

2022年12月15日 全6頁

FOMC 0.50%pt に利上げ幅を縮小

2023年も更なるタカ派化に警戒すべき

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]

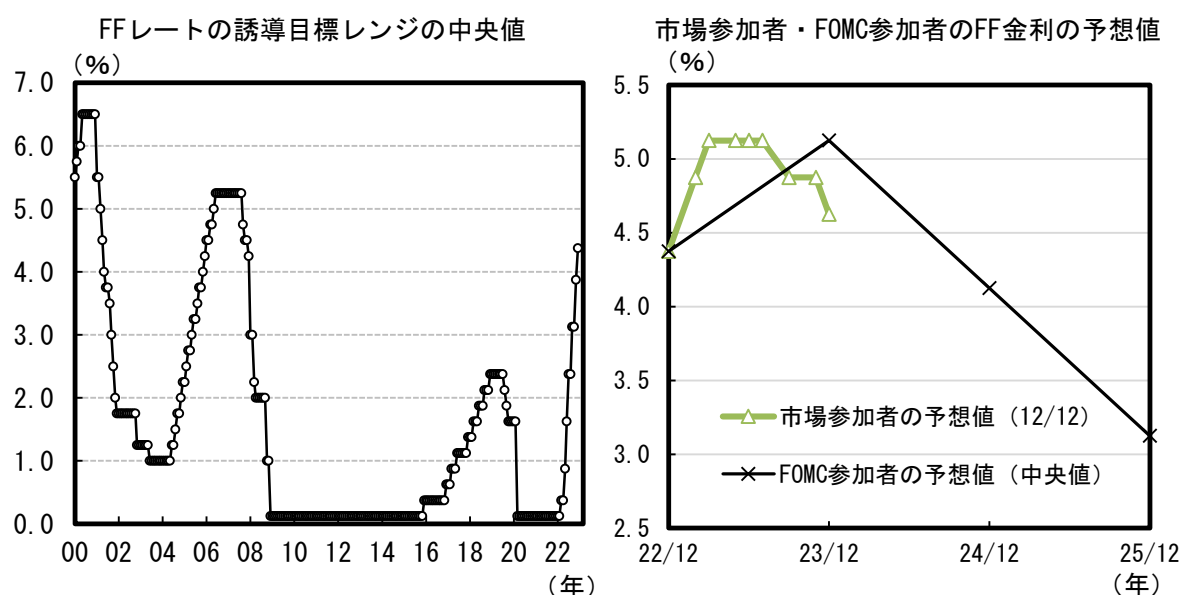
- 2022年12月13・14日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の3.75-4.00%から4.25-4.50%へと0.50%pt引き上げられた。0.50%ptという利上げ幅は、5月のFOMC以来5会合ぶりとなり、3月から始まった今回の利上げフェーズで初めて利上げ幅が縮小されたことになる。今回の0.50%ptの利上げは、事前に示唆があったことから、市場参加者にとってサプライズとはならなかった。
- 12月のFOMCでの利上げ幅が想定通りとなったことで、最大の注目点は今後の利上げペースとなった。FOMC参加者によるFF金利予想（ドットチャート）の中央値は2023年末が5.125%、2024年末が4.125%、2025年末が3.125%となった。インフレが依然として高水準で推移する中で2023年内は計0.75%ptの利上げが予想される一方で、インフレが相対的に落ち着いていく2024年、2025年はそれぞれ計1.00%ptの利下げが見込まれている。
- こうしたFOMC参加者の予想は、2023年は引き締め的な金融環境が続くことで実質GDP成長率は潜在成長率以下で推移し、失業率の上昇に見られるように労働需給のタイトさが緩和することでインフレ上昇圧力が和らぎ、インフレも減速していくという従来の見方に基づいている。しかし、こうした見方には不確実性も残る。2023年内に想定されている0.75%ptの利上げで、労働需給が緩和し、インフレ圧力が十分に和らぐかは不透明である。また、FOMC参加者の多くが想定しているプラス成長を維持したままでの失業率の大幅な悪化という前提は、過去や市場予想と比べても楽観的に映る。パウエルFRB議長も記者会見でターミナルレートの再引き上げを示唆したように、2023年の金融政策運営も今回のドットチャート通りにはならない可能性、特にタカ派化の可能性を十分に認識しておく必要があるだろう。

