

US Trends

公表日:2025年10月24日(金)

2025年10月FOMCプレビュー

～データがない中での連続利下げ～

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)

- ◇ 10月FOMC(10/28~29開催)において、FRBは2会合連続で0.25%ptの利下げに踏み切る見通しだ。10月1日以降の政府閉鎖を背景に主要経済指標の公表は停止されているものの、FRBは雇用の下振れリスクに対処するため、現行の金融引き締めスタンスを幾分緩和するとみられる。
- ◇ 10月FOMCにおける0.25%ptの利下げ判断を巡っては、ミラン理事が0.5%ptの利下げを主張し反対票を投じる可能性が高い。一方、一部の地区連銀総裁は年内の追加利下げに慎重な見方を示しており、金利据え置き反対票を投じるFOMCメンバーが現れるかが注目される。
- ◇ 10月14日の講演において、パウエル議長は量的引き締め(QT)を今後数か月で終了する可能性に言及しており、今後数回の会合内で具体的な方針が決定されると見込まれる。

・2会合連続の利下げ

10月FOMC(10/28~29開催)において、FRBは2会合連続で0.25%ptの利下げに踏み切る見通しだ(政策金利:4.00~4.25%→3.75~4.00%)。関税による物価への影響が依然緩やかに留まっているとみられる一方、足下では雇用の減速感が鮮明となっており、FRBは現行の金融引き締めスタンスを幾分緩和するとみられる。FF金利先物に基づく10/23時点のFedWatchによると、同FOMCにおける0.25%ptの利下げ予想は98.3%に達しており、据え置き予想は1.7%に留まる(図表1)。

10月1日以降の政府閉鎖を背景に主要経済指標の公表は停止されている。一方、各種代替指標に基づく、雇用者数の増加ペース鈍化、低水準の解雇と失業、及び底堅い消費が足下においても継続しているとみられる。9月のADP民間雇用報告は前月差-3.2万人(8月:-0.3万人)と2か月連続で減少した一方、チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス集計の9月における人員削減公表数は5.4万人(8.6万人)と前月から減少した。また、シカゴ連銀によるクレジットカード利用実績等を用いた小売速報(CARTS)では、9月の小売売上高(外食を含み自動車を除く)が名目ベースで前月比+0.5%(8月:+0.7%)、インフレ調整後の実質ベースでも+0.2%(+0.3%)と、4か月連続で増加した。

10月地区連銀経済報告(ページブック;10月6日時点の情報に基づく)において、経済活動は前回報告から「ほぼ変化がなかった」とまとめられた。消費動向を巡っては、新車販売で9月末に失効する電気自動車補助金(税額控除)に伴う駆け込み需要が見られた一方、高所得者によるレジャー消費が堅調と指摘された。一方、雇用水準は概ね安定していると述べられた。とはいえ、ほとんどの地区でレイオフや自発退職による人員削減がみられており、この背景に需要の低迷、経済不確実

性の高まり、或いはAI投資への代替が指摘された。この間、物価上昇は加速したとまとめられた。また、投入コストが輸入とサービスの両面から押し上げられているものの、最終価格への転嫁は地域や産業レベルで異なっている可能性が示唆された。

政府経済指標では唯一、9月消費者物価指数が10月24日に公表される（2026年の公的年金支給額の算出のため）。市場予想では総合指数が前月比+0.4%（+0.4%）、食品・エネルギーを除くコア指数が+0.3%（+0.3%）と、共に前月から伸び率に変化がなかったと見込まれている。インフレ率は+2%目標を大幅に上回るものの、関税の引き上げ幅と比べれば、インフレ全体への影響は総じて抑制された状況が続いているだろう。9月消費者物価指数で大きなサプライズがない限り、10月FOMCにおける0.25%pt利下げの判断に影響はないとみられる。

