

みずほマーケット・トピック(2025年12月11日)

FOMCを受けて～連続利下げは終了へ～

年内最後のFOMCは3会合連続で▲25bpの引き下げを決定。声明文やパウエルFRB議長会見では利下げ局面の停止が示唆されており、「well positioned」とラガルドECB総裁も多用する表現も見られた。欧米中銀が揃って様子見ムードに入った可能性がある。今後を検討する上では内部対立の深まりが争点にならざるを得ない。ドットチャートによれば、投票権のある地区連銀総裁2名のほか4名の潜在的な反対票があったことも分かっている。インフレリスクを警戒する地区連銀総裁の意見を利下げ方向で集約するのはもはや難しそう。現時点では「26年中の利下げは多くても2回。基本1回」程度に見ておきたいところ。今後、「FRBが政治的意に反して想定ほど利下げできない」状況に加え、「日銀が政治的意に準じて想定ほど利上げできない」状況が合わさると、結局、日米実質金利差は放置され、円安も修正されない。このまま欧米中銀の利下げが終息する展開について、日本は危機感を持ちたいところ。

～パウエル体制での利下げは停止局面へ～

年内最後のFOMCは3会合連続で▲25bpの引き下げを決定し、FF金利誘導目標は3.50%～3.75%とされた。3名が反対票を投じ、声明文でも次の利下げ時期については「今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極める」とやや打ち止め感も示唆されている。パウエルFRB議長も「直近3回の利下げを通じて政策金利が中立金利の推計レンジの妥当な範囲(range of plausible estimates)に入ったとの見方を示し、今後の政策金利の調整の程度と時期を見極める上で良い態勢(well positioned)にある」との見方を示した。「well positioned」はラガルドECB総裁も多用する表現であり、欧米中銀が揃って様子見ムードに入った可能性を示唆する。

今後を検討する上では内部対立の深まりが争点にならざるを得ない。今回、金利据え置きを主張する反対票が1名から2名(カンザスシティー連銀のシュミッド総裁にシカゴ連銀のグールズビー総裁が加わった格好)が増え、ミラン

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

| FOMC Date | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Longer run |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 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% |
| Dec-25 | 3.625% | 3.375% | 3.125% | 3.125% | 3.0000% |

(資料)FRB

理事が▲50bpの引き下げを主張して反対票を投じた格好だが、5月中旬の任期が接近するに伴ってパウエル議長の求心力は徐々に低下せざるを得ない。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート、中央値)を見ると2025年末のFF金利水準(ターゲットの中央値もしくは水準)に関し6名が3.875%、つまり「3.75～4.00%で据え置き」と考えていたことが分かる。投票権のある地区連銀総裁2名のほか4名も潜在的な反対票が存在したことになる。インフレリスクを警戒する地区連銀総裁の意見を利下げ方向で集約するのはもはや難しいという状況が透ける。

なお、2026 年のドットチャートを掘り下げるに参加者 19 名のうち 7 名が 2026 年中の利下げを予想しておらず、これに 1 回の追加利下げが 4 名、2 回が 4 名、3 回が 2 名、4 回が 1 名とかなり広範に分散している。9 月、10 月そして 12 月と▲75bp の利下げを行ったものの、ドットチャートにおける 2026 年末の水準は変わっていない(前頁図)。パウエル議長の述べる通り、一連の利下げを通じて経済・金融情勢が落ち着きを取り戻し、政策変更を要しない状況になってきたということだろう。

～26 年利下げは多くて 2 回、基本 1 回に～

メンバーによる経済見通し(SEP)を見ると実質 GDP 成長率見通しは上方修正され、失業率は横ばい、インフレ率はやや下方修正であった。関税引き上げの影響は 2026 年 1~3 月期にピークを迎えるものの影響は限定的という見解も示されており、現時点では「トランプ関税がインフレを押し上げる」という所期の懸念は実現していない。もっとも、この点についてパウエル議長は予断を許しておらず、トランプ関税の影響が想定外に持続するリスクや労働市場がタイト化するリスクに関してメンバー間で多くの意見があるとも述べられている。ここからインフレが上振れするシナリオも否定はされていない。ドットチャートの分布から推測する限り、地区連銀総裁の多くはそうしたシナリオに留意しているのだろう。

