

2025 年 12 月 11 日 全 7 頁

FOMC 3 会合連続で 0.25%の利下げを決定

2026 年は合計 0.25%pt の利下げ予想も、不確定要素は多い

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

主任研究員
研究員

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2025 年 12 月 9 日・10 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、3 会合連続で 0.25%pt の利下げが決定された。政策金利である FF（フェデラルファンド）レート
の誘導目標レンジは 3.75-4.00%から 3.50-3.75%へと引き下げられた。市場は 12 月
FOMC での利下げを事前に織り込んでおり、サプライズはない。また、バランスシート
の拡大を実施することも決定された。パウエル FRB 議長によれば、当初の 1 カ月間で
400 億ドルの短期国債買入を実施し、数カ月間は高水準での買入を継続した後、買入
額を減額する。短期金融市場が既にひっ迫していることや、4 月中旬の納税日に準備
預金が増減する傾向にあることを踏まえた対応となる。
- 今回の FOMC での最大の注目点は 2026 年の利下げペースだ。FOMC 参加者の FF 金利見通
し（ドットチャート、中央値）では、2026 年、2027 年にそれぞれ 0.25%pt の利下げ、
2028 年以降は据え置きとの見立てが示された。ただし、2026 年以降の予想分布は大き
くばらついており、景気・物価を巡る不透明感が依然として強いことを示唆している。
- 現時点で考えられる不透明感の主な源泉の一つはインフレ率だ。FOMC 参加者はインフ
レ鈍化を見込むが、景気回復の下で関税コストの価格転嫁が進む可能性がある。他方、
足元で国家緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とした追加関税措置に関する最高裁での審
議が行われている。IEEPA に基づいた追加関税措置が無効となった場合、インフレ圧
力が軽減し、景気や雇用の下振れ時には追加的な利下げが容易になり得る。
- また、AI の活用拡大などによるコストカットが雇用抑制につながる可能性もある。景
気が底堅く推移すれば、コストカットによる雇用抑制分が他の業種などの採用増によ
って吸収され得るが、景気が下振れした際には失業率が上昇しやすくなる。雇用環境
が更なる利下げを要請するような局面も想定され得るだろう。こうした景気・物価を
巡る不透明感に加え、2026 年は FRB の議長交代というタイミングも重なる。ドットチ
ャートが示す 2026 年の 0.25%pt 利下げを前提視するのには慎重であるべきだろう。

3 会合連続での 0.25%pt の利下げと、国債の追加買入を決定

2025 年 12 月 9 日・10 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、3 会合連続で 0.25%pt の利下げが決定された。政策金利である FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジは 3.75-4.00% から 3.50-3.75% へと引き下げられた。なお、今回の政策決定でシュミッド・カンザスシティ連銀総裁とグールズビー・シカゴ連銀総裁は金利の据え置きを主張し、反対票を投じた。他方で、スティーブン・ミラン FRB 理事は 0.5%pt の利下げを主張して反対票を投じた。3 人が反対票を投じたのは、2019 年 9 月以来だ。

今回の FOMC による利下げは僅差での決定になると見られていたが、民間の雇用関連指標が悪化基調であること等から、市場は 12 月 FOMC での利下げを事前に織り込んでいた。CME が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、FOMC の開催直前（12 月 8 日）の時点で、0.25%pt の利下げが 88.4% となっていたことから、今回の決定にサプライズはない。

また、今回の FOMC では、バランスシートの拡大を実施することも決定された。パウエル FRB 議長によれば、当初の 1 カ月間で 400 億ドルの短期国債買入を実施し、数カ月間は高水準での買入を継続した後、買入額を減額する。パウエル議長は FOMC 後の記者会見で、短期金融市場が既にひっ迫していることや、4 月中旬の納税日に準備預金が急激に減少する傾向にあることを踏まえた措置であると説明した。

声明文・記者会見：様子見できる位置にあり、今後はデータ次第

声明文を確認すると、景気全体に関しては、「入手可能な指標は、経済活動が緩やかなペースで拡大していることを示唆している」という表現が据え置かれた。パウエル議長は記者会見で、住宅市場は依然として低調である一方、消費は堅調であり、企業による固定資産投資も拡大し続けていると指摘した。

雇用環境については、前回の「雇用の伸びは今年に入って鈍化し、失業率は小幅に上昇したものの、8 月までは低水準を維持した。最近の指標もこれらの動向と一致している」という表現から、「雇用の伸びは今年に入って鈍化し、9 月までは失業率は小幅に上昇した。最近の指標もこれらの動向と一致している」に変更された。パウエル議長は記者会見で、労働供給と労働需要の双方が減少しているとの見解を維持した。また、4 月以降の雇用者数の伸びは月平均 4 万人程度とされている一方、これらの数字は月当たり 6 万人程度過大評価されていると言及し、雇用者数の伸びが実際はマイナスの可能性があると指摘した。

