

2023年3月23日 全7頁

FOMC 銀行不安の中でも利上げは継続

今後の金融引き締めは、信用収縮の程度次第

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3月21日・3月22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4.50-4.75%から4.75-5.00%へと0.25%pt引き上げられた。銀行の経営破綻に伴い、米銀行セクターに厳しい視線が注がれている一方、高インフレへの警戒から利上げは継続した。銀行セクターに関しては、声明文で銀行システムが健全かつ強靱であるとの評価を示した。パウエルFRB議長は事態が落ち着きつつあると述べた上で、銀行システムへの信頼を高めるために、預金の全額保証や流動性供給など断固たる措置を取り、今回の銀行の経営破綻から教訓を学び、監督や規制を強化することで再発防止に努めていくと述べた。
- パウエル議長は銀行システムへの不安を打ち消そうとする一方、今回の銀行の経営破綻が信用収縮（資金調達環境の悪化による経済への悪影響）をもたらすことに警戒感を示した。今回公表された経済見通しでは、2023年と2024年の実質GDP成長率予想が引き下げられた。ただし、信用収縮の程度は不透明であり、今回の経済見通しでは限定的に織り込んだにすぎない。経済見通しに関する不確実性が高い中で、今回公表されたFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）に関しても、ベースシナリオとして2023年内は高い金利の維持が想定される一方、2024年以降はばらつきがある。
- 今後の金融引き締めに関して一言でまとめれば、信用収縮の程度次第ということである。景気の下振れが緩やかであれば、5月の次回FOMCで0.25%ptの利上げを実施し、その後は利上げ停止となるだろう。景気が急激に悪化するのであれば、QT（数量的引き締め＝バランスシートの縮小）及び利上げの停止はもちろんのこと、金融緩和の可能性も考えられる。とはいえ、金融政策を緩和的な方向へと拙速に修正してしまえば、高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは銀行不安と高インフレの間で板挟みになっており、当面の間は金融政策を取り巻く不確実性は高いままであることが想定される。

銀行の経営破綻後に開催された FOMC、注目点は 4 つ

3 月 10 日にシリコンバレーバンク（以下、SVB）、3 月 12 日にシグネチャーバンク（以下、SBNY）が経営破綻したことで、米銀行セクターに厳しい視線が注がれている¹。こうした中で、3 月 21 日・3 月 22 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）における注目点は、①銀行セクターの健全性をいかに評価するか、②流動性供給と金融引き締めの関係性をいかに整理するか、銀行不安の中で③0.25%pt の利上げを継続するか、④QT（数量的引き締め＝バランスシートの縮小）のペースを変更するか、という 4 つであった。

①の銀行セクターの健全性に関しては、匿名の米財務省高官が記者に対して SVB や SBNY と同様の問題を抱えている金融機関が複数あると指摘していた。FRB による銀行セクターへの評価に衆目が集まる中で、今回の FOMC の声明文では、「米国の銀行システムは健全かつ強靱である」と表現された。パウエル FRB 議長は、今回の FOMC 声明文発表後の記者会見で、(1) 少数の銀行で深刻な問題が発生したが、銀行セクター全体としては強力な資本や流動性を有しており、事態は落ち着きつつあること、(2) 銀行システムへの信頼を高めるために、預金の全額保証や流動性供給など断固たる措置を取ったこと、(3) 今回の銀行の経営破綻から教訓を学び、監督や規制を強化することで再発防止に努めていくこと、と概説した。

②の流動性供給と金融引き締めの関係性に関して、FRB が流動性供給の拡大をもって銀行不安に対処していることに対して、金融引き締め、とりわけ QT は相反するのではないかと、この市場の見方がある。この点に関して、パウエル議長は流動性供給があくまでもオペレーションの一種であり、長期金利を押し下げようとするバランスシート政策とは異なるとの見解を示した。銀行への流動性供給の拡大が MMF や家計・企業を経由して金融・株式市場へと流入することで、バランスシートの拡大 (QE) に類似した効果を発揮するという考えられるが、FRB としては長期金利を押し下げるために直接的に資産購入をしていない以上、こうした市場の見方を否定したといえる。

