

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～2 会合連続で政策金利据え置き、2025年に2回の利下げ見通しを維持

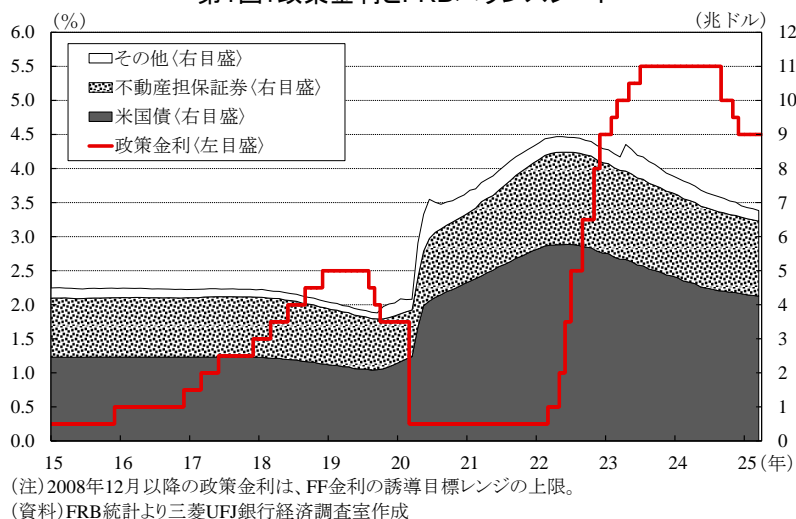
【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は3月18-19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。また、バランスシートの縮小ペースを4月より減速することをあわせて決定した。
- ◇ FOMC 声明文では、景気・物価の現状判断は前回から不変であった一方、先行きについて、トランプ政権の政策を巡る不透明感から「経済の見通しを巡る不確実性が高まった」と下方修正された。
- ◇ 3ヵ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+1.7%（前回予測比▲0.4%ポイント）と大きく下方修正され、失業率（10-12月期の平均値）は4.4%（同+0.1%ポイント）と引き上げられた。
- ◇ 物価（10-12月期の前年比）は関税引き上げの影響を織り込み、2025年にPCEデフレーターは前年比+2.7%（前回予測比+0.2%ポイント）、コアPCEデフレーターは同+2.8%（同+0.3%ポイント）と上方修正された。
- ◇ 政策金利見通しは、「景気」「雇用」の見通し悪化と「物価」の見通し上振れが相殺し合い、前回（昨年12月会合）と同様に2025年と2026年に各2回、2027年に1回の利下げが予測されている。
- ◇ パウエル議長は記者会見において、消費者及び企業のマインドは落ち込んでいるものの、個人消費や雇用等のハードデータは底堅く、利下げを急ぐ必要はないとの考えを改めて述べた。また、関税による物価上昇は、長期のインフレ期待が安定している限り、基本的には「一時的（transitory）」であるとの認識を示した。
- ◇ 今回のFOMCを金融市場は好意的に受け止めたものの、関税引き上げはトランプ1次政権と比較して対象が格段に広く、サプライチェーン見直しに伴う供給面の混乱等も予想され、影響が「一時的」とならない可能性がある。先行きの不確実性や景気の下振れリスクが高まっている一方、移民規制強化等、インフレ圧力を及ぼす他の政策も踏まえると、利下げを進められないリスクも引き続き大きいであろう。

2 会合連続の政策金利据え置き、バランスシートの縮小ペース減速を決定

連邦公開市場委員会（FOMC）は3月18-19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）。政策金利の据え置きは2会合連続である。また、バランスシートの縮小ペースを4月より減速することを決定した。

第1図：政策金利とFRBバランスシート



3 カ月毎に公表される経済予測では、景気・雇用の見通し悪化、物価の見通し上振れ

FOMC 声明文では、景気・物価の現状判断は前回から不変であった一方、先行きについて、トランプ政権の政策を巡る不透明感から「経済の見通しを巡る不確実性が高まった」と下方修正された（前回は「経済の見通しは不確実性が高い」）。また、前回の「雇用及び物価目標の達成に対するリスクは概ね均衡している」との文言が削除された。

