

2023. 12. 14

【FOMC (23年12月)】

利上げを見送り、引き締めバイアスは後退

～焦点は利下げの開始時期に移行～



経済調査部 エコノミスト
前田 和孝

ポイント

- 12月12-13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。これで利上げ見送りは3会合連続
- 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年の利下げ幅が前回の計0.5%から0.75%に拡大
- FOMC内でも焦点はすでに利下げの開始時期に移っているとみられる。インフレ率は緩やかながらも鈍化傾向が続くとみており、来年の6月に利下げを開始すると予想

1. 3会合連続で利上げ見送り

12月12-13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 (図表1)。これで利上げ見送りは3会合連続となった。

11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を上回り、失業率は低下した。もっとも、9-11月平均の雇用者数の伸びは+20.4万人で、1-3月 (同+31.2万人) と比べて鈍化傾向にある。10月の雇用動態調査 (JOLTS) における求人件数も約873万件と2ヵ月連続で減少しており、労働需給は緩やかながらも緩和に向かっている。また、

11月の消費者物価指数 (CPI) は、総合指数が前年比+3.1%と2ヵ月連続で伸び幅が縮小した。エネルギーと食料を除いたコア指数は同+4.0%で前月と同じ伸びだったが、均せば鈍化傾向が続いている。これらの結果を受け、事前の市場予想でも今回はすえ置きが有力となっていた。パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長は FOMC 後の記者会見で、「抑制的な金融政策スタンスが経済活動の下押し圧力となっている」との認識を示し、「不確実性とリスクを考慮し、慎重に (金融政策) を進める」と利上げを見送った理由を説明した。

声明文では、まず景気の現状判断部分が、前回の「第3四半期に力強いペースで拡大した」から「第3四半期の力強いペースから鈍化している」へと修正された。10月の小売売上高や鉱工業生産が前月比マイナスとなるな



ど、景気減速を示す指標結果を反映したと考えられる。インフレ率については、「引き続き上昇している」から「この1年で緩和したが、引き続き上昇している」へと下方修正された。雇用の伸びに関しては、「今年の早い時期よりも緩やかとなっているものの、依然として力強い」との表現が維持された。

また、金融政策の先行き部分が「2%のインフレ率に戻すためのいかなる (any) 追加金融引き締め」の程度を判断するうえで、委員会は累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する」へと修正された。パウエル議長は、記者会見で文言追加の意味を問われ、「利上げサイクルのピークか、それに近い可能性が高い」と述べ、引き締めバイアスの後退であることを認めた。

2. インフレ見通しを下方修正

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 成長率見通しは、前回 9 月時点との比較で、2023 年が前年比 +2.1% から同 +2.6% に上方修正された (図表 2)。7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 +5.2% と高い伸びだったことが修正理由とみられる。一方、2024 年は同 +1.5% から同 +1.4% に下方修正され、2025 年は同 +1.8% で変わらなかった。2024 年に潜在成長率 (同 +1.8%) を下回り、その後、景気が持ち直すとのパスに変更はない。

失業率に関しては、2023 年が 3.8%、2024 年が 4.1%、2025 年も 4.1% といずれも前回と同じだった。今後は上昇傾向が続き、2024 年には FOMC 参加メンバーが中長期的な水準と考える 4.1% に達し、その水準で推移するとの見通しである。物価 (コア PCE デフレーター) については、2023 年が前年比 +3.7% から同 +3.2% へ、2024 年は同 +2.6% から同 +2.4% へ、2025 年は同 +2.3% から同 +2.2% へいずれも下方修正された。CPI に加え、今回の FOMC と同日に公表された 11 月の生産者物価指数 (PPI) が前年比 +0.9% と 2 ヶ月連続で伸びが鈍化したことも参加者の見通しに反映された可能性が高い。

3. ドットチャートでは 2024 年の利下げ幅を拡大

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 年が 5.125% から 4.625% へ、2025 年が 3.875% から 3.625% へ下方修正された (図表 3)。2024 年の利下げ幅は前回の計 0.5% から 0.75% に拡大された。もっとも、参加メンバーの政策見通しの内訳を見ると、4.875% が 5 名、4.625% が 6 名、4.375% が 4 名となっており、参加者の利下げ幅に関する考えには依然としてばらつきが見られる。

