

2025 年 8 月 20 日 全 7 頁

2025 年ジャクソンホール会議の注目点は？

①利下げ再開の可能性示唆、②金融政策枠組みの見直し

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

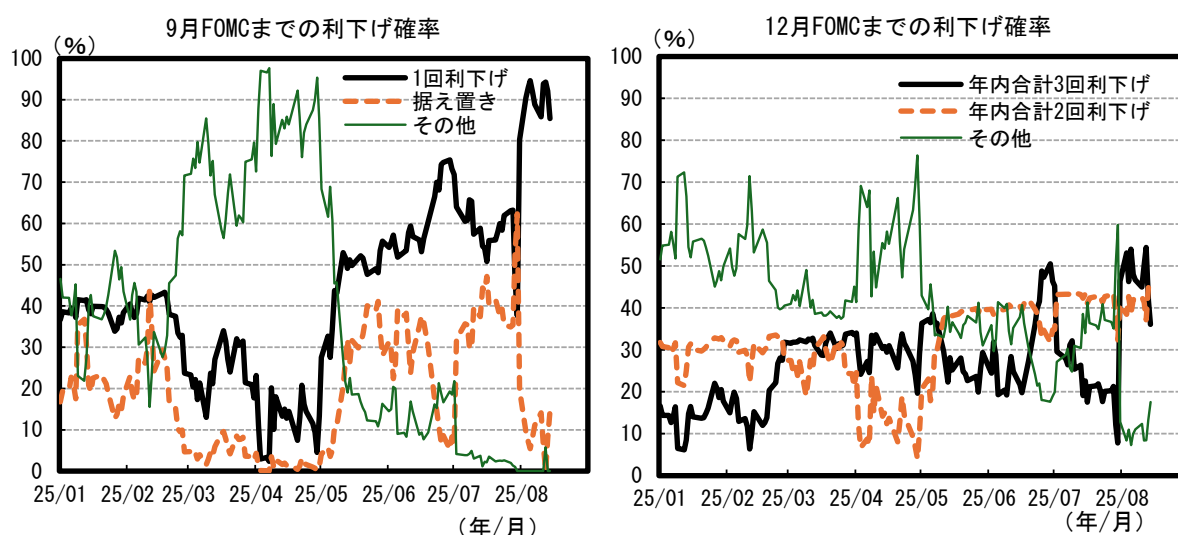
- 8 月 21-23 日に、米カンザスシティ連邦準備銀行（連銀）主催で米ワイオミング州ジャクソンホールでの金融政策に関するシンポジウム（以下、ジャクソンホール会議）が開催される。ジャクソンホール会議では、各国中央銀行の要人や研究者などが集まり、その時々の金融政策の注目テーマに関して議論される。今回のシンポジウムのテーマは、「転換期の労働市場：人口動態、生産性、マクロ経済政策」だ。移民政策や AI の活用など雇用環境を巡る変化や、それに対応した金融政策等が議論されると想定される。
- 市場参加者のジャクソンホール会議での最大の注目点は、22 日に予定されるパウエル FRB 議長の講演で、利下げ再開の可能性が示唆されるかだ。CPI が落ち着いて推移する中、7 月の雇用統計が弱い結果となったことで、市場における利下げ期待が高まっている。一部の市場参加者からは、大幅利下げや継続的な利下げを求める声もある。
- パウエル議長は、雇用環境の軟化を受け、7 月の FOMC（連邦公開市場委員会）に比べて利下げ再開が近づいたとの見解を示すことが想定される。もっとも、大幅な利下げや継続的な利下げに関しては、インフレ再加速のリスクがあることなどを踏まえ、パウエル議長は消極的な姿勢を示すだろう。市場の期待が裏切られれば、金融環境が引き締め、金融環境に敏感な需要項目（設備投資、住宅投資、耐久財消費）に下押し圧力がかかり得る点には注意を要する。
- もう 1 つの注目点としては、FRB が金融政策を運営する上での基本方針である金融政策枠組みの見直しが挙げられる。コロナ禍前の米国経済（低インフレ・低成長（低失業率）・低金利）を前提とした現在の金融政策運営から、雇用の最大化と物価の安定という FRB のデュアルマンド（2 大目標）からの逸脱に対して、迅速な金融政策運営を可能にするものへと修正することが見込まれる。また、経済の不確実性が高い中で、シナリオ分析の活用といったコミュニケーションの改善も検討されよう。

