

2025年3月21日
米国経済りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View:3月 FOMC

FF金利の誘導目標レンジを 4.25%–4.50%に据え置くことを決定

要約

- FRB は政策金利である FF 金利の誘導目標レンジを 4.25%–4.50%に据え置くことを決定
- 量的縮小政策は修正。現在は月額最大 250 億ドルのペースで保有残高を減少させている米国債について、4 月より月額最大 50 億ドルへと、縮小ペースを減速させる
- 2025 年は 2 回の利下げが示唆されているが、経済不確実性が大きいいため、結局のところ、政策金利は各会合において、その時点の経済・市場環境を反映して柔軟に決定される側面が強くなる

3月 FOMC:FF金利の誘導目標レンジを 4.25%–4.50%に据え置くことを決定

FRB は政策金利である FF 金利の誘導目標レンジを 4.25%–4.50%に据え置くことを決定した。量的縮小政策は修正された。現在は月額最大 250 億ドルのペースで保有残高を減少させている米国債について、4 月より月額最大 50 億ドルへと、縮小ペースを減速させる。なお、MBS の保有残高縮小ペースは月額最大 350 億ドルで据え置かれた。

声明文では、「経済見通しの不確実性が高まっている」の文言が加わった。3 ヶ月に一度更新される SEP(経済見通し)は、2025 年のインフレ率が引き上げられ、実質 GDP 成長率が下方修正された。いずれもトランプ大統領の関税政策を織り込んだ結果とみられる。

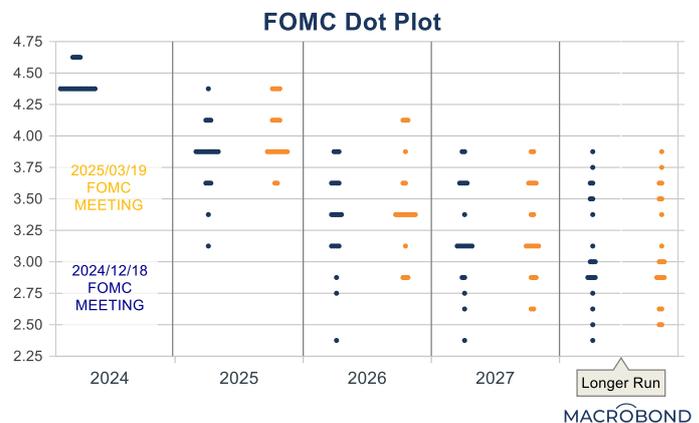
今会合において、政策金利の据え置きはコンセンサスであり特段のサプライズはなかった。バランスシート縮小の減速も、政府債務上限問題への配慮とみられるが、1 月時点で見直しが示唆されていた。2025 年は 2 回の利下げが示唆されているが、声明文にもある通り経済不確実性が大きいため、結局のところ、政策金利は各会合において、その時点の経済・市場環境を反映して柔軟に決定される側面が強くなる。

図表 1:経済見通し

		2025	2026	2027	長期
実質GDP成長率	今回	1.7	1.8	1.8	1.8
	前回	2.1	2.0	1.9	1.8
失業率	今回	4.4	4.3	4.3	4.2
	前回	4.3	4.3	4.3	4.2
インフレ率 (PCEコア)	今回	2.8	2.2	2.0	-
	前回	2.5	2.2	2.0	-
FF金利	今回	3.9	3.4	3.1	3.0
	前回	3.9	3.4	3.1	3.0

出所:FRB

注:前回からの修正箇所を色付けした



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

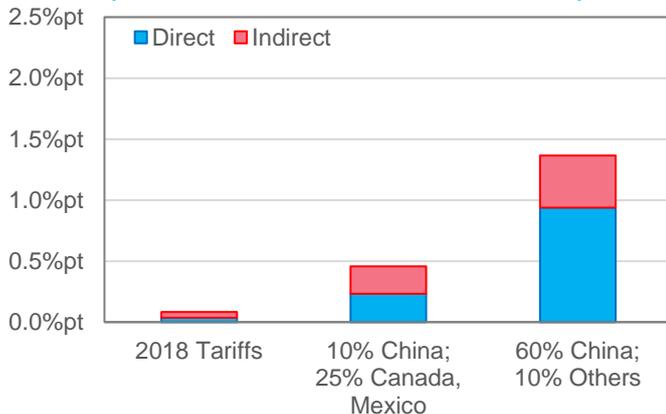
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

関税影響の考察:メインシナリオではインフレ押し上げ効果は 0.5%pt~0.8%pt

以下、Boston 連銀の Paper(The Impact of Tariffs on Inflation)を参考に、トランプ関税の影響を考察したい。結論を先述すると、「カナダとメキシコに対する 25%の関税と中国に対する 10%の関税」シナリオでは、インフレ押し上げ効果は 0.5%pt~0.8%pt と試算される。「中国に 60%の関税を課し、その他の国に 10%の関税を課す」という、より極端なシナリオでは、インフレへ押し上げ効果は 1.4%pt~2.2%pt と見積もられる。

