

# US Trends

発表日: 2023年10月24日(火)

## 2023年11月FOMCプレビュー

～長期金利が上昇するなか、バランスシート縮小策への言及に注目～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 前田 和馬 (Tel: 050-5473-3888)

- ◇ 11月FOMC(10/31-11/1開催)では政策金利の現状維持が決定される見通しだ。インフレ鈍化の持続、ストライキや政府閉鎖による景気下振れリスク、及び長期金利上昇による金融環境の引締めを背景に、FRBはインフレ目標達成に向けたデータの進展を注視する姿勢を維持するとみられる。
- ◇ パウエル議長は先行きの政策金利の見通しを巡って、長期金利上昇等の金融環境の変化が政策決定に影響を及ぼす可能性を指摘しつつ、引き続き慎重に政策決定を行う姿勢を示す可能性が高い。
- ◇ 11月FOMCまでに急激な金利上昇や株安に見舞われる場合、パウエル議長が利上げサイクル終了の可能性を示唆するリスクがある。一方、バランスシート縮小策が長期金利上昇の一因と考えられるなか、この見直しの可能性を否定する場合にはタカ派的なメッセージと市場に捉えられるだろう。

### ・2023年11月FOMCは現状維持の見通し

11月FOMC(10/31-11/1開催)では、前回9月会合(9/19-20開催)と同様、政策金利の現状維持が決定される見通しだ。10/23時点のFF金利先物に基づくFedWatchによると、市場は98.0%の確率で政策金利(現行: 5.25-5.50%)の据え置きを予想する一方、政策変更の確率は2.0%に留まっている

(図表1)。インフレ鈍化の持続、自動車産業のストライキや政府閉鎖による景気下振れリスク、及び長期金利上昇による金融環境の引き締めを背景に、FRBはこれまでの利上げによる政策効果を見極める姿勢を示す可能性が高い。

### ① 景気・物価情勢

9月雇用統計における非農業部門雇用者数は前月差+33.6万人(8月: +22.7万人)と雇用拡大ペースが再加速した一方、9月小売売上高は前月比+0.7%(+0.8%)と市場予想を上回り、6か月連続で増加するなど、足下の米国経済は想定以上の強さを示している。一方先行きの景気リスクを巡っては、9月FOMC議事録において自動車産業のストライキ、金融環境の引締め、政府閉鎖(9/30成立のつなぎ予算は11/18に失効)、中国経済の減速などが言及されており、現時点においてもこうしたリスクは払しょくされるに至っていない。

この間9月消費者物価指数は食品・エネルギーを除くコアベースで前年比+4.1%(8月: +4.3%)と6か月連続で騰勢を鈍化した。一方インフレ鈍化の持続性を巡っては、想定以上に強い景気・雇用動向がインフレを高止まりさせる可能性があることに加えて、9月FOMC以降にはパレスチナ情勢の不安定化を背景にエネルギー価格高騰のリスクが強まっていることが懸念される。

こうした足下の物価動向を巡って、パウエル議長を含めた大半のFOMCメンバーは「過去数か月に望ましい進展が見られるものの、インフレ率は依然高すぎる」と評価しており（FRB高官発言に関しては巻末の図表5参照）、11月FOMCにおいてもこうした認識を維持する可能性が高い。また、パウエル議長は9月FOMC後の記者会見で「（ストライキや政府閉鎖による経済的な影響は）現時点では何もわからない」と述べた一方、11月FOMC後の記者会見でこうしたリスク要因に対する具体的な評価に言及するのかが注目される。仮にこうしたリスク要因への強い懸念、或いは足下のインフレ減速に対する自信を表明する場合にはハト派的、逆に景気や物価の上振れリスクを強調する場合にはタカ派的メッセージと市場には捉えられるだろう。

## ② 今後の政策金利パス

当面の追加利上げの可能性を巡って、大半のFOMCメンバーは先行きの政策決定を「データ次第」と強調しており、パウエル議長は10/18の講演において「トレンドを上回る成長の持続は、追加の引締め策を正当化する」と述べるなど、この可能性を排除していない。一方ダラス連銀のローガン総裁は「タームプレミアム主導の長期金利上昇は追加利上げの必要性を低下させる」と指摘したほか、ハト派とみられるフィラデルフィア連銀のハーカー総裁は「これまでの利上げの効果を見極めるために、2024年初まで利上げを休止すべき」と強調するなど、利上げ打ち止めを主張する委員が散見される。

