

【FOMC (22年7月)】

2 会合連続で 0.75%の利上げを実施

～年末までにFFレートは3.75%まで上昇すると予想～

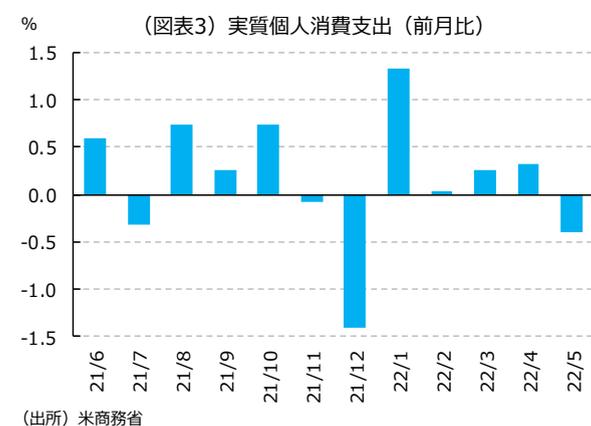
経済調査部 エコノミスト 伊藤 基

1. FFレートは中立的な水準に

7月26-27日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、前回会合に続き、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.75%引き上げ、2.25-2.50%とした（図表1）。ウォーラー理事をはじめとしたFRB（米連邦準備制度理事会）高官の多くが、0.75%の利上げに前向きな考えを直前に示していたことから、大方の想定通りの利上げ幅であった。これで、FFレートはFOMC参加者が予想する中立金利まで引き上げられた。パウエルFRB議長は会合後に行なわれた記者会見で、前回会合に続き2会合連続で0.75%の利上げを実施した背景について、6月CPIの伸びが一段と加速した点を挙げた（図表2）。また、会見では物価上昇圧力に積極的に対応するスタンスが繰り返されており、物価抑制に向けたFRBの強い意志が示されている。

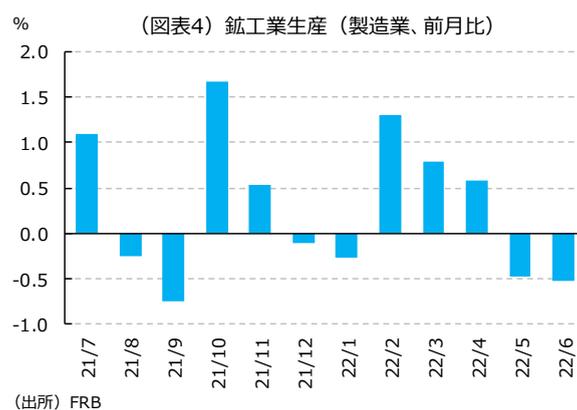
声明文の現状判断部分では、「全体的な経済活動は1-3月期に落ち込んだ後、勢いを取り戻したようだ」との表現が、「最近の支出や生産に関する指標は鈍化した」に下方修正され、経済活動が前回会合時点から鈍化しているとの認識を示した。5月の実質個人消費支出がマイナスに転じたことや（図表3）、6月の鉱工業生産で製造業指数が2ヵ月連続でマイナスになったこと（図表4）などを反映している。一方、雇用については、「強固である」との表現が維持された。物価については、上昇要因として、これまで「パンデミック」、「エネルギー価格の上昇」、「需給の不均衡」を挙げていたが、今回新たに「食料価格」が追加された。食料価格が前年比で2桁の伸びとなっていることなどを反映している。

一方、インフレのリスク要因として挙げられていた、中国のロックダウンがサプライチェーンの回復を阻害するとの文言は削除された。6月1日に上海のロックダウンが解除され、国際的な部品供給が正常化に向かっていることや、各連銀の景



況感調査などで入荷遅延指数が改善しつつあることなどを反映していると考えられる。ただ、中国政府は、「ゼロコロナ」政策を堅持しているだけに、感染動向によっては再度ロックダウンが行なわれ、サプライチェーンが混乱するリスクは残る。

