

2026年4月24日 全10頁

ウォーシュ公聴会から読み解く利下げの行方

当面は様子見、生産性上昇とバランスシート縮小で利下げ余地を拡大

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

主任研究員
研究員

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2026年5月15日にパウエルFRB議長が任期満了を迎える中、トランプ大統領は1月30日に、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。4月21日には上院銀行・住宅・都市委員会で、ウォーシュ氏のFRB議長就任の是非を判断するための公聴会が開かれた。本稿では公聴会でのウォーシュ氏の発言について、①FRBの独立性、②経済認識、③利下げ、④バランスシート政策、という4つの注目点に分けて考察する。各注目点においては、直近のFOMCでの議論やこれまでの経緯を提示しながら、ウォーシュ氏の見解を整理する。加えて、市場参加者の最大の注目点である利下げに対する示唆を最後にまとめた。

ウォーシュ FRB 議長候補の公聴会を実施

2026年5月15日にパウエル FRB 議長が任期満了を迎える中、トランプ大統領は1月30日に、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¹。4月21日には上院銀行・住宅・都市委員会で、ウォーシュ氏の FRB 議長就任の是非を判断するための公聴会が開かれた。本稿では公聴会でのウォーシュ氏の発言について、①FRB の独立性、②経済認識、③利下げ、④バランスシート政策、という4つの注目点に分けて考察する。各注目点においては、直近のFOMCでの議論やこれまでの経緯を提示しながら、ウォーシュ氏の見解を整理する。加えて、市場参加者の最大の注目点である利下げに対する示唆を最後にまとめた。

①FRB の独立性

【これまでの経緯】

第二次トランプ政権発足以来、FRB の独立性を巡る緊張が高まっている。トランプ大統領がFRBに対して繰り返し利下げを要求している一方、FRBは関税引き上げや原油高に伴うインフレ再加速リスクへの対応として、雇用悪化懸念が強まった2025年9月から12月を除けば、様子見姿勢を示してきた。こうした利下げスタンスを巡る両者の差異は、トランプ大統領によるパウエル議長に対する公然の批判へとつながり、利下げに応じない場合の議長解任を示唆するなど、FRBへの政治的圧力が恒常化している。また、FRB本部の改修費用の増加等を巡って、司法当局がパウエル議長の責任を問う調査を実施していることに対して、パウエル議長自身も、金融政策に対する政治的威圧だと反発している。

トランプ大統領によるFRBへの政治的圧力について、各方面からの懸念は強まっている。例えば、パウエル議長に対する調査実施が報じられた際に、市場では株価下落や長期金利上昇といった中央銀行の信認低下を警戒するリスクオフの動きが見られた。また、中央銀行への政治的圧力が継続・強化されることで、インフレ期待の不安定化を懸念する見方もある²。加えて、共和党内部からも懸念が示されている。一部の共和党議員がパウエル議長に対する調査を理由に、新議長の承認手続きを留保するなど、反発が生じている。

【ウォーシュ氏の公聴会での見解】

今回の公聴会において、ウォーシュ氏に対する最も多くの質問は、FRBの独立性に関してだった。ウォーシュ氏は、金融政策運営において、FRBの独立性は不可欠であると強調した。そして、FRBの独立性は、大統領等の公職者が金利に関する意見を表明することで直ちに脅かさ

¹ 矢作大祐「[ウォーシュ氏が目指すのは、FRB版『ドンロー主義』か？](#)」（大和総研レポート、2026年2月3日）

² 矢作大祐「[2026年の米金融政策の注目点](#)」（大和総研レポート、2025年12月26日）

れるものではなく、FRB 自身の行動によって左右されると強調した。

ウォーシュ氏は FRB の独立性について考える上で重要な要素として、3 点を挙げている。1 点目に、インフレは FRB の選択の結果であり、FRB がその責任を負わなければならないとした。2 点目に、FRB の独立性は金融政策の運用面で特に尊重されるとした³。そして 3 点目として、FRB は議会から付与された権限から逸脱するべきではないと指摘した。つまり、ウォーシュ氏は、FRB の独立性について、インフレ抑制という自身の役割に専念し、その責務を果たすことによって勝ち取るものだとの認識を示したといえる。なお、公聴会において幾度も質問されたのは、次期 FRB 議長候補の指名にあたり、トランプ大統領より利下げの要求があったか否かだ。この点について、ウォーシュ氏は強く否定しており、トランプ大統領から利下げについて約束を求められたことは一度もなく、利下げを約束したこともないと主張した。なお、ウォーシュ氏は金融政策運営における FRB の独立性を強調する一方、FRB の権限に含まれる非金融政策分野においては、政権や議会と協力する意向も示している。例えば、政府等と協力できる分野の一つとして、ウォーシュ氏はより強固な決済システムの構築を挙げた。

