りそなグループ
RESONA

りそな経済フラッシュ

2025 年 9 月 18 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：9 月 FOMC とマーケットへの影響

FF 金利の誘導目標レンジを 4.25%－4.50%から 4.00%－4.25%に引き下げることを決定

要約

- FRB は政策金利である FF 金利の誘導目標レンジを 4.00%－4.25%に引き下げることを決定
- 利下げ後は、企業の景況感改善と共にインフレが再燃するリスクに留意、最終的には、金利上昇&株安リスクに繋がる可能性もあるため、企業の価格転嫁動向に注意を払いたい

概要：FF 金利の誘導目標レンジを 4.25%－4.50%から 4.00%－4.25%に引き下げることを決定

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%から 4.00%－4.25%に引き下げることを決定した。

声明文では、労働市場の減速(雇用の伸び鈍化や失業率の上昇)を認める旨の記述が加わり、雇用環境についてのダウンサイドリスクが上昇したと述べられた。インフレ率については、前回から変わらず、依然としてやや高い水準にあるとの記述が維持された。そして、上記を踏まえ、今回の利下げは、リスクバランスの変化(＝労働市場の軟化)を受けて決定されたものであると示された。

また、16 日より CEA 委員長のスティーブン・ミラン氏が FRB 理事に就任し、当会合にも出席した。ミラン氏は 50bps の利下げを支持する形で反対票を投じ、その他の FOMC メンバーは 25bps の利下げを支持するという結果となった。

3 ヵ月に一度公表される経済見通しでは、実質 GDP 成長率が上方修正され、失業率とインフレ率は上昇するとの見通しが示された。米国経済は一部の優良企業や富裕層に支えられて底堅いものの、労働市場ではミスマッチ拡大や低スキル人材の雇用コスト低下に伴う失業率上昇が見込まれる、企業の営業マージンが低下基調であり今後は価格転嫁が見込まれる、といった筆者の見方と概ね一致している。

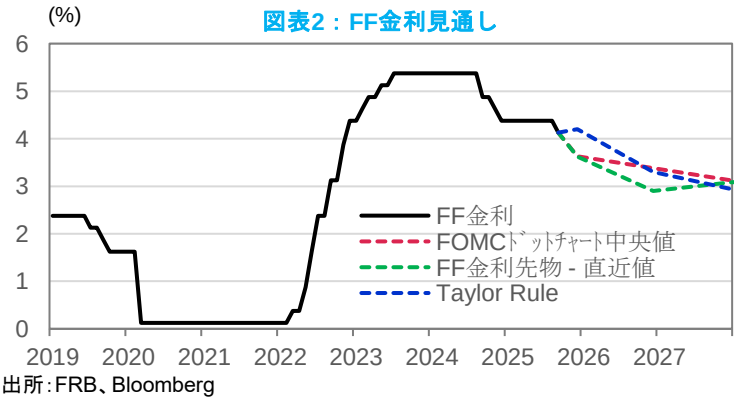
また、FF 金利については、25 年末：3.625(前回：3.875%)、26 年末：3.375%(前回：3.625%)、27 年末：3.125%(前回：3.375%)、28 年末： 3.125%、ロンガーラン：3%(前回：3%)となった。今回の SEP からは、25 年は 3 回(残り 2 回の会合でも利下げ実施)、26 年と 27 年はそれぞれ 1 回ずつの利下げが見込まれている。労働市場の悪化を防ぐために、比較的短期の時間軸で利下げを実施した後は、インフレ率の低下に合わせて、中立金利に向けて緩やかに利下げしていくことが示唆されていよう。

図表 1：経済見通し（2025 年 3 月）

		2025	2026	2027	2028	長期
実質GDP成長率	今回	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
	前回	1.4	1.6	1.8		1.8
失業率	今回	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
	前回	4.5	4.5	4.4		4.2
インフレ率	今回	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
	前回	3.0	2.4	2.1		2.0
FF金利	今回	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
	前回	3.9	3.6	3.4		3.0

