

2023. 9. 21

【FOMC (23年9月)】

## すえ置きも、先行きの金利見通しは上方修正 ～7月利上げで既にターミナルレートに到達と予想～



経済調査部 エコノミスト  
前田 和孝

### ポイント

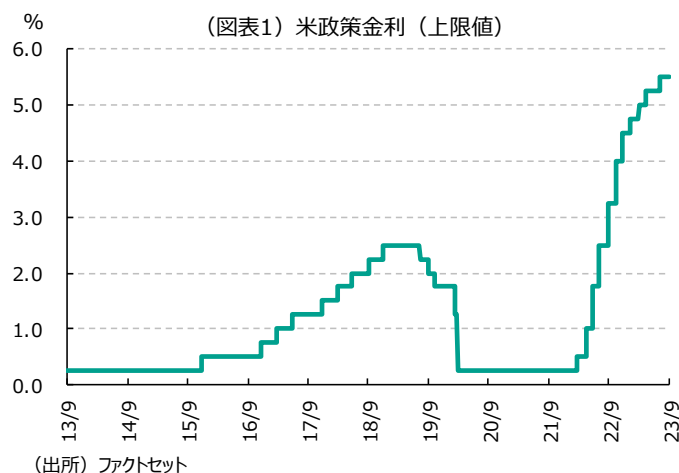
- 9月19、20日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、事前の市場予想通り、政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25–5.50%ですえ置いた
- FOMC参加メンバーによる政策金利見通しであるドットチャートの中央値は、2023年は前回の5.625%から変わらず、年内あと1回の利上げを示唆
- ただ、コアCPIの伸びは今後も鈍化傾向で推移すると見込まれるほか、利上げによる効果が時間差を置いて本格化することを踏まえれば、結果的に利上げは7月で最後になるというのがメインシナリオ

### 1. 2会合ぶりに政策金利をすえ置き

9月19、20日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25–5.50%ですえ置いた（図表1）。利上げ見送りは2会合ぶりとなる。

8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の伸びが3ヵ月連続で20万人を下回ったほか、失業率は3ヵ月ぶりに上昇した。7月の雇用動態調査（JOLTS）では、求人数が約883万件と3ヵ月連続で減少するなど、足元では労働市場の軟化を示唆する指標が目立っていた。また、8月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比+3.7%と7月から伸び幅を拡大させたものの、エネルギーと食料を除いたコアは同+4.3%と5ヵ月連続で伸びが鈍化した。これらの結果を受け、事前の市場予想でも今回はすえ置きと見る向きが多かった。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長はFOMC後の記者会見で、「今後どの程度の追加引き締めが必要なのかを慎重に判断する立場にある」と利上げを見送った理由を説明し、この決定は全会一致で支持されたとした。

声明文では、まず景気の現状判断部分が、前回の「緩やかな（moderate）ペースで拡大している」から「堅調な（solid）ペースで拡大している」へと上方修正された。一方、雇用の伸びに関しては、「ここ数ヵ月の雇用の



伸びは堅調」から「ここ数ヶ月で雇用の伸びは鈍化しているが、依然として力強い」へと幾分下方修正された。「インフレ率は引き続き上昇している」との表現は維持した。

金融政策の先行きに関しては、追加の金融引き締めを判断するうえで、「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」、「委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する」と、利上げによる影響を注意深く見極めるスタンスが維持された。

## 2. SEPではソフトランディングの確度が高まる

今回の会合では、FOMC 参加メンバーの経済見通し (SEP) が公表された。実質 GDP 成長率見通しは、前回 6 月時点との比較で、2023 年が前年比+1.0%から同+2.1%に、2024 年が同+1.1%から同+1.5%に上方修正された (図表 2)。4-6 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率+2.1%と堅調な伸びを示したことなどを反映したと考えられる。2025 年は同+1.8%で前回から変わらなかった。2023 年の大幅上方修正に伴い、潜在成長率 (同+1.8%) を下回る時期は 2024 年に後ろ倒しされた。

失業率に関しては、2023 年が 3.8% (6 月: 4.1%)、2024 年が 4.1% (同 4.5%)、2025 年も 4.1% (同 4.5%) といずれも引き下げられた。失業率は今後も上昇傾向が

続くとの見通しは変わらないが、FOMC 参加メンバーが中長期的な水準と考える 4.0%を上回るのは 2024 年となる。物価 (コア PCE デフレーター) については、2023 年が前年比+3.9%から同+3.7%に引き下げられた。2024 年は同+2.6%ですえ置かれ、2025 年は同+2.2%から同+2.3%へ小幅上方修正された。2023 年のコアインフレ見通しが下方修正されるのは、見通しが公表開始となった 2020 年 9 月以来初めてである。

