

2025 年 9 月会合 金融市場パネル議事概要

September 24, 2025

議 題

米国の金融経済動向と FRB による金融政策の運営

開催日時

2025 年 9 月 10 日<16 時 00 分～18 時 00 分> (テレビ会議形式で開催)

参加者

<50 音順>

江川由紀雄氏 (流動化証券化協議会 顧問)
大島 周 氏 (海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長)
亀田制作 氏 (SOMPO インスティテュート・プラス エグゼクティブエコノミスト)
北村行伸 氏 (立正大学 学長)
神津多可思 氏 (日本証券アナリスト協会 専務理事)
須田美矢子 氏 (キャノングローバル戦略研究所 特別顧問)
武邑淳史 氏 (日本生命 株式部副部長)
根本直子 氏 (早稲田大学 ビジネススクール教授)
福田慎一 氏 (東京大学 大学院経済学研究科教授)
石川純子 氏 (野村総合研究所 エキスパートリサーチャー)
<事務局>
井上 哲也 (野村総合研究所 シニアチーフリサーチャー) <モデレーター>

主要論点

1. Dual mandate の達成とその先行き
2. リスクの評価と政策対応の考え方

3. 金融政策の信認の維持

1. Dual mandate の達成とその先行き

1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・今回は、金融経済の動向やそれに基づく政策判断だけでなく、中央銀行の独立性に関して様々な動きが生じている FRB の金融政策を取り上げる。事前にお送りした 3 つのテーマについて、事務局資料によってデータや事実関係を説明した上で、自由討議に移りたい。最初のテーマは Dual mandate の達成とその先行きである。全体としてみれば、少し前まではインフレ率が 2%に向かって低下し、労働市場も強かった点で、FRB は 2 つの政策目標を実質的に達成していたが、今やインフレと雇用の双方が目標から別方向に乖離するリスクが生じている。

・物価は、CPI インフレ率の減速が止まり始める中で、財価格の上昇率が明確に底打ちした。関税引上げとの関係では、新車価格の上昇が抑制されている一方、中古車価格の上昇が加速している。衣料品や玩具の価格上昇も、今のところ抑制されている。PCE インフレ率も同様なパターンで推移しており、実質 PCE でウエイト付けすると、圧倒的にサービスの寄与度が大きい。しかも、コアサービスの寄与度は 2%台前半で安定し、特定の項目が支配的でない点で、サービス価格が根雪のように作用している姿が窺われる。この間、輸入物価は、原油価格の軟化や食品価格の減速もあって、総合では前年比ゼロ近傍に止まっている。しかし、生産者物価には上昇の兆しが生じ、機械・機器や金属・金属製品の上昇率が緩やかに加速している。

・非農業雇用者数の増加は、7 月に急減速しただけでなく、5～6 月も

大きく下方修正されたので、現状評価が大きく変わった。8 月も低調だったので、FRB が重視する 3 か月移動平均も 2.9 万人まで急減した。年初来の増減幅を主要業種別にみると、民間教育とヘルスケアの寄与が支配的で、製造や小売、娯楽といった景気感応的な業種の増加は極めて小さいないしマイナスであるほか、行政改革の影響もあって、政府部門の増加も極めて小さい。未充足求人数や離職者数も漸減しており、労働需給の緩和を示唆している。この間、失業率の上昇は小幅だが、労働参加率がコロナ禍後の回復傾向の後で反落していることや、非労働力人口の増加が加速するなど、供給側の問題も大きく、パウエル議長が「奇妙な均衡」と称した状況にある。なお、賃金上昇率は、雇用統計でみても雇用コスト指数でみても減速感が明確であり、かつ多くの業種や職種に共通している。

・物価や雇用の背後にある経済活動のうち、消費は SNA ベース(第 2 四半期まで<以下同じ>)では底堅く推移していたほか、小売売上高(7 月)も緩やかな回復を示していた。ただし、無店舗販売や外食などには減速感も生じていた。家計のセンチメントをミシガン大サーベイでみると、現状評価と将来予想ともに 4 月の急落からは回復したが、依然として低調である。この間、SNA ベースの家計所得は概ね横ばいだったが、資金循環による純資産(第 1 四半期まで)は株価の調整によって前期比で減少した。同じく SNA ベースの貯蓄は本年入り後に緩やかに回復したが、貯蓄率はコロナ前より依然として低い。コロナ期の超過貯蓄の取崩しも継続し、6 月末時点で約 5 兆ドルとピーク比半減となった。

