

2025 年 12 月 26 日 全 8 頁

2026 年の米金融政策の注目点

利下げタイミングや回数、中立金利の変化、次期議長の影響に注目

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

- 2025 年の米国経済は、トランプ第二次政権発足後の関税強化や移民抑制策を背景に、景気・物価情勢が大きく揺れ動いた。それに伴い、金融政策運営も二転三転を余儀なくされた。FRB は 2024 年に利下げ局面へ転じたものの、2025 年前半はインフレ再燃を警戒して FF 金利を据え置いた。他方で、夏場以降は雇用悪化への懸念から再び利下げへと舵を切り、合計 0.75%pt の利下げを実施した。では、2026 年の金融政策運営はどのようなか。本稿では 2026 年の金融政策運営を巡る注目点を四つ取り上げ、分析した。
- 2026 年の注目点の一つ目は利下げのタイミングだ。直近のドットチャートでは、FOMC 参加者の見解は大きく割れている。背景にはインフレ抑制を優先すれば雇用が犠牲になり、雇用を重視すればインフレが高進しかねないという FRB のジレンマがある。FOMC 参加者のリスク認識を見ると、足元ではインフレよりも雇用悪化を重視する傾向が強く、2026 年 4-6 月期以降は利下げが実施されやすい環境が整うと考えられる。
- 二つ目の注目点は利下げ幅だ。中立金利は 3%前後と見込まれ、現在の政策金利はその上限近辺に位置する。2026 年の利下げ幅は 0.50%pt 程度が現実的だろう。続いて、中立金利そのものが変化し得るとというのが三つ目の注目点だ。移民抑制による労働投入の減少は潜在成長率を押し下げる一方、AI 活用による生産性向上はこれを押し上げる可能性がある。足元では FOMC 参加者内でも生産性改善を見越した成長率予想の上方修正が進んでおり、中立金利が上振れする可能性がある。
- 四つ目の注目点は、2026 年 5 月に控える FRB 議長交代だ。トランプ大統領は利下げ推進派を次期議長に指名する可能性が高く、大幅利下げに向けた政治的介入が強まり得る。景気を十分に考慮せずに利下げが進められれば、期待インフレ率の安定が損なわれ、結果的にインフレ率が不安定化するリスクがある点に注意を要する。
- 以上をまとめれば、2026 年の金融政策を見通す上で、ドットチャートの数値に拘泥せず、中立金利を巡る構造変化や次期議長人事がもたらす影響を含め、総合的に点検する姿勢が不可欠といえよう。

紆余曲折の米国金融政策、2026 年の注目点は？

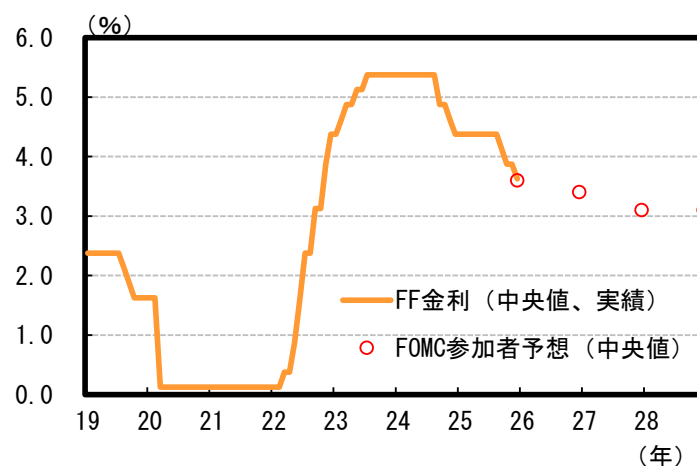
2025 年 1 月のトランプ第二次政権の発足以降、矢継ぎ早に実施された追加関税措置や移民抑制策などによって、米国経済の様相は大きく変わった。2024 年までの底堅い景気とインフレ減速というソフトランディング路線から、2025 年には景気悪化・インフレ再燃リスクの高まりというハードランディング路線への転換が危惧された。