ジャクソンホール会議最大の注目点：利下げ再開の可能性が示唆されるか

8月21-23日に、米カンザスシティ連邦準備銀行（連銀）主催で米ワイオミング州ジャクソンホールでの金融政策に関するシンポジウム（以下、ジャクソンホール会議）が開催される。ジャクソンホール会議では、各国中央銀行の要人や研究者などが集まり、その時々金融政策の注目テーマに関して議論される。今回のシンポジウムのテーマは、「転換期の労働市場：人口動態、生産性、マクロ経済政策」だ。人口のボリューム層であるベビーブーマー（1946-64年生まれ）の退職増や、トランプ政権による不法移民排除、そして、AIの活用による労働生産性の向上といった、雇用環境を巡る変化や、それに対応した金融政策等が議論されると想定される。

他方で、市場参加者のジャクソンホール会議での最大の注目点は、22日に予定されるパウエルFRB議長の講演で、利下げ再開の可能性が示唆されるかだ。近年のジャクソンホール会議では、パウエル議長の講演において、金融政策運営の転換点となるような重要なフォワードガイダンスが示されてきた。例えば、2022年8月のジャクソンホール会議ではパウエル議長が短いスピーチの中で、高インフレを退治するために金融引き締めを進めるスタンスを示した。その後の約1年間でFRBは合計3.00%ptの利上げを実施した。他方で、2024年のジャクソンホール会議では、雇用環境の悪化が懸念される中で、パウエル議長が「政策調整を行う時が来た」と利下げへの転換を示唆する表現を打ち出した。そして、こうした表現通り、同年9月のFOMCでは0.50%ptの大幅利下げへと踏み切った。

図表1 FedWatchによる利下げ確率（2025年8月15日時点）



（出所）CME より大和総研作成

足元までの金融政策を振り返ると、トランプ政権による関税引き上げによるインフレ再加速リスクが懸念される中、2025年1月以降、政策金利であるFF金利は据え置かれてきた。他方で、懸念されたようなインフレの再加速が見られない状況が続いたことで、市場の中では利下げへの期待が徐々に高まっていった。とりわけ、7月のFOMC（連邦公開市場委員会）後の記者会見で、パウエル議長が注視する必要がある2つの統計の1つと指摘した7月の雇用統計が弱い

結果となったこともあり、市場での利下げ期待は大幅に高まった。FedWatch によれば9月16・17日 FOMC での0.25%ptの利下げ確率は8-9割と多勢となった（図表1左図）ほか、2025年残り3回のFOMCで合計0.75%ptの利下げ確率が一時5割強まで上昇した（図表1右図）。なお、FOMC参加者の政策金利見通し（2025年6月時点）によれば、2025年内の利下げは合計0.5%ptとなっている。

