

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 18 日)

FOMC を終えて～可視化される独立性毀損～

9 月 FOMC は▲25bp 利下げを決定。早期就任に漕ぎつけたミラン新理事が▲50bp の大幅利下げを主張して反対票を投じているものの、これも市場の予想範囲内。それよりも政府の要職を兼任しながら中銀理事として 1 票を投じるという行為が不適切であり、その事実だけでドル相場を押し下げる話に思える。なお、ミラン理事は年内に関し、今回を含めて▲50bp の追加利下げを 3 回主張している模様。これは「2.75～3.00%」まで引き下げとなり、中立金利に達する。26 年にかけて中立金利以下の政策金利を希望するという方針はベッセント米財務長官も口にしていたものであり、ドットチャートにその政府方針を明確に反映させたと言ったところ。政府と中銀の境界線が徐々に、しかし確実に薄くなっている印象が拭えない。今問われているのは「スタグフレーションに対して利下げと利上げのいずれで対応すべきなのか」という論点であり、やはりニクソン政権と同じ轍を踏むことは無いのかが気になるところ。26 年の注目論点の 1 つである。

～トランプ派もミラン理事に同調せず～

9 月 FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を 4.00～4.25%へ 9 か月ぶりに▲25bp 引き下げた。早期就任に漕ぎつけたミラン新理事が▲50bp の大幅利下げを主張して反対票を投じているものの、こうした挙動も市場で予想されていたものだ。それよりも短期間とはいえ、政府の要職である大統領経済諮問委員会(CEA)委員長の職を兼任しながら中央銀行の理事として 1 票を投じるという行為はどう考えても不適切であり、その事実だけでドル相場を押し下げる話に思える。

さておき、パウエル FRB 議長は記者会見で労働市場に関して「堅調だとはもはや言えない」と述べ、高インフレと雇用の減速が同時に懸念される状況を「極めて異例」と表現した。こうした説明も大方の想定通りだが、次期 FRB 議長候補として、端的にトランプ派の執行部として名前の挙がるボウマン副議長とウォラー理事がミラン理事への同調を避けたのは興味深い。スタグフレーションに対するリスク感覚の違いとも言えるが、議長就任後の説明の一貫性に配慮したのかもしれない。

～ドットチャートもミラン理事に追随無し～

メンバーによる経済・物価見通し(SEP)は成長率がやや上方修正、失業率と物価は横ばいという仕上がりが見られている。これは政策金利見通し(ドットチャート)に反映されている今回を含む複数回の利下げを勘案した結果と解釈すれば納得できないことは無い。ドットチャートからメンバーの挙動を汲み取ると、

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2025	2026	2027	2028	Longer run
Mar-24	3.875%	3.125%	—	—	2.5625%
Jun-24	4.125%	3.125%	—	—	2.7500%
Sep-24	3.375%	2.875%	2.875%	—	2.8750%
Dec-24	3.875%	3.375%	3.125%	—	3.0000%
Mar-25	3.875%	3.375%	3.125%	—	3.0000%
Jun-25	3.875%	3.625%	3.375%	—	3.0000%
Sep-25	3.625%	3.375%	3.125%	3.125%	3.0000%

(資料)FRB

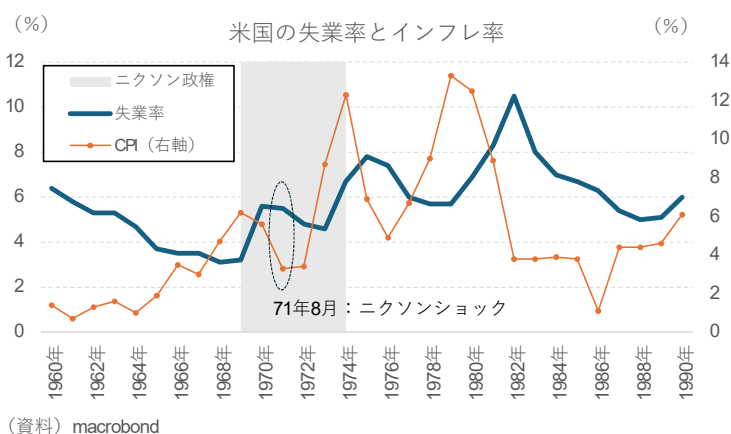
▲25bp の追加利下げをあと 2 回見込むメンバーが 9 名でこれが中央値となる。なお、年内に中立

金利である「2.75～3.00%」まで引き下げ、要するに今回を含めて▲50bp の追加利下げを 3 回主張しているメンバーも確認されているが、これは当然、ミラン理事だろう。

なお、2026 年にかけて中立金利以下の政策金利を希望するという方針はベッセント米財務長官も口にしていたものであり、ドットチャートにその政府方針を明確に反映させたと言ったところだろう。政府と中銀の境界線が徐々に、しかし確実に薄くなっていくことを示す挙動である。もちろん、金融市場は中央値に沿って期待形成を進めるため、現状が続いたとしても大きな問題にはならないかもしれない。しかし、正副議長までこのような色に染まっていくと、中央値の修正に至る可能性は出てくる。今回の FOMC は総じて予想通りであったが、従前懸念されていた中銀独立性の毀損が可視化されたという意味で重要な会合になっているようにも感じられた。

～やはり思い返されるニクソン政権～

要するに、問われているのは「スタグフレーションに対して利下げと利上げのいずれで対応すべきなのか」という論点である。前年比+3%近傍で推移するインフレ率を横目に中立金利以下まで政策金利の引き下げを要求する米政府の意向は、中長期的には望まぬ金利上昇とドル高を引き起こす恐れを孕んでいる。この点過去の本欄では、かつてのニクソン政権が同様の政治的圧力を



時のバーンズ FRB 体制にかけた結果が、プラザ合意にまで及ぶドル高（と金利上昇）をもたらしたという歴史的経緯を確認した。ニクソン政権も低金利とドル安による実体経済の復調を企図したが、結果的に失業率もインフレ率も上がるという悲惨な状況に陥った。政治的には厳しい決断だが、まずはインフレ率の抑制を確実なものにすべく、中立金利以上となる現行の政策金利水準を維持しながら様子見を行うというのが中銀としての合理的な初手になるのではないかな。それはもちろん、来年に中間選挙を控えるトランプ政権にとって受け入れられない不人気の施策だが、不人気だからこそ独立性が担保された FRB が賢明な判断を下すことが求められるはずである。

ちなみにニクソン政権がバーンズ FRB 体制に利下げを迫った背景にもニクソン大統領の再選を睨んだ政治的意図が働いていたとの評論がもっぱらだ。現状の利下げはまだ「中立金利以上の水準」を維持しながら調整しているだけであるため、大きな懸念はない。しかし、新議長の下での政策運営がニクソン政権の二の轍を踏むことは無いのか。2026 年を占う上での重要論点の 1 つである。

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「悪い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外一国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～露は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰けなかった「べき」論～優しさの代償は?～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文?～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり?～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる?～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか?
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか?
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)