

# 金融市場パネル2025年9月会合 (事務局資料)

<事務局>

野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部  
井上哲也

2025年9月

**NRI**

Envision the value,  
Empower the change





## 1. Dual mandateの達成とその先行き

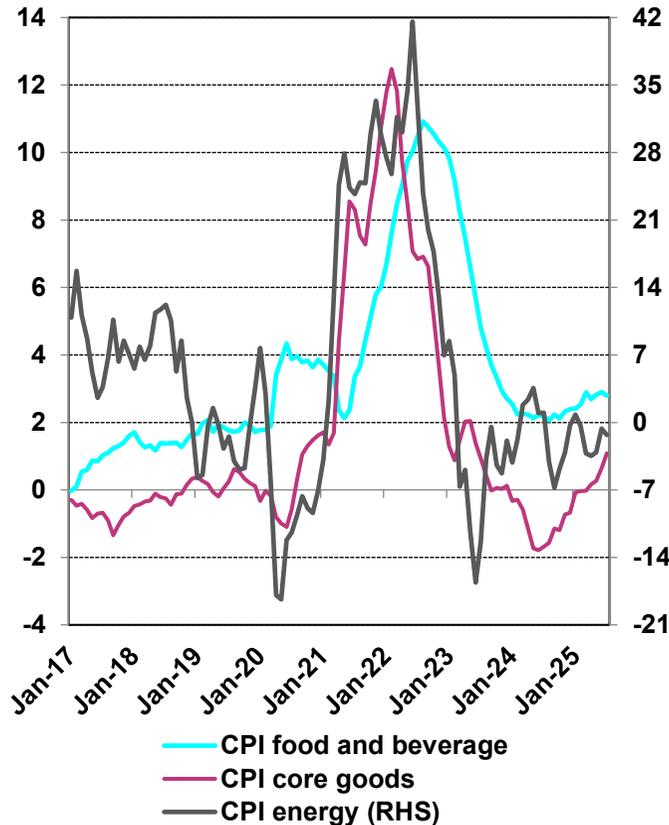
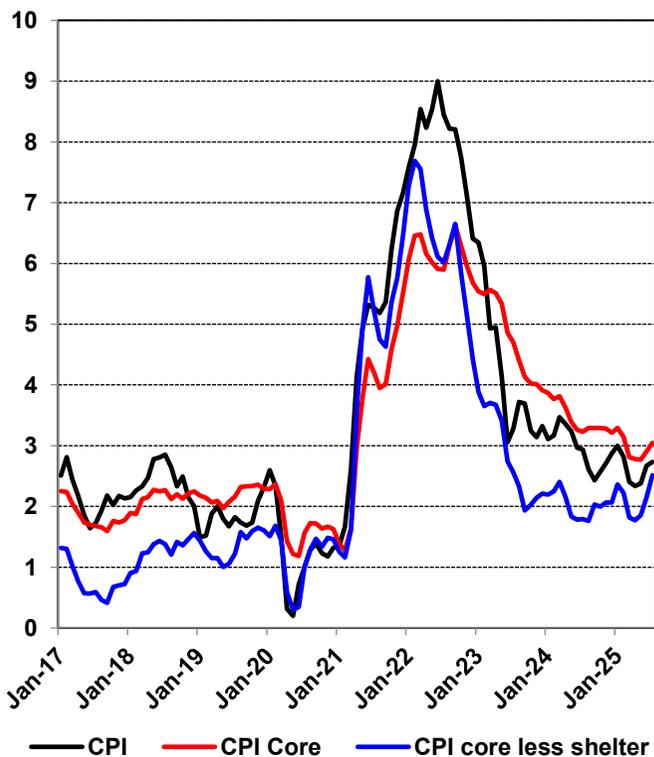
## (想定論点1)

項目	事務局案
論点	・Dual mandateの達成とその先行き
目的	・物価と雇用の目標はどの程度されているか。また、先行きの見通しとリスクをどう評価するか。
考えられる論点	<ul style="list-style-type: none"><li>＜2%のインフレ目標＞</li><li>・既往のデスインフレの要因やそれらの持続性</li><li>・関税引上げの影響の内容や特徴</li><li>・インフレ期待の変化とその持続性</li><li>＜最大雇用の目標＞</li><li>・労働需要の減退の兆しの要因や方向性</li><li>・労働供給の減少や背景とその影響</li><li>・労働生産性の変化とその持続性</li></ul>

## CPIインフレ率

- CPIインフレ率（7月まで）には底打ちの兆しがみられる。
  - CPI総合は前年比2%台後半へと底打ちしたほか、コアも3%付近にある。
  - 財のうちでは、エネルギーが依然として前年比マイナスである一方、コア財は明確に加速している。
  - サービスも底打ちの兆しを見せており、住居の賃貸料の影響は剥落しつつある。

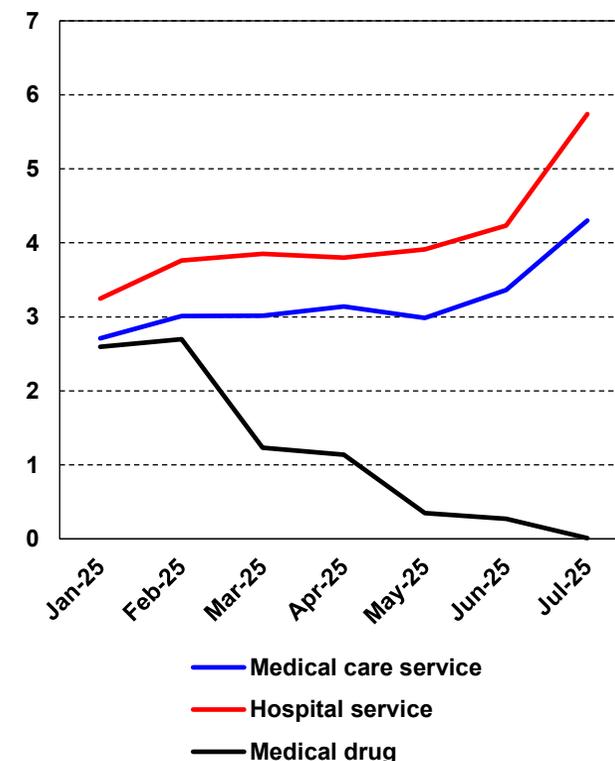
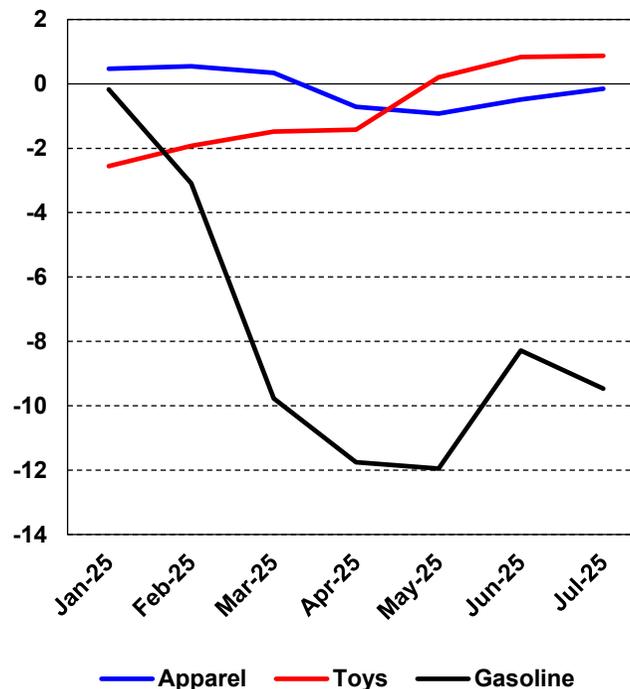
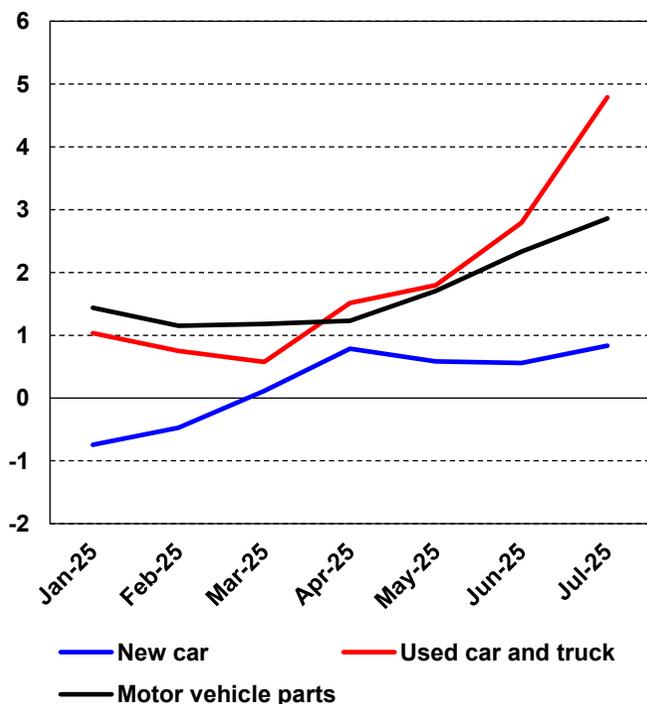
インフレ率（CPIベース：前年比%）



## CPIインフレ率の特徴

- CPIのデータをもとに特定の上昇率をみると、まず、自動車では新車価格の上昇が抑制的である一方、中古車価格と部品価格の上昇がともに加速している点が注目される。また、輸入依存度の高い衣料や玩具の上昇率も抑制されており、この間にガソリン価格の急落は実質購買力を下支えしたとみられる。
- 一方でサービスのうち価格上昇が目立つヘルスケア関連では、サービス価格の加速が目立つ一方、輸入に相応部分を依存する医療薬の価格はむしろ減速している。

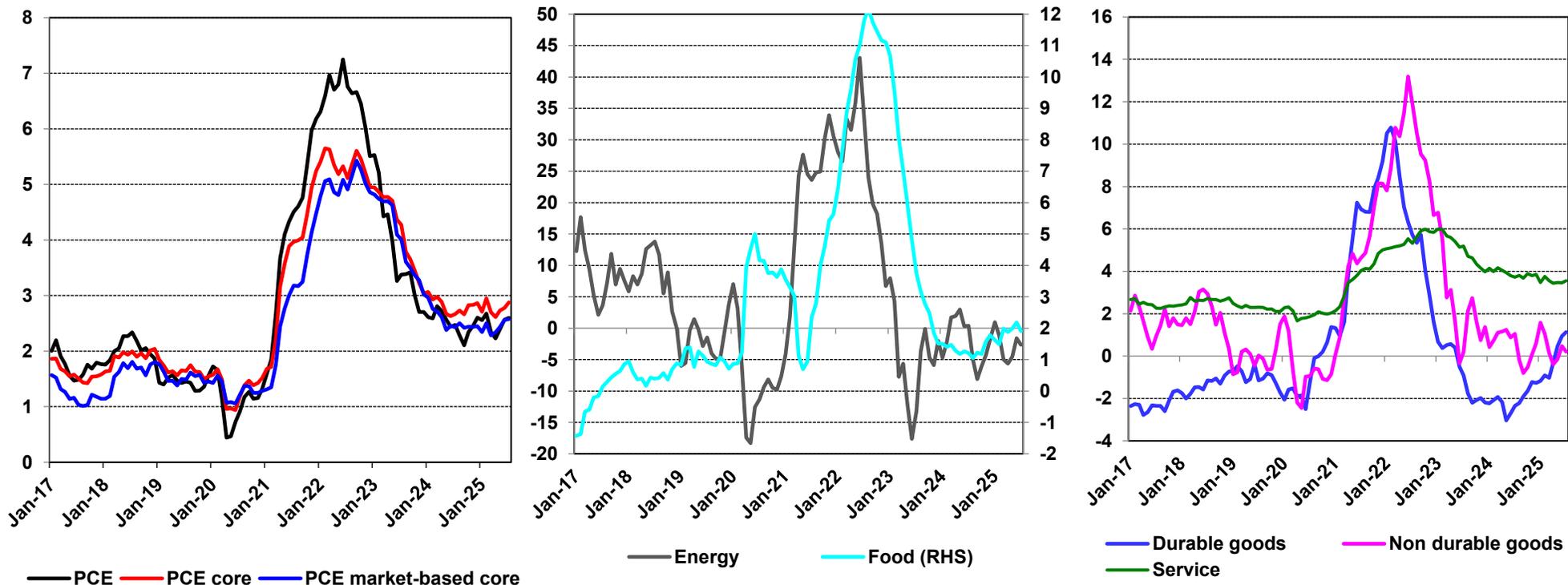
特定の品目別のインフレ率（前年比%）



## PCEインフレ率

- FRBが政策目標として参照するPCEインフレ率にも、横ばいから底打ちに転じる兆しがある。
  - 直近（7月時点）で総合は前年比2%台中盤で推移しているが、コアは3%近傍にある。コアと市場ベースコアの乖離が小さい点は、帰属家賃の影響が少ないことを示唆している。
  - 内容別には、食品や非耐久財は安定しているが、耐久財が低位ながら加速を続け、サービスは引続き高止まっている。

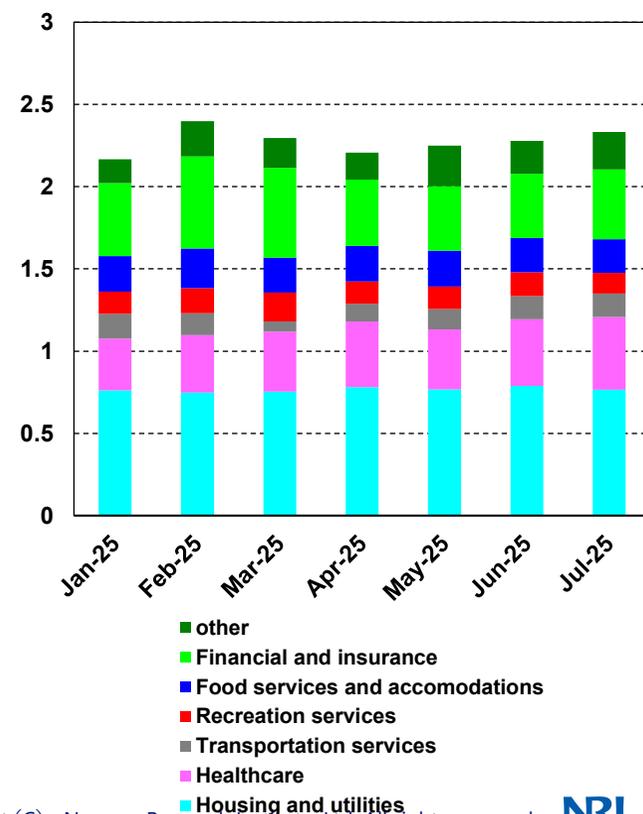
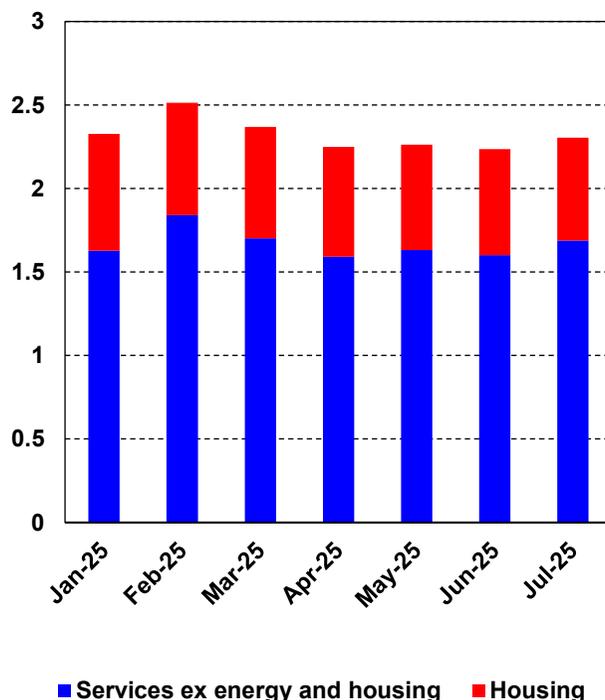
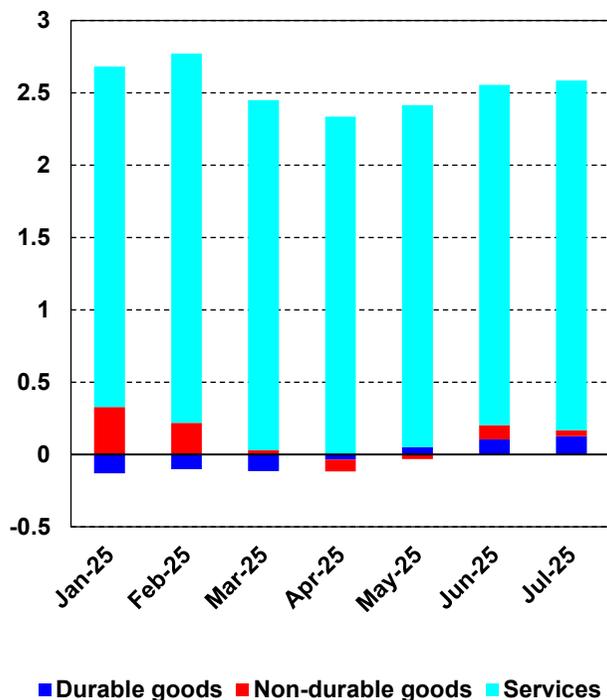
インフレ率（PCEベース：前年比%）



## PCEインフレ率の特徴

- 2023～24年の消費項目別の支出額（シェア）をウエイトとして、PCEインフレ率の内容別寄与度をみると、サービス（ウエイト0.68）が、耐久財（同0.11）や非耐久財（同0.21）を大きく上回ることが確認できる。
- サービスのうち、FRBによるコアサービスと住居費を分解すると、住居費は0.5%ポイント強の寄与で安定していることがわかる。また、サービスを主要項目別にみても、住居関連が大きいものの、ヘルスケアや金融・保険も相応の寄与を示し、かつ安定的であることがわかる。

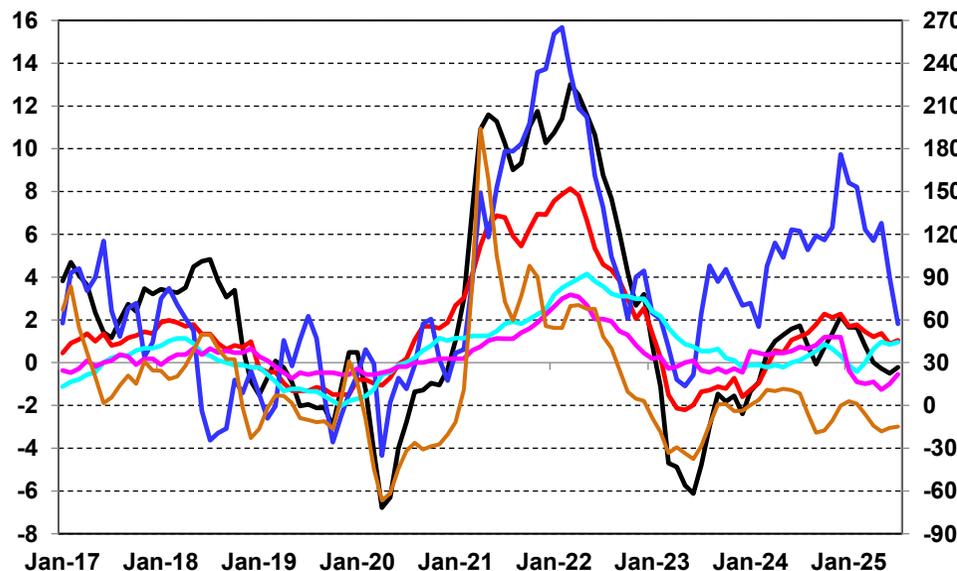
PCEインフレ率の内容別寄与度（%ポイント）



## 輸入物価と生産者物価

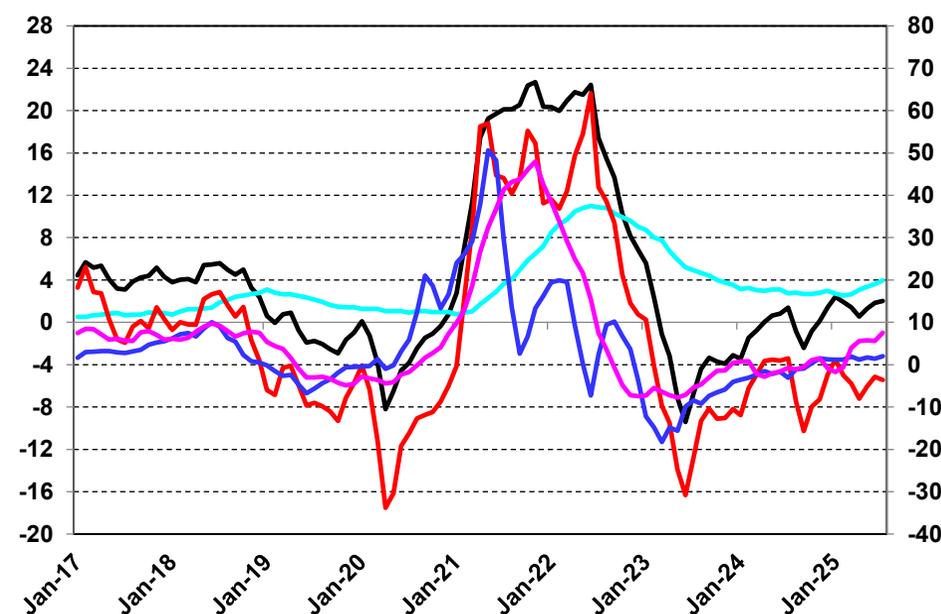
- 輸入物価インフレ率（7月まで）は総じてみれば横ばいとなっている。
  - － 総合は前年比で0%付近にある。原油価格はマイナス圏で推移している一方、食品価格も急減速している。ただし、その他の財には底打ちの兆しがみられる。
- 生産者物価インフレ率（7月まで）は緩やかな上昇を示している。
  - － 総合は前年比2%付近にあり、消費者物価と収斂している。燃料・電力はマイナス圏にあるほか、木材・木製品はゼロ近傍で横這いとなっているが、機械・機器や金属・金属製品がともに緩やかに加速している。

輸入物価インフレ率（前年比%）



— All commodities  
 — Foods  
 — Consumer goods (ex auto)  
 — Excluding petroleum  
 — Capital goods  
 — Crude (RHS)

生産者物価インフレ率（前年比%）

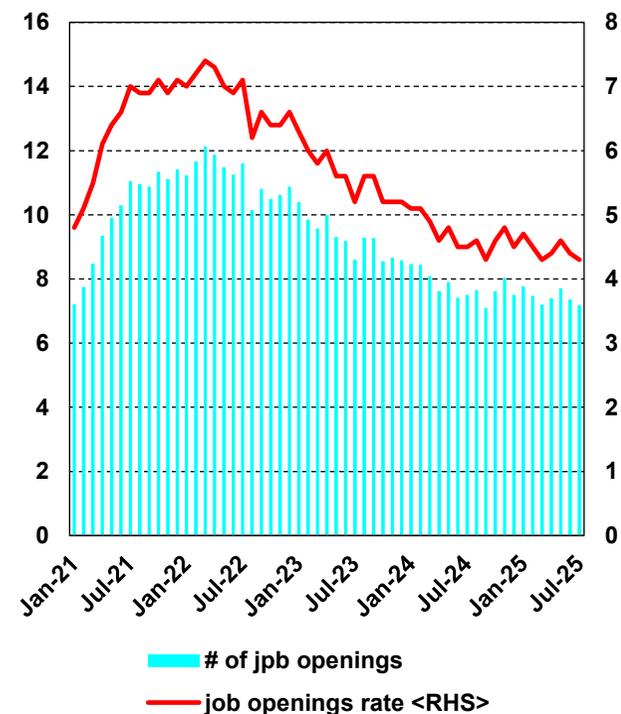
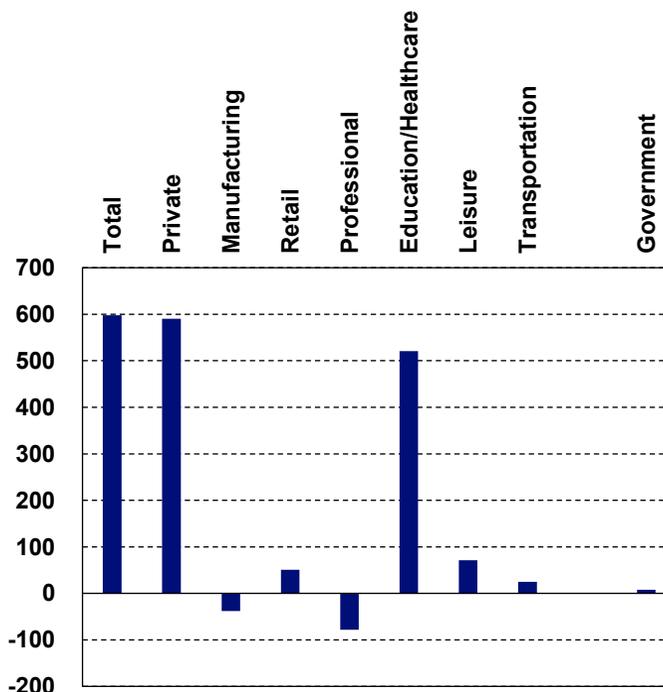
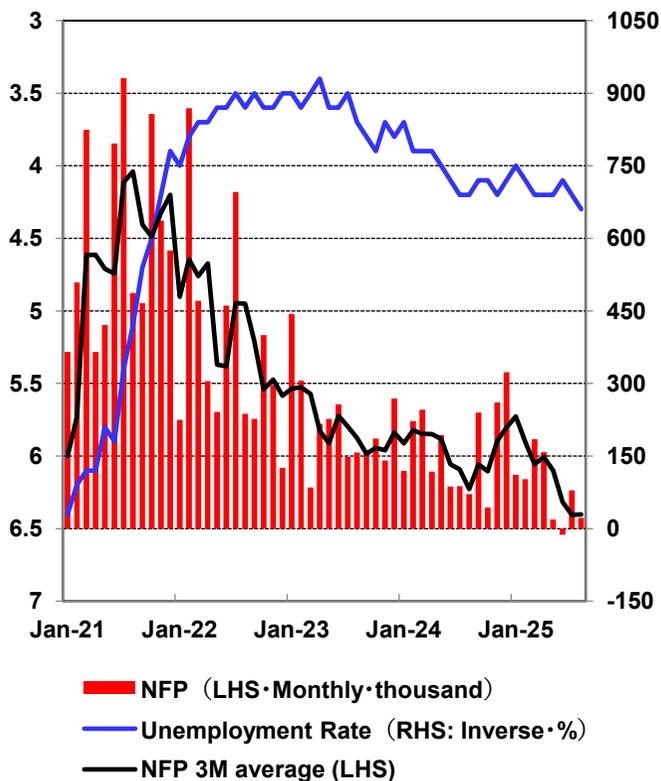