ウォーシュ氏の発言をまとめれば、FRB の独立性を金融政策運営の根幹と位置付けつつも、それは外部から与えられるものではなく、インフレ抑制という責務を的確に果たすことで自ら確立すべきとの認識を示したといえる。その上で、独立性の範囲は無制限ではなく、議会から付与された権限の範囲内にとどまるべきとし、特に非金融政策分野では政権や議会との協調も必要とする現実的なスタンスを明確にしている。また、トランプ大統領からの利下げ圧力に関しては、金融政策判断の自律性を強調する姿勢も示されたといえる。なお、ウォーシュ氏が独立性を重視する姿勢を示したことで、株式市場や債券市場の反応は限定的となった。

②経済認識

【3 月 FOMC での議論】

3 月 17 日・18 日の FOMC で公表された FOMC 参加者の経済見通しを振り返ると、2026 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比で+2.4%と堅調な伸びが予想された（図表 1 左図）⁴。他方で、物価見通しは 2026 年 10-12 月期の PCE 価格指数は前年同期比+2.7%と、前回予想時（2025 年 12 月）から上方修正された。昨年来の関税率引き上げや中東情勢の悪化に伴う原油高によるインフレ率の押し上げを織り込んだといえる。とりわけ中東情勢に関する見通しは不透明で、FOMC 参加者の予想を巡る不確実性の程度を指数化した不確実性指数も上昇した（図表 1 右図）。

³ なお、公聴会におけるウォーシュ氏の冒頭コメントについて、[事前原稿](#)が公開されている。同事前原稿では、FRB の全ての機能に対して金融政策の運用面と同等の独立性が担保されているわけではない、と公聴会の発言より踏み込んだ見解が示されていた。具体的には、公的資金の管理運営、銀行の規制・監督、国際金融に影響を及ぼす分野等について、金融政策の運用と同様の特別な配慮を受ける権利を有しているわけではないと指摘した。

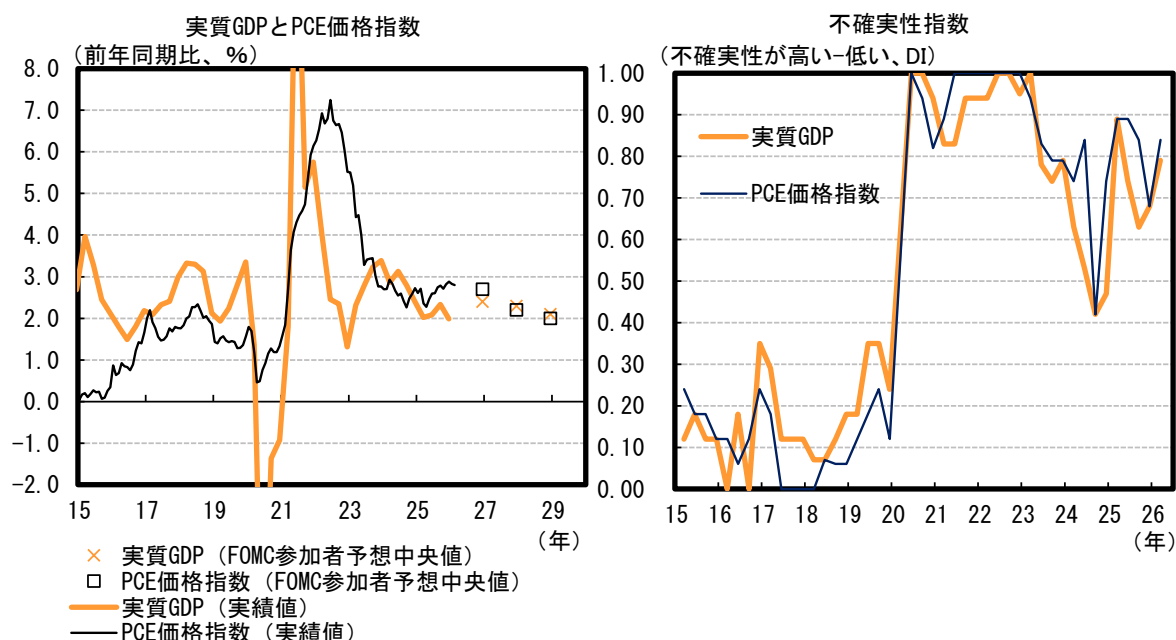
⁴ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 2 会合連続で金利据え置きを決定](#)」（大和総研レポート、2026 年 3 月 19 日）

