

ウォーシュ氏が目指すのは、FRB 版「ドンロ一主義」か？

バランスシートの縮小は非現実的、利下げは緩やかに実施か

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

- 本稿では、トランプ大統領が次期 FRB 議長候補として指名したケビン・ウォーシュ氏について、その主張と金融政策運営への影響を分析する。ウォーシュ氏は、FRB がこれまで本来の役割を超えて権限と責任を拡張してきたと批判しており、こうした姿勢が中央銀行の独立性と正当性を損ねたと考えている。ウォーシュ氏の主張は、物価の安定と雇用の最大化というデュアルマンデートに基づく伝統的な金融政策へ回帰すべきだという点に集約され、その象徴が FRB のバランスシート縮小 (QT) である。この考え方には、外交・安全保障分野で責任範囲の縮小と伝統への回帰を掲げるトランプ大統領の「ドンロー主義」の FRB 版とも解釈できよう。
- もっとも、実際の政策運営においてバランスシートの本格的な縮小を進めることは容易ではない。過去の QT の経験から、準備預金の減少は短期金融市场のタイト化や市場機能の低下を招きやすく、近年もその懸念から QT 停止や国債の追加購入に転じてきた経緯がある。このため、ウォーシュ氏が議長に就任しても、市場の安定を犠牲にしてまで急速な縮小を行うとは考えにくい。
- ウォーシュ氏は利下げの必要性を認めており、焦点は利下げの幅にある。QT の実施が困難であるとともに、現状の FF 金利は中立金利の上限付近にあり、景気が底堅い中では、中立金利に向けた緩やかな利下げが最も現実的なシナリオとなろう。ウォーシュ氏自身も、生産性向上を背景に米国経済の底堅さを指摘しており、大幅利下げを正当化する前提には立っていない。一方で、QT を伴わずに大幅利下げへ踏み切る「手のひら返し」を起こす可能性もある。その場合、FRB に対する政治的介入への懸念が高まり、期待インフレ率のアンカー機能が損なわれ高インフレが定着するリスクが強まる。
- 総じて、ウォーシュ氏は理念としては FRB の原点回帰を掲げつつも、現実の制約の中では従来の FOMC 路線に近い、慎重で漸進的な政策運営に落ち着く可能性が高い。ただし、その姿勢をどこまで維持するのか、あるいはトランプ大統領の意向を受けて転換するのかは不透明であり、今後予定される上院公聴会での発言が、同氏の真意を見極める上で最大の注目点となる。

トランプ大統領が FRB 次期議長としてケビン・ウォーシュ氏を指名

2026 年 5 月にパウエル FRB 議長が任期満了を迎える中、トランプ大統領は 1 月 30 日、ケビン・ウォーシュ元 FRB 理事を次期議長候補に指名すると発表した。ウォーシュ氏は、金融機関での勤務を経て、ブッシュ（子）政権では経済担当特別補佐官および国家経済会議（NEC）事務局長を務めた。その後、2006 年から 2011 年にかけて、当時最年少で FRB 理事に就任した。FRB 退任後は、フーバー研究所やスタンフォード大学で客員研究員を務めるなど、金融、政府、中央銀行、学術の各分野において幅広い経験を有する人物である。

トランプ大統領はこれまで、FRB に対して大幅な利下げを求める姿勢を強めており、2025 年上半期を中心に様子見姿勢を続けていたパウエル FRB 議長を “Mr. Too Late” と批判してきた。次期 FRB 議長の指名に関しても、利下げ推進派であることを条件として挙げていた。実際、トランプ大統領がウォーシュ氏を次期議長候補として指名した際には、記者団に対し、ウォーシュ氏が利下げを望んでいることを強調している。

では、ウォーシュ氏が FRB 次期議長に就任した場合、FRB および金融政策運営にはどのような変化がもたらされるのだろうか。トランプ大統領が望むような大幅利下げが実際に推し進められるのだろうか。本稿では、ウォーシュ氏が 2025 年 4 月に IMF で行った講演¹を手掛かりに、同氏が目指す FRB 像を検討した上で、FRB のバランスシート政策および利下げの行方について分析する。

