

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

3月FOMC～0.25%の利上げを決定、2022年は計7回の利上げを示唆

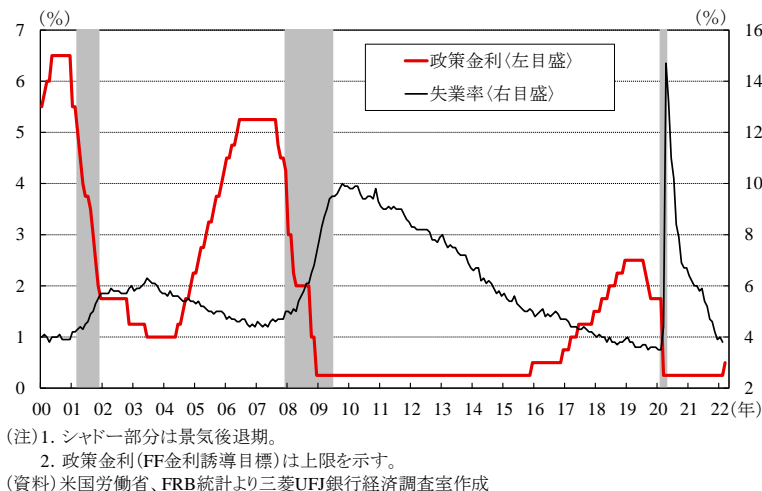
【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は3月15-16日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.00～0.25%から0.25～0.50%へ0.25%ポイント引き上げを決定した。
- ◇ 3ヵ月毎に公表されるFOMC参加者の経済予測（中央値）は、2022年の実質GDP成長率（10-12月期の前年比）が2.8%（前回比▲1.2%ポイント）と大きく下方修正された。一方、インフレ高進やロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格上昇等を踏まえ、2022年のPCEインフレ率（10-12月期の前年比）は4.3%（前回比+1.7%ポイント）と、FRBが目標とする2%を大幅に上回る見通しが示された。
- ◇ FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は、2022年末時点で1.875%と前回（昨年12月）の見通し（0.875%）から大幅に引き上げられた。これは、1回の利上げ幅を0.25%とする場合に年7回の利上げに相当し、年内残りの会合で毎回利上げを行う計算である。また、2023年末時点では2.750%と年3～4回の利上げが見込まれており、2024年末にかけて、FOMC参加者が想定する中長期的な政策金利（中立金利）である2.375%を上回る、引き締め的な金利水準が続くことが予測されている。
- ◇ FRBのバランスシート縮小については、パウエル議長は記者会見において「早ければ次回5月会合で縮小計画を開始できるところまで来ている」と述べ、事前告知を行ったと受け止められる。
- ◇ 今回のFOMCでは、インフレ率が約40年ぶりの高さを記録するなか、FRBがインフレ抑制を優先し、急ピッチな利上げを行っていくことが確認された。ロシアのウクライナ侵攻による不確実性は高いものの、米国とロシアの経済・金融面のつながりは小さく、直接的な影響は限定的とみられることに加え、米国の実体経済、とりわけ雇用環境が良好なことが、今回の判断の背景にあると考えられる。
- ◇ ただし、当面はインフレ率が高止まりするとみられ、昨年までの経済対策の効果が剥落するなか、利上げとバランスシート圧縮を同時に行い、景気への下押し圧力が累積することにより、想定以上に需要を冷やす結果となる可能性には留意が必要であろう。

3年3ヵ月ぶりの利上げを決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は3月15-16日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.00～0.25%から0.25～0.50%へ0.25%ポイント引き上げることを決定した。利上げは2018年12月以来3年3ヵ月ぶりである（第1図）。なお、ブロード・セントルイス連銀総裁は0.5%の利上げを支持して票決に反対した。

第1図：政策金利と失業率



FOMC 参加者の経済見通しは経済成長率の下振れとインフレ率の上振れを予想

FOMC 声明文では、景気の現状判断について「雇用の増加はこの数ヵ月力強い(strong)」と、前回の「堅調である(solid)」から上方修正された。また、物価については「エネルギー価格上昇」や「幅広い価格上昇圧力」を反映してインフレ率は高止まりしていると、表現が強められた。