— All commodities  
 — Fuel and power (RHS)  
 — Metals and metal products (RHS)  
 — Machinery and equipment  
 — Lumber and wood products (RHS)

## 雇用動向（その1）

- 雇用者数の増加は5月から急減速し、足元（8月時点）でFRBが重視する3か月移動平均はわずか2.9万人となった。失業率も緩やかに上昇している。年初来の雇用者増をみると、政府部門は殆ど増えていないほか、民間部門の増加の殆どは教育・ヘルスケアが占めており、娯楽や小売がわずかな増加に止まっているだけでなく、製造や専門的職業は減少している。
- この間、未充足求人数も漸減傾向を辿り、足元（7月時点）では700万人強まで低下した。

<左> 非農業雇用者数と失業率（前月比増加数・逆目盛％）  
 <中央> 業種別の雇用者数（年初来の増加：千人）  
 <右> 未充足求人数（百万人）



## (参考) 雇用データの年次改訂

- BLSは雇用データの年次改訂（暫定）の結果として、2025年3月の非農業部門の雇用者数を91.1万人下方修正した。修正率は0.6%に達し、過去10年の平均（0.2%）よりも大きい。
- ただし、年次改訂の影響は来年1月分の雇用統計から反映されるため、当面は雇用者数の増減には影響しない。

主な業種別の雇用者数の改訂  
(千人・%)

Table 1. National Current Employment Statistics March 2025 Preliminary Benchmark Revisions by Major Industry Sector

Industry	Benchmark revision (in thousands)	Percent benchmark revision <sup>1</sup>
Total nonfarm.....	-911	-0.6
Total private.....	-880	-0.7
Mining and logging.....	-4	-0.7
Construction.....	-29	-0.4
Manufacturing.....	-95	-0.8
Trade, transportation, and utilities.....	-226	-0.8
Wholesale trade <sup>2</sup> .....	-110.3	-1.8
Retail trade <sup>2</sup> .....	-126.2	-0.8
Transportation and warehousing <sup>2</sup> .....	6.6	0.1
Utilities <sup>2</sup> .....	3.7	0.6
Information.....	-67	-2.3
Financial activities.....	-39	-0.4
Professional and business services.....	-158	-0.7
Private education and health services.....	-35	-0.1
Leisure and hospitality.....	-176	-1.1
Other services.....	-51	-0.9
Government.....	-31	-0.1

<sup>1</sup> Values of 0.0 indicate a value between plus or minus 0.05 percent.

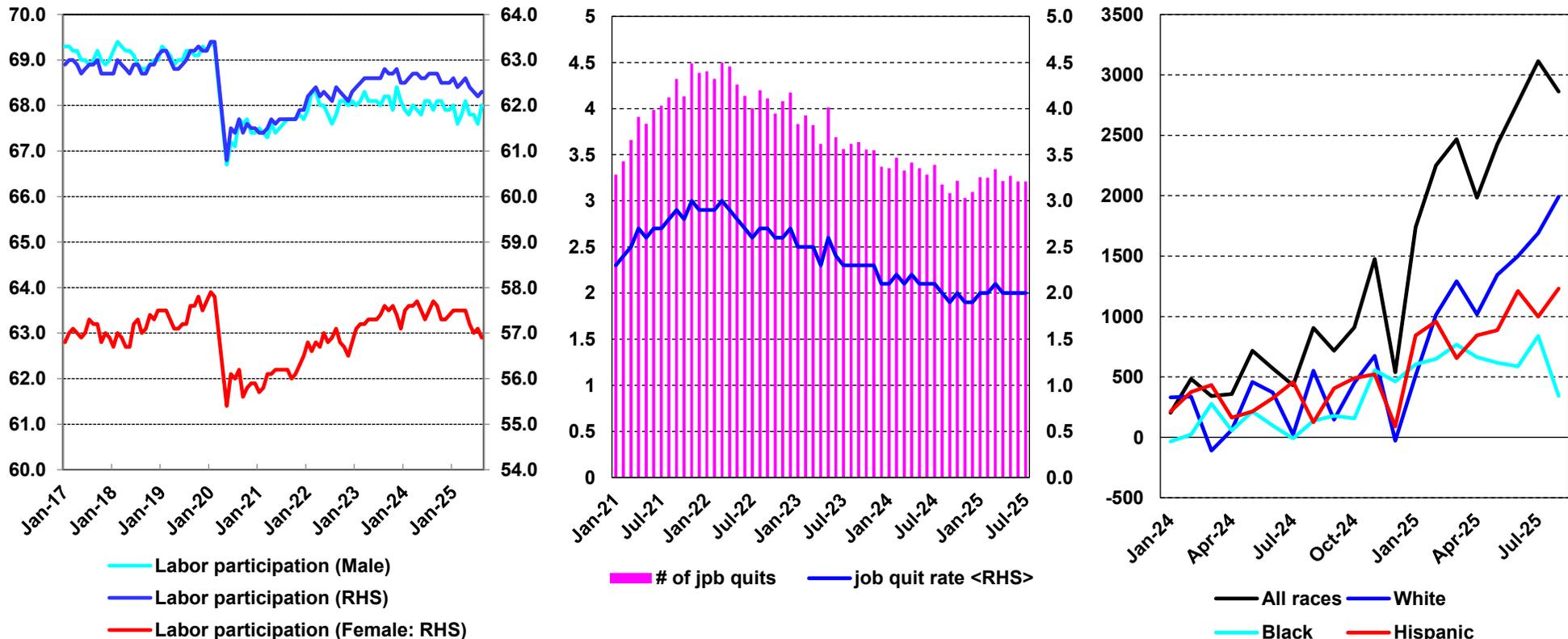
<sup>2</sup> Series are part of trade, transportation, and utilities.

雇用動向（その2）

資料：US BLS

- 労働参加率は緩やかな低下傾向を示しており、特に女性の低下が目立っている。また、離職者数や離職率は2022年初をピークとする低下に歯止めがかかり、足元ではともに横ばいとなっている。
- この間、非労働力人口（16歳から69歳）は顕著な増加を示している。なかでも、白人の増加が加速している点が注目される。

<左> 労働参加率（%）、<中央> 離職者と離職率（百万人：%）  
<右> 非労働力人口（前年差：千人）

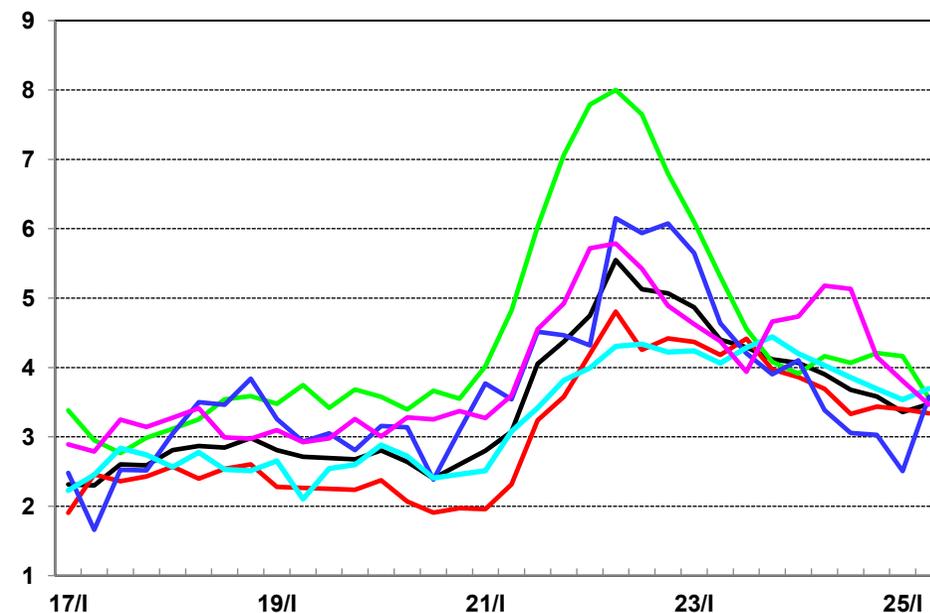
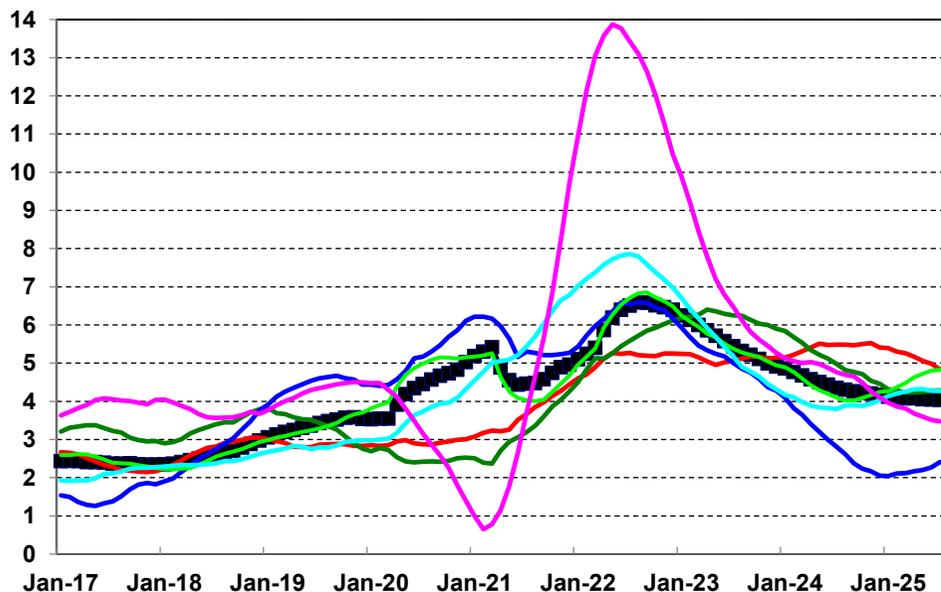


## 賃金の動向

### ■ 賃金上昇率は総じて減速している。

- －雇用統計による賃金上昇率（12か月移動平均：7月まで）は、全体として緩やかな減速を続けている。娯楽や製造の減速が目立つ一方、小売は横ばい、教育・ヘルスケアはやや加速している。
- －雇用コスト指数（ボーナスや諸報酬を含む・第2四半期まで）も減速感が明確になっている。製造・運輸の減速が顕著であるほか、サービスの鈍化が相対的に大きい一方、販売・オフィスは底打ちした。

（左）主要産業別賃金（前年比：12ヶ月MA・%）、（右）主要職種別賃金（前年比・%）

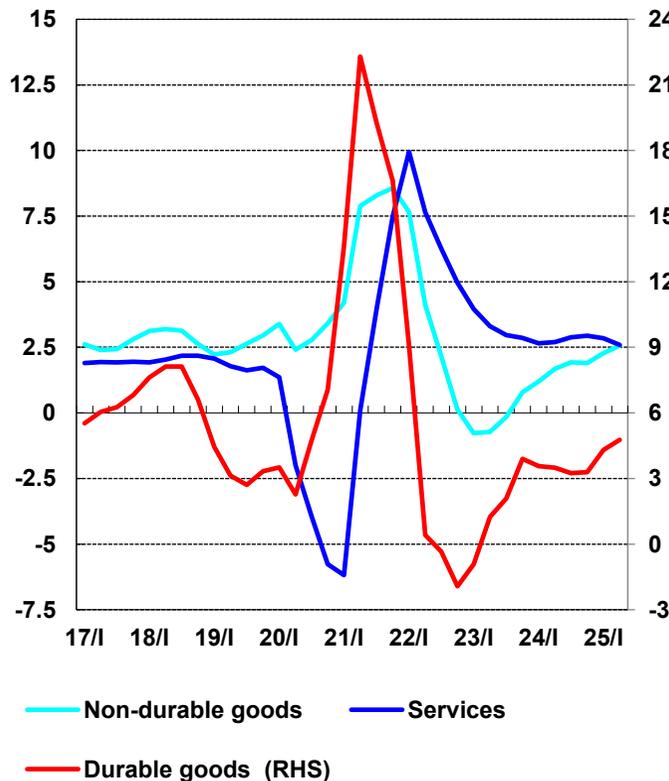


## 個人消費

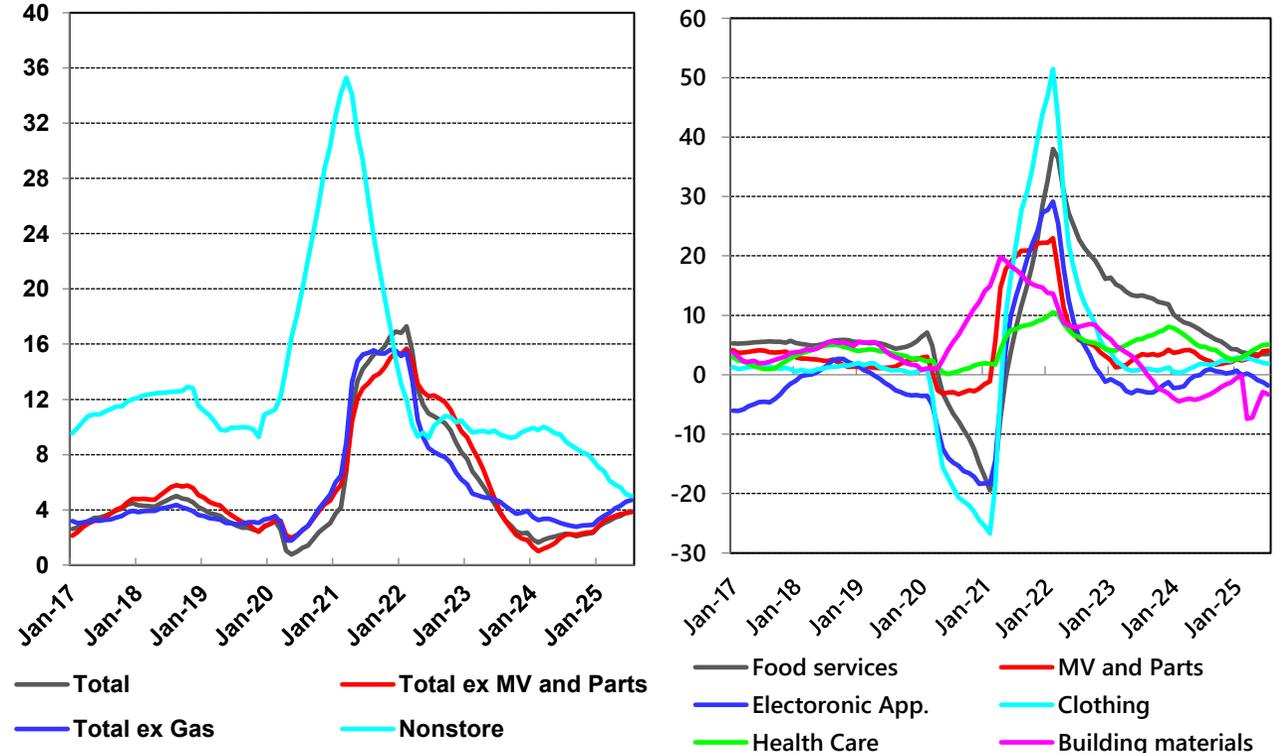
### ■ 個人消費は減速しつつも底堅く推移している。

- SNAベース（実質：第2四半期まで）の伸び率は、耐久財が回復を続けていたほか、非耐久財も緩やかに加速していたが、サービスは横ばい圏内で推移していた。
- 小売売上高（名目：7月まで）の伸び率も全体としては緩やかに回復していた。もっとも、非店舗販売の減速が目立つほか、外食やヘルスケアも減速の兆しを示していた。

消費支出（SNA：4四半期MA・前年比%）



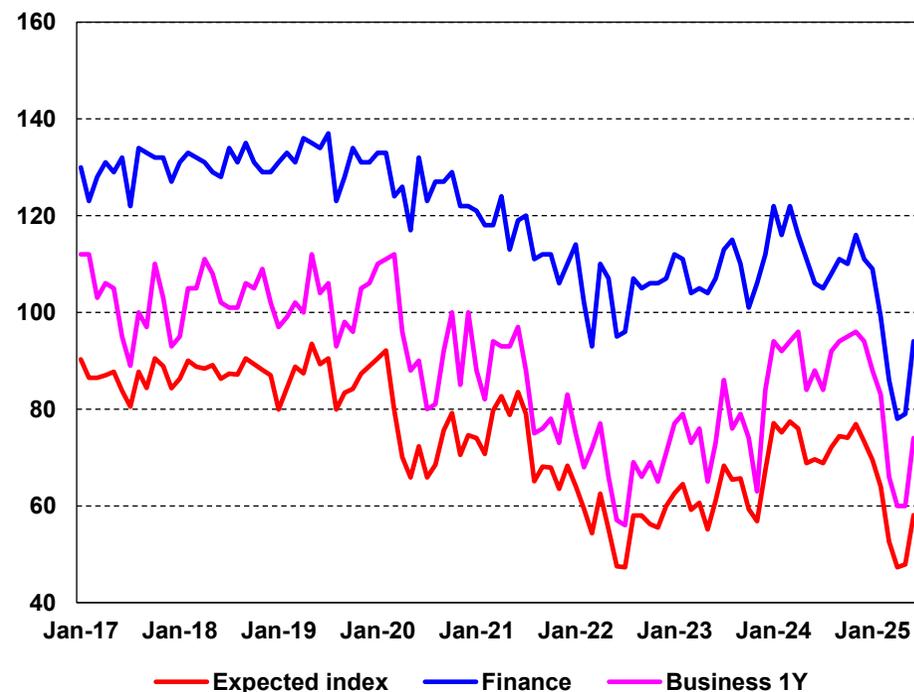
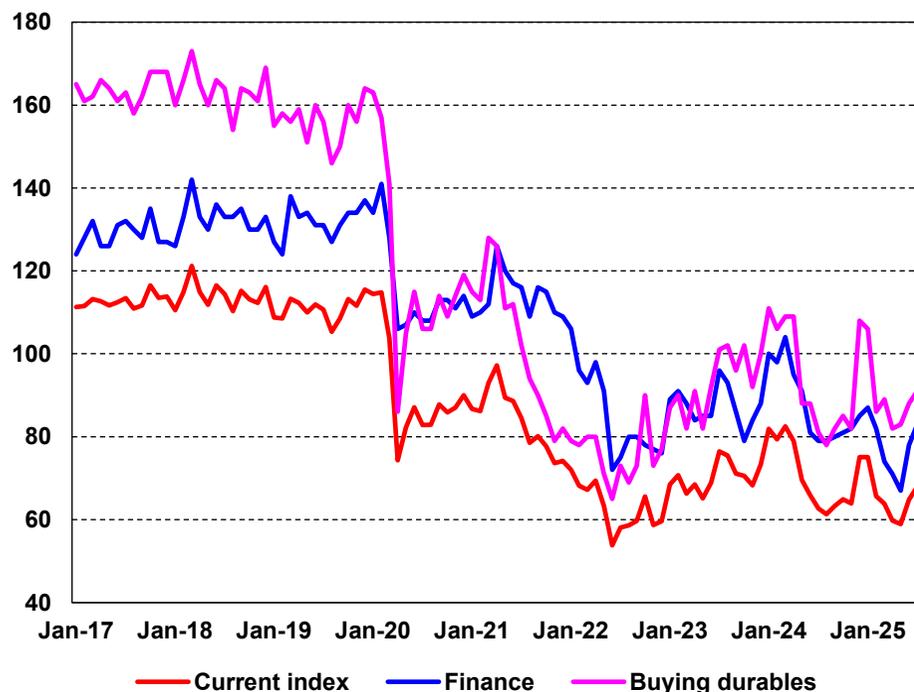
構成別の小売売上高（12ヶ月MA・前年比%）



## 家計のセンチメント

- 家計のセンチメントについて、ミシガン大サーベイ（7月時点）をみると、現状評価は足元で持ち直しの兆しもあるが、水準はここ数年の低位な状況を脱していない。
- これに対し先行き見通しも、本年入り後に急速に悪化した後、足元で持ち直しの兆しがみられる。もっとも、その水準はコロナ禍当時よりも低位であり、特にビジネス環境の悪化を懸念している姿が窺われる。

ミシガン大消費者信頼感指数  
<左：現状評価、右：先行き見通し>



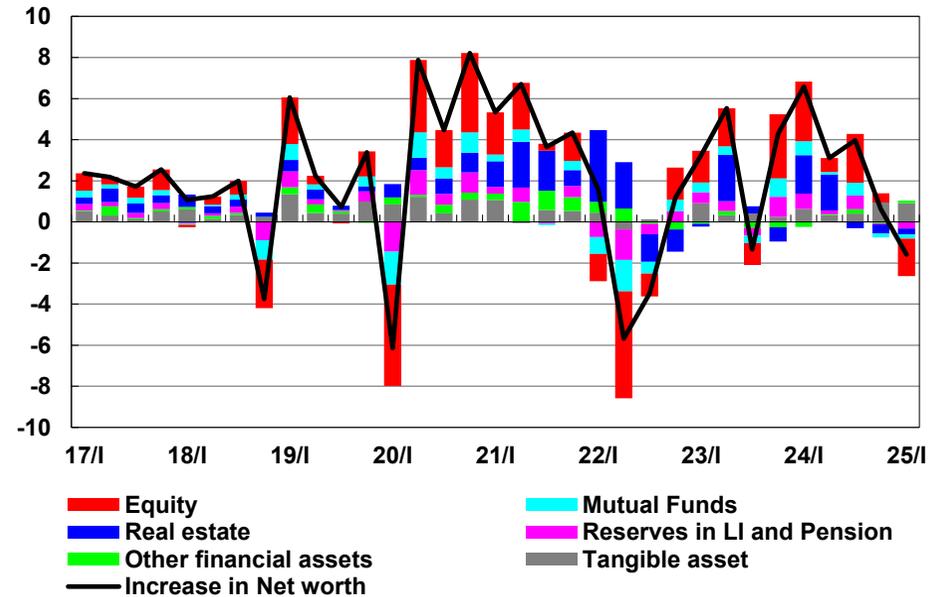
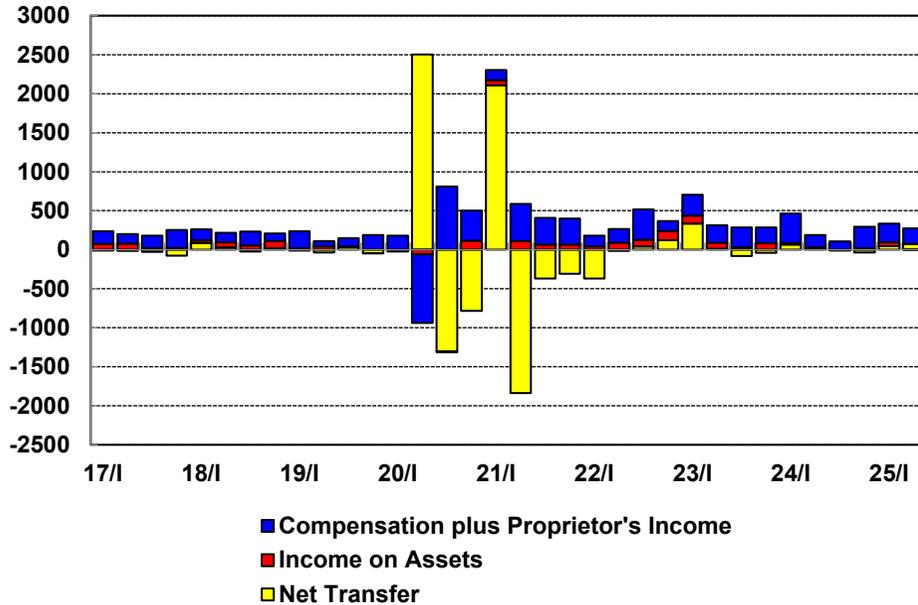
# 1. Dual mandateの達成とその先行き

