

2024 年 12 月 19 日 全 6 頁

FOMC 3 会合連続で利下げを決定

金融政策の先行きは「データ次第」に加え、「トランプ次第」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 12 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 0.25%pt 引き下げ、従来の 4.50-4.75%から 4.25-4.50%へと変更した。11 月の FOMC における 0.25%pt の利下げに続き、3 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かった。
- 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（9 月 FOMC 時点）の予想に比べて良好に推移し、景気全体も底堅く推移する一方、インフレ率の減速がこれまでの想定よりも緩やかなものに留まるとのシナリオが示された。
- ドットチャートに関しては、2025 年内の利下げ幅は 0.50%pt と前回の予想に比べて縮小した。また、前回は 2026 年で利下げは完了との見立てだったが、2025 年の利下げ幅が縮小されたことで、予想期間の 2027 年まで利下げが継続するとの見通しに変更された。景気やインフレに関する見通しが上方修正されたことに加え、不確実性の高まりによって FOMC 参加者が利下げをより慎重に進めようとしていると考えられる。
- 2025 年の金融政策運営に関しては、景気やインフレをいかに判断するか（＝「データ次第」）だけでなく、トランプ新政権の経済政策（＝「トランプ次第」）をいかに織り込むか、によっても左右される。また、2027 年にかけて利下げを継続するとの見立てが示された一方で、FF 金利の長期見通し（＝景気に中立的な金利）はジリジリと上昇している。中立金利の水準を FF 金利の最終到達水準（ターミナルレート）と仮定すれば、インフレの減速ペースが緩やかになると想定される 2025 年において、FF 金利の長期見通しがさらに上方修正され、将来の利下げ幅がさらに縮小する可能性があるだろう。

3 会合連続で利下げを決定

2024 年 12 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 0.25%pt 引き下げ、従来の 4.50-4.75%から 4.25-4.50%へと変更した。11 月の FOMC における 0.25%pt の利下げに続き、3 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（12 月 16 日）の時点で、0.25%pt の利下げとなる確率が 98%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。なお、今回の政策決定においては、クリーブランド連銀のハマック総裁が金利の据え置きを主張し、反対票を投じた。

声明文・記者会見：不確実性が高まる中で、先行きの利下げは慎重に

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。また、雇用環境についても、前回の「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」との表現から変更はない。パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、雇用者数の伸びは減速し、失業率は前年から上昇したものの、11 月は 4.2%と依然として低い水準であると指摘した。また、パウエル議長は、雇用環境は緩やかに軟化しているものの、下振れリスクは低下したように見え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」との表現を据え置いた。パウエル議長は記者会見で、インフレの減速について概ね順調としつつも、9 月と 10 月のインフレ指標が高めの結果であったことについても言及した。

こうした中、景気に関するリスク認識についても、前回の「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」という表現を据え置いた。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「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」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 4.25-4.50% 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」という表現から、「FF レートの誘導目標レンジの追加調整をする際の、程度とタイミング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、2024 年内に 1.00%pt の利下げを実施したことで、先行きの政策決定をより

慎重に行うことができるとコメントした。パウエル議長は先行きの金融政策についてより慎重に行動する必要がある理由として、景気が堅調であり、インフレ率が予想よりも高止まりしていることに加え、不確実性が高まったことを挙げた。パウエル議長は、先行きの不確実性が大きい中で、FRB が漸進的な対応を取るとの見立てを示したといえる。

SEP: 景気・インフレの見通しを上方修正、失業率の見通しを下方修正（改善）

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 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率が堅調だったことを踏まえ、2024 年（+2.5%、2024 年 9 月時点（以下、9 月時点）：+2.0%）が上方修正された。また、2025 年（+2.1%、9 月時点：+2.0%）も小幅に上昇修正された一方、2026 年（+2.0%、9 月時点：+2.0%）は前回から据え置き、2027 年（+1.9%、9 月時点：+2.0%）は小幅な下方修正となった。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12月	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4	2.5	1.8	2.2	1.9	2.1	1.8	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	24年12月	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.5	4.2	4.5	4.1	4.4	4.0	4.4	3.9	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	24年12月	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4	2.5	2.3	2.6	2.0	2.2	2.0		2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	24年12月	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8	2.9	2.5	2.7	2.0	2.3	2.0			
	24年09月	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6	2.7	2.1	2.3	2.0		2.0			

