

2025年8月25日

 りそなホールディングス 市場企画部  
 チーフストラテジスト 梶田伸介

## 為替:ジャクソンホール後の市場と日米金融政策デカップリング

利下げを志向する米国と利上げを志向する日本、その相違と市場の反応

### 要約

- ジャクソンホールでのFRB議長と日銀総裁の発言は新味に乏しいものの、市場は株高・ドル安で反応。
- 米国は利下げ、日本は利上げを志向するという「金融政策のデカップリング」が改めて浮き彫りに。
- FRB人事の動向は中央銀行の独立性への懸念を強め、ドル相場に新たなリスク要因となる可能性。

### ジャクソンホールでの日米金融政策トップの発言

注目の年次のカンザスシティ連銀の金融政策イベントであるジャクソンホールでのパウエル FRB 議長の議会証言は雇用の減速リスクを強調し、メインのシナリオとしてインフレについては楽観的な見方をして、利下げへの道を開くものとなった。一方、日銀植田総裁は賃金の見通しに上昇圧力が掛かり続けるとして、こちらも先行きの利上げに前向きな見方となった。

#### <講演要旨>

#### ○パウエル FRB 議長

##### (雇用)

・全体として、労働市場はバランスが取れているように見えるが、労働の需要と供給の両方が著しく減速した結果という奇妙な均衡となっている。この状況は、雇用に対する下振れリスクが高まっていることを示唆している。そして、これらのリスクが現実化した場合、リストラの急激な増加と失業率の上昇という形で急速に現れる可能性がある。

・今年上半期の GDP 成長率は 1.2%と著しく鈍化し、2024 年の 2.5%の約半分となった。成長の鈍化は、主に個人消費の減速を反映している。労働市場と同様に、GDP の減速の一部は、供給または潜在生産の伸びの鈍化を反映している可能性がある。

##### (物価)

・関税による物価上昇圧力が、より長引くインフレ力学に拍車をかける可能性もあり、それは評価・管理すべきリスクである。可能性の 1 つは、物価上昇により実質所得が減少する労働者が、雇用主からより高い賃金を要求し、より高い賃金を受け取り、賃金と物価の関係が悪化することである。労働市場が特に逼迫しているわけではなく、下振れリスクが高まっていることを考えると、そのような結果になる可能性は低いと思われる。

#### ○植田日銀総裁

・負の需要ショックが生じない限り、労働市場は引き締まった状況が続き、賃金には上昇圧力が掛かり続けると見込まれる。

もっともこれらの発言は目新しいものではない。パウエル FRB 議長発言は 7 月 FOMC 後の記者会見に沿っ

た内容であるし、植田日銀総裁発言は同じく7月の展望レポートの内容と一致している。この観点で既にある程度織り込まれた材料であるが、先週末のジャクソンホールイベントを経てマーケットは大きな反応(金利急低下、株価急反発、ドル安)を示しており、やや違和感のある動きとなっている。ただ重要なポイントは米国が利下げを志向し、日本が利上げを志向しているという金融政策のデカップリングが改めて確認されたという点である。

### 日米の金融政策のデカップリング

この日米の金融政策のデカップリングについては、ベッセント米財務長官が言及している。米国については「(次回 FOMC は)50bp 利下げの良い機会になる」「どのモデルを見ても政策金利は 150-175bp 低い水準にあるべきである」と述べている。また日本の金融政策については「日本にはインフレの問題がある。日銀は後手に回っており、利上げが必要でインフレの問題をコントロールする必要がある」とコメント。米国には大幅な利下げの必要性に言及する一方、日本については利上げの必要性に言及しており、日米の金融政策のデカップリングが指摘されている。

図表1の簡易的に中期的な日米の金融政策のマーケットの織り込みを示すデータとして注目される2年後1か月金利の日米金利格差は今年の5月以降緩やかな縮小傾向にある。一方でドル円については円安ドル高傾向で連動性が薄れている。当社ではFRB9月利下げ、日銀10月利上げを予想しているが、こうした金融政策論議の再開により再びドル円マーケットが日米金利格差に沿って円高方向にシフトする可能性があるとみている。また図表2の投機筋のポジションは現状7万枚程度のドル買いとなっている。これはピーク比40%程度に縮小している。過去の水準を比較すると依然高水準であり、まだ縮小余地(=円売り)があるとも言えるが、日米金利格差が焦点となれば、再度積み増しの動きが秋にも出てくる可能性もある。

