

## 経済を読む眼

### 不確実性が高い下での Fed の金融政策<sup>1</sup>

2025年6月25日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 岩井真子

#### 要旨

1. 米国経済は、関税政策、中東での地政学リスクの高まり、移民抑制政策等、供給サイドでインフレ率押し上げと経済成長率押し下げに働くショックが多く、大きな不確実性に直面している。本稿は不確実性を考慮した政策理論の観点から、Fed の金融政策対応を考察する。
2. 経済成長に関する不確実性への Fed の金融政策対応は、Brainard の保守主義に則った慎重な対応によって政策効果の誤差を小さくすることが適切。
3. 関税等に伴うインフレに関する不確実性への金融政策対応は、インフレの持続性に関する不確実性であるため、積極的な対応が適切。
4. シンプルな Taylor rule 等に則った政策は、インフレが持続的か一時的か等の不確実性が高い経済にはそぐわない。
5. 最近のサーベイ調査にみられるようにインフレ期待が2%のアンカーから外れるリスクへの対応は重要。インフレ期待が内生的に決まると考えれば、Fed は、インフレ抑制のために積極的に対応するほか、物価安定を優先する趣旨のコミュニケーションを行うことも重要。
6. こうした不確実性が高い経済では、金融政策手段は政策金利を柔軟に運営することが重要で、フォワードガイダンス等で政策を縛り過ぎることには弊害がある。
7. 以上より、不確実性への対応という観点からは、Fed は現在のやや引き締め的な姿勢を維持し、物価の安定を優先する姿勢を強調することが適切であろう。Fed は少なくとも今秋までは動かない可能性が高い。
8. これが変わるとすれば、関税等の不確実性が静まる中で景気の鈍化が明確化するか、あるいは不確実性が高いままでも景気が後退するケース、逆にインフレ期待のアンカーが外れたり、インフレが持続的であることがみえてくるケースであろう。リスクはどちらかと言えば早期利下げの側にありそうである。

<sup>1</sup> 本稿は、2025年6月23日現在のデータ・情報に基づいている。

## 1. はじめに～高まる米国経済の不確実性

市場では、米国経済指標に一喜一憂しながら Fed がいつ利下げを再開するかに関心が高い。当の Fed は、物価安定のプライオリティが高いことを強調しつつ、今は政策変更を行うべきではないとのスタンスを情報発信している。

Fedのこうした政策スタンスの背景には、米政権が繰り出す関税政策、議会で議論されている減税政策と関税収入にも左右される政府債務の帰趨、移民抑制政策、更に最近では中東の軍事衝突といった地政学リスクによる原油価格の上昇等、が米国経済に及ぼす影響に関する不確実性の高まりがある。特に関税政策や地政学リスクの高まりについては、めまぐるしく変わることもあり、Fedはこうした間断なく生じる供給ショックがインフレ率には押し上げ方向、経済成長率には押し下げ方向に働くことを認識しつつも、その程度や何時まで影響が続くかという粘着性の程度、更にはその背後にあるインフレ期待の帰趨といった点で、極めて大きな不確実性に直面している。

以下では、こうした様々な面での不確実性が高い下でのあるべき金融政策スタンスの考え方を整理し、Fedの今後のスタンスを展望する。

## 2. 不確実性と金融政策姿勢の関係

まず、Fed からみた米国経済に関する不確実性の認識については、Cook FRB 理事の最近の整理<sup>2</sup>が役立つ。彼女は、Bernanke (2007-a)<sup>3</sup>に基づいて、経済の不確実性を以下の3種類と捉えている。以下ではこの枠組みに沿って議論する。

- (1) 経済の現状把握の不確実性
- (2) 経済の構造の不確実性
- (3) 民間の経済や政策に関する期待形成

### (1) 経済の現状把握の不確実性

経済の現状を把握することの難しさについては、以前からリアルタイム・データでみた経済の基調が後で見ると相当ずれており、これが政策判断を歪めることが論じられてきた<sup>4</sup>。この困難の本質的な部分は現在も残存している。そのため、広範囲なデータ・情報を見て認識を補完していく必要がある。

