

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

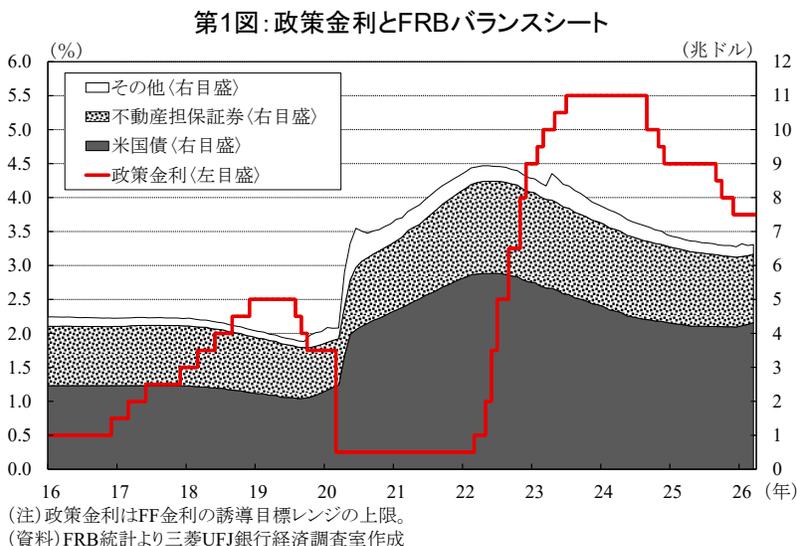
3月 FOMC～政策金利据え置きを決定、2026年の利下げ回数は1回との見通しを維持

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は3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3.5～3.75%で据え置くことを決定した。票決は11対1で、ミラン理事は前回会合に続いて0.25%ポイントの利下げを支持して票決に反対した。一方、前回は利下げを支持したウォラー理事は、今回は金利据え置きに賛成した。
- ◇ FOMC 声明文では、足元のイラン情勢や原油高の影響については「中東情勢の展開が米国経済に及ぼす影響は不透明である」との認識が示された。
- ◇ 3ヵ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測では、インフレ率（10-12月期の前年比）は PCE デフレーターが同+2.7%（同+0.3%ポイント）、食品・エネルギーを除くコア PCE デフレーターも同+2.7%（同+0.2%ポイント）と上方修正された。中東情勢や原油高の影響に加え、関税の価格転嫁による財価格の押し上げが想定よりも長引いていることが反映された。
- ◇ 政策金利見通しでは、中央値で2026年と2027年にそれぞれ1回ずつ利下げを行うとの予測が維持された。一方、2026年に2回以上の利下げを予測していた参加者の数が、前回の8人から今回は5人に減少する等、個々の政策金利見通しは上方にシフトしている。
- ◇ なお、パウエル議長は記者会見で、自身に対する刑事捜査が透明性をもって終了するまで理事を退任しない考えを明らかにした。
- ◇ パウエル議長は関税の影響が一巡してインフレ低下の進展が見られなければ利下げは行われないと述べたことから、金融市場における利下げの織り込みは大きく後退し、国債利回りは上昇した。他方、足元で懸念されているイラン情勢や原油高よりも、関税の影響を受けるコア財を重視すると明確にしたことは注目される。労働市場は引き続き脆弱性を抱える中、年半ば以降に関税の影響が剥落してコア PCE デフレーターの上昇率が低下していくことが確認されれば、年内に利下げを行うことは引き続き可能であろう。

2 会合連続で政策金利据え置き、ミラン理事が利下げを支持して票決に反対

連邦公開市場委員会（FOMC）は 3 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 3.5～3.75% で据え置くことを決定した（第 1 図）。昨年 12 月の利下げを最後に、2 会合連続で政策金利を据え置いた。票決は 11 対 1 で、ミラン理事¹は前回会合に続いて 0.25% ポイントの利下げを支持して票決に反対した。一方、前回は利下げを支持したウォラー理事は、今回は金利据え置きに賛成した。



