

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～0.5%ポイントの利下げを決定、年内にさらに0.5%ポイントの利下げ見通し

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は9月17-18日の定例会合で、FF金利の誘導目標レンジを0.5%ポイント引き下げ、4.75～5.0%とすることを決定した。
- ◇ 声明文では、二大責務に対するリスク認識について「雇用及び物価目標の達成に対するリスクは概ね均衡している」と記載された。パウエル議長は、インフレの上振れリスクは減退している一方、雇用の下振れリスクが高まっていると述べた。
- ◇ 3ヵ月毎に公表される経済予測（FOMC参加者の中央値）では、実質GDP成長率は引き続き堅調に推移する一方、失業率（10-12月期の平均値）は、2024年に4.4%（前回予測比+0.4%ポイント）、2025年に4.4%（同+0.2%ポイント）と引き上げられた。物価は、足元の実績を踏まえて下方修正された。
- ◇ 2024年末の政策金利は中央値で4.375%（前回予測比▲0.75%ポイント）と大幅に引き下げられた。これは、年内の残り2会合でさらに計0.5%ポイントの利下げが行われる計算である。その後、2025年に4回、2026年に2回の利下げ（1回の利下げ幅は0.25%ポイントと想定）を行った後に中立金利に達する想定である。
- ◇ 利下げ幅が通常の0.25%より大きい0.5%となったことについて、パウエル議長は、インフレ率が持続的に2%に向かうとの確信を深めたことの表れであり、金融政策で後手に回らないとの決意を示しているとも述べた。一方、今後の利下げペースはデータ次第で会合毎に決定され、0.5%ポイントの利下げが今後も続くとは決まっている訳ではないとの考えを示した。1回0.25%ポイントの利下げを基本シナリオとしているとみられ、雇用の急速な悪化がみられなければ、年内残りの2会合でそれぞれ0.25%ポイントの利下げが行われよう。
- ◇ 足元の労働市場は、レイオフ・解雇は低水準である一方、企業の採用ペースもパンデミック前の水準を下回っており、景気は底堅いにも関わらず、先行きの不透明感から企業は雇用拡大に慎重になっているとみられる。今回の利下げ開始により、不透明感の一部は払拭される一方、足元では企業破産が増加している。金融政策の効果はラグをもって表れるため、既往の利上げの影響には今後も留意を要する。

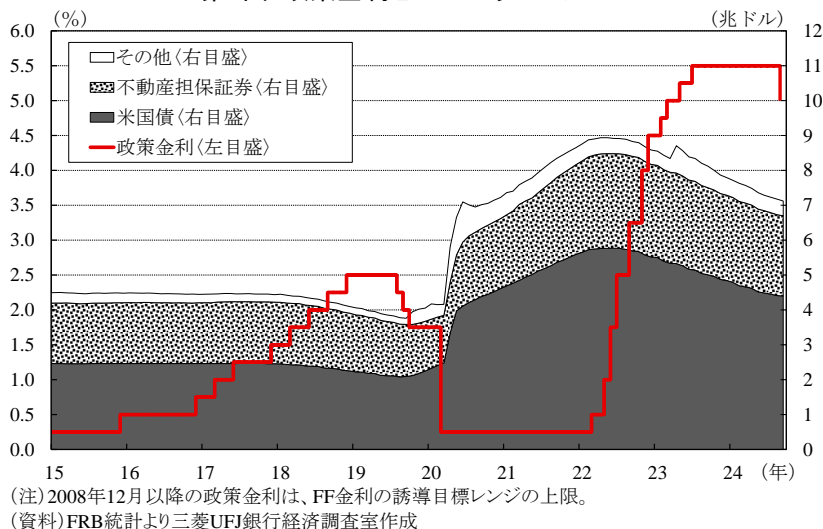
0.5%ポイントの利下げを決定、今後の利下げペースは引き続きデータ次第で会合毎に決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は 9 月 17-18 日の定例会合で、FF 金利の誘導目標レンジを 0.5%ポイント引き下げ、4.75～5.0%とすることを決定した（第 1 図）。2020 年 3 月以来、4 年半ぶりの利下げであり、最後に利上げを行った 2023 年 7 月から 1 年 2 ヶ月を経て利下げ局面に入った。なお、ボウマン理事は 0.25%ポイントの利下げを支持して票決に反対した。