続いて、物価関連の記述を見ると、前回の「インフレ率は年初から上昇しており、依然としてやや高い水準にある」との表現が据え置かれた。パウエル議長は記者会見で、関税の影響により財価格の上昇が加速したとした一方、あくまでも関税に関する品目に留まると指摘した。また、パウエル議長は、現状では関税が物価に与える影響は一時的なものに留まる可能性が高

いとの見解を示した。具体的には、新たな関税の発表がなければ、財価格の上昇は2026年の第1四半期にピークを迎え、下半期にはインフレ率が低下すると説明している。

景気に関するリスク認識については、前回の「委員会は二重の目標（デュアルマנדート）の両面に対するリスクに注意を払っており、ここ数カ月で雇用に対する下振れリスクが高まったと判断している」という表現を維持した。パウエル議長は記者会見の中で、インフレに関するリスクは上振れ、雇用環境に関するリスクは下振れに傾いている困難な状況の中、ここ数カ月で雇用環境に悪化が見られ、足元で両者のリスクバランスは変化したと説明している。

上記のリスク認識の変化を基に、金融政策の判断に関しては、前回の「委員会は目標を達成するために、リスクバランスの変化を踏まえて、FF レートの誘導目標レンジを 0.25%pt 引き下げ、3.75%から 4.00%とすることを決定した」という表現から「委員会は目標を達成するために、リスクバランスの変化を踏まえて、FF レートの誘導目標レンジを 0.25%pt 引き下げ、3.50%から 3.75%とすることを決定した」へと変更した。金融政策運営の先行きに関しては、「FF レートの誘導目標レンジの追加調整を検討するにあたり、委員会は入ってくるデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する」という表現から「FF レートの誘導目標レンジを追加調整する程度と時期を検討するにあたり、委員会は入ってくるデータ、今後の見通し、リスクのバランスを慎重に評価する」へと変更した。

今回の決定について、パウエル議長は記者会見で僅差での決定であると指摘した。パウエル議長自身は、雇用環境の悪化基調が続いているとの認識を示し、インフレについてはやや楽観的な見解を示したものの、FOMC 参加者内で見解に差異が見られたようだ。また、金融政策のスタンスについて、2025年10月のFOMCではやや制限的（modestly restrictive）と表現していたのに対し、今回はそのような表現を用いず、政策金利は景気に中立的な金利水準の上限付近にあると繰り返し言及した。パウエル議長は、政策金利は様子見するのに適した位置にあると強調した。政府閉鎖の影響で今後公表される統計の精度に懸念があることもあり、先行きの利下げについてはデータをより慎重に検討して判断することが見込まれる。

SEP：成長率が上方修正された一方、インフレ率は下方修正

今回の FOMC では、FOMC 参加者による経済見通し（SEP）が公表された。内容を見ていくと、実質 GDP 成長率（4Q の前年比、以下同）は、2025 年（+1.7%、9 月時点：+1.6%）、2026 年（+2.3%、同：+1.8%）、2027 年（+2.0%、同：+1.9%）、2028 年（+1.9%、同：+1.8%）がいずれも上方修正された。中でも、2026 年は上方修正幅が特に大きい。2025 年は潜在成長率とされる長期見通し（+1.8%、同：+1.8%）を下回る一方、2026 年以降は潜在成長率を上回るペースで推移すると見立てが示されたことになる。なお、パウエル議長は記者会見で、政府閉鎖の影響を除けば、2025 年は 1.9%、2026 年は 2.1%だった可能性があるとは指摘した。

失業率見通し（4Q の平均、以下同）に関しては、2025 年（4.5%、9 月時点：4.5%）、2026 年（4.4%、同：4.4%）、2028 年（4.2%、同 4.2%）が前回から据え置きとなった一方で、

2027 年（4.2%、同：4.3%）は下方修正（改善）された。失業率のピークは 2025 年であり、2026 年もやや高止まりする一方、2027 年以降は自然失業率とされる長期見通し（4.2%）程度で推移する見立てとなっている。

