

# Fed Watching

発表日: 2025年9月18日(木)

## FRB は労働市場の軟化等を受け 6 会合ぶりの利下げ (25年9月16、17日FOMC)

～FOMC参加者のFF金利予想中央値は小幅低下にとどまった～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 桂畑 誠治(Tel:050-5474-7493)

### ●FRBは6会合ぶりの利下げ。政策金利を25bp引き下げ4.00～4.25%にすることを決定

25年9月16、17日に開催されたFOMCで、FRBは政策金利を予想通り6会合ぶりに引き下げ、FFレート誘導目標レンジを25bp引き下げ、4.00～4.25%にすることを賛成多数で決定した。また、バランスシートの縮小策の継続を決定した。

市場で注目されていたFRB理事の投票では、25bpの利下げに反対したのは、FRB理事に就任したばかりのミラン理事だけとなり、ウォラーFRB理事とボウマンFRB副議長の2人は、25bpの利下げに賛成した。ミラン氏は50bpの利下げが適切として反対したが、パウエル議長は「50bpの利下げに対する支持は広がらなかった」と説明した。

6会合ぶりの利下げの背景として、パウエルFRB議長は、「インフレ率は最近上昇し、依然としてやや高い水準」、「失業率は依然として低水準だが、徐々に上昇しており、雇用の伸びは鈍化している」と労働市場の軟化を指摘したうえで、「短期的には、インフレリスクは上振れに、雇用リスクは下振れに傾いている」としたが、「雇用のマイナス面が拡大したことで、バランスが変化した」と雇用の増加ペースの大幅な鈍化や失業率の上昇など労働市場の需給バランスが悪化したこと受け、「今回の会合では、より中立的な政策スタンスに向けて更なる一歩を踏み出すことが適切であると判断した」と説明した。

### ●ドットチャートは25年の25bpの利下げ回数が3回に増加(前回2回)

声明文と同時に公表されたFOMC参加者の経済・金利予測中央値(25年9月)では、25年の実質GDP成長率(10-12月期:前年同期比)が+1.6%(前回6月+1.4%)と上方シフトした一方、失業率(10-12月期平均)が4.5%(同4.5%)、PCEデフレーター(10-12月期:前年同期比)が+3.0%(同+3.0%)、PCEコアデフレーター(10-12月期:前年同期比)が+3.1%(同+3.1%)とファンダメンタルズの予測はほぼ変わらなかった。26年の実質GDP成長率、PCEデフレーターは上方シフトした一方、失業率は下方シフトした。27年は、実質GDP成長率は上方シフト、PCEデフレーターは変わらず、失業率は下方シフトした。予測期間を通じて、潜在成長率程度の経済成長が続くなか、失業率の上昇は限られる楽観的な見通しとなっている。そのような中で、インフレは27年に向けてFRBの2%目標付近に低下する予想となっている。ただし、これらの予測に関して、FOMC参加者は、成長率の下振れリスク、インフレ率や失業率の上昇リスクの他、これらの不確実性が6月予測よりは和らいだが高い水準との見方を示した。

(資料) F O M C 参加者の経済金利予測：25年9月(前回25年6月)

	2025年		2026年		2027年		2028年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
	実質GDP	1.6	1.4	1.8	1.6	1.9	1.8	1.8		1.8
失業率	4.5	4.5	4.4	4.5	4.3	4.4	4.2		4.2	4.2
PCE <sup>テ</sup> フレーター	3.0	3.0	2.6	2.4	2.1	2.1	2.0		2.0	2.0
PCE <sup>コア</sup> フレーター	3.1	3.1	2.6	2.4	2.1	2.1	2.0			
FFレート	3.6	3.9	3.4	3.6	3.1	3.4	3.1		3.0	3.0

(注)実質GDP、PCE<sup>テ</sup>フレーター、PCE<sup>コア</sup>フレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率。  
失業率は10～12月期の平均値。  
(出所)FRB資料より作成

