

2025 年 12 月 12 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: 12 月 FOMC とマーケット環境の整理

FF 金利の誘導目標レンジを 3.75%－4.00%から 3.50%－3.75%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 3.75%－4.00%に引き下げることを決定
- ドットからは、26 年末にかけて後 2 回の利下げが見込まれているが、トランプ大統領によって指名される新議長が金利を据え置くとは考え難い
- パウエル議長は、労働市場の軟化を憂慮しているが、構造的要因が背景の場合、こうした状況は継続し、FRB の利下げを正当化しよう。もっとも、市場は既に FRB が示唆する以上の利下げ回数を織り込んでいるため、弱い経済指標が確認されたとしても、市場への影響は限定的な可能性が高い

### 概要:FF 金利の誘導目標レンジを 3.75%－4.00%から 3.50%－3.75%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 3.50%－3.75%に引き下げることを決定した。なお、ミラン理事は 0.50%pt の利下げを主張した他、カンザスシティ連銀のシュミッド総裁、シカゴ連銀のグールズビー総裁は据え置きを主張し、それぞれ反対票を投じた。

3 ヶ月に一度更新される経済見通しでは、まず、政策金利の見通し中央値が、26 年末:3.375%、27 年末:3.125%、28 年末:3.125%、長期:3%と示された(図表 1～3)。従って、26 年末にかけての残りの利下げ回数は後 2 回ということになる。筆者は米国の中立金利を 3.5%程度と推計しており、今回の修正に違和感はない。もっとも、来年トランプ大統領によって指名される新議長が、就任以降金利を据え置く可能性は低いだろう。図表 4 は市場の政策金利織り込みの様子である。26 年末は 3.10%と、新議長への交代でドットが示唆する回数以上の利下げが行われる可能性を織り込んでいるとみられる。

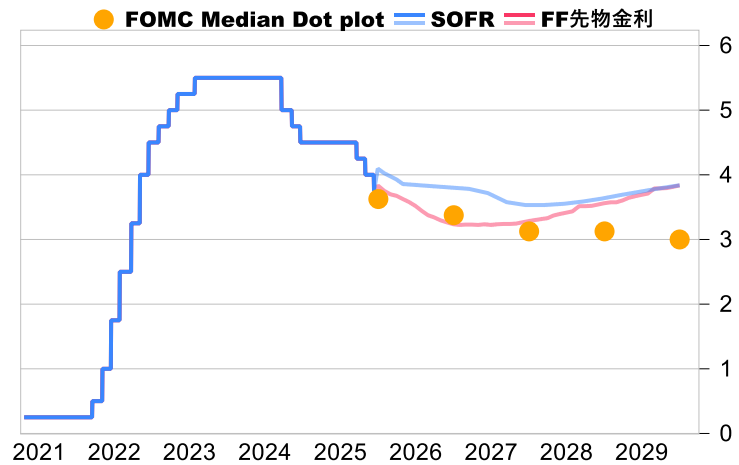
記者会見は、ややハト派的な印象を受けた。パウエル議長からは、「労働市場が明らかに弱くなってきており、雇用を守るために予防的に利下げを続ける。ただしインフレはまだ完全に収まったわけではなく、特に関税要因で上振れリスクがある。だからデータ次第で柔軟に動く」という趣旨の発言がなされた。

筆者はここもとの弱い労働市場と抑制的な物価動向の背景について、米経済の K 字型経済化が背景にあるとみている。所謂、構造的要因である以上、今後も FRB の利下げを正当化する様な経済状況が継続する可能性が高い。もっとも、前述した様に、市場は既に FRB が示唆する以上の利下げ回数を織り込んでいるため、弱い経済指標が確認されたとしても、市場への影響は限定的な可能性が高い。

