

FOMC 参加者、米実質金利は現状比先高予測

26－28 年、日本は実質マイナス金利持続で対円ドル下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/12/15 (月)

米 FRB の 12 月 FOMC では参加者による予測中央値で、政策金利 FF の実質ベース（名目金利－物価前年比）が現状比で先高のプラス予測が示された。来年末は FF3.4%＞物価 2.5%の実質+0.9%で、今年の年末予測+0.6%より高い。かたや日本では日銀が物価 2%目標を堅持させる一方、政策金利は中立方向の最終到達点（ターミナルレート）が 1.25%前後、切り上がっても当座は 1.50%前後と予測されており、しばらくはマイナス状態が続く。為替相場のドル/円では、来年以降に向けたドルの下支えと円高抑制の要因となる。

実質 FF 金利プラス幅拡大、対円でドル高実績

「FRB による 9 月以降の利下げを受けて、政策金利が中立金利の推計レンジの妥当な範囲に入ってきた。今後の政策金利の調整の程度と時期を見極める上で良い位置にある」――。

パウエル FRB 議長は 12 月 10 日、FOMC 後の会見でこのような説明を行っている。

中立金利とは、景気や物価を刺激も冷却もしない水準を示す。最近ではパウエル氏も信頼を寄せる NY 連銀のウィリアムズ総裁が 11 月、中立金利の特定は難しいとした上で、「モデルに基づく（インフレ期待を調整した）実質の中立金利の推計値は約 1%と見ている」と述べていた。

その中で 10 日 FOMC での参加者メンバーによる見通しでは、予測中央値で来年 2026 年末の FF 政策金利（翌日物）が 3.4%、物価はコア PCE デフレーター（個人消費支出の価格指数）前年比が+2.5%となっている。参考の実質金利は「FF－物価前年比」で、+0.90%のプラス化となっている。パウエル氏とウィリアムズ氏の中立金利に関する発言との関係は別にして、来年の実質 FF 金利は+1%方向が予測されている。

その他、2027 年末は FF が 3.1%で物価は+2.1%（実質 FF は+1.00%）、2028 年末は FF が 3.1%で物価は+2.0%（FRB の物価目標を達成、実質 FF は+1.10%）となっている。

同じ 10 日 FOMC での予測中央値によると、足元の 2025 年末は FF が 3.6%、物価は+3.0%となっていた。参考の実質 FF は+0.60%という水準だ。FOMC メンバーの見通しでいえば、2026 年から 2028 年にかけて実質金利は「現状比での先高プラス方向」となっている。為替相場でのドル/円では、来年以降にかけてのドルの下支え要因となりやすい。

FOMC メンバーの見通しはあくまで現状段階での予測であり、先行き不透明材料が山積している。そ

れでも現在の FRB が抱える難題「雇用の下振れと物価の上振れの逆方向リスク」を踏まえると、政策対応としては過度に刺激も冷却もしない「実質金利の小幅プラス」を念頭に置いた舵取りはあり得る。来年の FRB 新議長についても、トランプ大統領への配慮による当初利下げはあるにせよ、11 月の中間選挙などを踏まえると、インフレ抑制の目配りは重要になる。

今年の実際状況は 12 月利下げを受けた FF 金利の政策誘導目標が 3.50－3.75%、物価のコア PCE デフレーター前年比は最新 9 月データ段階で+2.8%となっている。参考の実質 FF 金利は+0.67%から+0.92%前後となっているが、今年のドル/円は年間レンジが 139－158 円で推移し、約 35 年ぶりのドル高水準が維持された。昨年の 139－161 円前後と変わらない水準となっている。

来年 2026 年から 2028 年にかけては、FOMC 予測での実質 FF が+0.90%から+1.10%の先高となっている。先行きドル/円は今年と同水準や、今年比でのドル高方向での推移が続く可能性もある。

過去にはドル安・円高の環境下で、2005 年の 12 月末に実質 FF が+1.97%というプラス化となっていた。同年のドル/円は 101－121 円というレンジで、前年の 101－114 円からは前年比ドル高に振れている。2007 年 12 月末も実質 FF が+1.85%のプラス化となっていたが、同年のドル/円は 107－124 円となり、前年の 109－119 円比ではドル高方向での推移となっていた。

米日金利差は縮小一服兆候、前年比ドル高実績

来年以降にかけて実質 FF は、前年比での上振れ方向が予測されている。過去 1996 年以降の 30 年実績によると、こうした前年比プラス年には約 80%という高確率で、ドル/円の年間ドル安値と年末値は前年比ドル高となってきた。その点で来年については、年間ドル安値が今年の 139 円、年末値が今年 12 月時の 154－156 円前後を上回るドル高や、同水準前後での推移が予測される。

