

market:update

Capital Markets Outlook, Week 38

2026 年 9 月 18 日

トランプ政権の経済政策と 米連邦準備制度理事会(FRB)の金融政策

近時、米国のトランプ大統領の経済戦略は、「有権者へのさらなる資金供給」、「金利の引き下げ」、「他国への圧力強化」等、中間選挙を控えて、驚くほどシンプルな方針に集約されてきたと見られます。

2026 年 8 月の米雇用統計（非農業部門雇用者数：前月比 16 万 2,000 人増）が予想外に力強い結果となった後、トランプ氏は再び米連邦準備制度理事会（FRB）に対して利下げを要求し、米国は世界で最も低い金利をもつべきだと主張した他、自身の SNS 上でも FRB に対して利下げを要求し、さもなければ、米国が貿易赤字を抱えている国々との貿易を停止するとの強いメッセージを発信するなどしていました。

さらに、同氏は最新の提案で、もし共和党が上下両院の過半数を維持した場合、全米の成人市民に対し 5,000 米ドルの「トランプ配当（‘Trump Dividend’）」を支給する考えをもっていると見られます。その総費用は 1 兆米ドルを超える可能性があり、これは経済的な観点から見て、本質的に、国家の借金を財源とした巨額の需要刺激策に値するものである為、拡張的な財政政策が必要とインフレを押し上げる一方、同時に FRB に対して利下げを要求する構図となり、古典的なポリシー・ミックス（財政・金融政策の組み合わせ）の問題を生じさせる可能性あると考えられます。

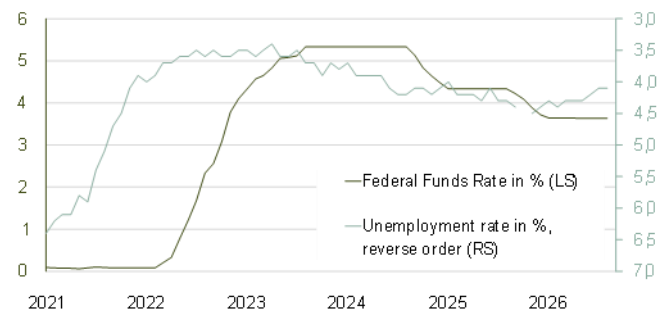
さらに同氏は、労働者や家族向けの減税、医療費や処方箋薬のコスト削減、高騰する住宅価格への対策、そして米国製造業を保護する為の積極的な通商政策など、同氏の良く知られた政策課題にも焦点を当て続けていると見られます。この背景にある政治的な論理は明確であり、同氏は、選挙前の議論を、インフレや高いエネルギー価格、イランとの戦争等から遠ざけ、「個々の有権者が、現政権の政策から直接的な恩恵を受けている」との認識へシフトさせようとしていると考えられます。

堅調な経済が米連邦準備制度理事会への圧力に

現在、アトランタ連邦準備銀行の「GDPNow（GDP ナウ）」モデルは、2026 年第 3 四半期の経済成長率を約 4.7%と予測しており、その他の先行指標でも、今後数ヶ月間で経済成長の加速が示唆されるなど、投資ブームの裾野は広がりを見せていると思われます。こうした状況から、今後、労働市場のさらなる改善を伴う可能性

が高いと考えられますが、実際に、2025 年 11 月以降、失業率は約 4.5%から 2026 年 8 月には約 4.1%へと着実に低下したことが分かっています。

米労働市場が、主要政策金利の引き上げの必要性を示唆



出所：FRED データベース、米連邦準備制度理事会、経済分析局（BEA）

メツラー

2026 年 8 月 15 日現在

このような雇用環境の改善により、賃金上昇が再び加速するリスクが高まっている中、インフレ再燃に対する懸念から、今般の米連邦公開市場委員会（FOMC）に先立つ事前予想では、FRB が政策金利を引き上げざるを得ないと予想する向きが多かったことは頷けます。

しかし、より重要な点として、実際に FRB が、信任防衛の問題に直面していたと考えられることに留意が必要です。FRB のウォーシュ議長は、2026 年 7 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）を前に、断固としてインフレと戦う姿勢を示していながら、結局のところ金利を据え置く判断をしましたが、これは、後から振り返れば、重大な過ちであった可能性が高いと考えられます。