図表 1: 経済見通し (2025 年 12 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

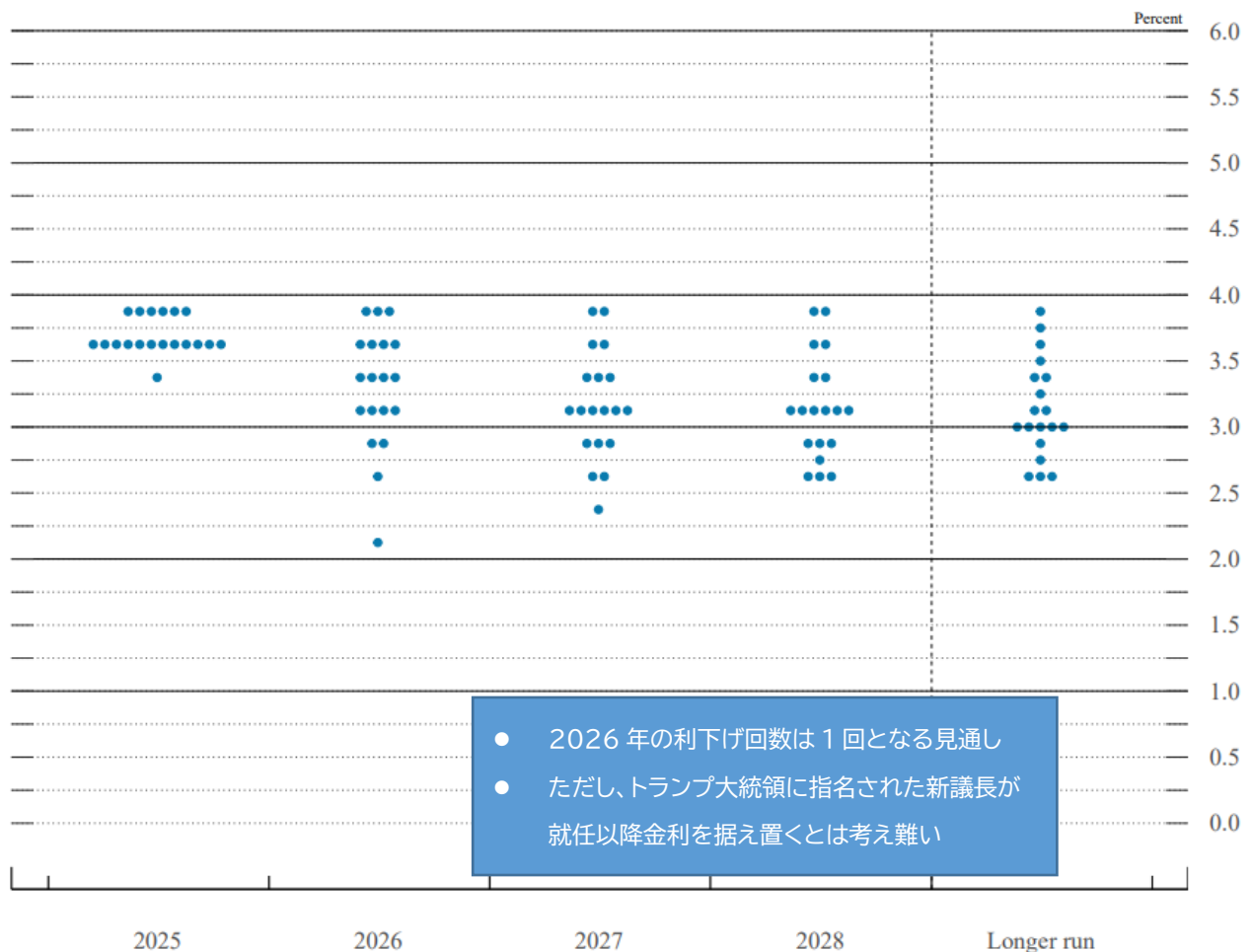
図表 2: FF レートの推移



出所: FRB  
 注: 前回からの修正箇所を色付けた

出所: マクロボンド

図表 3: ドットチャート(FOMC 参加メンバーの政策金利見通し)



出所: FRB

## ◎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：マーケットの織り込む FF 金利

Meeting	期待 FF金利	4-4.25	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
Dec. 9-10, 2025	3.72 %								88.6 %	11.4 %
Jan. 27-28, 2026	3.64 %							20.6 %	73.9 %	5.6 %
Mar. 17-18, 2026	3.56 %						6.0 %	36.2 %	53.8 %	3.9 %
Apr. 28-29, 2026	3.51 %					1.1 %	11.7 %	39.5 %	44.5 %	3.2 %
June 16-17, 2026	3.40 %				0.6 %	6.8 %	26.8 %	42.2 %	22.1 %	1.5 %
July 28-29, 2026	3.32 %			0.2 %	2.3 %	12.4 %	31.1 %	36.6 %	16.4 %	1.1 %
Sept. 15-16, 2026	3.21 %			0.8 %	5.4 %	18.1 %	32.8 %	30.4 %	11.7 %	0.7 %
Oct. 28-29, 2026	3.16 %		0.2 %	1.4 %	7.1 %	20.1 %	32.5 %	27.9 %	10.2 %	0.6 %
Dec. 8-9, 2026	3.10 %		0.4 %	2.4 %	9.3 %	22.2 %	31.7 %	24.9 %	8.6 %	0.5 %

