
CARON'S CORNER

スクリプト要約

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。

2026年2月17日

ウォーシュ FRB 新議長が選ばれた真の理由

- FRB 新議長にケビン・ウォーシュ氏が指名されたことを受け、多くの疑問が湧き起こっている。例えば、ウォーシュ氏はタカ派・ハト派のどちらなのか、利下げは行うのか、インフレやバランスシートは今後どうなるのか、等である。
- すべて妥当な疑問ではあるが、**最も重要な疑問**を見逃しているようだ。それは、「**なぜウォーシュ氏が選ばれたのか**」である。
- 当然ながら、金利政策のみを重視するのであれば、よりハト派の候補者を選ぶこともできたはずだ。ウォーシュ氏はタカ派・ハト派のどちらなのか非常に分かりづらい人物である。**つまり、金利政策のみを重視して選ばれたわけではないだろう**。では、一体何が目的なのか。
- 詳しく検討していこう。

FRB の文化を変える：ミッションへの回帰

- 世界金融危機（GFC）以降、FRB は金融システムに対する**規制監督**を強化した。それは当然のことである。
- しかし、規制当局にとって、規制強化をいつ止めるかの判断は難しい。不透明なストレステストなど、規制プロセスがあまりに煩雑で広範になりすぎた結果、**实体经济への融資を阻害**していると見なされるようになった。
- 金融監督担当副議長のミシェル・ボウマン氏によれば、**FRB が理事による規制慣行において政治的になりすぎた結果**、米国経済の多くの分野で銀行が特定顧客との取引を断る「デバンキング」が発生する事態も起きている。ボウマン氏の見解は FRB のウェブサイトで公開されており、誰でも閲覧可能である。

-
- ウォーシュ氏が選ばれた目的は、この文化を変革し、FRBをミッション（使命）に回帰させることだろう。そのミッションとは、金利政策を通じた通貨供給量の制御である。
 - 完全雇用と物価安定というFRBのデュアルマンド（二つの責務）は今後も変わることはない。しかし、マンド（責務）とミッション（使命）を混同しないようにしたい。ミッションは明確であり、他の政治的目標と混ぜて考えるべきではない。
 - FRBのミッション（使命）は、資産保有を通じて通貨供給量を制御することではない。ここでバランスシートが問題になる。

バランスシートと金利政策

- ウォーシュ氏は、FRBのバランスシートの利用について批判的な立場だった。バランスシート政策は世界金融危機の最中には必要だったが、**あまりに長期間続けたいせいで有効性が失われている**と考えていた。
- バランスシート政策は次の二つのリスクを生み出した。
 1. **資産価格が押し上げられた結果**、資産保有層と資産をあまり持たない（または全く持たない）大多数の層との間に格差が生まれた。**これによって、住宅のアフォーダビリティ（購入しやすさ）の問題**が発生している。資産保有層が資産を担保にレバレッジをかけて借入れを行い、住宅などを購入することで、住宅価格が高騰し、資産を持たない層にとって住宅がさらに手の届かないものになってしまう。これはあくまで一例である。
 2. **不適切な政治的施策に対する市場のフィードバックが抑制される**。つまり、政治家が不適切な政策をとったとしても、膨大なバランスシートが資産価格を下支えし、本来生じるはずの市場からの否定的なフィードバックが抑えられてしまう。
- これを踏まえた上で、**バランスシート政策と金融政策の関係**について検討している。
- **バランスシートの拡大**は、資産価格の上昇や債券利回りの低下につながり、結果的に金融環境を緩和することから、**金融緩和策と見なされる**。
- **バランスシートの縮小**は、その逆の効果があるため、**金融引き締め策と見なされる**。
- つまり、ウォーシュ氏がバランスシートを縮小すれば、それは事実上の引き締めに意味する。**この引き締めを相殺する手段として、利下げによる緩和を行うことができる**。あるいは、状況に応じて利上げペースを遅らせることも可能だろう。

-
- この点だけでウォーシュ氏をハト派と見なすことはできない。ウォーシュ氏の金利政策は、バランスシート政策と併せて考える必要がある。

市場にとっての意味とは？

- **ウォーシュ氏は市場にとって強気材料か、それとも弱気材料か？** 結論だけを知りたいという人から、よく聞かれる質問である。
- 答えは、「強気材料にも弱気材料にもなり得る」だろう。
- その質問自体が明らかに不適切である。問うべき点は、**ウォーシュ新議長の下でFRBがどのようなルールや考え方で金融政策を判断・調整するの**かだろう。
- 先ほど述べたように、FRBのミッションは、デュアルマンドを維持しつつ、金利政策を通じて通貨供給量を制御することである。
- そのため、株価が上昇した場合でも、生産性向上によってインフレ率が低く抑えられている証拠があれば、FRBは利上げを遅らせる可能性がある。しかし、インフレ率上昇の証拠があれば、FRBは利上げを早めかねない。
- ミッションは通貨供給量とその流通速度の制御であり、それらを掛け合わせたものがインフレである。FRBの多くのモデルに起因するタイムラグを回避するため、**FRBの政策対応が通常より早まる**可能性もある。
- この点に関して、パウエル体制下のFRBでは、利下げ・利上げのどちらにおいても対応が後手に回るという明らかなミスが見られた。
- もちろん、これは理屈通りにいくものではなく、後知恵で判断するのは容易だ。あくまで、ウォーシュ体制下のFRBがどのように運営される可能性があるかを説明しようとしているに過ぎない。
- とは言え、あえてどちらかに分類するなら、政府主導で需要を作る政策よりも、**民間の生産性を高める供給サイドの政策を重視**する傾向があると言えるだろう。
- しかし、**ウォーシュ氏はFRBの政策が資産価格に大きな影響を及ぼすべきではないと考えている**ことは確かだ。だからこそ、バランスシートの縮小を目指すことになる。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートの一部を邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 1. 投資一任契約の概要：**投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ：**受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項：**受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 4. 受託資産の運用に係る費用について：**投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じたかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 410 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO 5229313 Exp. 2/28/2027