

## 経済を読む眼

### 関税・移民抑制政策で複雑なトレードオフに直面する米金融政策<sup>1</sup>

2025年8月29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. 米国では、関税政策が物価を押し上げ、国内景気を押し下げるというトレードオフを提供している。一方、移民抑制政策が強力的に作用し、これが労働供給を減らして労働需給を逼迫させる一方で、需要も減らして労働市場を引き緩ませるといふ、賃金・物価へのトレードオフを提供している。
2. Fed はこれまで、インフレは目標を上回り、雇用は完全雇用を達成しているので、やや引き締め的な政策姿勢の維持が適切と考えてきた。しかし、7月の物価には関税の影響も含めてやや上振れリスクがみられ始めている一方、7月雇用統計が、失業率が低いまま雇用者数のみ過去に遡って大幅に減速する状況に転じた。
3. 労働需要と供給が同時に減退して失業率が低位安定している姿について、解雇も新規雇用も低調な経済になっていて労働需給がバランスしている以上問題がないとの見方もあるが、Powell FRB 議長は、そうした奇妙な均衡では雇用に下方リスクがあるとの見方を新たに提示した。
4. Powell FRB 議長はこの見方に則り、現在の金融政策がやや制約的であることを踏まえれば保険的に若干の利下げが正当化されるとしており、9月のFOMCでの25bp利下げを事実上示唆した。しかし同時にそれ以上大幅な、または早いペースでの利下げにも踏み切らないというニュアンスである。
5. これは、Fed の独立性とアカウンタビリティのバランスを変えようと考えている FRB 新理事が任命されようとしている時だけに、Fed が政策を誤った場合に議会でその独立性の議論の潮流が変わるリスクへの備えにもなる。
6. なお、関税のトレードオフに対する最適金融政策について、学界ではニューケインジアン経済学に基づく考察が始まっていて興味深い。しかし、この枠組みによる現段階の研究は、インフレ率は必ず均衡に戻ることを前提としているので、金融政策は CPI が大きく上昇しても気にせず、雇用と総所得を刺激すべきとしており、Fed の現実的な悩みの解決になっていない。

<sup>1</sup> 本稿は、2025年8月26日現在のデータ・情報に基づいている。

## 1. はじめに～問題意識

米国では、現政権が世界中に全方位で高関税を賦課したため、貿易の加重平均でみた関税率が約 17～18%まで上昇している。米国経済はこうした世界中への関税賦課によって、輸入物価の上昇とそれに伴う景気の減速というトレードオフに直面している。現在は、関税の輸入物価の押し上げ効果が漸く出始めた段階で、暫くは効果の発現が続くと考えられる。

一方、米政権のもう一つの目玉政策である移民抑制策には、米国の労働供給を押し下げて労働需給を逼迫させる効果と、移民は消費者でもあるので需要を押し下げて労働需給を引き緩ませる効果、という賃金・物価の観点からみたトレードオフがある。そのため、全体としての労働需給はやはりその両面に及ぼす影響を比較考量する必要がある。この移民抑制策は労働供給をマクロ的にかなり抑制していることが明らかになってきており、米国の労働環境は労働需要と供給が両方とも伸びなくなる状況に変わってきている。

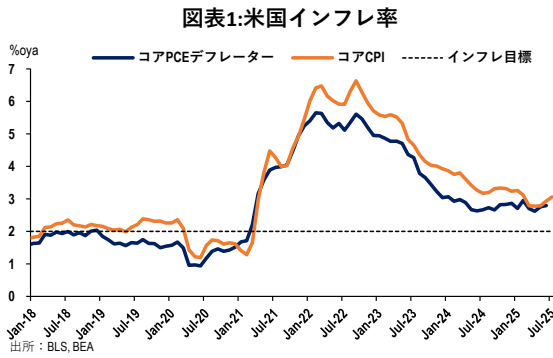
こうした状況の下、Fed は、FF 金利を 2024 年 12 月に 4.25～4.5%の誘導目標レンジまで引き下げた後、7 月 FOMC においても、労働市場は最大雇用の範囲内にある一方、輸入物価の上昇が国内インフレにどの程度繋がるのかがわからないとして、様子見を続けている。しかし、8月に入って、雇用者の伸びの急速な鈍化が明らかになった。以下では、Fedがこのように経済環境が変化している下で、今後どのような金融政策運営を採るのかを考察する。また、別添に於いて、関税がもたらすトレードオフ下での金融政策運営に関する現代経済学の理論的な知見も紹介する。

## 2. Fed の物価と雇用に対する考え方

Fed は最近に至るまで、インフレ率はコア PCE デフレーターでみて前年比 2.8%となお 2%のターゲットを上回っており、ここに関税の影響がこれから強く出てくる一方で、雇用はほぼ完全雇用を達成しているので、やや引き締めの政策姿勢が適切と考えてきた（図表 1、2）。実際、Powell FRB 議長の 7 月 FOMC 後の記者会見では、関税の物価への影響は、標準的には一過性である可能性の方が高いが、上振れリスクは残っていると判断を示す一方で、労働市場には移民抑制の影響が労働供給の抑制という形で現れているとして、雇用需要の強さを測る雇用者数の増加幅よりも、労働の需要と供給のバランスを表す失業率の方に着目しており、これをみると労働市場は堅調である、としていた<sup>2</sup>。

