

# 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

### 5月FOMC～0.5%ポイントの利上げと6月のバランスシート縮小開始を決定

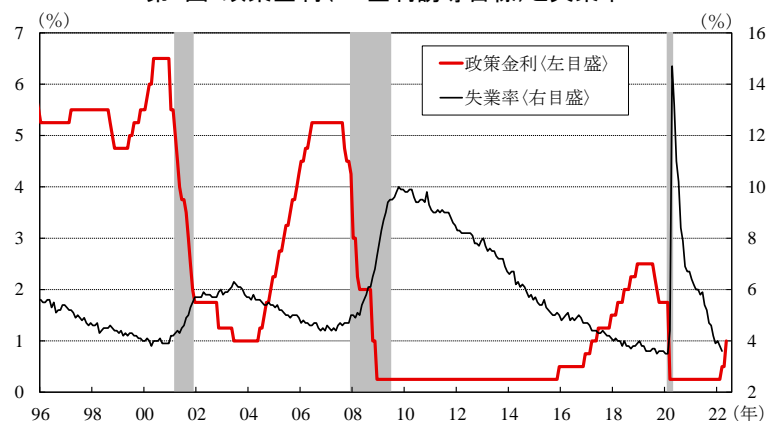
#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は5月3-4日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.25～0.50%から0.75～1.00%へ0.5%ポイント引き上げることを決定した。0.5%ポイントの利上げを行うのは2000年5月以来22年ぶりである。
- ◇ FOMC 声明文では、景気・雇用は引き続き堅調であるとの認識が示された。一方、物価については、ロシアのウクライナ侵攻が更なるインフレ圧力をもたらしているとともに、中国のゼロコロナ政策がサプライチェーン混乱を悪化させる可能性が高いと指摘し、「インフレリスクを強く注視している」との文言を加えて警戒が強められた。
- ◇ 今後の利上げペースにつき、パウエル議長は記者会見で「次の2会合（6、7月）で、0.5%ポイントずつの利上げを行うことに委員会内で幅広い支持がある」と明らかにする一方、「0.75%ポイントの利上げは委員会として積極的に検討されていない」とも述べた。いずれにせよ、連続利上げ且つ2回先までの利上げ予告は近年では異例といえる。
- ◇ バランスシート縮小については、6月より保有証券の縮小開始を決定。当初は月475億ドル（国債300億ドル、エージェンシー債及びMBS175億ドル）、3ヵ月後の9月より月950億ドル（国債600億ドル、エージェンシー債及びMBS350億ドル）を上限として、満期を迎える保有証券の再投資を見送る形でバランスシートを縮小する。
- ◇ ロシアのウクライナ侵攻以降、先行きの不透明感が高まるとともにインフレ圧力が増大する中でFRBは金融引き締め姿勢を強めており、金融市場では景気後退やスタグフレーションを懸念する見方が広がっている。一方、パウエル議長は記者会見において、足元の景気・雇用は力強いことから、急ピッチな金融引き締めを行っても、景気後退に陥ることなく、インフレを抑制することは可能との見解を改めて示した。
- ◇ また、パウエル議長が次回6月会合における0.75%ポイントの利上げを現時点では否定し、0.5%ポイントの利上げを続ける意向としている背景に、インフレ率がピークアウトしつつあるとの見方がある。ただし、中国のロックダウンの影響や雇用コストの増加等、インフレ圧力は多岐に亘っており、かつ供給制約の側面が強い。インフレ率の上振れリスクは引き続き高い点に留意が必要であろう。

## 22年ぶりとなる0.5%ポイントの利上げを決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は5月3-4日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.25～0.50%から0.75～1.00%へ0.5%ポイント引き上げることを選定した（第1図）。0.5%ポイントの利上げを行うのは2000年5月以来22年ぶりである（IT関連企業の株価急騰や景気過熱により、グリーンズパン議長時代の1999年6月から2000年5月まで6回にわたり計1.75%ポイントの利上げを実施。うち5回は0.25%ポイントずつ、2000年5月は景気過熱によるインフレ懸念の高まりを受けて0.5%ポイント引き上げられた）。また、バランスシート縮小を6月より開始することも選定した。票決は全会一致であった。

