

26年も堅調な成長が見込まれる

～12月FOMCは3回連続での利下げを決定～

佐古 佳史

要旨

12月FOMCでは、3回連続での25bp利下げが決定され、政策金利の誘導目標は3.50～3.75%となった。また、12月FOMC声明文からは、FOMCは次の利下げについて、より慎重に判断する姿勢が表明された。

政府機関閉鎖の影響から、引き続き一部の経済指標の公表の遅れや欠損が見られる。こうしたなか、公表済みの統計からは、米国経済は労働市場の一部に弱さが見られるものの、底堅く推移していると評価できる。

景気の先行きについては、AI関連投資が継続すると見込まれることから、設備投資、株高、富裕層を中心とした個人消費支出の拡大によって、米国景気の堅調な成長を見込む。

3回連続での25bp利下げを決定した12月FOMC

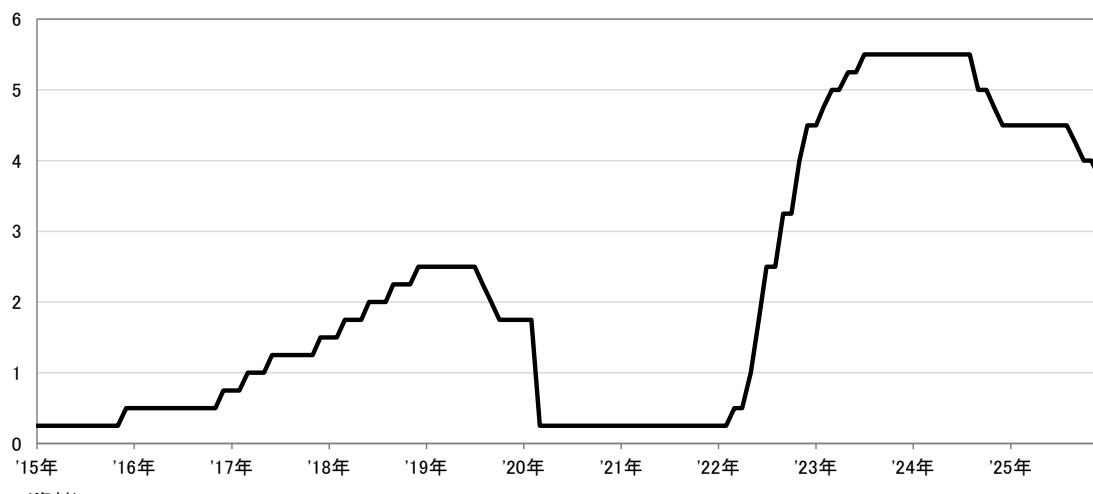
12月9、10日にかけて開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)は、政策金利の誘導目標を25bp引き下げ、3.50～3.75%とすることを、賛成9、反対3で決定した。反対票を投じたマイラン理事は0.5ポイント利下げを主張し、グールズビー・シカゴ連銀総裁とシュミッド・カンザスシティー連銀総裁は金利据え置きを主張した。声明文に記された米国経済の評価は前回の10月FOMC時点から大きな変化はなかった。

一方で、「政策金利の誘導目標幅に対する追加調整の程度と時期(the extent and timing)を検討するにあたり、委員会は新たなデータ、変化する見通し、リスクバランスを慎重に評価する。」の一文において、前回から「程度と時期」が加筆されたことで、次の利下げをより慎重に判断する姿勢がうかがえる内容となった。

現在の政策金利は名目自然利子率の推計値の上限あたりにあると考えられており、金融政策は中立から小幅に引き締め方向と考えられる。

(%)

図表1 政策金利(上限)の推移



(資料)FRB、LSEG

FOMC 後に公表された経済見通し（大勢見通し）を確認すると、財政政策、AI 投資、個人消費の底堅さから 26 年の経済成長率が前年比 0.4 ポイントと比較的大幅に上方修正された。

一方で、AI の普及が雇用増には結び付かないため、失業率見通しの下方修正は小幅にとどまった。また、関税の価格転嫁が緩やかなことから、インフレ率の見通しが小幅に下方修正された。

