

2024年5月2日 全4頁

# FOMC 利下げ開始の先送りを示唆

再利上げには消極的、2024年内の利下げ開始は明言せず

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]

- 2024年4月30日・5月1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。これで、2023年9月のFOMC以降、6会合連続で金利は据え置きとなった。
- 他方で、今回の会合ではバランスシートの縮小（QT）ペースを6月から減速することが決定された。FRBはこれまで、国債は毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSは毎月350億ドルをキャップにして、保有分を減額してきた。それが今回の決定により、国債の減額キャップが毎月250億ドルへと変更された。他方でエージェンシー債・MBSについては、減額キャップが毎月350億ドルで変更はされず、毎月の減少額がキャップを超える場合は国債に再投資するとした。
- 今回のFOMCの声明文、記者会見を総じてみれば、FOMC参加者が事前に示唆してきたように、利下げ開始の先送りを主なメッセージとして発信するというものであり、市場参加者にとってサプライズはなかった。パウエルFRB議長が追加利上げに消極的であったことは、市場にとって安心といえるが、2024年内の利下げ開始に関してはかなりトーンダウンしており、0.25%ptの利下げを織り込む市場にとってはサプライズとなり得る。年内の利下げ開始を否定するようなサプライズのタイミングとしては、早ければ6月11日・12日の次回FOMCが挙げられるだろう。

## QTのペース減速を決定、政策金利は6会合連続で据え置き

2024年4月30日・5月1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、6会合連続で金利は据え置きとなった。他方で、今回の会合ではバランスシートの縮小（QT）ペースを6月から減速することが決定された。

いずれの決定も市場参加者にとってサプライズとはならなかった。政策金利については、CMEが算出するFed Watch（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（4月29日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約96%となっていた。また、QT減速については、前回（3月19日・20日）のFOMCの議事要旨において、参加者の大多数が、資産減少のペースをかなり早い(fairly soon)タイミングで、減速し始めることが賢明であると考えていたことが明らかになっていた。そのため、QT減速についても市場は事前に織り込んでいたと考えられる。

FRBは2022年6月よりバランスシートの縮小を始め、国債は毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSは毎月350億ドルをキャップにして、保有分を減額してきた。それが今回の決定により、国債の減額キャップが毎月250億ドルへと変更された。エージェンシー債・MBSについては、毎月350億ドルから変更されなかったが、毎月の減少額がキャップを超える場合は国債に再投資するとした。パウエルFRB議長は、バランスシート縮小のペースを減速することで、短期金融市場のストレスを軽減し、結果としてバランスシートを目標とする水準まで削減できると、FOMC後の記者会見で説明した。

## 声明文・記者会見：インフレ減速の自信を得るのに時間がかかることを示唆

声明文を確認すると、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」という表現から「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることを示唆している」へと小幅に修正された。雇用環境については前回の「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」という表現を維持した。

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」という表現は維持した一方で、「ここ数カ月、2%のインフレ目標に向けてさらなる進展は見られなかった」という表現が加えられた。パウエル議長は記者会見で、3月のPCE価格指数が前年比2.7%、コアPCE価格指数が同+2.8%になったことを示しつつ、2024年にこれまで公表されたインフレデータは予想を上回っていると指摘した。

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、「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過去1年で改善してきたと判断している。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」へと小幅に変更された。これは、雇用とインフレ目標達成に対するリスクのバランスが改善してきた中で、2024年に入り、インフレ減速の進展が見られないことへの警戒感が反映されたとみられる。

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。パウエル議長は第 1 四半期のインフレ指標を受けて、2%のインフレ目標に向けて持続的に進展するとの自信を得るには、さらなる時間がかかる可能性がある、との見解を記者会見で何度も繰り返した。他方でパウエル議長は、インフレ目標の達成に向けてより大きな自信を得た場合や、労働市場の予期せぬ悪化が起きた場合には利下げする可能性があるとも言及するなど、あくまで今後のデータ次第との姿勢を貫いたといえる。

