

2023年2月2日 全5頁

FOMC 0.25%pt に利上げ幅を縮小

5月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって、利上げ停止が現実的か

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]

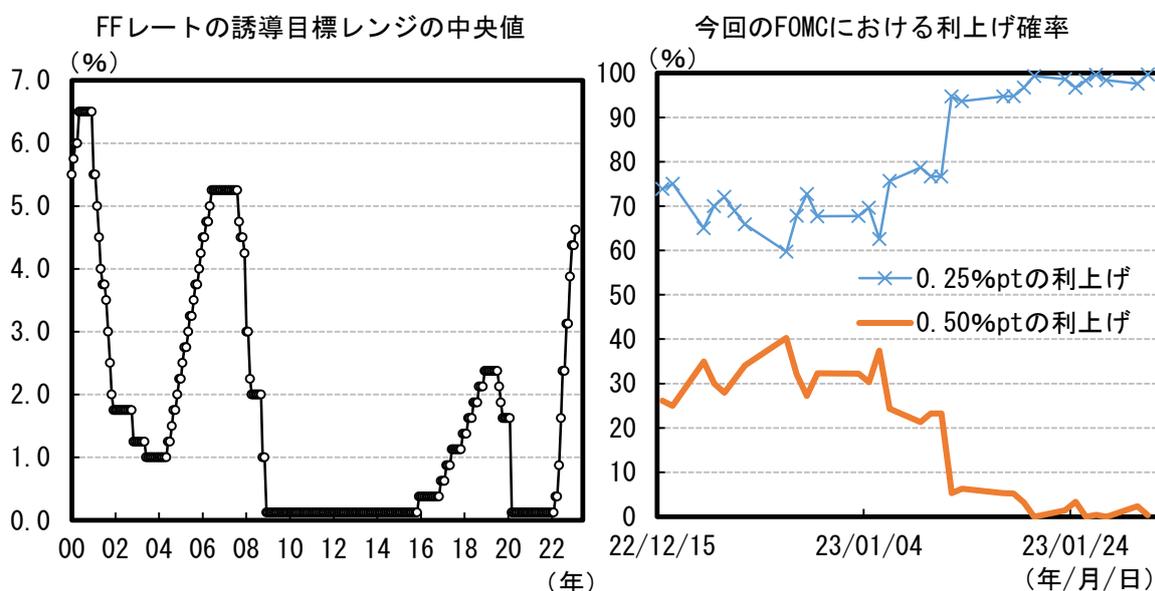
- 2023年1月31日・2月1日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の4.25-4.50%から4.50-4.75%へと0.25%pt引き上げられた。多くのFOMC参加者が事前に、今回のFOMCでの0.25%ptの利上げを支持することを示唆していたことから、市場にとっては想定通りの結果であったといえる。
- 先行きに関して、市場参加者の中では、3月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって利上げ停止との予想が主流となっている。しかし、今回のFOMC声明文で利上げの継続という表現が維持されたように、FOMC参加者は早期の利上げ停止には否定的なようである。コアPCE価格指数の3カ月前比年率及び6カ月前比年率の3%割れが利上げ停止に向けた判断基準の一つといえるが、3月のFOMC時点での達成はハードルが高く、5月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって利上げ停止をベースシナリオと置くべきだろう。
- また、パウエルFRB議長は、家賃を除くコアPCEサービス価格が明確な減速傾向を示していない点を利上げ継続の根拠としている。家賃を除くコアPCEサービス価格と連動する賃金上昇率は減速傾向を示しているが、労働需給はタイトなままである。パウエル議長は、FOMCはやるべきことが多く残っていると述べており、利上げを早期に停止するよりは、利上げを継続するバイアスの方が強いと考えるべきだろう。
- 市場の期待が高い2023年内の利下げの可能性に関しては、パウエル議長は従来通り否定的な姿勢を示した。パウエル議長にとって、利上げ停止時期に関しても不確実性が残る中で、利下げ開始の議論は時期尚早ということだろう。また、2023年内の利下げの開始を市場が期待する中で、足下では金融環境の緩和が進んでいる。インフレが落ち着くまではタイトな金融環境を維持したいFOMCにとっては、金融環境がさらに緩和化すればタカ派的なスタンスを強めざるを得なくなるだろう。

0. 25%pt へと利上げ幅を縮小

2023年1月31日・2月1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4.25-4.50%から4.50-4.75%へと0.25%pt引き上げられた。2022年12月のFOMCに引き続き、2会場連続で利上げ幅が縮小され、利上げ幅は2022年3月のFOMC以来7会場ぶりの小ささとなった。

今回の0.25%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（1月30日）の時点で、0.25%ptの利上げが行われる確率はほぼ10割となっていた。インフレ指標が減速傾向を示す中、多くのFOMC参加者が事前に今回のFOMCでの0.25%ptの利上げを支持することを示唆していたことから、市場参加者にとって想定通りの結果であったといえる。

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



(出所) CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

声明文の内容を見ると、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、労働需給は極めてタイトなままであるという考えを示した。

