

2025年5月8日 全5頁

# FOMC 様子見姿勢を強調

景気・インフレに加え、金融環境の変化が利下げのタイミングを左右

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5月6日・7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、3会合連続での据え置きとなった。パウエルFRB議長はFOMC後の記者会見で、追加関税措置によるインフレ・経済への影響は依然として不確実性が高いとの見解を貫いた。足元では経済が底堅く推移しているとみられることを背景に、パウエル議長は様子見姿勢を維持することが適切であると繰り返した。
- 他方、こうしたFRBの様子見姿勢は、利下げから距離を置くというよりは、中立的なスタンスを示すものと考えられる。パウエル議長は記者会見で、利下げを急ぐ必要はないという、市場にとってはややタカ派的な印象を与える表現を用いた一方で、経済動向に応じた迅速な対応も指摘した。FRBの政策判断の余地を確保するために、パウエル議長はバランス取りに終始したといえよう。
- なお、金融政策の先行きを占う上で、景気・インフレに対する注目度が高いのはもちろんのこと、金融環境の変化も重要だ。そもそも、FRBが様子見姿勢を継続する理由として、現状の金融環境が適切な状態にあることが前提となる。しかし、4月前半には、米国債利回りの上昇、米ドルの下落、米株価指数の下落と、金融環境が一時急激に悪化した。金融環境の悪化が続けば、景気を大きく冷やす恐れがある。
- 今回のFOMCにおいては、足元の金融環境が4月前半に比べて安定していることから、記者会見においてパウエル議長からは金融環境に関する具体的な言及はなかった。もっとも、金融環境が悪化するリスクは引き続き残る。トランプ大統領による不規則発言はもちろんのこと、相互関税の上乗せ税率をめぐるトランプ政権と各国・地域政府との交渉の動向や、債務上限問題をめぐる米国上下院での議論などによって金融環境の動向は大きく左右され得るだろう。先行きの利下げをめぐることは、景気・インフレの動向に加えて、こうした金融環境の変化にも注意が必要となるだろう。

### 3 会合連続で金利据え置きを決定

2025年5月6日・7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、3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（5月5日）の時点で、金利が据え置きとなる確率が99%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。

### 声明文・記者会見：景気が底堅さを維持する中、様子見姿勢を強調

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」という表現から「純輸出の変動がデータに影響を与えているものの、最近の指標は経済活動が引き続き堅調なペースで拡大していることを示唆している」へと変更された。パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見で2025年1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率でマイナスに転じた一方、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）が前期比年率+3.0%と堅調だったと述べた。

雇用環境については、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。パウエル議長は記者会見で、直近の失業率が4.2%と狭いレンジで推移しており、レイオフも増加していないと指摘した。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、追加関税措置によって物価上昇に対する懸念は高まっていると指摘しつつも、現時点でインフレ率の上昇は見られていないと評価した。

こうした中、景気に関するリスク認識については、前回の「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（デュアルマં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「経済見通しに関する不確実性はさらに高まっている。委員会は二重の目標（デュアルマંデート）の両面に対するリスクに注意を払っており、失業率上昇とインフレ率上昇のリスクが高まっていると判断している」へと変更した。パウエル議長は記者会見で、不確実性がさらに高まった背景として、追加関税措置が予想を上回る大規模となっていることを挙げている。加えて、大幅に引き上げられた関税率が継続した場合は、インフレ率の上昇と失業率の上昇を招き得るとの見解を示した。

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も、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、追加関税措置によるインフレ・経済への影響は依然として不確実性が高いとの見解を貫いた。足元では経済が底堅く推移しているとみられることを背景に、パウエル議長は、利下げを急ぐ必要はなく、様子見姿勢 (wait and see) を維持することが適切であると繰り返した。

## 景気・インフレに加え、金融環境の変化が利下げのタイミングを左右

パウエル議長が指摘したように、現在公表されている高い相互関税率が維持されることになれば、インフレ率は上昇する一方で、景気・雇用が悪化することが想定される。そして、先行きの利下げのタイミングに関しては、景気・インフレが FRB の目標からどの程度乖離するかによって左右される。

