

# 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

### 12月FOMC～3会合連続で0.25%ポイントの利下げ決定、今後は様子見姿勢を示唆

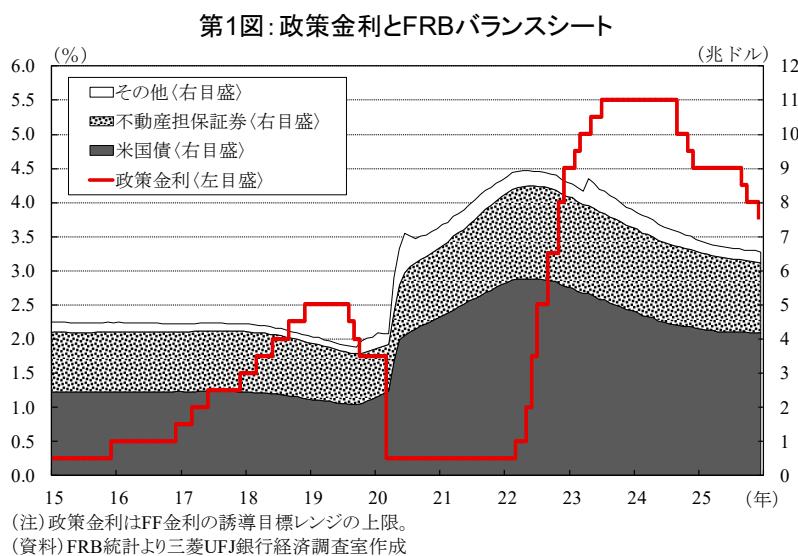
#### 【要旨】

- ◆ 連邦公開市場委員会（FOMC）は12月9-10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、3.5～3.75%とすることを決定した。投票権を有する12名中3名が票決に反対し、うち2名が金利据え置きを主張した。
- ◆ 今回利下げした理由についてパウエル議長は、労働市場の緩やかな減速が続き、失業率は9月までの3ヵ月間に0.3%ポイント上昇した一方、インフレ率は想定よりも幾分低く、関税の影響を除けば2%台前半であることや賃金の伸びが鈍化していることをあげた。とりわけ、雇用統計における過大推計の影響を除くと雇用の伸びはマイナスとなっている可能性があり、大きな下振れリスクがあるとの認識を示した。
- ◆ 今後の金融政策についてはFOMC声明文が変更され、利下げのペースを緩めてより慎重に判断することを示唆するものとみられる。パウエル議長は、9月以降の利下げによって政策金利は想定される中立金利のレンジの上方に達しており、経済が今後どのように進展するか時間かけて見る良い位置にあると述べた。
- ◆ 今回示されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、利下げ回数は中央値で2026年と2027年にそれぞれ1回にとどまり、前回から不変であった。金融市場は2026年に2回の利下げを織り込んでおり、FOMC参加者の中央値はタカ派的とみられるものの、参加者個々にみるとばらつきが大きく、19人中8人は2026年に2回以上の利下げを予測している。
- ◆ 今回のFOMCは、金利据え置きを支持する反対票は想定の範囲内であった一方、インフレの見通しが下方修正されたことや、パウエル議長が労働市場の下振れリスクを強調したことから、金融市場ではハト派的と受け止められた。
- ◆ 足元ではレイオフ・解雇は低水準であるとともに、既往の利下げの効果により雇用の大幅な悪化は回避することから、関税による物価押し上げの影響が一巡する来年半ばまで政策金利は据え置かれると予想する。一方、失業率がFOMC参加者の予測値である4.5%を超えて上昇する場合、早期の利下げが視野に入ろう。

### 3会合連続となる0.25%ポイントの利下げを決定、12名中3名が票決に反対

連邦公開市場委員会（FOMC）は12月9-10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、3.5～3.75%とすることを決定した（第1図）。9月、10月に続く3会合連続の利下げとなつた。ただし、投票権を有する12名中3名が票決に反対し、前回会合で反対したシュミッド氏（カンザスシティ連銀総裁）に加えてグールズビー氏（シカゴ連銀総裁）の2名が金利据え置きを主張した。一方、ミラン氏（FRB理事）は3会合連続で0.5%ポイントの大福利下げを主張して反対した。なお、今年は投票権を有さない地区連銀総裁も含めると、FOMC参加者19名中6名が金利据え置きを支持したとみられる（後掲第2表）。

