

2025 年 10 月 30 日 全 5 頁

FOMC 0.25%pt 利下げと QT 一部停止を決定

先行きは過度な利下げ期待は禁物

経済調査部

ニューヨークリサーチセンター

主任研究員

研究員

矢作 大祐

藤原 翼

[要約]

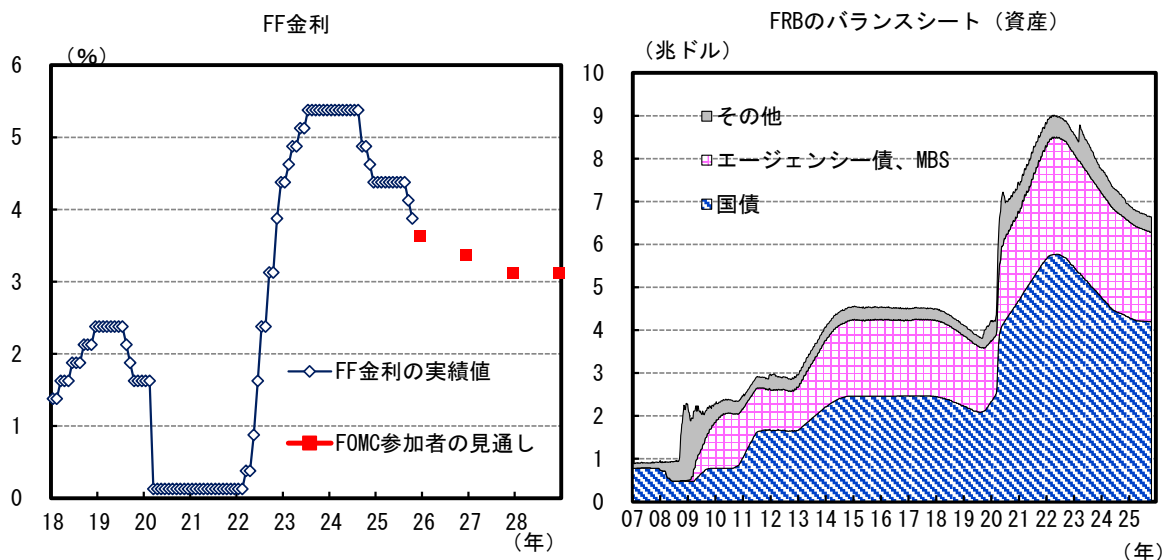
- 2025 年 10 月 28 日・29 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、2025 年 9 月に続き 2 会合連続で 0.25%pt の利下げが決定された。政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジは 4.00-4.25%から 3.75-4.00%へと引き下げられた。民間の雇用関連指標が悪化基調にあることや、9 月 CPI が前月比・前年比とも市場予想を下回ったことなどから、市場は 10 月 FOMC での利下げ決定を織り込んでおり、サプライズはない。
- また、今回の会合ではバランスシートの縮小（QT）のうち、国債保有額の縮小を 12 月 1 日に停止することも決定された。QT は 2022 年 5 月の FOMC で開始が決定され、2025 年 3 月の FOMC での縮小ペースの減速を経て、3 年強で停止に至った。なお、MBS に関しては保有額の縮小を継続し、その縮小分を国債への再投資に充てることも決められている。
- 注目される先行きの利下げ可能性に関して、パウエル議長は記者会見の冒頭コメントで、12 月の FOMC での利下げについては既定路線ではないと述べた。背景として、FOMC 内で利下げの継続を主張する参加者と様子見を主張する参加者に分かれていることを挙げた。そして、FOMC 内で見解が割れる中で、少なくとも 1 会合は様子見をするべきではないかという声が高まっていると付け加えた。雇用環境の悪化リスクやインフレの再加速リスクについて、より時間をかけて慎重に判断すべき状況に至っているということだろう。
- 雇用環境の悪化リスクに関しては、短期的には高いと考えられる一方、企業の雇用意欲は底入れの傾向が見られ、雇用環境の先行きに関しては持ち直しの可能性も認識しておく必要があるだろう。また、インフレの再加速リスクに関しては、期待インフレ率が高止まりしており、ウェイトの大きいサービス（除く住宅）価格が先行き再上昇する恐れがある。先行きの利下げに関しては過度の期待は禁物といえる。

2 会合連続での 0.25%pt の利下げとバランスシート縮小の一部停止を決定

2025 年 10 月 28 日・29 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、2025 年 9 月に続き 2 会合連続で 0.25%pt の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 4.00-4.25% から 3.75-4.00% へと引き下げられた。なお、今回の政策決定でミラン FRB 理事が、9 月の会合に続き 0.50%pt の利下げを主張し、反対票を投じた。他方で、シュミッド・カンザスシティ連銀総裁は金利の据え置きを主張し、反対票を投じた。