---

<sup>2</sup> この点、7 月 FOMC で利下げを主張した Bowman 副議長や Waller 理事は、雇用者数に着目して、雇用は失速の瀬戸際にあるとしており、失業率を重視する考え方とはやや異なっている。



そうした下での Fed の金融政策姿勢について、Powell FRB 議長は、7 月 FOMC 後の記者会見において、インフレ率については関税による最近の上昇に対して先まで見通したうえで無視しているようなものと説明していた。一方で、雇用の将来のリスクに配慮して金融緩和に踏み切っても、その後に再び引き締めが必要になるリスクがあるので、今は動かないことが効率的と説明していた<sup>3</sup>。但し、コア PCE デフレーター上昇率と失業率が FOMC の 6 月 SEP に沿って推移すると仮定して、FRB が議会に提出している Monetary Policy Report で紹介している Taylor rule（インフレの目標からの乖離と失業率の均衡からの乖離を等分に扱うルール）を計算すると、現在の FF 金利が適切となり、必ずしも関税の物価への影響を無視しているとは言えない（図表 3）。また、Balanced approach（Taylor rule に比べて失業率の均衡からの乖離への反応を 2 倍にすることで、両者が逆を向いた時に雇用をより配慮）では FF 金利は一度利下げすることが適切との結果が得られていた。現在の Fed の姿勢は、我々が「不確実性が高い下での Fed の

図表3:4Q25時点の政策ルール（FedのMonetary Policy Reportにある失業率を用いたルール）

		FOMC金利ドット		リセッション入り	景気減速 労働供給堅調
		2025/6月	同SEP経済・物価		
政策金利	Taylor rule	3.9~4.4	4.4	3.6	4.9
	Balanced approach (中央値3.9) (失業率gapのウェイトがTaylor ruleの2倍)		4.1	3.0	4.7
$r^*$			1.0	1.0	1.0
失業率			4.5	4.8	4.4
コアPCE			3.1	2.8	3.4

出所: FRB Monetary policy rule, JSTシミュレーション

金融政策<sup>4</sup>において展開した、『金利スミージングを意識している場合には、理論的にはインフレの不確実性には積極的に、雇用の不確実性には慎重にとという姿勢が望ましいという考え方』に近いと解釈することが可能である。我々は、その際、インフレ期待が 2%アンカーから外れるリスクがある場合にはインフレ期待を安定させる方向での積極的な政策が必要とも説明したが、Powell FRB 議長や最近の Williams NY Fed 総裁のインタビュー<sup>5</sup>をみると、最近はアンカーから外れるリスクが後退しつつあると考えているようである。

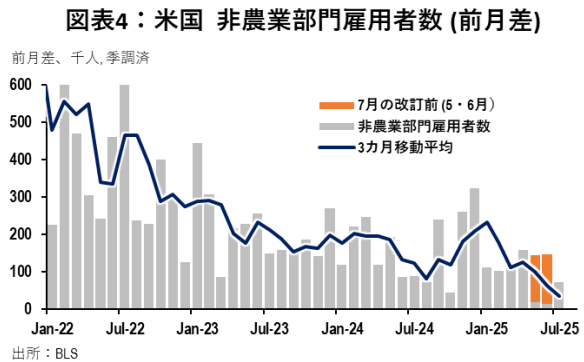
<sup>3</sup> 「効率的」とは、金利を頻繁に上げ下げして方向性を変えるよりもスムーズに調整していくことを良しとすること。

<sup>4</sup> 鶴飼博史・丸山泰斗・岩井真子 (2025)、経済を読む眼第 35 回、科学技術振興機構を参照。

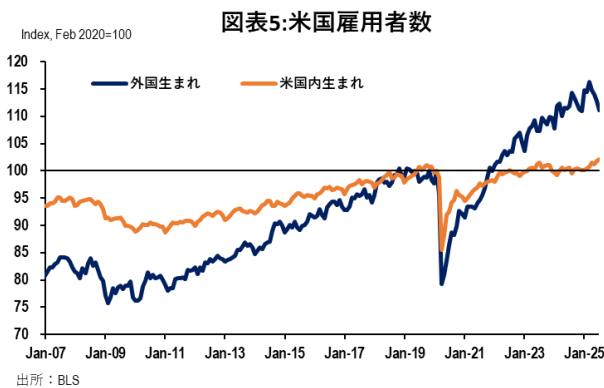
<sup>5</sup> Williams NY Fed 総裁が 7 月雇用統計が公表された直後の 8 月 1 日に、WSJ で Nick Timiraos 記者のインタビューに答えた時に示された見方。