なお、このところの実質中立金利の上昇に関する議論を受け、FF 金利の長期見通しが引き上げられるとの見方があったが、今回の見通しでの変更はなかった。

(図表2) 9月FOMC経済見通し

(単位: %)	2023	2024	2025	2026	長期
実質GDP成長率	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
(6月予測)	1.0	1.1	1.8	-	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
(6月予測)	4.1	4.5	4.5	-	4.0
PCEデフレーター	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
(6月予測)	3.2	2.5	2.1	-	2.0
コアPCEデフレーター	3.7	2.6	2.3	2.0	-
(6月予測)	3.9	2.6	2.2	-	-
FF金利	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
(6月予測)	5.6	4.6	3.4	-	2.5

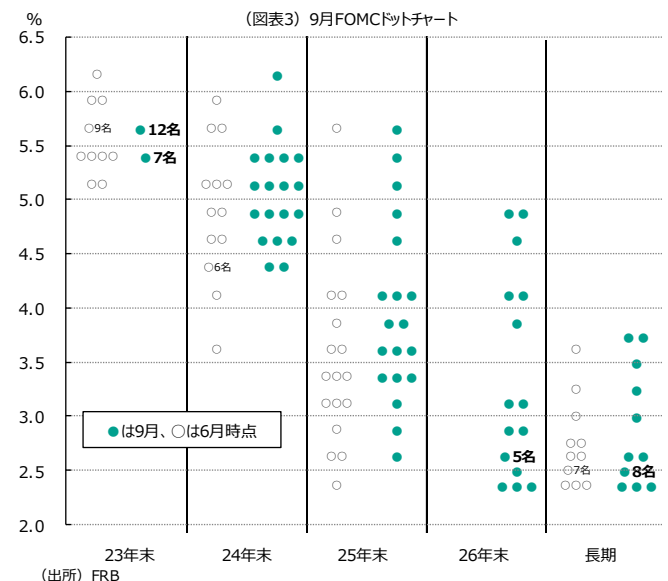
(出所) FRB ※実質GDP成長率、(コア) PCEデフレーターは前年比(%)

## 3. ドットチャートでは年内あと1回の利上げを示唆

FOMC 参加メンバーによる政策金利見通しであるドットチャートの中央値は、2023 年は前回の 5.625%から変わらなかった (図表 3)。ただ、参加メンバー 19 名のうち、過半数を超える 12 名が年内残り 1 回の利上げを想定していることが示された。

2024 年は 4.625%から 5.125%へ、2025 年が 3.375%から 3.875%へいずれも上方修正された。参加メンバーが予想する 2024 年の利下げ幅が、前回の計 1.0%から計 0.5%に縮小した形である。もっとも、分布を見ると、5.375%、5.125%、4.875%が 4 名ずつ、4.625%が 3 名、4.375%が 2 名となっており、利下げ幅には依然としてかなりのばらつきが見られるほか、さらなる利上げを見込む参加メンバーも残っている。利下げ時期についての

(図表3) 9月FOMCドットチャート



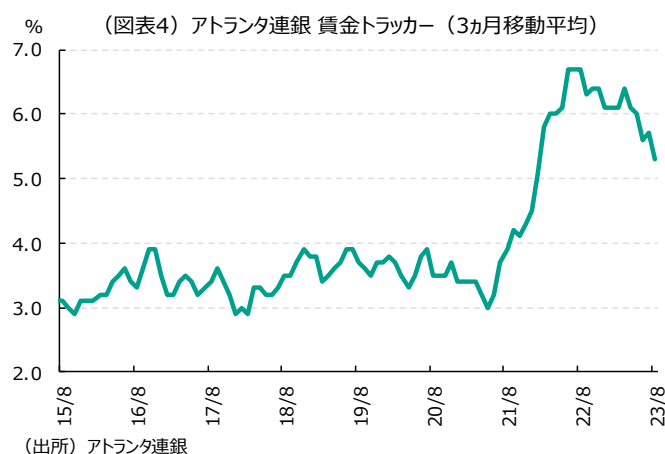
質問に対しては、パウエル議長は「シグナルを送るようなことはしたくない」と明言を避けた。

