

2024. 6. 13

【FOMC (24年6月)】

インフレ率鈍化も、利下げ見通しは1回に減少

～インフレ率2%への確信にはもう少し時間がかかる可能性～



経済調査部 エコノミスト

前田 和孝

ポイント

- 6月11-12日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25-5.50%ですえ置いた。これですえ置きは7会合連続となった
- FOMC参加メンバーによる政策金利見通しであるドットチャートでは、2024年の利下げ回数が前回の計3回から1回に減少した
- 住居費の高止まりが続いていることや、賃金上昇率の鈍化ペースが緩やかなものになる可能性が高いことから、当研究所では、利下げ開始時期の予想を9月から12月に変更する

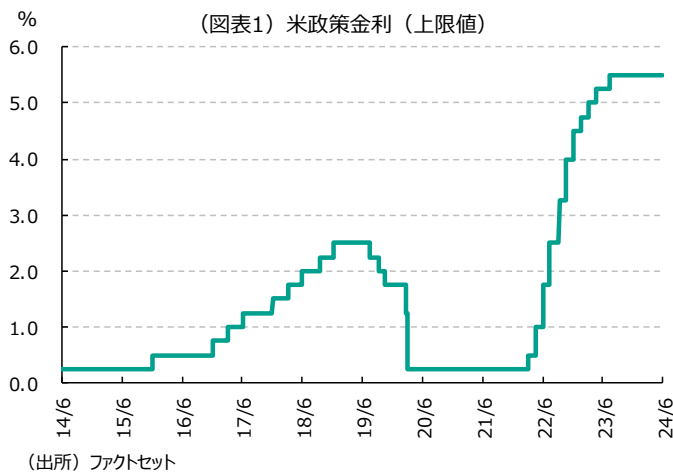
1. 7会合連続で政策金利すえ置き

6月11-12日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標が5.25-5.50%ですえ置かれた（図表1）。これですえ置きは7会合連続となった。景気が引き続き底堅いことや、インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標とする+2%にはまだ距離があることから、広く予想されていた通りの結果である。

声明文では、まず景気の現状判断部分に関し、「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している」と、景気は底堅く推移しているとの認識を維持した。インフレ率については、「ここ数ヵ月

間は、委員会の2%インフレ目標に向けたさらなる進展は見られなかった」との文言が「ここ数ヵ月間、委員会の2%インフレ目標に向けて緩やかながらも一段の進展が見られた」に変更された。コアCPIが4月（前年比+3.6%）、5月（同+3.4%）と、2ヵ月連続で鈍化したことが修正理由とみられる。

金融政策の先行き部分に関しては、「雇用とインフレの目標を達成するためのリスクがここ1年間でより良いバランスに移行したと判断している」としたうえで、「委員会は、インフレが持続的に2%に向けて移行していると十分に確信するまで、現状の目標レンジを引き下げるのが適切だとはみていない」との文言が維持された。



2. 2024年の利下げ回数が減少

今回の会合では、同時に FOMC メンバーの経済見通し (SEP) が公表された。実質 GDP 成長率については、前回 3 月時点から変更はなかった。2026 年にわたって潜在成長率 (同+1.8%) を上回り、景気は底堅く推移するとの見通しである (図表 2)。失業率に関しては、2024 年は変わらなかったが、2025 年が 4.1%から 4.2%へ、2026 年が 4.0%から 4.1%へと引き上げられた。2025 年にかけて上昇傾向が続き、FOMC 参加メンバーが中長期的な水準と考える 4.2%に達した後、再び低下に向かうとの見通しである。

物価 (コア PCE デフレーター) については、2024 年が前年比+2.6%から同+2.8%へ、2025 年は同+2.2%から同+2.3%へ上方修正された。4 月のコア PCE デフレーターはすでに修正後の予測値である+2.8%にまで低下しているが、パウエル議長は、昨年後半のインフレ率が低かったこともあり、良好 (Good) なデータが今後続いたとしても前年比ベースでは若干上昇するとの見解を示している。一方で、やや保守的な見通しであることも同時に強調した。

FOMC 参加メンバーによる政策金利見通しであるドットチャートの中央値については、2024 年末が 4.625%から 5.125%へ、2025 年末が 3.875%から 4.125%へ上方修正された (図表 3)。2024 年の利下げ回数は前回の計 3 回から 1 回に減少した。もっとも、参加メンバーの政策見通しの内訳を見ると、利下げ 1 回が 7 名、2 回が 8 名と拮抗している。0 回 (すえ置き) も 4 名いることを考えれば、参加者の利下げ幅に関する予想には依然としてばらつきが見られる。また、2025 年の利下げ回数に関しては、3 回から 4 回に増加しており、今後の利下げ局面における利下げ回数を減らすというよりもタイミングを後ろ倒しするとの考えを持っている参加者がいるように見受けられる。

