

2022年3月17日 全6頁

FOMC 想定通り、0.25%pt の利上げを決定

ドットチャートは2022-24年にかけて、計10.5回分の利上げを予想

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3月15・16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0.00-0.25%から0.25-0.50%へと0.25%pt引き上げられた。政策金利の引き上げは2018年12月の会合以来、3年3ヵ月ぶりであり、2020年3月以来続いてきた実質的なゼロ金利政策の解除が決定された。なお、0.25%ptの利上げに関しては、3月2・3日に開催された上院公聴会でのパウエルFRB議長の議会証言で示唆されており、市場参加者にとって特段の驚きはない。
- 注目される今後の利上げスケジュールに関しては、FOMC参加者によるFFレートの見通し（ドットチャート）において、2022年は7回分、2023年は3.5回分の計10.5回分の利上げが示された。市場参加者やエコノミストが予想する利上げペースを大幅に上回っており、タカ派的な結果となったといえる。FOMC参加者のタカ派的なスタンスは、先行きの景気の力強さを前提としたものであるが、パウエル議長も認めるようにウクライナ危機など米国経済の先行きに関する不確実性は高まっている。また、市場参加者は今回のFOMCの結果を受け、景気後退懸念を強めている。市場参加者にとってFOMC参加者がタカ派的であることは明確となったが、その利上げのペースの実現可能性に対する疑念は一層募っているといえよう。

想定通り、0.25%pt の利上げを決定

2022年3月15・16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0.00-0.25%から0.25-0.50%へと0.25%pt引き上げられた。政策金利の引き上げは2018年12月の会合以来、3年3ヵ月ぶりであり、2020年3月以来続いてきた実質的なゼロ金利政策の解除が決定された。今回の利上げに関しては、3月2・3日に開催された上下院の公聴会でのパウエルFRB議長の議会証言で示唆されており、市場参加者にとって特段の驚きはない。なお、今回の決定に関する投票において、ブラード・セントルイス連銀総裁が0.50%ptの利上げが好ましいと主張し、反対票を投じた。

声明文では、ウクライナ危機によるインフレ圧力の高まりを警戒

声明文における特段の注目点は、今般のウクライナ危機による景気の下振れリスクとインフレ圧力の高まりに関する記載であった。パウエル議長は上述の議会証言で、サプライチェーンの問題を乗り越えればインフレは沈静化していくと述べた上で、ウクライナ危機の予想外の副産物はサプライチェーンへの悪影響と指摘している。

声明文の中身を見ていくと、足下の景況判断に関しては、「経済活動や雇用の指標は引き続き強さを増している」との全体評価を据え置いた。続いて、「パンデミックの影響を最も受けたセクターはここ数ヵ月で改善したが、最近の感染者数の急増の影響を受けている」との表現に関して、足下の新型コロナウイルスの感染状況の改善を受け削除した。雇用環境に関しては「ここ数ヵ月、雇用の増加は堅調であり、失業率は大幅に低下している」から、「ここ数ヵ月の雇用の増加は力強く、失業率は大幅に低下している」へと上方修正した。インフレに関しては「パンデミックと経済の再開に関連する需給の不均衡が、インフレ率の上昇に寄与し続けている」との表現から、「パンデミックやエネルギー価格の上昇、広範な価格上昇圧力に関連した需給の不均衡を反映し、インフレは引き続き上昇している」へと修正した。新型コロナウイルスだけでなく、様々な要因がインフレ圧力となっているとの認識を示したことになる。そして、金融環境に関しては、「全体的な金融環境は引き続き緩和的である」という表現を削除した。利上げフェーズへと移行したことや、足下で10年債利回りが2%を超えるまで上昇したことを反映したといえる。

景気見通しに関しては、感染状況の改善を受け、新型コロナウイルスに関する表現をすべて削除した。他方で、ウクライナ危機に関連して、「ロシアによるウクライナへの侵攻は、人的及び経済的に多大な困難を引き起こしている。米国経済への影響は極めて不確実であるが、短期的には侵攻と関連した出来事がインフレに対する更なる上向きの圧力を生み出すとともに、経済活動の重石となる可能性がある」という表現に修正した。パウエル議長は、声明文公表後の記者会見で、ウクライナ危機が発生する前はインフレが2022年1-3月期にピークに達すると予想していたが、ウクライナ危機を契機としたエネルギー価格の上昇やサプライチェーンの混乱によって、インフレは2022年を通じて高い水準に位置し、インフレの低下は来年以降になり得

