

2022 年 9 月 22 日 全 6 頁

FOMC 3 会合連続で 0.75%pt の利上げを 決定

市場予想に沿った結果も、市場の疑念は残る

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]

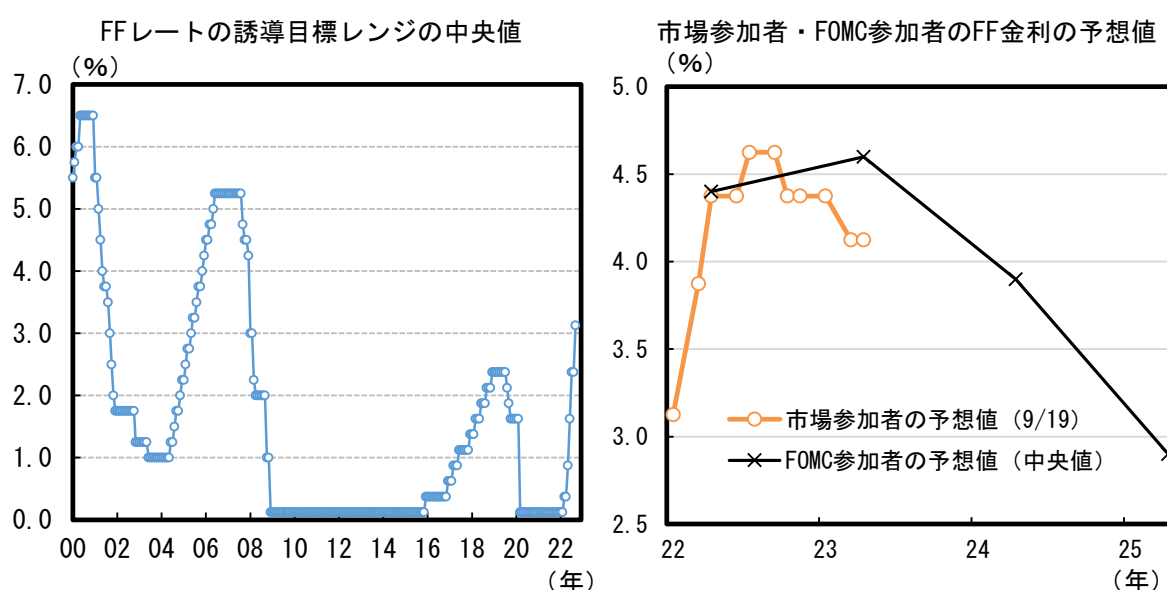
- 2022 年 9 月 20・21 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の 2.25-2.50% から 3.00-3.25% へと 0.75%pt 引き上げられた。7 月の FOMC に引き続き、3 会合連続で 0.75%pt の大幅利上げとなり、FF レートの水準は 2007 年 12 月以来の高さとなった。なお、今回の 0.75%pt の利上げは、市場参加者にとってサプライズとはならなかった。
- 9 月の FOMC での利上げ幅が想定通りとなったことで、最大の注目点は今後の利上げペースとなった。FOMC 参加者による FF 金利予想（ドットチャート）の中央値は 2022 年末が 4.375%、2023 年末が 4.625%、2024 年末が 3.875%、2025 年末が 2.875% となった。2022 年に関しては残り 2 会合で計 1.25%pt の利上げが見込まれ、2023 年は計 0.25%pt の利上げが予想されている。
- 今後の利上げペースに関しては、ターミナルレート（利上げフェーズの最高到達点）が市場の予想通り引き上げられた。しかし、景気・インフレともに不確実性の高い足下の状況においては、こうした中央値ベースの予想はあまり意味を有さない可能性がある。これまで、中央値は予想最大値を後追いするように切り上がり、利上げペースも加速してきた。つまり、インフレが高止まりするリスクが顕著となり、FOMC がさらにタカ派化するとすれば、FOMC 参加者が予想する FF 金利の最高値（2022 年末は 4.625%、2023 年末は 4.875%）が目安となる。
- 他方で、予想以上に景気悪化が進めば、ハト派に転じる FOMC 参加者も出てくるだろう。FOMC 参加者の実質 GDP 成長率の予想最低値（第 4 四半期）は、2022 年に前年比 +0.0-0.1% が 4 名、2023 年に同 ▲0.3-▲0.4% が 1 名となっている。こうした最低値を下回るような減速の兆候が見られれば、利上げ停止や利下げが早期化する可能性がある。ただし、景気が悪化してもインフレ圧力が和らがない場合においては、FOMC 参加者が一枚岩でなくなり、金融政策に対して市場が疑念を持ちやすくなる恐れがあるといえる。