図表2 FRB大勢見通し(12月時点)

		2025年	2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0
9月時点	(%前年比)	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
失業率	(%)	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3
9月時点	(%)	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
9月時点	(%前年比)	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	
9月時点	(%前年比)	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	

(資料)FRB

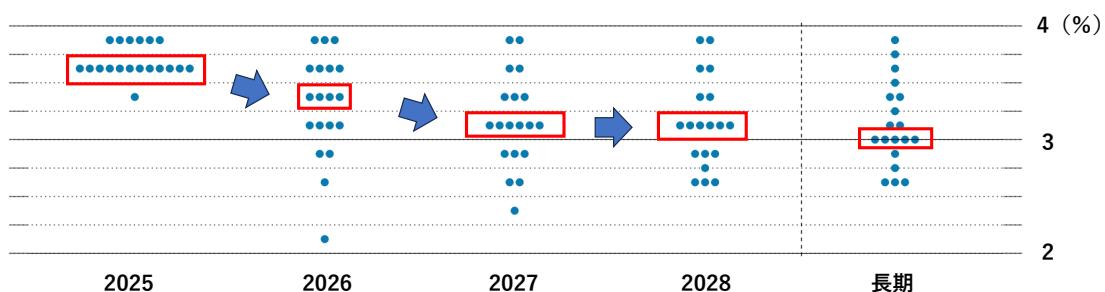
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

ドットプロット（FOMC 参加者による各年末時点の政策金利の予測）を見ると、26、27 年は 25bp の一回利下げ見通しが中央値

となっている。しかしながら、政策金利見通しの幅が大きいことから、実際のところは、景気やインフレ動向を見つつ判断する要素が強いと思われる。政策金利見通しはあくまでも参考程度と考えた方が良いだろう。

FOMC 参加者が考える中立金利幅が正確に公表されているわけではないものの、12月 FOMC 時点のドットプロットからは、多くの FOMC 参加者が 26 年以降の政策金利を中立的な水準に維持することが妥当であると考えていることがうかがえる。大きく捉えれば、利下げサイクルは概ね終了したと評価できる。

図表3 ドットプロット(12月時点)

