

US Trends

発表日: 2023年12月6日(水)

2023年12月FOMCプレビュー

～ドットチャートが示す2024年の利下げ回数に注目～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 前田 和馬 (Tel: 050-5473-3888)

- ◇ 12月FOMC (12/12-13開催) では3会合連続で政策金利が据え置かれる見通しだ。10月の経済指標は景気とインフレの減速を示唆しており、大半のFRB高官は追加利上げの必要性を主張していない。
- ◇ 金融市場が利上げの打ち止め、2024年における5回の利下げ(125bp)を織り込むなか、会合後に公表されるFOMCメンバーの経済見通し(SEP)における2024年の利下げ回数が注目される。
- ◇ 2024年のFOMC投票メンバーにおける政策スタンスの構成は、2023年から大きく変化しないと見込まれる一方、2024年6月にタカ派とみられるメスター氏が退任することには留意が必要である。

・12月FOMCは現状維持が大勢見通し

12月FOMC (12/12-13開催) では、3会合連続で政策金利の現状維持が決定される見通しだ。12/5時点のCMEのFedWatch (FF金利先物) に基づくと、市場による政策金利(現行: 5.25~5.50%)の据え置き予想が97.5%に達しており、+25bpsの利上げを見込むのは2.5%に留まる(図表1)。

10月の経済指標は総じて景気とインフレの減速を示唆する内容だった。10月雇用統計における非農業部門雇用者数は前月差+15.0万人(9月: +29.7万人)、3か月移動平均では+20.4万人(+23.3万人)と、ストライキによる自動車労働者の減少による影響はあるものの、雇用増加ペースが鈍化した。一方、10月のコアPCEデフレーター(食品・エネルギーを除くベース)は前年比+3.5%(9月: +3.7%)と3か月連続で騰勢を鈍化するなど、依然高水準ながらインフレ減速が続いている。

この間、11/17までの情報を基にした地区連銀経済報告では、半分以上の地区で経済活動が小幅に減少したほか、今後6~12か月の経済見通しも悪化したと指摘された。また、タカ派とみられたウォラー理事が数か月以内の利下げの可能性に言及するなど、追加利上げを主張するFRB高官の発言は限定的に留まる(文末の図表5参照)。

なお、12月FOMC (12/12-13開催) の政策決定までに、11月雇用統計(12/8)と11月消費者物価指数(12/12)が公表される。11月の非農業部門雇用者数は前月差+18.0万人が市場予想であり、ストライキ収束による多少の上振れがある場合においても、12月FOMCにおける大勢見通しを変える可能性は低いだろう。一方、雇用の再加速が示され、11月CPIにおいてインフレ減速ペースにも一服感が示される場合、2024年における市場の利下げ織り込みは幾分剥落する可能性が高い。

・ドットチャート: 2024年の利下げ回数に注目

会合後に公表されるFOMCメンバーによる経済見通し(SEP)では、2024年の利下げ回数が注目され



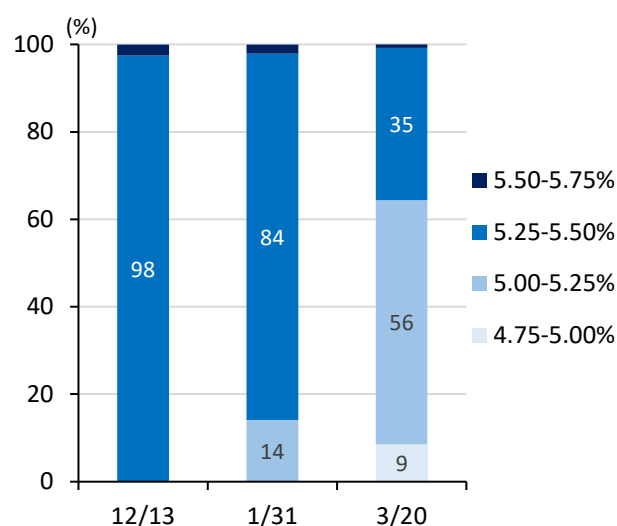
る。直近9月時点のドットチャートでは、FOMCメンバーによる2024年末の政策金利見通し（中央値）が5.00～5.25%と、現行水準である5.25～5.50%より25bps低い（図表2）。一方FF金利先物に基づく2024年末の政策金利（中央値）は4.00～4.25%と、市場は現行水準から5回の利下げ（125bp）を予想しており、こうした両者の乖離がどの程度縮小するのかが注目される。