資料：US BEA, FRB

## 家計の所得と資産（その1）

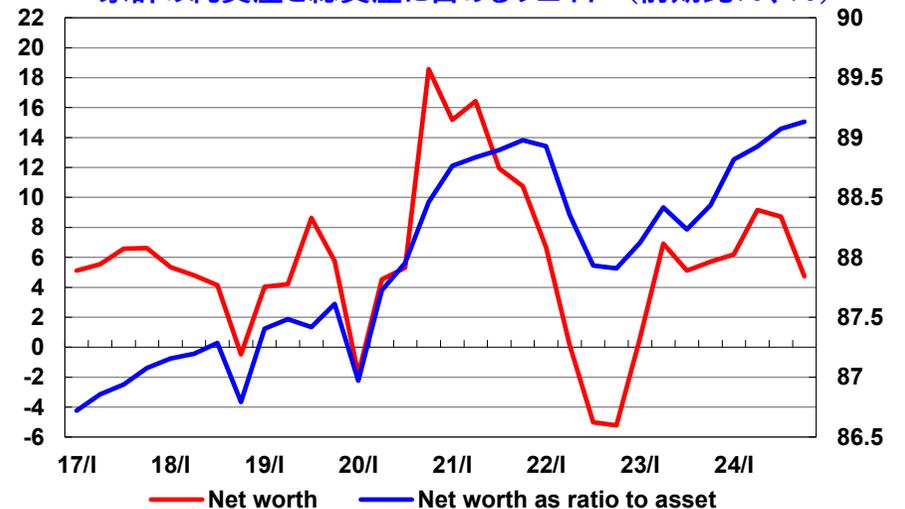
(左) 源泉別の個人所得（年率・10億ドル）

(右) 種類別の純資産（前期比兆ドル）



- 家計所得（第2四半期まで）は、雇用者報酬と事業収入の合計が安定的に推移していた。
- 家計の純資産（第1四半期まで）も、株価の調整を反映して前期比でマイナスに転じていた。もっとも、住宅価格の上昇により、実物資産はプラスに寄与していた。
  - －ストックでみた家計の純資産（第1四半期まで）も反落したが、総資産に占めるシェアは増加傾向を維持した。

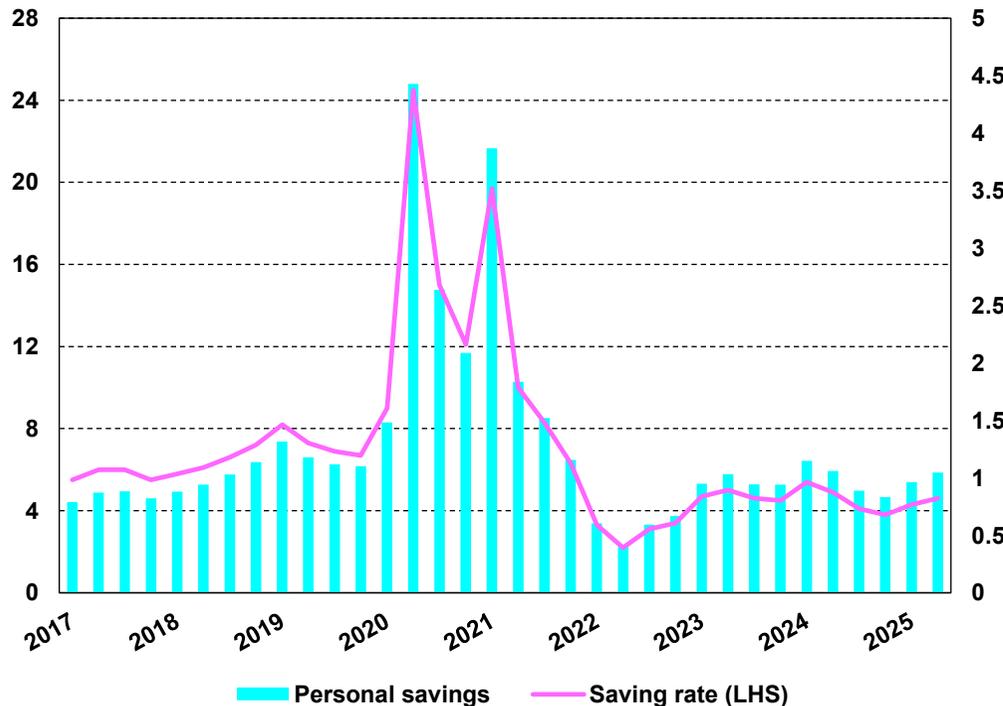
家計の純資産と総資産に占めるウェイト（前期比%、%）



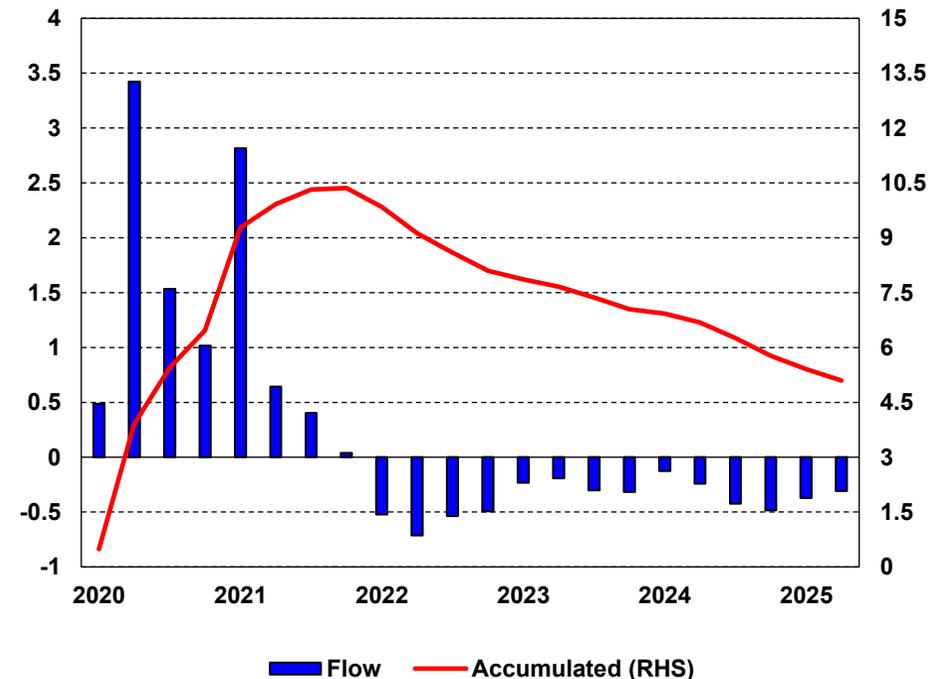
## 家計の所得と資産（その2）

- 家計の貯蓄（第2四半期まで）は、本年入り後に底打ちし、緩やかな増加に転じた。同時に貯蓄率も4.6%まで回復したが、コロナ前に比べてやや低い。
- また、「超過貯蓄」を、直近の景気拡大期（2017～18年）の平均貯蓄率（7.45%）に基づく「通常」な貯蓄との差として推計すると、2022年以降の取り崩し傾向が継続しており、第2四半期時点でバッファは約5兆ドルまで減少した。

家計貯蓄（%、兆ドル）



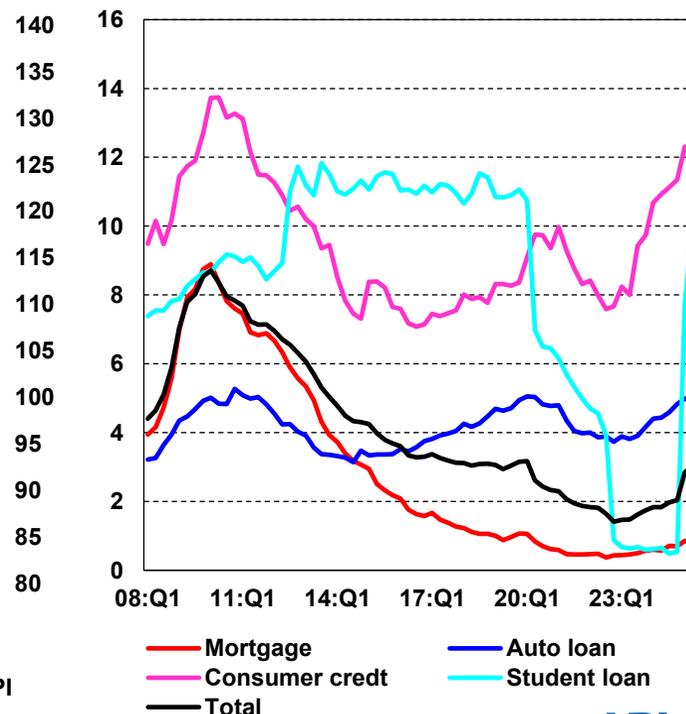
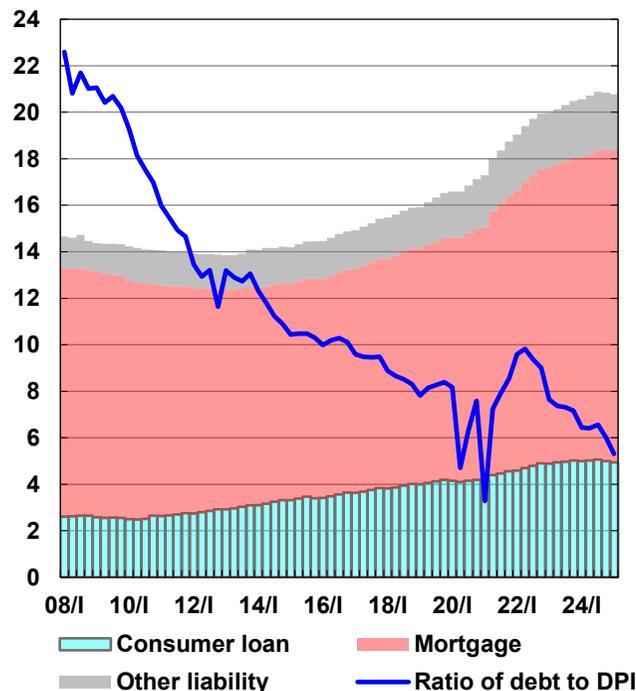
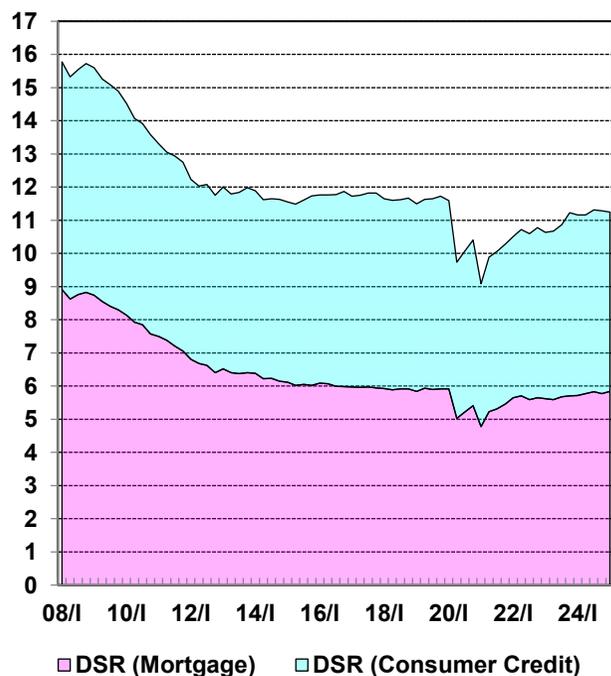
「超過貯蓄」（兆ドル）



## 家計の負債

- 家計の負債（第1四半期まで）は全体として横ばいの状況にある。
  - －フローで見た負担（DSR）は住宅ローンと消費者ローンの双方で横ばいとなっている。ストックの負債は、住宅ローンと消費者ローンがともにやや増加したが、所得対比でみた債務残高は低下を続けており、世界金融危機時に比べて約4割低い。
- 延滞率（第2四半期まで）は低水準ながら底打ちした。種類別には大きなばらつきがあり、モーゲージが極めて低位である一方、返済猶予が終了した学生ローンが急上昇したほか、消費者ローンも上昇した。

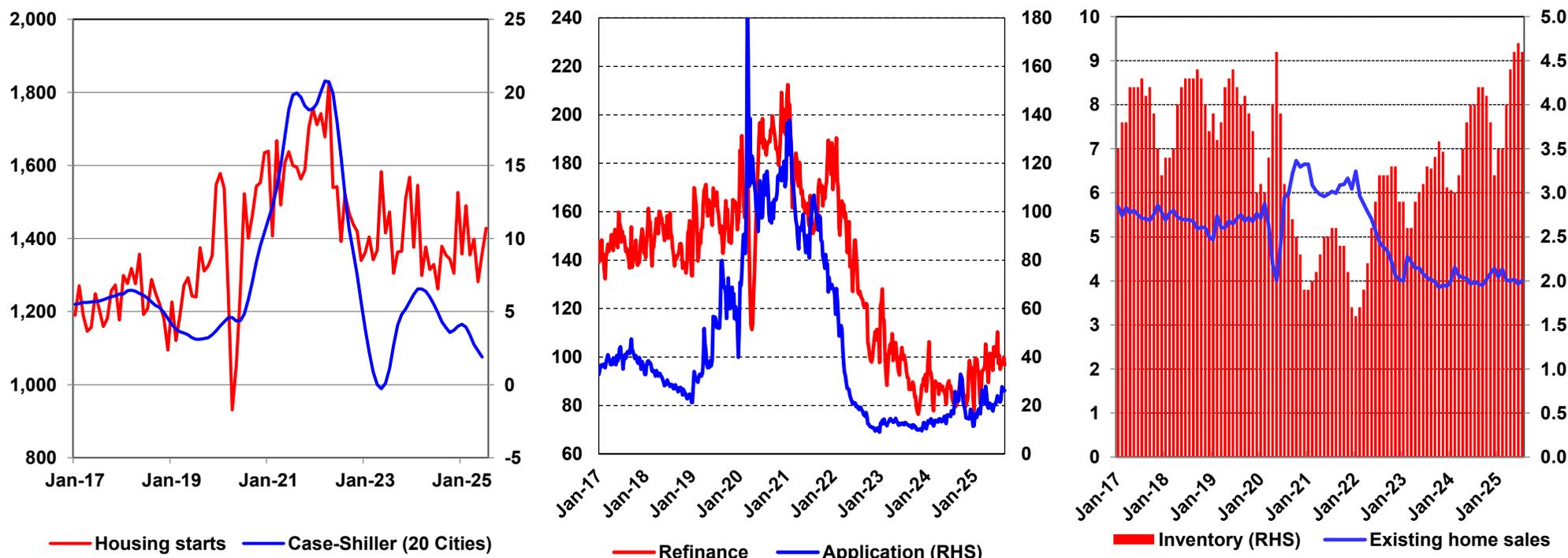
（左）：Debt Service Ratio<%>、（中央）：負債と所得<10億ドル、%>、（右）延滞率<90日以上：%>



## 住宅市場

- 住宅価格の上昇率は減速を続けており、6月時点では前年比で2%を割り込んだ。一方、新規住宅着工は振れが大きいですが足元で底打ちの兆しもある。この間、モーゲージ借入れも、新規分と借換え分の双方とも依然として低水準ながら、回復の動きが続いている。
- 中古住宅販売は年率400万件程度で横ばいとなっており、コロナ前を下回っている。この間、業者在庫も増加基調にあり、足元では約4.5か月分まで上昇した。

(左) 住宅着工件数と住宅価格 (年率百万件：前年比%)  
 (中央) モーゲージ借入れ指数 (2012年1月=100)、(右) 中古住宅販売と業者在庫 (百万件：月分)



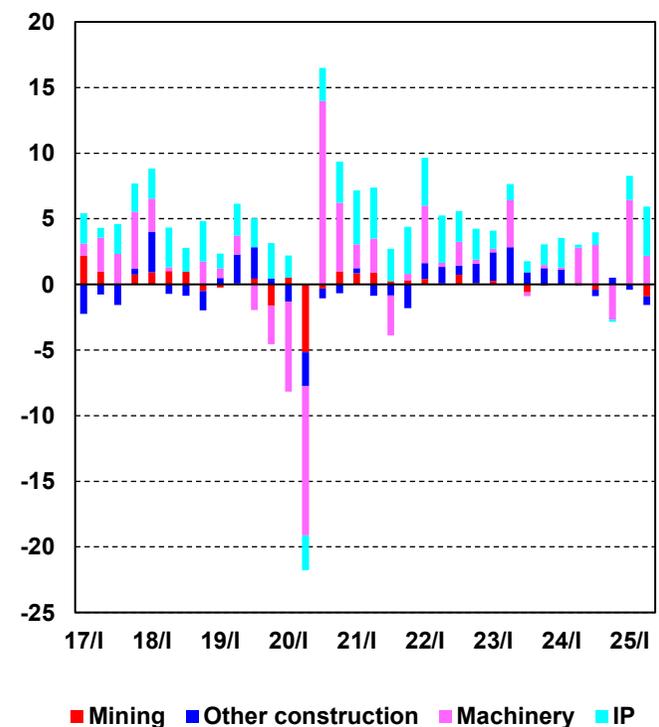
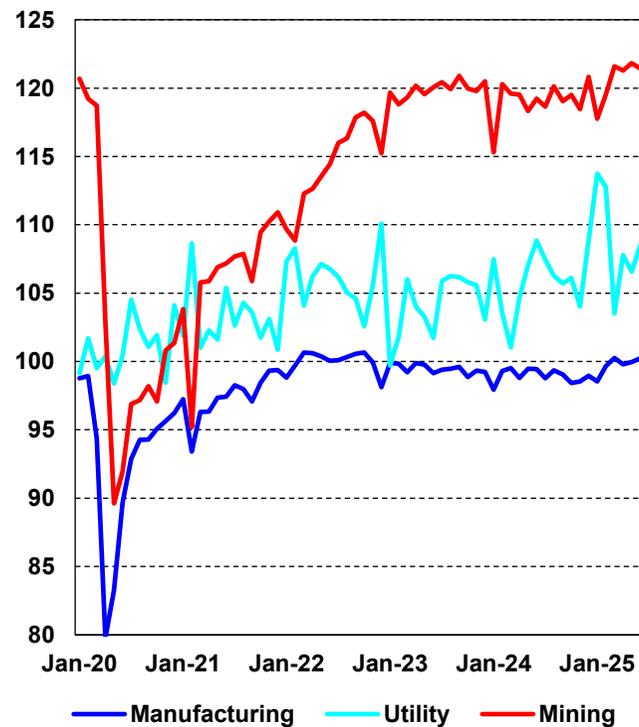
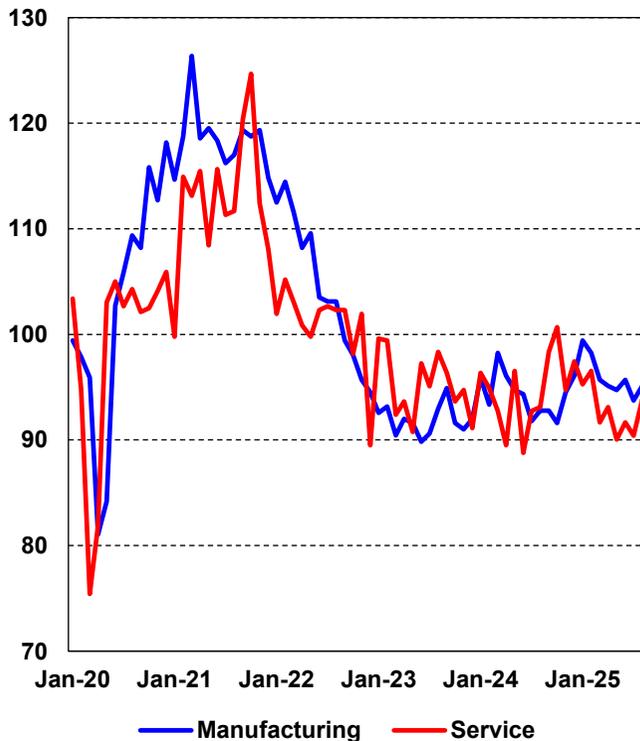
# 1. Dual mandateの達成とその先行き

資料：US Census Bureau, US BLS, US BEA

## 生産と設備投資（その1）

- 生産活動（8月時点）は、製造業が軟化を続けている一方、サービス業には回復の兆しもある。この点は鉱工業生産（7月まで）にも表れており、ユーティリティ部門の拡大と対照的に、製造業の停滞が目立つ。
- 設備投資（第2四半期まで）では、本年入り後に機械設備の寄与が高まった点が注目される。これに対し、鉱業は低調に推移している。

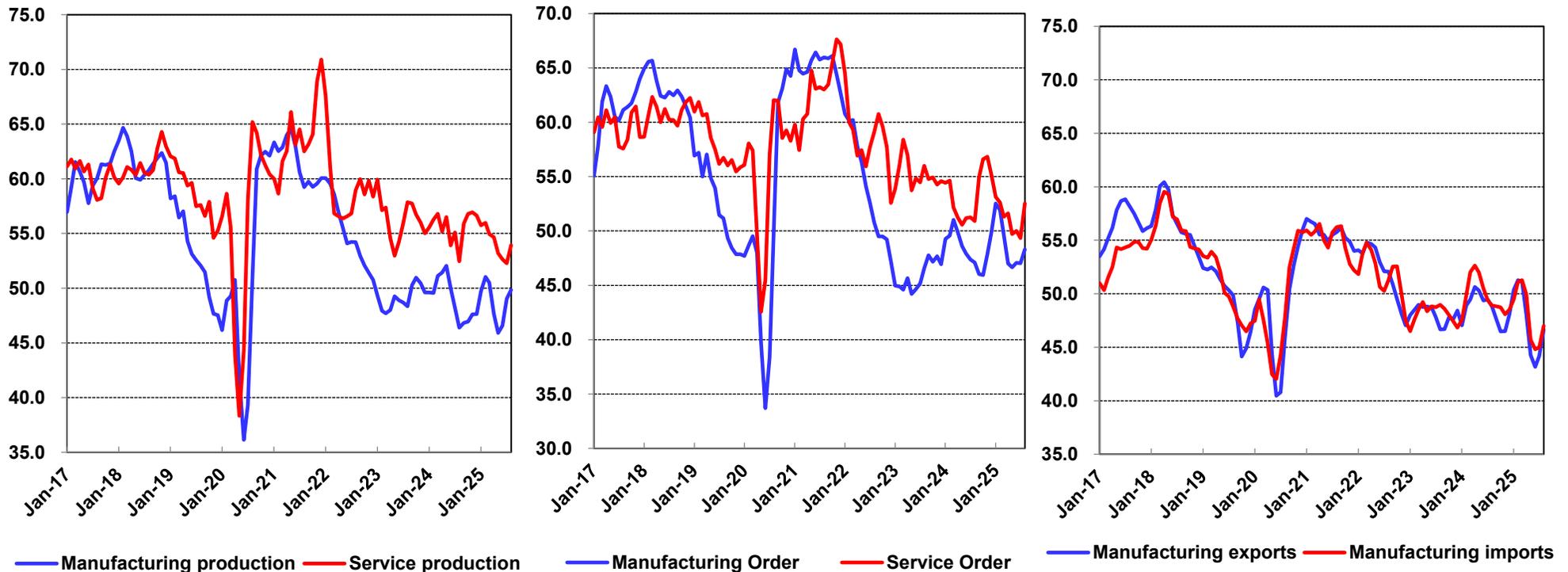
<左> ISMの推移（2019年平均=100）、<中央> 鉱工業生産（2017=100）  
<右> 内容別の設備投資(年率%)



## 生産と設備投資（その2）

- ISM調査（8月時点）によれば、製造業の生産は振れを伴いつつ低調に推移したほか、サービス業も緩やかに減速していた。また、製造業の受注も低位であり、サービス業も軟化していた。ISMは8月の総合指数が製造業は実質GDPで年率1.8%成長、非製造業は同1.1%成長に相当するとしており、減速感が明確になっている。
- この間、製造業の輸出と輸入は双方ともに大きく落ち込んだ後、足元で底打ちの兆しを見せている。

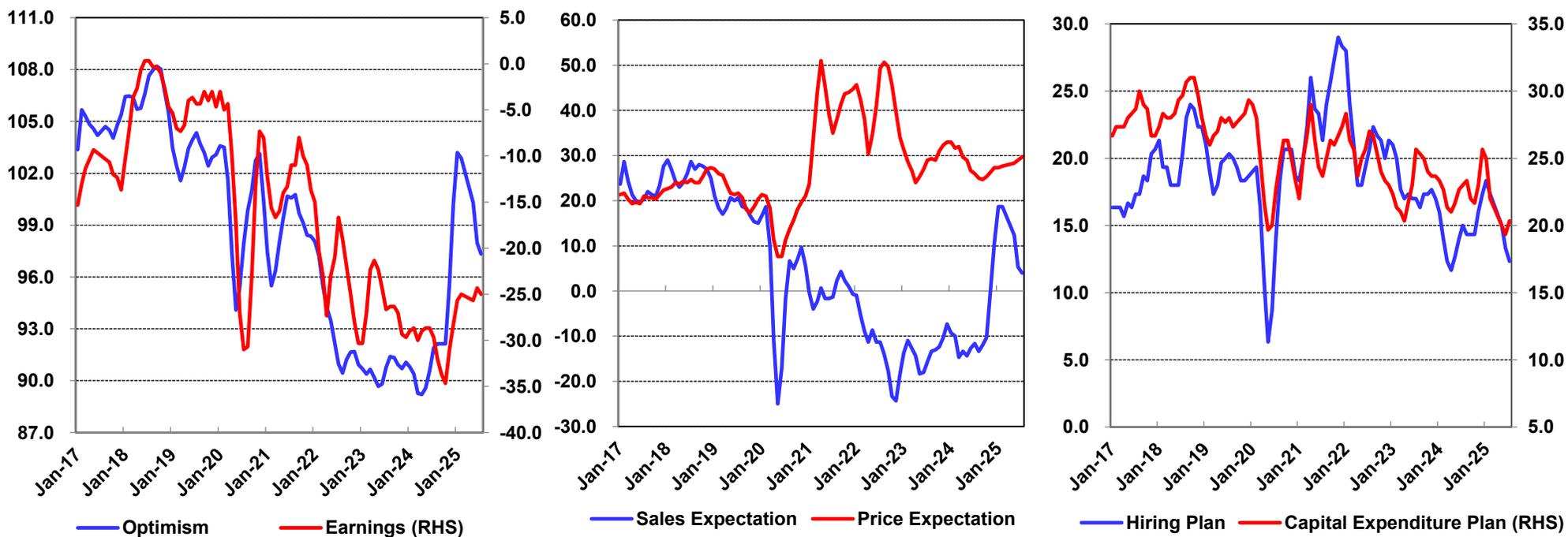
（左）ISM生産指数、（中央）ISM受注指数、（右）ISM輸出・輸入指数<いずれもDI：3ヶ月MA>



