

2026 年 9 月 17 日 全 7 頁

FOMC 約 3 年ぶりに 0.25%pt の利上げを決定

FOMC 参加者は 2026 年内に 0.25%pt の追加利上げを予想

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]

- 今回の FOMC では、約 3 年ぶりとなる 0.25%pt の利上げが決定された。ジャクソンホール会議でウォーシュ FRB 議長が、インフレ率が大幅に減速しない場合の利上げの可能性に言及していたことに加え、その後に公表された CPI や PPI も高止まりしていたことから、市場にとってサプライズではなかった。今回の会合で注目されたのは利上げそのものではなく、FRB が今後どの程度の追加利上げを想定しているのかという点であった。ウォーシュ議長は引き続きフォワードガイダンスを回避したものの、「基調インフレが明確かつ十分な速さで目標に向かっていくと確信できなければならない」と強調しており、インフレの減速が不十分な場合には追加利上げを行う姿勢を示した。
- 今回の FOMC で公表された SEP（経済見通し）とドットチャート（金利見通し）を見ると、FOMC 参加者は景気と雇用の見通しを引き上げ、インフレ見通しも上方修正した。ドットチャートの中央値では、2026 年内に今回を含めて合計 0.50%pt の利上げを実施した後、2027 年は据え置き姿が示された。
- 今後の利上げペースはインフレ動向次第となる。今回公表された見通しに整合的なペースで物価を減速させるためには、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数ともに前月比ペースでこれまで以上のペースダウンが必要となる。9 月末に予定される統計手法の変更によって下方修正が見込まれることは一定の追い風となるものの、それだけで十分とは言い難い。仮にインフレ率が見通し対比で高止まりすれば、利上げのペースはドットチャートの中央値を上回る可能性がある。
- 先行きを考えるうえでは、物価の構成要因をどう評価するかが重要となる。関税引き上げ効果が峠を越し始めた兆しやドル高による輸入価格の抑制はインフレ率の低下を後押しし得る一方、原油価格は 7 月以降に上昇基調へ転じており、中東情勢を巡る不確実性もなお大きい。エネルギー価格を含む PCE 価格指数が FOMC 参加者の想定するペースで減速するかは見通しにくく、今後の金融政策は、インフレの基調を示すコア PCE 価格指数の改善を重視するのか、それともエネルギー価格を含む PCE 価格指数全体の高止まりを重視するのかによっても左右される。

2023 年 7 月以来となる政策金利の引き上げを全会一致で決定

2026 年 9 月 15 日・16 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を 3.50～3.75%から 0.25%pt 引き上げ、3.75～4.00%とした。政策金利の引き上げは 2023 年 7 月以来、約 3 年ぶりとなる。なお、今回の金利引き上げは全会一致での決定だった。

今回の 0.25%pt の利上げは、市場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（9 月 14 日）の時点で、0.25%pt の利上げ確率が約 94%となっていた。2026 年 8 月 28 日に開催されたジャクソンホール会議における講演で、ウォーシュ FRB 議長はインフレ率が大幅に減速しない場合に利上げを実施する可能性を示唆していた。そうしたなかで、ジャクソンホール後に公表された 8 月の CPI や PPI が大幅な鈍化を示さなかったことから、市場は 0.25%pt の利上げを織り込んでいた。

声明文・記者会見：緩和度合いを一段弱め、早期に物価目標達成へ

今回公表された声明文を見ると、冒頭で「委員会は全会一致で以下の声明の公表を承認した」と前置きしたうえで、「委員会は、連邦準備制度の二重の目標（デュアルマンドレート）を支えるため、FF レートの目標レンジを 0.25 ポイント引き上げ、3.75～4.00%とすることを決定した。委員会は、銀行システムにおける潤沢な準備預金を維持する政策を継続する」と決定内容を示した。

続いて、景気認識については、前回の「中東紛争に起因する不確実性の高まりにもかかわらず、経済活動は堅調に拡大している。生産性の伸びと設備投資は力強い」という表現から「経済活動は堅調に拡大している。地政学の動向などにより不確実性は依然として高いものの、国内支出は底堅く推移している。生産性の伸びは力強く、設備投資も堅調だ」に上方修正された。雇用環境については、「雇用者数の増加は労働力人口の増加に追いついており、失業率はほとんど変化していない」との表現が据え置かれた。ウォーシュ議長は FOMC 後の記者会見で、米国経済は力強さを増していると指摘し、新規雇用、民間部門の収益、企業の設備投資といった指標が、いずれも過去数カ月間で改善しており、好調な方向感を示しているとした。また、信用供与は特に企業向けにおいて堅調と指摘した。

