



投資環境

2025年6月11日

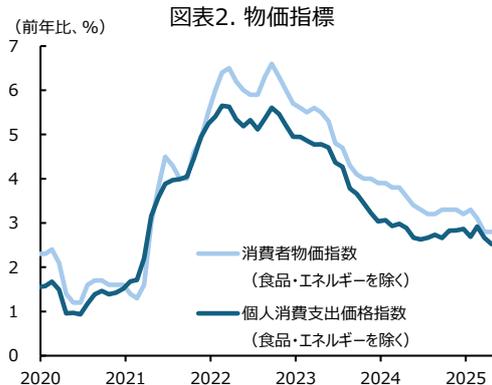
トランプ関税によるインフレ高止まりで、FRB タカ派転換リスクも

□ 現時点ではFRBは様子見姿勢

米国で第2次トランプ政権が発足して以降、様々な関税政策が発動されてきましたが、今のところ、関税政策による実体経済への影響は限られています。関税政策は、景気の下押し圧力とインフレ圧力を強めるとみられますが、そうした動きは経済全体では目立っていません。雇用統計においては、失業率は低位で推移しているほか、個人消費も底堅い動きが維持されています(図表1)。また、物価指標においても、インフレの鈍化が示されています(図表2)。



(注) 期間は失業率が2021年1月～2025年5月。実質個人消費は2025年4月まで。  
 (出所) 労働省、商務省、Bloombergよりデータを取得し、しんきん投信作成

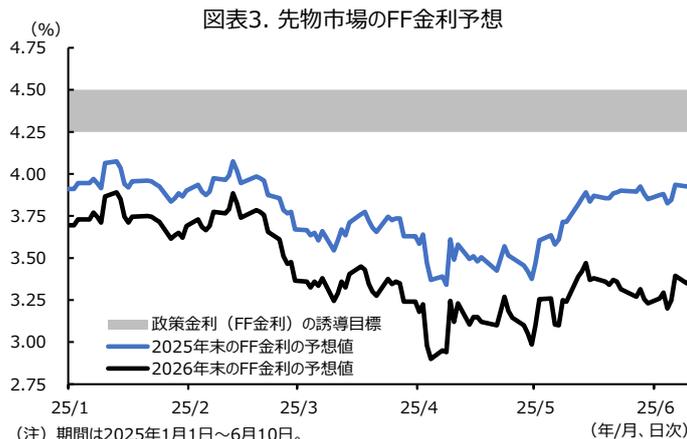


(注) 期間は2020年1月～2025年5月。  
 (出所) 労働省、商務省、Bloombergよりデータを取得し、しんきん投信作成

こうした状況を踏まえ、米連邦準備理事会(FRB)は様子見姿勢を維持しています。5月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利の誘導目標を3会合連続で据え置きました。会合後の記者会見において、パウエル議長は、関税政策を巡る不確実性が高いなかでも、米国経済は足元で安定しており、様子見に適した状況にあるという見方を示し、利下げを急がない姿勢を強調しました。

□ 今後は難しい舵取りを迫られる可能性

今後、景気が減速するにつれて、FRBは利下げを進めるという見方が市場参加者の間でコンセンサスになっています。年内1.00%ポイントの利下げを織り込んでいた相互関税の発表直後に比べると利下げ観測は後退していますが、足元においても、年内0.25～0.50%ポイント程度の利下げを織り込んでいます(図表3)。

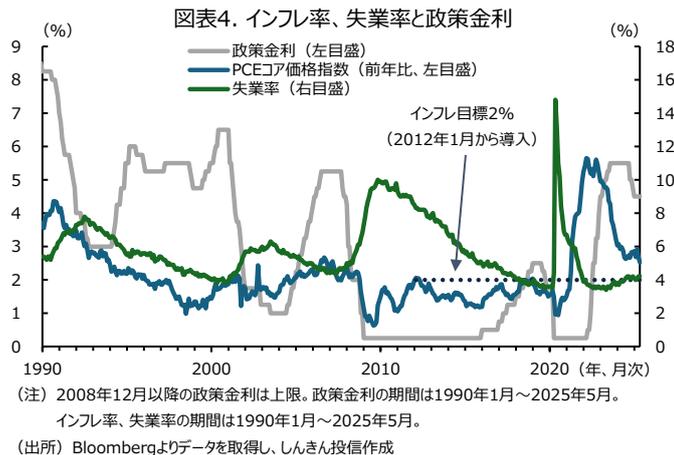


(注) 期間は2025年1月1日～6月10日。  
 (出所) Bloombergよりデータを取得し、しんきん投信作成



しんきんアセットマネジメント投信株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
 Shinkin Asset Management Co., Ltd. 加入協会／一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL : [https:// www.skam.co.jp](https://www.skam.co.jp)