本稿のテーマである FRB の金融政策も、景気・物価情勢に応じて二転三転を余儀なくされた。FRB は 2024 年 9 月から利下げフェーズへと転換したが、インフレ再燃リスクが高まった 2025 年上半期を中心に、金利は据え置かれ、様子見が続いた。他方で、雇用環境の悪化傾向が顕著になり始めた夏場以降は、利下げへと再転換がはかられ、2025 年 9 月から 12 月にかけて合計で 0.75%pt の利下げが実施された。2025 年の FRB による金融政策運営は紆余曲折の 1 年だったが、2026 年はどうなるのだろうか。本稿では金融政策運営を巡る 2026 年の注目点として、(1) 2026 年の利下げタイミング、(2) 2026 年の利下げ幅、(3) 中立金利の変化、(4) 次期議長による影響、という 4 点を取り上げ、分析する。

(1) 2026 年の利下げタイミング

2026 年の最大の注目点は、利下げペースだ¹。12 月の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）を見ると、2026 年の利下げ幅は中央値で 0.25%pt となっている（図表 1）。

図表 1 FF 金利の実績値と FOMC 参加者の予想値



(注) FOMC 参加者予想は 2025 年 12 月時点。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

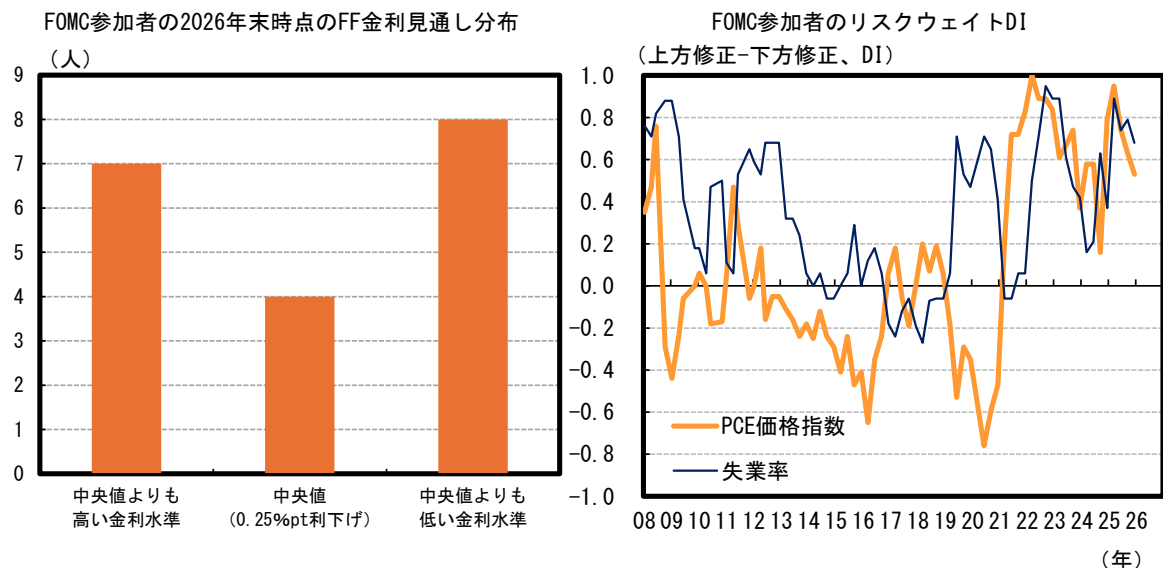
他方で、ドットチャート形状に注目すると、金利据え置きまたは利上げを予想する FOMC 参加

¹ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 3 会合連続で 0.25%の利下げを決定](#)」（2025 年 12 月 11 日、大和総研レポート）