また、2024年以降の利下げの時期に関しては、9月FOMC時点では全ての委員が「インフレ率が2%に向けて持続的に下がると確信が持てるまで、当面の間（for some time）、金融政策は引締めのべき」と、現行の金利水準をしばらく維持する可能性を示唆している。10/18にパウエル議長が「現在の金融政策が引締めすぎであるとは考えていない」と述べたことも、こうした見方と整合的とみられる。なお9月ドットチャートに基づく2024年末の政策金利見通しは5.00-5.25%と、現行水準（5.25-5.50%）から25bp、2023年末見通し（5.50-5.75%）から50bpそれぞれ低い水準にあり、FOMCメンバーの大勢見通しは2024年後半における1回もしくは2回の利下げと推察される。

今後数回の会合での追加利上げの可能性、及び2024年以降の利下げの時期に関して、パウエル議長は記者会見における具体的な言及を避け、引き続きデータを注視する姿勢を示す可能性が高い。一方ハト派的なリスクとして、11月FOMCまでに急激な長期金利上昇や株安に見舞われる場合、パウエル議長が10/18の講演内容を微修正し、利上げサイクル終了の可能性を示唆することが考えられる。

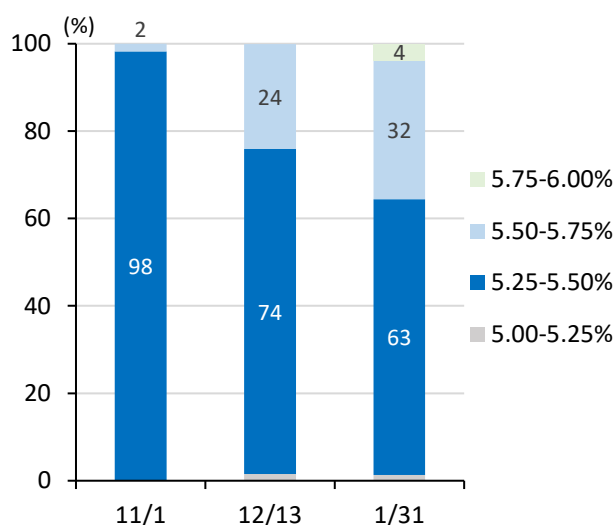
## ③ 長期金利上昇とバランスシート政策

長期金利の上昇が持続するなか（図表2）、パウエル議長は10/18の講演において、金融環境の変化が政策金利の決定に影響を及ぼす可能性を指摘したものの、前述したように追加利上げの可能性は排除しなかった。パウエル議長は先行きの政策決定に関して、景気・物価情勢、長期金利を含む金融環境、及びそれを取り巻くリスクを総合的に判断し、慎重に政策を決定するスタンスを示唆すると予想される。

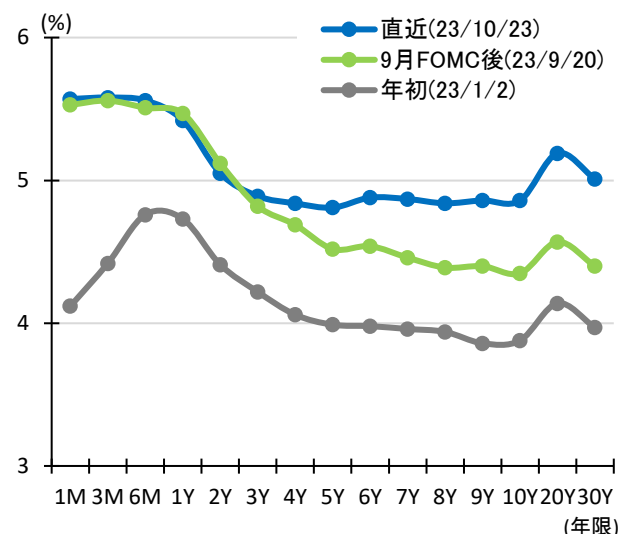
また、FRBによる国債保有額の圧縮がタームプレミアムを通じた長期金利上昇の一因と考えられるため（図表3-4）、パウエル議長がバランスシートの縮小方針を見直す可能性に言及し、長期金利上昇をけん制するのかが注目される（注1）。なお、7月FOMC後の記者会見において、パウエル議長は「利下げとバランスシートの縮小継続は矛盾しない」と述べ、来年以降のドットチャートによる利下げ見通しがバランスシート縮小の停止を必ずしも意味しないことを指摘している。すなわち、利下げを開始した場合でも政策金利が引締めの水準にあることに変化はなく、バランスシート縮小も金融引締めの政策措置であるため、両者が矛盾しないとの考えである。

