

2022年6月16日 全6頁

# FOMC 1994年11月以来となる0.75%ptの利上げを決定

しかし、0.75%ptの利上げは「もろ刃の剣」か

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作大祐

## [要約]

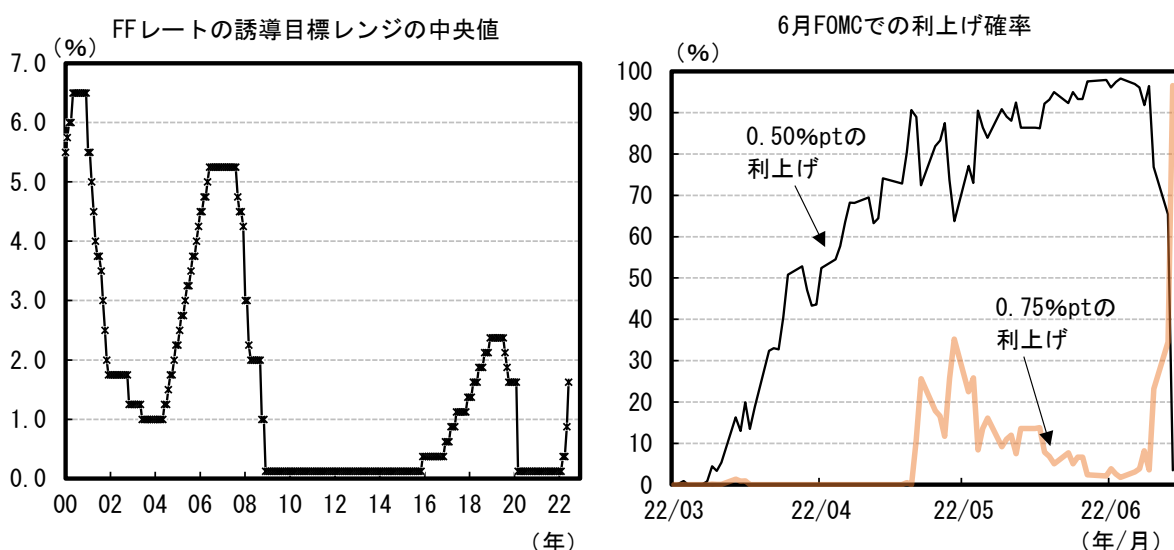
- 2022年6月14・15日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の0.75-1.00%から1.50-1.75%へと0.75%pt引き上げられた。0.75%ptの利上げは、1994年11月以来の大幅利上げである。とはいえ、0.75%ptの利上げは既に織り込み済みであり、市場参加者にとってサプライズとはならなかった。
- 今回のFOMCの声明文では顕著な修正は見られなかったが、パウエル議長の記者会見は総じてタカ派的な印象を与えるものであった。FOMCは、労働市場が非常にタイトで、インフレ率は高すぎるとの認識の下で、0.75%ptの利上げに踏み切った。7月のFOMCに関しても、インフレ指標が明確に減速傾向を示さなければ、0.75%ptの利上げを継続する可能性が高い。
- 今回公表されたドットチャートを見ると、2022年末のFF金利水準（中央値：3.375%）は、7月のFOMCで0.75%pt、9月のFOMCで0.50%pt、11、12月のFOMCでそれぞれ0.25%ptずつ利上げを実施することで実現可能な金利水準である。年内のFOMCが残り4回となる中でも、中央値以上の水準を予想するFOMC参加者は5名おり、インフレ状況によっては更なるタカ派化もあり得るだろう。
- 今回のFOMCで0.75%ptの利上げへと踏み切ったことで、FOMCはインフレ加速を断固として許さないとの意思表示をしたといえる。しかし、0.75%ptの利上げは、FOMCにとって「もろ刃の剣」にもなり得る。6月のCPIや期待インフレ率がさらに加速すれば、次は1.00%ptの利上げと市場が連想することになる。市場での連想が広がる中で、金融環境が過度に引き締まり、景気に大幅な悪影響が及べば、利上げを継続できるかも危ぶまれることになる。今回の0.75%ptの利上げはFOMCの金融政策運営の難易度を一層高める契機になり得るともいえるだろう。

