

2023年5月8日 全5頁

# FOMC 今回の利上げをもって一旦打ち止め

## 更なる利上げはデータ次第。早期の利下げ転換はハードルが高いか

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]

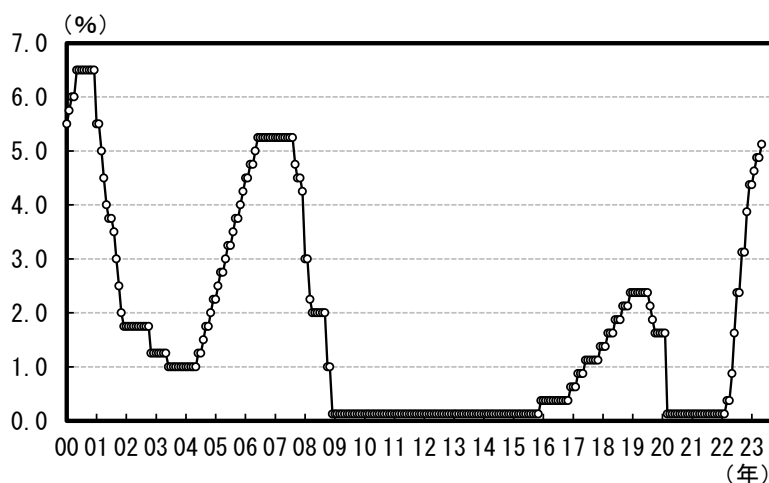
- 2023年5月2日・5月3日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の4.75-5.00%から5.00-5.25%へと0.25%pt引き上げられた。FOMC参加者が事前に今回のFOMCでの0.25%ptの利上げを支持すると示唆していたことから、市場参加者にとって想定通りの結果であったといえる。
- 注目された銀行不安に対する評価のアップデートに関して、パウエルFRB議長は、銀行システムは全体として強力な資本を有しており、手元流動性も改善が見られるとの見解を示した。また、中堅銀行に対する監督・規制の強化を積極的に進めていく姿勢も示した。他方で、銀行不安がもたらす景気への影響に関しては、依然不透明との見方を維持した。
- 続く注目点である、今後の利上げの見通しに関しては、これまで利上げを示唆してきたフォワードガイダンスを削除し、今回の利上げをもって一旦打ち止めという方針が示された。他方で、先行きの利上げの再開に関しては、パウエル議長はデータ次第と含みを持たせた。
- 市場の期待が高い2023年内の利下げの可能性に関しては、景気やインフレ見合いとなる。パウエル議長は、インフレが想定以上に迅速に減速していかない限り、可能性は低いと考えているようだ。利下げ可能性を高めるとすれば、銀行不安の更なる広がりに伴うマイナス成長といった景気の想定以上の下振れだろう。ただし、利下げが可能になるとはいえ、市場も銀行不安の更なる広がりには本望ではないだろう。なお、FOMCを契機に銀行不安が強まる可能性があることから、FOMCは一層の慎重なコミュニケーションが望まれよう。

### 3 会合連続で 0.25%pt の利上げを実施

2023 年 5 月 2 日・5 月 3 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 4.75-5.00%から 5.00-5.25%へと 0.25%pt 引き上げられた。3 会合連続で 0.25%pt の利上げが実施されたことになる。

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（5 月 1 日）の時点で、0.25%pt の利上げが行われる確率は 9 割強となっていた。FOMC 参加者が FOMC での 0.25%pt の利上げを支持すると事前に示唆していたことで、市場は今回の利上げを織り込むことが可能であったといえる。

図表 1 FF レートの誘導目標レンジの中央値



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

### 銀行不安による影響はまだ不透明

今回の FOMC の注目点は、第一に銀行不安に対する評価のアップデートである。FOMC の前日（5 月 1 日）に、ファーストリパブリックバンク（FRC）が経営破綻した。FRC は 3 月に経営破綻したシリコンバレーバンク（SVB）同様、大口預金の占める割合が大きいことから流動性への不安が強く、FRC の株価は 3 月以来大幅に下落し、預金引き出しが続いていた。FRC の経営破綻の可能性が市場の中でも広く意識されていたことや、経営破綻と同時に JP モルガン・チェースによる買収が発表されたことで、大規模な取り付け騒ぎの発生といった混乱がなかった点は救いである。しかし、経営破綻であることに変わりはなく、FRC への投資家は損失を被った。株式市場では、更なる損失を受けないよう経営不安が懸念される脆弱な銀行探しが継続することになる。そして、銀行はそうした懸念の矛先とならないよう、手元流動性の確保や貸出スタンスの厳格化などを進めている。その結果、企業の資金繰りが悪化し、景気に悪影響が及ぶ可能性がある。

