

2022年5月6日 全6頁

# FOMC 0.50%pt の利上げと QT の開始を決定

少なくとも7月のFOMCまでは毎回0.50%ptの利上げが続く見込み

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作大祐

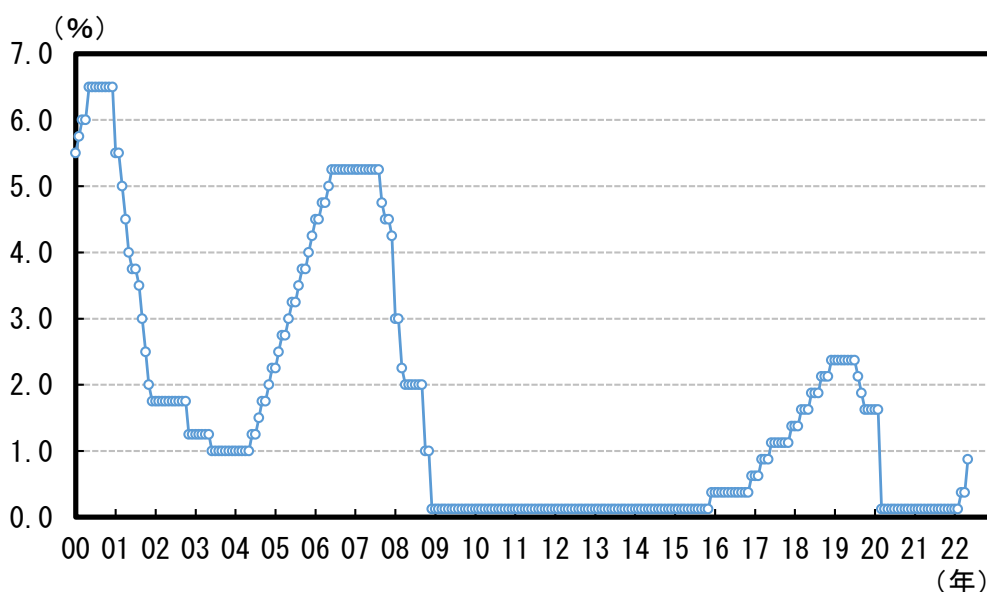
## [要約]

- 2022年5月3・4日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の0.25-0.50%から0.75-1.00%へと0.50%pt引き上げられた。利上げは3月のFOMCに続き2会合連続となり、政策金利の引き上げ幅（0.50%pt）は2000年5月以来の大きさとなった。
- 利上げに加えて、今回のFOMCでは6月1日からのバランスシートの縮小（QT）の開始も決定された。FRBが保有する国債に関して、毎月の減額のキャップを当初は300億ドルに設定し、3ヵ月後の9月に毎月600億ドルまで引き上げることとなった。エージェンシー債・MBSについては、毎月の減額のキャップを当初は175億ドルに設定し、3ヵ月後の9月に毎月350億ドルまで引き上げることとされている。
- 今回のFOMCにおける0.50%の利上げとQT開始の公表に関して、市場は概ね織り込み済みであり、大きなサプライズはなかった。むしろ、注目点は足下の景気・物価判断と、今後の利上げペース、そして、中立金利水準及び最終的な金利水準（ターミナルレート）に対する認識であった。パウエル議長は、足下の景気が堅調であり、インフレ圧力は引き続き強いとの認識の下、少なくとも、7月のFOMCまでは毎回0.50%ptの利上げを実施する可能性を示唆した。ただし、市場が注目する0.75%ptの利上げに関しては、否定的な姿勢を示した。
- ターミナルレートに関しては、まずは中立金利水準（2-3%程度）まで利上げを迅速に進めた後、インフレ見合いで更なる利上げを躊躇しないことが示唆された。市場は足下ターミナルレートを3.4%程度と捉えており、中立金利水準までFRBが金利を引き上げた後も更に利上げを推し進めるバッファは残ることになるだろう。

