

**Investment
Institute**

中央銀行の金融政策と 米ドルの今後の方向性

Cross Asset Investment Strategy

2026年9月

・ 機関投資家向けマーケティング資料

目次

中央銀行の金融政策の今後の方向性

3

米ドル弱気論は金融政策の問題に直面

6



Monica Defend

Head of Amundi Investment Institute

「日本の政策転換から、ジャクソンホール・イベントに至るまで、夏の間、中央銀行の大きな変化が続いた。インフレ圧力が継続し、信頼度の低い世界で、経済・金融における国家の競争が拡大しているため、政策立案者は、金融政策と財政政策を同時に検討する必要があるが、ますます、高まっているが、特に、財政政策の重要性が増している。」

「ドルは長期的には脆弱化すると見ているが、短期的には、FRBの引き締めによってポジティブに見ている。選好する高利回り通貨やコモディティを通じて、米国以外の資産への投資機会が広がり、分散投資の余地が大きくなるだろう。」



Vincent Mortier

Group Chief Investment Officer

マクロ経済

中央銀行の金融政策の今後の方向性

Alessia BerardiHead of Global
Macroeconomics &
Emerging Markets
Strategy, Amundi
Investment Institute

重要ポイント

世界秩序が崩壊する中で、経済成長は、ますます限定的な要因に依存し、経済的利益は、より不均等に分配され、インフレ圧力は今後も続く可能性が高い。このような状況下で、金融政策と財政政策は並行して検討される必要がある。財政政策の選択肢は限られているものの、より重要性を増す可能性が高い。

夏の政策イベント間には、相互に関連した傾向が見られる。日本の、国内投資家に対する国債の購入の呼びかけ、米国の国債のバイバック（買戻し）、分散化の動きは、世界の貯蓄が米債に向かう従来のモデルが衰退しつつあることを示唆している。

主要中央銀行は、引き続き、引き締めの金融政策を継続すると予想するが、市場が現在想定しているほど大規模にはならないであろう。戦争関連のインフレリスクの中で、政策の方向性は、依然、データ次第となる。

ますます弱肉強食的になりつつある信頼度の低い世界において、供給サイドからの衝撃が新たな常態となり、経済的利益の分配も不均衡になると予想される。グローバル秩序の崩壊のもう一つの結果は、国家間の競争の激化だ。しかも、この競争は、もはや貿易、テクノロジー、産業リーダーシップ、エネルギー安全保障に限定されない。むしろ、公と民の両方のレベルでの資本の容赦ない探求によって形成される。

競争は、必ずしも成長の弱さを意味するわけではない。一部の地域では、イノベーション競争や戦略的自律性の追求が、むしろ、経済活動を支え、あるいは促進している。状況をより脆弱化しているのは、その経済パフォーマンスが一部に集中していることだ。成長はますます限定的な基盤に依存している。

最終的には、各国が同じセクターに投資し、成長政策は消費や労働から投資や資本へとシフトしている。この新しい環境では、経済的利益の分配は、ますます不均等になるであろう。

同時に、イノベーションによる価格安定化や人口動態の傾向による需要の抑制は、短期的には実現の可能性は低く、インフレ圧力は今後も続く可能性が高い。需要側では、戦略的自律性に向けての投資急増、高いエネルギー需要、重要資源の獲得競争が、その希少性と相反している。重要鉱物に関しては、精製や加工によって供給が制約されており、これらはごく少数の手にしかわたらない。コスト面では、「通行料の世界」に移行している。チョークポイントや航路が争われるにつれて、物資の移動における摩擦が増し、そのコストが価格に直接影響する。最後に、気候変動は食料安全保障と食料インフレに大きな影響を与える。

政府が、覇権、適応、生存を追求するには、この変化する環境に適した政策を選択する必要がある。経済・金融での競争の急拡大は、金融政策と財政政策をますます同時に検討する必要性が高まっていることを意味する。その結果、財政政策の重要性が増し、金融政策は、市場に波及的な影響を及ぼす可能性はあるものの、マクロ経済全体の枠組みを単独で支えるのではなく、財政政策を補完する役割を担うことが多くなろう。

問題は、財政政策のより広範な要望が、世界的に非常に限定的な財政余地と両立し得ないことだ。全体として、低水準の成長は、高い債務比率の回復に十分な税収を生み出していない。多くの国では、拘束力のある財政規則が、引き続き、存在し、最近では米国財務省が低金利を維持しようとする動きも見られるものの、巨額の債務、高金利、高い債務返済コストが不都合な組み合わせを形成している。

