

みずほマーケット・トピック(2025年8月25日)

ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長講演は、利下げについて「慎重に進める」との発言がクローズアップされ、金融市場では米金利が低下、米株価も急騰した。もっとも、講演内容を精査すると、金融政策運営への示唆も含めた経済・金融情勢への評価は決して支配的ではなく、あくまで金融政策戦略の見直し方針に関する部分が半分以上を占めていた。前者に関しては、確かに「次の一手」としての利下げを予感させる内容と判断して差し支えないが、後者に関してはどちらかと言えばタカ派的な戦略修正であることも留意したいところ。なお、今後に関して本当に重要な論点は数か月以内にレームダック化するパウエル体制がどのように動くかではなく、26年6月以降に本格稼働するトランプ大統領の意を汲んだ新体制がどのように動くか。今のところ、金融市場織り込みに従えば、新体制の稼働後は2026年中(=5会合中)に2回しか利下げが行われない織り込みである。果たしてこれは市場が期待する「トランプ派 FRB」の挙動として十分と言えるのか。期待の反動に備える余地はありそう。

～利下げシナリオの追認～

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長講演は、利下げについて「慎重に進める」との発言がクローズアップされ、金融市場では米金利が低下し、米株価も急騰している。もっとも、講演内容を精査すると、雇用を含めた経済・金融情勢への評価(Current Economic Conditions and Near-Term Outlook)は決して支配的ではなく、あくまで金融政策戦略の見直し方針(Statement on Longer Run Goals and Monetary Policy Strategy)に関する部分が半分以上から6割近くを占めていた。そもそも一義的には「世界中の中央銀行総裁、政策担当者、学者、経済専門家が、重要な長期的課題を議論するために集まる」と定義されているジャクソンホール経済シンポジウムの趣旨に照らせば戦略見直しの方が重要な話であり、近年のように金融政策の「次の一手」に対するヒントを期待する方が筋違いである。この慣習を変えてしまったのが2010年8月のバーナンキ講演であり、そこでは第二次量的緩和(通称 QE2)の可能性が示唆され、大変な騒ぎとなった。当時はまだリーマンショックや欧州債務危機の傷が癒えておらず、有事対応の一環だったと思えば「致し方なし」という面もあるが、後の影響を踏まえれば相応に罪深い所業であった。

一応、経済・金融情勢への評価について発言を振り返っておくと、「金融政策は既定のコースにはない」と述べ、今後もデータ次第で判断する姿勢が強調されている。この意味でパウエル議長が変節したとは言えない。とはいえ、利下げ局面の開始を宣言した昨年講演ほどの踏み込みはなかったものの、雇用・賃金情勢の急減速を明言したこと(低い失業率は移民制限による見せかけであること)や、関税がインフレを押し上げる影響について一時的と明言したことは目に付く。とりわけ利下げを阻むと思われていた後者の論点については「A reasonable base case is that the effects will be relatively short lived—a one-time shift in the price level」としており、問題視しないことをベースシナリオと認めている。だとすれば、雇用を含め経済・金融情勢の下振れに応じて素直に利下げは

可能と読める。もちろん、リスクシナリオとして実質賃金低迷が続けば、労働者が高い名目賃金の伸びを要求し続けるため、こうした「賃金・物価の悪循環 (adverse wage-price dynamics)」に警戒を要することも言及は見られている。しかし、その可能性は高いものではない (not likely) と述べられている。総合的に見れば、「次の一手」は利下げと読み取って差し支えない講演である。

なお、短期的な視点として 9 月 FOMC に焦点を当てた場合、ミラン CEA 委員長の理事着任が間に合った場合、ボウマン理事、ウォラー理事と合わせて確実に 3 名の利下げ票が見込める。これらを押し切って現状維持とすれば FOMC 分裂が鮮明になる構図であり、これは 10 月会合以降にも引き継がれる視点となる。