0.50%pt へと利上げ幅を縮小

2022年12月13・14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3.75-4.00%から4.25-4.50%へと0.50%pt引き上げられた。0.50%ptの利上げ幅は、5月のFOMC以来5会合ぶりとなり、3月から始まった今回の利上げフェーズで初めて利上げ幅が縮小されたことになる。

今回の0.50%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（12月12日）の時点で、0.50%ptの利上げが行われる確率は7割を超えていた。パウエルFRB議長が11月30日の講演会で、12月のFOMCでの利上げ幅の縮小を示唆していたことから、市場にとっては想定通りの利上げ幅であったといえる。

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

12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2023年末が5.125%、2024年末が4.125%、2025年末が3.125%となった。2023年は9月のFOMC時点の予想(4.625%)から0.50%pt引き上げられ、2023年内に計0.75%ptの利上げが予想されている。市場は2023年内の合計利上げ幅に関しては、0.50%ptと0.75%ptで市場の見方が二分していたが、FF金利の最終到達水準（ターミナルレート）自体は前述の講演会で示唆されていたことから、大きなサプライズはなかったといえる。

なお、2023年1月31日・2月1日のFOMCで0.50%ptの利上げが行われれば、その後3月のFOMCで0.25%ptの利上げを実施することで利上げは打ち止めとなる。あるいは、各会合で0.25%ptの利上げを実施すれば5月で利上げが打ち止めとなる。その後に関しては、2024年に

1.00%pt、2025年に1.00%ptの利下げが見込まれている。インフレは今後も減速し、2025年にはインフレ目標である2%付近まで落ち着いていくという見立ての中で、FF金利も引き下げられていくことが予想されるわけだが、FF金利は予想期間を通じてFOMC参加者の長期見通しの水準（中央値2.5%）を上回ったままであり、引き締めの金融環境が続くとの予想が示されたことになる。

声明文は従来通り

利上げ幅が縮小された一方で、声明文における景気の現状判断および見通しに関して大きな変化はなかった。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」という表現が据え置かれた。パウエル議長は、声明文公表後の記者会見で、景気は減速しつつあるものの、雇用環境は引き続き堅調であり、労働需給はタイトなままであると指摘した。

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ついても表現を据え置いた。パウエル議長は記者会見で、コア財価格に関しては減速傾向が顕著となり、住宅価格も減速の兆しが見られる一方、コアサービス価格（除く家賃）は高止まりしていることに警戒感を示した。

こうした現状認識のもと、フォワードガイダンスは、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」という表現で据え置いた。市場は、2023年上半期で利上げの打ち止めとなった後、同年下半期には早くも利下げに転じることを織り込み始めていた。しかし、パウエル議長は記者会見でターミナルレートの再引き上げの可能性に触れるとともに、「十分に引き締めの金融政策スタンスをしばらくの間維持する」ことを強調し、2023年後半での利下げ期待を高める市場をけん制した。

失業率は大幅上昇を予想も、マイナス成長予想は少数派

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、2022年の実質GDP成長率は上方修正、2023年以降は下方修正が見込まれていた。具体的に見ていくと、2022年7-9月期の実質GDP成長率が堅調な結果となったことで、2022年の実質GDP見通し（4Qの前年比、以下同）が、+0.5%（9月時点：+0.2%）へと上方修正された。他方、2023年（+0.5%、9月時点：+1.2%）、2024年（+1.6%、9月時点：+1.7%）の予想は引き下げられた。FOMC参加者が想定する潜在成長率（長期見通し：+

1.8%) まで回復するのは、2025年 (+1.8%、9月時点: +1.8%) まで待つことになる。

雇用環境に関しては、2022年の成長率予想を小幅に引き上げたことで、2022年の失業率(4Qの平均)の予想値(3.7%、9月時点: 3.8%)を小幅に引き下げた(改善)。他方、2023年以降に関しては成長率予想を引き下げたことで、2023年(4.6%、9月時点: 4.4%)、2024年(4.6%、9月時点: 4.4%)、2025年(+4.5%、9月時点: +4.3%)の見通しを上方修正した(悪化)。予想期間を通じ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2023年から2025年にかけては長期見通し(4.0%)を上回る(悪化)との見方が9月に比べて一層強まったことになる。

