

【FOMC (24年7月)】

9月利下げに向けた地ならしを進める

～インフレ以上に労働市場の冷え込みに対する警戒感を示す～



経済調査部 エコノミスト
前田 和孝

ポイント

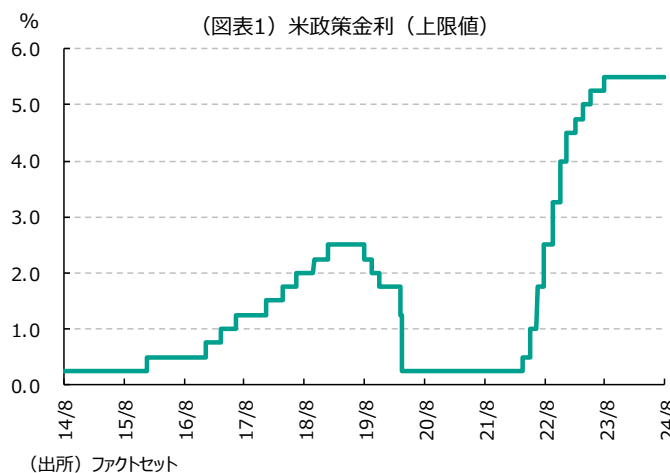
- 7月30-31日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25-5.50%ですえ置いた。これですえ置きは8会合連続となった
- 声明文では、「二つの責務の両面に対するリスクに細心の注意を払う」とし、労働市場の冷え込みに対する警戒感を示した
- インフレ率の鈍化傾向が続くと見込まれるほか、年末まで政策金利をすえ置けば、失業率が大きく上昇するリスクがあることから、利下げ開始時期の予想を12月から9月に変更する

1. 8会合連続で政策金利すえ置き

7月30-31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%にすえ置いた（図表1）。

声明文では、まず景気の現状判断部分に関し、4-6月期実質GDP成長率が前期比年率+2.8%と前期から伸び幅を拡大させたことなどから、「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」との表現が維持された。一方、雇用については、「雇用の伸びは依然として力強く」から「雇用の伸びは緩やか」へと変更されたほか、失業率が上昇したことに対する文言が新たに追加された。インフレ率については、「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」から「委員会の2%インフレ目標に向けて一定のさらなる進展が見られた」としている。この結果、リスクバランスの項目が「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っている」から「委員会は二つの責務の両面に対するリスクに細心の注意を払っている」へと変更された。インフレ率の鈍化を評価する一方で、労働市場の冷え込みに対する警戒感が高まっている様子が確認できる。

ただし、金融政策の先行き部分では、「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



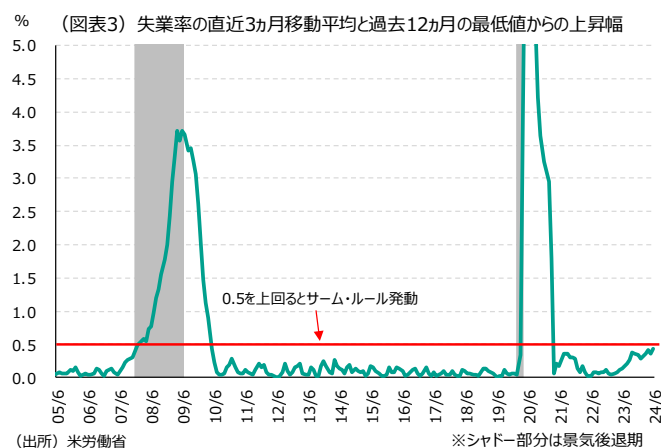
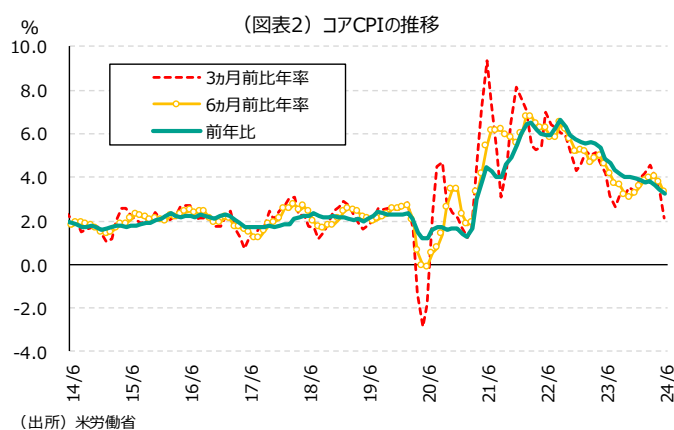
するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する」としており、あくまでデータ次第とのスタンスに変更はない。

