

経済を読む眼

Warsh 新 FRB 議長が率いる Fed の政策スタンス^{*1}

2026 年 5 月 26 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. Warsh 新 FRB 議長が 5 月 22 日から FRB を率いることとなった。
2. Warsh 議長はこれまでの Fed の政策のあり方に対して批判的であり、Fed を改革して金融政策の独立性を守ろうと考えている。Fed を the only game in town（経済が金融政策に過度に依存）にしたくないとの思いは伝わる。
3. その理解の上で彼の個々の論点を点検すると、金融政策では AI の進化によって生産性が向上するので利下げできるとの考え方だが、恐らく FOMC メンバーの賛同を得られまい。インフレ率の枠組みの見直しとしてコア PCE デフレーターから PCE デフレターの刈込平均値へのシフトや、リアルタイムデータの重視を主張しているが、前者は現局面では統計的にふさわしくないし、後者は既に FRB スタッフに採り入れられている。テイラールールと比較しても利下げをすると却って経済を不安定化させかねない。
4. Fed が財政政策の領域ないし境界線に踏み込んだことで肥大化したバランスシートの削減は、時間をかけ、流動性規制を緩めないとの条件付きで賛同できるし、設計次第では FOMC メンバーの賛同も期待できよう。その後、Fed のバランスシート政策の枠組みを策定することまで期待したい。
5. フォワードガイダンスを平時にも用いてきた現行コミュニケーションも、金融政策を過度に縛るリスクを高め、また民間の期待がそれに引き摺られ過ぎるという意味で、見直しの余地があろう。但し、金利ドツツの廃止等については FOMC メンバーの賛同が幅広く得られるかは不確実性が高い。
6. Fed は金融政策の 2 つの目的の達成に専ら注力すべきとして、銀行規制・監督も含めた他分野を任務の肥大化と捉えており、銀行規制緩和にも賛同している。しかし Warsh Fed が利下げを志向し、銀行自己資本の見直しも実現させる等クレジット拡大策に力を入れ、米政権も stablecoins をはじめ規制緩和に注力している中での更なる規制緩和は、将来の金融危機の芽となりかねない。銀行規制・監督は金融政策の 2 つの目的と並ぶ Fed の主要目的と認識し、その下で流動性規制の拙速な緩和は回避すべきであろう。

* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

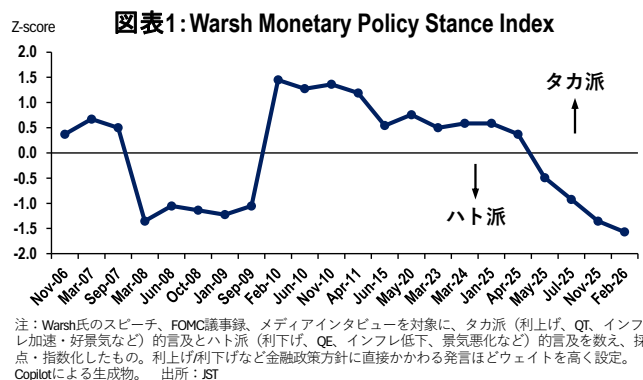
¹ 本稿は、2026 年 5 月 22 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～本稿の目的

5月12日に Warsh 氏の FRB 理事への就任が上院で可決され、13日には FRB 議長への就任が可決された。5月22日に宣誓を終えて、Warsh FRB 議長がいよいよ Fed を牽引していくことになった。彼は現在の Fed の政策のあり方に対して批判的で、宣誓後に「改革志向の Fed を率いる」と表明しており、新 Fed がどう変わるかが注目される。そこで、彼がこれまで述べてきた Fed のあり方に関する考え方を²を精査すると、Fed の金融政策の独立性は何よりも重要であるが、そのためには Fed を改革する必要があると見受けられる。具体的には、Fed は金融政策の物価の安定と雇用の最大化という 2 つの目的の達成に専ら力を注ぐべきであり、それ以外の銀行監督・規制や気候変動・不平等といった mission creep（任務が肥大化しいつの間にか本来の目標から逸脱すること）に力を入れるべきではないとか、Fed の金融政策は forward-looking に行うべきであり、現在の Fed の data dependent な金融政策運営は backward-looking なので適切ではない、Fed の金融政策は金利操作を基本とすべき、Fed が財政政策の領域ないし境界線に踏み込んだことで肥大化した Fed のバランスシート (B/S) は削減すべき、Fed はフォワードガイダンスを平時には用いるべきではないしそうした内容を含む記者会見も望ましくない、といった主張がなされている。誤解を恐れずに一言で言えば、Fed は世界金融危機 (GFC) 以前に戻るべきと考えている節がある。そうした下で、現在は AI 時代が到来しており、生産性が上昇するので Fed は利下げをできる、と主張している。そこで以下では、FRB 議長として、今後彼の主張をどの程度遂行できるのか、更にはどのようなリスクがあるのかを考えてみたい。

2. 金利の引き下げは可能か？

まず、Warsh 新 FRB 議長の金融政策のスタンスを確認しておこう。彼の FRB 理事時代から現在までの金融政策のスタンスについて大規模言語モデル (LLM) を用いて Hawk-Dove Score を算出し³、それを z-score で表したものが図表 1 である。これをみると、2008 年の GFC 発生時には経済の悪化を心配し、NY Fed を用いた証券購入スキームを構築した当事者であった時は dove 側に大きく振れている。しかし 2009-10 年には Bernanke FRB 議長 (当時) が当初 GFC 対策で導入した量的緩和政策をインフ