この点では、2000年代初に比べると改善もみられている。現状把握のためには月次

---

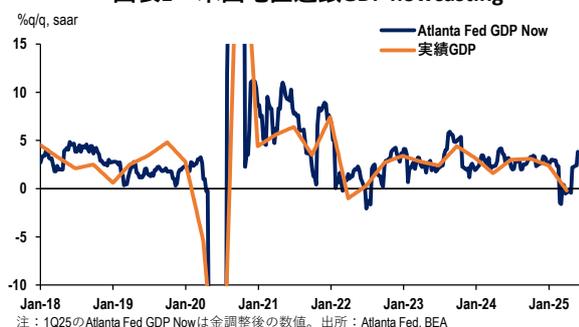
<sup>2</sup> Cook, L. (2025) “The Economic Outlook and Path of Policy,” remarks at 2025 McKay Lecture, University of Pittsburgh を参照。

<sup>3</sup> Bernanke, B. (2007-a) “Monetary Policy under Uncertainty,” speech at the 32<sup>nd</sup> Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>4</sup> この点を指摘した代表的な研究には Orphanides, A. (2002) “Monetary-Policy Rules and the Great Inflation,” American Economic Review, vol.92 がある。

の経済指標が重要なことは今も変わらないが、それに加えて、高頻度データやリアルタイムの推計、更にはサーベイも充実してきており、以前よりは、経済の状態を迅速に把握できるようになってきている。例えば、高頻度データはコロナ禍を契機として一気に充実し、消費の動向を日々カードデータや外食のブッキングデータから追えるようになっている。また、GDP やインフレ率をリアルタイムで当てる **nowcasting** も、2010 年代から発展してほぼ毎日経済指標が公表される度に更新されるようになっており、また事後的にみても GDP 確報値とそれ程乖離してはいない（図表 1）。更には、経済環境の不確実性の拡大が（リアル・オプションの理論が示唆するように）投資計画を後ずれさせ易いという傾向を把握できるようなサーベイデータ、例えば地区連銀のサーベイで投資の先行き期待を測ることも 2000 年代に入って拡充されて、今では 5 地区連銀のサーベイではほぼ同時期に把握出来るようになっている（図表 2）。

図表1：米国地区連銀GDP nowcasting



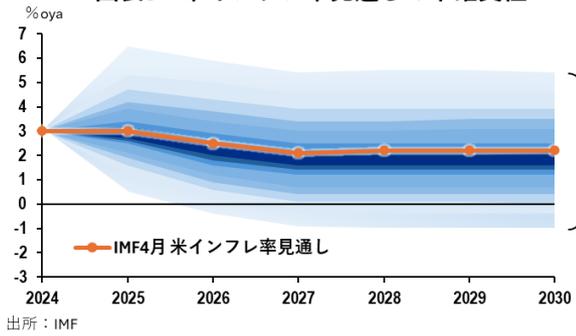
図表2:米国地区連銀製造業指数と設備投資見通し



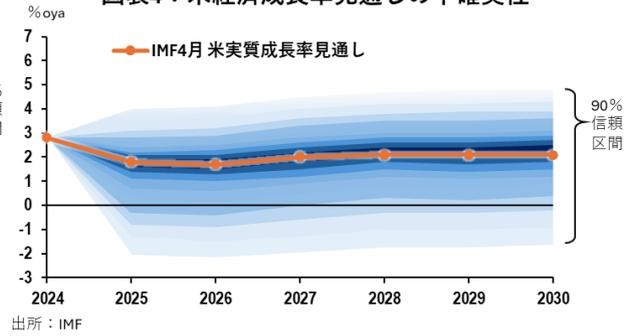
## （２）経済の構造の不確実性

経済構造に関する重要な観点の一つに、Fedの政策金利に対する経済の反応に関する不確実性がある。経済構造のパラメーターに関して不確実性が存在する場合、例えばインフレ率と政策変数の関係とか、需給ギャップと政策変数の関係を表すパラメーターが確実にはわからないことを指す。関税が幅広く賦課された現在の米国では、それに対して政策金利の調整で対応するとしても、インフレ率の上昇がどの程度続こうとしているのをどの程度食い止められるのか、一方で景気をどの程度押し下げようとしているのをどの程度食い止められるのか、の両面で不確実性が高い。例えば、IMF は本年 4 月時点で、インフレ率見通しの不確実性を、中心的な見通しの上下双方に大きくみており、90%の信頼区間でみれば、2025 年の上限は 6%、下限は若干のマイナスまである（図表 3）。一方、経済成長率のリスクは下方に傾いており、やはり 90%信頼区間でみれば上限では 4%成長までにとどまるものの、下限は-2%まで見込んでいる（図表 4）。これだけ不確実性が高いインフレ率・経済成長率に対して Fed が政策金利の調整で対応する場合、どう考えるべきであろうか。