政府閉鎖の影響で雇用統計の公表が見送られているものの、民間の雇用関連指標が悪化基調であることや、9 月 CPI が前月比・前年比とも市場予想を下回ったことなどから、市場は 10 月 FOMC での利下げ決定を事前に織り込んでいた。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（10 月 27 日）の時点で、0.25%pt の利下げが 98% となっていたことから、今回の決定にサプライズはない。

図表 1 FF 金利、FRB のバランスシート(資産)



(注) FOMC 参加者見通し (2025 年以降の年末値) は 2025 年 9 月時点の中央値。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

なお、今回の会合ではバランスシートの縮小 (QT) のうち、国債保有額の縮小を 12 月 1 日に停止することも決定された。QT のうち国債保有額の縮小に関しては 2022 年 5 月の FOMC で開始が決定され、2025 年 3 月の FOMC での縮小ペースの減速を経て、3 年強で停止に至った¹。なお、MBS に関しては保有額の縮小を継続し、その縮小分を国債への再投資に充てることも決められた。2025 年後半以降、短期市場金利が上昇する中で、パウエル議長は 10 月 14 日に行われた講演で、数カ月以内に QT を停止する可能性を示唆していたことから、大きなサプライズはなかったといえる。

¹ 矢作大祐「[FOMC 0.50%pt の利上げと QT の開始を決定](#)」(大和総研レポート、2022 年 5 月 6 日)

矢作大祐・藤原翼「[FOMC 金利は据え置き、QT はペースダウン](#)」(大和総研レポート、2025 年 3 月 21 日)。

声明文・記者会見：12月FOMCについては見解が大きく分かれる

声明文を確認すると、景気全体に関しては、「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「入手可能な指標は、経済活動が緩やかなペースで拡大している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、政府閉鎖前のデータは経済成長が予想よりも堅調な軌道にある可能性を示唆しているとし、個人消費の堅調を反映していると説明した。

雇用環境については、前回の「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」という表現から、「雇用の伸びは今年に入って鈍化し、失業率は小幅に上昇したものの、8月までは低水準を維持した。最近の指標もこれらの動向と一致している。」という表現に変更された。パウエル議長は記者会見で、労働供給と労働需要の双方が減少しているとの見解を維持した。そして、雇用に関する家計と企業の認識が落ち込み続けていることから、過去数カ月で雇用環境の悪化リスクは高まっていると指摘した。他方で、新規失業保険申請件数が安定していること等を背景に、雇用環境の悪化は加速していないとも指摘した。

続いて、物価関連の記述を見ると、前回の「インフレ率は上昇し、やや高い水準にある」から「インフレ率は年初から上昇しており、依然として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、インフレ指標は関税の影響で年初より高い水準となっていることを指摘した。関税が消費者物価に波及するまでには時間がかかり、今後もインフレ率は加速する可能性があるとした。ただし、関税によるインフレの上昇幅はさほど大きくなく、サービスインフレについては減速傾向にあるとも指摘した。また、パウエル議長は記者会見で、関税の影響を除くコアPCE価格指数は前年比ベースで+2.3~+2.4%であり、FRBの2%インフレ目標からそれほど遠くないと指摘した。

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（デュアルマンドート）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」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（デュアルマンドート）の両面に対するリスクに注意を払っており、ここ数カ月で雇用に対する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で、短期的にインフレに関するリスクは上振れ、雇用環境に関するリスクは下振れに傾いている困難な状況の中、ここ数カ月で雇用環境に悪化が見られ、足元で両者のリスクバランスは変化したと説明した。

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、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」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、3.75%から4.00%とすることを決定した」へと変更した。金融政策運営の先行きに関しては、「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」という表現を据え置いた。

パウエル議長は記者会見の冒頭コメントで、12月9日・10日のFOMCでの利下げについては既定路線ではないと述べた。背景として、FOMC内で利下げの継続を主張する参加者と様子見を主張する参加者に分かれていることを挙げた。そして、FOMC内で見解が割れる中で、少なくとも1会合は様子見をするべきではないかという声が高まっていると付け加えた。パウエル議長の発言を踏まえれば、どちらかといえば、様子見へと傾いていることがうかがえる。

先行きは過度な利下げ期待は禁物

今回のFOMCをまとめると、9月16日・17日のFOMCに引き続き0.25%ptの利下げを実施するとともに、12月1日にFRBのバランスシートの縮小（QT）を一部停止することを決定した。前者は雇用環境の悪化リスクが高いままであること、後者は短期市場金利が上昇しており、準備預金が適切な水準に近付いていると判断したことが背景にある。