第1図：政策金利（FF金利誘導目標）と失業率



(注)1. シャド一部分は景気後退期。  
2. 政策金利（FF金利誘導目標）は上限を示す。  
(資料)FRB、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 景気・雇用は堅調維持との認識を示す一方、インフレリスクへの警戒が強められた

景気の現状判断について、2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%とマイナス成長に陥ったものの、FOMC 声明文では「経済活動全体は1-3月期にわずかに縮小したものの、家計の支出と企業の設備投資は力強さを保った」と、内需は引き続き堅調であるとの認識が示された。また、雇用は「この数ヵ月、堅調に増加しており、失業率は大幅に低下した」と述べられた。

一方、物価については、ロシアのウクライナ侵攻が更なるインフレ圧力をもたらしているとともに、中国のゼロコロナ政策がサプライチェーン混乱を悪化させる可能性が高いと新たに指摘し、「インフレリスクを強く注視している」との文言を加えて警戒が強められた。

## 6月、7月会合で0.5%ポイントずつの利上げ実施を示唆、0.75%ポイントの利上げは否定

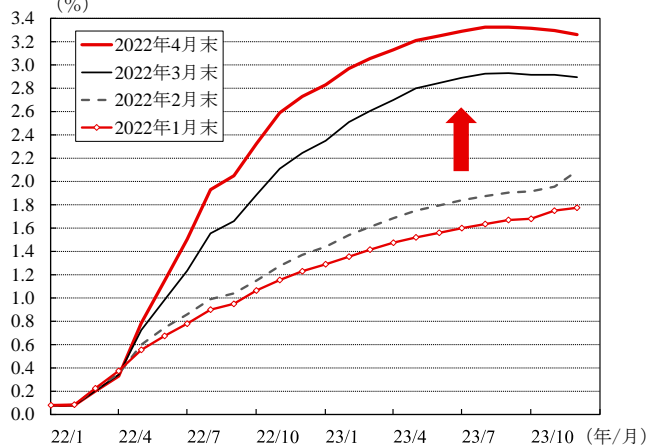
今回の会合における0.5%ポイントの利上げは、足元のインフレ率が目標（長期的に+2%）を大きく上回りかつインフレ圧力が強い状況を受けて、パウエル議長ほかFRB高官が事前に示唆していたものであった。また、0.25%ポイントの利上げを行った前回3月会合において

も、ロシアのウクライナ侵攻直後でなければ0.5%ポイントの利上げが支持されていたことが、議事要旨より明らかとなっていた。

今後の利上げペースについて、パウエル議長は記者会見において「次の2会合（6月、7月）で、0.5%ポイントずつの利上げを行うことに委員会内で幅広い支持がある」と明らかにした。一方、パウエル議長は「0.75%ポイントの利上げは委員会として積極的に検討されていない」とも述べた。いずれにせよ、連続利上げ且つ2回先までの利上げ予告は近年では異例といえる。金融市場では、FRBが物価関連指標として重視する雇用コスト指数（次頁第6図）が高い伸びを示したこと等を受けて、次回6月会合で0.75%ポイントの利上げを行うとの見方が強まり、2022年内に2.9%程度までの政策金利引き上げが織り込まれている（第2図）。0.75%ポイントの利上げに否定的なパウエル議長の発言を受けて、金融市場の利上げ織り込みは一時後退した（但し、5月5日時点では、6月会合での0.75%ポイント利上げの見方が再び強まっている）。