3カ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+1.7%（前回予測比▲0.4%ポイント）と大きく下方修正され、失業率（10-12月期の平均値）は4.4%（同+0.1%ポイント）と引き上げられた（次頁第1表）。もっとも、実質GDP成長率、失業率ともに、中長期の水準から大きく乖離しておらず、大幅な景気悪化は予測されていない。

物価（10-12月期の前年比）は関税引き上げの影響を織り込み、2025年にPCEデフレーターは前年比+2.7%（前回予測比+0.2%ポイント）、コアPCEデフレーターは同+2.8%（同+0.3%ポイント）と上方修正された。2026年以降は前回予測から概ね変わらず、関税引き上げの影響が一巡すると想定されている。

なお、パウエル議長は記者会見において、今回の経済予測は、トランプ政権の政策変更が経済に与える影響について極めて不確実性が高い段階で実施されたものであることを強調した（次頁第2図）。

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9月） | 2.5 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 |
| | 前回（2024年12月） | | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| | 今回（2025年3月） | | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 失業率 | 前々回（2024年9月） | 4.2 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.2 |
| | 前回（2024年12月） | | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.2 |
| | 今回（2025年3月） | | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 |
| PCEデフレーター | 前々回（2024年9月） | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| | 前回（2024年12月） | | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| | 今回（2025年3月） | | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| コアPCEデフレーター | 前々回（2024年9月） | 2.8 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | - |
| | 前回（2024年12月） | | 2.5 | 2.2 | 2.0 | - |
| | 今回（2025年3月） | | 2.8 | 2.2 | 2.0 | - |

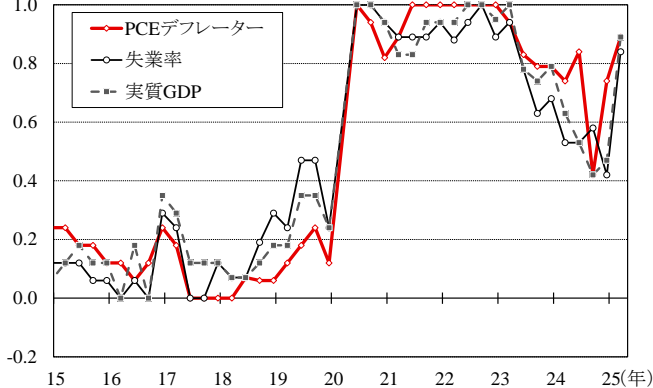
(注)「GDP」と「インフレ率」は10-12月期の前年比。「失業率」は10-12月期の平均値。
 (資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

政策金利見通しは、2025年に2回の利下げを維持

政策金利見通し（中央値）は、「景気」「雇用」の見通し悪化と「物価」の見通し上振れが相殺し合い、前回（昨年12月会合）と同様に2025年と2026年に各2回、2027年に1回の利下げ（1回の利下げ幅は0.25%ポイントと想定）が予測されている（第3図）。

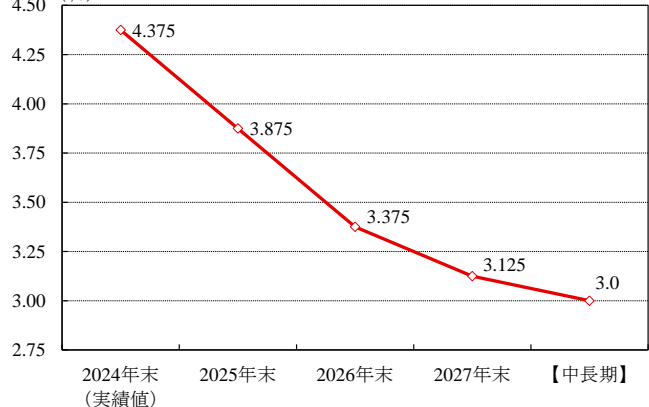
ただし、FOMC参加者（19名）個々に見ると、2025年及び2026年の分布は上方にシフトしており（次頁第2表）、2025年は19人中4人が利下げなし、4人が1回の利下げを予測している。一方、19人中11人と過半数は2025年に2回以上の利下げを予測しているともいえる。

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）
 (%)



