

# 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

### 3月FOMC～政策金利据え置き、2024年の利下げ回数は3回との見通しを維持

#### 【要旨】

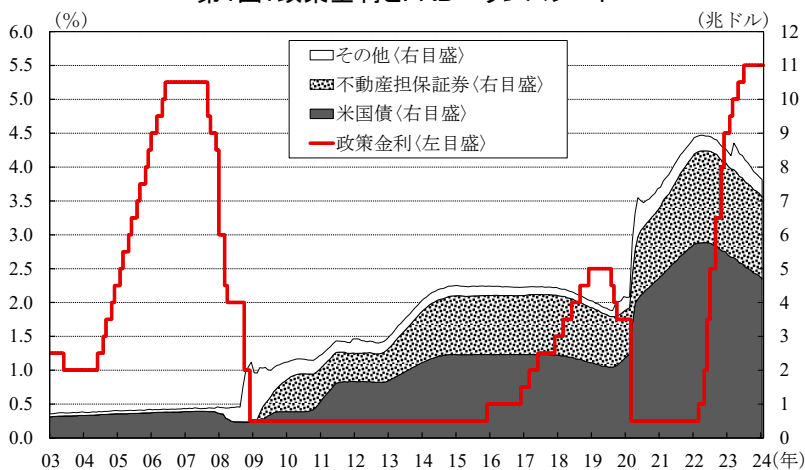
- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は3月19-20日の定例会合で、FF金利の誘導目標レンジを5.25～5.5%で据え置くことを全会一致で決定した。
- ◇ 3ヵ月毎に公表される経済予測では、景気見通しが大幅に上方修正され、2024年の実質GDP成長率（10-12月期の前年比）が前年比+2.1%（前回予測比+0.7%ポイント）と引き上げられた。失業率（10-12月期の平均値）は、2024年に4.0%（前回予測比▲0.1%ポイント）と、前回から小幅に下方修正された。
- ◇ 物価（10-12月期の前年比）は、2024年の足元までの実績が想定より上振れたことを受けて、基調を示すコアPCEインフレ率が2024年に前年比+2.6%（同+0.2%ポイント）と上方修正された。1～2月のインフレ指標が強かったことについて、パウエル議長は記者会見で、特に1月は季節要因に伴う単月の振れの要因が大きく、インフレ鈍化のトレンドは継続しているとの認識を示した。
- ◇ 政策金利見通しでは、2024年末の政策金利は4.625%（現在の水準比▲0.75%ポイント、年3回の利下げに相当）と、前回予測が維持された。もっとも、2025年末の政策金利は3.875%（前回比+0.25%ポイント）、2026年末は3.125%（同+0.25%ポイント）と、それぞれ前回予測から引き上げられた。さらに、中長期的な政策金利（名目中立金利）も、FOMC参加者の中央値は2.6%と、従来の2.5%から僅かではあるが引き上げられ、政策金利見通しは全体的に上方シフトしている。
- ◇ なお、今回の会合では、量的引き締め（QT）について議論が行われ、保有資産の縮小ペースを緩めることがかなり早い時期に適切になると考えていることをパウエル議長は明らかにした。
- ◇ 今回の経済予測で示された物価見通し（コアPCEデフレーター）が実現するには、2月時点の同+2.8%から0.2%ポイント低下すればよく、実現の可能性は相応に高いと思われる。金融市場が織り込む2024年半ばの利下げ開始及び年3回の利下げとなる公算は引き続き大きいであろう。他方、名目中立金利の見通しが引き上げられた点にはパウエル議長も言及しており、今後の推移が注目される。

## 5 会合連続で政策金利据え置き、2024 年の利下げ回数は 3 回との見通しを維持

連邦公開市場委員会（FOMC）は 3 月 19-20 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）。政策金利据え置きは 2023 年 9 月会合以来、5 会合連続となった。

3 ヶ月毎に公表される経済予測では、2024 年の利下げ回数は 3 回と、前回（2023 年 12 月会合）の見通しが維持された。また、量的引き締め（QT）について議論が行われ、保有資産の縮小ペースを緩めることがかなり早い時期に適切になると考えていることをパウエル議長は明らかにした。

第1図：政策金利とFRBバランスシート



(注)2008年12月以降の政策金利は、FF金利の誘導目標レンジの上限。

(資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 3 ヶ月毎に公表される経済予測では、2024 年の実質 GDP 成長率の見通しを大幅に上方修正

景気の現状について、FOMC 声明文では「経済活動は堅調な（solid）ペースで拡大している」との判断が維持された。雇用は前回とほぼ同様に「雇用の増加は依然として力強く、失業率は低水準に止まっている」、物価は前回と同じく「インフレ率はここ 1 年で鈍化したものの、依然として高止まっている」とされた。