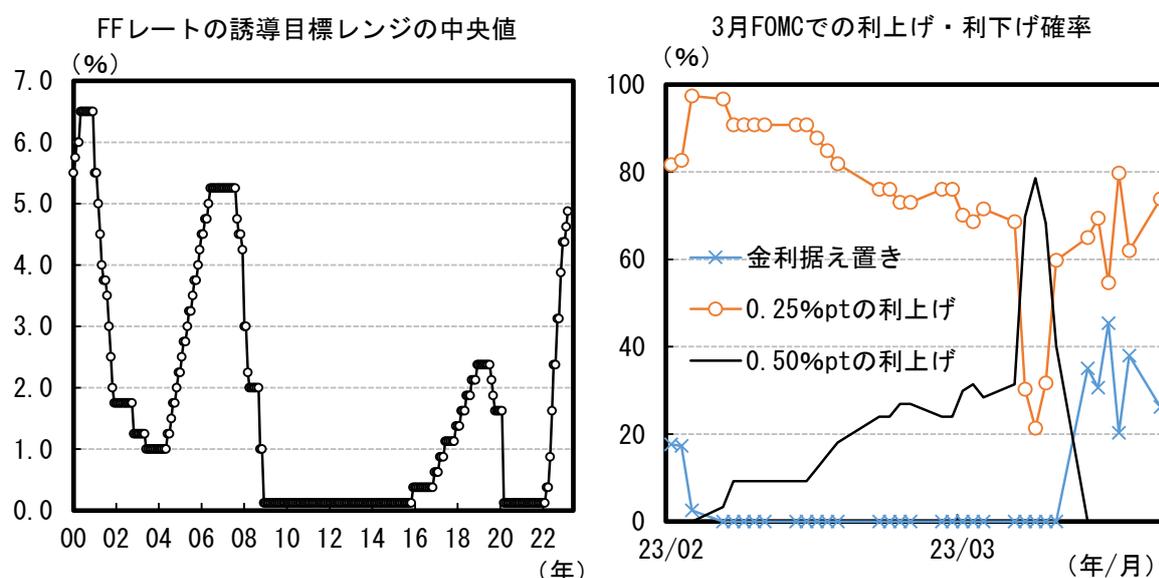
③の銀行不安の中でも利上げを継続するのかということに関して、金融政策は雇用と物価を基に判断するという基本方針が維持された。パウエル議長は雇用環境が依然として堅調であり、インフレの減速ペースも緩やかであるとの現状認識を示した。こうした認識のもと、今回の FOMC では FF（フェデラルファンド）金利の誘導目標レンジが、従来の 4.50-4.75% から 4.75-5.00% へと 0.25%pt 引き上げられた。誘導目標レンジの中央値（4.875%）は、2007 年 8 月以来の高さとなった。CME が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、FOMC の開催前（3 月 20 日）の時点で、0.25%pt の利上げが行われる確率は 7 割強、据え置きは 3 割弱となっていた。概ね市場の予想通りではあったが、利上げ停止を期待する一部の市場参加者の予想は外れたことになる。また、FF 金利の先行きに関して、今回の 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）における 2023 年末の中央値を見ると、前回（2022 年 12 月時点）から据え置きの 5.1% となる。利上げは、早ければ 5 月 2 日・5 月 3 日

¹ 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 米銀行破綻をどうみるか」（2023 年 3 月 22 日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230322_023698.html

の次回 FOMC で 0.25%pt の実施後に停止となる。ただし、こうした FF 金利の見通しにおいて、FOMC は、銀行の経営破綻が信用収縮（資金調達環境の悪化による経済への悪影響）をもたらし、利上げの必要性を減らす可能性があると認識しているようだ。パウエル議長は、信用収縮の影響が大規模であった場合、利上げの必要性は低下する一方、信用収縮の影響が小規模な場合には、利上げの必要性は高まる可能性があるという趣旨の発言をしており、利上げの先行きに関しては今後のデータ次第との見解を示した。

最後の④バランスシート政策の行方に関しては、今回の銀行の経営破綻は流動性不足が起因となったこと、利上げ幅縮小の次のステップが利上げ停止になる一方で、QT のペースは減速させる余地があることなどを理由に、市場参加者の一部で注目されていた。しかし、QT に関しては、特段の指摘はなかった。FRB としては既に講じた流動性供給策で様子見との認識があるのかもしれない。しかし、流動性の重要性は銀行に限ったものではなく、シャドバンキングや FinTech など幅広い主体に共通である。FRB の流動性の直接的な供給対象が銀行中心であることや今回の銀行破綻を契機に銀行が保守的になる中でマーケットメイキング機能が低下する可能性もある。QT のペースを減速すれば、市場全体の流動性のひっ迫を緩和することに寄与すると見られ、今後の FOMC でも一考の余地があるといえるだろう。

