

2023年7月27日

---

## 7月FOMC—今後の関心は利下げと景気動向に

---

### レポート要旨

#### 7月FOMCはサプライズなし—金融市場での反応は限定的

7月25-26日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、大方の予想通り、政策金利が25bp（=0.25%）引き上げられ、大きなサプライズはありませんでした。記者会見でのパウエル議長が、足元でのインフレの下振れや景気の底堅さを好意的に受け止めている様子であった点が印象的でした。今回の利上げが現行の引き締め局面における最後の利上げとなる可能性が高いと考えられます。

#### 今後は利下げの時期とペース、景気動向がより重要に

FRBによる利上げ局面が最終段階に入ったことで、今後の金融市場では、2024年における利下げの時期とペースや景気動向により強い関心が向かっていくと考えられます。今後、2024年末のFFレートについての想定がさらに大きく上昇するようなら、2024年後半についての景気見通しが下方修正されることで、景気回復期待を背景とした株価の本格的な上昇局面入りのタイミングが後ずれするリスクがあることに注意が必要です。



木下 智夫  
グローバル・マーケット・  
ストラテジスト

## 7月FOMCはサプライズなし—金融市場での反応は限定的

7月25-26日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）は、ほとんどの市場参加者が想定した通り、FFレートの誘導目標を25bp（=0.25%）引き上げ、5.25-5.50%に設定すると決定しました。会合後のパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長の記事会見を含めて、大きなサプライズはありませんでした。6月のCPI統計が市場想定よりも落ち着いた結果になった点は、パウエル議長によると「単月のデータに過ぎない」ということであり、今回の利上げを思いとどまらせるほどの強い材料とはなりませんでしたが、これも市場の想定通りです。

パウエル議長は、9月19-20日に予定される次回の会合やそれに続く会合では、その時々で入手できるデータを基に、その都度判断していくという姿勢を明確にしています。今回のFOMC後の段階で、金融先物市場では、9月FOMCにおける追加利上げの可能性が21.5%あるとみられています。しかし、次回会合までに公表される7、8月分のインフレ統計が物価のある程度の落ち着きを示すものになる公算が大きいことを踏まえると、今回の7月FOMCでの利上げが現行の金融引き締め局面における最後の利上げとなる可能性が高いと私は考えています。

記者会見は、パウエル議長が足元でのインフレの下振れや景気の底堅さを好意的に受け止めていることを滲（にじ）ませる内容となりました。特に印象的だったのは、パウエル議長が、①これまでの金融引き締め措置は労働市場に対して、求人数の減少などにつながっているだけであり、失業者の増加という形でのコストをもたらしていない、②一連の金融機関の破綻をきっかけとして生じた金融不安については、状況が落ち着いてきた—と発言した点です。パウエル議長は、FRBのスタッフが今後の米国経済について、もはや景気後退に陥るとの見方をしていない点にも言及しました。私は、今回の記者会見の様子をみて、パウエル議長の表情が過去数回の会見では見られなかったほどリラックスしているとの印象を受けました。大きなサプライズがなかったことで、7月FOMCに対する金融市場の反応は極めて限定的でした。

