

2022年7月28日 全4頁

# FOMC 0.75%pt の利上げを継続

## 9月のFOMCで利上げ幅を縮小するのはハードルが高い模様

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]

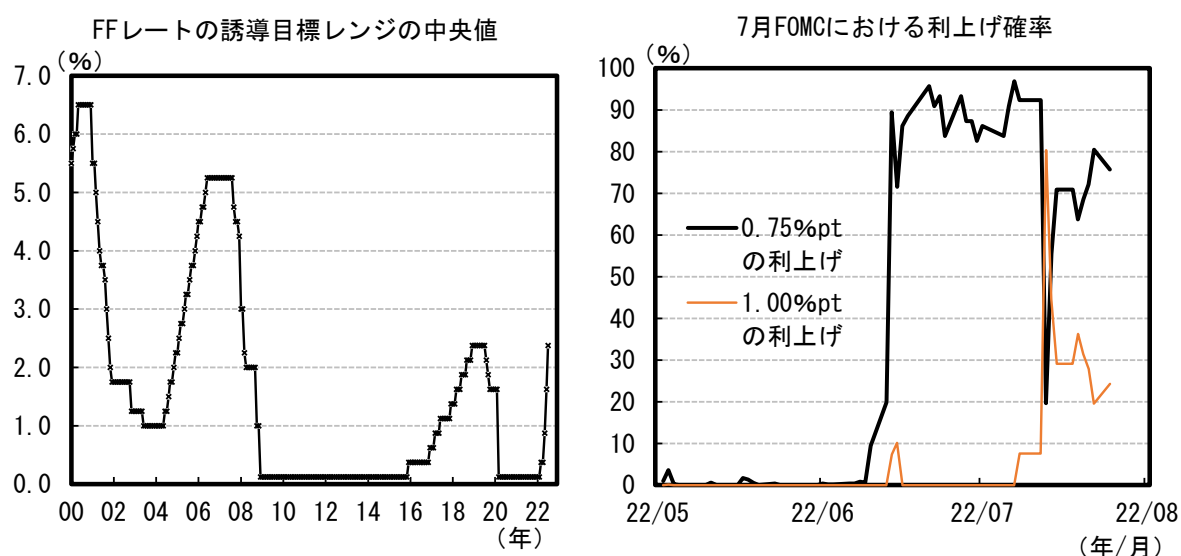
- 2022年7月26・27日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の1.50-1.75%から2.25-2.50%へと0.75%pt引き上げられた。6月のFOMCに引き続き、2会合連続で0.75%ptの大幅利上げとなった。なお、今回の0.75%ptの利上げは市場参加者の織り込みが進んでいたことから、サプライズとはならなかった。
- 今回の利上げ幅が想定通りとなる中で、注目点は9月のFOMCで利上げ幅が縮小されるか否かといえる。縮小されるとすれば、インフレが徐々に落ち着き始めているとFOMCが認識していることを意味する。今回の声明文を見ても、パウエルFRB議長の記者会見での発言を踏まえても、高進するインフレに対するFOMCの警戒感は強いままである。そして、パウエル議長は9月のFOMCでも0.75%ptの利上げが継続され得ることを示唆した。
- 実際に大幅利上げができるかは、景気次第ともいえる。声明文は景気後退リスクの高まりを認めつつも、雇用環境の堅調さについても強調した。また、パウエル議長はインフレ収束なくして健全な成長なしというスタンスを継続していることを示した。雇用環境が大幅に悪化しない限りにおいては、多少の景気悪化には目をつむり、インフレ対策を優先することを示唆しているだろう。
- 物価・雇用の先行きに関しては、CPIは当面高止まりし、雇用環境は急激に悪化しにくいことが想定される。こうした物価・雇用状況を踏まえれば、9月のFOMCでの利上げ幅の縮小はハードルが高いため、0.75%ptの利上げが継続される可能性は大いに残るといえる。経済指標や利上げ幅を巡り、毎年恒例の8月末に開催されるジャクソンホールでの金融政策に関するシンポジウムが、9月のFOMCの温度感を測る上で注目点となるだろう。