図表 1 FF レートの誘導目標レンジの中央値、3月 FOMC での利上げ・利下げ確率



(出所) CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

声明文によれば、今後の金融引き締めは信用収縮の程度次第

声明文における大きな変更点は、銀行の経営破綻に対する見解を付け加えた点である。前述の通り、「米国の銀行システムは健全かつ強靱である」と評価した上で、「最近の展開は、家計や企業の信用状況を引き締めるとともに、経済活動や雇用、インフレの重石となる可能性がある」と警戒を示した。ただし、「これらの影響の程度は不明である」としている。パウエル議長は、今回の銀行の経営破綻による経済への影響を測るには時期尚早との見解を示している。5月の次回

FOMCに向けてデータを確認していくことになるだろう。

景気の現状判断および見通しに関しては、「最近の指標は支出と生産の緩やかな伸びを示している」という表現を据え置いた。雇用環境については「ここ数カ月の雇用の増加は加速し、堅調なペースとなっている。失業率は低いままである」と上方修正された。パウエル議長は、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との考えを示した。続いて、物価関連の記述を見ると、「インフレ率は幾分減速したが、高いままである」という表現から「インフレ率は引き続き高いままである」へと修正した。パウエル議長は記者会見で、足下のインフレ率の減速ペースは緩やかであり、高止まりするリスクがあることへの警戒感を示した。また、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」という表現から、「FOMCは今後の情報を注意深く監視し、金融政策への影響を評価する。いくつかの追加的な政策強化が適切となる可能性がある」と予想する」へと変更された。パウエル議長は信用収縮による景気への影響が想定される中で、利上げが継続的に必要という認識ではなく、必要に応じて利上げを行うという意味で変更したと説明している。

2023年・2024年の成長率見通しは下方修正、更なる下振れリスクは高まる

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れば2023年の実質GDP成長率（4Qの前年比、以下同）は上方修正される可能性があった一方、銀行の経営破綻による悪影響をどの程度織り込むかということが焦点となった。具体的に見ていくと、2023年（+0.4%、12月時点：+0.5%）及び2024年（+1.2%、12月時点：+1.6%）の予想は引き下げられた。なお、FOMC参加者が想定する潜在成長率（長期見通し：+1.8%）を上回るのは、2025年（+1.9%、12月時点：+1.8%）まで待つことになる。

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							
		2023	2024	2025	長期	2023 下限 上限		2024 下限 上限		2025 下限 上限		長期 下限 上限	
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	23年3月	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0	0.8	1.0	1.5	1.7	2.1	1.7	2.0
	22年12月	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4	1.0	1.3	2.0	1.6	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Qの平均)	23年3月	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0	4.7	4.3	4.9	4.3	4.8	3.8	4.3
	22年12月	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4	4.7	4.3	4.8	4.0	4.7	3.8	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年3月	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0	3.8	2.2	2.8	2.0	2.2	2.0	
	22年12月	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9	3.5	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年3月	3.6	2.6	2.1		3.5	3.9	2.3	2.8	2.0	2.2		
	22年12月	3.5	2.5	2.1		3.2	3.7	2.3	2.7	2.0	2.2		