図表3：米インフレ率見通しの不確実性



図表4：米経済成長率見通しの不確実性



まず、これは経済構造のパラメーターに関する不確実性（乗法的な不確実性）であり、パラメーターを同じに保ったまま平行移動させるような加法的な不確実性ではない。ここでは、この不確実性へ政策で対応するにしても、Fedが金利を調節することで経済成長率が影響を受け、これが需給ギャップを動かしてインフレ率に影響を及ぼす、という経路で考える。その際、Fedはインフレ目標の達成と雇用の最大化の2つの責務を持ち、かつ頻繁に政策の方向性を変えないような円滑な金利調整を行うことで市場から政策の信認を得ているので、その損失関数として、インフレの目標からの乖離、経済活動の潜在成長力からの乖離、金利のボラティリティ、という3つの要素を最小化するように行動する、という枠組みで考える。

この時、Fedが政策金利を調整するにあたって、最初に需給ギャップがどの程度反応するかには不確実性が高いとすると、これは古典的な「Brainardの保守主義」<sup>5</sup>で考えることになる。すなわち、政策金利に対する需給ギャップの反応の大きさに不確実性が高い場合、政策変更を大きくするほど（A→B→C）、需給ギャップに及ぼす影響の分散が大きくなる（図表5）。したがって、保守的な政策運営、すなわち政策金利の変更を小さくすることが望ましくなる。

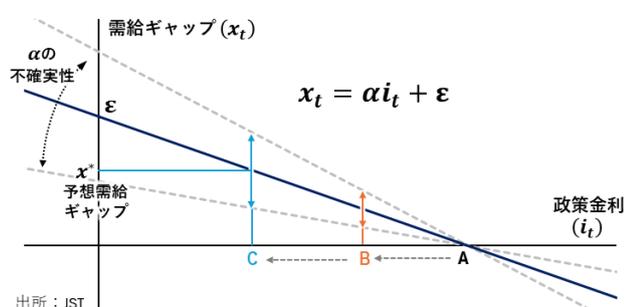
一方、政策金利の変更によって需給ギャップを動かすことを通じて今期のインフレ率を動かすだけでなく、これが来期のインフレ率にも影響していく場合、結論は逆になる<sup>6</sup>。すなわち、図表6において、今期のインフレ率（ $\pi_t$ ）が変動した場合、それが

<sup>5</sup> この考え方の原型は Brainard, W. (1967) “Uncertainty and the Effectiveness of Policy”, American Economic Review Vol. 57 (2) である。これを Blinder, A. (1998) “Central Banking in Theory and Practice,” MIT Press が「ブレインナードの保守主義」として論じて以降、世界の中央銀行に急速に広まった。なお、需給ギャップの不確実性にこの保守主義を適用すべきかという点については異論が聞かれることもあるが、ここでの議論は、Walsh, C. (2003) “Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy,” Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City を最も標準的な理解とみなして展開している。

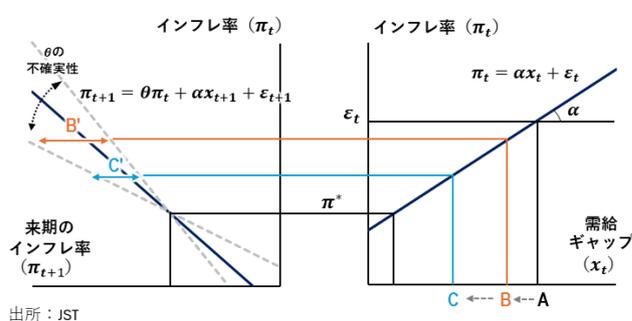
<sup>6</sup> この議論は、脚注5の Walsh, C. (2003)及び Walsh, C. (2022) “Inflation Surges and Monetary Policy,” Monetary and Economic Studies, Bank of Japan の議論を基にしている。他にも Söderstrom, Ulf (2002) “Monetary Policy with Uncertain Parameters,” Scandinavian Journal of Economics, vol. 104 も参考にしている。また、Schnabel, I. (2022) “Monetary policy and the Great Volatility,” speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City も Walsh (2003)を基に、コロナ禍後のインフレに関して同様の主張をしている。鶴飼博史 (2022) 「Fed はどこまで利上げを行うか？—金融政策論的アプローチ—」 経済を読む眼第2回、科学技術振興機構では、そのエッセンスをここにあるような簡単な図表で説明している。

