

2024年6月13日 全5頁

FOMC 2024年内の利下げ予想は0.25%pt

足元のインフレ減速を評価も、利下げ予想は慎重なスタンス

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6月11日・12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、7会合連続で金利は据え置きとなった。
- 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成長率見通しが据え置きとなり、失業率も小幅な上方修正（悪化）に留まる一方、物価見通しが上方修正された。景気が堅調に推移する中で、インフレ率の減速が緩やかなものに留ま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年の中央値が上方修正され、2024年内の利下げ幅の想定が、3月時点の合計0.75%ptから0.25%ptに引き下げられた。他方で、2025年末の中央値も上方修正されたものの、2025年の利下げ幅については3月時点の合計0.75%ptから、1.00%ptに拡大された。2026年末のFF金利水準は3.1%と前回予想（3月時点）と変わらなかった。
- 最大の注目点である利下げ開始のタイミングに関しては、記者会見当日に公表された5月のCPIのように、インフレ減速を示す良好な結果が継続することがカギとなる。5月のコアCPIで大幅に減速したコアサービス価格（家賃除く）は、労働需給のひっ迫度合いの緩和を反映したもので、インフレ減速に向けてポジティブな兆しといえる。
- 他方で、11月の大統領選挙を控え、不法移民の抑制と最低賃金の引き上げといった、有権者の不満解消を目指す動きが見られ、賃金上昇率が下げ渋る可能性がある。米国経済がインフレ減速、および利下げの判断という重要なフェーズへと移行する中で、政治の季節到来が不確定要素になりつつある点は注意を要する。

7 会合連続で金利据え置き

2024年6月11日・12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、7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（6月10日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約95%となっており、市場は金利据え置きを織り込んでいたといえる。

声明文・記者会見：直近のCPIの結果を反映し、インフレ減速を評価

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、経済活動が緩やかなペースで拡大し続けていることを示唆している」という表現で据え置いた。パウエルFRB議長は、声明文公表後の記者会見（以下、記者会見）で、個人消費や設備投資を中心に、民間最終需要の堅調さを取り上げた。雇用環境についても、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。パウエル議長は、記者会見で労働需給のひっ迫度合いは緩和しつつあるが、依然として雇用者数は堅調な伸びとなり、失業率も上昇したとはいえ低水準であると指摘した。

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。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。ここ数カ月、2%のインフレ目標に向けて緩やかな（modest）さらなる進展が見られた」へと修正した。パウエル議長は、記者会見当日（6月12日）に公表された5月分のCPIの前月比が市場予想を下回ったことを反映したとの見解を示した。

なお、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過去1年超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」という表現を維持した。

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、経済が堅調に推移し、高インフレが継続する場合には、適切な限りFF金利の誘導目標レンジを維持する用意があると述べた一方、労働市場が予想以上に軟化したり、インフレが予想よりも減速したりした場合には、利下げといった対応を行う用意があると述べた。あくまで今後のデータ次第との姿勢を貫いたといえるだろう。

インフレ減速ペースを慎重に見積もり、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、2024 年 (+2.1%、2024 年 3 月時点 (以下、3 月時点) : +2.1%)、2025 年 (+2.0%、3 月時点 : +2.0%)、2026 年 (+2.0%、3 月時点 : +2.0%) のいずれも前回から据え置きとなった。引き締め的な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06月	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9	2.3	1.8	2.2	1.8	2.1	1.7	2.0
	24年03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
失業率 (4Q の平均)	24年06月	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0	4.1	3.9	4.2	3.9	4.3	3.9	4.3
	24年03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
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	24年06月	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5	2.9	2.2	2.4	2.0	2.1	2.0	
	24年03月	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3	2.7	2.1	2.2	2.0	2.1	2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	24年06月	2.8	2.3	2.0		2.8	3.0	2.3	2.4	2.0	2.1		
	24年03月	2.6	2.2	2.0		2.5	2.8	2.1	2.3	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

