2025.9.18

【FOMC（25年9月）】

労働市場の下振れ懸念で6会合ぶりの利下げ

～「リスク管理的な利下げ」を今後も継続～

経済調査部　エコノミスト
前田　和孝

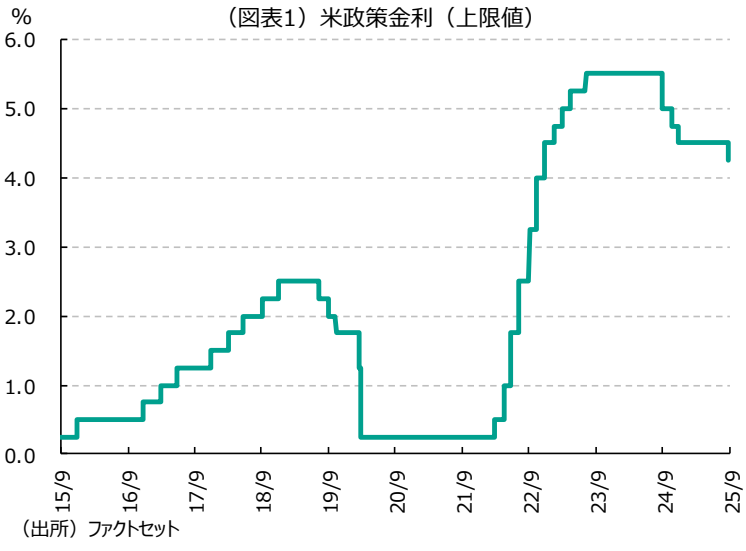
ポイント

- **9月16－17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0.25%引き下げ、4.00－4.25%とすることを決めた**
- **FOMC参加メンバーの政策金利見通しであるドットチャートでは、利下げ回数（0.25%換算）が2025年2回、2026年と2027年が1回ずつとなった**
- **労働市場の下振れリスクに対して「リスク管理的な利下げ」が今後も継続されるとみる。2025年10、12月、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げがメインシナリオ**

1．0.25%の利下げを決定

9月16－17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0.25%引き下げ、4.00－4.25%とすることを決めた（図表1）。利下げは6会合ぶりとなる。今会合では新しく理事に就任したミラン理事が反対票を投じ、0.5%の利下げを主張した。

（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について「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」との認識が維持された。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」から「雇用増加は減速し、失業率は小幅に上昇したものの、低いままである」に下方修正された。また、インフレ率については、従来の「依然として幾分高い水準にある」に加え、「上昇し」との文言が追加された。

先行きについては、「経済見通しに関する不確実性は依然として高いままである」との見方を維持した。金融政策の方針についても、「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」との表現に変更はなかった。

２．ドットチャートでは今年残り２回利下げの見通しが示される

今回の会合では、FOMC メンバーの経済見通し（SEP）が更新された。実質 GDP 成長率については、2025 年が 6 月時点の前年比＋1.4%から同＋1.6%へ、2026 年が同＋1.6%から同＋1.8%へ、2027 年が同＋1.8%から同＋1.9%へ、いずれも上方修正された（図表 2）。なお、今回はじめて公表された 2028 年は同＋1.8%となっている。

失業率見通しは、2025 年は 4.5%で変わらなかったが、2026 年、2027 年が 0.1 ポイント引き下げられた。もっとも、2027 年までは参加メンバーが中長期的な水準と考える 4.2%を上回る見込みとなっている。物価（コア個人消費支出（PCE）デフレーター）見通しについては、2025 年は前年比＋3.1%で変わらず、2026 年が同＋2.4%から同＋2.6%へ上方修正された。ただし、その後は米連邦準備制度理事会（FRB）の目標とする＋2%の水準に収斂していくとの見方が維持されている。