出所：FRB
注：前回からの修正箇所を色付けした

図表2：FF金利見通し



出所：FRB、Bloomberg

◎注意事項 お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

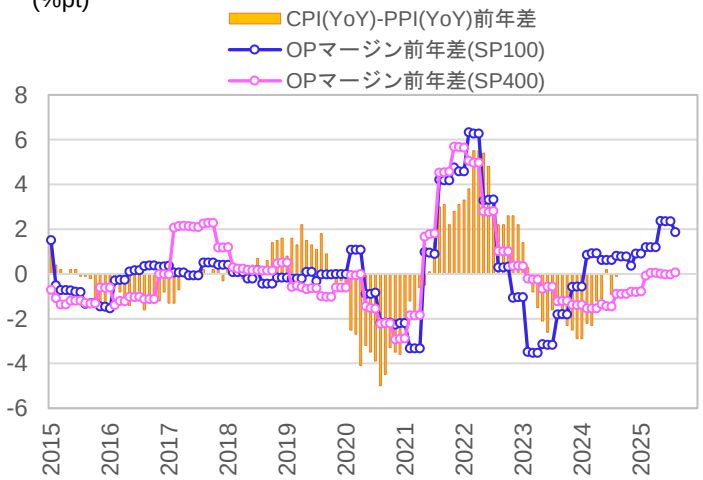
今後の焦点：利下げ⇒企業の景況感改善⇒価格転嫁進行⇒インフレ加速の流れが発生するか否か

声明文でも示されたように、FRB は労働市場の悪化リスクへの配慮をここもと強めたようだ。米関税政策に伴い、夏場にかけてインフレが加速するとの見方もあった中、顕著な加速がみられなかったこと等も、FRB が労働市場への配慮を強めることができた一因であろう。

然らば、今後の焦点は、高止まりするインフレ率に、利下げで顕著な変化がみられるか否かであろう。この点について、マクロの視点から議論したい。まず、図表 3 は、CPI(YoY)-PPI(YoY)の前年差と米主要企業の OP マージン前年差の推移である。CPI(YoY)-PPI(YoY)は、概ね企業が消費者へ転嫁する付加価値に比例するため、この前年差は、OP マージン前年差と連動する傾向にある。なお、図表 3 では、CPI(YoY)-PPI(YoY)の前年差を 1 年先行させて OP マージンと並べている。すなわち、CPI(YoY)-PPI(YoY)の前年差は OP マージン前年差の先行指標とみることができ、足元で前者は縮まってきているため、企業のマージン改善もこのままでは見込み難いとの結論に至る。

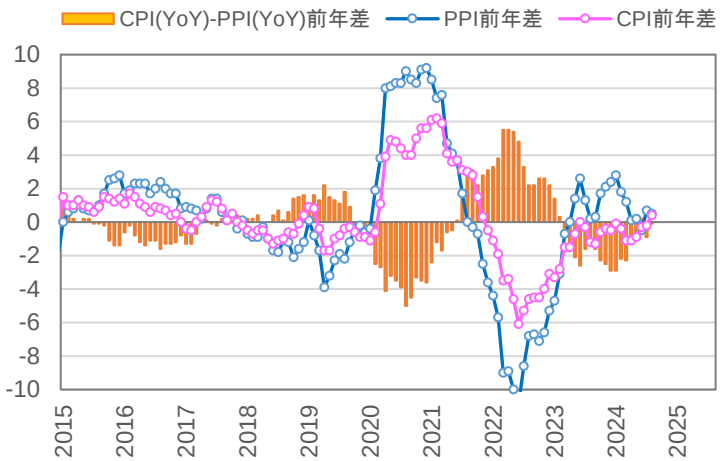
図表 4 では、CPI(YoY)-PPI(YoY)の前年差を要因分解している。足元では、PPI の前年差が CPI の前年差を上回る傾向にあり、企業は原材料コストの上昇等を消費者に価格転嫁できていない様子が窺える。しかも、図表 5 をみると、PPI のサービス項目すらも大きくは加速しておらず、企業の景況感低迷等が輸入業者の価格転嫁をも妨げている。

