

2024年3月21日 全6頁

FOMC 様子見姿勢継続も政策変更は近づく

2024年央に利下げ、5月FOMCでQTのペース減速がベースシナリオ

経済調査部 主任研究員 矢作大祐

[要約]

- 2024年3月19日・20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以来、5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、実質GDP成長率見通しが上方修正されたことで、失業率は小幅に下方修正され、物価見通しが一部上方修正された。景気が想定よりも堅調に推移する中で、インフレ率の減速ペースも緩やかになるとの見立てが示された。こうしたSEPを踏まえ、FOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）は、2024年の中央値こそ変更はなかったものの、形状はタカ派化した。他方で、中央値が引き上げられた2025年、2026年は中央値よりも低い金利を予想する参加者が多く、タカ派一色というわけでもない。インフレ抑制に向けた道筋が不透明な中で、先行きの利下げのペースも現時点では不確実性が高いということだろう。
- 注目点の①利下げまでの距離感、②量的引き締め（QT）のペースの減速に関する見通しについてまとめると、①に関しては、現時点では従来通り2024年央の利下げ開始がベースシナリオである。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、今後はFOMC参加者が予想するインフレ率の中央値を下回る伸びとなることが想定される。利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。
- ②QTのペースに関しては、今回の記者会見の冒頭説明で、パウエルFRB議長は、FOMC参加者の一般的な認識として近い将来（fairly soon）にQTのペースを減速させることが適当と述べた。近い将来という表現を用いたことを踏まえれば、QTのペースの減速に関しては、ベースシナリオとしては次回（4月30日・5月1日）FOMC、遅くとも次々回（6月11日・12日）のFOMCでの実施が想定される。

5 会合連続で金利据え置き

2024年3月19日・20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以来、5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（3月18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、1月30日-31日のFOMC後の記者会見で、3月のFOMCの時点で利下げ開始が妥当との確信を得られるとは考えにくいと述べていたことから、市場は金利据え置きを織り込んでいたといえる。

声明文は概ね据え置き、記者会見は議会証言と一致

今回のFOMCの声明文は小幅な変更にとどまった。景気全体に関しては、前回の「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」で据え置いた。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」という表現から、「雇用の増加は依然として堅調で、失業率も低い水準が続いている」という表現へと修正された。修正されたとはいえ、2023年に関する表記を削除しただけであり、評価に大きな変更はない。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、記者会見で2月のPCE価格指数（前年比+2.5%）やコアPCE価格指数（同+2.8%）を受けて、インフレ率は過去1年間で著しく減速したものの、依然としてFRBの目標である2%を上回っていると述べた。

景気に関するリスク認識においては、前回の「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」という表現から変更はなかった。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って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いう前回FOMCで示した評価から大きな変化がないということだろう。

こうした中で、金融政策運営の先行きに関しては、前回の「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」という表現を据え置いた。パウエル議長は、記者会見で経済が概ね予想通りに推移すれば年内に利下げが適切となる可能性が高いと述べるも、声明文でのリスク認識でも示された通り、インフレが高止まりしてしまうリスクと景気・雇用が必要以上に悪化してしまうリスクのどちらも考慮し、データを基に慎重に判断すると述べた。

声明文は概ね据え置きであり、FRBの様子見姿勢の継続が示された。また、パウエル議長の記者会見での発言は、3月6日の米下院金融サービス委員会での議会証言の発言内容（年内の利下げの可能性が高い）と概ね一致するものであった。議会証言後に公表されたインフレ指標（CPI、PPI、輸入物価）が軒並み市場予想を上回る中でも、年内の利下げの可能性が高いとの見解を維持したことは、単月の統計の結果に過度に反応すべきではないということを示唆している。

実質 GDP 成長率、インフレ見通しを上方修正

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 10-12 月期の実質 GDP 成長率が力強いものであったこと、そして、足元まで景気が底堅く推移している現状を反映し、2024 年（+2.1%、2023 年 12 月時点（以下、12 月時点）：+1.4%）を引き上げた。また、2025 年（+2.0%、12 月時点：+1.8%）、2026 年（+2.0%、12 月時点：+1.9%）も上方修正した。引き締めの金融環境が続いているにもかかわらず、予想期間中は潜在成長率とされる長期見通し（+1.8%）を一貫して上回り続けるとの見立て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							
		2024	2025	2026	長期	2024		2025		2026		長期	
						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)	24年3月	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0	2.4	1.9	2.3	1.8	2.1	1.7	2.0
	23年12月	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2	1.7	1.5	2.0	1.8	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Q の平均)	24年3月	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9	4.1	3.9	4.2	3.9	4.3	3.8	4.3
	23年12月	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.2	4.0	4.2	3.9	4.3	3.8	4.3
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	24年3月	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3	2.7	2.1	2.2	2.0	2.1	2.0	
	23年12月	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2	2.5	2.0	2.2	2.0		2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	24年3月	2.6	2.2	2.0		2.5	2.8	2.1	2.3	2.0	2.1		
	23年12月	2.4	2.2	2.0		2.4	2.7	2.0	2.2	2.0	2.1		