(注)前回(2024年12月)及び今回(2025年3月)。
 (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 | |
|-------------|--------|----|--------|----|--------|----|-----|----|
| | 前回 | 今回 | 前回 | 今回 | 前回 | 今回 | 前回 | 今回 |
| 現在の水準→ | | | | | | | | |
| 4.500 | | | | | | | | |
| 4.375 | 1 | 4 | | | | | | |
| 4.250 | | | | | | | | |
| 4.125 | 3 | 4 | | 3 | | | | |
| 4.000 | | | | | | | | |
| 3.875 | 10 | 9 | 3 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 3.750 | | | | | | | 1 | 1 |
| 3.625 | 3 | 2 | 4 | 2 | 4 | 4 | 2 | 2 |
| 3.500 | | | | | | | 2 | 2 |
| 3.375 | 1 | | 5 | 9 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 3.250 | | | | | | | | |
| 3.125 | 1 | | 4 | 1 | 7 | 6 | 1 | 1 |
| 3.000 | | | | | | | 3 | 3 |
| 2.875 | | | 1 | 3 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 2.750 | | | 1 | | 1 | | 1 | |
| 2.625 | | | | | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 2.500 | | | | | | | 1 | 2 |
| 2.375 | | | 1 | | 1 | | 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

4月より米国債の削減額を月250億ドルから50億ドルに引き下げ

前回会合で検討されていた量的引き締め（QT）の減速について、FRBが保有する米国債の削減額の上限を、4月より月250億ドルから50億ドルに引き下げることを選定した。エージェンシー債及びMBS（住宅ローン担保証券）の削減額上限は月350億ドル（実際は月150億ドル程度）で維持されることから、バランスシートの縮小ペースは実質的に半減する（月400億ドル程度→200億ドル程度）。

昨年6月のQT減速と同様、技術的な措置であり、金融政策のスタンスを示すものではないとパウエル議長は説明した。また、債務上限問題を巡る市場流動性への懸念が議論の発端であり、QTの「停止」と「減速」の双方が議論された結果、「減速」が支持を集めたと述べた。

パウエル議長は、関税による物価上昇は基本的に「一時的（transitory）」とのスタンス

パウエル議長は記者会見において、トランプ政権の政策、とりわけ関税を巡る不透明感によって消費者及び企業のマインドは落ち込んでいるものの、個人消費や雇用等のハードデータは底堅く、利下げを急ぐ必要はないとの考えを改めて述べた。また、「通商」「移民」「財政政策」「規制」分野の政策変更の影響を合わせてみるのが今後の金融政策にとって重要であり、影響がより明らかになるまで待つことができるとの認識を示した。

パウエル議長はまた、関税による物価上昇は、長期のインフレ期待が安定している限り、基本的には「一時的（transitory）」であるとの認識を示した。一方、物価上昇を関税要因とそれ以外に峻別するのは困難であり、すでに一部は財の物価に反映されていると指摘した。

さらに、ミシガン大学統計の長期の期待インフレ率が3月に急上昇したのは例外的であり、その他の長期の期待インフレ率は引き続き安定していると述べた。

金融市場は今回の FOMC を好意的に受け止めも、利下げを進められないリスクも大きい

今回の FOMC では、関税引き上げにより物価見通しが上方修正されたものの、2025 年に 2 回の利下げが行われるとの政策金利見通しは維持された。また、パウエル議長の「関税による物価上昇は一時的」「長期の期待インフレは引き続き安定している」との認識も金融市場では好意的に受け止められた。

もともと、今回の関税引き上げは、トランプ 1 次政権と比較して対象が格段に広く、サプライチェーン見直しに伴う供給面の混乱等も予想され、影響が「一時的」とならない可能性がある。先行きの不確実性や景気の下振れリスクが高まっている一方、移民規制強化等、インフレ圧力を及ぼす他の政策も踏まえると、今回の見通しどおりに利下げを進められないリスクも引き続き大きいであろう。

(2025 年 3 月 19 日 吉村 晃 ayoshimura@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

| 前回(2025年1月28日・29日) | 今回(2025年3月18日・19日) |
|--|---|
| <p>景気・物価の現状判断 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.</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. <u>The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and</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 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 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; Jeffrey R. Schmid; <u>and Christopher J. Waller.</u></p> | <p>景気・物価の現状判断 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.</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. <u>Uncertainty around the economic outlook has increased.</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 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. <u>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.</u> 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; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. <u>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.</u></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.