ロシアのウクライナ侵攻が米国経済に与える影響については、「不確実性が極めて高いが、短期的にはインフレ率の更なる上昇圧力や経済活動の重石となる可能性が高い」との見通しが示された。3ヵ月毎に公表されるFOMC参加者の経済予測（中央値）においても、2022年の実質GDP成長率（10-12月期の前年比）は2.8%（前回比▲1.2%ポイント）と大きく下方修正された（次頁第1表）。もっとも、パウエル議長は記者会見において、2.8%の成長率は潜在成長率を上回り、高い水準であるとの認識を示した。また、失業率（10-12月期の平均値）は2022年に3.5%に達するとの見通しは前回と変わらず、人手不足感の強いなかで、労働市場の逼迫が続くことが見込まれている。

一方、足元のインフレ高進やウクライナ危機に伴うエネルギー価格上昇等を踏まえ、2022年のPCEインフレ率（10-12月期の前年比）は4.3%（前回比+1.7%ポイント）と、FRBが目標とする2%を大幅に上回り、2023年も2.7%（同+0.4%ポイント）と上振れる見通しが示された。

なお、コロナ禍で継続的に使われてきた「経済の先行きは引き続きコロナ禍の進路次第」との文言は今回削除されている。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値				中心傾向			
		2022	2023	2024	中長期	2022	2023	2024	中長期
実質GDP成長率	前回（12月）	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6 - 4.5	2.0 - 2.5	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
	今回（3月）	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5 - 3.0	2.1 - 2.5	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
失業率	前回（12月）	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4 - 3.7	3.2 - 3.6	3.2 - 3.7	3.8 - 4.2
	今回（3月）	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4 - 3.6	3.3 - 3.6	3.2 - 3.7	3.5 - 4.2
PCEインフレ率	前回（12月）	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2 - 3.0	2.1 - 2.5	2.0 - 2.2	2.0
	今回（3月）	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1 - 4.7	2.3 - 3.0	2.1 - 2.4	2.0
コアPCEインフレ率	前回（12月）	2.7	2.3	2.1	-	2.5 - 3.0	2.1 - 2.4	2.0 - 2.2	-
	今回（3月）	4.1	2.6	2.3	-	3.9 - 4.4	2.4 - 3.0	2.1 - 2.4	-

(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

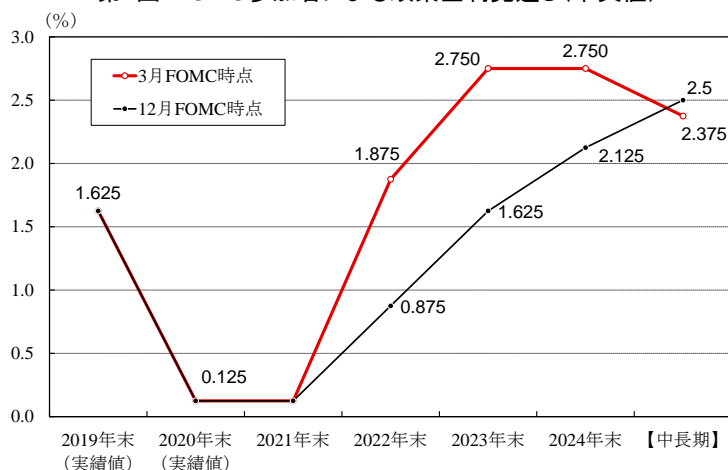
FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は2022年に7回の利上げを示唆

今回の利上げ局面における利上げのペースや政策金利の到達点をみる上で注目されていたFOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は、2022年末時点で1.875%と前回（昨年12月）の見通し（0.875%）から大幅に引き上げられた（第2図）。これは、1回の利上げ幅を0.25%とする場合に年7回の利上げに相当し、年内残りの会合で毎回利上げを行う計算である。

また、2023年末時点では2.750%と年3~4回の利上げが見込まれており、2024年末にかけて、FOMC参加者が想定する中長期的な政策金利（中立金利）である2.375%を上回る引き締め的な金利水準が続くことが予測されている。

