

FRB が金融引き締めを一段と加速、0.75%の利上げを決定

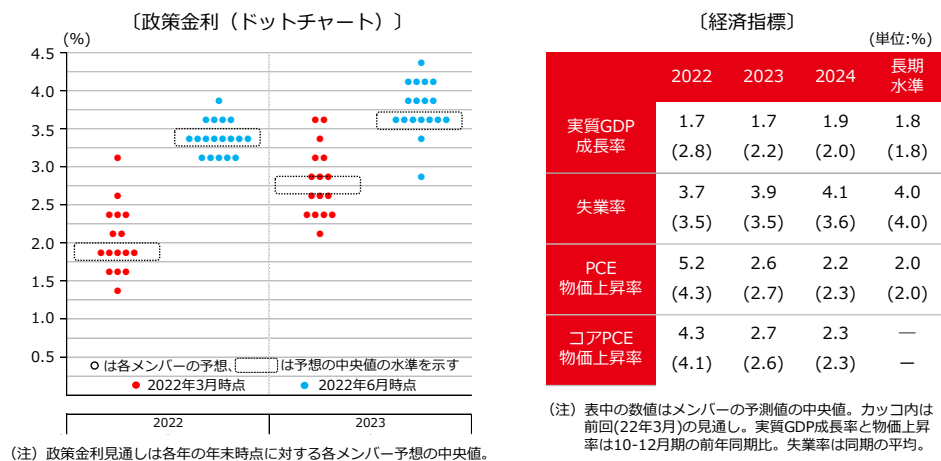
<ポイント>

- 連邦準備制度理事会（FRB）は 15 日の連邦公開市場委員会（FOMC）において政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利を 0.75%引き上げ、誘導目標を 1.50～1.75%とすることを決定した。FOMC メンバーによる 22 年末の政策金利予想は、中央値で 3.25～3.50%。
- 5 月 3～4 日に開催された前回の FOMC では、6 月及び 7 月会合での 0.5%の利上げが支持され、量的引き締めを 6 月から開始することが決まった。にもかかわらず、今回の FOMC で政策金利の 0.75%の引き上げに至ったのは、労働市場が極めてひっ迫しており、インフレが過度に上振れているからである。
- 米国経済の減速は避けられない。金融引き締めの影響は新興国経済の下押し圧力となり、資産価格の一段の調整の可能性もある。景気の先行きは物価動向に大きく左右されるが、資源価格の高止まりもあり、インフレが鎮静化する時期は見通しにくい。

1. FOMC 結果概要

連邦準備制度理事会（FRB）は 15 日の連邦公開市場委員会（FOMC）においてフェデラルファンド（FF）金利を 0.75%引き上げ、誘導目標を 1.50～1.75%とすることを決定した。0.75%の上げ幅は 1994 年 11 月以来、27 年 7 カ月ぶりとなり、今回の引き上げで政策金利は新型コロナの影響が本格化する直前の 2020 年 3 月初頭の水準に戻ることになる。

図 1 FOMC メンバーの最新の政策金利及び経済見通し



出所：FRB

同時に発表された FOMC メンバーによる予想では、政策運営の前提となる物価見通しについて、年末のインフレ率の中央値は+5.2%、コアインフレ率は同+4.3%と政策目標である 2%を大幅に上回る水準に止まり、2023 年末にようやくそれぞれが 2%台後半に落ち着く形となっている。一方、政策金利については、年末の政策金利の中央値が 3.25～3.50%となり、3 月予想から 1.5%の上方修正となるとともに、2.5%前後とされる中立金利を上回る水準への引き上げが示された。2023 年には 3.75～4.00%まで引き上げられる見通しで、インフレ率が落ち着いてくる 2024 年末でも中立金利より 1%程度高い 3.25～3.50%が維持され、経済の引き締め

は継続される。それでも、実質 GDP 成長率の見通しは政策金利の中立金利以上への引き上げの効果を映じて、22 年が 1.7%（3 月予想：2.8%）、23 年が 1.7%（同 2.2%）に引き下げられ、失業率は 22 年が 3.7%、23 年が 3.9%と緩やかな雇用環境の悪化が見込まれている。

