

【FOMC (23年3月)】

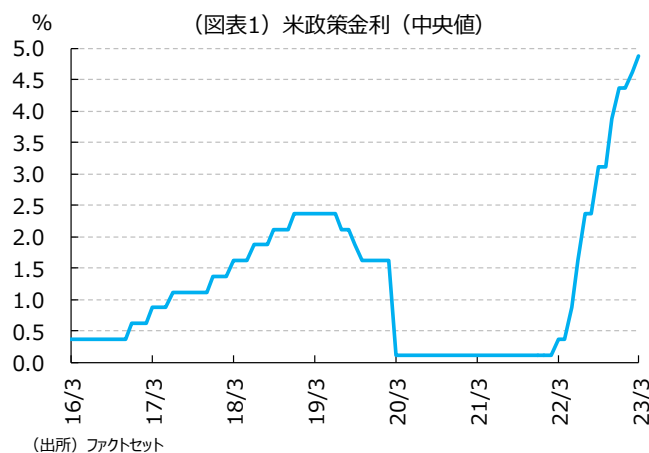
利上げ継続、インフレの抑制を重視

～5月FOMCの利上げ幅は金融不安の動向次第～

経済調査部 シニアエコノミスト 大広 泰三

1. 0.25%の利上げを決定

3月21、22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0.25%引き上げ、4.75-5.00%とした(図表1)。相次ぐ米銀破綻の影響で、事前の市場ではすえ置きを見込む声も多かったが、結果は9会合連続の利上げだった。足元の雇用は堅調で、物価の伸びも高水準で推移していることから、仮に利上げを見送った場合、先々の物価に対する不透明感を一段と高める恐れがあったほか、足元の米銀の状況が思っている以上に芳しくないとの疑念が台頭することで市場の混乱を招くことへの警戒感もあったとみられる。これでFFレートは2007年8月以来の高さとなった。



FOMC後に公表された声明文では、景気の現状判断部分で、雇用の見方を前回の「伸びは堅調」から「伸びは持ち直し、堅調なペースで進んでいる」に幾分上方修正した。インフレ率については、引き続き上昇しているとの見方を維持したが、「幾分緩和しているものの」としていた文言を削除し、こちらも小幅上方修正した。パウエルFRB(米連邦準備制度理事会)議長はFOMC後の記者会見で、発表される経済指標は想定を上回る強さであり、雇用は引き締め過ぎで、物価は高過ぎると、今回利上げに至った理由を説明した。

2. 米銀破綻の影響は不透明との認識

前回2月FOMCの声明文では、ロシアのウクライナ侵攻に伴う影響が世界的な不透明感の高まりを招いているとしていたが、今回はこの文言を削除し、米銀破綻の影響に関する文言を追加した。米国の銀行システムは健全で回復力があるが、家計や企業の信用状況を引き締め、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性があり、これらの影響の程度は不透明としている。また、パウエル議長は会見で、今回の事象は金融システム全体に見られるわけではないものの、金融不安の帰結は不透明で影響を判断するのは時期尚早であること、今後の動向を注意深く観察しつつ、金融システムの健全性を維持するために必要なあらゆる手段をとる準備があることに言及した。

金融政策の先行きに関しては、これまで「目標レンジの引き上げを継続することが適切」としていたのを、「いくらか追加の政策引き締めが適切」に変更し、利上げ停止時期が近づいてきている可能性を示唆した。パウエル議長は、信用状況が引き締まることで追加利上げ幅を小さくする可能性についても述べている。

3. 物価見通しを上方修正

FOMCメンバーの経済見通しは、前回見通しが公表された12月時点との比較で、2023年が前年比+0.5%から同+0.4%に、2024年が同+1.6%から同+1.2%に引き下げられた(図表2)。一方で2025年は同+1.8%から同+1.9%に引き上げられた。2023、2024年見通しの下方修正は、米銀破綻の余波が不透明であるほか、後述するように2024年の政策金利見通しが引き上げられたことも影響していると考えられる。両年とも同+2%弱とされる潜在成長率を下回る推移を見込んでおり、パウエル議長も参加メンバーは全般的に抑制された成長の継続を予想していると述べた。