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2025年12月時点

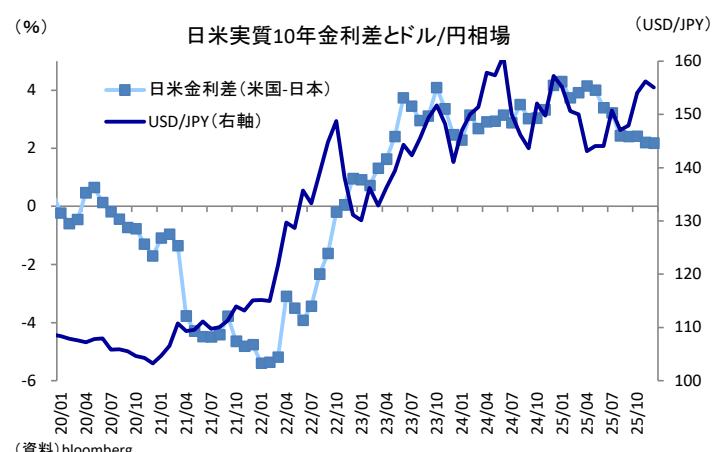
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 長期見通し |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率 (9月時点) | 1.7 (1.6) | 2.3 (1.8) | 2.0 (1.9) | 1.9 (1.8) | 1.8 (1.8) |
| 失業率 (9月時点) | 4.5 (4.5) | 4.4 (4.4) | 4.2 (4.3) | 4.2 (4.2) | 4.2 (4.2) |
| PCEインフレ率 (9月時点) | 2.9 (3.0) | 2.4 (2.6) | 2.1 (2.1) | 2.0 (2.0) | 2.0 (2.0) |
| PCEコインフレ率 (9月時点) | 3.0 (3.1) | 2.5 (2.6) | 2.1 (2.1) | 2.0 (2.0) | |

(資料)FRB

こうした中、現時点では「2026 年中の利下げは多くても 2 回。基本 1 回」程度に見ておくのが良さそうである。かねて本欄や「中期為替相場見通し」でも論じている点だが、実際に新体制が始まつてみると、「事前のハト派アピールの割に大して利下げできない」という展開も十分予想され、そうした状況を契機に米金利上昇とドル高が再起動する可能性は低くない。

～政治対応に差異が出そうな FRB と日銀～

総じて、「FRB は思ったほど利下げできそうにない」というのが今回の FOMC から得られる印象であり、高止まりが続くドル/円相場にとっては下支え材料となる。現状、金利面からの円安抑制は日銀に託された格好だが、その見通しはかなり不確実と言わざるを得ない。12 月利上げは既定路線と見られるものの、12 月 3 日のロイターは経済官庁幹部の発言として「高市氏は利上げによる景気悪化で支持率が落ちることを相当警戒している。『責任は政府が負う』と言い切ってしまった以上、野党から『どう責任を取るのか』と追及されるのは目に見え



(資料) bloomberg

ている」との談話を報じている。12月はともかく、2026年以降の金融政策運営を念頭に置いた場合、確かに「利上げも含めて政府の責任」という野党追及は確実に予想されるだろう。2022年初頭の実質金利水準まで引き上げるためには3~4回程度の利上げは必要と思われるが、高市政権がそこまでの利上げを容認するハードルは高そうに見受けられる。

今後、「FRBが政治的意図に反して想定ほど利下げできない」状況に加え、「日銀が政治的意図に準じて想定ほど利上げできない」状況が合わさると、結局、日米実質金利差は放置され、円安も修正されない。政治的な圧力に屈しなかったFRBと屈した日銀という対比も注目されるかもしれない。昨日の本欄でも論じたように、要するに「国際金融のトリレンマ」に照らし、「痛みの種類」として円安を選ぶのか、金利上昇を選ぶのかという選択の問題だが、最先の世論に配慮する政治の立場に立てば、円安の方が株高や資産価格上昇が付いてくる分、選ばれやすい可能性はある。金利上昇はより広範な痛みを一方的に強いるだけに、政治的に甘受しづらいのは間違いない。

