

2025 年 6 月 19 日 全 6 頁

FOMC 様子見姿勢を継続

経済指標の基調の捉えにくさと正確性への懸念は利下げ遅延リスクを高める

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 6 月 17 日・18 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、4 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。
- 今回公表された FOMC 参加者による経済見通し（SEP）では、実質 GDP 成長率と失業率は悪化方向に修正された一方で、インフレ率は高関税政策（トランプ関税）の影響で 2025 年内に再加速するとのシナリオが示されたといえる。2026 年以降に関しても、景気・雇用環境の回復ペースは緩やかで、インフレ率も FRB の 2%目標への回帰に時間を要することが示唆された。
- また、FOMC 参加者の FF レート予想であるドットチャート（中央値）も公表された。2025 年に関しては中央値で見れば利下げペースに変化はないものの、FF 金利の据え置きを想定する FOMC 参加者が増えた。2026 年以降は中央値ベースで利下げペースが鈍化してはいるものの、2025 年の FF 金利据え置きを予想する FOMC 参加者が増えたことが影響していると考えられる。
- 追加関税措置等を巡って不確実性が高い中、FRB は様子見姿勢を継続している。こうした様子見姿勢を継続できるのも、景気の底堅さが背景にある。しかし、追加関税措置の本格化を前にした駆け込み消費やその反動などによって基調は捉えにくく、景気悪化の兆しを迅速に把握することが難しくなっている。また、インフレ率に関しても、足元で CPI の正確性に対する疑問が呈されている。そもそも不確実性が高いことに加え、経済指標の変動幅が拡大し景気悪化の兆しが捉えにくく、データの正確性にも懸念が強まっていることを踏まえれば、本来は政策対応（とりわけ、利下げ）が必要であっても FOMC の判断が遅延するリスクを認識しておくべきだろう。

4 会合連続で金利据え置きを決定

2025 年 6 月 17 日・18 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、4 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（6 月 16 日）の時点で、金利が据え置きとなる確率が約 97%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：関税の不確実性はピークアウトも、程度は依然高い

声明文を確認すると、景気全体に関しては、「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」という表現を据え置いた。

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」から「失業率は低水準のままであり、労働市場の状況は堅調さを維持している」という表現へ変更された。パウエル FRB 議長は直近の失業率が 4.2%と低水準で、過去一年間狭いレンジで推移しており、賃金上昇率はインフレ率を上回っていると FOMC 後の記者会見で指摘した。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、過去 3 カ月のインフレ指標はサービス価格を中心に減速したと指摘した。他方で、追加関税措置のインフレへの影響を巡る不確実性は引き続き高く、財価格は夏にかけてさらに上昇するとの見立てを示した。

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（デュアルマンデート）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」という表現から「経済見通しに関する不確実性は低下したものの、依然として高い水準にある。委員会は二重の目標（デュアルマンデート）の両面に対するリスクに注意を払っている」へと変更した。パウエル議長は記者会見で、関税を巡る不確実性は 4 月がピークだったと指摘する一方、依然として関税がインフレ・経済に与える不確実性は高いとの見解を示した。

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、関税による影響について、影響の大きさ、影響を及ぼす期間、影響が出るまでの時間は非常に不確実であり、更なるデータが必要であると指摘した。パウエル

議長は、インフレを巡る不確実性が依然として高い中では、経済・雇用環境が底堅く推移する限りは様子見姿勢を続けることが適切との見解を示した。

SEP：実質 GDP 成長率と失業率は悪化方向に修正、インフレ率は上方修正

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（+1.4%、3 月時点：+1.7%）が下方修正されたことに加え、2026 年（+1.6%、同：+1.8%）についても下方修正された。他方で、2027 年（+1.8%、同：+1.8%）については据え置きとなった。2025 年と 2026 年は潜在成長率とされる長期見通し（+1.8%）を下回り、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
実質 GDP 成長率 (4Q の前年比)	25年06月	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2	1.5	1.5	1.8	1.7	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Q の平均)	25年06月	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4	4.5	4.3	4.6	4.2	4.6	4.0	4.3
	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
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	25年06月	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8	3.2	2.3	2.6	2.0	2.2	2.0	
	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	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	25年06月	3.1	2.4	2.1		2.9	3.4	2.3	2.7	2.0	2.2		
	25年03月	2.8	2.2	2.0		2.7	3.0	2.1	2.4	2.0	2.1		

(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（4.5%、3 月時点：4.4%）が上方修正（悪化）された。さらに、2026 年（4.5%、同：4.3%）と 2027 年（4.4%、同：4.3%）も上方修正された。2025 年から 2026 年にかけて失業率は低下（改善）せず、予想期間を通して、自然失業率とされる長期見通し（4.2%）を上回って推移するとの見立てが示された。

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（+3.0%、3 月時点：+2.7%）が上方修正された。また、2026 年（+2.4%、同：+2.2%）、2027 年（+2.1%、同：+2.0%）も上方修正された。予想期間を通して、FRB のインフレ目標である 2%を上回って推移するとの見立てが示されたことになる。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2025 年（+3.1%、同：+2.8%）、2026 年（+2.4%、同：+2.2%）、2027 年（+2.1%、同：+2.0%）がいずれも上方修正された。