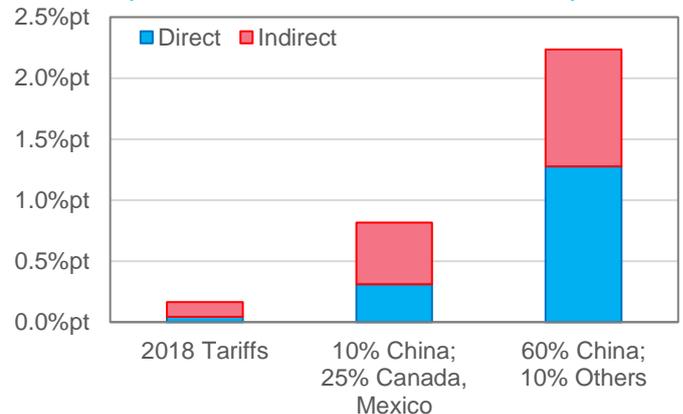
ただし、関税がインフレ率に及ぼす第 1 ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである。

図表2：インフレ押し上げ効果
(企業利益額一定、コスト増分だけ価格転嫁)



出所: Boston Fed

図表3：インフレ押し上げ効果
(企業利益率一定、コスト増+利益上乘せ)



出所: Boston Fed

FRB の経済見通しでは、2025 年のインフレ率が 0.3%pt 上方修正された。これは、上述の試算の下限よりも小さい数値だが、①インフレ加速による消費者行動の変化がインフレ抑制的に働くこと、②関税影響を慎重に見極めたい(ために、関税影響を完全には織り込んでいない)等の理由が背景にあるとみられる。

いずれにしても、[2025 年 3 月 19 日 日米欧 Market View : 2025 年の米国株見通し\(2025 年 3 月号\)](#) で述べたように、米国経済は底堅いと仮定すると、既に予防的利下げを実施済である以上、年内 2 回の利下げを実施するにはインフレ減速が必要条件である(図表 4)。また、株式市場にとってのリスクは、2018 年を参考にする、FRB の想定外のタカ派政策である。即ち、米国経済が底堅い中、インフレ減速が思うように進まず、FRB が利下げを後ずれさせる場合、それは現在のマーケットには織り込まれていないため、警戒すべきリスクであると考えられる。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



図表 4：テイラー・ルール(失業率とインフレ率から逆算される FF 金利の適正值)

Fed funds rate scenarios: Taylor rule estimations

Recent US inflation and unemployment, 3mMA: 2.5-2.8% headline/core PCE, 4.1% unemployment rate

Unemployment rate ▶	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5	
Inflation rate ▼																						
1.5	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	
1.6	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	
1.7	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	
1.8	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	
1.9	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	
2.0	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	
2.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	
2.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	
2.3	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	
2.4	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	
2.5	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	
2.6	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	
2.7	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	
2.8	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	
2.9	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	
3.0	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	
3.1	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	
3.2	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	
3.3	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	
3.4	6.9	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	4.9	
3.5	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	

Sources: Fed, CBO, BEA, BLS;

Taylor rule: $FFR = 2 + inflation + 0.5(inflation - 2) + 0.5(output\ gap)$, using Okun's law with $output\ gap = -2(unemployment\ gap)$; see equation (1) in <https://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>, note no.5 in <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150327a.htm>



図表 5:FF 金利の織り込み

Fed funds rate: futures-implied probabilities

As of 20-Mar-25; implied FFRs: monthly averages for the specified months

Meeting	Implied FFR	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5
2025-05-07	4.29 %						18.7 %	81.3 %
2025-06-18	4.22 %					10.9 %	55.1 %	34.0 %
2025-07-30	4.11 %				3.6 %	25.5 %	48.1 %	22.7 %
2025-09-17	3.94 %			2.4 %	18.0 %	40.4 %	31.4 %	7.8 %
2025-10-29	3.85 %		0.8 %	7.7 %	25.7 %	37.3 %	23.3 %	5.1 %
2025-12-10	3.68 %	0.4 %	4.3 %	16.8 %	31.5 %	30.3 %	14.2 %	2.5 %
2026-01-28	3.64 %	1.1 %	6.5 %	19.4 %	31.3 %	27.4 %	12.1 %	2.1 %
2026-03-18	3.57 %	2.6 %	10.2 %	22.8 %	30.2 %	23.1 %	9.2 %	1.5 %

Source: CME Group



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
125	2024/12/2	日本株	日本株 11 月セクター動向と 12 月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11 月 ISM 製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11 月 25 日～11 月 29 日)
129	2024/12/9	米国経済	11 月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025 年のマーケット見通し～米国編
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12 月 2 日～12 月 6 日)
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024 年 12 月)
134	2024/12/19	米国経済	12 月 FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11 月 WTI 原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12 月 9 日～12 月 13 日)
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	2025 年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12 月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12 月 16 日～12 月 20 日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12 月セクター動向と 1 月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12 月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12 月 23 日～12 月 27 日)
143	2025/1/14	米国経済	12 月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 1 月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1 月 6 日～1 月 10 日)
146	2025/1/20	コモディティ	12 月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1 月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1 月 14 日～1 月 17 日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1 月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株, 米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2 月 10 日～2 月 14 日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025 年 2 月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25 年 2 月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の 2 月セクター動向と 3 月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2 月 17 日～2 月 21 日)
169	2025/3/4	欧州経済	25 年 2 月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済	2 月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 3 月)
174	2025/3/13	米国経済	2 月米 CPI

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。