また、短期金融市場で引き続き金利上昇圧力が高まっていることから、十分な準備金残高を維持するために短期国債の購入開始を決定した。購入額は初月に400億ドルで、数ヵ月は高水準が続いた後に減額する見込みとされた。



### 実質GDP成長率見通しは上方修正、物価見通しは下方修正

FOMC声明文では、景気判断について「入手可能な指標は、経済活動が緩やかな（moderate）ペースで拡大していることを示している」との文言が維持された。一方、「雇用の増加ペースは今年減速し、失業率は9月にかけて小幅上昇した」と記載され、前回までの「（失業率は）低水準にとどまっている」との文言が削除された。物価は「インフレ率は年初より上昇し、幾分高止まっている」との判断が維持された。

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2026年に前年比+2.3%（前回予測比+0.5%ポイント）と大幅に上方修正された（次頁第1表）。連邦政府閉鎖に伴う今四半期の落ち込みの反動増や減税の効果に加え、底堅い個人消費やAI関連投資が見込まれている。

失業率（10-12月期の平均値）は前回予測から概ね変わらず、2025年に4.5%まで上昇した後、2026年に4.4%、2027年に4.2%と低下すると予測されている。

物価（10-12ヶ月期の前年比）は前回から下方修正され、2026年にPCEデフレーターは前年比+2.4%（前回予測比▲0.2%ポイント）、コアPCEデフレーターは同+2.5%（同▲0.1%ポイント）と見込まれている。パウエル議長は記者会見において、サービスのインフレ率低下が進展していることや、関税政策に大きな変更がなければ2026年第1四半期が関税による財の物価押し上げのピークになるとの認識を示した。

第1表：FOMC参加者による経済予測（中央値）

|             |              | 2024<br>実績 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | (%)<br>中長期 |
|-------------|--------------|------------|------|------|------|------|------------|
| 実質GDP成長率    | 前々回（2025年6月） | 2.4        | 1.4  | 1.6  | 1.8  | -    | 1.8        |
|             | 前回（2025年9月）  |            | 1.6  | 1.8  | 1.9  | 1.8  | 1.8        |
|             | 今回（2025年12月） |            | 1.7  | 2.3  | 2.0  | 1.9  | 1.8        |
| 失業率         | 前々回（2025年6月） | 4.2        | 4.5  | 4.5  | 4.4  | -    | 4.2        |
|             | 前回（2025年9月）  |            | 4.5  | 4.4  | 4.3  | 4.2  | 4.2        |
|             | 今回（2025年12月） |            | 4.5  | 4.4  | 4.2  | 4.2  | 4.2        |
| PCEデフレーター   | 前々回（2025年6月） | 2.6        | 3.0  | 2.4  | 2.1  | -    | 2.0        |
|             | 前回（2025年9月）  |            | 3.0  | 2.6  | 2.1  | 2.0  | 2.0        |
|             | 今回（2025年12月） |            | 2.9  | 2.4  | 2.1  | 2.0  | 2.0        |
| コアPCEデフレーター | 前々回（2025年6月） | 3.0        | 3.1  | 2.4  | 2.1  | -    | -          |
|             | 前回（2025年9月）  |            | 3.1  | 2.6  | 2.1  | 2.0  | -          |
|             | 今回（2025年12月） |            | 3.0  | 2.5  | 2.1  | 2.0  | -          |