インフレ率については、3月のPCE価格指数は前年比+2.3%、コアPCE価格指数は同+2.6%と減速した。もっとも、相互関税による関税率の大幅な引き上げは4月から実施されていることから、関税によるインフレへの影響はこれから反映されることになろう。また、パウエル議長は継続的なインフレ率上昇を引き起こさないためには、長期のインフレ期待を固定することが重要であるとした。長期の期待インフレ率について、サーベイベースの期待インフレ率（ロイター／ミシガン大の期待インフレ率）は高水準である一方で、市場ベースのデータは安定しており、まだら模様となっている（図表1）。

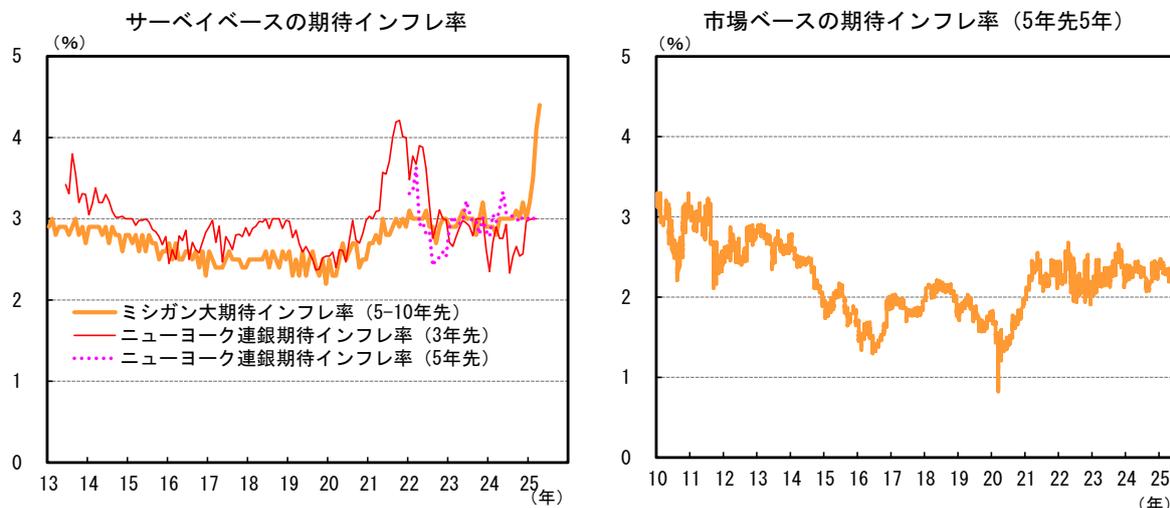
パウエル議長の記者会見では、先行きのインフレ率に関連して、中国から米国への船舶数が急減しており、商品不足や価格上昇が生じる可能性についての質問があった。これに対してパウエル議長は、関税による混乱への対応はFRBではなく政権の責務とコメントし、多くの国々との協議を見守っているとコメントした。注目される追加関税の交渉について、ベッセント財務長官は5月6日、早ければ週内に一部の国と合意を発表できる可能性があると言及した。さらに、貿易摩擦がエスカレートしている中国については、ベッセント財務長官とUSTR代表のグリア氏がスイスにて中国と貿易交渉を開始することが明らかになっている。もっとも、トランプ大統領は自身が関税水準を決めると述べており、トランプ大統領の不規則発言も含めて、交渉が順調に進むかは予断を許さない。

景気の動向については、パウエル議長が指摘したように、2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%とマイナス成長となったものの、米国の自律的な成長を示す民間最終需要は同+3.0%と堅調さを維持した<sup>1</sup>。直近の景気動向を週次データで確認すると、レッドブック小売売上高指数は足元でも堅調さを維持している。ただし、値上がり前の駆け込み需要が発生している可能性があり、景気の基調を読みづらい。また、雇用環境については4月の雇用統計が底堅い結果となった。パウエル議長は雇用環境について、2024年における労働市場の悪化局面では、失業率が毎月上昇し、それと同時に雇用者数が大きく減速していたことで下振れリスクへの懸念が高まったが、現在は当時のような状況ではないと指摘した。家計・企業のマインド