### 3. 直近の経済データとジャクソンホール・スピーチを含む Fed の考え方

しかし、7月雇用統計が公表され、前2ヶ月の雇用者数が大幅に下方修正されて3ヶ月平均で僅か+35,000人増/月となったことで(図表4)、市場のFedの政策姿勢に関する見方が急変した。市場は急遽9月に25bp利下げをほぼフルに織り込み、本年中に2.1回の利下げを織り込んだのである。これは、Bowman副議長やWaller理事が指摘した雇用の伸びが失速の淵にあるという姿そのものに見えるからである。昨年8月に急に雇用統計が悪化し、9月まで弱かったためにFedが急遽50bp利下げしたところ、雇用統計がその後持ち直していったことのデジャ・ビュにもみえる。コロナ禍を経て季節調整が不安定化したためという部分も相応にあると思われる。しかし、今回の場合、季節調整要因の変化による下方修正以上に未季調の原データの下方修正が大きい点にも注意が必要である。



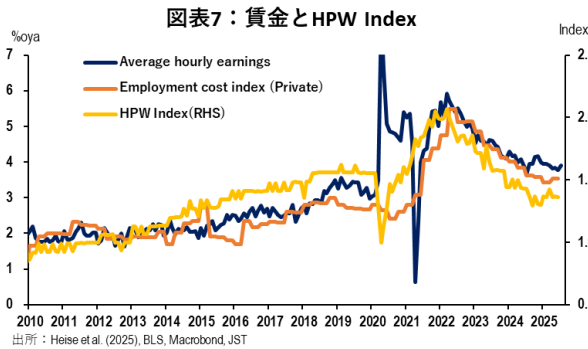
一方で、7月失業率は4.2%とFOMCが想定する自然失業率(NAIRU)と同水準で安定していた。これは雇用需要が弱まった一方で移民抑制策が外国生まれの人の労働供給量や労働参加率を減少させているため、全体として需要と供給のバランスが崩れていないことを意味する<sup>6</sup>(図表5、6)。



また、雇用統計以外の関連統計であるJOLTSレポートや失業保険給付申請件数等を見ても、悪化していない。実際、こうしたデータを用いて労働需給の引き締まりを示す、NY連銀が開発したHPW Index<sup>7</sup>を直近まで試算してみると、需給は引き緩むこと

<sup>6</sup> こうした状況は、人口が増加を続けてきた米国ではこれまでにみられなかった新規の現象であるが、日本ではおなじみである。日本は労働人口が減少を続けており、経済成長率が鈍化しても、強い人手不足感は解消されないままである。

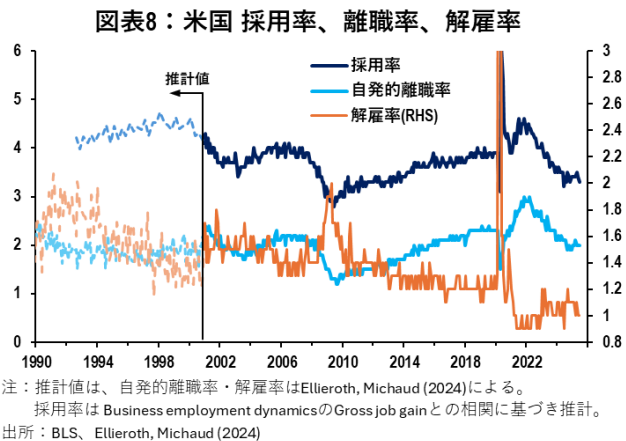
<sup>7</sup> Heise, S., Pearce, J., and J. Weber (2024) "Wage growth and labor market tightness," Staff Reports No. 1128, Federal Reserve Bank of New Yorkが開発した指数である。



なく横這いで推移している（図表 7）。こうした需給を映じて、総労働時間が増えたばかりか、賃金も 2Q ECI の民間部門や7月時間あたり賃金にみられるように再び強含んでいる。

このように、労働の需要と供給の両サイドが弱いことの金融政策上の含意は難しい。1 つの考え方は、

Williams NY Fed 総裁<sup>8</sup>のように、この状況を “low hiring and low firing economy” と呼び、企業が雇用者を解雇しなければ新規に雇用もしなくなっている状況になっており（図表 8）、労働需給はバランスしているので利下げの必要性はないとの考え方である。これは、コロナ禍後に労働需給が極度に逼迫し、新規に採用できなかったトラウマと、移民抑制策によって尚更労働力の確保が難しくなっているとの認識、さらには関税政策が決着しない中で先行きの不確実性が残っていること等が組み合わさったものであろう。なお、コロナ禍後に一度は雇用市場が活性化し、よりよい仕事を求めて離職率が上昇していった名残も同時に残存しているとの見方も示している。



