Economic Monitor
伊藤忠総研
Sep 30, 2026　No.2026-082
上席主任研究員　髙橋尚太郎　080-8217-8249 takahashi-sho@itochu.co.jp

# 米国経済：ウォーシュ FRB の政策方針と長期金利上昇の引き締めリスク

**ウォーシュ FRB 議長の金融政策運営は、政策金利が中立金利をどの程度上回るかという評価に加え、長期金利や信用環境を通じて金融引き締めが実体経済にどの程度波及しているかを重くみる姿勢がうかがえる。パウエル前議長とウォーシュ議長は、ともに幅広い経済・金融情報を政策判断に用いるが、前者が政策ラグや一時的な物価ショックの剥落を織り込んだ経済見通しを重視したのに対し、後者は金融市場や信用動向などに現れるリアルタイム性・先行性の高いシグナルを相対的に重くみることが示唆される。足元では政策金利に加えて長期金利や住宅ローン金利も上昇しており、春頃より金融環境は明確に引き締まっている。このため、年内もう一段の利上げ余地は残るものの、その後も高金利を維持すれば、2027 年にかけて長期金利の遅行効果と重なり過度な金融引き締めとなるリスクが高まる。**

ウォーシュ FRB の金融政策を理解するうえでは、政策金利の水準だけでなく、短期・長期金利や信用環境を通じた金融引き締めが、将来の需要とインフレにどの程度波及するかという「政策の実効性」に着目することが重要である。本稿では、ウォーシュ FRB 議長の金融引き締め判断の考え方を整理したうえで、パウエル FRB 前議長との違い、今後の政策金利見通しとリスクを考察する。

## ウォーシュ FRB 議長の金融引き締め判断：政策金利の水準より「実際に効いているか」を重視

金融政策の引き締め度合いは、①政策金利、②長期金利、③広義の金融環境、という 3 つの層に分けて考えると分かりやすい。第一は、政策金利が現在の中立金利をどの程度上回っているかという狭義の政策スタンスである。第二は、政策金利見通しやタームプレミアムなどを反映する長期金利であり、住宅投資や設備投資、資産価格に強く影響する。第三は、長短金利に株価、信用スプレッド、銀行貸出、住宅価格、為替などを加えた広義の金融環境（FCI、Financial Conditions Index）であり、家計や企業が実際に直面する総合的な金融環境を示す。

重要なのは、政策金利が中立金利を上回る「引き締め的」な状態にあることと、インフレを目標に戻すうえで「十分なほど引き締め的」な状態にあることは同じではない点である。政策金利が中立金利を上回っていても、株価上昇や信用スプレッド縮小、銀行貸出の拡大などが金利上昇の効果を相殺すれば、家計・企業が直面する金融環境は十分に引き締まらない可能性がある。企業の資金調達金利も米国債利回りと信用スプレッドの双方に左右されるため、国債利回りが上昇しても信用スプレッドが縮小すれば、実際の資金調達コストの上昇は小さくなる。

ウォーシュ議長の最近の発言で特徴的なのは、政策金利の中立金利との比較だけでなく、金融引き締めが実際にどの程度表れているかを相対的に重くみている点である。8 月のジャクソンホール会合における講演では、「社債・レバレッジドローンの信用スプレッドが歴史的レンジの下限近辺にあり、発行額も大きく、銀行の C&I 融資基準も歴史的にみて緩い側にある」として、信用・貸出市場には政策による抑制の兆候が乏しいと指摘した。観測不能な中立金利の推計だけに依存せず、実際の金融伝達から政策の実効性を検証する姿勢と考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

もっとも、これは FCI そのものを政策目標としていることを意味しない。FCI が緩和的であれば機械的に利上げするのではなく、金融政策が実体経済にどの程度効いているかを測る重要な情報として利用するという位置づけと考えられる。金融政策の波及経路をより重視する政策運営と捉えられる。

**パウエル FRB との違い：経済見通しと金融市場からの情報に対するウェイト差**

パウエル前議長も、インフレや雇用だけでなく、経済や金融市場の動向などを幅広く確認して政策判断を行ってきた。ただ、そうした情報を踏まえた経済見通しとリスクバランスを重視してきたことに特徴がある。4 月 FOMC の記者会見では、関税による物価押し上げが今後 2 四半期で剥落することを「見通しの重要部分」と位置づけたほか、エネルギーショックについて、通常は一時的で反転しやすく、金融政策は「長く可変的なラグ」を伴って作用するため、直ちに政策対応するとは限らないと説明した。

これに対しウォーシュ氏は、前述の通り、信用・貸出市場、資産価格、企業の設備投資・利益見通しなど、リアルタイム性や先行性の高い情報を、近い将来の景気・インフレ判断により強く活用する姿勢を示している。したがって、パウエル氏は政策ラグや一時的ショックの剥落を含む経済見通しへの比重が相対的に高く、ウォーシュ氏は市場・信用・企業行動に現れる先行シグナルをより直接的に近い将来の判断へ取り込む傾向があると整理できる。

