調査REPORT
Meiji Yasuda Research Institute, Inc.

2025. 8. 1

【FOMC（25 年 7 月）】

予想通りすえ置きも、理事 2 名が利下げを主張

～労働市場悪化を踏まえ、9 月に利下げと予想～

経済調査部　エコノミスト
前田　和孝

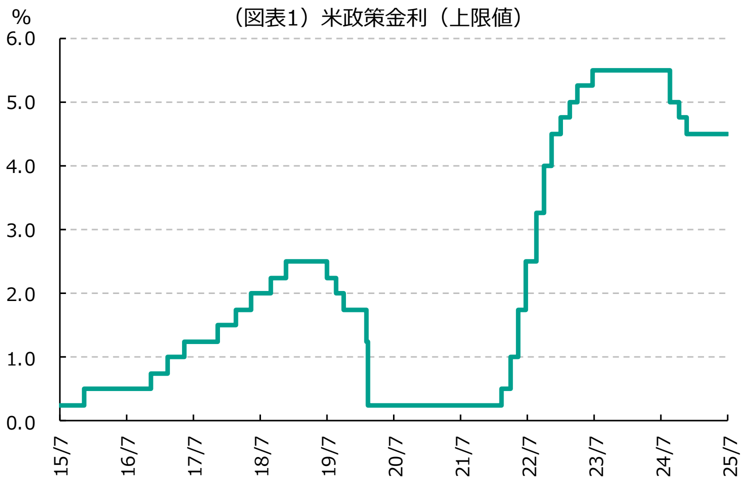
ポイント

- **7 月 29－30 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利である FF レートの誘導目標を 4.25－4.50%にすえ置くことを決めた**
- **パウエル議長は会合後の記者会見で、足元の労働市場は堅調ながらも、下振れリスクがあることに言及。一方、関税による物価上昇については判断に苦慮している様子がうかがえる**
- **労働市場には冷え込みの兆候が見られる一方で、短期のインフレ期待は低下に向かっている。FRB は、政策対応が後手に回るリスクを踏まえて、9 月と 12 月に利下げを実施すると予想**

１． 理事 2 名が反対票を投じるも、政策金利すえ置きを決定

7 月 29－30 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利である FF レートの誘導目標を 4.25－4.50%にすえ置くことを決めた（図表 1）。これですえ置きは 5 会合連続となった。もっとも、今会合ではボウマン副議長とウォラー理事がすえ置きに反対票を投じ、0.25%の利下げを支持した。理事 2 名の反対があったのは 1993 年以来となる。

（図表1）米政策金利（上限値）



（出所）ファクトセット

声明文では、まず景気の現状判断部分が*「最近の指標は経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることを示している」*から、*「最近の指標は経済活動の伸びが年前半に緩やかになった」*へと下方修正された。会合と同日に公表された 4－6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋3.0%と 2 四半期ぶりのプラスに転じた。ただし、景気の基調を見るうえで重要となる国内民間最終需要が同＋1.2%と 3 四半期連続で鈍化しており、こうした点が景気認識の変更につながったとみられる。一方、労働市場については*「失業率は低いままであり、労働市場の状況は底堅さを維持している」*、インフレ率については*「依然として幾分高い水準にある」*との表現が維持された。

先行きについては、*「経済見通しに関する不確実性は低下したが、依然として高いままである」*の*「低下した」*

の部分が削除された。これに関し、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、「前回会合の時点では不確実性はやや低下していたが、今回は前回からほとんど変わっていないため削除した」と述べ、大きな意味はないとの考えを示している。金融政策については、*「FF 金利の目標レンジの追加的な調整の程度と時期において、入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する」*方針が維持された。

2．パウエル議長は労働市場の下振れリスクに言及

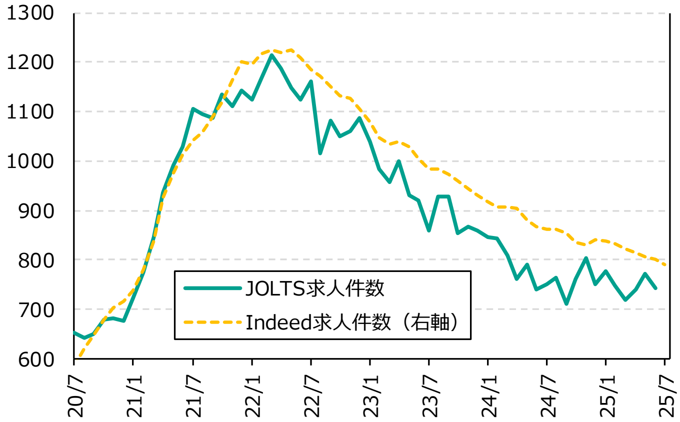
パウエル議長は会合後の記者会見で、足元の労働市場について「堅調であり、失業率は歴史的に低い水準にある」との認識を示す一方で、「下振れリスクがある」と複数回繰り返した。6 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を上回り、失業率は低下した。もっとも、雇用者数の伸びの約半分は政府部門によるもので、民間部門は大きく鈍化している。加えて、労働参加率が低下し、失業期間も延伸した。