² 彼の考え方は、Warsh, K. (2025), "Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads," IMF Lecture Hosted by G30 を幹とし、その後インタビューや上院銀行委員会公聴会で述べたことに基づいている。

³ この手法は、Renaissance Macro Research の手法に倣った。

レ率押し上げのために用いようとした時、そんなことをすればインフレになると言っ
て理事を辞任したあたりから Hawk に振れていった。その後 dove に再び振れ始めたの
は、ごく最近であることがみてとれる。したがって、根っからの dove というよりは、
状況判断次第でスタンスを形成するとみることが適当であろう。

Warsh 議長は現在、AI によって供給サイドが強化されることでインフレが落ち着く
と考え、重視する物価指標も変更することで、利下げへの道を開きたいと考えている
ようであるが、実際にはこれはかなり難しい。FOMC は合議制であり、議長が一人で
利下げを提示しても 1 票にしかならず、過半数の賛同が得られなければ利下げをする
ことは不可能だからである。過去に議長が金融政策判断で投票で敗れた例は 2 例ある。
1979 年の Miller 議長が FRB において公定歩合の引き上げに反対し破れたほか、1986 年
には Volcker 議長が FOMC において利下げに反対して破れている。このことで Fed の評
判が落ちることにはならなかったにしても、議長の影響力を削ぐことには繋がった。
Warsh 議長も、そうならないように、まずは FOMC メンバーから自分の考え方への賛
同者を増やすことが必要であろう。

（1）AI の進化は forward-looking な利下げを可能にするか？

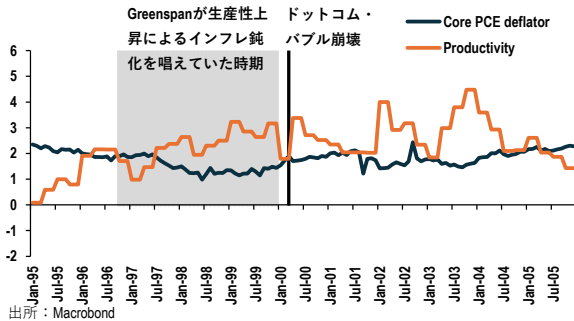
Warsh 議長は、AI 時代突入時に利下げを主張するにあたり、Greenspan 議長（当時）
を参考にしていると述べている。具体的には、Greenspan 議長は、1996 年 9 月の FOMC
において、IT の到来により統計で明らかになる前にマイクロ統計とアネクドタルな証
拠を基に、生産性の上昇を予見し、賃金上昇率が高まっても、インフレの加速はもた
らされないと主張して、当時 FOMC 内で主流であった利上げ案を拒否し、他の FOMC
メンバーもこれに追随したとの記録が残っている。Greenspan 議長は、当時を知る Fed
関係者によれば、インフレは鈍化するという証拠を、一人で突き詰めていって上記の
結論に辿り着いたとの証言がある⁴。Greenspan 議長は、1999 年末頃までこの議論を展
開した。同時に、1996 年 12 月から、Greenspan 議長は株式市場に irrational exuberance
があるという議論も始めたが、それを金融政策でコントロールしようとはしなかった。

確かに、当時の労働生産性上昇率とインフレ率の関係をみると、Greenspan 議長のこ
の判断以降に生産性上昇率の加速が明確化し、コア PCE デフレーター上昇率は弱含ん
でいった（図表 2）。この間、政策金利は殆ど動かさず、1998 年には逆に利下げし、中
立金利（Laubach-Williams 推計に基づく）が上昇する中で、その水準を若干下回らせる
に至っている（図表 3）。しかし、IT による生産性の上昇はその後需要の増加を生み出
し、1999 年末～2000 年には需給が逼迫する中で利上げに踏み切っている。この教訓は、
IT 等で生産性上昇が起こる場合、需要側と供給側の増加にタイムラグが生じることは
あるが、いずれは需要が供給に追いつくということである。しかも、この間の緩和的

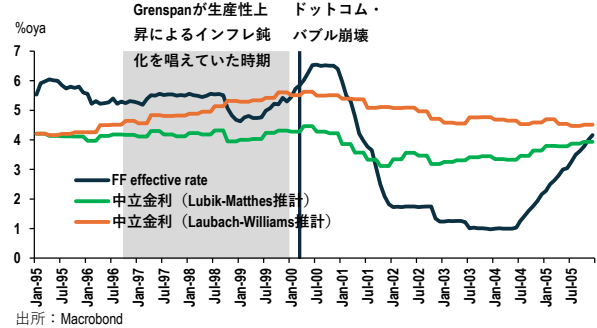
⁴ Kohn FOMC 事務局長（当時、その後 FRB 副議長）や Yellen FRB 理事（当時、その後 FRB 議長）が当時をそう回顧し
ている。

な金融政策は、インフレをもたらす前に株価のバブル（ドットコム・バブル）を生じさせ、それを放置した結果、2000年3月から2001年にドットコム・バブルの崩壊を招いたため、急激な金融緩和に踏み切ることとなった。