～戦略見直しの読み方～

上述の通り、今回の講演はむしろ金融政策戦略の見直し方針に力点が置かれていた。現行の戦略は 2020 年のジャクソンホール講演で発表された FAIT (Flexible Average Inflation Targeting: 柔軟な平均インフレ目標) であった。パンデミック以前の世界では政策金利が容易に実効下限制約 (Effective Lower Bound: ELB) に到達するため、インフレ率が +2% を多少超えても金融引き締めに急ぐ必要はないという思想が通底されていた。これは同時に、+2% を割り込んでいり、相応期間の金融緩和を容認するという思想でもあった。要するに「インフレ率の期間平均が +2% であることを目指す」ため、インフレ率の下振れ圧力が大きい現実を踏まえれば、「+2% を挟んで非対称的な政策運営 (≒ 緩和バイアスが強い政策運営) を認める」というのが FAIT の狙いであった。もともと、この際の「期間」がどの程度の長さを想定しているのかは最後まで分からず仕舞いではあった。

結果論だが、この FAIT の思想に基づき、パンデミック後のインフレを一時的 (transitory) と判断し続けたことがパウエル体制最大の失策ということになった。今回の講演でパウエル議長は政策金利は以前より大分高くなっているものの、生産性や人口動態、財政政策の在り方などを考慮すると中立金利も上昇していると述べている。この部分は大幅利下げの必要性を退けるものだろう。新戦略では ELB を過度に懸念することを改め、経済全般の状況を考慮した上で雇用最大化と物価安定の「2 つの責務 (dual mandate)」を追求する姿勢に修正する旨が明記されている。これは要するに、FAIT から通常のインフレ目標の考え方に戻ったということである。市場参加者としては +2% を挟んで対称的な政策運営を想定しておけばよい。なお、FAIT が発表された時、金融市場ではこれをハト派的と受け止める向きが多かった。ということは、今回の戦略修正はその撤回であるため、タカ派的と受け止められても不思議ではないが、金融市場のテーマとはなっていない。

～重要なことは 26 年下半期の話～

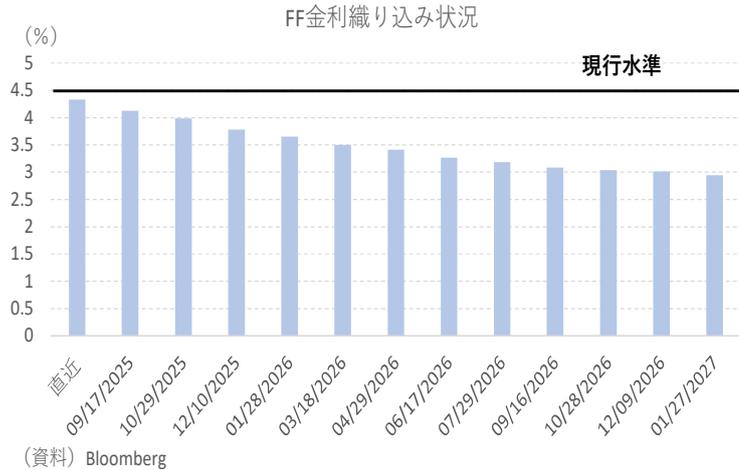
過去の本欄でも強調したように、FRB の金融政策運営に関して言えば、本当に重要な論点は今後数か月以内にレームダック化するパウエル体制がどのように動くかではなく、2026 年 6 月以降に本格稼働するトランプ大統領の意を汲んだ新体制がどのように動くかのはずだ。報道によれば、トランプ大統領は 1% 台前半までの利下げを、ベッセント財務長官でも 2.75~3.00% までの利下げを希望しているという¹。仮に「1.25%」を狙うならば現行水準 (4.25~4.50%) から 12 回分 (25bp × 12

¹ 例えばトランプ大統領は FF 金利について「日本の 0.5% とデンマークの 1.75% の間にあるべき」という書簡をパウエル議長に送付したと報じられた。また、ベッセント財務長官は「1.5% から 1.75% 低くあるべき」と述べた。

回＝▲300bp)、「2.75%」を狙うにしても6回分(25bp×6回＝▲150bp)の利下げが必要になる。パウエル議長の任期中に残されたFOMCは6回。市場予想通りであれば、パウエル任期中には4回弱(年内2回、来年4月会合までに2回弱)織り込まれ、新体制に引き継がれた後は2026年12月会合までに見越してさらに2回が織り込まれている。