## 生産と設備投資（その3）

- 中小企業を対象とするNFIBのサーベイ調査（7月時点）によれば、年末年初に急激に好転したセンチメントが急速に反転した一方、収益は足元にかけて改善ことがわかる。
- 売上げの先行きに関する見方もセンチメントと同様なパターンを示した一方、価格上昇期待は概ね横ばいで推移している。この間、雇用スタンスは足元にかけて明確に軟化しており、設備投資計画も同様な動きを示している。これらの水準は2017年当時より明確に低い。

（左）楽観度と収益、（中央）売上増加期待と価格上昇期待、（右）雇用計画と設備投資計画<いずれもDI：3ヶ月MA>

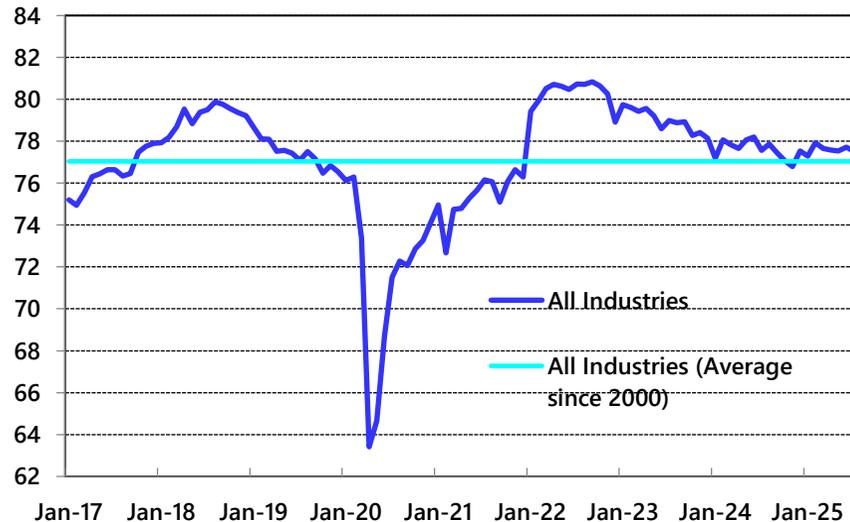


# 1. Dual mandateの達成とその先行き

## 企業収益の推移

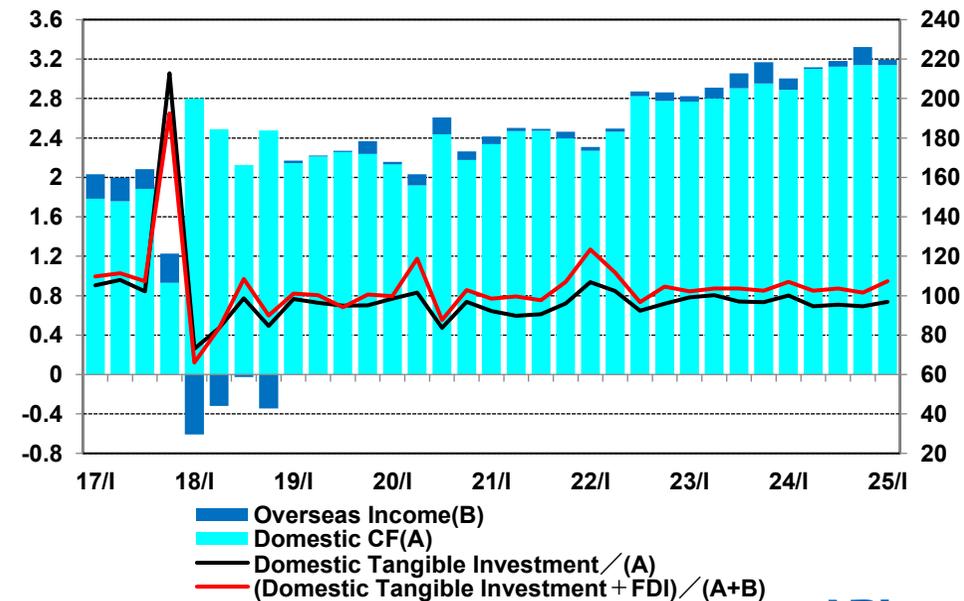
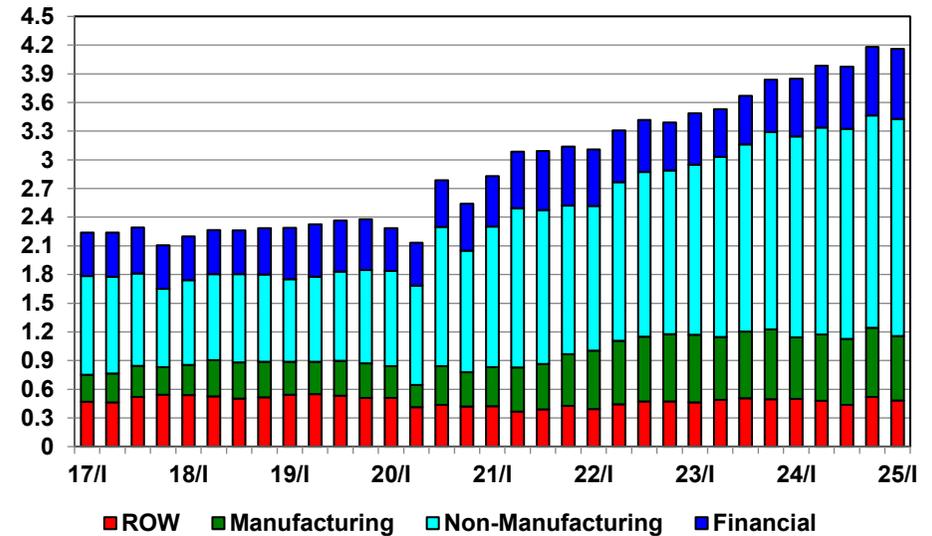
- マクロの企業収益（第1四半期まで）は、高水準ながら、増加トレンドが頭打ちとなっていた。製造業と海外が若干減少していた。
- 設備稼働率は横ばいで推移し、コロナ禍前によりやや低い水準にある。この間、キャッシュフロー対比でみたマクロの設備投資も、横ばいで推移しているほか、FDIを加えたベースではやや上昇している。

(左) 設備稼働率<%>, (右)キャッシュフローと設備投資<兆ドル：%>



資料：US BEA, FRB

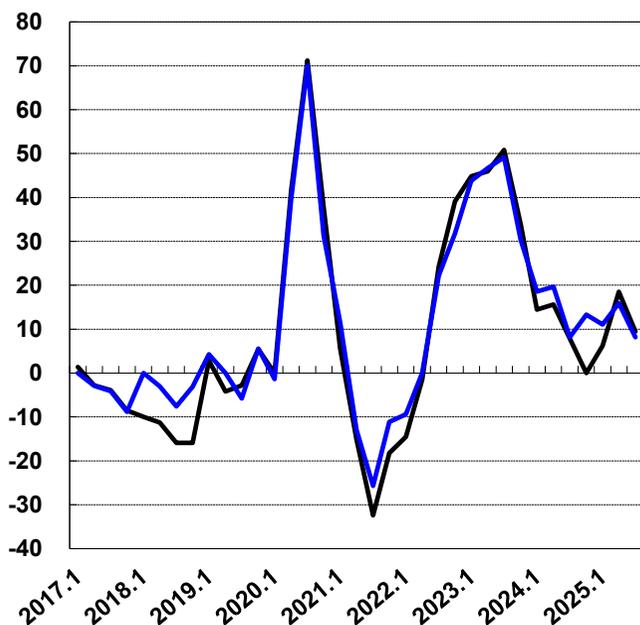
米国企業の収益（業種別：年率兆ドル）



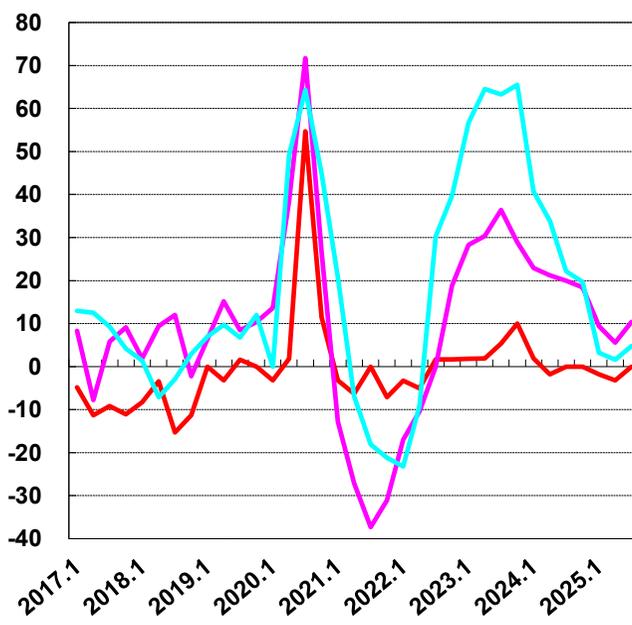
## 銀行の貸出スタンス

- FRBの銀行貸出サーベイ（7月時点）によれば、銀行による企業向けの与信スタンスは足元でやや緩和したが、引締め方向であった。また、商業不動産向け与信や消費者ローンなど、これまで与信スタンスの緩和を進めてきた種別でも動きが止まった。この間、住宅ローンは概ね横ばいになっている。
- これに対し、銀行からみた企業向け貸出の需要は、本年入り後に急速に減少していた。

銀行の貸出別スタンス (DI)

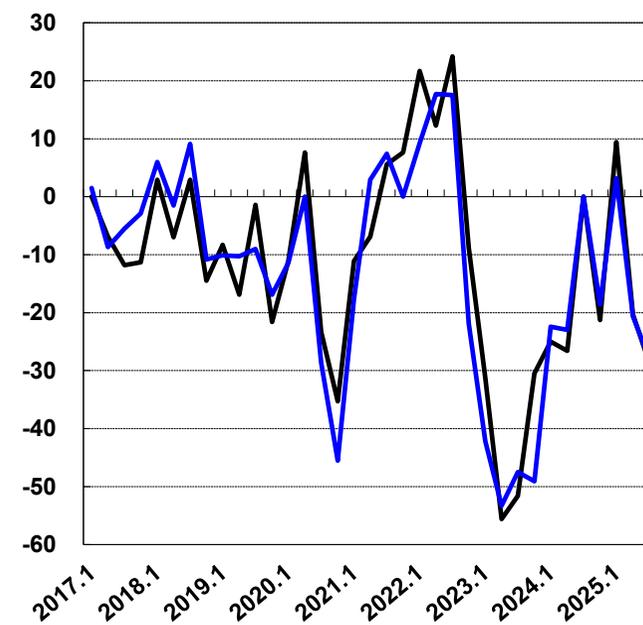


— Large and medium-sized corporation  
— Small corporation



— Residential mortgage — Credit card  
— Commercial Mortgage

銀行への貸出需要 (DI)

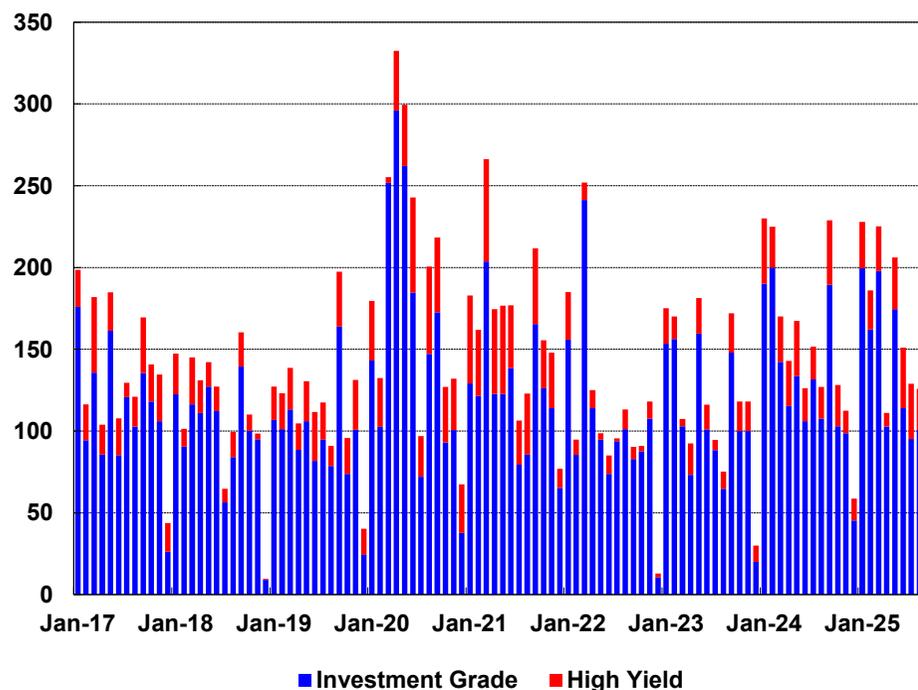


— Large and medium-sized corporation  
— Small corporation

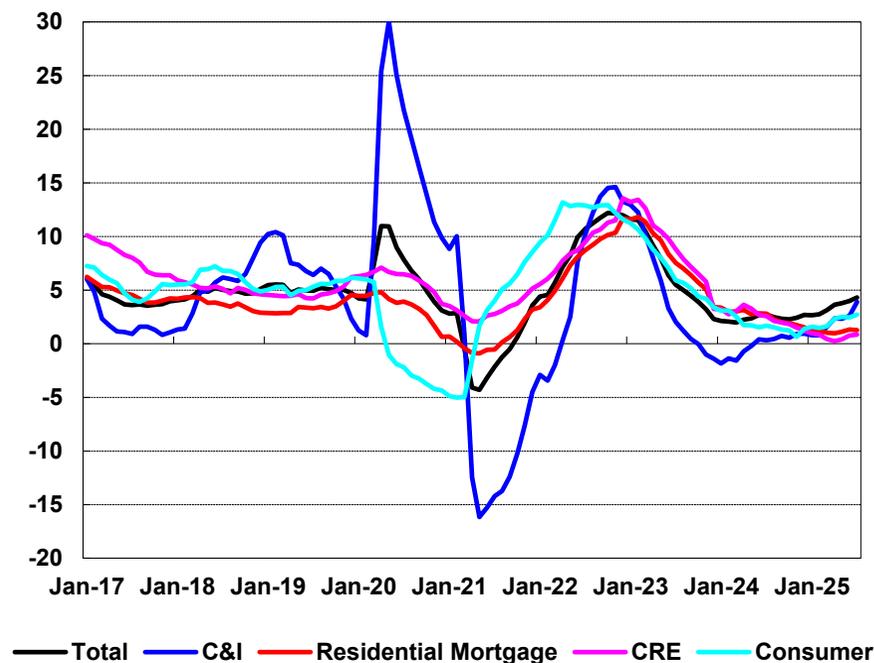
## 企業の資金調達

- 企業による資金調達活動を概観すると、社債の発行（8月まで）は足元にかけて急減速しており、本年の第1四半期とは対照的な姿になっている。もっとも、ハイイールド債の発行は総じて堅調に推移している。
- これに対し、銀行貸出の伸び率（7月まで）は全体としては緩やかに高まっている。種類別には、商工業貸出や消費者ローンの伸びが緩やかに加速していた一方、住宅ローンと商業不動産貸出は横ばい圏内で推移している。

事業法人の社債発行（10億ドル）



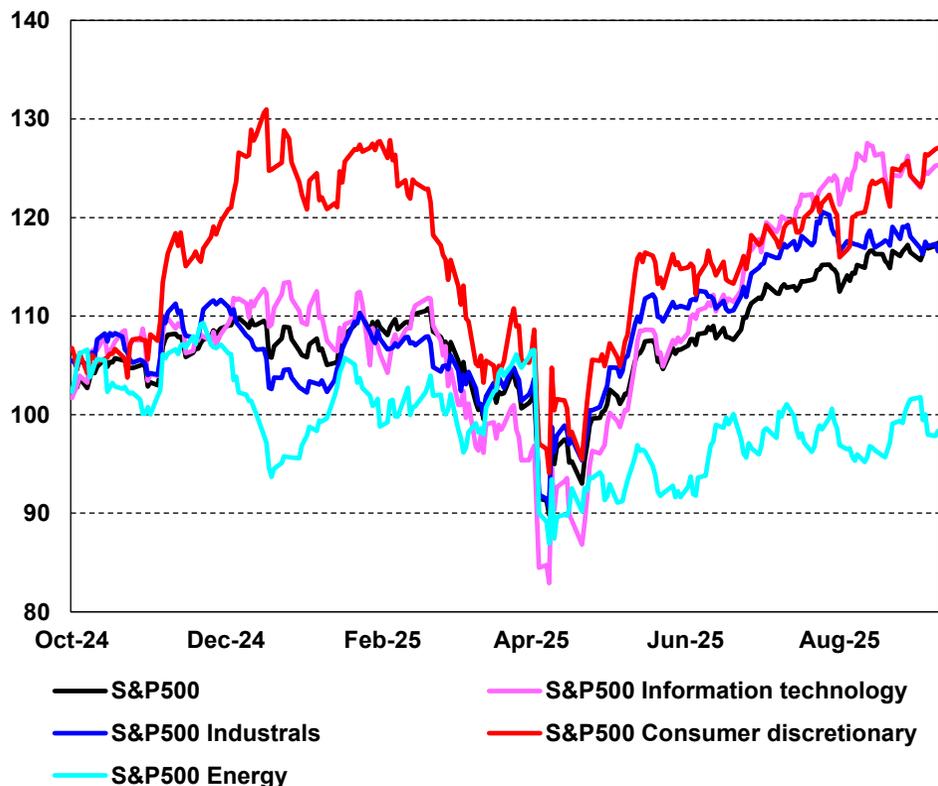
銀行貸出残高（前年比%）



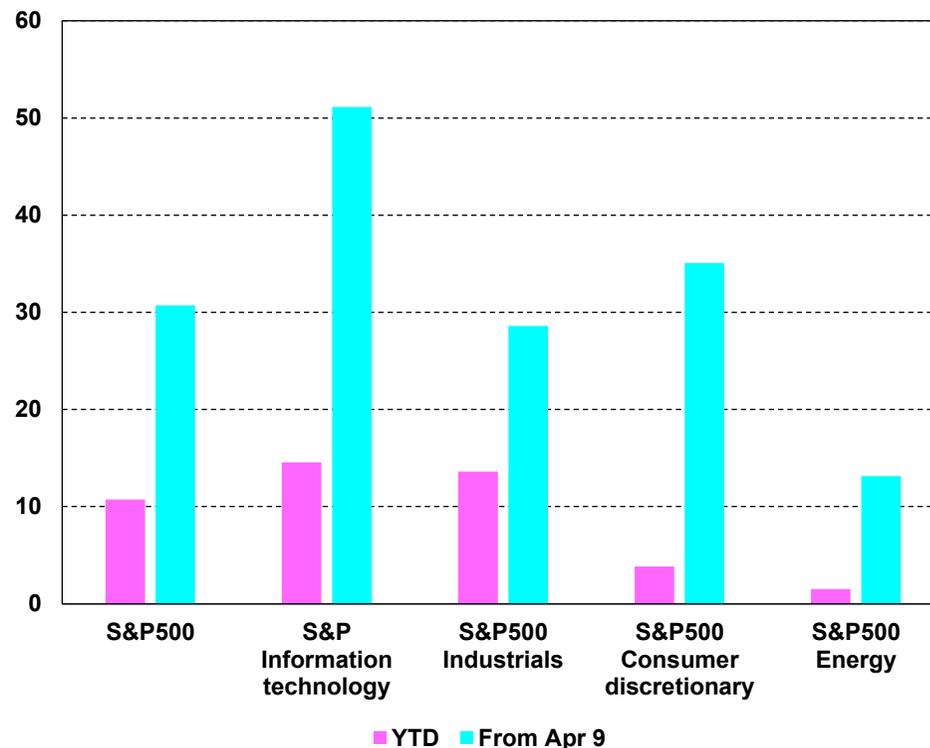
## 株式市場の動向

- 株価は、米国による相互関税の公表を受けて急速に下落したが、その後は急速に反発し、上昇基調を続けている。こうした傾向はエネルギー以外の主要業種に共通している。
- これを昨年末ないし直近ボトム（4月9日）に対する上昇率で見ると、前者に比べて後者が顕著に大きいことが確認される。ITの突出した上昇が目立つほか、選択的消費財も大きく上昇している。

主な株価指数の推移（2024年8～9月の平均=100）



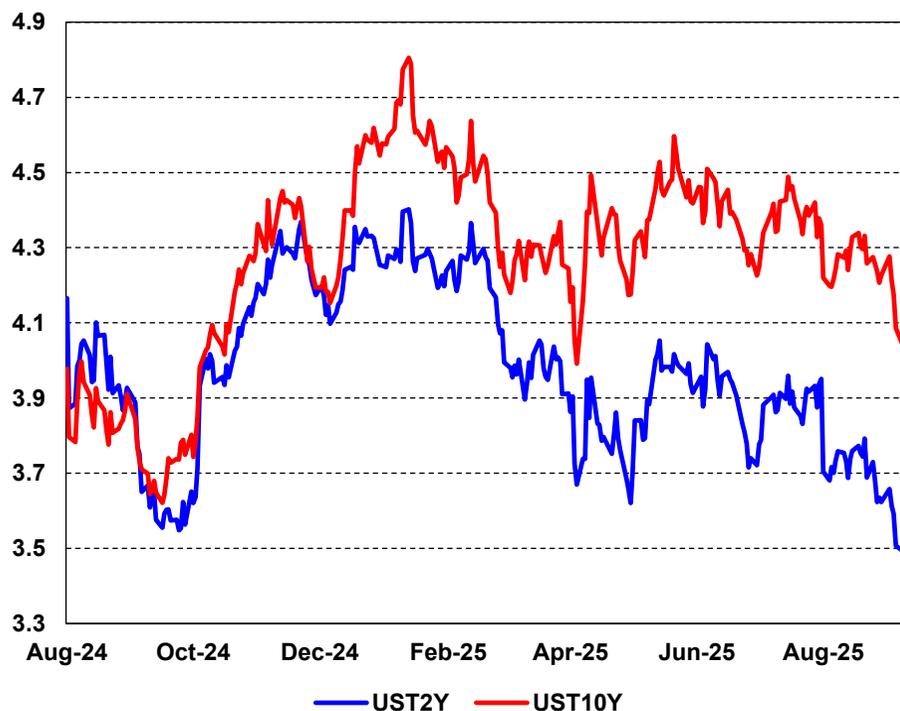
主な株価指数の上昇率（昨年末ないしボトム対比：％）



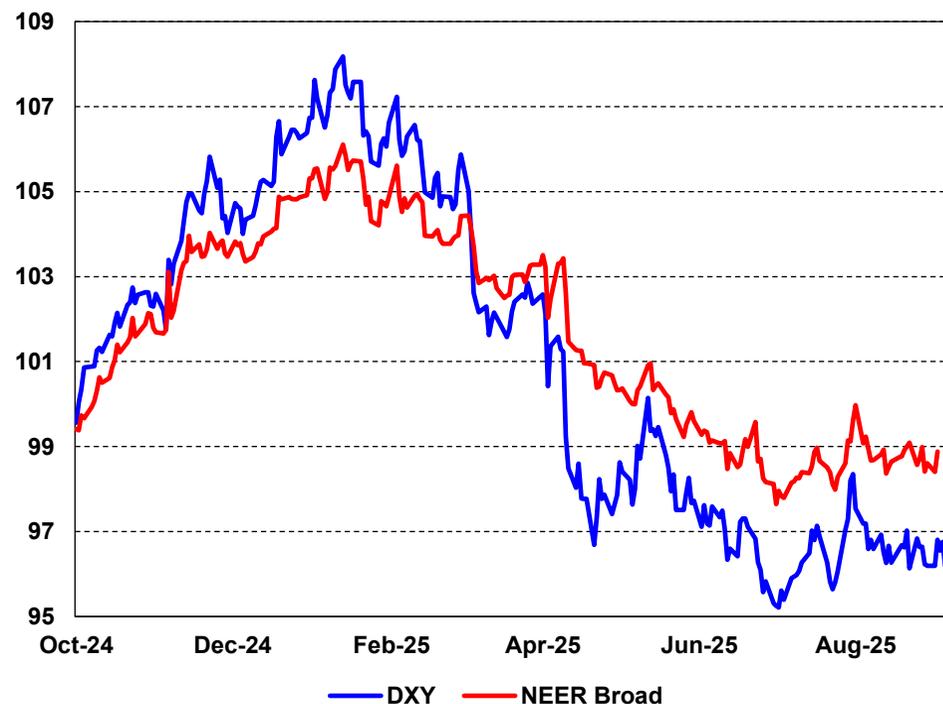
## 金融市場の動き (1)