3月 FOMC の議事要旨（以下、議事要旨）によれば、米国経済全体は堅調に拡大しており、個人消費は資産効果に支えられて底堅く、企業投資も特にテクノロジー分野を中心に堅調との認識が示された。先行きについて、2026年の実質 GDP 成長率は堅調な推移が見込まれ、AI 投資や良好な金融環境、財政政策等が支えになるとの指摘があった。他方で、中東情勢の悪化により不確実性が高まっており、景気の下振れリスクは高まったとの認識も示された。

雇用環境については、雇用者数の緩やかな増勢と労働力人口の伸び鈍化は整合的である一方、一部の参加者は働き盛り世代の失業率の上昇や、医療部門に偏った雇用増等を理由に、雇用環境に潜在的な脆弱性がある点を指摘した。また、企業は不確実性やAIの影響を踏まえて、採用に慎重であるとした。先行きについては、多くのFOMC参加者は失業率がほぼ横ばいで推移すると見込む一方、雇用環境の悪化リスクは残るとした。とりわけ、中東情勢の悪化が長期化すれば、雇用環境の悪化リスクになり得ると指摘した。

物価については、インフレ率は依然として2%目標を上回っており、一部のFOMC参加者からは、直近のインフレ減速ペースは緩やかとの認識が示された。特にコア財価格は関税の影響を受けて強い。先行きについては、関税率の引き上げや原油高の影響が薄ければ、インフレ率は徐々に2%へ向かうとみられる一方、その時期やペースの不確実性は高まっているとした。また、原油価格の上昇が長期化すればエネルギー品目に加え、コア財等の品目にも波及し得ると指摘した。こうした中、多くの参加者はFRBのインフレ率2%目標の達成に向けた進捗が遅れる可能性があり、目標となる2%を持続的に上回るリスクが高まったと評価した。

図表 1 実質 GDP と PCE 価格指数、不確実性指数



(注) 左図の FOMC 参加者予想は 2026 年 3 月 FOMC 時点。右図は、FOMC 参加者の予想を巡る不確実性の程度を指数化したもの。

(出所) BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

【ウォーシュ氏の公聴会の見解】

公聴会では、金融政策運営の前提となる経済・物価情勢に関しても、質問が集中した。ウォーシュ氏は米国経済の現状について、全体として改善されてきているものの更なる改善余地があるとの認識を示した。ウォーシュ氏は特に、経済の供給面が劇的に変化していると言及した。また、雇用環境については多くを語らなかったものの、米国経済は完全雇用に近い状態にあるとした。

物価に関しては、コスト高が米国民にとって依然として喫緊の課題であると指摘した。ウォーシュ氏は足元までのインフレ率高止まりは、2021・2022年の金融政策運営上の失敗（筆者注：パンデミックからの正常化過程で発生したインフレに対し、FRBは当初一時的な現象と捉えて緩和的な金融政策を継続し、インフレ抑制の対応が遅れたとされている）が依然として影響していると指摘した。インフレ軌道は改善しつつある一方、インフレ抑制に向けてFRBが成すべきことは残っていると言及した。なお、ウォーシュ氏は地政学要因等による一時的な物価変動ではなく、経済全体の物価の根本的な変化、すなわち基調的なインフレ率に注目しているとコメントした。基調的なインフレ率については、刈り込み平均値（極端な値を除外して算出した平均値）を重視している他、FRB議長として就任した際には、より精緻なインフレ指標の確立のため、官民連携のデータプロジェクトを実施する意向を示した。

