

2025 年 9 月 18 日 全 7 頁

FOMC 0.25%pt の利下げを決定

先行きの利下げペースに関しては予想がばらつく

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 9 月 16 日・17 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、2024 年 12 月以来となる利下げが決定された。政策金利である FF（フェデラルファンド）レート
の誘導目標レンジは 4.25-4.50%から 4.00-4.25%と 0.25%pt 引き下げられた。雇用
環境の悪化傾向が鮮明になる中で、市場は 9 月 FOMC での利下げ決定を織り込んでいた
ことから、サプライズはない。
- 今回公表されたドットチャートの中央値ベースでは、2025 年内残り二回の FOMC で合計
0.50%pt（今回の利下げも合わせれば、2025 年内は合計 0.75%pt）、2026 年・2027 年
はそれぞれ 0.25%pt ずつの利下げが示された。2025 年の利下げ幅が拡大したことで、
全体の利下げペースがやや速まったものの、2026 年以降の利下げ幅は前回（6 月）か
ら変化はない。
- 2026 年以降の利下げペースが緩やかである背景には、2026 年を中心とした景気・雇用
見通しの改善方向への修正に加え、2026 年のインフレ率の上方修正がある。FOMC とし
ては、足元の雇用環境の下振れリスクを考慮して当面は利下げを実施するが、関税に
よるインフレ率への影響が後ずれし得ることを意識しながら、2026 年は漸進的なペー
スで利下げを行うということだろう。
- 市場（FF 先物）の想定を見ると、2025 年の利下げ幅は FOMC 参加者と一致しているが、
2026 年は合計 0.75%pt と乖離している。この背景には、2026 年の FOMC 参加者の構成
がより利下げに親和的なメンバーへと変化することを想定している可能性がある。利
下げを要求するトランプ大統領の圧力が増す中で、市場としては 2026 年以降も複数回
の利下げを織り込まざるを得ないとも考えられる。
- 先行きの利下げペースの不透明感が強い中で、市場において特に注意しておくべきは
インフレ動向だ。企業のコスト吸収余力の低下や、ドル安がタイムラグをもって仕入
コストを押し上げることで、インフレ再加速リスクは高く、市場の利下げ織り込みを
修正させる可能性があるだろう。

6 会合ぶりに 0.25%pt の金利引き下げを決定

2025 年 9 月 16 日・17 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、2024 年 12 月以来 6 会合ぶりとなる利下げが決定された。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は 4.25-4.50% から 4.00-4.25% と 0.25%pt 引き下げられた。なお、今回の政策決定で、トランプ大統領の指名を受け、9 月 15 日に上院が承認したミラン FRB 新理事が、0.50%pt の金利引き下げを主張し、反対票を投じた。

雇用環境の悪化傾向が鮮明になる中で、市場は 9 月 FOMC での利下げ決定を織り込んでいた。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（9 月 15 日）の時点で、0.25%pt の利下げが 95%となっていたことから、サプライズはない。

声明文・記者会見：雇用の悪化リスクを強調

声明文を確認すると、景気全体に関しては、「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」という表現から「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 成長率は鈍化し、その主因は個人消費の減速によるものとコメントした。

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」という表現から、「雇用の伸びは鈍化し、失業率は小幅に上昇したものの依然として低水準にある」という表現に変更された。パウエル議長は記者会見で、労働市場が労働需要と労働供給の双方が減少する「奇妙な均衡が生じている」としつつも、現在の雇用創出ペースは失業率を上昇させないために必要なペースを下回っている可能性があるとし、雇用の悪化リスクへの警戒感を強めた。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」から「インフレ率は上昇し、やや高い水準にある」へと変更された。パウエル議長は記者会見で、8 月の PCE 価格指数とコア PCE 価格指数がいずれも上半期と比較して高い伸びを示しており、インフレが加速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「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（デュアルマンデート）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（デュアルマンデート）の両面に対するリスクに注意を払っており、雇用の下振れリスクが高まったと判断している」へと変更した。パウエル議長は記者会見の中で、短期的にインフレリスクは上振れ、雇用リスクは下振れに傾いている困難な状況の中、雇用の下振れリスクが高まったことで、足元で両者のリスクバランスは変化したと説明している。

上記のリスク認識の変化を基に、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」という表現から「委員会は目標を達成するために、リスクバランスの変化を踏まえて、FF レートの誘導目標レンジを0.25%pt引き下げ、4.00%から4.25%とすることを決定した」へと変更した。

パウエル議長は記者会見で、利下げを実施した要因として、雇用の下振れリスクが高まっていることを強調した。他方で、インフレ率の上昇は今後も続くとしながらも、雇用環境の悪化等に伴い、高インフレが持続するリスクはやや小さくなったとし、高インフレへの警戒をやや弱める発言も行った。もっとも、後述するように、ドットチャートからはFOMC参加者の中で意見の相違があることが浮き彫りになっている。

