

経済情報

[米国]

タカ派的な FOMC の利上げ見通しは、額面通りには実施されない可能性

【要旨】

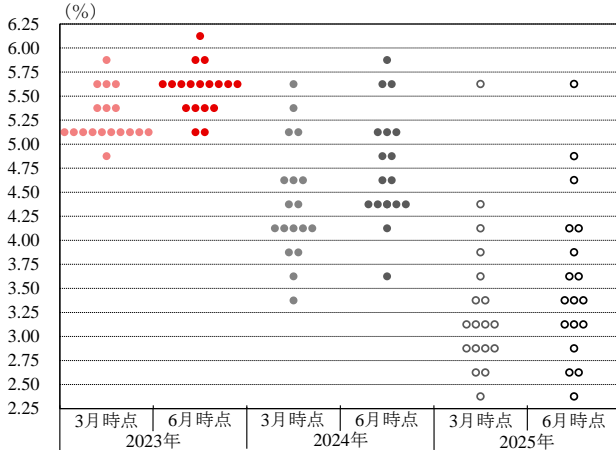
- ◇ 6 月の FOMC（連邦公開市場委員会）では利上げが見送られる一方、インフレ率高止まりへの警戒感から、年内に 0.5%ポイントの追加利上げが必要との FOMC 参加者の政策金利見通しが示された。
- ◇ FOMC の結果を受けて、年内の利下げ期待は後退した。食料・エネルギーを除く消費者物価（以降、「コア CPI」）は、中古車卸売価格の低下や新規入居者家賃の伸び鈍化により今後減速すると考えられるものの、目先一カ月に FOMC 参加者のスタンスを覆すようなかなり弱い経済指標が連続しない限りは、7 月に 0.25%ポイントの利上げが実施される見通しである。
- ◇ もっとも、その先に更に 0.25%ポイントの追加利上げを織り込んでいる市場参加者は少なく、我々も 9 月以降に追加利上げを行う可能性は低いと予想する。FOMC でも重視されている「家賃を除くコアサービス」のインフレ率は、7-9 月期以降、労働需給緩和により賃金上昇圧力が弱まることで一層減速すると考えられる。また、期待インフレ率の低下も賃金上昇圧力緩和等を通じインフレ率を押し下げる可能性がある。
- ◇ 今回の政策金利見通しの引き上げには、将来的な利上げの選択肢確保だけでなく、市場が早期の利下げを織り込み引き締め効果が薄れるのを防ぐ意図もあったとみられる。今後米国の景気が一段と減速することをメインシナリオとするのであれば、0.5%ポイントの利上げ見通しを額面通りに受け取る必要はないだろう。

6 月 13 日-14 日の FOMC では政策金利水準の据え置きが全会一致で決定された。会合後の記者会見でパウエル議長は、利上げ見送りの理由として「金融政策が経済に波及するまでのタイムラグが不透明であること」と「信用引き締めによる経済への逆風」を挙げた。

一方、FOMC 参加者の経済見通しは、2023 年の実質 GDP 成長率が前年比+1.0%（3 月見通し比+0.6%ポイント）、10-12 月期のコア PCE インフレ率が同+3.9%（同+0.3%ポイント）と大きく上方修正されたほか、10-12 月期の失業率の見通しは 4.1%（同▲0.4%ポイント）へと下方修正された。こうした経済・雇用の堅調さや物価見通しの上振れを踏まえ、FOMC 参加者の政策金利予想では年内に追加で 0.5%ポイントの利上げを実施するというタカ派的な見通しが示された（第 1 図）。パウエル議長は、総合ベースのインフレ