金融政策の採決は、全会一致となった。前会合では、ジョージ総裁が0.5%の利上げを主張していたが、今回は0.75%の利上げに賛同した。前回会合後に公表された6月CPIの結果が上振れたことなどを踏まえて、利上げに対する考えを改めたものと考えられる。



2. 9月FOMCに向けた明確な政策ガイダンスは示さず

FOMC後に行なわれたパウエルFRB議長の記者会見では、足元の米国経済に対する認識と9月以降の利上げ幅に関する質問が多くなされた。

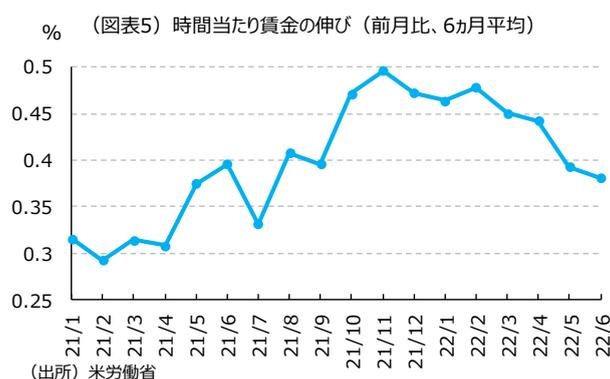
米国の景気後退に関する質問に対しては、「米国経済は今年も成長を続けるための軌道に乗っている」としたものの、「景気の減速は避けられない」とし、「ソフトランディングへの道が一段と狭くなっている」との警戒感を明らかにした。その理由として、2021年のパンデミック禍からの経済再開による高成長の反動と、自身による積極的な利上げの2つを挙げた。また、「景気後退を意図的に引き起こそうとしているわけではない」が、「積極的な利上げによって、潜在成長率を下回る水準での成長を維持する必要がある」と述べ、物価目標を達成するため、利上げによる景気減速はやむを得ないとの考えを明らかにした。

9月以降の利上げ幅や政策スタンスについては、9月に「もう一度、異例の大幅利上げが適切となるかもしれない」との見方を示す一方で、今後明らかになる経済データ次第との認識を示し、「9月に向けた具体的なガイダンスは提供しない」とした。9月会合まで約2ヵ月あり、その間に2回の雇用統計とCPIの公表が控えているだけに、どのような結果でも対応できる余地を残す必要があるとのスタンスである。また、インフレについては「さらなる驚きが待ち構えているかもしれない」と、強い警戒感を示す場面も見られた。

パウエル議長は、今後の利上げのペースについて、「金融政策が一段と引き締めれば、経済に対する累積的な政策調整の影響を評価しながら、利上げペースを緩めることが適切」との考えを示し、今後の利上げ幅の縮小の可能性について言及した。急速な利上げによる景気減速の影響を慎重に見極めたいとの思いがうかがえる。また、来年以降については、「6ヵ月から12ヵ月先のことを見通すことは通常であっても難しいうえに、現在は通常の時期ですらないため、来年の利上げに関しては不確実性が高い」と、防衛線を張ったうえで、「2022年末までにFFレートが3-3.5%の間に達し、2023年にも利上げを実施するとみている」と述べた。当研究所は、物価上昇圧力が根強い状況を見ると、9月FOMCで公表される経済見通しで、年末までのFFレートが3%台後半に引き上げられる可能性が高いとみている。

3. 年末までにFFレートの上限が3.75%になると予想

今回の利上げによってFFレートは、FOMCメンバーが予想する中立水準まで引き上げられた。ただ、物価に大きな影響を与えるとされる賃金の動向を見ると、昨年11月以降、前月比の伸びは均せば鈍化基調が続いている（図表5）。また、エネルギー価格の上昇も一服しているほか、自動車などの財価格にも上昇一服の兆しが見えはじめている。これらの点を考慮