4. 焦点は利下げの開始時期に移行

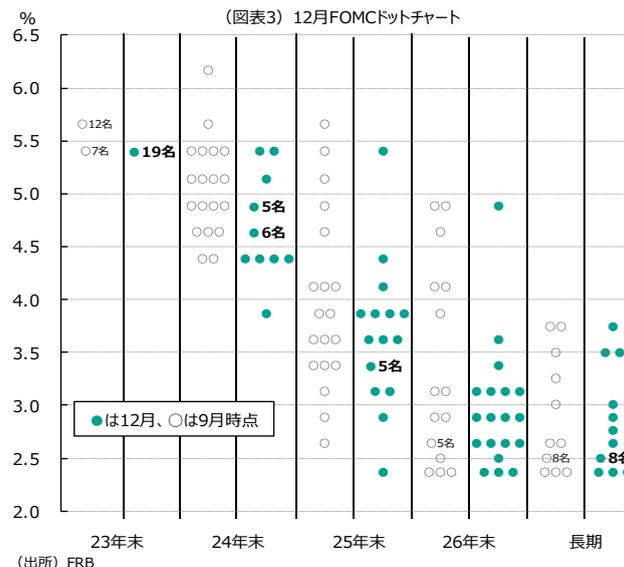
今回の FOMC では、政策金利の引き上げを見送り、ドットチャートでは来年の利下げ幅が拡大された。11 月 28 日に、ウォラー理事が早期利下げの可能性を示唆したことをきっかけに、長期金利は低下傾向で推移している。

(図表2) 12月FOMC経済見通し

(単位: %)	2023	2024	2025	2026	長期
実質GDP成長率	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
(9月予測)	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
(9月予測)	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCEデフレーター	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
(9月予測)	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	3.2	2.4	2.2	2.0	-
(9月予測)	3.7	2.6	2.3	2.0	-
FF金利	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
(9月予測)	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

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

(図表3) 12月FOMCドットチャート



(出所) FRB

パウエル議長は、前回の会合で「長期金利の上昇やドル高、株安は将来の金融政策において重要な意味を持つ可能性がある」との見解を示しており、筆者は今回、市場で浮上している早期利下げ観測を牽制するとみていたが、こうした見方を押し返すようなことはしなかった。さらに、パウエル議長はメンバー間で利下げの議論をしたことに言及しており、FOMC内でも焦点はすでに利下げの開始時期に移っているとみられる。

今後の物価動向に関しては、サービス価格がカギを握るが、主たる決定要因である賃金動向を見ると、11月の平均時給は前年比4.0%と、21年6月以来の低い伸びとなっている。アトランタ連銀の賃金トラッカーなど他の賃金指標からも同様に鈍化傾向が確認できる。FRBの物価目標である前年比+2.0%までにはまだ距離があるが、パウエル議長は、利下げのタイミングについて「2%まで下がるのを待ってれば遅すぎる」とも述べている。賃金動向を踏まえれば、今後もインフレ率は鈍化傾向が続くとみられることから、当研究所では、来年の6月に利下げを開始すると予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2023/10/31-11/1	2023/12/12-13
<p>Recent indicators suggest that economic activity expanded at a 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>最近の指標は経済活動が第3四半期に力強いペースで拡大したことを示している。雇用の伸びは今年の早い時期よりも緩やかとなっているものの、依然として力強く、失業率は低い水準にとどまっている。インフレ率は引き続き上昇している。</p>	<p>Recent indicators suggest that <u>growth of economic activity 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>最近の指標は経済活動の<u>伸びが</u>第3四半期の力強いペースから鈍化していることを示している。ここ数ヶ月で雇用の伸びは鈍化しているが、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<u>この1年で緩和したが、</u>引き続き上昇している。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動の伸びが第3四半期の力強いペースから鈍化していることに言及 ・インフレ率はこの1年で緩和したことに言及 	
<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>米国の銀行システムは健全で回復力がある。家計や企業の金融・信用環境が引き締まり、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性がある。これらの影響の</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>米国の銀行システムは健全で回復力がある。家計や企業の信用状況が引き締まり、経済活動、雇用、インフレの重石になる可能性がある。これらの影響の程度は</p>

<p>程度は不透明なままである。委員会は引き続きインフレリスクを注意深く観察している。</p>	<p>不透明なままである。委員会は引き続きインフレリスクを注意深く観察している。</p>
<p><ポイント> ・変更なし</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>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。これら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。委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する。2%のインフレ率に戻すための追加金融引き締めを判断するうえで、委員会は累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす運行効果、経済・金融の動向を考慮する。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。委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。</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>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。これら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。委員会は追加情報と金融政策への影響についての評価を継続する。2%のインフレ率に戻すためのいかなる追加金融引き締めを判断するうえで、委員会は累積した金融政策引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす運行効果、経済・金融の動向を考慮する。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> ・政策金利は 5.25－5.50%に維持</p>	

<p>・金融政策の先行き部分が「2%のインフレ率に戻すためのいかなる追加金融引き締めを判断するうえで」に修正され、引き締めバイアスは後退</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>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する意向を維持 	
<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>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、バー副議長、ボウマン理事、クック理事、グールズビー総裁、ハーカー総裁、ジェファーソン副議長、カシュカリ総裁、クーグラール理事、ローガン総裁、ウォーラー理事。</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>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、バー副議長、ボウマン理事、クック理事、グールズビー総裁、ハーカー総裁、ジェファーソン副議長、カシュカリ総裁、クーグラール理事、ローガン総裁、ウォーラー理事。</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。

●照会先● 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