

2026 年 9 月 8 日

2026 年 9 月 FOMC プレビュー

～利上げと据え置きそれぞれのメリット・デメリット～

経済調査部 主席エコノミスト 前田 和馬

(Tel : 050-5473-3888)

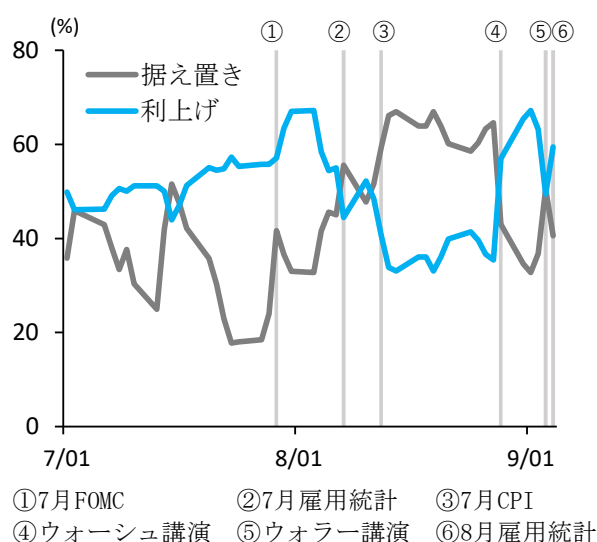
(要旨)

- 9 月 FOMC (9/15～16 開催) に関して、9 月 7 日時点の FF 金利先物市場では約 6 割の確率で 0.25%pt の利上げ、4 割の確率で金利据え置きが織り込まれている。9 月 FOMC における政策判断は、9/11 公表の 8 月 CPI でインフレの減速傾向が保たれるかに大きく依存する。
- ウォーシュ議長は 8 月 28 日のジャクソンホール講演において、「インフレが明確かつ十分な速度で 2% へ向かわなければ、やるべき仕事がある」と述べるなど、9 月 FOMC における利上げの可能性を示唆した。一方、ウォラー理事やニューヨーク連銀・ウィリアムズ総裁は利上げに慎重な姿勢を示すなど、現時点において主要メンバー間の見解は統一されていない。
- 8 月 CPI が市場予想通りに着地し FRB が利上げを決定する場合、ウォーシュ議長は「インフレ抑制に向けた強い姿勢」や「金融政策の政治からの独立性」を示すことができよう。しかし、11 月に中間選挙を控えるなか、トランプ大統領は利上げ判断を非難する可能性が高い。
- 一方、ウォーシュ発言後に利上げ観測が高まったにもかかわらず政策金利を据え置けば、金融市場では FRB のコミュニケーション不信を巡る懸念が強まるだろう。とはいえ、こうした言動不一致は FRB 高官発言の重要性を低下させ、ウォーシュ議長の望む「金融市場が自ら景気動向を評価する（経済指標を注視する）」状態を形成するのに役立つ可能性もある。
- 今後の政策金利パスを見極めるうえでは、同時に公表されるドットチャートが注目される。9 月に利上げに踏み切る場合には今後の利上げペース、金利が据え置かれる場合には 2026～27 年における利上げの可能性が意識されるだろう。なお、ウォーシュ議長は 6 月 FOMC と同様に自身の予測を提出しない可能性が高い。

