

2023年6月15日 全5頁

FOMC FF金利は予想通り据え置き

2023年末のドットチャート（中央値）は予想外の0.50%pt引き上げ

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]

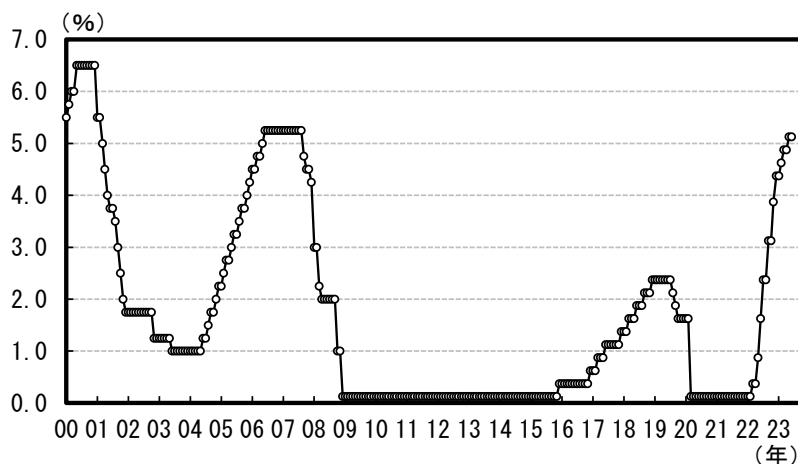
- 2023年6月13日・14日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の5.00-5.25%で据え置かれた。2022年3月から10回連続してきた利上げが停止されたことになる。5月のFOMCで利上げの一旦停止が示唆されていたことから、市場にとっても金利据え置きは既定路線であったといえる。
- 他方で、今回のFOMCで公表されたFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）における2023年末の中央値が、前回の見通しから0.50%pt（0.25%ptの利上げを2回分）引き上げられたことはサプライズといえる。また、パウエル議長がFOMC声明文発表後の記者会見で、7月25日・26日の次回FOMCに関して「live」という政策変更があり得る際の単語を用いたことから、7月のFOMCでの利上げ再開の可能性も示唆された。
- 7月のFOMCでの利上げ再開の判断は、パウエル議長が記者会見で繰り返したように、データ次第である。7月のFOMCまでに公表される、5月のPCE価格指数（6月30日公表）、6月の雇用統計（7月7日公表）及びCPI（7月12日公表）といった経済指標が注目されよう。そして、データ次第ということは、こうした経済指標に市場が一喜一憂する可能性がある。パウエル議長は、政策変更に関して市場を驚かせるようなことはしないと述べており、7月のFOMCでの利上げ再開の可能性を巡ってFRBから何らかのシグナルが発せられると考えられ、市場はFOMC参加者の発言に対しても一喜一憂することになるだろう。

FF 金利は据え置きも、先行きの利上げ再開を示唆

2023年6月13日・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5.00-5.25%で据え置かれた。2022年3月から10回連続してきた利上げが停止されたことになる。今回の金利据え置きは、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（6月12日）の時点で、据え置きの確率は約8割となっていた。5月のFOMCで利上げの一旦停止が示唆されていたことから、市場にとっても金利据え置きは既定路線であったといえる。

金利据え置きが想定内だったことで、焦点は今後の利上げ再開の可能性であった。FRBが重視するPCE価格指数や賃金上昇率の減速ペースが緩やかな中で、タカ派のFOMC参加者が中心となって、6月のFOMCは金利を据え置くも、7月25日・26日の次回FOMC以降での利上げ再開に含みを持たせる利上げスキップ論を提起していた。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年末の中央値は、3月のFOMC時点の見通しから0.50%pt（0.25%ptの利上げを2回分）引き上げられた。また、パウエル議長は、FOMC声明文発表後の記者会見で、7月のFOMCに関して「live」という政策変更があり得る際の単語を用いたことから、7月のFOMCでの利上げ再開の可能性が示唆されたといえる。なお、FedWatchによれば、FOMC前の時点（6月12日）で、7月のFOMCでの0.25%ptの利上げ確率は約6割となっており、市場参加者も利上げ再開を既に織り込み始めていた。しかし、市場が織り込んでいたのは2023年内に0.25%pt1回分の追加利上げであり、0.50%ptというドットチャートの中央値の引き上げ幅は市場にサプライズをもたらしたといえる。

