

MUFG Focus USA

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Bank, Ltd. Economic Research NY
Akira Yoshimura | 吉村 晃 (ayoshimura@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

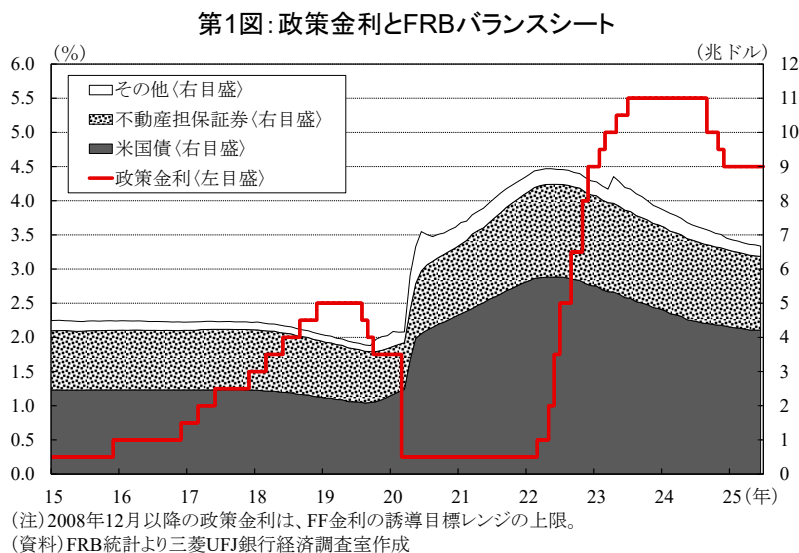
6 月 FOMC～2025 年の利下げは 2 回との予測を維持も、政策金利見通しは上方にシフト

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会 (FOMC) は 6 月 17-18 日の定例会合で、FF 金利の誘導目標レンジを 4.25～4.5% で据え置くことを全会一致で決定した。
- ◇ 3 ヶ月毎に公表される経済予測は、実質 GDP 成長率 (10-12 月期の前年比) が 2025 年に前年比 +1.4%、2026 年に同 +1.6% と、FOMC 参加者が中長期の水準 (潜在成長率) と考える 1.8% を下回ると予測されている。もっとも、民間調査機関のコンセンサス対比では、2025 年は緩やかな景気減速に止まると想定されている。
- ◇ 失業率 (10-12 月期の平均値) は 2025 年、2026 年ともに 4.5%、物価 (10-12 月期の前年比) は 2025 年に PCE デフレーターが前年比 +3.0%、基調を示すコア PCE デフレーターは同 +3.1% まで上昇すると予測されている。これらも、民間のコンセンサスと比較すると、相対的に緩やかな上昇に止まると見込まれている。
- ◇ 政策金利見通しでは、2025 年に中央値で 2 回の利下げ見通しが維持された。もっとも、FOMC 参加者個々にみると、19 人中 8 人が利下げ 2 回、7 人が利下げなし (年内据え置き) と割れており、分布は全体的に上方にシフトしている。また、2026 年末の中央値は 3.625%、2027 年末は 3.375% とそれぞれ前回から +0.25% ポイント上方にシフトし、利下げペースは前回よりも緩やかになると予測されている。
- ◇ パウエル議長は記者会見で、不確実性が高いにも関わらず景気は堅調であり、関税の影響がより明らかになるまで様子見を続けることができる良い位置にある、との考えを改めて述べた。また、関税の影響について、夏にかけて多くのことが明らかになるとの見通しを述べた。
- ◇ 今回の FOMC における政策金利見通しは上方にシフトしており、雇用よりもインフレに対するリスクや不確実性がより反映されたといえよう。先行きについて、各国との関税交渉が順調に進む等の条件が整えば、早ければ秋に利下げが再開される可能性もあろう。もっとも、関税による価格上昇が持続的ではないと判断するには数ヵ月を要するとみられ、この間、労働市場の減速や失業率の上昇が緩やかなものに止まるとの想定の下、利下げの再開は年末近くになると予想する。

4 会合連続で政策金利据え置きを決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は 6 月 17-18 日の定例会合において、FF 金利の誘導目標レンジを 4.25～4.5%で据え置くことを全会一致で決定した（第 1 図）。昨年 12 月の利下げ以降、政策金利は 4 会合連続で据え置かれた。



2025 年第 4 四半期に失業率 4.5%、コア PCE デフレーター前年比+3.1%と予測

FOMC 声明文では、景気・物価の現状判断は前回から概ね不変で「失業率は引き続き低水準で、労働市場は堅調である」「インフレ率は幾分高止まっている」とした。また、景気の先行きについては、前回会合以降に米中間で合意された追加関税引き下げを受け、「経済の先行きに対する不確実性は低下したものの、高止まっている」と変更された（前回「不確実性が一段と高まった」）。

