

2023. 11. 2

【FOMC (23年11月)】

すえ置きも、追加利上げのハードルは上がる ～利上げサイクルはすでに終了との予想を維持～



経済調査部 エコノミスト
前田 和孝

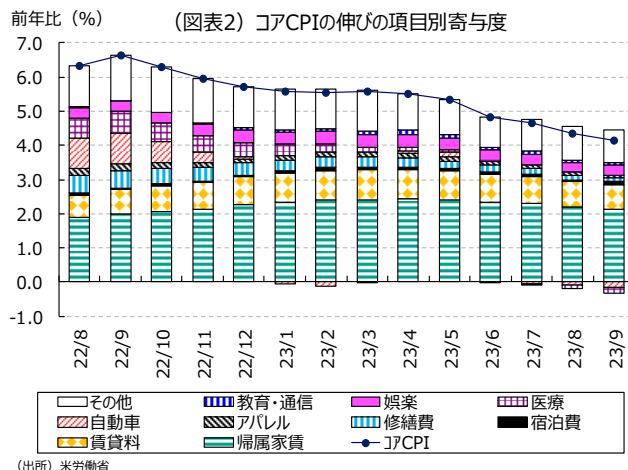
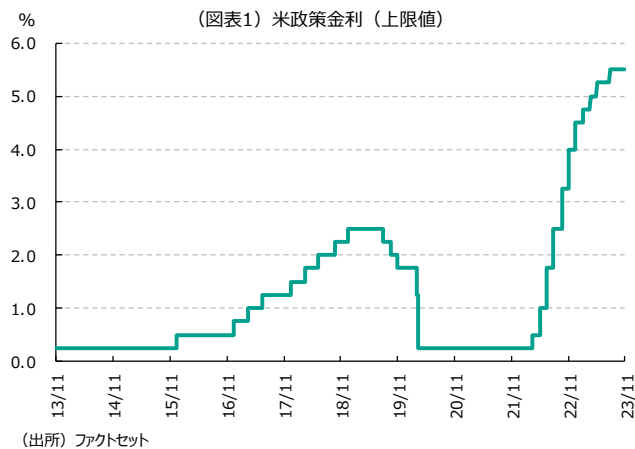
ポイント

- 10月31-11月1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
- 声明文では、家計や企業の経済活動、雇用、インフレの抑制要因として、従来の「信用環境の引き締め」に加え、「金融環境の引き締め」が記述され、追加利上げのハードルが上がった
- 当研究所では、利上げは7月で最後との予想を維持する。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6月というのがメインシナリオ

1. 2会合連続で政策金利をすえ置き

10月31-11月1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)。これで利上げ見送りは2会合連続となった。量的引き締め (QT) に関しては、現行の上限950億ドル/月の縮小ペースを維持する。

7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.9%と、前期 (同+2.1%) から伸び幅を拡大させるなど、米国景気の勢いは持続している。一方で、平均時給の伸びは均せば鈍化傾向が続いているほか、9月のエネルギーと食料を除く消費者物価指数 (コアCPI) は前年比+4.1%と6ヵ月連続で伸びが鈍化した (図表2)。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が大勢を占めていた。パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長はFOMC後の記者会見の冒頭で、「不確実性とリスクを考慮しながら、慎重に (金融政策を) 進める」とした。今回の決定は全会一致で支持された。



2. 声明文では金融環境の引き締めりに言及

声明文では、まず景気の現状判断部分が、前回の「堅調

なペースで拡大している」から「第3四半期に力強いペースで拡大した」へと修正された。7-9月期の実質GDP成長率が高い伸びとなったことを反映した形である。一方、雇用の伸びに関しては、「ここ数ヵ月で雇用の伸びは鈍化しているが、依然として力強い」から「雇用の伸びは今年の早い時期よりも緩やかとなっているものの、依然として力強い」へと修正された。9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+33.6万人と、事前の市場予想を上回る高い伸びとなった。もっとも、7-9月平均の伸びは+26.6万人で、1-3月（同+31.2万人）から鈍化しており、こうした点を踏まえての修正と考えられる。インフレ率については「引き続き上昇している」との表現が維持された。

また、家計や企業の経済活動、雇用、インフレの抑制要因として、従来の「信用環境の引き締め」に加え、「金融環境の引き締め」が追加された。足元では、米国景気の強さや、財政赤字の拡大懸念などを背景に長期金利が上昇傾向で推移している（図表3）。ブラックアウト期間に入る前には、ジェファーソン副議長や、ダラス連銀のローガン総裁など複数のFRB高官が、長期金利の上昇による利上げの必要性の低下に言及していたことから、今回の声明文でこうした記述が追加されるかが注目されていた。金融政策の先行き部分では、追加の金融引き締めの程度を判断するうえで、「金融政策が経済活動とインフレに及ぼす運行効果、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。パウエル議長は、「長期金利の上昇やドル高、株安は将来の金融政策において重要な意味を持つ可能性がある」との見解を示しており、追加利上げのハードルは幾分上がったとみている。

