

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

9月FOMC～0.25%ポイントの利下げ決定、年内2回会合で0.5%ポイントの利下げ見通し

【要旨】

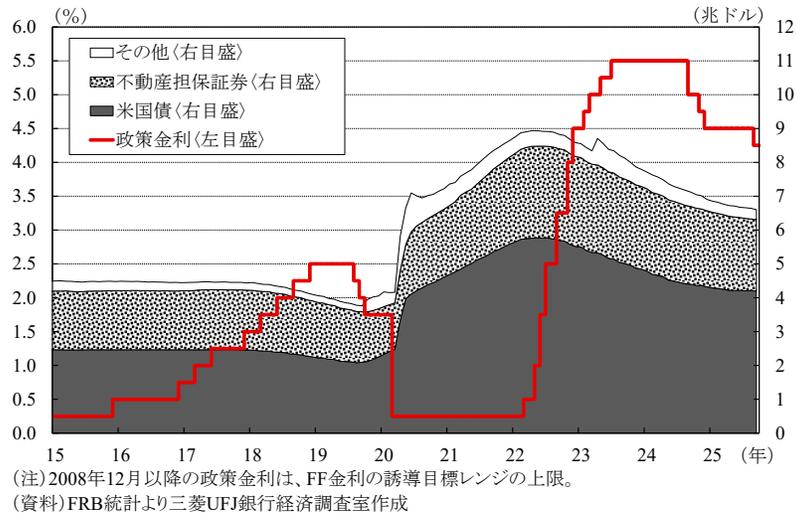
- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は9月16-17日の定例会合で、FF金利の誘導目標レンジを0.25%ポイント引き下げ、4.0～4.25%とすることを決定した。昨年12月以来、9ヵ月ぶりの利下げとなった。トランプ大統領の指名を受けてFRB理事に就任したミラン氏は0.5%ポイントの大幅利下げを主張して票決に反対した。
- ◇ FOMC 声明文では「労働市場は堅調（solid）である」との判断が削除され、雇用の下振れリスクに言及した。一方、3ヵ月毎に公表される経済予測（FOMC参加者の中央値）では、実質GDP成長率（10-12月期の前年比）は上方修正され、失業率（10-12月期の平均値）は小幅に下方修正された。物価（10-12月期の前年比）は、関税影響によるインフレ率の押し上げが想定より後ずれするとの見方が反映された。
- ◇ 今回の利下げの理由について、声明文では、雇用の下振れリスクが高まり、雇用及び物価の目標達成に対するリスクのバランスがシフトしたとの認識が示された。パウエル議長は記者会見で、雇用増の減速は移民減少等の供給面の影響が大きいものの、足元ではブレイクイーブン（失業率を一定に維持するために必要な雇用の伸び）を下回っているように見え、下振れリスクが高まっていると述べた。一方、物価については、関税引き上げに伴う価格転嫁は想定より緩やかで、労働市場も軟化する中、インフレのリスクは数ヵ月前よりも低下したと述べた。
- ◇ 政策金利見通しでは、2025年末に中央値で3.625%（前回予測比▲0.25%ポイント）と、年内残り2回会合で計0.5%ポイントの利下げが想定されている。もっとも、FOMC参加者個々にみると、19人中10人が利下げ2回以上、9人が1回以下（うち6人は年内据え置き）と大きく割れており、年内残り2回の利下げがコンセンサスとは言い難い。また、2026年の利下げ回数は中央値で1回に止まり、市場予想（2026年に2～3回の利下げを想定）よりもタカ派的と受け止められた。
- ◇ パウエル議長自身は雇用の下振れリスクを重視しており、今後雇用が急回復しない限り、年内残り2回の会合での利下げを支持する可能性が高いように思われる。パウエル議長の後任選定等を巡り、政権からの金融政策への圧力が強まる点は留意される。

9ヵ月ぶりに0.25%ポイントの利下げ決定、ミラン理事のみ大幅利下げを主張して反対票

連邦公開市場委員会（FOMC）は9月16-17日の定例会合で、FF金利の誘導目標レンジを0.25%ポイント引き下げ、4.0~4.25%とすることを決定した（第1図）。昨年12月以来、9ヵ月ぶりの利下げとなった。

トランプ大統領の指名を受けてFRB理事に就任したミラン氏は0.5%ポイントの大幅利下げを主張して票決に反対した。一方、前回会合で利下げを支持して反対に回ったボウマン理事とウォラー理事は、今回は票決に賛成した。

第1図：政策金利とFRBバランスシート



声明文では雇用の下振れリスクに言及も、景気見通しは上方修正

FOMC 声明文では、7月と8月の雇用統計における雇用の増加幅の大幅減速を受けて、前回までの「労働市場は堅調（solid）である」との判断が削除され、「雇用の増加ペースは減速し、失業率は小幅に上昇したものの引き続き低水準である（下線部を追加）」と下方修正された。また、雇用と物価のリスクバランスについて「FOMC は雇用の下振れリスクが高まったと判断している」との文言が盛り込まれた。物価については、関税影響によるインフレ率加速を受けて「インフレ率は上昇して幾分高止まっている（下線部を追加）」とした。