もつとも、関税政策の影響が顕在化するにつれて、FRBは難しい舵取りを迫られるとみられます。FRBは、法律によって、雇用の最大化と物価の安定という二つの使命(デュアル・マンデート)が課せられています。基本的に、景気過熱期にはインフレが進行するため、FRBは物価安定を優先し、金融引き締めを実施する一方、景気が冷え込む局面では、雇用最大化を優先し、金融緩和を実施する形で、デュアル・マンデートの実現を図ってきました(図表4)。今後、関税政策の影響で、雇用の悪化と物価高が進行した場合、FRBはデュアル・マンデートの間でのトレードオフに直面する可能性があります。



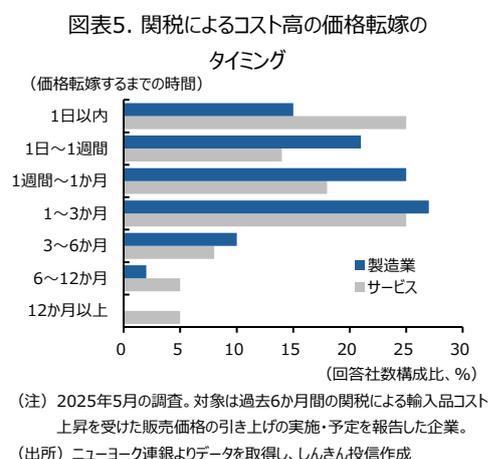
## ▣ FRB 高官の間で見方が分かれる物価の先行き

今後の金融政策を占う上で重要となるのは、関税政策によるインフレの押し上げが一時的か、持続的かというポイントです。仮に、インフレが一時的なものと判断できるのであれば、雇用の悪化と物価高が進行する局面においても、FRBは短期的なインフレの上振れを無視して、利下げを積極的に進めることで、中長期的なデュアル・マンデートの実現を目指すと考えられます。一方、持続的なものである場合、利下げを急ぐと、関税によるインフレ圧力に需要拡大によるインフレ圧力が加わることで、高インフレが定着するリスクがあります。

このポイントについては、FRB 高官の間でも見方が分かれています。5月のFOMC議事要旨によると、インフレが予想以上に持続的になるリスクについて、ほぼすべての参加者が言及したことが明らかになりました。一方、ウォラーFRB理事は6月1日の講演で、関税の規模にかかわらず、インフレへの影響は一時的なものになるとの見方を示しました。

## ▣ 高インフレが持続すれば、FRBはタカ派転換も

関税引き上げを背景とする直接的なコスト高によるインフレ圧力は一時的に留まる可能性が高いです。Minton and Somale (2025)<sup>1</sup>は、2018～19年に実施された米国の関税引き上げは、2か月以内に消費者物価にほぼ完全に転嫁されたことを明らかにしたほか、2025年2月、3月に導入された中国からの輸入品に対する追加関税についても、3月までの消費財価格に部分的に転嫁されていたことを明らかにしました。また、管轄地域の企業を調査対象とするニューヨーク連銀の地域ビジネス調査(2025年5月)では、直近の関税引き上げの影響で値上げした企業のうち、半数以上がコスト上昇を経験してから1か月以内に価格を引き上げており、3か月以上価格転嫁を待つ予定の企業はほとんどなかったと報告されています(図表5)。



<sup>1</sup> Minton, Robert, and Mariano Somale (2025). "Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 09, 2025, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3786>.

