

# Fed Watching

発表日:2023年5月4日(木)

## 金融不安の燻る中、利上げ継続も6月に利上げ停止の可能性 (23年5月2、3日FOMC)

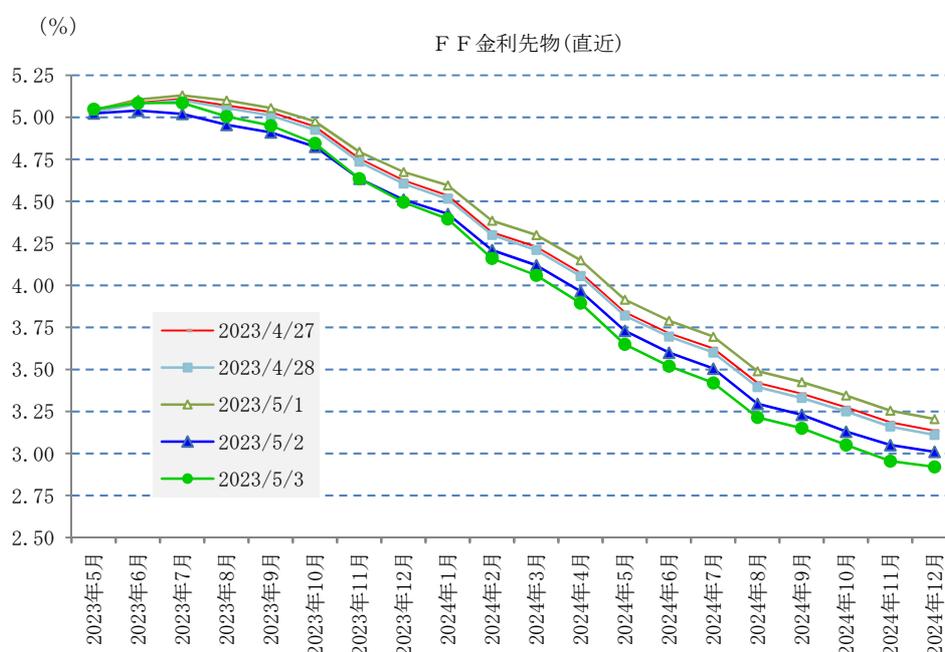
～信用状況の引き締りが強ければ、6月以降政策金利を据え置きへ～

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5月2、3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5.00～5.25%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引き締まっているものの、強い労働市場、高いインフレを背景に25bpの利上げが適切と判断した。ただし、今回の利上げで政策金利が2%のインフレ目標を達成できるような引締めの水準になった可能性があるとして、声明文から「追加利上げが適切とみられる」との追加利上げ予想の文言を削除した。今後は、信用状況の引き締まりの影響など毎会合データで追加の利上げが必要か否か判断を行う方針を示した。このような中、6月FOMCまで、銀行破綻をきっかけとした銀行の融資基準の一段の厳格化、インフレの緩やかな低下傾向、経済成長の鈍化が継続すれば、FRBは様子見に転じると見込まれる。

FF先物市場では、9月以降の利下げを織り込んでいるものの、パウエル議長はインフレの鈍い低下が予想されることを主因として年内の利下げを改めて否定した。



銀行破綻の影響について声明文で前回と同様に「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、今回「家計と企業の信用状況の引き締まりは経済活動、雇用、インフレを下押しする可能性が高い」と前回「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」から、信用状況が引き締まったことを指摘した。ただし、「こうした影響の程度は依然不透明」との見方を示したうえで、「委員会は引き続きインフレリスクを注視している」と現時点では金融不安の影響以上にインフレの高止まりを警戒していることを強調した。

パウエル議長は、5月1日にファースト・リパブリック・バンクが破綻したにも関わらず、「銀行セクターの状況は広範に改善した」と銀行セクターの改善が続いているとの認識を示した。背景として、「ファースト・リパブリック・バンクの破綻と売却は、金融不安に終止符を打つ重要な一歩」と問題を抱えていた銀行の処理によって、金融不安が解消されていくとの前向きな考えを示した。一方で、議長は「中小規模の銀行が与信基準を厳しくし、流動性を強化することが必要となっており、マクロ経済に悪影響を及ぼすため、その評価を今後の重要な意思決定に反映させる」とし、信用状況の引き締まりの影響を注視し、金融政策を運営する方針を強調した。

今後の金融政策運営に関して、「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」と幾分の追加利上げが適切と予想していた文言が今回削除され、利上げ局面の終了が近づいていることが示された。

そして、前回は「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」と利上げ幅の判断材料としていた文言が、今回は「インフレ率を徐々に2%に戻すために、どの程度の追加的な政策引き締めが適切となり得るかを決定するうえで、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」と追加利上げがどの程度必要かを判断する材料に変更された。今後は、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まりなどを考慮して、ターミナルレートを探る方針に変化した。

議長は、今回の金融政策運営に関する文言の修正は、「意味のある修正であり、6月の会合で利上げ停止をするか否かの議論をするだろう」と6月にも利上げ停止の可能性を示した。ただし、今後「どの程度、追加の引き締めが適切かについて、会合ごとに継続的に評価する」としており、最終的に利上げ終了を判断するまでには時間を要する可能性がある。

利下げの可能性に関して、FRB議長は「我々はインフレ率がそれほど早く低下せず、目標達成までしばらく時間がかかると予想しており、早期に利下げに転じることはない」と年内の利下げをこれまでと同様に否定した。

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るが、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、今回「経済活動は1-3月期に緩やかなペースで拡大した」と前回「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」から、全体的な評価に変更されたが、米経済が緩やかに成長しているとの見方は変わっていない。雇用情勢についての判断は今回「ここ数カ月、雇用は堅調に伸びており、失業率は低いまま」と前回「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。失業率は低水準にとどまっている」からほぼ変わらず。同様に、パウエル議長は労働者の需要は依然として供給を大きく上回っており、労働市場は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前回同様「インフレは高止まりしている」との判断が維持された。また、パウエル議長もインフレは昨年中盤から幾分和らいだものの依然高すぎ、目標の2%に抑えるまでの道のりは長いと改めて指摘した。

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が信用状況の引き締まりの悪影響よりも現時点ではインフレ動向を注視していることを強調した。

### 【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。

(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コアインフレ率	3.3	3.1	2.5	2.5	2.1	2.1	2.0	2.0
PCEコアインフレ率	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コアインフレ率、PCEコアインフレ率は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

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めが影響した。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。