

2023年12月14日 全5頁

FOMC 2024年に合計0.75%ptの利下げを示唆

しかし、利下げ幅に関しては過度にハト派的な想定をすべきではない

経済調査部 主任研究員 矢作大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原翼

[要約]

- 2023年12月12日・13日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の5.25-5.50%で据え置かれた。9月のFOMC以来、3会合連続で金利据え置きとなった。今回の決定は市場参加者にとってサプライズとはならなかった。
- 今回のFOMCで公表されたFOMC参加者の経済見通し（SEP）については、目先の実質GDP成長率と物価見通しが下方修正された一方で、失業率の見通しは据え置かれた。インフレ率が低下していく一方で、失業率が自然失業率程度までの小幅な上昇にとどまるといふ、ソフトランディングシナリオと整合的な見通しになったといえる。
- 2024年の金融政策運営の注目点である①追加利上げの可能性、②利下げまでの時間軸、③合計の利下げ幅、についてまとめると、①に関しては、パウエルFRB議長が記者会見で、FOMC参加者は更なる利上げが適切とは考えていないと述べており、追加利上げの可能性は低下した。②に関しては、パウエル議長は利下げに関して、明確な条件や時期は指摘していないものの、多くのFOMC参加者が予備的な議論として言及し始めたと述べている。予備的な議論が始まりつつあることを踏まえれば、利下げへの転換時期は2024年央といったやや近い将来と捉えられるかもしれない。
- ③に関しては、FOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）において、2024年は0.75%ptの利下げが見込まれている。市場は2024年に合計1.00ptの利下げを想定しているが、2024年のドットチャートの形状はややタカ派的であり、利下げ幅に関しては過度にハト派的な想定をすべきではないだろう。

3 会合連続で金利据え置き

2023年12月12日・13日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが、従来の5.25-5.50%で据え置かれた。9月のFOMC以来、3会合連続で金利据え置きとなった。今回の決定は市場参加者にとってサプライズとはならなかった。CMEが算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、FOMCの開催直前（12月11日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約99%となっていた。パウエルFRB議長が、12月1日の講演会で今後の金融政策運営に関して慎重に判断していくと述べ、今回のFOMCでの金利据え置きを示唆していたことで、市場は今回の結果を事前に織り込んでいたといえる。

声明文は追加利上げの可能性低下を示唆

続いて今回のFOMCの声明文を見ると、景気全体に関しては、前回の「最近の指標は、第3四半期に経済活動が力強いペースで拡大したことを示唆している」から「最近の指標は、経済活動の伸びが第3四半期の力強いペースから減速していることを示唆している」へと表現を引き下げた。パウエル議長は、声明文公表後の記者会見で、個人消費は旺盛も、住宅投資や設備投資が減退していると説明している。雇用環境については前回の「年初から雇用の増加は緩やかとなったが依然として堅調で、失業率も低い水準が続いている」という表現を据え置いた。パウエル議長は、非農業部門雇用者数の伸びは減速するも依然として底堅く、失業率は低いまま指摘している。

続いて、物価関連の記述を見ると、「インフレ率は引き続き高いままである」という表現から「インフレ率は過去1年超にわたり減速したが、依然として高止まりしている」へと修正された。パウエル議長は、インフレ抑制まで時間がかかるものの、これまでのインフレ率の減速を歓迎していると述べている。なお、景気に関するリスク認識においては、前回の「家計や企業の金融・信用状況が引き締まることで、経済活動、雇用、インフレの重石となる可能性がある」から変化はない。

金融政策運営の先行きに関しては、前回の「インフレ率を長期的に2%に戻すために追加的な引き締め政策が適切である範囲を決定する上で、FOMCは累積的な引き締め金融政策や、金融政策が経済活動とインフレに影響を与えるラグ、及び経済と金融の今後の動向を考慮に入れる」との表現から、「インフレ率を長期的に2%に戻すためにあらゆる（any）追加的な引き締め政策が適切である範囲を決定する上で、FOMCは金融政策の累積的な引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに影響を与えるラグ、及び経済と金融の今後の動向を考慮に入れる」へと小幅に修正した。パウエル議長は、この修正の意図として、FOMC参加者が追加利上げの可能性が高くない一方、利上げの可能性自体は残したいということを挙げている。声明文をまとめれば、景気が緩やかに減速する中で、インフレもペースダウンしており、その結果として追加利上げの可能性が低下しているということだろう。

