

2023年2月FOMC:FRBと金融市場の鉢合わせはまだ先

KEY
POINT

- 2月FOMCの声明文、パウエル議長の記者会見は、総じてみれば前回会合のスタンスから大きく変わらず。労働需給逼迫等から継続的利上げの必要性を引き続き強調。また、今後はデータ次第として柔軟性を確保。
- しかし、インフレピークアウトに初めて言及したことや議長会見で金融環境緩和へのけん制がなかったこと等により、金融市場はハト派的と解釈。今後の政策運営方針は3週間後に公表予定の議事要旨が鍵に。
- 次回FOMCまでの長期金利はレンジ圏の動きを予想。インフレ等のデータ次第の面が大きい、よほどの上振れがない限り、債券市場の年後半からの利下げ開始想定は不変と予想。

1. 2月FOMCのポイント要点

はじめに、今回のFOMCのポイントを簡単にまとめよう。

①声明文では、**25bpの利上げ決定**が示され、2会合連続の利上げ幅縮小。**FF金利のレンジは4.50~4.75%**に到達。FF金利先物等から、債券市場では利上げ幅鈍化は既に織り込み済みであり、ノーサプライズ

②声明文ではインフレの認識が「幾分和らいだ(“has eased somewhat”)」に変更され、ピークアウトの評価。一方、注目された「継続的な利上げ(“ongoing increase”)」の表現は維持。なお、先行きのFF金利誘導目標について、「引き上げ幅(“the extent of future increases in the target range”)」に文言が変更(前回は引き上げペース“the pace”)。政策運営の重点が利上げペースからFF金利の最終到達局面(ターミナルレート)の設定にシフトしていることを追認

③焦点だったパウエル議長記者会見では、インフレのピークアウト(“disinflationary process”)は喜ばしいと初めて言及。財価格の急減速や雇用コスト指数の伸び率低下を評価し、金融市場ではハト派的と捉えられた発言に。また、足下の金融環境の緩みに対する強い牽制がなかったことも一因

④一方、議長は労働市場のタイトさ等から、当面は継続的な利上げが必要との認識を強調。あと2回程度の利上げ(“about a couple of more rate hikes”)を議論していると指摘。今後の利上げ停止の時期や条件について、議長からは具体的な示唆はなし。ただし、議事要旨に記載されることを示唆したため要注目

⑤FOMC後の金融市場の反応を見ると、株高債券高(金利低下)の展開となり、今回のFOMCでは想定ほどタカ派的な示唆がなかったとの印象だった模様。FF金利先物の織り込みは大きく変わらず、ターミナルレートは4.875%、年内2回の利下げが想定

以上を踏まえると、2月FOMCでは、声明文やパウエル議長の記者会見からはタカ派的トーンが強調された面もあったものの、金融市場では想定内と捉えられ、むしろインフレピークアウトや金融環境緩和の黙認がピックアップされた。FRBと金融市場のすれ違いの展開が続くこととなった。

2. FRBと金融市場のすれ違いの要因

①先行きのインフレの認識が異なる

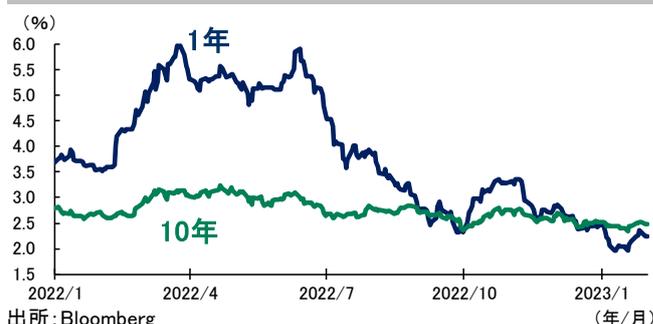
FRBと金融市場のすれ違いの主因は、パウエル議長も記者会見で言及したように、先行きのインフレの認識の差異だ。

12月インフレ指標では、確かにピークアウトの兆しがより見えてきた。コアCPIおよびPCEデフレーター(以下PCED)の中身のうち、財価格は既に輸入インフレ圧力低下から減速。家賃はまだ高い伸び率も、新規契約者向け家賃指数(カンザスシティ連銀の試算値等)は既に大きく減速し、今年半ば前後から家賃全体も減速に向かう見込みが立っている。