とはいえ、足下のFRB高官発言は市場による早期の利下げ観測をけん制しており、ドットチャートが市場見通しと整合的な水準まで切り下がるかは不透明であろう。12/2、パウエル議長は政策金利が適切な水準にないリスク（高すぎる or 低すぎる）が均衡していると指摘したうえで、「（利下げのタイミングを）憶測するのは時期尚早」と強調した。また11/30、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が利下げの判断は景気とインフレの動向に依存すると指摘した一方、サンフランシスコ連銀のデイリー総裁は「現時点において利下げは全く考えていない」と高金利を当面維持する考えを示している。

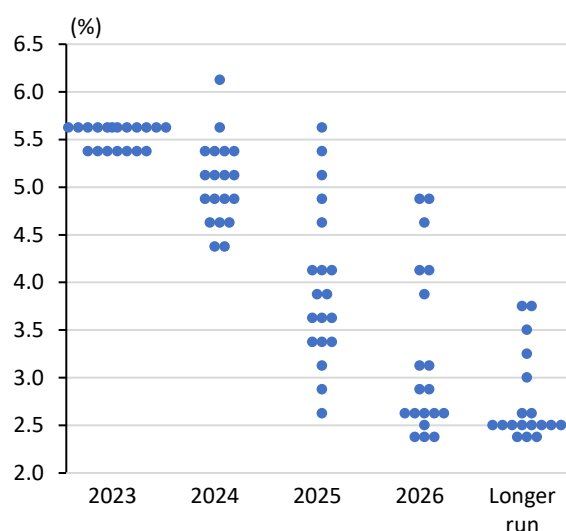
・2024年のFOMC投票メンバーの政策スタンスは当面大きく変化なし

FOMC投票メンバーは、常任のFRB議長・副議長・理事の7名、及びニューヨーク連銀総裁に加えて、輪番制で1年ごとに入れ替わる4名の地区連銀総裁によって構成される。地区連銀4名の投票メンバーの構成は、2023年がハト派1名（ハーカー氏）・中立1名（グールズビー氏）・タカ派2名（カシユカリ氏とローガン氏）となる一方、2024年もハト派がボスティック氏、中立がデイリー氏、タカ派がメスター氏とバーキン氏の2名と、メンバーの政策スタンス構成に大きな変化はないと考えられる（図表4）。ただし、クリーブランド連銀総裁は2024年の投票メンバーであるものの、タカ派とみられる現職のメスター氏は2024年6月に退任予定のため、後任次第では年後半以降のFOMC投票メンバーのバランスに変化が生じる可能性がある。

図表1：市場が予想する各FOMCにおける政策金利の確率分布（12/5時点）



図表2：ドットチャート（9月時点）



図表 3 : FOMC メンバーと民間専門家による経済見通し

	2023	2024	2025	2026	長期	2023	2024	2025	2026
実質GDP 成長率	2.1 (1.0)	1.5 (1.1)	1.8 (1.8)	1.8 -	1.8 (1.8)	2.4 (2.1)	1.7 (1.3)	1.8 (2.1)	2.1 (1.7)
失業率	3.8 (4.1)	4.1 (4.5)	4.1 (4.5)	4.0 -	4.0 (4.0)	3.9 (3.7)	4.0 (4.0)	4.2 (4.2)	4.0 (4.1)
PCE インフレ	3.3 (3.2)	2.5 (2.5)	2.2 (2.1)	2.0 -	2.0 (2.0)	3.1 (3.0)	2.4 (2.4)	2.1 (2.2)	- -
コアPCE インフレ	3.7 (3.9)	2.6 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0 -	- -	3.5 (3.7)	2.4 (2.4)	2.1 (2.1)	- -
政策金利	5.6 (5.6)	5.1 (4.6)	3.9 (3.4)	2.9 -	2.5 (2.5)	- -	- -	- -	- -