物価見通し(PCE価格上昇率、4Qの前年比)に関しては、足下までの物価水準を考慮し、2022年(+5.6%、9月時点: +5.4%)、2023年(+3.1%、9月時点: +2.8%)、2024年(+2.5%、9月時点: +2.3%)、2025年(+2.1%、9月時点: +2.0%)のいずれも引き上げられた。予想期間を通じて物価目標の目安である+2.0%を上回るとの見立てとなり、長期にわたって金融引き締め的な環境を維持する必要があることが確認できる。

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	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12月	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4	0.5	0.4	1.0	1.3	2.0	1.6	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	22年12月	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7		4.4	4.7	4.3	4.8	4.0	4.7	3.8	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年12月	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6	5.8	2.9	3.5	2.3	2.7	2.0	2.2		2.0
	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
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	22年12月	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7	4.8	3.2	3.7	2.3	2.7	2.0	2.2		
	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		

(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

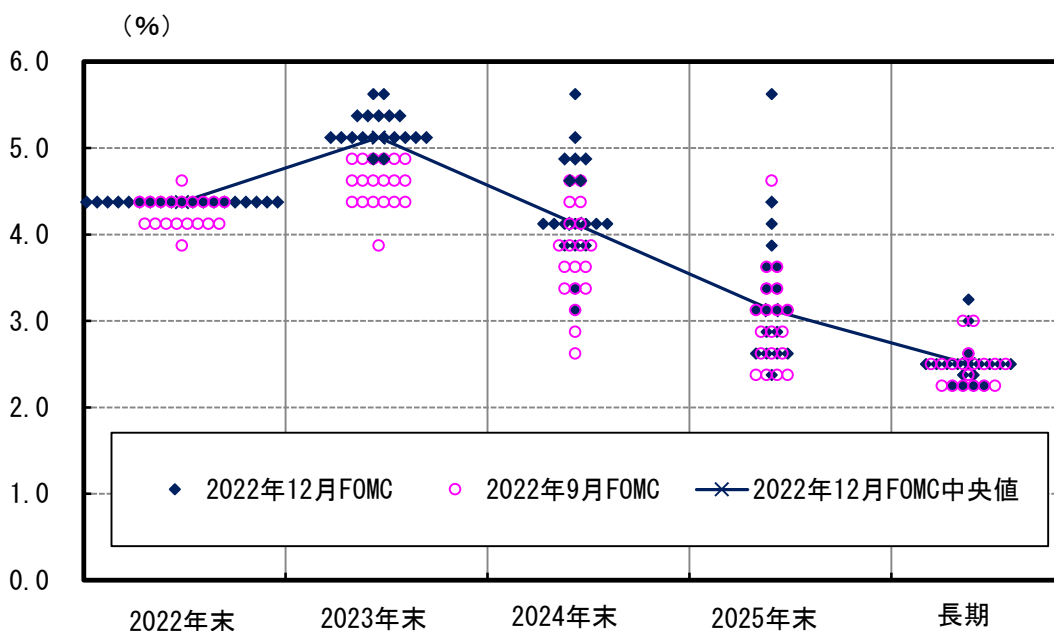
今回のSEPをまとめれば、金融引き締めの効果が発現し、実質GDP成長率は潜在成長率以下で推移することで失業率は上昇する一方、インフレは徐々に落ち着いていくというFOMC参加者の従来の見方が強化されたといえる。ただし、インフレ見通しが上方修正された一方で、実質GDP成長率の見通しが引き下げられたことで、先行き1年の経済見通しは暗さを増した。とりわけ、失業率は発射台が低いとはいえ、2022年末から2023年末にかけての1年間で0.9%pt上昇することが予想されている。こうした失業率の大幅な上昇は景気後退期以外ではあまり見られないわけだが、今回のSEPにおいてマイナス成長を予想しているFOMC参加者はほとんどいない。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、多くの参加者が大幅な景気悪化をベースシナリオとして予想していないということだろう。

