

MUFG Focus USA

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Bank, Ltd. Economic Research NY
Akira Yoshimura | 吉村 晃 (ayoshimura@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

3月FOMC～0.25%ポイントの利上げを決定、年内にあと1回の利上げを示唆

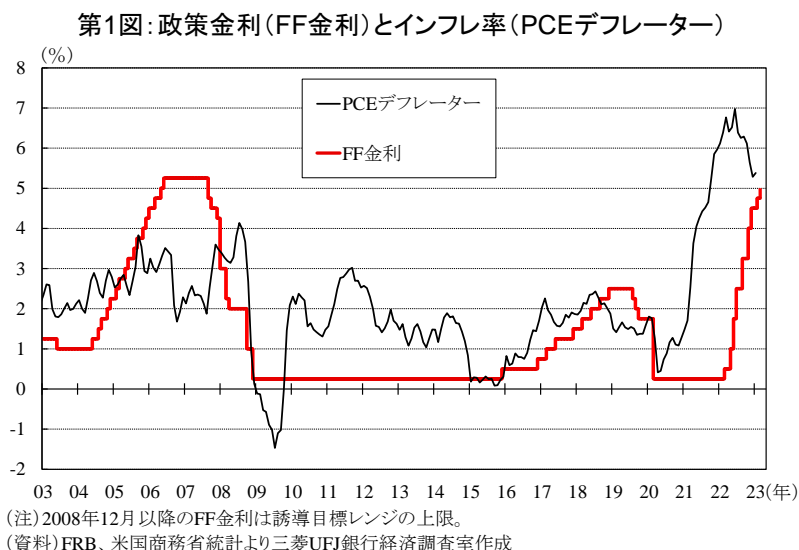
【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は3月21-22日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.25%ポイント引き上げ、4.75～5.0%とすることを全会一致で決定した。金融システム不安が熾る中での利上げ決定となった。
- ◇ シリコンバレー・バンク（SVB）破綻の影響について、FOMC 声明文では「最近の動向によって家計や企業の信用状況が引き締められ、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼすとみられる」と指摘。パウエル議長は、今回の銀行破綻の影響を評価するのは時期尚早であり、信用状況の悪化が実体経済に与える影響を注視していくと述べた。
- ◇ 今後の金融政策の見通しについては、FOMC 声明文におけるガイダンスが修正され、従来の「継続的な誘導レンジの引き上げが適切になると予想する」から、今回は「幾らかの追加的な政策の引き締めが適切となる可能性がある」と、表現が弱められた。また、FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）は、2023年末：5.125%と前回会合から不変であり、年内にあと1回（0.25%ポイント）の利上げが示唆された。
- ◇ 今回のFOMCは、インフレ抑制と金融システム安定の双方の舵取りが求められる難しい局面での利上げ決定となった。もっとも、FOMC 声明文やパウエル議長の記者会見では、今回の銀行破綻による信用状況の悪化の影響を十分に考慮する姿勢が示され、ハト派的と受け止められた。
- ◇ SVBの経営破綻に端を発する金融システム不安の高まりに対して、政府は今後も中小金融機関の預金を全額保護する姿勢を示しており、FRBも流動性供給（BTFP）を行っている。しかし、高インフレ下で金融緩和の余地は限定的であることや、SVBの問題を見過ごした当局の銀行監督への不信もあり、地方銀行の株価は大幅に下落した状態が続いている。
- ◇ 銀行貸出態度はこれまでの急速な金融引き締めを受けてすでに厳格化しており、足元の金融不安により更なる厳格化も見込まれる。現時点では大手銀行には波及していないものの、金融システム不安が熾り続け、実体経済が長期に亘って下押しされるリスクには留意を要する。

金融システム不安が熾る中で 0.25%ポイントの利上げを決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は3月21-22日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0.25%ポイント引き上げ、4.75～5.0%とすることを全会一致で決定した（第1図）。2022年3月以降9回連続の利上げであり、前回会合に続く0.25%ポイントの利上げ幅となった。

