

market:update

Capital Market Outlook, Week 25

2026年6月18日

ウォーシュ FRB 新議長の金融政策スタンスは

今週は、新たに米連邦準備制度理事会（FRB）議長に就任したウォーシュ氏が、初めて米連邦公開市場委員会（FOMC）で議長を務め、政策金利の指標となるフェデラルファンド（FF）金利は、全会一致で4会合連続の据え置きとなりました。同氏は、会合に先立ち、FRBのコミュニケーション方針や政策方針を変更することを発表するなど、市場関係者の注目を集めてきましたが、今般、FOMC後の記者会見で、自ら主導するFRB改革についてタスクフォース（作業部会）の立ち上げを発表する等、FRBの金融政策運営にとって驚くべき方針転換が行われることが現実示されました。

グローバル金融危機以降、従来のFRBは、単に金利を決定するだけでなく、将来の金融政策の方向性に対する期待を織り込む市場予想をコントロールする機関へと変貌していました。将来の政策方針そのものを事前に示すフォワード・ガイダンスは、金融政策の事実上のツールとなり、定例化された議長記者会見は、政策そのものに留まらず、それを市場にどう受け止めてもらうかのシグナル発信の場となり、詳細化した声明文の句読点ひとつひとつが、市場によって神託のように読み解かれるようになってきた経緯がありました。

ウォーシュ氏が、こうした慣行に対して懐疑的であると見られる背景には、実際に、将来の金融政策において、中央銀行が過度な説明を行うと、自らのコミュニケーションによって自縄自縛に陥るリスクを負う懸念があり、もしそうなれば、金融政策を巡る自らの言動の一貫性を保つことへの強迫観念に縛られ、独自の判断力を発揮することが困難になる可能性が懸念される為であろうと思われます。さらに、前述のタスクフォースには、FRBのバランスシート縮小に向けた対策がテーマの一つとして組み込まれており、同氏の見解では、約6.7兆ドルに達するFRBのバランスシートの規模は、物価や経済の安定を重視する金融政策とは相容れないものとされています。

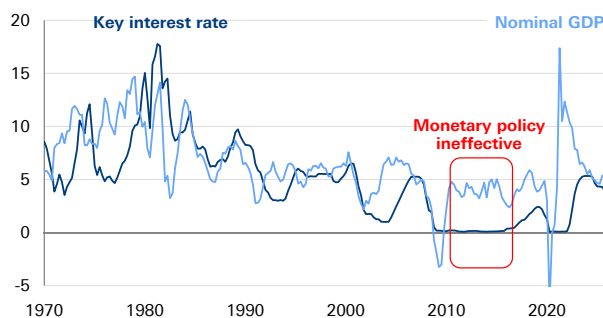
一方、FRBのバランスシートが縮小すると、FRBに預けられている商業銀行の流動性の高い超過準備高も減少してしまうという問題は懸念材料として意識されていると思われ、留意が必要です。実際、米国の銀行システム内で流動性の低下が起きると、レポ金利の急騰を招く恐れがあるとの指摘がなされており、この背景に、銀行

勢がヘッジファンドに対し、数兆ドル規模とも推計されるレポ融資を行っている実態があります。ヘッジファンドは、これらの資金を使って米国債現物を購入する傍ら、米国債先物を売却することで、国債価格の変動リスクをヘッジするポジションを構築し、先物価格と理論先物価格の差（ベースス）を収益源とする「米国債ベースス取引」を行っていますが、実務的には、先物価格から算出されるインプライド・レポ金利と実際の調達レポ金利との差を収益機会として捉えている面があると思われます。従って、実際のレポ金利が一定の閾値を超えて上昇する等の状況となれば、ヘッジファンドは、ベースス取引の解消（アンワインド）を迫られることとなり、ひいては米国債を大規模に売却せざるを得なくなる状況が、米国債市場のメガ・クラッシュ（大暴落）をもたらす可能性として留意されます。

結局のところ、FRBは事実上の「間接的な政府への財政ファイナンス」を行っているものであり、これはもはや後戻りが困難なばかりか、むしろFRBのバランスシートは今後も継続的に拡大させることが求められている状況さえあると見られます。実際にFRBは、長年にわたり潤沢な流動性を市場に供給してきたのであり、金融市場や実体経済もそれに応じてビジネスモデルを適応させてきた前提では、今頃になって、この流動性を副作用なく引き揚げられると主張することは、あまりにも安易な考えと言わざるを得ないと考えています。

