

2022年11月4日 全4頁

FOMC 4 会合連続で 0.75%pt の利上げを 決定

利上げ幅縮小とターミナルレートの引き上げで、バランス取りに終始

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作大祐

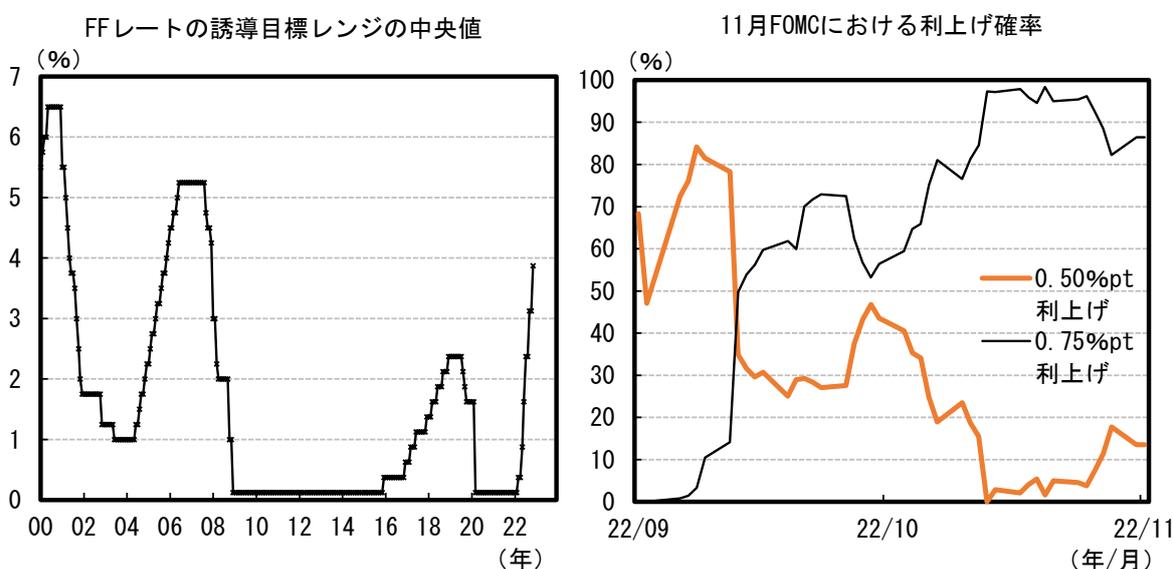
[要約]

- 2022年11月1・2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3.00-3.25%から3.75-4.00%へと0.75%pt引き上げられた。9月のFOMCに続き、4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。
- 11月のFOMCでの利上げ幅が想定通りとなったことで、市場参加者にとって最大の注目点は今後の利上げ幅縮小の可能性に関してであった。今回の声明文では、利上げ幅の決定に際し、金融引き締めの大規模な影響や遅効性、そして景気全体を考慮することが盛り込まれた。また、パウエルFRB議長は記者会見で、まだ何も決まっていなかつつも、12月のFOMC或いは2023年2月のFOMCにおいて利上げペースを遅らせる可能性があるとして述べた。
- 一方で、パウエル議長はFF金利の最終到達水準（ターミナルレート）の引き上げを提起し、利上げ停止は時期尚早とも述べた。これは、FOMCが利上げ幅の縮小可能性を示唆した結果、市場が金融引き締めの終わりを意識することで、金融環境が過度に緩和化してしまえば、需要喚起を後押しし、インフレ率が高止まりしてしまうリスクが高まることに釘を刺したということだろう。
- 今回のFOMCをまとめれば、FOMCは利上げ幅縮小を提起した一方で、ターミナルレートの引き上げを指摘し、金融環境を引き締めも緩和もしないようバランス取りに終始したといえる。なお、12月のFOMCで利上げ幅の縮小に関しても、既定路線と過信するのは早計である。とりわけ、市場が金融引き締めの終わりが近づくと期待しすぎると、それで金融環境が緩和してしまうかもしれない。FRBは12月のFOMCでも0.75%ptの利上げ幅を維持することで、金融環境のタイトさを維持しなければならなくなる可能性がある。その点には注意が必要だろう。

4 会合連続となる 0.75%pt の利上げを決定

2022年11月1・2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3.00-3.25%から3.75-4.00%へと0.75%pt引き上げられた。9月のFOMCに続き、4会合連続で0.75%ptの大幅利上げとなり、FFレート水準は2007年12月以来の高さとなった。なお、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（10月31日）の時点で、0.75%ptの利上げが行われる確率は86.5%となっており、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。