このようなファンダメンタルズの予測のもと、ドットチャート(FFレート誘導目標レンジの中央値、年末)では、25年末3.63%(前回6月3.88%)、26年3.38%(同3.63%)、27年3.13%(同3.38%)と前回から0.25%の下方シフトにとどまった。今回、新たに公表された28年の数値は3.13%と据え置きが続く予想となった。FF先物市場が織り込む金利水準を上回った。

利下げ回数は、25bpを1回とすれば、25年3回(前回2回)、26年1回(同1回)、27年1回(同1回)、28年ゼロ回となっており、25年の利下げ回数は増えたが、26年以降の利下げペースは変わらず、鈍化が適切と予想された。25年も19人中10人が年内3回以上の利下げを想定した一方、9人は年内2回以下が適切と見方が分かれている。F O M C参加者が中立金利と推測する長期(中央値)は、3.00%(同3.00%)と変わらなかったが、下限が2.63%に上昇した。

パウエル議長は、「政策はあらかじめ定められた方向にない」と指摘したうえで、「これらの予測は委員会の計画や決定ではない」と改めて強調した。

F O M C 委員のFF金利予想(2025年6月)

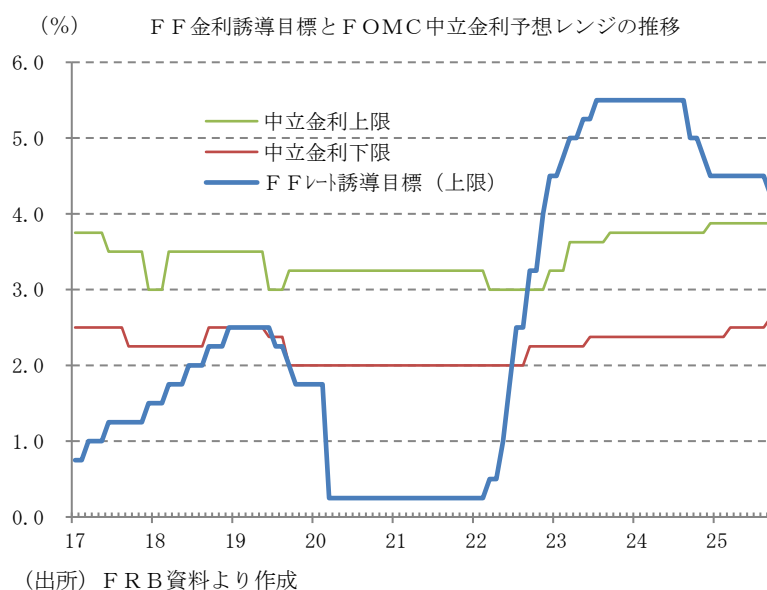
	25年末	26年末	27年末	長期
5.00				
4.88				
4.75				
4.63				
4.50				
4.38	7			
4.25				
4.13	2	1		
4.00				
3.88	8	5	2	1
3.75				1
3.63	2	4	3	2
3.50				2
3.38		5	6	1
3.25				
3.13		2	3	1
3.00				3
2.88		1	3	4
2.75				
2.63		1	2	2
2.50				2
2.38				
2.25				

(注)青丸は中央値を示す

F O M C 委員のFF金利予想(2025年9月)

	25年末	26年末	27年末	28年末	長期
5.00					
4.88					
4.75					
4.63					
4.50					
4.38	1				
4.25					
4.13	6				
4.00					
3.88	2	2	2	2	1
3.75					1
3.63	9	6	2	2	1
3.50					1
3.38		2	2	2	2
3.25					1
3.13		4	7	5	2
3.00					4
2.88	1	3	3	4	1
2.75				1	2
2.63		2	2	3	3
2.50					
2.38			1		
2.25					