(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（4.2%、9 月時点：4.4%）、2025 年（4.3%、9 月時点：4.4%）が下方修正(改善)された一方、2026 年（4.3%、9 月時点：4.3%）は据え置き、2027 年（4.3%、9 月時点：4.2%）は上方修正（悪化）となった。予想期間中を通して、自然失業率とされる長期見通し（4.2%）を大幅に上回ることなく推移するとの見立てが示されたといえる。

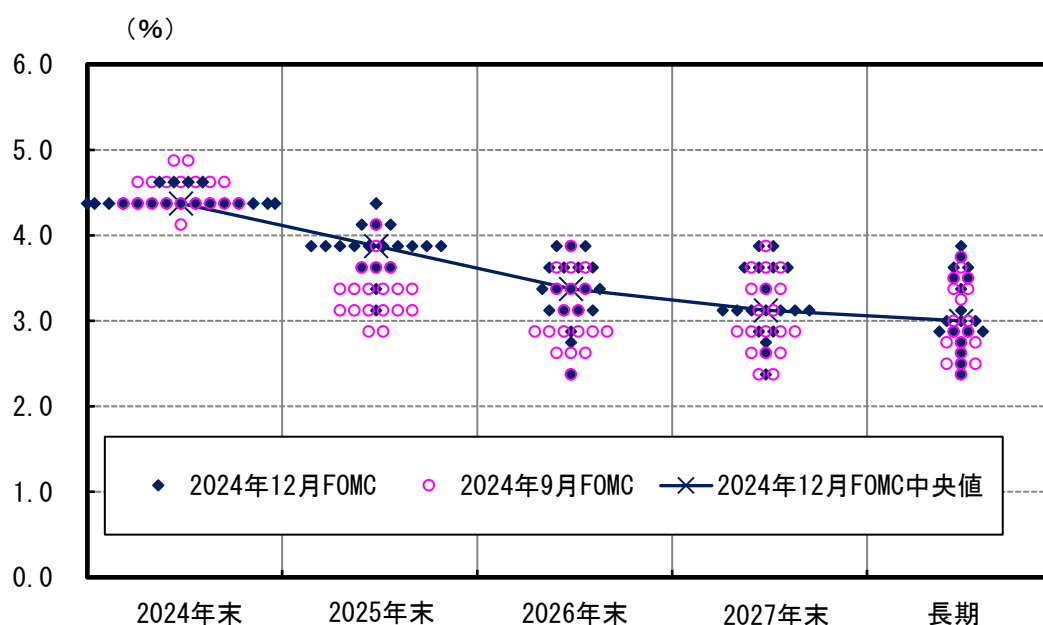
物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率（4Q の前年比、以下同）について、2024 年（+2.4%、9 月時点：+2.3%）、2025 年（+2.5%、9 月時点：+2.1%）、2026 年（+2.1%、9 月時点：+2.0%）が上方修正された。2027 年（+2.0%、9 月時点：+2.0%）については据え置きとなった。FRB のインフレ目標である 2%達成は、2026 年から 2027 年に後ずれする見通しとなった。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2024 年（+2.8%、9 月時点：+2.6%）、2025 年（+2.5%、9 月時点：+2.2%）、2026 年（+2.2%、9 月時点：+2.0%）が上方修正され、2027 年（+2.0%、9 月時点：+2.0%）は据え置きとなった。

今回の SEP をまとめれば、雇用環境は前回の予想に比べて良好に推移し、景気全体も底堅く推移する一方、インフレ率の減速がこれまでの想定よりも緩やかなものに留まるとのシナリオが示されたといえる。

ドットチャート：中央値は 2025 年に 2 回の利下げを示唆

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、2025 年末（3.9%、9 月時点：3.4%）が上方修正された。2025 年内に想定される利下げ幅は、9 月時点の合計 1.00%pt から合計 0.50%pt へと縮小することが示唆された。また、2026 年末（3.4%、9 月時点：2.9%）、2027 年末（3.1%、9 月時点：2.9%）についても上方修正された。2026 年内の利下げ幅は 0.50%pt と 9 月時点から変わらない一方、2027 年の利下げ幅は 9 月時点の据え置き（利下げ無し）から 0.25%pt へと拡大した。2025 年の利下げ幅が縮小されたことで、2027 年まで利下げフェーズが継続するとの見立てが示されたことになる。なお、中立金利の目安とされる長期見通し（3.0%、9 月時点：2.9%）が前回 9 月に続いて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、2025 年は中央値を予想する FOMC 参加者が 10 名と、最も多かった。なお、中央値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 5 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 7 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 7 名となった。2026 年は 3%以下を予想する参加者が、前回 9 月の予想時に比べて大幅に減少した。2027 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 7 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 5 名となっている。