物価関連の記述を見ると、前回の「インフレ率は委員会が目標とする 2%に対し依然として高い水準にある。これは、エネルギーを含む一部のセクターにおける価格上昇を引き起こした供給ショックを部分的に反映したものである。委員会は物価安定を実現する」との表現から「インフレ率は依然として高水準にある。本日の政策措置は、委員会が掲げる 2%目標への早期回帰を支援するものである。委員会は物価安定を実現する」に変更された。ウォーシュ議長は記者会見で、インフレ率は高すぎるうえ、長期にわたって高止まりしていると指摘するととも

に、夏場のインフレ指標はインフレ基調が著しく改善したことを示唆するものではないとも指摘した。また、商品市場価格全般にも注意を払う必要があると言及し、今会合までの期間に主要な投入財の価格が上昇したことに警戒感を示した。

ウォーシュ議長は会見で、FRB の行動基準を「基調インフレが明確かつ十分な速さで目標に向かっていくと確信できなければならない」と述べ、今回の会合では同基準が満たされていないと説明した。そのうえで、全会一致での利上げの決定は、より迅速な物価目標達成に向けた決意を示すものであると強調した。また、「金融環境を引き締めるのは難しい」と言及し、今回の政策決定を「緩和度合いを一段弱めた (we removed a dose of accommodation)」と説明した。ウォーシュ議長は FRB の対応により、信用・金融情勢が時間を通じて FRB の責務と整合的であること、一部のセクターにおける個別の物価変動が拡大しないようにすること、市場が織り込む期待インフレ率（筆者注：市場ベースのブレイクイーブンインフレ率を指すと認識）が低位で推移し、インフレ期待（筆者注：サーベイベースの期待インフレを指すと認識）が安定している状況を維持すること、を目指すとした。

今回の記者会見では、利上げの決定に至る要因やプロセスに関する質問が目立った。ウォーシュ議長は、7 月に実施された FOMC での据え置きは、賢明な判断を下すために時間を稼いだかったと説明した。そのうえで、ウォーシュ議長は今回の会合に至るまでに下した評価として、①労働市場をはじめとする幅広いデータが、経済が力強さを増していること、②インフレの基調が改善していないこと、③地政学に関する評価が変化したこと、の 3 つを挙げた。また、データの評価については、単月の経済データの強さではなく、あくまでもトレンドを重視している (trends matter) と強調した。これらの評価を基に、ウォーシュ議長は改めてインフレ抑制へ決意を示し、利上げを実施したといえる。もっとも、先行きについてのフォワードガイダンスは今会合でも示さず、現時点で今後の行動を予断することはできないとした。

SEP：インフレ見通しは上方修正

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。なお、ウォーシュ議長は今回の会合で見通しを示さず、その他 1 名が 2028 年と 2029 年の見通しを示さなかった。

内容を確認すると、実質 GDP 成長率 (4Q の前年比、以下同) は、2026 年 (+2.3%、6 月時点：+2.2%) と 2027 年 (+2.4%、同：+2.3%) が上方修正された。また、2028 年 (+2.2%、同：+2.2%) は据え置きとなり、今会合から公表された 2029 年は 2.1%とされた。なお、潜在成長率の目安とされる長期見通し (+2.0%、同：+2.0%) は前回から変わらなかった。ただし、大勢見通しで確認すると、長期見通しは上方修正されている。実質 GDP 成長率についてまとめると、予想期間 (2026 年～2029 年) は、2026 年から 2027 年に加速してその後は減速するものの、いずれも潜在成長率を上回るペース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、2026 年 (4.1%、6 月時点：4.3%)、2027 年 (4.1%、同：4.3%)、2028 年 (4.1%、同：4.2%) が下方修正 (改善) され、2029 年は