2. パウエル議長は9月の利下げを示唆

パウエル議長は、会合後の記者会見で9月利下げの可能性について問われ、現時点では何も決まっていないと前置きした上で、「政策金利を引き下げるのに適切な時点に近づいているというのが委員会のおおまかな認識である」と述べた。加えて、「インフレが急速に低下する、もしくは予想以上に減速し、労働市場が現状のような状態であるならば、利下げを検討することは可能」と明言した。

インフレ率については、「今年のインフレの進展は大部分が財価格によるものだったが、足元のディスインフレは非住宅サービスや住宅サービスなど、より広範囲にわたる」との認識を示した。6月の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+3.0%、コアベースで同+3.2%といずれも3ヵ月連続で伸びが鈍化している(図表2)。また、パウエル議長がたびたび言及してきた住宅を除くサービス価格も2ヵ月連続で前月比±0.0%と落ち着きつつある。

一方、労働市場については、失業率が4.1%と3ヵ月連続で上昇しており、ウォラー理事が先月の講演で「失業率の上振れリスクがこれまで長い間見られてきたよりも大きくなっている」と述べるなど、FOMCメンバー内でも、こうしたリスクが共有されつつある。失業率の直近3ヵ月移動平均と過去12ヵ月の最低値との乖離幅を見ると、0.43ポイントまで上昇しており(図表3)、「サム・ルール」(乖離幅が0.5ポイントを上回ると景気後退局面入り)の発動基準に徐々に近づいていることも警戒感を高める要因となっている。パウエル議長は、サム・ルールを満たすことによる景気後退への懸念について問われ、「あくまで統計的な規則性であって、今後起こることが保証されているわけではない」としつつも、「労働市場が正常化しているかを注意深く観察し、それ以上の兆候が見られれば対応する準備はある」と述べた。こうした発言にもFOMCの関心がインフレから労働市場へと移行している様子が現れている。



3. 利下げ開始時期の予想を9月に変更

声明文の変更もさることながら、パウエル議長が9月の利下げを複数回にわたって示唆したという点で今回のFOMCはハト派的な内容だった。次回のFOMCまでには、CPIが2回、PCEデフレーターが1回公表される。ここまで雇用統計における時間当たり賃金は鈍化傾向が継続しているほか、昨日発表された4-6月期の雇用コスト指数も前期比+0.9%と市場予想を下回るなど、賃金上昇圧力は低下に向かっている。賃金上昇率の鈍化に伴いサービス価格は低下が見込まれ、インフレ率は鈍化傾向で推移すると予想される。労働市場についても、雇用者数は増加しているものの、パートタイムが中心となっていることに加え、27週以上の長期失業者の全体に占める割合が2022年5月以来の水準まで上昇しており、少しずつ職が見つげづらくなってきている可能性が高い。求人

件数が減少していることも考えれば、仮に年末まで政策金利をすえ置いた場合には、失業率が大きく上昇するリスクがある。筆者は、利下げ開始時期の予想を12月としていたが、物価や労働市場の動向を踏まえ、9月へと変更する。もっとも、現段階では、個人消費が底堅いことなどから景気が急速に悪化するハードランディングは想定しておらず、四半期に1回のペースでの利下げを見込む。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2024/6/11-6/12	2024/7/30-31
<p>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 modest further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.</p> <p>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。</p>	<p>Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have <u>moderated</u>, and the unemployment rate has <u>moved up but</u> remains low. Inflation has eased over the past year but remains <u>somewhat</u> elevated. In recent months, there has been <u>some</u> further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.</p> <p>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<u>緩やか</u>で、失業率は<u>上昇したが</u>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、幾分上昇している。ここ数ヵ月間、委員会の2%インフレ目標に向けて<u>一定のさらなる</u>進展が見られた。</p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済活動は堅調なペースで拡大し続けているとの認識を維持 ・雇用の伸びが緩やかとなったことや、失業率が上昇したことに言及 ・インフレ率について、目標に向けて一定のさらなる進展が見られたことに言及 	
<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 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</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 <u>continue to move into</u> better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee <u>is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</u></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より良いバランスへと<u>移行し続けている</u>と判断している。経済見通しは不確実で、委員会は<u>二つの責務の両面</u>に対す</p>

引き続き細心の注意を払っている。	るリスクに細心の注意を払っている。
<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続けていると判断 ・インフレ上昇のリスクだけでなく、二つの責務の両面に対するリスクに細心の注意を払うことに言及 	
<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こと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。委員会は物価を2%に戻すことに強くコミットしている。</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こと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 	
<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</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</p>

<p>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>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; <u>Austan D. Goolsbee</u>; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; and Christopher J. Waller. <u>Austan D. Goolsbee voted as an alternate member at this meeting.</u></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、<u>グールズビー総裁</u>、ジェファーソン副議長、クーグラール理事、ウォラー理事。<u>グールズビー総裁は今会合では代理メンバーとして投票した。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・全会一致 ・メスター総裁の退任に伴い、グールズビー総裁が代理で投票 	

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