

2023. 6. 15

【FOMC（23年6月）】

FRBは11回会ぶりに利上げを見送り

～7月FOMCでの利上げのハードルは高い～

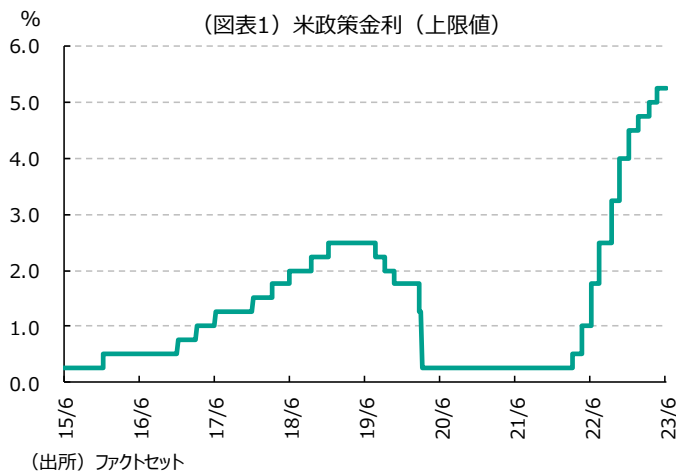


経済調査部 エコノミスト

前田 和孝

1. 昨年3月から続いた利上げをいったん停止

6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5.00－5.25%ですえ置き、昨年3月から続けてきた利上げをいったん停止した（図表1）。13日に公表されたCPI（消費者物価指数）は総合が前年比+4.0%、コアが同+5.3%と、依然としてFRB（米連邦準備制度理事会）が目標とする+2%を上回るものの、いずれも伸びが鈍化した。加えて、ブラックアウト期間に入る前には、ジェファークソン理事や、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁が今会合での利上げ見送り支持を示唆していたほか、パウエル議長も「データや変化する見通しを慎重に分析する余裕がある」と利上げ停止に含みを持たせる発言を行っており、今回の決定は概ね事前の市場予想どおりだった。



パウエル議長はFOMC後の記者会見の冒頭で、今回は、金融引き締め効果が現れるまでのラグや、信用収縮による影響を考慮して利上げを見送ったと説明した。FOMC後に公表された声明文では、景気の現状判断部分で、雇用の伸びは堅調であるとしたほか、インフレ率は引き続き上昇しているとの見方を維持した。金融政策の先行きに関しては、「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」との文言が削除され、「今回の会合で目標レンジをすえ置くことは、委員会が追加情報と金融政策への影響を評価することを可能にする」へと修正されたが、利上げによる影響を注意深く見極めるとのスタンスは同じで、利上げ再開、すえ置き継続どちらかにバイアスをかけたわけではない。

2. 物価見通しを上方修正

FOMCメンバーの実質GDP成長率見通しは、前回公表された3月時点との比較で、2023年が前年比+0.4%から同+1.0%に上方修正された（図表2）。一方、2024年が同+1.2%から同+1.1%に、2025年は同+1.9%から同+1.8%に小幅に引き下げられた。2023年見通しの上方修正は、1－3月期の実質GDP成長率が前期比年率+1.3%と堅調な伸びを示したほか、シリコンバレー銀行の破綻に端を発する金融不安が落ち着きを見せていることなどを反映したと考える。もともと、2024年までは同+2%弱とされる潜在成長率を下回る推移が続くとの見方は変

わらない。

失業率に関しては、2023 年が 4.1%（3 月：4.5%）、2024 年が 4.5%（同 4.6%）、2025 年も 4.5%（同 4.6%）といずれも引き下げられた。直近 5 月の失業率は 3.7%と低位で推移しているが、今後は上昇基調となり、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の予測である。

物価（コア PCE デフレーター）については、3 月時点との比較で、2023 年が前年比+3.6%から同+3.9%に引き上げられた。2024 年は同+2.6%ですえ置かれ、2025 年は同+2.1%から同+2.2%へ小幅上方修正された。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 年になるとの見通しである。

（図表2）6月FOMC経済見通し

（単位：％）	2023	2024	2025	長期
実質GDP成長率	1.0	1.1	1.8	1.8
（3月予測）	0.4	1.2	1.9	1.8
失業率	4.1	4.5	4.5	4.0
（3月予測）	4.5	4.6	4.6	4.0
PCEデフレーター	3.2	2.5	2.1	2.0
（3月予測）	3.3	2.5	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	3.9	2.6	2.2	—
（3月予測）	3.6	2.6	2.1	—
FF金利	5.6	4.6	3.4	2.5
（3月予測）	5.1	4.3	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（％）

3. ターミナルレートを引き上げ

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 年が前回の 5.125%から 5.625%へ、2024 年が 4.250%から 4.375%へ、2025 年が 3.125%から 3.375%へいずれも上方修正され、ターミナルレートは前回から 0.5%上昇した（図表 3）。2023 年について参加メンバーの政策見通しを見ると、予測の最低値は 3 月時点の 4.875%から 5.125%へ上昇したほか、最高値が 5.875%から 6.125%に引き上げられた。今回の結果は予想対比でもタカ派的な内容だった。もっとも、パウエル議長は「この見通しは委員会の決定や計画ではない」ことを強調している。

2024 年以降は、参加メンバーの意見が割れており、予測の上限と下限の差は、2024 年は 2.25%ポイント、2025 年は 3.25%となっている。多くの参加者が 2024 年以降利下げ局面に入るとの見方を有しているが、ペースや 1 会合での利下げ幅に関する考えにはバラツキがみられる。

