

トランプフレーションにFedプットの艱難 移民減少と関税インフレFRB年2回利下げ「不確実性」

米パウエルFRB議長がFOMC後の会見で「見通しの不確実性は異常なほど高まっている」と高成長の曲がり角を迎え物価・成長両面リスクを吐露しつつ関税は価格転嫁を促し移民強制送還は人手不足の深刻化と賃金高止まりとなってトランプフレーション（トランプ政権のインフレ）に繋がり年2回利下げ「Fedプット」の艱難を示唆している。

ドットチャート2回利下げ「Fedプット」健在

「この現実を踏まえると、関税は単に他の地域の価格下落によって相殺されるというベッセント氏の主張は、単なる幻想に過ぎない（Give this reality, Bessent's assertion that tariffs will simply be offset by price declines elsewhere is pure fantasy）」。

ノーベル賞経済学者ポール・クルーグマン教授が「Substack（サブスタック）」3月16日『Inflation（インフレーション）』「Including how to think about Trumpflation（トランプフレーションをどう考えるかを含め）」にてベッセント財務長官の、「関税によって輸入品の価格が上昇した場合、他の価格が下がって相殺される」という主張に噛み付いた。

「実際には、現代経済では自社製品の需要が低迷している場合でもほとんどの企業は値下げを嫌がる」（クルーグマン氏）といい、トランプ関税はより複雑な理由から、自社製品の価格転嫁を促し、ほとんどの企業は価格変更を一定間隔（通常は年に1度程度）で実施、販売業者は競合他社やサプライヤーの価格を常に気にしつつ慎重ながらも企業行動が「粘着性」インフレを促しトランプフレーションに繋がる可能性が高いという。

むしろ、カギを握るのが「マネーサプライ」という概念であり、現代経済は現金をそれほど必要とせず、例えば多くの企業は資金運用で銀行預金金利より高い利回りを獲得する方法としてマネーマーケットファンド（MMF）を利用、レポ取引などを含めマネーサプライの増加、つまり信用創造が途切れない限りインフレ圧力が蓄積されていくというのだ。

もちろん、企業経営者は失業率が高く賃金カットを行っても従業員の定着や確保に影響がない場合でも、従業員の士気に影響が出ることを懸念し賃金削減に消極的であり、かかる賃金上昇圧力が「粘着性」インフレを助長しがちである。

その実例としては、「2010年代初頭のユーロ危機において南ヨーロッパ諸国が厳しい緊縮財政政策を余儀なくされ、極度の失業率の高騰を招いた際に、旗幟鮮明として示された」（クルーグマン教授）。例えば、スペインでは失業率が世界大恐慌レベルに上昇し、危機以前に経験していたインフレは終息したが、物価の全体的な水準は下落するどころか横ばいにとどまったことは記憶に新しい。

既に、第1期トランプ政権の経験から、関税は主に消費者価格に転嫁されることがわかっている。これは、関税対象PCE（個人消費支出）カテゴリー価格がほぼ関税額と同じだけ上昇したのに対し、非関税対象の価格は以前の傾向を維持したことからも明々白々。

2024年の大統領選でトランプ氏は物価を再び引き下げること公約して圧勝したが、その公約は決して信頼できるものではなく、「むしろ、トランプ2.0の政策

アジェンダは、再びインフレが急騰する可能性を高めているように見え、そうした急騰への懸念が消費者心理の急落の主な理由である」（クルーグマン教授）。

とりわけ、ミシガン大学の消費者の長期的インフレ期待は、過去30年間で見たことのないレベルまで急上昇しており、すなわちトランプ高関税、移民労働者の広範な国外追放、米FRBの独立性の侵食などトランプ蜜月「100日」を彩る政策はいずれもインフレ的であり景気悪化要因である可能性が高い。しかも、報復関税が激化し「意図せざる貿易戦争」がエスカレートすれば米中「冷戦」激化や世界経済デカップリング（分断）となって景気後退とインフレが共存するスタグフレーションを懸念させる。

米FRBは3月19日開いたFOMCで政策金利の据え置きを決め、パウエル議長は記者会見で、トランプ米政権の動向を念頭に「見通しの不確実性は異常なほど高まっている」と強調、高成長から曲がり角を迎え物価・成長両リスクを抱え「利下げを急がない」考えを示し、年2回の「Fedプット」艱難を暗示してみせた。