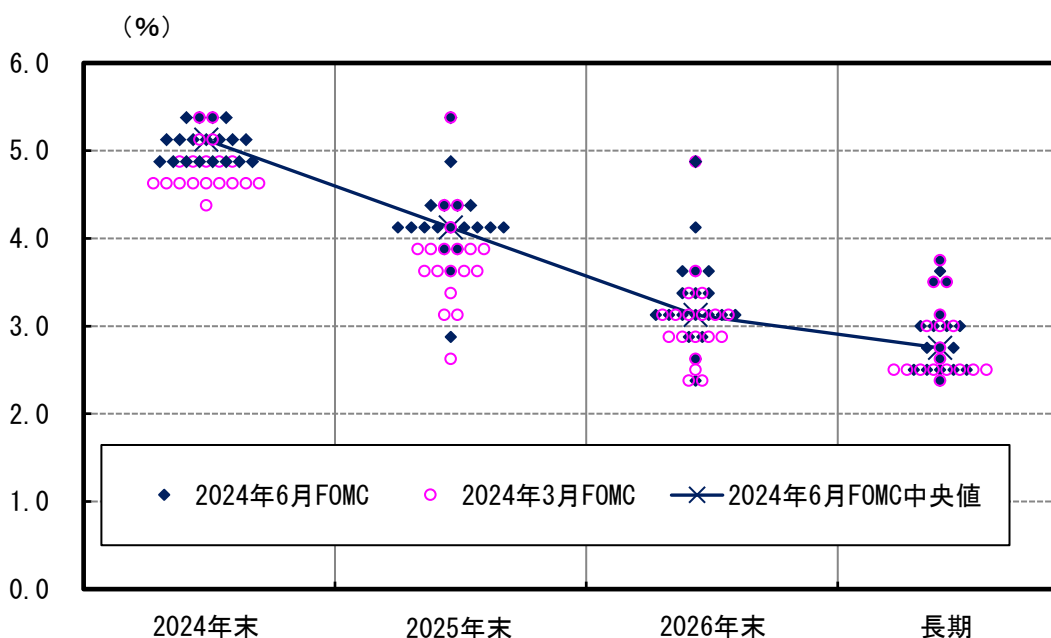
失業率見通し (4Q の平均、以下同) に関しては、2024 年 (4.0%、3 月時点 : 4.0%) は据え置きとなった一方で、2025 年 (4.2%、3 月時点 : 4.1%)、2026 年 (4.1%、3 月時点 : 4.0%) が小幅に上方修正された (悪化)。また、自然失業率とされる長期見通し (4.2%、3 月時点 : 4.1%) も小幅に上方修正されたことで、予測期間中は自然失業率を上回らずに推移するとの見立てが示された。物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率 (4Q の前年比、以下同) について、2024 年 (+2.6%、3 月時点 : +2.4%)、2025 年 (+2.3%、3 月時点 : +2.2%) が上方修正された。他方で、2026 年 (+2.0%、3 月時点 : +2.0%) については据え置きとなった。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2024 年 (+2.8%、3 月時点 : +2.6%)、2025 年 (+2.3%、3 月時点 : +2.2%) が上方修正され、2026 年 (+2.0%、3 月時点 : +2.0%) は据え置きとなった。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ことになる。

今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率見通しは据え置かれた一方、失業率が小幅に上方修正され、物価見通しが上方修正された。景気が堅調さを維持する中で、インフレ率の減速が緩やかなものに留まるとの見立てが示されたといえる。ただし、パウエル議長は質疑応答の中で、SEP で示されたインフレ予測は保守的なものであり、6 月 12 日に公表された 5 月の CPI のようにインフレ減速に向けて進展が見られる良好な結果が今後も継続すれば、予測も変わり得ることを指摘している。

ドットチャートの中央値は2024年、2025年が上方修正、2026年は据え置き

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(5.1%、3月時点：4.6%)は上方修正された。2024年内の利下げ幅の想定が、3月時点の合計0.75%ptから合計0.25%ptに引き下げられたことを意味する。この他、2025年末(4.1%、3月時点：3.9%)は上方修正された一方で、2026年末(3.1%、3月時点：3.1%)は据え置かれた。利下げの開始が3月時点の予想よりも遅れることで、2025年の中央値が上方修正されているものの、2025年の利下げ幅については3月時点の合計0.75%ptから、合計1.00%ptに拡大された。なお、今回は中立金利とされる長期見通し(2.8%、3月時点：2.6%)が小幅に上方修正されたが、予想期間を通じてFF金利が中立金利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