なお、パウエル議長は、0.75%ポイントではなく0.5%ポイントの利上げを続ける意向としている背景として、FRBが同じく重視する物価指標であるコアPCEデフレーターが3月は前年比+5.2%と前月（同+5.3%）からわずかに鈍化したことを挙げて、インフレ率がピークアウトしつつあるとの期待を示した点は注目される（第3図）。

第2図:FF先物金利による政策金利の織り込み (%)



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図:個人消費支出(PCE)デフレーター (前年比、%)



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

### 当初は月475億ドル、9月から月950億ドルを上限としてバランスシート縮小

もう1つの金融引き締め手段であるバランスシート縮小に関して、6月より保有証券の縮小開始を決定するとともに、「バランスシート縮小計画 (Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet)」を公表した（次頁第1表）。同計画によると、当初は月475億ドル（国債300億ドル、エージェンシー債及びMBS（住宅ローン担保証券）175億ドル）、3ヵ月後の9月より月950億ドル（国債600億ドル、エージェンシー債及びMBS350億ドル）を上限として、満期を迎える保有証券の再投資を見送る形でバランスシートを縮小する。このペ

ースを続ける場合、3~4年でパンデミック前のバランスシートの規模に縮小する計算となる（第4図）。

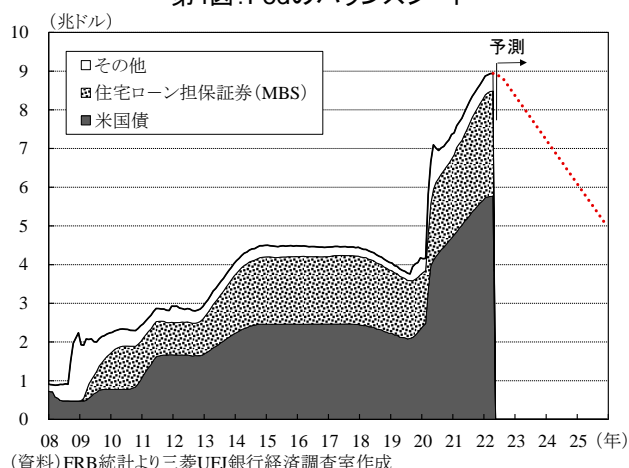
なお、3月会合の議事要旨によると、MBSについてはバランスシート縮小が十分に進んだ段階で、満期償還前に売却していくことが検討されている。

第1表：バランスシート縮小計画の概要

- ・SOMA（公開市場操作用の口座）に保有する証券の元本償還分の再投資額を調整することを通じて、予見可能な形で縮小。6月1日より、再投資を見送る金額に毎月の上限額を設定。
- ・米国債の上限額は当初月300億ドル、3ヵ月後に月600億ドルに拡大。
- ・エージェンシー債及びMBSの上限額は当初月175億ドル、3ヵ月後に月350億ドルに拡大。
- ・保有証券は、準備預金が豊富な状況下において、金融政策を効率的、効果的に遂行する上で必要な金額に達するまで減少。
- ・経済・金融情勢に応じて、バランスシート縮小方法の詳細は調整される。