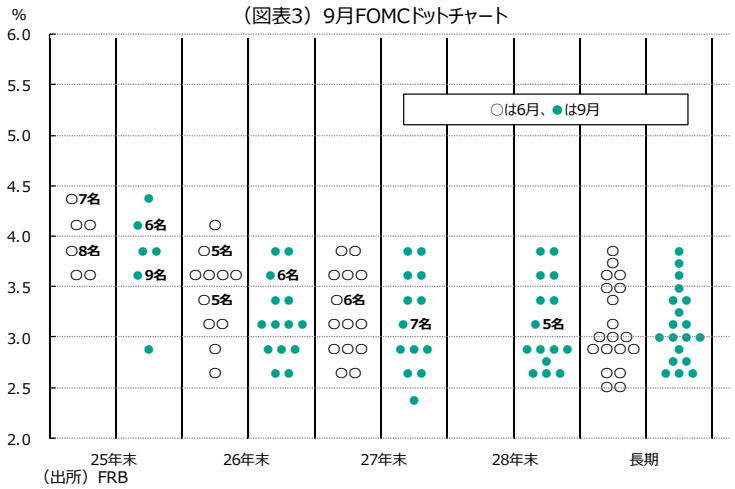
FOMC 参加メンバーの政策金利見通しであるドットチャートの中央値については、2025 年末が前回の 3.875%から 3.625%へ、2026 年末が 3.625%から 3.375%へ、2027 年末が 3.375%から 3.125%へ下方修正された（図表 3）。利下げ回数（0.25%換算）は、2025 年が 2 回、2026 年と 2027 年が 1 回ずつとなる。また、2028 年は利下げなしが予想されている。2025 年の政策見通しの内訳を見ると、今後 2 回利下げとするメンバーが 19 名中 9 名、1 回が 2 名、すえ置きが 6 名となっており、依然としてバラツキは大きい。また、5 回が 1 名おり、これはミラン理事の可能性が高い。

（図表2）9月FOMC経済見通し

（単位：%）	2025年	2026年	2027年	2028年	長期
実質GDP成長率	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
（6月予測）	1.4	1.6	1.8	–	1.8
失業率	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
（6月予測）	4.5	4.5	4.4	–	4.2
PCEデフレーター	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
（6月予測）	3.0	2.4	2.1	–	2.0
コアPCEデフレーター	3.1	2.6	2.1	2.0	–
（6月予測）	3.1	2.4	2.1	–	–
FF金利	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
（6月予測）	3.9	3.6	3.4	–	3.0

（出所）FRB ※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比(%)

（図表3）9月FOMCドットチャート

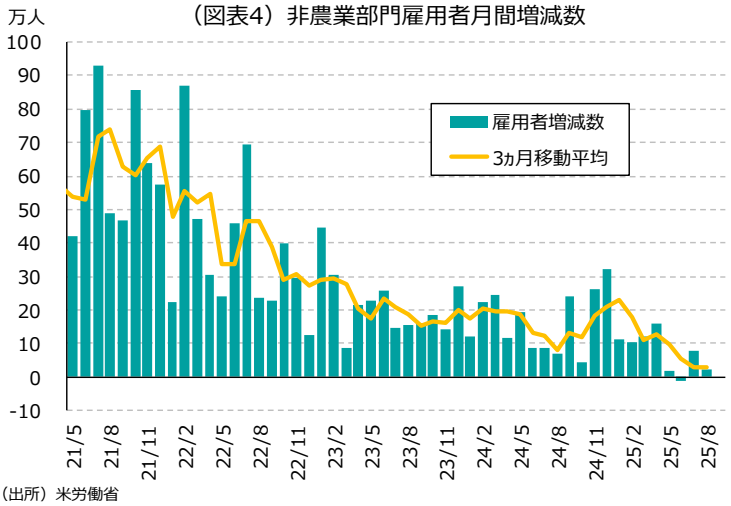


（出所）FRB

３．来年前半にかけ計 1.0%の追加利下げを予想

パウエル議長は会合後の記者会見で、「労働市場はこれまで非常に堅調だったが、直近の雇用を見るともはやそうとは言えない」、「労働市場のリスクに対する見方は大きく変わった。直近修正されたデータなどを見ると、雇用の伸びが鈍化していることがわかる」など、労働市場の下振れリスクを強調する場面が目立った。8 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下回り、過去分も下方修正された。この結果、トレンドを