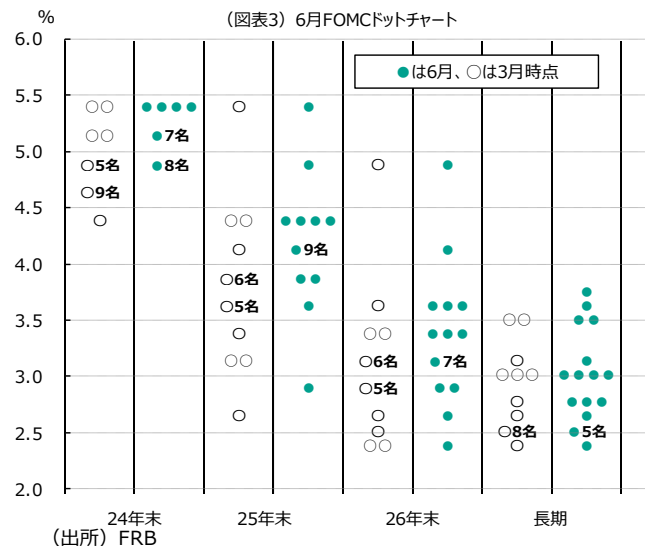
3. 利下げ開始時期を 12 月に変更

5 月の CPI は総合、コアのいずれも伸びが鈍化した。コア CPI の内訳を見ると、輸送サービス (4 月: 前月比+0.9% → 5 月: 同▲0.5%)、娯楽 (同+0.2% → 同▲0.2%)、衣料 (同+1.2% → 同▲0.3%) などが伸び鈍化を主導した。なかでも輸送サービスの寄与が大きかったが、これは航空運賃 (同▲0.8% → 同▲3.6%) や自動車保険 (同+1.8% → 同▲0.1%) の下落が主因である。一方、コア CPI に占めるウェイトが高い住居費 (同+0.4% → 同+0.4%) は依然として高い伸びが続いている。先行指標となる S&P ケースシラー住宅価格の推移を見る限り、CPI における住居費の伸びは鈍化傾向が続くとみられるが、ペースは今後も緩慢なものにとどまる

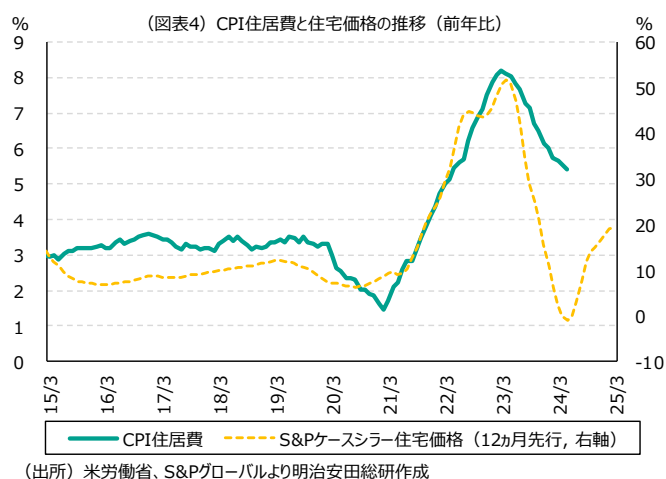
(図表 2) 6月FOMC経済見通し

(単位: %)	2024	2025	2026	長期
実質GDP成長率	2.1	2.0	2.0	1.8
(3月予測)	2.1	2.0	2.0	1.8
失業率	4.0	4.2	4.1	4.2
(3月予測)	4.0	4.1	4.0	4.1
PCEデフレーター	2.6	2.3	2.0	2.0
(3月予測)	2.4	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.8	2.3	2.0	-
(3月予測)	2.6	2.2	2.0	-
FF金利	5.1	4.1	3.1	2.8
(3月予測)	4.6	3.9	3.1	2.6

(出所) FRB ※実質GDP成長率、(コア) PCEデフレーターは前年比(%)



可能性が高い（図表 4）。また、FRB が重視する PCE デフレーターでは、航空運賃や自動車保険の計算は PPI が基礎統計として用いられる。そのため、PCE デフレーターでは、CPI ほど同項目が鈍化に寄与しない可能性も考えられる。4 月の PCE デフレーターは前月比+0.249%と、3 月（同+0.334%）から伸びが鈍化したものの、今回の経済見通し（2024 年：前年比+2.8%）を下回るには、今年 12 月までに平均で前月比+0.180%程度のペースで推移する必要がある。直近 1 年間の平均が同+0.233%であることから、この数字はそれなりにハードルが高い。