図表 4 : FOMC メンバーの政策スタンス

	ハト派	中立	タカ派	投票権		
				2023	2024	2025
・ハーカー				○	-	-
・ボスティック				-	○	-
・パウエル				○	○	○
・ウォラー				○	○	○
・ウィリアムズ				○	○	○
・ジェファーソン				○	○	○
・バー				○	○	○
・クック				○	○	○
・ゲールズビー				○	-	○
・デイリー				-	○	-
・コリンズ				-	-	○
・カシュカリ				○	-	-
・ローガン				○	-	-
・メスター				-	○	-
・パーキン				-	○	-
・ボウマン				○	○	○

注：図表 3 : FOMC メンバーの経済見通しは中央値（括弧内は前回 6 月時点）。民間予測はフィラデルフィア連銀による 11 月時点の専門家調査（括弧内は 8 月時点）。図表 4 : カンザスシティ連銀のシュミット総裁（8 月就任）、及びクーグラール理事（9 月就任）は金融政策を巡る情報発信が不足しているため、政策スタンスが不明。セントルイス連銀は 7 月に退任したブロード前総裁の後任を選定中。

出所：FRB、フィラデルフィア連銀、CME、ロイター、Refinitivより第一生命経済研究所が作成

図表5：FRB高官発言

講演日	高官	内容
11/28	ウォラー理事*	テイラールールに基づき、インフレ率の低下が持続する場合には今後数か月以内に利下げが生じる可能性を指摘した。また、「金融環境（長期金利）は多様な要因に影響されるため、政策決定がこれに依存することは慎重にあるべき」と指摘した。
11/28	ボウマン理事*	11月FOMCにおける政策金利据え置きを支持する一方、「インフレを2%に引き下げるためには更なる利上げが必要」との従来からの主張を堅持した。
11/29	クリーブランド連銀 メスター総裁	追加利上げの必要性、及び引締め政策をどれだけの期間続けるかに関して、「経済が予想通りに展開するのか、リスクがどのように変わるのかに依存する」とデータ次第の姿勢を示すなど、利下げの時期を巡っては具体的な言及を避けた。
11/29	リッチモンド連銀 バーキン総裁	インフレ減速に十分な進展が見られない場合には追加利上げの可能性があると指摘したほか、「不透明感が強いなか、先行きの政策パスにコミットする段階ではない」と述べた。
11/29	アトランタ連銀連銀 ボスティック総裁	企業経営者の声はインフレ減速の持続、及び経済活動の減速を示唆しているほか、過剰貯蓄の減少や学生ローンの返済再開が今後数か月の消費支出を抑制する可能性を指摘した。
11/30	ニューヨーク連銀 ウィリアムズ総裁*	「政策金利はピークか、それに近い水準にある」と述べ、利上げ打ち止めの可能性を示唆した。また先行きの政策スタンスを巡っては「引締めのスタンスを当面維持すべき」と述べた一方、不透明感が強いなかでデータに基づき政策決定を行う姿勢を強調した。
11/30	サンフランシスコ連銀 デイリー総裁	インフレに対する勝利宣言は時期尚早と指摘したうえで、「現時点において利下げは全く考えていない」と市場の早期利下げ観測をけん制し、高金利を当面維持する考えを示した。
12/1	パウエル議長*	「十分に引締めの政策スタンスに到達したと結論付けること、或いは金融緩和の時期に関して憶測を持つことは時期尚早」と指摘するなど、市場の早期利上げ観測をけん制した。また、「政策が引締めのすぎる、或いは緩和的すぎるリスクがバランスするなか、慎重に政策を推進する」や「必要であれば、更なる引締めの準備がある」と述べ、従来通り、追加利上げの可能性を排除しなかった。

注：*は2023年に投票権を持つFOMCメンバー。

出所：FRB、各地区連銀HP、各種報道より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。