

2023年7月27日 全4頁

# FOMC 2 会合ぶりとなる追加利上げを決定

## 9 月 FOMC 以降の利上げは、労働需給の緩和次第

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作大祐

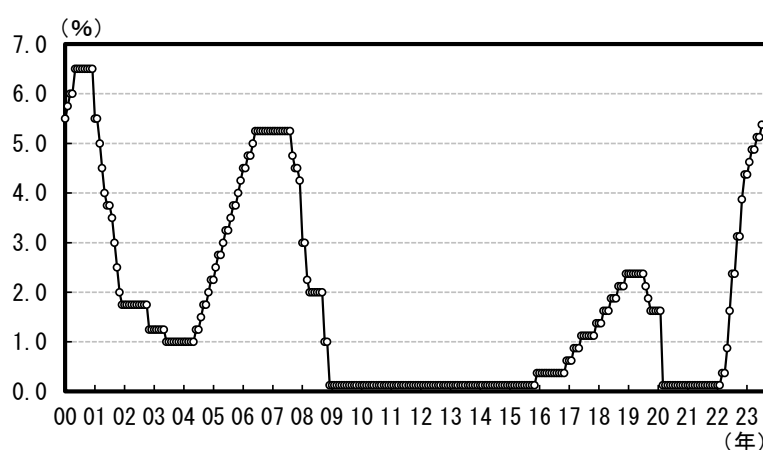
### [要約]

- 2023年7月25日・7月26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%から5.25-5.50%へと0.25%pt引き上げられた。5月のFOMC以来2会合ぶりとなる追加利上げを決定したことになり、2001年2月以来、約22年ぶりの高水準となった。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。
- 今回の追加利上げの決定は既定路線だったこともあり、注目点は更なる利上げの可能性であった。市場参加者の多くは今回の利上げをもって打ち止めという想定である一方、パウエル議長は記者会見で、インフレ抑制のためにまだやるべきことは残っていると述べたことから、追加利上げの可能性を示唆したといえる。他方で、次回9月19日・9月20日のFOMCでの連続利上げに関してはデータ次第と述べるにとどめた。
- 今後の利上げに関して、パウエル議長がデータ次第と指摘したが、9月の次回FOMCまでには雇用統計、求人情数を含むJOLTS、CPIといった重要指標が2回分ずつ公表される予定である。CPIに関しては、2023年下半年はベース効果が小さくなることで、前年比の伸びが下がりにくくなると考えられる。市場が想定するような利上げ停止を実現する上で、FRBが前年比ベースでのインフレ減速の足踏みを気にしなくてもよいように、労働需給が緩和し、インフレ圧力が落ち着いていくことが必要となる。

## 2 会合ぶりとなる追加利上げを決定

2023年7月25日・7月26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%から5.25-5.50%へと0.25%pt引き上げられた。5月のFOMC以来2会合ぶりとなる追加利上げを決定したことになり、2001年2月以来、約22年ぶりの高水準となった。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（7月24日）の時点で、0.25%ptの利上げが行われる確率はほぼ100%となっていた。FOMC参加者が今回の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、市場は今回の追加利上げを織り込むことができていたといえる。

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

今回の追加利上げの決定が既定路線だったこともあり、注目点は更なる利上げの可能性であった。2023年6月の前回FOMCで公表されたFOMC参加者によるFF金利見通し（ドットチャート）における中央値によれば、2023年内のFOMCで合計0.50%ptの利上げが予想されていた。今回の0.25%ptの利上げによって、現時点で想定される利上げは残り0.25%ptとなる。6月末の講演会で、パウエル議長は今回及び次回9月19日・9月20日のFOMCでの利上げを実施する可能性を示唆していたことから、連続利上げとなる可能性もある。他方で、市場参加者は今回の利上げをもって再停止となるとの見立てが多い。とりわけ、7月半ばに公表されたCPIの減速感が強まったことで、更なる利上げの必要性に対して懐疑的な市場参加者も増えたようだ。

利上げの可能性の手掛かりとして、今回のFOMCの声明文を見ると、景気全体に関しては、「最近の指標は、経済活動が緩やかな（“modest”）ペースで拡大し続けていることを示唆している」という前回の表現から、「最近の指標は、経済活動が緩やかな（“moderate”）ペースで拡大していることを示唆している」へと小幅に修正した。日本語では“modest”も“moderate”も「緩やかな」と訳すことが多いが、英語では“moderate”の方が“modest”に比べて若干強いニュアンスがあると解されることが多い。2023年1-3月期の実質GDP成長率が上方修正されたことや、7月27日公表予定の4-6月期の実質GDP成長率も堅調な伸びが想定されることを反映したと考

えられる。パウエルFRB議長は、声明文公表後の記者会見で、これまでに景気後退の可能性を指摘してきたFRBスタッフも、足下までの景気の底堅さを踏まえて、もはや景気後退を予想しなくなったと述べている。

続いて、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」との表現を維持した。パウエル議長は記者会見で、求人件数は減少しつつあるものの依然として高水準にあり、失業率も低水準のままであるとし、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」という表現のままとなった。パウエル議長は記者会見で、減速感の強まったCPIに関しては歓迎すべき傾向と評価した一方で、1回の結果にすぎず、過度に反応すべきではないと指摘した。

