

【FOMC (25年12月)】

## 意見割れるも3会合連続の利下げを決定

～いったん様子見の可能性高まるも、利下げ継続と予想～



経済調査部 エコノミスト  
前田 和孝

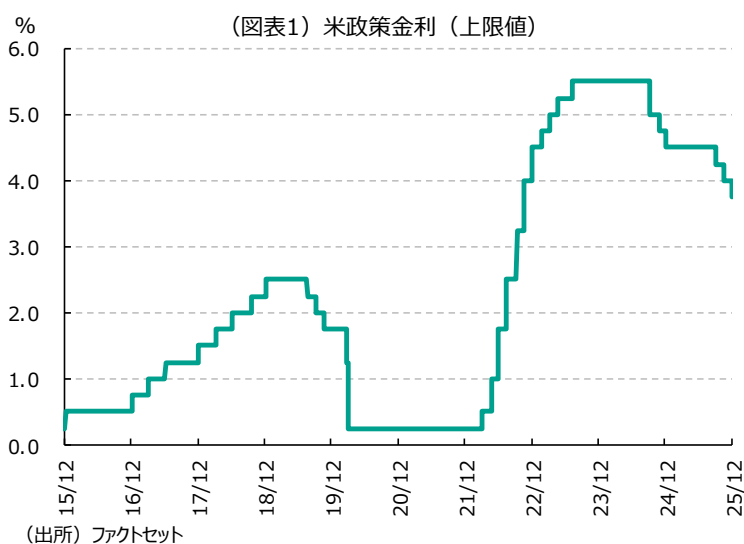
### ポイント

- 12月9-10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、3.50-3.75%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、中央値ベースの利下げ回数(0.25%換算)が2026年と2027年それぞれ1回ずつとなった。ただし、メンバー間の予想のばらつきは大きい
- パウエル議長の記者会見での発言などを踏まえると、次回1月会合はすえ置きの可能性が高い。ただ、労働市場の下振れリスクは払しょくできず、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施すると予想

### 1. 3会合連続で0.25%の利下げを決定

12月9-10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、3.50-3.75%とすることを決めた(図表1)。利下げは3会合連続となる。今会合ではマイラン理事が前回同様0.5%の利下げを主張したほか、シカゴ連銀のグールズビー総裁とカンザスシティ連銀のシュミッド総裁が利下げに反対票を投じた。3名の反対が出るのは6年ぶりである。また、十分な準備預金量を維持し、短期金融市場の円滑な機能を確保するため、短期国債を購入することも決めた。この措置に関し、パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長は、QTに伴って準備預金が減少し、9月以降FF金利がレンジの上限近くまで上昇していることや、4月15日の納税期限を前に一時的な準備預金の減少が見込まれることを考慮したとしている。12月11日に最初の購入スケジュールが公表され、翌日から購入が開始される予定である。

声明文では、まず景気の現状判断部分について「経済活動の伸びが緩やかなペースで拡大している」との認識が維持された。一方、労働市場については、「失業率は小幅に上昇したものの、8月まで低いままである」から「失



業率は9月末まで小幅に上昇した」へと下方修正された。インフレ率については、「今年の早い時期から上昇し、依然として幾分高い水準にある」との見方に変更はなかった。

先行きについては、「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」とのスタンスは変わらなかったものの、政策金利調整の方針に関しては、これまでの「追加的な調整を検討する」から「追加的な調整の程度とタイミングを検討する」へと変更され、追加緩和のハードルがやや引き上がったことが示唆された。

## 2. 中央値ベースで来年1回の利下げ予想も、メンバー間のばらつきは大きい

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、2026年が9月時点の前年比+1.8%から同+2.3%へ、2027年が同+1.9%から同+2.0%へ、2028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)。

失業率見通しは、2026年は4.4%で変わらなかったが、2027年が0.1ポイント引き下げられ、2028年にかけて参加メンバーが中長期的な水準と考える4.2%で推移す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、2026年が前年比+2.6%から同+2.5%へ下方修正され、その後はFRBの目標とする+2%の水準に収斂していく予測となっている。