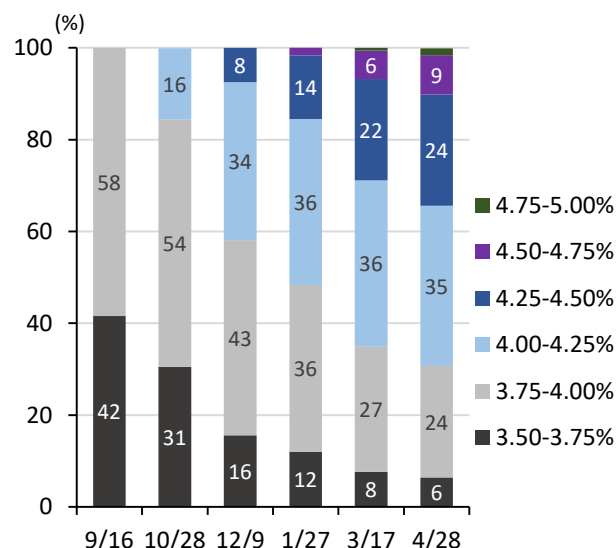
・予想が割れる 9 月FOMC

9 月FOMC（9/15～16 開催）における政策金利判断は、金融市場の予想が大きく割れている。過去 2 か月における 9 月FOMCの政策予想をみると（資料 1）、7 月分の雇用統計（8/7 公表）や消費者物価指数（8/12）が軟調だったことで据え置き予想が優勢だった一方、ウォーシュ議長のジャクソンホール会議講演（8/28）が予想に反してタカ派だったことで 0.25%の利上げ予想が強まった。その後、ウォラー理事など他のFRB高官がタカ派の見方に追随しなかったため、利上げ織り込みが幾分剥落したものの、8 月雇用統計（9/4）が市場予想を上回ったことで再び利上げ予想が優勢となった。この結果、本稿執筆時点におけるFF金利先物市場（Fed Watch）において、約 6 割の確率で 0.25%ptの利上げ、4 割の確率で金利据え置きが織り込まれている。なお、利上げとなれば 2023 年 7 月以来、据え置きとなれば 6 会合連続となる。

資料 1： 9 月 FOMC における利上げ織り込み



資料 2：市場が予想する各 FOMC における政策金利の確率分布（9/7 時点）



出所：CME、FRB、EIA より第一ライフ資産運用経済研究所が作成

8 月地区連銀経済報告（9 月 2 日公表：8 月 24 日までの情報に基づく）では前回報告の評価が概ね据え置かれた。すなわち「12 地区中 10 地区で経済活動は小幅から緩やかに成長した」とまとめられ、消費では高級品や観光、製造業では防衛やデータセンター関連の堅調さがそれぞれ指摘された。一方、インフレのペースは「前回報告から 8 地区で横ばい、3 地区で減少、1 地区で増加」と述べられた。また、雇用は「ごく僅かに増加」と前回表現の「総じて増加」から下方修正された。ただ、これは 8 月雇用統計公表前の評価であることに留意が必要だ。8 月の非農業部門雇用者数は前月差+16.2 万人と市場予想（+5.5 万人）を大幅に上回ったほか、過去 2 か月分も上方修正された。この結果、3 か月移動平均では+7.1 万人となるなど、高齢化やデータセンター需要を背景に、医療・介護や卸・小売、建設業などで回復の動きが続いている。

9月FOMCまでには9/10に8月生産者物価指数（PPI）、9/11に8月消費者物価指数（CPI）、9/16に8月小売売上高が公表される。最大の注目は8月CPIであり、市場予想は総合指数が前月比+0.4%（7月実績：+0.1%）とガソリン価格を中心に加速する一方、食料とエネルギーを除くコア指数は+0.2%（同+0.2%）と横ばい圏の推移が見込まれている。コアCPIが市場予想を上回り8月コアPCE（9/30公表）においてもインフレ加速が見込まれる場合、9月FOMCにおける利上げ織り込みが進むだろう。一方、過去2か月と同様にインフレの減速傾向が確認されれば、据え置き予想がやや強まる可能性がある。

・ウォーシュ議長のタカ派シフト

7月FOMCは5会合連続で政策金利が据え置かれ、声明文における景気・物価判断は前回から変更がなかった。すなわち、経済活動は「中東紛争による不確実性の高まりにも関わらず、経済活動は堅調なペースで拡大」、労働市場は「雇用増は労働力人口の拡大と歩調を合わせており、失業率はほぼ変化していない」、物価は「インフレ率は+2%目標と比べて高止まりしている。この背景には供給ショックがエネルギーを含む一部のセクターの物価を押し上げていることがある」と、それぞれまとめられた。本稿執筆時点において、こうした評価を大幅に変えうる材料は特段見当たらない。

一方、ウォーシュ議長はジャクソンホール講演（8/28）において、8月分の物価指標の結果が良好でなければ9月FOMCで利上げに踏み切る可能性を示唆した。具体的には、自身の発言がフォワードガイダンスではないと前置きしたうえで、「今夏のPCEとCPIは予想よりも良好だった一方、基調的なインフレが大きく改善したとは思えない」や「基調的なインフレが目標に向かって明確かつ十分なスピードで進展しないならば、やるべきことがある」と述べた。ウォーシュ議長が利上げを提案する場合、7月FOMCでも利上げを主張した3名の地区連銀総裁のほか（クリーブランド連銀のハマック総裁、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁、ダラス連銀のローガン総裁）、バー理事やクック理事などの多くの執行部メンバーがこれに同調する可能性が高い。