## 0. 50%pt の利上げを決定

2022年5月3・4日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の0.25-0.50%から0.75-1.00%へと0.50%pt 引き上げられた。利上げは3月のFOMCに続き2会合連続となり、政策金利の引き上げ幅（0.50%pt）は2000年5月以来の大きさとなった。今回の利上げに関しては、4月21日のIMF主催のパネルディスカッションにおいて、パウエルFRB議長が0.50%ptの利上げは合理的な選択肢と述べていたことから、市場参加者にとって特段の驚きはない。

図表1 FF レートの誘導目標レンジの中央値



（出所）FRB より大和総研作成

## バランスシートの縮小を決定

利上げに加えて、今回のFOMCでは、6月1日からのバランスシート縮小（QT）の開始も決定された。今回のFOMCでは、「連邦準備制度のバランスシートの規模を縮小するための計画（Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet）」（以下、「計画」）が公表された。「計画」は、QTの大まかな方針を示した「連邦準備制度のバランスシートの規模を縮小するための原則」（1月のFOMCで公表）を踏まえて、より具体的な内容を示したものである<sup>1</sup>。

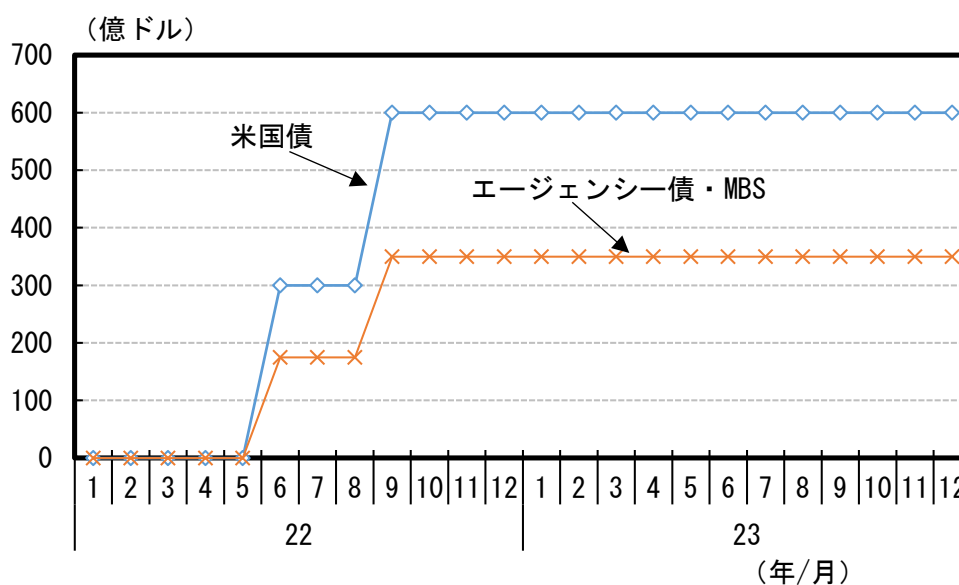
「計画」の具体的な内容を見ると、FRBが保有する国債に関して、毎月の減額のキャップを当初は300億ドルに設定し、3ヵ月後の9月には毎月600億ドルまで引き上げるとされた。同様に、エージェンシー債・MBSについては、毎月の減額のキャップを当初は175億ドルに設定し、3ヵ月後の9月には毎月350億ドルまで引き上げることとされている。前回のQT期間（2017年10月-2019年7月）において、国債の減額キャップが当初は毎月60億ドル、エージェンシー債・MBSが当初は毎月40億ドルで設定されていた。そして、減額キャップの引き上げは約1年をか

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 利上げは3月開始、QTは最短5月開始」（2022年1月27日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220127\\_022811.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220127_022811.html)