者は7名、中央値よりも多くの利下げを予想するFOMC参加者は8名と見解は二分化されている(図表2左図)。こうしたFOMC参加者の見立ての二分化は、FRBが二重目標(デュアルマંデート:雇用の最大化、物価の安定)の間で板挟みになっていることに起因している。具体的には、インフレ再燃リスクを抑制し、物価安定を達成するために様子見を続ければ、景気・雇用が犠牲になり得る。他方で、雇用悪化リスクを抑制し、雇用の最大化を達成するために利下げを進めれば、インフレを高進させ得る。

FRBがジレンマに直面する中で、FOMC参加者がどちらのリスクが大きく、対応を優先すべきと認識しているかが、利下げペースを考える上で重要となる。FOMC参加者のリスク認識を指標化した、リスクウェイトDI(上方修正-下方修正)を見ると、直近ではPCE価格指数のリスクウェイトDIに比べて、失業率のリスクウェイトDIの方が高い(図表2右図)。FOMC参加者の中では予測期間(2025-2029年にかけて)における失業率の上昇リスクが高いとの認識が優勢であり、雇用悪化リスクへの対処が優先され得ることが示唆される。

図表2 FOMC参加者の2026年末時点のFF金利見通し分布、FOMC参加者のリスクウェイトDI



(注) 左図は2025年12月時点。

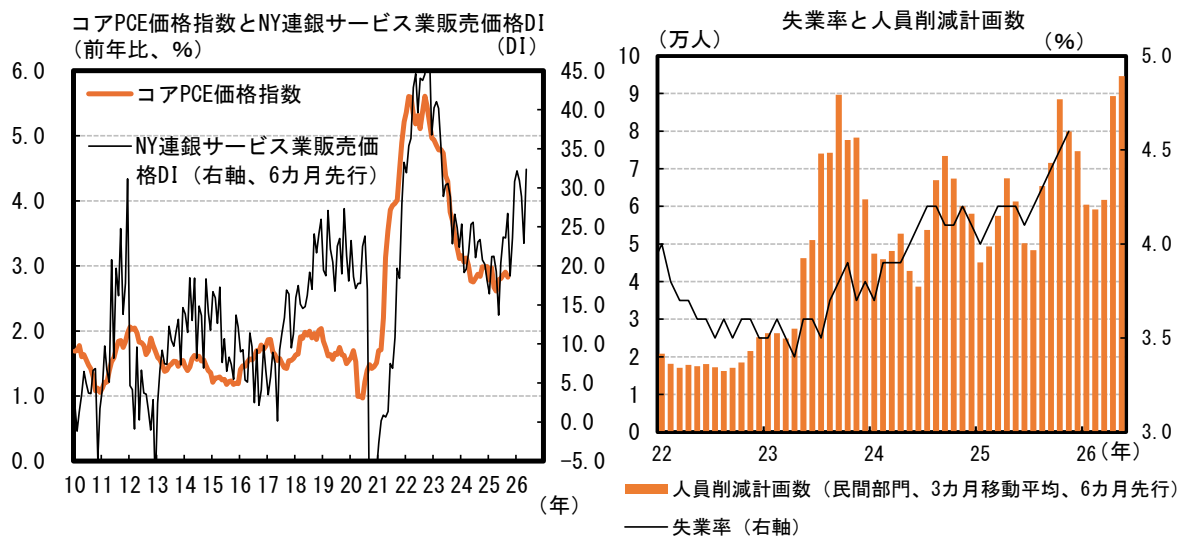
(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

もっとも、こうしたリスク認識は時期によって変化し得るだろう。例えば、パウエルFRB議長が12月のFOMC後の記者会見で、新たな追加関税措置がなければ、財価格の上昇は2026年1-3月期にピークを迎え、下半期にインフレ率は減速していくという見立てを示した。物価関連のデータを見ても、コアPCE価格指数に先行する傾向のあるサービス業の販売価格DI(企業が販売価格を引き上げ/引き下げているかを示す指標、上昇-下落)が上昇しており、2026年上半期にかけてはインフレ再燃が警戒されやすい時期であると想定される(図表3左図)。

他方で、雇用環境に目を向ければ、Challenger, Gray & Christmas社調査による人員削減計画は、2025年末から2026年3月にかけて、失業率の低下を示唆している。ただし、米国では