いずれにせよ、欧米中銀の利下げ局面に「停止」というフレーズが散見されるようになっていることについて、円安に悩む日本経済は危機感を覚えた方が良い。この状況下で欧米中銀が利上げの可能性を意識し始めた場合、次の円安局面は現在の150円台からスタートしてしまう。

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に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12月10日 | 改めて痛感する「国際金融のトレンマ」 |
| 2025年12月9日 | 「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年 |
| 2025年12月8日 | 新たな中立金利推計を公表する意味 |
| 2025年12月5日 | 週末版 |
| 2025年12月4日 | フリーフォールのドイツ経済が意味するもの |
| 2025年12月3日 | 「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか？～ |
| 2025年12月2日 | 円安修正に必要な実質金利差の縮小とは？ |
| 2025年12月1日 | 2026年も「ドル安下での円安」になるのか？ |
| 2025年11月28日 | 週末版(ちょうど良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～) |
| 2025年11月25日 | 決して遠くはないユーロ/円200円台 |
| 2025年11月21日 | 週末版 |
| 2025年11月20日 | ドル安でもドル高でも円安だった2025年 |
| 2025年11月19日 | ワンボイス化すべき金利・為替の方向感 |
| 2025年11月18日 | インバウンド消費と利上げの先行きについて |
| 2025年11月17日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分) |
| 2025年11月14日 | サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～ |
| 2025年11月12日 | 週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～) |
| 2025年11月11日 | 円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～ |
| 2025年11月10日 | リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋 |
| 2025年11月7日 | 欧洲で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力 |
| 2025年11月7日 | 週末版 |
| 2025年10月31日 | 週末版 |
| 2025年10月28日 | 日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～ |
| 2025年10月27日 | 下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～ |
| 2025年10月24日 | 週末版 |
| 2025年10月23日 | 世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～ |
| 2025年10月22日 | 高市政権発足を受けて～粘着的なりフレ期待～ |
| 2025年10月20日 | 自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～ |
| 2025年10月17日 | 週末版 |
| 2025年10月16日 | 2025年、サービス赤字はまだ決壊せず |
| 2025年10月15日 | スピードアップするデカッピング～トランプ関税分析～ |
| 2025年10月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分) |
| 2025年10月10日 | 「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～ |
| 2025年10月9日 | 週末版 |
| 2025年10月9日 | フランスリスクはユーロリスクに発展するか？ |
| 2025年10月8日 | 利上げを助ける高市トレード |
| 2025年10月7日 | 史上最高値を更新したユーロ/円相場 |
| 2025年10月6日 | 高市政権誕生と今後の論点整理 |
| 2025年10月3日 | 週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点)) |
| 2025年10月2日 | 25年度上半期レビュー～主役の歐州通貨、悲惨な円～ |
| 2025年10月1日 | いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代 |
| 2025年9月26日 | 週末版 |
| 2025年9月24日 | ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～ |
| 2025年9月22日 | 日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～ |
| 2025年9月19日 | 週末版 |
| 2025年9月18日 | FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～ |
| 2025年9月17日 | 日銀金融政策決定会合レビュー～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 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分) |
| 2025年9月11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10日 | 警戒すべき「貰い事故」～海外からの財政リスク相場～ |
| 2025年9月9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 | 統・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) |
| 2025年8月14日 | 週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか？～) |
| 2025年8月13日 | ニクソン・トランプ比較論～争点は「霸權国の管理コスト」～ |
| 2025年8月12日 | ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～ |
| 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 | 遂に現れた關稅の影響～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～霧は完全に晴れずも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 | 日米関稅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 | 日本版トラッシュショック再考～脆弱性は否めず～ |
| 2025年7月15日 | 日本版トラッシュショック再考～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) |
| 2025年7月11日 | 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 | 關稅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、誇張強まる若年世代 |
| 2025年7月1日 | 25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～ |