今回のドットチャートをまとめると、中央値で見れば 2025 年内の利下げ幅が縮小されるなど利下げペースは緩やかになるとの見方が示された。予想期間中は利下げが継続するとの見通しとなった一方で、2027 年末においても FOMC 参加者の長期見通しには到達しないことになる。ドットチャートの形状を見ても、9 月時点に比べて全体的に上方修正されており、タカ派的なスタンスを取る参加者が増えていることが確認される。前述の通り、景気やインフレに関する見通しが上方修正されたことに加え、不確実性の高まりによって FOMC 参加者が利下げをより慎重に進めようとしていると考えられる。

金融政策の先行きは、「データ次第」に加え、「トランプ次第」か

12 月の FOMC での 0.25%pt の利下げによって、2024 年の利下げ幅は合計 1.00%pt となった。今回の FOMC で公表されたドットチャートを踏まえれば、2025 年も利下げの継続が想定される一方で、利下げ幅は合計 0.50%pt とペースの鈍化が見込まれている。SEP における実質 GDP やインフレ率見通しが引き上げられるなど、景気が堅調に推移し、インフレの減速ペースも緩やかになるとの見方が FOMC 参加者内で共有された結果といえる。

他方で、トランプ新政権の経済政策を巡って、参加者の認識にはばらつきがあると考えられる。パウエル FRB 議長は、12 月の FOMC 後の記者会見で、トランプ新政権の経済政策に関しては不確実性が高く、経済政策の効果を見通しに織り込んだ FOMC 参加者もいれば、見通しに織り込まなかった FOMC 参加者もいると述べた。これまでの FRB の金融政策運営は、インフレや雇用環境に関する経済指標の結果次第（＝データ次第）というスタンスであったが、2025 年 1 月以降の金融政策運営はこうしたデータ次第に加えて、トランプ氏の経済政策運営次第（＝トランプ次第）といえるのかもしれない。

2026 年以降に関して、ドットチャート（中央値）を見ると、2026 年の利下げ幅が合計 0.50%pt、2027 年が合計 0.25%pt となった。前回のドットチャート（9 月、中央値）では、2026 年の 0.50%pt の利下げで打ち止めとなっていたが、2025 年の利下げ幅が縮小したことで、2027 年まで利下げが継続するとの見立てとなった。こうした FOMC 参加者の見通しは、2025 年の 0.50%pt の利下げを以ておおむね完了とする市場の見方（FF 金利先物、12 月 18 日時点）とは乖離している。もっとも、FOMC 参加者の FF 金利の長期見通し（≒景気に中立的な金利水準）は、2024 年を通じてジリジリと上方修正（2023 年 12 月：2.5%→2024 年 12 月：3.0%）されてきた。また、パウエル議長は、FOMC 後の記者会見で、中立的な金利水準にかなり近づいたとも述べている。中立金利の水準を FF 金利の最終到達水準（ターミナルレート）と仮定すれば、インフレの減速ペースが緩やかになると想定される 2025 年において、FF 金利の長期見通しがさらに上方修正され、将来の利下げ幅がさらに縮小する可能性があるだろう。

最後に、バランスシートの縮小（QT）に関しては、5 月の FOMC でペースの減速を決定した後、

据え置かれてきた。FRBは資産側で国債やMBSの保有残高を減らすとともに、負債側では主にリバースレポが減少してきた。ただし、リバースレポ残高が低水準になりつつあり、準備預金が緩やかに減少し始めた。結果、短期金融市場における市場流動性がタイト化し、SOFR（担保付翌日物調達金利）等が四半期末においてやや上昇しやすくなっていた。こうした中、12月のFOMCではFFレートの実質的な下限値であるリバースレポレートを利下げ幅よりも0.05%pt大きい0.30%pt引き下げた。今回のこうした対応は、効果的な金融政策の実施と短期金融市場の機能の円滑化に向けたものとFRBは説明しているが、市場流動性がややタイトになりつつあることは確かだろう。QTの継続に加え、2025年1月以降に適用が再開される政府債務上限を契機に、リバースレポや準備預金の増減幅が拡大し、短期金融市場にストレスがかかる恐れがあることから、今後はQTのペースの更なる減速などの議論が積極化する可能性がある。