来期以降のインフレ率 ( $\pi_{t+1}$ ) に及ぼす影響を「動学的」に考慮しなければならない。この場合、需給ギャップの変動を大きくしないように保守的に政策対応を行うと、来期のインフレ率の分散が拡大する、言い換えればこうした慣性効果の大きさの先行きの不確実性は現在のインフレ率が高いほど大きくなってしまふ（当期の A→B のシフトは A→C のシフトよりも翌期のインフレ率の不確実性が大きい <B'>C'>、図表 6）。したがって、インフレ率の不確実性を小さくするためには、今から積極的な政策運営を行うことが適切になる。つまり、インフレの持続性に不確実性が大きい時には、不確実性がない時よりも政策反応を大きくすることが最適となる。例えば今回の高関税賦課の米国のインフレへの影響を一時的とみなす考え方もあるが、コロナ禍後の高インフレの際にインフレの持続性を見誤ったことに照らしても、その持続性に関する不確実性を慎重に捉えておくべきであろう。

図表5：需給ギャップの政策反応の不確実性



図表6：動学的に見たインフレ慣性の不確実性



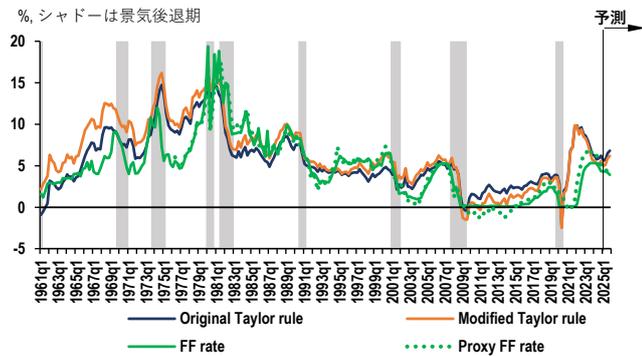
現政権が関税を幅広く賦課する前は、Fedは元々現在のやや引き締めの政策経路を更に引き下げていくつもりでいた。そこに関税が加わったために、Fedは景気悪化懸念に対しては利下げを慎重に行う必要がある一方、インフレ懸念に対しては積極的に対応、すなわち利下げを積極的に見送らないしは利上げに転じることが必要になる訳だ。

なお、これ以外に、不確実性を主観的な確率過程としては捉えられない場合には、ここまでに示したようなベイジアン・アプローチではなく、最悪の結果だけは回避しようとするミニマックス・アプローチ（頑健コントロール・アプローチ）<sup>7</sup>もある。しかし、これらは複雑であり、しかも経済情勢次第で誤差の許容度をどの程度にするかによって政策金利による調整を大きくすべきか小さくすべきかが異なり得る。例えばフィリップス曲線の傾きが一定程度の範囲内であれば、積極的な政策運営がサポートされ、大きな範囲にすると、保守的な政策運営が適切となる。Fedが現在このアプローチを採用しているとは考えられないため、ここではこれ以上議論に深入りすることは避けることとする。

<sup>7</sup> Hansen, P., and T. Sargent (2007) "Robustness," Princeton: Princeton University Press を参照。

また、不確実性を採り入れると政策論が複雑化し過ぎると考えるならば、代替策としては、Taylor rule といったシンプルなアプローチを採って本質を見失わないようにするという考え方も昔から根強い。しかし、例えば今回取り上げている関税のように、供給ショックのインフレ率への影響が一時的か持続的かが不確実な時には、その区別をしないシンプルなアプローチは適切ではないと考えられる<sup>8</sup>。現在、市場で予想されている FF 金利の今後の推移（図表 7 の緑線）を、予想される経済成長・インフレ率を基に試算した Taylor rule（同濃紺の線とオレンジの線）と比べてみよう。結果をみると、市場はインフレ率の加速は一時的と予想しているために低下しており、そうした区別をつけない Taylor rule が上昇していることから乖離している。これが正しい織り込み方なのかは議論の余地があるかもしれないが、いずれにしても、このシンプルなルールだけをもって市場の見方を誤りと判断することはできない。