けて段階的に行われ、最終的に国債が 300 億ドル、エージェンシー債・MBS が 200 億ドルとなった。今回の QT は前回に比べて、急ピッチかつ大幅なものといえる。なお、縮小後の最終的なバランスシートの規模に関しては、「金融政策を効率的かつ効果的に実施するために十分な金額の証券保有を維持する」とされ、具体的な数値は示されなかった。

QT の開始に関しては、4 月にブレイナード理事やウィリアムズ NY 連銀総裁が 5 月の FOMC で公表することを示唆していた。また、QT の具体的な内容についても 3 月の FOMC の議事録で国債の最大キャップが 600 億ドル、エージェンシー債・MBS が 350 億ドルとなることが示唆されていた。Bloomberg の調査（4 月 22-27 日に実施）によれば、市場参加者は 5-6 月に QT を開始し、当初の減額キャップを国債は 290 億ドル、エージェンシー債・MBS を 160 億ドルと見込んでいた。当初の減額キャップに関して市場見込みから小幅に上振れしたが、大きなサプライズはなかったといえる。

図表 2 QT の減額キャップのイメージ図



(出所) FRB より大和総研作成

## 少なくとも 7 月の FOMC までは毎回 0.50%pt の利上げが続く見込み

今回の FOMC における 0.50%pt の利上げと QT 開始の公表に関して、市場は概ね織り込み済みであり、大きなサプライズはなかった。むしろ、今回の注目点は、①1-3 月期のマイナス成長を含めた景気判断と物価の先行き、②今後の 0.50%pt 或いは 0.75%pt の利上げ可能性、③中立金利水準と今回の利上げフェーズにおけるターミナルレート（最高到達点）であったといえる。

まず、足下の景気に関しては、1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲1.4%となったものの、押し下げ要因の大部分は純輸出と在庫であり、個人消費や設備投資といった主要項目は堅調であった<sup>2</sup>。今回の FOMC 声明文では、「全体的な経済活動は第 1 四半期に徐々に低下したが、

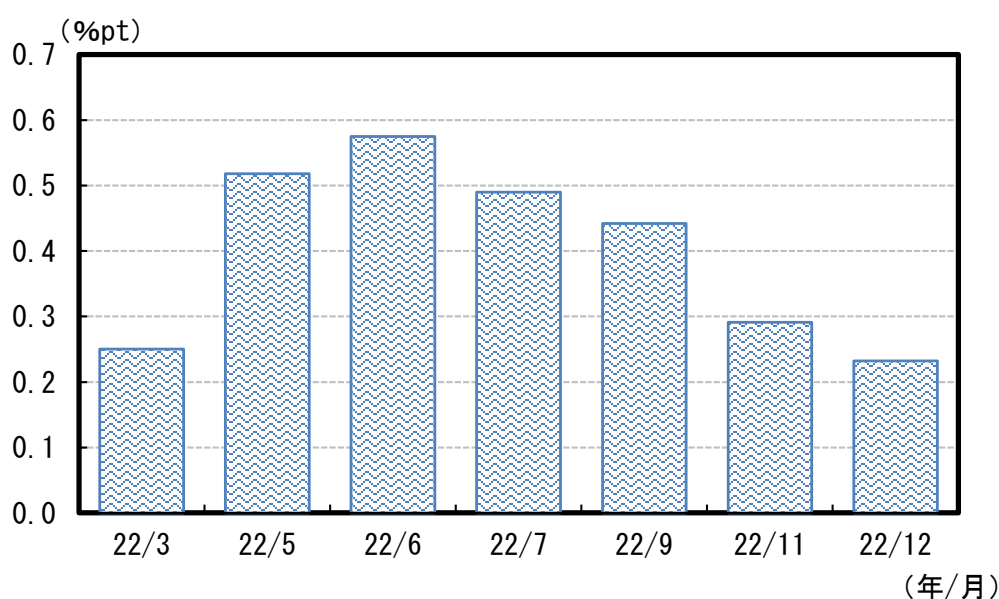
<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米 GDP 2020 年 4-6 月期以来のマイナス成長」（2022 年 5 月 2 日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220502\\_023007.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220502_023007.html)