利下げ幅が通常の 0.25%より大きい 0.5%となったことについて、パウエル議長は、インフレ率が持続的に 2%に向かうとの確信を深めたことの表れであり、金融政策で後手に回らないとの決意を示しているとも述べた。一方、今後の利下げペースはデータ次第で会合毎に決定され、0.5%ポイントの利下げが今後も続くとは決まっている訳ではないとの考えを示した。

3 ヶ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測（中央値）では、年内の残り 2 会合でさらに計 0.5%ポイントの利下げ、2025 年は計 1.0%ポイントの利下げとの見通しが示された。

第1図：政策金利とFRBバランスシート



インフレの上振れリスクは減退している一方、雇用の下振れリスクが高まっていると指摘

FOMC 声明文では、景気について「経済活動は堅調なペースで拡大を続けている」との判断が維持された。一方、雇用は「雇用の増加ペースは減速しており（slowed）、失業率は上昇したものの低水準に止まっている」と下方修正された（前回「雇用の増加ペースは緩やかとなり（moderated）、失業率は上昇したものの低水準に止まっている」）。また、物価は「インフレ率は 2%の物価目標に向けて更なる進展がみられた」と、前回から確度が強められた。

FRB の二大責務（雇用の最大化と物価の安定）に関しては、声明文で「委員会はインフレ率が持続的に 2%に向かうとの確信を深めた」と加えられ、リスク認識について「雇用及び物価目標の達成に対するリスクは概ね均衡している」と記載された。パウエル議長は、インフレの上振れリスクは減退している一方、雇用の下振れリスクが高まっていると述べた。

失業率は上方修正も、景気は堅調に推移するとの見通しは維持

3ヵ月毎に公表される経済予測（FOMC参加者の中央値）では、実質GDP成長率（10-12月期の前年比）は2024年に前年比+2.0%（前回予測比▲0.1%ポイント）と小幅下方修正されたものの、2025年以降も同+2.0%と引き続き堅調な景気拡大が続くとの見通しが維持された（第1表）。一方、失業率（10-12月期の平均値）は、2024年に4.4%（前回予測比+0.4%ポイント）、2025年に4.4%（同+0.2%ポイント）と、足元の実績（7月：4.3%、8月：4.2%）を踏まえて引き上げられた。

物価（10-12月期の前年比）は、足元の実績が前回予測より下振れたことから、PCEデフレーターは2024年に前年比+2.3%（前回予測比▲0.3%）、2025年に同+2.1%（同▲0.2%ポイント）、基調を示すコアPCEデフレーターは2024年に同+2.6%（同▲0.2%ポイント）、2025年に同+2.2%（同▲0.1%ポイント）とそれぞれ下方修正された。物価目標の2%に戻るのには2026年との予測は前回から不変である。