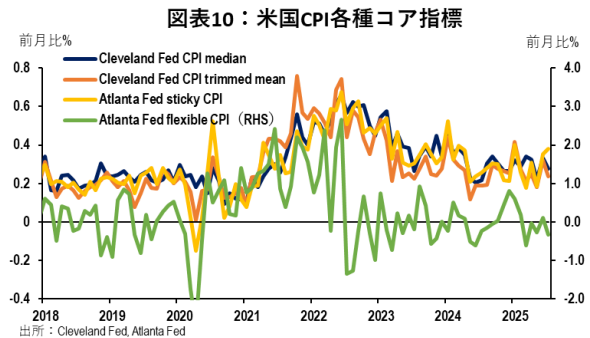
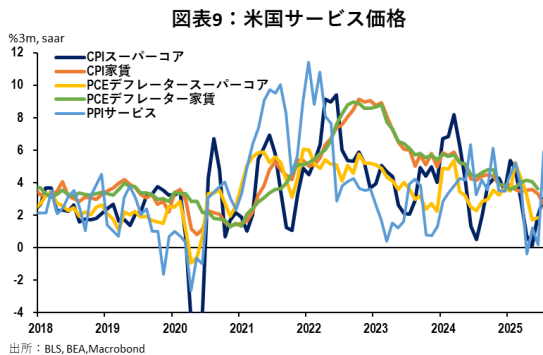
しかし、もう 1 つの考え方として、労働の需要も供給も減退する場合、労働需給のバランスがその先で崩れるリスクを意識する必要があるという見方がある。供給の減退は、今後は移民抑制策を更に強硬に行わない限り加速しにくい一方で、需要の減退は経済の減速が加速すればどこかで加速するリスクがあるからである。Cook FRB 理事<sup>9</sup>は、失業率が低位安定していることにも気を配りつつも、最近の雇用者数の大幅下方修正について経済の転換点によくみられる傾向とし、懸念すべき内容との見方を示していた。

一方、物価統計もここに来て、CPI スーパーコア、PPI サービス等のサービス価格が一斉に強含む等、不気味な動きをみせ始めている（図表 9）。これには、サービス価格がこれまで弱くなり過ぎた反動という側面もあるが、賃金の影響を受け易い品目でもあり、更には PPI の卸小売り業者のマージンにあたる貿易サービスが上昇している点で関税賦課が CPI にパススルーされ易くなりそうな点も気になる。各種コア CPI 指標

<sup>8</sup> 注 5 で示した Williams NY Fed 総裁の WSJ におけるインタビューを参照。

<sup>9</sup> Cook FRB 理事が 8 月 6 日、Boston Fed で行われた 2025 CEBRA Annual Meeting のパネルディスカッションで発言したものの。

をみても、総じて高止まり、粘着性の高い品目を集めた CPI に至っては上昇している  
 ので、インフレ率の減速をすぐには期待しにくい状況を示唆し始めている（図表10）。  
 今後は関税の財価格への影響が強まるとすると、関税の影響を一回限りとすぐに判断  
 できる状況でもない。



このような環境の下、Powell FRB 議長は 8 月 22 日、ジャクソンホールで注目のスピー  
 ーチを行った<sup>10</sup>。彼は、インフレリスクについては関税の影響は一過性である可能性が  
 高いとしつつも、インフレの上振れリスクに引き続き警戒を示した。しかし、大きく  
 変わったのは労働市場への認識で、労働需要と供給が両方とも減退して失業率が低水  
 準を維持しているという状況は「奇妙な均衡」であり、この状況は労働市場の先行き  
 に下方リスクがあることを示している、との認識を示した。そして、インフレリスク  
 は上方、雇用リスクは下方というチャレンジングな状況にあるが、Fed のデュアル・  
 マンデートの目的に照らせば、リスクはバランスしているとの判断を示した。そし  
 て、1 年前に比べれば Fed の金融政策は中立金利に 100bp 近付いたので、政策姿勢を慎  
 重に考えることが可能だ、としつつも、金融政策がなお制約的なポジションにあるこ  
 とを踏まえれば、政策調整が必要になる、との見解を示した。つまり、政策目標上の  
 リスクはバランスしているので大幅な利下げがすぐに必要になるとは思えないが、現  
 在の FF 金利がなお制約的な水準にある以上、保険的に若干の利下げは行う、とのロジ  
 ックである。巧みな言い方で、9 月の利下げを示唆するとともに、大幅な利下げや速  
 いテンポでの利下げを考えてはいないというニュアンスを出している。

ただ、現時点では、本年の FOMC に投票権を持つ地区連銀総裁（Schmid Kansas City  
 Fed 総裁、Goolsbee Chicago Fed 総裁、Musalem St. Louis Fed 総裁）から早期利下げに慎  
 重なコメントも聞かれる。したがって、Fed 全体としては、FOMC までにもう一度公  
 表される雇用統計と物価統計の結果を確認したいところだろう。

<sup>10</sup> J. Powell (2025) “Monetary Policy and the Fed’s Framework Review,” speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium 2025.

## 4. Fed の独立性に対する圧力

トランプ大統領は Powell FRB 議長に辞任を促したり、早期利下げを強く求める等、Fed の独立性を制限しようとする試みを何度も行っている。これ自体は、今のところ Fed に対して圧力にはなっているが、実際には大統領が FRB 理事を解任するには、“for cause (正当な理由)”が必要である。また、最高裁判事の過半数が本年 5 月、大統領が全米労働関係委員会 (NLRB) とメリットシステム保護委員会 (MSPB) の委員を解任するのを認めた際、判事の多数派は「連邦準備制度は、アメリカ合衆国の第一および第二銀行の独特の歴史的伝統に従う、独自の構造を持つ準民間の機関である」とも書いている。これは判例ではないが、FRB の特別な地位を認め、理事の解任に慎重な見方を提示しているようにみえる。

