

2025 年 3 月 21 日 全 6 頁

FOMC 金利は据え置き、QT はペースダウン

景気下支えかインフレ抑制か、注目は期待インフレ率

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

- 2025 年 3 月 18 日・19 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが 4.25-4.50%と、2 会合連続での据え置きとなった。他方で、今回の会合ではバランスシートの縮小（QT）ペースを 4 月から減速することが決定された。具体的には、国債の減額キャップが毎月 250 億ドルから毎月 50 億ドルへと変更された。
- 今回の FOMC で公表された FOMC 参加者による経済見通し（SEP）では、実質 GDP 成長率は下方修正幅が大きい一方、失業率については小幅な悪化に留まり、インフレ率は関税の影響で 2025 年に高止まりするとのシナリオが示された。こうした SEP のもとで、FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）については、2025 年内の利下げ予想の中央値が合計 0.5%pt で据え置かれた一方、ドットチャートの形状がややタカ派的になった。FOMC 参加者の中で追加関税措置によるインフレ再加速への警戒感が強いことを示唆している。
- 他方で、パウエル FRB 議長の記者会見では、景気への配慮を示しており、インフレ再加速への警戒感とのバランスをとったといえる。先行きの金融政策運営において、FOMC が景気の下支え（金融環境を緩和）とインフレ抑制（金融環境を引き締める的に維持）のどちらを重視するかは、期待インフレ率の動向がポイントになるだろう。FRB は当面はインフレ抑制に対する厳格な姿勢を維持することで期待インフレ率を安定的に推移させ、年央から年後半にかけての利下げ余地を確保することが想定されよう。
- QT のペースの減速に関しては、政府債務上限問題による金融環境の悪化を予防するための対応といえる。また、追加関税措置等をめぐって不確実性が高い中で、金融ストレスによって FRB の政策判断の余地を狭められることを避けるという意味合いもあるだろう。他方で、足元の QT のペースの減速は、新規の国債発行が停止されていることとも相まって、米 10 年債タームプレミアムを下押しする可能性がある。金利低下は景気の下支えとなる一方、インフレ再加速のリスクを高め得る点には注意を要する。

2 会合連続で金利据え置きも、QT のペースは減速を決定

2025 年 3 月 18 日・19 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが 4.25-4.50%と、2 会合連続での据え置きとなった。今回の決定は市場参加者にとってサプライズとはならなかった。CME が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、FOMC の開催直前（3 月 17 日）の時点で、金利が据え置きとなる確率が 98%だった。市場は今回の金利据え置きを織り込んでいたといえる。

他方で、今回の会合ではバランスシートの縮小（QT）ペースを 4 月から減速することが決定された。QT 減速の決定は 2024 年 4 月 30 日・5 月 1 日の FOMC 以来となる。具体的には、国債の減額キャップが毎月 250 億ドルから毎月 50 億ドルへと変更された。他方で、エージェンシー債・MBS の減額キャップについては、毎月 350 億ドルから変更されなかった。なお、今回の決定でウォラー理事は、バランスシートの縮小ペースを維持することを主張し、反対票を投じた。

声明文・記者会見：不確実性は高く、今後のデータを非常に注意深く観察

声明文を確認すると、景気全体に関しては、前回の「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることを示唆している」という表現を据え置いた。もっとも、パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、2024 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は堅調だった一方で、足元で個人消費が鈍化していることを指摘した。

雇用環境についても、前回の「失業率はここ数カ月低水準で安定しており、労働市場の状況は堅調さを維持している」という表現を据え置いた。パウエル議長は過去 3 カ月間の雇用者数の増加ペースは月平均+20 万人だったことに加え、失業率は 4.1%と低いままであることを指摘した。続いて物価関連の記述を見ると、前回の「インフレ率は依然としてやや高い水準にある」との表現を据え置いた。パウエル議長は記者会見で、関税を懸念点として挙げた一方で、長期のインフレ期待は多くの指標で安定していることを指摘した。

こうした中、景気に関するリスク認識については、前回の「委員会は雇用とインフレの目標を達成するリスクはほぼ均衡していると判断している。経済見通しは不確実であり、委員会は二重の目標（デュアルマンデート）の両側に対するリスクに注意を払っている」という表現から、「経済見通しをめぐる不確実性は高まっている。委員会は二重の目標（デュアルマンデート）の両側に対するリスクに注意を払っている」へと変更した。パウエル議長は、こうしたリスク認識の変更に関して、トランプ政権の政策をめぐる不確実性が高まっていると強調した。

上記のリスク認識を踏まえ、金融政策の判断に関しては、前回の「委員会は目標を達成するために、FF レートの誘導目標レンジを 4.25%-4.50%に据え置くことを決定した」という表現を据え置いた。金融政策運営の先行きに関しては、前回の「FF レートの誘導目標レンジの追加調整をする際の、程度とタイミングを検討するにあたり、委員会は入ってくるデータ、今後の見通