一方、3 ヶ月毎に公表される経済予測（FOMC 参加者の中央値）では、景気見通しが大幅に上方修正され、2024 年の実質 GDP 成長率（10-12 月期の前年比）が前年比+2.1%（前回予測比+0.7%ポイント）と引き上げられた（次頁第 1 表）。前回までは 2024 年に潜在成長率（1.8%）を下回る景気減速が予測されていたものの、今回は堅調な景気拡大が継続するとの見通しが示された。また、2025 年は同+2.0%（同+0.2%ポイント）、2026 年も同+2.0%（同+0.1%ポイント）とそれぞれ上昇修正された。

失業率（10-12 月期の平均値）は、2024 年に 4.0%（前回予測比▲0.1%ポイント）、2025 年に 4.1%（前回予測から不変）、2026 年に 4.0%（同▲0.1%ポイント）と、前回から小幅に下方修正された。

## 物価見通しは上方修正も、インフレ鈍化のトレンドは継続しているとの認識

物価（10-12月期の前年比）は、2024年の足元までの実績が想定より上振れたことを受けて、基調を示すコアPCEインフレ率が2024年に前年比+2.6%（同+0.2%ポイント）と上方修正された。1~2月のインフレ指標が強かったことについて、パウエル議長は記者会見で、特に1月は季節要因に伴う単月の振れの要因が大きく、インフレ鈍化のトレンドは継続しているとの認識を示した。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値				中心傾向			
		2024	2025	2026	中長期	2024	2025	2026	中長期
実質GDP成長率	前々回（2023年9月）	1.5	1.8	1.8	1.8	1.2 - 1.8	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
	前回（2023年12月）	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2 - 1.7	1.5 - 2.0	1.8 - 2.0	1.7 - 2.0
	今回（2024年3月）	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0 - 2.4	1.9 - 2.3	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0
失業率	前々回（2023年9月）	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9 - 4.4	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3	3.8 - 4.3
	前回（2023年12月）	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0 - 4.2	4.0 - 4.2	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3
	今回（2024年3月）	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9 - 4.1	3.9 - 4.2	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3
PCEインフレ率	前々回（2023年9月）	2.5	2.2	2.0	2.0	2.3 - 2.7	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0
	前回（2023年12月）	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2 - 2.5	2.0 - 2.2	2.0	2.0
	今回（2024年3月）	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3 - 2.7	2.1 - 2.2	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（2023年9月）	2.6	2.3	2.0	-	2.5 - 2.8	2.0 - 2.4	2.0 - 2.3	-
	前回（2023年12月）	2.4	2.2	2.0	-	2.4 - 2.7	2.0 - 2.2	2.0 - 2.1	-
	今回（2024年3月）	2.6	2.2	2.0	-	2.5 - 2.8	2.1 - 2.3	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

## 2024年の利下げ回数の見通しは前回から不変も、政策金利見通しは全体的に上方にシフト

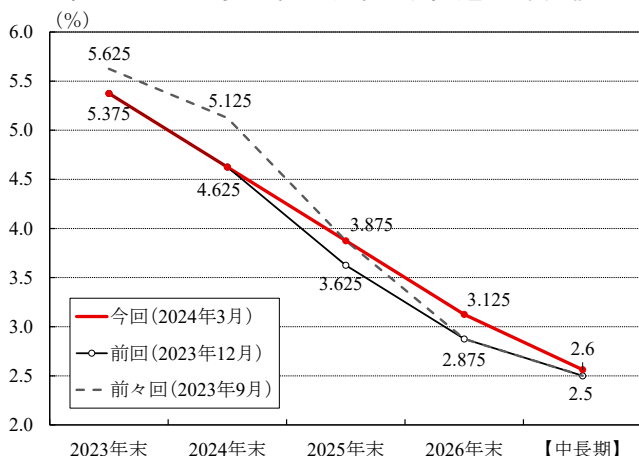
金融政策に関する声明文は前回から変わらず、利下げ開始時期について「インフレ率が持続的に2%に向かっているとのより大きな確信（greater confidence）が得られるまでは、誘導目標レンジを引き下げるのは適切ではないと考えている」との文言が維持された。また、パウエル議長は、利下げ開始は年内に適切となる可能性が高いとの考えを改めて述べた。

今回示された政策金利見通し（FOMC参加者の中央値）では、2024年末の政策金利は4.625%（現在の水準比▲0.75%ポイント、年3回の利下げに相当）と、前回予測（2023年12月会合）が維持された（次頁第2図）。FOMC参加者個々にみると、19人中9人と半数近くが2024年に3回（0.75%ポイント）の利下げを見込んでいる（次頁第2表）。

もっとも、同じく9人は2回（0.5%ポイント）以下の利下げを見込んでいる。また、2025年末の政策金利は3.875%（前回比+0.25%ポイント）、2026年末は3.125%（同+0.25%ポイント）と、それぞれ前回予測から引き上げられた。さらに、中長期的な政策金利（名目中立