(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

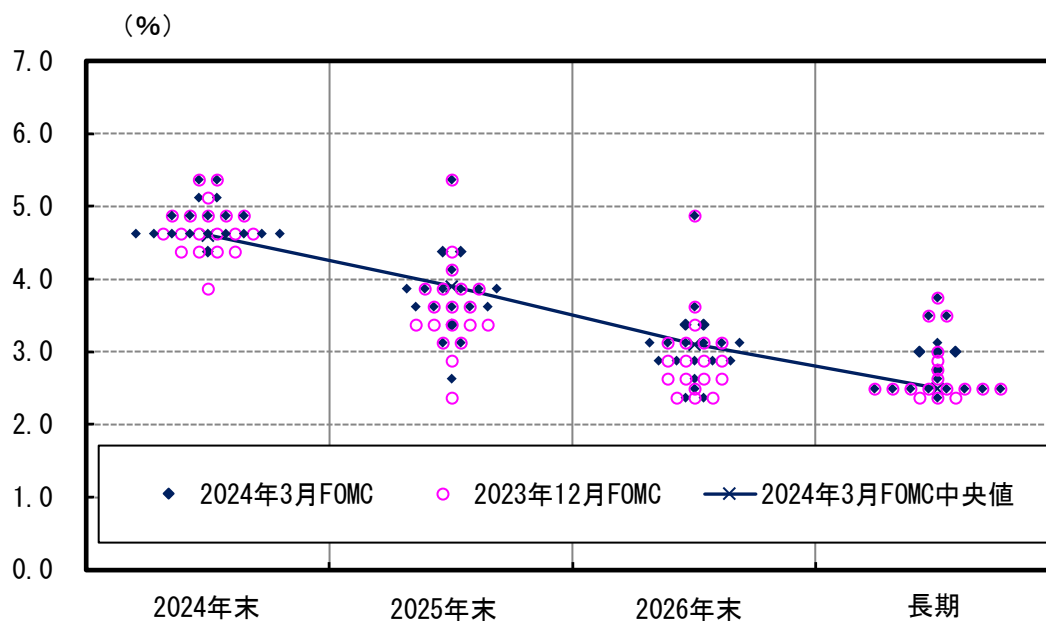
失業率見通し（4Q の平均、以下同）に関しては、2024 年（4.0%、12 月時点：4.1%）を小幅に引き下げた（改善）。2025 年（4.1%、12 月時点：4.1%）は据え置いたものの、2026 年（4.0%、12 月時点：4.1%）は小幅に下方修正された（改善）。直近の失業率（2 月：3.9%）から 2024 年は緩やかに上昇し、予想期間中は自然失業率とされる長期見通し（4.1%）前後で推移するとの見立てである。物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率（4Q の前年比、以下同）について、2024 年（+2.4%、12 月時点：+2.4%）、2025 年（+2.2%、12 月時点：+2.1%）、2026 年（+2.0%、12 月時点：+2.0%）と、2025 年のみ上方修正された。コア PCE 価格指数の上昇率に関しては、2024 年（+2.6%、12 月時点：+2.4%）、2025 年（+2.2%、12 月時点：+2.2%）、2026 年（+2.0%、12 月時点：+2.0%）と、2024 年のみ上方修正された。なお、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数ともに 2% に到達するのは、2026 年との見方が維持された。

今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率見通しが上方修正されたことで、失業率は小幅に下方修正され、物価見通しが一部上方修正された。景気が想定よりも堅調に推移する中で、インフレ率の減速ペースも緩やかになるとの見立てが示されたといえる。

ドットチャートの中央値は 2024 年が据え置きも、2025 年以降は上方修正

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%、12 月時点：4.6%) は予想が据え置かれた。2024 年内は合計 0.75%pt の利下げという想定に変わりはなく、他方で、2025 年末(3.9%、12 月時点：3.6%)、2026 年末(3.1%、12 月時点：2.9%) と上方修正された。インフレ率の減速ペースが緩やかになるとの見立ての中で、利下げも緩やかに進むという予想が示されたことになる。なお、予想期間を通じて中立金利とされる長期見通し(2.6%)を上回るとの見立ては変わらない。