実際にウォーシュ議長は、市場から「言葉を行動で裏付ける人物だ」という評価を受ける代わりに、「FRB はインフレについて口先で言及するものの、いざとなると利上げを躊躇する」という見方を定着させてしまった可能性があります。実際、ウォーシュ議長も、この問題を認識していたと見られ、ジャクソンホール会議では、インフレは依然として高過ぎること、金融環境はそれほど緊縮的ではないこと、そしてインフレが持続的に 2%の目標に戻ると確信できない限り FRB にはまだ「やるべきこと」が残されているというメッセージが強調されました。

market:update

今般、FRB は、9 月 16 日に開催した FOMC で、中東情勢の混迷等を背景とするインフレ懸念に配慮する形で、金融引き締めに動きました。これは、2023 年 7 月以来 3 年 2 ヶ月ぶりとなる 0.25% の利上げ決定で、政策金利の指標となるフェデラルファンド（FF）金利は 3.75%～4.0% となりました。かように、FRB が今回利上げを敢行し、インフレに対処する姿勢を明確に示したことは、市場の中央銀行に対する信認を守る為の行動と受け止められたと見られます。米国債市場では、2 年債と 10 年債の利回りは若干上昇しましたが、30 年債利回りはむしろ低下した他、10 年物米国債のブレイクイーブン・インフレ率にも低下が見られる等、安堵感が広がった可能性があると見られます。一方、市場に出回るマネー供給量の減少を懸念した株式市場では、相場急落の形で反応が見られた為、引き続き動向を注視しています。

日本銀行も圧力に直面

ベッセント米財務長官は、日本銀行が今週にも政策金利を引き上げること米国が期待していると明言しましたが、これは日本の通貨である円の相場を強固なものとし、それによって最近実施された共同為替介入を正当化することを意図していると思われます。

名目 GDP 成長率が約 4.0%、銀行貸出の伸びが 5.0% 以上、そして景況感指数の著しい改善といった足元のファンダメンタルズは、堅調な経済環境を示していると見られると同時に、現在は 2.0% に留まっているインフレ率が再び大幅に加速するリスクも孕んでいると思われます。しかし、たとえ来週政策金利が 1.25% へと引き上げられたとしても、実質金利は依然として大幅なマイナスの状態が続くことになるのは明白だと思われます。

ここで、政策金利の引き上げによって市場の混乱を招く可能性があるとの疑問が生じますが、この背景には、円キャリートレードのポジション解消による影響を考えざるを得なくなることがあります。何十年にも亘って、円は世界で最も重要な資金調達通貨の一つであり、投資家は極めて低い金利で円を借り入れ、その資金をより利回りの高い債券や株式、その他のリスク資産に投資する構図が成り立っていたことは言うまでもないと思われず。

2024 年 8 月は、このメカニズムがいかに素早く作用するかを如実に示す事象が発生しました。日銀の利上げに続き、米国経済指標が悪化し、そして FRB の利下げ期待が高まったことで、円相場が僅か数週間のうちに 10% 以上も急騰したと同時に、2024 年 8 月 5 日には、日経平均株価が 1 取引日で約 12% 急落、S&P500 も大幅に下落した他、VIX 指数は一時 60 ポイント台まで跳ね

上がる等の動きが顕在化しました。この背景にあった重要な事実、利上げが行われたこと自体よりも、レバレッジをかけたポジションが同時に解消されたその「スビード」であったと考えられます。

しかし、歴史を振り返れば、さらに極端な事例も存在します。1998 年のロシア通貨危機と LTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）の破綻の際、円キャリートレードの大規模な解消が起こり、円相場は僅か数ヶ月の間に対米ドルで約 20～25% も急騰し、同年 10 月には僅か数取引日だけで、円相場は対ドルで 2 桁の上昇（急激な円高）を記録したこともあります。

2008 年にも、世界金融危機（リーマン・ショック）の最中に円相場は急騰しました。リーマン・ブラザーズの破綻前からその年の年末にかけて、円相場は対米ドルで約 20% 上昇し、オーストラリアドルのような伝統的なキャリー通貨に対してはそれを大幅に上回る上昇を記録しました。しかしながら、当時の株式市場における大幅下落が当時の円キャリートレードの巻き戻しのみ起因して説明することは困難であり、すでに発生していた世界金融危機をさらに加速させるカタリストとしての役割を果たしたに過ぎないと捉えるのが妥当ではないかと考えています。

従って、現在の金融市場における重要なリスクは、主に日本の金利水準にあるのではなく、その変化のペースにあるということだと思われます。日銀による金融政策の緩やかな正常化であれば、市場は十分に吸収できる可能性が高いと見られますが、その一方で、さらなる急速な利上げ措置を発表するような、予想外にタカ派的な記者会見が行われた場合は、円高、レバレッジの解消、そして世界的なリスク資産の投げ売りという連鎖反応を引き起こす可能性も排除仕切れないと思われます。その為、日本銀行は声明において極めて慎重な姿勢を取る可能性が高く、今後の追加利上げについては、四半期に 1 回のペースで発表していくものと見られます。



Edgar Walli

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

market:update

- 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

東京都千代田区内幸町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

W26-032