しかしここで、重要な最近の展開として、大統領から新たに Miran CEA 委員長が Kugler FRB 理事の後任 (任期 9 月～来年 1 月) として指名されたことも意識しておきたいところだ。彼は、上院で承認されれば、利下げに票を投じるとみられる。彼が 9 月 FOMC で投票する場合<sup>11</sup>、7 人の理事中 3 名が既に利下げを支持していることになる<sup>12</sup>。

それ以上に重要なことは、Miran CEA 委員長が、民間エコノミスト時代の 2024 年 3 月に Fed 改革案<sup>13</sup>を公表していることである。この案は、建前こそ Fed のアカウントビリティと独立性のバランスを取るという目的からの改革案であるが、実態は、FRB を大統領の傘下へ置き大統領は FRB 理事をいつでも解任できる、FRB の持つ銀行規制の権限は FOMC に携われるメンバーの手から離して大統領直下の組織として FRB の中に再構成、その一方で全地区連銀の総裁に FOMC での投票権を与えて FRB と競わせる、その地区連銀総裁<sup>14</sup>は州知事が選んだ理事会によって選ばれるという案になっている。これだけでもアカウントビリティと独立性のバランスはとれていないように思われるが、決定的なのは、地区連銀を国有化し、大統領は地区連銀総裁もいつでも解任できる、と提唱していることだ。総じて、米国の伝統的な連邦制に配慮した内容とみせつつも、アカウントビリティと独立性のバランスをとる目的とは相容れない、大統領の権限強化案である。

---

<sup>11</sup> 新たに任命された FRB 理事は最初の FOMC では投票しないのが通例。しかし、今回は Miran が上院で 9 月 15～16 日の FOMC までに承認されるのであれば、投票する可能性がある。

<sup>12</sup> さらに今般、米政権は Cook FRB 理事の解任を宣言し、Cook 理事はこれを不当として提訴する姿勢をみせている。もし解任が実現し、後任に利下げ指向の理事が任命されれば、仮に 7 月 FOMC で利下げに反対した理事が 9 月にその立場を変えないとしても、FRB 理事の利下げ支持が 4 名と過半数に達することになる。

<sup>13</sup> Katz, D., and S. Miran (2024) “Reform the Federal Reserve’s governance to deliver better monetary outcomes,” report at the Manhattan Institute を参照。

<sup>14</sup> 12 の地区連銀総裁は、それぞれの地区内の民間と FRB が各々指名する理事によって構成される理事会によって選ばれる。同総裁の任期は、1 または 6 で終わる年の 2 月に、5 年毎に FRB によって再認証される。したがって、2026 年 2 月に FRB は、連銀総裁が職を続けるかどうかを投票で決定する。この再認証は通常は形式的なものとされているが、FRB が再認証に反対すれば、連銀総裁が職を続けることを止めることも可能である。

Fedの金融政策は、本来は物価の安定と雇用の最大化というデュアル・マンデートだけを追えばいいのだが、Fedの改革案を推進するメンバーがFRB理事になり、同種の案を議会に諮るリスクを考えると、Powell FRB議長としても、金融政策運営を誤って、FRBを従来から応援している共和党議員がFRB改革案に支持を表明するリスクは避けたいと考える可能性が高いだろう。そう考えると、Fedは9月に利下げを実施したとしても、インフレ率が急に手が付けられない上昇傾向へと様変わりするリスクはさすがに小さいので、利下げタイミングを誤った場合、やはり利下げが早いよりも遅い方がコストが大きいと判断しそうである。

9月のFOMCでは、経済情勢からみて若干の利下げに踏み切るロジックを一応整えたようだが、この政治的圧力に対峙することへの影響を考えても、同じ結論となるということだろう。

## 5. おわりにかえて

米政権の関税政策や移民政策の影響を踏まえながら、インフレ率の安定と雇用の最大化をデュアル・マンデートとするFedの金融政策の先行きを虚心坦懐に考察すると、利下げ再開のタイミングが9月、10月、12月のいずれなのかを決め打ちするだけの経済合理性はなかなかみつからないのだが、様々な意味でリスク評価に基づく保険的な観点からは、9月の早期利下げが適切ということになる。

最後にそもそも高関税がもたらすトレードオフに対する最適金融政策を現代経済学の枠組みで理論的に考えると、どのようなものになるかを紹介することとしたい。ニューケインジアン経済学に基づく現時点の研究では、現実的な悩みとややかけ離れてしまっていることが気になるため、本文ではなく、別添において紹介することとする。

(別添)

## 経済学的に捉えた高関税時の最適金融政策の知見と限界

アカデミアからの知見として、実は、関税のトレードオフがある場合の最適金融政策について、主流派の米国経済学といえるニューケインジアン経済学の枠組みを用いた研究が、本年に米政権が高関税政策を導入して以来、急速に進んでいる。しかし、こうした研究は、雇用を維持し資源配分の歪みを最小限にすることに主眼が置かれ、インフレは一旦上昇しても均衡に戻ると想定しているために、結論が本文で提示した議論とはかけ離れた意外なものとなっている。同時に、この経済学の問題点も浮き彫りになっていると考えられる。そこで最後に、研究結果から得られる知見を紹介したうえで、現実的に考えた場合の問題点を併せて指摘したい。なお、移民抑制策については、ここでは捨象する。