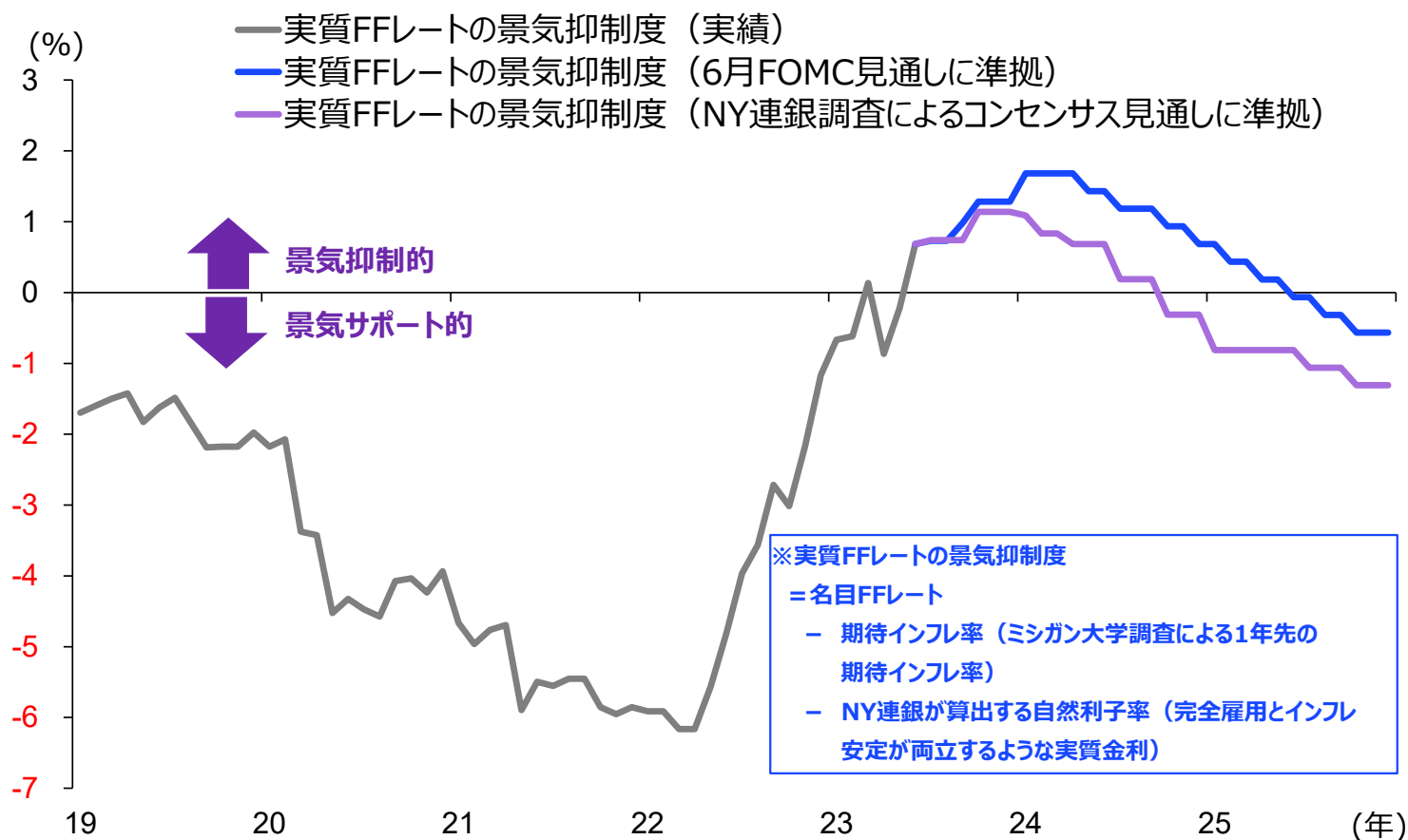
## 今後は利下げの時期とペース、景気動向がより重要に

FRBによる利上げ局面が最終段階に入ったことで、今後の金融市場では、2024年における利下げの時期とペースや景気動向により強い関心が向かっていくと考えられます。ヘッドラインよりも基調的なインフレ率を示すと考えられるコアインフレ率（エネルギー・食品を除くインフレ率）は、6月分のコアCPI上昇率（前年同月比ベース、以下同様）で4.8%、5月分のコアPCEデフレーター上昇率で4.6%と、FRBが目標とする2%のインフレよりもかなり高水準のままです。利下げの実施には、インフレ率がさらに落ち着きを見せ、「2%に向かって持続的に低下を続ける」との確信をFRBに抱かせるような状況になることが必要条件になるとみられます。私は初回の利下げの時期については、2024年の年央あたりになるとみています。

一方、利下げの判断においては、FFレートがどれだけ景気抑制的かという点も、重要です。この点で、パウエル議長が今回の記者会見で、実質FFレート（名目のFFレートから、短期の期待インフレ率を差し引いて計算）が長期の中立的水準をどの程度上回っているかを考慮していると述べた点は注目に値します。パウエル議長は、金融政策の効果が出ているという点を示すために、実質FFレートが既に景気抑制的になっている点を指摘しましたが、この考え方は、当レポートの6月29日号（『実質ベースでFFレートを展望』）と同様のアプローチです。このアプローチを用いて、今後のFRBの政策による景気抑制度を試算してみると、6月FOMCで示された経路に沿ってFFレートが推移する場合、2024年を通して景気には大きなマイナスのインパクトが及ぶ一方、金融市場のコンセンサス予想通りにFFレートが推移する場合には、2024年後半中には金融政策は景気抑制的ではなくなるとの試算結果となりました（図表1）。FFレートがこのどちらの経路で動くかについての期待が景気の先行きに対する期待を左右し、今後の株価に影響していくとみられます。

現在、金融先物市場で織り込まれる2024年末のFF金利水準は4.1%であり、6月分のCPI統計の公表を受けて直近のボトムを付けた3.7%から徐々に上昇してきました（図表2）。今後、この2024年末のFFレートについての想定がさらに上昇するようなら、2024年後半についての景気見通しが下方修正されることで、景気回復期待を背景とした株価の本格的な上昇局面入りのタイミングが後ずれするリスクがでてきます。逆に、今後公表されるCPIなどのインフレ統計が想定以上に落ち着く展開となれば、FRB政策の早期のハト派化期待が高まることで、2024年末のFFレートについての市場の想定が低下し、株価にはプラスに作用する可能性が出てきます。この意味で、インフレ指標をはじめ、雇用統計などの景気指標が引き続き注目されます。

