

2024年2月1日 全5頁

# FOMC 利下げに向けた準備を進める

利下げ開始時期は2024年4-6月期が本命か

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

## [要約]

- 2024年1月30日・31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。2023年9月のFOMC以降、4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。
- 声明文では、景気のリスク認識が修正された。従来の主要なリスク要因である、拙速に利下げへと転換することでインフレが高止まりするリスクと、利下げへの転換が遅れることによる景気や雇用環境を過度に悪化させてしまうリスクが、バランスしているとの見解を示した。こうしたリスク認識の修正を基に、利上げを想定したフォワードガイダンスから、より中立的なフォワードガイダンスへと変更した。FOMCの中で、利下げフェーズへと転換するための準備が進んでいるといえよう。
- 利下げに関して、パウエルFRB議長は次回（3月19日・20日）のFOMCでの利下げの実施を明言せず、利下げの判断は慎重に行うと述べた。景気の急激な上振れや下振れがなく、インフレ率の減速が足元のペースのままであれば、4-6月期に利下げへと転換することが可能となろう。
- なお、銀行の手元流動性の低下に対して警戒感が強まっている中で、バランスシートの縮小（QT）のペースの減速も議論が行われ始めた。次回のFOMCでより詳細な議論が行われる予定である。

## 4 会合連続で金利は据え置き、QT のペースも変更なし

2024 年 1 月 30 日・31 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。2023 年 9 月の FOMC 以降、4 会合連続で金利は据え置きとなった。

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（1 月 29 日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約 98% となっていた。パウエル FRB 議長は、前回（2023 年 12 月 12 日・13 日）の FOMC 後の記者会見で、利上げの可能性は残しているものの、その可能性自体は高くないと述べていた。利下げに関しても、パウエル議長は前回の FOMC 後の記者会見で予備的な議論が始まりつつあると指摘したものの、前回の FOMC の議事要旨では利下げの開始時期に関する具体的な言及は見られなかった。利上げ・利下げともに明確な示唆がない中で、今回の FOMC でも様子見が続くとの予想が市場参加者の中でもコンセンサスになっていたといえる。

なお、銀行の手元流動性の低下に対して警戒感が強まっている中で、バランスシートの縮小（QT）ペースの減速も注目点の一つであった<sup>1</sup>。今回の FOMC では QT のペースに関して変更は加えられなかったが、FOMC 内でペースの減速に関する議論が行われ始め、次回（3 月 19 日・20 日）の FOMC でより詳細な議論が行われる予定である。

### 声明文：利上げから利下げへの政策転換に向けた準備を進める

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、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」から「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している」へと表現を引き上げた。パウエル議長は、2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が堅調な結果であったことを反映したと説明している。また、雇用環境については前回の「雇用の増加は 2023 年初から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」という評価を据え置いた。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、失業率は低いままとの認識を示している。

続いて、物価関連の記述を見ると、前回の「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」という表現を据え置いた。パウエル議長は、12 月の PCE 価格指数（前年比+2.6%）やコア PCE 価格指数（同+2.9%）は依然として高水準であるものの、前年比で+2%台まで低下しており、インフレ率 2% 目標に向けて着実な進展が見られると評価した。

なお、景気に関するリスク認識においては、前回の「米国の銀行システムは健全で強靱である。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。こうした影響の度合いは不確かなままである。FOMC は引き続きインフレリスク

<sup>1</sup> 大和総研 経済調査部 矢作大祐「[米国経済見通し 銀行の手元流動性の低下に要警戒](#)」（2024 年 1 月 23 日）を参照。

に細心の注意を払っている」から、「FOMC は雇用とインフレの目標達成に対するリスクのバランスが改善されつつあると判断している。経済の見通しは不透明であり、FOMC は引き続きインフレリスクに細心の注意を払っている」へと変更した。パウエル議長は、従来の主要なリスク要因であった、拙速に利下げへと転換することでインフレが高止まりするリスクと、利下げへの転換が遅れることによる景気や雇用環境を過度に悪化させてしまうリスクが、バランスしていることを反映したと述べている。

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%に戻すためにあらゆる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」との表現から、「FF レートの誘導目標レンジの調整を検討する際、FOMC は今後のデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する。FOMC は、インフレ率が 2%に向けて持続的に推移しているという確信がさらに高まるまでは、誘導目標レンジを引き下げるのは適切ではないと考えている」へと修正した。前述のリスク認識の修正を基に、利上げを想定したフォワードガイダンスから、より中立的なフォワードガイダンスへと変更することで、利下げフェーズへと転換するための準備を進めているといえよう。他方で、利下げの判断に持続的なインフレの減速が必要との表現は、一部の市場参加者が期待する次回の FOMC での利下げ（早期利下げ論）へのけん制とも考えられるだろう。