3 会合連続となる 0.75%pt の利上げを決定

2022 年 9 月 20・21 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 2.25-2.50% から 3.00-3.25% へと 0.75%pt 引き上げられた。7 月の FOMC に引き続き、3 会合連続で 0.75%pt の大幅利上げとなり、FF レートの水準は 2007 年 12 月以来の高さとなった。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）を大きく上回ったことになる。

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、FOMC の開催前（9 月 19 日）の時点で、0.75%pt の利上げが行われる確率は 8 割強となっていた。8 月中旬から 9 月前半にかけて、市場では 9 月の FOMC で 0.50%pt へと利上げ幅を縮小するとの予想が主流だったが、9 月 13 日に公表された 8 月の CPI が市場予想を上回ったことで、0.75%pt の利上げが継続されとの見方が強まった。

図表 1 FF レートの誘導目標レンジの中央値、市場参加者・FOMC 参加者の FF 金利の予想値



(注) 市場参加者の予想値は CME による最も高確率な水準（誘導目標レンジの中央値ベース）。

(出所) CME、FRB より大和総研作成

9 月の FOMC での利上げ幅が想定通りとなったことで、最大の注目点は今後の利上げペースとなった。FOMC 参加者による FF 金利予想（ドットチャート）の中央値は 2022 年末が 4.375%、2023 年末が 4.625%、2024 年末が 3.875%、2025 年末が 2.875% となった。2022 年に関しては残り 2 会合で計 1.25%pt の利上げが見込まれ、2023 年は計 0.25%pt の利上げが予想されている。2022 年に関しては、市場は残る 2 会合で計 1.25%pt の利上げを想定していたことから、想定通りの結果といえる。他方で、2023 年末の FOMC 参加者の予想値は、既に利下げを予想している市場予想に比べて高水準にあり、ややタカ派的な印象を受ける。その後に関しては、2024 年に 0.75%pt、2025 年に 1.00%pt の利下げが見込まれている。後述するように、2025 年にはインフレ目標である 2% 付近までインフレが落ち着いていくという見立ての中で、FF 金利も中立

金利水準付近（2.5%前後）に向かって引き下げられるとの先行きを示されたことになる。

声明文に大きな変化はない

利上げ幅が維持される中で、声明文においても顕著な変化はなかった。足下の景気に関しては、「最近の支出と生産に関する指標は軟化している」から「最近の指標は支出と生産の緩やかな伸びを示している」へと小幅に上方修正した。また、雇用環境について「ここ数ヵ月の雇用の増加は堅調であり、失業率は低いままである」という表現を据え置いた。パウエル FRB 議長は、声明文公表後の記者会見で、失業者数を大幅に上回る求人情件数を引き合いに出し、雇用環境の堅調さを強調した。

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」という評価を維持した。また、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。パウエル FRB 議長は記者会見で、8月のCPIの結果を取り上げ、インフレが高止まりするリスクがあることへの警戒感を示した。

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。今回の記者会見においても、7月に引き続き、先行きの利上げ幅に関する定量的なフォワードガイダンスは提供せず、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した。ドットチャートをみれば、2022年内の残りの2回における利上げ幅の合計は1.25%ptであることから、11月のFOMCは0.75%ptの利上げ、12月のFOMCは0.50%ptの利上げとなることが想定される。