ウォーシュ氏が目指すのは、FRB 版「ドンロー主義」か？

ウォーシュ氏の講演の主題は “Commanding Heights: Central Banks At A Crossroads” であり、FRB を中心とする中央銀行の役割拡大と、その帰結を検討する内容であった。ウォーシュ氏は講演の冒頭で、「FRB は法的および黙示的な権限の限界まで踏み込み、長年にわたる中央銀行の原則や慣行の一部を超越した」との元 FRB 議長ポール・ボルカー氏の発言を引用し、FRB の役割が政治的、さらには価値・倫理の領域にまで拡張してきたと指摘した。

具体例として、2008 年のリーマン・ショックを契機に導入された量的緩和（QE）は、当初は正当化し得る政策対応であったものの、危機終結後も政策の十分な正常化が行われなかつた結果、FRB は巨額の国債を保有するに至り、財政規律を弱め、財政と金融の境界が曖昧になつたと論じている。また、気候変動や経済的包摂といった分野への関与が、FRB の政治的中立性を損なわせた点も問題視している。さらに、2020 年に導入された新たな金融政策枠組みにおいて、デュアルマンデートの一つである雇用の最大化を、特定の人種やグループを想定した「より包括的な雇用」と定義したことが、インフレ高進への対応の遅れを招き、そのコスト負担が脆弱な家計に重くのしかかったと批判している。

¹ Kevin Warsh, “[Commanding Heights: Central Banks At A Crossroads](#),” April 25, 2025, Hoover Institution Website. 翻訳は大和総研（以下該当同じ）。

ウォーシュ氏は、FRB が本来の役割から逸脱し、財務省の所管領域に踏み込んだり、社会的・政治的問題について立場を表明したりすれば、FRB の独立性と正当性が損なわれると総括する。そして結論として、FRB の独立性と正当性を回復するためには、「より包括的な雇用」や気候変動といった政治的中立性から乖離した分野から距離を置くとともに、財政規律を緩めてきたバランスシート拡張を縮小へと転換し、FRB が本来の役割に立ち戻るべきだと提言している。すなわち、「連邦準備法」の下で議会から付与された、物価の安定と雇用の最大化というデュアルマンデートに基づく、伝統的な金融政策運営への回帰を主張しているといえよう。

こうした FRB の役割拡大に対する反動的な主張は、トランプ大統領が唱える「ドンロー主義」と通じる側面を有する。「ドンロー主義」とは、2025 年 11 月にホワイトハウスが公表した米国家安全保障戦略²において、冷戦後の米国が外交・安全保障の責任範囲をグローバルな秩序維持にまで拡張してきたことを反省し、西半球に重点を置くモンロー主義への回帰を目指す概念である。モンロー主義は、1823 年にジェームズ・モンロー米大統領が提唱したもので、米国は西半球を外交・安全保障の重点対象とし、欧州とは相互不干渉という考え方である。今回、ドナルド・トランプ大統領の頭文字を冠して、「ドンロー主義」と称されている。

すなわち、「ドンロー主義」は外交・安全保障政策における責任範囲の線引きを明確にするものであり、米国が体系化した伝統的な外交・安全保障観への回帰と位置付けられる。ウォーシュ氏の主張も、金融政策における責任範囲の線引きと解釈することが可能であり、伝統的な FRB に立ち戻る必要性を説いている。こうした共通性を踏まえれば、ウォーシュ氏が目指す FRB 像は、「金融政策運営にとっての『西半球』である、伝統的なデュアルマンデートに回帰せよ」というメッセージとして理解することもできよう。

バランスシートの縮小を目指すも、現実的には困難

FRB が本来の役割に立ち戻るために、ウォーシュ氏がとりわけ重視しているのが、FRB のバランスシートの縮小である。ウォーシュ氏は、拡張的なバランスシート政策が財政規律を緩めただけでなく、インフレ高進の一因にもなってきたと認識している。前述の通り、トランプ大統領はウォーシュ氏が利下げを望んでいると説明しているが、ウォーシュ氏自身は利下げの必要性を認めつつも、その前提条件としてバランスシートの縮小を掲げている³。すなわち、大幅な利下げの可否は、バランスシートをどの程度縮小できるかに左右される構図となっている。