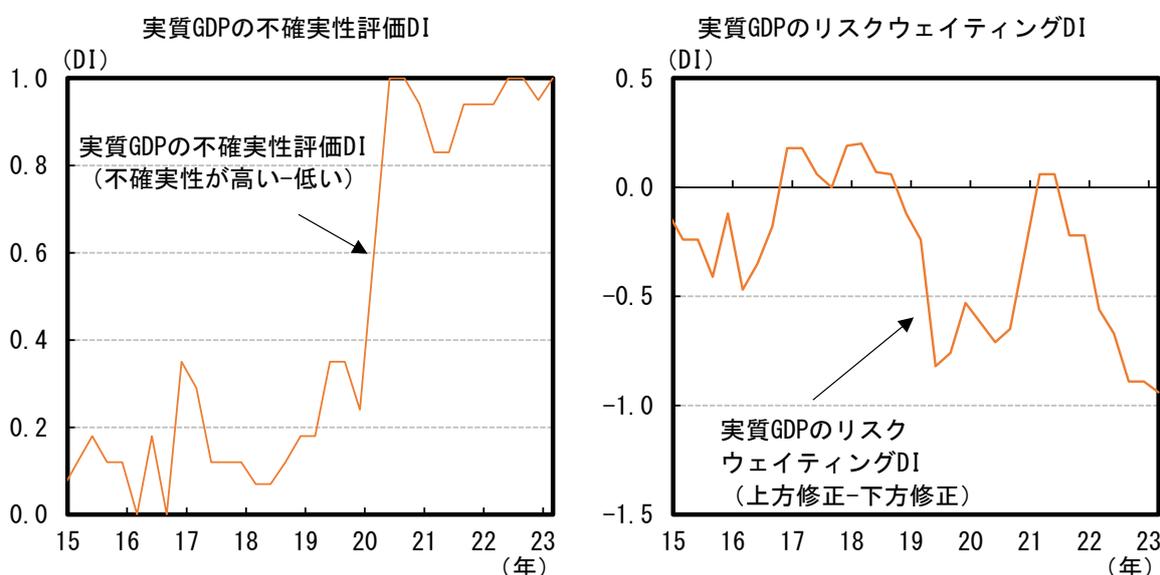
(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

(出所) FRB より大和総研作成

失業率見通し（4Qの平均、以下同）に関しては、足下の労働需要のタイトさを反映し、2023年（4.5%、12月時点：4.6%）を引き下げた（改善）。2024年（4.6%、12月時点：4.6%）は据え置いたものの、2025年（+4.6%、12月時点：+4.5%）は小幅に引き上げた（悪化）。多少の変動はあったものの、失業率が2023年から2025年にかけては長期見通し（4.0%）を上回る（悪化）との見方であることに変わりはない。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、2023年（+3.3%、12月時点：+3.1%）を引き上げた一方、2024年（+2.5%、12月時点：+2.5%）、2025年（+2.1%、12月時点：+2.1%）のいずれも据え置かれた。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の環境を維持する必要があるとの見方を据え置いた。

今回のSEPをまとめれば、2023、2024年の成長率見通しが引き下げられたこと以外は、小幅な変動に留まった。また、2023年、2024年の成長率見通しに関しても、FOMC参加者の中でマイナス成長の予想は少なく、今のところ銀行の経営破綻の影響は大きくないと予想されている。他方、パウエル議長が米国経済を巡る不確実性及び下振れリスクは高いとの認識は、FOMC参加者の中でも共有されている。例えば、実質GDP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が大きいとFOMC参加者は認識している。FOMC参加者の成長率見通しが下方修正されたとはいえ、銀行の経営破綻に関する景気への悪影響を限定的に織り込んだにすぎないといえるだろう。