（資料）FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

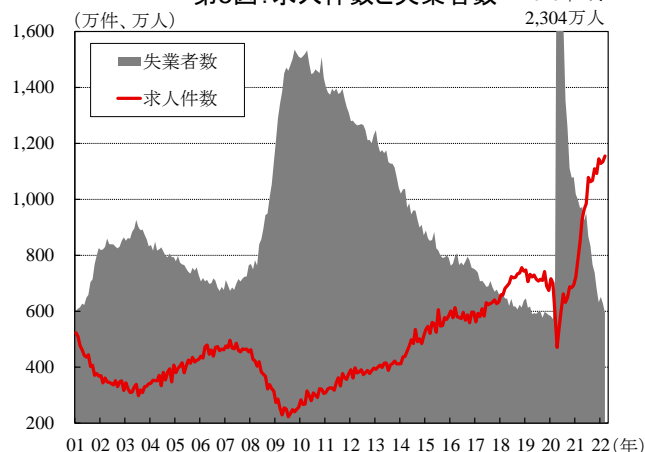
第4図：Fedのバランスシート



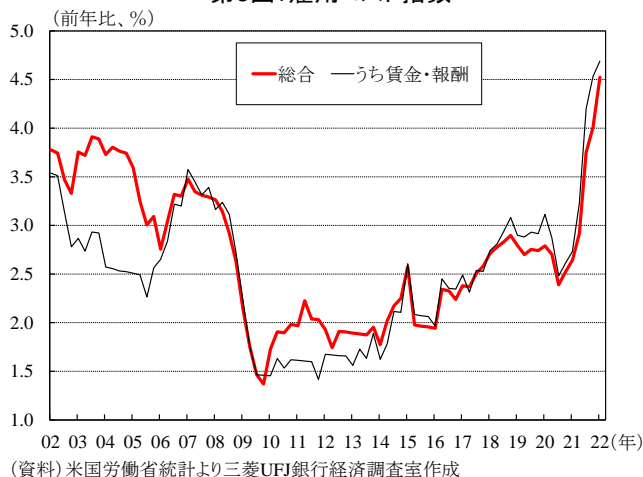
## インフレ率はピークアウトしつつある一方、上振れリスクは引き続き高い

ロシアのウクライナ侵攻以降、先行きの不透明感が高まるとともに、インフレ圧力が増大するなかで、FRBは金融引き締め姿勢を強めており、金融市場では景気後退やスタグフレーションを懸念する見方が広がっている。一方、パウエル議長は記者会見において、足元の景気・雇用は力強いことから、急ピッチな金融引き締めを行っても、景気後退に陥ることなく、インフレを抑制することは可能との見解を改めて示した。特に雇用に関して、3月の求人件数は統計開始以来最高を更新する等、人手不足感は著しく、金融引き締めに耐える余地があるとの見方は成り立つであろう（第5図）。

第5図：求人件数と失業者数 2020年4月 2,304万人



第6図：雇用コスト指数



他方、パウエル議長は次回6月会合における0.75%ポイントの利上げを現時点では否定し、0.5%ポイントの利上げを続ける意向としている背景に、インフレ率がピークアウトしつつあるとの見方がある。ただし、中国のロックダウンの影響や雇用コストの増加（前掲第6図）等、インフレ圧力は多岐に亘っており、かつ供給制約の側面が依然として強い。インフレ率の上振れリスクは引き続き高い点に留意が必要であろう。

(2022年5月5日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)



FOMC 声明文

前回(2022年3月15日・16日)	今回(2022年5月3日・4日)
<p>景気・物価の現状判断</p> <p><u>Indicators of economic activity and employment have continued to strengthen.</u> Job gains have been <u>strong</u> in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</p> <p>景気・物価の見通し</p> <p>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain, <u>but in the near term</u> the invasion and related events are <u>likely to create</u> additional upward pressure on inflation and weigh on economic activity.</p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. 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. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>1/4 to 1/2</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee <u>expects</u> to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities <u>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</p> <p>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</u></p>	<p>景気・物価の現状判断</p> <p><u>Although overall economic activity edged down in the first quarter, household spending and business fixed investment remained strong.</u> Job gains have been <u>robust</u> in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.</p> <p>景気・物価の見通し</p> <p>The invasion of Ukraine by Russia is causing tremendous human and economic hardship. The implications for the U.S. economy are highly uncertain. The invasion and related events are <u>creating</u> additional upward pressure on inflation and <u>are likely to</u> weigh on economic activity. <u>In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.</u></p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. 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. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>3/4 to 1</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. In addition, the Committee <u>decided</u> to begin reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities <u>on June 1, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in conjunction with this statement.</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</p> <p>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>

by 0.5 percentage point to 1/2 to 3/4 percent. Patrick Harker voted as an alternate member at this meeting.

(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.