3月10日にシリコンバレー・バンク（SVB）が経営破綻して以降、金融システム不安が熾り続けており、今回は利上げを見送るとの見方もあった。パウエル議長は記者会見において、利上げ停止の選択肢も検討したものの、直近の雇用・物価指標の強さから当初は更なる金融引き締めを想定していたことを踏まえ、今回は0.25%ポイントの利上げと金融政策のガイダンス修正（後述）を決定したと説明した。



銀行システムは健全との認識を示すも、最近の銀行破綻が实体经济に与える影響を注視

FOMC 声明文では、景気・物価の現状判断について、「雇用創出はこの数ヵ月で加速し、堅調なペースを維持している」、「インフレ率は依然として高止まりしている」（前回の「インフレは幾分緩和したものの」を削除）と、前回からやや強められた。

また、金融システムについて「米国の銀行システムは健全で耐久力を有している」と表明した上で、「最近の動向によって家計や企業の信用状況が引き締まり、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼすとみられる。これらの影響度合いは不透明である」とした。パウエル議長は記者会見で、今回の銀行破綻の影響を評価するのは時期尚早であり、信用状況の悪化が实体经济に与える影響を注視していくと述べた。

なお、3ヵ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測（中央値）は、実質 GDP 成長率（10-12 月期の前年比）が 2024 年にかけて下方修正、物価（10-12 月期の前年比）は PCE インフレ率、コア PCE インフレ率ともに前回予測からやや上振れる見通しが示された（次頁第 1 表）。また、失業率（10-12 月期の平均値）は 2024 年に 4.6%と、過去の景気後退期（6%超）に比

べて緩やかな上昇に止まる見通しとなっている。

第1表：FOMC参加者による経済予測

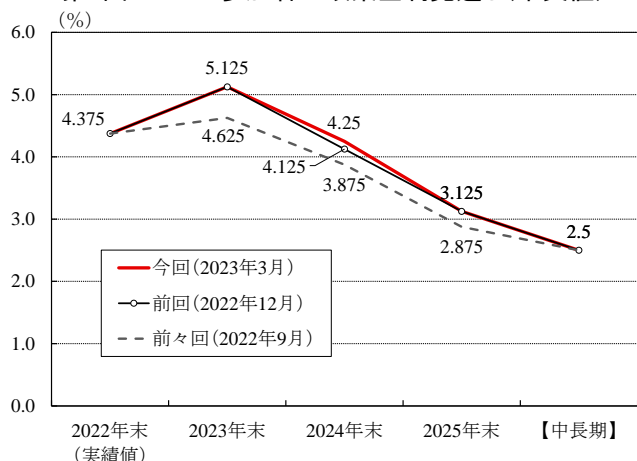
		中央値				中心傾向			
		2023	2024	2025	中長期	2023	2024	2025	中長期
実質GDP成長率	前々回（2022年9月）	1.2	1.7	1.8	1.8	0.5 - 1.5	1.4 - 2.0	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0
	前回（2022年12月）	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4 - 1.0	1.3 - 2.0	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0
	今回（2023年3月）	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0 - 0.8	1.0 - 1.5	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
失業率	前々回（2022年9月）	4.4	4.4	4.3	4.0	4.1 - 4.5	4.0 - 4.6	4.0 - 4.5	3.8 - 4.3
	前回（2022年12月）	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4 - 4.7	4.3 - 4.8	4.0 - 4.7	3.8 - 4.3
	今回（2023年3月）	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0 - 4.7	4.3 - 4.9	4.3 - 4.8	3.8 - 4.3
PCEインフレ率	前々回（2022年9月）	2.8	2.3	2.0	2.0	2.6 - 3.5	2.1 - 2.6	2.0 - 2.2	2.0
	前回（2022年12月）	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9 - 3.5	2.3 - 2.7	2.0 - 2.2	2.0
	今回（2023年3月）	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0 - 3.8	2.2 - 2.8	2.0 - 2.2	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（2022年9月）	3.1	2.3	2.1	-	3.0 - 3.4	2.2 - 2.5	2.0 - 2.2	-
	前回（2022年12月）	3.5	2.5	2.1	-	3.2 - 3.7	2.3 - 2.7	2.0 - 2.2	-
	今回（2023年3月）	3.6	2.6	2.1	-	3.5 - 3.9	2.3 - 2.8	2.0 - 2.2	-