るとの見方を示した。

フォワードガイダンスに関しては、FF レートについては「物価上昇が一定期間 2%を超える中で、委員会が判断する最大限の雇用水準に労働市場の環境が到達するまで、この目標レンジを維持することが適切になると予想する」から、「金融政策のスタンスを引き締めることで、委員会はインフレが 2%の目標へと戻るとともに労働市場は引き続き堅調であると予想する」へと修正した。今回の利上げの決定に合わせて表現を修正したわけだが、今後の利上げのペースに関しては「誘導目標レンジの継続的な引き上げが適切であると予想する」と指摘するのみで、具体的な内容は含まれなかった。なお、バランスシート政策に関しては、「来たる会合 (a coming meeting) で、保有する国債及びエージェンシーMBS の削減を開始することを予想する」という表現へと修正された。パウエル議長も記者会見で指摘した通り、5月のFOMCでQT (バランスシートの縮小) に関する具体的な内容が公表され、速やかにQTフェーズへと移行する可能性が高まったといえる。

経済見通しでは、2022年の成長率を下方修正、インフレ見通しを上方修正

今回のFOMCでは、FOMC参加者による経済見通し(SEP)が公表された。今回のSEPでは、足下までのデータを踏まえ、実質GDP成長率の下方修正と物価の上方修正が想定されていた。具体的に見ていくと、2022年の実質GDP見通し(4Qの前年比、以下同)が、2022年(同+2.8%、12月時点:同+4.0%)へと下方修正された。依然として高水準であることに変わりはないが、パウエル議長が記者会見で述べたように、インフレ加速の長期化による景気への悪影響や利上げによる消費・投資の下押し効果を反映したものといえる。なお、2023年(同+2.2%)、2024年(同+2.0%)の成長率は据え置かれ、予想期間中はFOMC参加者が想定する潜在成長率(長期見通し: +1.8%)を上回る実質GDP成長率が継続するとの見方が示された。

図表1 FOMC参加者による経済見通し

(単位: %)		中央値				大勢見通し							
		2022	2023	2024	長期	2022		2023		2024		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	22年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
	21年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
失業率 (4Qの平均)	22年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
	21年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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年3月	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1	4.7	2.3	3.0	2.1	2.4	2.0	
	21年12月	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2	3.0	2.1	2.5	2.0	2.2	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年3月	4.1	2.6	2.3		3.9	4.4	2.4	3.0	2.1	2.4		
	21年12月	2.7	2.3	2.1		2.5	3.0	2.1	2.4	2.0	2.2		

(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

(出所) FRBより大和総研作成

雇用環境に関しては、2022年の失業率（4Qの平均）の予想値（3.5%、12月時点：3.5%）を据え置いた。2022年末には、FOMC参加者の完全雇用水準の目安となる長期見通し（4.0%）を大きく下回る（改善）とともに、コロナ禍前の水準（2020年2月：3.5%）まで低下する見通しを示したことになる。なお、2023年は3.5%、2024年は3.6%との予想が示され、2022年から更に低下する余地は少ないということが示唆されている。

物価見通し（PCE 価格上昇率、4Qの前年比）に関しては、足下のインフレ加速を踏まえて、2022年は+2.6%（12月時点）から+4.3%（3月時点）へと大幅に上方修正された。2023年は+2.3%（12月時点）から+2.7%（3月時点）、2024年は+2.1%（12月時点）から+2.3%（3月時点）といずれも引き上げられ、予想期間中にはFRBの目標である+2.0%へと収斂しないとの予想が示された。コアPCE価格上昇率も予想値が大きく引き上げられ、予想期間中は2%を上回っていることから、インフレ基調も強いとの想定が示されたことになる。パウエル議長は記者会見で、FRBにはインフレを抑制する手段があると繰り返したが、利上げを実施してもインフレが目標を上回って推移し得るとの予想が示された点は、FRBが金融引き締めスタンスを一層強める要因になりうるといえる。