バランスシート政策に関して、パウエル議長が上記の考えを堅持し当面の見直しの可能性を否定する場合、タカ派的なメッセージとして市場に捉えられる可能性が高い。また、足下の長期金利上昇を巡っても、パウエル議長は長期金利の動向を単純に政策金利見通しに関連付ける危険性を指摘するかもしれない。パウエル議長は10/18の講演でタームプレミアム上昇が長期金利を押し上げていることを指摘した一方、今後仮に「強い経済指標→更なる利上げ期待（或いは高金利の維持予想）→長期金利上昇」といった波及経路が顕在化する場合、長期金利上昇と利上げが共に生じるかたちとなる。

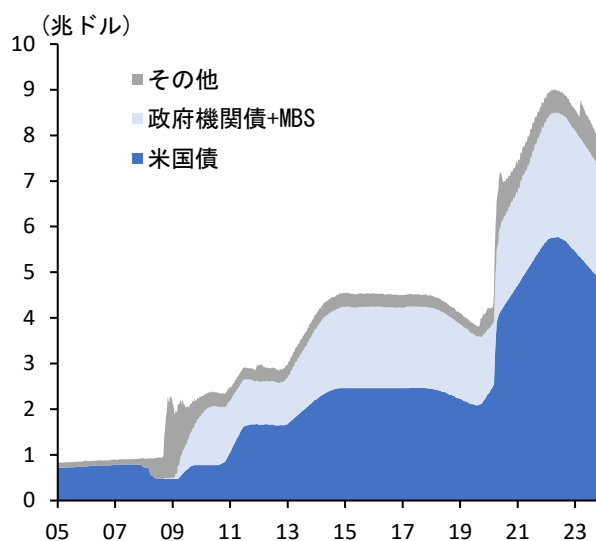
図表1：市場が予想する各FOMCにおける政策金利の確率分布（10/23時点）



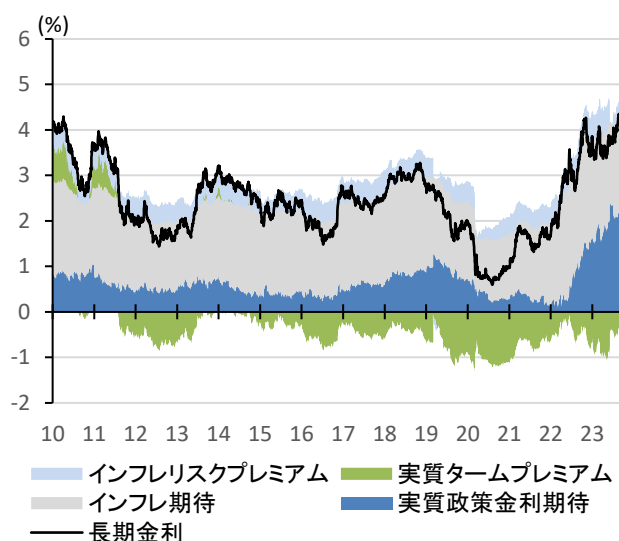
図表2：9月FOMC以降のイールドカーブの変化



図表 3 : FRB のバランスシート



図表 4 : 長期金利の要因分解



出所：FRB、NY 連銀、クリーブランド連銀、米財務省、CME、Datastream より第一生命経済研究所が作成

図表 5 : FRB 高官発言

講演日	高官	内容
9/26	ミネアポリス連銀 カシュカリ総裁*	ミネアポリス連銀に投稿したエッセイにおいて、60%の確率でソフトランディングシナリオの実現を予想する一方、40%の確率で「高圧均衡 (High-pressure equilibrium)」が実現すると記載した。後者のシナリオでは消費の強さが持続するため、インフレを押し下げるために更なる利上げが必要であると強調した。また「我々はこの決定を現時点で決定する必要がなく、今後数か月のデータを観測できる」とデータ次第の姿勢を示した。
9/28	シカゴ連銀 ゲールズビー総裁*	「景気後退を避けつつインフレを鎮静化することは非常に稀」との伝統的見方を信奉することが、政策判断の誤りを招く可能性を指摘した。具体的には、伝統的な引締めパターンと比較して、今回の引締めサイクルは「雇用が強く、インフレ減速は早い」と指摘したうえで、緩やかなGDPの落ち込みでインフレ目標を達成できる「黄金の道 (golden path)」が実現する場合、更なる利上げが不要であると主張した。
10/2	クリーブランド連銀 メスター総裁	中長期のインフレ期待はアンカーされているものの、ガソリン価格高騰が家計のインフレ期待を押し上げる可能性を指摘した。先行きの米国経済には、中国経済の減速、UAWのストライキ拡大、政府閉鎖