し、リスクのバランスを慎重に評価する」という表現を据え置いた。パウエル議長は記者会見で、現時点では、消費者・企業マインドといったソフトデータの悪化が見られる一方、雇用といったハードデータは依然として堅調であることから、FRB は経過観察ができる状態にあるとした上で、ハードデータに悪影響が及ぶかを非常に注意深く観察する (watching very carefully) と述べた。

SEP:インフレ率は上方修正、実質 GDP 成長率は下方修正

今回の FOMC では、FOMC 参加者による経済見通し (SEP) が公表された。内容を見ていくと、実質 GDP 成長率 (4Q の前年比、以下同) は、2025 年 (+1.7%、12 月時点: +2.1%) が下方修正された。また、2026 年 (+1.8%、12 月時点: +2.0%)、2027 年 (+1.8%、12 月時点: +1.9%) についても下方修正された。2025 年は潜在成長率とされる長期見通し (+1.8%) を下回り、2026 年と 2027 年は潜在成長率程度で推移するとの見立てが示されたことになる。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

(単位: %)		中央値				大勢見通し							
		2025	2026	2027	長期	2025		2026		2027		長期	
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質 GDP 成長率 (4Q の前年比)	25年03月	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5	1.9	1.6	1.9	1.6	2.0	1.7	2.0
	24年12月	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	2.2	1.9	2.1	1.8	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Q の平均)	25年03月	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3	4.4	4.2	4.5	4.1	4.4	3.9	4.3
	24年12月	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.5	4.1	4.4	4.0	4.4	3.9	4.3
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	25年03月	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6	2.9	2.1	2.3	2.0	2.1	2.0	
	24年12月	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3	2.6	2.0	2.2	2.0		2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	25年03月	2.8	2.2	2.0		2.7	3.0	2.1	2.4	2.0	2.1		
	24年12月	2.5	2.2	2.0		2.5	2.7	2.0	2.3	2.0			

(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。

(出所) FRB より大和総研作成

失業率見通し (4Q の平均、以下同) に関しては、2025 年 (4.4%、12 月時点: 4.3%) が上方修正 (悪化) された一方、2026 年 (4.3%、12 月時点: 4.3%) と 2027 年 (4.3%、12 月時点: 4.3%) は据え置きとなった。予想期間中を通して、自然失業率とされる長期見通し (4.2%) をやや上回って推移するとの見立てが示されたといえる。

物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率 (4Q の前年比、以下同) について、2025 年 (+2.7%、12 月時点: +2.5%) が上方修正された。また、2026 年 (+2.2%、12 月時点: +2.1%) も上方修正された一方で、2027 年 (+2.0%、12 月時点: +2.0%) については据え置きとなった。FRB のインフレ目標である 2% 達成は 2027 年という見立ては変更はない。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2025 年 (+2.8%、12 月時点: +2.5%) が上方修正された一方で、2026 年 (+2.2%、12 月時点: +2.2%)、2027 年 (+2.0%、12 月時点: +2.0%) は据え置きとなった。

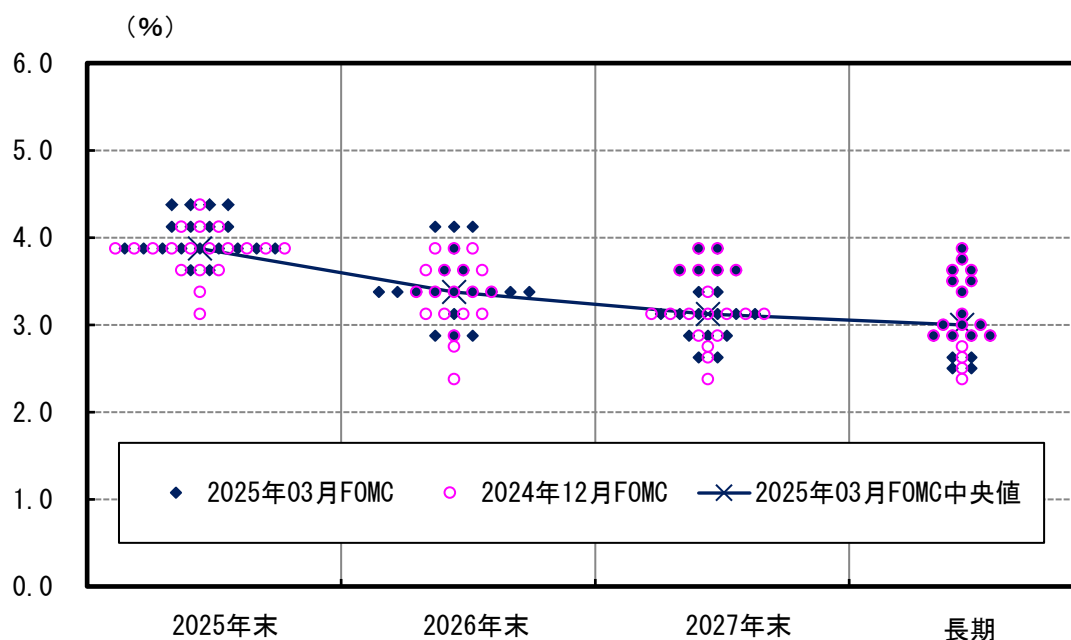
今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率は下方修正幅が大きい一方、失業率については小