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

声明文に大きな変化はないが、利上げ再開は既定路線の印象

声明文に注目すると、景気全体に関しては、前回の「第1四半期の経済活動は緩やかなペースで拡大した」から、「最近の指標は、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けていることを示唆

している」へと微調整し、前回の FOMC での景気の現状判断が足下まで継続しているとの見方を示した。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」との表現が据え置かれた。パウエル議長は記者会見で、失業率は幾分上昇したが雇用者数の増加幅は大きく、労働需要が労働供給を大幅に上回っている状況が続いていると述べた。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、PCE 価格指数のヘッドラインは減速しているが、コア PCE 価格指数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 から変わらなかった。

3 月以来の懸念材料である銀行不安に関しては、「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。また、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、表現に変更はなかった。

今回の金利据え置き決定に関して、声明文で前回の「FOMC は入手される情報を注意深く監視し、金融政策への影響を評価する」という表現を「今回の会合で誘導目標レンジを安定的に維持することで、FOMC は追加的な情報とその金融政策への影響を評価することが可能になる」へと変更した。パウエル議長は、この修正に関して、今回の金利据え置きによって、更なる政策対応が必要か否かを判断するための時間を確保できるという趣旨であると説明している。フォワードガイダンスに関しては、「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」との表現から変わらなかった。フォワードガイダンスに変更がなかったとはいえ、パウエル議長は記者会見で、ほぼ全ての FOMC 参加者が 2023 年末までに金利を更に若干引き上げることが適切であると考えていると述べたことを踏まえれば、利上げ再開は既定路線に近い印象を受ける。

物価見通しを引き上げ、インフレの高止まり懸念は強まる

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。内容を見ていくと、実質 GDP 成長率 (4Q の前年比、以下同) は、2023 年 (+1.0%、3 月時点: +0.4%) が引き上げられた。パウエル議長は予想が引き上げられた背景として、足下までの景気の底堅さを反映したと説明している。続いて、2024 年 (+1.1%、3 月時点: +1.2%) 及び 2025 年 (+1.8%、3 月時点: +1.9%) に関しては予想が小幅に引き下げられた。なお、FOMC 参加者が想定する潜在成長率 (長期見通し: +1.8%) 付近まで実質 GDP 成長率が回復するのが、2025 年という構図は 3 月時点と同様である。

失業率見通し (4Q の平均、以下同) に関しては、足下までの雇用環境の堅調さを反映し、2023 年 (4.1%、3 月時点: 4.5%) が大幅に引き下げられた。他方、2024 年 (4.5%、3 月時点: 4.6%)、

2025年（4.5%、3月時点：4.6%）は小幅な引き下げにとどまり、2023年から2024年にかけて雇用環境が悪化するという構図に変更はない。また、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）との見方も維持されている。物価見通しに関しては、PCE価格指数の上昇率（4Qの前年比、以下同）について、足下までの物価水準を考慮し、2023年（+3.2%、3月時点：+3.3%）は引き下げられ、2024年（+2.5%、3月時点：+2.5%）、2025年（+2.1%、3月時点：+2.1%）は据え置かれた。他方、コアPCE価格指数の上昇率に関しては、2024年は+2.6%と据え置かれたものの、2023年（+3.9%、3月時点：+3.6%）、2025年（+2.2%、3月時点：+2.1%）は予想が引き上げられた。パウエル議長は、インフレの基調を測る上で重視しているコアPCE価格指数が下がらないことを懸念していると繰り返した。

今回のSEPをまとめれば、2023年の実質GDP成長率見通しが上方修正されたことで、失業率の見通しが低下し、インフレに関してもコアPCE価格指数が引き上げられた。足下まで景気が底堅く推移していることで、FOMC参加者内でインフレの高止まり懸念が強まっていることが確認され、ドットチャート（中央値）の引き上げを裏付ける経済見通しの変化であったといえる。

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		2024		2025		長期	
						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)	23年6月	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7	1.2	0.9	1.5	1.6	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	23年6月	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0	4.3	4.3	4.6	4.3	4.6	3.8	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年6月	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0	3.5	2.3	2.8	2.0	2.4	2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年6月	3.9	2.6	2.2		3.7	4.2	2.5	3.1	2.0	2.4		
	23年3月	3.6	2.6	2.1		3.5	3.9	2.3	2.8	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