言い換えれば、新体制稼働後、2026年中(=5会合中)に2回しか利下げが行

われない織り込みである。果たしてこれは市場が期待する「トランプ派FRB」の挙動として十分なのだろうか。ベッセント財務長官が示唆していた政策金利(2.75%)までは2026年いっぱい織り込んでいるものの、大統領のそれからは距離がある。鳴り物入りで立ち上がった新体制の半年間が「2回の利下げ」であった場合、口汚くパウエル議長を罵ってきた経緯を踏まえれば、「思ったより穏当な運営」ということにならないだろうか。過去にも論じたように、「トランプ派FRB」への過度なハト派期待は始動するまでの2026年5月まではドル安・米金利低下を促しやすいかもしれないが、2026年下期以降は現実的な政策運営を受けて揺り戻しが起きやすくなる展開を想定しておきたい。



国際為替部
 チーフマーケット・エコノミスト
 唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|------------|---|
| 2025年8月22日 | 週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?〜「需要不足」への問題意識は高止まり〜) |
| 2025年8月20日 | 4〜6月期、「米国離れ」の真相〜TICデータ〜 |
| 2025年8月19日 | 上半期の円の需給環境について〜改善傾向〜 |
| 2025年8月18日 | 欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談 |
| 2025年8月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分) |
| | 週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念〜「海外一国内」のローテーションはあるか?〜) |
| 2025年8月14日 | ニクソン・トランプ比較論〜争点は「覇権国の管理コスト」〜 |
| 2025年8月13日 | ニクソン・トランプ比較論〜恐れるべき結末〜 |
| 2025年8月12日 | 過剰反応すべきではないFRB人事の影響力 |
| 2025年8月8日 | 週末版 |
| 2025年8月5日 | 米EU交渉の評価〜妥協か、英断か〜 |
| 2025年8月4日 | 遂に現れた関税の影響〜雇用統計の読み方〜 |
| 2025年8月1日 | 週末版(日銀会合を終えて〜霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に〜) |
| 2025年7月31日 | FOMCを終えて〜年末以降、非常に厄介な状況に〜 |
| 2025年7月29日 | 「米国離れ」の検証〜5月は過去最大の資本流入〜 |
| 2025年7月28日 | 対米投資利益の解釈〜「90%取られる」の意味〜 |
| 2025年7月25日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて〜6月から状況変わらず〜) |
| 2025年7月23日 | 日米関税交渉の合意について〜日銀への影響あり〜 |
| 2025年7月22日 | 参院選を終えて〜現状と展望の整理〜 |
| 2025年7月18日 | 週末版(日銀プレビュー〜「前門の国内政治、後門の米国政治」〜) |
| 2025年7月16日 | 日本版トラスショック再考〜脆弱性は否めず〜 |
| 2025年7月15日 | 日本版トラスショック再考〜現実味を考える〜 |
| 2025年7月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) |
| | 日本政治の現状と展望〜日本売りの材料になる政治〜 |
| 2025年7月11日 | 週末版 |
| 2025年7月10日 | 追い詰められているのは米国も一緒〜TACOの前提〜 |
| 2025年7月9日 | 関税の緩衝材となる円安〜日銀の判断は〜 |
| 2025年7月8日 | 膠着する家計の投資意欲とその今後 |
| 2025年7月7日 | 物価高対策を巡る不可思議〜王道は利上げ〜 |
| 2025年7月4日 | 週末版 |
| 2025年7月3日 | 今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途 |
| 2025年7月2日 | インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代 |
| 2025年7月1日 | 25年上期レビュー〜「欧州の強さ」と「円の弱さ」〜 |
| 2025年6月27日 | 週末版 |
| 2025年6月26日 | NATO首脳会議〜動き出した欧州の戦略的自律〜 |
| 2025年6月25日 | 「米国離れ」は本当なのか〜4月に起きていたこと〜 |
| 2025年6月24日 | 衰えないスイスフラン〜欧州資産へのローテーション〜 |
| 2025年6月23日 | 目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安 |
| 2025年6月20日 | 週末版(FOMCを終えて〜ドル/円相場への含意〜) |
| 2025年6月18日 | 貫かれなかった「べき」論〜優しさの代償は?〜 |
| 2025年6月16日 | 中東事変とドル/円相場への影響〜円売り優勢〜 |
| 2025年6月13日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) |