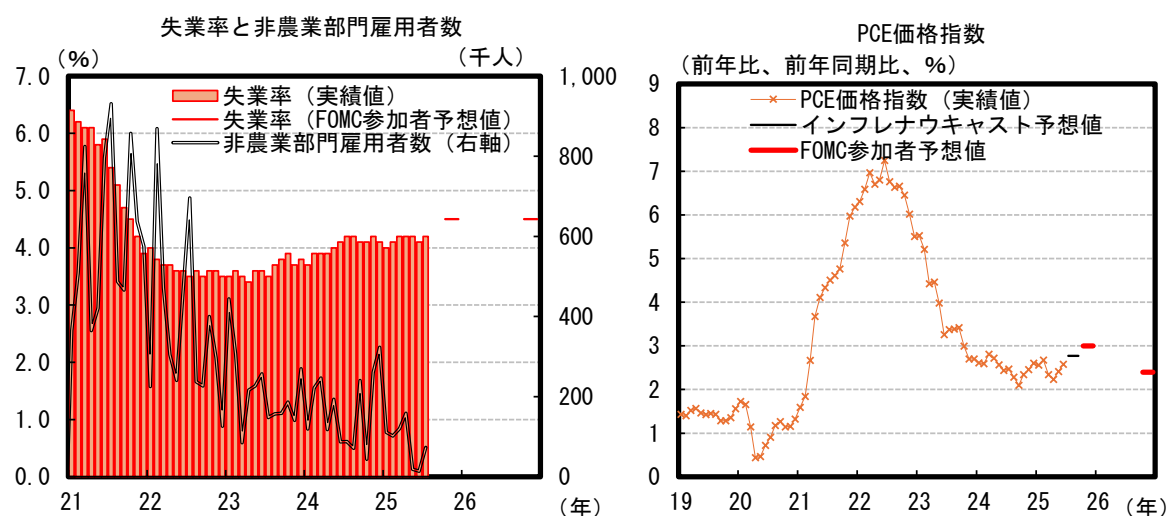
また、パウエル議長が注視するもう1つの統計である7月のCPIに関しても、ヘッドラインが前月比+0.2%（前年比+2.7%）、コアCPIが前月比+0.3%（前年比+3.1%）と、大幅な再加速は見られなかった。こうした中、ベッセント財務長官はメディアからの取材を受け、9月のFOMCでは0.50%ptの大幅利下げが望ましいと指摘し、市場の中でも大幅利下げを織り込む動きも見られた。

雇用環境は軟化も大幅な悪化ではなく、インフレ圧力は根強いまま

では、ジャクソンホール会議の講演で、パウエル議長は足元の雇用環境やインフレに関してどのような評価を下し、金融政策に関するフォワードガイダンスを示すのだろうか。

雇用環境に関して、パウエル議長は7月のFOMC後の記者会見で雇用統計を注視すると述べる中で、失業率が最も重要と指摘した。7月の雇用統計を振り返ると、非農業部門雇用者数の7月分が伸び悩んだことに加え、5-6月分が大幅に下方修正された。一方、失業率の上昇幅は+0.1%ptと限定的であった。また、失業率の水準も4.2%と、FOMC参加者による2025年10-12月期の予想値である4.5%を下回っている（図表2左図）。若年層の高失業率など懸念材料もあるが、全体としての失業率の上昇ペースが緩やかな現状を踏まえれば、パウエル議長は雇用環境の軟化を認めつつも、大幅な悪化という判断には至らないと予想される。

図表2 失業率と非農業部門雇用者数、PCE 価格指数



(注) FOMC参加者予想値は2025年6月FOMC時点。インフレナウキャストは8月15日時点。

(出所) BLS、BEA、FRB、クリーブランド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

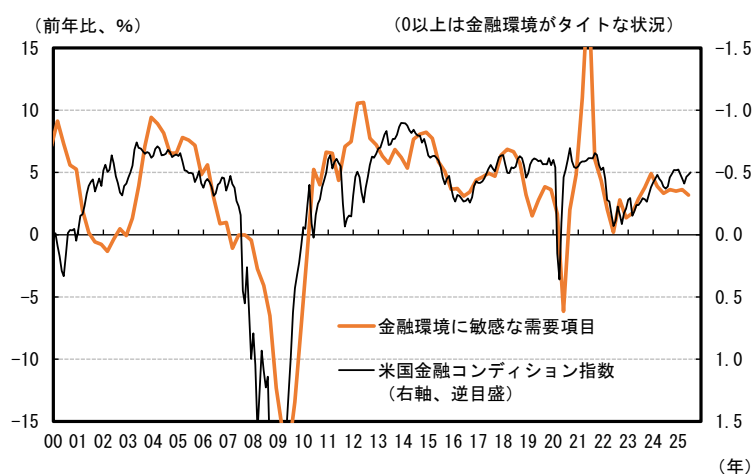
インフレに関しては、7月のCPIが再加速しなかったとはいえ、7月のPPIが前月比+0.9%（前年比+3.3%）と、市場予想（Bloomberg予想：前年比+0.5%、前年比+2.5%）を大きく上回って加速した。また、8月7日から相互関税率が引き上げられたことによる影響もあり、8月のロイター／ミシガン大の期待インフレ率も再上昇した。FRBが重視するPCE価格指数に関しては、6月が前年比+2.6%とFOMC参加者による2025年10-12月期の予想値（前年同期比+3.0%）を下回っている一方で、クリーブランド連銀のインフレナウキャストによれば7-9月期には前年同期比+2.8%へと加速することが想定されている（図表2右図）。インフレ再加速リスクがあるという状況は従来から変化はなく、パウエル議長は講演でも警戒を緩めるような発言はしにくいだろう。