(注)青丸は中央値を示す



### ● F R Bの現状判断では、景気は変わらず、雇用は下方修正、インフレは上方修正

F O M C 声明文で、景気判断は維持されたが、雇用判断が下方修正され、インフレ判断は上方修正された。景気判断は、今回「最近の指標は、今年上半期の経済成長が鈍化したことを示している」と前回「純輸出の変動は引き続きデータに影響を与えているものの、最近の指標は、今年上半期の経済成長が鈍化したことを示している」から、景気判断は変わらなかった。

一方、雇用情勢について声明文では、今回「雇用の伸びが鈍化し、失業率はわずかに上昇したものの、依然として低水準」と前回「失業率は低水準にとどまっており、労働市場は引き続き堅調」から下方修正された。パウエル議長は、「労働需要は弱まっており、最近の雇用創出ペースは失業率を一定に保つために必要な損益分岐点を下回っている」と説明。労働市場は奇妙なバランスといった需要と供給の両面での減少が起きていることでバランスしているとの見方を示したうえで、現在、失業率が徐々に上昇しているため、労働需要はさらに急激に減少していると強調した。

インフレについて声明文で、今回「インフレ率は上昇し、依然としてやや高い水準」と上昇を指摘し、前回「インフレ率は依然としてやや高い水準」から判断を上方修正した。パウエル議長は「インフレ率は2022年半ばの高水準から大幅に低下したが、F R Bの長期目標である2%と比較すると依然としてやや高い水準」との見方を維持したが、「財のインフレ率が上昇したため、年初より上昇している」と足元でのインフレ率の上昇を指摘した。

### ● F R Bは経済見通しに対する不確実性は依然高いと判断

先行きに関して、声明文では、前回同様「経済見通しの不確実性は依然高い」と指摘された。パウエル議長は「政府の政策変更は継続しており、経済への影響は依然として不透明」とトランプ2.0での政策の影響の見極めは依然困難状況との認識を示したうえで、関税政策について「関税引き上げは一部の商品カテゴリーの価格上昇につながる可能性があるが、経済活動とインフレへの全体的な影響はまだ不

透明」との認識を維持した。議長は、インフレへの影響について「妥当な基本シナリオとしては、インフレへの影響は短期的で価格水準の一時的な変化にとどまる可能性がある」と楽観的な見方を示したが、「インフレへの影響がより持続的になる可能性もあるため、評価と管理が必要なリスク要因」との考えを示したうえで、「我々の責務は、長期的なインフレ期待をしっかりと安定させ、一時的な物価上昇が継続的なインフレ問題に発展するのを防ぐことである」と長期的なインフレ期待を安定させる必要性を改めて強調した。

### ●FRBは、雇用リスクの高まり、インフレリスクの低下を受け、利下げ継続に傾いた

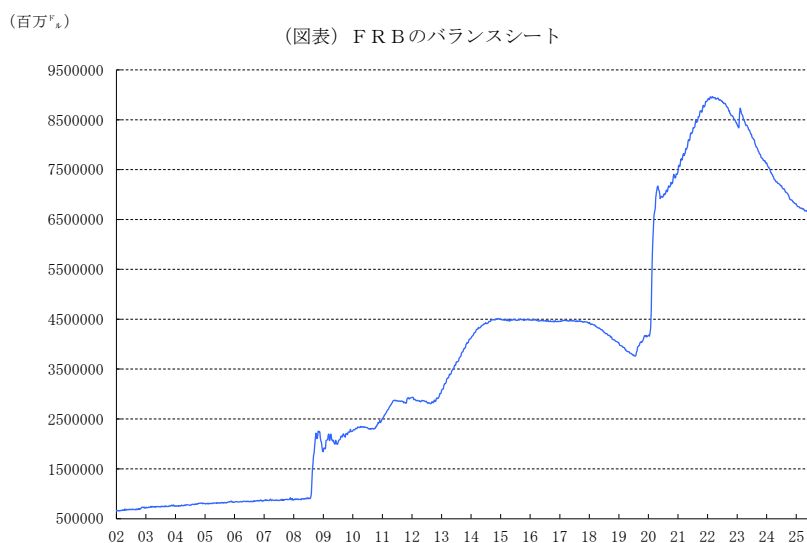
リスクに関して、声明文で今回「委員会は二つの責務の両サイドに対するリスクに注意を払っており、雇用の下振れリスクが高まっていると判断している」と、前回「委員会は二つの責務の両サイドに対するリスクに注意を払っている」から、雇用の下振れリスクが高まったとの判断を示した。