図表7: テイラールールとFF金利



注：Original Taylor rule:  $\bar{F}\bar{F} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 $r^* = 2\%$ ,  $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ  
 Modified Taylor rule:  $\bar{F}\bar{F}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 Proxy FF rateはChoi, Doh, Foerster, and Martinezの推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利,  $r_t^*$ はLaubach-Williamsの1-sided estimate of  $r^*$ ,  $L-W$ が推計を止めた後はFedの想定で0.5%と想定,  
 $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ, 2025~4Q25のTaylor rule  
 はJST予測, FF金利はOIS市場の織り込みを使用。  
 出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Bordo and Lev (2022), BEA, CBO, Macrobond, JST推計

### (3) 民間の経済や政策に関する期待形成

現在の Fed にとって、地政学的リスクや関税ショックが次々と来る中で、インフレ期待がアンカーされ続けているのか、それとも最近のサーベイで顕わになっている中長期インフレ期待の上昇は、インフレ期待がアンカーを外れつつあることを示唆しているのかが、最大の関心事項の1つである。ECBの理事である Schnabel (2024)<sup>9</sup>も、現在の世界経済を“Great Volatility”の時代とみなし、インフレ期待がアンカーを外れるリスクが高まっていると指摘している。この点の判定の仕方の1つは、Bernanke (2007-b)<sup>10</sup>が示した、「ここで『アンカー』とは、明らかになってくるデータに対して比較的反応しないという意味で使っている。したがって、例えば人々が長期的なインフレ期待よりも高い一連のインフレを経験していながら、彼らの長期インフレ期待が結果として動かないのであれば、インフレ期待はうまくアンカーされていることになる。も

<sup>8</sup> 最近では Kashkari, N. (2025) “Conducting Monetary Policy in an Uncertain Economy,” remarks at the Bank of Japan’s Institute for Monetary and Economic Studies conference がこの点を指摘している。

<sup>9</sup> Schnabel, I. (2024) “Monetary policy and the Great Volatility,” speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>10</sup> Bernanke, B. (2007-b) “Inflation Expectations and Inflation Forecasting,” speech at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute.

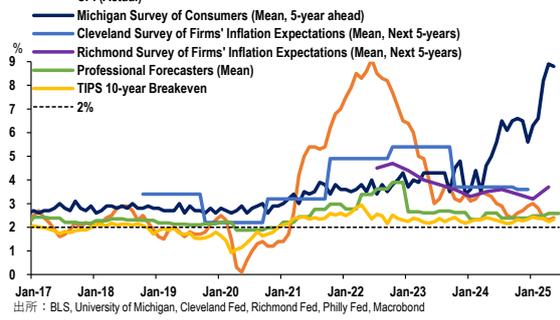
しも人々が短期間に高いインフレを経験したことに反応して彼らの長期インフレ期待を引き上げれば、インフレ期待はアンカーされていないことになる」という判断基準であろう。

Fedは、インフレ期待はアンカーされているとの認識を崩していない。しかし、例えば家計や企業の短期インフレ期待はインフレ率実績に応じて変動する部分もそれなりに大きく、特に家計はガソリン価格の水準の実績に影響され易かったようであるが、最近は関税政策のニュースを受けて家計を主体にフォワードルッキングに大きく上昇している（図表 8）。更に直近では、中東紛争の激化によって原油価格が再び上昇し、ガソリン価格にも波及するリスクがある。こうした関税や原油価格の動向が短期インフレ期待を経由して長期インフレ期待へスピルオーバーされるのであれば、この基準に照らしても、インフレ期待がアンカーされていないとみなすことになる。この点、企業、識者、市場の見方にはそうした傾向はみられていないものの、家計のインフレ期待にはみてとれるという曖昧な状況にある（図表 9）。また、コロナ禍後に実際に高いインフレを経験したことも、今後の人々のインフレ期待の形成に影響を与えかねない。Fedが、インフレ期待のアンカーが外れるリスクに対して神経質になるのは当然であろう。