（注）「GDP」と「インフレ率」は10-12ヶ月期の前年比。「失業率」は10-12ヶ月期の平均値。

（資料）FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

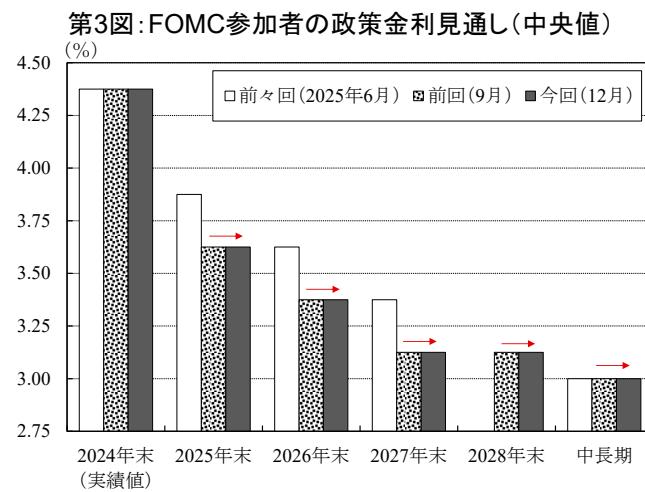
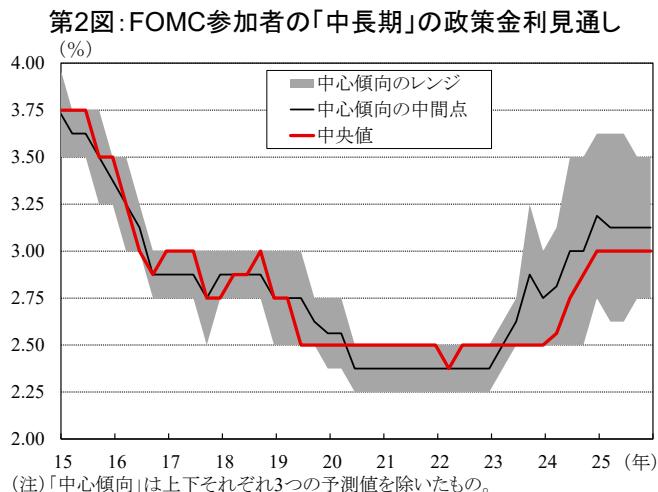
## 今後は利下げのペースを緩めることを示唆、2026年の利下げ回数は中央値で1回との予測

前回の10月会合の記者会見でパウエル議長は「12月会合での利下げは既定路線ではない」と述べていた。今回利下げした理由については、労働市場の緩やかな減速が続き、失業率は9月までの3カ月間に0.3%ポイント上昇した一方、インフレ率は想定よりも幾分低く、関税の影響を除けば2%台前半であることや賃金の伸びが鈍化していることをあげた。とりわけ、雇用統計における過大推計の影響を除くと雇用の伸びはマイナスとなっている可能性があり、大きな下振れリスクがあるとの認識を示した。また、累積的なインフレによる中低所得者のアフォーダビリティ低下に対して、強固な経済や労働市場を通じて実質賃金を引き上げることが重要との考えを述べた。

今後の金融政策について、FOMC声明文は「FF金利の目標レンジの更なる調整の程度や時期を検討するにあたり（下線部を追加）」と変更された。これは、昨年12月の会合で加えられた文言と同じであり、今後は利下げのペースを緩めてより慎重に判断することを示唆するものとみられる。パウエル議長は、9月以降の利下げによって政策金利は想定される中立金利のレンジ（FOMC参加者の中心傾向のレンジは2.75～3.5%、次頁第2図）の上方に達して

おり、経済が今後どのように進展するか時間をかけて見る（wait and see）良い位置にあると述べた。

また、今回示された FOMC 参加者の政策金利見通しでは、利下げ回数は中央値で 2026 年と 2027 年にそれぞれ 1 回にとどまり、前回から不变であった（第 3 図）。金融市場は 2026 年に 2 回の利下げを織り込んでおり、FOMC 参加者の中央値はタカ派的とみられるものの、参加者個々にみるとばらつきが大きく、19 人中 8 人は 2026 年に 2 回以上の利下げを予測している（第 2 表）。



