

【FOMC (22 年 9 月)】

3 会合連続で 0.75% の利上げを実施 ～年末までに FF レートは 4.50% まで上昇すると予想～

経済調査部 エコノミスト 伊藤 基

1. 異例の大幅利上げが続く

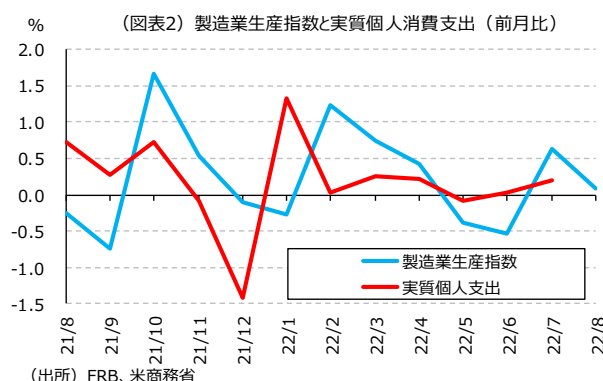
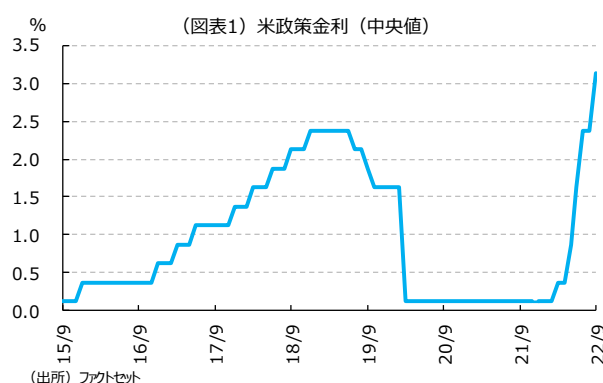
9 月 20－21 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、3 会合連続で、政策金利である FF レートの誘導目標を 0.75% 引き上げ、3.00－3.25% とした（図表 1）。8 月 CPI（消費者物価指数）が市場予想を上回り、根強い物価上昇圧力が改めて示されるなか、異例の大幅利上げが継続される形となった。パウエル FRB（米連邦準備制度理事会）議長は、会合後の記者会見で、「今回の会合でのメインメッセージは、ジャクソンホールから何ら変わっていない」と発言、今回の会合で利上げ姿勢を一段と積極化したわけではないとした。

声明文は前回から大きな変更は見られなかったものの、現状判断部分では、「支出や生産に関する指標は鈍化した」との文言が「支出や生産に関する指標は緩やかな伸びを示している」に上方修正された。前回 7 月 FOMC 後に公表された実質個人消費支出や、鉱工業生産における製造業指数が底堅く推移したことを反映したと考える。実質個人消費支出は、5 月分が速報値から上方修正され、6 月、7 月分は前月比小幅プラス、製造業指数は 7 月、8 月と 2 ヶ月連続で前月比プラスとなっていた（図表 2）。ただ、記者会見の冒頭では、個人消費の伸び

は、昨年から鈍化していることに加え、金利の上昇と生産の伸び鈍化が設備投資を圧迫している点を指摘するなど、景気が減速しているとの見方も示している。雇用環境に関しては、「雇用の増加は強固」であるとの文言が維持され、「需給の不均衡」が物価上昇をもたらしているとの見方が前回からすえ置かれた。

2. 物価上昇に積極的に対応する姿勢を強調

パウエル議長は記者会見で、利上げスピードの減速とその後の利下げをどのような基準で判断するかとの質問に対し、「FOMC は物価上昇圧力を低下させることにコミットしており、その任務が達成されるまで続ける」と、積極的な金融引き締めを継続する姿勢を改めて示した。金利水準に関しては、景気が抑制される最も低い水準に入ったに過ぎず、利上げサイクルはまだ道半ばとし、需要サイドに働きかけるために今後も「力強く迅速な措置を講じる」と述べた。また、「過去の経験は早急な金融緩和を戒めている」とも発言しており、早期利下げ期待を



