

2024年9月19日 全6頁

FOMC 0.50%pt の利下げを決定

利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る

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9月17日・18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を0.50%pt引き下げ、従来の5.25-5.50%から4.75-5.00%へと変更した。利下げ自体は市場参加者にとってサプライズとはならなかったものの、利下げ幅について予想は割れていた。
- 0.50%ptの利下げに関して、パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見で、①インフレ率が2%に減速していくとの自信が深まったことに加え、②後れを取らない（景気を引き締めすぎない）ためのコミットメント、を意図するものと説明した。インフレの減速が続くと自信が高まる中で、景気や雇用を支える姿勢を強めたといえる。
- 今回のFOMCではFOMC参加者による経済見通し（SEP）と、FOMC参加者のFFレート予想であるドットチャート（中央値）が公表された。SEPに関しては、雇用環境は前回の予想（6月時点）に比べて悪化するとの予想は示されたが、景気全体は底堅く推移し、インフレ率は2%に向けて緩やかに減速していくというソフトランディングシナリオが維持された。
- ドットチャートに関しては、2024年内の利下げ幅を拡大することで、6月時点よりも早期に中立的な金利水準に引き下げの見通しとなっている。ただし、2024年内において、追加的な大幅や連続での利下げに慎重なスタンスを取る参加者も比較的多く、見解が割れている。2025年以降についても、先行きの経済状況が不透明であることや、大統領選挙の結果にも大きく左右されることから、今後のデータ次第で大きく変わり得る。
- 先行きの利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る中で、失業率がFOMC参加者の予想以上に上昇すれば、大幅利下げの可能性は高まり、インフレ率が高止まりすれば、利下げも緩やかになり得る。問題は一時的に失業率が予想以上に上昇しつつも、インフレ率が高止まりするような状況が発生した場合だ。FOMC参加者の中でも意見が割れ、市場参加者の思惑も振れやすくなる。

0. 50%pt の利下げを決定

2024年9月17日・18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を0.50%pt引き下げ、従来の5.25-5.50%から4.75-5.00%へと変更した。利下げは、2020年3月以来、4年6カ月ぶりとなる。利下げ自体は市場参加者にとってサプライズとはならなかったものの、利下げ幅について予想は割れていた。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（9月16日）の時点で、0.50%ptの利下げとなる確率が約60%、0.25%ptの利下げとなる確率が約40%だった。なお、FOMCの声明文によれば、ボウマンFRB理事が0.25%ptの利下げを主張し、反対票を投じた。

声明文・記者会見：インフレ減速への自信を高め、リスクはほぼ均衡

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GDPや小売売上高を取り上げ、米国経済は堅調さを維持していると指摘した。雇用環境については、前回の「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」という表現から、「雇用の増加は鈍化し、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FOMC後の記者会見で、雇用者数の増加ペースが鈍化している点などから、労働市場の減速を指摘する一方で、現時点では堅調さを維持しているとの認識を示した。

物価関連の記述を見ると、前回の「インフレは過去1年間で緩和しているが、依然としてやや高い水準にある。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が見られた（there has been some further progress）」という表現から、「インフレ率は委員会の2%目標に向けてさらに進展しているが（Inflation has made further progress）、依然としてやや高い水準にある」へと修正した。パウエル議長は記者会見でインフレ率が2%へ減速していくことへの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「委員会は、雇用とインフレの目標を達成する上での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と判断している」という表現から「委員会は、インフレ率が2%に向かって持続的に動いているという確信をより深めており、雇用とインフレの目標を達成するリスクはほぼ均衡していると判断している」へと変更し、雇用とインフレのリスクバランスが概ね均衡したことを明示した。

金融政策の判断に関しては、前回の「委員会は、目標達成を支援するため、FFレートの誘導目標レンジを5.25-5.50%に維持することを決定した」という表現から、「インフレの進捗とリスクのバランスを考慮して、委員会はFFレートの誘導目標レンジを0.5%pt引き下げて、4.75-5.00%にすることを決定した」へと変更した。0.50%ptの利下げに関して、パウエル議長は、記者会見で、①インフレ率が2%に減速していくとの自信が深まったことに加え、②後れを取ら

ない（景気を引き締めすぎない）ためのコミットメント、を意図するものと説明した。インフレの減速が続くと自信が高まる中で、景気や雇用を支える姿勢を強めたといえる。

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、委員会は今後のデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する。委員会は、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」という表現から「FF レートの誘導目標レンジの追加調整を検討するにあたり、委員会は入ってくるデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する」へと変更した。パウエル議長は先行きの政策決定はデータ次第とし、景気が堅調なもとで高インフレが続く場合は利下げペースを緩め、労働市場が悪化したり、インフレがさらに速いペースで減速したりする場合は対応する（利下げペースを速める）とした。

