

リスク管理として利下げを決定した9月FOMC

～経済指標による景気動向の把握は難化～

リサーチ&ソリューション第1部 佐古 佳史

要旨

9月FOMCでは政策金利の誘導目標を25bp引き下げ、4.00～4.25%とすることが決定された。また、FOMC参加者の団結とFRBの独立性が保たれている印象を与えた。ドットプロットの中央値で考えると25年内は追加的に50bp利下げ見通しとなった。

足元の経済指標をみると、雇用だけが大幅に減速していることから、景気動向の把握は難化したと思われる。

25bpの利下げを決定し、政策金利は4.00～4.25%となった

9月16、17日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の誘導目標を25bp引き下げ、4.00～4.25%とすることが決定された。反対票を投じたのはマイランFRB理事（代わりに50bp利下げを主張）のみだったことから、9月FOMCは、FOMC参加者の団結とFRBの独立性が保たれている印象を与えた。また、FRBに課せられた物価と雇用の2つの使命の間で、バランスをとる金融政策運営となった。

声明文には、雇用増加ペースが減速したこと、失業率は上昇したが低水準であること、雇用のダウンサイドリスクが高まったこと、インフレ率はやや高止まりしていることなどが記された。FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、経済成長率の見通しは上方修正、失業率とインフレ率の見通しは概ね据え置かれた。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

		2025年	2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
	6月時点 (%前年比)	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0
失業率	(%)	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
	6月時点 (%)	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
	6月時点 (%前年比)	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	
	6月時点 (%前年比)	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		
政策金利	(%)	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6		2.8-3.5
	6月時点 (%)	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6

(資料)FRB

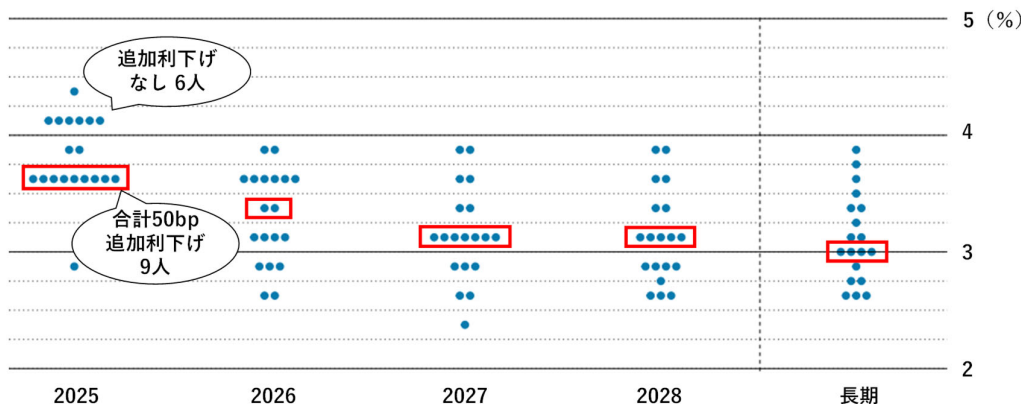
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

25 年内は 50bp の追加利下げ見通しとなったドットプロット

FOMC 後に公表された資料から、FOMC 参加者の各年末時点での政策金利を記したドットプロットを確認すると、25 年内の政策金利調整の見通しとしては、25bp の利上げが 1 人、追加利下げなしが 6 人、25bp の利下げが 2 人、50bp 利下げが 9 人、125bp 利下げが 1 人の予想となり、FOMC 参加者の間で、最適な政策金利をめぐる意見が割れていることがうかがえる。

なお、中央値で考えると 25 年内は追加的に 50bp の利下げ見通しとなった。また、中央値でみれば 26～27 年にかけても緩やかに利下げが行われる見通しとなった。

図表 2 9 月 FOMC 時点でのドットプロット



(資料) FRB 2025年9月FOMC (注) 枠は中央値。

FRB 議長の記者会見

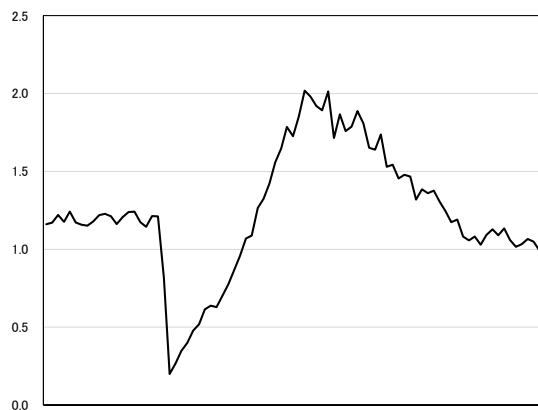
FOMC 後の記者会見にて、パウエル FRB 議長は、①25 年上半期の経済成長率は鈍化したこと、②雇用増加ペースが鈍化したため、失業率が今後上昇してしまう可能性が高まったこと、③関税の影響は一部の財に出ているが、これから現れるものもあること、④今回はリスク管理としての利下げであること、⑤一時的だと思われる関税の影響を長期化させないことが FRB の義務であること、などについて言及した。

労働市場の状況

25 年 7 月以降、労働市場の悪化懸念が高まっている。例えば、求人件数と失業者数の比較をみると、25 年 7 月は、1 人の失業者に対して、求人は 0.99 件まで低下した。また、労働需要が労働供給を下回っていることから、パウエル議長が指摘したように、今後失業率が上昇する可能性も考えられる。

(求人件数/失業者数)

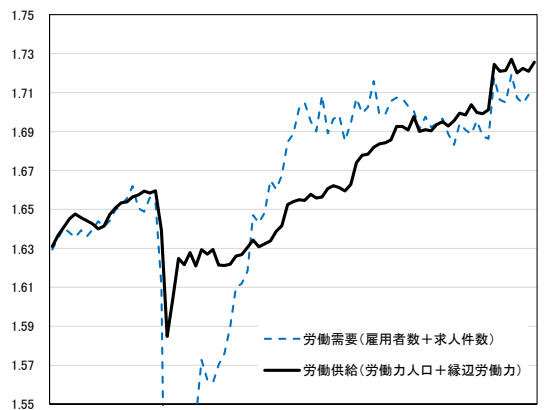
図表3 求人・失業者数比率の推移



(資料) 米労働省統計局、LSEG

(億人)

図表4 労働需給の推移



(資料) 米労働省統計局、LSEG

足元の景況感に対する考え方

足元では、雇用の減速が著しく注目を集めている。もっとも、雇用は一般的には遅行指数と考えられることから、労働市場の悪化よりも前に、明確に悪化した経済指標があったとしても、不思議ではない。

今回の局面では、ミシガン大学調査消費者マインド指数など、ごく一部のソフトデータしか、そうした経済指標として該当しないように思われる。このため私見では、足元の経済状況について以下の3通りの考え方がある。すなわち、①確認されている労働市場の悪化は一過性のものにすぎず、景気全体とは切り離して考えられる、②関税の影響が大きいこともあり、今回の景気減速はこれまでとは根本的にパターンが異なる、③雇用は依然として遅行指数であり、経済指標としては確認できない（確認しづらい）重要な要素がすでに大幅に悪化し、続いて雇用も悪化した。

①の場合は、数か月後に堅調な雇用関連のデータが公表されることとなるため、あまり問題とならない。②の場合は、従来の景気減速パターンがあまり役立たないこととなり、③の場合は、他の経済指標と雇用の動きがあまり整合的ではないことについての疑問が残る。いずれにせよ、経済指標を手がかりとする米国景気動向の把握は、難易度が増したと思われる。