景気・物価の現状判断を維持、イラン情勢の影響は現時点では不透明と指摘

FOMC 声明文における景気・物価の現状判断は前回の文言が概ね維持され、「経済活動は堅調な (solid) ペースで拡大している」「雇用の増加は低水準が続き、失業率はここ数ヵ月はわずかな変化に止まっている」（前回は「安定化の兆しを幾分示している」）「インフレ率は幾分高止まっている」とされた。

足元のイラン情勢や原油高の影響については「中東情勢の展開が米国経済に及ぼす影響は不透明である」との認識が示された。パウエル議長は記者会見において、短期的にはエネルギー価格の上昇がインフレ率を押し上げ、個人消費や雇用を下押ししうるものの、影響の大きさや期間について判断するのは時期尚早であり、不確実性が高い点を強調した。

FOMC 参加者の経済予測では、実質 GDP 成長率とインフレ率見通しを上方修正

3 ヶ月毎に公表される FOMC 参加者の経済予測（次頁第 1 表）では、実質 GDP 成長率（10-12 月期の前年比）は 2026 年に前年比 +2.4%（前回予測比 +0.1% ポイント）と 小幅に上方修正され、失業率（10-12 月期の平均値）は 2026 年に 4.4% と前回予測から不変であった。

¹ ミラン理事の任期は 2026 年 1 月 31 日までだが、規定上は任期が切れた後も後任が決まるまで暫定的に職に留まることが可能。

一方、インフレ率（10-12月期の前年比）はPCEデフレーターが同+2.7%（同+0.3%ポイント）、食品・エネルギーを除くコアPCEデフレーターも同+2.7%（同+0.2%ポイント）と上方修正された。パウエル議長はこの背景について、中東情勢や原油高の影響に加え、関税の価格転嫁による財価格の押し上げが想定よりも長引いていることが反映されていると指摘した。

また、実質GDP成長率は2027年に前年比+2.3%（前回予測比+0.3%ポイント）、2028年に同+2.1%（同+0.2%ポイント）、中長期でも同+2.0%（同+0.2%ポイント）と上方修正された点について、パンデミック後に高い生産性の伸びが継続しており、今後も生成AIが生産性上昇に寄与するとの見方が背景にあるとパウエル議長は述べた。

第1表：FOMC参加者による経済予測（中央値）

		2025	2026 予測	2027 予測	2028 予測	中長期
実質GDP成長率	前々回（2025年9月）	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
	前回（2025年12月）	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
	今回（2026年3月）	2.2	2.4	2.3	2.1	2.0
失業率	前々回（2025年9月）	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
	前回（2025年12月）	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
	今回（2026年3月）	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	前々回（2025年9月）	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
	前回（2025年12月）	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
	今回（2026年3月）	2.8	2.7	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	前々回（2025年9月）	3.1	2.6	2.1	2.0	-
	前回（2025年12月）	3.0	2.5	2.1	2.0	-
	今回（2026年3月）	2.9	2.7	2.2	2.0	-

(注) 1. 実質GDP成長率、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターは10-12月期の前年比。
失業率は10-12月期の平均値。
2. 2025年の数値は今回合合より実績値。
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2026年の利下げ回数は中央値で1回との見通しを維持も、個々の金利見通しは上方シフト

FOMC参加者の政策金利見通しでは、中央値で2026年と2027年にそれぞれ1回ずつ利下げを行うとの予測が維持された（次頁第2表）。一方、2026年に2回以上の利下げを予測していた参加者の数が、前回の8人から今回は5人に減少する等、個々の政策金利見通しは上方にシフトしている。

中長期の政策金利水準（中立金利）についても、参加者個々の予測は上方にシフトし、中央値も3.125%（前回予測比+0.125%ポイント）と上方修正された。実質GDP成長率の上方修正と同様に、生産性上昇が背景にあるとパウエル議長は指摘した。

第2表：FOMC参加者の政策金利見通し（分布）

政策金利 (%)	2026年末		2027年末		2028年末		中長期	
	前回	今回	前回	今回	前回	今回	前回	今回
4.000								
3.875	3		2	1	2	1	1	1
3.750							1	1
3.625	4	7	2	3	2	3	1	1
3.500							1	1
3.375	4	7	3	4	2	3	2	2
3.250							1	1
3.125	4	2	6	6	6	7	2	3
3.000							5	5
2.875	2	2	3	3	3	3	1	2
2.750					1		1	
2.625	1	1	2	1	3	2	3	2
2.500								
2.375			1	1				
2.250								
2.125	1							

