

2023年9月21日 全5頁

# FOMC ドットチャートはタカ派的

とはいえ、追加利上げや利下げ先送りは結局のところデータ次第

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9月19日・20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5.25-5.50%で据え置かれた。タカ派のウォラーFRB理事が、9月5日のCNBCとのインタビューで9月FOMCでの金利据え置きを示唆したことで、市場の織り込みが進んでいたといえ、サプライズとはならなかった。
- 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）について、2023年は前回（6月13日・14日）のドットチャートから据え置きとなり、残り2会合で0.25%ptの追加利上げが見込まれている。他方、2024年に関しては、前回のドットチャートでは合計1.00%ptの利下げが予想されていたが、合計0.50%ptへと利下げ幅が縮小した。今回のドットチャート（中央値）は総じてタカ派的な結果であったと評価できる。
- こうしたタカ派的なドットチャートは、堅調な景気を背景に、インフレ沈静化までの道のりが長いことによるものである。もっとも、追加利上げも利下げ先送りもFOMC参加者内でのコンセンサスというよりは、結局のところはデータ次第である。
- 足下のエネルギー価格の上昇や、従業員の待遇改善を求める労使交渉の活発化及びストライキの増加は、インフレの高止まり懸念を強め、追加利上げや利下げ先送りの機運を高め得る。他方で、予算策定の遅延による政府機関の閉鎖や、銀行の経営保守化に伴う金融環境のタイト化などによる景気の下振れリスクが顕在化すれば、追加利上げや利下げ先送りはオプションのままとなる可能性が高まるだろう。

## FF 金利は想定通り据え置きも、ドットチャート（中央値）はタカ派的

2023年9月19日・20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5.25-5.50%で据え置かれた。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（9月18日）の時点で、据え置きの確率は99%となっていた。タカ派のウォラールFRB理事が、9月5日のCNBCとのインタビューで9月FOMCでの金利据え置きを示唆したことで、市場の織り込みが進んでいたといえる。

金利据え置きが想定内だったことで、焦点は追加利上げの可能性と利下げまでの距離感であった。FedWatchによれば、FOMC前の時点（9月18日）で、11月、12月のFOMCでも金利が据え置かれる確率が50%を超え、7月のFOMCでの利上げが最後との見方が市場の中で主流であった。また、利下げに関しては、2024年6月のFOMC或いは7月のFOMCで実施されるという見立てが市場では相対的に多かった。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）における中央値は、2023年末が5.6%、2024年末が5.1%、2025年末が3.9%となった。なお、今回から新たに公表された2026年末は2.9%となり、予想期間を通じて中立金利（2.5%）を上回ったままとなるとの見立てが示された。

2023年に関しては、前回（6月13日・14日）のドットチャートから据え置きとなり、残り2回で0.25%ptの追加利上げが見込まれている。他方で、2024年に関しては、前回のドットチャートでは合計1.00%ptの利下げが予想されていたが、合計0.50%ptへと利下げ幅が縮小した。利下げのタイミングが後ずれする可能性を示唆するものであり、0.25%ptずつ利下げを実施するのであれば、2024年11月から利下げフェーズへと移行することとなる。追加利上げの可能性と、利下げタイミングの先送りを示唆した今回のドットチャートは総じてタカ派的な結果であったと評価できる。こうしたドットチャートの変化に関して、パウエルFRB議長は声明文発表後の記者会見で、インフレを抑制するために、長い間引き締め的な金融環境を維持する必要があると述べている。インフレが減速しつつあるとはいえ、目標である2%からはまだ高水準であり、景気も堅調な中でインフレ圧力が緩和しないことへの警戒感を強めていることを示したといえる。

## 声明文では景気全体は上方修正も、雇用環境は下方修正

今回のFOMCの声明文を見ると、景気全体に関しては、前回の「最近の指標は、経済活動が緩やかなペースで拡大していることを示唆している」から「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している」へと表現を引き上げた。上半期の実質GDP成長率が堅調な伸びとなったことを反映したと考えられよう。他方で、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」との表現から、「ここ数カ月の雇用の増加は鈍化しているが、依然として堅調で、失業率は低いままである」へと修正した。パウエル議長が記者会見で取り上げたように、非農業部門雇用者数の伸びが、好不調の

境目となる前月差+20.0万人を3カ月連続で下回ったことを考慮したものと考えられる。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、インフレは幾分和らぎつつあると評価した一方で、こうした傾向の継続を確認したいと指摘した。