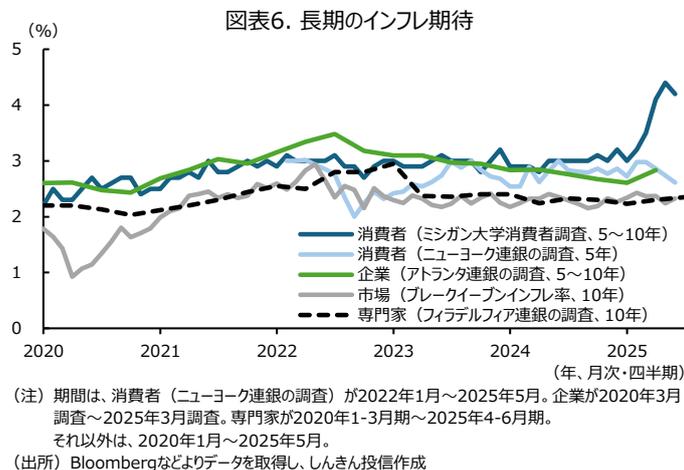


しんきんアセットマネジメント投信株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
 Shinkin Asset Management Co., Ltd. 加入協会／一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL : [https:// www.skam.co.jp](https://www.skam.co.jp)

もつとも、以下の2点の要因から、関税政策によるインフレ圧力は持続的になる可能性があります。

第1に、サプライチェーン再編を通じた影響です。企業は関税による負担を避けるために、資材の調達先や生産拠点を再編する動きを加速させる可能性があります。こうしたサプライチェーン再編は、新たなコストを要するほか、生産性を低下させることで、追加的なインフレ圧力を生む可能性があります。1995～2020年までの国際貿易のデータを用い、貿易コストの変化がインフレに与えた影響を分析した Cuba-Borda et al. (2025)<sup>2</sup>では、深刻な貿易コストのシフトは、調達代替の困難さなどから生産効率の低下を招き、持続的なインフレにつながる可能性が高いことが示されています。

第2に、インフレ期待を通じた波及効果です。関税政策によってインフレ期待が高まると、企業の価格戦略や労働者の賃金要求などを通じ、インフレの持続性を高める可能性があります。特に、FRBが物価安定のために重視しているのは、長期のインフレ期待です。ミシガン大学の消費者調査を除けば、長期インフレ期待は安定しており、インフレが持続的になる可能性が足元で高まっているというわけではありませんが、長期のインフレ期待の動向には今後も注意を要します(図表6)。



以上の点を踏まえると、関税によるインフレ圧力は短期的なショックにとどまらない可能性があります。関税によるインフレ上振れが一時的と判断できなければ、FRBは物価安定を重視し、タカ派姿勢を強める展開も想定されます。こうした場合、関税引き上げによる悪影響に加え、金融政策も景気の下押し圧力を強めることで、米景気的大幅悪化は避けられないとみられます。

(エコノミスト 北辻宗幹)

<sup>2</sup> Cuba-Borda, Pablo, Albert Queraltó, Ricardo Reyes-Heróles, and Mikäel Scaramucci (2025). "How Do Trade Disruptions Affect Inflation?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, February 28, 2025, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3664>.



しんきんアセットマネジメント投信株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第338号  
 Shinkin Asset Management Co., Ltd. 加入協会／一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会  
 〒104-0031東京都中央区京橋3丁目8番1号 URL : [https:// www.skam.co.jp](https://www.skam.co.jp)

＜本資料に関してご留意していただきたい事項＞

※本資料は、ご投資家の皆様に投資判断の参考となる情報の提供を目的として、しんきんアセットマネジメント投信株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

※本資料は、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。また、いかなるデータも過去のものであり、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。

※本資料の内容は、当社の見解を示しているに過ぎず、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。記載内容は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。

※投資信託は、預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の補償の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象ではありません。

※投資信託は、値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。

※特定ファンドの取得のお申込みに当たっては、販売会社より当該ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ又は同時にお渡しいたしますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断ください。

【お申込みに際しての留意事項】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。

また、投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■投資信託に係る費用について

（お客様に直接ご負担いただく費用）

- ◆ ご購入時の費用・・・購入時手数料 上限 3.3%(税抜 3.0%)
- ◆ ご換金時の費用・・・信託財産留保額 上限 0.3%

（保有期間中に間接的にご負担いただく費用）

- ◆ 運用管理費用（信託報酬）・・・純資産総額に対して、上限年率 1.628%(税抜年率 1.48%)
- ◆ その他の費用・・・監査費用、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、有価証券売買時の売買手数料等および外貨建資産の保管等に要する費用は、ファンドより実費として間接的にご負担いただきます。また、投資信託証券を組み入れる場合には、お客様が間接的に支払う費用として、当該ファンドの資産から支払われる運用管理費用、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用につきましては、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。投資信託に係る上記費用（手数料等）の合計額については、ご投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、しんきんアセットマネジメント投信が運用する全ての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくお読みください。

※本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。