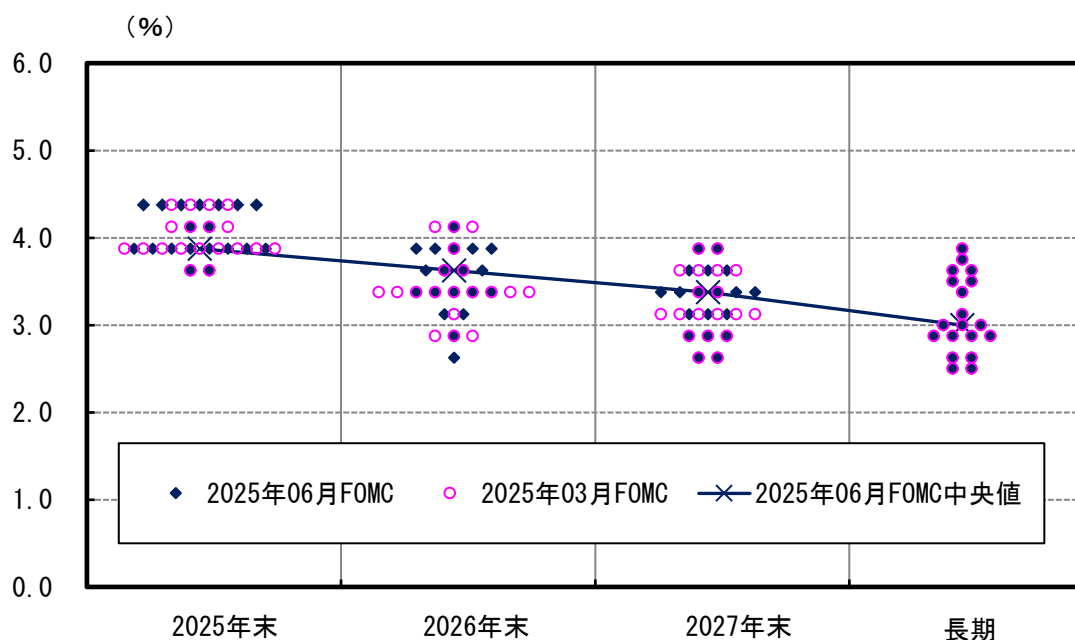
今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率と失業率は悪化方向に修正された一方で、インフレ率は高関税政策（トランプ関税）の影響で 2025 年内に再加速するとのシナリオが示されたといえる。実質 GDP 成長率は 2026 年まで潜在成長率を下回り、失業率は 2027 年になっても自然失業率を上回る見立てとなっており、景気・雇用環境の回復は緩やかなペースで進むことが想

定されている。インフレ率については、2026 年以降は再び減速に転じることが想定されているものの、3 月時点の予想と比べて FRB の 2% 目標への回帰には時間を要することが示唆されている。

ドットチャート：中央値は 2025 年内に 2 回の利下げも、据え置き派も多い

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%、3 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。他方で、2026 年末（3.6%、同：3.4%）、2027 年末（3.4%、同：3.1%）は上方修正され、3 月時点よりも緩やかな利下げペースが想定されている。中立金利の目安とされる長期見通し（3.0%、同：3.0%）については据え置きとなった。

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 8 名と、最も多かった。また、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名（3 月 FOMC：8 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 2 名（同：2 名）となった。とりわけ 2025 年内の金利据え置きを予想する FOMC 参加者が 7 名と、3 月時点の 4 名から増加した。中央値を予想する FOMC 参加者が最多とはいえ、2025 年内は様子見継続を想定する参加者も多い。

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（3 月 FOMC：6 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名（同：4 名）と前回に比べて予想がややばらついた。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 5 名（同：8 名）、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 8 名（同：5 名）となった。

今回のドットチャートをまとめると、2025 年に関しては中央値で見れば利下げペースに変化はないものの、FF 金利の据え置きを想定する FOMC 参加者が増えている。トランプ政権による追加関税措置は足元でマイルド化している一方、前回のドットチャートの作成時（3 月 FOMC）における想定よりは高い実効関税率になるとみられ、FOMC 参加者のインフレへの警戒感が高まったことを反映した動きといえる。他方、2026 年以降は中央値ベースで利下げペースが鈍化しているものの、2026 年内の利下げ幅の縮小を想定する FOMC 参加者が増えたというよりは、2025 年の FF 金利据え置きを予想する FOMC 参加者が増えたことが影響していると考えられる。

経済指標の基調の捉えにくさと正確性への懸念は利下げ遅延リスクを高める

今回の FOMC をまとめれば、FF レートの据え置きは想定通りとなった。先行きに関しては、トランプ政権による追加関税措置等の実施を背景に、インフレ率の見通しは上方修正され、実質 GDP 成長率の見通しは下方修正された。景気とインフレのどちらを優先するか難しい判断を迫られる中、FOMC 参加者は様子見姿勢を継続し、2025 年内の利下げ回数（中央値）は 2 回と、前回の見通し（3 月時点）から据え置いた。FedWatch では 2025 年内 2 回の利下げが最も高確率となっていたことから、概ね想定通りの結果といえよう。