## 再利上げには消極的、2024 年内の利下げ開始は明言せず

今回の FOMC の声明文、記者会見を総じてみれば、FOMC 参加者が事前に示唆してきたように、利下げ開始の先送りを主なメッセージとして発信するというものであり、市場参加者にとってサプライズはなかった。もっとも、パウエル議長の記者会見中は、米 10 年国債金利が大幅に低下した。これは、パウエル議長が利上げの可能性に関して問われた際に、現状の政策スタンスは十分に引き締めのめであり、次の FF 金利に関する変更が利上げになる可能性は低いと述べたことが背景にある。一部の市場参加者の中で意識されていた追加利上げの可能性に対して、パウエル議長が消極的なスタンスを示したことで市場の安心感が強まったといえる。

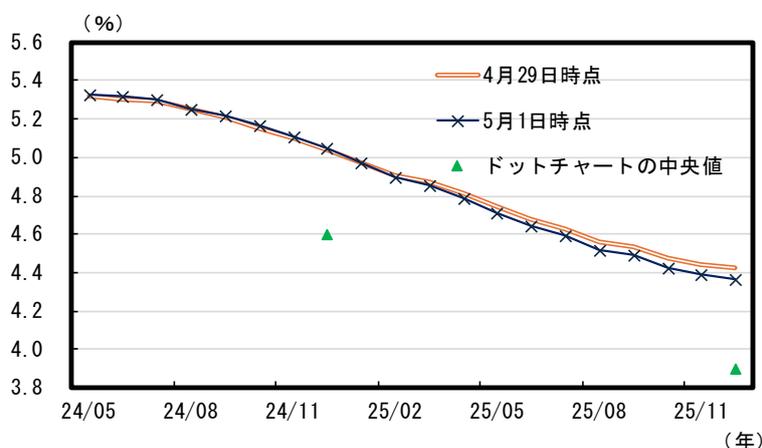
パウエル議長は記者会見で利上げに消極的なスタンスを示した一方、2024 年内の利下げ開始の可能性に関して問われた際には、データ次第という回答に終始し、明言をしなかった。利下げの検討の条件に関しては、上述の通り、インフレ目標の達成に向けてより大きな自信を得た場合や、労働市場の予期せぬ悪化が起きた場合を挙げてはいるが、インフレ高止まり以外のその他のシナリオと表現している。そもそも 3 月の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート、中央値）で 2024 年内に合計 0.75%pt の利下げが見込まれていたことに比べて、パウエル議長の発言からは、2024 年内の利下げ開始も含めて大幅にトーンダウンしていると考えられる。

FF 金利先物から見た市場参加者の利下げ期待を確認すると、2024 年内に約 0.25%pt の利下げという織り込みは FOMC 前後で大きく変わっていない。インフレの減速が今後も緩やかな場合に、FOMC が引き締めサプライズを狙うとすれば、次の手段は 2024 年内の利下げ可能性の明確な否定ということになる。1こうした利下げ可能性を否定するタイミングとしては、FOMC 参加者

<sup>1</sup> 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、「[米国経済見通し 利下げ開始先送りの次の手は？](#)」（2024 年 4 月 26 日）参照。

のFF金利の予想値であるドットチャートの公表(3・6・9・12月のFOMC)が契機となりやすい。12月17日・18日のFOMCでの利下げの否定では意味がないことを踏まえれば、早ければ6月11日・12日の次回FOMC、或いは9月17日・18日のFOMCが選択肢となり得る。

図表1 FF金利先物の期間構造



(注) ドットチャートの中央値は2024年3月のFOMC時点。

(出所) CME、FRBより大和総研作成

最後にQTのペース減速に関しては、前述の通り、パウエル議長がバランスシート縮小のペースを減速させることで、短期金融市場のストレスを軽減すると説明したように、QTを今後も継続するための措置と考えられる。インフレ率の高止まり懸念が強い中、市場の混乱の発生に伴い緩和的な措置を取らざるを得なくなることは、FOMCとしても回避したいということだろう。利下げ開始の先送りに加えて、QTのペース減速も、FOMCがインフレ抑制に向けた長期戦の準備を開始したととらえるべきだろう。