### (1) ニューケインジアン経済学からみた知見

ニューケインジアン経済学に基づく研究では、社会厚生を最大化させるラムゼイ最適金融政策<sup>15</sup>を想定し、これまでのところ、以下の論理により、本稿第2章でみた Taylor rule 等の政策ルールの結果とは異なり、金融緩和が最適解となる。以下では、金融政策への一般的な含意、金融政策の枠組みへの含意、財の性質を細分化した時の金融政策への含意、の3点を紹介する。

#### A) 金融政策への一般的な含意

Bianchi and Coulibaly (2025)<sup>16</sup>の研究から紹介すると、関税が課されると、家計と企業は輸入の増加による関税収入が均衡において家計所得をいずれ増やすことを個々の消費者が認識できないか、あるいは関税収入が実際には一部しか還元されないため、輸入財の費用増が社会全体の費用増より大きくなったと認識する。この結果、消費者は海外財から国内財に需要をシフトさせる。

ここで、輸入関税は労働と海外財消費の間、国内財消費と海外財消費の間に代替効果を及ぼす。言い換えると、雇用への影響は、異時点間の代替の弾力性（海外財でみて実質賃金が減るので労働供給が減少する）と同時点間の国内財消費と海外財消費の代替の弾力性（関税収入が完全に還元されると認識されない中では、大幅な関税は海

---

<sup>15</sup> なお、ニューケインジアン経済学で通常想定している中央銀行の損失関数（金融政策の目標を達成するために、目標からの現実の乖離幅を最小化する目的関数）は、インフレ率の目標からの乖離と、総需要の潜在成長力からの乖離（需給ギャップ）を各々二乗して足して最小化する形で使われることが多い。しかし、個々に紹介している研究ではそうした損失関数を想定していない。これは、インフレが目標から乖離しても、一過性のものなので損失関数を大きくしないとの判断が入っているためである。

<sup>16</sup> Bianchi and Coulibaly (2025) “The optimal monetary policy response to tariffs,” NBER Working Paper 33560. さらに、これ以外に Bergin, P, and G. Corsetti (2025) “The macroeconomic stabilization of tariffs shocks: What is the optimal monetary response?” も同様の結論を得ている。

外財消費を減らして国内財消費の限界効用を大きくするので、労働供給を増やす)、更には関税率の引き上げ幅に依存する。現実的には同時点間の代替の弾力性の方が大きいので、結局は関税率を極端に上げれば雇用を増やすかもしれない。しかし、関税率をほぼゼロのところから小幅に引き上げる場合、金融政策が関税を無視して運営されると、雇用は常に減少する。更に実証的に現実を説明できるパラメーターを当てはめても、同様の結果が得られる。

したがって、最適金融政策は、この代替効果を打ち消し、輸入の減少を緩和するために、雇用と総所得を刺激するべきとなる。景気を刺激しても直接的なコスト増はない一方、輸入財消費の増加は直接的なゲインになる。この時、雇用は効率的な水準になるので、経済を過熱させることが望ましいことになる。言い換えると、消費者は関税収入が還元されることを完全には認識できないか、実際に完全には還元されない場合、関税は輸入価格を人為的に引き上げることで輸入水準を非効率に抑制するので、labor wedge<sup>17</sup>を削減するように金融政策を緩和的に運営することが適切となる。これによって雇用が増加し、需給ギャップとインフレ率がプラスになる。

また、マンデル＝フレミングの枠組みといったこれまで大勢であった考え方に基づく、関税は為替相場の増価につながる、恒久的な関税は貿易収支に影響しないことになる。しかし、この研究では、名目為替相場は関税が課された後に金融緩和が行われることによって減価し、短期的な雇用水準が上昇し、家計が海外資産を蓄積することとなるので、恒久的な関税でさえ貿易黒字を増やす。

## B) 金融政策の枠組みへの含意

現在、世界の先進国は殆ど CPI (ないし PCE) のインフレ・ターゲットを採用している。しかし、輸入品に関税をかけて輸入財価格が上昇することが常態化するケースを考えると、このターゲットが常に最適な枠組みとはならなくなる。

具体的には、前述の Bianchi and Coulibaly (2025)では、関税の効果と交易条件悪化の効果に分けて考えている。交易条件が悪化して輸入財価格が上昇する場合は、PPI をゼロ (価格調整が柔軟な下で財価格上昇率がゼロ) にするように政策運営すれば最適となる。これは、輸入価格の上昇が外国財の社会的コストの上昇を映じているからである。しかし、関税で輸入価格だけを上昇させるのであれば、社会的コストが上昇している訳ではなく個々のコストの上昇に過ぎないので、前述のように PPI を幾分上昇させるように金融政策を運営することが最適としている。

この時、関税の直接的な影響を超えた一時的な CPI インフレは受け入れなければならないことになる。これは自国通貨が国際貿易の価格付けにおいて支配的であればなおさら成立する。この処方箋の前提は、インフレはいずれゼロに戻るとの考え方である。