目先の成長率見通し、物価見通しを引き下げても、失業率は据え置き

今回の FOMC では、FOMC 参加者による経済見通し (SEP) が公表された。内容を見ていくと、実質 GDP 成長率 (4Q の前年比、以下同) は、2023 年 7-9 月期の実質 GDP が力強いものであったことを背景に、2023 年 (+2.6%、9 月時点: +2.1%) の予想を引き上げた。他方で、2024 年 (+1.4%、9 月時点: +1.5%) の予想はわずかに引き下げられた。また、2025 年 (+1.8%、9 月時点: +1.8%) に関しては据え置きとなり、2026 年 (+1.9%、9 月時点: +1.8%) は上方修正された。2022 年 3 月以来急ピッチで利上げが実施されてきたにもかかわらず、潜在成長率とされる長期見通し (+1.8%) を下回るのは 2024 年だけとの予想が示されたことになる。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

(単位: %)		中央値					大勢見通し									
		2023	2024	2025	2026	長期	2023		2024		2025		2026		長期	
							下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質 GDP 成長率 (4Q の前年比)	23年12月	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5	2.7	1.2	1.7	1.5	2.0	1.8	2.0	1.7	2.0
	23年9月	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9	2.2	1.2	1.8	1.6	2.0	1.7	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Q の平均)	23年12月	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8		4.0	4.2	4.0	4.2	3.9	4.3	3.8	4.3
	23年9月	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7	3.9	3.9	4.4	3.9	4.3	3.8	4.3	3.8	4.3
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	23年12月	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7	2.9	2.2	2.5	2.0	2.2	2.0		2.0	
	23年9月	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2	3.4	2.3	2.7	2.0	2.3	2.0	2.2	2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	23年12月	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2	3.3	2.4	2.7	2.0	2.2	2.0	2.1		
	23年9月	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6	3.9	2.5	2.8	2.0	2.4	2.0	2.3		

(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。

(出所) FRB より大和総研作成

失業率見通し (4Q の平均、以下同) に関しては、2023 年 (3.8%、9 月時点: 3.8%)、2024 年 (4.1%、9 月時点: 4.1%)、2025 年 (4.1%、9 月時点: 4.1%) が前回から据え置かれた。他方で、2026 年 (4.1%、9 月時点: 4.0%) は小幅に上方修正 (悪化) された。そして今回は、自然失業率とされる長期見通しが、4.1% へ上方修正された。各年の 1-9 月において失業率が上記見通しよりも上昇する可能性はあるものの、各年末時点においてはいずれも自然失業率を大きく上回らずに推移するとの見立てが維持された。

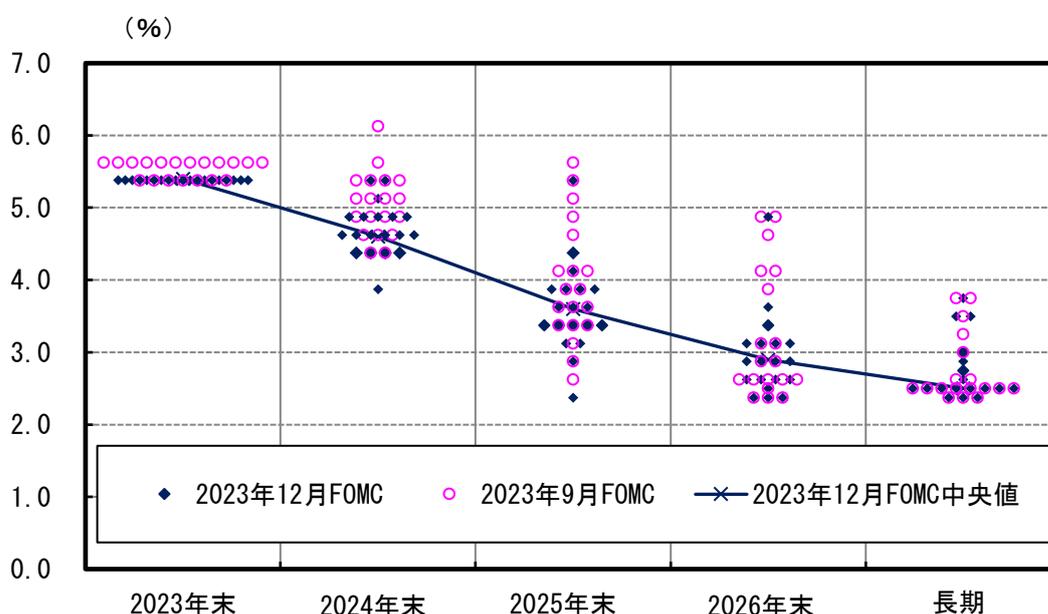
物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率 (4Q の前年比、以下同) について、2023 年 (+2.8%、9 月時点: +3.3%)、2024 年 (+2.4%、9 月時点: +2.5%)、2025 年 (+2.1%、9 月時点: +2.2%) がそれぞれ下方修正された。なお、2026 年 (+2.0%) に目標となる 2% に到達するという見込みに変わりはない。コア PCE 価格指数の上昇率に関しては、2023 年 (+3.2%、9 月時点: +3.7%)、2024 年 (+2.4%、9 月時点: +2.6%)、2025 年 (+2.2%、9 月時点: +2.3%) が下方修正された。PCE 価格指数同様に、コア PCE 価格指数も長期見通しが 2% に到達するのは、2026 年と見込まれている。

