



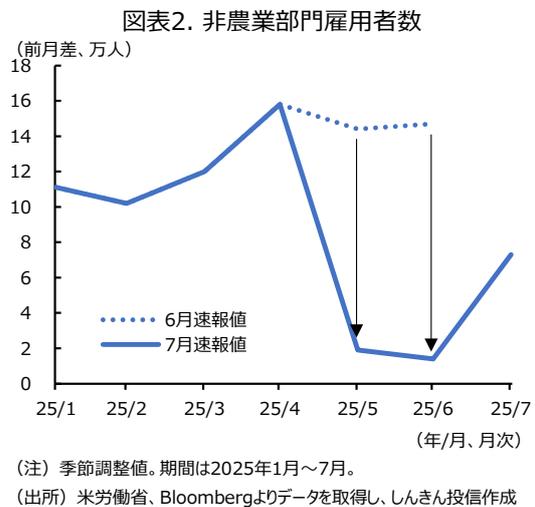
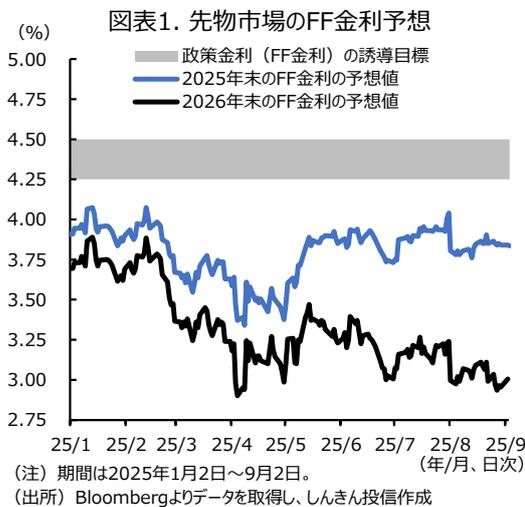
投資環境

2025年9月3日

不透明感が残る米国の金融政策の先行き

市場では利下げ期待が高まるも、先行きは不透明

市場関係者の間では、米連邦準備理事会（FRB）の利下げ期待が強まっています。足元の金利の先物市場では、年内は0.50%ポイント、来年は0.75～1.00%ポイント程度の利下げが織り込まれています（図表1）。この背景には、米国の雇用悪化リスクの高まりが挙げられます。8月1日に公表された米雇用統計で、5、6月の雇用者数が大幅に下方修正されたことで、米国の労働需要の減速が鮮明となりました（図表2）。これを受け、今後、米政権の関税政策の影響が強まるなかで、雇用が想定以上に悪化する懸念が強まりました。



ジャクソンホール会議でのパウエル FRB 議長の講演も、市場の利下げ観測をサポートする内容でした。パウエル議長は、労働市場の悪化リスクの高まりを強調し、政策スタンスの調整を正当化する可能性を示唆しました。こうした発言は、市場では、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ再開の示唆と受け止められました。

もっとも、FRBの金融政策の先行きは依然として不透明感が強い状況です。ここでは、FRBの金融政策の先行きを占う上で重要な2つのポイント（①トランプ米大統領が打ち出す政策の影響、②中立金利を巡る不確実性）について解説します。

FRBの金融政策運営を困難にするトランプ政権の政策

トランプ政権下で打ち出されてきた政策による米国の経済・物価への影響が、今後一段と強まるなかで、FRBの政策決定を難しくする可能性があります。特に、影響が懸念されるのが、関税政策です。第2次トランプ政権が発足して以降、米国の関税が大幅に引き上げられてきました。これに伴い、4月以降、平均関税率（＝関税収入/輸入額）は上昇が続いており、直近の6月には10.0%に達しています（図表3）。今後も、一段と上昇することが予想され、Tax FoundationやThe Budget Lab at Yaleなどの米国のシンクタンクは10%台後半に達すると試算しています。





関税の引き上げは、短期的には、景気を下押しする一方、物価を押し上げる影響があるとみられます。実際、こうした影響が徐々に顕在化しています。景気面では、前述の雇用統計で雇用者数が減速している一因として、関税政策が著しく変化するなかで、企業の新規採用意欲が減退していることが考えられます。物価面では、関税コストを価格転嫁する動きから、輸入浸透率の高い家具・家電や衣料の価格の伸びが加速しており、食品・エネルギーを除く財価格が前年比プラスに転じています(図表4)。