---

<sup>17</sup> 労働市場の歪みを表す概念で、家計の効用関数から得られる限界代替率と労働の限界生産性のギャップのことを指す。Labor wedge が大きいほど、社会全体の総余剰が失われる。ここでは輸入財価格上昇で実質所得が減少するので労働供給を増やさざるを得ず、関税収入が完全に消費者に還元されない限りこの傾向は変わらない。

る。これに対して、CPI インフレを安定化させようとする、輸入関税が金融引き締めによって経済に収縮的に働く。

また、Monacelli (2025)<sup>18</sup>はこうした考え方を金融政策の制度的枠組み論に適用している。すなわち、輸入関税は、国内財だけの PPI インフレ目標を想定する場合は、金融政策は国内財 PPI がゼロとなるようにだけ調節すれば済むので、輸入関税の調節的な価格上昇効果は及ばず、関税対象輸入財以外の相対価格も変化せず、一方で相対価格の変化で支出がスイッチされるので国内生産が押し上げられ、小幅に景気拡張的になり得る、としている。

これに対し、CPI インフレ目標では、輸入関税が直接 CPI を押し上げ、金融政策が関税のインフレ的な効果に強く対処しようとするため、経済は収縮的となる。この過度な引き締めは行き過ぎた為替相場の増価を引き起こし、国内経済活動に対する好ましい保護的な効果を打ち消して逆転してしまう。

この考え方に則ると、輸入関税に対しては、理論的には先進国ではどこも採用していない為替ペッグ制度が国内生産にとって最も拡張的なレジームとなる。この場合、金融政策は輸入関税に対して全く反応する必要がないので、国内財への支出先の切り替え効果で経済が便益を得る反面、為替相場増価というコストを払わなくて済むからである。

### C) 財の性質を細分化した時の金融政策への含意

財の性質をもっと細分化して現実に近付ける観点からは、Bergin and Corsetti (2025)<sup>19</sup>が部門別に関税をかける場合の考察を行っている。価格が粘着的、寡占的な（差別化された）財に関税をかけるケースと、価格が伸縮的で代替の弾力性が高く、完全競争に晒されている（差別化されていない）財に関税をかけるケースのどちらであっても、背景は異なるが、拡張的な金融政策が最適となる、との結論を得ている。但し、国内でインフレが発生するコストを伴う。

まず前者については、関税が差別化された財需要を押し下げ、差別化されていない財需要を押し上げる。ここで、国内財と海外財の相対価格に及ぼす歪みを相殺するために、金融政策は通貨安をもたらすことで、GDP への悪影響とセクター間の資源再配分を減殺すべきとなる。これは国内のインフレというコストと引き換えに達成される。

これに対して後者については、各国間の相対価格は通貨の動向に反応しないが、生産の損失と差別化されていない財生産の所得を補うために、差別化された財の需要を喚起するような金融政策が社会厚生を改善させることになる。関税は差別化された財にとっては需要押し上げ要因であるが、その調整はゆっくり行われるので、金融緩和

---

<sup>18</sup> Monacelli, T. (2025) "Tariffs and monetary policy," Working Paper.

<sup>19</sup> Bergin, P., and G. Corsetti (2025) "Monetary stabilization of sectoral tariffs," NBER Working Paper 33845.

でこの調整を早めることが必要となる。こちらはインフレのコストは前者ほど大きくない。

但し、関税を引き上げる国が世界の貿易で支配的な通貨（ドル）を持っている時には、最適金融政策のメリットは薄れる。これは、輸出品のドル価格が粘着的だと、Fedが通貨安によって国内生産に対する海外需要に影響を及ぼす能力が減殺されるからである。

以上みてきたこれらの研究は、相対価格が変化した場合に資源配分を歪ませないためにはどうすればいいかという発想を提示している点で、経済の本質的な側面に関する気付きがあることは事実である。

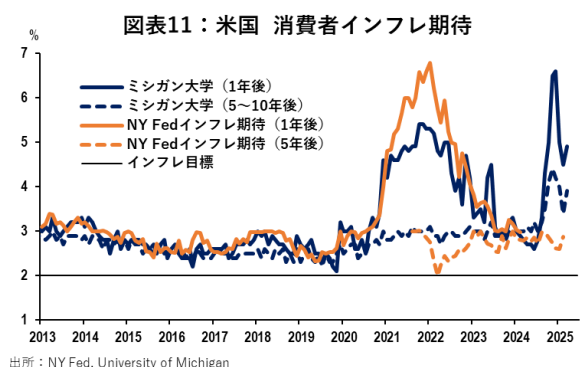
## （２）この考え方の限界

しかし同時に、ニューケインジアン経済学の限界も透けてみえる。そもそも、彼らの考え方のように経済の歪みが価格調整の粘着性のみに依るのであれば、中銀は元々、差別化された財の価格上昇率が常に 0%となるような金融政策運営が最適となる<sup>20</sup>ので、2%の CPI インフレ・ターゲットは、対象品目と上昇率の両面で最適とはならない。しかし現実には、殆どの中央銀行がプラスの上昇率の CPI インフレ・ターゲットを採用して運営している。この経済学を現実に応用するには、2つの課題を指摘できるだろう。