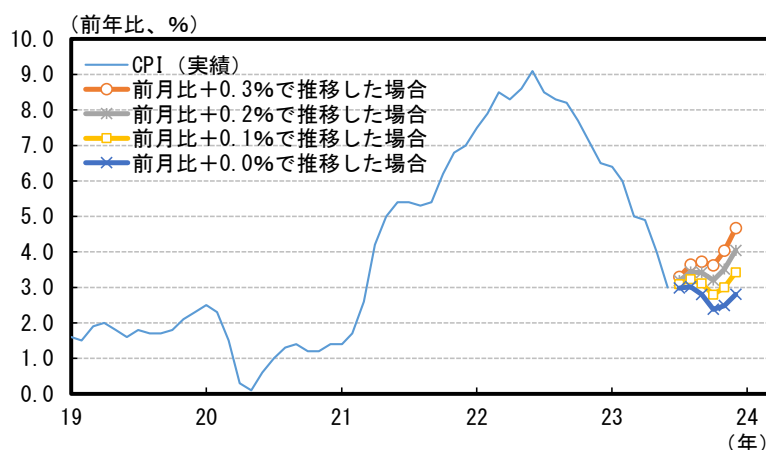
今回の追加利上げの決定に関して、前回の「今回の会合で誘導目標レンジを安定的に維持することで、FOMCは追加的な情報とその金融政策への影響を評価することが可能になる」から「(前略)FFレートの目標レンジを5.00-5.25%から5.25-5.50%に引き上げることを決定した。FOMCは追加的な情報とその金融政策への影響を引き続き評価する」へと変更した。パウエル議長は、この修正に関して、今回の追加利上げを反映したと説明し、その効果を引き続き評価していくと述べた。フォワードガイダンスに関しては、「インフレ率を長期的に2%に戻すために追加的な政策の引き締めが適切である範囲を決定する上で、FOMCは金融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、インフレ抑制のためにやるべきことは残っていると述べたことから、追加利上げの可能性を示唆したといえる。他方で、9月の次回FOMCでの連続利上げに関してはデータ次第と述べるにとどめた。次回FOMCでの利上げを明確に示唆しなかったものの、会合毎に利上げするか否かを判断すると述べており、利上げの可能性を否定したわけでもない。利上げの打ち止め(=ハト派的)も示唆せず、次回FOMCでの利上げ(=タカ派的)を示唆もせず、バランスを取ったといえる。

## 9月FOMC以降の利上げは、労働需給の緩和次第

今後の利上げに関して、パウエル議長がデータ次第と指摘したが、9月の次回FOMCまでには雇用統計(8月4日、9月1日)、求人件数を含むJOLTS(8月1日、8月29日)、CPI(8月10日、9月13日)といった重要指標が2回分ずつ公表される予定である。足下で減速感が強まったCPIに関しては、前年の伸びが大きかったことによるベース効果が大きい。一方で、7月以降はベース効果が小さくなり、前月比で減速したとしても、前年比は下がりにくくなることが想定される。例えば、CPIのヘッドライン(季節調整前直近値(6月):前年比+3.0%、前月比+0.3%)に関して、6月の前月比の伸び幅で7月から12月まで推移した場合、12月は前年比+4.8%と直近値から加速することになる。7月以降のCPIが前月比+0.0%まで減速すれば、12月は前年比+2.8%と直近値に比べて減速することが可能となる。

図表 2 CPI の推移



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

CPI の前月比の伸び幅が減速していけば、FRB の 2%インフレ目標の達成に向けて前進していると評価され、更なる利上げを回避することも考えられる。しかし、インフレ目標が前年比ベースで示されている以上、前年比の伸びが下がりにくくなることでインフレ減速が足踏みしているように映る恐れがある。市場が想定するような利上げ停止を実現する上で、FRB が前年比ベースでのインフレ減速の足踏みを気にしなくてもよいように、その他指標でインフレ圧力が落ち着いていくことが必要となる。インフレ圧力の中でも、具体的には労働需給の緩和が最注目といえるだろう。FOMC 参加者は過去の景気後退ほどの失業率の上昇を見込んでいないことから、求人件数に代表される労働需要が減退していくことが期待される<sup>1</sup>。FOMC 参加者が想定するような、失業率が大幅に上昇せず、2025 年 10-12 月期にコア PCE 価格指数が前年比+2.0%強に落ち着いていくためには、求人件数は現在の水準 (982.4 万件) の約 6 割となる 600 万件程度まで減少する必要がある。9 月の次回 FOMC までに公表が予定される 2 回分の JOLTS で求人件数が順調に減少していくかが、追加利上げの必要性を考える上でも重要となろう。

労働需要の減少ペースが緩やかな場合には、インフレ圧力の緩和に向けて失業率が上昇していくことを想定しなければならない。雇用統計に注目すると、2022 年 3 月以来失業率は 3.4%-3.7%のレンジで推移している。FOMC 参加者の見通し (2023 年 6 月時点) によれば、2023 年 10-12 月期の失業率 (中央値) は 4.1%と見込まれているが、求人件数の減少幅が小さければこうした予想を上回る失業率の上昇が必要となる。もっとも、労働需要が強ければ、これまで同様に失業率が上がりにくいことも想定される。失業率も上昇しないとなれば、FOMC 参加者も労働需給を緩和するために、景気を一層抑制するような更なる対応を検討せざるを得ない。パウエル議長も、記者会見で、雇用環境が大幅に悪化せず、インフレ減速が進むというソフトランディングを期待している一方、楽観的にはなりたくないとも釘を刺している。労働需給の緩和ペース次第では、連続利上げが 9 月で終わらずに、10 月 31 日・11 月 1 日、12 月 12 日・12 月 13 日の FOMC まで続く可能性があることを頭の片隅に置いておく必要はあるだろう。

<sup>1</sup> 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 ソフトランディングは可能か」 (2023 年 7 月 20 日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230720\\_023900.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230720_023900.html)