

【FOMC（22 年 12 月）】

利上げペース減速もタカ派姿勢示した 12 月 FOMC

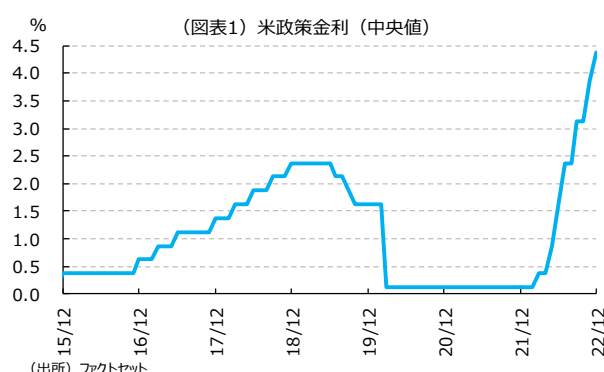
～利下げ開始は 2023 年第 4 四半期と予想～

経済調査部 エコノミスト 伊藤 基

1. 利上げペースを 0.50%に減速

12 月 13－14 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF レートの誘導目標を 0.50%引き上げ、4.25－4.50%とした（図表 1）。前回までは 4 回連続で 0.75%の利上げを実施していたが、今回の利上げサイクルで初めて利上げペースを減速させた。

FOMC 後に公表された声明文は、前回から大きな変化は見られなかった。金融政策部分では、「目標レンジの引き上げを継続することが適切」との文言が維持され、今後も複数回にわたって利上げを継続する意向が示された。パウエル FRB（米連邦準備制度理事会）議長としては、利上げ幅を縮小するにあたり、市場に過度なハト派メッセージを送ってしまうことを防ぐため、あえて声明文には大きな変更を加えず、物価上昇を抑える姿勢は変わっていないことを示す意図があったと考える。



2. 利上げ幅縮小もタカ派的なスタンスは維持

FOMC 後に行なわれたパウエル議長の記者会見では、物価上昇圧力を緩和するため、金融引き締めを続ける姿勢を強調する場面が多々見られた。「金融引き締め政策を強力に推し進めたが、その効果はまだ現れておらず、やるべきことが残されている」や「金融政策はまだ十分に引き締めの水準ではない」とも発言し、次回会合以降も利上げを継続する意向を示している。また、足元の期待インフレは十分に固定されているとの認識を示す一方、物価が高い状況が続けば、期待インフレが上振れる可能性が高くなるとも述べるなど、物価の先行きに対する強い警戒感を示した。10 月と 11 月の CPI（消費者物価指数）の結果は、好ましい内容であったとしつつも、物価上昇圧力が緩和したと判断するためには、より多くのデータが必要であるとしている。FRB が利上げ政策を変更するには、少なくとも数ヵ月から半年程度のスパンで、物価上昇圧力が明確に緩和しているというデータが示される必要があるだろう。

2023 年の利上げペースに関する質問については、今後の利上げペースよりも、ターミナルレートの水準や金利をすえ置く期間の方が重要との考えを示す一方、打ち止めの時期、利下げのタイミングに関しては言質を与えなかった。先行きの物価見通しの不確実性が高いため、今後の政策変更に関する自由度を確保したいと考えているとみられる。

労働市場に関しては、労働需給が極めてタイトであり、積極的な利上げによる影響をあまり受けていないとの認識を示した。そうしたなか、今後の利上げペースを決めるうえで、労働市場の状況を考慮するとの考えが示さ

れた。失業率の持続的な上昇や、時間当たり賃金の上昇圧力の明確な鈍化が確認されるまでは、利上げ停止に踏み切らない方針とみられる。

景気に関しては、「米国が景気後退局面に突入するかどうかは誰にもわからない」と発言したうえで、物価上昇圧力が弱まれば、ソフトランディングは可能になるとの見方を示した。前回会合では、ソフトランディングの可能性が狭まっている点を強調していたが、今回はさほど強調しなかった。急速なペースで利上げを実施してきたにもかかわらず、足元の経済指標が依然として底堅く推移している点を考慮したのかもしれない。

3. 2023 年の GDP 成長率見通しを大幅引き下げ

FOMC メンバーの経済見通しは、前回 9 月時点との比較で、2022 年が前年比+0.2%から同+0.5%に上方修正された一方で、2023 年が同+1.2%から同+0.5%に、2024 年が同+1.7%から同+1.6%に引き下げられた（図表 2）。また、2025 年と長期予測は同+1.8%にすえ置かれた。