パウエル議長は、「労働市場には明らかに下振れリスクがあることがわかった」とし、他のメンバーも「雇用創出の大幅な低下や労働市場の軟化を示すその他の兆候を受けて、均衡に向かっていると認識していると思う」との考えを示した。さらに、インフレリスクについて、議長は労働市場が軟化し、GDP成長率が鈍化したことを背景に、「4月以降、インフレ率の上昇と持続性のリスクは、おそらく少し低下した」とインフレリスクの低下を指摘した。雇用の下振れリスクの高まりに加えて、インフレリスクが若干低下したことにも触れたうえで、「明らかにインフレに傾いていた2つの目標の間のリスクは、均衡に向かっている」とし、FRBが中立的な方向に進むべきであることを示唆しているとの見方を示した。

FRBの金融政策スタンスを示すFOMC声明文は、今回「FF金利の目標レンジの追加調整を検討する際、委員会は今後のデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する」と、前回「FF金利の目標レンジの追加調整の幅とタイミングを検討する際、委員会は今後のデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する」と、追加利下げの判断を慎重に行う姿勢を示していた「幅とタイミング」との文言を削除し、利下げに前向きな姿勢への転換を示した。

### ●バランスシート縮小策を継続

バランスシートの縮小策では、25年4月1日から保有証券の圧縮を月間上限額300億ドル（600億ドル）に半減されたが、このペースを維持することが決定された。内訳は、米国債の上限額を50億ドル（250億ドル）に減額する一方、エージェンシー債、政府支援機関保証付き住宅ローン担保証券の上限額は350億ドルに維持したうえで、これを上回る額を国債に再投資する。

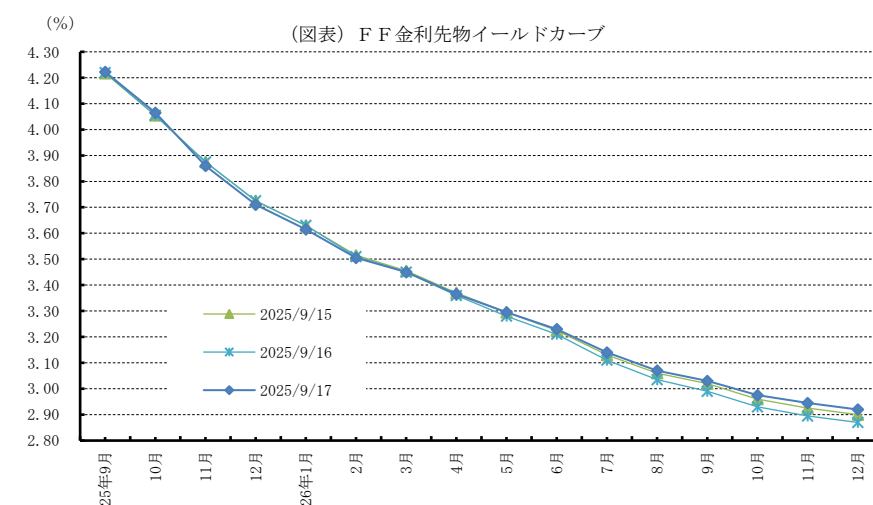


(出所) FRB

### ● F F先物市場は、年内3回の利下げの織り込みを高めた

金融市場では、利下げの決定やドットチャートで25年の利下げ回数が3回に増加したことを受け、金利が低下、ドルが主要通貨に対して弱含んだ。また、主要株価指数は水準を切り上げた。しかし、パウエル議長の記者会見が、積極的な利下げには慎重と受け取られ、金利が上昇し、ドルは主要通貨に対して強含み、主要株価指数は下落に転じた。