ドットチャート（中央値）は形状がタカ派的

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2023年末が5.125%、2024年末が4.125%、2025年末が3.125%という結果となった。十分に引き締めの金融政策スタンスをしばらくの間維持する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に転じるとの仮定を置けば、ターミナルレートは2023年末の5.125%となる。

続いて、ドットチャートの形状を見ると、2023年に関しては、中央値を予想するFOMC参加者が最大多数となっている。ただし、中央値よりも多くの利上げを見込んだFOMC参加者が7名と、中央値よりも少ない利上げを見込んだFOMC参加者の2名よりも多いことから、今後更にターミナルレートが引き上げられる可能性は残る。利下げフェーズへと移行することが想定される2024年に関しても、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者は5名と、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者の7名と比べて劣勢となっており、利下げをなかなか進めにくい可能性が示唆されている。2025年に関しては、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者が7名と、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者の7名と拮抗しており、予想がばらついており、ドットチャートの形状を踏まえれば、FOMC参加者によるFF金利予想は先行き上振れする可能性があることから、ややタカ派的と総括できよう。

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

疑問の残る FOMC 参加者の見方

12月のFOMCをまとめれば、利上げ幅の縮小やターミナルレートの引き上げは事前に示唆されていたことから、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。また、経済見通しも、2023年は引き締めの金融環境が続くことで実質GDP成長率は潜在成長率以下で推移し、失業率の上昇に見られるように労働需給のタイトさが緩和することでインフレ上昇圧力が和らぎ、インフレも減速していくという従来の見立てを変えていない。そして、2024年以降は、インフレが落ち着いていく中で、中立金利(2.5%)に向けて利下げを進め、その結果として景気も徐々に上向いていくという見方を据え置いている。

他方で、こうしたFOMC参加者の見方には2つの不確実性が残る。1つ目の不確実性は、2023年内に想定されている計0.75%ptの利上げで、インフレが順調に減速していくかは不透明なことである。FOMC11日目の13日に公表されたCPIの減速は、FOMC参加者の見方をサポートするように見える。しかし、CPIの内訳を見ると、主に減速したのはエネルギー価格やコア財価格であり、賃金と連動性の高いコアサービス価格は高止まりしている。求人件数が失業者数を大きく上回る足下の労働需要の強さを踏まえれば、景気が多少減速したとしても失業率は上昇しにくく、労働需給ひいてはインフレ圧力の緩和には時間を要する可能性がある。FOMC参加者もインフレが高止まりする可能性を認識しているからこそ、ドットチャートはタカ派的な形状となっており、パウエル議長も記者会見でターミナルレートの再引き上げを示唆したとも考えられるだろう。

2つ目の不確実性は、FOMC参加者が予想する失業率の悪化幅である。FOMC参加者は2023年末の失業率が前年差で0.9%pt上昇することを見込んでいる。こうした失業率の上昇幅は、過去を振り返れば成長率が大きく落ち込む景気後退期に発生することが多い。しかし、FOMC参加者の多くが、実質GDP成長率が潜在成長率を下回ることを見込む一方でマイナス成長を予想していない。つまり、景気後退のようなマイナス成長はないものの、失業率は景気後退期並みに上昇するという過去にはあまり見られないような将来像を描いていることになる。これに対して、市場予想は2023年末に同じ失業率の上昇幅を想定する一方で、前年比でマイナス成長がコンセンサスとなっている。FOMC参加者の予想は労働需給の緩和に向けて大幅な景気の調整が必要ないというものであり、過去や市場予想に比べて楽観的に映る。

FOMC参加者が景気後退をベースシナリオにすれば、市場がリスク回避を強め、金融環境がタイト化し、自己実現的な景気後退が引き起こされ得ることから、FOMC参加者もハードランディングを示唆するような予想は避けざるを得ないのかもしれない。また、仮にターミナルレートを再度引き上げる場合においても、景気後退を前提にしていなかった方が引き上げやすいだろう。今回のFOMCではついに利上げ幅が縮小され、利上げフェーズも終盤戦へと移りつつあるようにみえる。しかし、その前提となっている経済、インフレ、そして、労働需給に関するFOMC参加者の見通しを巡って不確実性は高く、2023年の金融政策運営も今回のドットチャート通りにはならない可能性、特にタカ派化の可能性を十分に認識しておく必要があるだろう。