図表1 FFレートの誘導目標レンジの中央値、11月FOMCにおける利上げ確率



（出所）CME、FRBより大和総研作成

利上げ幅が維持される中で、声明文における景気の現状判断および見通しに関して変化はなかった。足下の景気に関しては、「最近の指標は支出と生産の緩やかな伸びを示している」という表現が、雇用環境については「ここ数カ月の雇用の増加は堅調であり、失業率は低いままである」という表現が据え置かれた。パウエルFRB議長は、声明文公表後の記者会見で、景気が徐々に減速しつつある一方で、雇用環境が堅調であるとの見解を示した。

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、インフレ率が高止まりするリスクがあることを引き続き強調した。

先行きの利上げ幅の縮小を示唆も、ターミナルレートは引き上げか

11月のFOMCの利上げ幅が想定通りとなる中で、市場参加者にとって最大の注目点は今後の利上げ幅の縮小の可能性であった。7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+2.6%と3四半期ぶりにプラスへと転じた一方で、米国経済の自律的な成長を意味する実質民間最終需要（=実質個人消費+実質設備投資+実質住宅投資）は同+0.1%と減速感が一層強まる結果となった。インフレを抑えるために、金融引き締めを通じた需要の抑制を進めてきたFRBにとって、こうした7-9月期の結果は想定通りといえる。しかし、米国経済は自律的な成長が抑制されており、世界経済の減速や金融環境の無秩序なタイト化など外部からのショックに対する耐性が低下している。景気の下振れリスクが高まる中で、FRBウォッチャーのティミラオス記者が10月21日付ウォールストリートジャーナル紙に、「FRB利上げの行方、12月のペース減速が焦点に」と題する記事を掲載し、11月のFOMCで先行きの利上げ幅の縮小が議論されることを示唆した。ティミラオス記者の記事は6月のFOMCの直前においても、0.75%ptの利上げを示唆したことから、市場参加者からの注目度及び信頼度は高い。

こうした中で、声明文でのフォワードガイダンスが、「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」から「インフレ率を2%に戻すのに十分なだけの引き締めの金融政策のスタンスを達成するために、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」へと修正された。また、「今後の誘導目標レンジの上昇ペースを決定する際に、委員会は、金融政策の累積的な引き締めや金融政策が経済活動とインフレへと波及するまでのタイムラグ、および経済と金融の動向を考慮する」という一文を付け加えた。声明文において、利上げ幅の縮小を明確に示す表現はなかったものの、金融引き締めの広範な影響や遅効性、そして景気全体を考慮することを盛り込むことで、CPIといった主要物価指標だけに縛られず、利上げ幅を修正できる可能性を作り出したといえる。

加えて、パウエル議長はFOMC声明文公表後の記者会見で、まだ何も決まっていないとしつつ、12月のFOMC或いは2023年2月のFOMCにおいて利上げペースを遅らせる可能性がある」と述べた。従来はある時点で利上げ幅を縮小することが適切と表現していたことを踏まえれば、利上げ幅の縮小に関してより踏み込んだ表現といえる。こうした利上げ幅の縮小の根拠として、パウエル議長はFF金利が既に引き締めの水準に達した中で、利上げ幅の大小よりもFF金利の最終到達水準（ターミナルレート）や引き締めの金融環境を維持する期間の重要性が高まったことを挙げている。とはいえ、利上げ幅の縮小に関して、インフレの減速を見たいとも述べており、10-11月のCPI次第では12月のFOMCでも0.75%の利上げが維持される可能性はある。