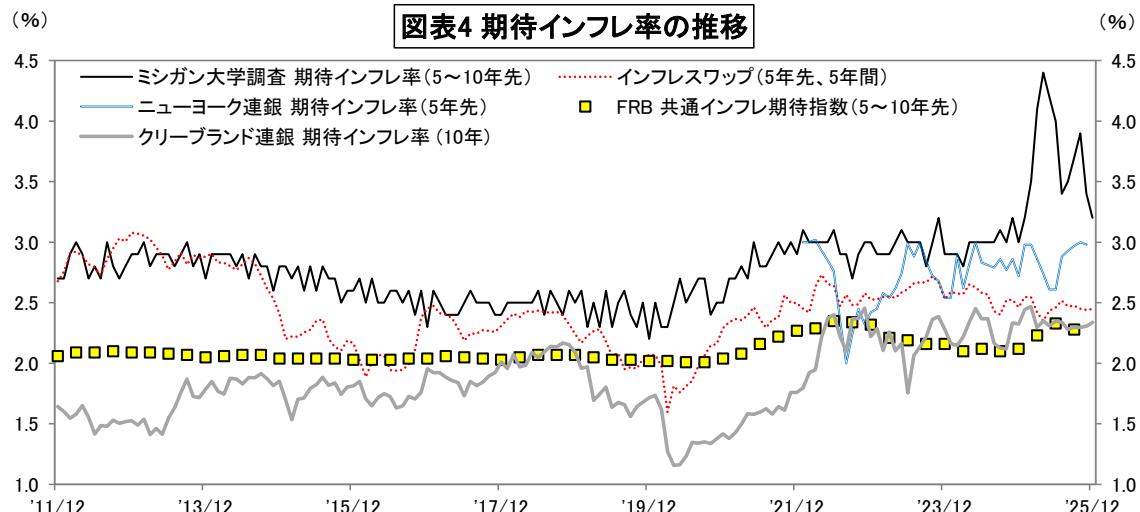


(資料) FRB 2025年12月FOMC (注) 枠は中央値。

落ち着いている期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、11月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月から変わらずの 3.2%、3、5 年先は変わらずの 3.0% となった。また、12 月のミシガン大学調査（速報値）では、1 年先は同▲0.3 ポイントの 4.2%、長期は同▲0.2 ポイントの 3.2% となった。全体としては、期待インフレ率は落ち着いている。

図表4 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は四半期データ。

信ぴょう性に欠ける11月CPI

11月のインフレ関連統計を確認すると、消費者物価指数(CPI、18日公表)は、総合が前年比2.7%、食料とエネルギーを除くコアは同2.6%となった。データがある9月分はいずれも同3.0%だったため、数値から判断するとインフレ率は10、11月にかけて大幅に鈍化したということになる。CPIとPCEデフレーターの違いを考慮すると、ほぼ2%物価目標が達成できたといえるかもしれない。

しかしながら、10月CPIはほとんどのデータが欠損値であることや、11月分のデータ収集期間が短かったこと、11月分の家賃や帰属家賃(OER)の上昇率がそれまでのトレンドと比較して低すぎることなどの様々な要因から、11月CPIの信ぴょう性は低いと思われる。

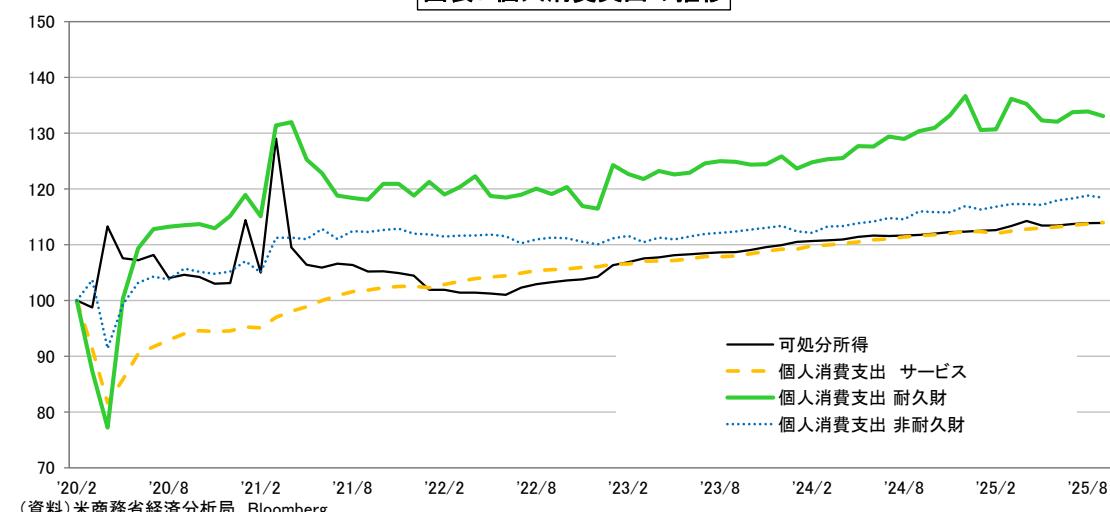
CPIに占める家賃のウェイトが大きいこともあり、実体としては低めにバイアスがかかっているのではないだろうか。前年比での影響は1年間続くため、インフレ率の動向を正確に把握するには、12月分以降のデータを前月比で評価することとなる。

9~10月は個人消費の伸びが頭打ち

9月の個人消費支出(12月5日公表)を確認すると、財消費は前月比▲0.4%(前年比2.1%)、サービス消費は同0.2%(同2.2%)、全体としては先月から変わらずとなった(同2.1%)。また、10月の小売売上高は前月から横ばいとなったことから、9~10月にかけて個人消費の伸びが頭打ちとなったといえる。

(20年2月=100)