一方、3ヵ月毎に公表される経済予測（FOMC 参加者の中央値）では、実質 GDP 成長率（10-12月期の前年比）が2025年に前年比+1.6%（前回予測比+0.2%ポイント）、2026年に同+1.8%（同+0.2%）と上方修正された（次頁第1表）。また、失業率（10-12月期の平均値）は、2025年に前回予測と同様に4.5%まで上昇した後、2026年に4.4%（前回予測比▲0.1%ポイント）、2027年に4.3%（同▲0.1%ポイント）と小幅に下方修正される等、引き続き大幅な景気悪化は見込まれていない。

¹ トランプ政権のCEA（大統領経済諮問委員会）委員長として関税政策に関与。8月に辞任したクーグラー理事の後任として、トランプ大統領の指名及び上院の承認を経て9月16日にFRB理事に就任。任期は2026年1月31日までであり（前任の理事が任期途中で辞任した場合、残りの任期を引き継ぐ）、この間はCEA委員長職を休職するとしている。

物価（10-12月期の前年比）は、2026年にPCEデフレーター及びコアPCEデフレーター（食品・エネルギーを除く）がそれぞれ+0.2%ポイント上方修正され、関税影響によるインフレ率の押し上げが想定より後ずれするとの見方が反映された。

第1表：FOMC参加者による経済予測（中央値）

		(%)					
		2024 実績	2025	2026	2027	2028	中長期
実質GDP成長率	前々回（2025年3月）	2.5	1.7	1.8	1.8	-	1.8
	前回（2025年6月）		1.4	1.6	1.8	-	1.8
	今回（2025年9月）		1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
失業率	前々回（2025年3月）	4.2	4.4	4.3	4.3	-	4.2
	前回（2025年6月）		4.5	4.5	4.4	-	4.2
	今回（2025年9月）		4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	前々回（2025年3月）	2.5	2.7	2.2	2.0	-	2.0
	前回（2025年6月）		3.0	2.4	2.1	-	2.0
	今回（2025年9月）		3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	前々回（2025年3月）	2.8	2.8	2.2	2.0	-	-
	前回（2025年6月）		3.1	2.4	2.1	-	-
	今回（2025年9月）		3.1	2.6	2.1	2.0	-

(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

年内残り2回会合で計0.5%ポイントの利下げを予測も、FOMC参加者個々にばらつき

今回の利下げの理由について、声明文では、雇用の下振れリスクが高まり、雇用及び物価の目標達成に対するリスクのバランスがシフトしたとの認識が示された。

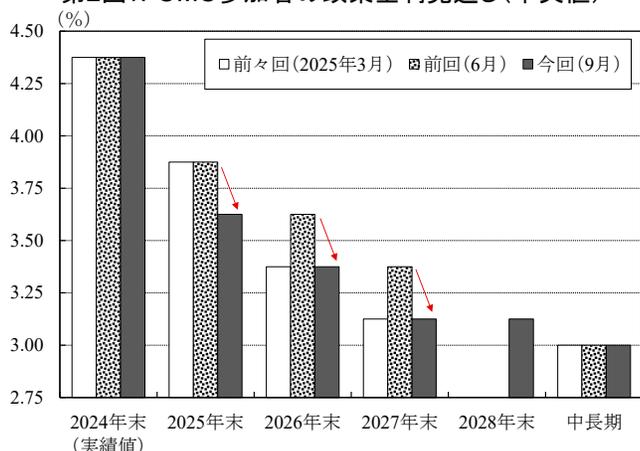
パウエル議長は記者会見で、雇用増の減速は移民減少等の供給面の影響が大きいものの、足元ではブレークイーブン（失業率を一定に維持するために必要な雇用の伸び）を下回っているように見え、下振れリスクが高まっていると述べた。一方、物価については、関税引き上げに伴う価格転嫁は想定より緩やかで、労働市場も軟化する中、インフレのリスクは数ヵ月前よりも低下したと述べた。景気見通しが上方修正された中での今回の利下げは、雇用の下振れリスクを踏まえた「リスク管理」の利下げ（risk-management cut）との考えを示した。なお、ミラン理事が主張した0.5%ポイントの利下げはFOMC内で幅広い支持はなく、大幅な利下げが必要な状況にはないと指摘した。

先行きについて、今回示された政策金利見通しでは、2025年末に中央値で3.625%（前回予測比▲0.25%ポイント）と、年内残り2回の会合で計0.5%ポイントの利下げが想定されている（次頁第2図）。もっとも、FOMC参加者個々にみると（次頁第2表）、19人中10人が利下げ2回以上、9人が1回以下（うち6人は年内据え置き）と大きく割れており、年内残り2回の利下げがコンセンサスとは言い難い（1回の利下げ幅は0.25%ポイントを想定）。また、2026年の利下げ回数は中央値で1回に止まり、市場予想（2026年に2～3回の利下げを想定）よりもタカ派的と受け止められた。

