

MUFG Focus USA

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Bank, Ltd. Economic Research NY
Akira Yoshimura | 吉村 晃 (ayoshimura@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

12月FOMC～政策金利据え置きを決定、利下げ時期の議論を開始へ

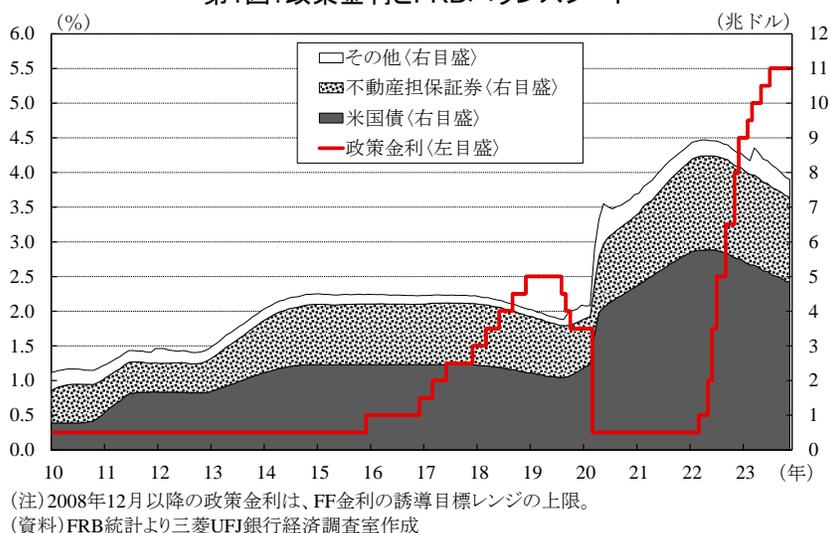
【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は12月12-13日の定例会合で、FF金利の誘導目標レンジを5.25～5.5%で据え置くことを全会一致で決定した。7月会合で0.25%ポイントの利上げを行ったのを最後に、3会合連続で政策金利を据え置いた。
- ◇ 3ヵ月毎に公表されるFOMC参加者の経済予測（中央値）は、2024年の実質GDP成長率（10-12月期の前年比）が前年比+1.4%と潜在成長率を下回るものの、失業率（10-12月期の平均値）は2023年の3.8%から2024年、2025年ともに4.1%と緩やかな上昇に止まり、景気は先行き減速しつつも景気後退は回避可能との見方が維持された。物価（10-12月期の前年比）は、2023年の見通しは直近の実績を踏まえて大幅に下方修正され、2024年もPCEインフレ率が前年比+2.4%（前回予測比▲0.1%ポイント）、コアPCEインフレ率も同+2.4%（同▲0.2%ポイント）と引き下げられた。
- ◇ 今後の金融政策について声明文を修正し、政策金利は最終到達点（ターミナルレート）に達しているか、近い水準にあると認識しており、追加利上げはメインシナリオとして想定していないことを明らかにした。FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は、2024年末は4.625%となり、2024年に3回の利下げを想定していることが示された。
- ◇パウエル議長は記者会見で、これまで「時期尚早」としていた利下げ時期に関する議論も、今回の会合から始まったと明らかにした。また、具体的な利下げ時期については、データを総合的に判断すると述べた。
- ◇ 今回のFOMCでは、金融市場の早期利下げの織り込みが牽制されるとの見方が一部にあった。しかし、利下げ時期に関する議論が行われる等、金融市場への牽制姿勢がみられなかったことから、FOMC後に利下げ織り込みが一段と進展し（2024年に6回の利下げ）、長期金利も4%を下回って低下した。もっとも、前日に公表された消費者物価指数のコアインフレ率の伸びは前月から横這いとなり、住居費を除くコアサービスの伸びは小幅加速した。依然として高い賃金の伸びやサービス価格の粘着性を踏まえると、金融市場が織り込む3月の利下げ開始は早急であり、後ずれする可能性も大きいであろう。