<sup>1</sup> 藤原翼「[米GDP前期比年率▲0.3%とマイナスに転換](#)」（大和総研レポート、2025年5月1日）

といったソフトデータは悪化する一方で、足元では消費や雇用といったハードデータの顕著な下振れはまだ見られていない。

図表1 サーベイベース・市場ベースの期待インフレ率



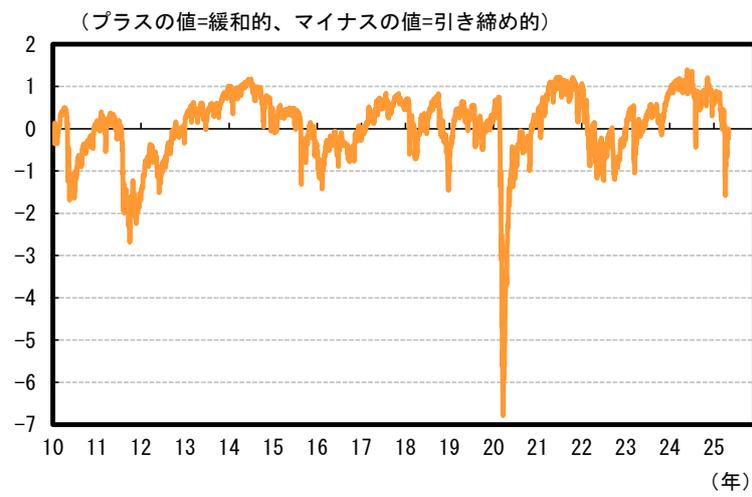
(出所) NY 連銀、FRB、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

足元で景気悪化の明確な兆しが見られていない中で、インフレが再加速するリスクがある以上、FRBとしては様子見を続けざるを得ない。他方、こうしたFRBの様子見姿勢は、利下げから距離を置くというよりは、中立的なスタンスを示すものと考えられる。パウエル議長は、利下げを急ぐ必要はないという、市場にとってはややタカ派的な印象を与える表現を用いた一方で、経済動向に応じた迅速な対応も指摘した。FRBの政策判断の余地を確保するために、パウエル議長はバランス取りに終始したといえよう。

なお、金融政策の先行きを占う上で、景気・インフレに対する注目度が高いのは前述の通りだが、金融環境の変化も重要だ。そもそも、FRBが様子見姿勢を継続する理由として、現状の金融環境が適切な状態にあることが前提となる。しかし、4月前半には、米国債利回りの上昇、米ドルの下落、米株価指数の下落と、金融環境が一時急激に悪化した。Bloomberg 米国金融環境指数(図表2)を見ると、金融環境の引き締まりの程度は、コロナ禍の2020年3月を除けば、2011年10月の欧州債務危機以来の強さとなった。このような金融環境の悪化が続けば、景気を大きく冷やす恐れがある。

こうした中で、シュミッド・カンザスシティ連銀総裁は、金融環境が悪化した4月当時に、FRBは市場を監視しており、必要であればFRBは対応可能と述べた。今回のFOMCにおいては、足元の金融環境が4月前半に比べて安定していることから、記者会見においてパウエル議長からは金融環境に関する具体的な言及は見られなかった。もっとも、金融環境が悪化するリスクは引き続き残る。トランプ大統領による不規則発言はもちろんのこと、相互関税の上乗せ税率をめぐるトランプ政権と各国・地域政府との交渉の動向や、債務上限問題をめぐる米国上下院での議論などによって金融環境の動向は大きく左右され得るだろう。先行きの利下げをめぐっては、景気・インフレの動向に加えて、こうした金融環境の変化にも注意が必要となる。

図表2 Bloomberg 米国金融環境指数



(出所) Bloomberg より大和総研作成