A) この考え方では、経済は常に一般均衡に向かうと想定されている。CPI がジャンプした場合でも、価格が粘着的なために均衡に行き着くまでに時間がかかるとしても、最後は物価が合理的に目標に収束することを前提としている。

高関税が賦課された時、そもそも物価が必ず目標に収束するなら、Fedの現在の悩みの大半は解消される。実際にはフィリップス曲線をそこまで単純化できないところに政策運営の難しさがある。

仮に物価の目標への収斂が必ずしも担保されてはいないという条件を入れると、Fed はインフレ期待が上方シフトしてしまうリスクに備える必要が出てくるため、最適解が変わり得る（図表 11）。この点、家計のインフレ期待はそもそもアンカーされていないという考え方すら一部に存在する<sup>21</sup>ほか、人々は過去の経験に根差して予想を形成する以上、



<sup>20</sup> Aoki, K. (2001) "Optimal monetary responses to relative-price changes," Journal of Monetary Economics, 48 (1)を参照。

<sup>21</sup> 例えば、Coibion, O., and Y. Gorodnichenko (2025) "Inflation, expectations and monetary policy: What have we learned and to what end?" NBER Working Paper 33858 では、インフレ率が低い状況では人々はインフレ率や金融政策に注意を払わず目

コロナ禍後に一旦高インフレを経験してしまった以上、今回はインフレ期待がアンカーされているか不安があるとの考え方もみられる。また、最近ではインフレ期待がアンカーされていることには徐々に自信を深めつつあっても、現在の金融政策は物価・景気に対していいポジションにあり、ここで早急に利下げを行うと、その影響でインフレ率が粘着的に上昇しかねないので、現時点では金融緩和に踏み切れない<sup>22</sup>、という Fed の懸念にも応えられない。

通常、この疑問を解消するため、中央銀行の損失関数として、インフレ率の目標からの乖離（の二乗）と経済の均衡からの乖離（需給ギャップの二乗）を最小化するとする制約を入れるのだが、これらの一連の研究ではそうした制約を導入していない。CPI インフレを自由に動かすためである。

もちろん、ラムゼイ最適金融政策の想定の下でインフレ期待をアンカーさせるよう中央銀行の損失関数を加えることは可能である。しかし、その時に同じ含意が得られるかは、シミュレーションを行ってみないとわからない。これは結局のところ、最近の Fed の悩みと同じことになるのではないだろうか。また、インフレ期待がアンカーされなくなる場合には、ラムゼイ最適金融政策に沿って金利再調整を行えば済むので問題ではないとの反論もあるだろう。では、それはどのような金融政策になるか。この点、例えば、Gáti (2022) のシミュレーションでは、上述の中央銀行の損失関数を想定してインフレ期待をアンカーさせている場合でも、インフレ期待の中央値が僅か 0.05% 上昇すれば、ラムゼイ最適金融政策を適用すれば、政策金利をいきなり 2.5% 上昇させるような政策対応を行う結果になる<sup>23</sup>。まして、インフレ期待がアンカーされなくなれば、それどころではない筈だ。しかし現実には、Fed が数パーセントの金利調整を瞬時に行うことでインフレ期待をアンカーさせるというオペレーションを行うことはないだろう。金利の影響を受ける経済主体に多大な影響を及ぼすからである。

更に、金融緩和が一般均衡では為替安をもたらすという点も、現実には必ずしも成り立たない場合がある。この点は現在のドル相場が、高関税賦課と金融引き締めを組み合わせたにも拘わらず低下していることから明らかである。

**B) CPI2%のインフレ目標という制度設計に囚われない発想は重要ではあるが、しかし中銀がこれまでの政策枠組みを無視した金融政策に踏み切れば、インフレ期待はこれまでの経験に基づく中銀への信認によって 2%にアンカーされるというメリットを捨てることになる。**

---

に見えている物価のシグナルに依拠して行動し (selective inattention)、インフレ率が高いとインフレ率に注意を払い、中銀の金融政策が目標を達成できていないことに気づくので、インフレ期待がアンカーされないという考え方を展開している。

<sup>22</sup> 前述の Williams NY Fed 総裁の WSJ におけるインタビューを参照。

<sup>23</sup> Gáti, L. (2022) "Monetary policy & anchored expectations: an endogenous gain learning model," ECB Working Paper Series No. 2685 を参照。

中央銀行がインフレを安定させることへの信認が揺らぎ、インフレ期待が一旦上方シフトしてしまうと、中銀がこれを 2%に戻すためには、信認の回復にも繋がるように大幅に緊縮的な金融政策を採らなくてはならなくなる。

但し、米国ではそもそも 2%のインフレが 5%以上のインフレになった時に、どの程度のコストになるのかという論点自体に、完全な結論は出ていない<sup>24</sup>。それだけに、Fedのマンデートには反するとしても、この処方箋がCPIインフレを加速させた場合、実際にどの程度のコストを生み出すのかという点では決着は付いていない点には留意する必要がある。

---

<sup>24</sup> この点は、鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑（2024）「日本のインフレ率はゼロよりもプラスが望ましい積極的な理由」経済を読む眼第 20 回、科学技術振興機構が解説している。米国の方が日本よりも高インフレのコストが小さい可能性は残る。

## 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用い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。