F F金利先物市場では、ドットチャートで年内の利下げ回数が3回に増加したことを受け、10月FOMCでの据え置きの可能性は、約12%（前日約22%）に低下し、25bpの利下げの可能性が約88%（前日約78%）に上昇した。12月FOMCでの年内3回の利下げの可能性が約80%（前日約73%）に上昇し、年内2回の利下げの可能性が約18%（前日約26%）に低下した。また、25年末の金利水準は、3.710%と前日の3.725%から小幅低下した。



(出所) Bloombergより作成

## ●FRBは、10、12月に25bpの利下げを実施へ

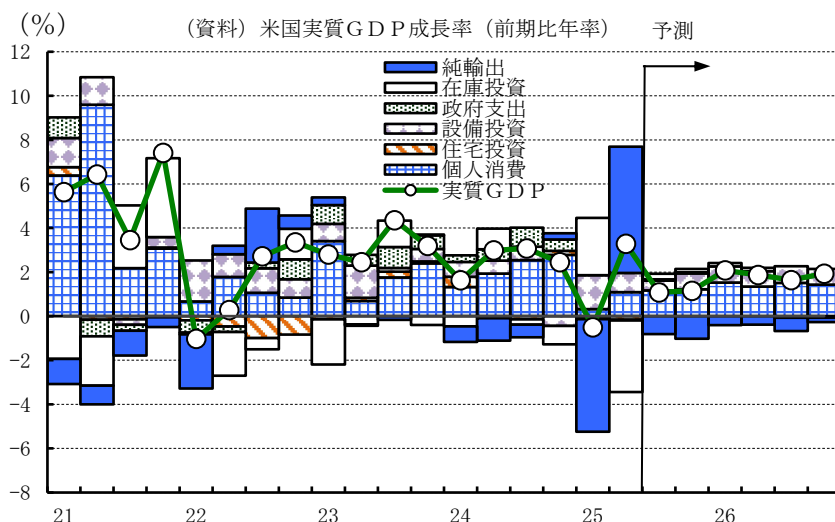
年後半の米国では、通商合意による不確実性の和らぎを背景とした設備投資の拡大や、農作物やエネルギーの輸出拡大が期待できよう。一方、これまでの実質金利の上昇や、価格上昇が経済活動の抑制要因になると考えられる。個人消費は、株や不動産などの資産残高の増加が押し上げ要因になるものの、雇用・所得の伸び鈍化、価格上昇等を背景に緩やかな伸びにとどまると見込まれ、米経済は潜在成長率（+1.8%程度）を下回る成長に減速する公算が大きい。PCEデフレーターは関税賦課の影響もあり、前年比+3%台半ばに一時的に上昇する可能性が高い。それでも、FRBは、長期の期待インフレ率の安定継続を背景にインフレ加速が一時的との見方を維持するとみられ、更なる景気減速や労働市場の軟化を回避するため、10、12月のFOMCでそれぞれ25bpの追加利下げを実施すると予想される。ただし、失業率が4.5%を上回って上昇すれば、FRBは大幅な利下げを実施し、景気後退の回避を目指す公算が大きい。