図1：日米金利格差とドル円が逆行

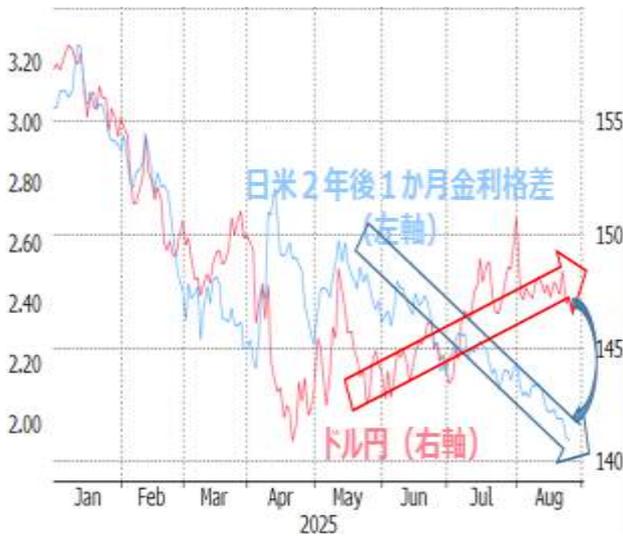
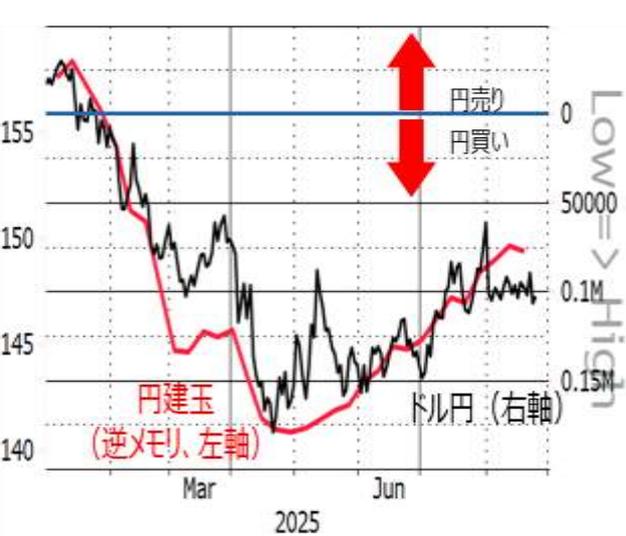


図2：円買いポジションが縮小傾向



出所：Bloomberg

### FRB 理事人事とドル

ドルに関連して最も気になるイベントは FRB 理事を巡る人事である。5月に任期を迎えるパウエル議長の後任人事は11名に絞られ、ベッセント財務長官の面談、トランプ大統領の面談を経て、秋にも決まる可能性がある。加えて最近では理事人事への圧力が強まっている。来年1月までの任期を残してクグラー理事が退任し、後



任に経済在任諮問委員会（CEA）委員長のミラン氏が新たに理事となる。直近ではクック理事が住宅ローン詐欺に絡む調査でトランプ大統領から辞任を迫られている。理事 7 名のうち、もともとトランプ大統領が指名したウォーラー理事、ポウマン理事の 2 名にミラン氏、パウエル議長の後任議長を含めて 4 名、もしクック理事が辞任ということになれば理事の過半数がトランプ大統領の息のかかった人選になる。

その他、地区連銀総裁 5 名が実際の投票には加わるので政策が政権側の思い通りというわけにはいかないが、中央銀行の独立性の観点では懸念される事項である。FRB がインフレをコントロールできないという見方が広がれば期待インフレ率の上昇を通じてドルには下押し材料となる。秋は金融政策の日米デカップリングのみならず、FRB 人事動向もドル売りのきっかけとなる点には留意したい。

ドル円は金融政策に焦点が当たる中での日米金利格差への回帰や FRB 人事を巡るドル安圧力から秋口にかけて 140 円を目指す展開を想定している。