図表8：米国短期インフレ期待とガソリン価格

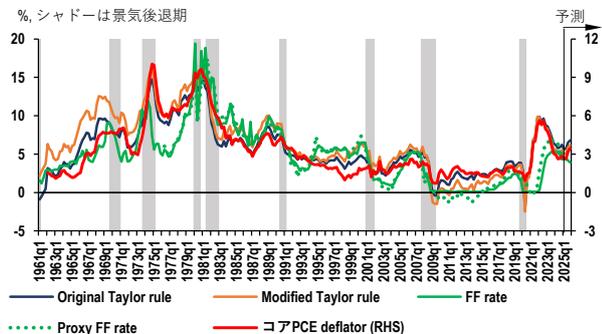


図表9：米国長期インフレ期待



インフレ期待のアンカーが外れかかっている場合には、Fedとしては、インフレの安定化を重視してインフレ期待をアンカーさせる方が経済にとっての恩恵が大きくなる。この点、Fedは過去に引き締めが遅かったケースが何度もあり、特に1970年代のインフレ期待がアンカーされていない時期には、Fedが政策金利を、Taylor rule等で示唆される金利水準からあまりにも逸脱させてしまったために、インフレ率を上方に引き上げてしまい、米国経

図表10：テイラールールとインフレ率



注：Original Taylor rule:  $\bar{F}\bar{F} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 $r^*=2\%$ ,  $\pi^*=2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ  
 Modified Taylor rule:  $\bar{F}\bar{F}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 Proxy FF rateはChoi, Doh, Foerster, and Martinezの推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利,  
 $r_t^*$ はLaubach-Williamsの1-sided estimate of  $r^*$ ,  $L-W$ が推計を止めた後はFedの想定で0.5%と想定,  $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ, 2Q25~4Q25のTaylor ruleはJST  
 予測, FF金利はOIS市場の織り込みを使用。  
 出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Macrobond, JST推計

済が一種のスタグフレーションとなった<sup>11</sup>（図表 10）。また、コロナ禍後も、Fed は再び金融引き締めが遅れによって 1970 年代以来のインフレの大幅な上昇を許容してしまった。1970 年代の経験は、インフレ期待のアンカーが外れることのコストの大きさを示唆している。一方、コロナ禍後は、その前の十年以上に及ぶ低インフレの後であったこともあり、インフレ期待のアンカーが辛うじて外れなかった可能性が高いものの、今回ここで一度高インフレを経験した以上、今後はインフレ期待のアンカーが外れ易くなっていることも気にしなくてはならない。

インフレ期待のアンカーは内生的なものであり、中銀がインフレショックに対応しなければ、そのこと自体がインフレ期待をアンカーから外してしまう。一旦外れたら再度アンカーさせるにはコストがかかる。インフレ期待のアンカーが外れてインフレが持続的にならないようにするためには、物価を安定させる方向への積極的な政策が重要である<sup>12</sup>が、同時に、Fed の政策に関する市場・民間とのコミュニケーションも重要になる。現在の Fed は、Powell FRB 議長も、それ以外の Fed 高官も、こうした観点に立って、物価の安定を重視しているという姿勢を打ち出していると解釈できる。

### 3. 関税、地政学リスク、移民政策等の影響の不確実性を踏まえた適切な金融政策対応とは？

以上の議論を踏まえて Fed の適切な政策運営を考えてみると、Fed は現在、関税をはじめとして大きなショックが米国経済に降りかかっている中で、経済・物価予測が極めて難しい状況に直面している。例えば関税率の大幅な引き上げは、供給ショックなので、インフレ率には上振れリスク、景気には下振れリスクとなる。地政学リスクの高まりによるエネルギー価格の上昇も、同様の性質を持つ。しかも、政策調整を行った場合の経済・物価の反応にも不確実性が高い。

現在の FF 金利は FOMC が予想している中立金利水準（中央値が 3.0%）よりも 1%以上引き締めのめである。これを出発点とすると、2（2）章と 2（3）章で議論された不確実性を考慮すれば、いずれもインフレに対して積極的な対処が必要という結論になったことに鑑みると、今は中立金利より引き締めのめなまま、市場が期待するような利下げを行なわないことが最適となるだろう<sup>13</sup>。更に、インフレ期待のアンカーが外れることが無いように、市場・民間とのコミュニケーションも重要となる。今後、例えば Bessent 財務長官が述べているように、7 月 8 日に相互関税の 90 日間猶予が終了時期

---

<sup>11</sup> Bordo, M., and M. Levy (2023) “The Fed’s Monetary Policy Exit Once Again Behind the Curve,” published in *How Monetary Policy Got Behind the Curve—and How to Get Back*, Hoover Institution Press.

