

2024 年 8 月 1 日 全 4 頁

# FOMC 9 月 FOMC での利下げ開始の可能性を示唆

市場の焦点は利下げ開始の時期から利下げのペースへと移る

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 7 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。これで、2023 年 9 月の FOMC 以降、8 会合連続で金利は据え置きとなった。
- 金利据え置きが予想されていた中で、今回の FOMC での注目点は、足元のインフレ鈍化を受けて、利下げ開始に向けたシグナルがどの程度発せられるかであった。パウエル FRB 議長は、政策変更はデータ次第との姿勢を継続する一方で、利下げに向けた地ならしをするような表現も繰り返した。パウエル議長はインフレ減速について自信が高まったと強調し、雇用の急速な悪化の可能性についての質問に対しては、非常に注意深く見守るとした。また、9 月利下げの可能性については、期待通りのデータが得られれば議題に上がると指摘している。
- 他方で、9 月の FOMC での利下げは市場も織り込み済みであり、焦点は早くもその後の利下げのペースへと移る。6 月の FOMC 時点で参加者の FF 金利予想は、2024 年内の利下げ幅は 0.25%pt であり、9 月に利下げを実施すれば、その後は据え置きということになる。仮に、2024 年内に 0.25%pt の利下げが 2 回以上とするのであれば、FOMC 参加者が想定する以上にインフレが減速しているか、雇用環境が冷え込んでいることが前提となるだろう。例えば、PCE 価格指数・コア PCE 価格指数の伸び幅が前月比 +0.2% よりも小さくなる場合や、失業者数の四半期当たりの増加ペースが直近の増加ペース（前期差 +31 万人程度）となる場合は、2024 年内の利下げ回数を増やす根拠となり得るだろう。

## 8 会合連続で金利据え置き

2024 年 7 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、8 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（7 月 29 日）の時点で、金利が据え置きとなる確率は約 95% となっていた。7 月 17 日にウォラーFRB 理事は、利下げが正当化される時期に近づきつつあるとした上で、現在のデータはソフトランディング達成と整合的であり、今後 2 カ月ほどはこの見方を補強するデータを探したいと指摘していた。ウォラー理事の指摘は、景気の急激な腰折れはベースシナリオではなく、緊急的な利下げの必要がないとの認識を示唆しており、市場も今会合での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：インフレ減速の自信が高まり、リスク認識も修正

金利据え置きが予想されていた中で、今回の FOMC での注目点は、足元のインフレ鈍化を受けて、利下げ開始に向けたシグナルがどの程度発せられるかであった。まず、声明文から FOMC の景気の現状に対する判断を確認すると、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続けていることを示唆している」という表現を据え置いた。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、民間最終需要の堅調さを取り上げた。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」という表現から、「雇用の増加は緩やかになり、失業率は上昇しているが依然として低い」に変更された。パウエル議長は記者会見で、非農業部門雇用者数の伸びは 2024 年第 1 四半期から減速したものの堅調であり、失業率については上昇したとはいえ低水準であると指摘した。他方で、パウエル議長は、労働市場は軟化してきており、下振れリスクが現実的になってきた、とも言及した。

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緩やかなさらなる進展（modest further progress）が見られた」という表現から、「インフレは過去 1 年超にわたり緩和しているが、依然としてやや（somewhat）高い水準にある。ここ数カ月、2% のインフレ目標に向けていくらかのさらなる進展（some further progress）が見られた」へと修正した。パウエル議長は記者会見でコア PCE 価格指数の内訳項目である、財、住宅、サービス（住宅除く）の 3 つの項目で進展が見られたことに言及し、インフレ減速に関する自信が高まったとコメントした。

こうした中、景気に関するリスク認識は、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 年超にわたり改善してきた（have moved toward better balance）」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を達成するリスクが引き続き

よりバランスのとれた状態に改善し続けている (continue to move into better balance) と判断している。経済見通しは不透明であり、FOMC は二重の使命 (デュアルマנדレート) の両面に対するリスクに注意を払っている」へと変更した。雇用とインフレのリスクバランスが改善し続けていることを示す表現に修正した上で、リスク認識が雇用環境の悪化とインフレの高止まりの間で均衡しつつあることを明示した。

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 9 月の FOMC を含め先行きの会合については何も決定していないとし、今後もデータ次第との姿勢を貫いたといえる。他方で、パウエル議長は記者会見で、利下げに向けた地ならしをするような表現も繰り返している。パウエル議長はインフレ減速について自信が高まったと強調し、雇用の急速な悪化の可能性についての質問に対しては、非常に注意深く見守るとした。また、9 月利下げの可能性については、期待通りのデータが得られれば議題に上がると指摘している。