声明文でもウクライナ危機やコロナ感染に関わる文言が削除され、供給制約面からのインフレ圧力が緩和しているとFRBも評価しているようだ。

足下のインフレ統計に加えて、短期期待インフレ率が長期を下回るほど減速したことは注目に値しよう(図表1)。

図表1:インフレスワップレート
短期インフレ期待が低下、長期を下回る



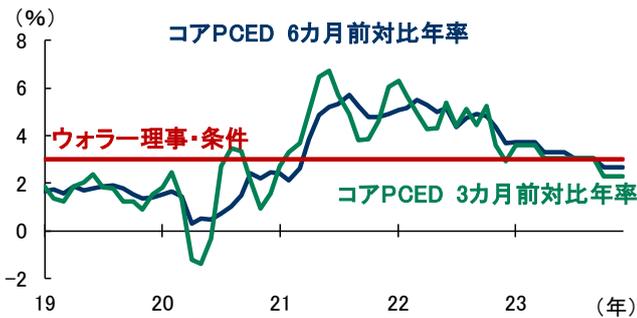
期待インフレ率から鑑みると、債券市場ではPCEDが1年後に2.2%台まで低下すると見込む。これは、12月SEPの予測値の最小値(2.6%)をも下回る。足下のハードデータに関する経済指標も、ソフトデータに遅れて減速感が出てきており、債券市場が利下げ転換を織り込む追加の材料になっている。

これに対して、パウエル議長は従来通り、労働市場の頑健性を重視してインフレ予測を保守的に見積もる必要性を強調した。失業率はいまだ低水準で求人数も予想より底堅く、賃上げ率も高い。現状の労働需給ひっ迫度は、今後の2%平均物価目標達成を約束する段階にはまだ遠いとの評価だ。

労働市場が十分に軟化しない中で早期の利下げに転じてしまえば、賃金が再び加速してインフレ率が押し上げられ、インフレ期待も上振れてしまうことになりかねない。そのため、FRBは引き締めが不十分とならないよう、リスク管理の観点から利上げ停止や利下げ転換のハードルを高めに設定しているようだ。記者会見でも言及があったが、例えばウォラーFRB理事は利上げ停止の条件として、コアPCEの3か月に加えて、6か月前比年率が3%未満の低下を挙げた。この水準には、市場予想からは年後半に達する(図表2)

図表2: コアPCEデフレータ

ウォラー理事提唱の利上げ停止条件達成は年後半?



注: 2023年の値は市場予想、四半期平均。出所: BEA, Bloomberg, SFGI

パウエル議長は会見でFRBと金融市場のインフレ予測の違いに言及し、FRBの見通し通りならば今年中に利下げは実施しないと述べた。一方で、金融市場の予測通りとなれば政策決定に影響を及ぼすとも言及している。

結局のところ、今後のFF金利のターミナルレートやその維持期間、利下げ開始時期といった政策運営の方針はデータ次第で、今年のFOMCは全てライブ会合だ。ウォラー理事提唱の条件はあくまで一つの目安にすぎず、賃金や期待インフレも含めた総合判断となろう。当面は景気と物価の情勢を見極め、フリーハンドを保って政策運営を行いたいというのがFRBの本心ではないだろうか。

②金融環境に関する言及に市場は過度に反応の公算

FOMCをハト派的と金融市場が取れたもう一つの要因は、金融環境の緩みへのけん制が弱かったとの指摘がされている。

確かに、パウエル議長は会見で金融環境について「12月FOMCからあまり変化していない」と述べた。金融環境指数をみると、確かに12月FOMC後から均してみれば小幅の緩和にとどまる(図表3)。10年実質金利もパウエル議長が目安とする+1%をまだ上回っており、大きく懸念していないのだろう。

図表3: 金融環境指数

12月FOMC時と比べて金融環境はやや緩和的に



注: GS FCIは値が小さいほど金融環境が緩和的を意味する。(年/月)

出所: Goldman Sachs, Bloomberg, SFGI

とはいえ、議長の発言をよく聞くと、決して金融環境の緩みを

完全に容認しているわけではない。「金融引き締め策を市場に反映させることが重要」「焦点は短期の動きではなく、より広範な金融環境の持続的な変化であり、まだ十分に制限的な政策スタンスにはなっていないと判断」「金融環境は確かにタイトになったが、まだやるべきことがある」といった発言を聞く限り、例えば実質金利が1%を割る水準まで低下すれば、けん制するコミュニケーションが取られる公算はある。今回のFOMCを「パウエルプット」と捉えるのは行き過ぎではないか。