- 10年国債利回りは相互関税の公表を受けて急上昇した後しばらく上下動したが、7月中旬以降は下落基調にあり、足元で下落が加速している。一方、2年国債利回りは5月中旬にピークを付けた後、経済指標等に左右されつつ下落基調を辿り、足元では同様に下落を速めている。
- この間、米ドルの実効レートは、年初にかけての「トランプトレード」とともに上昇した後、7月にかけて大きく下落した。その後は弱含みで推移している。DXYとNEERの大きな乖離は、特に対主要通貨でのドル安を示唆している。

米国債利回りの推移 (%)



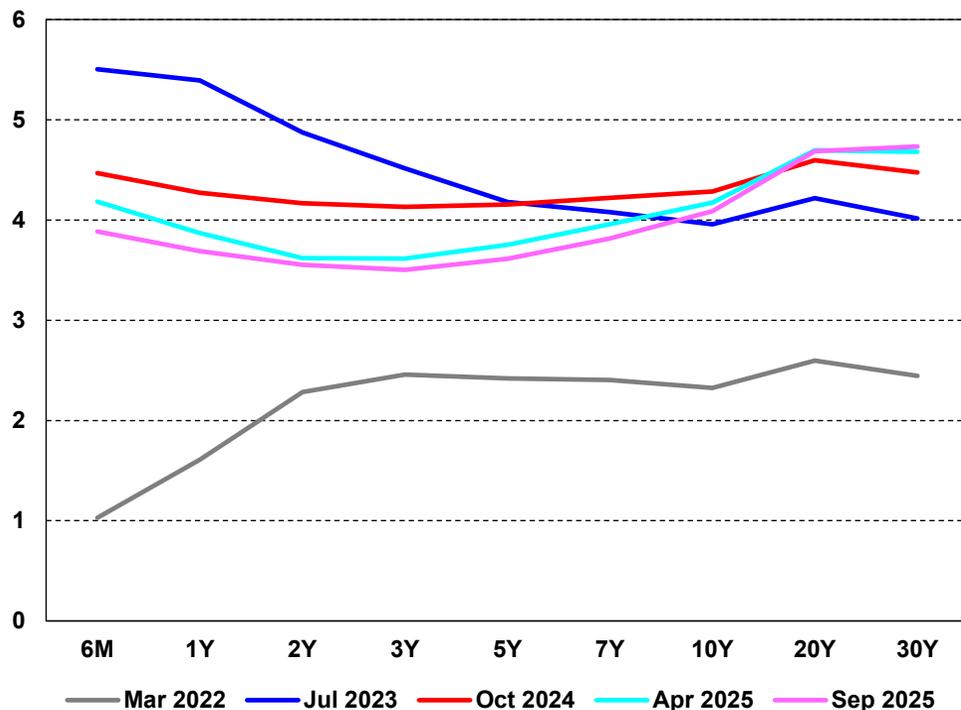
米ドルの実効レートの推移 (2024年8~9月の平均=100)



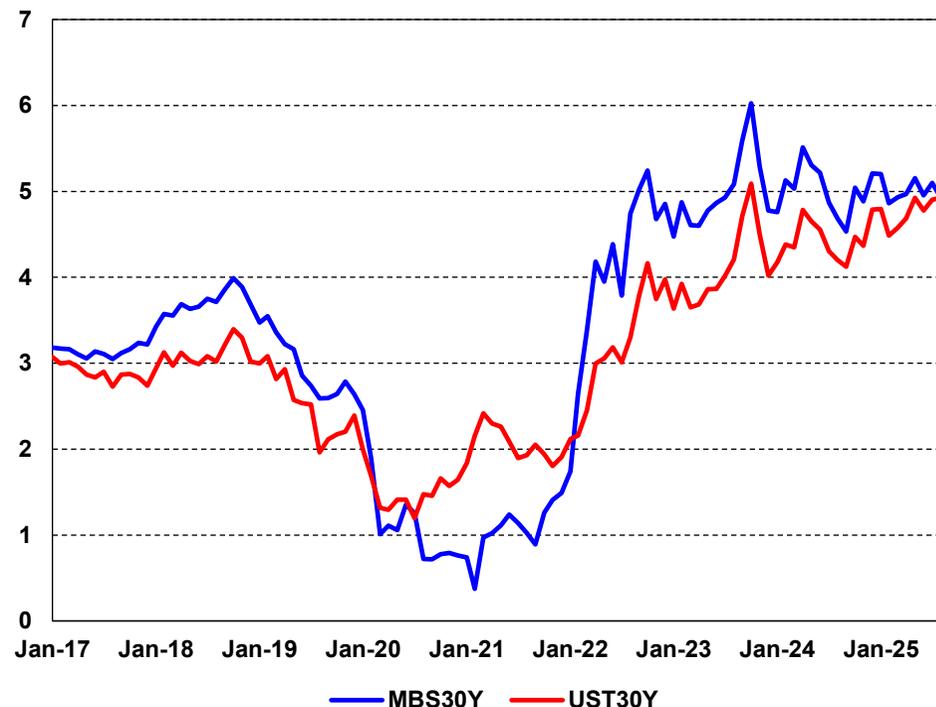
## 金融市場の動き（2）

- 米国債のイールドカーブの推移をみると、利上げ開始時には順イールドだったが、利上げの終了時にも概ねフラットになり、その後も順イールドの度合いは抑制されている。この点は、短期と超長期の双方で財政要因が作用していることを示唆する。
- MBSの利回りは2021年をボトムに急上昇し、6%に達する局面もあった。その後は反落したが、5%前後で横ばいとなっている。30年国債の利回りも同様なパターンを辿った。この結果、両者の利回り格差も小さくなっている

米国債のイールドカーブ（%）



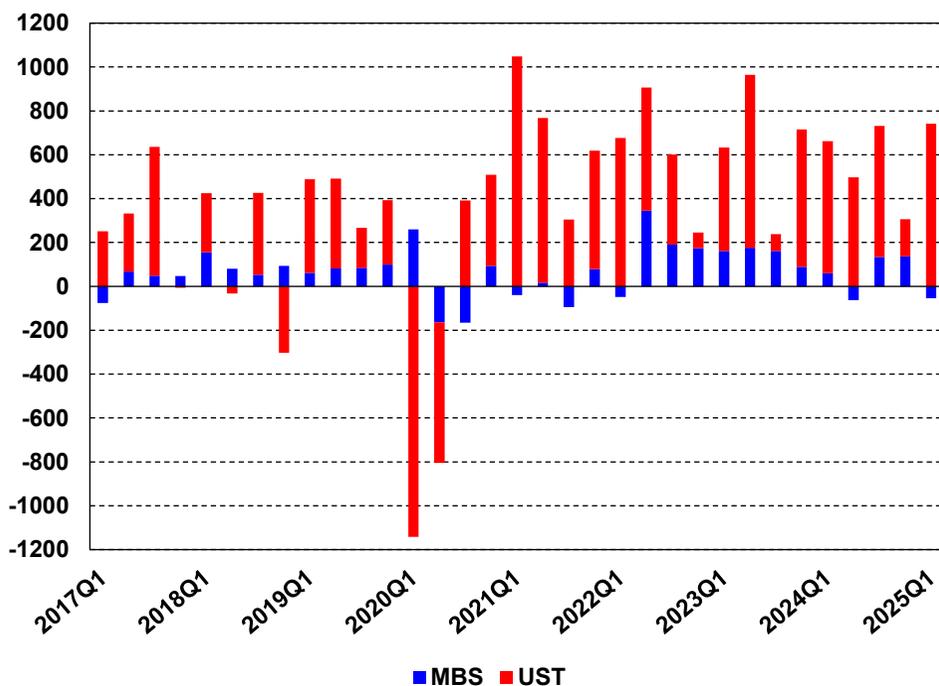
30年国債とMBSの利回り（%）



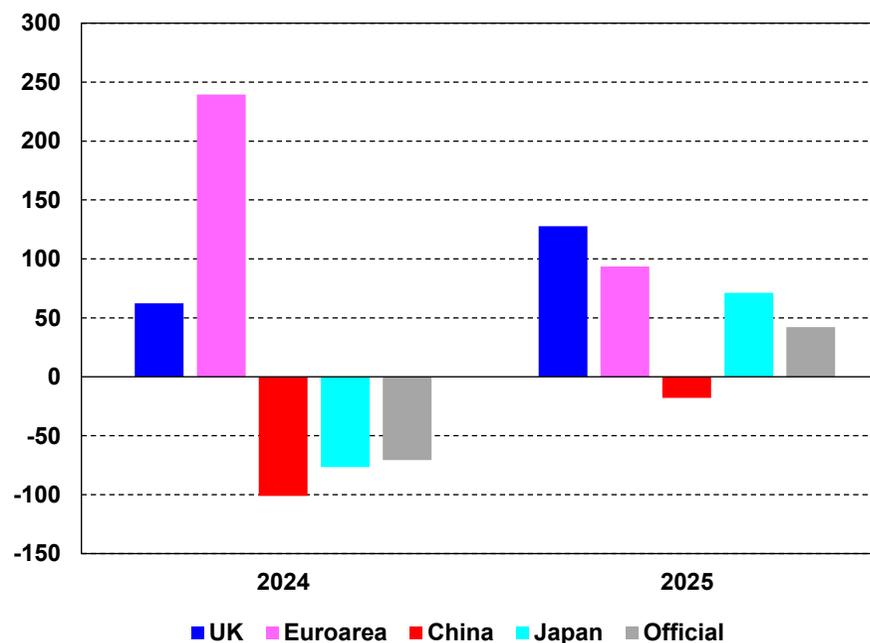
## 金融市場の動き（3）

- 米国債やMBSに対する海外投資家の投資（第1四半期まで）は、昨年第4四半期に顕著に減少したが、その後に米国債を中心に顕著に回復した。
- 2024年と2025年（6月まで）の主要な相手国別の米国債の保有残高増加額は、欧州（ここではユーロ圏と英国の合計）については概ねペースが変わらない一方、日本は明確に回復し、中国は売越し基調にあるという対照的な動きを見せている。また、海外の公的投資家による投資も回復している。

非居住者による米国債券の投資（4期MA：10億ドル）



主な相手国別の米国債の保有残高増加額（2024年中と2025年中（6月まで）：10億ドル）





## 2. リスク評価と政策運営の考え方

## (想定論点2)

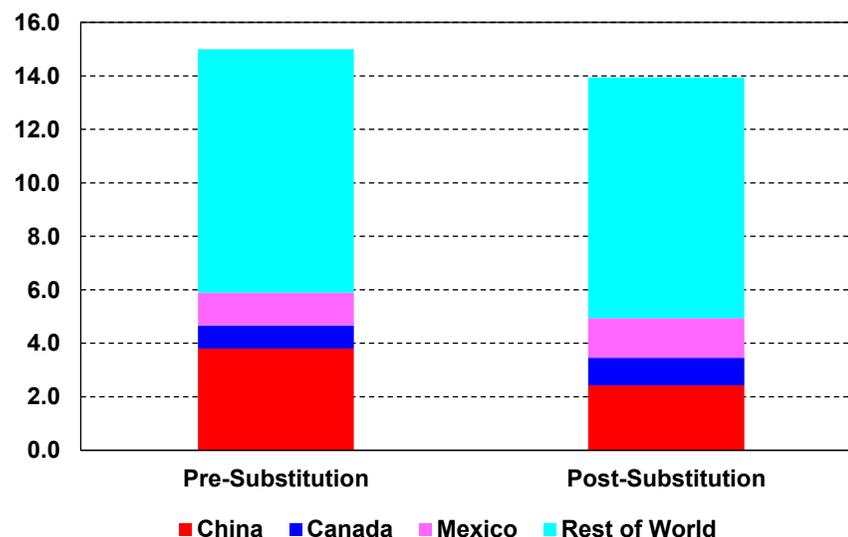
項目	事務局案
論点	・リスク評価と政策運営の考え方
目的	・経済や物価の先行きリスクをどう評価するか。これに基づく現在ないし当面の政策運営の考え方はどのようなのか。
考えられる論点	<p>&lt; 経済と物価のリスク &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・関税引上げによる経済と物価への影響とそのリスク</li><li>・金融市場や金融機能に関するリスクとその評価</li><li>・米国経済の有する脆弱性との関係</li></ul> <p>&lt; 政策運営の考え方 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・やや引締め的なスタンスを維持してきた理由とその合理性</li><li>・政策目標に関するリスクバランスの評価とその妥当性</li><li>・利下げ推進派の主張とその合理性</li></ul>

## 関税引上げの発動状況

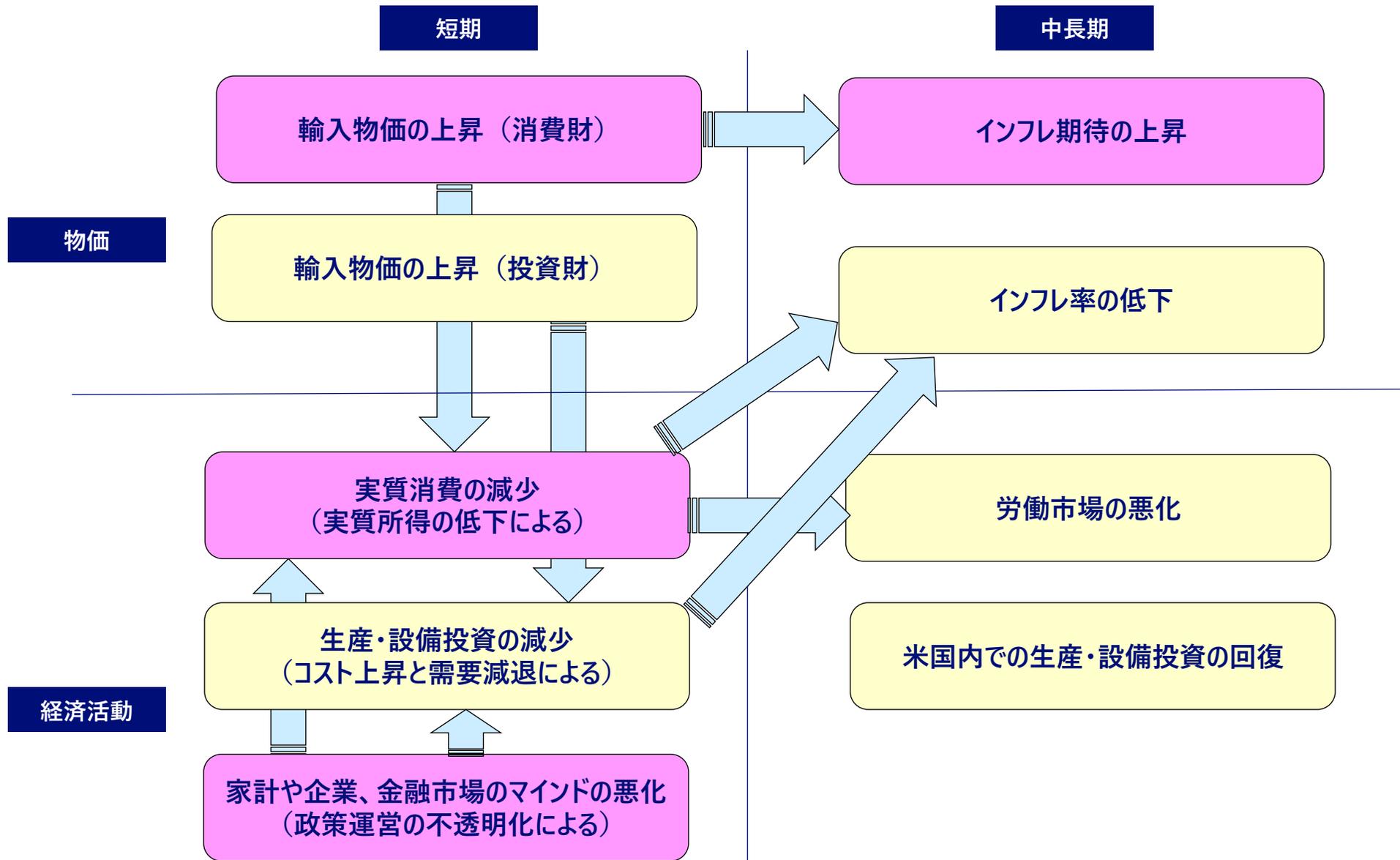
- 発効している関税引上げは以下のように整理される。Yale大の推計によれば、米国の実効関税率は代替効果を考慮しても15%に達している。これは、以前（2～3%）に比べて10%ポイント以上も高い。

内容	発効日	報復措置
対中国20%	・3月4日	・ 特定品への10ないし15% 関税
対カナダ10% (炭酸カリウム、 エネルギー)	・4月2日	・ 特定品への25%関税 (8月22日に大半を停止)
対メキシコ25% (全品目)と 対カナダ35% (上記以外)	・3月4日 (対カナダは8 月7日)	・ カナダは同上
鉄鋼・アルミ 50% (英国を除く)	・ 5月30日	---
自動車25% (メキシコ・カナダ を除く)	・ 4月3日	---
銅 (製錬品・鉱石)	・ 8月7日	---
相互関税10% (中国・メキシコ・ カナダを除く)	・ 4月9日 (ただし90 日間停止)	(EU、日本、インドネシア、 フィリピン、ベトナムは個 別に交渉し合意) (インドは50%)
対中国相互関税 125%	・ 4月9日 (ただし90 日間停止) ・ 5月14日 (10%に引 下げ)	・ 125%課税 (その後停 止) ・ 鉱物資源等の輸出停止

Yale大 (Budget Lab) による実効税率の推計 (%)



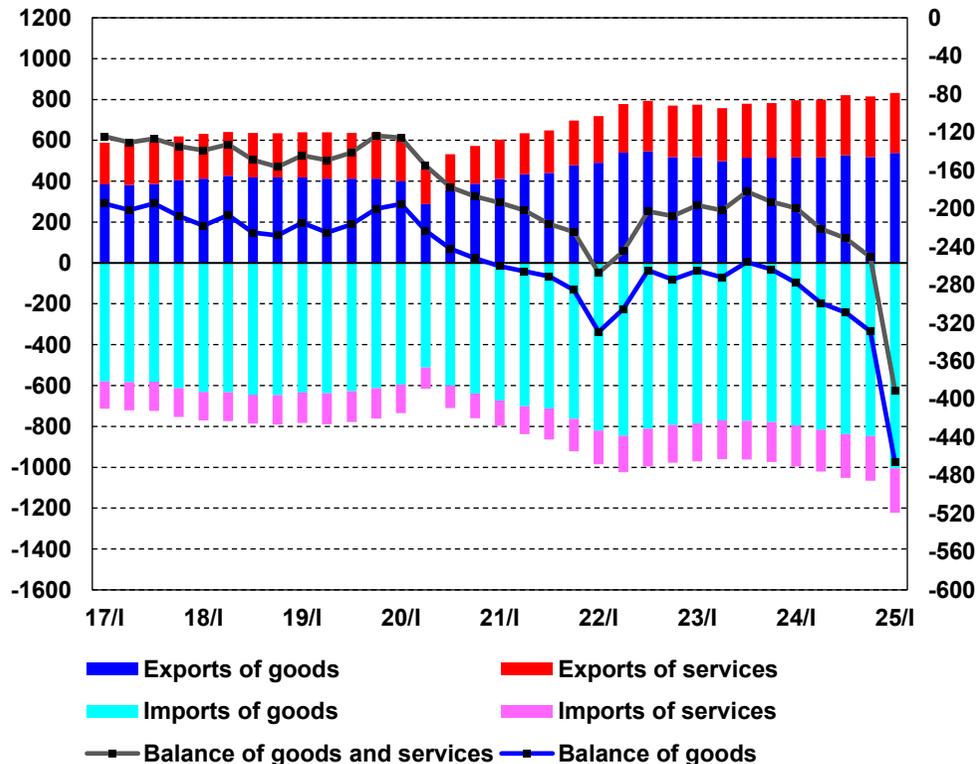
# 米国経済に対する影響とその波及



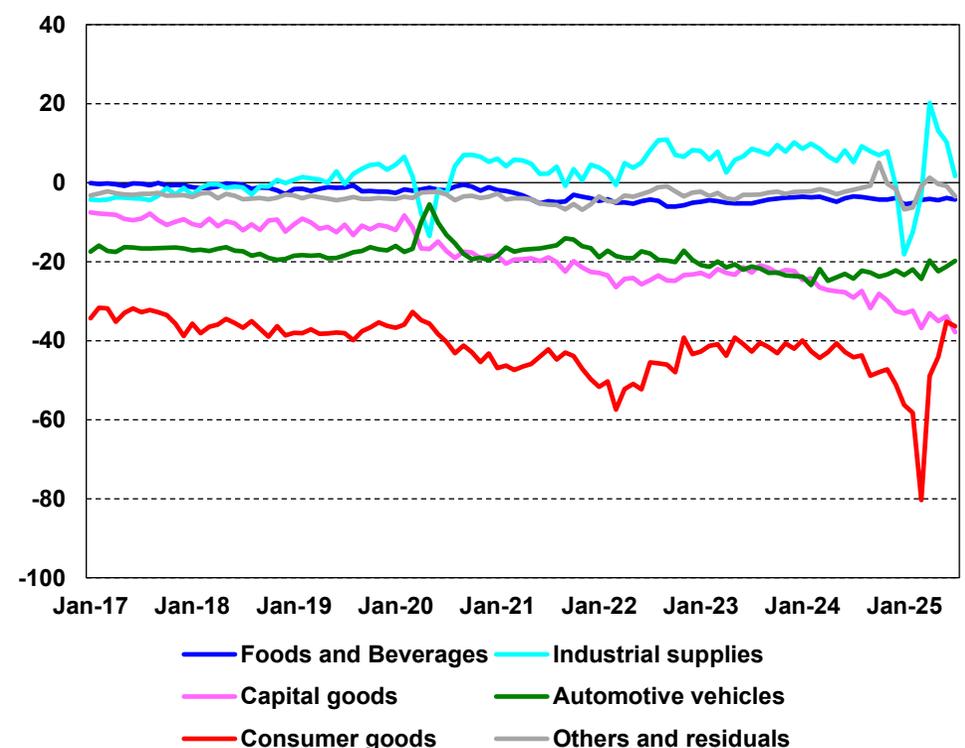
## 貿易収支

- 財・サービスの貿易収支（第1四半期まで）は、輸出が横ばいであったのに対し、駆け込み輸入が増加したことを主因に赤字を大きく拡大していた。
- 主要な財別に貿易収支（7月まで）をみると、本年入り後に消費財で駆け込み輸入の動きがみられたほか、産業資材でも上下の振れが大きかったが、それ以外の財は自動車を含めて目立った動きはみられない。

