・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 ・「委員会は今後の複数回の会合で引き続き進展を評価する」との文言を削除し、「予想通り雇用と物価の目標に向けた進展が持続すれば、委員会は資産購入ペースを緩めることが近く正当化される可能性がある」と判断する」との文言を追加。テーパリング開始が前回会合よりも近づいている可能性を示唆 	
<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>

<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示す

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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; 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、クォールズ副議長、ウォーラー理事。

<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