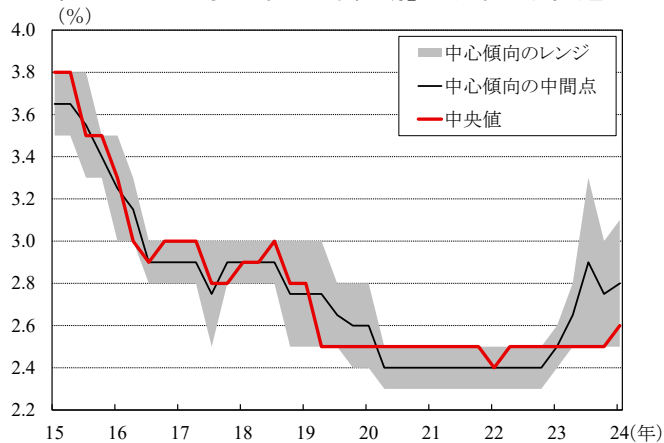
金利) も、FOMC 参加者の中央値は 2.6%と、従来の 2.5%から僅かではあるが引き上げられ、政策金利見通しは全体的に上方にシフトしている (第3図)。

第2図:FOMC参加者の政策金利見通し(中央値)



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

(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

利下げ開始時期について、パウエル議長は、引き続き会合毎にデータ次第で判断し、将来の会合についての決定はなされていないと述べた。また、利下げの判断はインフレ指標が

もっとも重要であり、雇用の堅調な増加が続くこと自体は労働供給の回復によるところが大きく、利下げの妨げにはならないとの考えを示した。

### 量的引き締め（QT）について議論、保有資産の縮小ペースをより緩やかにすることを示唆

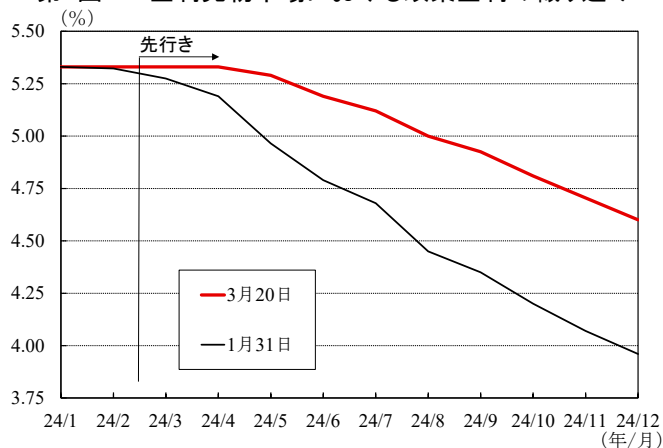
今回の会合では、量的引き締め（QT）について議論が行われ、保有資産の縮小ペースを緩めることがかなり早い時期に（fairly soon）適切になると考えていることをパウエル議長は明らかにした。縮小ペースをより緩やかにすることにより、2019年に発生した短期金融市場におけるストレスや流動性リスクを抑制するものであり、政策金利とは独立して判断される。

### 2024年半ばの利下げ開始及び年3回の利下げを予想

今回のFOMCでは2024年の景気見通しが大幅に上方修正され、先行きへの自信を深めているとともに、インフレ鈍化が継続しているとの認識が示された。また、2024年の利下げ回数は3回との見通しが維持され、金融市場では6月利下げ開始の織り込みが強まった（第4図）。

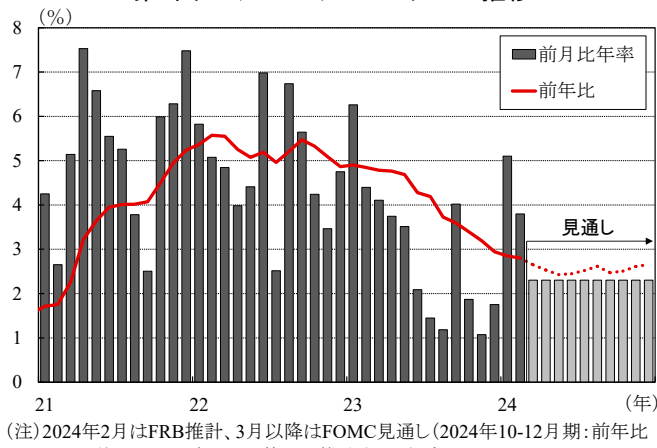
なお、今回の経済予測で示された物価見通し（2024年10-12月のコアPCEデフレーター：前年比+2.6%）が実現するには、2月時点の同+2.8%から0.2%ポイント低下すればよく、実現の可能性は相応に高いと思われる（第5図）。金融市場が織り込む2024年半ばの利下げ開始及び年3回の利下げとなる公算は引き続き大きいであろう。他方、名目中立金利の見通しが引き上げられた点にはパウエル議長も言及しており、今後の推移が注目される。

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：コアPCEデフレーターの推移



(注) 2024年2月はFRB推計、3月以降はFOMC見通し（2024年10-12月期：前年比+2.6%）に沿って前月比の伸びが推移すると仮定。  
(資料) 米国商務省、FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2024年3月20日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2024年1月30日・31日)	今回(2024年3月19日・20日)
<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have <u>moderated since early last year but remain</u> strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent. 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; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Loretta J. Mester; and Christopher J. Waller.</p>	<p>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have <u>remained</u> strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>金融政策</p> <p>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent. 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; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Loretta J. Mester; 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思わ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。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.