財・サービス収支の推移（10億ドル）



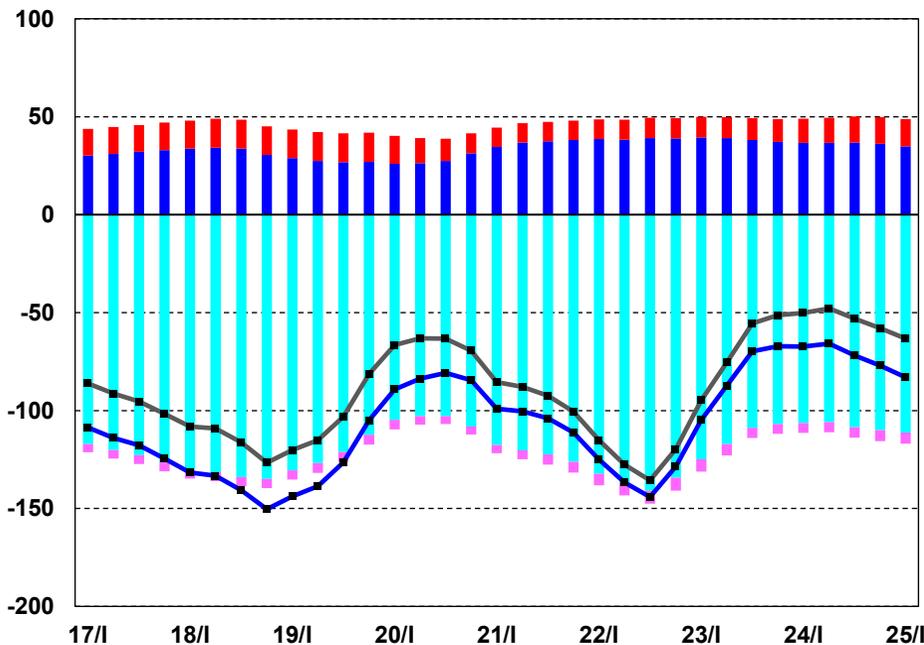
主な財別収支の推移（10億ドル）



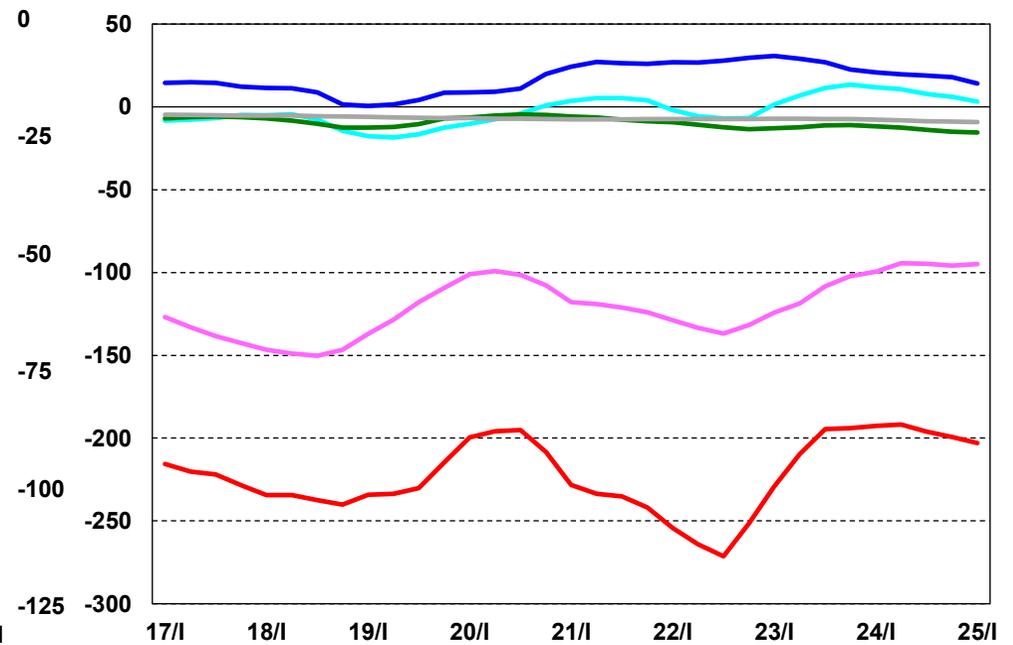
## 対中国の貿易収支

- 財・サービスの貿易収支（第1四半期まで）は、2024年入り後に輸出が横ばいで推移していた一方、輸入は徐々に増加したため、赤字幅も拡大基調を辿っていた。
- 同じデータセットから主要な財別の動きをみると、結局のところ、対中国での貿易赤字は消費財と資本財によって占められていることがわかる。2024年入り後はともに概ね横ばい圏内で推移しており、米国にとっては飲食品の黒字が徐々に縮小していた。

財・サービス収支の推移（10億ドル）



主な財別収支の推移（10億ドル）



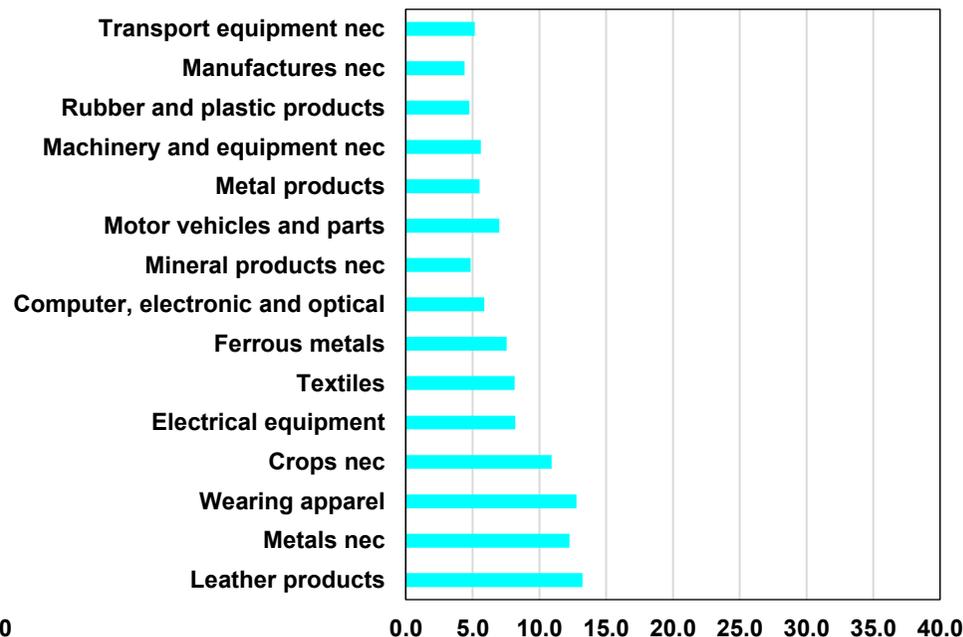
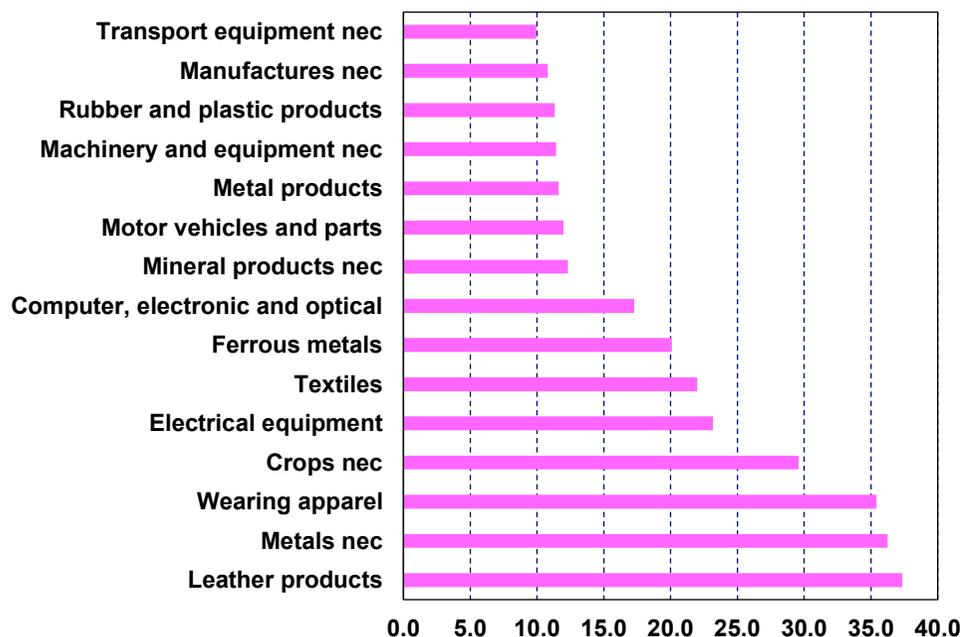
■ Exports of goods      ■ Exports of Services  
■ Imports of Goods      ■ Imports of Services  
—■— Balance of Goods and Services      —■— Balance of Goods

— Foods and Beverages      — Industrial supplies  
— Capital goods      — Automotive vehicles  
— Consumer goods      — Others and residuals

## 物価への影響

- Yale大の推計によれば、短期的には、鉱産物、衣類・繊維、電気機器、情報・光学機器、機械設備などの価格が比較的大きく上昇すると推計しており、これらは米国の輸入依存度が大きい点でも問題となる。
- これに対し、長期的には上記の品目を中心に影響が抑制されるとしているが、殆どの品目が5～10%のレンジにあり、相応の価格上昇を見込んでいる。因みに、自動車と自動車部品は、短期と長期の影響に大きな差がなく、代替効果が期待できないことを示唆している。

関税引上げに伴う価格上昇率の推計  
(左：短期、右：長期%)

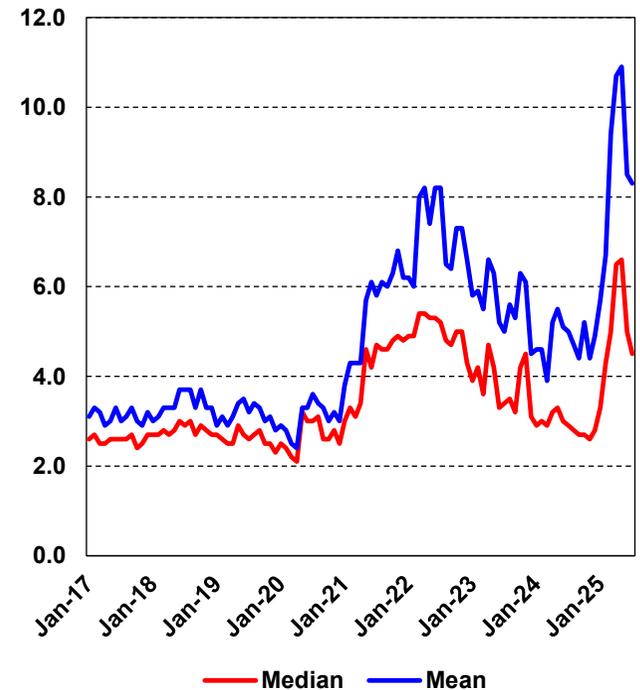
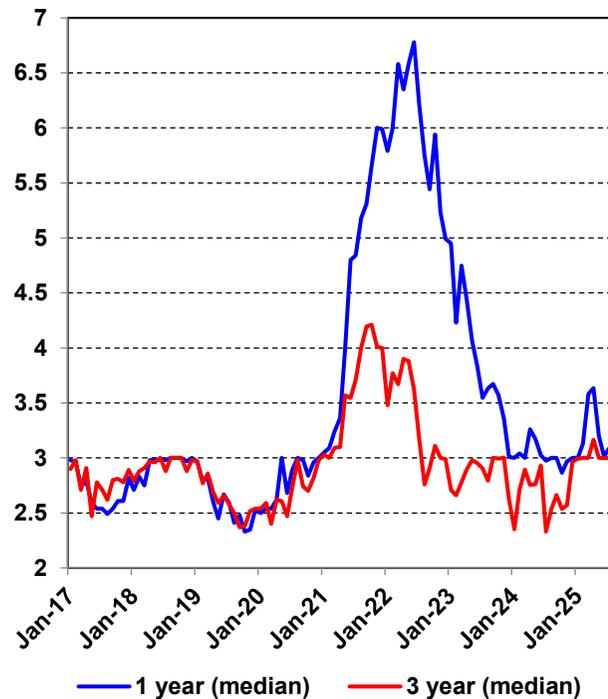
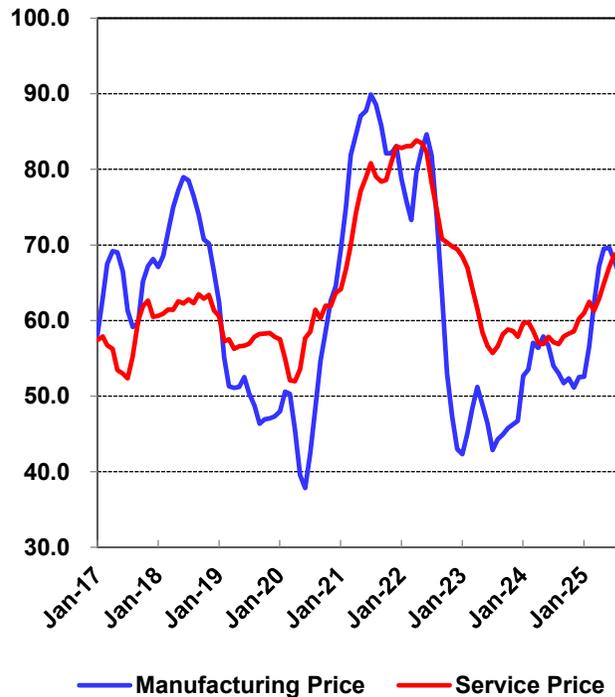


インフレ期待（その1）

資料：ISM, FRBNY, University of Michigan

- ISMのサーベイ（8月時点）によれば、企業による短期のインフレ期待は製造業と非製造業の双方で顕著に上昇している。
- 一方、FRBNYによる消費者サーベイ（8月時点）では、短期のインフレ期待はいったん上昇した後で元に戻っている。また、ミシガン大の消費者サーベイも、本年春に急上昇した後、足元で反落しているが、依然として水準は高い。

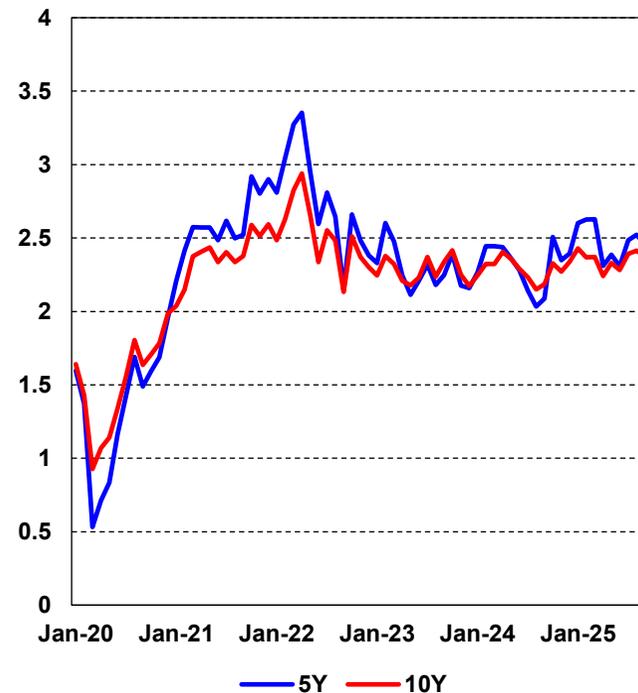
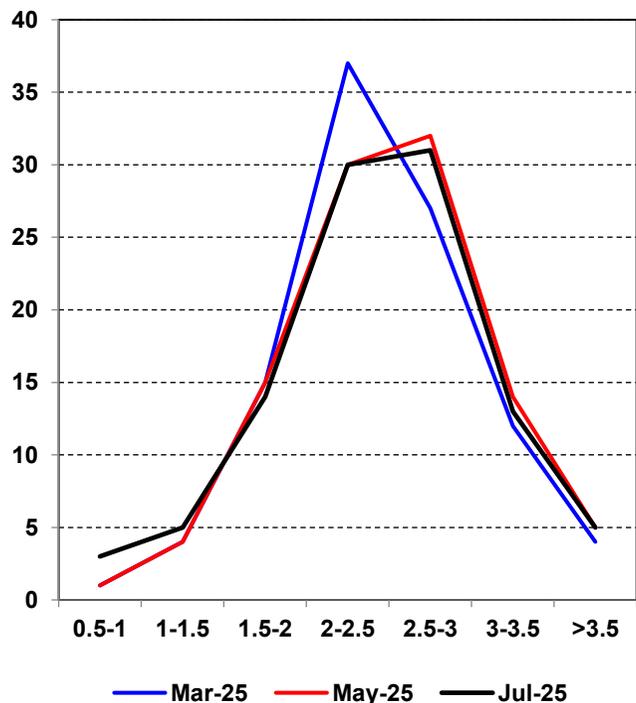
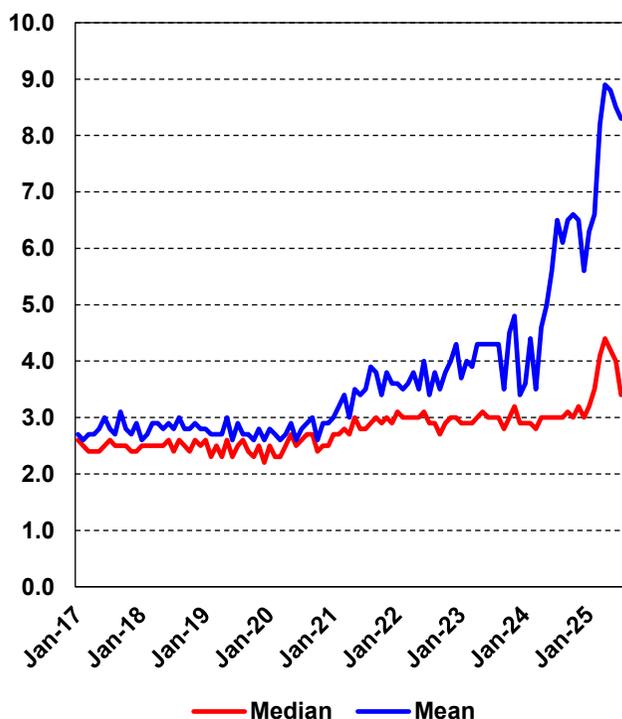
（左）ISMサーベイによる価格DI（3か月MA）、（中央）FRBNYサーベイ（%）、（右）ミシガン大サーベイ（1年先：%）



## インフレ期待（その2）

- ミシガン大の消費者サーベイ（7月時点）によれば、長期のインフレ期待はコロナ期にもあまり上昇しなかったが、今回はmedianでみても明確に上昇した。ただし、足元では若干軟化した。
- 一方で、FRBNYが市場参加者を対象に行った中期（5年）のインフレ予想の推移をみると、分布のピークが2%台の後半へシフトした。もっとも、物価連動国債によるBEIには目立った動きは見られない。

（左）ミシガン大サーベイ（5年先・%）、（中央）FRBNYの市場参加者サーベイ（5年・分布）、（右）物価連動国債によるBEI（%）



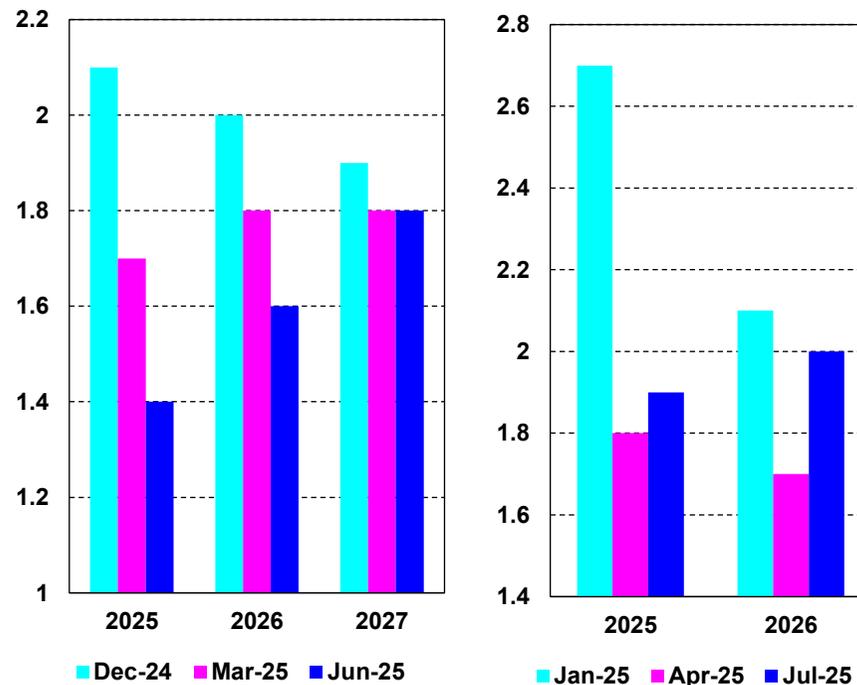
## 経済への影響

- 経済への影響を調査機関による推計で見ると、ベースラインに対して短期では0.5%、長期では1%程度の下方乖離になるとの見方が多い。
- これに対し、FOMCとIMFによる年初来の経済成長率見通しの推移をみても、IMFによる1月の見通しが高かった点を除けば、概ね同様なインパクトを見込んでいることがわかる

関税引上げに伴う経済活動へ影響の推計

推計者	実質GDPへの影響	関税収入
Tax Foundation (9月)	・0.9%ポイント (10年)	・2.3兆ドル (10年)
Yale University (9月)	・0.5%ポイント (短期) －長期では0.4%ポイント	・2.4兆ドル (10年)
Wharton School (4月)	・0.4%ポイント (5年) ・0.7%ポイント (10年)	・4.5兆ドル (10年)

経済成長率見通し (FOMCとIMF)



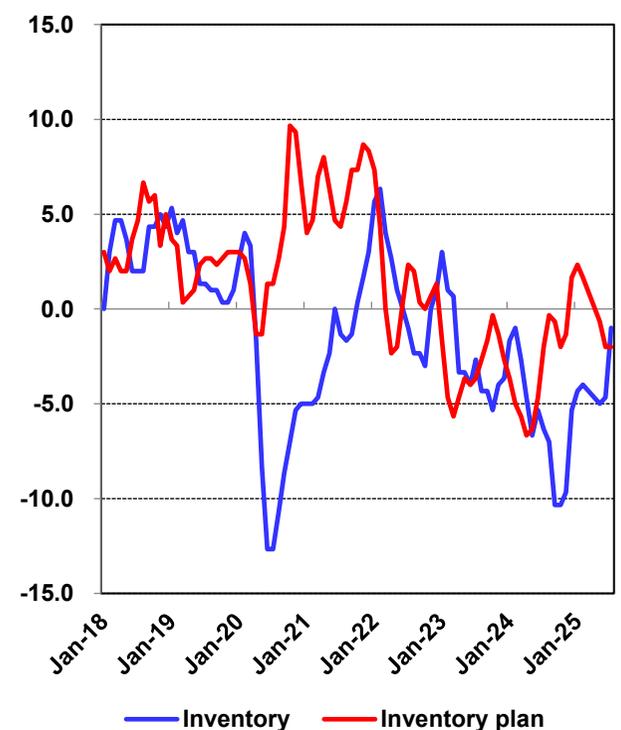
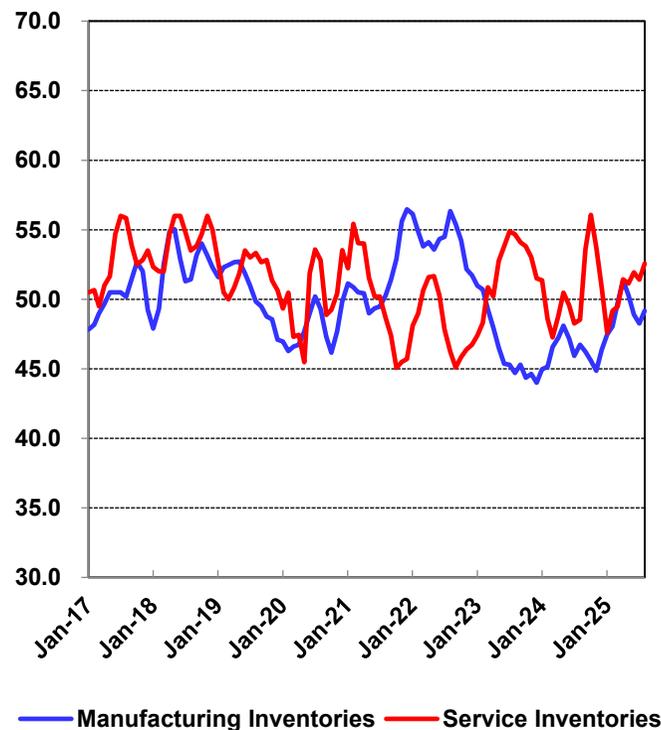
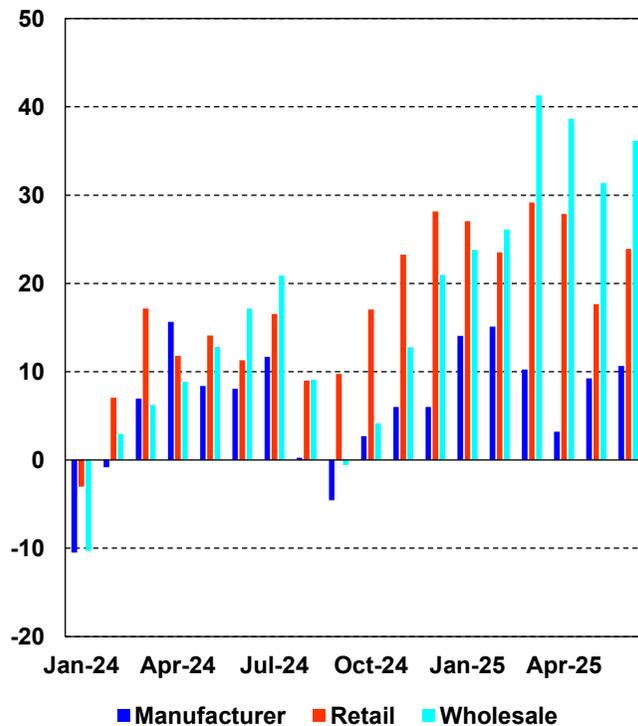
## 2. リスク評価と政策運営の考え方

### 企業の供給条件（その1）

資料：US Census Bureau, ISM, NFIB

- マクロの企業在庫（6月まで）は、卸売段階での増加が目立つほか、小売段階も高水準で推移している一方、製造段階では小幅な増加に止まっている。
- この間、ISMの調査（8月時点）によれば、製造業の在庫は増加気味であるほか、非製造業も緩やかに増加している。また、NFIBの調査（7月時点）では、中小企業でも在庫が増加気味である一方、今後の抑制を計画していることを示唆している。