(資料)米国経済見通し（前年比、%）

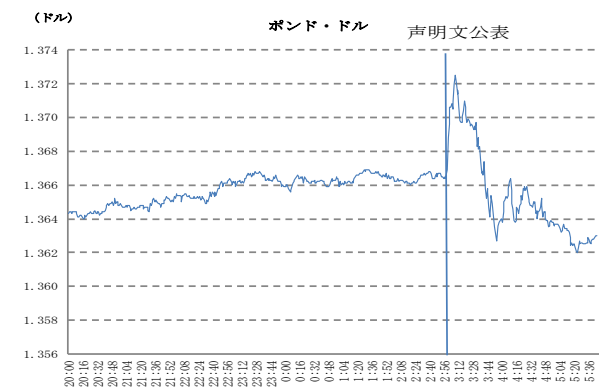
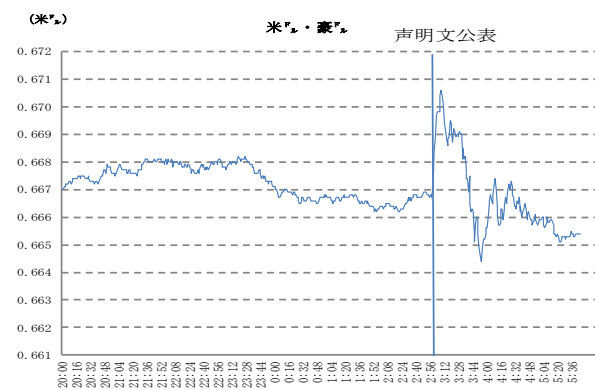
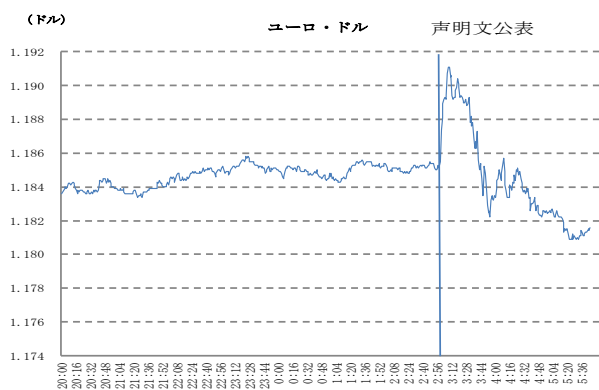
暦年	名目GDP	実質GDP			個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		政府支出
		内需	輸出	輸入								
2017	4.3	2.5	(2.7)	2.6	4.6	4.3	(▲0.0)	(▲0.2)	4.1	4.7	0.6	
2018	5.3	3.0	(3.2)	2.7	6.9	▲0.7	(0.1)	(▲0.3)	2.9	4.0	2.0	
2019	4.3	2.6	(2.4)	2.1	3.8	▲0.9	(0.1)	(0.1)	2.6	1.2	3.9	
2020	▲0.9	▲2.2	(▲1.7)	▲2.5	▲4.6	7.7	(▲0.5)	(▲0.5)	▲14.9	▲9.0	3.4	
2021	10.9	6.1	(7.4)	8.8	6.0	10.9	(0.2)	(▲1.3)	6.5	14.7	▲0.3	
2022	9.8	2.5	(3.0)	3.0	7.0	▲8.6	(0.5)	(▲0.5)	7.5	8.6	▲1.1	
2023	6.6	2.9	(2.4)	2.5	6.0	▲8.3	(▲0.4)	(0.5)	2.8	▲1.2	3.9	
2024	5.3	2.8	(3.2)	2.8	3.6	4.2	(0.0)	(▲0.4)	3.3	5.3	0.9	
↓ 2025	4.4	1.7	(2.2)	2.1	4.4	▲0.9	(▲0.1)	(▲0.5)	1.7	4.4	3.8	
2026	4.0	1.8	(2.0)	2.0	4.5	0.8	(▲0.1)	(▲0.2)	4.1	4.2	0.2	