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

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 9 名(12 月時点：8 名)、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 1 名(12 月時点：5 名)と、12 月時点に比べて中央値よりも低い金利を予想する参加者が大きく減り、高い金利を予想する参加者が増えた。2025 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 4 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名と、中央値よりも低い金利を予想する参加者が多い。また、2026 年に関しても、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 4 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名となった。

今回のドットチャートをまとめれば、2024 年は中央値こそ変更はなかったものの、中央値よりも高い金利を予想する参加者が増えたことで形状はタカ派的といえる。声明文やパウエル議長の記者会見ではタカ派的な傾向は明確には見られなかったが、足下のインフレ指標の影響などもあり、FOMC 参加者の中ではインフレ率高止まりへの警戒感が強まった可能性があるだろう。他方で、中央値が引き上げられた 2025 年以降は中央値よりも低い金利を予想する参加者が多い。中央値が上方修正されたとはいえ、タカ派一色というわけでもない。パウエル議長が記者会見の冒頭説明で、インフレ率の減速に進展が見られていることは喜ばしいとしつつも、インフレ抑制に向けた道筋は不透明だと述べたように、先行きの利下げのペースも現時点では不確実性が高いということだろう。

2024 年央に利下げ、5 月 FOMC で QT のペース減速がベースシナリオ

今回の FOMC での注目点は、①利下げまでの距離感、②量的引き締め (QT) のペースの減速に関する見通しであった。①に関しては、2024 年のドットチャートの中央値が変更されなかったことから、2024 年央を目途に利下げという見立てが大きく変わったわけではない。しかし、形状がタカ派的になったということ踏まえれば、利下げ開始のタイミングが後ずれし、2024 年内の利下げ幅もドットチャート (中央値) の合計 0.75%pt から縮小する可能性があるということだろう。こうしたタカ派的な修正の可能性に関して、市場も事前に織り込んでいた。3 月 18 日時点の FF 金利先物の期間構造を見ると、2024 年 12 月末の FF 金利水準は 4.72% となっており、市場が織り込む 2024 年の利下げ幅は合計 0.66%pt とドットチャートの中央値 (合計 0.75%pt) を下回っている。

利下げタイミングの後ずれ、および利下げ幅の縮小の可能性は、インフレ動向に左右される。パウエル議長が 1-2 月のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたことにに関して記者会見で問われた際に、インフレ率の減速はでこぼこ道 (bumpy road) を進んでおり、インフレ目標の達成は時間の経過とともに (over time) 達成する、と繰り返した。インフレ率の短期的な変動はありつつも、インフレ率が減速傾向を示し続けているかが重要ということだろう。つまり、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数が FOMC 参加者の 2024 年末時点の予想中央値から想定されるペースで低下すれば予想通りに利下げを進め、想定されるペースを上回るようであれば、FOMC 参加者はタカ派的なスタンスを強めることになる。

2024 年のインフレ率の中央値を達成するペースとしては、PCE 価格指数は前月比 +0.39%、コア PCE 価格指数は前月比 +0.40% が目安となる。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、クリーブランド連銀が公表するインフレーション・ナウキャストイング (3 月 19 日時点) によれば、2 月の PCE 価格指数 (同 +0.36%)、コア PCE 価格指数 (同 +0.30%) は目安を下回っている。現時点では従来通り 2024 年央の利下げ開始がベースシナリオであり、利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。

②QT のペースに関しては、前回の FOMC 後の記者会見で、今回の FOMC で QT に関する技術的な

議論を行うことが示唆されていた。今回の記者会見の冒頭説明で、パウエル議長は、FOMC 参加者の一般的な認識として近い将来 (fairly soon) に QT のペースを減速させることが適当と述べた。なお、パウエル議長は QT のペースの減速に関して、これ以上の詳細は現時点で説明するつもりはない、と述べたことから、具体的なタイミングや内容に関しては、議事要旨の公表を待つことになる。

近い将来という表現を用いたことを踏まえれば、QT のペースの減速に関しては、ベースシナリオとしては次回 (4月30日・5月1日) FOMC、遅くとも次々回 (6月11日・12日) の FOMC での実施が想定される。QT のペースの減速をできる限り早いタイミングで実施しようとする背景として、パウエル議長は QT のペースが速すぎることによる市場のショックを未然に防ぎ、QT を結果的に長く継続できるということを説明している。こうした見解は、ローガン・ダラス連銀総裁の認識¹に沿ったものであり、2019年のレポ金利の急上昇によって、利下げや短期国債の買入を実施することに追い込まれた教訓を活かそうとするものである。インフレ率が減速したとはいえ、依然として 2%目標を上回る中で、物価動向や雇用環境以外の要因で、2019年のような利下げへと追い込まれることは FRB としても本意ではないということだろう。

¹ 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) 参照