図表2: 生産性上昇とインフレ（ドットコム時代）

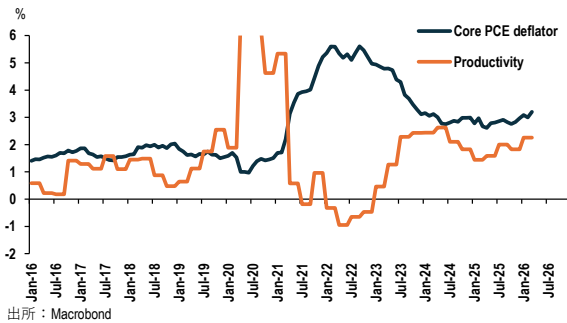


図表3: 政策金利と中立金利（ドットコム時代）

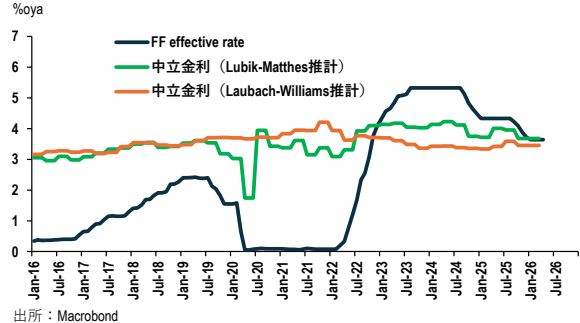


では、現在到来しつつある AI 時代はどうか。労働生産性上昇率は最近上昇しているようではあるが、Warsh 議長は、この状況はこれから更に加速する予兆にしか過ぎないとみるのかもしれない。デジタル時代に用いられる高頻度データやアネクドotalなエビデンスを用いて生産性の今後の上昇とそれによる物価の鈍化について FOMC メンバーに説得しようとするのかもしれないが、注意したいのは、リアルタイムのデータは、今では後述するように Fed のスタッフも既に活用していることである。それよりも、当時との最大の違いは、コア PCE デフレーター上昇率が現在 3% を超えており、ドットコム時代のような鈍化をみせていないことである（図表 4）。こうした中、政策金利は、中立金利（Laubach-Williams 推計に基づく）の近辺に来ている（図表 5）。

図表4: 生産性上昇とインフレ（AI時代）

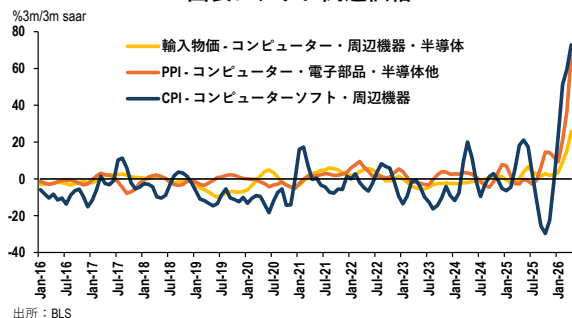


図表5: 政策金利と中立金利（AI時代）



ドットコム時代には先に生産性の伸びの上昇が顕在化し、後から需要増が追いついていったのだが、今回は AI 関連のデータセンター設立等の設備投資が初めに急加速しており、AI 投資に伴って半導体需要も急増している。いわば供給側で生産性の伸びが上昇するに先立って需要増が発現しているのであり、実際に輸入物価や PPI、更に CPI では電子機器関連品やソフトウェア等のテック価格が急上昇して

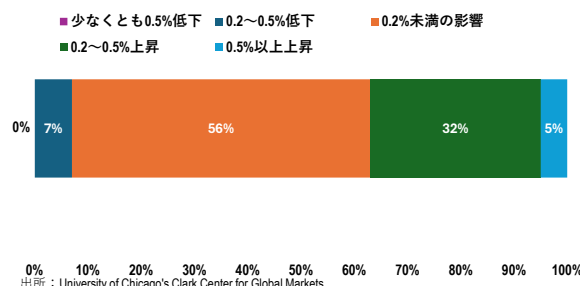
図表6: テック関連価格



いる（図表 6）。この観点からすれば、今回は AI の発展によってインフレが鈍化するかは疑問が大きい。しかも、ここにきて中東情勢の緊迫化からエネルギーコストが全般に上昇しており、新たなインフレ加速要因が加わっていることにも注意を払う必要がある。

しかも、既に AI 関連の需要増が顕在化している中で、AI による生産性上昇が本格化するなら、ドットコム時代と同様、中立金利も某か上昇していくとの見方は、シカゴ大学が学者を対象に Warsh 議長の就任に先だって行われたアンケートにおいても、共通の理解であった（図表 7）。

図表7：今後2年間のAIブームの実質中立金利への影響

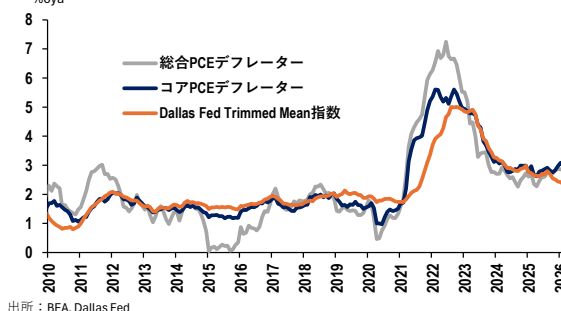


以上見てきたように、賃金が上昇し、企業収益が増加し、エネルギーコストの上昇、AI に関連する需要増の前倒し、中立金利の上昇期待を前提とすると、Warsh 議長が仮に政策金利を下げようとしても、他の FOMC メンバーの賛同が得られないだろう。このように早期の利下げは不可能と考えられると共に、利下げを見送った際の米政権の反応も気がかりである。