・家計の負債は、住宅ローンと消費者ローンの双方の DSR が横ばいで推移し、残高は第 1 四半期末で緩やかに増加したが、可処分所得に対する比率は 90% 台前半へ低下した。FRBNY が公表する家計負債の延滞率(第 2 四半期末)も、全体としては足元の上昇は小幅で水準も低いが、学生ローンが返済猶予の終了に伴って急上昇し、消費者ローンも 12% を超えた点に懸念も示されている。この間、住宅価格は Case-Shiller 指数でみると減速が続き、6 月時点で前年比 2% を割り込んだ。モーゲージ借入れは、新規と借換えともに低水準ながら底打ちの兆しがみられるが、中古住宅販売件数は横ばいを続けている。

・企業活動を ISM 指数(8 月まで)でみると、製造業は軟化しているが、サービス業には回復の兆しもある。製造業の生産指数(3 か月移動平均<以下同じ>)は横ばいだが、SNA ベースで設備投資の中で機械・設備の寄与が増加した点は注目される。ISM の生産指数は製造業が低調で、サービスも緩やかに減速し、製造業の輸出入指数も低下している。中小企業について NFIB 指数(7 月まで:3 か月移動平均<以下同じ>)をみると、年初に急上昇した楽観度指数が急反落した一方、収益指数は改善を続けている。売上期待も楽観度と同じパターンで推移した一方、価格の上昇期待は横ばいとなっている。この間、雇用と設備投資の計画はともに慎重化している。

・FRB のサーベイ(7 月時点)によれば、銀行は企業向けの与信スタンスを若干緩和したが、商業用不動産向けや消費者向けなどでは緩和方向の動きが止まった。一方、銀行からみた企業の資金需要は、大企業と中堅中小企業とも本年入り後に急減している。実際、銀行貸出残高(7 月まで)は、商工業貸出や消費者ローンを中心に緩やかな伸びに止まった。企業の社債発行(8 月まで)も足元にかけて急減速し、第 1 四半期と対照的な姿になった。この間、株価は足元にかけて顕著に上昇し、特に 4 月のボトムからの上昇率が大きい。業種別には情報技術に加え、選択的消費財や工業の上昇が目立つ。

2) 自由討議

福田氏:

・米国の中国から輸入はクリスマス商戦に向けた玩具のように季節性が強い。トランプ大統領が国民に向けてクリスマスプレゼントの数を減らすよう求めているのも、中国からの輸入が増えないようにするためだ。いずれにしても、関税引上げによる輸入への影響はこれから明確になるのではないかと。

亀田氏:

・米国経済はこれから減速感を強めていくことになるだろうが、以前に懸念されていた非常に大きな景気後退のリスクは低下したように思う。賃金上昇率は減速したがコロナ前よりも依然として高く、企業のセンチメントも足元では横ばいで悪化を続けている訳ではない。このため、インフレ率を 2% に押し戻すほどの景気後退は生じない可能性がある。ページブックでも企業は関税の転嫁による緩やかな価格上昇を見込んでおり、インフレ率が高止まった場合には、金融市場が見込むような本年 3 回の利下げは困難となり、その場合の金融市場の反応に注意する必要がある。

井上<モデレーター>:

・事務局資料で説明したように、PCE のサービス価格の寄与度を分解すると、ヘルスケアの寄与は相対的に大きいですが、それ以外にも各々相応に寄与しているだけに、労働供給の影響も含めて景気感受性が低い印象を受ける。

須田氏:

・米国では、コロナ後の高インフレを経てインフレ期待が構造的に上昇したとの分析もみられる。従って、サーベイ結果等が示す長期インフレ期待が安定しているから物価は大丈夫と考えることには問題が残る。

根本氏:

・トランプ大統領は大手の小売業者に関税引上げを理由とした値上げを止めるよう求めているが、サプライチェーンの問題もあって値上げは徐々に実施され、結果として物価上昇圧力がより明確になっていくのではないかと。