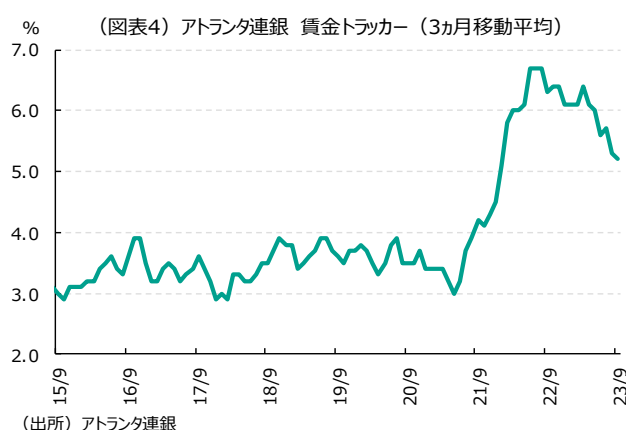


3. 利上げサイクルはすでに終了との予想を維持

パウエル議長は、「次回12月会合については何も決めていない」と述べており、これまでと同様にあくまでデータ次第で判断するスタンスには変わりはない。米国の実質GDP成長率は2%程度とみられる潜在成長率を上回る推移が続いており、足元の米国景気は堅調である。もっとも、GDPベースの設備投資は、7-9月期に2年ぶりのマイナスとなるなど、FRBによる利上げの効果が顕在化しはじめている様子もうかがえる。GDPの約7割を占める個人消費に関しても、過剰貯蓄による下支えがなくなりつつあるほか、10月から学生ローンの返済が再開されるなど、下押し材料が増えている。長期金利の上昇などで金融環境が引き締まっていることも考えれば、米国景気の回復ペースの持続性には疑問符が付く。

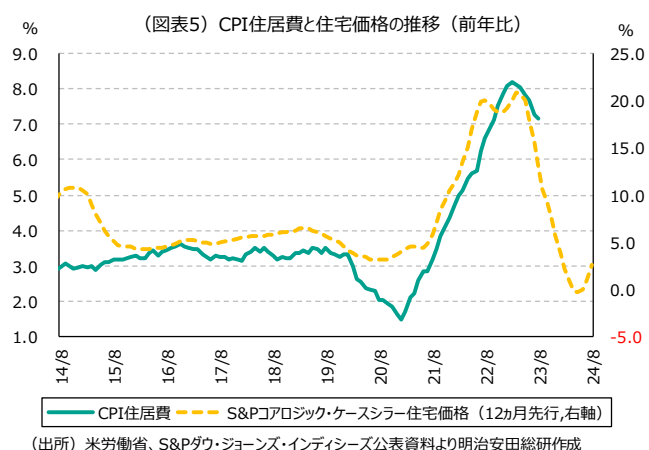
パウエル議長が言及した政府機関の閉鎖懸念も追加利上げのハードルとなる。米連邦議会は先月、11月17日までのつなぎ予算を可決したものの、その後、共和党のマッカーシー前下院議長が解任され、次の下院議長が決まるまで3週間の間、議論が停滞した。新たにジョンソン氏が下院議長に就任し、ここから予算可決に向けての議論が本格化するが、議論は再び難航する可能性もある。仮に政府機関が閉鎖されるような事態となれば、追加利上げの実施は難しい。

インフレに関しては、今後も鈍化傾向が続くとみている。9月の雇用統計で平均時給の伸びが鈍化したのに加え、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）。CPIの住居費の先行指標である、S&P コアロジック・ケースシラー住宅価格指数の前年比の推移を踏まえれば（図表5）、住居費のプラス寄与幅も縮小に向かう可能性が高く、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。

中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇はリスクだが、今のところは落ち着いた推移となっている。世界第2位の石油消費量を誇る中国の景気は、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、原油価格の上値余地は限られるとみている。当研究所では、利上げは7月で最後との予想を維持する。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6月というのがメインシナリオである。



◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2023/9/19-20	2023/10/31-11/1
<p>Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have slowed in recent months but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>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している。ここ数ヶ月で雇用の伸びは鈍化しているが、依然として力強く、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>	<p>Recent indicators suggest that economic activity <u>expanded at a strong pace in the third quarter.</u> Job gains have <u>moderated since earlier in the year</u> but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>最近の指標は経済活動が<u>第3 四半期に力強いペースで拡大した</u>ことを示している。雇用の伸びは<u>今年の早い時期よりも緩やか</u>となっているものの、依然として力強く、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>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動が第3 四半期に力強いペースで拡大したことに言及 ・雇用の伸びは今年の早い時期よりも緩やかとなっているものの、依然として力強いことに言及 ・インフレ率は引き続き上昇しているとの見方は維持 	
<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。家計や企業の信用環境が引き締め、経済活動、雇用、インフ</p>	<p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter <u>financial and</u> 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</p>

<p>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>業の金融・信用環境が引き締まり、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><ポイント> ・金融環境の引き締まりが新たに経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性に言及</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 maintain the target range for the federal funds rate at 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>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 maintain the target range for the federal funds rate at 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遅行効果、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>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 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遅行効果、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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・政策金利は5.25－5.50%に維持 ・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 	
<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>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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 	
<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; Adriana D. Kugler; 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、クーグラール理事、ローガン総裁、ウォーラー理事。</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; Adriana D. Kugler; 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、クーグラール理事、ローガン総裁、ウォーラー理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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