（2）コア PCE デフレーターから刈込平均値の重視に転じて利下げすることは可能か？

Warsh 議長は、先般の公聴会において、インフレ率を捉える枠組みの見直しも提唱した。具体的には 2 点提唱しており、第 1 に、現在のコア PCE デフレーター（除く食料品・エネルギー）でインフレを判断するのは極めて不完全であるとして、物価の基調的な変化をみるためには刈込平均を用いる方が好ましい、とした。実際、ダラス連銀が作成している PCE デフレーターの刈込平均は、3 月時点で前年比 2.4%と、コア PCE デフレーター（同 3.2%）に比べて遙かにインフレ目標に近い水準にある（図表 8）。第 2 に、多くの価格についてリアルタイムの情報を重視していくべき、とも主張した。

図表8：PCEデフレーター総合・コア・Trimmed mean %oya



第 1 の点は、刈込平均の有用性の問題に帰着する。この点に関して注意したいのは、ダラス連銀で PCE デフレーターの刈込平均指数を作成しているリサーチャーから、現

在の物価環境では刈込平均がインフレ率の実勢を過小評価している可能性が示されていることだ⁵。

同連銀の刈込平均指数は、価格上昇率の上位 31%と同下位 24%を除いて算出されている。上下で刈込率が対照的でないのは、価格変化率下位と上位を比べると品目毎の価格分布がマイナス側に偏っている（ケリーの歪度⁶がマイナス）ことを補正し、総合 PCE デフレーターの先行きを予測できるようにするためである。そこで、この予測力をみるために、具体的には総合 PCE デフレーターの先行きを、コア PCE デフレーターからの乖離と、刈込平均値の総合 PCE デフレーターからの乖離で各々回帰分析して説明力を確認する⁷。係数が正であれば予測力があり、係数が 1 であれば総合 PCE デフレーターが先行き、こうしたデフレーターに収束することを意味する。結果を見ると、上述の価格分布は通常はマイナス側に偏っている（歪度がマイナス）ので、その場合には刈込平均値の係数が正になり、1年後には 1 をつけたのに対し（図表 9 のオレンジ点線）、PCE デフレーターの方は係数がほぼゼロ近辺となり、総合 PCE デフレーターの見込みがないことが判明した（同図表紺色の点線）。ダラス連銀は、通常は米国の PCE デフレーターにはマイナスの歪度があるので、刈込平均は物価の基調を表し得る優れた指標であるとしている。ここからすると、一見、Warsh 議長の話していることに一定の合理性があるようにみえる。

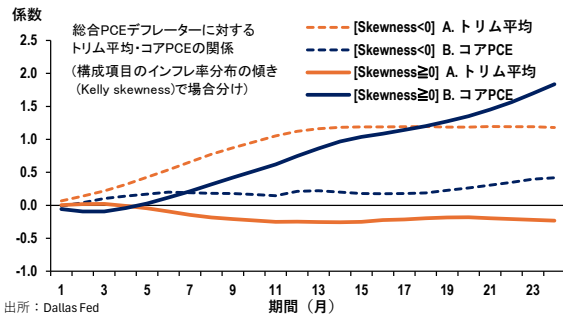
しかし、ダラス連銀は、物価の分布が、現在は変化していることに注意を喚起している。具体的には品目毎の価格分布の偏り（歪度）が 2026 年 2 月にマイナスからゼロまで戻っていることを指摘している。我々が更に 3 月の分布を確認すると、価格上昇率が非常に高いところの分布が急激に増加しており、歪度が既にプラスに転じていることが窺われる（図表 10）。歪度がプラスになっている場合には、上記の係数は反対に刈込平均値の説明力がなくなり（図表 9 のオレンジ色実線）、コア PCE デフレーターの見込みが高くなる逆転現象が生じることが判明している（同図表の紺色実線）。したがって、現局面では、Warsh 議長の見方とは異なり、コア PCE デフレーターの方が基調的な物価を表している可能性が高い。この点、CPI の刈込平均を計算しているクリーブランド連銀も、刈込平均は長期的にインフレ率の基調をみるために有用であるが、短期的には基調的なインフレ率からの乖離が出ることがあるので注意が必要、という見方を提示している。

⁵ Atkinson, T., Dolmas, J., and R. Zarutskie (2026), “Skewness warrants caution as Trimmed Mean PCE Inflation eases,” Federal Reserve Bank of Dallas を参照。

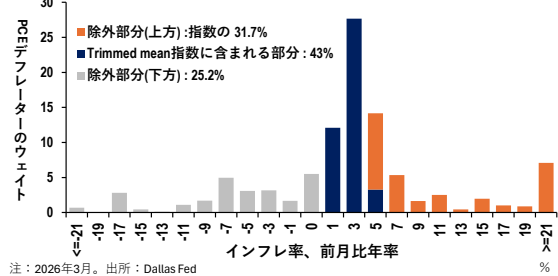
⁶ ダラス連銀はケリーの歪度（Kelly skewness）を用いて分布の偏りを計算している。これは、データのパーセンタイル（百分位数）を利用した、外れ値に強い分布の非対称性を測る指標であり、 $(P90 - P50 - (P50 - P10)) / (P90 - P10)$ で表される。

