みずほマーケット・トピック(2025年8月12日)

過剰反応すべきではない FRB 人事の影響力

FRB の人事とこれに伴う政策運営への思惑がにわかに注目を集めつつある。ミラン CEA 委員長の FRB 理事就任はヘッドラインとして派手だが、それほど大きな材料になるかは疑問。第二次トランプ政権発足前後からミラン氏はドル安志向の理論的支柱として知られてきた。同氏が利下げを支持すること自体はサプライズではなく、公聴会時点で「利下げを支持するミラン理事」という材料は消化されるはず。FRB がどのような執行部になろうと現実の経済・金融情勢と対立するような政策運営は持続しない。政策運営の正しさはその時点の経済・金融指標と整合的かどうかでしか判断されないのだから、議長を含む執行部の人事から相場動向を案ずるのは本質的ではない。また、地区連銀総裁の人事は政治から距離があり、非連続的な政策決定は制度上、発生しにくい。金融市場が期待するほど政策の急旋回は起こらないだろう。FRB 人事に対する思惑が主導する相場は新体制が発足する 26 年下期までが限界ではないだろうか。

～ミラン理事、次期体制へのイメージ作りに～

夏季休暇も重なり材料が枯渇しやすい時期に入ってきているが、FRB の人事とこれに伴う政策運営への思惑がにわかに注目を集めつつある。既報の通り、8月8日に退任するアドリアナ・クグラール FRB 理事の後任として一時的にスティーブン・ミラン大統領経済諮問委員会(CEA)委員長が就くことが報じられている。クグラール理事が前任のブレイナード理事から引き継いでいた期間に限定した一時的な就任とされ、2026年1月末までの限定的な措置とされる。今後、ミラン氏は9月に再開される米上院の承認手続きを経て理事に就任することになるが、銀行委員会における公聴会や本会議の採決などが9月16～17日開催のFOMCに間に合うかどうかは微妙な情勢と言える。確実なデビュー戦は10月28～29日のFOMCとなりそうだ。

もともと、ヘッドラインほど大きな材料になるかは疑問もある。第二次トランプ政権発足前後からミラン氏はドル安志向の理論的支柱として知られてきた。同氏が利下げを支持すること自体はサプライズではなく、公聴会時点で「利下げを支持するミラン理事」という材料は消化されるのではないか。強いて言えば、年内3回、年明け1回、計4回のFOMCしか出席しないミラン氏は言動の一貫性を保ちやすい(経済・金融情勢に応じて判断を変える必要性が小さい)ため、▲25bpではなく▲50bpを強弁し続けるなどのリスクはあるかもしれない。それはトランプ色に染まった次期FRB体制へのイメージ作りにもなり、米金利低下とドル安が一時的に加速する誘因になるだろう。とはいえ、後述するように、FRB人事に関わる思惑主導の相場はあくまで短期的な現象として整理したい。

ちなみに、次期FRB議長候補については、既に4名に絞り込まれているとトランプ大統領が明言しており、「2人のケビン」と呼ばれるケビン・ウォーシュ元FRB理事とケビン・ハセット国家経済会議(NEC)委員長、そしてクリストラー・ウォラーFRB理事の3名、残り1名は不明である。いずれにせよ2026年2月にはミラン氏の後を引き継ぐ新しいFRB理事が現れ、その人物が2026年5月15日に退任するパウエルFRB議長と入れ代わりで新体制を率いることになる(もちろん、現理事のウォラ

一理事が横滑りで議長になる可能性もある)。この際、理事としての任期が 2028 年 1 月 31 日まで残っているパウエル議長がこれを全うするかどうか注目される。過去を振り返れば、基本的に議長と理事を同時に辞任するケースは多い。直近 2 名の FRB 議長(イエレンおよびバーナンキ)も議長と同時に理事も辞任している。新体制への円滑な移行を念頭に自ら退くケースは多いと思われるが、今回は中央銀行の独立性を蹂躪しようとするトランプ政権に対して抗議的に留任するのではないかとの思惑もある。それ自体はドル売りに一定の歯止めをかける材料にはなる。