（図表4）非農業部門雇用者月間増減数

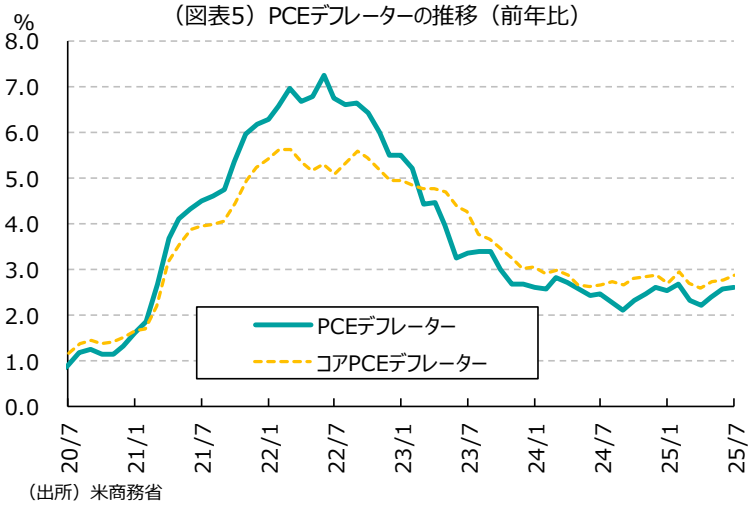


（出所）米労働省

示す 3 ヵ月後方移動平均は前月比＋2.9 万人と低い伸びにとどまっている（図表 4）。また、失業率も 2021 年 10 月以来の水準まで上昇し、長期失業者も増加した。求人指標を見ると、7 月の雇用動態調査（JOLTS）における求人件数は 2 ヵ月連続で減少しており、失業者 1 人当たりの求人件数は 0.99 件と 1 を下回った。求人率と失業率の関係を示したベヴァリッジ曲線を見ても、過去の傾向を見る限り、今後求人率が低下すれば、失業率が上昇に向かう展開が予想される。

一方、パウエル議長は物価について、「現時点ではインフレは上昇傾向にはあるが、数ヵ月前の予想と比較すればそこまで大きくはない」と述べたほか、関税による物価上昇は一時的なものであるとの認識を示している。7 月のコア PCE デフレーターは前年比＋2.9%と 3 ヵ月連続で伸びが拡大しているものの、昨年 4 月以降は 3%以下の推移が続いている（図表 5）。

（図表5）PCEデフレーターの推移（前年比）



（出所）米商務省

パウエル議長は、今回の決定に関して「リスク管理的な利下げ」だと述べている。声明文や会見内容を踏まえると、デュアルマンデートのうち、FRB による政策判断の軸足はすでに物価から労働市場へと移っており、今後も労働市場の下振れリスクに対して同様の理由による利下げが継続される可能性が高いとみる。焦点は利下げ幅だが、今回のミラン理事のハト派的な主張に同調する委員はいなかった。パウエル議長も 0.5%の利下げに対して「幅広い支持は得られなかった」としており、データ次第ではあるものの、メンバーの慎重な姿勢は維持されている。筆者は今年 9、12 月の計 2 回の利下げを予想していたが、9 日に発表された雇用統計の年次基準改定における雇用者数の下方修正なども踏まえると、労働市場は想定以上に減速している可能性が高い。今会合の内容や、労働市場の下振れリスクへの懸念がすぐに払拭できないことなどを踏まえ、2025 年 10、12 月および 2026 年 3、6 月における 0.25%ずつの利下げをメインシナリオとする。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2025/7/29－30	2025/9/16－17
~~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.	Recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but remains low. Inflation has moved up and 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。	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。雇用増加は減速し、失業率は小幅に上昇したものの、低いままである。インフレ率は上昇し、依然として幾分高い水準にある。

＜ポイント＞ ・雇用増加が減速し、失業率が小幅に上昇したことに言及 ・インフレ率が上昇していることに言及	
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. 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。	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 and judges that downside risks to employment have risen. 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おり、雇用に対する下振れリスクが高まっていると判断している。
＜ポイント＞ ・雇用に対する下振れリスクが高まっていることに言及	
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 4.25～4.50%に維持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。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。	In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 4 to 4-1/4 percent. In considering 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. 目標達成を支えることと、リスクバランスの変化を踏まえ、委員会は FF 金利の目標レンジを 0.25%引き下げ、4.00～4.25%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。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。
＜ポイント＞	

・リスクバランスの変化を踏まえ、政策金利を 4.00－4.25％に引き下げ

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 wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	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 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。	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。

＜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

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. 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.	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; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. Voting against this action was Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting.
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。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。	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、ムサレム総裁、シュミッド総裁、ウォラー理事。この決定に反対したのはミラン理事で、今会合で FF 金利の目標レンジを 0.50％引き下げることを求めた。

＜ポイント＞
・ミラン理事が反対票を投じ、0.50％の利下げを主張

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

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●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