## 市場の焦点は利下げ開始の時期から利下げのペースへと移る

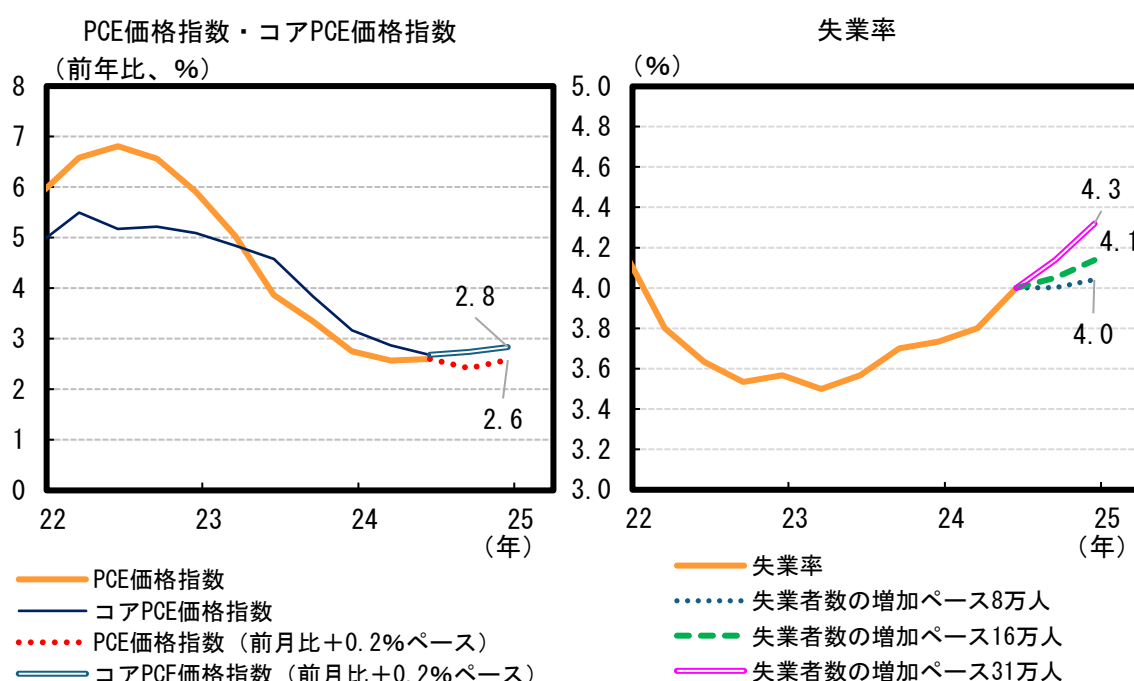
今回の FOMC をまとめれば、声明文でインフレ減速に更なる進展が見られたことが指摘された。FOMC は政策変更はデータ次第というスタンスを維持しているものの、パウエル議長は利下げが議論される時期が近づいていると記者会見で述べた。9 月の FOMC での利下げ開始の可能性が示唆されたといえる。他方で、9 月の FOMC での利下げは市場も織り込み済みであり、焦点は早くもその後の利下げのペースへと移る。6 月の FOMC 時点で参加者の FF 金利予想は、2024 年内の利下げ幅は 0.25%pt であり、9 月に利下げを実施すれば、その後は据え置きということになる。仮に、2024 年内に 0.25%pt の利下げが 2 回以上とするのであれば、FOMC 参加者が想定する以上にインフレが減速しているか、雇用環境が冷え込んでいることが前提となる。

6 月の FOMC 時点で、FOMC 参加者による 2024 年 10-12 月期の PCE 価格指数見通し (中央値) は前年同期比 +2.6%、コア PCE 価格指数見通し (中央値) は同 +2.8% である。これに対し、4-6 月期の実績値は PCE 価格指数が同 +2.6%、コア PCE 価格指数が同 +2.7% と、すでに FOMC 参加者による見通し (中央値) と同等かそれ以下となっている。2024 年 10-12 月期まで、PCE 価格指数・コア PCE 価格指数ともに 1 カ月当たり前月比 +0.2% 程度で推移すれば、このまま中央値を達成できることになる。言い換えれば、1 カ月当たり前月比 +0.2% よりも伸び幅が小さくなれば、FOMC 参加者が想定する以上にインフレ減速が進んでいることになり、2024 年内に 0.25%pt の利下げが 2 回以上となることも想定され得る。

雇用環境に関しては、6 月の FOMC 時点で、FOMC 参加者による 2024 年 10-12 月期の失業率見通し (中央値) が 4.0% となっている。4-6 月期の失業率の実績値は 4.0% となっており、すでに FOMC 参加者の見通し (中央値) と同等まで上昇した。今後、労働参加率が横ばいで推移する

と仮定した場合、失業者数の四半期当たりの増加ペースが前期差+8 万人程度であれば、10-12 月期においても失業率は4.0%程度となろう。他方で、失業者数の四半期当たりの増加ペースが前期差+16 万人程度（2024 年 1-3 月期、4-6 月期の平均増加ペース）、+31 万人程度（4-6 月期の増加ペース）となれば、10-12 月期の失業率はそれぞれ4.1%、4.3%と FOMC 参加者の見通しの中央値を上回ることになる。失業率が4.1%にとどまれば、中央値を上回るとはいえ、大勢見通し（上位・下位3 名を除いた数値）の上限に入っており、FOMC 参加者の想定内といえるだろう。他方で、直近の失業者数の増加ペースが続き、失業率も4.3%まで上昇するような兆しが見られれば、少数の FOMC 参加者しか予想していない水準であることから、2024 年内の利下げ回数を増やす根拠となり得るだろう。

図表 PCE 価格指数・コア PCE 価格指数および失業率の実績と今後の試算



(注) 図表内の数値は、2024 年 10-12 月期に各シナリオで想定される水準を試算したもの。

(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成