

# 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

### 9月FOMC～政策金利据え置きを決定、2024年の政策金利見通しは前回予測から上方修正

#### 【要旨】

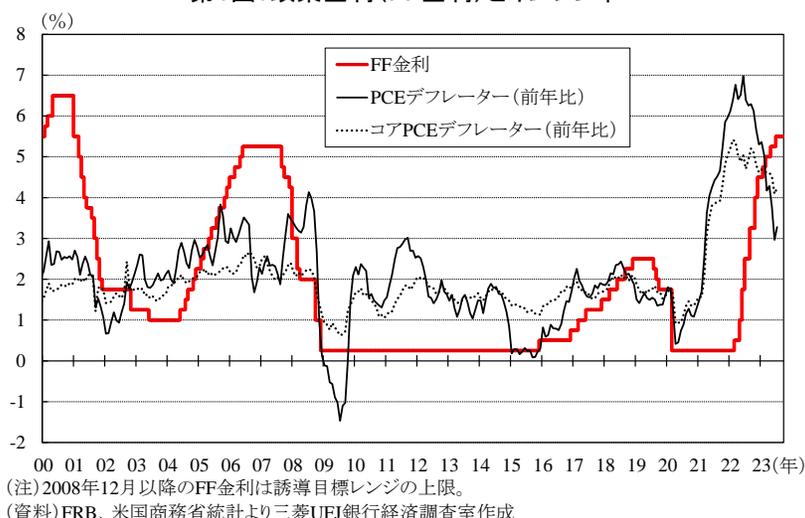
- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は9月19-20日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを5.25～5.5%で据え置くことを全会一致で決定した。政策金利据え置きは6月会合以来2会合ぶりとなり、金融市場の想定通りの結果であった。
- ◇ 3ヵ月毎に公表されるFOMC参加者の経済予測（中央値）は、実質GDP成長率（10-12月期の前年比）が2023年、2024年ともに大幅に上方修正された。また、失業率（10-12月期の平均値）の見通しが2023～2025年に大幅に引き下げられ、景気後退は回避可能との見方を強めた形となった。
- ◇ FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は2023年末に5.625%と前回予測が維持され、年内（11月、12月の2会合）に0.25%ポイントの追加利上げが示唆された。もっとも、パウエル議長は、利上げの判断は引き続き会合毎にデータ次第で決定すると述べた。また、2024年末の政策金利は5.125%と前回予測（4.625%）から引き上げられ、年2回（計0.5%ポイント）の利下げが行われるとの見通しが示された。2024年のインフレ率の見通しは前回予測から不変であるのに対し、政策金利は0.5%ポイントも上振れしていることについて、パウエル議長は、米国経済が想定以上に強く推移する見通しであることを理由としてあげた。
- ◇ 今回のFOMCでは、政策金利は従来の想定以上に長期間、高い水準が維持され、2024年にかけて5%を上回るとの見通しが示された。もっとも、FOMC後も金融市場では引き続き、利上げは打ち止めとの見方がやや優勢であり、2024年はFOMC参加者の見通しよりも早いペースの利下げが織り込まれている。
- ◇ 年内の追加利上げの有無はデータ次第であるものの、コアインフレ率の鈍化が続く中、利上げは最終局面にあることには変わらないであろう。一方、2024年以降については、これまでの急速な利上げの効果や銀行貸出厳格化の影響、家計の累積貯蓄の剥落等に伴う景気の下押しが想定され、先行きの不確実性が高い。また、足元の自動車業界のストライキや原油高の行方によっては、一服していた家計の期待インフレ率を再び押し上げる可能性があり、留意を要する。

## 政策金利の据え置きを決定、2024年の政策金利見通しは前回予測から上振れ

連邦公開市場委員会（FOMC）は9月19-20日の定例会合で、政策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6月会合以来2会合ぶりとなり（前回7月会合は0.25%ポイント利上げ）、金融市場の想定通りの結果であった。