## 2 会合連続で 0.75%pt の利上げを決定

2022年7月26・27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1.50-1.75%から2.25-2.50%へと0.75%pt引き上げられた。6月のFOMCに引き続き、2会合連続で0.75%ptの大幅利上げとなった。今回の利上げによって、FFレートの誘導目標レンジはFOMC参加者が中立金利とみなす水準付近（2.5%前後）に到達したことになる。

今回の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、7月25日時点で0.75%ptの利上げが行われる確率は約76%となっていた。7月13日に公表されたCPIが市場予想を上回った際には、市場では7月のFOMCで1.00%ptの利上げが実施されるとの予想が強まった。しかし、その後FOMC参加者が1.00%ptの利上げに慎重な姿勢を示したことで、市場の中で0.75%ptの利上げ観測が強まったといえる。今回のFOMCにおいては、直前になって6月のFOMCの時のような利上げ幅の拡大を市場が織り込むといったドタバタ劇を回避できた点は、金融政策運営の不透明さを幾分和らげるだろう。

図表1 FFレートの誘導目標レンジの中央値、7月FOMCにおける利上げ確率



(出所) CME、FRB より大和総研作成

## 高進するインフレへの警戒感は強いまま

しかし、金融政策運営の不透明さは完全には解消されにくいだろう。不透明さの原因は、CPIの高進と景気後退懸念の高まりが同時進行となる中で、FOMCがどのような対応をするのかということに対して、市場が確信を持っていないことにある。目先の具体的な焦点として、9月のFOMCでの利上げ幅が挙げられる。6月のFOMCで示されたドットチャートでの2022年末のFFレート中央値（3.375%）に基づけば、年内残り3会合での利上げ幅は合計1.00%ptとなる。こうした前提に立てば、9月のFOMCでは0.50%pt、11、12月のFOMCではそれぞれ0.25%ptの利上げが

実施されることになり、今後は利上げ幅の縮小が論点として挙げられることになる。

9月のFOMC以降、利上げ幅を縮小するのであれば、インフレが徐々に落ち着き始めているとFOMCが認識していることを意味する。足下の物価指標を見ると、前述の6月のCPIは伸びが加速した一方で、ガソリン価格は下落し、サーベイベースの期待インフレは低下している。そして、従来FOMCが重視してきたコアPCE価格指数が減速していることから、注目する指標によってインフレの印象はやや異なる。6月のFOMC以降に強まったCPIへの注目が続けば、CPIが明確に減速トレンドを示さない限りにおいて利上げ幅の縮小は難しい。他方で、CPIの注目度を引き下げれば、幾分減速感が見られる他のインフレ指標に目を向け、9月のFOMC以降で利上げ幅を縮小する可能性が出てくることになる。

今回のFOMCでの声明文における、物価関連の記述を見ると、「インフレ率は高止まりしており、パンデミックと食品・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、これまでの表現に食品価格の高まりをつけ加えた。そして、リスク認識においてインフレに関して細心の注意を払っていること、そして、インフレ率を目標の2%へと戻すことに強くコミットしていることに関して修正を加えなかった。また、声明文公表後のパウエルFRB議長の記者会見では、PCE価格指数を重視していることに変化はないものの、CPIとPCE価格指数は長期的に見れば連動する傾向があることや、6月のCPIの伸びが想定以上に大きかったことを指摘しており、CPIの加速に対する警戒感は強いままであった。また、先行きの金融政策運営に関してはデータを確認したいと留保する一方で、9月のFOMCで「非常に大きな利上げ」があり得ることを示唆した。「非常に大きな利上げ」という表現は、6月のFOMCで0.75%ptの利上げを決定した際に使用した表現であり、9月のFOMCでも利上げ幅を縮小せずに0.75%ptの利上げを継続する可能性が示されたといえる。