金融政策運営の先行きに関しては、「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。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」との表現を据え置いた。2023年内に関しては、パウエル議長が、記者会見においてFOMC参加者の大多数は追加利上げが適切となる可能性があると考えていると指摘したことを踏まえれば、残る2回のFOMCでの追加利上げの可能性が高いようにも考えられる。他方で、追加利上げの判断に際しては、入手したデータを基に「慎重に」行うとした。今回の記者会見で、パウエル議長が「慎重に」という言葉を何回も繰り返したことから、追加利上げは既定路線というよりは、オプション的な意味合いもあるのかもしれない。

## 成長率見通し、インフレ見通しを引き上げ

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（+2.1%、6月時点：+1.0%）及び2024年（+1.5%、6月時点：+1.1%）の予想が引き上げられた。パウエル議長は予想が引き上げられた背景として、引き締めの金融環境の中でも景気が堅調に推移していることを考慮したと説明している。他方、2025年（+1.8%、6月時点：+1.8%）に関しては据え置きとなり、今回から新たに公表された2026年も+1.8%となった。2022年3月以来急ピッチで利上げが実施されてきたにもかかわらず、潜在成長率とされる長期見通し（+1.8%）を下回るのは2024年だけという予想が示されたことになる。

図表1 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	2026	長期	2022		2023		2024		2026		長期	
							下限	上限	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9月	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9	2.2	1.2	1.8	1.6	2.0	1.7	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	23年9月	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7	3.9	3.9	4.4	3.9	4.3	3.8	4.3	3.8	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年9月	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2	3.4	2.3	2.7	2.0	2.3	2.0	2.2		2.0
	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
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	23年9月	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6	3.9	2.5	2.8	2.0	2.4	2.0	2.3		
	23年6月	3.9	2.6	2.2			3.7	4.2	2.5	3.1	2.0	2.4				

(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、足下までの失業率の低さを反映し、2023年（3.8%、6月時点：4.1%）、2024年（4.1%、6月時点：4.5%）、2025年（4.1%、6月時点：4.5%）のいずれも予想が引き下げられた（改善）。2024年から2025年にかけて、長期見通し

(4.0%)を小幅に上回る(悪化)ものの、その悪化程度は過去の想定よりも軽微なものへと修正されたことになる。なお、失業率が低下(改善)へと転じるのは2026年(4.0%)以降となる。

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、2024年(+2.5%、6月時点:+2.5%)は据え置きだったものの、2023年(+3.3%、6月時点:+3.2%)と2025年(+2.2%、6月時点:+2.1%)は小幅に引き上げられた。目標となる2%に到達するのは、2026年(+2.0%)と見込まれている。コアPCE 価格指数の上昇率に関しては、2023年(+3.7%、6月時点:+3.9%)は予想が引き下げられたものの、2024年(+2.6%、6月時点:+2.6%)は据え置き、2025年(+2.3%、6月時点:+2.2%)は引き上げられた。PCE 価格指数同様に、コアPCE 価格指数も長期見通しの2%に到達するのは、2026年と見込まれている。

今回のSEPをまとめれば、実質GDP成長率見通しが上方修正されたことで、失業率の見通しが下方修正された。景気が大きく落ち込まずにインフレが落ち着くというソフトランディングに向けて前進したようにも見えるが、インフレに関しては2025年にかけても目標の2%を上回ったままであるように、インフレ退治には時間がかかることを示唆する内容といえる。パウエル議長は、記者会見でインフレが2%目標を達成するまでには長い道が残されていると総括している。