ドットチャートは中央値、形状ともにタカ派的な結果に

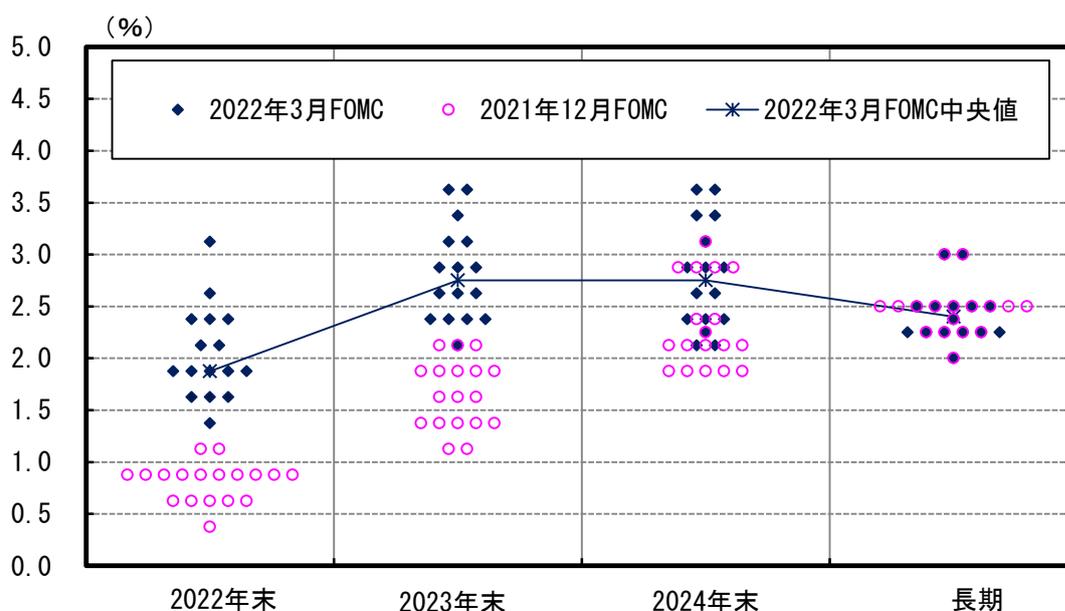
今回のFOMCで利上げフェーズへと移行したわけであるが、注目点は2022年内の利上げ回数とターミナルレート（利上げサイクルの最終到達点）の水準であろう。なお、予想期間内（2022-2024年）に関して、Bloombergが集計したエコノミストの予想値（2022年3月）は、1回当たり0.25%ptの利上げの場合（以下同）、2022年が計5回分、2023年が計3回分、2024年が計1回分と予想期間中合計9回分の利上げとなっており、ターミナルレートは2.25-2.50%となっている。他方、FOMC直前のFF先物の期間構造（2022年3月15日時点）から示唆される市場参加者の予想値は、2022年が約6回分、2023年が約3回分とエコノミストの予想値よりも速いペースでの利上げが想定されているが、2024年には約1回分の利下げを織り込んでいた。

ドットチャートを見ると、中央値ベースで2022年は1.875%（2022年内計7回分の利上げ）、2023年は2.750%（2023年内計3.5回分の利上げ）、2024年は2.750%（2023年から据え置き）と、予想期間中計10.5回分の利上げとなった。市場参加者やエコノミストの予想を大きく上回るタカ派的なサプライズとなったといえる。ドットチャートの形状を見ると、2022年末に関しては、1.375%（2022年内（以下同）に0.25%ptの利上げを計5回分）が1名、1.625%（計6回分の利上げ）が3名と、中央値よりも利上げの予想回数が少ない（計6回分以下の利上げ）FOMC参加者は4名であった。他方、中央値（計7回分の利上げ）を予想するFOMC参加者は5名となった。中央値を上回る利上げ回数に関しては、2.125%（計8回分の利上げ）が2名、2.375%（計9回分の利上げ）は3名、2.625%（計10回分の利上げ）が1名、3.125%（計12回分の利上げ）が1名と合計7名であった。7回分の利上げを予想するFOMC参加者が最多である一方、8回分以上を予想するFOMC参加者は7名と多く、利上げ幅はアップサイドリスクの方が高いといえる。

2023 年末に関しては、中央値以下について、2.125%（2022 年の中央値（以下同）から計 1 回分の利上げ）が 1 名、2.375%（計 2 回分の利上げ）が 4 名、2.625%（計 3 回分の利上げ）が 3 名となった。他方、中央値以上に関しては、2.875%（計 4 回分の利上げ）が 3 名、3.125%（計 5 回分の利上げ）が 2 名、3.375%（計 6 回分の利上げ）が 1 名、3.625%（計 7 回分の利上げ）が 2 名となった。2023 年に関しても、中央値の計 3.5 回分を上回る利上げを予想している FOMC 参加者は 8 名と多く、利上げ回数はアップサイドリスクの方が高いといえる。