なお、中長期の政策金利（中立金利）は中央値で 3.0%と、前回から不変であった（第 3 図）。

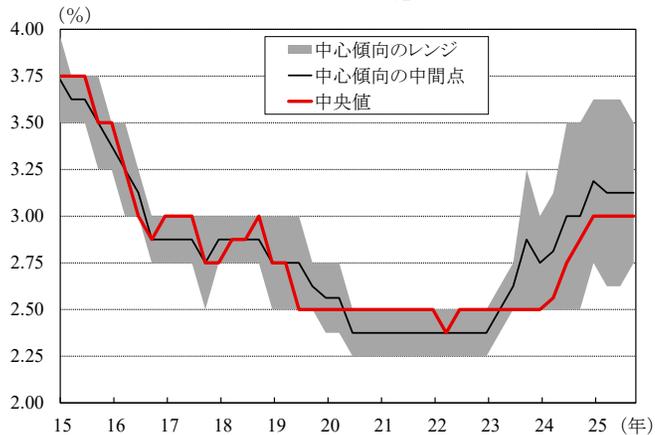
パウエル議長は、年内の政策金利見通しのばらつきが大きい点について、雇用は下振れリスク、インフレは上振れリスクに直面し、政策対応が困難な状況にあることを示していると述べた。また、先行きの金融政策は引き続きデータ次第で会合毎に決定すると述べた一方、金融市場が織り込んでいるとおり、今回の利下げは 1 度きりのものではないとの考えを示した。

第2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3図：FOMC参加者の「中長期」の政策金利見通し



(注)「中心傾向」は上下それぞれ3つの予測値を除いたもの。

(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		2028年末	中長期	
	前回	今回	前回	今回	前回	今回	今回	前回	今回
4.500									
4.375	7	1							
4.250									
4.125	2	6	1						
4.000									
3.875	8	2	5	2	2	2	2	1	1
3.750								1	1
3.625	2	9	4	6	3	2	2	2	1
3.500								2	1
3.375			5	2	6	2	2	1	2
3.250									1
3.125			2	4	3	7	5	1	2
3.000								3	4
2.875		1	1	3	3	3	4	4	1
2.750							1		2
2.625			1	2	2	2	3	2	3
2.500								2	
2.375						1			

(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

利下げ期待の高まっていた金融市場にはタカ派的、FRBの独立性への懸念は幾分緩和

今回の FOMC では、雇用の下振れリスクを強調して利下げが再開された一方、景気・物価見通しはむしろ上方修正され、年内の政策金利見通しもコンセンサスが見られない点は、利

下げ期待の高まっていた金融市場からタカ派的と受け止められた。もともと、パウエル議長自身は雇用の下振れリスクを重視しており、リスク管理の観点から、今後雇用が急回復しない限り、年内残り2回の会合での利下げを支持する可能性が高いように思われる。

なお、今回の会合で大幅利下げを主張して票決に反対したのがミラン理事のみに止まり、同氏のみでは FOMC の政策決定への影響は限定的であると示された点は、FRB の独立性への懸念を幾分緩和させるものであった。今後、パウエル議長の後任選定等を巡り、政権からの金融政策への圧力が引き続き強まる点は留意される。

(2025年9月17日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(2025年7月29日・30日)	今回(2025年9月16日・17日)
<p>景気・物価の現状判断 <u>Although swings in net exports continue to affect the data,</u> recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. The unemployment rate remains low, <u>and labor market conditions remain solid.</u> Inflation remains somewhat elevated.</p> <p>二大責務 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.</p> <p>金融政策 In support of its goals, the Committee decided to <u>maintain</u> the target range for the federal funds rate <u>at 4-1/4 to 4-1/2</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 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 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; <u>and Jeffrey R. Schmid.</u> Voting against this action <u>were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller,</u> who preferred to lower the target range for the federal funds rate by <u>1/4</u> percentage point at this meeting. <u>Absent and not voting was Adriana D. Kugler.</u></p>	<p>景気・物価の現状判断 Recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. <u>Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but</u> remains low. Inflation <u>has moved up and</u> remains somewhat elevated.</p> <p>二大責務 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 <u>and judges that downside risks to employment have risen.</u></p> <p>金融政策 In support of its goals <u>and in light of the shift in the balance of risks,</u> the Committee decided to <u>lower</u> the target range for the federal funds rate <u>by 1/4 percentage point to 4 to 4-1/4</u> 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.</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 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; <u>Michelle W. Bowman;</u> Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; <u>and Christopher J. Waller.</u> Voting against this action <u>was Stephen I. Miran,</u> who preferred to lower the target range for the federal funds rate by <u>1/2</u> percentage point at this meeting.</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.