図表3 実質GDPの不確実性評価DI、実質GDPのリスクウェイトDI



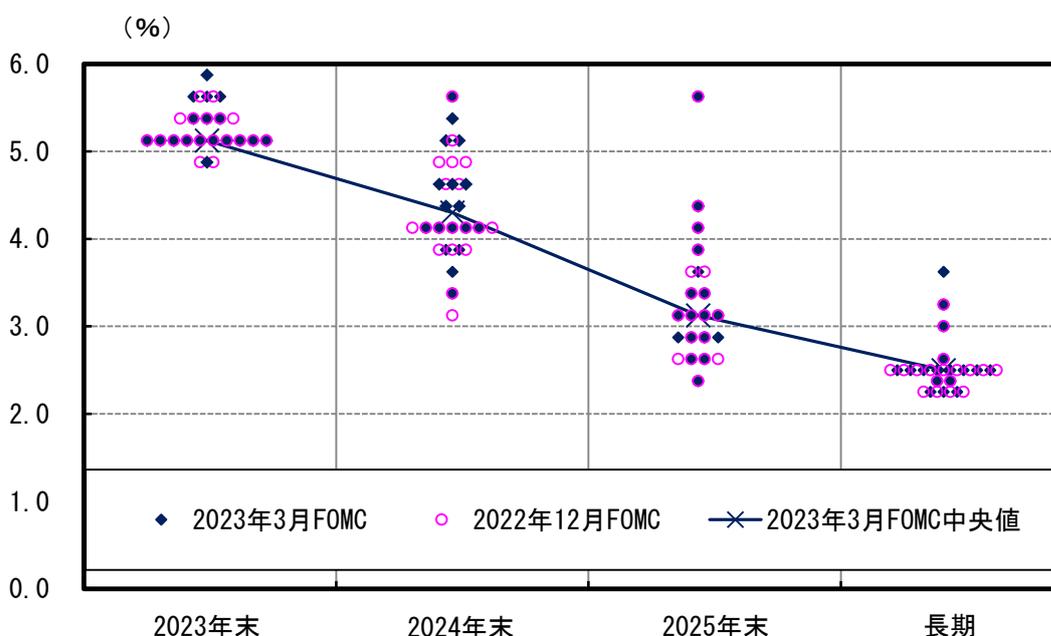
(出所) FRB より大和総研作成

ドットチャートの形状は、2023年がタカ派的も、2024年以降はばらつく

先行きのFF金利に関して、ドットチャート（中央値）を見ると、2023年末の5.1%及び2025年末の3.1%は前回から据え置かれたが、2024年末は4.3%へと小幅に引き上げられた。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、中央値よりも高水準の利上げを見込んだFOMC参加者が7名と、中央値よりも低水準の利上げを見込んだFOMC参加者の1名よりも多いことから、ターミナルレートが引き上げられる可能性は残る。2024年に関しては、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者は9名と、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者の9名と拮抗している。2024年の予想が引き上げられたとはいえ、ドットチャートの形状を踏まえれば、景気及びインフレの状況次第で上にも下にも振れやすいことから、タカ派的な印象は強くないといえる。2025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名と拮抗している。ドットチャートの形状をまとめれば、2023年はややタカ派的である一方、2024年及び2025年は予想がばらついており、景気の不確実性が高いことも相まって、金融政策の見通しづらさを示しているといえよう。

図表4 ドットチャート



(注) 2022年12月は19名が予想、2023年3月は18名が予想。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

今後の金融引き締めは、信用収縮の程度次第

3月のFOMCをまとめれば、足下の政策判断においては、注目の銀行の経営破綻に見られる金融リスクに関する議論と、物価・雇用に関する議論を切り離れたといえる。銀行システムが不安定化しないよう流動性供給を拡大した一方で、インフレの高止まりリスクを抑えるため、今回のFOMCで利上げを実施し、ドットチャート上では2023年内の更なる利上げも予定されている。パウエル議長の発言に関しても、金融システムに混乱を与えないよう配慮しつつ、高インフレに対応するために利上げを実施するというバランス取りに注力したという印象がある。

他方で、今後の金融政策運営に関しては、金融リスクに関する議論と物価・雇用に関する議論が密接に関係しあうこととなる。今回公表された2023年と2024年の実質GDP成長率見通しは、下方修正されたとはいえ、銀行の経営破綻に関する景気への悪影響を限定的に織り込んだにすぎない。FOMC参加者も経済の不確実性は高まったとみており、リスクシナリオとして銀行の経営破綻による信用収縮が、景気の重石となるとの認識を共有している。こうしたリスクシナリオが現実味を帯びれば、金融政策も変更される可能性があるだろう。

景気の下振れが緩やかであれば、5月の次回FOMCで0.25%ptの利上げを実施し、その後は利上げ停止となるだろう。また、今回は特段の言及がなされなかったQTのペースの減速についても、①政策金利に比べて修正の余地があること、②金融システムに流動性を供給できること、という意味で先行きの有効な選択肢となるだろう。他方で、景気が急激に悪化するのであれば、利上げ及びQTの停止はもちろんのこと、金融緩和へと転換していく可能性も考えられる。今回のドットチャートでは、2023年内の利下げを見込むFOMC参加者はいないが、それも今後のデータ次第で修正され得る。しかし、金融政策を緩和的な方向へと拙速に修正してしまえば、高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは銀行不安と高インフレの間で板挟みになっており、当面の間は金融政策を取り巻く不確実性は高いままであることが想定される。