24年280万人から25年75万人に移民流入急減

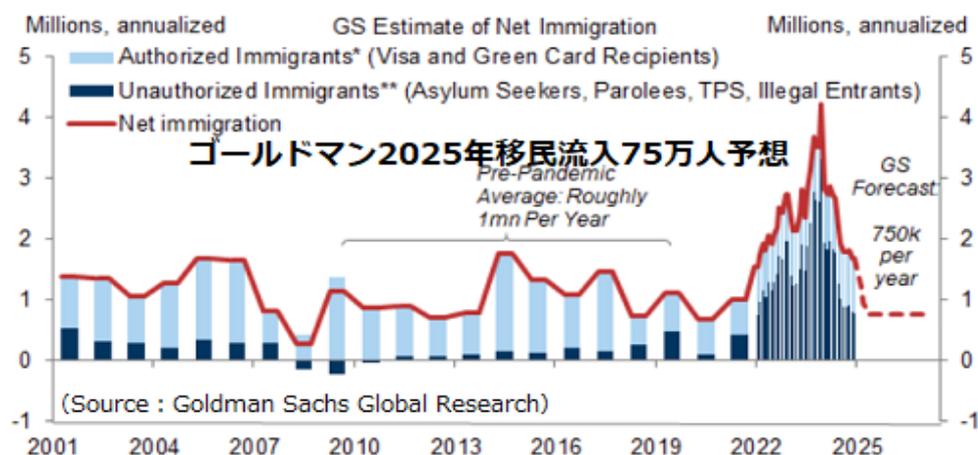
「（ゴールドマンの）アナリストが米国への移民純流入数が年間75万人に急減し、2025年のGDP成長率を0.3-0.4%押し下げる見込み（The analysts see net immigration to the US plummeting to 750,000 a year, shaving 30-40 basis points (0.3-0.4%) off potential gross domestic product growth this year）」（ブルームバーグ25年2月10日『Goldman Sees Trump Immigration Moves Shaving US Economic Growth（トランプ移民政策が米成長圧迫とゴールドマン予想）』）。

米国への移民純流入数が年間75万人に急減し、2025年のGDP成長率を0.3-0.4%押し下げると様相する米金融大手ゴールドマンサックスの移民減少予想は、米景気悪化だけでなく人手不足の深刻化となって労働市場タイト化、賃金インフレ要因であることは言を待たない。

しかも、米国勢調査局によると、2024年の移民純流入数は280万人だったから25年の75万人への減少は3分の1への急減であり、サービス産業を中心に人手不足の深刻化を招きつつある。

ゴールドマンは「移民の構成も変化し、年間で約50万人に上る強制送還者が亡命希望者やその他入国者を相殺し、不法移民は差し引きゼロになる」といい、実際にトランプ政権は公約通り移民取り締まりを開始、拘束と強制送還を強化、コロンビアやインドなどに多数の不法移民を送り返している。

こうした強制送還は規制により不法移民が仕事に行くことを恐れるようになり、雇用主が移民採用を恐れる等、コロナ禍前の移民流入数の年間平均100万人規模が75万人規模に減少する所以とされる。既に、米労働市場は一段と人手不足が深刻化し労働力需給がタイト化して失業率が4.5%水準へ顕著な上昇が避けられる可能性が高い。



ある国際金融筋によれば、「米経済がリセッション入りしたかどうかを判断するのが米景気循環を分析する『全米経済研究所 (National Bureau of Economic Research)』であり、彼らがその判断材料として重視するのが失業率の上昇」という。

しかし、移民強制送還による人手不足が深刻化する中で、例え、米景気が悪化しても労働市場がタイト化したまま非農業就業者数などが顕著な減少を示さず、何より失業率の上昇が4.3%とか4.4%程度に限られ、リセッション入りのメルクマールとされる4.5%超への失業率上昇が現出しなければ、米FRB年内2回利下げ説は幻想に終わろう。

ゴールドマンの推計によると、不法移民は全労働力の約5%を占めており、造園業や建築サービス業など特定の業界ではその割合が約20%まで高まるという。これらの労働者を突然失えば、その業界の多くの企業に大きな混乱が生じ、インフレへの影響もより大きくなる可能性がある。

過去5年間で500万人余りの外国人労働者が米国の労働市場に参加したことで、同市場は驚異的な成長を記録し、賃金増にも貢献した。だが、今後はその影響が緩和するという。

問題はFRBが物価と景気のどちらのリスクを重く見るかであり、パウエル氏は物価高が26年には落ち着くFOMC見通しが基本シナリオだと指摘、関税などによる一時的な物価上昇は政策決定で「考慮しないことが適切な場合もある」と説明した。

ただパウエル氏には「一時的」という言葉に因縁があり、21年に高インフレが加速した際、供給制約による物価高を「一時的」と主張し続け、批判された経緯があり予断許されない。つまり、確かに「Fedプット」は顕在だが「不確実性」に覆われ、米景気悪化に伴うレイオフなどによる失業率上昇、DOGE（政府効率化省）による政府部門のリストラ等に雇用悪化に限られ、年2回利下げ「Fedプット」は幻想に終わるリスクがある。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。