しかも来年のドル/円は、日本での実質金利の低位持続がドルの下支えと円高の抑制要因となりやすい。日銀は来年にかけても物価 2%目標を堅持させる一方、政策金利は中立方向の最終到達点（ターミナルレート）が 1.25%前後、切り上がっても当座は 1.50%前後と予測されている。しばらくは「名目金利＜物価 2%目標」という位置関係による実質マイナス金利が続く。

ただでさえ来年の為替テーマとしては、FRB の利

下げ終盤入りと利下げ余地の狭まり、反対に日銀は利上げ後半入りと利上げ余地の狭まりが焦点になる。ドル/円では来年後半に向けて、新たなドル高・円安の余地を醸成させる材料として注目されそうだ。

米日ともに短期の政策金利動向は読みにくいものの、2年債金利が先行性や相関性を有している。

米国－日本の月間2年債金利差は、米国の下振れと日本の上振れの度合いが反映されやすい「米国の月間最低－日本の月間最高」ベースで、足元12月11日段階では+2.39%の米国上振れ優位となっている。米国の上振れ幅自体は2023年10月の+4.76%を最高ピークとして、米国の優位後退と金利差の縮小が続いたままだ。金利差面ではドル安・円高の潜在圧力が無視できない。

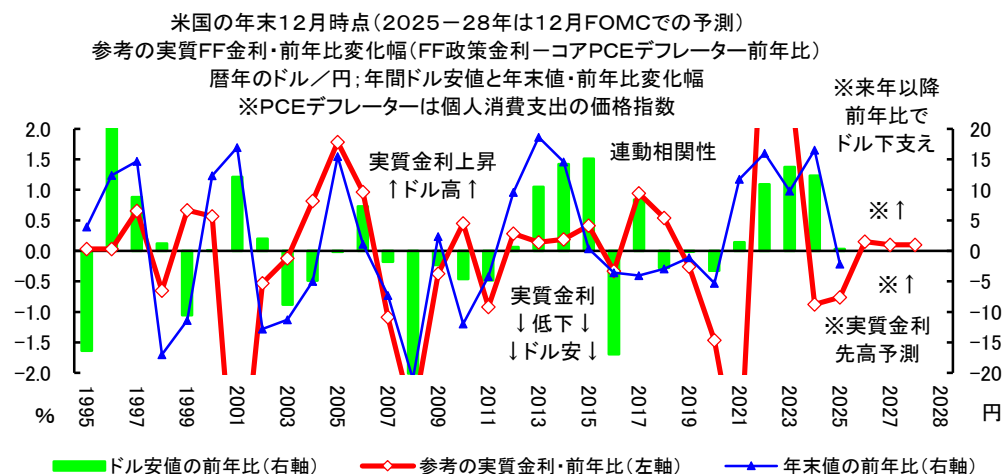
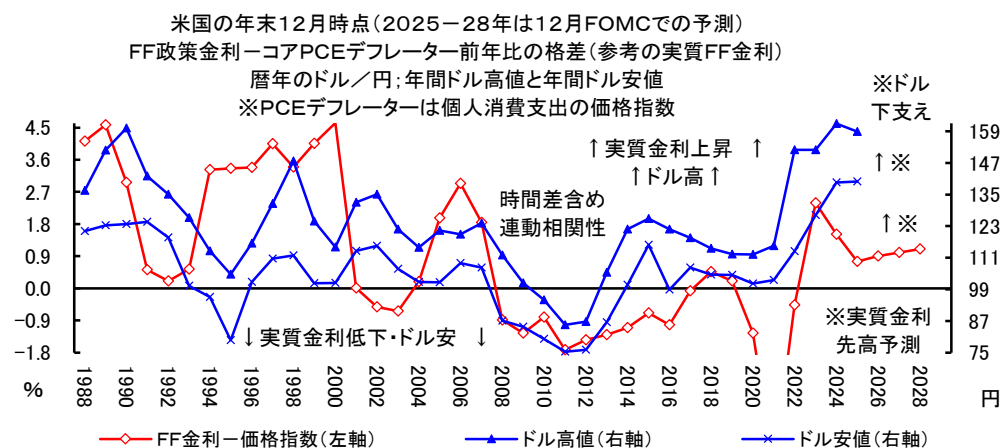
一方で金利差やドル/円に先行実績のある「金利差の前年比変化幅」では、足元12月が-1.05%となっている。こちらは2022年11月の+3.83%を最高とした縮小局面を経て、今年4月の-1.71%や5月の-1.50%が直近ボトムとなり、金利差縮小の一服と

