

2023年11月2日 全4頁

FOMC 2 会合連続で金利据え置きを決定

追加利上げは慎重に判断すると繰り返し、ハト派的な印象を醸成

経済調査部 主任研究員 矢作大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原翼

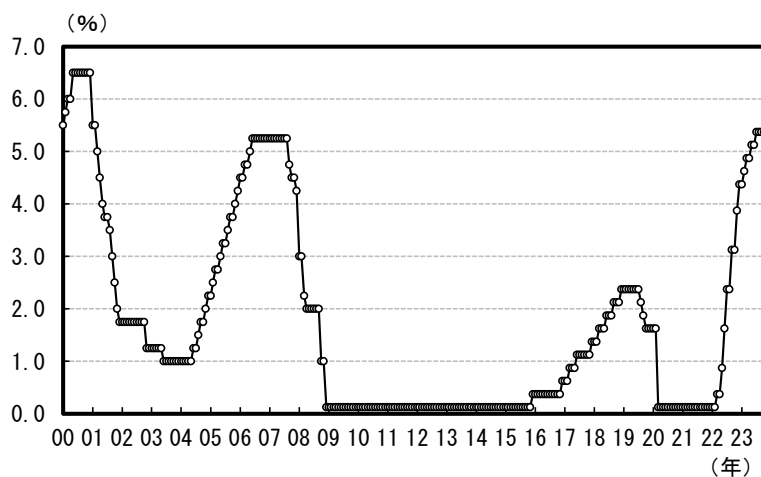
[要約]

- 2023年10月31日・11月1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。ウォラーFRB理事やパウエルFRB議長が、10月半ばの講演会で今後の金融政策運営に関して慎重に判断していくと繰り返し、今回のFOMCでの金利据え置きを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。
- 今回の金利据え置きの決定が既定路線だったこともあり、注目点は先行きの追加利上げの可能性であった。今回の声明文やパウエル議長による記者会見を踏まえれば、インフレがまだ2%の目標を達成できていない現時点で、追加利上げの可能性自体は否定されていない。しかし、追加利上げから距離を置くような文言が声明文や記者会見で散りばめられており、次回会合でも金利据え置きをベースシナリオとして想定しているようなハト派的な雰囲気が醸成されたといえる。
- しかし、追加利上げを実施するか否かは最終的にデータ次第であると、パウエル議長は述べている。では、足下のハト派的なスタンスを取るパウエル議長を追加利上げ実施へと転換させるトリガーは何か。一つは景気全体の強さである。実質GDP成長率の伸び幅が、インフレ圧力を高めないとされる潜在成長率以下のペースに落ち着くかが追加利上げの可能性を左右するだろう。もう一つは、長期金利が持続的に高水準で推移するかである。タームプレミアムの上昇余地が徐々に限られていく中で、長期金利が持続的に高水準で推移しなければ、追加利上げの必要性が高まる点に注意が必要だろう。

2 会合連続で金利据え置きを決定

2023年10月31日・11月1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。9月のFOMCに引き続き、2会合連続で金利据え置きとなった。今回の決定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の開催直前（10月30日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約99%となっていた。ウォラーFRB理事やパウエルFRB議長が、10月半ばの講演会で今後の金融政策運営に関して慎重に判断していくと繰り返し、今回のFOMCでの金利据え置きを示唆していたことで、市場は今回の結果を事前に織り込んでいたといえる。

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

今回の金利据え置き決定が既定路線だったこともあり、注目点は先行きの追加利上げの可能性であった。前回（9月19・20日）の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）の中央値に基づけば、今回或いは次回（12月12・13日）のFOMCで合計0.25%ptの利上げが予想されていた。

追加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、前回の「最近の指標は、経済活動が堅調な（solid）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、第3四半期に経済活動が力強い（strong）ペースで拡大したことを示唆している」へと表現を引き上げた。10月26日に公表された7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.9%と大幅に加速したことを反映したと考えられよう。雇用環境については「ここ数カ月間、雇用の増加は鈍化した（slowed）が依然として堅調で、失業率も低い水準が続いている」との表現から、「年初から雇用の増加は緩やかとなった（moderated）が依然として堅調で、失業率も低い水準が続いている」へと上方修正した。9月の非農業部門雇用者数の伸びが大幅に加速し、好不調の境目となる前月差+20.0万人を3カ月連続で上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」という表現が維持された。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、2%目標達

成までの道のりは長いと警戒感を維持している。

景気に関するリスク認識においては、前回の「家計や企業の信用状況が引き締まることで (Tighter credit conditions)、経済活動、雇用、インフレの重石となる可能性がある」という表現から「家計や企業の金融・信用状況が引き締まることで (Tighter financial and credit conditions)、経済活動、雇用、インフレの重石となる可能性がある」へと修正した。パウエル議長は記者会見で、足下の長期金利の上昇によって金融環境は一段と引き締まっており、金融環境の持続的な変化は金融政策の道筋に影響を与える可能性があるため、FOMC は引き続きこうした動向に注意すると指摘した。こうした長期金利の上昇に関連した一連の表現は、高水準の長期金利は追加利上げの必要性を低下させようという解釈につながることから、ハト派的な印象を与える。

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。パウエル議長は記者会見で、インフレ率が 2% まで低下するのに十分な引き締めの金融スタンスを実現できたかは自信がない、と指摘しており、追加利上げの可能性を残している。一方で、パウエル議長は、利上げサイクルが終わりに近づいており、9 月のドットチャートでは追加利上げを想定したが、将来の正確な計画ではないとも述べている。そして、パウエル議長は、今回の FOMC での金利据え置きを示唆する際に使用した「慎重に判断する」という表現を、金融政策運営の見通しにおいて幾度も繰り返しており、フォワードガイダンスにおいてもハト派的な印象を与える。