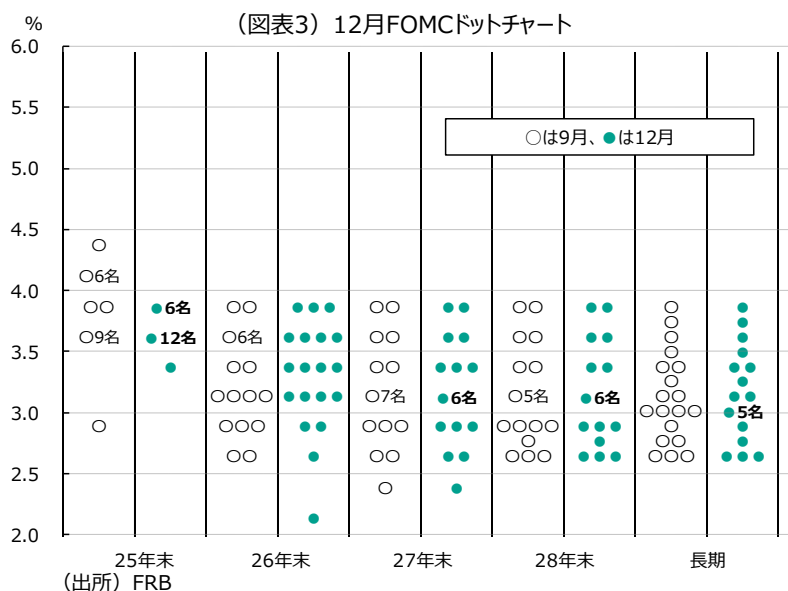
FOMC参加メンバーの政策金利見通しであるドットチャートの中央値については、2026年末が3.375%、2027年末が3.125%、2028年末も3.125%と変わらなかった(図表3)。利下げ回数(0.25%換算)についても、2026年、2027年ともに1回ずつが維持されている。ただし、2026年の政策見通しの内訳を見ると、すえ置きを予想するメンバーが19名中7名、1回利下げとするメンバーが4名、2回が4名となっている。3回以上も4名おり、依然としてメンバー間のばらつきは大きい。

(図表2) 12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	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
(9月予測)	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
失業率	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
(9月予測)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
(9月予測)	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	3.0	2.5	2.1	2.0	-
(9月予測)	3.1	2.6	2.1	2.0	-
FF金利	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
(9月予測)	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0

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

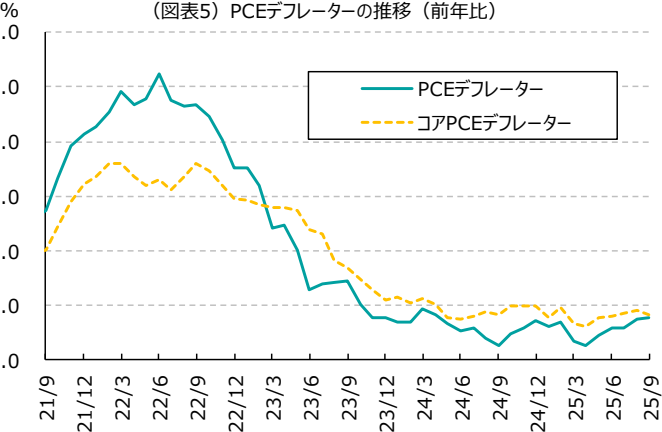
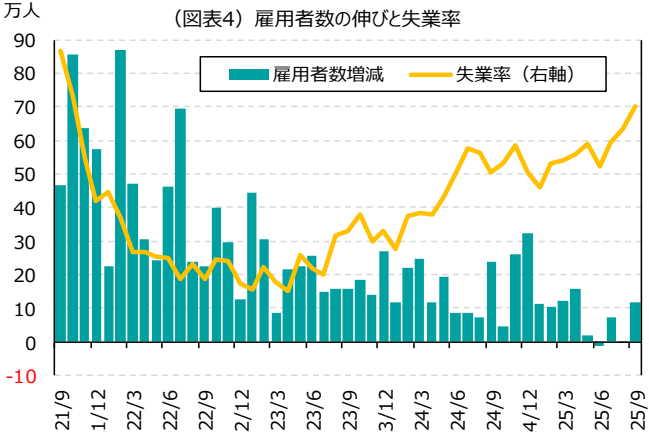
(図表3) 12月FOMCドットチャート



## 3. 労働市場の下振れリスクは払しょくできず、3、6月に利下げ実施と予想

パウエル議長は、今会合での利下げの理由として、労働市場の冷え込みとインフレの鈍化を挙げている。9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の伸びは市場予想を上回ったものの、失業率は4.4%と3ヵ月連続で上昇

した（図表4）。一方、9月のコアPCEデフレーターは前年比+2.8%と8月のそれと比べ伸びが鈍化しており（図表5）、こうした状況を踏まえ、利下げ判断がなされたかたちである。



(出所) 労働省公表資料より明治安田総研作成

(出所) 商務省公表資料より明治安田総研作成

先行きについては、パウエル議長は「現状は様子見に適した水準に政策金利は位置している」との認識を示し、「今後は新たなデータとリスクのバランスを慎重に評価する」と述べている。そのため、少なくとも次回1月会合はすえ置きとなる可能性が高い。