(注) 1. 「中心傾向」は上下夫々三つの予測値を除いたもの。
 2. 「GDP」と「インフレ率」は10-12月期の前年比。「失業率」は10-12月期の平均値。
 (資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

政策金利のガイダンスを修正、年内にあと1回の利上げを示唆

今後の金融政策の見通しについては、FOMC 声明文におけるガイダンスが修正され、従来の「継続的な誘導レンジの引き上げが適切になる（ongoing increases in the target range will be appropriate）」と予想するから、今回は「幾らかの追加的な政策の引き締めが適切となる可能性がある（some additional policy firming may be appropriate）」へと、表現が弱められた。また、これまで改定のたびに引き上げられてきた FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）は、2023 年末：5.125%と前回会合から不変であった（第2図、第2表）。

第2図：FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）



第2表：FOMC参加者の政策金利見通し（分布）

政策金利 (%)	2023年末		2024年末		2025年末	
	前回	今回	前回	今回	前回	今回
5.875		1				
5.625	2	3	1	1	1	1
5.375	5	3		1		
5.125	10	10	1	2		
4.875	2	1	3			
4.625			2	3		
4.375				2	1	1
4.125			7	5	1	1
3.875			3	2	1	1
3.625				1	2	1
3.375			1	1	2	2
3.125			1		4	4
2.875					2	4
2.625					4	2
2.375					1	1

(注) 色塗り部分はFOMC参加者の中央値。
 (資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

この点について、パウエル議長は、一連の銀行破綻が発生する前までは、従来のガイダンス（＝継続的な誘導レンジの引き上げ）を維持し、FOMC参加者の2023年末の政策金利見通し（＝利上げの到達点）も5.125%より引き上げられる見込みであったとした上で、信用状況の悪化は利上げと同等かそれ以上の経済への影響があることから、ガイダンスの修正に至ったと説明した。

今回示された政策金利見通しに基づくと、年内にあと1回（0.25%ポイント）の利上げが見込まれている計算となる。なお、パウエル議長は、今回の政策金利見通しにおいても2023年中の利下げは見込まれておらず、また、経済動向によって必要な場合には更なる利上げの可能性もあるとの考えを示した。

SVBの破綻原因のレビュー後は銀行の監督・規制を強化へ

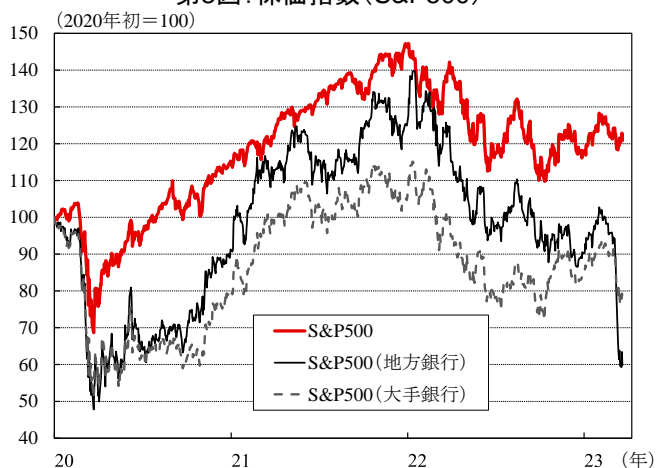
今回のSVBの経営破綻は、同行のリスクを見過ごしたFRBを含む金融監督当局の不備が指摘されており、パウエル議長の記者会見でも多くの質問がなされた。現在、マイケル・バーFRB副議長（金融監督担当）がSVBの破綻原因についてのレビューを行っている最中であり、パウエル議長は自身の見解を述べるのは適切ではないとしながらも、SVBのリスク管理は極めて問題であったとともに、銀行の監督・規制を強化すべきであることは明らかだとの考えを示した。