（図表3）6月FOMCドットチャート



4. 7 月利上げのハードルは高いと予想

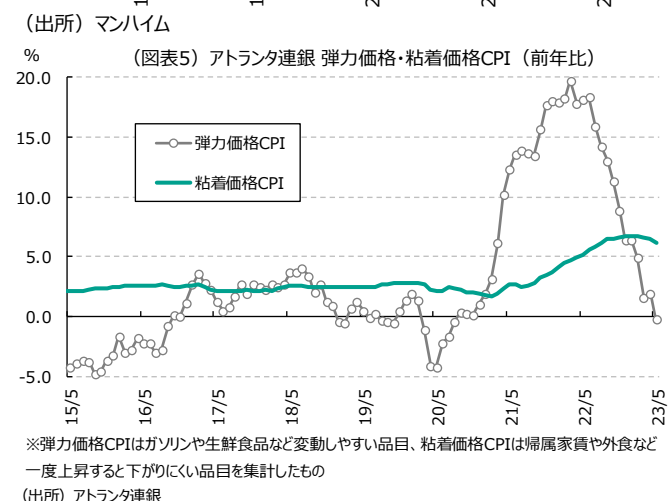
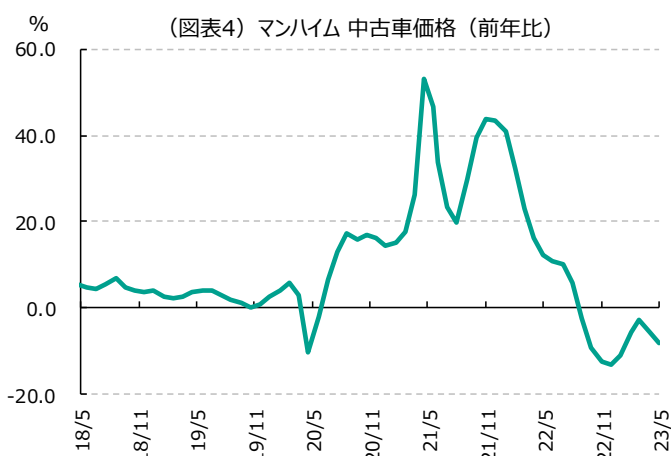
今回の FOMC では、利上げを見送る一方で、ドットチャートにおけるターミナルレートが前回から 0.5%上昇し、今後追加で 2 回政策金利が引き上げられる可能性が示唆された。パウエル議長は、「ほぼすべての委員会参加メンバーが、インフレ率を長期的に 2%に低下させるためには、今年中にいくらかの追加利上げが適切である可能性が高いとみている」と述べる一方、次回 7 月はその場で政策を決める「ライブ」な会合であるとしており、あくまでデータに依拠するとの考えは崩していない。金融引き締め効果が現れるまでのラグや、信用収縮による影響を考慮して、FRB が今回利上げを見送ったとすれば、その見極めには少なくとも数ヵ月を要するとの考えが自然である。今回の政策金利見通しの上方修正は、今後も追加利上げの余地を確保しておきたいとの考えが

反映されたものとみている。

実際に 7 月会合で利上げを実施するには利上げを正当化できるようなデータが必要となる。6 月のコア CPI が FRB の目標を大きく上回っていたとしても、伸びの鈍化が確認できるようなら、今月の FOMC と大きく状況は変わらず、利上げが必要と判断するには根拠が乏しい。

5 月の CPI の押し上げに寄与した中古車価格について、米国の中古車再販売業者であるマンハイムの中古車価格指数を見ると、直近は 2 ヶ月連続で低下している（図表 4）。また、アトランタ連銀が公表する、帰属家賃や外食などといった上昇するとなかなか低下しにくい項目を集計した粘着価格 CPI を見ると、5 月は前年比 +6.1%と 3 ヶ月連続で伸びが鈍化している（図表 5）。時間当たり賃金の伸びも均せば鈍化傾向が続いており、インフレ率は今後も緩やかながらも低下基調をたどるとみる。

また、信用収縮に関しても、すでに厳格化している銀行の貸出態度が即座に軟化する可能性は低い。こうした点を踏まえれば、7 月の追加利上げはハードルが高く、結果として 5 月の政策金利引き上げで利上げサイクルは終了と予想する。



◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2023/5/2-3	2023/6/13-14
Economic activity expanded at a modest pace in the first quarter. Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.	<u>Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a modest pace.</u> Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.
第 1 四半期の経済活動は緩やかなペースで拡大した。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。	<u>最近の指標は経済活動が緩やかなペースで拡大し続けていることを示している。</u> 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。
<ポイント> ・経済活動が緩やかなペースで拡大し続けていることに言及 ・雇用の伸びは堅調で、インフレ率は引き続き上昇しているとの見方を維持	
The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter credit conditions for households and	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. 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。	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. 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。
<ポイント> ・変更なし ・家計や企業の信用状況の引き締めが経済活動、雇用、インフレの重石となる可能性に言及	
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 to 5-1/4 percent. The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy. In determining the extent to which additional policy firming 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. 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 5.00～5.25%に引き上げる。委員会は今後の情報を注意	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 at 5 to 5-1/4 percent. <u>Holding the target range steady at this meeting allows the Committee to assess additional information and its implications for monetary policy.</u> In determining the extent <u>of</u> additional policy firming <u>that</u> 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. 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 5.00～5.25%に<u>維持する</u>。今回の会合で目標レンジをすえ置

深く監視し、金融政策への影響を評価する。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。	<u>くことは、委員会が追加情報と金融政策への影響を評価することを可能にする。</u>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。
<ポイント> ・政策金利は5.00－5.25%ですえ置き ・今回の目標レンジすえ置きが、追加情報と金融政策への影響を評価することを可能にすることに言及	
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; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.	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.

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。	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。
<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