利下げは近づくも、大幅利下げや継続的な利下げには消極的か

金融政策のフォワードガイダンスに関しては、雇用環境が軟化していることへの対応として、パウエル議長は7月のFOMCに比べて利下げ再開が近づいたとの見解を示すことが想定される。パウエル議長は利下げ再開の具体的なタイミングまでは仄めかさないかもしれないが、7月の雇用統計以降、複数のFOMC参加者が雇用環境の軟化を認め、近い将来に利下げ再開に向けた検討を進めると示唆していることを踏まえれば、9月FOMCでの利下げ再開も想定されよう。パウエル議長から利下げが近づいたとの見解が示されれば、9月利下げを織り込む市場の想定に概ね沿っていることから、安心感が生じると考えられる。

一方で、現時点で失業率の上昇が緩やかなペースであること、インフレ再加速リスクがあることを踏まえれば、パウエル議長が大幅な利下げや継続的な利下げを示唆する可能性は低いと想定される。FOMC参加者の中で、インフレ再加速リスクへの警戒は根強く、現時点で大幅利下げを示せば、景気の下振れリスクが緊急性を帯びているというシグナルを与え得るとの指摘もあり、漸進的な政策対応がFRBにとって現実的な選択肢となろう。

図表3 金融環境と金融環境に敏感な需要項目



（出所）BEA、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

しかしながら、パウエル議長から大幅利下げや継続的な利下げが示されなければ、一部の市場参加者にとっては期待外れとの認識が強まり得る。トランプ政権による度重なる利下げ要求に加え、7月のFOMCでは金利据え置きに対して2票の反対票が投じられた。市場の中でも、7月のPPIの再加速を契機に大幅利下げや継続的な利下げに対する期待が幾分低下したものの、足元のCPIが落ち着いており、雇用環境の軟化を踏まえて、FRBが「ビハインド・ザ・カーブ（景気に対して対応が後手に回っている）」に陥っているとの批判は根強い。FRBに対する風当たりが強い中、パウエル議長が丁寧な説明なしに大幅利下げや継続的な利下げに消極的な発言をすれば、市場にストレスがかかり、金融環境が引き締まる可能性があるだろう。その結果、金融環境に敏感な需要項目（設備投資、住宅投資、耐久財消費）に下押し圧力がかかり、景気の下振れリスクが高まる可能性がある点には注意を要する（図表3）。

もう1つの注目点：金融政策枠組みの見直し

利下げ再開の可能性以外では、金融政策の枠組みの見直しの公表も注目点となる。金融政策の枠組みとは、FRBが金融政策を運営する上での基本方針といえる。FRBは5年に一度、金融政策の枠組みに関するレビュー・公表を行うこととなっており、前回は2020年8月のジャクソンホール会議に合わせて公表された。足元でも金融政策の枠組みに関するレビューはFOMC等でも行われており、パウエル議長は今夏にレビューを完了すると述べており、ジャクソンホール会議前後に公表されると見込まれている。