パウエル議長は記者会見において、労働市場は確かに軟化しており、注視している一方、足元の失業率4.2%は依然として低く、雇用は良好な状態であるとの認識を示した。また、適切な金融政策によって底堅い景気と雇用を維持できるとの考えを述べた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2024	2025	2026	2027	中長期	2024	2025	2026	2027	中長期
実質GDP成長率	前々回（2024年3月）	2.1	2.0	2.0	-	1.8	2.0 - 2.4	1.9 - 2.3	1.8 - 2.1	-	1.7 - 2.0
	前回（2024年6月）	2.1	2.0	2.0	-	1.8	1.9 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.1	-	1.7 - 2.0
	今回（2024年9月）	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9 - 2.1	1.8 - 2.2	1.9 - 2.3	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0
失業率	前々回（2024年3月）	4.0	4.1	4.0	-	4.1	3.9 - 4.1	3.9 - 4.2	3.9 - 4.3	-	3.8 - 4.3
	前回（2024年6月）	4.0	4.2	4.1	-	4.2	4.0 - 4.1	3.9 - 4.2	3.9 - 4.3	-	3.9 - 4.3
	今回（2024年9月）	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3 - 4.4	4.2 - 4.5	4.0 - 4.4	4.0 - 4.4	3.9 - 4.3
PCEデフレーター	前々回（2024年3月）	2.4	2.2	2.0	-	2.0	2.3 - 2.7	2.1 - 2.2	2.0 - 2.1	-	2.0
	前回（2024年6月）	2.6	2.3	2.0	-	2.0	2.5 - 2.9	2.2 - 2.4	2.0 - 2.1	-	2.0
	今回（2024年9月）	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2 - 2.4	2.1 - 2.2	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	前々回（2024年3月）	2.6	2.2	2.0	-	-	2.5 - 2.8	2.1 - 2.3	2.0 - 2.1	-	-
	前回（2024年6月）	2.8	2.3	2.0	-	-	2.8 - 3.0	2.3 - 2.4	2.0 - 2.1	-	-
	今回（2024年9月）	2.6	2.2	2.0	2.0	-	2.6 - 2.7	2.1 - 2.3	2.0	2.0	-

(注)1. 「中心傾向」は上下それぞれ3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

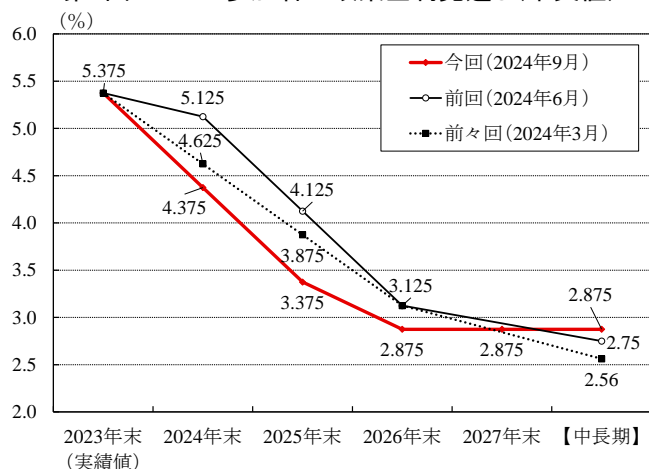
2024年は残り2会合で計0.5%ポイント、2025年は計1.0%ポイントの利下げ見通し

今回示された政策金利見通しでは、2024年末の政策金利は中央値で4.375%（前回予測比▲0.75%ポイント）と大幅に引き下げられた（次頁第2図）。これは、今回の0.5%ポイント

の利下げ後、年内の残り 2 会合でさらに計 0.5%ポイントの利下げが行われる計算である。もともと、FOMC参加者（19名）個々に見ると、4.375%（中央値）は9人、4.625%は7名と割れており、後者の7名は今回会合を含めて0.25%ポイント×3回の利下げを想定していた可能性がある（第2表）。

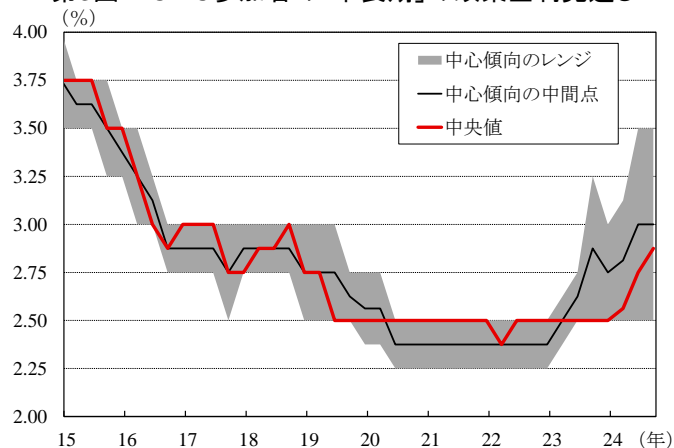
2025 年末の政策金利は中央値で 3.375%（前回予測比▲0.75%ポイント）、2026 年末は 2.875%（同▲0.25%ポイント）であり、2025 年に 4 回、2026 年に 2 回の利下げ（1 回の利下げ幅は 0.25%ポイントと想定）を行った後に中立金利に達する想定である。