幅な悪化に留まり、インフレ率は関税政策の影響で 2025 年に高止まりするとのシナリオが示されたといえる。もっとも、インフレ率については、2026 年以降は減速傾向を強めることが想定されており、多くの FOMC 参加者が関税政策による影響は一時的とみていることを示唆している。

ドットチャート：中央値は 2025 年内に 2 回の利下げとの見方を維持

注目点である先行きの FF 金利に関して、FOMC 参加者の FF レート予想であるドットチャート（中央値）を見ると、2025 年末（3.9%、12 月時点：3.9%）が据え置きとなった。2025 年内に想定される利下げ幅は、合計 0.50%pt となる。また、2026 年末（3.4%、12 月時点：3.4%）、2027 年末（3.1%、12 月時点：3.1%）、中立金利の目安とされる長期見通し（3.0%、12 月時点：3.0%）についても前回のドットチャートから変化はない。

図表 2 ドットチャート



（出所）FRB より大和総研作成

続いてドットチャートの形状を見ると、2025 年は中央値を予想する FOMC 参加者が 9 名と、最も多かった。なお、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 8 名（12 月 FOMC：4 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 2 名（12 月 FOMC：5 名）となり、前回のドットチャートよりもややタカ派的な形状となった。2026 年に関しては中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 6 名（12 月 FOMC：7 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 4 名（12 月 FOMC：7 名）と前回に比べて中央値への収斂が強まった。なお、2027 年に関しては、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 8 名（12 月 FOMC：7 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 5 名（12 月 FOMC：5 名）と、大きな変化はない。

今回のドットチャートをまとめると、中央値で見れば利下げペースに変化はないものの、2025

年に関しては利下げに慎重な FOMC 参加者が増えている。FOMC 参加者のインフレ再加速に対する警戒姿勢に加え、政策の不確実性の高さに伴う様子見姿勢を示す結果といえよう。

景気下支えかインフレ抑制か、注目は期待インフレ率

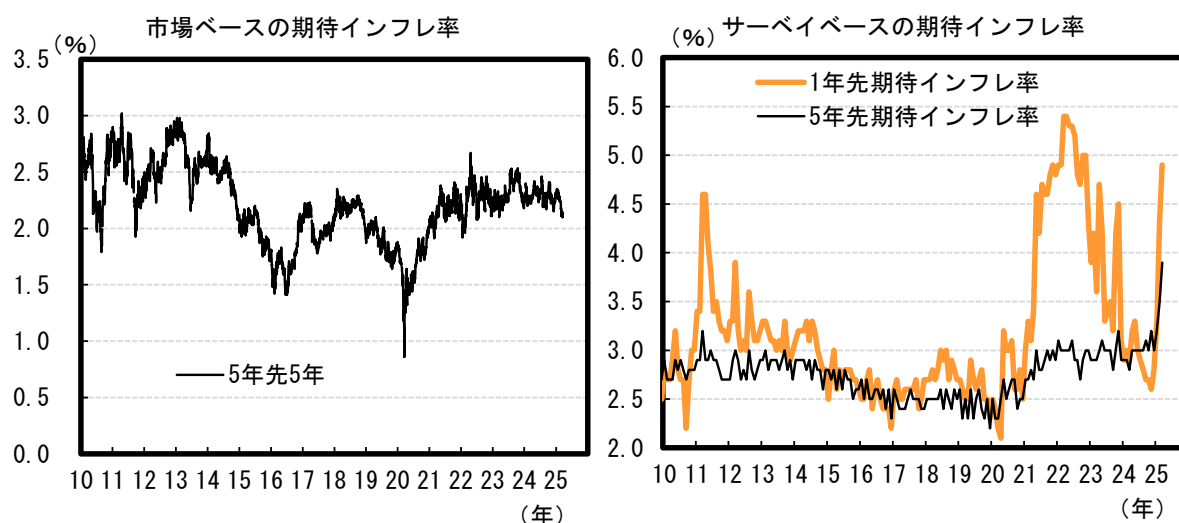
今回の FOMC をまとめれば、追加関税措置、及びその効果をめぐる不確実性が高まる中で、ハードデータへの影響が軽微な現状においては、FF レートは据え置きで様子見ということだろう。こうした FOMC の姿勢に対して、市場参加者にも特段のサプライズはない。