・今回の局面はマクロ統計では十分捕捉できない事象にも目を向ける必要がある。例えば、学生ローンの延滞率が急上昇すると同時に、大卒者の失業率も上昇している。また、関税引上げの影響は低所得者層に相対的に大きく影響し、年間 3000 ドルの負担を招くとの推計もある。株価は上昇を続けているので、高所得者との格差を一層拡大することが懸念される。

神津氏:

・米国ではトランプ政権の経済政策による影響以外にも、様々な構造変化が生じている。特に労働市場では均衡失業率が変化している可能性があり、失業率のある程度の上昇を受容しないと、構造変化が円滑に進展しないという問題がある。FRBにとっては、過去のトレンドに沿って失業率が低ければ良いという単純な問題ではない。

須田氏:

・米国の労働市場では AI の影響が顕在化している。企業は AI に代わって、既存の雇用者による業務での活用を促進する一方、新卒者の雇用を AI で代替しようとしている。この点が大卒者の失業に影響している可能性がある。

石川氏:

・米国の輸出価格はどのように推移しているのか。例えば、BOE は、輸入物価の見通しに関して、世界経済の減速に伴う下落圧力と米国からの輸入品の上昇圧力の双方を議論している。米国の企業収益は高水準だが頭打ちであるとすれば、関税引上げによるコスト上昇を輸出品価格にも転嫁する可能性があるのではないかと。

井上<モデレーター>:

・輸出物価を事務局資料に入れていなかったのを改めて確認する必要があるが、少なくとも ECB が懸念を示しているのは、中国企業が欧州に対する安値輸出を進める結果、輸入物価が下押しされる点であり、実際に影響が顕在化し始めている。

2. リスク評価と政策運営の考え方

1) 事務局説明

井上くモデレーター>:

・関税引上げの現状は4月に比べて不透明性は低下したが、対中国などで流動的な部分が残る。BEA のデータ(第 1 四半期まで)が駆け込み輸入の大きさを明示した一方、商務省の貿易統計はその中心が消費財であり、その他には工業材料に若干現れた程度であることも示している。一方、同じ統計は中国からの駆け込み輸入がさほど大きくなかったことも示している。イェール大の推計によれば、関税引上げによる価格上昇が大きいと見込まれる品目には、衣類や皮革製品などの消費財もあるが、中間財や産業財の多くが含まれている。

・商務省のデータ(6 月まで)によれば、春以降に卸売在庫の増加が顕著であったほか、小売在庫も高水準で推移した。ISM の在庫指数も製造業で増加気味であるほか、NFIB のサーベイは中小企業が在庫の抑制を企図する姿を示す。一方、ISM の納入時間指数は緩やかに上昇しているが、コロナ前の水準に回帰したに過ぎない。受注残は製造業が低調で、サービス業は減少しつつある。なお、ISM サーベイに付記された企業のコメントは、製造業では、生産コストの上昇に加えて需要の減少や顧客の慎重化に直面している一方、サービス業では顧客による経営戦略の再検討による需要を享受している面も示している。

・第 1 四半期と第 2 四半期の実質 GDP 成長率は、駆け込み輸入とそれに伴う在庫の大きな振れに左右された。この間、設備投資や個人消費の寄与は相対的に小さく、FOMC も国内最終民需の減速を指摘した。米国の民間調査機関は、関税引上げが米国の成長率を短期では 0.5%ポイント、長期では 0%台の後半程度引き下げるとの見方にある。FRB(SEP)や IMF(WEO)の見通しを本年初と 7 月時点で比較しても、概ねこうしたインパクトを見込んでいると推察される。

・FOMC メンバーは、関税引上げによる物価への影響がこれから生ずるとの見方で一致しているが、7 月 FOMC の議事要旨によれば、時期、程度、持続性の各々について意見が分かれている。この間、企業の短期のインフレ期待を ISM サーベイでみると、製造業とサービス業ともに明確に上昇している。家計は、FRBNY のサーベイでみると、いったん上昇した後反落したが、ミシガン大サーベイの median は、同様なパターンながらコロナ期と同様な高水準になっている。これに対し、家計の中長期のインフレ期待は、ミシガン大サーベイの median には、長らく安定的であった中で上昇の兆しが窺われる。市場参加者についても、FRBNY のサーベイは、本年 5 月以降に予想分布のピークが 2%台前半から 2%台後半へシフトした。