⁷ これは、各種コア物価指標が将来の基調的な物価変動の方向性を予測するために有用かを検証する時に一般的に用いられる手法の 1 つである。

図表9：Trimmed mean指数/コアPCEと総合PCEとの関係



図表10：Dallas Fed Trimmed meanインフレ率指数に含まれる/含まれない項目



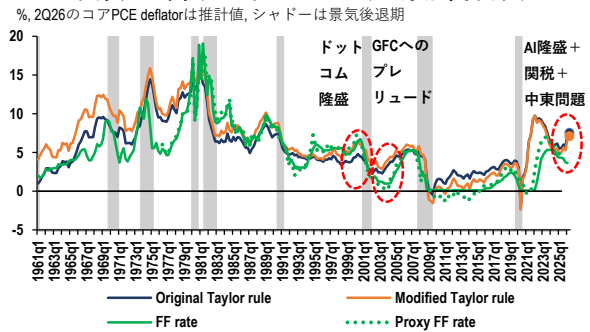
さらに、刈込平均は、現時点では関税による価格上昇や中東情勢緊迫化によるエネルギー価格の上昇を殆ど取り除いていることになるが、そうしたショックは市場、ビジネス、家計のインフレ期待にも影響を及ぼすので、ごく一時的なものにとどまらなければ、インフレ圧力の高まりを過小評価しかねない点も、注意する必要がある⁸。

Warsh 議長によるインフレ率の枠組み見直しの第 2 の点については、例えば Billion Prices Project や HBS Pricing Lab 等が利用可能なデータであるが、これらは Fed のスタッフも既に使用している。1996 年当時と比べて高頻度データの精度が向上し、かつ使い勝手もよくなっている。これらも点検した上で物価の情勢判断をしているスタッフ及び FOMC メンバーを相手に、Warsh 議長が実際にはインフレは鈍化していると独自の情報を基に説得することは難しいであろう。

(3) Taylor rule からみた政策評価

最後に、Fed に利下げ余地があるかどうかをテイラールールとの対比でみてみよう。テイラールールは厳密には最適金融政策とは言えないまでも、それに近い性質を持っていることが知られている。そこで、ドットコム時代、GFC へのプレリュードの時代、そして現在の AI 時代における実際の政策金利（量的緩和政策等も導入されたので、それを FF 金利に換算したサンフランシスコ連銀が開発した Proxy FF rate も併載）と、テイラールールを比べてみると（図表 11）、まずドットコム時代はコア PCE デフレーター伸びが鈍かったため、政策金利を 1999 年頃に中立金利をやや下回る水準にしたものの、その乖離はそれほど大きく

図表11：米国テイラールール(2Q原油高反映)



注：Original Taylor rule: $FF = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
 $r^* = 2\%$, $\pi^* = 2\%$, π_t はコアPCEデフレーター前年比, Gap_t はCBO推計GDPギャップ
 Modified Taylor rule: $FF_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
 Proxy FF rate は Choi, Doh, Foerster, and Martinez の推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利, r_t^* は Laubach-Williams の 1-sided estimate of r^* , $\pi^* = 2\%$, π_t はコアPCEデフレーター前年比, Gap_t はCBO推計, GDPギャップ, 2Q26はBrent原油価格が現在の水準で推移した際の影響をシミュレーション。出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Lubik and Matthes (2015), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Haver Analytics, JST推計

⁸ Rosin, A., and D. Wessel (2026), “What are trimmed mean and median inflation rates? And why does Kevin Warsh prefer them?” commentary, Brookings Institution を参照。

なく、また長くもなかった。それでも、最後にはドットコム・バブルの崩壊が発生したが、これは株価だけのバブルにとどまり、クレジットの伸長を伴っていなかったので、金融危機には陥らずに済んだ。

これに対し、GFC へのプレリユードの時代は、政策金利がテイラールールから下方に大きく乖離した時間が長く、これがサブプライムローン問題から GFC までの一連の金融危機への下地を作ったとの指摘がある⁹。この時はドットコム・バブルとは異なり、クレジットの伸長を伴ったので、崩壊後は金融緩和では制御できず、金融危機を通じて世界の経済・金融に悪影響を及ぼした。

現在の AI 時代は、この 2 つの時代と比べると、既に政策金利のテイラールールから下方乖離が著しくなっている。クレジットの伸長は過去の危機前に比べれば穏やかであるが、それでもノンバンク金融仲介機関 (NBFI) の貸出増まで広がりを見せている。もちろん、エネルギーコストの上昇が一時的であれば、この乖離はやや大げさに映っている可能性もあるが、現在の米国とイランの停戦協議をみていると、ホルムズ海峡がすぐに全面的に開放される蓋然性が低下しており、一時的と見なすことは困難になってきている。ここで政策金利を更に引き下げると GFC へのプレリユードの時代に似てしまうので、利下げは困難であることがみてとれるだろう。

3. Fed の B/S の削減は進むのか？

Warsh 議長は、Fed が財政政策の領域ないし境界線に踏み込んで肥大化させた B/S を縮小しなければならない、そうすればインフレ圧力も減り、利下げできるようになる、との考え方を示している。

Fed の B/S を削減するにはどうすべきかについては、鵜飼・岩井 (2026)¹⁰で詳細に説明した。筆者は個人的には銀行が量的緩和時に要求払い預金を大幅に増やした後、金利が正常化されても負債構造を見直さず、その負債構造を前提として銀行の流動性需要が大きくなっていることからすれば、Fed の B/S をこれ以上減らすことが難しいというのは、銀行の中央銀行への liquidity dependence という過度な依存であり、この構造を改善する方向で銀行に ALM 管理を見直させれば、Fed の B/S も縮小できるとの立場である。但し、この手法であろうと、あるいは Fed 内でしきりに議論されている流動性規制や discount window の見直しであろうと、実現には時間がかかることは確かである。しかも、後者の流動性規制の緩和といった手法は、そもそも Fed の B/S 削減という目的のためではなく、金融システムの安定性を維持する下でその効率性を保つためにどの程度の規制が適切かという観点から、その是非を考えるべきものである。この