注：2025 年 12 月は FOMC 直前  
出所：マクロボンド

### 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

#### ■米国の K 字型経済への移行

2025 年を含む直近数年間の米国経済は、センチメント指標等のソフトデータは景気後退を示唆しながらも、実績を示すハードデータは底堅く推移する展開が持続していた。概してソフトデータは景気先行指標として機能してきたため、ソフトデータの悪化は景気後退懸念や株安を誘発したが、その後は底堅いハードデータが確認される度に株価は反発してきた。足元でも、依然として米経済の先行きを懸念する声もあり、2026 年もボラタイルな相場となることが見込まれるが、調整には押し目買いのスタンスで臨みたい。

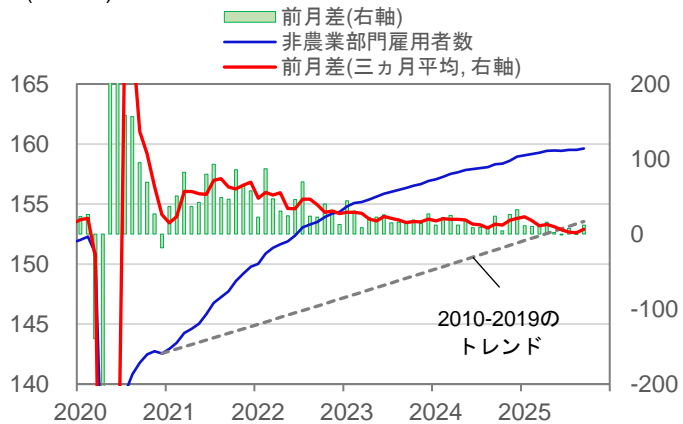
さて、一見弱そうに見える米経済の実態は、「K 字型経済への移行」という文脈で捉えると、整合する点も多いと考えている。本節では、FRB のデュアルマンデートに即して、労働市場と物価について考察する。

米労働市場では、非農業部門雇用者数の増加ペースが鈍化しており、失業率も緩やかに上昇傾向である(図表 5～6)。しかしながら、こうした表面上の労働市場の軟化は必ずしも米経済の軟化を意味しない。

図表 7～8 は、失業率について、近年の失業率とリーマンショック発生時の上昇要因をピックアップしたものである。リーマンショックの時は、企業の倒産やリストラに起因する恒久的失業を理由に失業率が上昇していたが、近年は再参入や新規参入等の参入要因が過半を占めており、新たに職を得ることが難しい状況にあることを示唆している。一方で、米国の労働生産性は、従来のトレンドを上方に乖離し、大幅な改善を見せている(図表 9)。また、アトランタ連銀が公表している所得水準別の賃金変化率を見ると、上位 25%の賃金は、下位 25%の賃金と比べると、前年比の低下が緩やかなことも分かる(図表 10)。