声明文では、足元の経済活動は 1～3 月期のマイナス成長から回復傾向にあり、雇用環境も堅調という認識が示された。インフレについては、新型コロナによる需給の不均衡、エネルギー価格の高騰、幅広い物価上昇圧力を要因に、高止まりしていることも認めた。これまでの声明文において、慎重な利上げ姿勢が必要となる要素として使われてきたウクライナ侵攻に関する不確実性と「インフレが 2%の目標水準に戻り、労働市場が堅調に推移する見通し」という表現が削除されたのに対し、新たに「委員会は 2%のインフレ目標に戻ること強くコミットする」という内容が追加され、インフレへの対処を政策運営において考慮する主たる要素として強調する文脈となっている。委員のうち、伝統的にタカ派であるカンザスシティ連銀のジョージ総裁のみが 0.5%の引き上げを支持し、今回の 0.75%引き上げの決定に反対したことには意外性があり、今後同氏から中立金利やインフレ動向などに関する情報発信がなされる可能性もある。

ドットチャートでは、年内残り 4 回の FOMC での総利上げ幅で大きい予想をしている順に並べると、年内 2.25%とするメンバーが 1 名、同 2.0%とするメンバーが 4 名（残り 4 会合それぞれで 0.5%ずつの利上げと解釈可能）、同 1.75%とするメンバーが 8 名（残り 3 会合で 0.5%、1 会合で 0.25%の利上げと解釈可能）となっている。すなわち、来月以降は 1 名を除き、0.5%幅での利上げが現時点では想定されており、必ずしも今回謳われた 2%インフレへの回帰への強いコミットを感じさせるものとはなっていない。

2023 年以降についても、1 メンバーのみが 2023 年に利下げを見込む一方、それ以外は引き続きの利上げを想定しており、早めの利上げによるインフレ高進への強い抑制姿勢は示されていない。2024 年に入るとようやく利下げプロセスに入っていく形がメインとなることが示されるが、中立金利水準からは 1 %程度高い水準が続くこととなり、インフレ目標に向けて収れんしていく形の物価見通しや、失業率が悪化していく形の雇用環境の見通しと必ずしも整合的ではなく、見通しそのものがややビハインド・ザ・カーブ気味となっている感は否めない。

FOMC 後に行われたパウエル議長の記者会見では、依然として経済環境の不確実性が高く、金融政策は今後の経済指標の結果次第で調整されるとしながらも、次回 7 月の FOMC においても 0.5%ないし 0.75%の政策金利の引き上げの可能性が高いとの発言があった。一方、今後も金利の引き上げを続けることが適切としながらも、今回のような 0.75%の大幅な引き上げは通常引き上げ幅ではないと説明された。

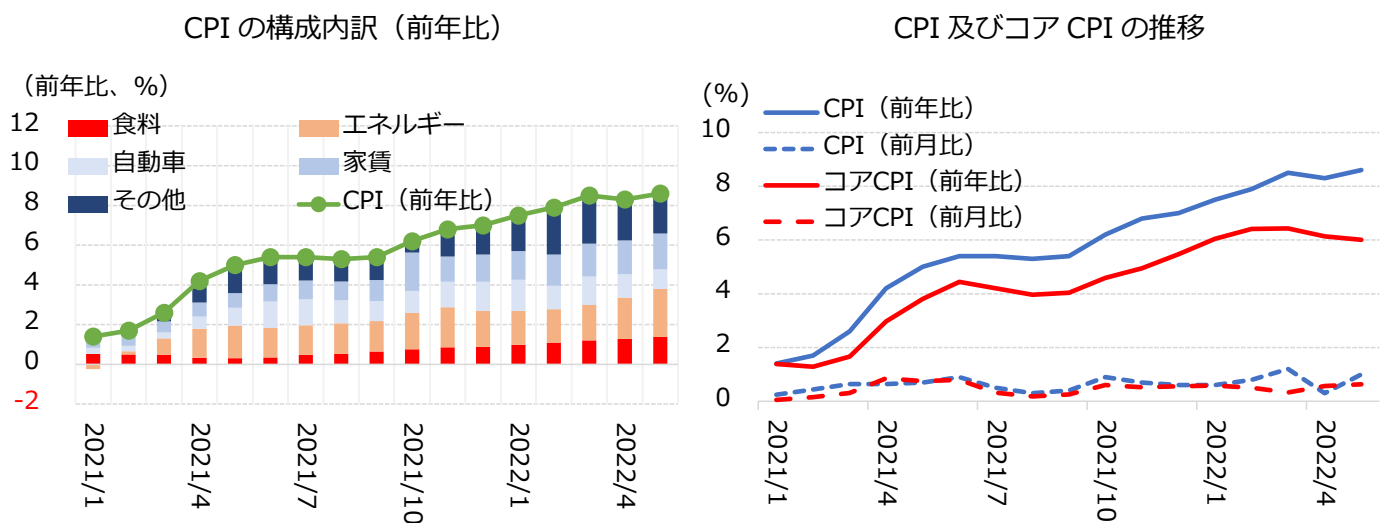
15 日の株式市場はパウエル議長の記者会見の開始後に上値を拡大し、S&P500 の終値は 3,789.99（前日比 +1.46%）と 6 月 7 日以来のプラスで引けた。インフレへの対応に出遅れてきた FRB がタカ派姿勢を強めたことがひとまず好感された形となる。10 年債利回りは前日の 3.395%から 3.3%近辺で推移している。今回示された政策見通しの予想により、FRB の見解と市場予想との乖離が縮小したこともあり、一旦、反発したと見られる。

