

2024年11月8日 全4頁

FOMC 0.25%pt の利下げを決定

先行きの不透明感が強まり、2025年以降の利下げは見通し不良か

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11月6日・7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0.25%pt引き下げ、従来の4.75-5.00%から4.50-4.75%へと変更した。9月のFOMCにおける0.50%ptの利下げから利下げ幅は縮小されたものの、2会合連続での利下げ実施となった。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。
- 声明文では、景気・インフレの認識に大きな変更は見られなかった。景気・インフレの先行きに関して一部文言が削除されたが、声明文公表後の記者会見で、パウエルFRB議長は、不確実性の高い現環境において、金融政策運営の柔軟性を確保することが目的であり、新たなシグナルを送るためではないと説明した。
- パウエル議長の記者会見では、大統領選挙が金融政策運営に与える影響に関する質問が相次いだ。パウエル議長は短期的には影響しないと回答した一方、政策内容やタイミング、そして、景気への影響は定かではないとし、先行きの不確実性の高さを繰り返し指摘した。
- 足元までの景気・インフレ指標に基づけば、12月17日・18日のFOMCでは0.25%pt追加の利下げが妥当と考えられる。市場も0.25%ptの利下げをメインシナリオとして織り込んでいる。
- 他方で、2025年以降の利下げは見通し不良だ。9月FOMC時のドットチャートでは、2025年の利下げ幅を合計1.00%pt（同年末時点の誘導目標レンジは3.25%-3.50%）が中央値となっているが、FedWatchから見た市場の予想はばらついており、最も確率が高い金利水準は2025年内合計0.25%（同年末時点の誘導目標レンジは4.00%-4.25%）の利下げ（FOMC直後、11月7日時点）と、ドットチャート対比でタカ派的な見立てとなっている。市場においてインフレ再燃リスクに対する警戒感が見られる中で、12月のFOMCで公表されるドットチャートや経済見通し（SEP）が要注目となろう。

0. 25%pt の利下げを決定

2024年11月6日・7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0.25%pt引き下げ、従来の4.75-5.00%から4.50-4.75%へと変更した。9月のFOMCにおける0.50%ptの利下げから利下げ幅は縮小されたものの、2会合連続での利下げ実施となった。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（11月5日）の時点で、0.25%ptの利下げとなる確率が96%だった。市場は今回の利下げ決定を織り込んでいたといえる。

声明文・記者会見：インフレ・雇用の認識に大きな変更はなし

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、7-9月期のGDPが前期比年率+2.8%と堅調さを維持していたことを取り上げた。雇用環境については、前回の「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」という表現から、「年初以降、労働市場は概ね緩和しており、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FOMC後の記者会見で、労働市場は引き続き堅調であり、10月の雇用統計はハリケーンとストライキが特殊要因として影響したことに言及した。

物価関連の記述を見ると、前回の「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」という表現から、「インフレ率は委員会の2%目標に向けて進展しているが(Inflation has made 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の質疑応答の中で、“further”の文言を削除した理由は、インフレへの懸念が増したことを伝えるものではなく、インフレ率が2%まで減速していくことへの自信は得られている、とした。もっとも、9月のインフレ指標については、予想をやや上回る結果だったとも指摘している。

こうした中、景気に関するリスク認識は、前回の「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」という表現から「委員会は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」へと変更した。パウエル議長は記者会見で、インフレに関する記述と同様に一部文言を削除したのは、不確実性の高い現環境において、金融政策運営の柔軟性を確保することが目的であり、新たなシグナルを送るためではないと説明した。

上記のリスク認識を踏まえ、金融政策の判断に関しては、前回の「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」という表現から、「委員会は目標を達成するために、FFレートの誘導目標レンジを0.25%pt引き下げて4.50-4.75%にすることを決定した」へと変更した。

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」という表現を据え置いた。パウエル議長は、記者会見で足元のデータは FRB が中立金利に向けて金利の引き下げを急ぐ必要はないことを示唆していると言及した一方、先行きの政策決定は引き続きデータ次第との姿勢を貫いた。具体的には、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。

今回の記者会見では、11月5日の大統領選挙でトランプ氏が勝利したことを受け、新政権が金融政策に与える影響についての質問が多く出た。この点についてパウエル議長は、大統領選挙は短期的にはFRBの政策決定に影響しないと回答した。他方で、パウエル議長は、新政権による政策変更のタイミングと内容、そして政策による経済への影響は定かではないとし、先行きの不確実性の高さを繰り返し指摘した。

2025年以降の利下げは見通し不良か

パウエル議長が記者会見で触れたように、米国経済は、7-9月期の実質GDP成長率が堅調な伸びとなる中で、インフレ減速も緩やかに継続しており、ソフトランディングに向けて進展が見られている。一方で、FRBが9月に利下げを実施する契機となった雇用環境の悪化に関しては、ハリケーンやボーイング関連のストライキといった特殊要因などによって、足元の雇用環境の良し悪しを把握しにくくなっている¹。こうした中で、漸進的な対応として、今回のFOMCでの0.25%ptの利下げを決定したと考えられよう。