第2図：FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：FOMC参加者の「中長期」の政策金利見通し



(注)「中心傾向」は上下それぞれ3つの予測値を除いたもの。
(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 (%)	2024年末		2025年末		2026年末		2027年末		中長期	
	前回 (2024年6月)	今回 (2024年9月)	前回 (2024年6月)	今回 (2024年9月)	前回 (2024年6月)	今回 (2024年9月)	今回 (2024年9月)	前回 (2024年6月)	今回 (2024年9月)	
9月会合前→										
5.500										
5.375	4		1							
5.250										
5.125	7									
9月会合後→ (現在の水準)										
5.000										
4.875	8	2	1		1					
4.750										
4.625		7								
4.500										
4.375		9	4							
4.250										
4.125		1	9	1	1					
4.000										
3.875			2	1		1	1		1	1
3.750								1		1
3.625			1	3	3	3	3	1	1	1
3.500								2	2	2
3.375				6	3	3	3		2	2
3.250									1	1
3.125				6	7	2	2	1		
3.000								4	2	2
2.875			1	2	2	6	5		2	2
2.750								3	3	3
2.625					1	3	3	1	1	1
2.500								5	3	3
2.375					1	1	2	1	1	1

(注) 朱塗り部分はFOMC参加者の中央値。
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、中長期的な政策金利（名目中立金利）は中央値で 2.875%と、前回の 2.75%から引き上げられた（前頁第 3 図）。

パウエル議長は、今回の利下げ幅が 0.5%となったことについて、「利下げ開始まで忍耐強く待ったため、インフレ率が 2%近くまで低下し、持続的に 2%に向かうとの確信を深めることができたので、力強いスタートを切れた」「金融政策が後手に回ったとは考えていないが、後手に回らないとの決意を示している」と受け取ってよい」と述べた。また、前回 7 月会合後に公表された弱い雇用統計の内容を事前に知っていたら、7 月会合で利下げに踏み切っていたかもしれないと認めた。

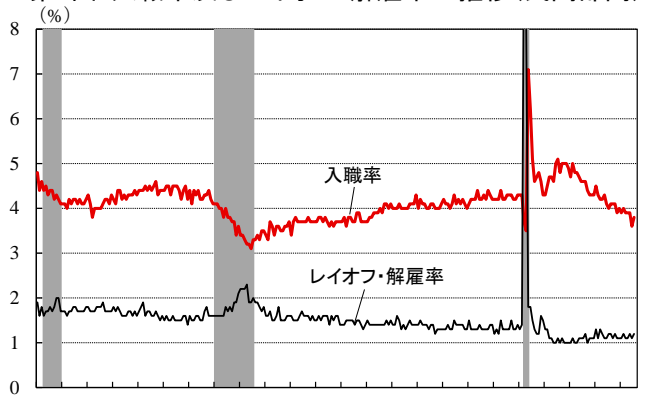
今後の利下げペースについて、パウエル議長は、データ次第で会合毎に決定され、0.5%ポイントの利下げが今後も続くとは決まっている訳ではないとの考えを示した。また、今回示された政策金利見通しからも、FOMC が利下げを急いで進めるとは考えていないと述べた。