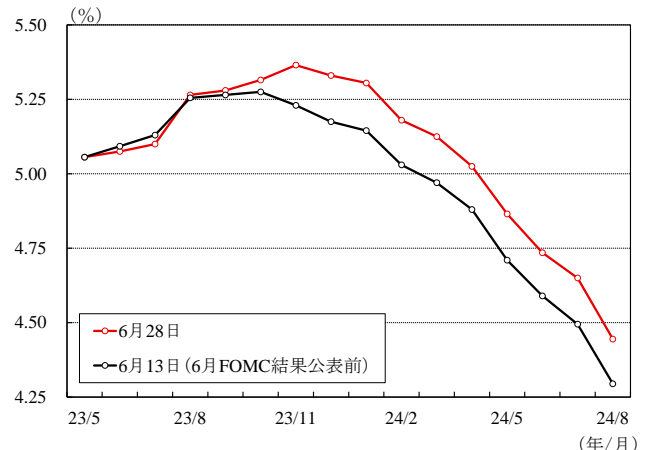
率が減速していることや労働需給緩和の兆しが見えていることを認めつつも、コアベースのインフレ率が高止まりするリスクに言及したほか、利上げの到達点と利上げペースは切り分けて考えるべきであり、更なる利上げが必要となり得るとの認識を示した。この結果を受けて、市場の年内の利下げ期待は6月 FOMC 前と比べると後退した（第2図）。

第1図：FOMC参加者の政策金利見通し



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

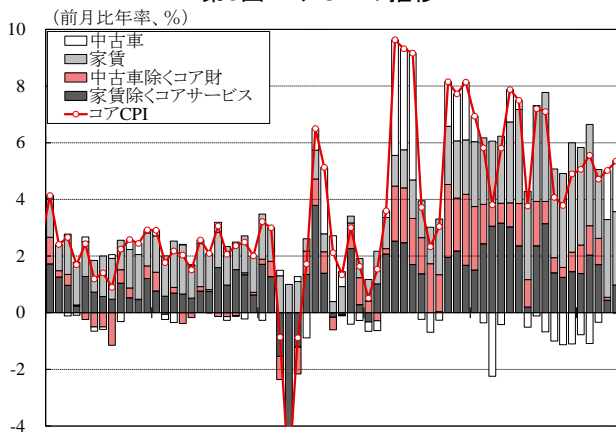
第2図：米国FF金利先物の推移



(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

金融政策の先行きを見通すうえで物価動向に目を転じると、コア CPI は5月に前月比年率+5.4%と前月（同+5.0%）から加速している（第3図）。足元のコア CPI を押し上げている要因について、2022年以降低下基調にあった中古車卸売価格は2023年の初めに一時上昇したものの、4月以降再び低下に転じている（第4図・上）。また、2021年後半以降、新規入居者家賃の伸びは鈍化が続いている（第4図・下）。そのため、CPI は今後減速が続くと考えられるものの、目先一カ月に FOMC 参加者のスタンスを覆すようなかなり弱い経済指標が連続しない限りは、次回7月に0.25%ポイントの利上げが実施されるとみるのが妥当であろう。

第3図：コアCPIの推移



(資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：CPI中古車価格と中古車卸売価格の推移(上段)、
民営家賃とZillow家賃指数の推移(下段)

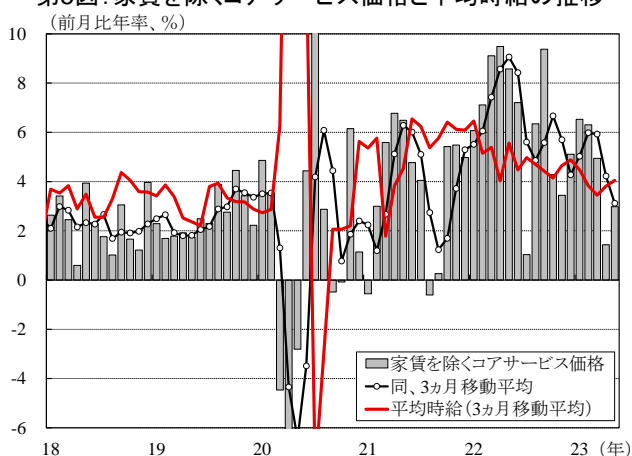


(注)Zillow家賃指数の季節調整は当室にて実施
(資料)米国労働省、マンハイム社、Zillow社統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

もつとも、その先に更に0.25%ポイントの利上げが行われると考える市場参加者は少なく（前掲第2図）、我々も9月以降に追加の利上げが行われる可能性は低いと考えている。パウエル議長も記者会見にて言及していた「家賃を除くコアサービス」のインフレ率は、