第2表 : FOMC参加者の政策金利見通し（分布）

| 政策金利<br>(%) | 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 | 前回     | 今回 | 前回  | 今回 |
| 4.500       |        |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 4.375       | 1      |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 4.250       |        |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 4.125       | 6      |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 4.000       |        |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 3.875       | 2      | 6  | 2      | 3  | 2      | 2  | 2      | 2  | 1   | 1  |
| 3.750       |        |    |        |    |        |    |        |    | 1   | 1  |
| 3.625       | 9      | 12 | 6      | 4  | 2      | 2  | 2      | 2  | 1   | 1  |
| 3.500       |        |    |        |    |        |    |        |    | 1   | 1  |
| 3.375       |        | 1  | 2      | 4  | 2      | 3  | 2      | 2  | 2   | 2  |
| 3.250       |        |    |        |    |        |    |        |    | 1   | 1  |
| 3.125       |        |    | 4      | 4  | 7      | 6  | 5      | 6  | 2   | 2  |
| 3.000       |        |    |        |    |        |    |        |    | 4   | 5  |
| 2.875       | 1      |    | 3      | 2  | 3      | 3  | 4      | 3  | 1   | 1  |
| 2.750       |        |    |        |    |        |    | 1      | 1  | 2   | 1  |
| 2.625       |        |    | 2      | 1  | 2      | 2  | 3      | 3  | 3   | 3  |
| 2.500       |        |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 2.375       |        |    |        |    | 1      | 1  |        |    |     |    |
| 2.250       |        |    |        |    |        |    |        |    |     |    |
| 2.125       |        |    |        | 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

## 関税を巡る不透明感は低下方向も、FRB の独立性を巡る懸念は一段と高まる可能性

今回の FOMC は、金利据え置きを支持する反対票は想定の範囲内であった一方、インフレの見通しが下方修正されたことや、パウエル議長が労働市場の下振れリスクを強調したことから、金融市場ではハト派的と受け止められた。

今後の金融政策については、関税によるインフレ懸念が低下方向にある中、引き続き労働市場の動向が鍵となろう。足元では新規失業保険受給件数は顕著に増加しておらず、レイオフ・解雇は低水準であるとともに、既往の利下げの効果により雇用の大幅な悪化は回避することから、関税による物価押し上げの影響が一巡する来年半ばまで政策金利は据え置かれる予想する。一方、失業率が FOMC 参加者の予測値である 4.5%を超えて上昇する場合、早期の利下げが視野に入ろう。

他方、年明け以降は、来年 5 月に任期を迎えるパウエル議長の後任の人選や、トランプ大統領によるクック理事解任の是非を巡る最高裁判決の結果次第で、今後の金融政策の方向性や FRB の独立性を巡る不透明感が一段と高まる展開に留意を要する。

(2025 年 12 月 10 日 吉村 晃 [ayoshimura@us.mufg.jp](mailto:ayoshimura@us.mufg.jp))

## FOMC 声明文

| 前回(2025年10月28日・29日)   | → | 今回(2025年12月9日・10日)  |
|---|---|---|
| <b>景気・物価の現状判断</b><br>Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up <u>but remained low through August</u> ; more recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.   |   | <b>景気・物価の現状判断</b><br>Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a moderate pace. Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up <u>through September</u> . More recent indicators are consistent with these developments. Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.   |
| <b>二大責務</b><br>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 and judges that downside risks to employment rose in recent months.   |   | <b>二大責務</b><br>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 and judges that downside risks to employment rose in recent months.   |
| <b>金融政策</b><br>In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to <u>3-3/4</u> to <u>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. <u>The Committee decided to conclude the reduction of its aggregate securities holdings on December 1</u> . The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.<br>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. |   | <b>金融政策</b><br>In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to <u>3-1/2</u> to <u>3-3/4</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 is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.<br>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. |
| <b>投票結果</b><br>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; <u>Austan D. Goolsbee</u> ; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting, and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.  |   | <b>投票結果</b><br>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; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/2 percentage point at this meeting; and <u>Austan D. Goolsbee</u> and Jeffrey R. Schmid, who preferred no change to the target range for the federal funds rate at this meeting.  |

(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、宜しくお願ひ申し上げます。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おります。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.