③3週間後の議事要旨に要注目

今後の政策運営はデータ次第の面がより強まっており、次回FOMC前に注目されるのは3週間後に公表される議事要旨だ。

今回の記者会見では、利上げ停止や利下げ転換の条件、利上げ停止後の再度の利上げの可能性についての質問が寄せられた。それらについて、議長は具体的な示唆は避け、FOMC参加者と議論していることを示唆し、23日(日本時間)議事要旨の参照を勧めた。

次回3月のFOMCまでには2回の雇用統計とCPIといった経済統計に加え、議事要旨から政策運営の鍵を握るポイントの手がかりがつかめるかどうか、そのチェックは欠かせない。

3. 10年債利回りの展望

次回FOMCまでの10年債利回り(以下10年金利)を展望しよう。

10年金利を要因別にみると(図表4)、期待政策金利は市場が織り込むターミナルレートに連動して上昇してきたが、昨年11月以降はターミナルレートが横ばいとなり、連動性が薄れている。むしろ、今後の利下げ期待の高まりにより、23年1月以降は低下している。タームプレミアムも利下げ期待の高まりに連動して低下傾向にある。

図表4: 10年金利の要因別推移

10年金利は利下げ期待が下押し要因



注: 市場予想はFF金利先物から試算。

出所: FRB, Bloomberg, SFGI

クリーブランド連銀のNowcastでは1~3月期のコアPCEが前年比+3.92%まで減速するも、まだウォラー理事の利上げ停止条件は達成しない見込みだ。予想通りとなれば、FRBのスタンスが次回FOMCよりも前に大きく変わる公算は小さい。それでも、インフレや雇用統計の大きな上振れがない限り、債券市場の織り込みは変わらず、10年金利はレンジ圏の推移になろう。両者の鉢合わせはまだまだ先かもしれない。

宮嶋 貴之



尾河 真樹 (おがわ まき)
 執行役員 兼 金融市場調査部長
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
 金融市場調査部
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
 金融市場調査部 担当部長
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
 金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

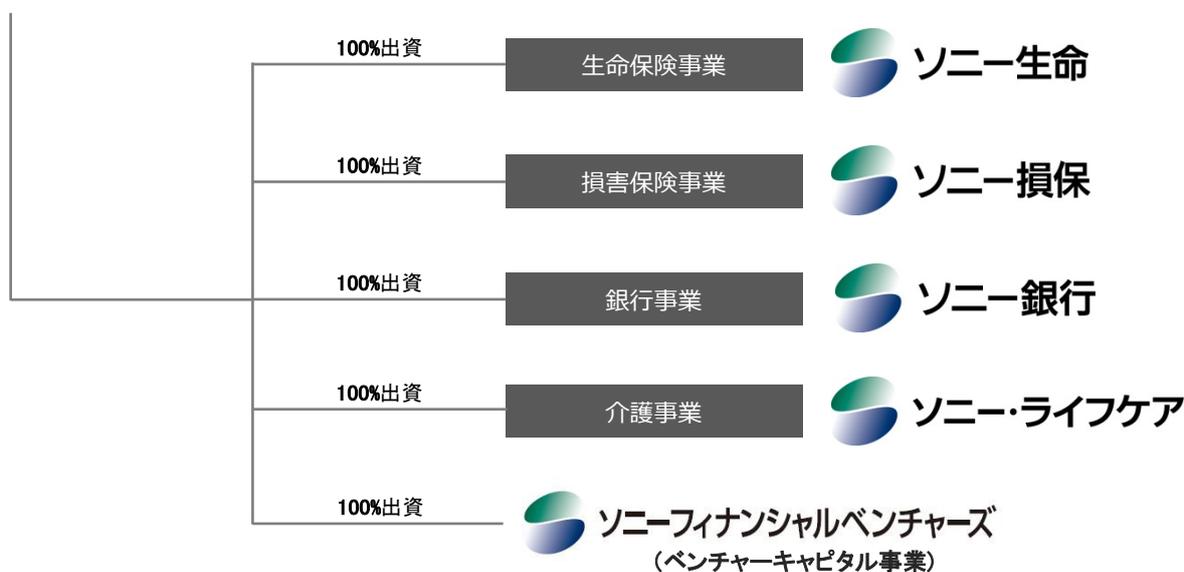
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>