<左> 企業在庫（前年差・10億ドル） <中央> ISM在庫、<右> NFIB在庫（いずれもDI：3か月MA）



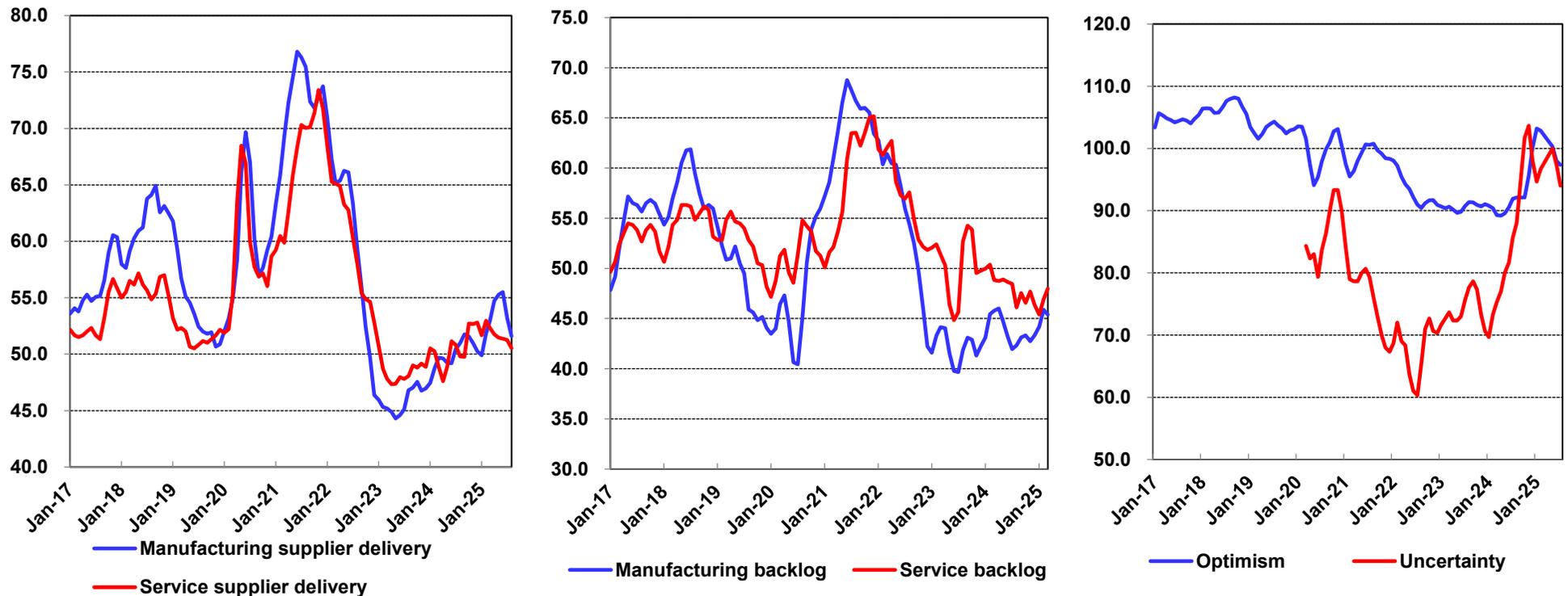
## 2. リスク評価と政策運営の考え方

資料：US Census Bureau, ISM

### 企業の供給条件（その2）

- ISMの調査（8月時点）によれば、企業にとっての納入時間は製造業と非製造業の双方で昨年初からの増加基調が維持されている。もっとも、受注残は、製造業で低位にあるほか、非製造業でも低下トレンドを示している。
- この間、NFIBが2020年から公表している不確実性指数は、昨年中に急上昇した後、本年入り後は反落したが、依然として高い水準にある。

<左> ISM生産要素の納入時間、<中央> ISM受注残、<右> NFIB不確実性（いずれもDI：3か月MA）



### 企業の反応

- ISM調査に対する企業のコメントをみると、製造業では関税引上げによる生産コスト上昇に直面しているほか、顧客からの需要の減少や慎重化にも悩まされていることがわかる。これに対し、非製造業では、同様に顧客の慎重さに直面している一方、戦略の再検討等による需要を享受している業界もみられる。
- この間、FRBNYが算出するグローバルサプライチェーン指数は、足元にかけて安定している。

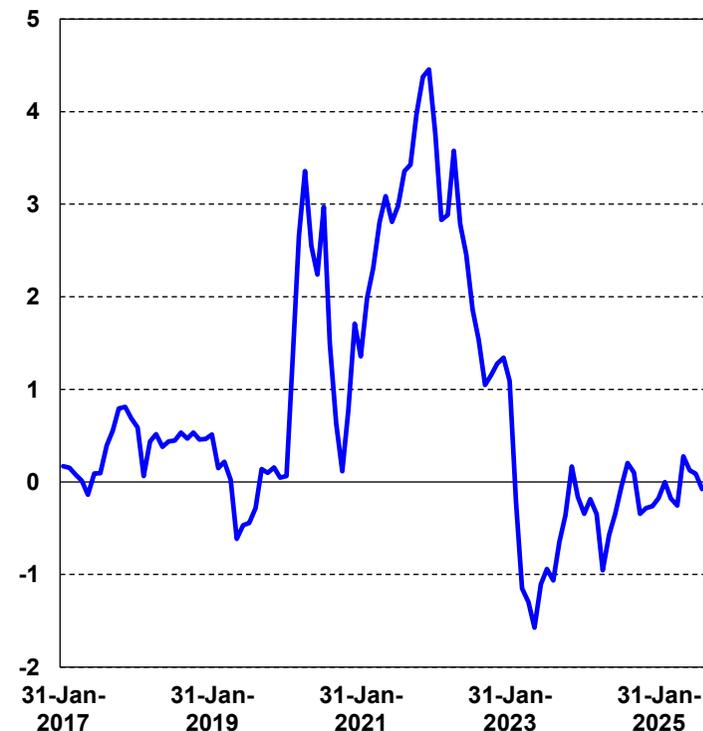
#### ISM8月調査に対する企業のコメント（抜粋）

<左：製造業、右：サービス業>

- ・対ブラジルの50%関税等が砂糖と関連製品の価格を顕著に押し上げ（食品）。
- ・殆どの製品ラインの需要が減少。関税と米国・世界経済に関する不透明性が過多（化学）。
- ・関税引上げが計画策定を破壊。想定外のコスト上昇が開発コストを引上げ（コンピューター／電子機器）。
- ・住宅を中心とする建設業の不振が影響（機械）。
- ・関税引上げによる輸送業の縮小が続き、トラックの需要が減退。状況は2008年より悪い（輸送機器）。
- ・第2期値上げを実施し、2回のレイオフを実施。Made in the USAは部品価格の上昇で一層困難化（電気機器）。

- ・アジアと南アからの輸入品価格に関税引上げの影響が顕在化（飲食／宿泊）。
- ・事業者は値上げの理由として関税引上げに言及（金融・保険）。
- ・顧客は関税引上げの影響の見極めのため支出に慎重だが、来年の回復を期待（専門的サービス）。
- ・企業が事業のコストを理解しようとしているため、ビジネスが拡大（専門的サービス）。
- ・関税引上げと関係ない理由により、財やサービスの価格が上昇（公共サービス）。
- ・M&Aの増加により既往ピークの収益を獲得（不動産・リース／レンタル）。
- ・関税引上げが全ての意思決定を左右（小売）。
- ・全顧客が価格に神経質（運輸・倉庫）。

#### FRBNYによるサプライチェーン指数



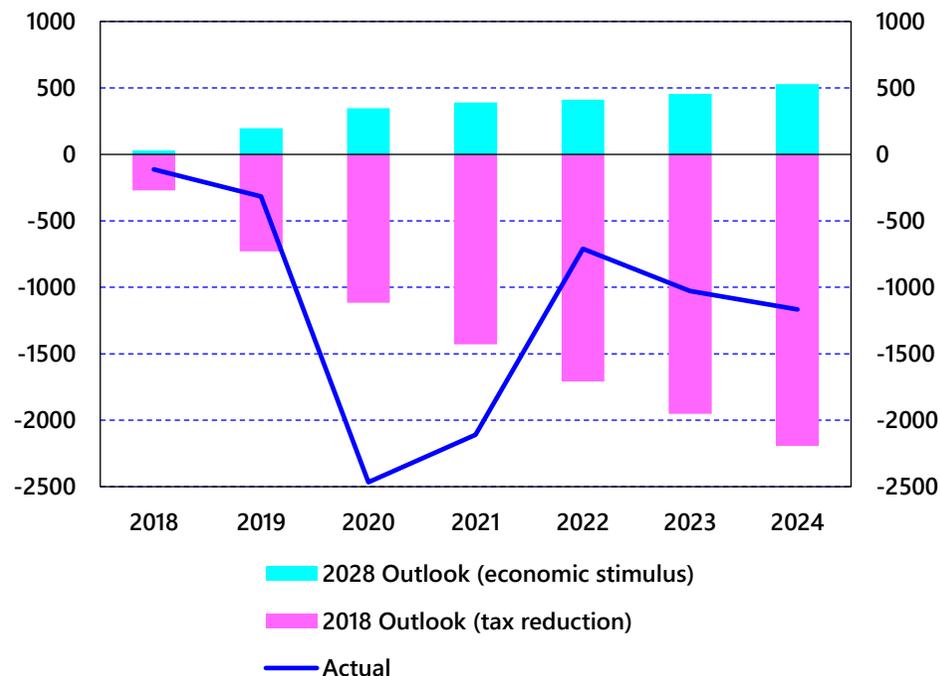
## 財政運営（1）

- トランプ氏は大統領選挙戦の段階から減税策を打ち出していた。ただし、2017年に自ら導入した減税策の期間延長をが主眼であり、第一次政権当時に比べると優先度が低い印象もあった。
- なお、この間の財政赤字は、コロナ禍対策で大きく上振れする局面もあったが、2018年当時の推計より少ない水準で推移している。もっとも、近年には景気が堅調であったにもかかわらず、財政赤字が拡大していたことも注目される。

2017年減税策の主な内容（抜粋）

所得税	・課税所得の区分の変更と適用税率引き下げ
	・所得控除額の引き上げ
	・こどもの扶養に対する税還付の引き上げ
	・代替最小税の課税区分引き上げ
法人税	・累進課税（最高39%）から一律21%課税へ移行
	・領域課税制度の導入
	・法人向けの代替最小税の廃止
実施期間	・2018年～2025年

連邦政府財政収支の推移（10億ドル）



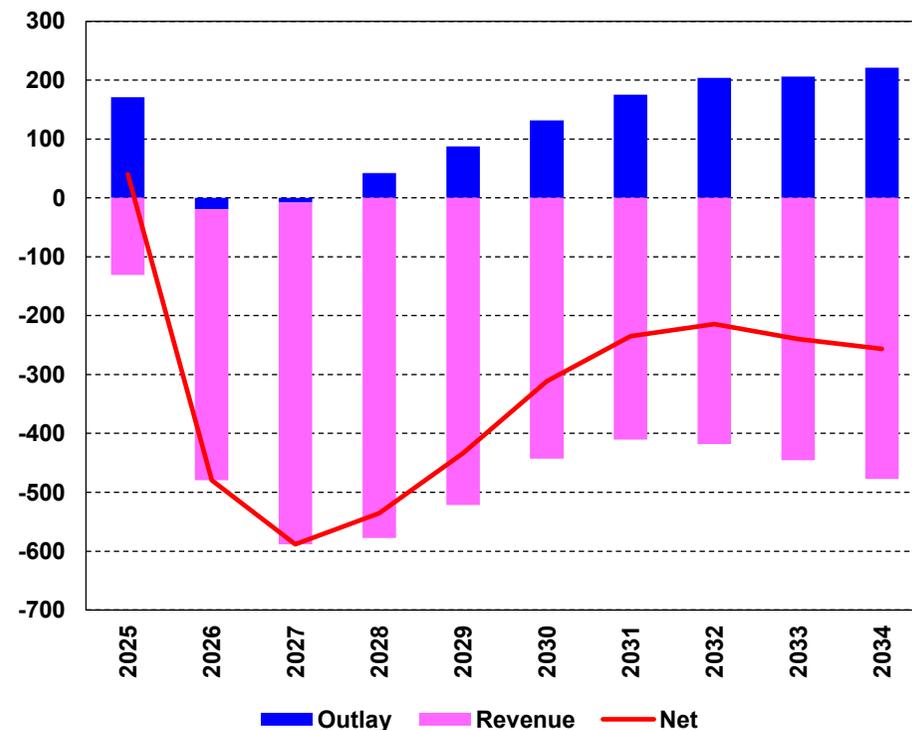
## 財政運営（2）

- 連邦議会は、2017年減税策の強化を内容とする予算案を、reconciliationの手法を活用して辛うじて通過させた。主たる強化内容は、州および地方税による連邦税の控除額拡大や、こどもの扶養に関する税還付の拡充等にある。一方で、公的医療保険の資格制限の厳格化等を導入した。
- 議会予算局は、財政収支の悪化が5年間累計で約2兆ドル、10年間累計では約3.3兆ドルに達するとの試算を示している。

2017年減税策に対する主な変更点  
(One Big Beautiful Bill)

個人	<ul style="list-style-type: none"> <li>・州および地方税による連邦税の控除額拡大 (上限1万ドル→4万ドル&lt;所得制限あり&gt;) (2026~33年に毎年1%引上げ)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・こどもの扶養に対する税還付の引き上げ (上限1000→2000ドル) (2028年までは2500ドルへ一時的に引上げ)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Medicareの資格に就業実績を追加</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Food stampの削減</li> </ul>
法人	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中小企業に対する税控除の拡大 (20%→23%)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・チップ収入と時間外手当への課税停止</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・設備投資および減価償却への減税強化</li> </ul>
実施期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2025年~2034年</li> </ul>

連邦政府財政収支への影響（10億ドル）  
(下院修正後：歳入／歳出のみ)



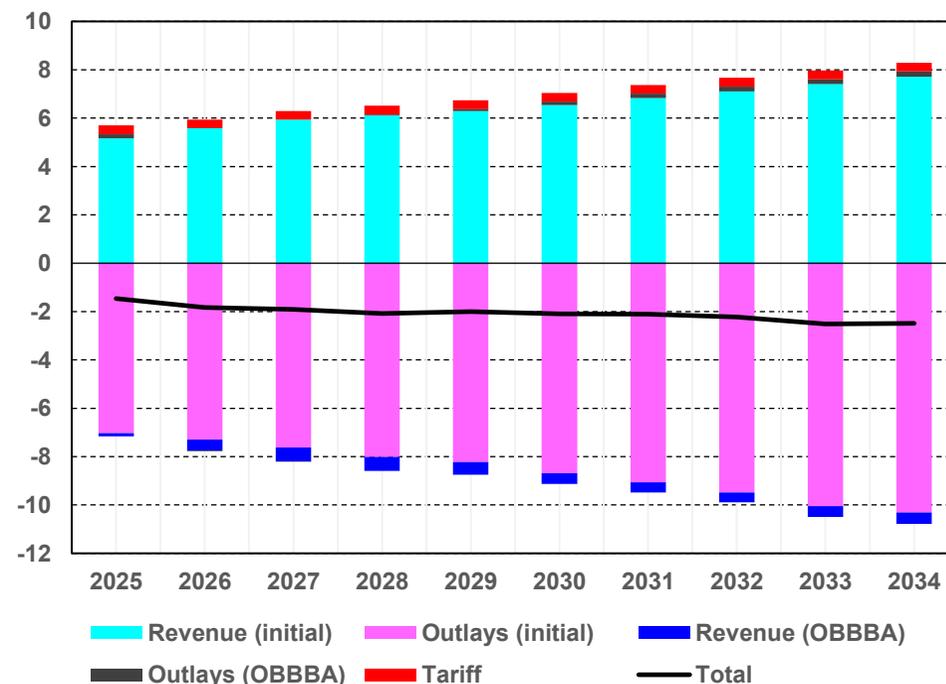
### 財政運営（3）

- これに対し議会予算局は、関税引上げが財政収支を大きく下支えするとの試算を示している。6月時点では、2035年にかけて合計約3兆ドル（国債費を含む）の効果があるとしていたが、8月には関税収入の実績や交渉の進捗を踏まえて、同推計額を約4兆ドルに引き上げた。
- 減税策と関税引上げの影響を議会予算局が1月に示した当初見通しに加算することで、現時点での財政収支の大まかな見通しを確認すると、相対的には双方の影響は小さく、もともとの財政構造自体に問題があることが確認できる（名目GDPに対するprimary balanceは当面は6%を超えるマイナスとなる）。

関税引上げによる財政収支への効果

	6月4日時点	8月22日時点
直接効果	・2025～2035年に Primary balanceを約2.5兆ドル改善	・2025～2035年に Primary balanceを約3.3兆ドル改善
間接効果	・同期間における国債発行の抑制を通じて、国債費を約0.5兆ドル縮小	・同期間における国債発行の抑制を通じて、国債費を約0.7兆ドル縮小
経済効果	・同期間における実質GDPを累計で0.6%縮小	(9月12日に公表)
物価上昇	・2025年と2026年のPCEインフレ率を各々0.4%押上げ（それ以降は減衰）	(9月12日に公表)

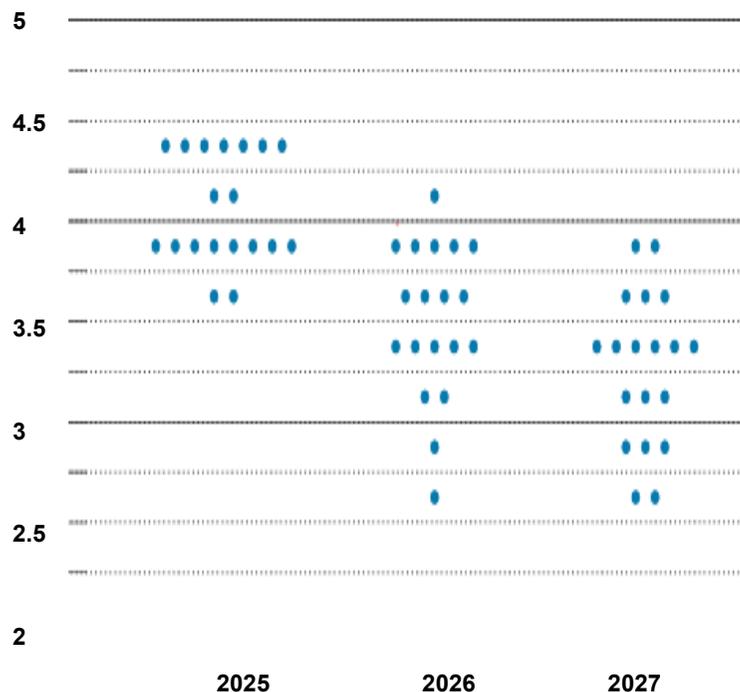
連邦政府財政収支の推移（兆ドル）  
（歳入／歳出のみ）



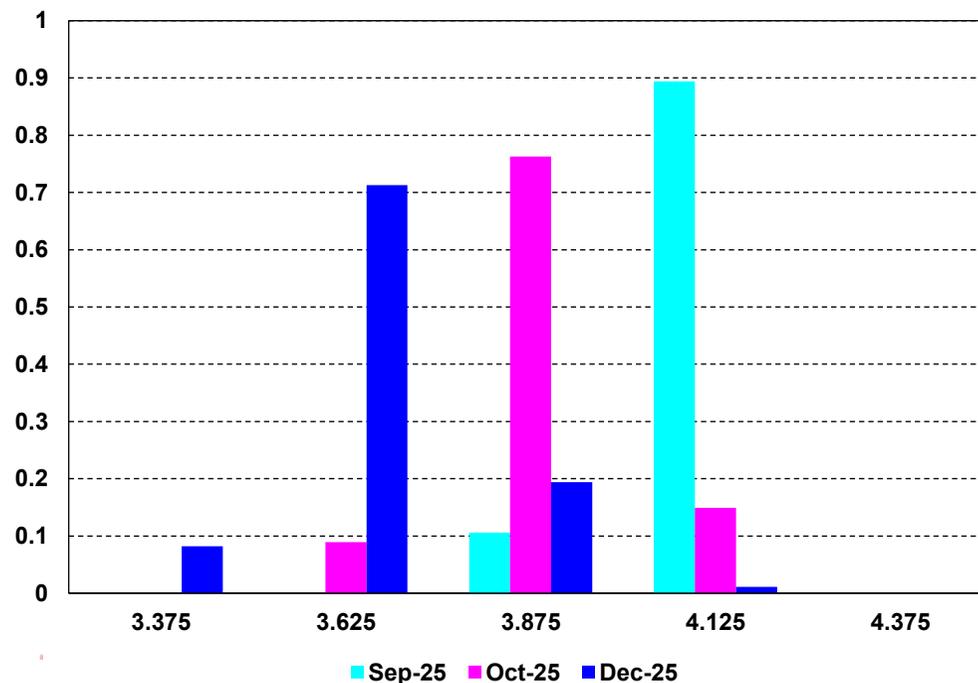
## FRBの考え方（その1）

- 6月時点でのFOMCメンバーによる政策金利の見通しは、2025年中に25bpで2回の利下げが大勢であったが、現状維持も多数であった。その後は、毎年30~40bpの利下げを予想したが、ばらつきは大きかった。
- これに対し金融市場は、その後の経済指標の悪化もあって、足元では2025年中に25bpで3回の連続利下げを見込む向きが大勢となっている。また、9月については50bp利下げの提案がなされる可能性を指摘する声もある。

6月時点のdot chart（%）



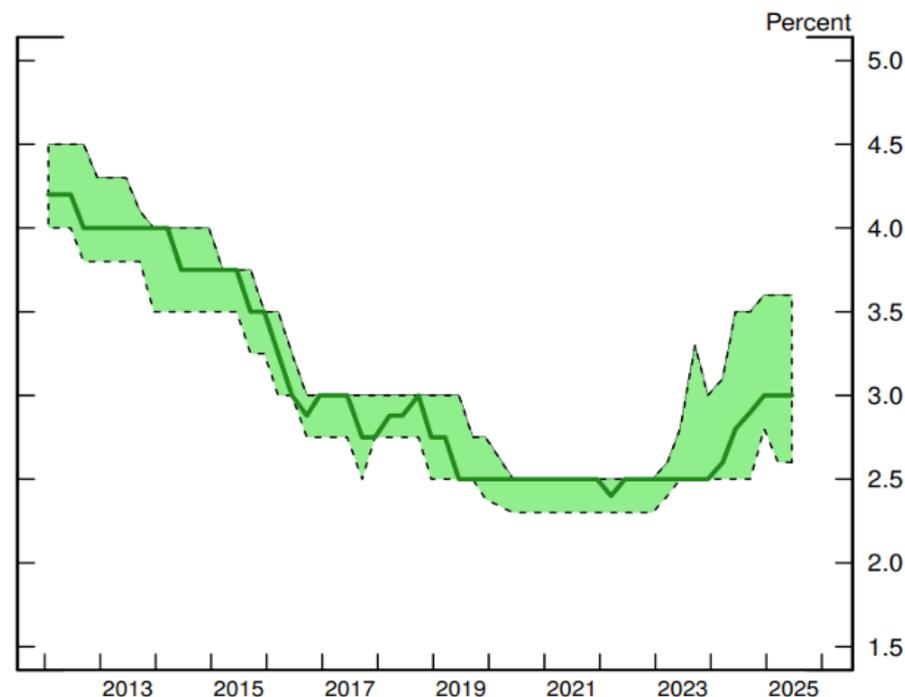
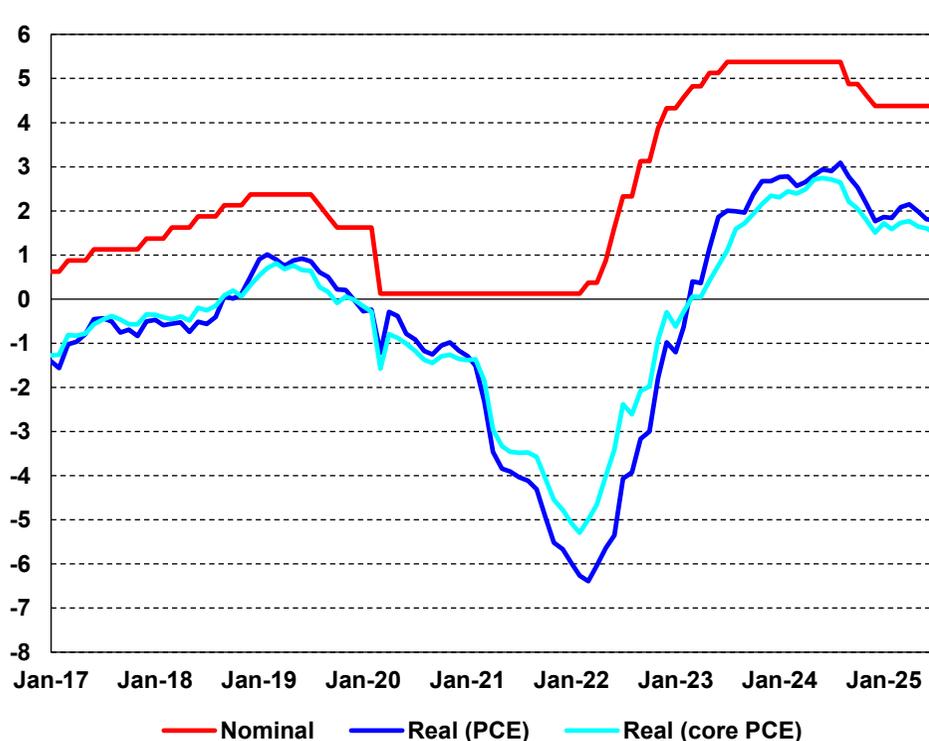
FF先物による政策金利見通し（%）  
（9月8日時点）



## 政策金利と中立金利

- FRBは政策金利をやや引締めの的に維持していると説明している。しかし、足元で名目値は不変でも、インフレ率の上昇に伴い、実質政策金利は約2%程度まで下落している。
- FOMCメンバーは中立金利が上昇した可能性を議論している。主な理由として、財政支出の拡大、人口動態の変化による貯蓄の変化、サプライチェーンの再構築等による供給制約、生産性ないし潜在成長率の増加を挙げている。