図表3：OPマージンと物価動向の前年差



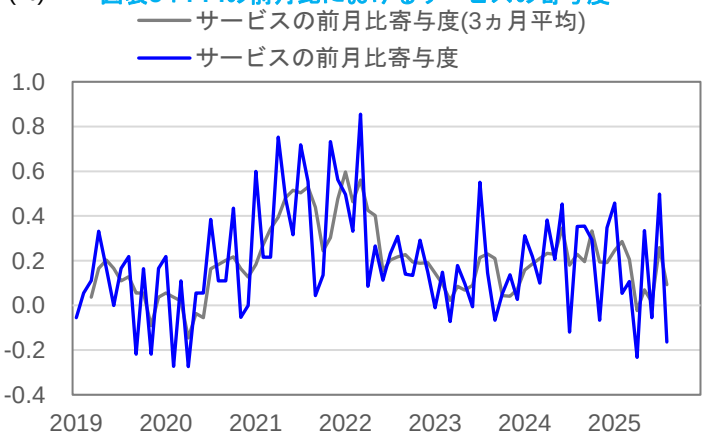
出所：Bloomberg

図表4：CPI(YoY)とPPI(YoY)の前年差



出所：Bloomberg

図表5：PPIの前月比におけるサービスの寄与度



出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

以上を整理すると、B to B、B to C のいずれにおいても、景況感の悪化から価格転嫁が十分に進んでいない様子が窺える。過去の傾向からは、利下げを開始すれば、企業の景況感は改善することが多いものの、その場合、少なくとも PPI と CPI はパラレルに上昇し、場合によっては、企業はマージン確保のために消費者への価格転嫁を進め、CPI が大きく上昇するシナリオも考えられる。

いずれにせよ、程度の差こそあれど、今後の注目点としては、利下げ⇒企業の景況感改善⇒インフレ加速の流れがみられるかどうかである。

マーケットへの影響：金利上昇＆株安リスク

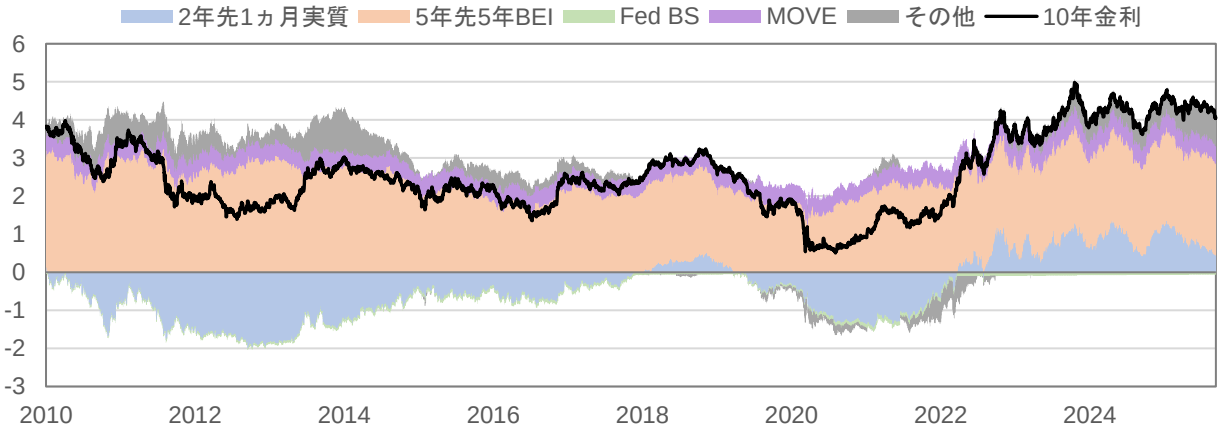
最後にマーケットへの影響を整理する。上述のようなシナリオが実現するとすれば、図表 6 で示した市場の期待ほどには、利下げは進まない可能性が高い。今後一年間の間に、概ね 2 会合に一度のペースで利下げしていくことが織り込まれているが、インフレの高進に伴い、その期待は剥落していくだろう。筆者は米国の名目中立金利を 3.25%－3.50%程度とみており、市場の期待が修正されるのに伴い、米 10 年金利は 4.15%程度まで上昇する可能性があるとみている。

図表6：マーケットの織り込む政策金利パス

会合予定日	期待政策金利	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25
2025-09-17	4.22 %								5.0 %	**95.0 %**
2025-10-29	4.07 %							3.9 %	**74.3 %**	21.9 %
2025-12-10	3.71 %						3.6 %	**69.2 %**	25.6 %	1.6 %
2025-01-28	3.61 %					1.9 %	**38.5 %**	**46.0 %**	12.8 %	0.7 %
2026-03-18	3.45 %				1.1 %	23.4 %	**42.9 %**	26.5 %	5.7 %	0.3 %
2026-04-29	3.36 %			0.4 %	8.5 %	29.9 %	**37.5 %**	19.6 %	3.9 %	0.2 %
2026-06-17	3.23 %		0.2 %	5.7 %	22.6 %	**34.9 %**	25.7 %	9.3 %	1.5 %	0.1 %
2026-07-29	3.14 %	0.1 %	2.0 %	11.2 %	26.6 %	**32.0 %**	20.4 %	6.8 %	1.0 %	
2026-09-16	3.03 %	0.8 %	5.5 %	17.1 %	28.6 %	27.5 %	15.2 %	4.5 %	0.6 %	