## 1994年11月以来となる0.75%ptの利上げを決定

2022年6月14・15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0.75-1.00%から1.50-1.75%へと0.75%pt引き上げられた。0.75%ptの利上げは、1994年11月以来の大幅利上げである。5月のFOMCで、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方針が示唆されたが、インフレ圧力が強い中で金融引き締めを加速させたといえる。

なお、0.75%ptの利上げは市場参加者にとってサプライズとはならなかった。CMEが算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、6月14日時点で0.75%ptの利上げが行われる確率は約97%となっていた。ウォール・ストリート・ジャーナル紙が6月13日に、「最近の一連の厄介なインフレ報告により、FOMCは今週の会合で予想よりも高い0.75%ptの利上げを実施し、市場にサプライズを与えることを検討する可能性がある」との観測記事を出したことで、市場はよりタカ派的な予想を強めたといえる。

図表1 FFレートの誘導目標レンジの中央値、6月FOMCにおける利上げ確率



(出所) CME、FRB より大和総研作成

## 声明文に大きな変化はないが、記者会見では0.75%pt利上げの継続を示唆

金融引き締めは加速したが、声明文において顕著な変化はなかった。足下の景気に関しては、「全体的な経済活動は第1四半期に徐々に低下したが、個人消費と企業の設備投資は引き続き堅調だった」から、「全体的な経済活動は、第1四半期に徐々に低下したが、持ち直しているようだ」へと修正した。米国経済を全体的に見れば、堅調さが維持されていることを再確認したといえる。雇用に関しては、「ここ数ヶ月の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、「ここ数ヶ月の雇用の増加は堅調であり、失業率は低いままである」へと微修正した。失業率は5月時点で3.6%と更なる低下余地が小さい中で、低位安定的に推移していることを評価したものといえる。インフレに関しては、「インフレ率は高止まりしており、パンデミックとエ

エネルギー価格の上昇、そして、より広範な価格圧力に関連した需給の不均衡を反映している」との表現で据え置いた。また、先行きに関しては、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、さらにインフレ加速を推し進めるとともに、経済活動の重石となる可能性があるとのリスク認識を継続した。こうしたリスク認識の下で、FF レートの「誘導目標レンジの継続的な引き上げが適切になると予想する」とのフォワードガイダンスは変わらなかった。

声明文に関しては顕著な変化がなかったものの、パウエル議長の記者会見での発言はタカ派的な印象を与えるものであった。パウエル議長は記者会見の冒頭説明で、現在の経済状況に関して、「労働市場は非常にタイトで、インフレ率は高すぎる」と表現した。また、0.75%pt の利上げに踏み切った背景として、パウエル議長は 5 月の CPI やインフレ期待に関するデータを受け取った結果、FOMC はさらに利上げのペースを加速すべきと判断したと説明している。なお、0.75%pt の利上げに対する認識として、パウエル議長は「異常に大きいものであり、こうした利上げ幅が一般的であるとは思わない」と述べており、こうした大幅な利上げが常態化するわけではないことを示唆した。しかし、同時に 7 月会合は 0.50%pt か 0.75%pt の利上げの可能性が最も高いようだ指摘している。パウエル議長はインフレ率が理想としては低下へと転じる、或いは少なくとも横ばいに転じることを確認したいと発言していることを踏まえれば、7 月に公表される 6 月の CPI や期待インフレ率などが減速に転じるような明確なサインがなければ、0.75%pt の利上げが継続されると認識しておくべきだろう。

## 経済成長率は 2023 年にかけて潜在成長率以下を見込む

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 (+1.7%、3 月時点 : +2.8%) へと下方修正された。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。また、2023 年 (+1.7%、3 月時点 : +2.2%)、2024 年 (+1.9%、3 月時点 : +2.0%) の成長率も引き下げられた。2023 年も FOMC 参加者が想定する潜在成長率 (長期見通し : +1.8%) を下回る成長率が継続するとの見方が示された。FOMC 参加者の予想によれば、成長率が再び潜在成長率を上回るのはインフレ率が 2% 強まで低下すると見込まれる 2024 年まで待つこととなる。