## 金融政策の見通し：利下げ開始時期は 4-6 月期が本命か

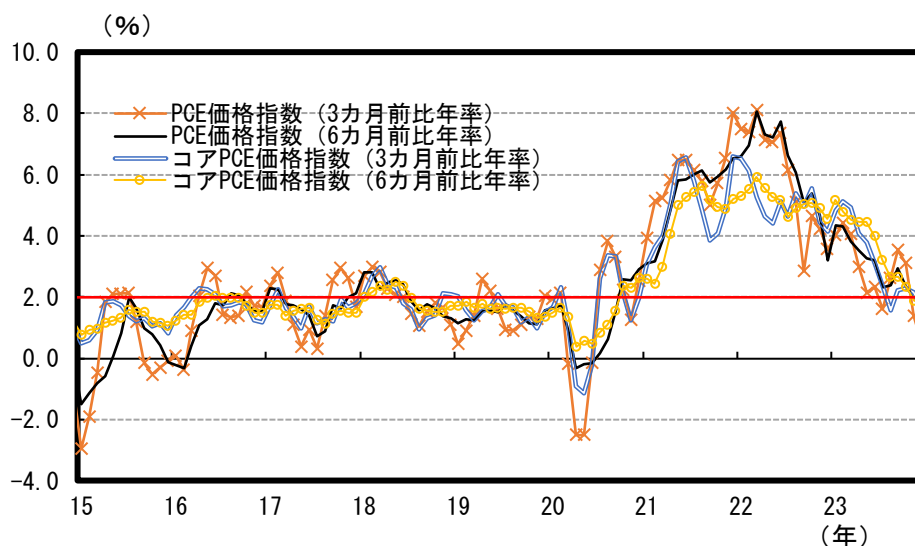
今回の声明文で中立的なフォワードガイダンスへの変更に加えて、パウエル議長は記者会見で、FOMC 参加者から利下げの提案はなかったものの、幾人かの参加者が金利の見通しについて言及したと述べた。パウエル議長は議論の具体的な内容に関しては特段の言及を避けたため、2月 21 日に公表される議事要旨の公表を待つことになる。

声明文でも指摘されたように、利下げへと移行する上で、FOMC メンバーがインフレ率 2%目標の達成に向けた確信を持つことが条件となる。どの程度の期間のデータを確認するべきかは、パウエル議長は明言していないが、主な FOMC 参加者の発言を基にすれば、今後数カ月の間にインフレ率が持続的に減速していることが確認できる必要があるだろう。PCE 価格指数とコア PCE 価格指数が前年比で+2%台まで低下したことは前述の通りであるが、より短期的なトレンドを反映した 3 カ月前比年率や 6 カ月前比年率はすでに+2%以下まで減速しており、こうしたペースが継続すればインフレ率 2%目標の達成は可能といえる（図表 1）。

次回の FOMC までに、CPI と PPI は 2 回分（2024 年 1 月・2 月分）、PCE 価格指数は 1 回分（2024 年 1 月分）の公表が予定されている。パウエル議長が今回の FOMC で次回の FOMC での利下げの実施を明言せず、利下げの判断は慎重に行うと述べていることを踏まえれば、FRB が重視する PCE 価格指数に関して、複数回のデータを確認すると考えるべきだろう。次々回（4 月 30 日・5 月 1 日）の FOMC での利下げであれば、3 回分（2024 年 1 月・2 月・3 月）の PCE 価格指数のデー

タを確認することができる。最終的にはデータ次第ではあるが、景気の急激な上振れや下振れがなく、インフレ率の減速が足元のペースのままであれば、FRBは4-6月期に利下げへと転換することが可能となろう。

図表1 PCE 価格指数、コア PCE 価格指数



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

続いて、QTのペース鈍化に関しては、前回のFOMCの議事録では、QTのペース鈍化を決定するかなり前に、その決定のための技術的な議論を開始すべきとの指摘が複数人のFOMC参加者からあったことが示された。パウエル議長は、今回のFOMC後の記者会見で、QTのペースの減速に関する議論を行ったと述べている。パウエル議長は、具体的な議論の内容に関して説明をしなかったが、次回のFOMCでより技術的な議論が行われる予定であると述べた。