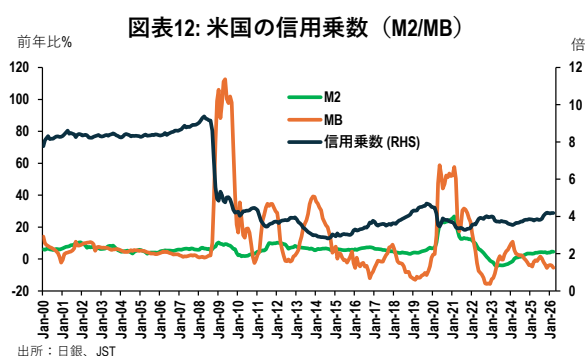
⁹ Taylor, J. (2009), "Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis," Hoover Institution Press を参照。

¹⁰ 鵜飼博史・岩井真子 (2026) 「Fed はどこまでバランスシートを削減できるか？」 経済を読む眼第 45 回、科学技術振興機構で詳述している。

流動性緩和が金融システムを脆弱にするのでは意味がないし、市場を安定させるために Fed の市場での存在感を大きくすることで流動性需要を減らすのであれば、トレードオフを強めることになる¹¹。Warsh 議長自身も時間がかかることを認めているので、就任後暫くは内部で検討を深め、FOMC での主要検討課題にはすぐにはのぼってこないと思料している。しかし、資金調達市場の不安定化をもたらさずに Fed の B/S の削減を達成し、しかも Fed の B/S 政策に関する包括的な枠組み（目的を明確化し、それに沿った行動をとることを明確化し、コスト・ベネフィットの比較によって QE をいつどのように利用するのが適当なのか、どのように管理し使用後に縮小させるのが適当かを評価する）を策定¹²できれば、新生 Fed にとって大きな成果であろう。

ここで、追加的に2点指摘しておきたい。第1に、FedのB/S削減に関連して、Warsh議長は財務省との間で新しいアコードを結び、金融政策は財政政策や政府債務管理策と切り離すべきと述べているが、これが適切かどうかである。これは、FedのB/S削減だけでなく、GFC以前のように、主として長期国債ではなく短期国債を購入することも意味していると考えられる。しかし、これを行うと、長期金利がこれまでよりも上昇し易くなるので、財務省が Activist Treasury Issuance policy（財務省が本来の「資金調達」という役割を超えて、意図的に短期国債を多く発行し、長期国債の発行を減らすことで、隠れ金融緩和<Stealth QE>を行い、長期金利の上昇圧力を抑制し、市場に流動性を供給する政策）に走りかねないリスクがあり、結果として金融政策と財政政策の連携が却って進むリスクを指摘する意見¹³も聞かれる。

第2に、FedのB/Sを削減しても、それがインフレ圧力を軽減することにならないということである。Warsh議長は、準備預金（ないしはマネタリーベース）とマネーサプライの関係が非常に強いと捉えているのかもしれない。しかし実際には、Fedは準備預金に対して付利をしているので、銀行は資産ポートフォリオの中の利益を上げる対象の1つとして準備預金を保有している。したがって、銀行がこの資金を用いて他への投資を積極化させることにはならない。実際、マネーサプライとマネタリーベースの比を表す信用乗数をみても、Fedが量的緩和政策を導入して以



¹¹ Barr FRB 理事は、こうした観点から、Fed のバランスシートを削減することを目的とするのは誤った目標設定であり、銀行システムの健全性を減らすような手法の導入によって流動性需要を減らすことは誤ったアプローチであると述べている。Barr, M. (2026), "Efficient and Effective Central Banking: Beyond the Balance Sheet," remarks at Money Marketmakers of New York University を参照。

¹² これは、G30 (2025), "The Federal Reserve Monetary Policy Framework Review" で示された議論であるが、このレビューを作成した Working Group on the 2025 Federal Reserve Monetary Policy Framework Review には Warsh 氏がメンバーとして入っていた。

¹³ 例えば、この Activist Treasury Issuance policy という概念の提唱者である Roubini, N. (2026) "Kevin Warsh Is in for a Rude Awakening," Project Syndicate を参照。

来、低迷したままであり、マネーサプライを積極的に創出してきた訳ではないことがみてとれる（図表 12）。

4. フォワードガイダンス封印等のコミュニケーションの見直しはあるか？

Warsh 議長は、昨年来、また公聴会においても何度も、Fed のコミュニケーションの見直しを訴えていた。その骨子は、平時にフォワードガイダンス色を薄めることにある。この背景の一つは、フォワードガイダンスを打ち出すことで、現実の金融政策をロックインさせてしまい、経済情勢の変化に伴って金融政策を機動的に動かせなくなることがある。この点は、コロナ禍後の高インフレの主因の一つに、Fed がフォワードガイダンスに縛られて金融引き締めが遅れたとの反省がある。この教訓から、Gopinath IMF 筆頭副専務理事（当時）が 2023 年に ECB において、フォワードガイダンスが金融政策を縛りすぎたことが、他の要因と相俟ってコロナ禍後の高インフレをもたらしたとして、その使用に慎重さを求め、少なくとも用いる時には *escape clause* を設けるべきとしたこととも通底する¹⁴。また、現在の SEP（経済予測サマリー）について、昨年の金融政策の枠組みの見直しの際にも、Bernanke 元 FRB 議長は、提示されている経済指標の見通しや金利ドットの背景にある考え方が紐付けされた形で提示されていない点を指摘した上で、経済に不確実性が高い以上、SEP や金利ドットを廃止すると共に、標準シナリオ以外に代替シナリオも提示すべき、とした¹⁵。