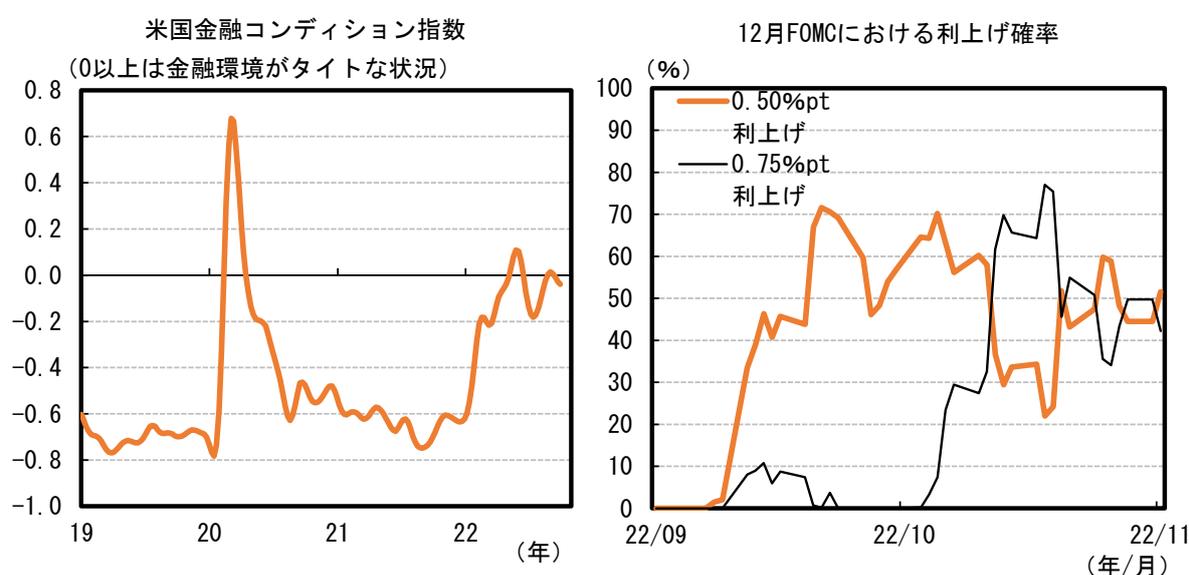
前述のウォールストリートジャーナル紙の記事を受け、既に市場参加者は先行きの利上げ幅縮小の可能性を織り込み、金融引き締めが終わりへと向かいつつあるとの期待を強めていた。10年債金利は低下し、株価は上昇している。シカゴ連銀が公表する米国金融コンディション指数は0近辺と、引き締めでも緩和でもない水準で推移している。利上げ幅縮小の示唆を契機に、金融環境がさらに緩和してしまえば、需要喚起を後押しし、インフレが高止まりしてしまうリスクも高まることになる。金融環境のさらなる緩和を防ぐために、パウエル議長は、今回の記者

会見でFF金利のターミナルレートの引き上げを示唆するとともに、利上げ停止の判断は時期尚早と強調した。

9月のFOMCで公表されたFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）の中央値に基づけば、2022年末が4.375%、2023年末が4.625%となっていた。現時点のFF金利の中央値が3.875%であることを踏まえれば、12月のFOMCで0.50%pt、2023年に0.25%ptの利上げが実施されることが想定されていた。パウエル議長によるターミナルレートの引き上げ示唆を踏まえれば、2023年において0.50%pt 或いは0.25%ptの利上げが複数回継続できるような道筋が考えられる。12月のFOMCで公表されるドットチャートでは、こうしたターミナルレートの上方修正が反映されると想定される。なお、ターミナルレートの引き上げに関しても、10月31日にウォールストリートジャーナル紙において、前述のティミラオス記者が「米消費者に潤沢な資金、高金利の長期化も」と題する記事の中で指摘していたことから、市場参加者にとっても大きなサプライズはなかったといえる。

今回のFOMCをまとめれば、利上げ幅縮小を提起した一方で、ターミナルレートの引き上げを指摘し、金融環境を引き締めでも緩和でもないようバランス取りに終始したといえる。なお、FOMCを終え、市場は12月のFOMCで0.50%ptの利上げを期待し始めているようだが、利上げ幅の縮小を既定路線と過信するのは早計である。2022年のFOMCの決定を振り返れば、6月のFOMCでは、事前の0.50%ptの利上げの想定を覆し、0.75%ptの利上げへと踏み切った。また、パウエル議長は0.75%ptの利上げは異常に大幅で一般的ではないと説明してきたが、これまで4回連続で0.75%ptの利上げを決定してきた。つまり、2022年はFOMCにとっても想定外のタカ派化が続いてきたといえる。12月のFOMCにおいても、想定外のタカ派化が起きないとの保証はない。とりわけ、市場が金融引き締めの終わりが近づくと期待しすぎてしまい、金融環境が緩和してしまえば、FRBは12月のFOMCでも0.75%ptの利上げ幅を維持することで金融環境のタイトさを維持しなければならなくなる可能性に注意が必要だろう。

図表2 米国金融コンディション指数、12月FOMCにおける利上げ確率



(出所) シカゴ連銀、CME より大和総研作成