2022 年の上方修正は、足元の個人消費や設備投資関連の経済指標が底堅く推移していることを反映したとみられる。一方、大きく引き下げられた 2023 年の各参加者の予測を見ると、9 月時点では、成長率の予想の上限が同+1.8%～+1.9%であったが、今回は、同+1.0%～+1.1%まで低下した。参加者の予測分布を見ても、9 月時点までは同+1.0%以上を予想する参加者は 15 人いたが、今回は 6 人まで減少している。政策金利見通しの上方修正によって景気が下押しされると考える参加者が増えている様子が見える。2024 年は、参加者のうち 13 人が長期水準を下回ると予想しており、物価上昇が一服した後の景気拡大ペースはゆっくりしたものになると見込まれている。

失業率に関しては、2022 年が 3.8%から 3.7%へと、9 月時点の見通しよりも改善（低下）する一方、2023 年と 2024 年が 4.4%から 4.6%へ、2025 年も 4.3%から 4.5%へと、9 月時点の見通しから悪化（上昇）している。積極的な利上げを行なっているにもかかわらず、米国の労働市場は足元で底堅い推移が続いているが、2023 年以降は失業率が顕著に上昇するとの予想となっている。

物価に関しては、2022 年の PCE デフレーターが、同+5.4%から同+5.6%へ、2023 年は同+2.8%から同+3.1%へ、2024 年は同+2.3%から同+2.5%へ、2025 年も同+2.0%から同+2.1%へと小幅に引き上げられた。パウエル議長は、依然として物価の上振れリスクを警戒していると記者会見で発言している。財価格の上昇圧力は 2023 年以降も軟化する一方、ウェイトの大きい帰属家賃などをはじめとしたサービス価格の上昇が一服するまでには時間を要するとの見方が FOMC 内で広がっている可能性がある。また、今回の物価見通しは 13 日に公表された 11 月 CPI の結果を踏まえたものであることも考慮すると、物価上振れリスクに対する警戒感が引き続き根強い様子が見える。

4. ドットチャートも市場予想対比タカ派な内容

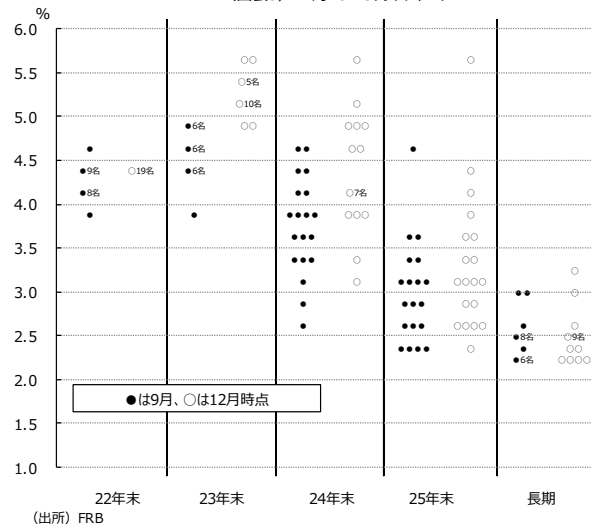
政策金利見通しの中央値は、2023 年は 5.125%（9 月:4.625%）、2024 年は 4.125%（同 3.875%）、2025 年は 3.125%（同 2.875%）とそれぞれ引き上げられた（図表 3）。

（図表 2）12月FOMC経済見通し

（単位：％）	2022	2023	2024	2025	長期
実質GDP成長率	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
（9月予測）	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失業率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
（9月予測）	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCEデフレーター	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
（9月予測）	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	4.8	3.5	2.5	2.1	—
（9月予測）	4.5	3.1	2.3	2.1	—
FF金利	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
（9月予測）	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

（出所）FRB ※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比（％）

（図表 3）12月FOMCドットチャート



2023 年は、すべての参加者が少なくとも 0.25% の利上げを 2 回以上行なうと見込んでいる。11 月会合以降、パウエル議長をはじめとした複数の FRB 高官からターミナルレートが引き上がったとの見方が示され、市場では今回の政策金利見通しで 4% 台後半に引き上げられると予想されていたが、今回の結果は予想対比でもタカ派的な内容だった。一方、2024 年以降は、参加者の意見が大きく割れており、予測の上限と下限の差は、2024 年は 2.5% ポイント、2025 年は 3.25% となっている。多くの参加者が 2024 年以降、本格的に利下げ局面に突入するとの見方を有していると考えられるが、そのペースや 1 会合での利下げ幅に関する考えには大きなバラツキがみられる。

5. 2023 年第 4 四半期に利下げ開始へ

パウエル議長が物価抑制に向け積極的な利上げを継続する姿勢を改めて示すなか、ターミナルレートが引き上げられるなど、今回の会合は総じて見るとタカ派的な内容であったと言える。ハト派的なスタンスを見せれば、金融市場が緩和的な状態になってしまい、結果として物価にも再び上昇圧力がかかってしまう可能性があるだけに、タカ派的なスタンスをとらざるを得ない面も大きいと考える。また、積極的な利上げにもかかわらず、労働市場に大きな変化が見られない点も背景にあらう。賃金の上昇圧力が一段と緩和しない限り、物価上昇圧力が継続的に軟化する可能性は低くなる。利上げペースのさらなる減速には、労働需給緩和の兆しを確認する必要がある。