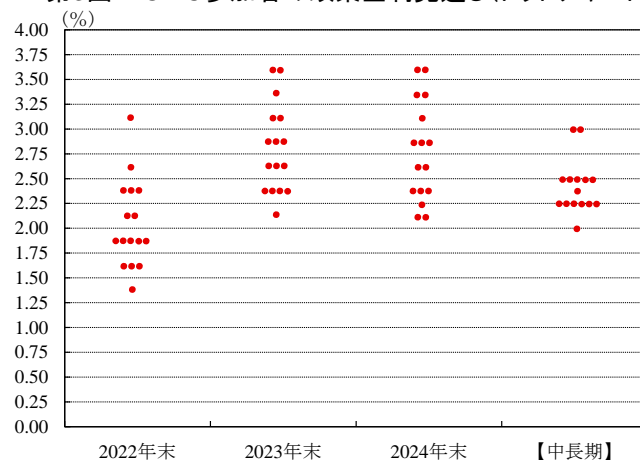
参加者を個々にみると、2022年は16名中12名が7回以上の利上げを見込んでいる計算であり、金融市場の織り込みよりもタカ派的である（第3図）。これは相応に急激な利上げペースだが、パウエル議長は、景気や労働市場は強く、利上げに耐えられるとの認識を示している。

第2図：FOMC参加者による政策金利見通し（中央値）



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3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

バランスシート縮小は早ければ次回5月会合で開始決定

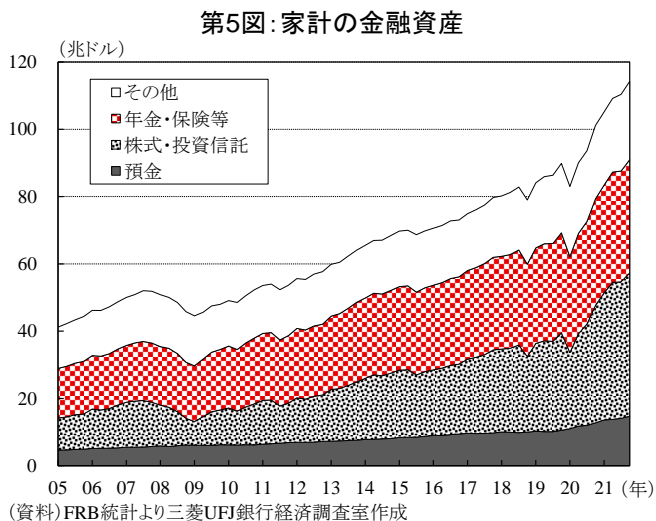
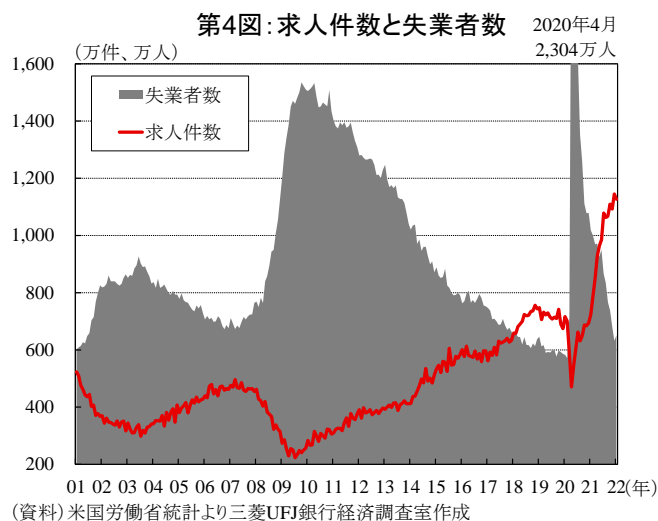
もう1つの注目点であったFRBのバランスシート縮小について、声明文では「今後の会合(at a coming meeting)において、保有する国債、エージェンシー債、ローン担保証券の削減を開始すると予測する」と述べるに止め、具体的な縮小ペース等は明示されなかった。