| | 週末版(変わるドル凋落相場の背景〜米国主導ではなく他国主導に〜) |
| 2025年6月12日 | 日銀会合プレビュー〜「もう関与しない」を示す時〜 |
| 2025年6月11日 | 円の基礎的需給環境について〜暴落後の挙動〜 |
| 2025年6月10日 | 新しい対内直投目標の読み方〜「骨太の方針」〜 |
| 2025年6月9日 | 為替政策報告書を受けて〜年金運用への注文?〜 |
| 2025年6月6日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて〜利下げ局面の終わり?〜) |
| 2025年6月4日 | ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方 |
| 2025年6月3日 | ECB政策理事会プレビュー〜利下げは当然視できる?〜 |
| 2025年6月2日 | 欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント |
| 2025年5月29日 | IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか? |
| 2025年5月28日 | 34年ぶりの首位陥落〜24年末対外純資産について〜 |
| 2025年5月26日 | 懸念通りの米EU交渉〜日本との違い〜 |
| 2025年5月23日 | 週末版(ユーロ相場の現状について〜堅調に潜むリスク〜) |
| 2025年5月22日 | 円金利上昇と為替相場についての所感 |
| 2025年5月21日 | 赤澤ベッセント会談3.0〜争点化する自動車〜 |
| 2025年5月19日 | 米国価格下げの影響〜急性的ではなく慢性的〜 |
| 2025年5月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) |
| | 週末版 |
| 2025年5月15日 | 懲りないドル安ナラティブ〜3度目の光景〜 |
| 2025年5月14日 | 円の基礎的需給環境について〜25年1〜3月期〜 |
| 2025年5月13日 | 経産省「デジタル経済レポート」を受けて〜その②〜 |
| 2025年5月12日 | 経産省「デジタル経済レポート」を受けて〜その①〜 |
| 2025年5月9日 | 週末版(米英合意を受けて〜むしろ心配になる米EU交渉〜) |
| 2025年5月8日 | FOMCを終えて〜デュアルマニデーの拮抗〜 |
| 2025年5月7日 | 逆「アジア通貨危機」観測の考え方 |
| 2025年5月2日 | 週末版(日銀会合を終えて〜「何もわからず、何も決められず」の状況〜) |
| 2025年4月28日 | EUの対米戦略について〜「デジタル赤字への課税」も〜 |
| 2025年4月25日 | 週末版 |
| 2025年4月24日 | 不確実性極まるIMF報告〜WEOとGFSR〜 |
| 2025年4月23日 | 最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓 |
| 2025年4月22日 | 加藤・ベッセント会談プレビュー〜為替は争点なのか? |
| 2025年4月18日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて〜6月スタッフ見通しの重要性を強調〜) |
| 2025年4月17日 | マルアラゴ合意の読み方〜40年前の再現は不可能〜 |
| 2025年4月15日 | 日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編 |
| 2025年4月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) |
| | 日米通商交渉プレビュー〜論点の検討〜 |
| 2025年4月11日 | 週末版(リスクシナリオの高まり〜不穏なベッセント発言〜) |
| 2025年4月9日 | トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか |
| 2025年4月8日 | 残された望みは「緊急協調利下げ」か? |
| 2025年4月7日 | インバウンド需要はピークアウトするか? |
| 2025年4月4日 | 週末版(正論を掻き消す時代の振り子〜デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書〜) |
| 2025年4月3日 | 厳しい対米貿易の展望〜輸出は減り、輸入は増える〜 |
| 2025年4月2日 | トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える |
| 2025年4月1日 | 1〜3月期の為替市場外観〜割を食うユーロ圏〜 |
| 2025年3月28日 | 週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ〜25%自動車関税の行方〜) |
| 2025年3月25日 | インフレに適應する家計部門〜「貯蓄」から「逃避」〜 |
| 2025年3月24日 | インフレか、デフレか〜FOMCを終えて〜 |
| 2025年3月21日 | 週末版(日銀会合を終えて〜「史上最大の円ロング」、2つの先行き〜) |
| 2025年3月18日 | 「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について |
| 2025年3月17日 | 日銀会合プレビュー〜現状維持が基本に〜 |