先行きの利下げを左右する雇用環境に関して、ハリケーンによる悪影響は被災地の復旧に伴い剥落していくだろう。また、ストライキについてもボーイング社と労働組合の間で労働協約が結ばれ、11月5日で終結した²ことから、11月の雇用者数の押し上げ要因となることが見込まれる。新規失業保険申請件数も足元では過去のトレンドに概ね沿っており、雇用環境の急激な悪化の兆候は見られない。ただし、雇用環境が継続的に改善していくかは見通しがつきにくい。パウエル議長も記者会見で先行きを巡っては不確実性が極めて高いと繰り返したように、トランプ新政権の追加関税措置や移民排除策などへの警戒感もある中で、企業は新規雇用にやや慎重な姿勢を続ける可能性があるだろう。

雇用環境が大幅に悪化も改善もしないとすれば、米国経済の屋台骨である個人消費も巡行速度へと落ち着き、足元で堅調であった実質GDP成長率も潜在成長率程度（2%前後）まで減速していくことが想定される。10-12月期の実質GDP成長率は7-9月期と比較して見劣りすることになるだろうが、景気の緩やかな減速によって需給ギャップが緩和することは、インフレ目標の2%を達成する上で前進ともいえる。

¹ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+1.2万人](#)」（大和総研レポート、2024年11月5日）

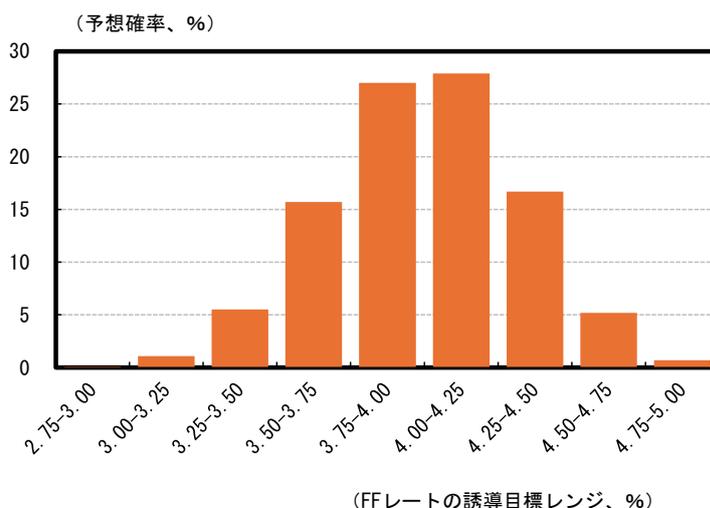
² Reuters「[ボーイングのスト終結、賃上げ案を承認 6日にも生産再開へ](#)」（2024年11月5日）

こうした景気・インフレの見立てに基づけば、9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）の中央値³が示すように、2024年内は12月のFOMCで0.25%ptの利下げが妥当と考えられる。パウエル議長も記者会見で12月17日・18日のFOMCでの利下げに関しては、今後入手するデータを基に判断するというデータ次第の姿勢を示したが、現時点までのデータはFOMC参加者の予想から大きくは外れていないようだ。なお、FedWatchでも12月のFOMCでの0.25%ptの利下げ確率は71%（FOMC直後、11月7日時点）となっており、市場参加者も2024年内に更なる利下げがあるとの見立てがメインシナリオとなっている。

他方で、2025年に関しては、トランプ新政権の政策運営次第であり、パウエル議長も記者会見で繰り返したように不透明感が強い。トランプ氏が主張しているトランプ減税の恒久化や法人減税は、ディマンドプルインフレを引き起こし得る。また、追加関税措置や移民排除は景気に悪影響であると同時にコストプッシュインフレをもたらし得る。とりわけ、コストプッシュインフレに関しては、最終的には実質所得の低下に伴う需要の減退という縮小均衡となることが想定されるが、インフレと景気悪化が一時的に併存した場合、FRBは景気を優先するか、インフレ抑制を優先するか、難しいかじ取りを迫られることになる。

9月のドットチャートでは、2025年の利下げ幅を合計1.00%pt（同年末時点の誘導目標レンジは3.25%-3.50%）を見込んでいるが、FedWatchから見た市場の予想はばらついており、最も確率が高い利下げ幅は2025年内合計0.25%（同年末時点の誘導目標レンジは4.00%-4.25%）の利下げ（FOMC直後、11月7日時点）と、ドットチャート対比でタカ派的な見立てとなっている。市場においてインフレ再燃リスクに対する警戒感が見られる中で、12月のFOMCで公表されるドットチャートや経済見通し（SEP）が要注目となろう。

図表：FedWatchにおける2025年末時点のFFレートの誘導目標レンジの予想確率分布



(注) FOMC直後（11月7日時点）
(出所) CMEより大和総研作成

³ 矢作大祐、藤原翼「[FOMC 0.50%ptの利下げを決定](#)」（大和総研レポート、2024年9月19日）