

2025 年 7 月 31 日 全 4 頁

FOMC 9 月利下げに向けて含みを持たせる

インフレ統計の歪みと雇用統計の弱含みに注目

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 7 月 29 日・30 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、5 会合連続での据え置きとなった。今回の政策決定にあたり、ボウマン FRB 副議長とウォラー FRB 理事が、0.25%の引き下げを主張して反対票を投じた。2 票の反対票が投じられたのは 1993 年 12 月以来と約 32 年ぶりとなる。ただし、ボウマン副議長とウォラー理事は従来利下げすべきとのスタンスを表明していたことから、サプライズとはならなかった。
- 注目のパウエル FRB 議長の FOMC 後の記者会見では、関税がインフレに与える影響は一時的に留まることが妥当なベースシナリオとしつつも、インフレ全体に与える影響は依然として不透明とした。パウエル議長は雇用に関して、堅調であるものの下振れリスクがあると指摘し、注意深く見守っているとコメントした。パウエル議長はインフレと雇用の見解のバランスを取りつつ、あくまでデータ次第で、9 月 16 日・17 日の次回 FOMC を含めた先行きの利下げ判断を行っていく姿勢を示した。
- 9 月 FOMC での利下げに関して、パウエル議長は明言を避けたものの、含みを持たせた。パウエル議長は、9 月 FOMC での利下げに対して抵抗感はないことを示唆した上で、8-9 月に公表される雇用・インフレ統計を注視すると発言しており、利下げ再開を判断する上で重要な時期に差し掛かりつつあることが示唆される。
- 雇用・インフレ統計が重要視される中で、CPI はサンプルデータの収集率が低下し、たとえ消費者が現実直面する物価が上昇していたとしても、CPI に反映されにくくなっている恐れがある。雇用統計で示される雇用環境に関しては、レイオフの早期通知が増加しており、先行きの失業率の上昇を示唆するなど、弱含みやすいと考えられる。
- 雇用統計が軟化すれば、市場や FOMC 参加者の中でも利下げに対する要請は強まるだろう。8 月 21-23 日にカンザスシティ連銀が主催するワイオミング州ジャクソンホールで開催予定の金融政策に関するシンポジウム（以下、ジャクソンホール会議）が当面の注目イベントとなる。ジャクソンホール会議では、パウエル議長など、FRB 中央執行部の登壇が通例であり、9 月 FOMC での利下げに向けた距離感の変化を測る中間報告会となるだろう。

5 会合連続で金利据え置きを決定

2025 年 7 月 29 日・30 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、5 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（7 月 28 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。

今回の政策決定にあたり、ボウマン FRB 副議長とウォラー FRB 理事が、0.25%の引き下げを主張して反対票を投じた。2 票の反対票が投じられたのは 1993 年 12 月以来と約 32 年ぶりとなる。ただし、ボウマン副議長とウォラー理事は従来利下げすべきとのスタンスを表明していたことから、サプライズとはならなかった。

声明文・記者会見：インフレ・雇用の両にらみをしつつ、引き続きデータ次第

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」という表現から「純輸出の変動は引き続きデータに影響を与えているものの、最近の指標は、今年上半期の経済活動の成長が鈍化したことを示唆している」に変更された。パウエル FRB 議長は、FOMC 後の記者会見で、2025 年上半期の実質 GDP 成長率は昨年から鈍化しており、個人消費の減速を反映していると指摘した。

雇用環境については、前回の「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」という表現が維持された。パウエル議長は記者会見で、直近の失業率が 4.1%と低水準で、過去 1 年間狭いレンジで推移しており、賃金上昇率は依然としてインフレ率を上回っていると指摘した。もっとも、パウエル議長は、労働市場は労働需要と労働供給の双方が減少することで均衡しており、労働市場には下振れリスクもあるとコメントした。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、インフレ指標はサービス価格が減速している一方で、関税の影響により一部の財価格が押し上げられていると指摘した。なお、パウエル議長は、関税の影響を除いてもインフレがやや目標を上回っているとした。