パウエル議長は、「労働市場はバランスが取れているが、需要と供給の両方が同じペースで減少している結果として、失業率が安定している」との見方を示している。求人指標を見ても、6 月の JOLTS 求人件数は前月比▲27.5 万件となったほか、Indeed 求人件数も低下傾向が続いている（図表 2）。失業者 1 人当たりの JOLTS 求人件数は 1.06 件と、まだ 1 を上回っているが、すでに 7 月分が公表されている Indeed 求人件数の動きを見る限り、今後は求人件数が失業者数を下回る可能性が高い。

また、パウエル議長は、関税による物価上昇について「まだ初期段階だが、主に輸出業者による価格引き下げによる対応が行なわれているほか、消費者より上流にいる企業や小売業者が価格を吸収している」としつつ、「消費者物価にも影響が出始めている」との認識を示した。一方で、「物価上昇は一度きりというのが合理的かつ基本的なケース」とも述べており、影響の大きさや期間についての判断に苦慮している様子がうかがえる。

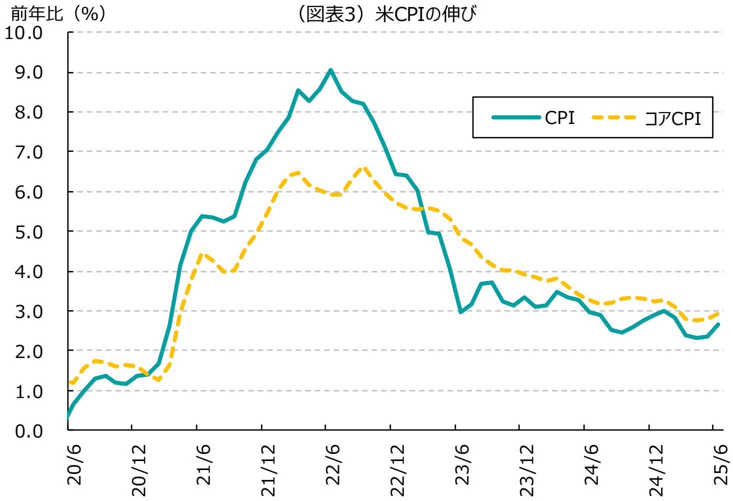
6 月の消費者物価指数（CPI）は、総合ベースが前年比＋2.7%、食品とエネルギーを除いたコアベースが同＋2.9%といずれも前月から伸びが拡大した（図表 3）。コアベースの内訳では、サービスが同＋3.6%と 3 ヵ月連続で同じ伸びとなる一方、

（図表2）米求人指標の推移



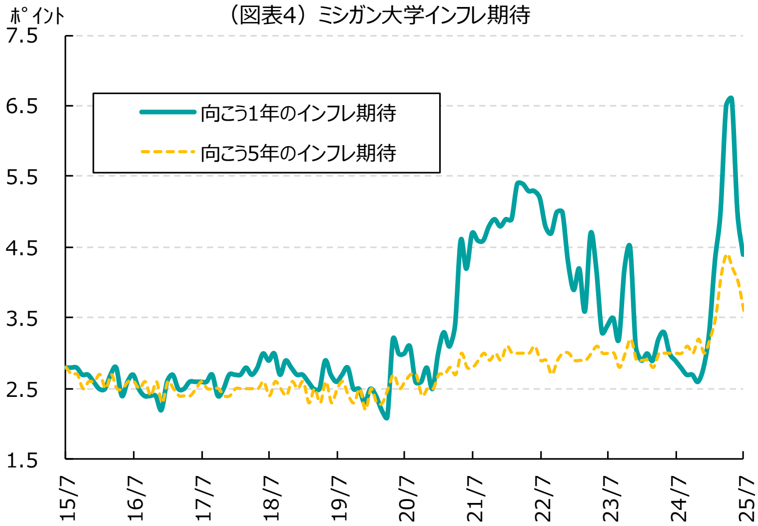
（出所）米労働省、セントルイス連銀公表資料より明治安田総研作成

（図表3）米CPIの伸び



（出所）米労働省

（図表4）ミシガン大学インフレ期待



（出所）ミシガン大学

財は同＋0.7%と伸びが拡大している。ただ、いまのところは大きな上昇には至っておらず、関税政策の影響は限定的なものにとどまっている。また、トランプ大統領が関税賦課を表明した際に跳ね上がったインフレ期待も足元では落ち着きを取り戻しつつある（図表 4）。

３． 次回 9 月会合での利下げ予想を維持

パウエル議長は、次回 9 月会合について「何も決定していない。雇用統計や CPI を含めたすべてのデータを見て判断する」と述べた。こうした発言を複数回繰り返したことが市場にはタカ派的と捉えられ、市場が織り込む 9 月の利下げ確率は会合前の 6 割強から 5 割弱まで低下した。もっとも、会見の終盤における「現在のデータがこのまま続くならば、9 月の利下げはできないのか」との質問に対して、パウエル議長は「そうとは言えない」と回答している。筆者としては、パウエル議長の会見はタカ派的というより、単にオープンな姿勢を示したものと映った。