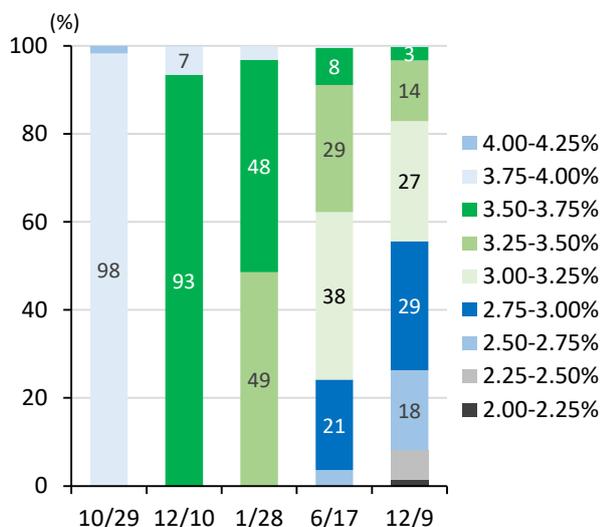
・反対票の動向

9月FOMCの声明文では「最近の指標は、年前半における経済成長が鈍化したことを示している」と従来の景気判断が維持された。また、「雇用の伸びは鈍化しており、失業率は小幅に上昇しているものの、依然として低水準（7月時点：失業率は依然として低水準にあり、労働市場の状況は堅調に推移）」と雇用の下振れリスクが強調された一方、物価判断は「インフレ率は上昇しており、幾分高止まりしている（7月時点：幾分高止まりしている）」と上方修正された。9月FOMCの声明文においては、こうした経済・物価判断が概ね維持される可能性が高い。

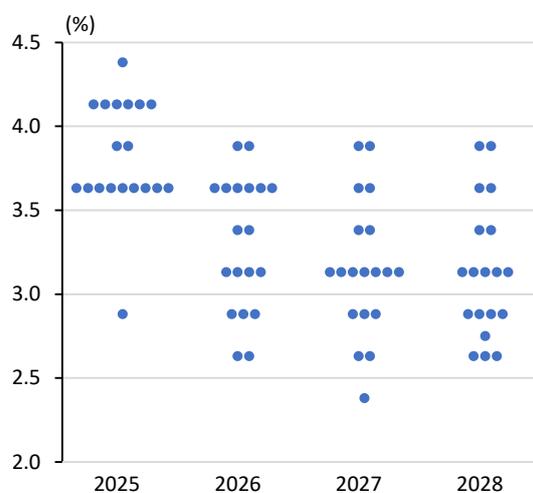
10月FOMCにおける0.25%ptの利下げ判断は全会一致とはならないだろう。16日、9月FOMCで0.5%ptの利下げを主張したミラン理事は「金融政策はデータ依存ではなく、予測重視であるべき」と述べたうえで、0.25%ptペースでの利下げは「遅すぎる」と主張した。同氏は9月のドットチャートにおいて、年内の合計で1.5%pt（=0.5%pt×3回）の利下げを主張したとみられており、10月FOMCにおいても0.5%ptの利下げを提案すると見込まれる。一方、一部の地区連銀総裁はインフレ高止まりの懸念を背景に積極的な利下げに慎重な姿勢を示しており、10月FOMCで据え置きを主張し反対票を投じるメンバーが現れるかが注目される。例えば、カンザスシティ連銀のシュミット総裁は6日の講演で「現在の金融政策はやや抑制的で適切な水準」と指摘している。

また、パウエル議長は14日の講演において量的引き締め（QT）を今後数か月で停止する可能性を示唆した。FRBはコロナ時に国債等の大規模な資産買い入れを実施し、2022年6月にはこうした肥大化したバランスシートを正常化するため、保有している国債や住宅ローン担保証券等の縮小（償還後の再投資停止）を開始した。これまでに2度（24年6月及び25年4月）のペース減速を経て、現在は月額上限400億ドル（国債：50億ドル、住宅ローン担保証券等：350億ドル）でバランスシートの縮小を継続している。パウエル議長は準備預金が適正な水準（十分と考えられる水準をやや上回る規模）に近づいていると指摘しており、これ以上のQT継続は短期金融市場における流動性の枯渇を招き、短期金利の一時的な急騰など不安定化を招く懸念がある。このため、FRBは10月FOMCを含む今後数回の会合内において、具体的なQT停止の方針を決定する可能性が高い。