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」という表現から「インフレ率は幾分減速したが、高いままである」へと修正された。パウエル議長は記者会見で、足下のインフレ率の減速傾向を歓迎すべきと評価した一方で、依然として高い伸びであり、高止まりするリスクがあることへの警戒感を示した。

リスク認識において、「戦争と関連する出来事はインフレ率に更なる上昇圧力を生み出しており、世界の経済活動の重石となっている」という一文が削除された。ウクライナ・ロシアにおける紛争が終結を迎えたわけではないが、紛争を契機に上昇したエネルギー価格が下落傾向にあることを踏まえて、削除したものと考えられる。なお、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は表現を据え置いている。

フォワードガイダンスに関しては、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」という表現を据え置いた。市場参加者の中では、足下のインフレ減速を踏まえて継続的な引き上げという表現を削除することで、継続的な利上げを行うフェーズが終了する、つまりは近い将来での利上げの停止を示唆すると予想する向きもあった。しかし、パウエル議長は、声明文公表後の記者会見で、インフレ率の高止まりに対する警戒感を背景に、まだやるべき仕事は残るとのスタンスを強調し、利上げの継続を示唆した。

このほか、「誘導目標レンジの今後の引き上げペース (pace) を決定する上で、FOMC は累積的な金融引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに与える影響の遅効性、経済や金融の情勢を考慮する」を「誘導目標レンジの今後の引き上げ程度 (extent) を決定する上で、FOMC は累積的な金融引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに与える影響の遅効性、経済や金融の情勢を考慮する」と小幅に修正した。これは、今回の FOMC で利上げ幅を通常の 0.25%pt へと縮小したことで、今後の FOMC における利上げ幅の合計に議論が移ったことを反映したと考えられる。

5 月の FOMC での 0.25%pt の利上げをもって、利上げ停止が現実的

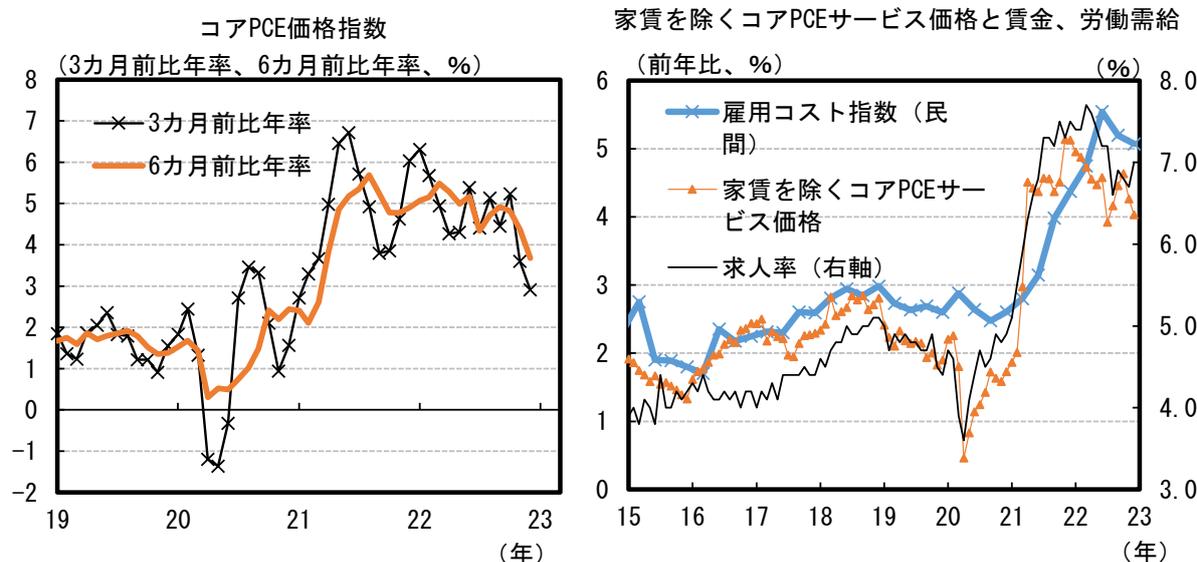
インフレが減速し、利上げ幅の縮小余地もある中で、今回の FOMC で 0.25%pt へと利上げ幅を縮小することは、FOMC 参加者及び市場参加者の双方にとって予定調和的なものであったといえる。FOMC 参加者にとって難しい選択を迫られるのは、更なる利上げ幅の縮小が利上げ停止を意味する 3 月 21・22 日の会合以降といえよう。2022 年 12 月の FOMC では、FOMC 参加者の FF レート見通し (中央値、ドットチャート) において、2023 年合計で 0.75%pt の利上げが示された。今回の FOMC での 0.25%pt の利上げに加えて、3 月の FOMC での 0.25%pt の利上げ、そして、5 月 2・3 日の FOMC での 0.25%pt の利上げをもって利上げ停止となることが想定される。他方で、市場参加者の中では 3 月の FOMC での 0.25%pt の利上げをもって、利上げ停止となるという見立てが主流となっている。市場参加者にとっては、インフレの減速に加えて、足下の景況感の悪化が早期の利上げ停止を予想する根拠となっている。