一蹴した。早期利下げ期待による長期金利の低下や株価上昇が金融引き締め効果を弱めてしまうことを警戒したと考えられる。

現在の労働市場については、冷え込んでいるとの証拠は僅かにしか見られず、需要と供給のバランスが取れていないとの認識を示した。また、物価上昇圧力を抑制するためには、失業率を上昇させるとともに、長期にわたって潜在成長率よりも低い成長率が必要であるとの見方を明らかにし、景気を犠牲にしても物価抑制を達成するとの意思を示した。

景気の先行きに関しては、「景気のソフトランディングを実現することは非常に困難である」と回答した。7月FOMC後の会見では、「ソフトランディングへの道が一段と狭くなっている」との表現にとどまっていただけに、ここでも景気を顧みず物価を抑制する姿勢を示した。

今後の政策金利見通しについては、11月と12月にそれぞれ0.75%と0.50%の利上げを行なうべきと考えるグループと、0.50%の利上げを2回行なうべきと考える2つのグループが存在していることを明らかにしたもの、先行きの利上げ幅は経済データ次第で変わり得るとした。

3. 2022年のGDP成長率を大幅引き下げ

FOMCメンバーの経済見通しは、前回6月時点との比較で、2022年が前年比+1.7%から同+0.2%に、2023年が同+1.7%から同+1.2%に、2024年が同+1.9%から同+1.7%に引き下げられた(図表3)。また、今回より公表された2025年の成長率は、長期予測の水準と同じ同+1.8%となった。2022年は、積極的な利上げの効果で景気の勢いが大きく削がれることを見込んでいると考えられる。各参加者の予測分布を見ると、

2023年については4人の参加者が同+1%未満になると予想し、うち1人はマイナス成長を見込んでいる。積極的な利上げによって、景気が大きく下押しされる可能性がFOMC内でも意識されている様子がうかがえる。

失業率に関しては、2022年が3.7%から3.8%へ、2023年が3.9%から4.4%へ、2024年が4.1%から4.4%へそれぞれ6月時点より悪化(上昇)することが予想されており、2023年以降、長期予測の水準を上回る形に修正された。雇用と物価の安定がFRBのデュアルマンドであるが、物価の安定のために雇用環境を一定程度犠牲にするとの姿勢が現れている。元FRBエコノミストのクローディア・サーム氏が発案した「失業率の3ヵ月移動平均が直近12ヵ月の最低値から0.5%ポイント上昇すると景気後退に陥ったと判断する」サーム・ルールに基づけば、今回の失業率の予測は、景気後退局面への突入の可能性が高いことを意味する。ソフトランディングに向けた道は、かなり細くなっていると言えそうだ。

物価に関しては、2022年のPCEデフレーターが、前年比+5.2%から同+5.4%に、2023年は同+2.6%から同+2.8%に、2024年も同+2.2%から同+2.3%に小幅引き上げとなり、2025年は同+2.0%となった。景気が大幅に減速するなかでも、2024年までは物価目標を上回る上昇率が続くとの見通しである。パウエル議長は、参加者の多くが予測よりも上振れるリスクを警戒していることを明らかにしている。ただ、2023年以降は、政策金利引き上げの効果が現れることによって次第に勢いが鈍化し、2025年には長期予測の水準まで低下すると予想している。

4. ドットチャートは、市場予想対比タカ派な内容

政策金利見通しの中央値は、2022年は4.375%(6月:3.375%)、2023年は4.625%(同3.75%)、2024年は3.875%(同3.375%)とそれぞれ大きく上昇し、6月時点に比べ高い政策金利をより長期にわたり維持する姿勢

(図表3) 9月FOMC経済見通し

(単位: %)	2022	2023	2024	2025	長期
実質GDP成長率	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
(6月予測)	1.7	1.7	1.9	—	1.8
失業率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
(6月予測)	3.7	3.9	4.1	—	4.0
PCEデフレーター	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
(6月予測)	5.2	2.6	2.2	—	2.0
コアPCEデフレーター	4.5	3.1	2.3	2.1	—
(6月予測)	4.3	2.7	2.3	—	—
FF金利	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
(6月予測)	3.4	3.8	3.4	—	2.5