また今回の公聴会では、AIの影響を問う質問も多かった。ウォーシュ氏はAIを通じたイノベーションは米国経済の強みとなり、生産性上昇とともにインフレ抑制に寄与し得るとの認識を示した。ウォーシュ氏はデータセンター建設等の設備投資は需要面を押し上げるとともに、潜在GDPの押し上げ、つまりは経済の供給面にも大きな影響が出る可能性があると言及した。また、AIが雇用環境に与える影響についても検討が必要とした。ウォーシュ氏はAIの影響については不確実性が高いことから、今後精査が必要であるとの認識を示した。

以上をまとめると、ウォーシュ氏は米国経済について、改善が進みつつもインフレ圧力といった課題がなお残るとの認識を示した。特に、原油高といった一時的な物価変動ではなく、基調的なインフレの動向を重視し、より精緻なデータに基づく分析の必要性を強調している点が特徴的といえる。また、AIによる生産性向上が中長期的に経済の供給面を增強し、インフレ抑制に寄与し得る可能性を指摘する一方で、AIの影響には不確実性も大きいとし、今後の慎重な見極めの重要性も示している。質問が多かったこともあるが、総じてインフレに対する言及が多く、景気や雇用に比べて、インフレに対するウォーシュ氏の警戒感の強さがうかがえる。

③利下げ

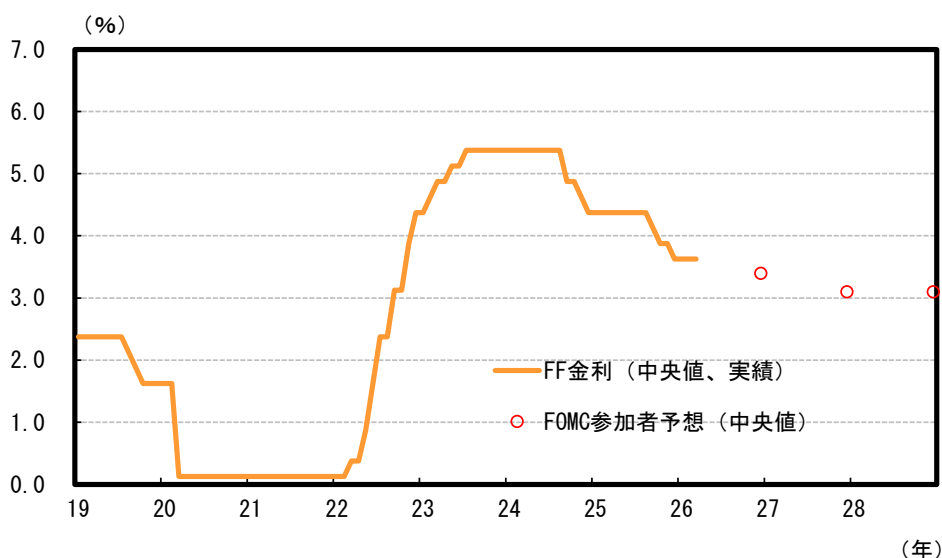
【3月FOMCでの議論】

3月FOMCで公表されたFOMC参加者のFFレート見通し（中央値）に注目すると、2026年末が3.4%、2027年末が3.1%、2028年末が3.1%と、2026年、2027年に0.25%ptの利下げを1回

ずつ実施との予想が示された（図表 2）。なお、中立金利の目安とされる長期見通し（中央値）は 3.1%とされ、FF レートは 2027 年に中立金利に達する見立てとなっている。

議事要旨によれば、多くの FOMC 参加者は、インフレが鈍化すれば将来的な利下げが適切とみる一方、そのうちの数名は、足元のインフレ指標を踏まえて利下げ時期の想定を後ずれさせたとの指摘もあった。また、一部の FOMC 参加者はインフレが再加速した場合の利上げの可能性にも言及し、政策は双方向に対応し得るとした。先行きのリスクとして、原油高が長引けば、購買力低下や金融環境の引き締めを通じて景気・雇用を下押しし、利下げが必要となり得る一方、高インフレを長期化させる場合には利上げが必要となる可能性が指摘された。中東情勢の影響はなお不確実であり、状況を注視しながら政策判断をすべきとの見方が大勢で、バランスの取れた政策運営の重要性が強調された。