9 月会合までには、雇用統計と CPI が 2 回ずつ公表される。労働市場には冷え込みの兆候が見られる一方で、短期のインフレ期待は低下に向かっている。このまま長期の期待インフレ率の安定も続けば、関税による物価上昇は一時的との判断がなされる可能性が高いとみる。今回はボウマン副議長とウォラー理事が政策金利のすえ置きに反対票を投じたが、労働市場悪化の方向性が見えてくれば、政策対応が後手に回るリスクを考え、利下げ支持に回る FOMC メンバーが増える可能性が高いとみている。こうした点を踏まえ、FRB は 9 月と 12 月に政策金利を引き下げると予想する。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

<table>
<tr><th>2025/6/17－18</th><th>2025/7/29－30</th></tr>
<tr><td>Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

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堅調なペースで拡大し続けていることを示している。失業率は低いままであり、労働市場の状況は底堅さを維持している。インフレ率は、依然として幾分高い水準にある。</td><td>Although swings in net exports continue to affect the data, recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

純輸出の変動がデータに影響を与え続けているものの、最近の指標は経済活動の伸びが年前半に緩やかになったことを示している。失業率は低いままであり、労働市場の状況は底堅さを維持している。インフレ率は、依然として幾分高い水準にある。</td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・最近の指標は経済活動の伸びが年前半に緩やかになったことを示唆</td></tr>
<tr><td>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</td><td>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</td></tr>
</table>

<table>
<tr><td>委員会は、長期にわたり2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。経済見通しに関する不確実性は~~低下したが、~~依然として高いままである。委員会は、2つの責務の両サイドのリスクに細心の注意を払っている。</td><td>委員会は、長期にわたり2%のインフレ率と雇用の最大化を達成することを目的とする。経済見通しに関する不確実性は依然として高いままである。委員会は、2つの責務の両サイドのリスクに細心の注意を払っている。</td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・経済見通しに関する不確実性について、「低下した」との文言を削除</td></tr>
<tr><td>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

目標達成を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを 0.25%引き下げ、4.25～4.50%とすることを決定した。委員会は、FF金利の目標レンジの追加的な調整の程度と時期において、今後入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する。委員会は、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。4月から、委員会は財務省証券の月間償還上限を250億ドルから50億ドルに引き下げることで、保有証券の減少ペースを減速させる。委員会は、エージェンシー債およびGSE保証付きMBSの月間償還上限を350億ドルに維持する。委員会は雇用の最大化を支え、物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。</td><td>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

目標達成を支えるため、委員会はFF金利の目標レンジを 0.25%引き下げ、4.25～4.50%とすることを決定した。委員会は、FF金利の目標レンジの追加的な調整の程度と時期において、今後入手するデータや見通しの進展、リスクバランスを注意深く評価する。委員会は、国債、政府機関債、住宅ローン担保証券（MBS）の保有高の縮小を続けるだろう。4月から、委員会は財務省証券の月間償還上限を250億ドルから50億ドルに引き下げることで、保有証券の減少ペースを減速させる。委員会は、エージェンシー債およびGSE保証付きMBSの月間償還上限を350億ドルに維持する。委員会は雇用の最大化を支え、物価を 2%に戻すことに強くコミットしている。</td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・変更なし
・政策金利は4.25－4.50%ですえ置き</td></tr>
<tr><td>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee’s goals. The Committee’s assessments will take into account a</td><td>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee’s goals. The Committee’s assessments will take into account a</td></tr>
</table>

<table>
<tr><td>wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</td><td>wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、経済見通しに対する新たな情報の影響を監視し続ける。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが生じた場合、金融政策のスタンスを適切に調整する準備がある。委員会の評価には、公衆衛生、労働市場の状況、インフレ圧力およびインフレ期待、金融動向と国際情勢の見通しを含む幅広い情報を考慮する。</td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・変更なし
・委員会の目標達成を妨げるリスクが生じた場合、政策スタンスを適切に調整</td></tr>
<tr><td>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.

この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バー副議長、ボウマン副議長、コリンズ総裁、クック理事、グールズビー総裁、ジェファーソン副議長、クーグラー理事、ムサレム総裁、シュミッド総裁、ウォラー理事。</td><td>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. <u>Voting against this action were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting. Absent and not voting was Adriana D. Kugler.</u>

この金融政策に賛成票を投じたのは、パウエル議長、ウィリアムズ総裁、バー副議長、コリンズ総裁、クック理事、グールズビー総裁、ジェファーソン副議長、ムサレム総裁、シュミッド総裁。<u>この決定に反対したのはボウマン副議長とウォラー理事で、今会合で FF 金利の目標レンジを 0.25%引き下げることを求めた。クーグラー理事は欠席し、投票しなかった。</u></td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・ボウマン副議長とウォラー理事が反対票を投じ、0.25%の利下げを主張
・クーグラー理事は欠席</td></tr>
</table>

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 エコノミスト 前田 和孝
電話番号：03-6261-7947
e-mail：ka3-maeda@myri.co.jp

●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411