では、ウォーシュ氏が FRB 議長に就任した場合、実際にバランスシートの縮小は可能なのだろうか。FRB のバランスシート政策を振り返ると、コロナ禍を契機に国債や MBS などの大規模な買入れによってバランスシートは急拡大した。その後、2021 年 11 月から国債買入れペースの減速、いわゆるテーパリングを開始し、2022 年 3 月にこれを終了した。さらに 2022 年 5 月

² White House, “[National Security Strategy of the United States of America](#),” November 2025, White House Website,

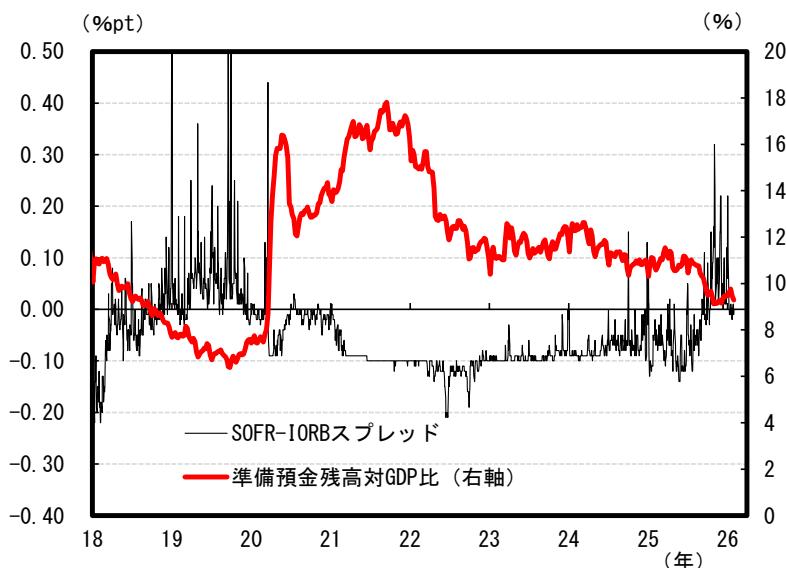
³ Kevin Warsh, “[The Federal Reserve’s Broken Leadership](#),” November 16, The Wall Street Journal.

には、国債およびMBSの償還分を再投資しない量的引き締め（QT）を決定した。

2022年から2023年にかけては、概ね計画通りQTが進められたものの、2024年5月および2025年3月には、国債に関するQTのペースが緩和された。さらに2025年10月のFOMCでは、国債に関するQTを終了し、QTを継続するMBSの償還分については国債へ再投資する方針が決定された。加えて、2025年12月のFOMCでは、短期国債の追加購入にも踏み切っている。言い換えれば、コロナ禍を契機としたバランスシート拡大からの正常化フェーズはすでに終了し、足元では緩やかながらも再拡大局面へと転じていると評価できる。

特に国債についてQTを停止し、最終的に追加購入へと転じた背景には、銀行の準備預金の減少に伴う流動性低下への懸念があった。例えば、ウォーラーFRB理事は、準備預金が「十分」とされる水準の下限として、対GDP比で9%程度を示していた。国債の追加購入開始前の銀行の準備預金対GDP比は約9.1%と、ウォーラー理事が示した目安に接近していた（図表1）。準備預金の減少が進む中で、銀行のマーケットメイキング機能が低下し、SOFR（担保付翌日物調達金利）-IORB（準備預金）のスプレッドが2025年秋にかけて大きく上昇するなど、短期金融市場がタイト化する兆候が見られた。しかし、その後の国債購入開始を受けて準備預金が下げ止まり、SOFR-IORBスプレッドも低下し、短期金融市場は安定化した。