・財政に関しては、バイデン政権の時代に景気回復の下でも財政赤字の改善が進まなかった点を理解する必要がある。その上で、CBO は OBBBA による財政赤字の拡大を 10 年で約 3.35 兆ドルと推計しているが、関税収入については最新(8 月)時点で 10 年間で 3.3 兆ドルとの推計を示し、両者の効果が相殺するとの見方を示唆した。それでも、両者を除くプライマリーバランスは、今後 10 年に亘

って 2 兆ドル前後、現在の名目 GDP に対して 6%を超える水準となることは懸念すべき事態と言える。

・米国の 10 年債利回りは 4 月に上下に不安定化した後、その後は緩やかに下落し、足元で下落が加速した。イールドカーブは、昨年の秋の利下げ開始時に逆イールドになったが、その後はフラット化している。TB 利回りの高止まりには、連符債務上限への対応が影響しているとみられる。また、本年初以降、MBS の 30 年物利回りが概ね横ばいであった中で、30 年国債の利回りが上昇し、両者のスプレッドは縮小している。

・米ドルの実効レートは、年初から初夏に下落傾向を辿った後、足元にかけて横ばいとなっている。ドルインデックスと名目実効レート(Broad)の乖離は、対ユーロでの下落が大きい点を反映している。資金循環(第 1 四半期まで)によれば、非居住者による米国債の投資は昨年第 4 四半期の急減速から顕著に回復した。また、財務省の TIC データによって、2024 年と 2025 年 6 月までの米国債の保有残高増加額をみても、ユーロ圏や英国では概ね同じペースであるほか、日本や世界の公的当局合計もマイナスからプラスに転じたが、中国は昨年ほどでないとしても、今年もマイナスとなっている。

・FOMC メンバーの多数派は、6 月時点で年内に 25bp で 2 回の利下げを予想したが、金融市場では足元で同じく 3 回の利下げ予想が多数を占めている。FRB は金融政策がやや引締めたと説明しているが、インフレ率の反発によって実質政策金利が低下する一方、FOMC メンバーには、財政支出の拡大や人口動態による貯蓄の減少、供給制約や生産性の改善等を理由に中立金利がやや上昇したとの見方も存在する。

・パウエル議長は、インフレの上方リスクと雇用の下方リスクが併存する下では、各々の政策目標からの距離と政策目標に収斂するための時間の双方を勘案して金融政策を運営する方針を示している。ジャクソンホール会議では、雇用の下方リスクをより重視する考えを示唆したが、FOMC メンバーがこれにどう同意していくかが 9 月の政策決定のポイントである。

2) 自由討議

福田氏:

・金融市場には関税引上げによる物価上昇が利下げの障害と見方があるが、私には中央銀行が対応すべき問題かどうか判断しない。つまり、消費税引上げの際には中央銀行はその効果を除いた物価をもとに政策を判断するはずだが、関税引上げに関してはこうした考え方が殆ど示されていない。

井上くモデレーター>:

・ジャクソンホールの講演で、パウエル議長は関税引上げによる物価への影響は 1 回限りというのが基本シナリオであると説明した。もっとも、コアインフレの高止まりが続く中で、家計や企業のインフレ期待を上方に不安定化させるリスクにも言及した。

須田氏:

・今回の関税引上げには、違憲判決の影響も含めて内容自体に不確実性が残る。また、高い関税率が中間財に課されるため、最終財の価格にどう反映されるかも不透明であるほか、企業による便乗値上げもありうる。こうした不確実性を考えると、関税の影響の特定化は難しく、また、もともとのインフレ率が高い中で、物価上昇が想定以上に持続的になる可能性がある。

亀田氏:

・FRB は関税引上げによる物価への影響が一時的かどうかに関して悩んでいるのではないかと。加えて、移民政策によって労働供給が抑制されるとか、大規模減税・財政支出によって総需要が下支えされるなどの効果も含めて、トランプ政権の政策全体が物価に与える影響を考慮しているのであろう。FRB は、コロナ後の物価上昇を供給要因が中心と誤認し、金融引締めが遅れから高インフレを招いたため、今回も物価上昇が関税引上げだけでなく需要要因により持続するリスクを恐れているのではないかと。