(注) 1. 数字は各年末時点の金利水準を予測したFOMC参加者（計19人）の人数を示す。

2. 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

関税の影響が一巡し、インフレ低下の進展がなければ利下げは行われないと指摘

今後の金融政策に関してパウエル議長は、原油高の影響よりも前に、関税による財の価格上昇が一巡してインフレ率が低下に向かうことが重要であると述べた。また、政策金利見通しにおける利下げは、年半ばにかけて関税の影響が一巡することを基本シナリオとして想定しており、インフレ低下の進展が見られなければ利下げは行われないと考えを示した。

労働市場については、1月と2月の雇用統計の結果を均すと安定しているとみられる一方、雇用増加がほぼゼロの状態です。労働需給が均衡している状態は、引き続き下振れリスクを抱えていると述べた。

次の政策対応が利上げになる可能性については前回会合と同様に議論され、選択肢として排除していないものの、大多数の参加者は基本シナリオとしていないと明らかにした。

さらに、生成AIによる生産性上昇は金利水準を押し下げるとの議論については、データセンターの建設によって財及びサービスの需要が高まり、むしろインフレ率や中立金利を押し上げる可能性があるとして述べた。

刑事捜査が終わるまでは議長退任後も理事として残ると明言

トランプ大統領から次期FRB議長の指名を受けたケビン・ウォーシュ氏は、FRB理事職はミラン氏の後任として、FRB議長職（FRB理事の中から選出される）はパウエル氏の後任として指名されており、いずれも上院の承認が必要となる。しかし、パウエル議長の刑事捜査に対する共和党議員（ティリス上院議員）の反発によって上院の審議が滞っており、現段階で承認の目途は立っていない。この点についてパウエル議長は、自身の議長任期終了までに

後任が承認されなければ、規定により議長代行を務めると発言した。また、FRB 理事職²については、自身に対する刑事捜査が透明性をもって終了するまで退任しない考えを明らかにした。さらに、議長任期及び刑事捜査が終了した後に理事として残るかどうかはまだ決めていないと述べた。

金融市場における利下げの織り込みは大きく後退し、国債利回りは上昇

今回の FOMC では、政策金利見通しは中央値で 2026 年に 1 回の利下げが維持されたものの、パウエル議長は関税の影響が一巡してインフレ低下の進展が見られなければ利下げは行われないと述べたことから、金融市場における利下げの織り込みは大きく後退し、国債利回りは上昇した。他方、足元で懸念されているイラン情勢や原油高よりも、関税の影響を受けるコア財を重視すると明確にしたことは注目される。労働市場は引き続き脆弱性を抱える中、年半ば以降に関税の影響が剥落してコア PCE デフレーターの上昇率が低下していくことが確認されれば、年内に利下げを行うことは引き続き可能であろう。

(2026 年 3 月 18 日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

² パウエル氏の議長としての任期は 2026 年 5 月 15 日まで、理事としての任期は 2028 年 1 月 31 日まで。議長退任後は理事職も任期途中で退任するのが慣例であるが、パウエル議長は議長退任後に理事職も退任するか明言していなかった。

FOMC 声明文

前回(2026年1月27日・28日)	今回(2026年3月17日・18日)
<p>景気・物価の現状判断 Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have remained low, and the unemployment rate has <u>shown some signs of stabilization</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 maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 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 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; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Beth M. Hammack; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; <u>and Anna Paulson</u>. Voting against this action <u>were</u> Stephen I. Miran <u>and Christopher J. Waller</u>, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting.</p>	<p>景気・物価の現状判断 Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have remained low, and the unemployment rate has <u>been little changed in recent months</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. <u>The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain</u>. 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 maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 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 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; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Beth M. Hammack; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Lorie K. Logan; Anna Paulson; <u>and Christopher J. Waller</u>. Voting against this action <u>was</u> Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 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.