

# Fed Watching

発表日：2023年3月23日(木)

## FRB は銀行破綻の影響以上にインフレを警戒し利上げ決定

(23年3月21、22日FOMC)

～信用収縮の影響でターミナルレート予想(5.1%)は変わらず～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 桂畑 誠治 (Tel:050-5474-7493)

23年3月21、22日に開催されたFOMCで、FRBは予想通り政策金利であるFFレート誘導目標レンジを4.75～5.00%に引き上げることを全会一致で決定した。FRBは、銀行破綻によって金融環境が大幅に引き締まる可能性があるものの、強い経済、高いインフレを背景に現時点では25bpの利上げが適切と判断した。

銀行破綻の影響について声明文で「米国の銀行システムは健全で強じん」と銀行システムへの懸念を否定したうえで、「最近の動向は、家計や企業の信用状況を厳しくし、経済活動、雇用、インフレを下押しする可能性が高い」と景気、インフレが抑制されるとの見方を示した。ただし、「こうした影響の程度は不透明」と指摘し、「委員会は引き続きインフレリスクを注視している」と引き続きインフレの高止まりを警戒していることを強調した。今回公表された最新のFOMC参加者の経済・金利予測でも、実質GDP成長率予想が下方シフトした一方、インフレ予想が上方シフトした。

パウエル議長は、銀行破綻の影響について「FRBの融資プログラムが効果的に銀行のニーズを満たしており、十分な流動性が確保されている」とFRBの流動性供給によって銀行システムの安全性が維持されているとの認識を示した。それでも、金融情勢を「引き続き注意深く監視する」とし、「銀行システムを安全かつ健全に保つためにあらゆる手段を用いる用意がある」と金融不安が過度に高まらないようにFRBが対応できることを強調した。

(資料) FOMC参加者の経済金利予測：23年3月(前回22年12月)

	2023年		2024年		2025年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	0.4	0.5	1.2	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
失業率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.5	4.0	4.0
PCEコアフレター	3.3	3.1	2.5	2.5	2.1	2.1	2.0	2.0
PCEコアフレター	3.6	3.5	2.6	2.5	2.1	2.1		
FFレート	5.1	5.1	4.3	4.1	3.1	3.1	2.5	2.5

(注) 実質GDP、PCEコアフレター、PCEコアフレターは10～12月期の前年同期比の伸び率。

失業率は10～12月期の平均値。

(出所) FRB資料より 第一生命経済研究所作成

今後の利上げに関して、声明文では「委員会はインフレ率を徐々に2%に戻すのに十分に抑制的な金融政策スタンスを実現するためには、幾分の追加的な政策引き締めが適切になるとみている」と前回まで8回連続で使われた「委員会はインフレ率を徐々に2%に戻すのに十分に抑制的な金融政策スタンス

を実現するためには、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」と目標レンジの引き上げを継続することが適切との文言が変更され、利上げ局面終了の近いことが示された。また、FOMC参加者のインフレ予想が上方シフトしたものの、銀行破綻による信用収縮を受けターミナルレート予想は前回と変わらず5.1%となり、後1回の利上げが適切と予想されている。

金融政策のフォワードガイダンスに関する声明文では、前回同様「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延効果、経済・金融の動向を考慮する」とこれまでの大幅利上げの累積的な効果、経済活動やインフレに遅れて顕在化する影響、景気動向や金融環境の引き締めなどを考慮する姿勢が維持されており、銀行破綻による金融環境の引き締まりの影響が大きくなれば、インフレの低下が鈍くても利上げを停止するとみられる。また、パウエル議長は、「信用状況の引き締まりは利上げの代替になり得る」としており、信用状況の引き締まりが続けば5月に様子見に転じると予想される。

利下げの可能性に関して、FRB議長は「利下げは我々のベースケースではない」とこれまでと同様に否定した。しかし、これは景気拡大が持続するとの現在のFOMC参加者の経済見通し通りとなった場合であり、信用収縮が続き、成長率、インフレがFOMC参加者見通しを下振れてくれば、利下げもありうる。