SEP: インフレの見通しは引き下げ、失業率の見通しは引き上げ（悪化）

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（+2.0%、2024年6月時点（以下、6月時点）：+2.1%）が小幅に下方修正され、2025年（+2.0%、6月時点：+2.0%）、2026年（+2.0%、6月時点：+2.0%）は前回から据え置きとなった。そして、今回から新たに公表された2027年は+2.0%となった。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	2027	長期	2024		2025		2026		2027		長期	
							下限	上限	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09月	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.1	1.8	2.2	1.9	2.3	1.8	2.1	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	24年09月	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4	4.2	4.5	4.0	4.4	4.0	4.4	3.9	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	24年09月	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2	2.4	2.1	2.2	2.0		2.0		2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	24年09月	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6	2.7	2.1	2.3	2.0		2.0			
	24年06月	2.8	2.3	2.0			2.8	3.0	2.3	2.4	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（4.4%、6月時点：4.0%）、2025年（4.4%、6月時点：4.2%）、2026年（4.3%、6月時点：4.1%）が上方修正された（悪化）。2027年については4.2%となり、自然失業率とされる長期見通し（4.2%）程度まで低下するのは2027年以降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（+2.3%、6月時点：+2.6%）、2025年（+2.1%、6月時点：+2.3%）が下方修正された。FRBのインフレ目標である2%を達成するのは2026年（+2.0%、6月時点：+2.0%）という見立ては

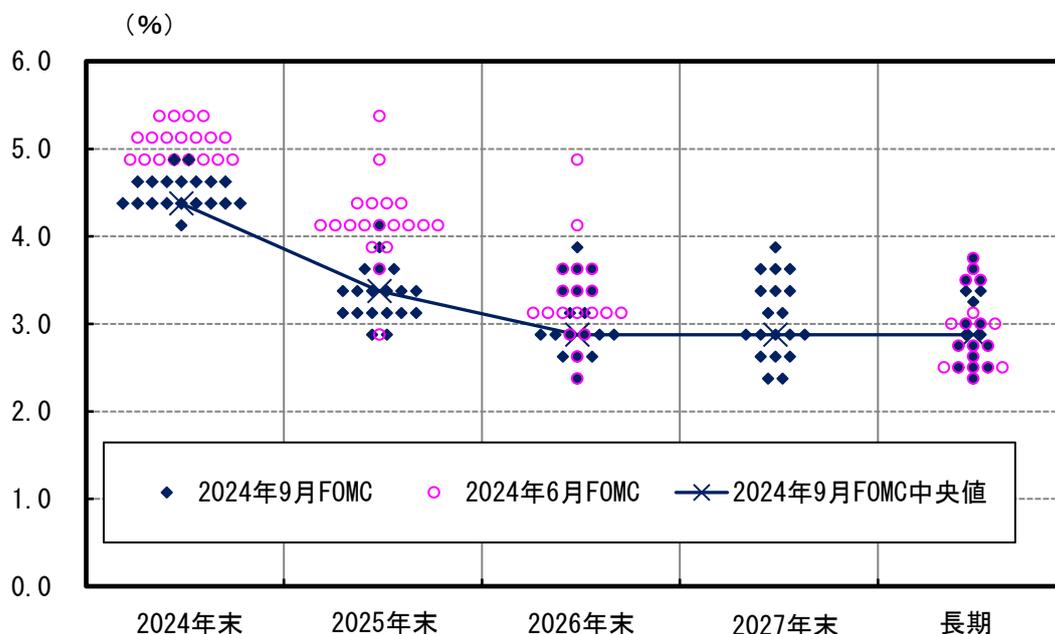
変わらず、2027 年も +2.0% となった。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2024 年 (+2.6%、6 月時点: +2.8%)、2025 年 (+2.2%、6 月時点: +2.3%) が下方修正され、2026 年 (+2.0%、6 月時点: +2.0%) は据え置き、2027 年も +2.0% となった。

今回の SEP をまとめれば、雇用環境は前回の予想に比べて悪化するとの予想は示されたが、景気全体は底堅く推移し、インフレ率は 2% に向けて緩やかに減速していくというソフトランディングシナリオが維持された。