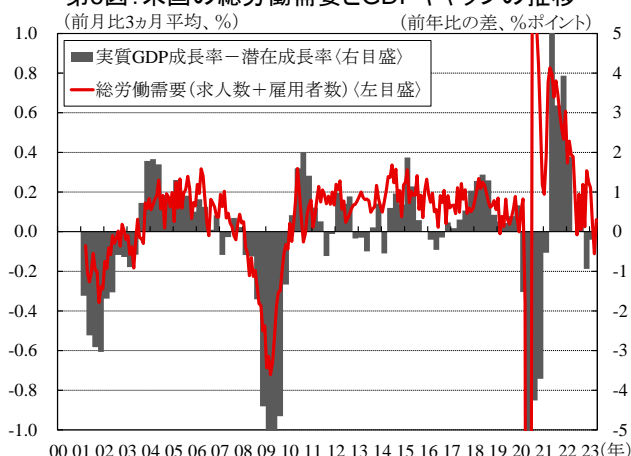
賃金上昇率の落ち着き等から減速傾向にあり（第5図）、こうした賃金の伸び鈍化の背景には労働需要の減速が挙げられる。足元では雇用者数の堅調な増加が続く一方、景気減速を受けて求人数は減少基調にあり、総労働需要（求人数と雇用者数の和）の伸びは前月比横這い程度まで鈍化している（第6図）。先行き、景気抑制的な金融政策継続や金融機関の融資基準厳格化等を受けた7-9月期以降の需要減少により、負の需給ギャップが拡大し、総労働需要の伸びはマイナス圏で推移すると予想する。この結果、労働需給緩和が進み賃金上昇圧力が弱まることで、家賃を除くコアサービスのインフレ率は今年秋ごろにかけて一層減速すると考えられる。

第5図:家賃を除くコアサービス価格と平均時給の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

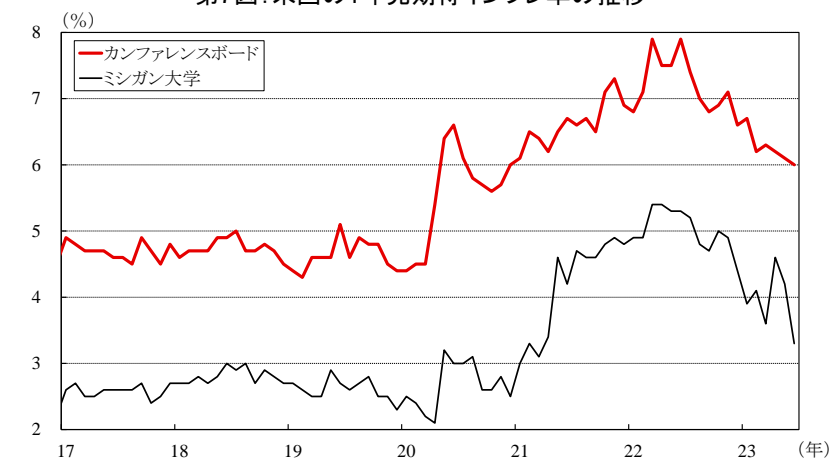
第6図:米国の総労働需要とGDPギャップの推移



(資料) 米国労働省、商務省、議会予算局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、FOMC後に発表された指標を見ると、ミシガン大学が公表する1年先期待インフレ率は6月に3.3%と前月(4.2%)から急低下しているほか、カンファレンスボードの期待インフレ率も低下基調での推移が続いている（第7図）。期待インフレ率の低下は賃金上昇圧力緩和に繋がるほか、実質金利の上昇により需要を抑制するため、インフレを減速させる可能性がある。

第7図:米国の1年先期待インフレ率の推移



(資料) カンファレンスボード、ミシガン大学統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

今回の見直し引き上げには、5月会合の議事要旨でも指摘されていた将来的な利上げの選択肢確保に加え、市場が早期の利下げを織り込むことで金融引き締め効果が薄れるの

を防ぐ意図もあったとみられる。今後米国の景気が一段と減速することをメインシナリオとするのであれば、0.5%ポイントの利上げ見通しを額面通りに受け取る必要はないだろう。

以 上

(令和5年6月29日 長谷川 裕輝 yuuki_4_hasegawa@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。