

MUFG Focus USA Topics

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Akira Yoshimura | 吉村 晃 (ayoshimura@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

9月FOMC：テーパリングの11月開始決定と利上げ開始の前倒しを示唆

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は9月21-22日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0%~0.25%で据え置くことを全会一致で決定した。
- ◇ 注目されていたテーパリングについては、声明文では「経済の進展が概ね想定通りに続けば、資産買い入れペースの縮小（=テーパリング）は直ちに正当化されてもよいと判断される」と、方法については明言を避けたものの、テーパリング早期開始自体に向けては踏み込んだ表現を使った。その上で、記者会見では、パウエル議長は「早ければ次回会合（11月2-3日）」で決定される可能性がある等と述べ、テーパリング開始の具体的な時期にも言及、また、テーパリングの終了時期は今回のFOMCの決定事項ではないとした上で、経済の回復が続けば2022年半ば頃にテーパリングを終了することをFOMC参加者が支持していると明らかにした。
- ◇ 3ヵ月毎に公表されているFOMC参加者による政策金利見通しを中央値で見ると、2022年末時点でFOMC参加者の半数（9人）が利上げを見込んでおり、中央値では2022年に利上げ開始が前倒しされる形となった。また、2023年末時点の中央値は1.0%、今回新たに示された2024年末時点では1.75%と、それぞれ年3回の利上げが見込まれている（前回は2023年に2回の利上げ見込み）。
- ◇ 今回のFOMCでは、足元で景気減速懸念が強まっているにもかかわらず、テーパリングの早期着手や政策金利見通しにおける利上げ開始前倒し等、金融正常化を粛々と進めるタカ派的な内容が示された。
- ◇ 他方、パウエル議長は利上げ開始時期について、テーパリング開始よりも厳格な基準を用いて判断すると述べている。この点で、足元の雇用者数（2021年8月）は直近ピーク時から533万人下回る水準であり、また、感染症再拡大の影響により、当初想定していたよりも秋以降の雇用回復が遅れる可能性をパウエル議長は記者会見で指摘している。利上げ開始の判断は雇用の回復状況を重視するとみられ、今回示された政策金利見通しも幅を持つ必要があるだろう。

景気の現状については感染症再拡大の影響に言及

連邦公開市場委員会（FOMC）は9月21-22日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0%～0.25%で据え置くことを全会一致で決定した。

FOMC 声明文における景気の現状判断は「ワクチン接種の進展と強力な政策支援のなか、経済活動と雇用の指標は引き続き強まっている」との基調判断を維持した。その上で、前回7月会合以降の新型コロナウイルス感染症の再拡大について「パンデミックからの悪影響を最も受けたセクター（パウエル議長の記者会見では旅行、外食等）は、ここ数ヵ月改善してきたが、感染者数の拡大によって回復ペースが減速している」と言及した。

物価上昇は「一時的」との判断を維持も、表現が強められた

物価の現状判断は、前回の「インフレ率は主に一時的な要因を反映して高まっている（has risen）」から「インフレ率は主に一時的な要因を反映して押し上げられている（is elevated）」とされ、「一時的」との判断は維持しつつも、足元の物価上昇について表現が強められた。

景気の見通しは前回と同様に「経済の進路はウイルスの状況に引き続き左右される。ワクチン接種の進展は公衆衛生危機が経済へ与える影響を引き続き軽減しそうであるが、経済見通しに対するリスクは残っている」とした。

テーパリングは11月FOMCでの開始決定を示唆

7月のFOMC議事要旨（8月18日公表）やジャクソンホール会議（8月27日）でのパウエル議長の講演において「年内のテーパリング（量的緩和政策の段階的縮小）開始が適当」との考えが示されたことから、今回の会合では、テーパリングの具体的な開始時期や方法についてどのような判断が示されるか注目されていた。

まず、声明文では「経済の進展が概ね想定通りに続けば、資産買い入れペースの縮小（＝テーパリング）は直ちに正当化されてもよい（＝may soon be warranted）と判断される」とテーパリング開始に向けて踏み込んだ一方、開始時期については明言を避けた。