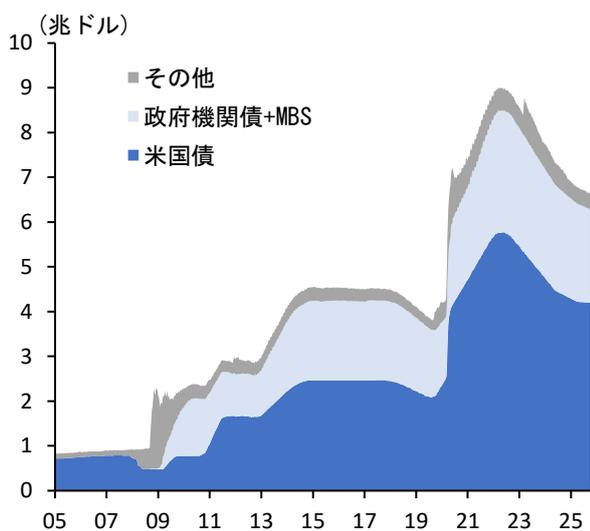
図表 1：市場が予想する各 FOMC における政策金利の確率分布 (10/23 時点)



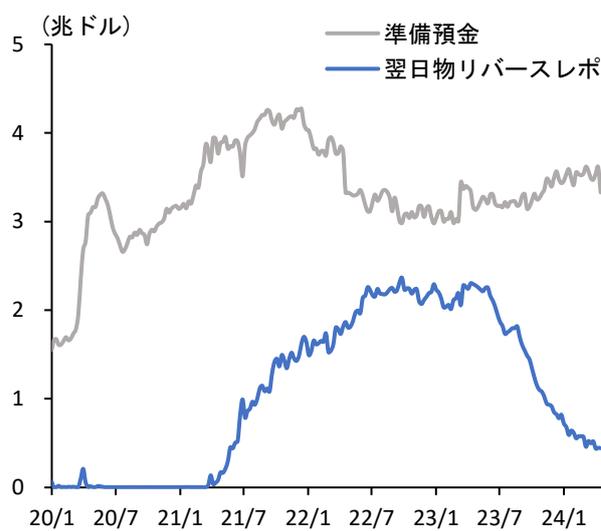
図表 2：ドットチャート (9 月時点)