2. 政策決定に至った背景

5月3～4日に開催された前回のFOMCでは、6月及び7月会合での0.5%の利上げが支持され、FRBが保有する国債及び住宅ローン担保证券（MBS）を毎月600億ドル及び300億ドル（当初3カ月間はその半額）減額する量的引き締めを6月から開始することが決まった。にもかかわらず、今回のFOMCで政策金利の0.75%の引き上げに至った経緯を振り返ってみたい。

まず、物価動向については、5月11日に公表された4月の消費者物価指数（CPI）は前年比+8.3%（3月：同+8.5%）と鈍化した。エネルギー価格の上昇一服や前年対比でのベース効果による押し上げの一巡などが背景にある。さらに、FRBが物価動向の判断において重視するとされる個人消費支出（PCE）デフレーターについても、27日に公表された4月分が前年比+6.3%（3月：同+6.6%）に鈍化し、とくに食品とエネルギーを除くコア指数は2カ月連続で伸び率が縮小した。一方、6月3日発表の5月の雇用統計では、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数が前月比+39.0万人と増加幅が市場予想を上回り、労働市場は堅調に推移した。家計調査に基づく失業率も3.6%と低水準を維持し、民間部門の平均時給は前月比+0.3%と賃金上昇傾向は変わらなかった。即ち、インフレは未だ高水準ながらも加速がいったん収まったことでピークアウトが期待された一方、労働市場の需給は改善しており、景気回復は順調に進展していると見られてきた。