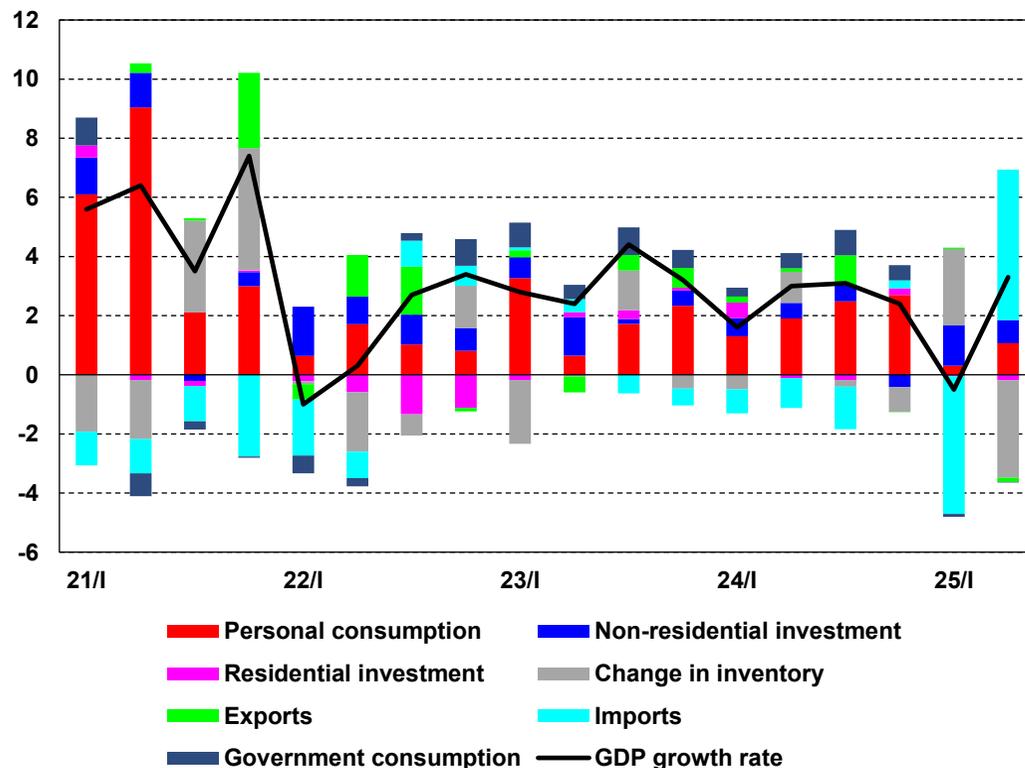
(左) 政策金利、(右) FOMCメンバーによる「長期」の政策金利



## 経済成長率と見通し

- GDP成長率は駆け込み輸入とその反動によって大きく左右されている。もっとも、輸入と在庫を除くと、輸出や住宅投資が低調であるほか、個人消費や設備投資の寄与も小さく、国内景気の減速が明確になっている。
- FOMCメンバーは、6月時点ではやや楽観的な見通しを示していたが、その後の経済指標の悪化を受けて見方を変えていることが推察される。

(左) 実質GDP成長率（前期比年率％）、（右）FOMCメンバーによる議論（7月議事要旨の抜粋）



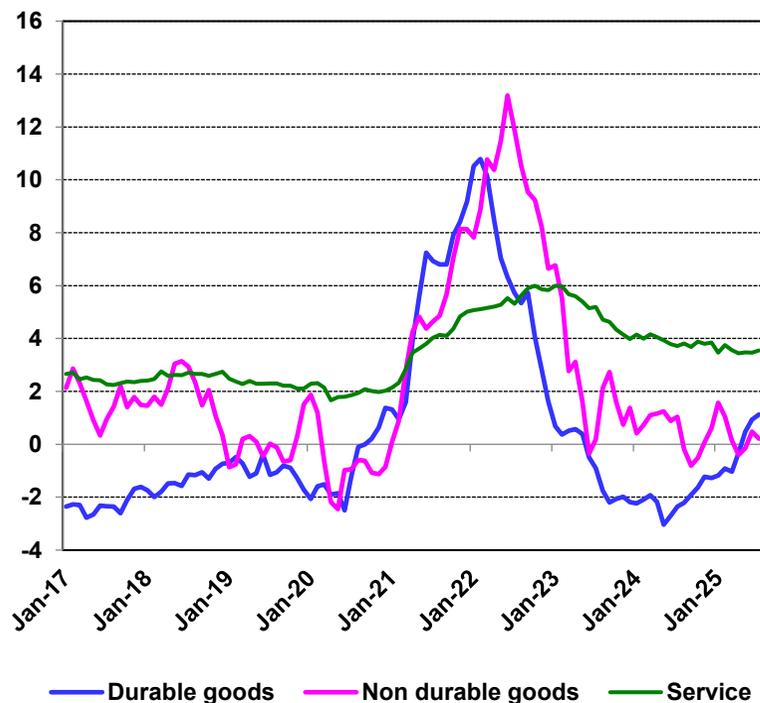
・FOMCメンバーは、消費の減速と住宅投資の減少によって、上半期の経済成長が減速した点を確認した。数名（several）のメンバーは年後半も経済活動は低調とした一方、数名（some）のメンバーは高水準の家計純資産が経済活動を支えるとした。また、2名（a couple of）のメンバーは、政策の不透明性の低下も経済活動を支持するとした。

・家計については、数名（several）のメンバーが実質所得の鈍化が消費支出に影響するとしたほか、数名（a few）のメンバーは住宅需要の軟化を指摘した。企業については、数名（several）のメンバーが政策の不透明性による投資の抑制を指摘したが、数名（several）のメンバーは足元でのセンチメントの改善を指摘した。

## インフレ率と見通し

- インフレ率の減速は足元で不明確になっているほか、今後は景気減速による影響と関税引上げによる影響が異なる向きに作用することになる。また、サービス価格の上昇率は住居費の減速に関わらず高止まっており、構造的なインフレ要因も推察される。
- FOMCメンバーは、関税引上げによるインフレ率の押し上げに注目しているが、影響の①時期、②程度、③持続性に高い不透明性があったとした。

(左) PCEインフレ率 (前期比%)、(右) FOMCメンバーによる議論 (7月議事要旨の抜粋)



### ①時期

・多く (many) のメンバーが影響の出尽くしに一定の時間を要するとしたうえで、理由として、既往の在庫積み増し、最終価格へ波及する時間的ラグ、契約価格の順次の更新、取引関係の維持、関税回収の問題や通商交渉の継続等を挙げた。

### ②程度

・数名 (a few) のメンバーが米国の企業と家計が負担者であるとしたほか、数名 (several) のメンバーも企業が価格に転嫁する姿勢を指摘した。一方、数名 (a few) のメンバーは、関税コストの転嫁を避ける動きもあり、仕入先との交渉や転換、生産過程の見直し、マージンや賃金の調整、新技術等によるコスト削減等を示した。数名 (a few) のメンバーは、今の需要では価格転嫁の可能性は小さいとした。

### ③持続性

・数名 (a few) のメンバーが1回限りの価格上昇に止まるとした一方、数名 (a few) のメンバーはサプライチェーンの混乱等は持続的なインフレを招くと主張し、価格の変化とインフレ基調の動向との識別が困難になると指摘した。

### dual mandateのリスクバランス

- FOMCは、dual mandateにトレードオフが生じた場合は、各目標からの乖離度合いと収束に要する時間を考慮して対応する方針を示している。
- FOMCメンバーは、インフレの上方リスクと雇用の下方リスクが併存しているとの認識で一致しているが、どちらをより重視するかについては、必ずしもコンセンサスが存在しない。ジャクソンホールの講演では、パウエル議長も双方のリスクを注視する姿勢を維持したが、どちらかと言えば雇用の下方リスクを意識する姿勢を示唆し、今後の利下げの方向性を示唆した。

(左上) (左下) 7月FOMCにおける議論 (「金融市場ノート」での整理)、(右) パウエル議長の講演 (抜粋)

・リスクマネジメントの観点で、FOMCメンバーは、物価と雇用のトレードオフが生じた場合は、各々の目標からの距離や収斂するまでの時間を基に判断する方針を確認した。

・今後については、大多数 (a majority) が物価の上方リスクが雇用の下方リスクより大きいと判断した一方、数名 (several) のメンバーは双方がバランスしているとの見方を示し、2名 (a couple of) のメンバーが雇用の下方リスクがより重要と主張して見方が分かれた。

・数名 (some) のメンバーが、リスクバランスを評価し政策金利を調整する上で、今後数か月で多くのことを認識しうると指摘した一方、数名 (some) のメンバーは、金融政策の変更に際して関税引上げによる物価への影響が完全に明確になるまで待つのは不可能ないし不適切と主張した。

・Overall, while the labor market appears to be in balance, it is a curious kind of balance that results from a marked slowing in both the supply of and demand for workers. This unusual situation suggests that downside risks to employment are rising. And if those risks materialize, they can do so quickly in the form of sharply higher layoffs and rising unemployment.

・The effects of tariffs on consumer prices are now clearly visible. We expect those effects to accumulate over coming months, with high uncertainty about timing and amounts. The question that matters for monetary policy is whether these price increases are likely to materially raise the risk of an ongoing inflation problem. A reasonable base case is that the effects will be relatively short lived—a one-time shift in the price level.

### 3. 金融政策に対する信認の維持

## (想定論点3)

項目	事務局案
論点	・金融政策に対する信認の維持
目的	・政権による利下げ要求や人事面での介入などは、金融政策の信認にどのような影響を及ぼすか
考えられる論点	<p>&lt; 政権による介入 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・利下げ要求の内容や背景</li><li>・議長と理事の人事に関する介入とその合理性</li><li>・地区連銀総裁の人事に関する介入とその意味</li></ul> <p>&lt; 金融政策への信認 &gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・金融市場の反応とその背景</li><li>・金融政策のレビュー結果とその意味</li><li>・米ドルや米国債への信認を通じたグローバルな意味合い</li></ul>

## 利下げ要求とその理由

- トランプ政権による利下げ要求の背後には様々な要因が存在する。長い目で見れば、財政抑圧的な要素が金融政策や米ドル、米国債の信認にとって重要になる。
- FOMCメンバーの中で早期の利下げを主張する向きは雇用の下方リスクを重視している。もっとも、彼らがインフレの上方リスクをどう考えているかは必ずしも明確ではない。

(左) トランプ政権による利下げ要求の背景、(右) 7月FOMCにおける議論 (「金融市場ノート」での整理)

背景	内容
景気の下支え	・関税引上げ等による景気減速に歯止めをかけることが必要
住宅市場の活性化	・モーゲージ金利の高止まりによる住宅投資の低迷に対応することが必要
財政赤字の抑制	・大規模減税等による国債費の増加を抑制することが必要
国際競争力の維持	・相対的に高い政策金利が国際競争力を阻害しないようにすることが必要

・今後については、大多数 (a majority) が物価の上方リスクが雇用の下方リスクより大きいと判断した一方、数名 (several) のメンバーは双方がバランスしているとの見方を示し、2名 (a couple of) のメンバーが雇用の下方リスクがより重要と主張して見方が分かれた。

・FOMCメンバーは、労働市場が概ね最大雇用の状況にある点を確認した。ただし、数名 (several) のメンバーは低位に安定する失業率が需給双方の減少を反映しているとしたほか、数名 (some) のメンバーは雇用に慎重化の動きがあると指摘した。

・2名 (a couple of) のメンバーが25bpの利下げを主張し、インフレ率は2%近傍にある、関税引上げは物価に持続的な影響を持たない、消費の減速とともに雇用の下方リスクが高まる、民間部門の新規雇用が減少し景気循環との関係が薄い部門に集中している、といった点を指摘した。

### 3. 金融政策に対する信認の維持

## FRBとトランプ政権の意見の相違

- FRBは利下げに傾きつつあるが、インフレのリスクも配慮しつつ、慎重な運営が適切との判断を示している。このため、トランプ政権との意見の相違は埋めがたい状況になっている。

	FRBの考え方	トランプ政権の考え方
雇用の安定	<ul style="list-style-type: none"><li>・雇用に減速の兆しがあるため、利下げの合理性には同意</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・景気減速のリスクに、迅速かつ機動的に対応すべき（来年秋の中間選挙を意識）</li></ul>
物価の安定	<ul style="list-style-type: none"><li>・企業の価格転嫁や供給制約による持続的なインフレのリスクを考慮し、利下げは慎重に進めたい（コロナ禍後の高インフレへの対応が遅れた点も影響）</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・基調的インフレが減速し、景気も減速する下でインフレの上方リスクは小さい</li><li>・インフレの上方リスクとして関税引き上げの影響を強調するのは不適切</li></ul>
FRB人事	<ul style="list-style-type: none"><li>・理事の人事を通じて影響力の強化を狙うことは、金融政策の信認を毀損する</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・合法的な手段によって人事を進めることに問題はない</li><li>・FRBに対するcheck and balanceには再検討の余地がある</li></ul>

## 金融政策レビューの結果

- ジャクソンホールでの講演の中でパウエル議長は、今回のレビューの結果を総括した。その概要は、前回（2020年）のレビューで組み込まれた「ハト派」バイアスの除去にあった。ただし、2%のインフレ目標自体はレビューの対象外であったほか、当初は論点とされたコミュニケーション（声明文の内容や体裁、SEPの内容など）は継続検討となった。

ポイント	内容	議論
ELBの位置づけ	・政策金利がELBに直面するリスクを重視する姿勢を停止（幅広い経済環境で政策目標の達成を追求）	・長期に亘る低金利環境に対応したものであったが、インフレ環境の変化や中立金利の上昇に即して対応
インフレ目標の運営	・平均インフレ目標の停止（普通のインフレ目標への回帰）	・長期に亘る低インフレ環境に対応したものであったが、コロナ後にインフレ環境が大きく変化したことに対応
雇用目標の運営	・最大雇用に対する非対称的なアプローチの停止（上下双方の乖離に対応）	・最大雇用のタイムリーで正確な推計が困難となったことに対応したものであったが、インフレバイアスの弊害を考慮して対応 ・パウエル議長は「高圧経済」的な考え方について言及せず

## FRBの議長と理事の人事

- FRBの理事には日銀法のような身分保障に関する規定が存在しない。米国内で参照されている判例は、1935年にのFTC議長の解任を巡る最高裁判決であり、非能率、職務怠慢または不正行為が解任の条件とされたため、これが1935年銀行法（連邦準備法）にも準用されるとの考え方である。
- ただし、「非能率」の解釈には不安定性が残るほか、既にNLRの理事を大統領令（合衆国憲法第2条）によって解任している。

### 理事の選任（1935年銀行法第241条 （連邦準備法第10条）：抜粋）

- ・大統領は、1935年銀行法の発効日における理事の任期が到来した際には、後任者の任期を14年を超えない期間に設定する。ただし、こうした期間の設定は2年間に1名以内とする。
- ・その後の理事は、**一定の事由により大統領により早期に解任された場合を除き**、前任者の任期満了から14年間在職する。

### 連邦最高裁判決（Humphrey's Executor vs US）

- ・Franklin Roosevelt大統領による、FTCのHumphrey長官の解任を否決。
- ・大統領が独立行政機関の職員を解任しうる一定の事由は、**非能率、職務怠慢または不正行為**であると判断。

### 現在の理事

#### <議長>

- ・Jerome Powell（2022年にバイデン政権が再任、任期は2026年5月）  
（理事の任期は2028年1月）

#### <副議長>

- ・Philip Jefferson（2023年にバイデン政権が任命、任期は2027年9月）  
（理事の任期は2036年1月）
- ・Michelle Bowman（2025年にトランプ政権が任命、任期は2029年6月）  
（理事の任期は2034年1月）

#### <理事>

- ・Michael Barr（2022年にバイデン政権が任命、任期は2032年1月）
- ・Lisa Cook（2022年にバイデン政権が任命、任期は2038年1月）
- ・Christopher Waller（2020年にトランプ政権が任命、任期は2030年1月）

< 2023年にバイデン政権が任命したAdriana Kugler理事は8月に退任し、現在空席。残りの任期は2026年1月 >

## 理事の人事を巡る動き

- トランプ大統領は、8月に個人事情で退任したKugler理事の後任として、Milan氏（CEA委員長）を指名し、議会上院（銀行・住宅・都市問題委）での公聴会を実施した。今後は、上院本会議での承認を経て、大統領が任命することになる。
- 一方、司法省は住宅金融局の指摘に沿って、Cook理事を住宅借入に関する嫌疑で訴追した。Cook理事は法廷闘争の姿勢を示しているが、トランプ大統領は「不正行為」（前頁）の理由で解任する姿勢にある。

#### Milan氏の公聴会での主な発言 （「金融市場ノート」の整理）

#### FRBのCook理事に関する声明（抜粋）

・中央銀行の最も重要な職務はハイパーインフレと恐慌の防止にあるとの考えを示し、独立性がその成功の重要な要素であるとした。

・任命されれば、議会が付託したmandateに即した役割を果たすとし、自らの意見や判断はマクロ経済に関する自身の分析と付託された責務（stewardship）に照らした最善さに基づくと主張した。

・就任したら政治的バイアスを除くとしたが、弁護士の助言に従い、CEA委員長の職務は無給の休職とする方針を示唆し、（前任者の残りの任期を引き継ぐため）任期が（来年1月までの）数か月に過ぎないことを理由とした。

・FRBのガバナンス改革を行う考えを明示したほか、（最高裁が大統領によるFRB理事の解任を合法と判断した場合についても）、解任の適否はcheck and balanceの強化のためのガバナンス改革と一体で考えるべきと主張した。

・ Lisa Cook has indicated through her personal attorney that she will promptly challenge this action in court and seek a judicial decision that would confirm her ability to continue to fulfill her responsibilities as a Senate-confirmed member of the Board of Governors of the Federal Reserve System.

・ Congress, through the Federal Reserve Act, directs that governors serve in long, fixed terms and may be removed by the president only 'for cause'.

・ Long tenures and removal protections for governors serve as a vital safeguard, ensuring that monetary policy decisions are based on data, economic analysis, and the long-term interests of the American people.

## 議長的人事を巡る動き

- バッセント財務長官は、トランプ大統領の意向を受けて、来年5月に任期が到来するパウエル議長の後任人選を前倒しで行うことを表明し、9/5日に面接を行った。これを受けてトランプ大統領は、9/8日に、候補者が3名に絞られたとコメントした。
- 金融市場ではトランプ大統領の政策思想との近さから、ウォラー理事を推す声が聞かれる。もっとも、多数派工作の観点では、残り2名の外部人材が合理的との見方もある。

#### Kevin Hasset氏

- ・2025年にNEC局長に就任（第2期トランプ政権が任命）
- ・ペンシルバニア大経済学大学院卒（PhD）
- ・FRBや財務省に在職後、AEIで財政政策等を研究
- ・2017年にCEA委員長に就任（第1期トランプ政権）、大規模減税（TCJA）の企画を支援

#### Kevin Warsh氏

- ・2006年～2011年まで理事（ブッシュ政権が任命）
- ・スタンフォード大経済学部、ハーバードロースクール卒
- ・Morgan StanleyでM&Aビジネス等に従事
- ・FRBで国際関係、内部管理等を担当
- ・現在はフーバー研究所、スタンフォード大学大学院に所属

#### Christopher Waller氏

- ・2020年に理事に就任（第1期トランプ政権が任命）
- ・ワシントン州立大経済学大学院卒（PhD）
- ・インディアナ大やケンタッキー州立大で教授（マクロ経済）
- ・FRB St. LouisのEVP・調査局長からFRB理事に選任
- ・FRBで地区連銀、支払・決済を担当

## 地区連銀総裁の人事

- トランプ大統領は、FOMCでの多数派工作を意識して、地区連銀総裁の選出方法についても見直しが必要との考えを示唆している。この点には従来から様々な議論があったが、中央集権的な形に変更しようとするれば、米国の政治システムの根幹である連邦主義に関わることになるため、その実現は容易ではない。

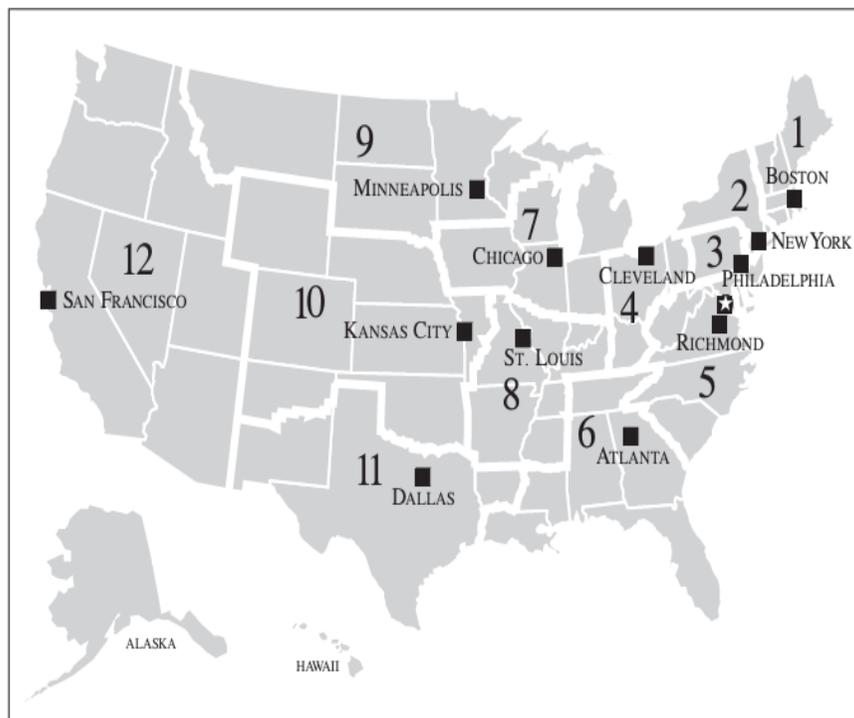
### 連邦準備法における地区連銀の規定

ポイント	内容	従来議論
地区の設定	・設立時に組織委員会（COC、農務長官、財務長官）が決定（連邦準備法第2条A第1項）	・現在の経済における地政学と整合的か
資本	・各地区の民間銀行が設立時に出資（同第2条A第3項・ただし投票権なし＜同11項＞） ・最低資本（4百万ドル＜同13項＞）の不足分は公衆からの出資を受付（同第8項・各株主に関する上限あり＜同第9項＞）	・公的機関の株式を民間主体が保有すべきか ・民間銀行の出資が政策運営に影響しないか
法的位置づけ	・契約等を執行しうる法人（同第4条第4項・ただしビジネスは禁止＜同5項＞）	・政府機関としての位置づけは明確か
ガバナンス	・Board of directorsの監督に服する（同第4条第6項） －クラスA（3名：出資銀行から選任）、クラスB（3名：公益代表として選任）、クラスC（3名：FRBの理事会が選任） －クラスAとクラスBは出資銀行の推薦をFRBの理事会が集約した上で、出資銀行の投票で決定（同第16項）	・民間銀行が地区連銀のガバナンスを主導することの是非をどう考えるか ・FRBによるクラスCの選任の適否をどう考えるか（ここから議長が互選で選出）
総裁の選任	・クラスBおよびクラスCのdirectorsが選任委員会を設置して組織内外から人選（同第4条第4項） ・FRB理事会の議長の承認により、選任委員会が任命（同） ・任期は5年で再任可（同）	---

## 連銀の地区割とFOMCへの参加

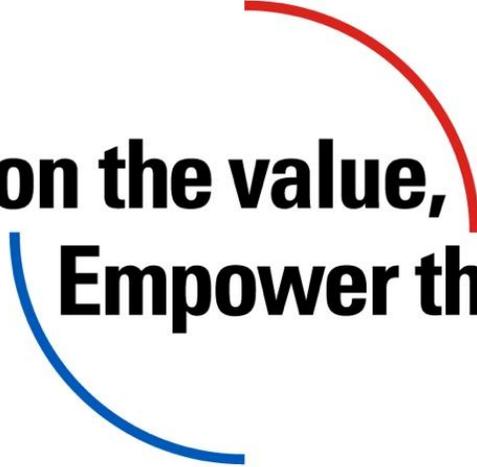
- 連銀の地区割は先にみたように連邦準備法第2条Aによって規定され、FOMCに対する地区連銀総裁の参加は同法第12条A第1項で規定されている。具体的には、ニューヨーク連銀の総裁（副議長として参加）に加え、4つのグループの総裁がローテーションで参加する。
- 従来は、執行部に対して地区連銀総裁が異論を呈することは極めて稀だが、今後はトランプ政権による介入にどう反応するかが注目される。

連銀の地区割



FOMCへの参加

ルール	現在と来年の参加者
ニューヨーク連銀の総裁	John Williams
グループ1（ボストン、フィラデルフィア、リッチモンドの各連銀総裁の1名）	Susan Collins（ボストン） →Anna Paulson（フィラデルフィア）
グループ2（クリーブランド、シカゴの各連銀総裁の1名）	Austan Goolsbee（シカゴ） →Beth Hammack（クリーブランド）
グループ3（アトランタ、ダラス、セントルイスの各連銀総裁の1名）	Alberto Musalem（セントルイス） →Lorie Logan（ダラス）
グループ4（ミネアポリス、カンサスシティ、サンフランシスコの各連銀総裁の1名）	Jeffery Schmid（カンサスシティ） →Neel Kashkari（ミネアポリス）



**Envision the value,  
Empower the change**