MACROBOND

図表7：米10年金利の変動分解



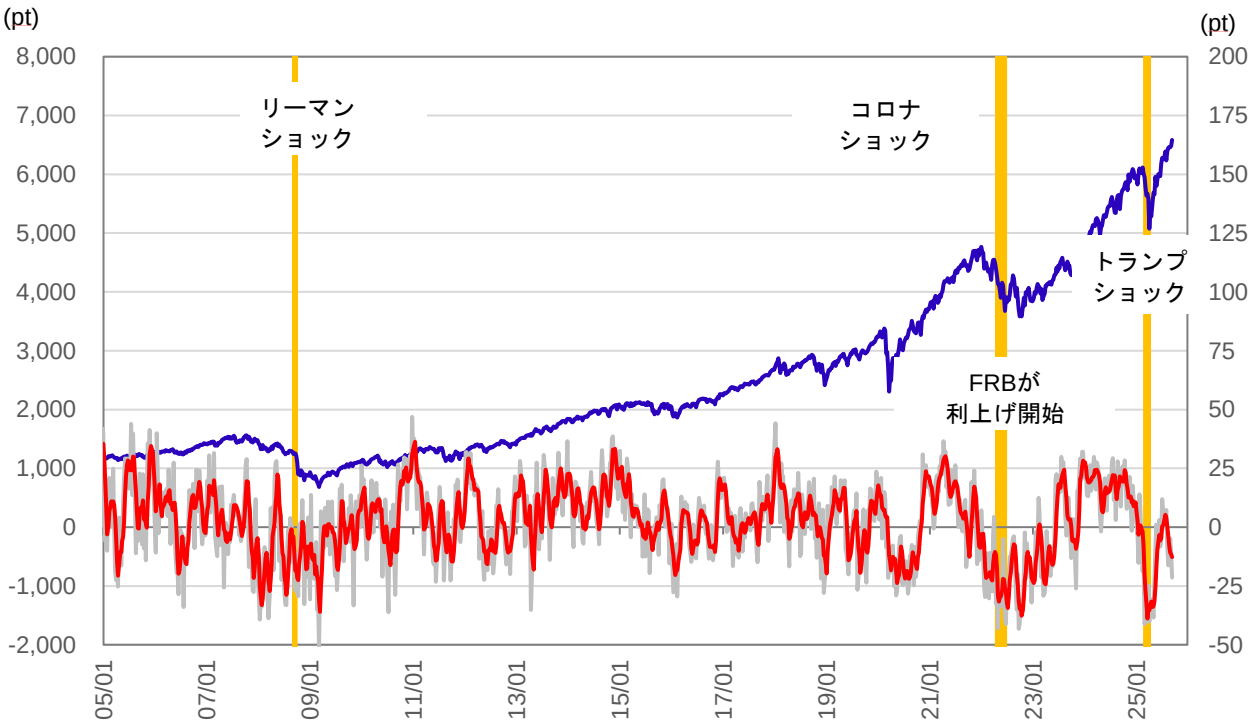
出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

図表 8 は、米国の投資家センチメント(Bull – Bear 指数)と SP500 の推移である。投資家センチメントは、足元でやや悪化傾向を示しており、高値警戒感が燻っている様子が窺える。金利が想定外に上昇した場合には、株価は調整するリスクがあるため、留意したい。

図表8：SP500と投資家センチメント



出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

■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
215	2025/6/5	米国株	米国株 5 月レビューと 6 月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5 月 26 日～5 月 30 日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5 月雇用統計
219	2025/6/13	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 6 月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6 月 2 日～6 月 6 日)
221	2025/6/13	米国経済	5 月米 CPI
222	2025/6/19	米国経済	6 月 FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25 年 6 月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6 月 9 日～6 月 13 日)
225	2025/6/24	米国株，日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済，米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済，米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体，日本株，米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	日本株	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。