4.1%となった。失業率は予想期間（2026 年～2029 年）を通して、自然失業率とされる長期見通し（4.2%）をやや下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 2026 年（+3.7%、6 月時点：+3.6%）と 2028 年（+2.1%、同：+2.0%）が上方修正された一方で、2027 年（+2.3%、同：+2.3%）は据え置きとなった。2029 年については+2.0%とされ、インフレ目標である 2%に到達するのは 2029 年との見立てが示されたことになる。また、コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2026 年（+3.4%、同：+3.3%）が上方修正、2027 年（+2.5%、同：+2.5%）は据え置き、2028 年（+2.2%、同：+2.1%）が上方修正された。2029 年は+2.0%となり、コア PCE 価格指数においても、インフレ目標 2%の達成は 2029 年との見立てになっている。

今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率は上方修正され、失業率も改善方向に修正されて、米国経済は堅調な推移が見込まれている。他方で、インフレ率も上方修正された。インフレ率は 2026 年から 2027 年に大幅に低下するとはいえ、インフレ目標の達成まで時間を要するとの見立てが示されている。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

(単位：%)		2026	2027	2028	2029	長期	大勢見通し									
							2026		2027		2028		2029		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)	26年09月	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2	2.4	2.2	2.6	2.1	2.3	2.0	2.2	2.0	2.2
	26年06月	2.2	2.3	2.2		2.0	2.0	2.3	2.0	2.4	2.0	2.3			1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	26年09月	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1	4.2	4.0	4.2	4.0	4.2	4.0	4.3	4.0	4.3
	26年06月	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3	4.4	4.2	4.5	4.1	4.3			4.0	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	26年09月	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5	3.7	2.2	2.5	2.0	2.2	2.0		2.0	
	26年06月	3.6	2.3	2.0		2.0	3.5	3.7	2.2	2.5	2.0	2.1			2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	26年09月	3.4	2.5	2.2	2.0		3.3	3.4	2.3	2.6	2.0	2.2	2.0			
	26年06月	3.3	2.5	2.1			3.2	3.5	2.3	2.6	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：追加で 1、2 回の利上げを示唆

続いて、FOMC 参加者の FF レート予想であるドットチャートについては、ウォーシュ議長が見通しを示さなかったことに加えて、2028 年と 2029 年分はさらにもう 1 名が示さなかった。

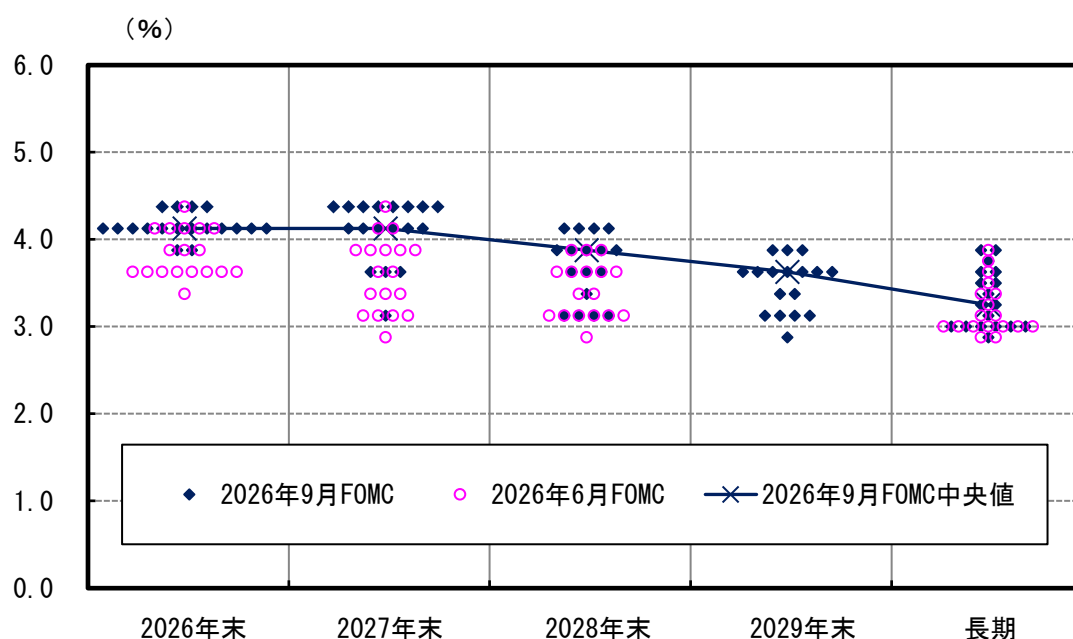
中身を確認すると、中央値は 2026 年末（4.1%、6 月時点：3.8%）、2027 年末（4.1%、同：3.6%）、2028 年末（3.9%、同：3.4%）がいずれも上方修正された。さらに、今回の会合から公表された 2029 年末については 3.6%とされた。中央値を基にすると、1 回あたりの利上げを 0.25%pt とする場合、2026 年にあと 1 回の利上げを実施した後、2027 年は金利を据え置き、2028 年以降に緩やかな利下げへと再転換するとの予想が示された。なお、今回のドットチャートでは中立金利の目安とされる長期見通し（3.2%、同：3.1%）も上方修正された。政策金利は予測期間中に中立金利に到達しないとの見立てとなっている。