物価見通しに関しては、PCE 価格指数の上昇率（4Q の前年比、以下同）について、2025 年（+2.9%、9 月時点：+3.0%）、2026 年（+2.4%、同：+2.6%）が下方修正された。2027 年（+2.1%、同：+2.1%）と 2028 年（+2.0%、同：+2.0%）は据え置きとなり、インフレ目標である 2%に到達するのは 2028 年との見立てになっている。コア PCE 価格指数の上昇率に関しても、2025 年（+3.0%、同：+3.1%）と 2026 年（+2.5%、同：+2.6%）が下方修正され、2027 年（+2.1%、同：+2.1%）と 2028 年（+2.0%、同：+2.0%）は据え置きとなった。

今回の SEP をまとめれば、実質 GDP 成長率と失業率は改善方向に修正され、インフレ率については下方修正された。パウエル議長は記者会見で、2026 年の成長率については減税や AI 関連支出の継続等が押し上げ要因になると指摘した。インフレについては、FOMC 参加者内で再加速への警戒感が残るが、見通しが下方修正されたことに加えて、先述のようにパウエル議長もやや楽観的な見解を示した。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値					大勢見通し									
		2025	2026	2027	2028	長期	2025		2026		2027		2028		長期	
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	25年12月	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6	1.8	2.1	2.5	1.9	2.3	1.8	2.1	1.8	2.0
	25年09月	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4	1.7	1.7	2.1	1.8	2.0	1.7	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Qの平均)	25年12月	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5	4.6	4.3	4.4	4.2	4.3	4.0	4.3	4.0	4.3
	25年09月	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4	4.5	4.4	4.5	4.2	4.4	4.0	4.3	4.0	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	25年12月	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8	2.9	2.3	2.5	2.0	2.2	2.0		2.0	
	25年06月	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9	3.0	2.4	2.7	2.0	2.2	2.0		2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	25年12月	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9	3.0	2.4	2.6	2.0	2.2	2.0			
	25年09月	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0	3.2	2.5	2.7	2.0	2.2	2.0			

(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。

(出所) FRB より大和総研作成

ドットチャート：中央値は据え置きも、予想の分布はばらつきが大きい

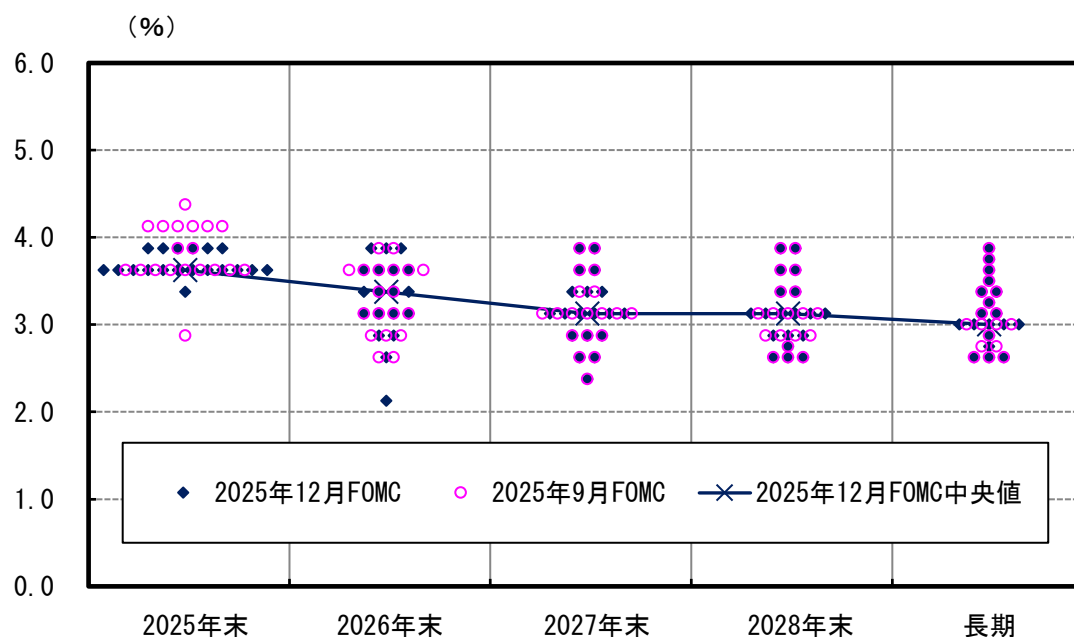
FOMC 参加者の FF レート予想であるドットチャートを見ると、2025 年末の結果から、今回の FOMC において 6 名の FOMC 参加者が金利の据え置きを想定していた一方、12 名の FOMC 参加者が 0.25%pt の利下げを支持していた。先行きについて、ドットチャートの中央値を確認すると、2026 年末（3.4%、9 月時点：3.4%）、2027 年末（3.1%、同：3.1%）、2027 年末（3.1%、同：3.1%）、2028 年末（3.1%、同：3.1%）がいずれも据え置きとなった。2026 年と 2027 年にそれぞれ 1 回の利下げを実施する見立てとなっている。なお、中立金利の目安とされる長期見通し（3.0%、同：3.0%）についても据え置きとなった。