今般のレビューでは、(1)2020年に導入された基本方針の修正、(2)FRBのコミュニケーションの改善、が見込まれている。(1)に関して、現在の基本方針を確認すると、①雇用の不足に対応（雇用環境がやや過熱しても、インフレを加速させていない限りにおいては、金融引き締めを行う必要はないこと）し、②平均インフレ目標（長期の低インフレの後に、インフレ率がFRBの2%目標を多少上回ることを許容すること）を導入する。そして、③ゼロ金利制約下においてあらゆる手段を活用すること（低金利環境において更なる利下げが難しい状況においては、国債買い入れ等のバランスシート政策を活用することが適切）が示された。単純化すれば、コロナ禍前の低インフレ・低成長（低失業率）・低金利という情勢を受け、拙速な金融引き締めを避け、利下げ以外の手段も用いて金融緩和を行う、ということの意味する。

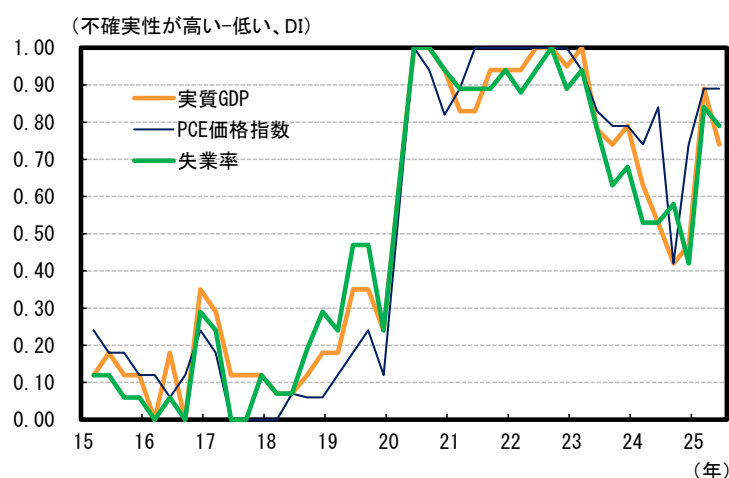
しかし、その後コロナ禍を契機とした高インフレ・高失業率・高金利に直面し、2020年に導入された金融政策枠組みでは、対応が難しいとの指摘が市場や学术界では見られた。例えば、2021年から2022年にかけてインフレが加速する中でも、2020年の金融政策枠組みの下で、FRBは緩和的な金融環境を維持し、「ビハインド・ザ・カーブ」に陥ったという指摘に代表されるだろう。

こうした中で、今般のレビューでは、現在の金融政策枠組みに関して、①雇用の不足への対応ではなく、雇用環境の双方向への逸脱に対応し、②平均インフレ目標から通常のインフレ目標へ再転換することが想定される。加えて、③ゼロ金利制約を想定しすぎない金融政策運営、へと

変更することも想定される。これは高インフレ・高失業率・高金利を含めた幅広い状況を想定し、雇用の最大化と物価の安定という FRB のデュアルマンド（2 大目標）からの逸脱に対して、迅速な金融政策運営を可能にしようとするものといえる。そして、足元の政策金利がコロナ禍前に比べて高水準にある中で、政策対応は金利の変更を主軸に置き、バランスシート政策はゼロ金利制約に直面した際の手段とすることを意味する。単純化すれば、2020 年以前の金融政策の枠組みに概ね回帰することで、「ビハインド・ザ・カーブ」に陥らないよう、迅速な対応を可能にするものと考えられる。

続いて、(2) FRB のコミュニケーションの改善に関しては、コロナ禍以降の米国経済を巡る変化として、不確実性の高まりへの対応といえる。新型コロナウイルスの感染状況や、それに伴うサプライチェーンの混乱など、コロナ禍以降は景気・物価の先行きの不透明感が強まった。FOMC 参加者が評価する不確実性の程度（不確実性評価 DI）はコロナ禍以降、高い水準を維持している。こうした中で、FRB の金融政策運営に関しても、「データ次第」といったスタンスを示し、明確なフォワードガイダンスを回避するケースが増えた。「データ次第」というスタンスは、FOMC 参加者の景気・物価見通しや政策金利見通し通りであれば、先行きの金融政策運営の予見可能性が高くなる。一方、見通しから逸脱した場合の金融政策運営は不透明感が増す。また、不確実性が高い中では、FOMC 参加者の予想自体も陳腐化しやすいことも課題となる。