図表 3：FRB のバランスシート

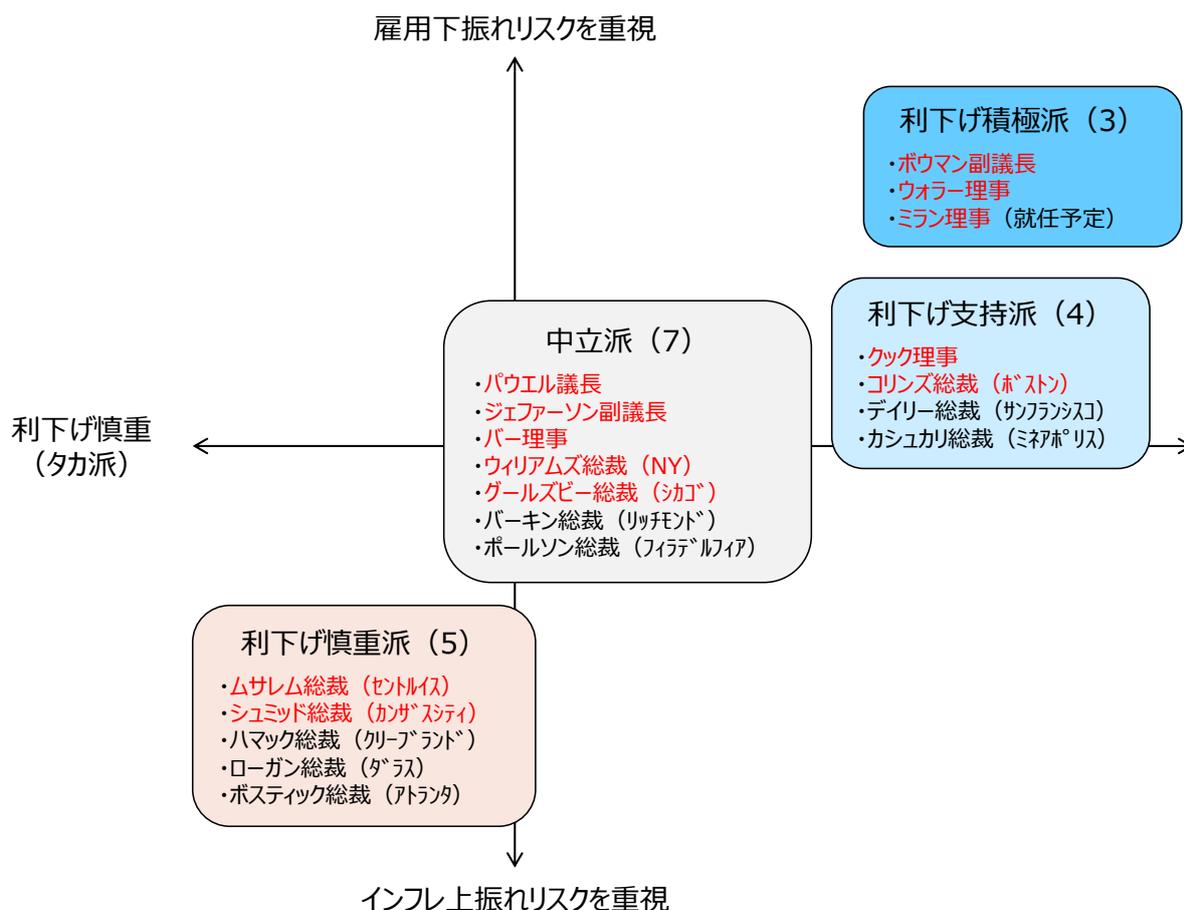


図表 4：準備預金と翌日物リバースレポ



出所：CME、NY 連銀、FRB より第一生命経済研究所が作成

図表 5 : FOMC メンバーの政策スタンス



注：*は2025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作成

図表 6 : FRB 高官発言

講演日	高官	内容
10/6	カンザスシティ連銀 シュミット総裁*	9月の利下げ判断を「適切なリスク管理」と評価した一方、金融政策はやや抑制的で適正な水準と指摘した。また、現状の適切な金利水準を背景に、関税によるインフレへの影響が抑制されている可能性を指摘した
10/8	ニューヨーク連銀 ウィリアムズ総裁*	米国経済が景気後退の瀬戸際にあるわけではないと指摘する一方、雇用者数の伸びの鈍化と企業の消極的な採用姿勢には注視が必要と強調した。また、自身の予想の通りにインフレ率と失業率が上昇する場合、年内の追加利下げを支持すると明言し、そうした判断は政府閉鎖によるデータの欠如で変わることはないとは指摘した

10/9 バー理事*

PCEインフレ率は年末にかけて3%を超え、2%を超えるインフレが今後2年続くような可能性のほか、消費支出が力強い軌道にあることを指摘した。また、「不確実性が大きい場合には慎重に行動すべき」と、積極的な利下げに慎重な姿勢を示唆した

10/10

セントルイス連銀
ムサレム総裁*

労働市場を支援するために残り1回の利下げ余地があると主張する一方、インフレ高止まりを背景に慎重な行動が求められるとの考えを示した。また、足下のインフレの約1割が関税によるものであり、来年後半までにその影響が経済へ波及すると指摘した

10/14

パウエル議長*

足下の経済・物価動向は9月FOMCから大きく変化していない一方、求人数減少により失業率が上昇する懸念を指摘するなど、労働市場の下振れリスクを強調した。他方、金融機関によるFRBへの準備預金が適正な水準に近付きつつあることを背景に、2022年6月から実施している量的引き締め（QT）を数か月以内に停止する可能性を示唆した

ボウマン副議長*

労働市場を含めた経済指標が想定通りに推移する限り、利下げ路線は変わらないと指摘し、年内残り2回のFOMCで連続的な利下げを想定していることを強調した

ボストン連銀
コリンズ総裁*

インフレリスクが抑制されている一方、雇用の下振れリスクは高まっていると指摘した。そのうえで、労働市場を支えるため、もう少し金融政策を正常化するのが適切と、追加利下げに肯定的なスタンスを示した

10/16

ミラン理事*

中国によるレアアース輸出規制による景気下振れリスクがあるなか、金融政策は景気抑制的であり、0.25%ptペースでの利下げは「遅すぎる」と主張した。また、「金融政策はデータ依存ではなく、予測重視であるべき」と述べた

ウォラー理事*

労働市場のデータは需要の弱含みを示唆しており、10月FOMCでは「0.25%ptの利下げを行うべき」と明言した。先行きを巡っては、労働市場の軟化とインフレ抑制が持続する場合、（現行より1.0～1.25%pt低い）中立金利に向けて調整を行う必要性を強調した

注：*は2025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。