

【FOMC (24年5月)】

インフレ鈍化に進展なく、利下げに慎重姿勢

～9月利下げ開始予想を維持するが、後ろ倒しの可能性も～



経済調査部 エコノミスト

前田 和孝

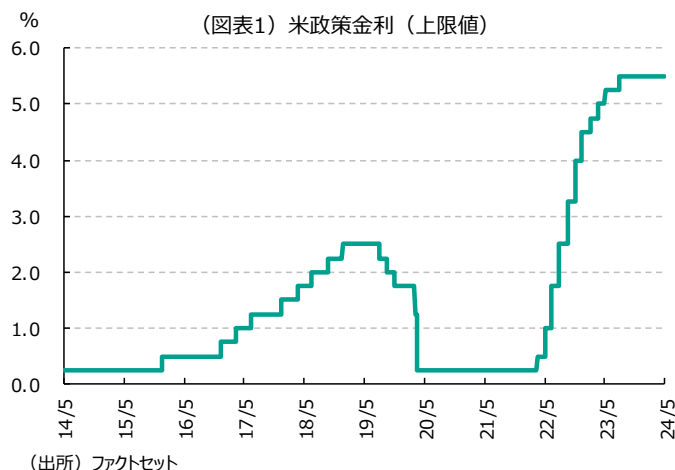
ポイント

- 4月30日～5月1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。量的引き締め（QT）に関しては、国債の毎月の償還上限を6月以降、600億ドルから250億ドルに引き下げ
- 声明文では、インフレ率について、「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」との文言を追加し、物価上昇率の鈍化ペースが想定より緩やかであることを認めた
- 当研究所では9月の利下げ開始予想を維持する。ただ、原油価格の上昇などを背景に根強いインフレ圧力懸念は依然として残っており、利下げ開始時期が後ろ倒しされる可能性もあり得る

1. 6会合連続で政策金利すえ置き

4月30日～5月1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）。これですえ置きは6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。

なお、量的引き締め（QT）に関しては、国債の毎月の償還上限を6月以降、600億ドルから250億ドルに引き下げ、縮小ペースを減速させる。また、政府機関債と住宅ローン担保証券（MBS）の毎月の償還上限は350億ドルに維持し、この上限を超える元本償還分は国債に再投資することを決めた。



2. 声明文でインフレ鈍化ペースが緩慢であることを明示

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」とした。1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と前期から伸びが鈍化したものの、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

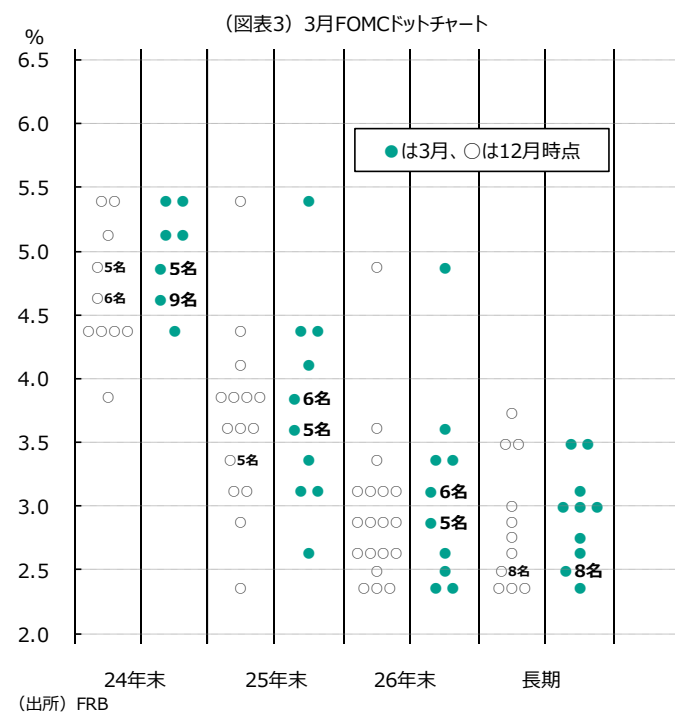
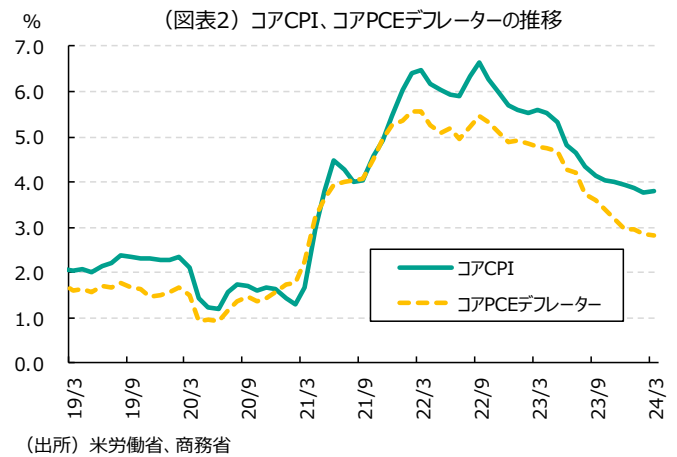
「目標に向けたさらなる進展は見られなかった」との文言が追加された。前回の FOMC 後に発表された物価指標を見ると、3月のコア CPI は前年比+3.8%、コア PCE デフレーターが同+2.8%といずれも市場予想を上回った（図表2）。パウエル議長は、1月、2月の物価指標の上振れについては季節調整の影響とし、インフレ圧力の再燃との見方を退けていたが、3月の結果を受け、その後の講演では、「インフレ率が2%の物価目標に向かっていくという利下げに必要な確信を得るのにはより長い時間がかかる可能性が高い」と見解を修正していた。今回声明文で新たに文言が追加されたことで、FRB 自ら物価上昇率の鈍化ペースが想定以上に緩やかであることを認めた形である。