#### 4. 7月利上げで既にターミナルレートに到達と予想

今回のFOMCでは、政策金利の引き上げを見送る一方で、ドットチャートにおいて年内あと1回の利上げが示唆された。もっとも、パウエル議長は、今後の金融政策について、「今後発表されるデータや、見通しとリスクに対する継続的な評価に基づいて決定される」と述べている。あくまでデータ次第で判断するスタンスに変わりはない。

足元では、サウジアラビアによる自主減産と、ロシアによる輸出制限の年末までの延長発表を契機に、原油先物価格が約10ヵ月ぶりの水準まで上昇している。世界第2位の石油消費量を誇る中国景気は、不動産市況の低迷で力強さに欠ける推移が続くとみられることなどから、原油先物価格のここからの上値余地は限られるとみているが、インフレ再加速のリスクはくすぶっている。

一方、8月の雇用統計では平均時給の伸びが鈍化したほか、アトランタ連銀が公表する賃金トラッカーを見ても、賃金上昇圧力は緩和に向かっている(図表4)。住宅価格の指標となるS&Pコアロジック・ケースシラー住宅価格指数の伸びは前年比で均せば鈍化傾向が続き、直近では4ヵ月連続でマイナスを記録している。住居費のプラス寄与幅も次第に縮小に向かうことで、コアCPIの伸びは今後も鈍化傾向で推移すると見込まれる。利上げによる効果が時間差を置いて本格化することも踏まえれば、結果的に利上げは7月で最後になるというのがメインシナリオである。一方、FRBの物価目標である前年比+2.0%までにはまだ距離があることから、利下げの開始時期は来年の4-6月期と予想する。



#### ◎FOMC 声明文 (下線部は前会合からの主な相違点)

2023/7/25-26	2023/9/19-20
Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.	Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a <u>solid</u> pace. Job gains have <u>slowed</u> in recent months <u>but remain strong</u> , and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.
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している。ここ数ヵ月の雇用の伸びは堅調で、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率は引き続き上昇している。	最近の指標は経済活動が <u>堅調な</u> ペースで拡大していることを示している。ここ数ヵ月で雇用の伸びは <u>鈍化</u> しているが、 <u>依然として力強く</u> 、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率は引き続き上昇している。
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・経済活動が堅調なペースで拡大していることに言及</li> </ul>	

<ul style="list-style-type: none"> <li>・雇用の伸びは鈍化しているが、依然として力強いことに言及</li> <li>・インフレ率は引き続き上昇しているとの見方は維持</li> </ul>	
<p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>米国の銀行システムは健全で回復力がある。家計や企業の信用状況が引き締まり、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性がある。これらの影響の程度は不透明なままである。委員会は引き続きインフレリスクを注意深く観察している。</p>	<p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>米国の銀行システムは健全で回復力がある。家計や企業の信用状況が引き締まり、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性がある。これらの影響の程度は不透明なままである。委員会は引き続きインフレリスクを注意深く観察している。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・家計や企業の信用状況の引き締まりが経済活動、雇用、インフレの重石となる可能性に言及</li> </ul>	
<p>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 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, 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 its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最</p>	<p>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 <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at</u> 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, 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 its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最</p>

<p>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 5.25～5.50%に引き上げることを決定した。委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する。2%のインフレ率に戻すための追加の金融引き締めを判断するうえで、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運行効果、経済・金融の動向を考慮する。さらに、委員会は、以前発表した計画通り、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。</p>	<p>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 5.25～5.50%に維持することを決定した。委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する。2%のインフレ率に戻すための追加の金融引き締めの程度を判断するうえで、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運行効果、経済・金融の動向を考慮する。さらに、委員会は、以前発表した計画通り、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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・政策金利は 5.25－5.50%に維持</li> <li>・先行きに関し、追加情報と金融政策への影響に対する評価を継続</li> </ul>	
<p>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.</p> <p>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。</p>	<p>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 labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>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。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・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</li> </ul>	
<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and</p>	<p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; <u>Adriana D. Kugler</u>;</p>

<p>Christopher J. Waller.</p> <p>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バー副議長、ボウマン理事、クック理事、グールズビー総裁、ハーカー総裁、ジェファーソン理事、カシュカリ総裁、ローガン総裁、ウォーラー理事。</p>	<p>Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p> <p>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バー副議長、ボウマン理事、クック理事、グールズビー総裁、ハーカー総裁、ジェファーソン副議長、カシュカリ総裁、<u>クーグラール理事</u>、ローガン総裁、ウォーラー理事。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上院の承認により、ジェファーソン氏が理事から副議長に昇格、クーグラール氏が新たに理事に着任</li> <li>・全会一致</li> </ul>	

※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