コストカットと AI 活用の積極化の波が押し寄せており、人員削減計画に基づけば、2026 年春先以降は失業率が再上昇する恐れがある（図表 3 右図）。2025 年 7 月に成立したトランプ減税 2.0 やこれまでの利下げによる景気押し上げ効果が発現し、コストカットによる人員削減を新たな採用増で吸収できれば、失業率の上昇が回避され得る。しかし、景気の回復が遅れたり、景気が下振れしたりすれば、失業率が上昇しやすくなる。こうした雇用や物価情勢を踏まえれば、2026 年 1-3 月期はインフレ抑制の観点から様子見姿勢が許容され得る一方で、4-6 月期以降は雇用を支えるための利下げが実施されやすい状況が想定されるだろう。

図表 3 コア PCE 価格指数と NY 連銀サービス業販売価格 DI、失業率と人員削減計画数



(出所) BLS、BEA、Challenger, Gray & Christmas、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

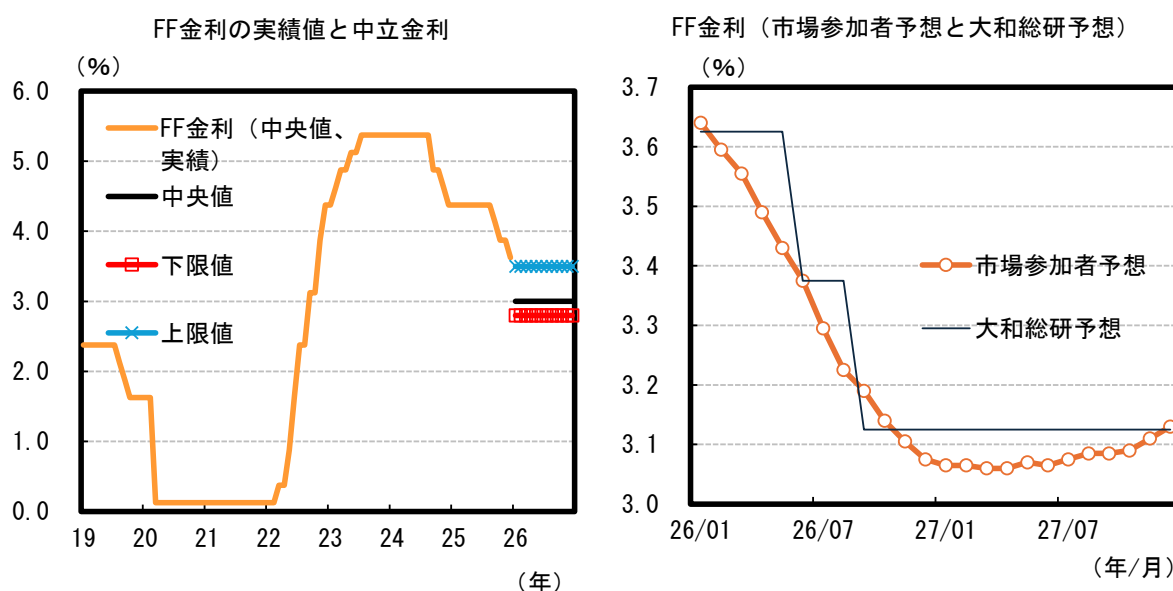
(2) 2026 年の利下げ幅

二つ目の注目点は、利下げの回数だ。利下げの回数は、上述のリスクの発現程度やタイミングに左右され得るわけだが、加えて中立金利にも制約される。一般的に中立金利とは景気に中立的な金利水準と定義され、大幅な景気悪化や過熱を想定していない現状においては、FF 金利の落ち着きどころの目安となる。中立金利の具体的な水準としては、FOMC 参加者の 2025 年 12 月時点の FF 金利予想のうち、長期見通し（ロンガーラン）の中央値である 3.0%、レンジ（大勢見通し）で見れば 2.8%-3.5% が該当する（図表 4 左図）。