ドットチャート：中立金利への移行を前倒し

注目点である先行きの FF 金利に関して、FOMC 参加者の FF レート予想であるドットチャート(中央値)を見ると、2024 年末 (4.4%、6 月時点: 5.1%) は下方修正された。2024 年内に想定される利下げ幅が、6 月時点の合計 0.25%pt から合計 1.0%pt へと大きく拡大した。また、2025 年末 (3.4%、6 月時点: 4.1%)、2026 年末 (2.9%、3 月時点: 3.1%) についても下方修正された。もっとも、2025 年内の利下げ幅は 1.0%pt と 6 月時点から変わらず、2026 年の利下げ幅は 6 月時点の 1.0%pt から 0.5%pt へと縮小された。また、今回から新たに公表された 2027 年については、2.9% となった。なお、今回は中立金利とされる長期見通し (2.9%、6 月時点: 2.8%) が小幅に上方修正されている。

図表 2 ドットチャート



(出所) FRB より大和総研作成

続いてドットチャートの形状を見ると、2024 年に関しては、中央値 (9 名) よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 1 名となった。中央値より高い予想について、年内残り 0.25%pt 利下げが 7 名、年内残り利下げなしが 2 名と

なっている。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5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。2026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、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ると、中央値で見れば2024年内の利下げ幅を拡大することで、6月時点よりも早期に中立的な金利水準に引き下げる見通しとなっている。もっとも、ドットチャートの形状を見ると、2024年内において、追加的な大幅や連続での利下げに慎重なスタンスを取る参加者も比較的多く、見解が割れている。2025年以降についても、先行きの経済状況が不透明であることや、大統領選挙の結果にも大きく左右されることから、今後のデータ次第で利下げペースは大きく変わり得るといえよう。

利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る

今回のFOMCでは、1年半弱の利上げ期間（2022年3月～2023年7月）、そして、約1年の据え置き期間（2023年9月～2024年8月）を経て、ついに利下げへと舵を切った。さらに、利下げ幅は0.50%ptと、従来は景気悪化時に実施されたことが多い大幅なものとなった。パウエル議長はFOMC後の記者会見で、大幅利下げは後れを取らないようにするためのコミットメントと述べたように、雇用環境の悪化を未然に防ぐための判断だったといえる。

今回のFOMCで0.50%ptの利下げを判断した一方、先行きに関しては大幅利下げの予想が少なくなっており、利下げ幅の判断に関しては曖昧さが残る。今回公表されたドットチャートをみると、2024年末のFFレートの中央値は4.4%と残り2回のFOMCで合計0.50%ptの利下げをしていくことが想定される。残り2回のFOMCで合計0.75%pt以上の利下げ幅を想定しているFOMC参加者は1名のみと限定的だが、パウエル議長は今後の利下げペースに関してはデータ次第と述べており、FOMC参加者の景気・インフレに関する予想から逸脱した場合には、利下げペースの変更も想定される。

例えば、失業率が上昇すれば大幅利下げの可能性は高まる。FOMC参加者による2024年末の失業率の予想中央値は4.4%となっている。8月の失業率4.2%から0.2%pt程度までの上昇であれば、利下げは0.25%ptずつとなろうが、0.3%pt以上となるような失業率の上昇が見られれば、急ピッチでの利下げも想定されよう。

他方で、インフレ率が高止まりすれば、FOMCは利下げをしにくくなる。FOMC参加者による2024年末のPCE価格指数の予想中央値は前年同期比+2.3%、コアPCE価格指数の予想中央値は同+2.6%となっている。1カ月ごとのペースで考えれば、PCE価格指数に関しては前月比+0.17%、コアPCE価格指数に関しては同+0.18%以上となれば、FOMC参加者の予想中央値を超えるペースとなり、利下げも緩やかになり得る。問題は、一時的に失業率が予想以上に上昇しつつも、インフレ率が高止まりするような状況が発生した場合だ。FOMC参加者の中でも意見が割れ、市場参加者の思惑も振れやすくなるだろう。

なお、利下げペースに関しては、2024 年が残り 3 カ月強となる中で、本来は 2025 年も併せて考えるべきだろう。ドットチャートによれば、2025 年は中央値で合計 1.00%pt の利下げとなっており、四半期ごとに 0.25%pt の利下げで実現できるペースだ。2025 年も利下げペースはデータ次第といえるが、2025 年 1 月にハリス氏であれ、トランプ氏であれ、新大統領が就任することから、米国政治・経済を巡る先行きの不透明感は強い。トランプ氏が掲げる追加関税措置や、ハリス氏が掲げる食品価格つり上げ禁止はインフレ率を押し上げる可能性¹があり、その程度によっては利下げペースも影響を受け得るだろう。

¹ 矢作大祐「[“Yes she can?” ハリス氏勝利のカギは？](#)」、(大和総研レポート、2024 年 9 月 6 日)