すると年後半にかけて物価の伸びは次第に鈍化していくと考える。こうしたなか、FRB は利上げペースを緩める可能性が高い。当研究所は、9月、11月の会合でそれぞれ0.5%の利上げを実施、残る12月会合で物価上昇圧力が一段と鈍化することを確認したうえで0.25%の利上げを実施し、年末までにFFレートの上限を3.75%まで引き上げると予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2022/6/14-15	2022/7/26-27
<p>Overall economic activity appears to have picked up after edging down in the first quarter. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</p> <p>全体的な経済活動は1-3月期に落ち込んだ後、勢いを取り戻したようだ。 ここ数ヶ月の雇用の増加は強固であり、失業率は低い水準にとどまっている。パンデミック、エネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている。</p>	<p><u>Recent indicators of spending and production have softened. Nonetheless, job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.</u></p> <p><u>最近の支出や生産に関する指標は鈍化した。それにもかかわらず、ここ数ヶ月の雇用の増加は強固であり、失業率は低い水準にとどまっている。パンデミック、食料とエネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・「全体的な経済活動は1-3月期に落ち込んだ後、勢いを取り戻したようだ」との文言を「最近の支出や生産に関する指標は鈍化した」に変更 ・失業率に関する見方は前回から変更なし ・物価上昇の要因に「食料」を新たに追加 	
<p>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The invasion and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p> <p>ロシアによるウクライナに対する軍事侵攻は途方もない人的・経済的苦しみをもたらしている。侵攻と関連する事象がインフレのさらなる押し上げ圧力を生み出し、世界的な経済活動の重石になっている。加えて、中国での新型コロナに関連したロックダウンがサプライチェーンの回復プロセスを阻害し、より広範囲なインフレに影響を与える可能性が</p>	<p><u>Russia's war against</u> Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The <u>war</u> and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p> <p><u>ウクライナに対するロシアの戦争</u>は途方もない人的・経済的苦しみをもたらしている。<u>戦争と関連する事象</u>がインフレのさらなる押し上げ圧力を生み出し、世界的な経済活動の重石になっている。委員会はインフレリスクを非常に注視している。</p>

<p>ある。委員会はインフレリスクを非常に注視している。</p>	
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・「侵攻」の文言を「戦争」に変更 ・戦争と関連する事象が世界的な経済活動の重石になっているとの見方を維持 ・「中国での新型コロナに関連したロックダウンがサプライチェーンの回復プロセスを阻害し、より広範囲なインフレに影響を与える可能性がある」との文言を削除 	
<p>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 raise the target range for the federal funds rate to 1-1/2 to 1-3/4 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>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。これらの目標を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを1.50～1.75%に引き上げ、目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した。さらに、委員会は、5月に発表した「FRBのバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている。</p>	<p>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 raise the target range for the federal funds rate to <u>2-1/4</u> to <u>2-1/2</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>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。これらの目標を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを<u>2.25</u>～<u>2.50%</u>に引き上げ、目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した。さらに、委員会は、5月に発表した「FRBのバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・政策金利は2.25-2.50%に引き上げ ・「委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている」との文言が維持され、インフレ対峙姿勢を示す 	
<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,</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,</p>

<p>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>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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 	
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Lisa D. Cook; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. Voting against this action was Esther L. George, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate by 0.5 percentage point to 1-1/4 percent to 1-1/2 percent. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.</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、ボウマン理事、ブレイナード理事、クック理事、ブラード総裁、ハーカー総裁、ジェファーソン理事、メスター総裁、ウォーラー理事。ジョージ総裁は、今会合でFF金利を0.5%引き上げて1.25%から1.5%にすることが望ましいとして反対票を投じた。ハーカー総裁は代理で投票した。</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; <u>Michael S. Barr</u>; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; <u>Susan M. Collins</u>; Lisa D. Cook; <u>Esther L. George</u>; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; 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>バー理事</u>、ボウマン理事、ブレイナード理事、ブラード総裁、<u>コリンズ総裁</u>、クック理事、<u>ジョージ総裁</u>、ジェファーソン理事、メスター総裁、ウォーラー理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・2会合ぶりに全会一致（前回0.5%の利上げを提案したジョージ総裁も賛成） ・新たに承認されたバー理事とコリンズ総裁は今回のFOMCから参加 	

※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