他方、パウエル議長の記者会見は、11月FOMCでのテーパリング開始決定に向けて踏み込んだ内容であった。具体的には「早ければ次回会合（11月2-3日）」で決定される可能性があるとの考えが述べられた。また、FOMCが昨年12月に示した量的緩和政策のガイダンス^(注)について、物価は“更なる相当な進展”を達成しているとの認識を示した上で、雇用についても「多くのFOMC参加者は“更なる相当な進展”を達成したと感じている」「（パウエル議長）自身も“更なる相当な進展”をほぼ達成した（all but met）と考えている」と明らかにした。

(注) 雇用最大化と物価安定の目標に向けて更なる相当な進展（substantial further progress）があるまで現状の資産買い入れペース（米国債を少なくとも月800億ドル、不動産担保証券を少なくとも月400億ドルのペースで保有残高を増加）を継続。

さらに、次回会合の前に公表される9月の雇用統計（10月8日公表）について、パウエル議長は「著しく強い結果は必要ではない」とも述べた。8月の雇用統計（9月3日公表）は、感染症再拡大によってレジャー・飲食関連を中心に雇用の伸びが大きく減速したが、労働市場全体としては依然として人手不足感が強くタイトであるとの認識も示し、仮に9月単月の雇用統計が振るわない場合でも、年初からの累積的な雇用回復を評価した上で、11月FOMCでのテーパリング開始決定は可能であることを示唆した。

テーパリングの終了時期は来年半ば頃が適当との考えを示した

テーパリングの終了時期は今回のFOMCの決定事項ではないとした上で、パウエル議長は記者会見の中で、経済の回復が続けば来年（2022年）半ば頃にテーパリングを終了することをFOMC参加者が支持していると明らかにした。

前回のテーパリングは2014年1月から10月まで、FOMC会合毎に資産買い入れ額を減額する形で行われた。今回の減額のタイミング（FOMC会合毎または毎月）は明らかではないが、テーパリングの期間を前回より短縮することを志向していることが示された。

経済見通しは感染症再拡大を受けて足元を下方修正、物価は上方修正

3ヵ月毎に公表されているFOMC参加者による経済予測（中央値）をみると（第1表）、実質GDP成長率（各年10-12月期の前年比）は、2021年は足元の感染症再拡大を受けて下方修正された一方、その反動で2022年は上方修正された。また失業率（各年10-12月期の平均値）は、2021年のみ前回から0.3%ポイント上昇方向（悪化方向）へ修正された。ともに、足元の感染症再拡大による景気減速は一時的とみていることが窺われる。

物価（各年10-12月期の前年比）については、個人消費支出（PCE）インフレ率、コアPCEインフレ率ともに、中央値は2021年が大きく上方修正された一方、2022年以降は小幅の上方修正に止まり、中央値からは物価上昇は引き続き一時的と捉えているといえる。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2021	2022	2023	2024	中長期	2021	2022	2023	2024	中長期
実質GDP成長率	前回（6月）	7.0	3.3	2.4	-	1.8	6.8 - 7.3	2.8 - 3.8	2.0 - 2.5	-	1.8 - 2.0
	今回（9月）	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8 - 6.0	3.4 - 4.5	2.2 - 2.5	2.0 - 2.2	1.8 - 2.0
失業率	前回（6月）	4.5	3.8	3.5	-	4.0	4.4 - 4.8	3.5 - 4.0	3.2 - 3.8	-	3.8 - 4.3
	今回（9月）	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6 - 4.8	3.6 - 4.0	3.3 - 3.7	3.3 - 3.6	3.8 - 4.3
PCEインフレ率	前回（6月）	3.4	2.1	2.2	-	2.0	3.1 - 3.5	1.9 - 2.3	2.0 - 2.2	-	2.0
	今回（9月）	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0 - 4.3	2.0 - 2.5	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0
コアPCEインフレ率	前回（6月）	3.0	2.1	2.1	-	-	2.9 - 3.1	1.9 - 2.3	2.0 - 2.2	-	-
	今回（9月）	3.7	2.3	2.2	2.1	-	3.6 - 3.8	2.0 - 2.5	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	-