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（デュアルマンド）の両面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（デュアルマンド）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、6 月の FOMC から不確実性の程度に大きな変化はなく、依然として不確実性が多く残ってい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、委員会が入ってくるデータ、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、関税が物価に与える影響は一時的に留まることが妥当なベースシナリオとしつつも、関税の影響は初期段階であり、インフレ全体に与える影響は依然として不透明とした。他方で、パウエル議長は雇用について、足元は堅調であるものの下振れリスクがあると指摘し、注意深く見守っている (watching that carefully) とコメントした。このようにパウエル議長はインフレと雇用の見解のバランスを取りつつ、あくまでデータ次第で、9月16日・17日の次回 FOMC を含めた先行きの利下げ判断を行っていく姿勢を示した。

様子見継続も次回 FOMC での利下げに向けて含みを持たせる

インフレ圧力の高まりに対する警戒から、今回の FOMC でも利下げは見送られた。しかし、金利据え置きに対して 2 票の反対票が投じられたように、FOMC 内でも利下げを求める声は徐々に高まっているようだ。こうした中で、パウエル議長は 9 月 FOMC での利下げを記者会見で問われた際に、データ次第と繰り返し、明言を避けた。パウエル議長の記者会見中に米主要株価指数が下落し、米 10 年債利回りが上昇したことが示すように、市場は 9 月 FOMC での利下げに向けて、もう一步踏み込んだ発言を期待していたのだろう。

市場がやや落胆している一方で、パウエル議長は 9 月 FOMC での利下げに向けて含みを持たせている。経済指標が現状のままであれば、9 月 FOMC での利下げに抵抗感があるかとの記者からの質問に対して、パウエル議長はそうは言わないと答えた上で、雇用・インフレに関するデータが重要と述べた。そして、パウエル議長は他の記者から利下げのタイミングを問われた際に、9 月の FOMC までに発表される 2 回の雇用統計とインフレ統計を注視したいと指摘した。パウエル議長は、インフレ再加速を巡って不確実性が高い中で利下げに関する言質を与えないようにしつつも、利下げ再開を判断する上で重要な時期に差し掛かりつつあることを示唆した。

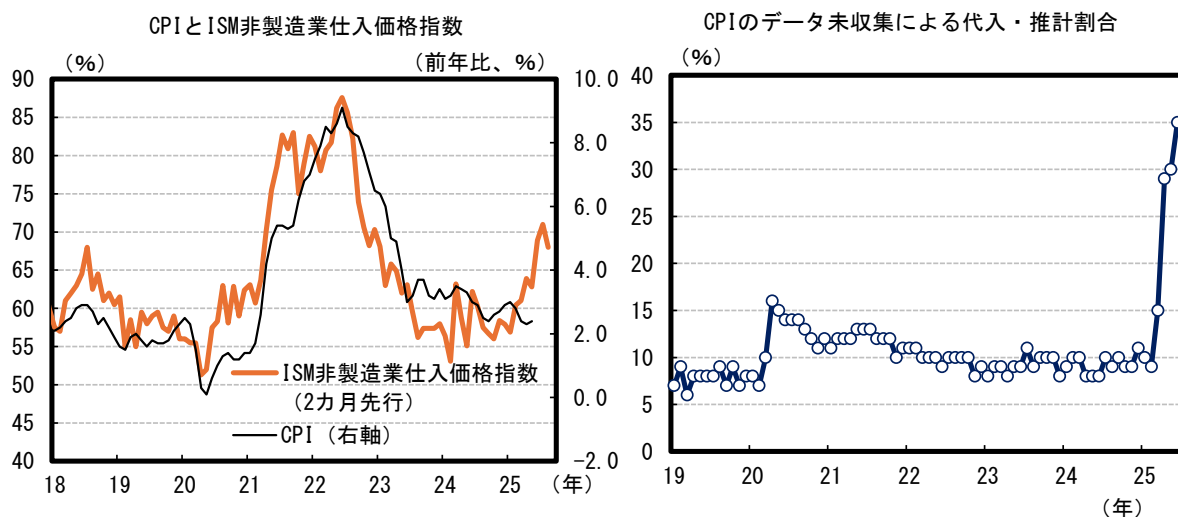
8-9 月に公表される雇用統計・インフレ統計の重要性が増す中で、CPI に関しては解釈が難しくなる恐れがある。仕入価格の上昇に伴い、米小売大手では価格転嫁が始まっているとの報道も見られるが、CPI 上昇率はこれまで緩やかな減速トレンドを続けてきた (図表 1 左図)。この背景の一つとして、CPI を作成するためのサンプルデータの収集率が低下し、BLS による代入・推計の割合が急速に高まっていることで、統計に歪みが生じている可能性がある (図表 1 右図)。トランプ政権下で進められている政府効率化のための人員削減によって、CPI の発行元である BLS のサンプルデータの収集能力が低下しているようだ。つまり、たとえ消費者が現実的に直面する物価が上昇していたとしても、CPI に反映されにくくなっている恐れがある。パウエル議長が記者会見で良質なデータの重要性を提起しているのは、こうした CPI 統計の質に対する懸念があるのだろう。