図表1 SOFR-IORBスプレッド



（注）IORBについて、2021年6月まではIOER（超過準備預金金利）、2021年7月以降はIORB（準備預金金利）。

（出所）FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

先行きを展望すると、ウォーシュ氏が議長となりバランスシート縮小へと舵を切った場合、短期金融市場が再びタイト化するリスクがあるだろう。短期金融市場のタイト化は、FF金利の調整が市場に円滑に波及しにくくなることを意味する。また、ドル調達が困難になることで、株式や債券といったドル建てリスク資産への資金流入が抑制される可能性もある。さらに、ドル調達難はドルの希少性の高まりを意味する。足元で為替のドル高が進み、ドル離れの受け皿

となっていた金・銀価格などが下落した背景には、バランスシート縮小に前向きなウォーシュ氏の FRB 議長指名が一因として作用した可能性も考えられる。すなわち、市場はすでにウォーシュ氏によるバランスシート縮小に対して警戒を強めているといえよう。

短期金融市場のタイト化をある程度許容するという強い意思がない限り、ウォーシュ氏が議長に就任したとしても、バランスシート縮小を再び加速する余地は限定的とみられる。ウォーシュ氏が自身の持論を実践するとすれば、今後景気が悪化した局面において、バランスシート拡大に対してより慎重な姿勢を示す、あるいは拡大に踏み切る場合でも、その後のテーパリングや QT をより早期に開始したり、QT のペース加速や期間を長期化したりといった対応に限定されるだろう。

中立金利に向けて緩やかな利下げが現実的も、「手のひら返し」に注意

最後に、利下げの行方について検討したい。そもそも、ウォーシュ氏以外に次期 FRB 議長候補として名前が挙がっていたケビン・ハセット氏、リック・リーダー氏、ウォーラーFRB 理事のいずれも、利下げの必要性を認めている。したがって、誰が議長に指名されたとしても、利下げ方向で大きな違いが生じる可能性は小さい。焦点は、利下げの「幅」にある。

直近 1 月の FOMC では、4 会合ぶりに FF 金利が据え置かれた⁴。その背景には、これまで利下げの根拠とされてきた雇用環境に安定化の兆しが見られること、現在の FF 金利水準が中立金利の上限付近に位置していること、さらに、これまでの利下げ効果や、2026 年から実施される「トランプ減税 2.0」が景気や物価に及ぼす影響を見極めたいとの判断があったと考えられる。

2025 年 12 月に公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（中央値）では、2026 年中に 0.25% pt の利下げが示唆されている⁵。一方、市場は 1 月末時点で年内に 0.50%pt 程度の利下げを織り込んでいる。中立金利については、FOMC 参加者のロンガーラン見通しの中央値が約 3% であり、大勢見通しのレンジは 2.8~3.5% である。現状の FF 金利の中央値が 3.625% であることを踏まえれば、0.25%pt~0.75%pt 程度の利下げであれば、大勢見通しのレンジ内といえよう。

これに対し、1.00%pt 以上の利下げが実施されるためには、大幅な景気悪化、あるいは中立金利の下振れが必要となる。中立金利の下振れ要因としては、移民排除による労働力人口の縮小や、AI 活用が想定ほど進まず、生産性の改善が限定的となることなどが考えられる。ただし、ウォーシュ氏は 2025 年 11 月に公表したコラムにおいて、FRB の慎重すぎる景気見通しを批判するとともに、生産性上昇による米国の競争力強化を主張しており、前記のような大幅利下げを正当化するシナリオは前提としていないように見受けられる⁶。なお、パウエル FRB 議長も 2026 年 1 月の FOMC で足元の景気の底堅さや、AI を通じた生産性向上に言及しており、両者の見方に大きな相違はない。

⁴ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 4 会合ぶりに金利据え置きを決定](#)」（2026 年 1 月 29 日、大和総研レポート）