(注)1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『GDP』と『インフレ率』は10-12月期の前年比。『失業率』は10-12月期の平均値。

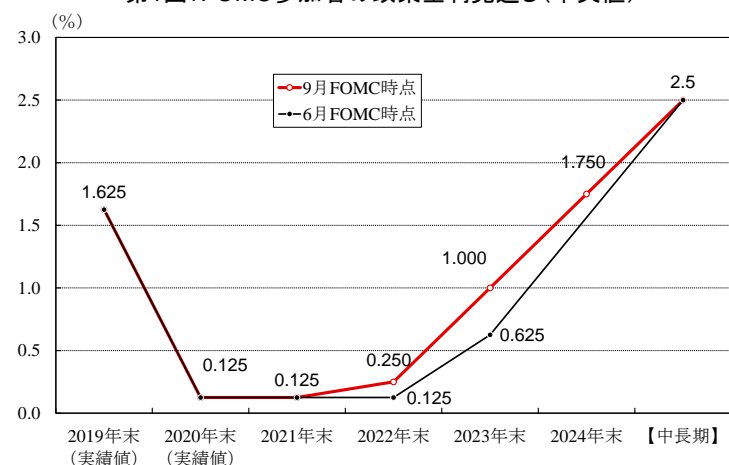
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）では、利上げ開始は 2022 年に前倒し

FOMC 参加者による政策金利見通しを中央値でみると、2022 年末時点で FOMC 参加者の半数（9 人）が利上げを見込んでおり（前回は 7 人）、中央値では 2022 年に利上げ開始が前倒しされる形となった（第 1 図）。また、2023 年末時点の中央値は 1.0%（前回は 0.625%）、今回新たに示された 2024 年末時点では 1.75%と、それぞれ年 3 回の利上げが見込まれている（前回は 2023 年に 2 回の利上げ見込み）。

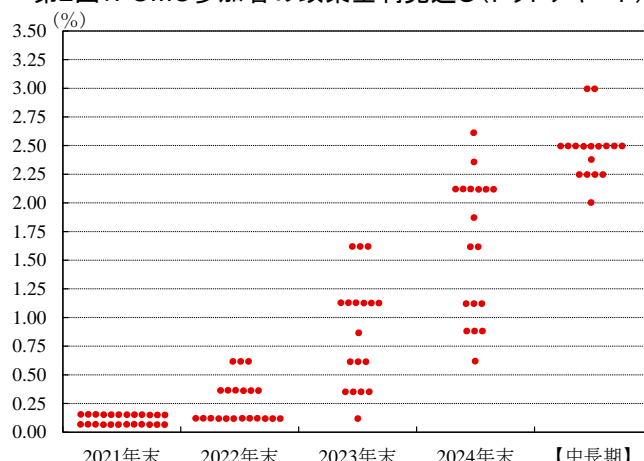
参加者個々にみると、2021 年末については全ての参加者が現行の政策金利水準を予想している一方、2022 年末は 0.25%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が 6 人（前回は 5 人）、0.5%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が 3 人（前回は 2 人）となった（第 2 図）。2023 年末は 9 人が 1.0%ポイント以上高い政策金利水準を予想（前回は 5 人）、2024 年末は 8 人が 2.0%ポイント以上高い政策金利水準を予想している。

第1図：FOMC参加者の政策金利見通し(中央値)



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：FOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)