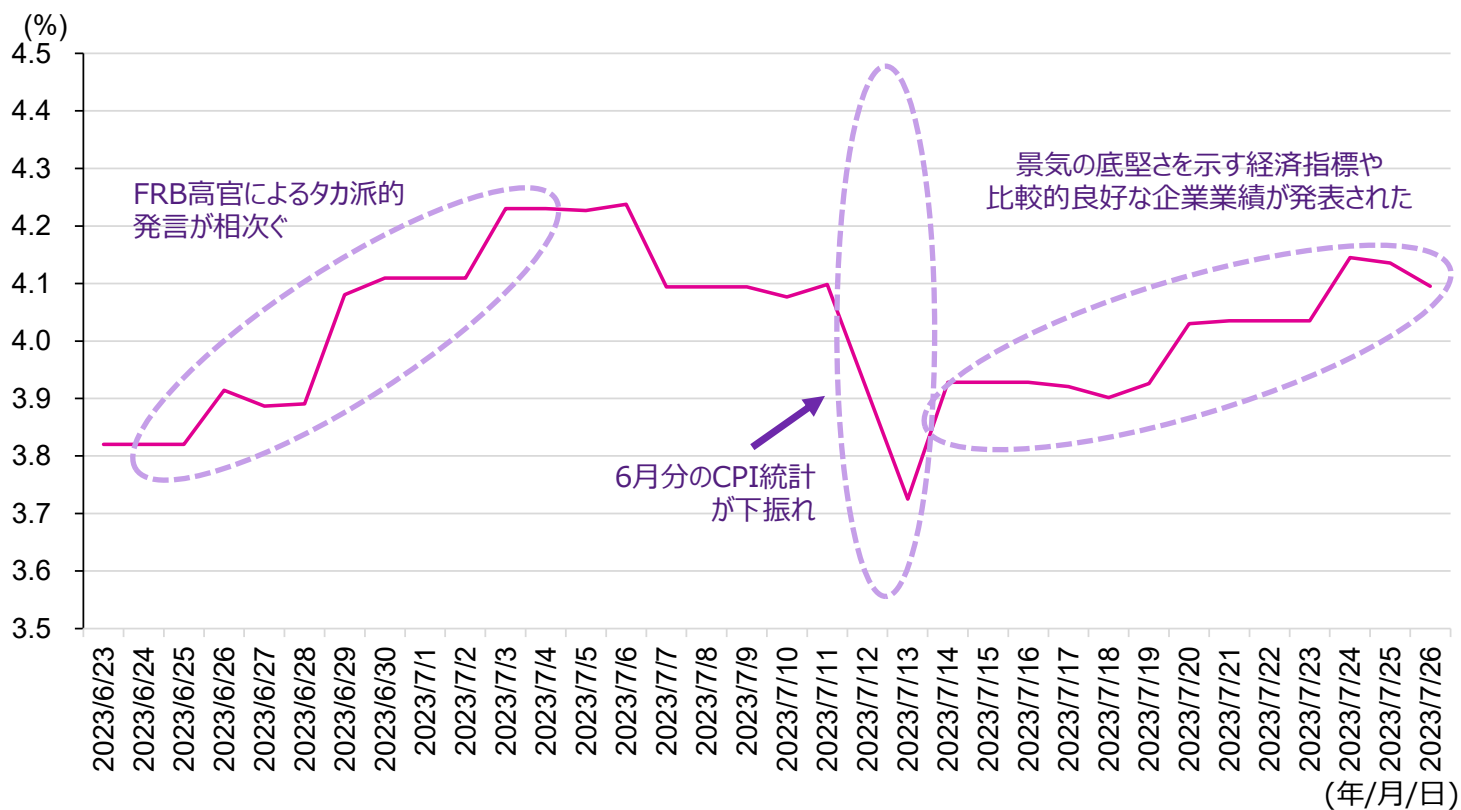
（図表1）実質FFレートの景気抑制度（中立金利を上回る程度）についての試算



（注）実質FF金利の景気抑制度は、ミシガン大学消費者調査による1年先の期待インフレ率を用いて算出した実質FFレートから、NY連銀が算出する実質の中立金利（ $r^*$ （アールスター）と呼ばれる自然利子率）を差し引いたものであり、係数がプラスの場合は実質FFレートが景気抑制的であることを示す。一部はインベスコが推計。

（出所）CEIC、FRB、NY連銀、ブルームバーグ、インベスコ

(図表2) 米国金利先物市場によって織り込まれた2024年末のFFレート



(出所) ブルームバーグよりインベスコ作成

## 「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
7月20日	中国景気の現状を整理—不透明感が強まる
7月13日	ECB政策の行方—来年はFRBよりも引き締めに
7月6日	日本：近づいてもなお遠い、2%のインフレ目標
6月29日	実質ベースでFFレートを展望
6月22日	下振れる中国経済と政策対応の方向性
6月15日	6月FOMCへの市場の反応は限定的だが..
6月8日	新興国資産に再び注目
6月1日	日本株の相対的な強さは年末頃まで続く公算
5月25日	米国国債のデフォルトリスクと2011年の経験
5月18日	中国：経済再開の恩恵が想定より早く剥落？
5月11日	日米欧の金融政策会合と今後の注目ポイント
4月27日	想定以上に上振れる中国景気
4月13日	YCCの早期修正期待が残る理由
4月6日	日銀短観3月調査と今後の日銀政策
3月30日	注目される、5つのマクロ的な動き

## 当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

---

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

---

MC2023-114