こうした動きは、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נדート)をもつFRBにとって、金融政策運営を難しいものにしてしています。雇用最大化に重点を置き、拙速な利下げを進めると、高インフレが定着するリスクがあります。7月のFOMCの議事要旨によると、同会合の参加者の大半が、雇用の悪化リスクとインフレの上振れリスクを認めつつ、インフレのリスクが大きいと判断していたことが明らかになっています。先述の通り、8月公表の雇用統計を受けた雇用の悪化リスクの高まりから、市場では利下げ期待が強まっていますが、今後、関税の影響が本格化するなかで、インフレの上振れが明確になれば、利下げ期待がはく落する展開も考えられます。

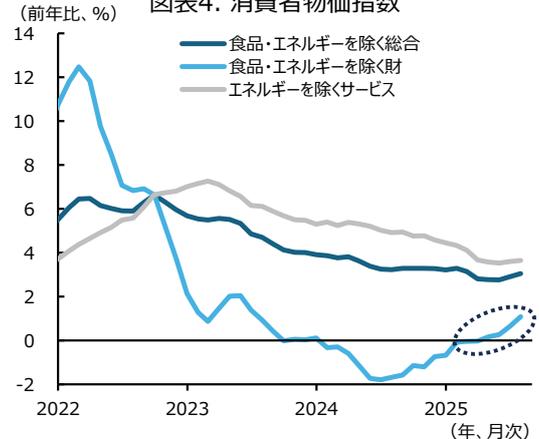
移民抑制政策や拡張的な財政政策などもインフレ圧力を増大させる可能性があります。トランプ政権下での移民規制の強化を背景に、外国生まれの労働力人口は前年比で減少に転じています。今後、こうした動きが加速すると、労働供給の減少が労働市場をひっ迫させ、賃金上昇を通じたインフレ圧力を強めるリスクがあります。また、7月に成立した大型減税が盛り込まれた「一つの大きく美しい法案(OBBBA)」は、景気を浮揚させる効果が期待される一方、需要超過によるインフレ再燃を招く可能性もあります。こうした面からも、米国のインフレ上振れリスクは相応に大きいとみられます。

■ 中立金利が上昇しているとの見方が利下げを阻害

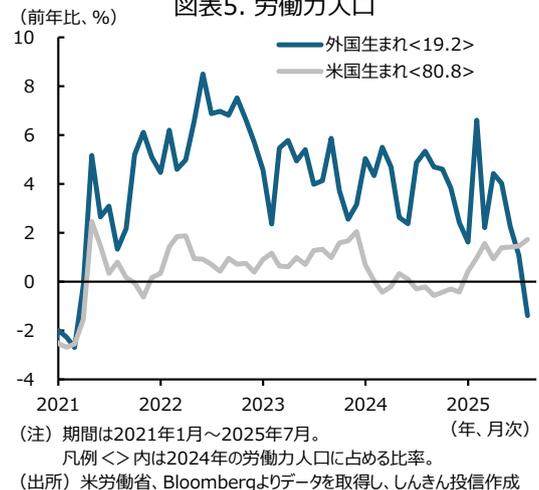
米国の中立金利に対する見方もFRBの金融政策見通しに不透明感を強めています。中立金利とは、景気を過熱も冷やしもせず、インフレ率を安定させる金利水準を指します。言い換えると、雇用最大化と物価安定の両立を可能にする望ましい政策金利の水準です。もっとも、中立金利は実際には観測することができず、その水準については不確実性を伴うことには注意を要します。

米国の中立金利については、コロナ禍後に上昇したとの見方があります。中立金利は、潜在成長率や貯蓄・投資バランスなどによって影響を受けるため、コロナ禍後の人口動態や生産性、財政政策の変化などが中立金利を押し上げている可能性があります。こうした可能性については、複数のFRB高官が指摘しています。ボウマンFRB理事は3月の講演で、2022~23年の急ピッチな利上げ後も米経済が堅調であった理由として、中立金利が上昇した可能性について言及しました。また、パウエル議長も、ジャクソンホール会議での講演で、中立金利が2010年代よりも高くなっている可能性を指摘しました。

図表4. 消費者物価指数



図表5. 労働力人口





中立金利に対する見解は、FRB のなかでも分かれてい
 ます。FOMC 参加者の経済見通し (SEP) で示される長期フ
 エダル・ファンド (FF) 金利は、景気が均衡状態にある際
 の適切な政策金利の水準と解釈され、中立金利として捉え
 ることができます。この SEP での長期 FF 金利は、コロナ
 禍前には 2.50%程度に集中しており、ある程度コンセンサ
 スがとれていました (図表 6)。もっとも、直近 (2025 年
 6 月会合) では、コロナ禍前に比べると上昇したとの見方が
 多数ではあるものの、その水準については見方が大きく異
 なっています。