図表 4 不確実性評価 DI（実質 GDP、PCE 価格指数、失業率）



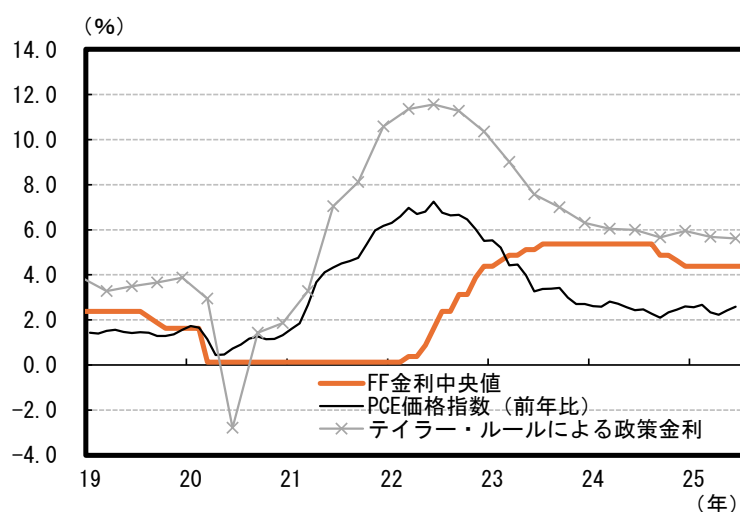
（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

こうした中で、FRB の中では金融政策におけるシナリオ分析の活用が検討されている。例えば、スウェーデン中央銀行のようにメインシナリオに加えて代替シナリオを公表することで、経済指標の結果を照らし合わせて、メインシナリオから逸脱した場合でも、FOMC の金融政策運営が予想しやすくなる。このほかの案として、FOMC 参加者の景気・物価見通しや政策金利見通しに関して、その組み合わせを公表するという案もある。現状の景気・物価見通しと政策金利見通しは、それぞれが独立して公表されている。景気・物価と政策金利の見通しの組み合わせが公表されれば、市場は FOMC 参加者がどのような景気・インフレを想定した上で政策金利を予想しているのかが把握しやすくなるだろう。

もともと、こうしたFRBのコミュニケーションの改善案は、既存の景気・物価見通しや政策金利見通しの形式を大きく変え得ることから、導入には課題も残る。例えば、シナリオ分析に関しては、大幅な景気悪化シナリオなどを公表すれば、市場ひいては実体経済に悪影響を及ぼす可能性がある。また、見通しの組み合わせの公表に関しては、FOMC参加者個々人の予想がフォーカスされすぎてしまい、FOMC参加者全体の予想コンセンサスに基づいたコミュニケーションが難しくなってしまう可能性がある。こうした懸念がある中で、FOMCは、コミュニケーションの改善に関して慎重に検討を進めるとしており、今回のジャクソンホール会議で議論される可能性はあるものの、改善案の発表に関しては今秋以降が想定される。

こうした金融政策枠組みの見直しに合わせて、市場においてもFOMCの解釈や金融政策見通しの手法をアップデートする必要がある。例えば、FRBがデュアルマンド（2大目標）からの逸脱に対して、ゼロ金利制約にとらわれずに迅速に対応する場合、物価水準や実体経済が目指すべき水準からどの程度乖離するかを基に政策金利の目安を算出したテイラー・ルールが参考になるだろう。もちろん、現実的な金融政策は必ずしもテイラー・ルール通りとはならないかもしれないが、シナリオ分析や予想の組み合わせ等の活用といったコミュニケーションの改善を通じて、モデルと現実のギャップを埋める方法が模索されよう。

図表5 PCE 価格指数、FF 金利（中央値、テイラー・ルール）



(注)テイラー・ルールによる政策金利はHaver Analyticsの算出に準拠。

(出所) BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成