インフレについて統計での判断が困難となり得るのであれば、雇用統計の変調に対する注目

度が高まる。7月29日に公表された6月の求人件数は減少に転じたことに加え、雇用環境は当面の間弱含みやすいことが想定される。パウエル議長が雇用統計の中でも失業率の重要性を強調する中で、足元でレイオフの早期通知が増加しており、先行きの失業率の上昇を示唆している（図表2左図）。また、ウォラー理事が指摘しているように、若年層の失業率が高水準であることも、雇用環境の軟化を示唆している（図表2右図）。

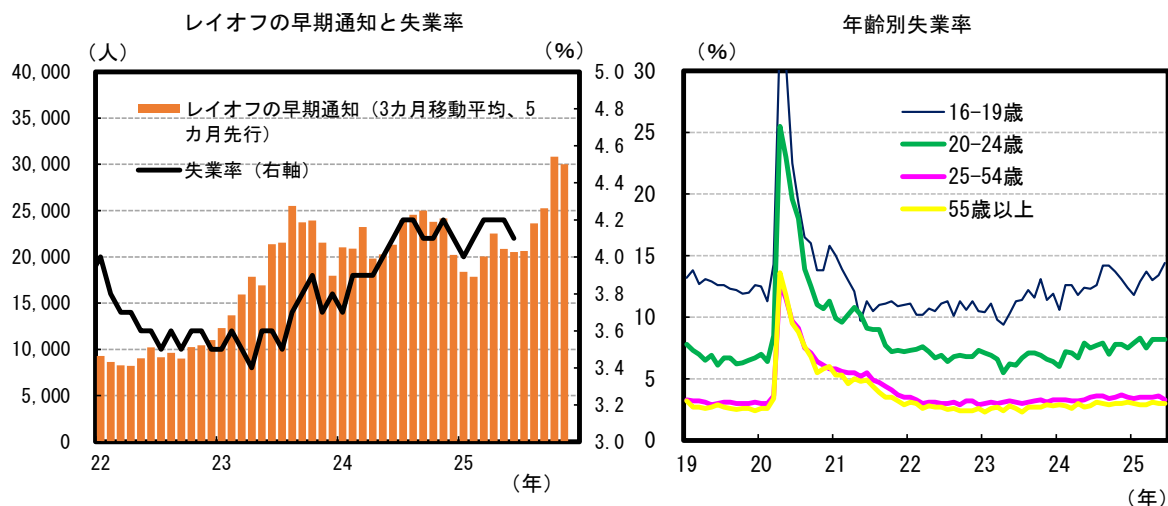
雇用統計が軟化すれば、市場やFOMC参加者の中でも利下げに対する要請は強まるだろう。8月は定例のFOMCは開催されないものの、8月21-23日にカンザスシティ連銀が主催するワイオミング州ジャクソンホールで開催予定の金融政策に関するシンポジウム（以下、ジャクソンホール会議）が当面の注目イベントとなろう。ジャクソンホール会議では、パウエル議長など、FRB中央執行部の登壇が通例であり、9月FOMCでの利下げに向けた距離感を測る中間報告会となるだろう。

図表1 CPIとISM非製造業仕入価格指数、CPIのデータ未収集による代入・推計割合



（出所）BLS、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

図表2 レイオフの早期通知と失業率、年齢別失業率



（出所）クリーブランド連銀、BLS、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成