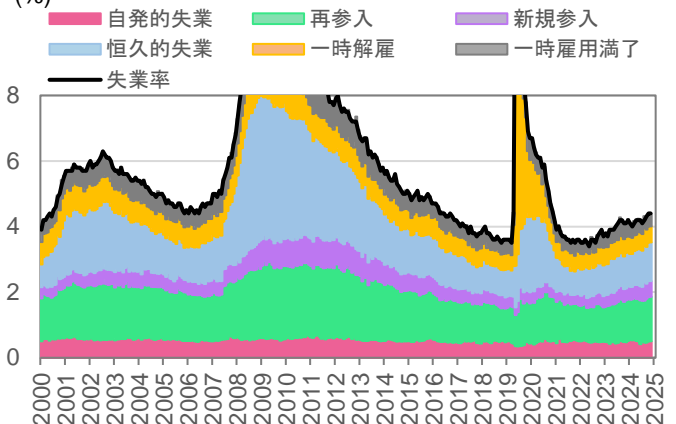


RE (百万人) 図表5：非農業部門雇用者数の推移



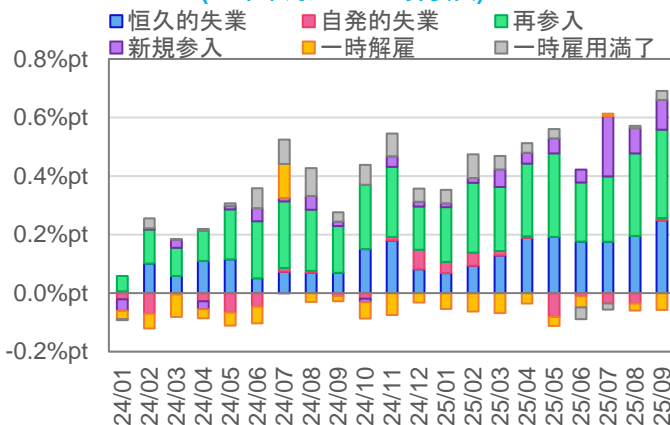
出所: Bloomberg

(万人) 図表6：失業率の推移と寄与度分解



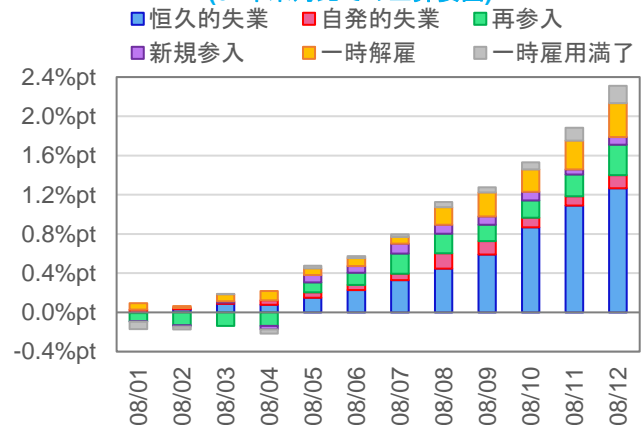
出所: Bloomberg

図表7：失業率上昇要因分解  
(23年末対比での上昇要因)



出所: Bloomberg

図表8：失業率上昇要因分解  
(07年末対比での上昇要因)



出所: Bloomberg

労働生産の改善タイミングを勘案すると、こうした事象の背景には、AIの登場があると考えている。AIが生産性の低い作業を代替できる様になった結果、そうした人材の需要が薄れているとすれば、新規で労働市場に参入してくる様な人材が職探しにあえいでいることとも整合的である。また、所得水準上位25%に代表されるようなAIを活用して生産性を高めることができる高スキル人材への需要は強いために、前年比の低下スピードが緩やかな可能性が高い。

そして、ペバリッジ曲線(欠員率と失業率の関係)にも若干の変化が見受けられる(図表11)。緑色のドットが2009年7月～2020年2月にかけての関係であるが、2020年5月以降の関係(青色のドット)は、依然と比べて若干の上方シフトが認められる。これは、失業率が高くても、欠員が充足しない様子、すなわち雇用のミスマッチを示唆している可能性がある。以上から、労働市場の軟化は米経済軟化の根拠として不十分であると考えている。

◎注意事項

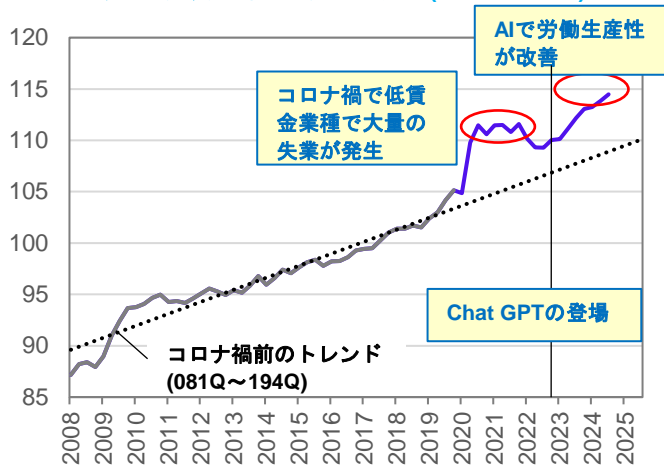
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