更に、金利ドットが民間の経済・金利見通しを歪める可能性も最近の Fed 内の研究で明らかにされている。FRB 金融政策局の Engstrom (2026)¹⁶の検証によれば、2012 年に金利ドットが導入されて以降、金利ドットは有益な情報を含んでいるため、民間の金利期待や資産価格がこれに有意に反応する、しかし、金利ドットは四半期に 1 度しか公表されないために時間の経過とともに陳腐化していくので、これを参考に行っている民間サーベイや市場の金利予想が新たな情報への反応が遅くなり、予測誤差を拡大させている、ことを実証的に明らかにしている。特にこの後者の特性が如実に出たのが 2022 年以降の金融引き締め局面で、民間サーベイも市場も利上げ期待を実際よりもゆっくりとしか織り込まなかったことを見出している。

しかし、Fed の SEP や金利ドットも、昨年の金融政策の枠組みの見直しにおいても変更されていない。この点について、Powell 前議長は、4 月 29 日の FOMC 後の記者会見において、自分は元々金利ドットの熱烈な支持者というわけではないと釈明した上で、金利ドットや SEP に非常に大きな変更を施すことについて、委員会の中で幅広い支持

¹⁴ Gopinath, G. (2023), “Three Uncomfortable Truths For Monetary Policy,” remarks for the European Central Bank Forum on Central Banking 2023 を参照。

¹⁵ 鶴飼博史・丸山泰斗・岩井真子（2025）「Fed の金融政策枠組みのレビュー」経済を読む眼第 39 回、科学技術振興機構を参照。

¹⁶ Engstrom, E. (2026), “Anchored to the Dot Plot: Central Bank Projections and Interest Rate Expectations,” Financial and Economics Discussion Series, 2026-026, Federal Reserve Board を参照。

を得られる案を見出せなかったと説明した。その上で、現状の仕組みはうまく機能しており、Fedのコミュニケーションは問題ないと思っている旨を述べている。これを変えようとするれば、FOMCでの投票が必要と考えられ、Warsh議長のお考え方が多数の支持を得られるかは不確実性が高い。

また、Warsh議長は、FOMCメンバーが金融政策の先行きについて対外的にしゃべり過ぎているとして、これもフォワードガイダンスの一環として捉え、不満を持っている。この点で自らすぐに変えられるとすれば、FOMC後の自らの記者会見で先行きについて語らないことである。ただ、この記者会見ではFOMCの大勢が何を考えて判断したかを説明する必要がある。そこで大勢の先行きのお考え方について口を閉ざすことが本当に有用かは議論の余地が大きいだろう。確かに、Fedが集団思考の罠にはまりやすい結果として、FOMC後の記者会見の内容がクリアでない面があるとする見方はあり¹⁷、その意味でも改善の余地はあるのかもしれない。しかし、仮にFOMCメンバーの大勢が、当面現状維持が望ましいと考え、Warsh議長が利下げバイアスが望ましいと考えた場合、Warsh議長が大勢の意見ではなく自身の意見を記者会見で述べるようであれば、Fedの金融政策姿勢に関するコミュニケーション能力を弱めることになりかねない。6月17日のFOMC後の最初の記者会見を見守りたい。

5. 銀行規制・監督の緩和推進は金融危機が生じる可能性を高めないか？

Warsh議長のお考え方で最も気になるのは、物価の安定と雇用の最大化以外を mission creep と呼び、銀行規制・監督もこれに含め、議会から権限が与えられはしたものの、Fedとしての判断を尊重されるものでもないし、この面で判断の独自性を主張することは金融政策の独立性を損ないかねないとまで述べていることだ。その上で、彼は現在の政府の方針に沿って銀行規制を緩和することを支持しているようである。一方で利下げを主張しているので、いわばクレジット供給を増やすことばかりが念頭にあるように見える。

しかし、金融システムの安定はFedにとって、金融政策の2つの目的と同様に重要な目的であることを認識すべきと考えられる。

さて、Fedでは既にTrump大統領に指名されたBowman銀行規制担当副議長が、Basel III 最終化やG-SIBサーチャージの見直しをはじめとする銀行規制の緩和に乗り出している。まずは銀行資本規制の緩和を打ち出し、Fedの銀行監督スタッフの30%削減も行い、次には流動性規制の緩和に向けた地ならしも行っている¹⁸。

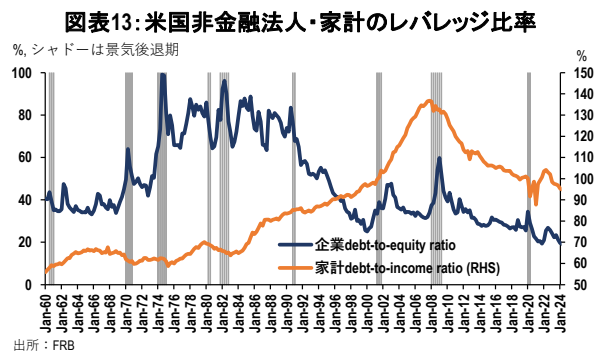
金融システム安定化政策において、自己資本比率規制と監督は本来、代替関係では

¹⁷ 例えば、El-Erian, M. (2026), “What Will the Fed’s ‘Warsh Era’ Bring?” Project Syndicate を参照。