バランスシートの縮小策について、一部で停止期待が高まっていたが、以前に発表した計画通り保有証券の圧縮を月間上限額950億ドルで継続する方針が確認された。内訳は、米国債の上限が600億ドル、エージェンシー債、政府支援機関保証付き住宅ローン担保証券の上限が350億ドル。議長は今回「バランスシート縮小策の変更は協議していない」としており、金融政策の方向性が変わるほどの経済環境の変化が生じなければ、継続される可能性が高い。

FOMC声明文の景気判断は、前回同様「最近の経済指標は消費や生産の緩やかな伸びを示している」と、米経済の緩やかな成長を指摘した。雇用情勢についての判断は今回「ここ数カ月で雇用の伸びは加速し、力強いペースで推移している」と前回「ここ数カ月の雇用の伸びは堅調で、失業率は低水準にとどまっている」から上方修正された。労働市場の逼迫が強まったとの認識を示した。同様に、パウエル議長も労働市場は依然過度に引き締まっているとの認識を示した。

インフレについて声明文で今回「インフレは高止まりしている」と前回「インフレは幾分緩和したが、高止まりしている」から若干上方修正された。また、パウエル議長もインフレは依然高すぎると指摘した。

リスクとして、前回同様「委員会はインフレリスクを注意深く観察している」とFRBが信用収縮の悪影響よりもインフレ動向を注視していることが強調された。

## 【FOMC参加者による経済・金利予測：23年3月】

FOMC参加者による経済・金利予測（中央値）では、実質GDP予測（10-12月期の前年同期

比)は23年+0.4%(前回+0.5%)、24年+1.2%(前回+1.6%)と引き下げられた。一方、25年は+1.9%(前回+1.8%)から上方修正された。

失業率予測(10-12月期の平均値)は、23年4.5%(前回4.6%)と小幅下方修正。24年は4.6%(前回4.6%)と変わらず。25年は4.6%(前回4.5%)と上方修正された。労働市場は23年に悪化した後、その水準が25年にかけて続くと予想されている。

インフレ見通し(10-12月期の前年同期比)では、PCEデフレーターが23年+3.3%(前回+3.1%)と上方修正された。24年+2.5%(前回+2.5%)、25年+2.1%(前回+2.1%)は変わらず、25年まで目標の+2%を上回り続けると予想されている。PCEコアデフレーターは23年+3.6%(前回+3.5%)、24年+2.6%(前回+2.5%)と上方修正された。25年は+2.1%(前回+2.1%)と変更されなかった。ともに、インフレの緩やかな低下が予想されている。

ドットチャート(FFレート誘導目標レンジの中央値、年末)では、23年5.125%(前回5.125%)とターミナルレートの予想が変わらなかった。銀行破綻に伴う信用収縮による金融引き締まりが影響した。24年は4.250%(前回4.125%)と小幅上方シフトし、利下げ幅の縮小が示された。25年は3.125%(前回3.125%)と変わらずとなった。FOMC参加者の予想通り低成長にとどまり、労働市場が悪化すれば、24、25年に利下げが適切になると予想された。その場合でも、25年で3.125%と中立金利(2.5%)を上回る金融引締め水準が適切とされた。長期は2.5%(前回2.5%)と中立金利の見方に変化はなかった。

FOMC委員のFF金利予想(2022年12月)

	23年末	24年末	25年末	長期
2				
2.125				
2.25				4
2.375			1	2
2.5				9
2.625			4	1
2.75				
2.875			2	
3				1
3.125		1	4	
3.25				1
3.375		1	2	
3.5				
3.625			2	
3.75				
3.875		3	1	
4				
4.125		7	1	
4.25				
4.375			1	
4.5				
4.625		2		
4.75				
4.875	2	3		
5				
5.125	10	1		
5.25				
5.375	5			
5.5				
5.625	2	1	1	
5.75				

(注)青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想(2023年3月)

	23年末	24年末	25年末	長期
2				
2.125				
2.25				3
2.375			1	2
2.5				8
2.625			2	1
2.75				
2.875			4	
3				1
3.125			4	
3.25				1
3.375		1	2	
3.5				
3.625		1	1	1
3.75				
3.875		2	1	
4				
4.125		5	1	
4.25				
4.375		2	1	
4.5				
4.625		3		
4.75				
4.875	1			
5				
5.125	10	2		
5.25				
5.375	3	1		
5.5				
5.625	3	1	1	
5.75				
5.875	1			
6				

(注)青丸は中央値を示す

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経済調査部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。見通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。