サービス価格を左右する賃金動向を見ると、5 月の雇用統計では、時間当たり賃金が前年比+4.1%と、4 ヶ月ぶりに伸びが拡大した。前月比でも+0.35%と 4 月（同+0.21%）から拡大し、過去 12 ヶ月平均（同+0.33%）も上回った。相対的に賃金が低い移民やパートタイムの増加が就業者数の増加につながっていることに加え、4 月の雇用動態調査（JOLTS）における求人件数が減少傾向となっていることを踏まえれば、賃金上昇率は今後均せば鈍化傾向で推移するとみる。ただしそのペースは緩やかなものにとどまるだろう。当研究所では、利下げ開始時期の予想を 9 月としていたが、それまでに声明文の「インフレが持続的に 2%に向けて移行していると十分に確信する」状態に至るのは難しいと考え、12 月へと変更する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2024/4/30-5/1	2024/6/11-12
Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated. In recent months, there has been <u>modest</u> further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.
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している。雇用の伸びは依然として力強く、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率はこの 1 年で緩和したが、引き続き上昇している。ここ数ヶ月間は、委員会の 2%インフレ目標に向けたさらなる進展は見られなかった。	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している。雇用の伸びは依然として力強く、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率はこの 1 年で緩和したが、引き続き上昇している。ここ数ヶ月間、委員会の 2%インフレ目標に向けて <u>緩やかながらも</u> 一段の進展が見られた。
<ポイント> ・経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることに言及 ・ここ数ヶ月間、委員会の 2%インフレ目標に向けて緩やかながらも一段の進展が見られたことに言及	
The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the

<p>longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。委員会は、雇用とインフレの目標を達成するためのリスクがここ1年間でより良いバランスに移行したと判断している。経済見通しは不確実で、委員会はインフレ上昇のリスクに引き続き細心の注意を払う。</p>	<p>longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>委員会は、長期にわたり 2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。委員会は、雇用とインフレの目標を達成するためのリスクがここ1年間でより良いバランスに移行したと判断している。経済見通しは不確実で、委員会はインフレ上昇のリスクに引き続き細心の注意を払う。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・雇用とインフレの目標を達成するためのリスクがここ1年間でより良いバランスに移行したと判断 ・一方、経済見通しは不確実で、委員会はインフレ上昇のリスクに引き続き細心の注意を払う 	
<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. Beginning in June, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$60 billion to \$25 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion and will reinvest any principal payments in excess of this cap into Treasury securities. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</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. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>その目標を支えるため、委員会は FF 金利の目標レンジを 5.25～5.50%に維持することを決定した。委員会は、FF 金利の目標レンジのいかなる調整においても、今後入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する。委員会は、インフレが持続的に 2%に向けて移行していると十分に確信するまで、現状の目標レンジを引き下げるのが適切だとはみていない。さらに、委員会は、以前発表した計画通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券 (MBS) の保有高</p>

<p>その目標を支えるため、委員会は FF 金利の目標レンジを 5.25～5.50%に維持することを決定した。委員会は、FF 金利の目標レンジのいかなる調整においても、今後入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する。委員会は、インフレが持続的に 2%に向けて移行していると十分に確信するまで、現状の目標レンジを引き下げるのが適切だとはみていない。さらに、委員会は、以前発表した計画通り、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。委員会は 6 月から、国債の毎月の償還上限を 600 億ドルから 250 億ドルに引き下げることで、保有証券の縮小ペースを減速させる。委員会は政府機関債と住宅ローン担保証券（MBS）の毎月の償還上限を 350 億ドルに維持し、この上限を超える元本償還分を国債に再投資する。委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。</p>	<p>の縮小を続けるだろう。委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・政策金利は 5.25－5.50%に維持 ・国債の毎月の償還上限を 600 億ドルから 250 億ドルへの引き下げ、政府機関債と住宅ローン担保証券（MBS）の毎月の償還上限を 350 億ドルに維持する文言は削除 	
<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>金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</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>金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</p>
<p><ポイント></p>	

<ul style="list-style-type: none"> ・変更なし ・委員会の目標達成を妨げるリスクが生じた場合、政策スタンスを適切に調整 	
<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>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バーキン総裁、バー副議長、ボスティック総裁、ボウマン理事、クック理事、デイリー総裁、ジェファーソン副議長、クーグラール理事、メスター総裁、ウォラー理事。</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>この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バーキン総裁、バー副議長、ボスティック総裁、ボウマン理事、クック理事、デイリー総裁、ジェファーソン副議長、クーグラール理事、メスター総裁、ウォラー理事。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・全会一致 	

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 前田 和孝

電話番号：03-6261-7947

e-mail：ka3-maeda@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411