景気の軟着陸に向けた最終局面、既往の利上げの影響には今後も留意

今回の FOMC では、景気の軟着陸（ソフトランディング）に向けた最終局面である利下げに踏み切った。今後の利下げペースについて、FOMC 参加者の経済予測やパウエル議長の発言からは、1回 0.25%ポイントの利下げを基本シナリオとしているとみられ、雇用の急速な悪化がみられなければ、年内残りの 2 会合でそれぞれ 0.25%ポイントの利下げが行われよう。

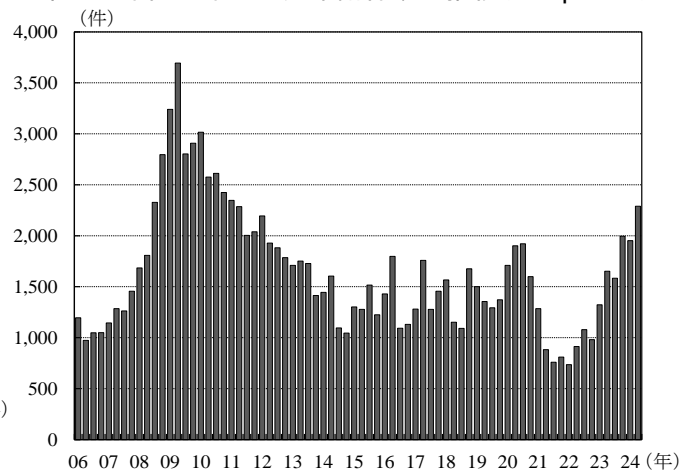
足元の労働市場は、レイオフ・解雇は低水準である一方、企業の採用ペースもパンデミック前の水準を下回っており、景気は底堅いにも関わらず、先行きの不透明感から企業は雇用拡大に慎重になっているとみられる（第 4 図）。今回の利下げ開始により、不透明感の一部は払拭される一方、足元では企業破産が増加している（第 5 図）。金融政策の効果はラグをもって表れるため、既往の利上げの影響には今後も留意を要する。

第4図: 入職率及びレイオフ・解雇率の推移(民間部門)



(注) 入職率(%) = 採用者数 ÷ 雇用者数、レイオフ・解雇率(%) = レイオフ・解雇者数 ÷ 雇用者数。シャドー部分は景気後退期。
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 米国企業の破産申請件数の推移(Chapter11)



(資料) 米国破産協会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2024年9月18日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufj.jp)

FOMC 声明文

前回(2024年7月30日・31日)	今回(2024年9月17日・18日)
<p>景気・物価の現状判断</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 moved up but remains low. Inflation has <u>eased over the past year</u> but remains somewhat elevated. <u>In recent months, there has been some further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective.</u></p> <p>二大責務</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 better</u> balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</p> <p>金融政策</p> <p><u>In support of its goals</u>, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at 5-1/4 to 5-1/2</u> percent. In considering <u>any</u> 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. <u>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.</u> <u>In addition</u>, 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>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; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; <u>Michelle W. Bowman</u>; 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>景気・物価の現状判断</p> <p>Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have <u>slowed</u>, and the unemployment rate has moved up but remains low. Inflation has <u>made further progress toward the Committee's 2 percent objective</u> but remains somewhat elevated.</p> <p>二大責務</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee <u>has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent, and</u> judges that the risks to achieving its employment and inflation goals <u>are roughly in</u> balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</p> <p>金融政策</p> <p><u>In light of the progress on inflation and the balance of risks</u>, the Committee decided to <u>lower</u> the target range for the federal funds rate <u>by 1/2 percentage point to 4-3/4 to 5</u> percent. In considering <u>additional</u> 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 will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to <u>supporting maximum employment and</u> 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; Thomas I. Barkin; Michael S. Barr; Raphael W. Bostic; Lisa D. Cook; Mary C. Daly; <u>Beth M. Hammack</u>; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; and Christopher J. Waller. <u>Voting against this action was Michelle W. Bowman, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting.</u></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、宜しくお願い申し上げます。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。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.