実勢の FF 金利（中央値）水準に注目すると、今回の利上げフェーズ（2022-2023 年）においては 5.4% をピークとして、2024 年以降合計 1.75%pt 利下げされ、直近は 3.6% となっている。パウエル議長は 12 月の FOMC 後の記者会見で、現在の FF 金利の水準が中立金利の上限に位置すると指摘しており、実際に上述の長期見通しのレンジ上限付近に位置している。先行きの利下げ幅を中立金利のレンジと合わせて考えれば、0.25%pt（FF 金利水準：3.4%）から 0.75%pt（同：2.9%）が妥当ということになるだろう。

直近（2025 年 12 月 FOMC）のドットチャート（中央値）において、2026 年の利下げ幅は 0.25%pt となっているものの、2027 年にも 0.25%pt の利下げが予想されており、FF 金利の最終的な到達水準は 3.1%となっている。また、FF 金利先物から市場の利下げ織り込みを見ても、2026 年に 0.50%pt の利下げ、2027 年以降は据え置きが見込まれている（図表 4 右図）。利下げのタイミングは FOMC 参加者と市場の間でずれがあるが、先行きの利下げ幅は合計 0.50%pt が概ねのコンセンサスといえる。大和総研は FOMC 参加者が雇用の悪化リスクを重視していることや上述の雇用・物価見通しを基にした利下げタイミングの想定を踏まえ、現時点では 2026 年 4-6 月期に 0.25%pt、7-9 月期に 0.25%pt の利下げをメインシナリオとしている。なお、リスクシナリオとしては、1-3 月期に雇用環境の悪化が予想以上に進んだ場合には、追加的な 0.25%pt の利下げの可能性もあり得る（2026 年内合計 0.75%pt）。この場合においても、FF 金利水準（2026 年末）は 2.875%となり、中立金利の下限值（2.8%）付近となる。

図表 4 FF 金利の実績値と中立金利、FF 金利（市場参加者予想と大和総研予想）



（注）左図の中央値、下限値、上限値は 2025 年 12 月時点の FOMC 参加者の FF 金利（ロンガーランの大勢見通し）。右図の市場参加者予想は FF 金利先物ベース（2025 年 12 月 22 日時点）。大和総研予想は 2025 年 12 月 24 日時点。

（出所）BLS、BEA、Challenger、Gray & Christmas、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