2024 年末のドットチャートの形状に関しては、2023 年から大きくは変わらない。2023 年末時点の FF レート水準の予想が、長期見通しの中央値である 2.5%を上回っていることから、利上げに打ち止め感が出ている。以上をまとめると、FOMC 参加者の予想値は中央値ベースでもエコノミスト・市場参加者の予想を上回ったことに加え、ドットチャートの形状でも利上げ回数は更なるアップサイドリスクが高いことから、FOMC 参加者内ではタカ派的な見方が大半を占めているといえる。

図表 2 ドットチャート



（注）ドットチャートの長期見通しについては、1 名が未提出。

（出所）FRB より大和総研作成

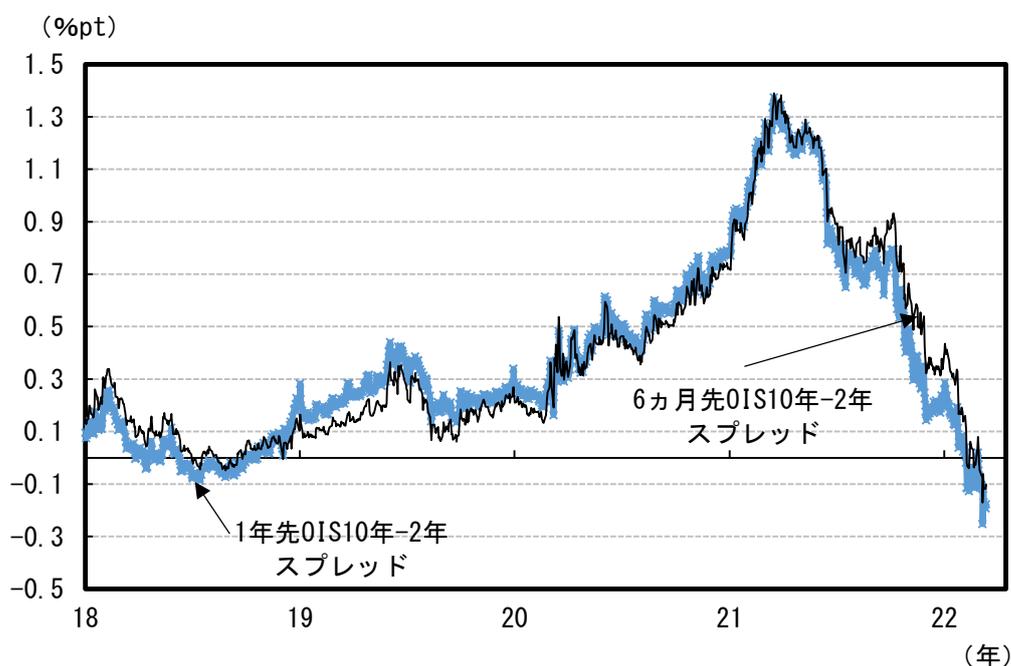
FOMC のタカ派的なシナリオの実現可能性が今後の焦点

今回の FOMC で利上げフェーズへの移行が決定されたわけだが、ドットチャートの中央値通りとなれば、2022 年内残り計 6 回の利上げが実施されることになる。つまり、0.25%pt ずつ利上げを実施するのであれば、年内残り 6 回の FOMC すべてで利上げを実施することになり、前回の利上げ局面（2015 年 12 月～）での利上げペースに比べて、タカ派的な金融政策運営が FOMC 参加者内でコンセンサスとなっていることになる。また、SEP を見ると、2022 年末の成長率は下方修正されたものの、依然高水準であることから、利上げを複数回実施しても景気が大きく損な

われることはないという楽観的な前提を FOMC 参加者内で共有しているといえる。

しかし、ウクライナ危機による景気への悪影響は極めて不確実とパウエル議長が認めるように、ドットチャートのペース通りに利上げが実施できる経済状況が維持できるかは見通しにくい。また、FOMC 参加者の景気への楽観的なスタンスとは反対に、市場参加者の景気後退懸念は FOMC 後に一層強まった。FOMC 前にも 6 ヶ月先及び 1 年先 OIS の 10 年-2 年スプレッドは既にマイナス化（逆イールド化）していたが、今回の FOMC 後にマイナス幅は大きく拡大した。市場参加者にとって FOMC 参加者がタカ派的であることは明確となったが、その利上げのペースの実現可能性に対する疑念は一層募っているといえよう。

図表 3 6 ヶ月先、1 年先 OIS の 10 年-2 年スプレッド



(出所) Bloomberg より大和総研作成