金融システム不安の長期化はリスク要因に

今回のFOMCは、インフレ抑制と金融システム安定の双方の舵取りが求められる難しい局面での利上げ決定となった。もともと、FOMC声明文やパウエル議長の記者会見では、今回の銀行破綻による信用状況の悪化の影響を十分に考慮する姿勢が示され、ハト派的と受け止められた。

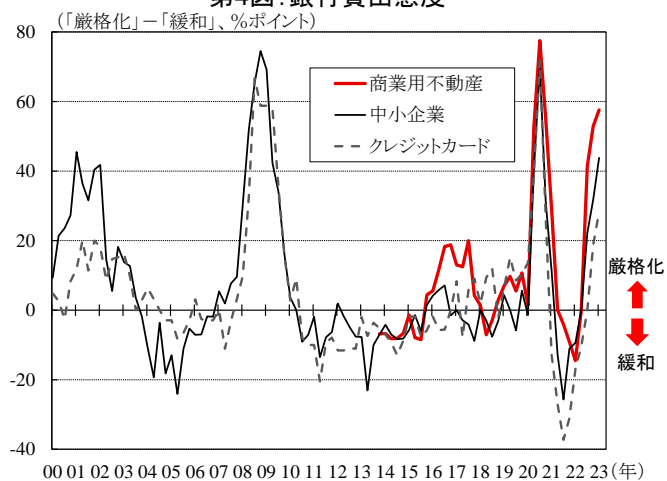
SVBの経営破綻に端を発する金融システム不安の高まりに対して、政府は今後も中小金融機関の預金を全額保護する姿勢を示しており、FRBも流動性供給（BTFP）を行っている。しかし、高インフレ下で金融緩和の余地は限定的であることや、SVBの問題を見過ごした当局の銀行監督への不信もあり、地方銀行の株価は大幅に下落した状態が続いている（次頁第3図）。こうした中、銀行貸出態度はこれまでの急速な金融引き締めを受けてすでに厳格化しており、足元の金融不安により更なる厳格化も見込まれる（次頁第4図）。現時点では大手銀行には波及していないものの、金融システム不安が燻り続け、実体経済が長期に亘って下押しされるリスクには留意を要する。

第3図: 株価指数(S&P500)



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 銀行貸出態度



(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2023年3月22日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2023年1月31日・2月1日)	今回(2023年3月21日・22日)
<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have <u>been robust</u> in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation has <u>eased somewhat but</u> remains elevated.</p> <p><u>Russia's war against Ukraine is causing tremendous human and economic hardship and is contributing to elevated global uncertainty.</u> The Committee <u>is</u> highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>4-1/2 to 4-3/4</u> percent. The Committee anticipates that <u>ongoing increases in the target range will</u> be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>投票結果</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; <u>Lael Brainard</u>; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p>	<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators point to modest growth in spending and production. Job gains have <u>picked up</u> in recent months and <u>are running at a robust pace</u>; the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p><u>The U.S. banking system is sound and resilient. Recent developments are likely to result in tighter credit conditions for households and businesses and to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects is uncertain.</u> The Committee <u>remains</u> highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to <u>4-3/4 to 5</u> percent. <u>The Committee will closely monitor incoming information and assess the implications for monetary policy.</u> The Committee anticipates that <u>some additional policy firming may</u> be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time. In determining the extent of future increases in the target range, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>投票結果</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p>

(資料)FOMC 資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

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、宜しくお願い申し上げます。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います。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。