<sup>12</sup> Williams, J. (2025) Fireside chat at 2025 BoJ-IMES Conference, the Bank of Japan を参照。

<sup>13</sup> この考え方は、ECB の前述の Schnabel (2025) の考え方とは、結果として処方箋が同じであるにも拘わらず、やや異なる。ECB の場合、中銀預金ファシリティ金利は既に中立的な水準にあるので、そこで A “steady hand” な政策が、色々な結果が予想される中ではベストな保険であるという考え方である。これに対して Fed は、全世界を対象に関税率を引き上げた米国にはユーロ圏よりもそれだけインフレのリスクを心配しなければならない状況にある。

を迎えても、関税交渉が進行中の国に対しては更に猶予期間を与えるといった展開になれば、関税に関する不確実性がいつまでも鎮静化せず、したがって Fed のこうした姿勢が長引く可能性すらあろう。

本年 6 月 17～18 日に開催された FOMC は、「経済見通しに対する不確実性は低下したが、なお高水準」との見方を示した。SEP (Summary of Economic Projections) の実質 GDP 成長率やコア PCE 上昇率の先行き予測に関する不確実性の分布を見る限りはあまり下がっていないものの、FOMC 全体としては不確実性の強さについての評価が少し後退したことが判明した。今後この不確実性が更に低下していくのであれば、Fed が政策転換を行う道が拓けていくことになるだろう。

では最後に、Fed がこうした姿勢を転換し、今後いずれかの方向に迅速に金融政策の舵を切るとすれば、どのような状況が考えられるであろうか。具体的には以下の 2 つの問いを考えておく必要がある。

第 1 に、関税の影響やエネルギー価格の上昇等の不確実性が今後静まった時、Fed が粛々と中立金利に向けて政策金利を調整するケース以外で、政策変更を迅速に行うケースとはどのようなものかという問いである。これは、まずは経済成長率の鈍化が著しくなり、関税やエネルギー価格上昇によってもたらされたインフレの持続性がないと判明するようなケースである。この場合、Fed は迅速に政策金利を下げて雇用に配慮しなければならないだろう。その意味で、景気の鈍化を映じて労働市場がどの程度緩和してくるかに注目する必要がある。反対に、Fed が注目している民間のインフレ期待がアンカーから外れてしまうケースも想定される。この場合、Fed は金融引き締め方向で強い姿勢を見せなければならなくなるだろう。

第 2 に、不確実性が高いままで Fed が政策変更を行う状況とはどのようなものかという問いである。これは、一方では不確実性が高いまま、しかし景気後退がみえてきたケースで、Fed は利下げで対応する必要があるだろう。他方、関税やエネルギー価格上昇によって促進されたインフレの昂進が持続性をみせ始めたケースもそのような状況であり、この場合は Fed は利上げで対応せざるを得なくなるであろう。

経済成長率が大幅に減速するかマイナスになる場合、関税やエネルギー価格上昇に起因するインフレ率の上昇の持続性にはある程度限界があるかもしれないので、標準シナリオが外れるとすれば、利下げが早まる可能性の方が強いとみておきたい。

#### 4. 不確実性下の政策を考える上での留意点～金融政策手段

最後に、現在のように米国経済において供給ショックが次々と生じ、マクロ経済が非常にボラタイルになっているような先の読みにくい時代、しかも上述したようにインフレの粘着性やその大きさが不確実であり、フィリップス曲線の傾きやシフトが経済情勢次第で変わる時代には、用いるべき金融政策手段についても考え直す必要が出

てきていることを付言したい<sup>14</sup>。

そうした状況の下で重要なことは、金融政策はいざという時に方向を柔軟に変えられる手段を用いるべきということである。この観点から金融政策手段をみると、まず、政策金利は、この柔軟性を備えているとみてよい。Fedは当分の間、政策金利操作のみで金融政策を運営すると見込まれる。