3ヵ月毎に示されるFOMC参加者の経済予測（中央値）では、2023年末の政策金利は5.625%と前回予測（6月時点）が維持され、年内に0.25%ポイントの追加利上げが示唆された。一方、2024年末の政策金利は5.125%と前回予測（4.625%）から引き上げられ、従来の想定以上に政策金利は長期間、高い水準で維持されるとの見通しが示された。

第1図：政策金利（FF金利）とインフレ率



## 景気の現状判断は2会合連続で上方修正

景気の現状判断について、声明文では「最近の指標は経済活動が堅調な（solid）ペースで拡大していることを示している」と2会合連続で上方修正した（前回は「緩やかな（moderate）ペースで拡大」）。雇用については「雇用の増加はこの数ヵ月減速したものの依然として力強く、失業率は低水準に止まっている」と、表現が幾分弱められた（前回は「雇用の増加はこの数ヵ月力強く、失業率は低水準に止まっている」）。物価は前回と同様に「インフレ率は依然として高止まりしている」との判断が維持された。

パウエル議長は記者会見において、足元では個人消費が特に力強いとの認識を述べた。また、物価の基調を示すコアインフレ率は6月以降3ヵ月連続で顕著に低下し、直近の雇用統計における雇用の減速は労働需給のバランスが改善していることを示していると評価した上で、更なる進展が必要と述べた。

## 失業率の見通しが大幅に引き下げられ、景気後退は回避可能との見方を強めた

3ヵ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測（中央値）は、2023 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+1.1%ポイント）、2024 年は同+1.5%（前回予測比+0.4%ポイント）と大幅に上方修正された（第1表）。また、失業率（10-12 月期の平均値）の見通しが 2023~2025 年に大幅に引き下げられ、景気後退は回避可能との見方を強めた形となった。

物価（10-12 月期の前年比）は、コア PCE インフレ率が前年比+3.7%（前回予測比▲0.2%ポイント）と、足元の実績を踏まえて下方修正された一方、2024 年以降は概ね前回予測が維持された。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2023	2024	2025	2026	中長期	2023	2024	2025	2026	中長期
実質GDP成長率	前々回（2023年3月）	0.4	1.2	1.9	-	1.8	0.0 - 0.8	1.0 - 1.5	1.7 - 2.1	-	1.7 - 2.0
	前回（2023年6月）	1.0	1.1	1.8	-	1.8	0.7 - 1.2	0.9 - 1.5	1.6 - 2.0	-	1.7 - 2.0
	今回（2023年9月）	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9 - 2.2	1.2 - 1.8	1.6 - 2.0	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
失業率	前々回（2023年3月）	4.5	4.6	4.6	-	4.0	4.0 - 4.7	4.3 - 4.9	4.3 - 4.8	-	3.8 - 4.3
	前回（2023年6月）	4.1	4.5	4.5	-	4.0	4.0 - 4.3	4.3 - 4.6	4.3 - 4.6	-	3.8 - 4.3
	今回（2023年9月）	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7 - 3.9	3.9 - 4.4	3.9 - 4.3	3.8 - 4.3	3.8 - 4.3
PCEインフレ率	前々回（2023年3月）	3.3	2.5	2.1	-	2.0	3.0 - 3.8	2.2 - 2.8	2.0 - 2.2	-	2.0
	前回（2023年6月）	3.2	2.5	2.1	-	2.0	3.0 - 3.5	2.3 - 2.8	2.0 - 2.4	-	2.0
	今回（2023年9月）	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2 - 3.4	2.3 - 2.7	2.0 - 2.3	2.0 - 2.2	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（2023年3月）	3.6	2.6	2.1	-	-	3.5 - 3.9	2.3 - 2.8	2.0 - 2.2	-	-
	前回（2023年6月）	3.9	2.6	2.2	-	-	3.7 - 4.2	2.5 - 3.1	2.0 - 2.4	-	-
	今回（2023年9月）	3.7	2.6	2.3	2.0	-	3.6 - 3.9	2.5 - 2.8	2.0 - 2.4	2.0 - 2.3	-