先行きに関しては、SEP やドットチャートの数値だけで見れば、利下げからは距離感がある。SEP において、実質 GDP 成長率見通しが下方修正された一方で、2025 年の FF レート予想の中央値が据え置かれ、ドットチャートの形状がややタカ派的になったように、FOMC 参加者の中で追加関税措置によるインフレ再加速への警戒感が強いことを示唆している。

他方で、パウエル議長の記者会見では、ハードデータに悪影響が及ぶかを非常に注意深く観察すると指摘し、景気への配慮を示しており、インフレ再加速への警戒感とのバランスを取ったといえる。先行きの金融政策運営において、FOMC が景気の下支え（金融環境を緩和）とインフレ抑制（金融環境を引き締めの維持）のどちらを重視するかは、期待インフレ率の動向がポイントになるだろう。

パウエル議長は、記者会見で、追加関税措置によるインフレ再加速が一時的か否かを判断する上で、長期的な期待インフレ率が、2%のインフレ目標に沿って安定しているかが重要と述べている。つまり、追加関税措置によってインフレが再加速したとしても、長期の期待インフレ率が安定している場合には、FOMC も利下げ等で景気の下支えが可能となる。一方、長期の期待インフレ率が継続的に上昇するようになれば、インフレ抑制を重視せざるを得ないだろう。

図表 3 市場ベース・サーベイベースの期待インフレ率



(出所) FRED、ロイター／ミシガン大より大和総研作成

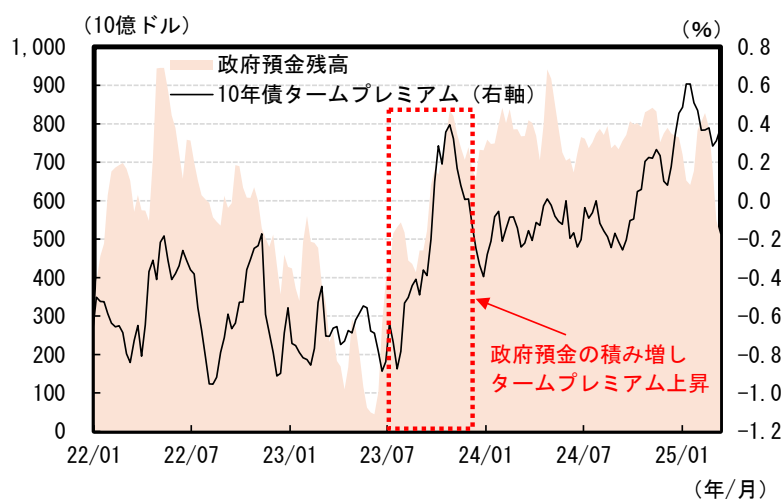
パウエル議長は足元の期待インフレ率に関して、短期は上昇しているが、長期は安定している

と評価している。具体的な動きを見ると、市場ベースの期待インフレ率はパウエル議長の指摘通り安定している。しかし、一部のサーベイベースの期待インフレ率は、足元で短期だけでなく長期も上昇している。パウエル議長は一部のサーベイベースの期待インフレ率を現時点で外れ値としてとらえているようだが、長期の期待インフレ率が金融政策運営に対する信認を示すことを踏まえれば、FRB は当面はインフレ抑制に対する厳格な姿勢を維持することで期待インフレ率を安定的に推移させ、年央から年後半にかけての利下げ余地を確保することが想定されよう。

最後に QT のペースの減速に関しては、政府債務上限問題による金融環境の悪化を予防するための対応といえる。2025 年 1 月より政府債務残高が上限に達したことで、現在は新規の国債発行が停止されており、税収や政府預金の取り崩しで政府支出を賄っている。政府債務上限問題が解決した後は、新規の国債発行が再開され、政府預金の積み増しが行われるわけだが、国債需給の悪化に伴い金利が上昇する恐れがある。過去を振り返れば、2023 年 5 月末に政府債務上限問題が解決した後は、国債需給の動向を示す米 10 年債タームプレミアムは大幅に上昇した。

こうした過去の経験を踏まえ、FOMC は QT のペースの減速を通じて、国債需給の悪化を抑制しようとしていると考えられる。また、追加関税措置等をめぐって不確実性が高い中で、金融ストレスによって、FRB の政策判断の余地を狭められることを避けるという意味合いもあるだろう。他方で、足元の QT のペースの減速は、新規の国債発行が停止されていることとも相まって、米 10 年債タームプレミアムを下押しする可能性がある。金利低下は景気の下支えとなる一方、インフレ再加速のリスクを高め得る点には注意を要する。

図表 4 政府預金残高と 10 年タームプレミアム



(出所) FRB より大和総研作成