2026 年の利下げ回数（中央値）に関しては 1 回と、前回の見通し時点の 2 回から減少したわけだが、2025 年内に FF レートの据え置きを予想する FOMC 参加者が増えたことによる影響と捉えるべきだろう。パウエル議長は、FOMC 後の記者会見で、景気に中立な金利（長期見通し）が上昇したわけではないと指摘していることから、FF レートの最終到達水準（ターミナルレート）が切り上がったわけではなく、FOMC の様子見姿勢の継続による利下げペースの鈍化と捉えるべきだろう。

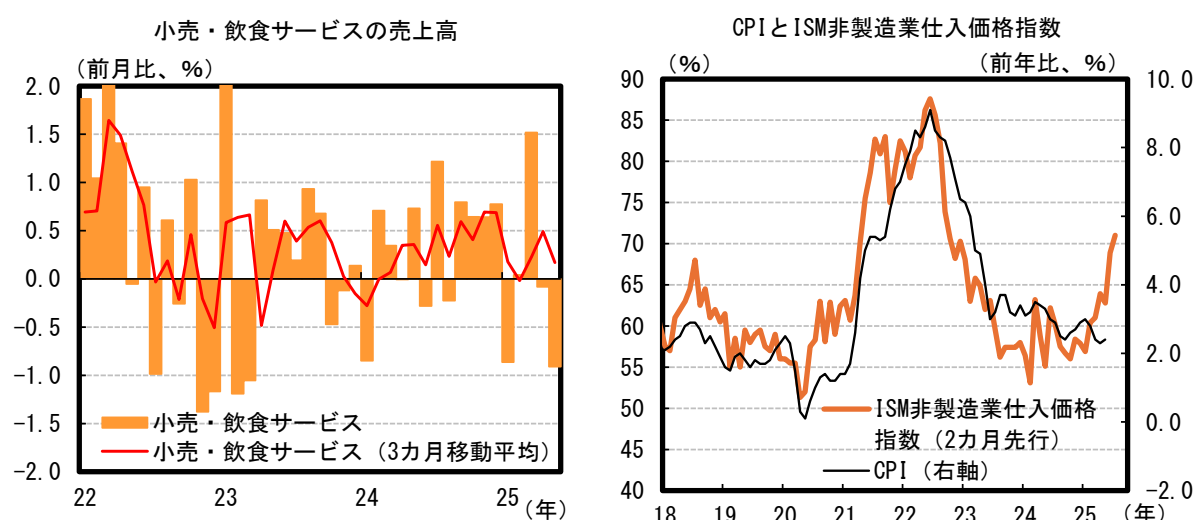
FOMC 参加者が様子見姿勢を継続する背景には、不確実性の高さがある。既存の追加関税措置によるインフレ率の押し上げ効果がどの程度かは夏場に判明するだろうとパウエル議長は指摘している。ただし、7 月には中国を除いた、国・地域に対する相互関税の上乗せ税率の猶予期限を迎え、8 月には中国に対する猶予期限を迎えることになる。猶予期限到来後に関税率が引き上げられれば、インフレ圧力はさらに強まり得る。また、インフレ圧力は、昨今の中東情勢の悪化による原油価格の上昇の影響も受け得る。当面はインフレ動向を巡って不透明感が強い中で、FRB としても拙速な判断は避けたいということだろう。

今回の FOMC で実質 GDP 成長率見通しが引き下げられた中でも、様子見姿勢が可能なのは、パウエル議長が記者会見で述べたように、足元の景気は概ね底堅く推移していることが挙げられる。ただし、追加関税措置の実施前の駆け込み消費の増加などによって基調が捉えにくくなっている。例えば、17 日に公表された 5 月小売売上高は前月比▲0.9%と大幅に落ち込んだ。3 月の大幅増の反動が続いていると考えられ、均してみれば底堅く推移しているが、景気悪化の兆しを迅速に把握することが難しくなっている。

また、インフレ率に関しても、基調判断の難しさは高まっている。CPI と連動する傾向のある

ISM 非製造業仕入価格指数が大幅に上昇している一方で、CPI には大きな変動は見られない。こうした仕入価格指数と CPI の乖離とも関連するが、足元で CPI の正確性に対する疑問が呈されている。報道によれば、CPI の公表元である BLS は、政府人員の削減により調査する人員を確保できないため、調査対象の縮小などを進めており、推計への依存度が高まっている可能性がある。FRB にとっても様子見姿勢を続けるか否かはデータ次第であることから、パウエル議長も記者会見の中で、正確なデータを随時入手可能であることの重要性を指摘している。そもそも追加関税措置を巡る不確実性が高いことに加え、経済指標の変動幅が拡大し基調が捉えにくく、データの正確性にも懸念が強まっていることを踏まえれば、本来は政策対応（とりわけ、利下げ）が必要であっても FOMC の判断が遅延するリスクを認識しておくべきだろう。

図表3 小売・飲食サービスの売上高、CPI と ISM 非製造業仕入価格指数



(出所) BLS、Census、ISM より大和総研作成