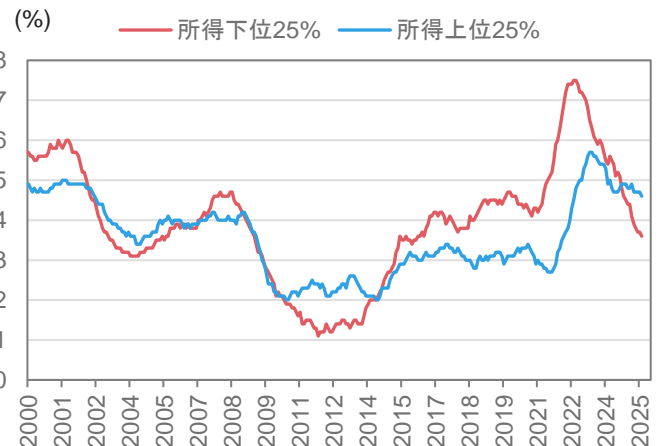
RE

図表9：非農業部門の労働生産性(2017年=100)



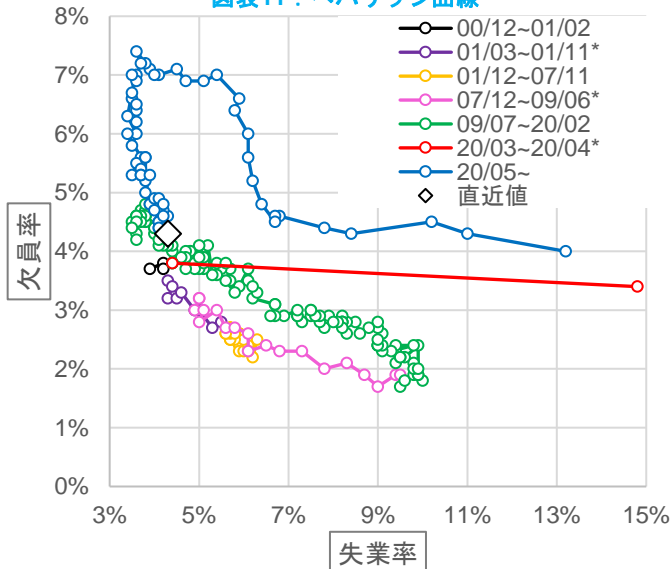
出所: Bloomberg

図表10：所得水準別の賃金(前年比)



出所: Bloomberg

図表11：ベバリッジ曲線



出所: BLS、Bloomberg

物価については、トランプ大統領が各国に対して厳しい関税措置を打ち出したのにも関わらず、財項目が大きくは上昇していない点やその一方で消費は底堅い点等にK字型経済の特徴が見受けられる。ポイントは、所得格差と資産効果である。

前節でも見た様に、労働市場では高スキル人材への需要は高く、また富裕層ほど金融資産を保有しているため、近年の株高を受け、消費が活発となり、米経済を支えていた可能性が高い。実際、図表13で示した様に、ミシガン大学消費者信頼感指数とSP500の3ヵ月前比には一定の相関関係が見受けられる。一方で、図表14からは、CPIとPPIの前年比の差分(プラスであれば企業が消費者に価格転嫁しているとみられる)は、概ね消費者マインドと連動しており、消費者マインドの低迷から企業は価格転嫁ができず、売上高粗利益率が悪化している様子が窺える。

## ◎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。

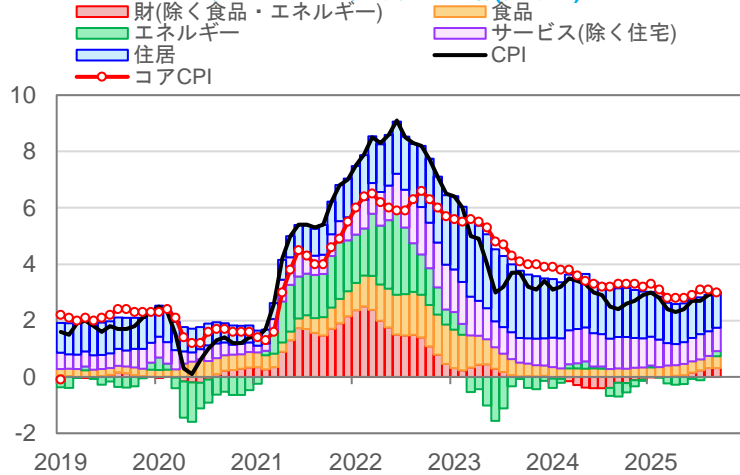
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



米 CPI のウェイトは、米国の家計へのアンケート調査によって決定される。一方で、米国の国民所得の内 20% を上位 1% が占めている(図表 15)。即ち、財インフレの伸びが抑制されている背景には、貧困層を中心とするマインドの低迷やそれに伴い、企業が関税等のコスト増を十分に価格転嫁できないことがあると推察される。また、その一方で、富裕層が富の多くを占める現状では、消費は底堅く推移することが、何ら矛盾しない。