¹⁸ 例えば、Bowman, M. (2026), “Liquidity Resiliency, Financial Stability, and the Role of the Federal Reserve,” At The Roundtable on Liquidity and Lender of Last Resort sponsored by the Committee on Capital Markets Regulation を参照。

なく、補完関係にある。強固な自己資本は、監督上の判断が不完全であった場合の緩衝材となる一方、有効な監督は、自己資本が薄い場合に過度なリスクテイクを抑制する。今回の一連の見直しは、両者を同時に弱めるため、金融システムの脆弱性が高まると考えられる。金融システム改革の賢明なアジェンダとは、こうしたトレードオフを認識するものであるべきであろう。金融システム安定化政策の近代化は必要だろうが、金融規制・監督に関して **Bowman** 副議長の唱える効率性が安全性を意味する訳ではない。改革の目標は、単純さを強靱性より優先する金融システムではなく、大きな混乱を伴わずに損失を吸収できる金融システムであるべきと考えられる。

現在はまだ米国の企業や家計のレバレッジは歴史的に高まってはいない（図表 13）。しかし、金融緩和と銀行規制の緩和を続ければ、いずれクレジットの伸長にも注意を払わなければならなくなる。現在の環境でも既に、private credit 市場で不確実性が高まっていることは、その兆候の 1 つとみることもできるかもしれない。



金融危機がいつ来るかを当てることは難しいが、タイミングはともかくとしても、筆者が特に今後金融危機が生じ得ると考えている状況とは、クレジットの積極的な供給と、現在の米政権の規制緩和¹⁹や Fed の銀行規制・監督の緩和²⁰の相乗効果が発現した時である。例えば、GENIUS Act によって stablecoins が金融システムに組み込まれつつある中、米銀は、1970 年代に MMF が銀行預金を取り込んだり、2000 年代に PayPal が巨大決済網を構築した時の対応をみても、今後トークン化預金の導入や銀行経由で stablecoins を取り込むことが主流化していく可能性が高い²¹。これに対し、Fed の研究では資金が銀行を迂回して stablecoins に滞留すれば 1,000 億ドル規模の預金流出が最大 1,260 億ドル程度の貸出減少に繋がるとの試算を行っている²²。更に、stablecoins 発行者の預金の形で資金が銀行システムへ還流した場合を想定すると、stablecoins 発行者からの預金は大口・無保険・流出速度の速い資金である。筆者は、資本規制の緩和で銀行のクレジット供給を促進し、そこに stablecoins の拡大と LCR 規制の緩和とが組み合わせると、将来、銀行の資産サイドに大きなショックが来れば、大口預金の流出による

¹⁹ 米政権の規制緩和に向けた熱意が明日の銀行危機をもたらすとの危機感は、Rogoff, K. (2026), “Is Financial Deregulation Under Trump Going Too Far?,” Project Syndicate でみられている。

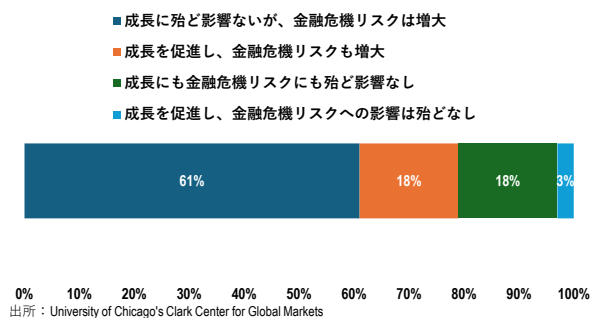
²⁰ Fed が銀行規制・監督を軽くすることへの危惧は、Seru, A. (2026), “The Hidden Risks of Simplifying US Bank Supervision,” Project Syndicate や Roubini, N. (2026), “Kevin Warsh Is in for a Rude Awakening,” Project Syndicate でも指摘されている。

²¹ Hampel, S., Perez-Sangimino, JP., and J.J. Wang (2026), “Banks in the Age of Stablecoins: Lessons from Their Historical Responses to Financial Innovations,” FEDS Notes, FRB を参照。

²² Wang, J.J. (2025), “Banks in the Age of Stablecoins: Some Possible Implications for Deposits, Credit, and Financial Intermediation,” FEDS Notes, FRB を参照。

銀行破綻リスクが高まる可能性を懸念している。実際、シカゴ大学の前述のアンケートでも、銀行規制を大幅に緩和した場合、経済成長に殆ど影響はないが、金融危機リスクを増大させるとの回答が 6 割以上を占めている（図表 14）。

図表14：銀行規制を大幅に緩和した場合の影響



6. おわりにかえて

以上、Warsh 議長に掲げる Fed の改革は、FOMC メンバーの賛同を得ながら遂行していくべきもので、長い道程であることや、更には金融システム安定化対応は Fed の主要なマンデートとして、金融政策の 2 つのマンデートと同様に重要なものであることを指摘してきた。それでも、Fed をいたずらに *the only game in town* とせず、粛々と機能を発揮し、本来の目的を十分に達成していく組織にしたいという思いは伝わってくるし、Fed の B/S の削減も時間をかけることや、流動性規制を拙速に緩めないことを前提とすれば、賛同できる。Warsh 議長の就任によって Fed がどう変わるのか、関心を持って見守っていききたい。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を引用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。