福田氏:

・経済の不確実性が高い場合、政策金利をそのまま維持すべきか、変更すべきなのかという論点がある。日米の経済環境は大きく異なるが、FRB は利下げに慎重であり、日銀は利上げに慎重だという形でともに現状維持を選好してきた。FR は、雇用の下方リスクを念頭に大きめの利下げを行うという考え方は取れないのか。

井上<モデレーター>:

・FOMC の 7 月会合の議事要旨には、関税引上げの影響も含めて、もう少しデータが明らかになった後に政策を変更すべきとの考え方が窺われる。その背後には、雇用ないし経済の下方リスクが極端に大きい訳ではないという想定があるように見える。

須田氏:

・不確実性が高い場合は政策変更を漸進的に行うべきという考え方がある一方で、最大のリスクを最小化する観点から政策を果敢に変更する考え方もある。基本的には前者が妥当だと理解されている。

・FRB のウォラー理事は、利下げを主張する理由として、当初は長期インフレ期待の安定を挙げたが、最近は雇用の下方リスクを強調している。パウエル議長も、ジャクソンホール講演で、労働市場は「奇妙な均衡」にあるが、今後失業率や雇用が急速に悪化するリスクに言及した。しかし、労働市場では移民政策の影響が強く作用していると思うし、統計に表れない就業などによって定量的な影響を捕捉しにくいという問題がある。私は、今後の雇用関連データを鵜呑みには出来ないと思っている。

亀田氏:

・須田先生が指摘された点は、いわゆる「ブレイナードの保守主義」として知られており、経済構造にある種の不確実性がある場合に、政策は少しずつ変更した方が良いという考え方と理解している。ただし、2005 年の「日銀レビュー」は、経済の動学的メカニズムに不確実性がある場合には、むしろ積極的に政策を変更した方が良いとい

う理論的な結論も得られる点を示した。このように、望ましい政策の内容は不確実性の内容に依存する面が大きい。

・もう一つ、不確実性下での金融政策運営については、かつての FRB 議長であるグリーンズパン氏が提唱した、リスクマネジメントアプローチが知られている。このアプローチは、本来、特定の方向や幅の政策を推奨するものではない。ただし、グリーンズパン氏の実際の講演の中では、不確実性のない通常局面に比べて、敢えて大きめの政策変更を行うケースが取り上げられた。具体的には、90 年代末のロシア危機に際して、米国の景気に影響する可能性は小さいが、もしそれが生じた場合のコストは大きいという理由で大きめの利下げを実施した。その背後には、「ニューエコノミー」論などの下で、大幅利下げしてもインフレ高進のリスクは小さいとの判断があったとみられる。結局、不確実性下で景気(雇用)と物価のどちらのリスクを重視するかについて決まった法則はなく、どちらのリスク、またはリスク顕在時のコストがどれだけ大きいのかという中央銀行の判断次第で政策運営が異なることを意味する。

・そうした観点に立てば、2024 年 10 月に FRB が 50bp の大幅利下げを実施したことの妥当性には疑問がある。当時の FRB は雇用統計の悪化リスクを理由に挙げていたが、その後トランプ氏が大統領に就任する可能性まで考えれば、雇用に保険をかけすぎて、インフレ率の高止まりリスクを軽視したと言わざるを得ない。FRB としては、コロナ後に物価上昇への対応が遅れて批判されたので、今回は雇用で同じ轍を踏みたくないとの意向が働いたのではないかと。先日、FRB は金融政策レビューで、コロナ後の平均インフレ目標を自己批判したが、昨秋の大幅利下げはその自己反省がかえって効きすぎたということだ。

武邑氏:

・私も当時は雇用の下方リスクを懸念し、中立水準より高い政策金利を迅速に引き下げるべきと考えたが、その後の展開を考えるとインフレリスクへの対応を優先したように見える。実際、FRB は失業率の安定を理由にその後の利下げを慎重に進めた。しかし、失業率の安定は労働参加率の低下等によって実現しただけに、最大雇用の意味も不明確になり、非自発的失業が増えなければ良いということに疑問が残る。労働市場では、スキルのミスマッチに直面した労働者と豊かな高齢者の双方が退出している可能性があり、これに伴う生産力の低下にどう対応するかという問題もある。