ウォーシュ議長は 9 月 FOMC 後の記者会見で、「広義の金融環境を引き締め的とは言い難いとの見方が委員会で広く共有された」と説明した。もっとも、こうしたウォーシュ氏の金融環境の見方や政策運営方針が、FOMC 参加者の間で全面的に賛同されているとまでは確認できない。例えば、全会一致で利上げを決定した 9 月 FOMC 以降も、シカゴ連銀のグールズビー総裁は、「原油高やトランプ関税などの供給ショックが想定以上に長引くなか、AI 投資などを背景とする強い需要が物価圧力に加わりつつある」と指摘している。クック理事も 9 月利上げについて、インフレが長期間高すぎることに加え、AI 関連投資による需要増、原油高の波及、供給網の混乱が先行きの物価を押し上げるリスクを挙げた。これらは、供給ショックの持続性や二次波及、需要の上振れを将来のインフレ見通しに織り込み、必要に応じて政策を調整するという、パウエル FRB 時代からの政策判断の延長線上として説明できる。

一方で、ウォーシュ氏が政策判断を説明する際に、信用スプレッド、銀行貸出、企業の資金調達、消費・設備投資などに表れる「実際の政策波及」を繰り返し重視し、その説明と整合的な政策行動が続けば、市場参加者はこうした指標をウォーシュ体制の反応関数を推測するうえで重要な情報として扱うようになる可能性がある。すなわち、現時点では FOMC 全体の新たな共通ルールと断定できないものの、ウォーシュ氏の説明枠組みが政策判断の正当化に継続的に用いられることで、結果としてウォーシュ体制の政策反応関数の一部として認識されていく可能性がある。

**今後の政策金利見通し：4%台前半まで引き上げ後、2027 年には緩やかな利下げへ**

足元の金融環境を整理すると、政策金利は「中立近辺」と考えられる。9 月 FOMC 後の現在の政策金利は 3.75～4.0%である。パウエル前議長は 4 月時点で現在の名目中立金利を 3～4%程度とみており、このレンジの中央値 3.5%を基準とすれば、現在の政策金利はこれを上回る。ただし、中立金利は観測不能で推計幅も大きく、現在の政策金利は 3～4%レンジの上限近くに位置するにすぎないため、政策金利は「中立近辺」と評価するのが妥当である。

長期金利は明確に「引き締め的」と考えられる。9 月末時点の 10 年国債利回りは 5.2%である。これに対し、10 年国債利回りの中立水準は、9 月 FOMC の経済見通しで示された長期の政策金利 3.2%に、平常時のタームプレミアム 0.5～1.0%などを加えた 4%前後と考えられる。足元の長期金利は中立水準を上回っている可能性が高く、「引き締め的」と考えられる。

一方、金融環境全体が極めて引き締め的な状態にあるとは言い難い。株価は前年比＋15%超の高水準を維持している。また、ICE BofA の BBB 米国社債 OAS は 9 月 28 日時点で約 1%にとどまり、信用スプレッドは低位にある。ウォーシュ議長も 8 月講演で社債・レバレッジドローンのスプレッドが歴史的レンジの下限近辺にあると指摘した。銀行の C&I 融資基準も急速には厳格化していない。春頃と比較すれば、政策金利、長期金利、住宅ローン金利はいずれも上昇しているが、個人消費や設備投資も堅調であるため、金融環境は依然緩和的との評価もできる。

このため、ウォーシュ氏は、現在の政策金利 3.75～4.0%を、インフレ抑制の観点ではやや低いとみなす可能性が高い。たしかに、広義の金融環境の観点では、追加利上げによって 4%台前半まで引き上げることには一定の妥当性がある。ただし、すでに実質長期金利や住宅ローン金利が明確に上昇しているため、追加利上げ余地は大きくない。

先行きについては、2026 年末の政策金利を 4.0～4.25%程度とした後、2027 年後半には 3.75～4.0%程度まで緩やかに引き下げる展開を予想する。関税やエネルギー価格上昇などによる一時的なインフレ圧力が剥落し、基調的なインフレ率が低下すれば、名目政策金利を据え置くだけでも実質政策金利は上昇する。また、足元までに進んだ実質長期金利の上昇も、数四半期のラグを伴って住宅、設備投資、雇用を下押しすると考えられる。

最大のリスクは、ウォーシュ FRB が足元の堅調な消費や設備投資を重視しすぎ、追加利上げや高金利の維持を長期間続けることである。現在の景気の強さは足元の高い実質長期金利の効果をまだ十分に反映していない可能性があり、2026 年後半までの実質長期金利上昇が 2027 年の住宅、設備投資、雇用に本格的に波及する局面で政策金利も高水準に維持されれば、金融引き締めが重複して景気を必要以上に下押しする可能性がある。

逆方向のリスクもある。インフレ率の低下が想定ほど進まず、強い個人消費や設備投資、緩和的な信用環境が持続すれば、4%台前半の政策金利でも十分に引き締め的ではない可能性がある。この場合、ウォーシュ氏が重視する市場・信用・企業活動のシグナルは追加利上げを示唆することになる。したがって、今後の政策運営では、政策金利が中立金利をどの程度上回るかだけでなく、実質長期金利を含む金融環境の変化が実体経済にどこまで波及しているかを確認することが重要となる。