今回の SEP をまとめれば、目先の実質 GDP 成長率見通しと物価見通しが下方修正された一方で、失業率は据え置きとなった。インフレ率が減速していく一方で、失業率が自然失業率程度までの小幅な上昇にとどまるという、ソフトランディングシナリオと整合的な見通しといえる。

ドットチャート（中央値）は2024年に0.75%ptの利下げを示唆

注目点である先行きのFF金利に関して、ドットチャート(中央値)を見ると、2024年末(4.6%、9月時点：5.1%)、2025年末(3.6%、9月時点：3.9%)がそれぞれ引き下げられた。2026年末は2.9%で据え置きとなり、予想期間を通じて中立金利とされる長期見通し(2.5%)を上回ることが想定されている。特に注目されていた2024年の利下げ幅は、足元の水準から見れば0.75%pt分であり、0.25%ptずつ利下げを実施するのであれば、遅くとも2024年9月のFOMCで利下げが開始されることを示唆している。

図表2 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、1名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

続いて、ドットチャートの形状を見ると、2024年に関しては、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者は8名、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者は5名とややタカ派的に映る。他方で、2025年の形状を見ると、前回9月よりも水準は下方修正される形ではつきが小さくなっていることが確認できる。また、2025年と2026年それぞれについて中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者が、中央値よりも高い金利を予想するFOMC参加者を上回っており、ややハト派的な形状となっている。

今回のドットチャートによれば、前回に比べて利下げまでの時間が近づいていることを示している。パウエル議長は、利下げについては今会合で議論され始めたばかりとしており、こうした予想通りに利下げへと転じるかは今後もデータ次第ということだろう。

2024 年の利下げ幅は市場参加者と FOMC 参加者の認識にずれ

最後に、今回の FOMC を踏まえ、2024 年の金融政策運営の注目点である①追加利上げの可能性、②利下げまでの時間軸、③合計の利下げ幅についてまとめたい。①追加利上げに関して、パウエル議長は記者会見で、FOMC 参加者は更なる利上げが適切とは考えていないが、その可能性を議題から外すことも望んでいないと指摘している。追加利上げは FOMC 参加者にとってベースシナリオとしては想定されておらず、インフレの高止まりリスクが懸念される場合において検討されるという意味合いに取れるだろう。なお、こうした FOMC 参加者の認識は、追加利上げを想定していない市場参加者の認識と概ね合致している。

続いて、②利下げまでの時間軸に関しては、ドットチャート（中央値）で 2024 年合計 0.75%pt の利下げが見込まれている。0.25%pt ずつ利下げを実施する場合、遅くとも 2024 年 7-9 月期の FOMC から利下げフェーズとなるが、四半期ごとに 0.25%pt ずつ利下げをすると想定すれば、2024 年 4-6 月期からとなる。パウエル議長は利下げに関して、明確な条件や時期は指摘していないものの、多くの FOMC 参加者が予備的な議論として言及し始めたと述べている。予備的な議論が始まりつつあることを踏まえれば、利下げへの転換時期は 2024 年遅くという先の将来というよりも、2024 年央といったやや近い将来と捉えられるかもしれない。なお、利下げのタイミングが 2024 年央となれば、市場参加者の多くが予想するタイミングと概ね合致している。

他方で、③合計の利下げ幅に関しては、ドットチャート（中央値）の 0.75%pt に比べて、市場参加者は 2024 年合計で約 1.00%pt の利下げとハト派的な想定をしており、両者の間にはずれがある。また、前述の通り中央値以上の FF 金利水準を見込んでいる FOMC 参加者も依然多いことを踏まえれば、市場参加者と FOMC 参加者の認識の乖離幅はさらに大きいといえる。利下げまでの距離は近づきつつあるものの、2024 年合計の利下げ幅に関しては過度にハト派的な想定をすべきではないだろう。