図2 消費者物価指数(CPI)の推移

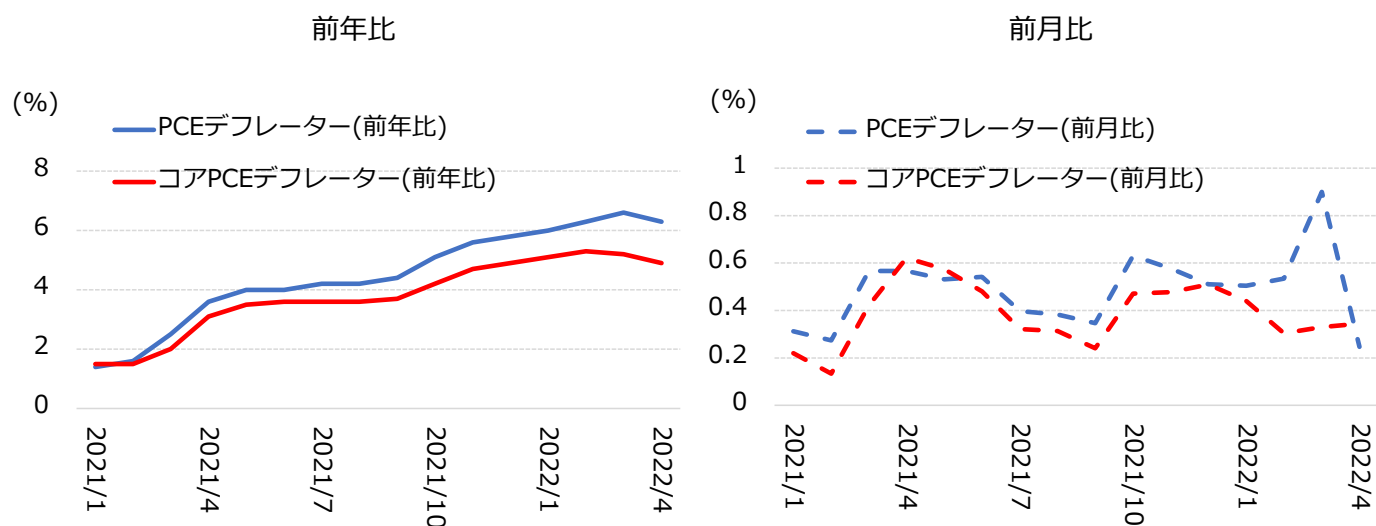


出所：Bureau of Labor Statistics

この見方に大きな変調をもたらしたのが6月10日に発表された5月のCPI及び6月のミシガン大・消費者信頼感指数である。5月のCPIは前年比+8.6%と再び加速し、40年ぶりの伸び率となった。コア指数も同+6.0%となり、ガソリンや食料だけでなく、幅広い分野での物価上昇が確認された。また、ミシガン大の消費者信頼感指数は50.2（5月58.4）と過去最低水準に下落した。ガソリン価格の急騰に代表される高インフレが家計を圧迫し、消費者マインドが急激に冷え込んでいることが示唆された。さらに、同時に発表された消費者のインフレ予想は1年後予想が+5.4%の高止まりとなり、5年後予想は+3.3%と前月に比べて0.3%ポイントの上昇となった。14日に発表された5月の卸売物価指数（PPI）も前年比+10.8%と高止まりの結果となり、インフレ期待の長期化懸念が再燃した。こうした状況を受け、14日には米国短期国債（2年債）・長期国債

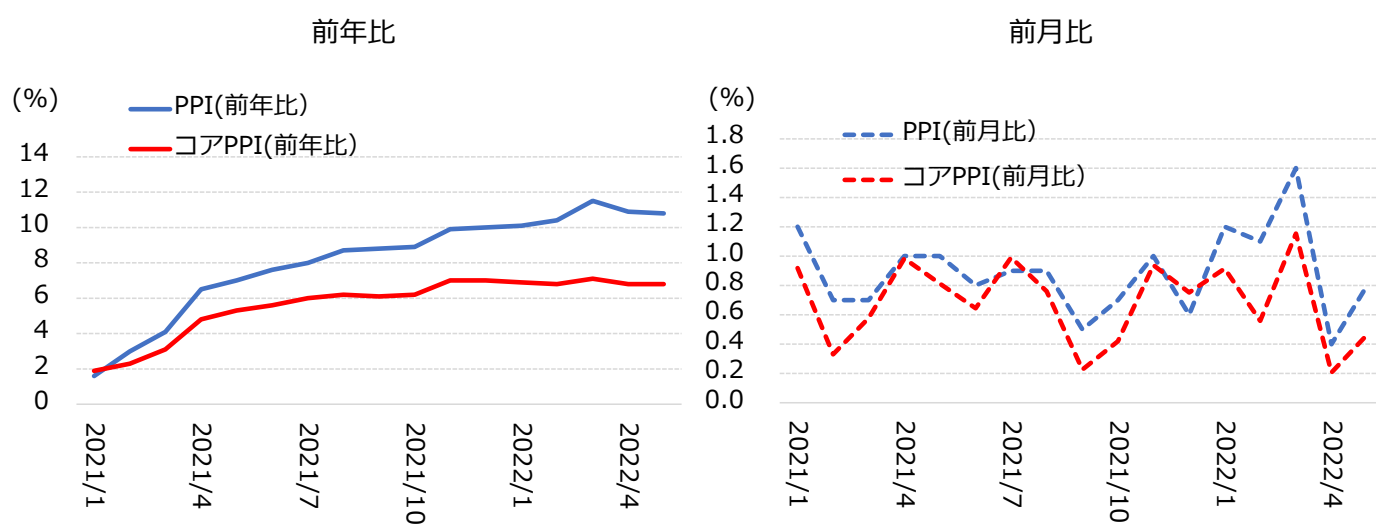
(10 年債) が 10 年以上ぶりの水準に急上昇 (各 3.439%、3.475%) した。景気後退懸念の台頭から株価も調整し、S&P500 指数は 1 月 4 日の直近高値から 20%以上の下落となる弱気相場入りした。