図表5 個人消費支出の推移



(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

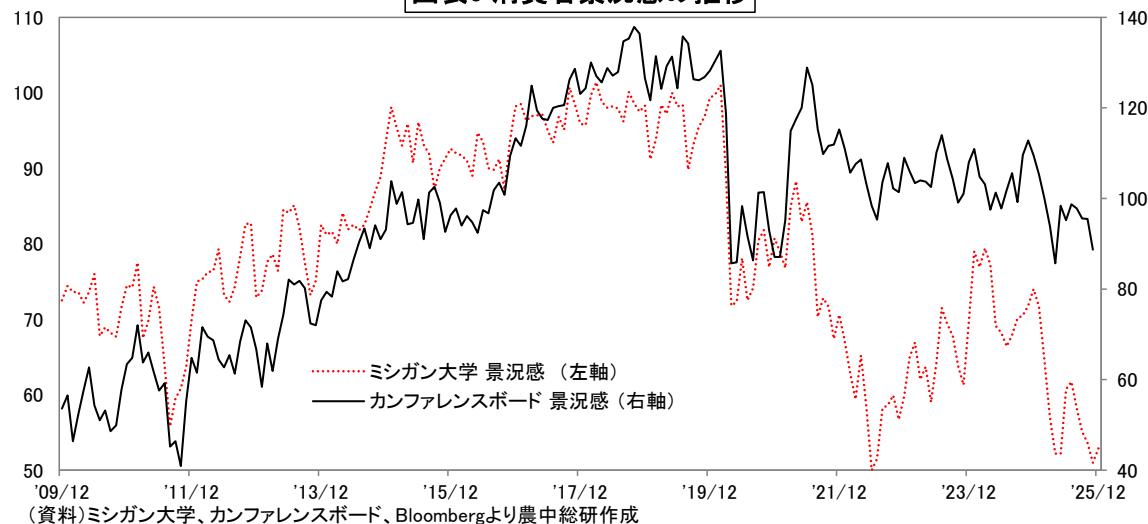
大きく低下した25年の消費者マインド

12月のミシガン大学消費者マインド(速報)は、小幅上昇にとどまった。低所得層のマインドは改善が見られた一方で、高

所得層はほぼ横ばいとなった。

労働市場の見通しは12月にやや改善したものの、消費者の圧倒的多数（63%）が、今後1年間で失業率が上昇し続けると予想している。また、家計の問題（pocketbook issues）が消費者の経済観を依然として支配していることから、景況感は低水準にとどまっており、25年を通じて約30%低下となった。