などの不確実性がある一方、「現時点においては、1回の追加利上げを行い、高金利を当面維持する必要性」を強調した。

10/5 サンフランシスコ連銀  
デイリー総裁

経済と金融政策は好ましいポジションにあり、「我々は新たな決定を急ぐ必要はない」「過去 90 日にみられた金融環境の引き締まりが続く場合、更なる政策修正の必要性は低下する」と述べるなど、追加利上げに否定的なスタンスを示した。

10/9 ジェファーソン副議長\*

インフレの上振れリスク、及び中国経済や欧州経済の動向を踏まえた景気下振れリスクの双方を指摘したうえで、「FOMC は追加の引締めがどの程度必要かを慎重に評価する立場にある」と強調した。また、2022 年以降の金融引き締めの効果を巡っては、大企業の社債金利が来年以降の借り換えによって上昇する可能性を指摘した。

10/9 ダラス連銀  
ローガン総裁\*

足下の長期金利上昇を巡って、タームプレミアムに起因する長期金利の上昇は景気を抑制する可能性があるため、政策金利をより一層引き締める必要性が少なくなると指摘した。一方、強い経済指標を背景とした更なる利上げ予想が長期金利を押し上げている場合、追加利上げが正当化される可能性を強調した。「市場参加者サーベイやモデル推計値を勘案すると、タームプレミアムの増加が足下のイールドカーブの変化に明確な役割を持っている」と述べた一方、こうした影響の大きさや持続性には不確実性があると言及した。

10/11 ボウマン理事\*

「インフレが依然 2%を上回っていることに加えて、国内支出は強く、労働市場はタイトな状況にある」と指摘したうえで、「更なる利上げを実施し、引締めスタンスを当面維持する必要性があるかもしれない」と言及した。なお同氏は 10/2 の講演において、直近数か月のインフレ 2%に向けた進展がエネルギー価格上昇により妨げられるリスクを指摘したうえで、複数回の利上げの必要性を強調している。

10/18 フィラデルフィア連銀  
ハーカー総裁\*

経済メディアのインタビューにおいて、企業による借入コストの上昇と景気減速を懸念する声を踏まえて、「これまでの利上げの効果を見極めるために、来年初まで利上げを休止するべき」との見解を示した。また、足下の長期金利上昇が金融政策の役割を一部肩代わりしていることも指摘した。

10/18 ウォラー理事\*

FOMC メンバーによる 9 月経済見通し (SEP) の「景気減速シナリオ」に基づけば、政策金利の据え置きが妥当である一方、「経済が足下のペースで拡大し、インフレ圧力が持続する可能性は排除できない」と述べ、追加利上げが必要となる可能性を排除しなかった。一方「現時点での判断は時期尚早であり、我々は今後の経済・物価の展開を待つことが出来る」と述べ、今後の経済指標を注視する姿勢を強調した。

10/19 パウエル議長\*

地政学リスクを中心とした不確実性とリスクを勘案し、慎重に政策決定を行う旨を強調した。また「長期金利の上昇は金融引締め的重要なドライバーであり、持続的な金融環境の変化は政策パスへの影響を持つ」と言及し、当面は政策金利を据え置く可能性を示唆した。一方「トレンドを上回る成長の持続は、追加の引締め策を正当化する」とも述べ、データ次第で追加利上げを行う可能性を排除しなかった。

10/20 アトランタ連銀  
ボスティック総裁

経済のモメンタムは強く、インフレは急落するものではないため、引き続き忍耐強く慎重に金融政策を決定する方針を示した。先行きの景気後退は予想していないものの、企業による景気減速を想定する声を指摘したうえで2024年後半に利下げに踏み切る可能性を指摘した。

注：\*は投票権を持つFOMCメンバー。

出所：FRB、各地区連銀HP、各種報道より第一生命経済研究所

#### 【注釈】

- 1) 2022年5月FOMCにおいて、FRBは保有証券の再投資を停止することを通じてバランスシートの縮小を開始することを決定し、現時点では国債保有額を月額最大600億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）・政府機関債を月額最大350億ドル削減している。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。