今回の FOMC の声明文では、3 月の FOMC より加えられた「米国の銀行システムは健全かつ強靱である」との表現が据え置かれた。パウエル FRB 議長は、FOMC 声明文発表後の記者会見で、銀行セクター全体としては強力な資本を有しており、FRB の流動性供給などによって銀行の手元流

動性は全体的に改善が見られるとの見解を示した。また、4月28日にはFRB等がSVBの破綻原因や金融監督当局の対応及び今後の監督・規制の見直しに関する報告書を公表した。記者会見でパウエル議長は、2019年に規制が緩和された中堅銀行に対する監督と規制の両方を再強化する必要があることは明白であると述べており、銀行不安の更なる深刻化を防ぐためにFRBが積極的に対応していく姿勢が示された。

続いて、銀行不安がもたらす景気への影響に関しては、声明文で「家計や企業の信用状況が引き締まることで、経済活動や雇用、インフレの重石となる可能性がある」、ただし、「これらの影響の程度は不明である」とし、表現に大きな変更はなかった。3月のFOMC時点で銀行不安による影響を測るには時期尚早という見解を示したパウエル議長は、今回のFOMCでもほぼ同様の見解を維持しており、銀行不安による経済への影響がまだ不透明であることが示された。

銀行不安による景気への影響が明確になっていないことから、景気の現状判断及び見通しに関しても3月のFOMCから大きな修正は加えられなかった。景気全体に関しては「第1四半期の経済活動は緩やかなペースで拡大した」と評価した。また、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」とした。パウエル議長は、記者会見でも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強調した。物価関連の記述を見ると、「インフレ率は引き続き高いままである」という表現を維持した。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も前回のFOMCから変わりはない。

## 利上げは一旦打ち止め、今後はデータ次第

第二の注目点は、今後の利上げの見通しに関してである。3月のFOMCにおける参加者の金利見通し（ドットチャート）で、2023年末のFF金利水準の中央値が5.1%となっていた。今回のFOMCでの0.25%ptの利上げによって、FF金利の誘導目標レンジの中央値は5.1%とドットチャートで示された水準に到達したことになる。3月のFOMCにおいて、パウエル議長が2023年内の利下げを想定していないと述べていたことを踏まえれば、今回の利上げをもって一旦打ち止めとなることが想定されていた。

今回のFOMC声明文におけるフォワードガイダンスに注目すると、前回の「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」と予想するのうち、「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」との文言が削除された。パウエル議長は、利上げの実施を示唆する文言の削除の意図として、意味のある変化であり、（利上げに関して）もはや我々は予想していないと述べ、利上げを一旦打ち止めとすることを示した。そして、先行きの利上げ再開の可能性に関しては、声明文において、「インフレ率を長期的に2%に戻すために追加的な政策の引き締めが適切である範囲を決定する上で、FOMC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に

影響を与えるラグ、及び経済と金融の今後の動向を考慮に入れる」と表現した。金融政策のタイムラグや累積的な引き締めを考慮するとの表現は、当面は様子見姿勢が続くということを示唆しており、FOMC が更なる利上げに対して慎重なように映る。しかし、パウエル議長が記者会見で、利上げ再開は景気とインフレのデータ次第であり、FOMC の会合毎に判断すると述べた。記者会見も踏まえれば、データ次第で再利上げもあり得ると解釈でき、声明文に比べて中立的なスタンスであるようにみえる。