雇用環境に関しては、2022 年の失業率 (4Q の平均) の予想値 (3.7%、3 月時点 : 3.5%) を引き上げた (悪化)。また、2023 年 (3.9%、3 月時点 : 3.5%)、2024 年 (4.1%、3 月時点 : 3.6%) の見通しも同様に上方修正された (悪化)。2023 年にかけて潜在成長率以下の成長となるとの見通しの中で、失業率も悪化し、2024 年には失業率の長期見通しを上回る (悪化) との予想が示されたことになる。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 (+5.2%、3 月時点 : +4.3%) の見通しが大幅に上方修正された。他方で、2023 年 (+2.6%、3 月時点 : +2.7%)、2024 年 (+2.2%、3 月時点 : +2.3%) は小幅に

下方修正された。この物価見通しは、FOMC 参加者の予想値ではあるが、とりわけ 2023 年以降は目標値のような位置づけとも考えられる。2022 年の予想値が引き上げられた一方で、2023 年以降を引き下げたとすれば、こうした予想値に近づくように金融引き締めを強化するという FOMC の意思表示にも受け取れるだろう。

図表 2 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6月	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5	1.9	1.3	2.0	1.5	2.0	1.8	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	22年6月	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6	3.8	3.8	4.1	3.9	4.1	3.5	4.2
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年6月	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0	5.3	2.4	3.0	2.0	2.5	2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年6月	4.3	2.7	2.3		4.2	4.5	2.5	3.2	2.1	2.5		
	22年3月	4.1	2.6	2.3		3.9	4.4	2.4	3.0	2.1	2.4		

(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

## ドットチャート（中央値）は 2023 年まで利上げ、2024 年は利下げを示す

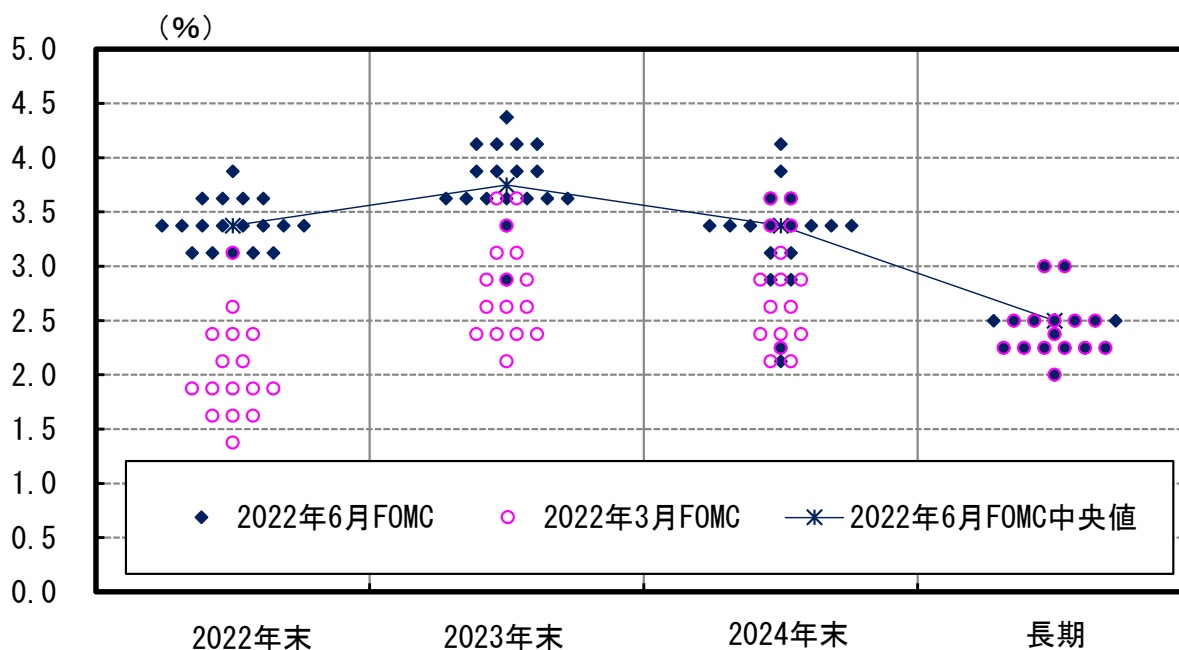
今回の FOMC で 0.75%pt の利上げへとペースアップしたわけだが、注目点は 2022 年内の残りの利上げ幅とターミナルレート（利上げサイクルの最終到達点）の水準である。なお、FOMC 直前（2022 年 6 月 13 日時点）の FF 先物が示唆する市場参加者の予想値は、2022 年末が 3.290%、2023 年末が 3.755%、2024 年末が 3.460%となっていた。