予測 (出所) 米商務省、予測は当社

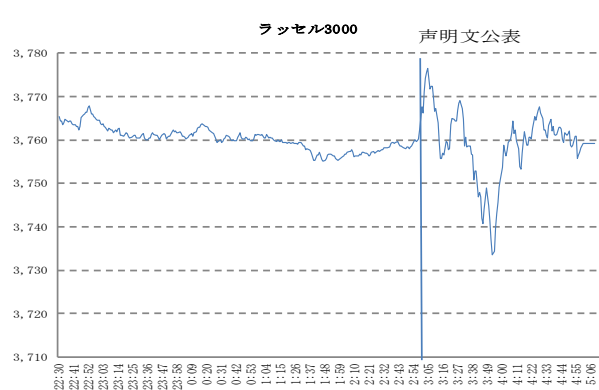
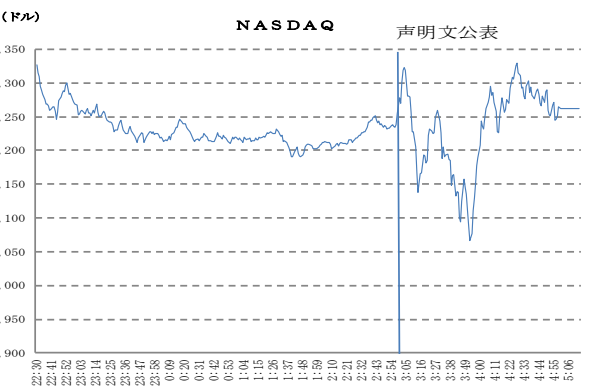
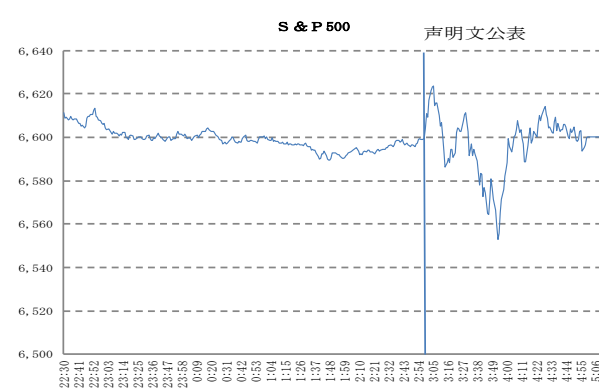
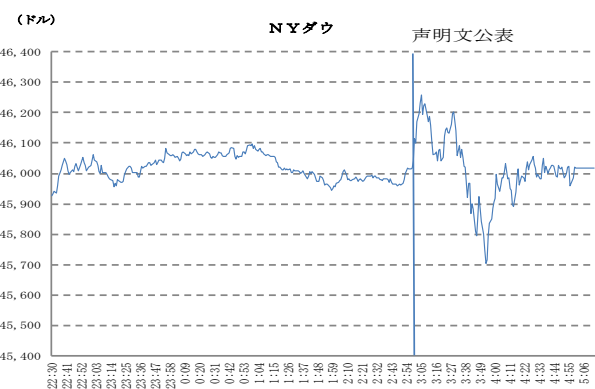
(注) 図中カッコ内は寄与度。