失業率に関して、12月時点では2023、2024年が4.6%、2025年が4.5%とわずかながら低下基調で推移すると予想されていたのに対し、今回は2023年が4.5%、2024、2025年が4.6%と小幅ながら上昇基調をたどるとの見方に修正された。直近2月の失業率は3.6%と、過去と比較しても低位で推移しているが、足元の水準が底であり、今後はFOMC参加メンバーが中長期的な水準と考える4.0%を上回って推移すると見込まれている。

物価(コアPCEデフレーター)に関しては、12月時点との比較で、2023年が前年比+3.5%から同+3.6%に、2024年が同+2.5%から同+2.6%に引き上げられた。一方で2025年は同+2.1%ですえ置かれた。物価の伸びは当面高い状況が続き、FRBが目標とする同+2.0%に近づくのは2025年になってからの見通しである。パウエル議長は会見で、財価格の上昇ペースは鈍化しているものの、住宅を除くサービス価格に鈍化の兆しは見られていないとし(図表3)、インフレ率鈍化への道のりは長く、道筋は一様でない引き続き警戒感を示している。

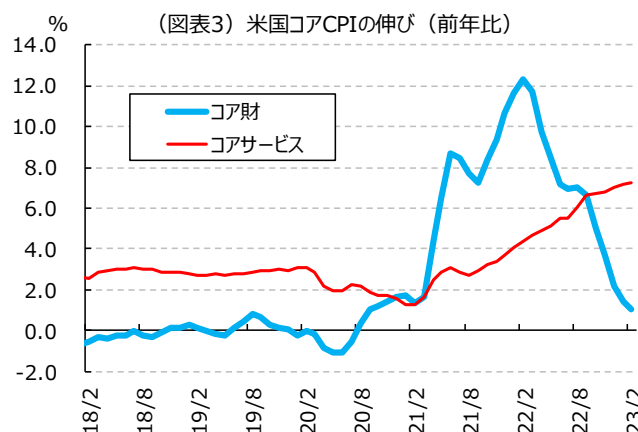
4. ターミナルレートは変化せず

政策金利見通しの中央値は、2023年が5.125%、2025年が3.125%と前回から変わらなかったが、2024年が12月の4.125%から4.250%に引き上げられた(図表4)。ターミナルレートは5.125%で前回から変わらなかった。もっとも、2023年について参加メンバーの政策見通しを加重平均すると、12月時点の5.22%から5.28%へ小幅に上昇している。予測の最低値だった4.875%が2名から1名に減少したほか、最高値が5.625%から5.875%に引き上げられた。7日に行なわれたパウエル議長の議会証言では、3月FOMCで利上げペースを加速する可能性やターミナルレートを引き上げる可能性に言及していた。今回、金融不安に伴う信用状況の悪化により利上げペースの加速やターミナルレートの引き上げを見送ったものの、逆に言えば、不安