インフレがまだ 2% 目標を達成できていない現時点で、パウエル議長としても追加利上げの可能性自体は否定できないだろう。しかし、追加利上げから距離を置くような文言が声明文や記者会見で散りばめられており、次回 FOMC でも金利据え置きをベースシナリオとして想定しているようなハト派的な雰囲気醸成されたといえる。

追加利上げ実施へと転換するならば、トリガーは何か

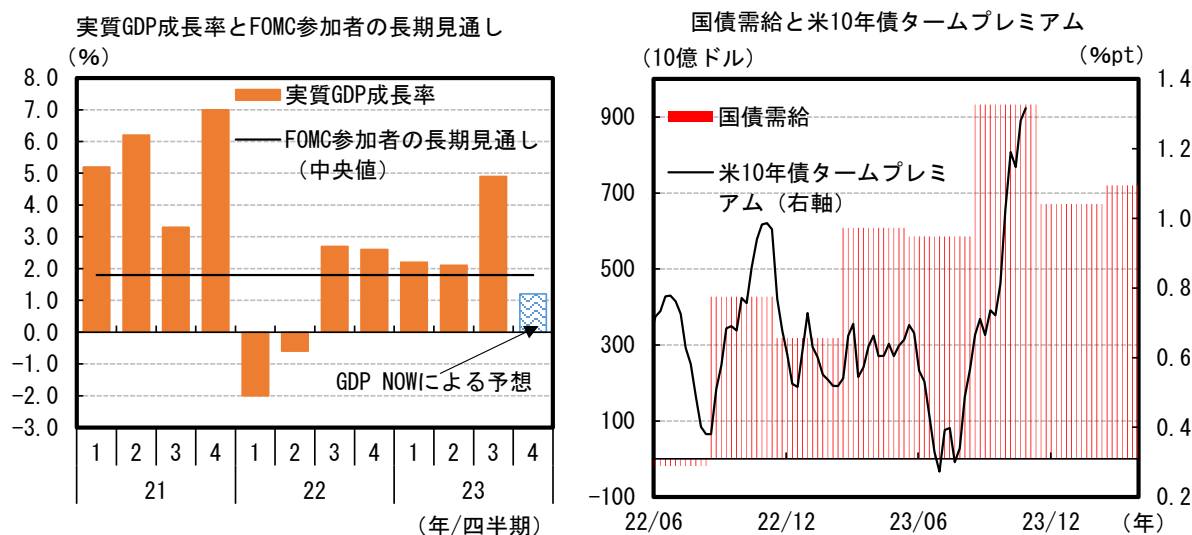
今回の FOMC 声明文やパウエル議長による記者会見を踏まえれば、次回 FOMC での追加利上げの可能性は幾分低下したように思われる。しかし、最終的にはデータ次第であることはパウエル議長も指摘するところである。では、足下のハト派的なスタンスを取るパウエル議長を追加利上げ実施へと転換させるトリガーは何か。雇用・インフレ指標の上振れが直接的にタカ派化を促すことはもちろんのこと、パウエル議長が指摘したように景気全体の強さが一つの注目材料だろう。前述の通り、7-9 月期の実質 GDP 成長率は大幅に加速し、その伸び幅は FOMC 参加者の長期見通し (= 潜在成長率) の中央値である 1.8% を大きく上回った。堅調なペースでの成長は景気の急激な腰折れを避けるという意味ではポジティブといえるが、需給ギャップをひっ迫させ、インフレ圧力を強めることになる。一方、アトランタ連銀が公表する GDP NOW によれば、10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 +1.2% と 7-9 月期から減速し、FOMC 参加者の長

期見通し（≒潜在成長率）の中央値を下回るとの予想になっている。こうした予想値通りに、実質 GDP 成長率の伸び幅が、インフレ圧力を高めないとされる潜在成長率以下のペースに落ち着くかが追加利上げの可能性を左右するだろう。

もう一つの注目点は、長期金利が持続的に高水準で推移するか否かである。パウエル議長は前述の通り、足下の長期金利の上昇が持続的な変化である場合には、追加利上げの必要性が低下すると指摘している。裏を返せば、長期金利が低下すると追加利上げの必要性が高まることになる。長期金利の上昇は、足下までの堅調な景気と金融引き締め長期化観測を背景とした期待短期金利の高止まりに加え、国債需給の悪化を契機としたタームプレミアムの上昇によるものである。利上げサイクルが最終盤に突入し、期待短期金利が大きく上振れしていくことは考えにくい中で、タームプレミアムの上昇が長期金利を左右するといえる。米財務省が公表した資金調達予想額によれば、国債需給の緩みは2023年7-9月期をピークに、先行き改善することが想定される。FOMC がバランスシートの縮小ペースを加速することも考えにくい中で、タームプレミアムの上昇余地は徐々に限られていく可能性がある。長期金利が持続的に高水準で推移しなければ、追加利上げの必要性が高まる点に注意が必要だろう。

なお、利上げサイクル最終盤に突入したことで、市場参加者の注目は利下げまでの距離感に移りつつあるが、パウエル議長は現時点で利下げについて全く考えていないと述べた。利下げまでの距離感を測るには、次回 FOMC のドットチャートの公表を待たなければならないだろう。

図表 2 実質 GDP 成長率と FOMC 参加者の長期見通し、国債需給と米 10 年債タームプレミアム



(注) 左図の FOMC 参加者の長期見通しは中央値ベース、GDP NOW による予想は 11 月 1 日時点。右図の国債需給 (ファイナンスニーズ、SOMA の償還分と政府預金の変化分の和) は 1.5 カ月先行。

(出所) FRB、BEA、アトランタ連銀、サンフランシスコ連銀、米財務省、Haver Analytics より大和総研作成