夏の主要な政策イベントのまとめ



日本の資金シフト
国内貯蓄による国債購入



ジャクソンホール
信頼性に焦点



円の介入
通貨価値の維持が復活



金への資金流入
外貨準備の管理強化



米国債のバイバック（買戻し）
財務省の介入



ノルウェーのベンチマーク変更
ソブリン債のウェイトの見直し



これらを踏まえて振り返ると、一見無関係に見える個々のイベントが、実際には、相互に関連していることがわかる。

日本では、国内投資家に国債の購入を要請した。7月、日本の財務省は、年金基金や家計に対し、国内資産への投資強化を促した。また、国債を、非課税のNISAパッケージに含める案を提案し、新しい個人向け国債商品の設計を開始した。日本は自国の貯蓄で自国の債務を賄いたいと考えているが、日本銀行が、市場から後退し、より根強いインフレにキャッチアップしようとしたタイミングと一致している。

つまり、財政と金融の安定化に関連づけるため、国債市場の金融構造がより脆弱に見える時期に、非伝統的な政策手段が用いられている。

円の急落後、日本銀行は過去最大の月次介入を実施した。ワシントンも、これに加わり、今後も躊躇なく実施すると表明した。ただし、このヘッドラインよりも、詳細な内容が、より重要だ。米国財務省は円購入資金として、米国債ではなくユーロを売却した。一方、東京は、米国債を売ってドルを調達するのではなく、ドルを借り入れることができるFRBのFIMAレポ・ファシリティを、将来的には活用できるようになると示唆した。つまり、この介入は、円を支援するだけでなく、実際には、米国債市場も守ったことになる。

米国財務省は、その後、直接、国債の長期ゾーンに対処するため、長期のバイバック（買戻し）の規模を20億ドルから60億ドルに3倍にすると発表した。

このような中、政策の信頼度に注目が集まっている。財政の持続可能性が再検証され、利回りが大きく変動する中、金融政策は信頼性を保ち、物価安定に明確にコミットしなければならない。ジャクソンホールでタカ派な発言をしたウォーシュ議長は利上げを実施せざるを得なかった。米国のインフレは、依然、高水準で、コアの物価圧力がすぐに緩和される可能性は低い。中東のエネルギーショックから、食料・コモディティの価格上昇まで、リスクは、引き続き、上方に傾いている。FRBの信頼性は重要であり、緩やかな利上げサイクルは、少なくとも短期的にはイールドを低く抑える可能性がある。アムンディのメイン・シナリオは、まだ、大規模な利上げサイクルを想定しておらず、市場見通しよりも、FRBのドットチャートに近い。

危機への備えも進んでいる。

オランダ中央銀行は3月から8月にかけてニューヨークとオタワから86トンの金を移し、作業完了後に初めて公表した。ロンドンでは、現在、各国の金準備の32.1%が保管されているが、これは18.1%から増加している。移管の大部分は金塊を輸送するのではなく、ニューヨークで売却し、ロンドンで買い戻すことで行われた。理由として、取引可能性と危機対応が挙げられているが、明かされていない理由は、より直接的な管理だ。

ノルウェーはさらに踏み込んだ。「ノルウェー政府年金基金」を運営・管理する、ノルウェー中央銀行の資産運用部門は、財務省に対し、債券ベンチマークにおける国債比率を70%から50%に引き下げる提案をしている。また、先進国の債務がGDPより早く増加している現実を反映し、GDP加重から市場価値加重への切り替えも要望している。この枠組みの下では、米国債は下落し、日本債は上昇するであろう。決定は2027年に出される見込みだ。

これらは個別の話ではない。世界の貯蓄が米国債に向かう旧来のモデルは後退している。債券投資家は、分散投資のために自国に回帰し、債務者が自ら発行した債券を購入している。タームプレミアムは政治的変数となり、構造的に高水準になる。

中央銀行の見通し

FRB



アムンディは、当面、FRBは緩やかな利上げサイクルを実施、その後、2027年に一時停止すると予想している。

ECB



欧州中央銀行は、年内、さらに50bpsの利上げを行う可能性が高い。その後、エネルギー関連のインフレ圧力が緩和すれば、2027年第2四半期または第3四半期から1回か2回の利下げが行われる可能性がある。