図表6 消費者景況感の推移

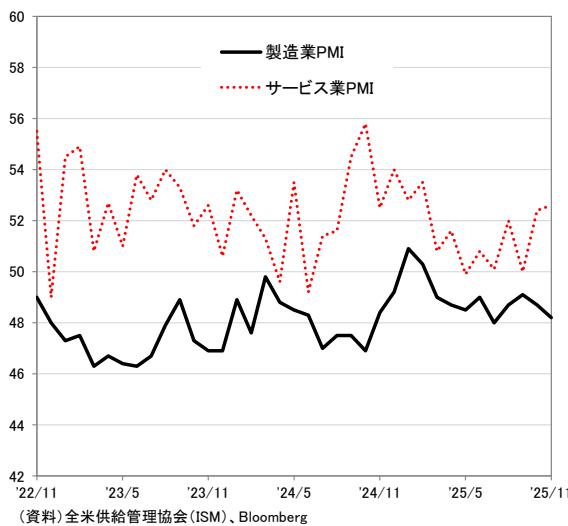


引き続き雇用の縮小が警戒されるISM指数

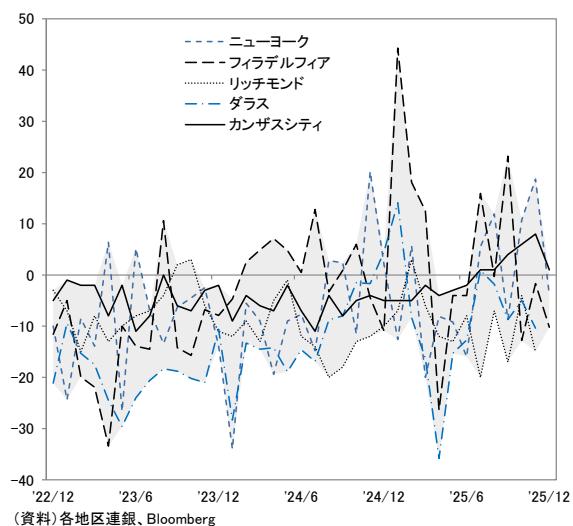
11月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.5ポイントの48.2%と、判断基準となる50%を9か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+0.2ポイントの52.6%と2か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同0.5ポイントの58.5%、サービス業は同▲4.6ポイントの65.4%となり、いずれも上昇傾向が継続している。雇用指数については、製造業が同▲2.0ポイントの44.0%と10か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.7ポイントの48.9%と6か月連続で縮小傾向となつた。全体としては、引き続きISM景況指数からは雇用の縮小が警戒される。

図表7 ISM景況感指数の推移



図表8 地区連銀製造業景況指数



底割れは回避できているが、弱含みも見られる労働市場

11月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から 6.4 万人（事業所調査）の増加となった。あわせて公表された 10 月の非農業部門雇用者数は同▲10.5 万人となり、政府支出削減の影響が反映された。こうしたことから、3か月平均では同 2.2 万人の増加ペースとなった。労働市場の底割れは回避できている。

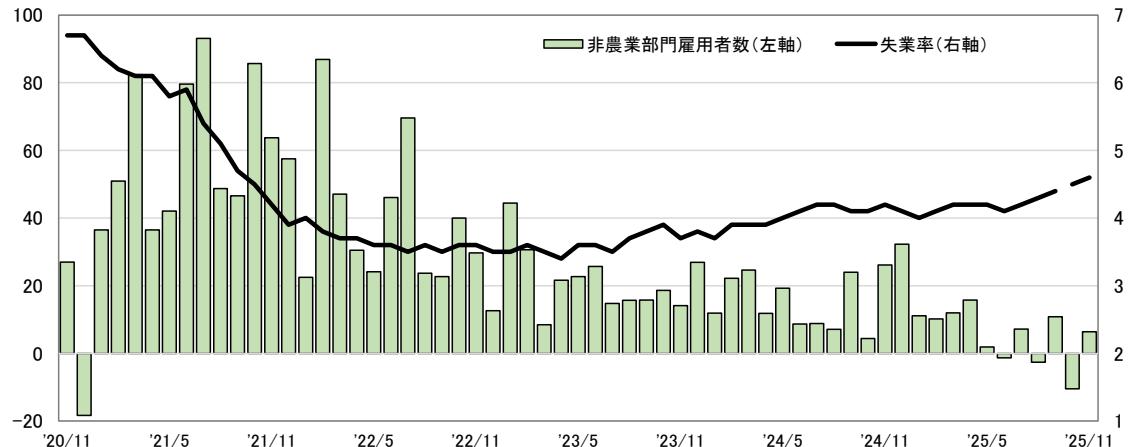
失業率はデータがある 9 月時点から 0.2 ポイント上昇し、4 年超ぶりの水準である 4.6% となった。また、政府機関閉鎖の影響から家計調査が十分に実施できておらず、10 月の失業率は欠損値となった。

労働省統計局は、失業率の推計に用いる労働力人口の 11 月分の推計について、「通常より分散がやや大きい可能性がある」と事前に報告しており、11 月の失業率については多少割り引いて考える必要があるかもしれない。

(万人、前月差)

