2025.5.8

【FOMC（25年5月）】

パウエル議長は「待ち」の姿勢を強調

～労働市場悪化を踏まえ、年後半に利下げ再開と予想～

経済調査部　エコノミスト
前田　和孝

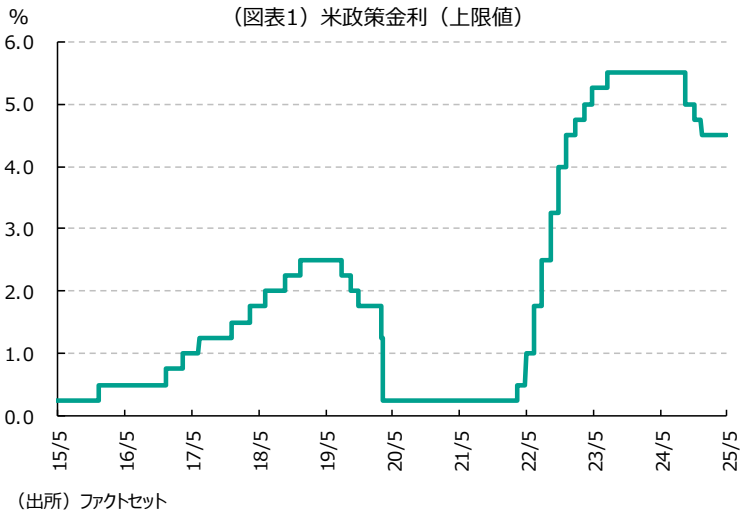
ポイント

- **5月6－7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%にすえ置くことを全会一致で決めた**
- **パウエル議長は会合後の記者会見において、「我々は明確な状況が判明するまで政策判断を待つことができ、急ぐ必要はない」と述べるなど、関税に伴う不確実性の高まりを根拠に「待ち」の姿勢を強調**
- **もっとも、年後半には労働市場悪化の方向性が明確になるとみられ、米連邦準備制度理事会（FRB）は9月と12月に追加利下げを実施すると予想**

1．事前の予想通りすえ置き

5月6－7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%にすえ置くことを全会一致で決めた（図表1)。これですえ置きは3会合連続となる。労働市場が依然として底堅いことから事前に広く予想されていた通りの結果である。量的引き締め（QT）政策に関しても変更はなかった。

（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関し、*「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」（下線は追加箇所）と、純輸出に関する文言を追加した。1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%と3年ぶりのマイナスとなったが、純輸出の寄与が▲4.8ポイントだったことが大きく、この点を踏まえた変更とみられる。また、労働市場については「堅調なままである」、インフレ率については「幾分高い水準にある」とする従来の見方に変更はなかった。

もっとも、先行きに関しては、「経済見通しに関する不確実性は*一段と*増している」と、不確実性をより強調する表現に変更されたほか、*「失業の増加と高インフレのリスクが高まったと判断している」*との文言が追加され

た。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」との認識が維持された。

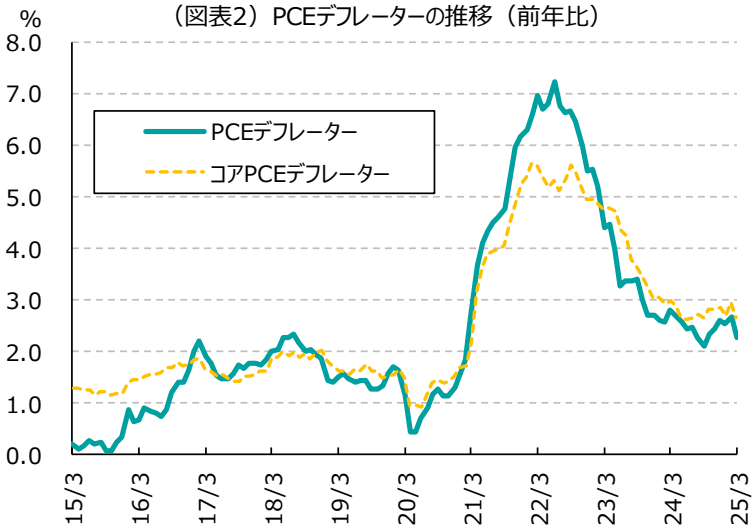
２．政策判断を急がないとの認識を示す

パウエル議長は会合後の記者会見において、物価安定と雇用の最大化のどちらに重点を置くのかという質問に対し、「いずれのリスクも高まっているが、どのような展開になるかははっきりとは言えない」と述べ、「我々は明確な状況が判明するまで政策判断を待つことができ、急ぐ必要はない」との考えを示した。

3 月のコア個人消費支出（PCE）デフレーターは前年比＋2.6%と、前月（同＋3.0%）から鈍化しているほか（図表 2）、4 月の雇用統計では失業率が 4.2%と横ばいとなるなど、関税の影響はハードデータにはそこまで強く現れていない。一方で、4 月の消費者信頼感指数はすでに 2020 年 5 月以来の低水準となっていることに加え（図表 3）、ISM 製造業景況感指数は生産指数の落ち込みにより 3 ヵ月連続で低下している。短期のインフレ期待も急上昇するなど、ハードデータとソフトデータに乖離が見られる状況が続いている。これに関し、パウエル議長は「過去を考えると、センチメントデータと消費支出の関連性には強い結びつきはない」としつつも、「完全に無視しているわけではなく、進展を見守る」と言及するにとどめた。