～究極的には無価値な FRB 人事～

もっとも、FRB がどのような執行部になろうと現実の経済・金融情勢と対立するような政策運営はどの道、持続しない。FRB の次期体制がトランプ大統領の所望する通り、政策金利の引き下げに踏み切ったとしよう(後述するように、FOMC の制度上、それは簡単ではないが、ここでは一旦脇に置く)。しかし、その利下げを受けてトランプ大統領が期待する米金利とドルの相互連関的な下落が始まる保証はない。そのためには「米国の経済・金融情勢が着実に悪化している」という状況が必要である。7 月分で確認したような米労働市場の悪化が継続的に確認され、GDP の低迷やインフレ率の低下も付いてくるようであれば、「やはりパウエル体制は too late だった。新体制の政策運営は適切で、持続可能性がある」という期待形成が進むだろう。逆に、新体制の利下げと共にインフレ率が上昇、雇用統計も悪化せずに GDP も堅調ということになれば「やはりパウエル体制は正しかった。中央銀行の独立性を軽視する新体制の政策運営は破綻している」という期待形成が進みそうだ。

要するに、政策運営の正しさはその時点の経済・金融指標と整合的かどうかでしか判断されない。よって、議長を含む執行部の人事から相場動向を案ずるのは本質的ではない。仮に、「パウエル体制は正しかった。新体制の政策運営は破綻している」という展開に至れば、利下げ以前よりも米金利やドルの騰勢が加速する可能性すらある。本当にトランプ大統領が金融政策運営に強行介入を続けるのであれば、中長期的に懸念すべきリスクである。実際、ウィリアムズ NY 連銀総裁なども示唆するように、今後 1 年間のインフレ率は関税の影響もあって想定以上に高止まりする可能性はある。経済・金融情勢が連続的な利下げを正当化しない中、政治的な思惑通りにはいくまい。

～バーンズ時代との比較～

歴史を紐解けば、今回のトランプ政権下の騒動はアーサー・バーンズ元 FRB 議長の時代(1970 年 2 月～1978 年 1 月)と重ねて評論されることもある。ニクソン大統領が指名したバーンズ議長時代の FRB は大統領の圧力に屈して利下げを強いられたことで知られる。利下げとニクソンショック、さらに第一次石油危機が重なった結果、1970 年代前半にインフレ率が急騰したことは知られた話であり、バーンズ体制の失政が非難されることは多い。そのインフレ高進が 1980 年代前半のボルカー体制における連続利上げやドル高、そしてプラザ合意へ繋がっていったことは周知の通りだ。金融政策が政治的な圧力に屈することのコストを象徴する事例としてバーンズ体制が持ち出されることは多く、それと今回のケースを重ねて懸念する向きは多い。バーンズ体制が政治的な圧力に屈した事実はニクソン政権崩壊の引き金となったウォーターゲート事件の証拠テープやバーンズ議長自身の回顧録から明らかになっているのに対し、トランプ大統領は公然と現職議長を罵倒し、緩和を強要している。こと金融政策への介入は今の方が酷そうである。ちなみに、金融政策に限らず

「大統領が短期的な政治目的で通貨制度や金融政策に大きく介入する」という点において、ニクソン政権とトランプ政権の共通点を見出す議論は多いので、今後別の機会に議論したい。

～当然視できない次期体制の利下げ～

話を現在に戻そう。今年5月以降の雇用統計の惨状が続くようであれば、現パウエル体制から連続的な利下げが重ねられるだろうし、現在の金融市場はそのように織り込んでいる。しかし、そうだとした場合、尚更、新体制が始まる2026年後半以降の利下げの必要性は薄れる。トランプ大統領はFF金利について日本の0.5%とデンマークの1.75%の間にあるべきだという書簡をパウエル議長に送り付けたと言われるが、仮にその間の「1.25%」を狙うとしても現行(4.25~4.50%)から12回分(25bp×12回=▲300bp)の利下げが必要になる。

しかし、そうした急旋回を許すほど連邦準備制度(FRS)は緩い制度ではない。周知の通り、FOMCは理事7名(議長含む)、地区連銀総裁5名、計12名で構成されるが、大統領の使命と議会による承認が必要な理事に対して、地区連銀総裁は地域の理事会が主導した上でFRBの理事会が承認するという二段階方式である。地区連銀総裁の任命に大統領が直接関与できる余地はなく、だからこそ政権交代で金融政策運営が急変することが無いような制度的工夫が施されている。まさに今回のような事態に備えて地区連銀総裁には政治色が及ばない建付けになっている。

要するに、新体制になったからと言って大幅利下げを当然視することは全くできない。年内から2026年初頭にかけてトランプ派議長が誕生し、初回会合(2026年6月16~17日会合)までの間は思惑主導でドルと米金利が低下しやすいかもしれない。しかし、2026年央以降は中間選挙も接近する中、米国の経済・金融情勢は利下げを必要としないほど底堅さを保っていることが求められるのも事実だろう。FRB人事に主導される相場は新体制が発足するまでと考えられ、決して賞味期限は長くない材料ではないかと思われる。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) 日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への合意～)
2025年6月18日	買かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～