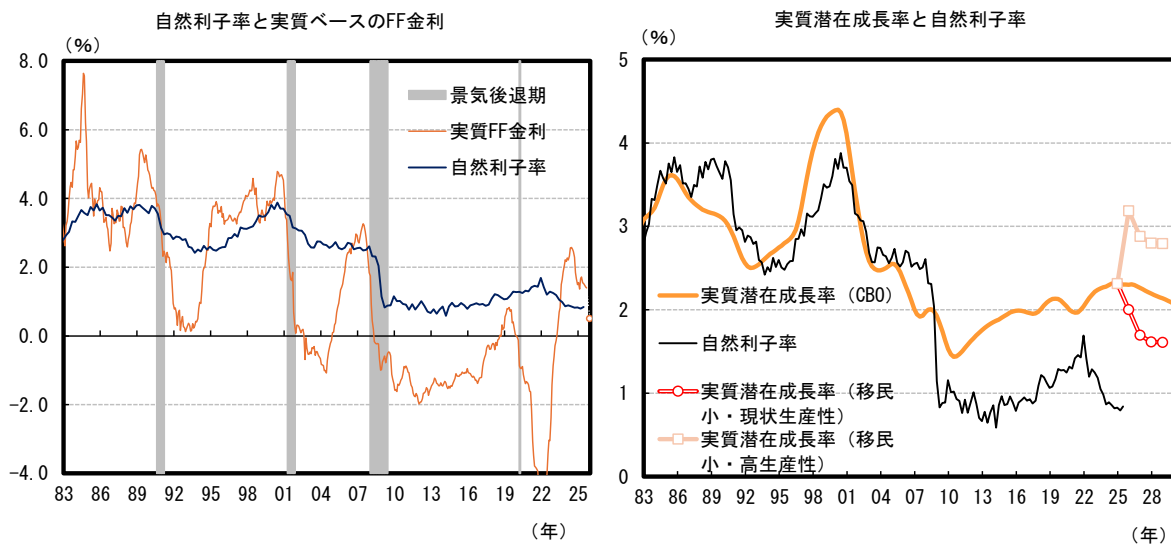
（3）中立金利の変化

続いて、中立金利は景気等に応じて変化することが三つ目の注目点だ。例えば、中立金利は自然利子率（景気を刺激も抑制もせず、経済が潜在成長率で安定的に推移し、かつ物価が安定する水準の実質金利）＋予想物価上昇率と定義できる。自然利子率の算出方法は多くあるが、Holston-Laubach-Williams（HLW）モデルを参照すると、2025 年 4-6 月期に 0.8%程度となる。予想物価上昇率を FRB のインフレ目標の 2%と仮定すれば、名目ベースの自然利子率は 2.8%となり、上述の FOMC 参加者が想定する中立金利と概ね整合的な水準となる。なお、図表 5 左図が示す通り、景気悪化時を除けば実質 FF 金利は自然利子率、つまりは実質的な中立金利に収斂す

る傾向がある。

こうした HLW モデルの自然利子率は潜在成長率に概ね連動して変化する（図表 5 右図）。議会予算局（CB0）が 2025 年 1 月に公表した推計では、潜在成長率が先行き緩やかに減速していくと予想されており、自然利子率も低下する可能性が示されている。加えて、CB0 の潜在成長率では考慮されていないトランプ第二次政権以降の移民抑制策による労働投入の縮小を反映させれば、潜在成長率は一層低下し得るだろう。他方で、足元の AI 活用の積極化等による生産性の上昇は、潜在成長率を押し上げることが想定される。藤原・矢作（2025）²から、移民抑制策による労働投入の縮小と生産性の上昇を考慮した潜在成長率の試算を見ると、生産性の上昇が現状のようなペースで続く場合には労働投入の縮小による押し下げ効果が大きく、CB0 の推計値以下のペースまで潜在成長率は低下し、自然利子率を押し下げ得る。他方で、IT バブル期前後並みの生産性の改善が実現すれば、潜在成長率は CB0 の推計値以上のペースまで加速し、自然利子率を押し上げ得る。

図表 5 自然利子率と実質ベースの FF 金利、実質潜在成長率と自然利子率



（注）左図の実質 FF 金利は名目 FF 金利からコア PCE 価格指数の前年比を差し引いて算出、2025 年末値（オレンジ○）は FOMC 参加者の予想値（2025 年 12 月公表、中央値）ベース。右図の実質潜在成長率のうち、移民小は移民政策の影響が強く発現し、トランプ政権期間中は厳格化が続くことを想定。現状生産性はコロナ禍後の伸びが継続することを想定。高生産性は AI が全要素生産性（TFP）を年+0.6%pt 押し上げ、資本装備率が IT ブーム期（1996–2004 年）並みに伸びることを想定。詳細は藤原・矢作（2025）を参照。

（出所）BEA、CB0、FRB、NY 連銀、藤原・矢作（2025）、Haver Analytics より大和総研作成

AI 活用の積極化等による生産性改善が潜在成長率や中立金利に与える影響に関しては、不確実性の高さや推計の難しさから FRB は明確な回答は避けてきた。しかし、12 月の FOMC ではパウエル議長が AI 等によって想定以上に生産性が上昇していること、そしてこうした生産性の上昇が維持され、高い経済成長率が達成され得ること、その結果として、中立金利が上昇する可能性があることを指摘した。FOMC 参加者の経済見通し（SEP）を見ても、2026 年の実質 GDP 成