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」との認識を示す一方、「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。

3. 9月利下げ開始予想は維持

3月のコア CPI の内訳を見ると、コア財が前年比▲0.7%と3ヵ月連続でマイナスとなる一方、コアサービスは同+5.4%と高止まりが続いている。そのため、サービス価格の動向が引き続きインフレ率の鈍化にとって重要になる。労働市場は依然として堅調ではあるものの、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増につながっていることなどから、時間当たり賃金の伸びは鈍化傾向が続いている。米議会予算局（CBO）の調査では、2024年の移民の純流入者数は約330万人となる見通しで、移民の流入が今後も労働供給の増加要因となる可能性が高い。また、3月の JOLTS 求人件数は848.8万件と2ヵ月ぶりに前月から減少していることから、今後も賃金上昇率の鈍化傾向は続き、サービス価格は低下に向かうと予想される。

一方、パウエル議長は会合後の記者会見で、「次の政策金利の動きが利上げになるとは考えにくい」とはしつつも、「利下げする道、しない道の両方の可能性がある」と述べている。加えて、「われわれが受け取っているシグナルはインフレ率2%への持続可能な道筋に乗るには時間がかかるということ」、「インフレ鈍化の継続的な進展は保証されておらず、先行きは不透明」とインフレ率の低下に対する確信が揺らいでいる様子が見え始める。FRBの次の一手が利下げとのシナリオに変更はないとみられるものの、初回の利下げ時期については不透明感が高まった印象を受ける。3月会合における FOMC 参加メンバーの政策金利見通しであるドットチャートでは、2024年末の政策金利の中央値は4.625%で、年内3回分の利下げ見通しが示されていた（図表3）。ただ、次回6



月会合で公表される新たなドットチャートでは、利下げ幅が縮小される可能性が高い。

労働需給の緩和によりインフレ率は緩やかながらも鈍化傾向で推移するとみており、当研究所では9月の利下げ開始、および年内2回の利下げとの予想を維持する。ただ、中東情勢の悪化による原油価格の上昇や、堅調な景気動向を背景に根強いインフレ圧力懸念は依然として残っており、利下げ開始時期が後ろ倒しされる可能性もあり得る。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2024/3/19-20	2024/4/30-5/1
<p>Recent indicators suggest that economic activity has been expanding 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.</p> <p>最近の指標は経済活動が堅調なペースで拡大し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。</p>	<p>Recent indicators suggest that economic activity has <u>continued to expand</u> 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. <u>In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.</u></p> <p>最近の指標は経済活動が堅調なペースで<u>拡大し続けている</u>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。<u>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。</u></p>
<p><ポイント></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 are moving into better balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</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</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>have moved toward</u> better balance <u>over the past year</u>. The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.</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</p>

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.

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に移行していると判断している。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。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。委員会は物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。

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.

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。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。

<ポイント>

- ・政策金利は 5.25－5.50%に維持

<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ことに言及 ・国債の毎月の償還上限を6月から600億ドルから250億ドルに引き下げ。政府機関債と住宅ローン担保証券(MBS)の毎月の償還上限は350億ドルに維持し、この上限を超える元本償還分は国債に再投資 	
<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、ウォーラー理事。</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