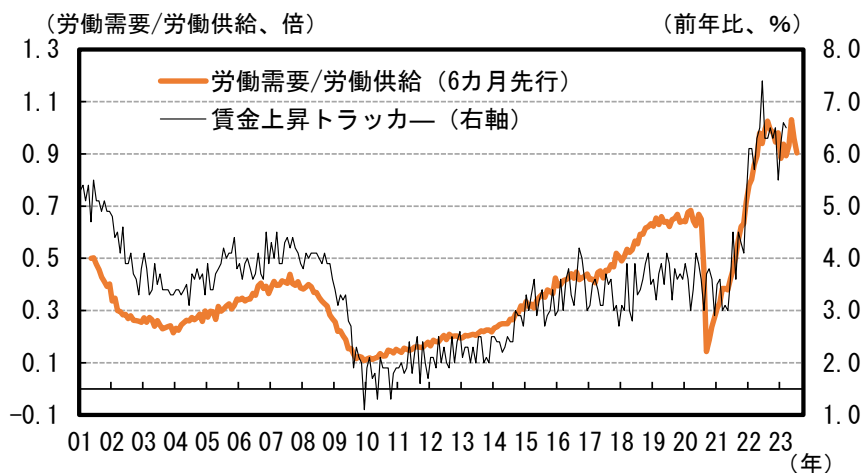
## 早期の利下げ転換はハードルが高いか

1年強にわたる利上げフェーズは、今回のFOMCの利上げをもって一旦打ち止めとなり、一応の節目を迎えたといえる。とはいえ、結局のところ、今後の金融政策の行方は景気とインフレ次第である。データ次第とのパウエル議長の言葉に基づくと、FOMCで示された経済見通し通りであれば、2023年内は金利据え置きとなり、景気やインフレの上振れや下振れの程度によっては利上げや利下げの道が開くことになる。例えば、インフレに目を向けると、直近(2023年3月、以下同)のFOMC参加者による経済見通し(SEP、中央値)では、2023年10-12月期のPCE価格指数が前年同期比+3.3%、コアPCE価格指数が同+3.6%であった。予想通りとなるためには、4月以降のPCE価格指数の毎月の伸びが前月比+0.26%、コアPCE価格指数が同+0.26%となる必要がある。インフレがこうしたペースを上回れば、利上げ再開の可能性は高まる。

他方、市場が期待しているのは、2023年後半の利下げである。FOMC後のFF先物の期間構造(5月3日時点)を見ると、2023年12月のFF金利先物の水準は4.36%であり、約0.75%pt分の利下げが織り込まれている。0.25%ptずつの利下げを仮定すれば、遅くとも9月のFOMCで利下げへと転じることが想定できよう。そもそもFOMC参加者の予想では、2024年以降に利下げへと転換することが想定されているが、2023年7-9月期に先んじて上記SEPの予想値までインフレが減速していれば、FOMC参加者も利下げの前倒しを検討しやすい。例えば、PCE価格指数の毎月の伸びが、4月以降は前月比+0.23%、コアPCE価格指数は同+0.19%となれば、7-9月期にはSEPの予想値までインフレが減速することができる。

PCE価格指数に関しては、エネルギー価格や食料価格の下落によって利下げの目安となるペースを下回ることも想定され得る。しかし、コアPCE価格指数に関しては更なる減速が必要である。コアPCE価格指数に関しては、アトランタ連銀が公表する賃金上昇トラッカーとの連動性が高いことに加え、両者に対しては労働需給(求人数/16歳以上の失業者数と非労働力人口(就職希望あり)の計)が先行指標となっている。足下の労働需給のタイトさは賃金上昇トラッカーを2023年後半まで高止まりさせ、インフレ圧力が強いままで維持する可能性を示唆している。こうした労働需給や賃金の動向を踏まえれば、年内の利下げを可能とするようなコアPCE価格指数のペースダウンはハードルが高い。パウエル議長は、記者会見で利下げの可能性を問われた際、インフレの減速ペースは緩やかなものとなり、その予想が正しければ利下げは適切ではないとの見解を示している。

図表 2 労働需給と賃金



(注) 労働需要は求人件数、労働供給は 16 歳以上の失業者数と非労働力人口（就職希望あり）の計。

(出所) BLS、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

この他、利下げの可能性を高めるとすれば、想定以上の景気悪化が進む場合だろう。FOMC 参加者と市場参加者の見通しを確認すると、2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率に関して、FOMC 参加者（3 月の SEP、中央値）は前年比+0.4%、市場コンセンサス（4 月の Blue Chip）が同+0.3%、2024 年 10-12 月期は FOMC 参加者が同+1.2%、市場コンセンサスが同+1.6%となっている。どちらも 2023 年 1-3 月期の GDP 公表前の予想であることに注意は必要なものの、FOMC 参加者、市場参加者ともにプラス成長を維持するというのが基本的な見方であり、こうした予想を覆すようなマイナス成長となることが、FOMC に利下げへの転換を促し得ると考えられる。パウエル議長は、政策判断をする上で、景気の見通しに関連して銀行の貸出状況も考慮すると述べており、銀行不安が更なる広がりを見せれば、景気の下振れリスクは高まり、利下げの可能性は高まる。もっとも、利下げの可能性が高まるとはいえ、プラス成長を想定する市場にとって銀行不安の更なる深化は本望ではないだろう。

こうした中で、FOMC 自体が銀行不安の更なる広がりへのきっかけとなり得ることに注意を要する。記者会見でパウエル議長が前述のとおりインフレ減速なき利下げに対して慎重な姿勢を示したことで、銀行セクターの直面するストレスが継続すると市場の認識が強まり、中堅銀行の株価が落ち込んだ。こうした株価の下落が進めば、預金者は銀行の経営に対して不安を抱き、預金の引き出しを進め得る。預金の引き出しが進めば、銀行の手元流動性不足に対する市場の疑念は強まり、株安がさらに進むことも考えられ得る。こうした不安心理のスパイラルに陥ることが最終的には更なる銀行の経営破綻へとつながるだろう。インフレの高止まりリスクがある中で、FOMC としても拙速な利下げの示唆は難しい。しかし、銀行不安の行く末はこうした市場と預金者の不安心理次第でもあることから、事態の沈静化を図る上でも FOMC は慎重なコミュニケーションが不可欠となっている。