福田氏:

・「ブレイナードの不確実性」が対象とする不確実性は、経済構造でなく政策効果の波及の方である。私が提起した論点は、経済構造の不確実性の下での政策運営であり、「ブレイナードの不確実性」とはやや焦点が異なる。

井上<モデレーター>:

・FRB によるコロナ後の政策金利の引上げは大幅かつ急速だったのに、その影響は金融市場には迅速に現れたが、実体経済では全体として必ずしも明確でなかった。その理由に関する議論や理解が

必ずしも十分でない。

大島氏:

・金融市場は、過去 30 年に亘って安定していた経済政策の枠組み自体が変化し始めたことにどう対応するかという課題に直面している。こうした状況で、FRB が事態の推移を見極めたうえで政策を変更しようとするのは正統的な対応だ。政権の意向に即して大幅な利下げを続けると、本当の危機が生じた場合の対応余力が失われる。また、金融市場の安定維持は重要だが、極めて緩和的な金融環境の下で資産価格が上昇し続けるという問題も残る。家計の純資産はマクロでは高水準だが、若年層や有色人種のような弱者には格差に対する不満も強まっている。これらの点を考えると、大きな誤りを避ける観点での政策運営は重要だ。

・現在、米国では実体経済と金融市場のバランスが極めて悪く、中国の方が生産力や労働の面で望ましい状況にある。国際環境の変化に対して、トランプ政権は自らの足らざるところを補うために政策を企図しているが、その前提となる米ドルの基軸通貨としての地位には揺らぎが生じている。こうした状況の下で、FRB は政策変更にも慎重になるべきである。

北村氏:

・大きな金融危機は稀にしか発生しないので、中央銀行の政策対応が後手に回ることが多かった。こうした経験を踏まえて、中央銀行は最大のリスクに対する十分な備えをしておくべきということであろう。そこで、トランプ政権の下で何が最大のリスクであると想定するのか。また、そうした備えのためのコストはどう考えるのか。

井上<モデレーター>:

・例えば、ECB が金融政策の現状維持というオプションの価値が高いと主張しているのも、結局は、物価と景気の双方のテールリスクは小さいと判断しているためだと思う。また、最大リスクやその影響に関する見方は様々に分かれ得るので、グリーンズパン議長のような強力なリーダーシップであればともかく、合議によってコンセンサスを得るのは難しいように感じる。

亀田氏:

・さきほど FRB を例に述べたとおり、リスクマネジメントアプローチでは、何が最大リスクかという判断自体に難しさがある。また、「保険」をかけない方の事象には大きなリスクがないという確信も必要であり、いずれかを誤ると、結果的に政策の誤りが生ずる。現在の日銀は、物価のオーバーシュートや金融政策のビハインド・ザ・カーブのリスクは小さいと主張して利上げはあくまで慎重に進める姿勢だが、既に大幅なインフレが何年も継続する中で、「保険」のかけ方を間違っているのではないかな。

井上<モデレーター>:

・実務的には、リスクマネジメントアプローチにはコミュニケーションの課題もある。将来起こりうる最大リスクを抑制する目的で政策を変更した場合、金融市場や家計、企業にとっては、足元のデータが示唆する物価や景気の方角性に即した政策変更と比べて、理解が難

しい面がある。

神津氏:

・政策運営でリスクマネジメントを実践するには、リスクだけでなくリターンの評価も必要である。そこで、中央銀行の profit loss function が重要だが、FRB が dual mandate の中で 2% のインフレ目標を置いているのは、その下でこそ長い目で見た最大雇用が達成されるという理解に基づくのではないかな。2% のインフレ目標さえ達成すれば経済はどうでもよいという中央銀行は存在しないし、FRB による 2024 年 10 月の大幅利下げも現在の利下げに対する慎重姿勢も、ともに長い目で見た最大雇用の達成に資するという判断に基づく。これらをテールリスクに対する「保険」という視点だけから解釈するのは不自然だ。日銀が、基調的インフレのような指標に言及しつつ利上げに慎重であるのも、それが持続可能な経済成長に資すると考えているからではないかな。