今後の利上げペースを考えると、次回 2 月会合までに公表される米 CPI や米雇用統計は 1 回分しかなく、物価上昇圧力や労働需給が緩和したと判断するために入手できるデータが乏しいことを考えると、次回会合での 0.25% への利上げ幅縮小のハードルは高い。ただ、2 月と 3 月公表のデータでは、これまでの積極的な利上げの影響が労働市場にもある程度波及するとみており、3 月会合で 0.25% の利上げを行ない、今回の利上げサイクルを終了させるとみる。2024 年の春先からは、米国経済の屋台骨である個人消費も次第に軟調な推移となるなか、米国景気は後退局面に突入する可能性が高い。もっとも、インフレ率が FRB の目標である 2% 近辺まで明確に低下するには時間を要する可能性が高く、利下げが実施される時期は、2023 年の第 4 四半期にまでずれ込むとみている。

©FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2022/11/1-2	2022/12/13-14
Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.	Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher food and energy prices, and broader price pressures.
最近の支出や生産に関する指標は緩やかな伸びを示している。ここ数ヵ月の雇用の増加は強固であり、失業率は低い水準にとどまっている。パンデミック、食料とエネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている。	最近の支出や生産に関する指標は緩やかな伸びを示している。ここ数ヵ月の雇用の増加は強固であり、失業率は低い水準にとどまっている。パンデミック、食料とエネルギー価格の上昇、幅広い物価圧力に絡む需給の不均衡を反映し、インフレ率は高止まりしている。
<ポイント>	

・変更なし ・食料とエネルギー価格の上昇、需給の不均衡を反映しインフレ率が高止まりしているとの見方を維持	
Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. ウクライナに対するロシアの戦争は途方もない人的・経済的苦しみをもたらしている。戦争と関連する事象がインフレのさらなる押し上げ圧力を生み出し、世界的な経済活動の重石になっている。委員会はインフレリスクを非常に注視している。	Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship. The war and related events are <u>contributing to</u> upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. The Committee is highly attentive to inflation risks. ウクライナに対するロシアの戦争は途方もない人的・経済的苦しみをもたらしている。戦争と関連する事象がインフレの<u>要因となっており</u>、世界的な経済活動の重石になっている。委員会はインフレリスクを非常に注視している。
<ポイント> ・戦争と関連する事象が世界的な経済活動の重石になっているとの見方を維持	
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 3-3/4 to 4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective. 委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。これらの目標を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを 3.75～4.00%に引き上げる。委員会はインフレを徐々に	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>4-1/4 to 4-1/2</u> percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the pace of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in the Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet that were issued in May. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective. 委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。これらの目標を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを <u>4.25～4.50%</u>に引き上げる。委員会はインフレを徐々に

2%に戻すのに十分抑制的な金融政策スタンスを実現するために、目標レンジの引き上げを継続することが適切だとみている。将来の目標レンジの引き上げペースを判断する上で、委員会は累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する。目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した。さらに、委員会は、5月に発表した「FRBのバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている。	2%に戻すのに十分抑制的な金融政策スタンスを実現するために、目標レンジの引き上げを継続することが適切だとみている。将来の目標レンジの引き上げペースを判断する上で、委員会は累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する。目標レンジの引き上げを継続することが適切だと判断した。さらに、委員会は、5月に発表した「FRBのバランスシートの規模縮小計画」に示した通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている。
<ポイント> ・政策金利は4.25－4.50%に引き上げ ・将来の目標レンジ引き上げペースを判断する上で、累積した金融引き締めの影響や金融政策のラグを考慮する方針を維持	
In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. 金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. 金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。
<ポイント> ・変更なし ・委員会の目標達成を妨げるリスクが生じた場合、政策スタンスを適切に調整する意向を維持	
Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins;	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Susan M. Collins;

Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バー理事、ボウマン理事、ブレイナード理事、ブラード総裁、コリンズ総裁、クック理事、ジョージ総裁、ジェファーソン理事、メスター総裁、ウォーラー理事。	Lisa D. Cook; Esther L. George; Philip N. Jefferson; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller. この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ副議長、バー理事、ボウマン理事、ブレイナード理事、ブラード総裁、コリンズ総裁、クック理事、ジョージ総裁、ジェファーソン理事、メスター総裁、ウォーラー理事。
<ポイント> ・変更なし ・全会一致	

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411