次に、ドットチャートの形状を見ると、2026 年内に追加で 1 回の利上げを予想する FOMC 参

加者が 12 名と最も多く、2 回の利上げは 4 名、据え置きが 2 名となった。続いて、2027 年に関しては、中央値を予想する FOMC 参加者が 6 名に対し、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 4 名となった。水準としては、4.1%（現状から 1 回利上げの水準）と 4.4%（現状から 2 回利上げの水準）で割れている状況といえる。その後、2028 年については、中央値より高い金利を予想する FOMC 参加者が 4 名、中央値より低い金利を予想する FOMC 参加者が 8 名と、予想はばらついているものの、利下げが優勢な形状に移行していくことが示された。

今回のドットチャートをまとめると、6 月のドットチャートから総じてタカ派化した。景気と雇用環境が底堅く推移する一方で、インフレが高止まりするとの認識が背景にあるとみられる。もっとも、先行きの追加利上げの回数は 1、2 回に留まることが示されており、現時点では、予想期間を通じた継続的な利上げ局面に移行するとの見立てにはなっていない。なお、今回のドットチャートでは中立金利が上方修正された。潜在成長率の大勢見通しが上方修正されたことも併せて考えると、AI 投資等による生産性上昇が中立金利見通しに反映された可能性が考えられる。

図表 2 ドットチャート



(出所) FRB より大和総研作成

インフレ減速が進まなければ、利上げ幅は上振れへ

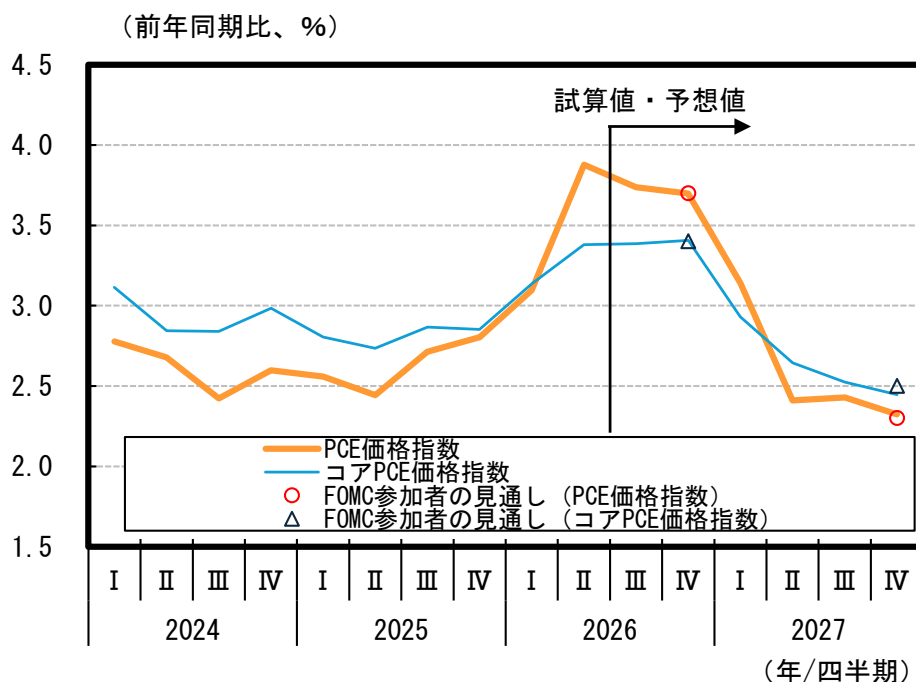
今回の FOMC では、約 3 年ぶりの利上げへと再転換した。8 月末に公表されたジャクソンホール会議で、ウォーシュ議長がインフレ率が大幅に減速しない場合に利上げを実施する可能性を示唆していたことに加え、CPI、PPI が高止まりしていたことから、FedWatch では利上げの織り