なお、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」という表現から、「FF レートの誘導目標レンジの追加調整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」へと変更した。

SEP: 実質 GDP 成長率と失業率は改善方向に修正、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 (+1.6%、6 月時点: +1.4%) 2026 年 (+1.8%、同: +1.6%)、2027 年 (+1.9%、同: +1.8%) のいずれについても上方修正された。今回の SEP から新たに公表された 2028 年については、同+1.8%となった。2025 年は潜在成長率とされる長期見通し (+1.8%、同: +1.8%) を下回る一方、2026 年以降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。

失業率見通し (4Q の平均、以下同) に関しては、2025 年 (4.5%、6 月時点: 4.5%) は据え置きとなった。他方で、2026 年 (4.4%、同: 4.5%) と 2027 年 (4.3%、同: 4.4%) は下方修正 (改善) された。なお、2028 年については 4.2%とされた。2025 年をピークに 2026 年以降は緩やかに低下していく一方、2027 年まで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見立てとなっている。

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 (+3.0%、6 月時点: +3.0%) は据え置きとなった。他方で 2026 年 (+2.6%、同: +2.4%) は上方修正された。もっとも、2027 年 (+2.1%、同: +2.1%) は据え置きとなり、2028 年にインフレ目標である 2%に到達するとの見立てになっている。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2025 年 (+3.1%、同: +3.1%) は据え置きとなった一方で、2026 年 (+2.6%、同: +2.4%) が上方修正された。なお、2027 年 (+2.1%、同: +2.1%) は据え置きとなり、2028 年は同+2.0%とした。

今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率と失業率は改善方向に修正された一方で、インフレ率は 2026 年分が上方修正された。前述の通り、パウエル議長は高インフレへの警戒感をやや弱めるような発言をした一方で、2026 年のインフレ見通しが上方修正されたように、FOMC 参加者内の高インフレへの警戒感は根強いといえる。

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	2028	長期	2025		2026		2027		2028		長期	
							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09月	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4	1.7	1.7	2.1	1.8	2.0	1.7	2.0	1.7	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	25年09月	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4	4.5	4.4	4.5	4.2	4.4	4.0	4.3	4.0	4.3
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	25年09月	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9	3.0	2.4	2.7	2.0	2.2	2.0		2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	25年09月	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0	3.2	2.5	2.7	2.0	2.2	2.0			
	25年06月	3.1	2.4	2.1			2.9	3.4	2.3	2.7	2.0	2.2				

(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

ドットチャート：中央値は 2025 年内にあと 2 回の利下げを示唆

今回の FOMC での利下げ自体は織り込み済みであったことから、最大の注目点は先行きの利下げペースだ。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（3.6%、6 月時点：3.9%）は下方修正された。2025 年内に想定される残りの利下げ幅は、合計 0.50%pt（2 回分）となる。また、2026 年末（3.4%、同：3.6%）、2027 年末（3.1%、同：3.4%）も下方修正された。2026 年と 2027 年の利下げ幅はそれぞれ 0.25%pt が想定されており、6 月分から変化はないものの、2025 年の利下げ幅が拡大したことで、全体の利下げペースがやや速まった。また、今回より新たに示された 2028 年末については 3.1%と、2027 年から横ばいで推移するとの見立てが示された。なお、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。