3 ヶ月毎に公表される経済予測（FOMC 参加者の中央値）は、実質 GDP 成長率（10-12 月期の前年比）が 2025 年に前年比+1.4%（前回予測比▲0.3%ポイント）、2026 年に同+1.6%（同▲0.2%）と下方修正され、FOMC 参加者が中長期の水準（潜在成長率）と考える 1.8%を下回ると予測されている（次頁第 1 表）。もっとも、民間調査機関のコンセンサス（Blue Chip 6 月集計：2025 年：同+0.7%、2026 年：同+1.8%）対比では、2025 年は緩やかな景気減速に止まると想定されている。

失業率（10-12 月期の平均値）は 2025 年、2026 年ともに 4.5%（直近 5 月は 4.2%）、物価（10-12 月期の前年比）は 2025 年に PCE デフレーターが前年比+3.0%（前回予測比+0.3%ポイント）、基調を示すコア PCE デフレーターは同+3.1%（同+0.3%ポイント）まで上昇すると予測されている。これらも、民間のコンセンサスと比較すると、相対的に緩やかな上昇に止まると見込まれている。

第1表：FOMC参加者による経済予測（中央値）

		(%)				
		2024 実績	2025	2026	2027	中長期
実質GDP成長率	前々回（2024年12月）	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
	前回（2025年3月）		1.7	1.8	1.8	1.8
	今回（2025年6月）		1.4	1.6	1.8	1.8
失業率	前々回（2024年12月）	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
	前回（2025年3月）		4.4	4.3	4.3	4.2
	今回（2025年6月）		4.5	4.5	4.4	4.2
PCEデフレーター	前々回（2024年12月）	2.5	2.5	2.1	2.0	2.0
	前回（2025年3月）		2.7	2.2	2.0	2.0
	今回（2025年6月）		3.0	2.4	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	前々回（2024年12月）	2.8	2.5	2.2	2.0	-
	前回（2025年3月）		2.8	2.2	2.0	-
	今回（2025年6月）		3.1	2.4	2.1	-

（注）「GDP」と「インフレ率」は10-12月期の前年比。「失業率」は10-12月期の平均値。
（資料）FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

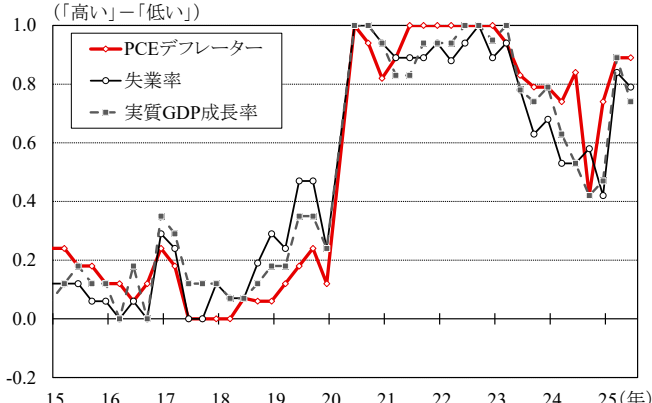
また、今回の経済予測についても、関税を巡る不透明感が高い中、実質 GDP 成長率、失業率、物価それぞれについて不確実性が極めて高いと認識されている（第2図）。

2025年の利下げは2回との予測を維持も、政策金利見通しは全体的に上方にシフト

今回示された政策金利見通しでは、2025年末に中央値で3.875%と、年内2回の利下げ見通しが維持された（1回の利下げ幅は0.25%ポイントを想定）（第3図）。もっとも、FOMC参加者個々にみると、19人中8人が利下げ2回、7人が利下げなし（年内据え置き）と割れており、分布は全体的に上方にシフトしている（次頁第2表）。また、2026年末の中央値は3.625%（前回比+0.25%ポイント）、2027年末は3.375%（同+0.25%ポイント）とそれぞれ上方にシフトし、利下げペースは前回よりも緩やかになると予測されている。