3 会合連続で政策金利の据え置きを決定、2024 年は 3 回の利下げを想定

連邦公開市場委員会（FOMC）は 12 月 12-13 日の定例会合で、FF 金利の誘導目標レンジを 5.25～5.5% で据え置くことを全会一致で決定した（第 1 図）。7 月会合で 0.25% ポイントの利上げを行ったのを最後に、3 会合連続で政策金利を据え置いた。また、今後の金融政策について声明文を修正し、政策金利は最終到達点（ターミナルレート）に達しているか、近い水準にあると認識しており、追加利上げはメインシナリオとして想定していないことを明らかにした。さらに、FOMC 参加者の経済予測では、2024 年末の政策金利（中央値）は 4.625% となり、2024 年に 3 回の利下げを想定していることが示された。

第1図：政策金利とFRBバランスシート



FOMC 参加者の経済予測では、物価見通しが下方修正された

景気の現状について、FOMC 声明文では「経済活動は第 3 四半期の力強いペースから減速した（slowed）」と下方修正された。雇用は前回と同様「雇用の増加は年初より緩やかになったものの依然として力強く、失業率は低水準に止まっている」との判断が維持された。物価については「インフレ率はここ 1 年で鈍化（eased）したものの、依然として高止まりしている」と、2023 年 2 月会合以来の下方修正となった（前は「インフレ率は依然として高止まりしている」）。

3 ヶ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測（中央値）は、2023 年の実質 GDP 成長率（10-12 月期の前年比）が前年比+2.6%（前回予測比+0.5%ポイント）と、第 3 四半期実績を踏まえて大幅に上方修正された（次頁第 1 表）。また、2024 年は同+1.4%（同▲0.1%ポイント）と潜在成長率を下回るものの、失業率（10-12 月期の平均値）は 2023 年の 3.8%から 2024 年、2025 年ともに 4.1%（前回予測から不変）と緩やかな上昇に止まり、景気は先行き減速しつつも景気後退は回避可能との見方が維持された。

物価（10-12月期の前年比）は、2023年のPCEインフレ率が前年比2.8%（前回予測比▲0.5%ポイント）、コアPCEインフレ率は同+3.2%（同▲0.5%ポイント）と、直近の実績を踏まえて大幅に下方修正された。2024年の予測についても、PCEインフレ率が同+2.4%（同▲0.1%ポイント）、コアPCEインフレ率も同+2.4%（同▲0.2%ポイント）とそれぞれ引き下げられた。

パウエル議長は記者会見において、インフレ抑制の勝利宣言するのは時期尚早であるものの、FRBが重視するコアインフレ率のうち「財」「住居費」「住居費以外のサービス」のいずれも鈍化しており、これまでの進展は歓迎していると述べた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2023	2024	2025	2026	中長期	2023	2024	2025	2026	中長期
実質GDP成長率	前々回（2023年6月）	1.0	1.1	1.8	-	1.8	0.7 - 1.2	0.9 - 1.5	1.6 - 2.0	-	1.7 - 2.0
	前回（2023年9月）	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9 - 2.2	1.2 - 1.8	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
	今回（2023年12月）	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5 - 2.7	1.2 - 1.7	1.5 - 2.0	1.8 - 2.0	1.7 - 2.0
失業率	前々回（2023年6月）	4.1	4.5	4.5	-	4.0	4.0 - 4.3	4.3 - 4.6	4.3 - 4.6	-	3.8 - 4.3
	前回（2023年9月）	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7 - 3.9	3.9 - 4.4	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3	3.8 - 4.3
	今回（2023年12月）	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0 - 4.2	4.0 - 4.2	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3
PCEインフレ率	前々回（2023年6月）	3.2	2.5	2.1	-	2.0	3.0 - 3.5	2.3 - 2.8	2.0 - 2.4	-	2.0
	前回（2023年9月）	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2 - 3.4	2.3 - 2.7	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0
	今回（2023年12月）	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7 - 2.9	2.2 - 2.5	2.0 - 2.2	2.0	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（2023年6月）	3.9	2.6	2.2	-	-	3.7 - 4.2	2.5 - 3.1	2.0 - 2.4	-	-
	前回（2023年9月）	3.7	2.6	2.3	2.0	-	3.6 - 3.9	2.5 - 2.8	2.0 - 2.4	2.0 - 2.3	-
	今回（2023年12月）	3.2	2.4	2.2	2.0	-	3.2 - 3.3	2.4 - 2.7	2.0 - 2.2	2.0 - 2.1	-