・ジャクソンホールの講演でパウエル議長が、レビューの結果として平均インフレ目標を停止したことは、長い目で見たインフレでなく足元のインフレの安定を図ることが、長い目で見た最大雇用に資するという考えに方向転換したことを意味する。これに対し、日銀はこうした方針転換をしなくてよいかという疑問が残る。

・経済政策の漸進主義に即して言えば、日本のような低成長の経済では、政策金利の 25bp の変更が及ぼす影響は米国に比べて大きい。従って、政策金利の 1 回の変更幅を半分の 12.5bp といったより小幅なものに変えることも検討すべきではないかな。

井上<モデレーター>:

・FRB は今回のレビューによって、最大雇用の定義を 2% のインフレ目標が達成される下で実現できる最大の雇用と変更した。また、パウエル議長は、以前には「高圧経済」による雇用の格差の縮小や人的資本の増加などのメリットも指摘していたが、今やこうした言及はなくなった。

須田氏:

・FRB が平均インフレ目標について本当に反省したかどうかは疑問だ。少し前までは大きな問題はないとの考えを示していたし、今回のレビューにおいても、変化とか改訂でなく発展 (evolution) と表現している。

3. 金融政策の信認の維持

1) 事務局説明

井上<モデレーター>:

・トランプ大統領による FRB への利下げ圧力には、景気の下支えや住宅市場の活性化といった意図があろうが、先にみた財政状況を考えると国債費の抑制という意図も考えられる。

・トランプ大統領は、当初はパウエル議長の解任を示唆したが、金融市場の動揺などもあって断念し、次期議長を前倒しで決定することで、間接的に影響力を行使する戦略に転じた。現時点で候補者が 3 名に絞られたと示唆し、金融市場ではこの中でウォーラー理事の昇格

を予想する声が聞かれる。FRB は 8 月に金融政策のレビューを完了し、平均インフレ目標の停止を決めたばかりだが、次期議長が金融政策の運営方針を再度変えるといったリスクも残る。

・退任したクグラー理事の後任として、トランプ大統領は CEA 委員長のミラン氏を指名したが、上院の公聴会では、現職を維持したまま FRB 理事を兼務する意向を示すなど、FRB の独立性に懸念を抱かせる内容が目立った。また、ミラン氏が標榜した政府と FRB との check and balance の強化やガバナンス改革にも気になる点がある。この間、トランプ大統領は、クック理事を住宅借入に関する不正行為を理由に大統領令で解任しようとしているが、クック理事は反発し法廷闘争になっている。

・FOMC の投票権は 7 名の理事に加えて、FRBNY の総裁とローテーションによる 4 名の地区連銀総裁も持っているため、トランプ大統領は地区連銀総裁の選任過程にも介入を強める姿勢を示唆している。地区連銀のガバナンスには、地域金融機関による影響力などの点で予てから改革論が存在するが、トランプ大統領が望む中央集権的な人選は、FRB がよって立つ連邦主義と大きく対立するため、政治的にもそう簡単ではないように見える。

2) 自由討議

須田氏:

・ベッセント財務長官は量的緩和に強く批判的な意見を示している。FRB の議長候補となったウォルシュ氏も、かつて量的緩和に反対して理事を辞任した。また、FRB は財務の健全性は問題ないとしているが、ベッセント財務長官は、FRB の年間 1000 億ドル超の損失を納税者の負担として非難している。これらは、FRB による量的緩和にとって逆風となる可能性がある。

・ただし、改めて考えると、非伝統的金融政策の実施などを通じて、中央銀行の方から政治の領域に接近していたことも問題ではないかと思う。そのことが、今や、中央銀行の独立性の問題として跳ね返ってきている。中央銀行は伝統的手段を使って、伝統的な目標の達成を図る政策に立ち返るべきではないか。

井上くモデレーター>:

・ベッセント財務長官は、為替市場に加えて債券市場のメジャープレイヤーでもあったので、もともと量的緩和に良い印象を持っていなかった可能性がある。また、FRB の国庫納付金を巡っては、これまでも議会で議論になったが、財務長官としてのベッセント氏にとって財政収入が減ることが困る話であることは事実だ。

・FRB によるかつての非伝統的金融政策の大規模な実施や平均インフレ目標の採用などを踏まえる、少なくとも「経路依存」の観点では、先に中央銀行の方から政治に接近したようにも見える。