実質 GDP 成長率見通しは下方修正も、マイナス成長予想はほとんどいない

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年上半期がマイナス成長となったことで、2022年の実質 GDP 見通し（4Qの前年比、以下同）が、+0.2%（6月時点：+1.7%）へと下方修正された。また、2023年（+1.2%、6月時点：+1.7%）、2024年（+1.7%、6月時点：+1.9%）の成長率も引き下げられた。2023年、2024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、成長率が潜在成長率まで回復するのは、今回から見通しが公表された2025年（+1.8%）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（3.8%、6月時点：3.7%）を引き上げた（悪化）。また、2023年（4.4%、6月時点：3.9%）、2024年（4.4%、6月時点：4.1%）の見通しも同様に上方修正された（悪化）。2024年までは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2023年及び2024年は長期見通し（4.0%）を上回る（悪化）との見方が強

まったことになる。他方、実質 GDP 成長率が潜在成長率まで回復する 2025 年（4.3%）には失業率が再び低下するとの見込みになっている。

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（+5.4%、6 月時点：+5.2%）、2023 年（+2.8%、6 月時点：+2.6%）、2024 年（+2.3%、6 月時点：+2.2%）が小幅に引き上げられた。最終的に物価目標の目安である 2.0%まで低下するのは 2025 年との予想が示され、長期にわたって金融引き締めの環境を維持する必要があることが示唆された。

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	2025	長期	2022		2023		2024		2025		長期	
		下限	上限	下限	上限	下限	下限	上限	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9月	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1	0.3	0.5	1.5	1.4	2.0	1.6	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	22年9月	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8	3.9	4.1	4.5	4.0	4.6	4.0	4.5	3.8	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年9月	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3	5.7	2.6	3.5	2.1	2.6	2.0	2.2		2.0
	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
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年9月	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4	4.6	3.0	3.4	2.2	2.5	2.0	2.2		
	22年6月	4.3	2.7	2.3			4.2	4.5	2.5	3.2	2.1	2.5				

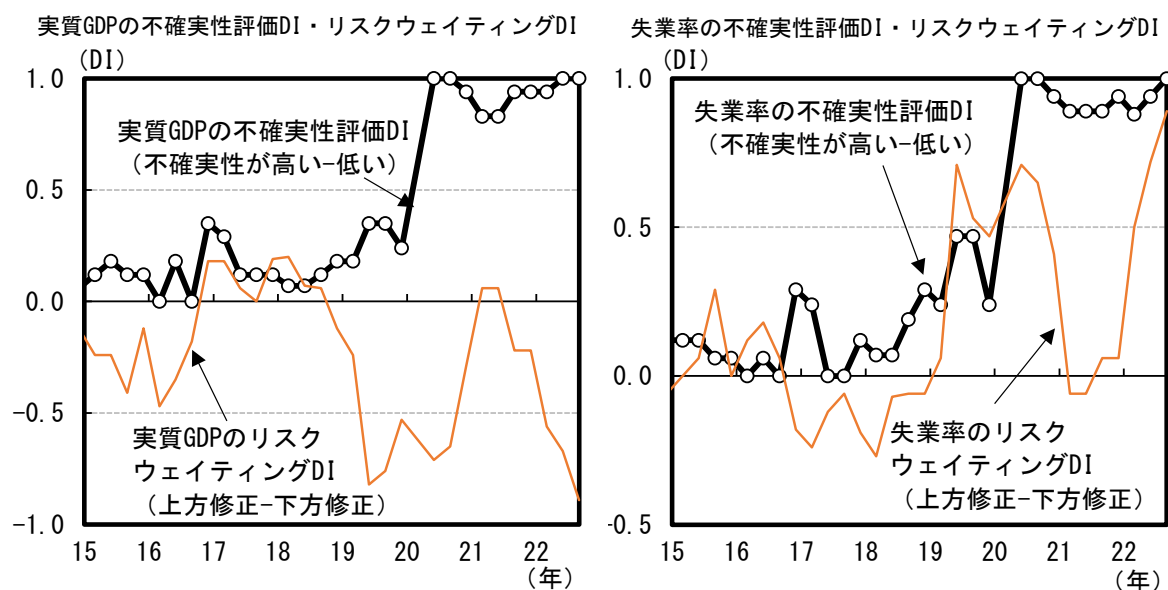
(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。