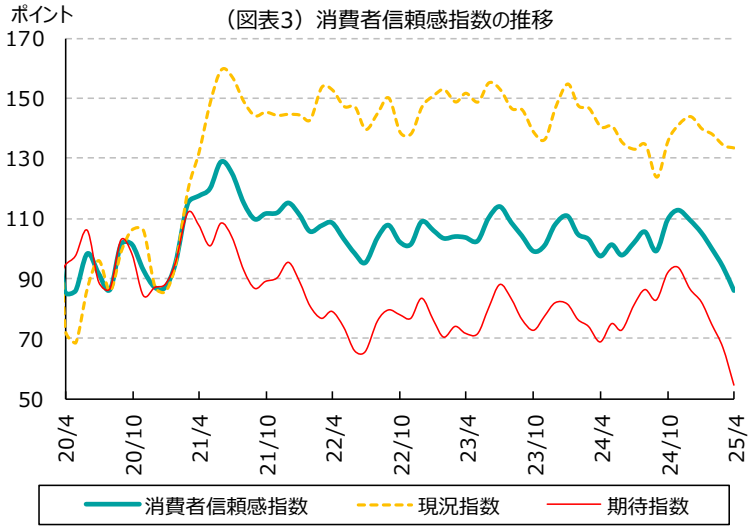
このように今回の記者会見では、トランプ大統領の関税政策に伴う不確実性の高まりを根拠に、パウエル議長が「待ち」の姿勢を強調する場面が目立った。

（図表2）PCEデフレーターの推移（前年比）



（出所）米商務省

（図表3）消費者信頼感指数の推移



（出所）米コンファレンスボード

３．2025 年の利下げは 9、12 月の 2 回と予想

筆者は、今回の会合前にウォラー理事が関税によるインフレは一時的との考えを表明していたことや、クリーブランド連銀のハマック総裁が経済データ次第で 6 月利下げもあり得ると述べていたことから、FRB は労働市場に少しでも悪化の兆候が見られれば、次回会合で予防的な利下げを行なうとみていた。しかしながら、パウエル議長は関税による影響が必ずしもハードデータに反映されるのを待つ必要はないとしたものの、次回会合で政策スタンスの変更が必要となる可能性について問われた際に、「忍耐強くあるのが適切」と述べるなど予防的利下げとは距離を置いた。6 月会合までには雇用統計が 1 回公表されるが、不確実性の高まりによる様子見姿勢を再三強調したことも考えれば、1 回分で利下げの判断をすることは難しいとみられる。

一方、4 月の雇用統計の内容は、関税の不透明感に伴う駆け込み需要といった特殊要因が含まれているほか、

長期失業者が増加するなど景気下振れリスクが払拭できるほどではなかった。加えて、3 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、先行指標となる Indeed 求人件数も減少傾向で推移している。失業者 1 人当たりの JOLTS 求人件数は 1.02 件とかろうじて 1 を上回っているが、先行指標の動きを見る限り、今後は求人件数が失業者数を下回る可能性が高まっている。長期のインフレ期待上昇に注意を払う必要はあるものの、年後半に労働市場悪化の方向性が明確になった段階で FRB は利下げに踏み切るとみており、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>2025/3/18－19</th><th>2025/5/6－7</th></tr>
<tr><td>Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

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。失業率はここ数ヵ月、低い水準で安定しており、労働市場の状況は堅調なままである。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 have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, 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。失業率はここ数ヵ月、低い水準で安定しており、労働市場の状況は堅調なままである。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＞
・純輸出の変動はあるものの、経済活動は堅調なペースで拡大し続けていることに言及
・労働市場の状況は「堅調なまま」、インフレ率は「依然として幾分高い水準にある」との認識を維持</td></tr>
<tr><td>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. 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。経済見通しに対する不確実性は増している。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う。</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 has increased further. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation 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一段と増している。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、失業の増加と高インフレのリスクが高まったと判断している。</td></tr>
<tr><td colspan="2">＜ポイント＞
・経済見通しに関する不確実性が「一段と」増していることに言及
・失業の増加と高インフレのリスクが高まったと判断</td></tr>
</table>

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. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from $25 billion to $5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at $35 billion. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	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。	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。
＜ポイント＞ ・政策金利は 4.25－4.50%ですえ置き	
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	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。	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。
＜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; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings. 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、ボウマン理事、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。この措置に反対票を投じたのはウォラー理事で、FF レートの目標レンジのすえ置きは支持したものの、現状の保有証券の減少ペースを継続することを望んだ。	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; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Neel Kashkari voted as an alternate member 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、ボウマン理事、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、カシュカリ総裁、クーグラー理事、ムサレム総裁、ウォラー理事。カシュカリ総裁は今回の会合では代理メンバーとして投票した。
＜ポイント＞ ・全会一致 ・カシュカリ総裁は今回代理として投票	

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