続いてドットチャートの形状を見ると、2026 年に関しては、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 7 名、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 8 名、2027 年に関しては、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 7 名、中央値よりも低い金利を予想する

FOMC 参加者は 6 名と、予想のばらつきが大きい。

今回のドットチャートをまとめると、中央値は 9 月のドットチャートから据え置きになった一方で、2026 年以降の予想分布は大きくばらついており、経済の不確実性が依然として高いことを示唆している。また、政策金利が中立金利のレンジ内にある一方で、中立金利とされる長期見通しの予想分布も依然としてばらつきが大きく、今後の金融政策の決定はデータをより慎重に評価して実施されると見込まれる。

図表 2 FOMC 参加者による FF レート予想（ドットチャート）



（出所）FRB より大和総研作成

2026 年は合計 0.25%pt の利下げ予想も、不確定要素は多い

今回の FOMC では、3 会合連続となる 0.25%pt の利下げが決定された。市場は今回の利下げを織り込んでいたことから、注目点は主に 2026 年の利下げペースに移っていた。金融政策の前提となる FOMC 参加者の経済見通しについては、2026 年の景気見通し（実質 GDP 成長率が上方修正、失業率は据え置き）は楽観的な予想が示された。また、2026 年の PCE 価格指数及びコア PCE 価格指数は下方修正され、インフレ鈍化の見通しが示された。FOMC 後の記者会見で、パウエル議長は 7 月に成立したトランプ減税 2.0 や好調を維持する AI 関連投資によって景気が下支えされると指摘した。インフレ率に関しては、パウエル議長は関税コストを企業が吸収しており、新たな関税の発表がなければ 2026 年下半期には減速していくという見解を示した。

こうした景気・物価見通しの下で、FOMC 参加者の 2026 年の利下げ予想は中央値で合計 0.25%pt となった。2024 年（合計 1.00%pt）、2025 年（合計 0.75%pt）に比べてペースが大幅に鈍化するという予想が示されたことになる。パウエル議長は今回の利下げで FF 金利水準は

3%半ばまで低下しており、景気に中立的な金利水準（中立金利）の上限付近に達したと指摘している。実際に2026年に合計0.25%ptの利下げが実施されれば、中立金利とされるFOMC参加者のFF金利水準（長期見通し、中央値）の3%に近づくことになる。

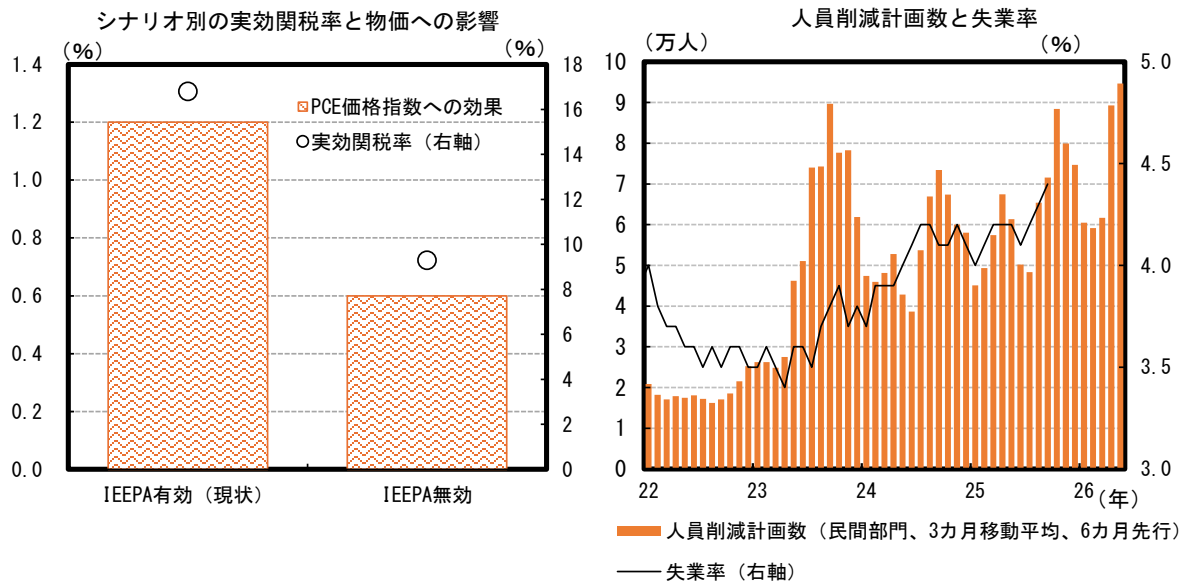
なお、FF先物によれば、市場は2026年に合計0.50%ptの利下げを織り込んでおり、FOMC前の想定から大きな変化はない。パウエル議長も指摘する通り、金融政策運営を取り巻く環境は不透明感が強く、結果次第では利下げペースを左右するだろう。