(注)1. 「中心傾向」は上下夫々三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。

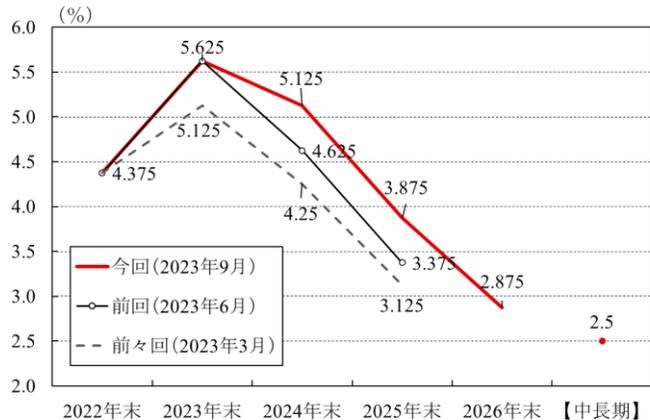
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2023 年は 1 回の追加利上げ、2024 年は 2 回の利下げを行うとの見通し

金融政策について、今回の会合では金融市場の想定通り政策金利は据え置かれ、声明文の文言も前回から不変であった。

先行きについて、FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）は 2023 年末に 5.625%と前回予測が維持され、年内（11 月、12 月の 2 会合）に 0.25%ポイントの追加利上げが示唆された（次頁第 2 図）。もっとも、パウエル議長は、利上げの最終到達点に関する決定は行われていないと述べ、利上げの判断は引き続き会合毎にデータ次第で決定すると述べた。なお、FOMC 参加者個々に見ると、19 人中 12 人が 1 回（0.25%ポイント）の追加利上げを見込んでいる一方、金利据え置きも 7 人と、見方が分かれている（次頁第 2 表）。

第2図：FOMC参加者の政策金利見通し(中央値)



(注)「中長期」の中央値は各会合いずれも2.5%。  
(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 (%)	2023年末		2024年末		2025年末		2026年末
	前回	今回	前回	今回	前回	今回	今回
6.125	1						1
5.875	2		1				
5.625	9	12	2	1	1	1	
5.375	4	7		4		1	
5.125	2		3	4		1	
4.875			2	4	1	1	2
4.625			2	3	1	1	1
4.375			6	2			
4.125			1		2	3	2
3.875					1	2	1
3.625			1		2	3	
3.375					3	3	
3.125					3	1	2
2.875					1	1	2
2.625					2	1	5
2.375					1		(1)3

(注)1. 色塗り部分はFOMC参加者の中央値。  
2. 2026年末の(1)は、2.5%と予測している参加者が1名いることを示す。  
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2024年末の政策金利は5.125%と前回予測(4.625%)から引き上げられ、年2回(計0.5%ポイント)の利下げが行われるとの見通しが示された(前回予測は計1.0%ポイントの利下げ)。利下げの開始時期について、パウエル議長は示唆を行わないと述べたものの、年後半の利下げ開始が想定されているとみられる。また、FOMC参加者の経済予測において、2024年のインフレ率の見通しは前回予測から不変であるのに対し、政策金利は0.5%ポイントも上振れしていることについて、パウエル議長は、米国経済が想定以上に強く推移する見通しであることを理由としてあげた。

2025年末の政策金利は3.875%、2026年末は2.875%と見込まれており、2025年に計1.25%ポイント、2026年に計1.0%ポイントの利下げが行われる計算である。

なお、中長期的な政策金利(中立金利)について、FOMC参加者の中央値は2.5%と前回から不変であった。もっとも、18人中5人が3.0%以上と予測しており(前回予測では17人中3人)、中立金利が上昇している可能性について、パウエル議長より言及があった。