図表 2 FF 金利の実績・予想



(注) FOMC 参加者予想は 2026 年 3 月 FOMC 時点。
(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

【ウォーシュ氏の公聴会での見解】

トランプ大統領が FRB に対して利下げ圧力をかける中、ウォーシュ氏がどのように回答するかは、①で述べた FRB の独立性に影響を及ぼし得る。利下げの有無が衆目を集める中、ウォーシュ氏は今回の公聴会で利下げ見通しの方向感を示すことはなかった。そもそもウォーシュ氏は、金融政策決定の見通しを示す FRB のフォワードガイダンスについて、慎重な姿勢を示した。ウォーシュ氏は FRB が金融政策決定の見通しを示す結果、過去の見解に引きずられて柔軟な対応を困難にしていると言及した。

ウォーシュ氏は金融政策の基本姿勢として、金利の決定はフォワードルッキングであり、より良いデータに基づいて決定されるべきであり、そして FOMC 内部で活発に議論すべきとした。ウォーシュ氏は、自身が事前に金利を決めるタイプではなく、FOMC が活発な議論を行うことで、

より良い決定ができるようになり、間違いが生じた際により早く修正できると主張した。

また、ウォーシュ氏は、金融政策は長期的かつ変動的なタイムラグを考慮して実施するものであり、政策金利の変更が实体经济に影響を及ぼすまでに、6-12 カ月かかる可能性が高いとの認識を示した。ウォーシュ氏は政策効果のタイムラグを念頭に、今後政策決定に影響を与えるとは見込まれる、AI による生産性向上の評価について、FRB は更なる分析が必要であるとした。

なお、利下げによってインフレ圧力が再び高まるのではないかとこの質問に対しては、ウォーシュ氏は、FRB には金利とバランスシートという二つの政策手段がある中で、一つだけ取り上げて議論することは難しいと述べた。

以上をまとめれば、ウォーシュ氏は利下げの是非について明確な方向性を示すことを避けつつ、金融政策は事前の見通しに依拠するのではなく、最新のデータと議論に基づき柔軟に運営されるべきとの立場を強調した。また、政策効果のタイムラグやAIによる生産性向上といった不確実性を踏まえ、単一の手段や短期的視点に偏らない慎重な政策判断の必要性も指摘している。こうしたフォワードガイダンスに対する抑制的な姿勢や慎重な政策判断を志向する姿勢を示すことで、ウォーシュ氏は FRB の政策対応余地の確保を重視する考えを示したといえる。なお、FRB にとっての政策対応余地の確保は、市場参加者からすれば、将来の政策運営に関する裁量の余白が意図的に維持されることを通じて、先行きの金融政策を読み解くための手がかりが相対的に抑制され得ることを意味し、結果として政策の織り込みや金利見通しの形成を一層難しくする側面を持つ点には留意が必要だろう。