図9 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

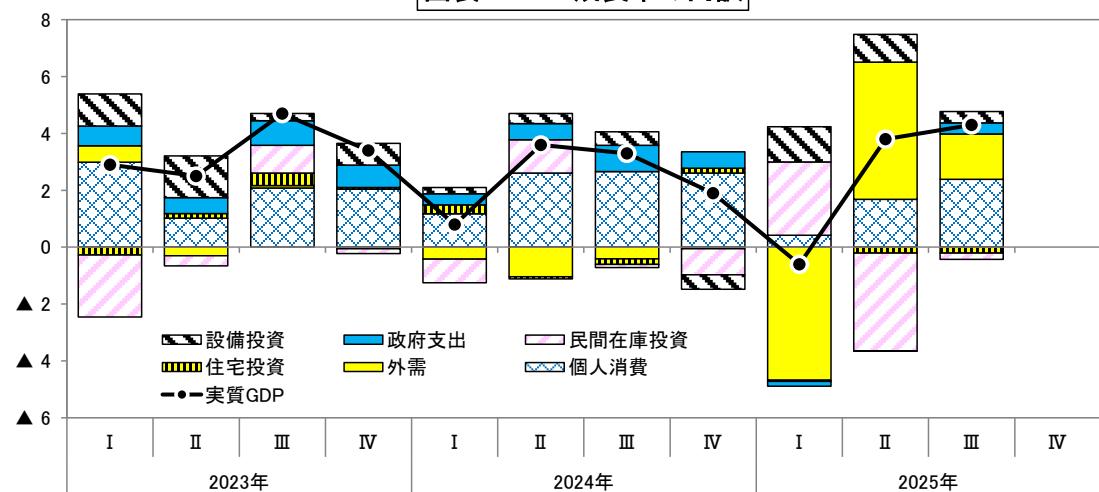
高い伸びを示した 7~9月期 GDP

政府機関閉鎖を経て12月23日に公表された25年7~9月期GDP成長率は、4~6月期から0.5ポイント加速し、前期比年率4.3%と高い伸びを示した。寄与度をみると、個人消費支出が同2.39ポイント、輸出入の差分である外需が同1.59ポイント、設備投資が同0.4ポイントとなった。なお、前年比では2.3%成長と前期比年率ほどの高い伸びとなってはいない。1~3月期のマイナス成長が尾を引く形となった。

また、10~12月期GDPの公表について、米商務省は当初は1月29日公表予定としていたが、データの不足から公表日を未定に変更した。

(%前期比年率、ポイント)

図表10 GDP成長率の内訳



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

景気の先行き：AI ブームが続くとの想定の下で、堅調な成長の見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については平均関税率が 20% 程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な試算値から判断すると、関税による GDP 成長率の下押しは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

IIEPA（国際緊急経済権限法）についての最高裁判決が迫っていると目される一方で、仮に違憲判決が出た場合でも、トランプ政権は関税を維持するための複数の手段があるため、関税撤廃は長続きしないのではなかろうか。

他方、TaxFoundation は減税・歳出法が 25 年から 28 年にかけて GDP をそれぞれ 0.2、1.2、1.4、1.5 ポイント押し上げると試算している。関税の影響は見通しづらい一方で、徐々に減税・歳出法の景気拡張的な効果が強まると見込まれる。

AI 関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることから AI ブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26 年も米国景気の堅調な成長を見込む。

なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 10～12 月期 GDP に対して前期比年率 1.5% ポイントの下押し効果を、26 年 1～3 月期 GDP に対して同 2.2 ポイントの押し上げ効果を持つと推計している。

インフレ率については、関税と減税政策、AI 関連インフラ投資と電力需給のひっ迫などが上昇圧力となる。関税の価格転嫁は緩やかに進展すると見込まれており、現時点では 25 年のコア PCE デフレーターに対して、前年比でみて 0.2～0.3 ポイント程度の上昇圧力となっている。物価への影響は小幅だが長期化しそうだ。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 12 月入り後、労働市場の底堅さを示す統計が相次いだことを背景に、26 年の利下げ織り込みが巻き戻されたことから、FOMC（9、10 日）を控えて、米長期金利（10 年債利回り）は 4.1% 台後半まで上昇した。しかし、FOMC 後のパウエル議長の記者会見がハト派的に受け止められたことで、利回りは低下した。その後は小動きとなるなか、市場予想を下回った消費者物価指数（18 日）が材料視され、利回りは低下した。12 月を通じて狭いレンジでの取引と