個人消費と企業の設備投資は引き続き堅調だった」との表現が用いられた。パウエル議長も声明文公表後の記者会見で、1-3月期のマイナス成長は純輸出と在庫の変動が大きく反映されたため、将来の景気のトレンドを大きく左右しないと述べ、実体経済は堅調さを維持していると指摘した。また、パウエル議長は、労働市場も引き続き強化されており、とりわけ労働需要は極めて強く、労働供給は依然として抑制されていることから、需給は非常にタイトであると評価した。

物価に関しては、コアCPIやコアPCEの伸びに一服感が見られている。一方、PPIや輸入物価は加速し、雇用コスト指数は市場予想以上の伸びの大きさとなったことから、インフレ圧力は引き続き強い。こうした中、パウエル議長は記者会見で、コアCPIやコアPCEにやや落ち着きが見られるものの、安心感を得る理由にはならないとの見解を示した。また、今回の声明文では、ウクライナ危機に加えて、中国におけるロックダウンがサプライチェーンの混乱をより悪化させ、更にインフレ加速を推し進める可能性があることが付け加えられた。

景気が堅調さを維持する中、インフレ圧力は引き続き強いことから、6月のFOMC以降も0.50%pt以上の利上げが実施される可能性があり、パウエル議長の記者会見での発言が衆目を集めた。今回のFOMC後の記者会見の冒頭発言で、パウエル議長は、次のいくつかの会合(the next couple of meetings)で追加の0.50%ptの利上げが検討されるべきとの認識がFOMC内で共有されていると述べており、0.50%ptの利上げが今後も継続する可能性が高まった。問題は「次のいくつかの会合」の範囲であり、通常であれば2-3回の会合(7-9月のFOMCまで)と幅をもって解釈される。ただし、パウエル議長が記者の質問に答える形で、次の2回の会合とも述べたことから、少なくとも7月のFOMCまでは毎回0.50%ptの利上げが継続し、9月は金融引き締めの効果とインフレ圧力の動向を見ながら、0.50%ptの利上げを検討するということになる。

図表3 FF先物から算出した市場が想定する利上げ幅 (5月3日時点)