一方、利上げに慎重な向きも残る。9/2にニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁はインフレの緩やかな鈍化傾向がみられるとし、現状の政策金利が適切な水準にあると指摘した。また、9/3にはウォラー理事が、一部品目の推計手法変更がコアPCEインフレ率の下方修正に繋がる可能性を指摘したうえで、「インフレ率が目標に向けて進展していることを確認できれば、政策金利の据え置きを支持する」と主張した。仮に9月FOMCにて利上げが決定される場合においても、ウォラー理事やボウマン理事は据え置きを主張し反対票を投じる可能性がある。

・それぞれの判断に対するメリデメ

9月FOMCの政策判断は今後公表される8月分の物価指標に大きく依存する。一方、仮に物価動向が概ね市場予想と一致する場合、9月の政策判断は次のような意味合いを持つだろう。

まず、利上げへと踏み切る場合、FRBは物価安定を重視する姿勢を改めて示すことができる。特に足下でインフレ減速の兆しがみられるなか、基調的なインフレトレンドの低下が十分でないとして利上げに踏み切ることは、FRBがインフレ抑制を重視する姿勢を鮮明にする。また、ウォーシュ議長

は利下げを求めるトランプ政権への配慮から利上げに否定的との見方が就任以前からあるものの、9月FOMCでの利上げはこうした見方を払しょくし、金融政策判断の政治的独立性を示すだろう。もっとも、11月の中間選挙を控えるなかでの利上げはトランプ政権の批判を招く可能性が高い。実際、9/4にトランプ大統領は「米国の金利はどの国よりも低くあるべき」、ハンス副大統領は「インフレ指標は利下げを正当化する内容」とそれぞれ主張している。

一方、政策金利を据え置く場合、ウォーシュ議長のジャクソンホール講演を受けて利上げ観測が高まっただけに、金融市場ではFRBのコミュニケーション手法に対する不信感を強めるだろう。ウォーシュ議長は「インフレの明確かつ十分な進展」の基準を明言したわけではないが、一般論として考えると、8月分の物価指標がインフレ鈍化を明確に示す内容でなければ、据え置き判断との整合性は取りにくい。また、金利据え置きは「ウォーシュ議長がトランプ政権に配慮し利上げに踏み切れない」との見方を強めることになる。とはいえ、据え置きの場合には金融市場がFRB高官発言への注目度を低下させるとみられ、これはウォーシュ議長が望む「金融市場がFRB高官の発言を過度に気にするのではなく、自ら景気・物価動向を判断する」状態に近づける効果を持つ。

・ドットチャートの示す政策パス

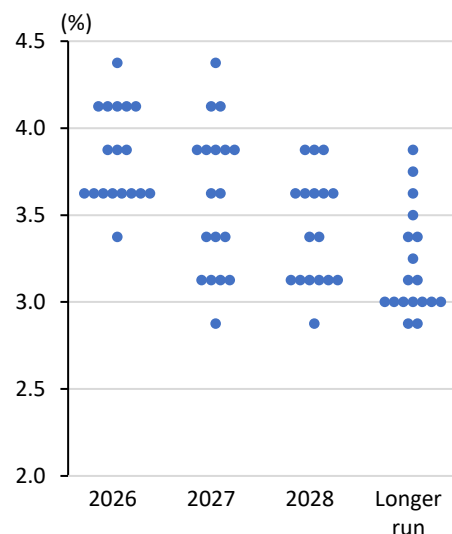
9月FOMC後には四半期経済見通し（SEP）が公表される。前回6月時点の政策金利見通し（ドットチャートの中央値）は、2026年が3.75%（0.5回の利上げ）、27年は3.625%（0.5回の利下げ；現在の金利水準）、28年は3.375%（1回の利下げ）となり、前回3月FOMC（2026～27年にそれぞれ1回ずつの利下げを予想）から上方修正された。仮に9月FOMCで利上げへと踏み切る場合、今後の焦点は追加的な利上げの有無やその回数に移行する。例えば、7月FOMCで利上げを主張したダラス連銀のローガン総裁は「短期的に控えめな利上げ」に言及する一方、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁は複数回の利上げの可能性を指摘している。このため、新たなドットチャートでは、26～27年における追加の利上げ回数、28年に利下げサイクルへ戻るのか否か、さらに旺盛なAI投資を背景に中立金利（longer run）の上昇が示唆されるのか、などが注目される。一方、9月FOMCが据え置き判断となる場合、26～27年において利上げを予想するタカ派と据え置きを見込むハト派の分布が焦点となるだろう。