一方、パウエル議長は記者会見において詳細を明らかにし、「今回の会合において、バランスシートの縮小計画に関する合意に向けて進展が見られた」「早ければ次回5月会合で縮小計画を開始できるところまで来ている」「前回のバランスシート縮小よりも早いペースとなる」「詳細は3週間後に公表される議事要旨で明らかとなる」と述べた。ロシアのウクライナ侵攻による不確実性が高いなか、開始時期を明示することは見送ったものの、次回5月会合におけるバランスシート縮小開始を事前告知したものと受け止められる。

不確実性が極めて高いなかで急ピッチな利上げ局面に向かう米国経済

今回のFOMCでは、インフレ率が約40年ぶりの高さを記録するなか、FRBがインフレ抑制を優先し、急ピッチな利上げを行っていくことが確認された。ロシアのウクライナ侵攻による不確実性は高いものの、米国とロシアの経済・金融面のつながりは小さく、直接的な影響は限定的とみられることに加え、米国の実体経済、とりわけ雇用環境が良好なことが、今回の判断の背景にあると考えられる。

雇用環境については、パウエル議長が記者会見でも再三述べていたとおり、足元の求人件数は失業者数の1.7倍となる等、労働市場は極めてタイトな状況にある(第4図)。また、今回の金融緩和局面における資産価格上昇や累次の経済対策を通じた現金給付等の蓄積により、家計の金融資産(2021年第4四半期)は114兆ドルとパンデミック前(2019年第4四半期)から3割近く増加し、特に株式・投資信託は4割近く増加している(第5図)。個人消



費の原資という点では懸念が小さい状況といえる。

雇用や家計の資産状況が良好であることに加え、足元ではオミクロン株による感染者数が減少し、パンデミックからの回復局面が続くと想定されることも踏まえると（前述の通り、今回 FOMC 声明文からはパンデミックが経済の進路を規定するとの文言は削除）、米国経済は利上げへの耐性を相応に有しているとの FRB の見方も首肯し得よう。

ただし、目先はロシア・ウクライナ情勢の不確実性が高く、個人・企業のマインド悪化やサプライチェーンの混乱が懸念されるとともに、当面はインフレ率が高止まりする公算が大きい。加えて、財政政策という観点では昨年までの経済対策の効果が剥落する局面でもある。利上げとバランスシートの圧縮を同時に行い、景気への下押し圧力が累積することにより、想定以上に需要を冷やす結果となる可能性には留意が必要であろう。

(2022年3月16日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2022年1月25日・26日)	今回(2022年3月15日・16日)
<p>景気・物価の現状判断 Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. <u>The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months but are being affected by the recent sharp rise in COVID-19 cases.</u> Job gains have been <u>solid</u> in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Supply and demand imbalances related to the pandemic <u>and the reopening of the economy have continued to contribute to elevated levels of inflation.</u> <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.</u></p> <p>景気・物価の見通し <u>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.</u></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. In support of these goals, the Committee decided to <u>keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent.</u> <u>With inflation well above 2 percent and a strong labor market, the Committee expects it will soon be appropriate to raise the target range for the federal funds rate.</u> <u>The Committee decided to continue to reduce the monthly pace of its net asset purchases, bringing them to an end in early March. Beginning in February, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$20 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$10 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.</u></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>(今回削除された部分は空白表記) 景気・物価の現状判断 Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen.</p> <p>Job gains have been <u>strong</u> in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. <u>Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</u></p> <p>景気・物価の見通し <u>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain, but in the near term the invasion and related events are likely to create additional upward pressure on inflation and weigh on economic activity.</u></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. <u>With appropriate firming in the stance of monetary policy, the Committee expects inflation to return to its 2 percent objective and the labor market to remain strong.</u> In support of these goals, the Committee decided to <u>raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate.</u> <u>In addition, the Committee expects to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities at a coming meeting.</u></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; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u>; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</p>	<p>投票結果 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Esther L. George; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. <u>Voting against this action was James Bullard, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1/2 to 3/4 percent.</u> Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</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います。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、弊行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.