(図表2) 3月FOMC経済見通し

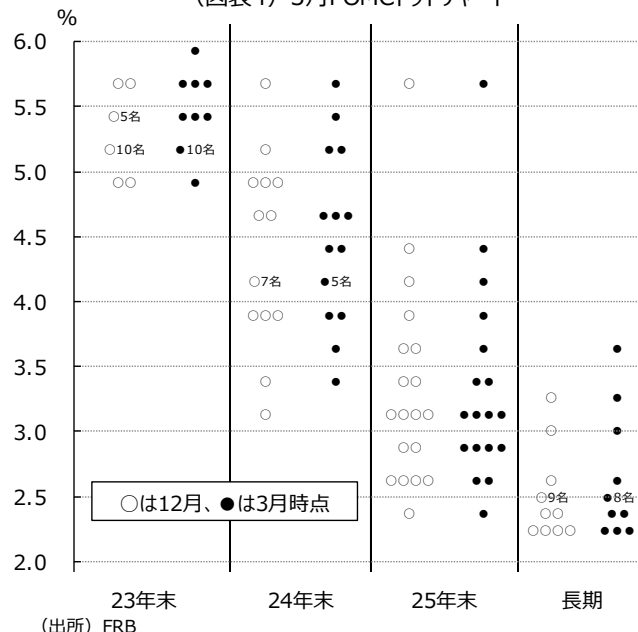
(単位: %)	2023	2024	2025	長期
実質GDP成長率	0.4	1.2	1.9	1.8
(12月予測)	0.5	1.6	1.8	1.8
失業率	4.5	4.6	4.6	4.0
(12月予測)	4.6	4.6	4.5	4.0
PCEデフレーター	3.3	2.5	2.1	2.0
(12月予測)	3.1	2.5	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	3.6	2.6	2.1	-
(12月予測)	3.5	2.5	2.1	-
FF金利	5.1	4.3	3.1	2.5
(12月予測)	5.1	4.1	3.1	2.5

(出所) FRB ※実質GDP成長率、(コア) PCEデフレーターは前年比



(出所) 米労働省

(図表4) 3月FOMCドットチャート



(出所) FRB

が落ち着けばそれを取り戻そうと動く可能性も考えられる。今後の金融不安の展開次第ではあるものの、このまま問題が鎮静化へ向かうなら、5月FOMCで0.5%の利上げが行なわれる可能性もあるだろう。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2023/1/31-2/1	2023/3/21-22
<p>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 has eased somewhat but remains elevated.</p> <p>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。ここ数ヶ月の雇用の伸びは堅調であり、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率は幾分緩和しているものの、引き続き上昇している。</p>	<p>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have <u>picked up</u> in recent months and <u>are running at a robust pace</u>; the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>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。ここ数ヶ月の雇用の伸びは<u>持ち直し、堅調なペース</u>で進んでいる。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"> ・雇用の伸びは「持ち直し」との文言を追加し、見方を幾分上方修正 ・インフレ率は引き続き上昇しているとの見方を維持も、「幾分緩和しているものの」を削除 	
<p>Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty. The Committee is highly attentive to inflation risks.</p> <p>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、世界的な不透明感の高まりを招いている。委員会はインフレリスクを注意深く観察している。</p>	<p><u>The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is uncertain.</u> The Committee <u>remains</u> highly attentive to inflation risks.</p> <p><u>米国の銀行システムは健全で回復力がある。最近の展開により、家計や企業の信用状況が引き締め、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。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ロシアのウクライナ侵攻に関する文言を削除し、足元の米銀破綻の影響が信用状況を引き締め、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性に言及 	
<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 4-1/2 to 4-3/4 percent. The Committee anticipates that ongoing increases in the target range will be appropriate in order to attain a stance of</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 raise the target range for the federal funds rate to 4-3/4 to <u>5</u> percent. <u>The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy.</u> The Committee</p>

monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent 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 its previously announced plans. 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4.50～4.75%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。

anticipates that some additional policy firming may 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 extent 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 its previously announced plans. 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4.75～5.00%に引き上げる。委員会は今後の情報を注意深く監視し、金融政策への影響を評価する。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、いくらか追加の政策引き締めが適切かもしれないとみている。将来の目標レンジの引き上げ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。

<ポイント>

- ・政策金利は4.75-5.00%に引き上げ
- ・金融政策の先行きに関し、これまでは「目標レンジの引き上げを継続することが適切」としていたのを、「いくらか追加の政策引き締めが適切」に変更し、利上げ停止が近づいているとの考えを示唆
- ・将来の政策金利を検討するうえで、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

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

<p>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>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><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; Lael Brainard; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; 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、ウィリアムズ副議長、バー理事、ボウマン理事、ブレイナード副議長、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>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 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、ウィリアムズ副議長、バー理事、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><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・全会一致 ・ブレイナード副議長が退任（国家経済委員会（NEC）委員長に） 	

※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