また、フォワードガイダンスも金融政策の先行きを縛り過ぎることは適切ではないと考えられるため、控えめな使用になると見込まれる。金融政策の先行きを強く制約するフォワードガイダンスは、ボラティリティの高いマクロ経済の下では、中央銀行が **behind-the-curve** に陥るリスクを高めたり、フォワードガイダンスと整合性の取れない政策を採らざるを得なくなるリスクがあるからだ<sup>15</sup>。しかも、フォワードガイダンスを使うとしても、金融政策を特定の時期まで動かさないといった先行きの姿勢まで制約する **Odyssean** 型ではなく、先行きの経済情勢に政策姿勢を紐付けることにとどめ、金融政策の先行きの姿勢を制約しない **Delphic** 型のフォワードガイダンスの方が、適切であろう。そう考えると、現在のような不確実性の高い経済環境の下では、Fedがフォワードガイダンスを多用して市場を落ち着かせながら政策の舵取りを行うという手法は採りにくくなると考えておく方が適切であろう。

資産購入も、ECB理事の Schnabel (2025) が述べている通り<sup>16</sup>、これまでよりも慎重かつ選択的に用いる必要があるだろう。まず、金融市場を安定させる必要があるときに一時的に使う分には、その後巻き戻すことも容易であるので問題は少ない。しかし、経済・物価の安定のために量的緩和政策として用いる場合には、今回の Fed や日銀、更には ECB の例をみても、通常は多額の資産購入が必要となる。そして、金融緩和という政策方針を柔軟に変更しようとする場合、Fedが持つ多額の保有資産を急激に処分することは難しく、徐々にしか舵を切れない。そうすると、例えば Fed が金融引き締め転じて、長期金利は長い間 Fed の多額の資産保有によって下方に抑制されたままになるという問題がある。このため、Fedの引き締めが不十分になったり、あるいはそれを相殺しようとするれば政策金利の調整幅が大きくなるリスクを伴う。また、不確実性が高い状況下での方向転換の難しさを金融システム安定の観点からみると、やや異なる視点として、量的引き締め時に量的緩和時にはみえないリスクが顕在化し得ることも指摘できる。具体的には、量的緩和期に銀行の要求払い預金が著増し、定期性預金が減少するが、量的引き締め期に入っても要求払い預金から定期性預金への振り替えが進まない傾向が見られ、不確実性が高い経済環境の下で銀行の経営に何かショッ

---

<sup>14</sup> この点を早くから明確に問題提起したのは、Gopinath, G. (2023) “Three Uncomfortable Truths For Monetary Policy,” remarks at the ECB Forum on Central Banking である。

<sup>15</sup> Orphanides, A. (2023) “The Forward Guidance Trap,” IMES Discussion Paper Series, No 23-E-06, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan を参照。

<sup>16</sup> Schnabel, I. (2025) “Reassessing monetary policy tools in a volatile macroeconomic environment,” speech at the 25th Jacques Polak Annual Research Conference。

クが起きると、要求払い預金が引き出され、中銀を含む公的機関に「流動性依存」せざるを得なくなるというリスクである<sup>17</sup>。このように考えると、経済・物価の安定を目指すための多額の資産購入にはこれまでより慎重な姿勢で臨む必要があるだろう。

---

<sup>17</sup>このリスクを初めて指摘したのは、Acharya, V., Chauhan, R., Rajan, R., and S. Steffen (2022) “Liquidity Dependence: Why Shrinking Central Bank Balance Sheets is an Uphill Task,” NBER Working Paper w31050（現在も NBER working paper として改訂中）である。その後、日本については、Ugai, H., and T. Osada (2024) “The Reversal of BoJ’s Balance Sheet Policy; Liquidity Dependence,” Discussion Paper series, SU-RCSDEA が検証して米国と同様の量的緩和と同引き締めめの預金の非対称性を指摘し、ユーロ圏については、Soares, C. (2025) “Liquidity dependencies in the euro area,” ECB Working Paper Series No 3056 が、条件付きではあるが、やはり非対称性が当て嵌まることを指摘している。

## 著者紹介

### 鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

### 丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

### 岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を引用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。  
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。  
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。