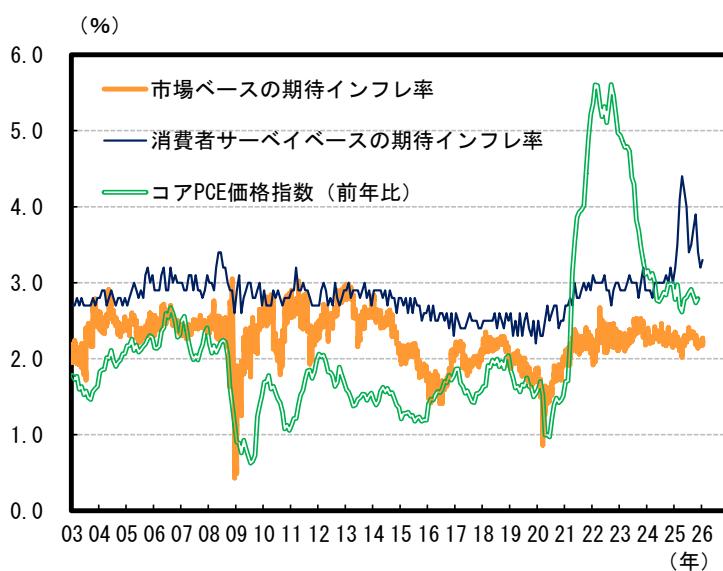
⁵ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 3 会合連続で 0.25% の利下げを決定](#)」（2025 年 12 月 11 日、大和総研レポート）

⁶ 脚注 3 文書を参照。

また、ウォーシュ氏が利下げの条件として掲げるバランスシート縮小が、現実的には困難である点は前述の通りである。以上を踏まえれば、ウォーシュ氏が次期議長に就任した場合でも、中立金利に向けて緩やかに利下げを進めるという、従来の FOMC 路線に近いシナリオが最も現実的と考えられる。

他方、現時点では可能性は高くないものの、これまでの主張を転換し、景気が悪化しておらず、中立金利の下振れも確認されない中で、さらにバランスシート縮小も伴わないまま、大幅利下げを断行するという「手のひら返し」も想定され得る。この場合、指名者であるトランプ大統領の主張を全面的に受け入れる形となるが、インフレ圧力が高まるリスクがあるだろう。矢作（2025）⁷が示すように、中央銀行総裁人事に対する政治的介入が強まる局面では、期待インフレ率がインフレ目標を大きく上回り、期待インフレ率のアンカー機能が損なわれ得る。とりわけ、足元では市場ベースの期待インフレ率が落ち着いている一方、消費者サーベイに基づく期待インフレ率は引き続き高水準にある。こうした状況下で大幅利下げが実施されれば、高インフレ率が定着する可能性を一段と高めることになろう（図表2）。

図表2 各種期待インフレ率とコアPCE価格指数



（注）市場ベースの期待インフレ率は5年先5年。消費者サーベイベースの期待インフレ率はロイター/ミシガン大の5年先期待インフレ率

（出所）BEA、FRED、ロイター/ミシガン大、Haver Analyticsより
大和総研作成

議会公聴会でのウォーシュ氏の発言に要注目

以上のように、次期 FRB 議長に指名されたウォーシュ氏は、FRB が本来の役割に立ち戻るべきだとの立場を明確にしており、その具体策としてバランスシートの縮小を重視している。た

⁷ 矢作大祐「2026年の米金融政策の注目点」（2025年12月26日、大和総研レポート）

だし、短期金融市場がタイト化するリスクを抱える中、当面はバランスシート縮小のハードルは高い。ウォーシュ氏は利下げを支持しているものの、前提条件とするバランスシート縮小が難しい以上、大幅利下げではなく、中立金利に向けて緩やかに利下げを進めるというFOMCの既定路線の継続が、最も現実的な想定といえよう。他方、ウォーシュ氏が「手のひら返し」をして、トランプ大統領の主張通りに大幅利下げを断行すれば、高インフレが定着するリスクは一層高まる。

ウォーシュ氏がFRB次期議長として、自身の持論をどこまで推進するのか、それとも現実的な制約を踏まえて調整を行うのか、あるいは「手のひら返し」に踏み切る可能性があるのかが注目される。パウエル現議長の議会承認プロセスを振り返ると、2017年11月初旬にトランプ大統領が指名した後、同11月末に上院銀行・住宅・都市委員会で公聴会が開催され、同12月初旬に同委員会で承認採決が行われた。その後、会期末までに上院本会議での承認が間に合わず、2018年1月後半に本会議で承認された経緯がある。ウォーシュ氏のスタンスを見極める上では、近い将来開催されるとみられる公聴会における同氏の発言が、最大の注目点となろう。