(出所) FRB より大和総研作成

今回の SEP をまとめれば、金融引き締めの効果が発現し、実質 GDP 成長率は潜在成長率以下で推移することで失業率は上昇する一方、インフレは徐々に落ち着いていくという FOMC 参加者の見方が維持されたといえる。ただし、インフレ見通しが下方修正されずに、実質 GDP 成長率の見通しが全体的に引き下げられたことで、インフレを抑制するために必要となる景気の減速幅が拡大したといえる。もっとも、マイナス成長を予想している FOMC 参加者はほとんどいない。FOMC 参加者の実質 GDP 成長率の予想が 4Q の前年比であることから、1Q-3Q にかけてマイナス成長を想定する FOMC 参加者がいる可能性は否定できないものの、市場での景気後退に対する強い警戒感に比べて、大幅な景気悪化を予想していない点で楽観的に映る。

パウエル議長が記者会見で景気の下振れリスクが高いことを指摘しており、FOMC 参加者も経済の先行きに関して慎重な見方を維持していると考えられる。例えば、実質 GDP 及び失業率に関する不確実性評価 DI を見ると、FOMC 参加者は不確実性が極めて高いと評価していることが分かる。また、リスクウェイト DI を見ると、実質 GDP に関しては下振れリスク、失業率に関しては上振れリスク（悪化）が大きいと FOMC 参加者は認識している。こうした中でも、FOMC 参加者がマイナス成長を予想しなかったのは、大幅な景気悪化を見込んでしまえば、金融引き締めの実施が困難になる恐れがあり、少なくとも予想としては景気が緩やかながらも拡大するとの見方を維持せざるを得なかったことが要因として考えられる。