長期金利：方向感を欠く展開を予想

なっている。

先行きについて考えてみると、26年の利下げ回数についての織り込みに応じて長期金利が動くと思われる。しかし現時点では、労働市場とインフレ率が12月FOMC時点でのFRBの見通しと概ね整合的であることから、当面のあいだは利下げ回数が増加することはない見込まれる。このため、長期金利は方向感を欠く展開が続くと予想する。



株式市場：上昇継続を予想

株式市場は、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は6月末に44,000ドルを回復した後、7月は概ね横ばいとなった。8月以来は、FRBの利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。

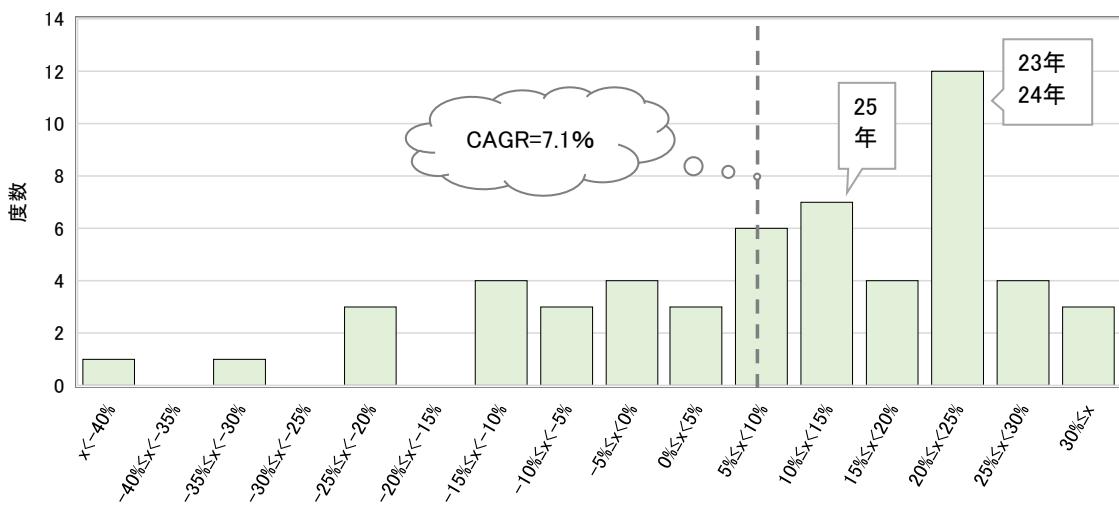
11月半ば以降は、AI関連企業の割高なバリュエーションや循環的に見える取引内容、巨額の設備投資、OpenAIの資金繰りと事業計画などについては、投資家の警戒感が高まり、株価は調整色が強くなり、AI関連企業以外へ投資資金を移す動きも垣間見られる。こうしたなか、利下げが好感されたこともあり、11日のダウ平均は終値で最高値(48,704.01ドル)を更新した。

先行きについては、バリュエーションの高さへの警戒感は根強いものの、AIブームの継続や26年内の利下げ期待を背景に、株価の上昇が続くと想定する。

なお、22年末以降のAIブームから、米主要株価指数が速い

ペースで上昇している。例えばS&P500は23、24、25年（12月24日時点）にかけて、それぞれ20.7、23.7、13.7%の上昇となった（いずれもトータルリターン、インフレ調整後）。ヒストグラムで示せば図表12のようになり、相対的に高い上昇率を示した年が続いたことがうかがえる。なお、1971～2025年の年平均成長率（CAGR）は7.1%であった。

図表12 S&P500の年率・実質リターン（1971年～2025年）



(資料)米労働統計局、LSEG

(注)S&P500はトータルリターン指標、インフレ率は総合CPIの実現値を使用した。2025年12月24日時点。

（25.12.24現在）