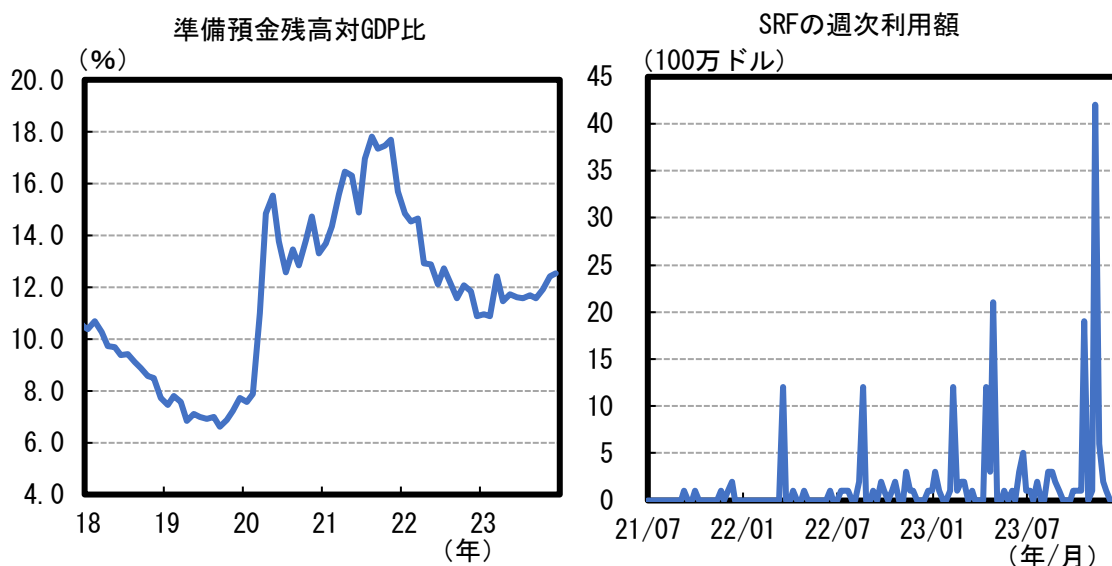
QTのペース減速に関連する議論として、ウォラーFRB理事が1月16日の講演会で示した見解が参考になる。QTによる銀行の準備預金の減少に関しては、これまでFRBは準備預金残高対GDP比が8%程度まで低下すると銀行の手元流動性が不足するリスクがあると認識していた。しかし、ウォラー理事は銀行ビジネスの拡大などを理由に準備預金残高対GDP比は10-11%程度が最適と指摘した。準備預金残高対GDP比は2023年2月に10.9%まで低下した後、シリコンバレーバンクの破綻を契機とした銀行による手元流動性の積み増しによって、直近(2023年12月)は12.6%となっている(図表2左図)。

直近の準備預金残高対GDP比は、従来のFRBの基準はもちろんのこと、ウォラー理事の基準と比べても高水準にあり、QTは当面の間継続可能といえる。しかし、これまで銀行が手元流動性の積み増しのために活用してきたFRBの流動性供給プログラムであるBTFP(Bank Term Funding Program)が3月に期限切れとなることが決まっている。BTFPが期限切れとなった後は、銀行はディスカウント・ウィンドウや常設レポファシリティ(Standing Repo Facility、SRF)といったFRBの他の流動性供給プログラムを利用することで手元流動性を積み増すことが想定される。ウォラー理事も準備預金がひっ迫する場合はSRFの活用が増加していくと想定

しており、QT のペースを鈍化させるタイミングを測る指標になるとの见解を示した。なお、SRF の利用は足元で幾分活性化しているが、12 月の累計利用額は約 5,000 万ドルと、BTFP の12 月の増分である約 220 億ドルと比べても規模は小さい（図表 2 右図）。ウォラー理事が取り上げたこうした指標を踏まえれば、現時点で QT のペース鈍化の機運が FOMC 内で急激に高まるような状況にはないということだろう

もっとも SRF の利用には、スティグマ（利用することで危機的状況にあるとの印象を与えてしまうこと）があり、銀行はいざという時まで利用をためらう可能性がある。つまり、SRF の利用が拡大し始めたときには、銀行の手元流動性の不足が深刻化してしまっていることも考えられよう。こうした事態を事前に回避する、あるいは、即時に対応できるように、FOMC 内でどの程度議論が進められているかが重要となることから、2 月 21 日に公表される今回の FOMC の議事要旨が注目されよう。

**図表 2 準備預金残高対 GDP 比、常設レポファシリティ（SRF）の週次利用額**



（出所）FRB、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成