しかし、今回の FOMC 声明文で利上げの継続という表現が維持されたように、FOMC 参加者は早期の利上げ停止には否定的なようである。声明文公表後の記者会見で、パウエル議長は、利上げの停止基準に関して今回の FOMC で議論した内容は議事録で公表されると述べ、詳細な説明は避けた。利上げの停止基準に関しては、これまで FOMC のタカ派化を主導してきたウォラーFRB 理

事の説明が、FOMC のタカ派化からの方向転換を考える上では有益となろう。1月20日の講演会で、ウォラー理事はインフレが有意にかつ持続的に低下するまで利上げを継続する必要があるとの見方を示しており、食品・エネルギーを除くコアPCE（個人消費）価格指数（以下、コアPCE）が3カ月前比年率及び6カ月前比年率で減速することがその判断材料になると指摘した。ウォラー理事は、1月20日の講演会の時点で、コアPCE（2022年11月）の3カ月前比年率及び6カ月前比年率ともに3%を上回っており、足下のインフレの減速に対して慎重に判断すべきと述べた。こうしたウォラー理事の指摘を踏まえれば、利上げ停止の基準として、コアPCEの3カ月前比年率及び6カ月前比年率が3%割れとなることが基準となっていることが推察される。その後、1月27日に公表された2022年12月のコアPCEは3カ月前比年率で3%を下回ったが、6カ月前比年率は3.7%と高いままである。今後は6カ月前比年率での3%割れが利上げ停止に向けた焦点の一つとなる。

3月のFOMCでは、ドットチャートが公表され、2023年末のFFレートの水準が示されることになり、更なる利上げの有無を見ることで、5月のFOMCを待たずとも利上げ停止時期のとりあえずの回答が得られることになる。3月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって利上げ停止という決断をするためには、それまでにFOMC内のタカ派も納得する結果が不可欠といえる。タカ派のウォラー理事の考えを基にすれば、3月のFOMCまでに公表される2023年1月のコアPCEが前月比▲0.25%以下となれば、6カ月前比年率でも3%割れの基準を達成できることになる。12月のコアPCEが同+0.30%だったこと、そして、コアPCEの変動幅は相対的に小さいことを踏まえれば、3月のFOMCまでの達成はハードルが高いといえるだろう。なお、5月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって停止するのであれば、それまでに公表される1、2、3月のコアPCEがそれぞれ前月比+0.25%以下の伸びであれば、6カ月前比年率での3%割れは可能であり、利上げ停止のハードルは相対的に低下する。5月のFOMCでの0.25%ptの利上げをもって、利上げ停止をベースシナリオと置くべきだろう。

図表2 コアPCE価格指数、家賃を除くコアPCEサービス価格と賃金、労働需給



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

また、パウエル議長は声明文公表後の記者会見で、現在はインフレ減速の初期段階に当たり、家賃を除くコア PCE サービス価格が明確な減速傾向を示していないことを利上げ継続の根拠として挙げている。家賃を除くコア PCE サービスに関しては、サービスの提供者にとって人件費が主要な投入コストであることから、賃金動向に価格が左右されやすいといえる。パウエル議長も記者会見で、家賃を除くコア PCE サービス価格が低下する上で、雇用コスト指数の低下や賃金上昇率の低下が継続することが重要と指摘している。こうした賃金動向は労働需給を反映するが、2月1日に公表された2022年12月の求人率は高止まりしており、労働需給のタイトさが続いていることを示唆している。かかる状況を踏まえて、パウエル議長は、行動が少なすぎることに伴うリスクを管理することは非常に難しく、FOMC はやるべきことが多く残っていると述べている。少なくともパウエル議長にとって、利上げを早期に停止するよりは、利上げを継続するバイアスの方が強いと考えるべきだろう。

なお、市場の期待が高い2023年内の利下げの可能性に関しても、3月のFOMCで公表されるドットチャートで、FOMC参加者の考えを把握することができる。今回のFOMCでは、パウエル議長は従来通り2023年内の利下げに対して否定的な姿勢を示した。パウエル議長にとって、利上げ停止時期に関しても不確実性が残る中で、利下げ開始の議論は時期尚早ということだろう。また、2023年内の利下げの開始を市場が期待する中で、足下では金融環境の緩和が進んでいる。例えば、シカゴ連銀が公表する金融コンディション指数は、足下で2022年3月の利上げフェーズ開始前の水準までマイナス幅が拡大（＝金融環境の緩和化が進展）している。パウエル議長は、足下の金融環境に関して、前回のFOMCから大きな変化はないと指摘していることから、現時点の金融環境を許容範囲と認識しているのかもしれない。しかし、市場が利下げ期待を強め、金融環境がさらに緩和化すれば、インフレが落ち着くまではタイトな金融環境を維持したいFOMCにとって、タカ派的なスタンスを強めざるを得なくなるだろう。

図表3 米国金融コンディション指数

