

# 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

### 11月FOMC～予定通りにテーパリング開始を決定

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は11月2-3日の定例会合で政策変更を行い、量的緩和の縮小（テーパリング）を11月より開始することを全会一致で決定した。政策金利の誘導目標レンジは0%～0.25%で据え置かれた。
- ◇ FOMC 声明文では、言い回しが断定調から推測調に変更されたものの、物価上昇は「一時的」との見方自体は維持された。パウエル議長は、「来年にかけて供給面のボトルネックや高インフレは続くだろう」と述べた上で、「パンデミックが収まるにつれて供給面のボトルネックは薄れて雇用も戻り、高インフレも収まる」、「その時期がいつになるかは極めて不確実だが、来年の第2四半期または第3四半期までにはインフレ率は低下するとみている」との考えを述べた。
- ◇ テーパリングは、昨年12月に示された量的緩和政策のガイダンス（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があるまで米国債を月800億ドル、不動産担保証券を月400億ドルのペースで保有残高を増加）に対して、11月より毎月、米国債100億ドル、不動産担保証券50億ドルのペースでネットの資産購入額を縮小させていくことを決定した。毎月の縮小ペースが変わらなければ、テーパリングは11月より8ヵ月間、すなわち来年6月に終了する計算となる。
- ◇ 今後注目される利上げ開始時期については、インフレの動向とともに、FRBが目標として掲げる「雇用最大化」の判断がポイントとなる。この判断にあたっては、雇用者数に加えて労働参加率（生産年齢人口に占める就業者+失業者の割合）が鍵となろう。
- ◇ パウエル議長は、「雇用最大化」は様々な角度から判断されるものとしつつ、これまでの回復ペースが続けば2022年後半にも達成しうるとの考えを示している。労働参加率の観点からは、早期引退したシニア層の労働市場への復帰は見込みがたい一方、働き盛りの層（25～54歳）は感染症への警戒が緩和されるにつれて労働市場に回帰するとみられ、「雇用最大化」を判断する材料の1つとして注目されよう。

## 市場の予想通りにテーパリング開始を決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は 11 月 2-3 日の定例会合で政策変更を行い、量的緩和の縮小（テーパリング）を 11 月より開始することを全会一致で決定した。今回のテーパリング開始決定は、前回 9 月会合やその後の FRB 高官の発言で示唆されており、市場の想定通りの内容であった。なお、政策金利の誘導目標レンジは 0%～0.25% で据え置かれた。

## 景気の現状判断は維持

まず、FOMC 声明文における景気の現状判断をみると、「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」との文言が維持された。

新型コロナウイルスの影響についても、「パンデミックからの悪影響を最も受けたセクター（旅行やレジャー）は、ここ数ヵ月改善してきたが、夏場の感染者数の拡大によって回復ペースが減速している」と、前回とほぼ同じ文言であった。足元では米国の新規感染者数は減少しており、パウエル議長は記者会見において、新規感染者数の減少とワクチン接種の普及がさらに進むことにより、今四半期は持ち直すだろうとの見方を示した。

## 供給面のボトルネックや高インフレは来年にかけて続くも「一時的」との判断は維持

物価については、長引くサプライチェーン停滞や足元のエネルギー価格上昇を受け、FOMC の判断が注目されていた。声明文では「インフレ率は、一時的と見込まれる要因を主に反映して押し上げられている。パンデミックに関わる供給と需要のインバランス（不均衡）や経済活動の再開により、いくつかのセクターでは大幅な物価上昇につながっている」との文言（下線部）が加えられた。

もともと、言い回しが断定調から推測調に変更されたものの、物価上昇を「一時的」とする認識自体は維持しており、見通しの部分において「ワクチン接種が進展し、供給制約が緩和されることにより、引き続き経済活動や雇用の回復が見込まれるとともに、インフレ率の低下が予想される」と記された。この点についてパウエル議長は、「来年にかけて供給面のボトルネックや高インフレは続くだろう」と述べた上で、「パンデミックが収まるにつれて供給面のボトルネックは薄れて雇用も戻り、高インフレも収まる」、「その時期がいつになるかは極めて不確実だが、来年の第 2 四半期または第 3 四半期までにはインフレ率は低下するとみている」との考えを述べた。

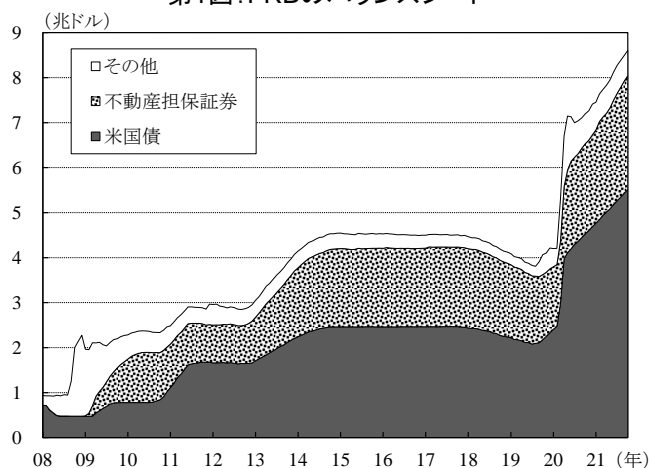
## 資産購入額の縮小は 11 月より開始して来年 6 月まで実施

今回決定されたテーパリングについてみると、昨年 12 月に示された量的緩和政策のガイダンス（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があるまで米国債を月 800 億ドル、不動産担保証券を月 400 億ドルのペースで保有残高を増加）に対して、11 月より毎月、