図3 個人消費支出(PCE)デフレーター推移



出所 : Bureau of Economic Analysis

図4 生産者価格指数(PPI)の推移

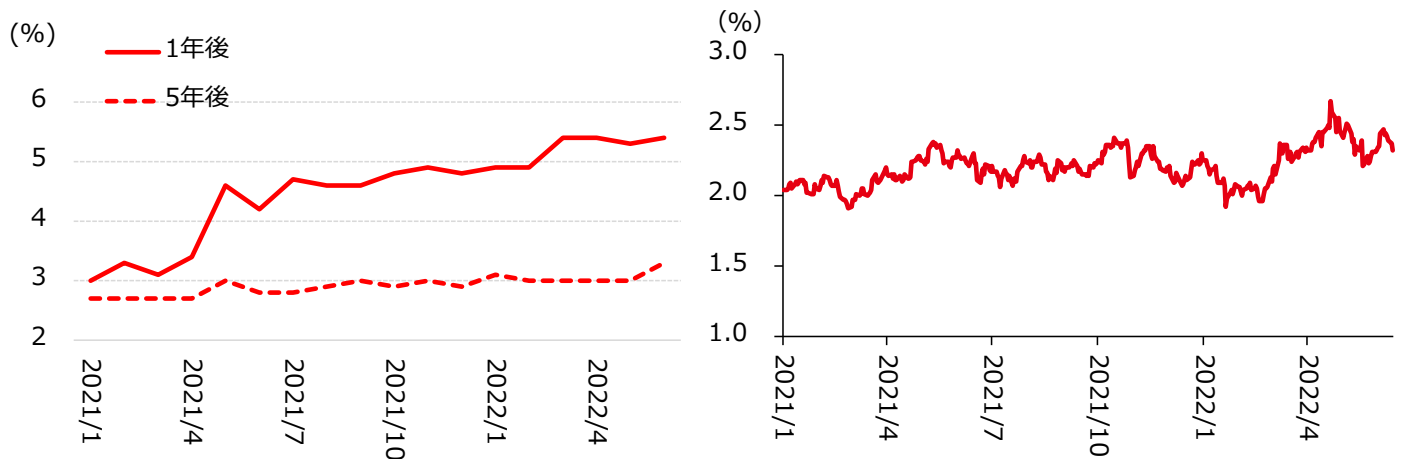


出所 : Bureau of Labor Statistics

図5 期待インフレの推移

ミシガン大・期待インフレ率

5 年先 5 年の期待インフレ率



出所：University of Michigan

出所：FRED

今回、これらの多くの重要指標が発表されたのは FOMC 直前のブラックアウト期間（高官が公式な場での発言を行わない期間）入りした後だったため、0.75%の引き上げは従来の政策スタンスからの急変と捉えられるリスクがあった。それでも、市場参加者の殆どが 0.75%の利上げを事前に予想していたことから、大きなサプライズはなかったものと思われる。

3. 今後の見通し

今回の FOMC を受けて、政策金利は 7 月にも 0.75%引き上げられる可能性があり、FOMC メンバーによる中立金利の想定中央値である 2.5%水準を早期に回復する可能性が高まった。その後、年内には 9 月、11 月、12 月に FOMC 会合が予定されている。9 月以降の 3 回の会合でも 0.25%ないし 0.5%の引き上げが決定される可能性が高く、その場合、政策金利の上限は 4.00%まで達する可能性がある。また、6 月からは国債などの保有資産の縮小、いわゆる量的引き締めも開始されており、金融環境は一段とタイト化することになる。

この結果、米国経済の減速は避けられない。15 日に発表された小売売上高は前月比▲0.3%と 5 カ月ぶりのマイナスとなったように、これまで景気回復を牽引してきた個人消費にも変調が現れた。小売売上高は自動車を除くと前月比+0.5%とプラスを維持したが、ガソリン価格の上昇によって押し上げられた面も大きく、実質ベースではマイナスである。消費はコロナ禍に蓄積された強制貯蓄や規制緩和によるサービス消費の回復に支えられる部分もある。しかし、インフレにより消費者の購買力は確実に低下しており、とくに金利に敏感に反応する住宅や自動車分野への影響が懸念される。また、米国の金融政策の動向は当然ながら世界経済全体にも影響する。新興国では資金流出や為替減価のリスクなどが高まり、景気悪化リスクが高まる点にも注意が必要である。

金利上昇により、資産価格の調整も一段と進む可能性が残る。FOMC 後の米国の株式市場は上昇したものの、金融引き締めを通じて今後も資本コストの上昇、投資資産のリバランスが促進されると共に、景気減速を通じて企業業績にも全般的な下押し圧力がかかることが予想される。住宅ローン金利（30 年固定）も年初の 3.1%から 6%超の水準にまで急騰しており、株式市場や住宅価格が調整した場合には、逆資産効果を通じて消費の更