## 補論：長期金利上昇の要因分解

足元の金融政策を評価するうえでは、米国の長期金利上昇をどのように捉えるかが重要となる。名目 10 年国債利回りは、大きく「政策金利見通し」と「タームプレミアム」に分解できる。別の見方では、「実質長期金利」と「インフレ関連部分」に分けられる。「実質長期金利」は、①実質中立金利、②実質政策金利が実質中立金利を上回る度合い、③実質タームプレミアム、「インフレ関連部分」は、④期待インフレ率、⑤インフレ・リスクプレミアムから構成される[1]。したがって、前者の分解に対応させれば、「政策金利見通し」は①＋②＋④、「タームプレミアム」は概ね③＋⑤となる。

長期金利＝政策金利見通し＋タームプレミアム
　　＝実質長期金利＋インフレ関連部分
　　＝（①実質中立金利＋②実質政策金利が実質中立金利を上回る度合い＋③実質タームプレミアム）
　　＋（④期待インフレ率＋⑤インフレ・リスクプレミアム）

FRB のタカ派化によって将来の政策金利予想が上昇した場合、②実質政策金利が実質中立金利を上回る度合いが拡大したと予想されるため、明確な金融引き締めとなる。

一方、AI 関連投資の需要拡大でインフレ圧力が強まれば、②実質金利が実質中立金利を上回る度合いを押し上げ得る。ただ、インフレ懸念が残れば、④期待インフレ率が上昇し、引き締め効果は弱まる。また、AI 普及などによる生産性向上への期待から①実質中立金利が上昇した場合、長期金利は上昇しても、同時に潜在成長率や投資需要が高まっているため、単純な金融引き締めとは評価できない。

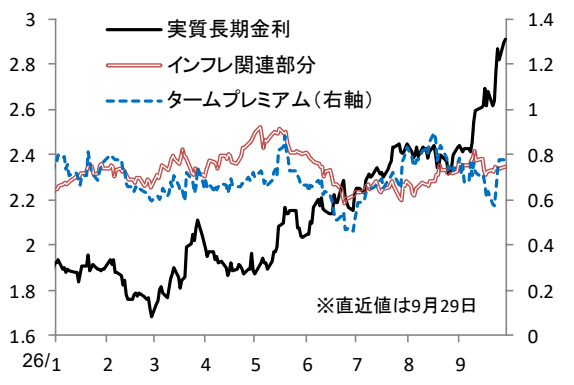
財政赤字による長期金利上昇も一つの経路では説明できない。財政支出の増加で需要やインフレ圧力が強まれば、②実質金利が実質中立金利を上回る度合いか④期待インフレ率のどちらかが上昇する。また、国債発行の増加や財政不確実性は、③実質タームプレミアムを押し上げる可能性がある。

## 9 月の長期金利上昇：主因は実質金利上昇

8 月末から 9 月末にかけて、10 年国債利回りは約 4.7%から約 5.2%へ 0.5%程度上昇した。これに対し、10 年物のブレーク・イーブン・インフレ率（BEI）はほぼ横ばいであった。10 年物の BEI をインフレ関連部分（④＋⑤）の代替指標とみなせば、足元 1 か月の金利上昇は、実質長期金利（①＋②＋③）の上昇でほぼ説明できる（右図）。

この間、タームプレミアム[2]は横ばい圏で推移しており（右図）、足元 1 か月は国債の需給不安による③実質タームプレミアムが金利上昇の主因でなかった可能性が考えられる。また、FRB が想定する①実質中立金利も、9 月 FOMC での経済見通しをみる限り大きく変わっていない。

10年国債利回りの要因分解（%）




（出所）Bloomberg

[1] 厳密には、流動性プレミアムや米国債のコンビニエンスイールドなども利回りに影響するため、①～⑤は政策分析のための概念的な分解と位置づけである。
[2] NY 連銀による推計。

そのため、実質長期金利上昇の要因としては、②実質政策金利が実質中立金利を上回る度合いが拡大したことが大きいと考えられる。原油価格再上昇などを背景としたインフレ鈍化への懸念、堅調な個人消費やAI 関連を中心とした設備投資、9 月 FOMC での利上げとタカ派姿勢の強まりを受け、市場が政策金利を「より高く、より長く」維持するとみるようになったことが大きいだろう。加えて、拡張的な財政政策が需要やインフレ圧力を強めるとの見方も、FRB がより高い政策金利を維持するとの予想を通じて、実質長期金利を押し上げた可能性がある。

実質短期金利の上昇が、預金増による消費の先送りや短期の借入コスト上昇などの経路で景気を下押しするのに対し、実質長期金利の上昇は、住宅ローン金利を通じて住宅投資を抑制するほか、企業の資金調達コストや要求される収益率を押し上げて設備投資の採算性を低下させる。また、株式の割引率上昇を通じて株価を押し下げれば、資産効果を通じた個人消費の下押しにもつながる。足元では実質長期金利の上昇による引き締め効果が実体経済に完全には表れていない可能性が高く、2026 年後半までの実質長期金利上昇により、2027 年にかけて引き締め効果が強まる可能性がある。