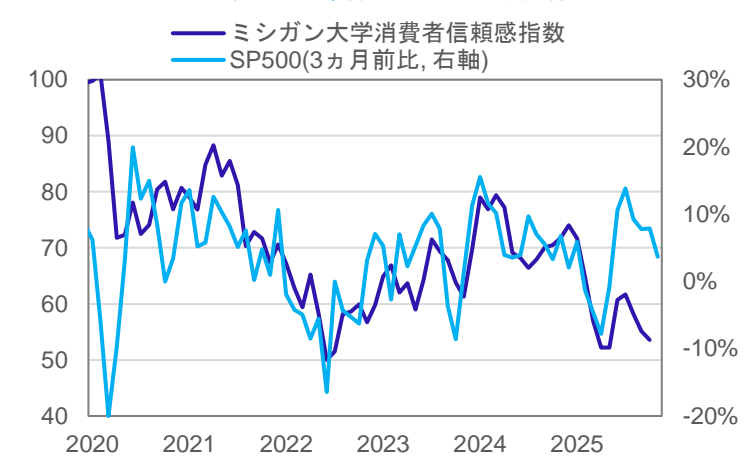
(%)

図表12：CPIの変動要因分解(前年比)



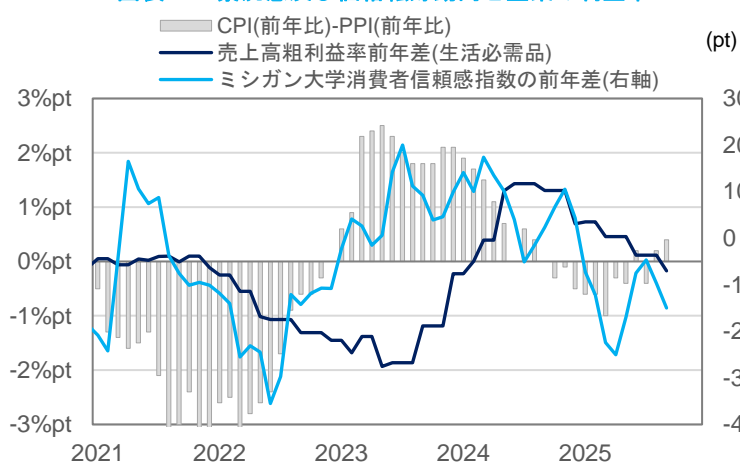
出所: Bloomberg

図表13：消費者マインドと米国株



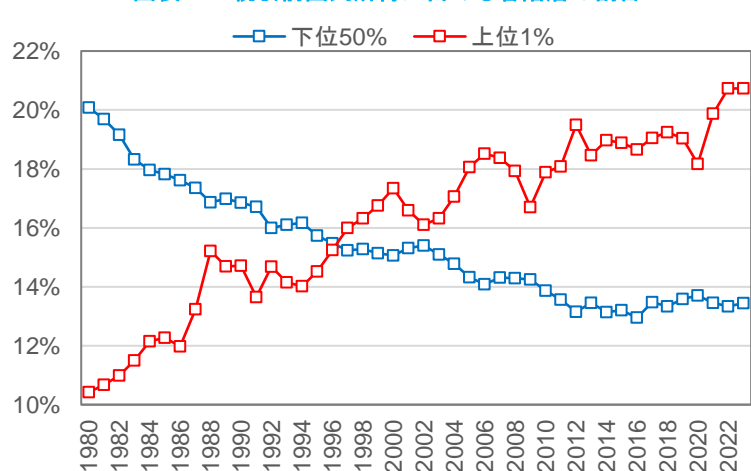
出所: Bloomberg

図表14：景況感及び価格転嫁動向と企業の利益率



出所: Bloomberg

図表15：税引前国民所得に占める各階層の割合



出所: FRED

米国経済の K 字型経済化は構造的なものであり、短期的な変化は見込み難い。FRB は、抑制的なインフレ率と弱い労働市場へ配慮して緩和的な金融政策を続けよう。もっとも、前述した様に、市場は既に FRB が示唆する以上の利下げ回数を織り込んでいるため、弱い経済指標が確認されたとしても、市場への影響は限定的な可能性が高い。

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

## ◎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。