資料 3： FOMC メンバーの経済見通し

	FOMCメンバー				民間予測		
	2026	2027	2028	長期	2026	2027	2028
実質GDP 成長率	2.2 (2.4)	2.3 (2.3)	2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.1 (2.2)	2.2 (1.9)	2.1 (2.2)
失 業 率	4.3 (4.4)	4.3 (4.3)	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)	4.3 (4.4)	4.3 (4.5)	4.2 (4.4)
PCE インフレ	3.6 (2.7)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	3.6 (3.6)	2.3 (2.3)	2.1 (2.2)
コアPCE インフレ	3.3 (2.7)	2.5 (2.2)	2.1 (2.0)	－ －	3.3 (3.3)	2.4 (2.4)	2.2 (2.1)
政策金利	3.8 (3.4)	3.6 (3.1)	3.4 (3.1)	3.1 (3.1)	－ －	－ －	－ －

出所：FRB、フィラデルフィア連銀より第一ライフ資産運用経済研究所作成

資料 4：6 月時点のドットチャート



・FRB高官発言

講演日	高官	内容
7/31	ダラス連銀 ローガン総裁*	7月FOMCで利上げを主張した理由として、インフレ率が+2%に回帰する軌道にはなく、金融引締めなしではインフレ高止まりが続くと主張し、短期的に控えめな利上げを求めた。また、現在の緩やかな引き締めが、将来の急激な引き締めの可能性を低下させると述べた
	ミネアポリス連銀 カシュカリ総裁*	7月FOMCで利上げを主張した背景として、「供給ショックは見過ごすべきとの考えに概ね賛同する一方、インフレ長期化に繋がりうる一連の供給ショックに対して、金融政策は重要な役割を果たす」と主張した。また、インフレが高止まりする場合、複数回の利上げを実施すべきとの見解を示した
8/27	クリーブランド連銀 ハマック総裁*	インフレの高止まりが続いており、2027年もインフレ率が良くてでも2%台半ばまでしか低下しないとの自身の予測に基づく、現時点で利上げを実施すべきとの考えを示した

ボストン連銀
コリンズ総裁

足下のインフレ指標は利上げを促すものではないと指摘したほか、ベースシナリオとしてインフレの緩やかな低下を予想すると述べた。一方、インフレに進展が見られない場合は利上げが適切との考えを示した

カンザスシティ連銀
シュミット総裁

「インフレは頑固で粘着的」とし、現行の政策金利は抑制的ではないと指摘した。一方、9月で利上げを支持するかを巡っては「もう少し情報が必要」と述べるなど、データを注視する姿勢を示した

8/28 ウォーシュ議長*

「今夏のPCEとCPIは予想よりも良好だった一方、基調的なインフレが大きく改善したとは思えない」や「総合的にみて、広範な金融環境を制約的とみるのは難しい」と述べるなど、現行の政策金利がインフレ抑制に適切ではない可能性を示唆した。また、コミュニケーション手法を巡っては「平時において、フォワードガイダンスの役割は限定的かつ制限されるべき」と従来の主張を繰り返した

9/1 バー理事*

「インフレは5年以上にわたり高止まりしている」と述べ、9月FOMCにおいて「インフレ率が十分に鈍化しているようにみえない場合、断固として利上げを行うべき」と明言した

9/2 ニューヨーク連銀
ウィリアムズ総裁*

インフレは緩やかな低下傾向にあり、現行の政策金利は「適切な水準」と述べるなど、9月FOMCで様子見姿勢をとる可能性を示唆した。また、足下の長期金利上昇はAI投資需要などの強い経済を反映しているとの見方を示した

9/3 ウォラー理事*

9月FOMCにおける政策判断は8月のインフレ動向に強く依存するとし、「2%目標への進展が継続するならば、現状維持を支持する」と述べた。また、FRBの政策反応関数をどのようにコミュニケーションするかを巡って、野球の球審のように完璧なストライクゾーンではなく「大まかな目安」を示す必要性を主張した

注：*は 2026 年に投票権を持つ FOMC メンバー。

出所：FRB、各地区連銀 HP、各種報道より第一ライフ資産運用経済研究所作成

以 上