込みが9割程度となっていた。利上げ自体にサプライズはない。

むしろ市場の焦点は今後あと何回の利上げを実施するかだった。ウォーシュ議長は相変わらずフォワードガイダンスを回避する姿勢を示したが、ジャクソンホール会議同様に「基調インフレが明確かつ十分な速さで目標に向かっていると確信できなければならない」と記者会見で述べており、インフレ率が減速しない場合には更なる利上げを実施する可能性を示唆している。

ドットチャートの中央値を見ると、利上げは2026年内に残り1回（今回と合わせて合計0.50%ptの利上げ）、2027年は据え置きとなっている。2026年内に合計0.25%ptの利上げ、2027年内は利下げを織り込んでいた6月時点のドットチャートに比べて、今回は2027年末時点でFF金利水準は0.50%pt高い水準である4.1%が想定されている。また、2026年或いは2027年に0.25%ptの追加的な利上げを実施し、2027年末に4.4%のFF金利水準を想定するFOMC参加者も一定数存在することから、利上げ幅は中央値から上振れし得る。

図表 3 PCE・コアPCE 価格指数



(注) 試算値は、クリーブランド連銀のインフレーション・ナウキャストの数値を8月の前提にしたうえで、2026年9-12月のPCE価格指数が前月比で1カ月当たり+0.21%、コアPCE価格指数は同+0.22%で推移し、2027年はPCE価格指数が同+0.19%、コアPCE価格指数は同+0.20%で推移することを想定。FOMC参加者の見通しは、9月のFOMC時点で、中央値ベース。

(出所) クリーブランド連銀、FRB、BEAより大和総研作成

今後の利上げのペースについては、ウォーシュ議長の言葉を借りれば、「明確かつ十分な速さ」で減速しているか次第となる。例えば、クリーブランド連銀のインフレーション・ナウキャストの数値を8月の前提にしたうえで、今回のFOMCで公表された参加者の見通し（中央値）に整合的な、PCE価格指数の2026年9-12月の伸びは、前月比で1カ月当たり+0.21%、コアPCE価格指数は同+0.22%となる。なお、2027年の目安のペースはPCE価格指数が同+

0.19%、コア PCE 価格指数は同+0.20%と、2026 年の 9-12 月に比べて、更なる減速が必要となる。

ただし、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数共に 2026 年のほとんどの月で目安のペースを上回って推移してきた。9 月末に予定される統計手法の変更により、PCE 価格指数とコア PCE 価格指数は下方修正されることが想定されており、目安のペースを達成する上でのハードルは多少低下することが予想されるものの、いずれにせよ前月比ペースでこれまで以上のペースダウンが必要となる。さもないと、利上げのペースはドットチャートの中央値から上振れすることが想定される。

PCE 価格指数、コア PCE 価格指数をペースダウンさせるという意味で、関税引き上げ効果が峠を越し始めた兆しがあること、ドル高がタイムラグを伴って輸入価格を抑制し得ることはコア PCE 価格指数の減速を促すポジティブ要素だろう。他方で、インフレ再加速の主因である原油価格に関しては、WTI が 7 月以降に上昇基調に転じ、9 月半ば以降は概ね 100 ドル/bbl 以上で推移している。足元でトランプ大統領がイランとの交渉や停戦を仄めかすなど、TACO (“Trump Always Chickens Out” (=トランプはいつもビビって取りやめる)) 化の兆しが見受けられる一方、武力衝突は断続的に続いており、ホルムズ海峡に加えて、原油輸送の代替航路として重要性が増していた紅海経路に関しても輸送削減が報じられている。エネルギーを含む PCE 価格指数が目安のペースを達成できるかは不確実性が極めて高い状況が続くとみられ、FOMC 参加者が政策判断で重視する物価指標が、インフレの基調を示すコア PCE 価格指数なのか、エネルギー価格を含む PCE 価格指数全体なのかによっても、今後の利上げ判断は大きく左右される。