④ バランスシート政策

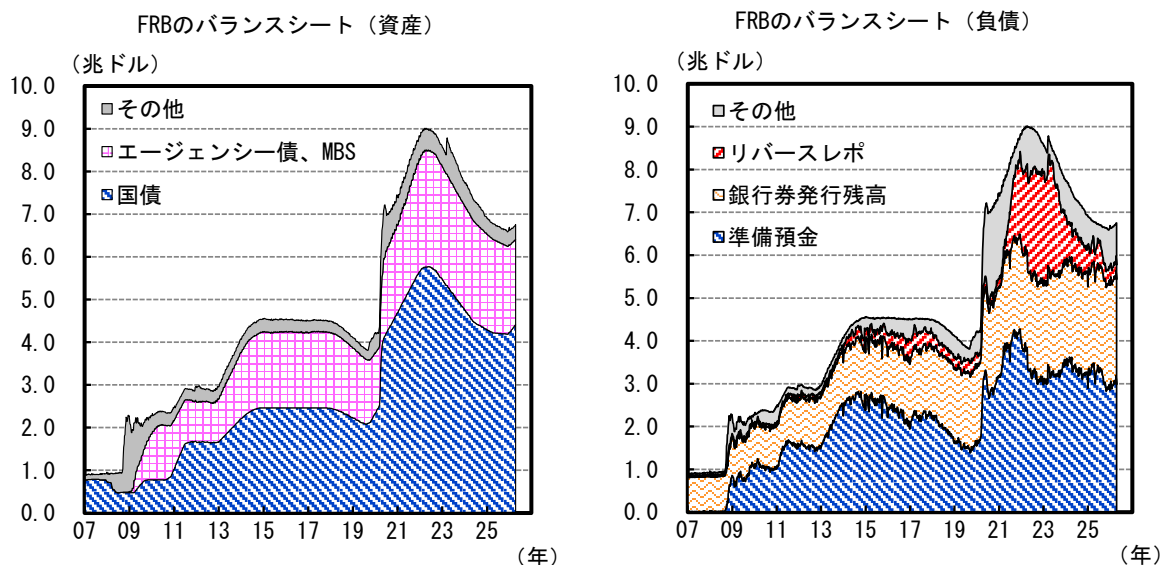
【これまでの経緯】

FRB のバランスシートはコロナ禍で大きく拡大した後、2021 年 11 月には国債買入額の縮小（テーパリング）、2022 年 6 月以降はバランスシートの縮小（QT）が進められた。他方、2024 年 5 月以降は QT のペースが緩和され、2025 年 10 月には国債の QT が停止された。同年 12 月の FOMC では、短期国債の追加購入も決定され、FRB のバランスシートは再び緩やかな拡大局面に転じた（図表 3 左図）。FRB がバランスシートの再拡大を決定した背景には、準備預金の減少による流動性低下への懸念がある。実際に 2025 年の秋には、短期金融市場でタイト化の兆候（SOFR-IORB スプレッド拡大）が見られた。なお、FRB のバランスシートが再拡大へと転じた後は、準備預金の減少に歯止めがかかり（図表 3 右図）、短期金融市場にもタイト化の兆しは見られず、安定化している。

なお、バランスシートの縮小に関する手法として、NY 連銀で金融調節の責任者を経験した、ローガン・ダラス連銀総裁は銀行の準備預金の必要性を低下させるアプローチを提起している。具体的には、銀行が必要時に資金を確保できるという信託を強化するために、過度な準備預金保有を促す流動性規制の見直しや、ディスカウント・ウィンドウや常設レポ・ファシリティと

いった FRB の流動性供給手段の利用可能性を高めることを挙げている。こうした環境整備により、銀行は平時の準備預金保有を抑えることができ、結果として自然な形で準備預金の水準を引き下げることが可能になると指摘している。

図表 3 FRB のバランスシート（資産）、（負債）



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

【ウォーシュ氏の公聴会での見解】

ウォーシュ氏は景気後退などの非常時に拡大した FRB のバランスシートが、肥大化したまま常態となった点を批判し、デュアル・マンデートの達成に悪影響をもたらしたと指摘した。ウォーシュ氏は、FRB の巨大なバランスシートは財政政策の領域に足を踏み入れているとの見解を示し、バランスシートの縮小により FRB は財政政策の領域から撤退し、金融政策の中核業務に集中すべきとした。また、ウォーシュ氏は、政府・中央銀行が紙幣を刷りすぎることでインフレが生じるとの認識を示しており、バランスシートをより小規模に維持できていれば、インフレは沈静化し、金利は低下していたと言及した。また、ウォーシュ氏は金融政策の手段のうち、金利の引き下げは広く、より公平に恩恵をもたらす一方で、バランスシートの拡大は、金融資産を保有する人々に大きな恩恵をもたらしており、格差の拡大に寄与したと指摘した。

FRB のバランスシートの縮小を志向するウォーシュ氏ではあるが、具体的なバランスシートの水準は決めていないとし、公開の場で徹底的に議論されるだろうと言及した。また、バランスシートの問題は 18 年をかけて作られたことから、短期間で解決できる問題ではなく、ゆっくり・慎重に縮小する意向を示した。さらに、バランスシートの拙速な縮小により長期金利が上昇する可能性について問われた際には、バランスシートの縮小を綿密な計画の下で行い、説明を十分に行うことで、混乱を避けることができるとした。