根本氏:

・今年に入って Moody's と Fitch がともに米国債の格付を AAA から 1 ノッチ格下げした。S&P は 14 年前に格下げしたが、政府と金融市場の双方から批判を受けた。今年の両社による格下げでは、財政

の持続性に加えて金融政策の独立性もリスクに晒されている点を理由として挙げている。加えて、経済統計の信頼性が低下するようであれば、格付会社は懸念事項として認識する。

武邑氏:

・金融市場からみた大きなリスクは、米ドルの基軸通貨としての地位が変化することである。事務局資料は、海外投資家の米国債の保有等が足元では大きく変化している訳ではない点を示した。それでも、今後米ドルの基軸通貨としての地位が低下しても、トランプ政権が「アメリカファースト」の政策を貫徹できるかどうかには疑問も残る。また、基軸通貨は一つであるべき必然性はなく、複数通貨によるシステムでも安定的かという論点もある。

井上くモデレーター>:

・私も米ドルの基軸通貨としての地位の変化に着目している。足元までのデータは喫緊の問題でないことを示しているが、トランプ政権の経済政策には、結果的に米ドルへの信認にとって良い効果を持たないものが少なくない。また、「通貨と銀行の将来を考える研究会」のテーマだが、国際通貨の機能を支払・決済と価値保蔵でディカップリングできるかという問題も存在する。実際に、前者の方向から国際通貨としての地位を高めようとする国もある。

大島氏:

・私は、トランプ政権による金融規制の緩和の影響を意識している。米国当局の関係者から、現在の金融規制は十分であり、その証拠に金融市場はトランプショックを円滑に消化したとの指摘や、今後の規制緩和が必要との指摘が聞かれる。財政政策と金融政策が拡張方向である下で金融規制も緩和されると、金融市場の不安定化や信用格付のリスクなども生じうる。その際に、米国の金融市場は世界の資金の安定的な運用の場としての機能を維持するか、米ドルは基軸通貨の地位を維持できるかという点が大きなリスクである。

江川氏:

・米国における FRB の設立は 1911 年で、他の先進国に比べて遅い。その後、多くの中央銀行が戦費を含む財政資金の円滑な調達に活用された経緯もあり、多くの国の中央銀行は 1990 年代に法制面での独立性を確立した。しかし、現在の米国では、法的権限の有無にかかわらず、トランプ大統領は FRB の政策に介入しており、それがどこまで強まるかが懸念される。

・米国の GSE2 社は、住宅バブルの崩壊後の 2008 年に政府の conservatorship の状況に置かれ、現在もそのままになっている。同時に行われた政府出資に伴い、民間株主は議決権もなく配当も受け取っていない。トランプ大統領はこれら 2 社の IPO を標榜し、高収益企業として事業を継続する見込みはあるが、発行する MBS の性質が変化する可能性が気になる。

井上くモデレーター>:

・皆さんにご指摘いただいたように、FRB の独立性は基軸通貨国であるという点で格段の重要性を有している。また、中央銀行の独立性は、法制面の手当ても重要だが、家計や企業、金融市場がそれを

信認することも重要である。なお、20 世紀初頭の米国では農業経済のウエイトが高い地域を中心に資金需要に季節性があり、中小銀行がそのために破綻するケースが多かったので、準備資産をプールすることでシステム全体の安定を図ることが FRB の設立目的であったと理解している。

・金融市場は、MBS に「暗黙の政府保証」があることを前提に投資している。従って、仮に IPO を経て「民間企業」になると、金融市場の MBS に対する信認も大きな影響を受ける恐れがある。MBS は米国債と並んで海外投資家による重要な投資資産であるため、米ドルの基軸通貨としての地位にも関わる。トランプ大統領は、IPO によって政府保有株も売却し、巨額の含み益を実現することを目指していたようだが、こうした懸念も踏まえて、IPO に関わらず政府の支援を続ける姿勢を明確にしている。

・本日も大変ご多忙な折に、長時間にわたって活発にご議論をいただいた皆様に御礼を申し上げたい。また、会合の開催をご支援いただいた「東京大学金融教育研究センター(CARF)」に厚く御礼を申し上げます。