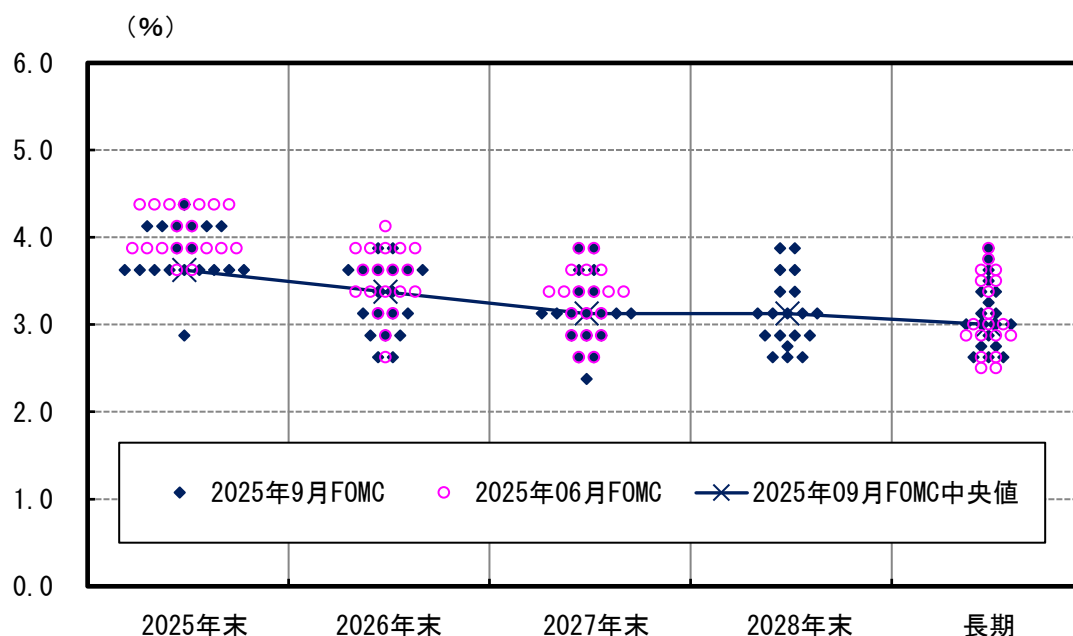
続いてドットチャートの形状を見ると、2025 年は中央値を予想する FOMC 参加者が 9 名と、最も多かった。また、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 1 名となった。今回の FOMC も含めて 2025 年内の金利据え置きを予想する FOMC 参加者が 1 名、2025 年内残り 2 会合での金利据え置きを予想する FOMC 参加者は 6 名、2025 年内残り 2 会合での 0.25%pt の利下げを予想する FOMC 参加者は 2 名と、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者の中でもばらつきがある。

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 8 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 9 名、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 6 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 6 名と、予想分布は拡散している。

今回のドットチャートをまとめると、中央値で見れば 2025 年の利下げ回数が増えたことに伴

い、利下げペース全体は加速した。しかし、予想期間のいずれの年においても、予想分布は拡散している。とりわけ、2025 年の FOMC が残り二回となる中で、予想が収斂していないことから、経済状況に関する不確実性が高いといえるだろう。

図表 2 ドットチャート



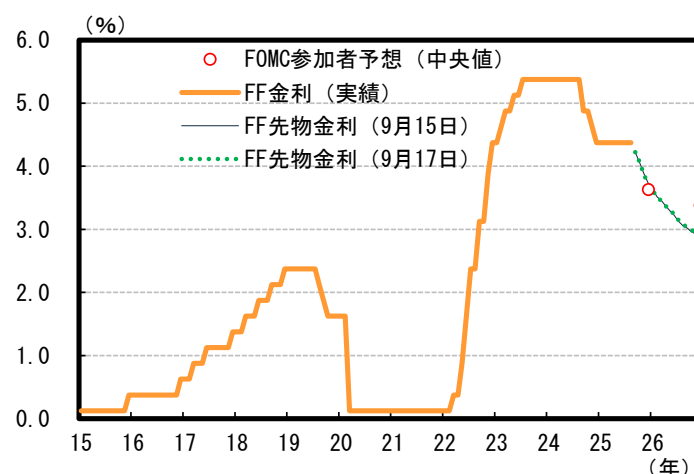
(出所) FRB より大和総研作成

市場と FOMC 参加者の予想も乖離

今回の FOMC をまとめると、2024 年 12 月以来となる 0.25%pt の利下げの実施が決定された。ただし、今会合での 0.25%pt の利下げに関して市場は織り込み済みであり、注目は今後の利下げペースとなっていた。今回公表されたドットチャートの中央値ベースでは、2025 年内残り二回の FOMC で合計 0.50%pt (今回の利下げも合わせれば、2025 年内は合計 0.75%pt)、2026 年・2027 年はそれぞれ 0.25%pt ずつの利下げが示された。FOMC 開催前の市場 (FF 先物) の想定 (2025 年内残り二会合：合計 0.50%pt、2026 年合計 0.75%pt) と比べて、2026 年の想定に関しては FOMC 参加者との間に大きな乖離があるといえる。

市場と FOMC 参加者の間で想定に乖離が発生した理由として、FOMC 参加者のインフレに対する警戒感の根強さが挙げられる。今回の FOMC 参加者のインフレ見通しで、2026 年の PCE 価格指数およびコア PCE 価格指数が前回 (6 月) から上方修正されたのは前述の通りだ。FOMC としては、足元の雇用環境の下振れリスクを考慮し、当面は利下げを実施するが、関税によるインフレ率への影響が後ずれし得ることを意識しながら、2026 年は漸進的なペースで利下げを行うということだろう。