以上を踏まえれば、ウォーシュ氏は FRB のバランスシート拡大が常態化した現状に強い問題

意識を示し、これが金融政策の枠を超えて財政的機能を帯び、インフレや格差拡大の一因となった可能性を指摘した。その上で、ウォーシュ氏は FRB が本来の金融政策に立ち返るべきとの考えから、バランスシートの縮小を志向しつつも、その水準は事前に決定せず、透明性の高い議論を通じて慎重かつ段階的に進める必要性を強調した。明確なコミュニケーションを伴うことで混乱を回避しながら正常化を図るという、現実的かつ漸進的なアプローチが提示された点は、市場にとっても安心材料といえる。

注目の利下げの行方は？

本稿の最後に、とりわけ注目度の高い利下げの行方に関して、上述のウォーシュ氏の見解からまとめたい。当面の利下げ可能性に関して、ウォーシュ氏は具体的な見解を示すことは避けたが、インフレは FRB の選択の結果と冒頭で指摘したように、インフレ抑制に対する強い覚悟を示したといえる。また、雇用環境に関する言及は比較的少なく、完全雇用に近い状態と評価した一方、インフレに関しては、コスト高が喫緊の課題で、FRB には成すべきことが残っていると指摘した。ウォーシュ氏の中でのデュアル・マンドートを巡るリスク・バランスは、インフレへの対応に傾いていることが示唆されよう。こうしたウォーシュ氏のインフレ重視の姿勢は多くの FOMC 参加者の様子見姿勢と同様であり、FRB の現状路線を踏襲するものといえる。

他方で、ウォーシュ氏は利下げによるインフレへの影響を問われた際に、金利とバランスシートという二つの手段がある中で、一つだけを取り上げるべきではないと指摘した。先行きの利下げの可能性に関しては、FRB のバランスシート政策と併せて考える必要があるだろう。ウォーシュ氏は FRB の巨大なバランスシートが高インフレの一因と認識しており、バランスシートの縮小を主張している。ただし、バランスシートの縮小に向けては、市場の混乱を避けるためにも、ゆっくり・慎重に・段階的に縮小することを提言している。バランスシートの縮小を漸進的に進めるのであれば、インフレ抑制の効果も緩やかなものとなることが想定され、バランスシート政策を併せてみても、利下げ余地の拡大には時間を要することが想定される。

利下げ余地を考える上では、ウォーシュ氏が指摘した AI による生産性の拡大も重要な論点となる。ウォーシュ氏は AI を通じたイノベーションは米国経済の強みとなり、生産性上昇とともに、インフレ抑制に寄与し得ることを指摘した。他方で、AI による経済への影響は不確実性が高く、ウォーシュ氏も更なる精査が不可欠と指摘している。藤原・矢作（2025）⁵で示したように、生産性上昇幅は AI 投資の規模や AI 活用度合いによって大きく振れやすい。仮に生産性上昇幅が大きくなり、インフレ抑制効果が見込まれれば、利下げ余地も拡大し得るが、その逆も然りといえる。ウォーシュ氏はフォワードルッキングな政策決定を志向しているとはいえ、こうした AI を巡る不確実性を踏まえれば、生産性上昇によるインフレ減速を前提とした政策運営はハードルが高いだろう。

⁵ 藤原翼・矢作大祐「[トランプ 2.0 で加速する人手不足を克服できるか](#)」『大和総研調査季報』2025 年秋季号 (Vol. 60) 掲載、pp. 50-63

以上のように、公聴会でのウォーシュ氏の発言を基にすれば、インフレ抑制の観点から当面の間はFF金利の据え置きが想定される。ウォーシュ氏がFRB議長に就任した場合であっても、大和総研のFF金利見通し（2026年10-12月期に0.25%ptの利下げ、2027年1-3月期に0.25%ptの利下げ、その後据え置き）に変化はない。なお、大和総研のFF金利見通しは、中東情勢が4-6月期に沈静化し始め、エネルギー価格が2026年下半年を中心に緩やかに下落するという前提を置いている。

最後に今回の公聴会で触れられなかった利下げ関連の論点として、高インフレ下で雇用環境の悪化が目立つ場合の対応が挙げられる。雇用環境の悪化に関しては、AI活用の広がりに伴う副作用として簡潔に言及された程度で、エネルギー価格上昇によってコストカットを迫られた企業が人件費削減を行う可能性などには触れられなかった。ウォーシュ氏が議会での承認を経てFRB議長に就任すれば、こうしたリスクに対するより具体的な対応も問われることになるだろう。