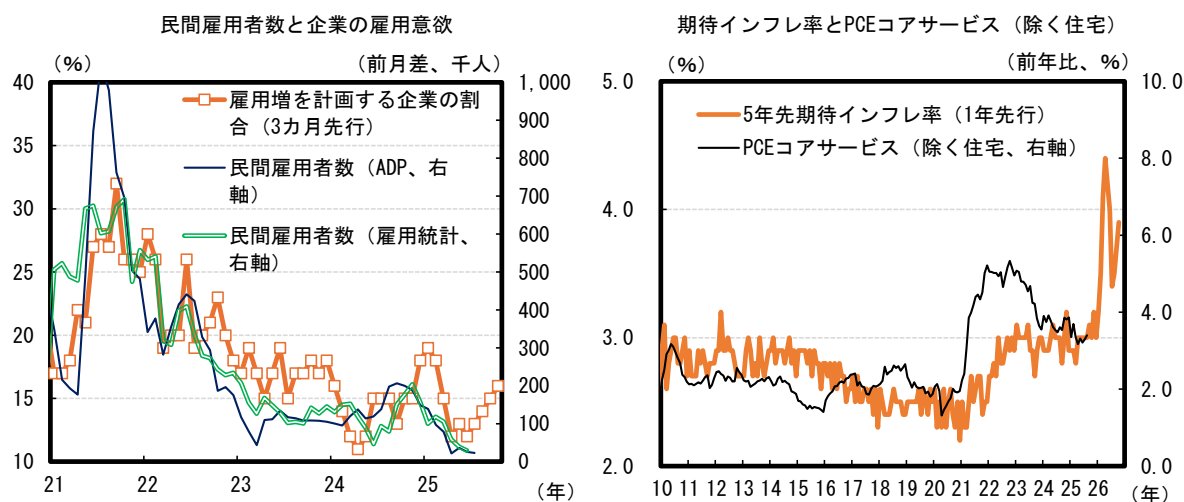
先行きの利下げに関しては、FOMC参加者のFF金利見通し（9月時点、中央値）によれば、2025年10-12月期に0.50%ptの利下げが予想されており、今回の利下げ幅が0.25%ptであったことから12月のFOMCでも0.25%ptの利下げが見込まれる。他方で、パウエル議長は今回のFOMC後の記者会見で、12月FOMCでの利下げは既定路線ではないと述べている。その理由として、パウエル議長は、足元のFF金利の水準は多くの中立金利の推計値である3-4%の範囲に突入しており、FOMC内では少なくとも1会合は様子見すべきとの声が高まっていると説明した。つまり、中立金利に徐々に近づく中で、雇用環境の下振れリスクやインフレの再加速リスクについて、より時間をかけて慎重に判断すべき状況に至っているということだろう。

雇用環境の悪化リスクに関しては、民間部門雇用者数は減速傾向が続いているが、NFIBの雇用増を計画する企業の割合は足元で底入れの兆しが見られる。トランプ政権による不法移民の抑制策によって労働供給は縮小し、足元では大手企業による解雇計画が公表されるなど労働需要も低下していることから、短期的には雇用環境の悪化リスクは高いと考えられる一方、雇用環境の先行きに関しては持ち直しの可能性も認識しておく必要があるだろう。また、インフレの再加速リスクに関してパウエル議長は記者会見で、関税による押し上げは見られ、2026年春先まで継続するものの、それ以外に関してはウェイトの大きい住宅を除くサービス価格が足元において横ばいで推移し、先行きは減速すると説明した。他方で、ロイター／ミシガン大の5年先期待インフレ率は高止まりしており、連動するPCEコアサービス（除く住宅）が先行き再上昇する恐れがある。先行きの利下げに関しては過度の期待は禁物といえる。

最後に今回のQTの一部停止に関しては、前回（2019年）のQT停止における教訓が活かされている。短期市場金利は四半期末に上昇圧力が高まりやすい傾向がある。前回のQTの停止は当初2019年9月末が予定されていた。そして、2019年9月半ばにはレポ金利が急上昇し、政策金利であるFFレートが誘導目標レンジの上限を超えて推移する等、短期金融市場にストレスが生じた。FRBはこうしたレポ金利の急上昇を受け、システムレポ（自己勘定による売り戻し条

件付き買いオペ）や短期国債の買入れといった対応を迫られるなど、後手を踏んだ。今回は、FRB の国債保有規模の縮小停止に加え、再投資の拡大も先んじて決定しており、市場参加者にとっては安心材料といえる。こうした対応策によって、準備預金の押し下げ圧力が軽減され、短期金融市場の流動性が改善することが期待されよう。

図表 2 民間雇用者数と企業の雇用意欲、期待インフレ率と PCE コアサービス（住宅除く）



(注) 左図の民間雇用者数は3カ月移動平均値。

(出所) ADP、BEA、BLS、NFIB、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成