(注)1.「中心傾向」は上下それぞれ3つの予測値を除いたもの。

2.「GDP」と「インフレ率」は10-12月期の前年比。「失業率」は10-12月期の平均値。

(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

利上げのピークに達した可能性を示唆、利下げ時期に関する議論も開始

今後の金融政策について、声明文では僅かに修正が加えられ、「インフレ率を長期的に2%に戻すために、どの程度の追加的な政策引き締め（the extent of any additional policy firming）が適切かを決定するにあたり、FOMCは金融引き締めの累積効果や、金融政策が経済活動やインフレに影響を及ぼすまでのラグ、経済・金融情勢を考慮する」とされた（anyを追加）。この修正の意図についてパウエル議長は、「政策金利が利上げのピークに達しているか、近い水準にあると認識していること」「今後の追加利上げは想定していないものの、選択肢として排除していないこと」を示していると解説した。

また、FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は、2024年末に4.625%と前回予測（9月時点）から0.5%ポイント引き下げられた（次頁第2図）。これは、2024年に3回の利下げを

行う計算である。FOMC参加者個々にみると、19人中11人が3回（0.75%ポイント）以上の利下げを見込んでいる一方、8人は2回（0.5%ポイント）以下を見込んでいる（第2表）。

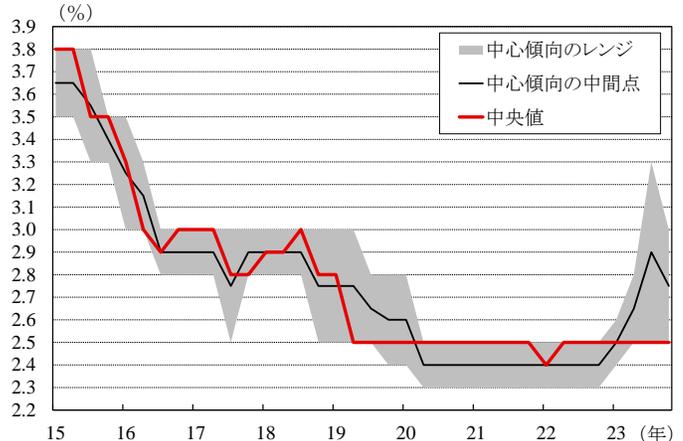
さらに2025年末の政策金利は3.625%、2026年末は2.875%と見込まれており、2025年に4回、2026年に3回の利下げが行われる計算である。

第2図：FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）



(注)「中長期」の中央値は各会合いずれも2.5%。
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：FOMC参加者の「中長期」の政策金利見通し



(注)「中心傾向」は上下それぞれ3つの予測値を除いたもの。
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：FOMC参加者の政策金利見通し（分布）

政策金利 (%)	2023年末		2024年末		2025年末		2026年末		中長期	
	9月会合	12月会合	9月会合	12月会合	9月会合	12月会合	9月会合	12月会合	9月会合	12月会合
6.125				1						
6.000										
5.875										
5.750										
5.625	12		1		1					
5.500										
5.375	7	19	4	2	1	1				
5.250										
5.125			4	1	1					
5.000										
4.875			4	5	1		2	1		
4.750										
4.625			3	6	1		1			
4.500										
4.375			2	4			1			
4.250										
4.125					3	1	2			
4.000										
3.875				1	2	4	1			
3.750									2	1
3.625					3	3		1		
3.500									1	2
3.375					3	5		1		
3.250									1	
3.125					1	2	2	4		
3.000									1	1
2.875					1	1	2	4		1
2.750										1
2.625					1		5	4	2	1
2.500							1	1	8	8
2.375						1	3	3	3	3