なる減退を招く可能性も出てくる。株式市場は弱気相場入りしたが、年内は金融引き締めが続く見通しの中、株価への下押し圧力は続くものとみられる。

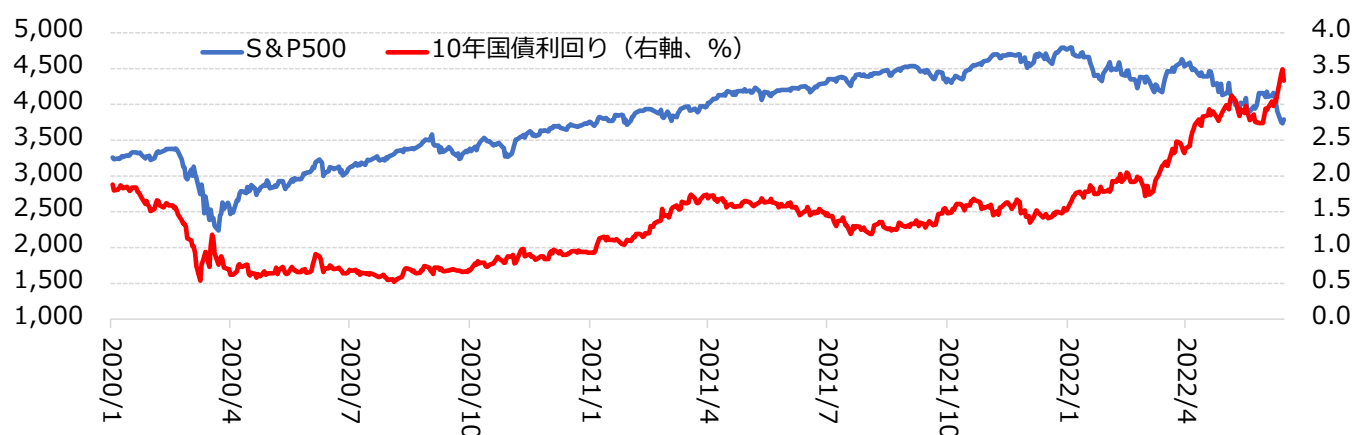
図6 過去のS&P500の調整局面と回復過程

	ピーク	ボトム	ピーク→ボトム 下落率	ピーク→ボトム までの日数	最高値更新	ボトム→最高値更新 までの日数
1	1948年6月15日	1949年6月13日	-21%	363	1954年9月22日	1,927
2	1957年7月15日	1957年10月22日	-21%	99	1958年9月24日	337
3	1961年12月12日	1962年6月26日	-28%	196	1963年9月3日	434
4	1966年2月9日	1966年10月7日	-22%	240	1967年5月4日	209
5	1968年11月29日	1970年5月26日	-36%	543	1972年3月6日	650
6	1973年1月11日	1974年10月3日	-48%	630	1980年7月17日	2,114
7	1980年11月28日	1982年8月12日	-27%	622	1982年11月3日	83
8	1987年8月25日	1987年12月4日	-34%	101	1989年7月26日	600
9	2000年3月24日	2002年10月9日	-49%	929	2007年5月30日	1,694
10	2007年10月9日	2009年3月9日	-57%	517	2013年3月28日	1,480
11	2020年2月19日	2020年3月23日	-34%	33	2020年8月18日	148
(参考) 過去11回の平均						
		—	-34%	388	—	880
今回	2022年1月3日	2022年6月14日	-22%	162	?	?

出所：New York Times などより丸紅経済研究所作成

最後に、最大の焦点は言うまでもなく今後の物価動向である。金利引き上げ自体によるインフレ抑制効果が出現するまでには一定の時間を要する。また、エネルギー価格の高騰については多くの要因が複雑に絡み合い、今後の展開は見通しづらい。コロナ禍で生じたサプライチェーンの混乱や需給の不均衡は次第に修正され、雇用環境が軟化した場合には賃金上昇の抑制に働くと考えられるものの、これらも不確実性が高い。今回のFOMCを通じて、FRBがインフレへの対応を最優先することが明確になったのは確かだが、実際の政策調整は容易ではなく、景気後退入りの可能性も想定する必要が出てきた。

図7 S&P500 及び 10年国債利回りの推移



出所：FRED

以上

	経済研究所 経済調査チーム長
担当	チーフ・エコノミスト 井上 祐介 (inoue-y@marubeni.com)
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目 4 番 2 号
WEB	https://www.marubeni.com/jp/research/

(注記)

- ・本資料は丸紅グループ内での利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。