米国：予想外の堅調な成長

主要政策金利（%）および名目GDPの前年比（%）
（4四半期移動平均）



出所: FRED データベース、メッツラー

2026年5月31日時点

market:update

今後は、金利政策に関しても、議論が生じる可能性があります。特定の条件下では、名目 GDP 成長率の推移を中立金利水準の目安として用いることが可能とされていますが、2010 年から 2016 年にかけて見られたような銀行危機や、それに伴う信用サイクルの混乱期においては、概して金融政策が効力を失ってしまう為、こうした条件が満たされていない事例であると言えます。前掲グラフには、名目 GDP 成長率が 2025 年第 2 四半期の 4.6% から 2026 年第 1 四半期には 6.0% 弱へと加速した一方、FRB はこの期間に政策金利を 4.6% から 3.6% へと引き下げた状況が反映されており、FRB の金融政策スタンスは緩和的であることが分かります。ここで、第 2 四半期の名目 GDP 成長率は 6.5% を超える可能性さえあると見られる状況下では、利下げを行う明確な理由は見当たらず、むしろ、FRB は 2025 年第 2 四半期のように、政策金利を実際に 4.6% まで引き上げるべきであろうと考えています。現時点で、金融市場は年末までに FRB が僅か 1 回の利上げしか織り込んでいないと見られますが、これに対し、メッツラーの新たな予測では、年内に 2 回の利上げが行われるのではないかと見込んでいます。

しかしながら、政治情勢は、依然として不確実性の大きな要因となっている現実があり、FRB による政策金利の引き上げは、トランプ米大統領との対立を招く可能性が高いことから、その行方は不透明だと言わざるを得ないと思われます。FOMC 後の記者会見は、実際にウォーシュ氏が対立を避けようとする「ハト派」なのか、それとも積極的な攻勢に出る「タカ派」なのかが明らかになる重要なイベントになると見て注目しています。

米国の経済指標

最近の米国の経済指標は、堅調な成長を伴う安定した経済動向を示していると見ており、今後発表されてくる予定の各種指標にも、このように前向きな傾向を裏付ける結果が出てくると見込んでいます。全米住宅建設業者協会 (NAHB) 住宅市場指数や住宅着工件数の最新値には、住宅ローン金利の高止まりや建材コストの上昇等を反映して若干の弱含みも見られますが、小売売上高、フィラデルフィア連銀製造業景気指数等にどのような結果が表れるか注視しています。

日銀の金融政策

目下、円安トレンドは警戒を要するレベルにあると見られます。理論上、日本の長期国債利回りが上昇すれば、国内外の投資家はその通貨を保有することで高いリターンを得られるようになる為、通貨の魅力が高まることになり、円相場を支える要因になると考えられます。しかし、こうした利回り上昇にもかかわらず円安傾向が続い

ているのであれば、これは単なる為替市場のテクニカルな現象ではなく、より根源的な信頼感の欠如を反映していることになると思われ、こうした事実は、投資家が利回り上昇を「チャンス」としてではなく、むしろ「リスク」として捉え始めていることが示唆されていると考えています。日本銀行は、あまりにも長期間に亘って超緩和的な金融政策に固執し過ぎてきた為、インフレや通貨安に対して最早（もはや）適切な歯止めがかけられていないという市場の懸念を煽る原因となっていると思われ、実際に、円安の進行は輸入価格の高騰を招いて物価上昇圧力を強め、さらには通貨の安定性に対する信頼を一層損なう恐れがある為、懸念されます。

こうした状況下、今週の日銀金融政策決定会合では、政策金利を 1.0% 程度に引き上げる一方、国債買い入れ減額は 2027 年 4 月以降で停止する方針が示されました。結果として、金融引き締めは進めつつも、債券市場へのショックは抑制する慎重な正常化という措置が図られた印象があります。しかし、これだけでは十分とは言えないと思われ、日本銀行は、今後さらなる措置を講じることを明確に示す必要があると考えています。例えば、信頼性に足るロードマップとして、政策金利が少なくとも 2.0% に達するまでは、今後の会合の都度 0.25% ずつ利上げを行うこと等が挙げられますが、そのぐらいの取り組み姿勢があつて初めて、中央銀行は、為替市場から経済全体へと信頼の喪失が波及するのを防ぐことが可能であろうと考えています。

目下、日本に必要なのは象徴的な引き締めなどではなく、目に見える形での明確な金融政策の方針転換だと思われ、さもなければ、円安そのものが新たなインフレの要因となり、危険なスパイラルを引き起こされるリスクがあると見ています。こうした状況下、金曜日に発表される消費者物価指数には、とくに注目が集まることになると考えています。

欧州：緩やかな回復

最近のユーロ圏鉱工業生産指数には、製造業の底打ちを示唆しつつも、欧州経済の停滞について引き続き慎重な見方を裏付ける内容が示唆されています。一方、少なくとも原油価格が 1 バレル 100 ドルを下回る水準で落ち着いている状況下、金融市場関係者の 6 ヶ月先経済見通しを改善させる要因になっていると見られ、ZEW 景気期待指数に足元で顕著な改善が表れています。さらに、イングランド銀行（英中銀）の金融政策にも注目が集まる見通しで、同中銀が政策金利を 4.0% に引き上げる決定を下す可能性にも注目が集まっていると見られます。

market:update



メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-020