また、地区連銀から公表されている中立金利の推計値も
 動きに違いがあります。リッチモンド連銀が公表する
 Lubik-Matthes 推計値 (LM 推計値) は 2010 年代に比べ
 て、0.7~0.8%ポイント上昇していますが、ニューヨーク
 連銀が公表する Holston-Laubach-Williams 推計値 (HLW
 推計値) は大きく変わっていません (図表 7)。こうした点
 から中立金利の不確実性の大きさが示唆されます。

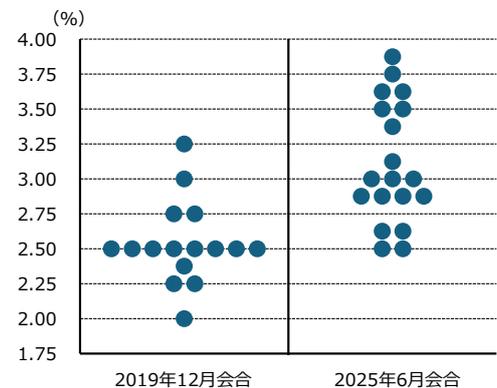
中立金利に対する見方は、金融政策の判断に大きく影響
 を与えます。実際の政策金利が中立金利 (とみられる水準)
 に近づくとつれて、過度な政策変更を防ぐためには、政策
 金利の変更に慎重になり、経済・物価指標を確認しながら、
 最適な政策金利の水準を探る必要があります。そのため、
 中立金利が上昇しているという見方は利下げの判断を難し
 くする可能性があり、金融政策の先行きが不透明である一
 因となっています。SEP における高めの長期 FF 金利や LM
 推計値が示す名目中立金利は 3%台後半となっていますが、
 実際の米国の中立金利が 3%台後半であった場合、2026 年
 末に 3%まで FF 金利の低下を見込んでいる市場の期待通り
 に利下げを進められる可能性は低いとみられます。

□ FRBへの政治介入により急ピッチの利下げが進む可能性も

以上を踏まえると、現在市場で見込まれているほどの利下げが
 正当化されない可能性があります。こうしたなかでも、市場の
 利下げ期待が根強い背景として、トランプ政権による利下げ
 圧力が挙げられます。トランプ大統領はパウエル議長に利下
 げを再三要求し、パウエル議長の解任の可能性を仄めかして
 きました。また、任期途中で辞任したクーグラー元理事の後
 任として、ミラン大統領経済諮問委員会 (CEA) 委員長の
 指名が予定されており、同氏は積極的な利下げを主張すると
 予想されています。さらに、トランプ大統領は住宅ローン申
 請についての不正疑惑を理由にクック理事の解任を発表し
 ました。これに対し、クック理事は、解任の差し止めを求め、
 連邦地方裁判所に提訴していますが、実際に解任されると、
 利下げを志向する政権の意向を反映しやすい人材が後任と
 して選ばれる展開が想定されます。

今後、こうした政権による中央銀行への介入がエスカレート
 し、実際に政権が金融政策に影響を与えることになると、
 短期の経済成長や雇用拡大が優先され、経済状況に関わらず、
 金融緩和が実施される可能性が高まります。その場合、高
 インフレが慢性化し、格差拡大を通じて社会分断が一層激
 化するリスクや、金融市場が大きく混乱し、実体経済にも悪
 影響を及ぼすリスクが想定されます。そのため、トランプ政
 権下で FRB の独立性が維持されるのかという点にも注意が
 必要です。

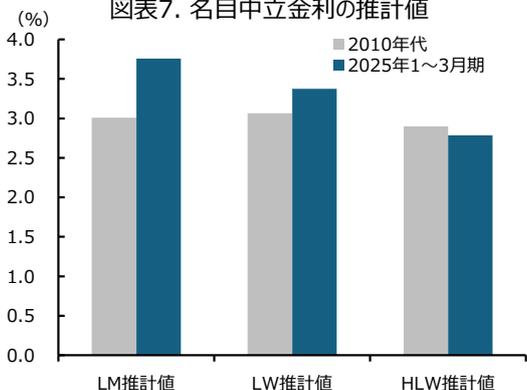
図表 6. SEPにおける長期FF金利



(注) ドットは回答者数を示す。回答者数は、2019年12月会合では
 16名、2025年6月会合では19名。

(出所) FRBよりデータを取得し、しんきん投信作成

図表 7. 名目中立金利の推計値



(注) 公表されている自然利子率 (実質中立金利) にFRBのインフ
 レ目標 (2%) を加えて算出。

(出所) リッチモンド連銀、ニューヨーク連銀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)

＜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。