米国債 100 億ドル、不動産担保証券 50 億ドルのペースでネットの資産購入額を縮小させていくことを決定した（第 1 図、第 1 表）。毎月の縮小ペースが変わらなければ、テーパリングは 11 月より 8 ヶ月間、すなわち来年 6 月に終了する計算となる。声明文では、毎月同じペースで資産購入額を縮小させるのが適切だが、経済見通しの変更に応じてペースを調整しうると記された。

前回のテーパリングよりも速いペースで実施されることについて、パウエル議長は、前回のテーパリング開始時は雇用最大化からの距離がより遠く、インフレ率も低かったが、今回は需要が極めて強く労働市場もタイトであり、状況が大きく異なると説明した。

第1図:FRBのバランスシート



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表:前回のテーパリングとの比較

	前回	今回
実施時期	2014年1月～10月 (10ヵ月)	2021年11月～ 2022年6月(8ヵ月、縮 小ペース一定の場合)
資産購入額の 縮小ペース	・米国債を50億ドル、 不動産担保証券を50億 ドルずつ縮小 ・FOMC会合毎に縮小	・米国債を100億ドル、 不動産担保証券を50億 ドルずつ縮小 ・毎月縮小 ・経済見通しの変化に よって正当化されるので あれば、ペースを調整 する準備は出来ている

(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

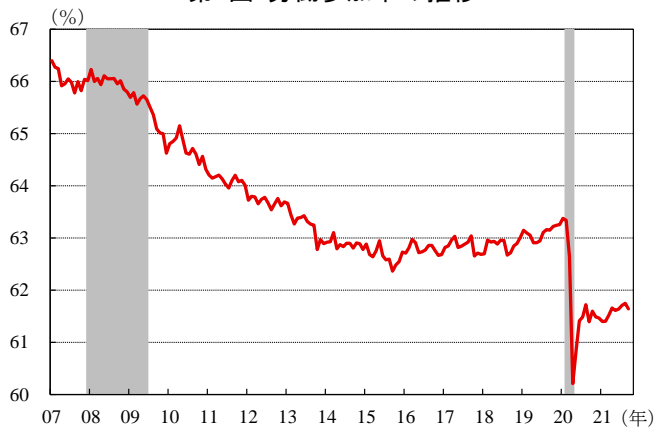
### 利上げ開始に向けて注目される「雇用最大化」の判断

今後注目される利上げ開始時期については、インフレの動向とともに、FRB が目標として掲げる「雇用最大化」の判断がポイントとなる。この判断にあたっては、雇用者数に加えて労働参加率（生産年齢人口に占める就業者＋失業者の割合）が鍵となろう。

感染症への警戒や子供の世話、早期引退等、様々な理由によって労働市場から労働者が退出したために労働参加率は大きく低下し、足元は横這いとなっている（次頁第 2 図）。労働参加率を年齢別にみると、特に 55 歳以上の層は回復が鈍く、パンデミックによってシニア層の早期引退が増加し、労働参加率全体を下押ししていると考えられる（次頁第 3 図）。

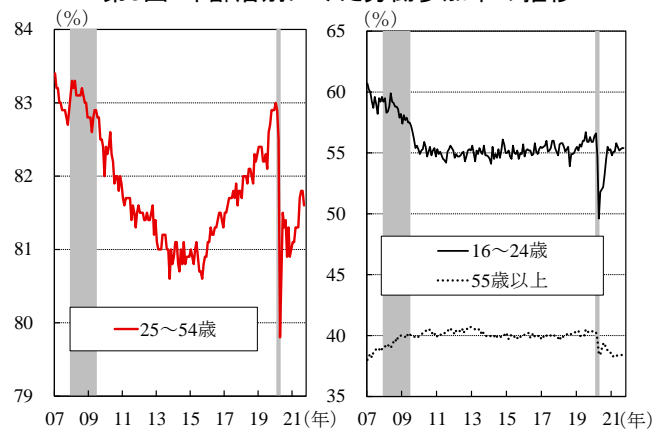
パウエル議長は、「雇用最大化」は様々な角度から判断されるものとしつつ、これまでの回復ペースが続けば 2022 年後半にも達成しうるとの考えを示している。この判断にあたって、労働参加率の観点からは、早期引退したシニア層の労働市場への復帰は見込みがたい一方、働き盛りの層（25～54 歳）は感染症への警戒が緩和されるにつれて労働市場に回帰するとみられ、「雇用最大化」を判断する材料の 1 つとして注目されよう。

第2図: 労働参加率の推移



(注)シャドー部分は景気後退期。  
 (資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 年齢層別にみた労働参加率の推移



(注)シャドー部分は景気後退期。  
 (資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2021年11月3日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(9月21日・22日)	今回(11月2日・3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 improved in recent months, but the rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting <u>transitory factors</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.</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 <u>will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain.</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. 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. <u>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. If progress continues broadly as</u></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 improved in recent months, but the <u>summer's</u> rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting <u>factors that are expected to be transitory. Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have contributed to sizable price increases in some sectors.</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.</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 <u>and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation.</u> 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. <u>In light of the substantial further progress the economy has made toward the Committee's goals since last December, the Committee decided to begin reducing the monthly pace of its net asset purchases by \$10 billion for Treasury securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$70 billion per month and</u></p>

<p>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.</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><u>of agency mortgage-backed securities by at least \$35 billion per month. Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$30 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be 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.</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; 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.