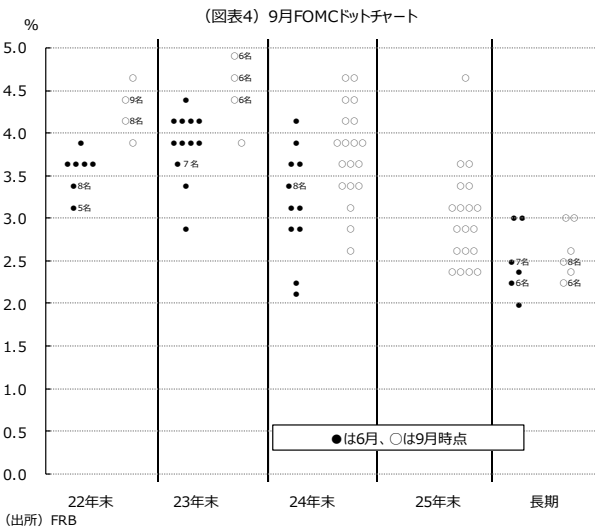
(出所) FRB ※実質GDP成長率、(コア) PCEデフレーターは前年比(%)

が示された（図表 4）。また、今回新たに発表された 2025 年は、2.875%となった。2022 年は、多くの参加者が残り 2 会合で合計 1%以上の利上げを、2023 年も小幅な利上げを見込んでいる。早期の利下げ観測を否定する内容であり、市場予想対比ではタカ派的な結果であったと言える。その後、2024 年にかけて利下げに転じる予測となっているが、2025 年については上限が 4.625%、下限が 2.375%と上下の開きが大きく、明確な方向性が定まっていない様子がうかがえる。

5. 年末までに FF レートの上限が 4.50%になると予想

パウエル議長は、物価抑制に向け積極的な利上げを継続する姿勢を示したが、同時に失業率や成長率の悪化など、痛みを伴うことも強調した。FOMC メンバーの経済見通しにもそうした姿が現れている。物価の動向に大きな影響を与える期待インフレ率は、一時期に比べると落ち着いてきている。しかし、物価の上昇圧力が強い状態が今後も継続した場合、再び上昇へ向かう可能性は否定できない。そうなれば、FRB に対する信認の失墜につながりかねず、パウエル議長は、何としても期待インフレ率が低位のうちに物価の上昇を抑制したいと考えているだろう。

今回の FOMC の声明文とパウエル議長の会見を受けて、当研究所では、FRB が 11 月と 12 月の会合でそれぞれ 0.75%、0.50%の利上げを実施し、年末までに FF レートの上限を 4.50%まで引き上げると予想する。その後は、米国の景気後退局面入りが鮮明化するなか、物価上昇圧力も次第に鈍化する可能性が高いとみており、この水準で今回の利上げサイクルが停止すると考える。ただ、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いだけに、利下げが実施される時期は、早くても 2023 年の後半になると予想する。



◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2022/7/26-27	2022/9/20-21
Recent indicators of spending and production have softened. Nonetheless, 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 <u>point to modest growth in</u> 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鈍化した。それにもかかわらず、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 <u>緩やかな伸びを示している</u> 。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> ・「最近の支出や生産に関する指標は鈍化した」を「支出や生産に関する指標は緩やかな伸びを示している」に変更	

・失業率や物価に関する見方は前回から変更なし	
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 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。
<ポイント> ・変更なし ・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 2-1/4 to 2-1/2 percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. 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2.25～2.50%に引き上げ、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。	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>3</u> to <u>3-1/4</u> percent and anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate. 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>3.00</u>～<u>3.25</u>%に引き上げ、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3.00－3.25%に引き上げ ・「委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている」との文言が維持され、インフレ対峙姿勢を示す	

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; 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、ジェファークソン理事、メスター総裁、ウォーラー理事。	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、ジェファークソン理事、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