図表3 実質GDPの不確実性評価DI・リスクウェイトDI、失業率の不確実性評価DI・リスクウェイトDI

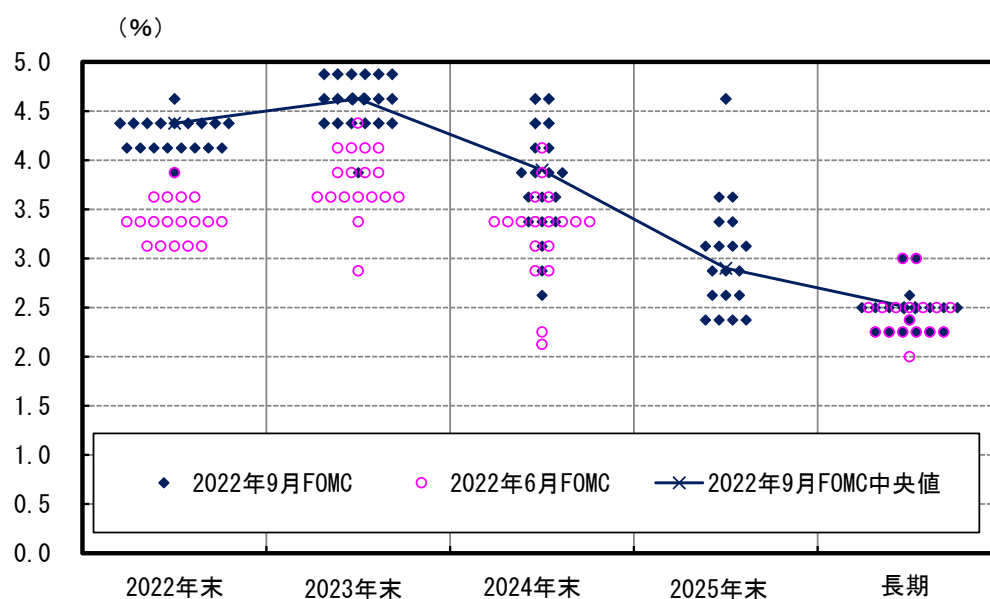


(出所) FRB より大和総研作成

ドットチャート（中央値）は2023年まで利上げ、2024年以降は利下げ

注目点である、先行きの利上げペースに関してドットチャート（中央値）を見ると、前述の通り2022年末が4.375%、2023年末が4.625%、2024年末が3.875%、2025年末が2.875%という結果となった。早期に利下げしないというパウエル議長のスタンスを踏まえ、2024年以降に利下げフェーズへと転じるとの仮定を置けば、利上げフェーズの最高到達点（ターミナルレート）は2023年末の4.625%となる。

図表4 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

続いて、ドットチャートの形状を見ると、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 1 名と、残る会合が 2 回となる中で予想が収斂している。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 参加者が 6 名いる一方で、中央値よりも少ない利上げを見込んだ FOMC 参加者は 7 名と拮抗している。利下げフェーズへと移行することが想定される 2024 年は中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名と中央値は幾分下振れしやすい。2023 年以降は見通しに関するばらつきが見られるといえるが、2024 年以降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%）を大幅に上回っている状況は続いている。中立金利以下まで利下げを見込む FOMC 参加者は 2024 年まではおらず、2025 年でも 4 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。

タカ派化すれば、FF 金利は 2023 年に 5%付近まで上昇する可能性

9 月の FOMC をまとめれば、市場に大きなサプライズを与えるような事象はなかったといえる。最大の注目点であったドットチャートに関しては、ターミナルレートが引き上げられたことから、市場の予想通りタカ派的な結果となった。もっとも、市場参加者が予想する FF 金利を上回りすぎてしまえば、金融環境はタイト化してしまうし、市場参加者が予想する FF 金利を下回りすぎてしまえば、金融環境は緩和してしまうことを踏まえれば、予定調和的な結果にならざるを得なかったといえるかもしれない。

今回の FOMC で公表された、ドットチャート、及び SEP が当面の金融政策運営の指針となるわけだが、注目されやすい中央値に関しては、あくまでも経済見通しが FOMC 参加者の予想通りとなった場合においては、参考指標としての有効性が高まる。一方、景気・インフレともに不確実性の高い足下の状況においてはあまり意味を有さない可能性がある。2022 年以降のドットチャートを振り返れば、最大値が切り上がり続けてきた。中央値もその最大値の後追いをするように切り上がり、そして利上げペースも加速してきた。つまり、FOMC 参加者が予想する FF 金利の最高値が、FRB が今後さらにタカ派化した際の金利水準の目安となる。今回のドットチャートを見ると、2022 年は 4.625%、2023 年は 4.875% が FF 金利の予想最高値となる。仮にインフレの高止まりリスクが高まれば、FF 金利の道筋は中央値ではなく、最高値を実現するようなペース、つまりは 2023 年にかけて 5% 付近の水準へと上方修正される可能性が高まるだろう。

他方で、FOMC 参加者が予想する以上に景気悪化が進めば、需要が急激に落ち込み、インフレ圧力が和らぎ、FOMC がハト派化する可能性もあるだろう。FOMC 参加者の実質 GDP 成長率の最低値は 2022 年に前年比 +0.0-0.1% が 4 名、2023 年に同 ▲0.3-▲0.4% が 1 名となっており、こうした最低値を下回るような減速の兆候が見られれば、利上げ停止や利下げが早期化する可能性がある。ただし、問題は景気が悪化してもインフレ圧力が和らがない場合である。こうした場合は、インフレ対策を重視する FOMC 参加者はタカ派的なスタンスを維持する一方で、景気を重視する FOMC 参加者はハト派的なスタンスを強め、FOMC が一枚岩でなくなり、金融政策に対して市場が疑念を持ちやすくなる恐れがあるだろう。