第2図：FOMC参加者の「不確実性」に対する評価

（「高い」-「低い」）

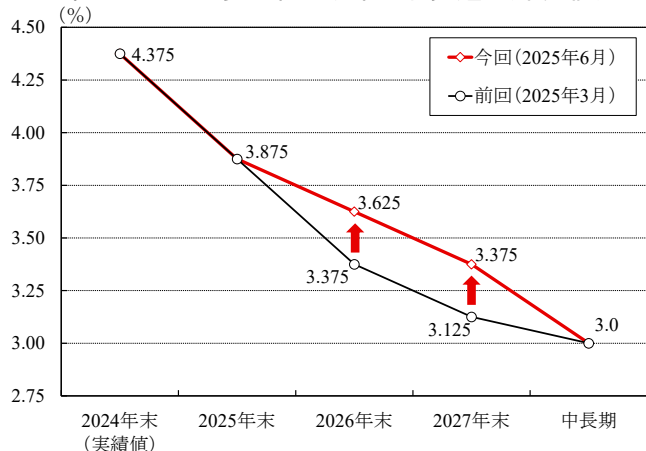


（注）過去20年間と比べて、不確実性が「高い」と答えた人数と「低い」と答えた人数の差を、全回答者数で割って算出。

（資料）FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）

(%)



（資料）FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：FOMC参加者の政策金利見通し（分布）

政策金利 (%)	2025年末		2026年末		2027年末		中長期	
	3月会合	6月会合	3月会合	6月会合	3月会合	6月会合	3月会合	6月会合
現在の水準→								
4.500								
4.375	4	7						
4.250								
4.125	4	2	3	1				
4.000								
3.875	9	8	1	5	2	2	1	1
3.750							1	1
3.625	2	2	2	4	4	3	2	2
3.500							2	2
3.375			9	5	2	6	1	1
3.250								
3.125			1	2	6	3	1	1
3.000							3	3
2.875			3	1	3	3	4	4
2.750								
2.625				1	2	2	2	2
2.500							2	2
2.375								

(注) 網掛け部分はFOMC参加者の中央値。

(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

夏にかけて関税が財の価格に反映され、関税の影響がより明らかになると指摘

金融政策に関する FOMC 声明文は前回から不変であった。パウエル議長は記者会見で、不確実性が高いにも関わらず景気は堅調であり、関税の影響がより明らかになるまで様子見を続けることができる良い位置にある、との考えを改めて述べた。

どの程度待てば関税の影響が明らかになるかについて、パウエル議長は引き続き明言を避けた一方、夏にかけて多くのことが明らかになるとの見通しを述べた。また、物価に対する関税の影響はこれまで限定的であることについて、サービスはインフレ率低下が進展していると歓迎した上で、財は現在の店頭の商品は関税導入前に輸入された可能性があり、これから夏にかけて影響が表れるとの予想を示した。

パウエル議長はまた、労働市場について、雇用増や失業率の水準は健全であり、労働需要は軟化がみられる一方、移民流入減によって労働供給も減退している結果、需給はバランスして失業率は安定的に推移していると述べた。議会で審議中の予算法案については FRB の所掌外であり、見通しへの影響も限定的と述べたほか、中東情勢については注視しつつ、エネルギー面で米国の海外依存度はかつてに比べて低下しているとの見解を示した。

インフレに対するリスクや不確実性をより重視し、利下げ開始は年末近くとの予想を維持

今回の FOMC では、関税の影響がより明らかになるまで、FRB は様子見を続けるとの姿勢が改めて示された。また、年内の利下げ回数は中央値で 2 回との予測が維持されたものの、全体としては政策金利見通しは上方にシフトしており、雇用よりもインフレに対するリスクや不確実性がより反映されたといえよう。

先行きについて、夏にかけて関税の影響がより明らかになるとの見解が示されたことから、各国との関税交渉が順調に進む等の条件が整えば、早ければ秋に利下げが再開される可能性

もあろう。もつとも、交渉の進展状況は不確実性が高い上、関税による価格上昇が持続的ではないと判断するには数ヵ月を要するとみられる。この間、労働市場の減速や失業率の上昇が緩やかなものに止まるとの想定の下、利下げの再開は年末近くになると予想する。

(2025年6月18日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2025 年 5 月 6 日・7 日)	今回(2025 年 6 月 17 日・18 日)
<p>景気・物価の現状判断</p> <p>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 <u>has stabilized at a low level in recent months</u>, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.</p> <p>二大責務</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 has <u>increased further</u>. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate <u>and judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen</u>.</p> <p>金融政策</p> <p>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.</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>投票結果</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; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; <u>Neel Kashkari</u>; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. <u>Neel Kashkari voted as an alternate member at this meeting.</u></p>	<p>景気・物価の現状判断</p> <p>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 <u>remains</u> low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.</p> <p>二大責務</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 has <u>diminished but remains elevated</u>. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</p> <p>金融政策</p> <p>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.</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>投票結果</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; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; <u>Jeffrey R. Schmid</u>; and Christopher J. Waller.</p>

(資料)FOMC 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.