## 2024年、2025年のドットチャート(中央値)が上方修正

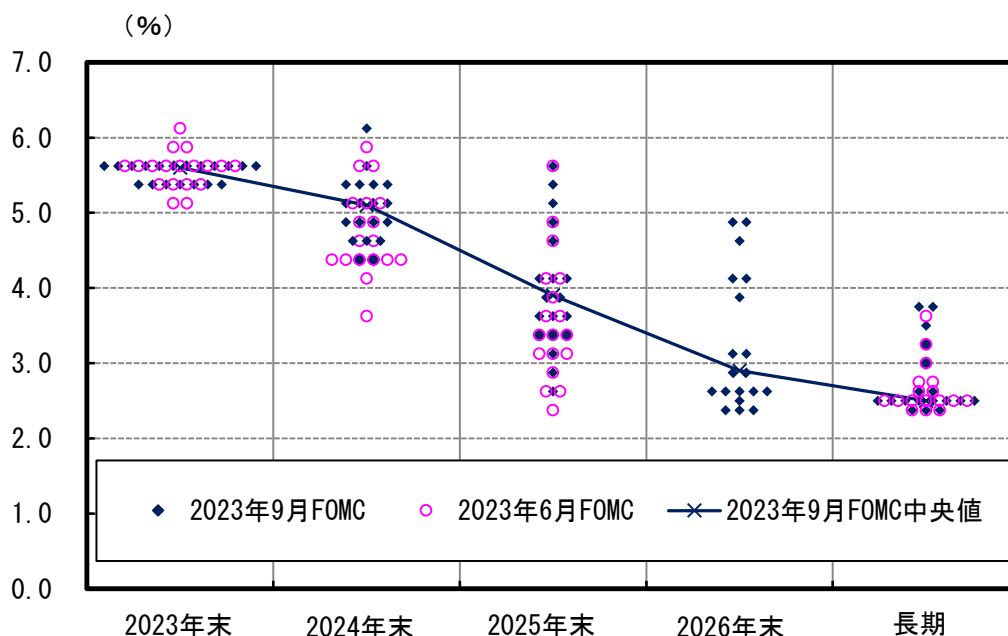
先行きのFF金利に関して、ドットチャート(中央値)を見ると、前述の通り2023年末は5.6%で前回から据え置きも、2024年末は5.1%、2025年末は3.9%とそれぞれ同0.5%ptずつ引き上げられた。新出の2026年末は2.9%となり、予想期間を通じて中立金利とされる長期見通し(2.5%)を上回ることが想定されている。

続いて、ドットチャートの形状を見ると、2023年に関しては、年内のFOMCが残り2回となり、ばらつきは少なくなってきた。中央値である追加利上げ1回を見込むFOMC参加者(12名)は、現在のFF金利で年内据え置きを見込む参加者(7名)に比べて優勢となっている。もっとも、前述の通り、パウエル議長は追加利上げの判断に際しては入手したデータを基に「慎重に」行うと述べており、追加利上げはFOMC参加者の中でコンセンサスを得ているというよりは、データ次第のオプションという意味合いがあるのかもしれない。続いて、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、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者は6名となり、形状は中央値に比べてややハト派的に映る。2025年、2026年に関しては予想に関するばらつきが激しい。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、金融政策の先行きが見通しづらい状況は続いている。

なお、長期見通しに関しては、中立金利の上昇に関する議論が8月に盛り上がっていたことから、今回の注目点の一つであった。中央値(2.5%)は前回から据え置かれたものの、大勢見通し(上位・下位3名を除いた数値)は前回の2.5%-2.8%から2.5%-3.3%へと切り上がっている。パウエル議長は、中央値こそ変わらなかったものの、長期見通しを引き上げたFOMC参加者もいると指摘した。加えて、パウエル議長は、短期的に中立金利が上昇している可能性はあ

り、景気が想定よりも堅調なままとなっている一要因と考えられると指摘している。こうした中立金利の上昇に関する認識が FOMC 参加者内でコンセンサスとなれば、追加利上げや利下げの先送りというオプションはより現実味を帯びることになるだろう。

図表2 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

## 追加利上げや利下げ先送りは結局のところデータ次第

9月のFOMCをまとめれば、市場の想定通り金利は据え置きとなった。経済見通しに関しては、2023年、2024年の実質GDP成長率が上方修正され、景気の堅調さが強調される結果となった。他方で、インフレは2025年が上方修正され、インフレ2%目標の達成時期は2026年見込みと、沈静化まで道のりは長いことが示された。こうした景気への見立てを基に、ドットチャート(中央値)に関しては、2023年内の追加利上げという想定は維持した上で、2024年の利下げタイミングは先送りを示唆するというものとなり、タカ派的な印象が強い。

もっとも、追加利上げも利下げ先送りもFOMC参加者内でのコンセンサスというよりは、結局のところはデータ次第である。パウエル議長も記者会見で、経済・金利の見通しに関する様々なリスク要因があると指摘している。リスク要因のうち、足下のエネルギー価格の上昇や、従業員の待遇改善を求める労使交渉の活発化及びストライキの増加は、インフレの高止まり懸念を強め、追加利上げや利下げ先送りの機運を高め得る。他方で、予算策定の遅延による政府機関の閉鎖や、銀行の経営保守化に伴う金融環境のタイト化などによる景気の下振れリスクが顕在化すれば、追加利上げや利下げ先送りはオプションのままとなる可能性が高まるだろう。