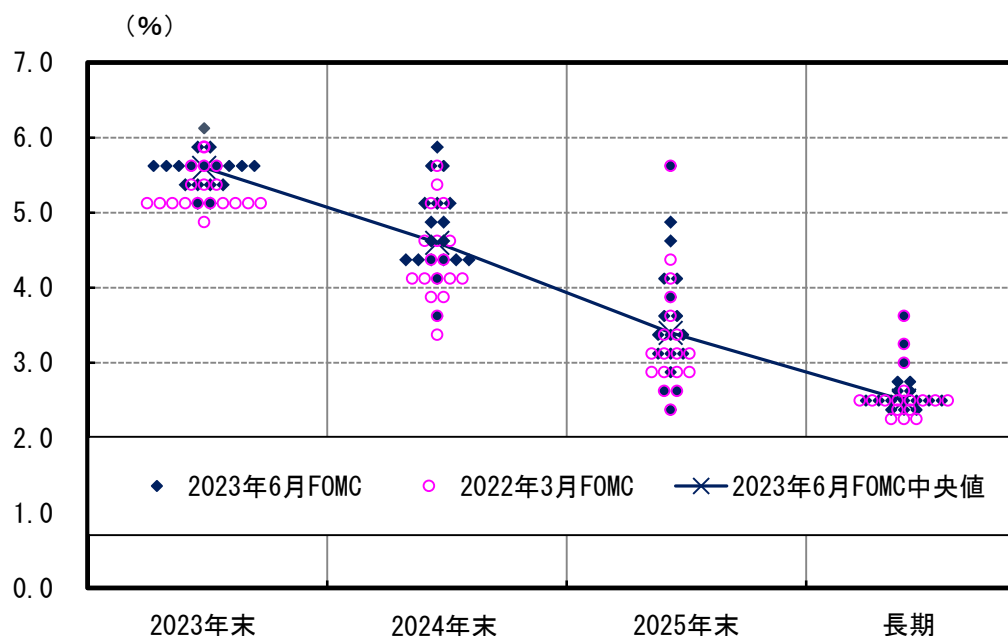
ドットチャート（中央値）は引き上がるも、2024年以降は予想がばらつく

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、前述の通り2023年末は5.6%と前回（3月）比0.50%pt引き上げられた。また、2024年末は4.6%、2025年末は3.4%といずれも同0.3%ptずつ引き上げられている。

続いて、ドットチャートの形状を見ると、2023年に関しては、中央値と同じ水準を予想するFOMC参加者が多数派となっている。中央値よりも大幅な利上げを見込んだFOMC参加者が3名と、中央値よりも小幅な利上げを見込んだFOMC参加者の6名よりも少ないため、ドットチャートの中央値が更に引き上げられる余地は幾分狭まったといえる。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8名と、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者の8名と拮抗している。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8名とほとんど変わらない。ドットチャ

ートの形状をまとめれば、2023 年はドットチャートの中央値が更に引き上げられる余地は幾分狭まっているが、2024 年及び 2025 年は予想がばらついている。パウエル議長も記者会見で 2024 年以降の予想は困難と述べており、金融政策の見通しづらさを示しているといえよう。

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

7月のFOMCまで経済指標やFOMC参加者の発言に一喜一憂か

6月のFOMCをまとめれば、前回のFOMCでの示唆通り、金利は据え置きとなった。他方で、インフレの高止まりが懸念される中で、2023年末のドットチャートにおける中央値が前回(3月)比0.50%pt引き上げられたとともに、パウエル議長は7月のFOMCでの利上げ再開の可能性を示唆した。

7月のFOMCでの利上げ再開の判断は、パウエル議長が記者会見で繰り返したように、データ次第である。7月のFOMCまでに公表される、5月のPCE価格指数(6月30日公表)、6月の雇用統計(7月7日公表)及びCPI(7月12日公表)といった経済指標が注目されよう。そして、データ次第ということは、こうした経済指標の結果に市場が一喜一憂する可能性がある。パウエル議長は、政策変更に関して市場を驚かせるようなことはしないと述べた上で、市場はFOMC参加者が公表されたデータに対してどのような認識を持っているかについて耳を傾け、判断を下すことになるだろうと指摘している。つまり、7月のFOMCでの利上げ再開の可能性を巡ってFRBから何らかのシグナルが発せられると考えられるわけだが、FOMC参加者のスタンスもそれぞれ異なることから、市場はFOMC参加者の発言に対しても一喜一憂することになるだろう。