(注)朱塗り部分はFOMC参加者の中央値。
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

なお、中長期的な政策金利（名目中立金利）は、FOMC参加者の中央値は2.5%と前回から不変であった（前掲第3図）。一方、上下それぞれ3つの予測値を除いた「中心傾向」のレンジは2023年に顕著な上方シフトがみられ、中間点は前回9月に2.9%まで上昇した後、今回は2.75%とやや低下した。

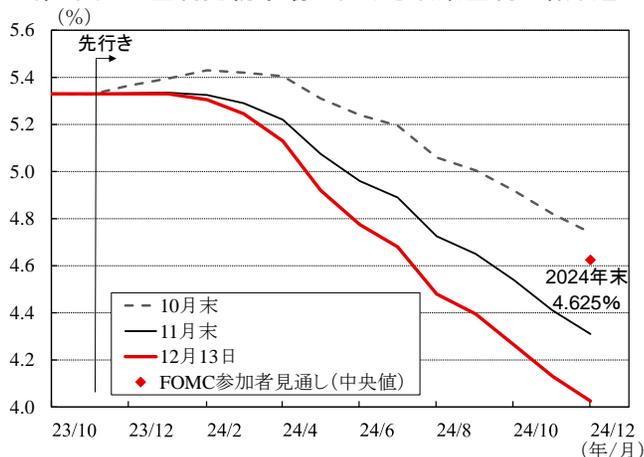
パウエル議長は記者会見で、政策金利が最終到達点（ターミナルレート）に達している、または近い水準にある中、次は金融引き締めを緩和に議論を移すのは自然であると述べ、これまで「時期尚早」としていた利下げ時期に関する議論も、今回の会合から始まったと明らかにした。また、具体的な利下げ時期については、データを総合的に判断すると述べた。

FOMC後に利下げ織り込みが一段と進展も、今後のインフレ率の動向次第

今回のFOMCでは、金融市場の早期利下げの織り込みが牽制されるとの見方が一部にあった。しかし、FOMC参加者の経済予測からはインフレへの強い警戒感はみられず、また、利下げ時期に関する議論が行われる等、金融市場への牽制姿勢がみられなかったことから、FOMC後に利下げ織り込みが一段と進展し（2024年に6回の利下げ）、長期金利も4%を下回って低下した（第4図）。

金融市場の早期利下げ織り込みは、今回示されたFOMC参加者の予測以上のインフレ率低下や景気の急減速を見込んでいるとみられる。もっとも、前日に公表された消費者物価指数のコアインフレ率の伸びは前月から横這いとなり、住居費を除くコアサービスの伸びは小幅加速した（第5図）。依然として高い賃金の伸びやサービス価格の粘着性を踏まえると、金融市場が織り込む3月の利下げ開始は早急であり、後ずれする可能性も大きいであろう。

第4図:FF金利先物市場における政策金利の織り込み



(注)FF金利先物は月中平均。

(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図:消費者物価指数(コア指数)の推移



(資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2023年12月13日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2023年10月31日・11月1日)	今回(2023年12月12日・13日)
<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators suggest that economic activity <u>expanded at a</u> strong pace in the third quarter. Job gains have moderated since earlier in the year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>投票結果</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p>	<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators suggest that <u>growth of</u> economic activity <u>has slowed from its</u> strong pace in the third quarter. Job gains have moderated since earlier in the year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation <u>has eased over the past year but</u> remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of <u>any</u> additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>投票結果</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p>

(資料)FOMC 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。