## 雇用環境が大幅に悪化しない限りは、インフレ対策を優先

高進するインフレに対するFOMCの警戒感に変化が見られないものの、実際に大幅利上げを継続できるかは景気次第だろう。7月28日公表予定の4-6月期の実質GDP成長率がマイナス成長となれば、1-3月期に続いて2四半期連続となり、市場は景気後退（テクニカルリセッション）と捉えることになる。他方、景気後退を判断する全米経済研究所の基準によれば、雇用環境の堅調さ等を背景に景気後退からは距離があるともいえる<sup>1</sup>。FOMCの景気後退に対する認識が大幅利上げの継続可能性を測る上でカギとなる。

今回のFOMCでの声明文では、足下の景気認識について、前回FOMCでの「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」から「最近の支出と生産に関する指標は軟化している」へと下方修正した。他方で、雇用環境に関しては、「それにもかかわらず、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」とし、雇用環境の堅調さは維

<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「米国経済見通し 既に景気後退にあるのか」（2022年7月20日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220720\\_023177.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220720_023177.html)

持されているとの見方を維持した。パウエル議長は、声明文公表後の記者会見で、米国経済は現在減速しているものの景気後退にあるとは思わないこと、そして、その理由として雇用環境が極めて堅調であることを強調した。また、パウエル議長は物価の安定は経済の基盤であり、長期にわたる物価の安定がなければ、堅調な雇用環境は成り立たないと述べたように、インフレ収束なくして健全な成長なしというスタンスを継続していることを示した。加えて、FOMC が目指す米国経済のソフトランディングに関して、パウエル議長は失業率の大幅な悪化が見られない状況と説明している。つまり、多少のマイナス成長となったとしても、雇用環境の大幅な悪化が見られない限りはインフレ対策を優先し、利上げを継続するという、FOMC のスタンスが示されたといえるだろう。

## 9月のFOMCで利上げ幅を縮小するのはハードルが高い模様

9月のFOMCに向けて、7-8月分の雇用統計とCPIが焦点となる。雇用環境は需給ともに徐々にペースダウンすることが想定されるものの、求人件数が失業者数を大きく上回る中で、急激に悪化することは考えにくい。CPIに関しては、ガソリン価格の下落により7月は前月比ベースでの伸びが幾分落ち着くと考えられる一方、前年の伸びが大きくなかったことから、前年比ベースでは高止まりする可能性が高い。そして、前年比ベースでCPIが高止まりしやすい状況は、7-9月期を通じて継続することが想定される。こうした物価・雇用状況を踏まえれば、9月のFOMCでの利上げ幅の縮小はハードルが高いため、0.75%ptの利上げが継続される可能性は大いに残るといえる。

パウエル議長が先行きの金融政策運営に関してはデータを確認したいと指摘したように、経済指標に対するFOMC参加者の認識の変化も確認する必要がある。毎年恒例の8月末に開催されるジャクソンホールでの金融政策に関するシンポジウムは、FOMCの経済指標に対する認識や先行きの利上げペースを示唆する中間報告会という意味合いが強くなるだろう。

最後に、9月から加速が予定されるバランスシートの縮小(QT)ペースにも注意が必要だろう。FRBが保有する国債及びエージェンシー債・MBSに関して、6月から8月までは合計475億ドルを減額キャップとして設定していたが、9月以降は減額キャップが合計950億ドルへと引き上げられることになる<sup>2</sup>。急ピッチでの利上げに加えて、QTのペースアップにより、金融環境が急激に悪化する可能性がある。パウエル議長は、これまでにバランスシート政策の影響はFFレートの誘導目標レンジの上げ下げに比べて、不確実性が大きいとの見解を示してきた。金融環境の悪化によって景気にも想定外の悪影響を及ぼせば、9月の利上げ幅を含めて金融政策運営を左右する可能性があるだろう。

<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「FOMC 0.50%ptの利上げとQTの開始を決定」(2022年5月6日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220506\\_023010.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220506_023010.html)