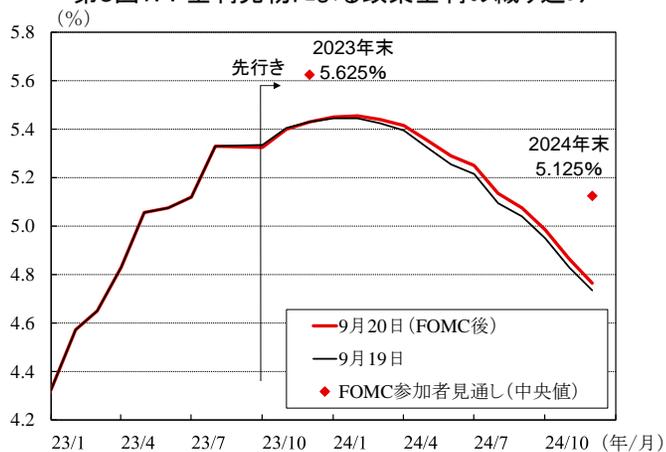
### 利上げは最終局面にあるものの、2024年以降の景気動向は不確実性が高い

今回のFOMCでは、政策金利は従来の想定以上に長期間、高い水準が維持され、2024年にかけて5%を上回るとの見通しが示された。もっとも、FOMC後も金融市場では引き続き、利上げは打ち止めとの見方がやや優勢であり、2024年はFOMC参加者の見通しよりも早いペースの利下げが織り込まれている(次頁第3図)。

年内の追加利上げの有無はデータ次第であるものの、コアインフレ率の鈍化が続く中、利上げは最終局面にあることには変わりないであろう。一方、2024年以降については、これまでの急速な利上げの効果や銀行貸出厳格化の影響、家計の累積貯蓄の剥落等に伴う景気の下押しが想定され、先行きの不確実性は高い。また、足元の自動車業界のストライキや原油高

の行方によっては、一服していた家計の期待インフレ率を再び押し上げる可能性があり、留意を要する（第4図）。

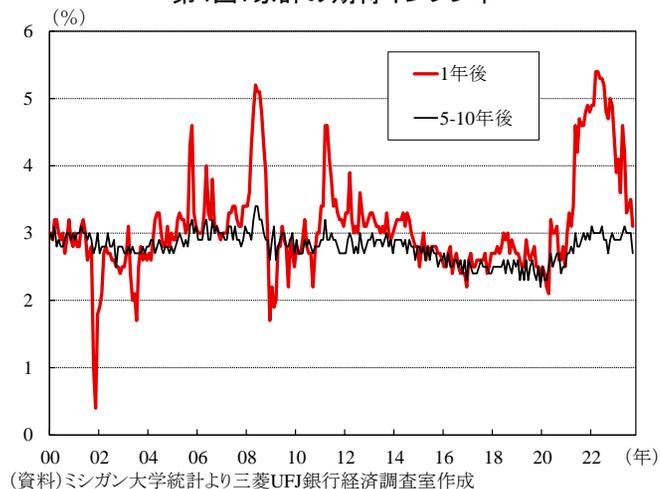
第3図: FF金利先物による政策金利の織り込み



(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4図: 家計の期待インフレ率



(資料)ミシガン大学統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2023年9月20日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2023年7月25日・26日)	今回(2023年9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 <u>moderate</u> pace. Job gains have <u>been robust</u> in recent months, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter 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>金融政策</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 <u>raise</u> the target range for the federal funds rate <u>to</u> 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>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; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; 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 <u>solid</u> pace. Job gains have <u>slowed</u> in recent months <u>but remain strong</u>, and the unemployment rate has remained low. Inflation remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter 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>金融政策</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 <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at</u> 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>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; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; <u>Adriana D. Kugler</u>; Lorie K. Logan; 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、宜しくお願ひ申し上げます。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。