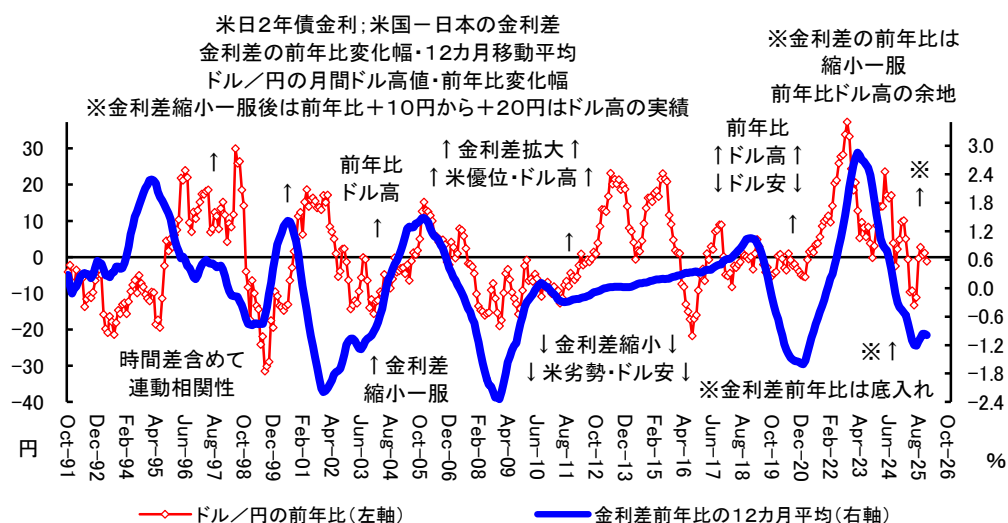
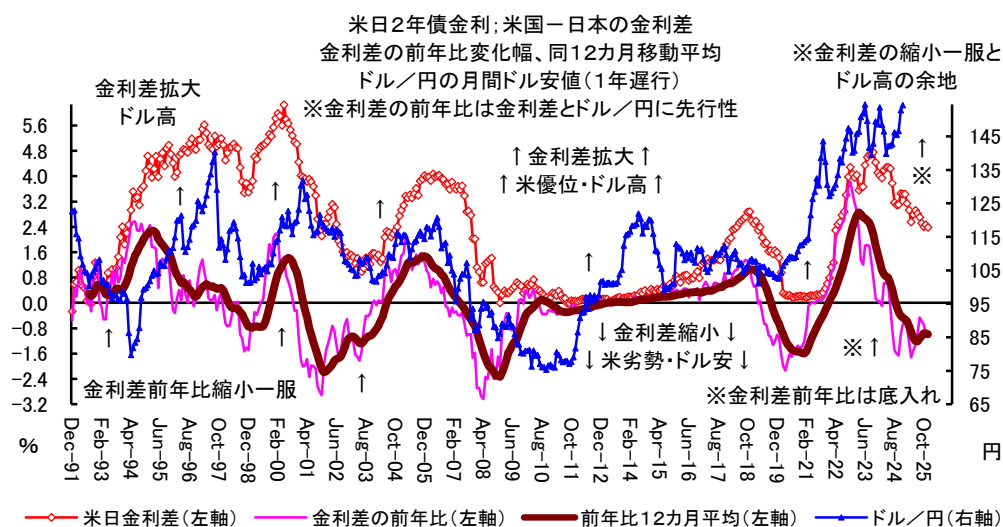
底入れが示唆され始めている。

しかも金利差の前年比変化幅では、トレンドを示す12カ月移動平均で今年7月での底入れが明確化されてきた。過去の長期実績では先行き米日金利差の縮小一服と、ドル/円でのドル底入れ反発や、新たなドル高トレンド入りに移行する先行指標となっている。

過去はこうしたトレンド転換のあと、ドル/円は月間ドル高値の前年比でドル上昇のプラス幅が拡大。最低でも前年比+10円幅から+20円幅は、ドル高が進む循環パターンが観測されている。その点、来年末にかけてのドル高値のメドで参考になる前年の月間ドル高値は、今年1－12月が148－158円前後となっている。

過去実績に沿えば来年については、前年比+10円幅で1ドル＝158円から168円、+20円幅で168円から178円方向を試すドル高も非現実的ではない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。