今回の FOMC で公表されたドットチャートを見ると、中央値ベースで 2022 年は 3.375%、2023 年は 3.750%、2024 年は 3.375%となった。2022 年に関しては、7 月の FOMC で 0.75%pt、9 月の FOMC で 0.50%pt、11、12 月の FOMC でそれぞれ 0.25%pt ずつ利上げを実施することで実現可能な金利水準である。2023 年は 0.25%pt の利上げを 1.5 回分見込み、2024 年は 0.25%pt の利下げを 1.5 回分見込む水準である。FOMC 参加者の予想値（中央値ベース）は、市場参加者の予想に沿った形といえるだろう。

中央値ベースでは概ね想定内の結果となったが、ドットチャートの形状はタカ派的である。中央値よりも多くの利上げを見込んだ FOMC 参加者は、2022 年は 5 名と多くないように映るが、年内の FOMC も残り 4 回となり、政策スタンスの差異が出にくい中でも、一層の利上げを想定する FOMC 参加者が存在することを意味する。インフレ状況によっては更なるタカ派的な金融政策もあり得るだろう。また、2023 年に関しては、中央値よりも多くの利上げを見込んだ FOMC 参加者は 9 名であり、中央値よりも少ない利上げを予想する FOMC 参加者が 1 名でもタカ派化すれば、中央値は上振れすることになる。他方で、2024 年は中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者が 6 名であり、景気減速に対する利下げが必要との見方が強い。ただし、2024 年の中央値も

中立金利とされる FOMC 参加者の長期見通しの水準（中央値 2.5%）を大幅に上回っており、中立金利以下まで利下げを見込む FOMC 参加者は 2 名にすぎない。予想期間を通じて、タイトな金融環境が続くとの見方が示されたと総括できよう。

図表 3 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

## 0.75%pt の利上げは「もろ刃の剣」か

今回の FOMC で 0.75%pt の利上げへと踏み切ったことで、FOMC はインフレ加速を断固として許さないとの意思表示をしたといえる。とりわけ、0.50%pt の利上げを 7 月の FOMC まで継続するという 5 月の FOMC での明確なアナウンスを反故にしてでも利上げペースを加速したわけであり、FOMC のインフレ抑制に対する機敏さも示すことができたと評価できよう。こうした FOMC のインフレファイターとしての本気度を目の当たりにする中で、15 日の米国の主要株式相場はインフレ加速が緩和していく可能性があるとの期待から上昇して終わった。

しかし、0.75%pt の利上げは、FOMC にとって「もろ刃の剣」といえる。今回の 0.75%pt の利上げは、5 月の CPI やインフレ期待の結果を受けて決定したことを踏まえれば、6 月の CPI や期待インフレ率がさらに加速すれば、次は 1.00%pt の利上げと市場が連想することになる。つまり、金融政策運営に関する不確実性は増したともいえ、市場はインフレ動向に一層一喜一憂することになるだろう。市場の連想が続けば、債券、株式市場のボラティリティが上昇しやすくなることも想定される。とりわけ、6 月から始まったバランスシートの縮小 (QT) は、9 月にその縮小ペースも加速する。パウエル議長は従来、バランスシート政策の影響に関しては、政策金利の上げ下げに比べて不確実性が高いと指摘している。こうした中で、金融環境が過度に引き締

まり、景気に想定外の悪影響が及ぶ可能性がある。勿論インフレを抑えるために、景気を抑制する必要があるわけだが、仮にマイナス成長まで陥った場合でも FOMC は利上げを継続するのだろうか。

記者会見でパウエル議長が景気後退に関する可能性を問われた際に、景気後退を経験せずにインフレを抑制するというソフトランディングは可能と考えると回答している。しかし、ソフトランディングが可能か否かは FOMC のコントロールの及ばない要因に依存することも認めている。ウクライナ紛争や新型コロナウイルスの感染状況の悪化による中国でのロックダウンなどインフレや景気に関する見通しが付きづらい中で、今回の 0.75%pt の利上げは FOMC の金融政策運営の難易度を一層高める契機になり得るともいえるだろう。