現時点で考えられる不透明感の主な源泉は三つ挙げられる。一つはインフレ率だ。これまでは企業が関税コストを吸収してきたとされるが、今後景気が回復するのであれば、関税コストを消費者へと転嫁する可能性がある。こうした場合、利下げペースは緩やかになり得るだろう。他方、足元で国家緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とした追加関税措置に関する連邦最高裁での審議が行われており、保守派の最高裁判事からもその合法性に対して疑問が呈されている。IEEPAを根拠とした追加関税措置の実施が困難となっても、他の法律を根拠に追加関税措置は可能だが、迅速な実施や大幅な引き上げなどはハードルが高い。The Budget Lab at Yaleによれば、関税によるPCE価格指数の水準の短期的な押し上げ効果は、IEEPA有効（現状）の1.2%程度から、無効となる場合には0.6%程度まで低下するとされる（図表3左図）。関税コストによるインフレ圧力が現状の想定より抑制されれば、景気や雇用の下振れ時には追加的な利下げが容易になるだろう。

二つ目は雇用環境だ。例えば、市場参加者の中で注目度の高いChallenger, Gray & Christmas社調査による人員削減計画数は、失業率が2025年末～2026年初にかけて緩やかに低下する一方で、2026年の春先以降に再上昇する可能性を示唆している（図表3右図）。足元までは景気悪化リスクの高まりに伴う雇用抑制という側面が強かったが、AIの活用拡大などによるコストカットが雇用抑制につながる可能性がある。景気が底堅く推移すれば、コストカットによる雇用抑制分が他の業種などの採用増によって吸収され得るが、景気が下振れした際には失業率が上昇しやすくなる。インフレ動向次第では、雇用環境が更なる利下げを要請するような局面も想定され得るだろう。

最後はパウエル議長の後任選出だろう。パウエル議長は2026年5月にFRB議長の任期を終える。トランプ大統領は以前よりFRBに利下げを要請しており、新議長には利下げ推進派を指名する可能性がある。トランプ大統領の信頼が厚く、足元で新議長の最有力候補とされるケビン・ハセット氏は、これまで利下げを推進するような発言をしてきた。一方、足元では利下げに対して慎重な判断が必要といった発言も見られる。今回公表されたドットチャートでも利下げに慎重なFOMC参加者も複数確認できる中で、ハセット氏がこうした慎重な見方を考慮するのか、或いは、トランプ大統領の意向に沿うように利下げを推し進めていくのかは見通しづらい。FRBの金融政策運営は、インフレ高止まりリスク（=引き締めの金融環境が必要）と雇用の下振れリスク（=緩和的な金融環境が必要）の並存という困難な状況に置かれているが、2026年は議長交代というタイミングも重なることから、ドットチャート中央値が示す2026年の0.25%pt利下げを前提視するのには慎重であるべきだろう。

図表3 シナリオ別の実効関税率と物価への影響、人員削減計画数と失業率



(出所) BLS、Challenger, Gray & Christmas、The Budget Lab at Yale、Haver Analytics より大和総研作成

なお、バランスシート政策に関しては、10月の一部QT停止に続いて、短期国債（必要に応じて残存期間3年以内の国債を含む）の追加的な買入再開を決定した。現時点での買入規模は当初1カ月で400億ドル程度とされる。12月11日に買入スケジュールを公表予定で、購入は12月12日から開始される。短期金融市場がタイトであることに加え、例年4月15日に想定される納税によって準備預金が大幅に減少することに備え、短期国債の追加的な買入の実施を通じて、準備預金を拡充することが目的とされる。短期国債の追加的な買入に関しては、ウィリアムズ・NY連銀総裁が示唆していたことから市場の中でも意識はされていたが、実施のタイミングは概ね2026年1月以降と予想されていた。市場の想定よりも先んじて流動性供給を決めたことで、短期金融市場の安定化や準備預金の拡充に寄与することが期待される。