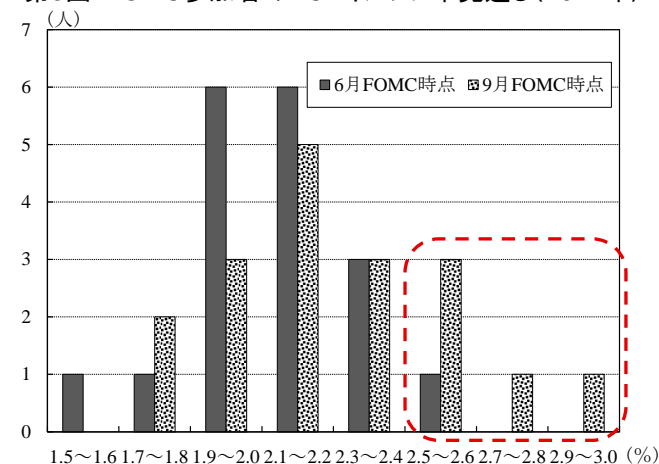
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

利上げ開始時期の判断は雇用の回復状況を重視するとみられる

今回の FOMC では、足元で景気減速懸念が強まっているにもかかわらず、テーパリングの早期着手や政策金利見通しにおける利上げ開始前倒し等、金融正常化を粛々と進めるタカ派的な内容が示された。この点、インフレ懸念の度合いを確認すると、今回示された物価見通しでは、PCE インフレ率の「中央値」は 2021 年の 4.2%から 2022 年は 2.2%へと低下が見込まれており、声明文での「(急速な物価上昇は) 一時的要素を反映」との判断と整合的であるものの、個々の参加者についてみると、2022 年に 2.5%以上の上昇率を見込んでいる参加者が 5 名（前回 6 月は 1 名）に増えている（次頁第 3 図）。こうした変化が、政策金利見通しにおける利上げ開始の前倒し及び回数増加につながった可能性がある。

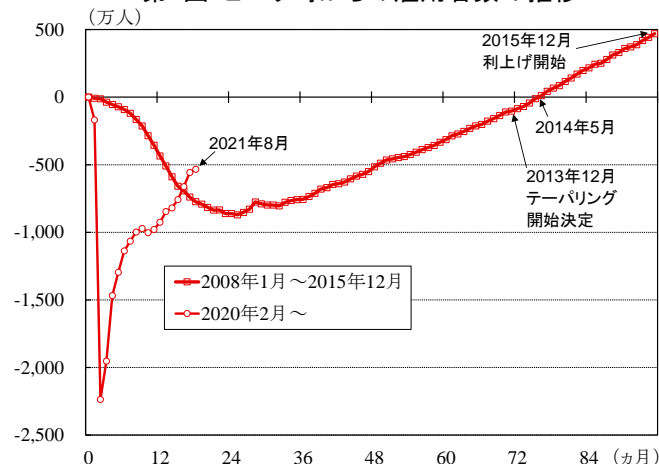
もつとも、パウエル議長は利上げ開始時期について、テーパリング開始よりも厳格な基準を用いて判断すると述べており、その主眼はやはり雇用情勢であると考えられる。この点、足元の雇用者数（2021年8月）が依然直近ピーク時から533万人下回る水準であることは留意しておく必要がある（第4図）。実際、パウエル議長も記者会見で、感染症再拡大の影響により、当初想定していたよりも秋以降の雇用回復が遅れる可能性を指摘しており、雇用の回復度合いを気に掛けていることが窺われる。前回の利上げ開始時期は、雇用者数が直前のピークを有意に超えてからであったことを考えると、今回示されたタカ派的な政策金利見通しも幅を持つてみる必要がある。

第3図: FOMC参加者のPCEインフレ率見通し(2022年)



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: ピーク時からの雇用者数の推移



(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2021年9月23日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(7月27日・28日)	今回(9月21日・22日)
<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>景気・物価の現状判断 With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The 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>景気の見通し The path of the economy continues to depend on the course of the virus. 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>金融政策 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 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 its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals, and the Committee will continue to 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.</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>景気・物価の現状判断 With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The 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 is <u>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>景気の見通し The path of the economy continues to depend on the course of the virus. 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>金融政策 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 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 its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals. <u>If progress continues broadly as expected, the Committee judges that a moderation in the pace of asset purchases may soon be warranted.</u> These asset purchases help foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.</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>投票結果 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>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>投票結果 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>
--	--

(資料)FOMC 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.