(注) 3月は実績値。

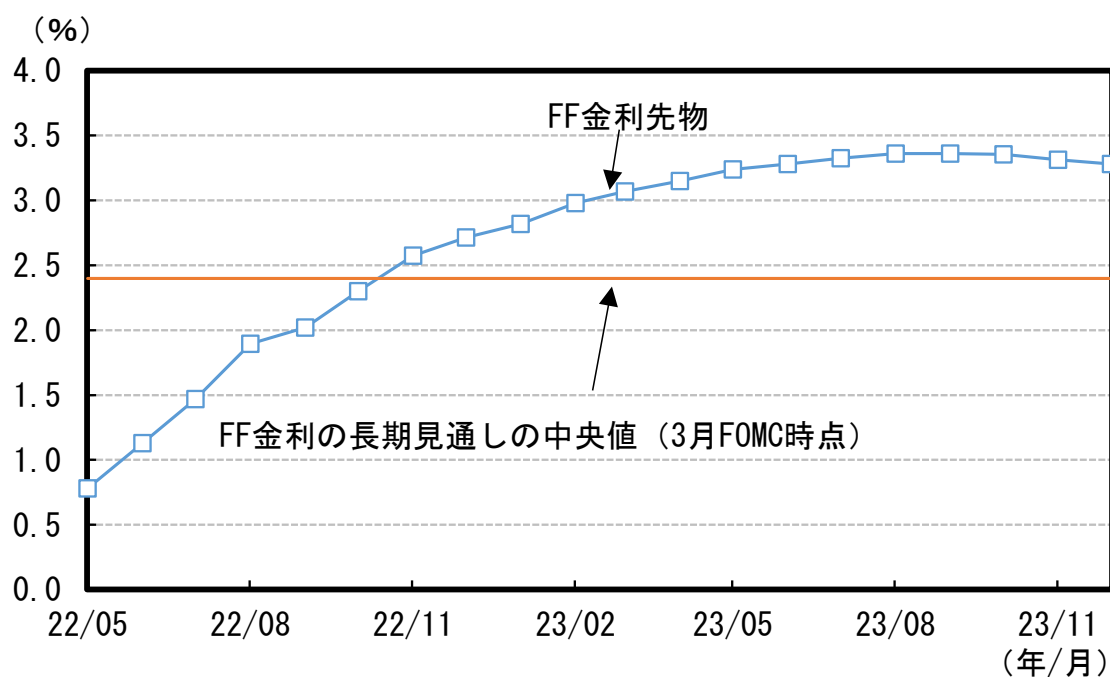
(出所) FRB、Bloomberg より大和総研作成

加えて、市場が注目する 0.75%pt の利上げに関しては、パウエル議長は FOMC 内で積極的に検討しているものではないと否定的な姿勢を示した。もちろん、金融政策運営の裁量を確保したいとの思惑から、パウエル議長は今後のデータを踏まえて判断すると念押しすることも忘れてはいない。なお、FOMC の声明文公表前日（5 月 3 日）においても、市場では 7 月の FOMC まで 0.50%pt の利上げが継続し、0.75%pt の利上げは実施されないという想定であった。記者会見におけるパウエル議長の発言は、こうした市場の想定に概ね沿ったものであり、大きなサプライズはなかったといえる。

そして、3 つ目の注目点である、中立金利水準と今回の利上げフェーズにおけるターミナルレートに関連して、パウエル議長は記者会見で、中立金利は 2-3% と広義であると前提を置いた上で、迅速に中立金利水準まで利上げを進めると述べた。2022 年 3 月のドットチャートで示された FF レートの長期見通しの中央値（2.4%）を中立金利水準とみなし、6-7 月の FOMC で合計 1.00%pt の利上げを実施すると仮定した場合、9-12 月に開催される残り 3 回の FOMC で合計 0.50-0.75%pt の利上げを実施すれば、2022 年内に概ね到達することが可能だろう。

ターミナルレートに関しては、3 月の FOMC で公表されたドットチャートで、予想期間内（2024 年末まで）における FF レートの最高到達点は、中央値ベースで 2.75% であった。パウエル議長は中立金利水準まで利上げを実施した後に、景気が適切に引き締められ、物価の安定を取り戻すために十分なことをしたか否かを判断すると述べた。加えて、物価の安定化に必要な金利水準が中立金利よりも高い場合には、中立金利以上まで利上げを進めることを躊躇しないと発言した。インフレ対策としてターミナルレートが中立金利水準以上になること自体は否定しなかったものの、具体的な数値については言及を避けた。

図表 4 FF 先物の期間構造（5 月 4 日時点）と FF レートの長期見通しの中央値（3 月 FOMC 時点）



(出所) FRB、Bloomberg より大和総研作成

FOMC 声明文公表後（5月4日）時点のFF先物の期間構造を見ると、FF先物レートは2023年9月の3.4%が最高到達点となっており、市場の見通しは3月FOMC時点のドットチャートの最高到達点（2.75%）やFFレートの長期見通し（2.4%）を大きく上回っている。つまり、3.4%程度までの利上げは、市場にとって大きなサプライズとはならず、インフレ加速が長引いた際にFRBが利上げを行うためのバッファーになるといえる。まずは、7月のFOMCまでは粛々と毎回0.50%ptの利上げが進められていくことになろうが、その後、利上げペースを落とすのか、或いは、市場が織り込んでいる金利水準も見ながら積極的に利上げを推し進めていくのかは、金融政策の効果や各種インフレ指標との見合いとなるだろう。