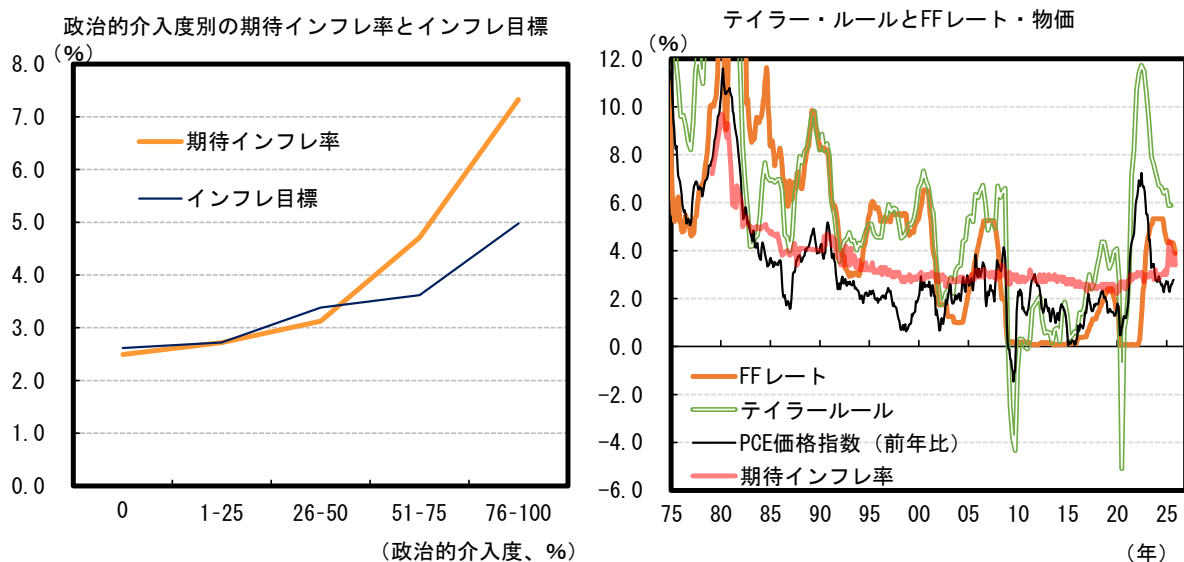
² 藤原翼・矢作大祐「[トランプ 2.0 で加速する人手不足を克服できるか～投資増による生産性向上への期待と課題～](#)」『大和総研調査季報』2025 年秋季号（Vol. 60）掲載、pp. 50–63

長率（12 月時点の予想中央値：前年同期比+2.3%、9 月時点：同+1.8%）は引き上げられており、潜在成長率とされる長期見通しのレンジも下限値（12 月時点予想レンジ：同+1.8%～+2.0%、9 月時点：同+1.7%～+2.0%）が上方修正された。足元の生産性改善が SEP にも組み込まれつつある中で、AI 活用の状況に応じて、FOMC 参加者の潜在成長率や中立金利の水準にも変化が生じ得るだろう。

（4）次期議長による影響

注目点の四つ目は、パウエル議長の任期終了と次期 FRB 議長の就任だ。パウエル議長は 2018 年 2 月に FRB 議長に就任、2022 年 5 月に再任され、2026 年 5 月に任期を終える。次期議長の指名権限を有するトランプ大統領は現在候補者を検討しており、2026 年初めに指名を行う予定だ。トランプ大統領は、これまで FRB に利下げを再三要請しており、2025 年夏まで FF 金利を据え置いてきたパウエル議長を「Mr. too Late」と批判していたことから、次期議長には利下げ推進派を指名することが想定される。トランプ大統領はケビン・ハセツト国家経済会議委員長、及びケビン・ウォーシュ元 FRB 理事の「二人のケビン」を有力候補者として取り上げている。「二人のケビン」はともに、関税等によるインフレ再燃リスクは比較的小さく、利下げの必要性が高いとの意見をこれまでに表明している。