一方、パウエル議長は「利上げを基本シナリオとする参加者は現時点ではない」としており、利下げの方向性は継続されるとみられる。10月以降の労働市場の動向を民間統計で確認すると、11月のADP民間雇用者数は前月比▲3.2万人とマイナスとなっているほか、チャレンジャー・グレイ&クリスマスが公表する11月の人員削減数は7.1万人と、同月としては3年ぶりの高水準となっている。企業が採用を躊躇、あるいは人員削減に踏み切るといった動きは継続しており、筆者は労働市場の下振れリスクはすぐに払しょくできないとみている。一方、インフレ率については、パウエル議長が「新しく関税が課されなければ、財インフレは来年の第1四半期にピークを迎え、年後半には低下局面に入る」との考えを示している。SEPでも物価見通しが下方修正されたことから、こうした見方は他のメンバーの認識とも大きなズレはないものとみられる。これらを踏まえると、FRBは2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施するというのがメインシナリオである。

◎FOMC 声明文（下線部は前会合からの主な相違点）

2025/10/28-29	2025/12/9-10
Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up but remained low through August; more recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.	Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up <u>through September</u> . More recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.
入手可能な指標は経済活動の伸びが緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用増加は今年減速	入手可能な指標は経済活動の伸びが緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用増加は今年減速

<p>し、失業率は小幅に上昇したものの、8月まで低いままである。より最近の指標もこれらの動きと整合的である。インフレ率は今年の早い時期から上昇し、依然として幾分高い水準にある。</p>	<p>し、失業率は9月末まで小幅に上昇した。より最近の指標もこれらの動きと整合的である。インフレ率は今年の早い時期から上昇し、依然として幾分高い水準にある。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・失業率が9月末まで小幅に上昇したことに言及</li> <li>・インフレ率は今年の早い時期から上昇し、依然として幾分高い水準にあることに言及</li> </ul>	
<p>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 rose in recent months.</p> <p>委員会は、長期にわたり雇用の最大化と2%のインフレ率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ここ数ヵ月間に高まったと判断している。</p>	<p>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 rose in recent months.</p> <p>委員会は、長期にわたり雇用の最大化と2%のインフレ率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ここ数ヵ月間に高まったと判断している。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・雇用に対する下振れリスクがここ数ヵ月間で高まったことに言及</li> </ul>	
<p>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 3-3/4 to 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 decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>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、3.75～4.00%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検討にあたっては、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12月1日をもって保有する証券の総量削減を終了することを決めた。委員会は雇用の</p>	<p>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 <u>3-1/2 to 3-3/4</u> percent. In considering <u>the extent and timing of</u> 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 is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>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、<u>3.50～3.75%</u>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<u>程度とタイミング</u>を検討するにあたっては、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</p>

<p>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。</p>	<p>している。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクバランスの変化を踏まえ、政策金利を3.50-3.75%に引き下げ</li> <li>・先行きの政策金利調整の方針に関し、「追加的な調整の検討」から「追加的な調整の程度とタイミングの検討」へ変更</li> </ul>	
<p>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.</p> <p>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、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。</p>	<p>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.</p> <p><u>The Committee judges that reserve balances have declined to ample levels and will initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserves on an ongoing basis.</u></p> <p>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、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。</p> <p><u>委員会は準備預金残高が十分な水準まで減少したと判断しており、準備預金の十分な供給を継続的に維持するため、必要に応じて年限が短めの米財務省証券の購入を開始する。</u></p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・変更なし</li> <li>・準備預金の十分な供給を継続的に維持するため、年限が短めの米財務省証券の購入を開始</li> </ul>	
<p>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; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen</p>	<p>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; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who</p>

<p>I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting, and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.</p> <p>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、ウォラー理事。この決定に反対したのはマイラン理事で、今会合でFF 金利の目標レンジを0.50%引き下げを求めた。また、シュミット総裁は今会合でFF 金利の目標レンジのすえ置きを支持し、反対票を投じた。</p>	<p>preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2percentage point at this meeting; and Austan D. Goolsbee and Jeffrey R. Schmid, who preferredno change to the target range for the federal funds rate at this meeting.</p> <p>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、ジェファーソン副議長、ムサレム総裁、ウォラー理事。この決定に反対したのはマイラン理事で、今会合でFF 金利の目標レンジを0.50%引き下げを求めた。また、<u>グールズビー総裁</u>とシュミット総裁は今会合でFF 金利の目標レンジのすえ置きを支持し、反対票を投じた。</p>
<p>&lt;ポイント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・マイラン理事、グールズビー総裁、シュミット総裁が反対票を投じる</li> <li>・マイラン理事は0.50%の利下げを、グールズビー総裁とシュミット総裁はすえ置きを支持</li> </ul>	

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：080-2298-8278  
 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