(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(7名)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8名となった。大まかにみれば、中央値である5.1%(2024年内利下げ幅合計0.25%pt)と4.9%(同0.5%pt)で見解が分かれているといえるが、年内は金利据え置きを予想するFOMC参加者が3月時点に比べて増加しており(2名→4名)、利下げに対して慎重なスタンスもうかがえる。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6名、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者は4名と、中央値よりも高い金利を予想する参加者がやや多い。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8名、中央値よりも低い金利を予想するFOMC参加者は4名と、中央値よりも高い金利を予想する参加者が多い。

今回のドットチャートをまとめれば、2024年の利下げ幅が縮小されたことが注目されている

が、2026年の金利水準が3月時点と変わらなかったことを踏まえれば、2024～2026年の合計の利下げ幅は変わらず、利下げの開始時期が後ずれしただけともいえる。一方、2024年内の金利据え置きを予想するFOMC参加者が増えるとともに、2025年、2026年ともに中央値よりも高い金利を見込むFOMC参加者が増えたことは、利下げに対して慎重なスタンスが強く、今後もタカ派化の余地があることを示唆している。

インフレ減速に進展が見られるも、政治の季節到来が不確定要素

今回のドットチャートで示された2024年の金利水準は、FF金利先物が織り込む市場の想定と概ね一致している。ドットチャートの形状についても、金利の据え置きを見込むFOMC参加者が増えるなどタカ派的な印象を与えるものもあるが、これまでFOMC参加者が利下げを急がないというスタンスを示してきたことを踏まえれば、市場に大きなサプライズを与えるものではない。

注目の利下げ開始のタイミングに関しては、パウエル議長は記者会見で、景気や雇用環境が落ち込むような傾向が見られれば、利下げを実施すると指摘した。もっとも、実際の景気や雇用環境が減速しつつも底堅い現状を踏まえれば、引き続きインフレ指標次第で利下げのタイミングが決まると考えておくべきだろう。記者会見同日に公表された5月のCPIはヘッドライン（前月比+0.0%）、コア（同+0.2%）とも市場予想（ヘッドライン：同+0.1%、コア：同+0.3%）を下回る結果となったことを受け、パウエル議長がインフレの減速に向けて良好な結果が見られたと述べたことは前述の通りである。利下げの実施に向けては、こうしたインフレ減速を示す良好な結果が継続することが重要となろう。

インフレのペースダウンが今後も継続するためのカギはどこにあるだろうか。コアCPIの3カ月前比年率に注目すると、高い伸びとなった3月（+4.5%）から、4月（+4.1%）、5月（+3.3%）と2カ月連続で減速し、低下幅は拡大した。コアCPIの内訳を見ると、コア財がマイナス圏で推移している中、コアサービス（家賃除く）が大幅に減速した。パウエル議長が記者会見で指摘したように、コアサービス（家賃除く）は賃金上昇率と連動しており、足元で労働需給のひっ迫度合いの緩和が進んでいることが反映されたといえる。

他方、賃金上昇率のペースダウンに向けて、不法移民の抑制と最低賃金の引き上げが懸念材料になりつつある。労働需給のひっ迫度合いの緩和には、移民増による労働供給の拡大が寄与してきた。一方、財政負担の増加や社会からの不満を背景に、バイデン政権が米国南部国境で不法移民が一定数を超えた場合（7日間における1日当たりの平均越境者数が2,500人を超えた場合）に、入国の一時停止や制限を課す大統領令を発表した。また、最低賃金に関して、カリフォルニア州で4月よりファストフード店の最低賃金が時給16ドルから20ドルへと引き上げられた。最低賃金引き上げを受けてメニューの価格引き上げも見られ始めたようだ。こうした移民政策や労働政策は、11月の大統領選挙を控え、有権者の不満解消を目指す動きとも考えられるだろう。米国経済がインフレ減速、および利下げの判断という重要なフェーズへと移行する中で、政治の季節到来が不確定要素になりつつある点は注意を要する。