

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 が政治的意思に反して想定ほど利下げできない」状況に加え、「日銀が政治的意思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(カンザスシティ連銀のシュミット総裁にシカゴ連銀のグールズビー総裁が加わった格好)に増え、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と参加者 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、一連の利下げを経て経済・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「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

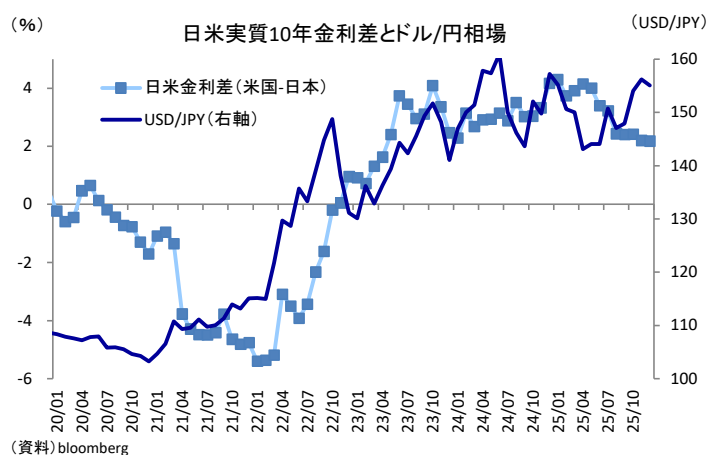
	2025	2026	2027	2028	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	1.7 (1.6)	2.3 (1.8)	2.0 (1.9)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	4.5 (4.5)	4.4 (4.4)	4.2 (4.3)	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (9月時点)	2.9 (3.0)	2.4 (2.6)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	3.0 (3.1)	2.5 (2.6)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	

(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ってみると、「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



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 が政治的意思に反して想定ほど利下げできない」状況に加え、「日銀が政治的意思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。政治的な圧力に屈さなかった 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、目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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_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「国際金融のトリレンマ」
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) サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14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12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧州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	高市政権発足をを受けて～粘着的なリフレ期待～
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プリング～トランプ関税分析～ 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14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10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～主役の欧州通貨、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) 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「貴い事故」～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→国内」のローテーションはあるか？～) ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～ ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月14日	
2025年8月13日	
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響
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～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」～