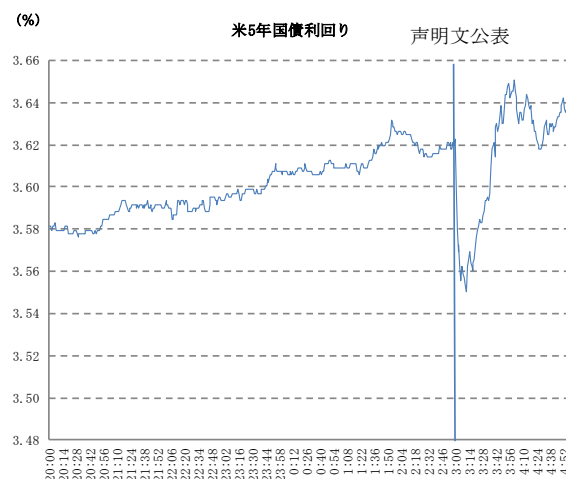
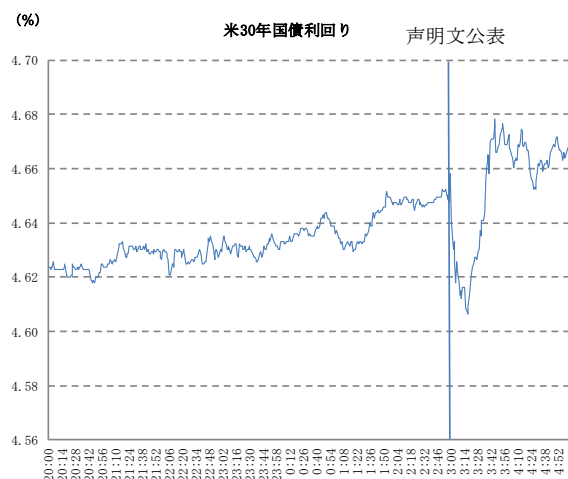
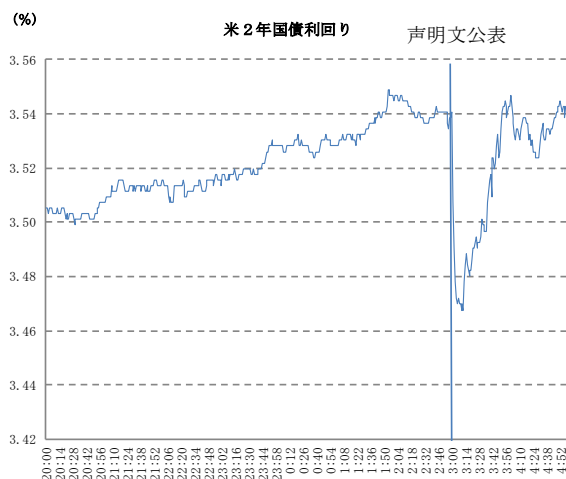
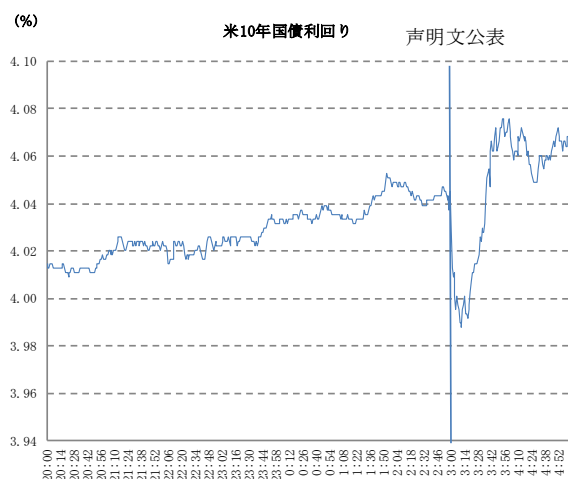
【為替】



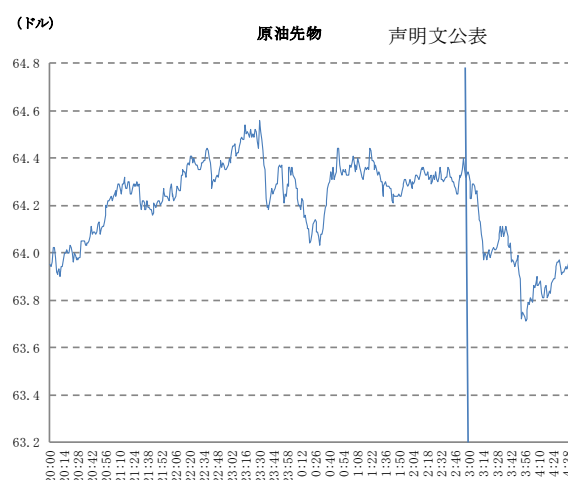
【株式】



## 【金利】



## 【商品】



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経済調査部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。