図表 3 FF 金利の実績と予想



(注) FOMC 参加者予想 (中央値) は 2025 年 9 月時点。

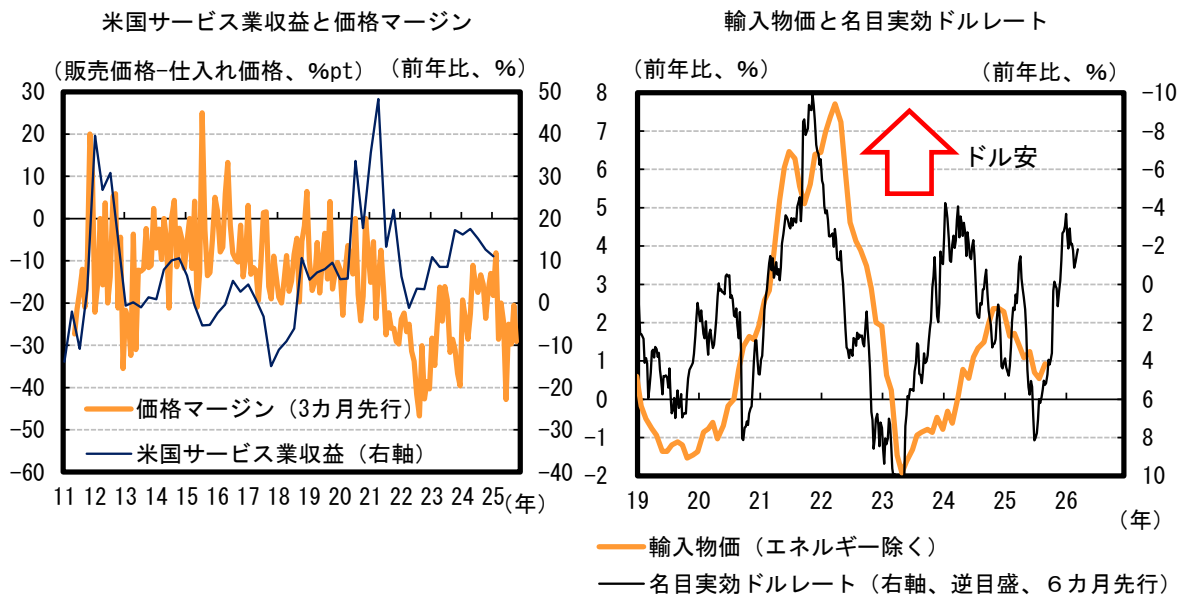
(出所) FRB、CME より大和総研作成

市場と FOMC 参加者の間の想定乖離は、「FRB と闘うな」という格言にもあるように、一般的には市場の想定が FOMC の見通しに収斂することが多い。しかし、今回の FOMC の後も市場の利下げ予想に大きな変化はない。この背景には、2026 年の FOMC 参加者の構成がより利下げに親和的なメンバーへと変化することを想定している可能性がある。例えば、スティーブン・ミラン新 FRB 理事は、今回の FOMC の決定に際しても一人だけ 0.50%pt の利下げを主張した。トランプ大統領はかねて FRB に対して大幅利下げを要求しており、トランプ政権の経済諮問委員会委員長を務めていたミラン氏はこうした要求に沿って大幅利下げを主張したものと推察される。足元のトランプ政権によるクック FRB 理事の解任要求や、2026 年 5 月に任期切れとなるパウエル FRB 議長の後任人事など、先行きの FOMC 参加者の構成はトランプ大統領の利下げ要求が色濃く反映される可能性があり、市場としては 2026 年以降も複数回の利下げを織り込まざるを得ないとも考えられる。

2025 年も残り 3 カ月強、FOMC も年内残り二回となる中で、通常であれば 2026 年も併せて政策金利の見通しを考えるべき時期といえる。しかし、景気・雇用やインフレを巡る不確実性が高いことに加えて、トランプ大統領による FRB に対する利下げ圧力などの政治要因によって、金融政策運営の先行きはさらに見通しにくくなっている。先行きの利下げペースの不透明感が強い中で、市場において特に注意しておくべきはインフレ動向だろう。足元で注目されているのは、雇用統計といった雇用環境関連指標だが、仮に悪い結果となったとしても現状の市場予想の延長線上にあるといえる。しかし、インフレ再加速リスクが高まれば、市場の利下げ織り込みは大幅に修正され得る。関税によるインフレ上昇圧力はこれまで企業努力で吸収されてきたとされるが、足元で米国サービス業の価格マージン（販売価格-仕入価格）は縮小しており、企業収益にも下押し圧力がかかり得ることから、消費者へのコスト転嫁を進める可能性がある。加えて、これまでタイムラグによって輸入物価を押し下げてきた為替要因に関しても、今後は

輸入物価を押し上げ、企業の仕入価格には一段の上昇圧力がかかり得る。インフレ再加速リスクの管理の観点から、「FRB と闘うな」という格言をもう一度認識しておく必要があるのではないだろうか。

図表 4 米国サービス業収益と価格マージン、輸入物価と名目実効ドルレート



(出所) フィラデルフィア連銀、BEA、BLS、FRB、より大和総研作成