図表 6 政治的介入度別の期待インフレ率とインフレ目標、テイラー・ルールと FF レート・物価



（注）左図の詳細は IMF（2025）を参照。政治的介入度は、IMF が報道等を基に政治的動機による中銀総裁の交代と定義した上で、各国・地域別の中銀総裁の交代に占める割合を算出。右図のテイラー・ルールは FRB、BEA のデータを基に Haver Analytics が算出。右図の期待インフレ率は長期ベース。

（出所）IMF（2025）、FRB、BEA、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

FRB 幹部の選定に政権の意向が反映されることは特段珍しいものではない。しかし、トランプ大統領は FRB 次期議長が政策金利の変更に関して自身と協議すべきと述べており、より直接的に金融政策運営に介入する意向を示している。特にトランプ大統領は、FF 金利は 1%か、そ

れよりも低い水準が適切との見解を示しており、大幅利下げを次期議長に要請する可能性がある。こうした FRB への政治的介入が強まり、とりわけ、利下げ方向へと強く誘導された場合に懸念されるのは、インフレが再燃し、インフレ率が高水準で定着することだろう。IMF (2025)³によれば、中央銀行の独立性が損なわれた場合の影響として、インフレ目標に対する期待インフレ率のアンカーが弱く、インフレ率が不安定化しやすくなる (図表 6 左図)。

また、2025 年のジャクソンホール会議で注目された、カリフォルニア大学バークレー校のエミ・ナカムラ教授等の論文⁴によれば、期待インフレ率の安定に加え、FRB のインフレ抑制に対する信認が確保されている場合において、インフレショックは一時的となり、大幅な金融引き締めによる景気への悪影響を回避し得るとされる。例えば、コロナ禍以降の高インフレに対する FRB の政策対応を振り返っても、テイラー・ルール (インフレ率と GDP ギャップに基づいて機械的に算出した政策金利のベンチマーク) が示唆する FF 金利水準に比べて、実際は低水準かつ緩やかなペースで金利が引き上げられた (図表 6 右図)。こうした対応が可能だったのも、FRB がインフレファイターとしての姿勢を明確に示し、期待インフレ率が安定的に推移してきたからといえるだろう。

過去を振り返れば、インフレ率が不安定化した 1970 年代には、ニクソン大統領 (当時) が一律関税 (輸入課徴金) を導入し、当時のバーンズ・FRB 議長に利下げ圧力をかけた。また、1970 年代後半には、カーター大統領が FRB 人事を巡って迷走したこともあった。現在と 1970 年代では経済環境が大きく異なるが、こうした FRB に対する政治的介入の姿は似通っている。トランプ大統領からの要請に応じて次期議長が利下げを急ぐ場合、1970 年代のようにインフレ率が不安定化するリスクには注意が必要だろう。

2026 年の金融政策運営を見通す上では、「総点検」の姿勢が不可欠に

2026 年の米国の金融政策運営は、利下げのタイミング・回数という短期的な判断にとどまらず、中立金利の変化や FRB 議長交代といった要因も重なり合う、不確実性の高い状況が想定される。雇用悪化リスクが相対的に強く意識される中で、2026 年内は合計 0.50%pt の利下げが、4-6 月期以降に予想される。一方で、AI 活用を背景とした生産性動向次第では中立金利そのものが変動し、利下げ余地が修正される可能性もある。また、次期議長人事を通じた政治介入が強まれば、金融政策の信認や期待インフレ率に影響を及ぼすリスクも無視できない。1970 年代の教訓が示す通り、FRB の独立性とインフレ抑制への信認は、デュアルマンデートを実現するための前提条件といえる。2026 年の金融政策を見通す上では、ドットチャートの数値に拘泥せず、中立金利を巡る構造変化や次期議長人事がもたらす影響を含め、総合的に点検する姿勢が不可欠といえよう。

³ IMF, “[World Economic Outlook\(2025 Oct\), Chapter 2,](#)” (10/6/2025)

⁴ Emi Nakamura, Venance Riblier, Jon Steinsson, “[Beyond the Taylor Rule,](#)” (8/19/2025)