イングランド銀行



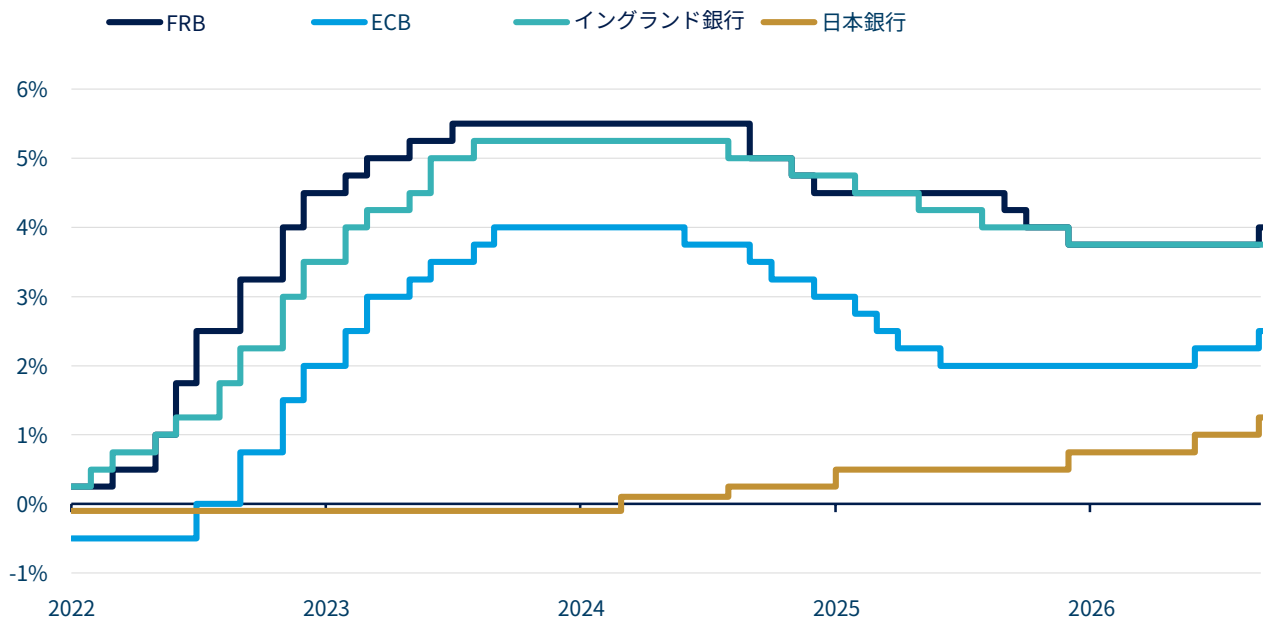
イングランド銀行は、年内に、さらなる利上げを行うリスクが高まると見ている。また、Bイングランド銀行は、より緩やかで予想可能な量的引き締めのパースを追求すると予想している。

日本銀行



インフレ率が目標に近づき、政策金利がターミナル・レート約2%に近づく中、日本銀行は金融政策の正常化を続けると予想している。

中央銀行の信頼度が試されている;日本銀行のレジーム・シフト



出典:2026年9月23日時点のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。現在の金利は目標レンジの上限。ECBでは預金ファシリティ。

為替

米ドル弱気論は金融政策の問題に直面

重要ポイント

9月のFRBの利上げによって、現時点では米ドルの広範な脆弱化の可能性は低下している。ただし、この可能性は、アムンディが予想しているように、FRBの引き締めが、市場予想よりも、緩やかになれば、再び上昇しよう。アムンディの見通しにおける最大のリスクは、引き締めの本格化だ。

アムンディの米ドルに対する構造的な懸念は、米国財政の持続可能性、資本価格、そして米国以外の資産への投資機会と、これらの相互作用に基づいており、準備通貨としての地位の喪失ではない。準備通貨のデータには米ドルからのシフトの証拠はほとんど見られない。

キャリーは、依然、魅力的であり、ボラティリティは抑えられている。豪ドルとノルウェー・クローネはG10の中で選好する通貨であり、一部の高利回り新興国市場通貨も投資機会を提供している。

これまで、2026年には、高いバリュエーションとFRBの金融緩和、そして悪化する財政状況下での資金調達コストの抑制にますます注力する政権が予想され、これらの状況が相まって、米ドルも徐々に正常化すると予想されている。

しかし、9月のFRBの利上げで、その見方のタイミングに異議が唱えられた。イールドカーブがフラット化するにつれ、この利上げサイクルのターミナル・レートの水準の不確実性が高まり、全体的に、米ドルの脆弱化の可能性は後退しつつあるようだ。短期的には、アウトライトでの米ドルの弱さよりも、キャリーでの価値と相対価値の方が重要となっている。広範な米ドルの下落が再び続けば、インフレが再燃し、最終的にはFRBの金融政策が先に転換する必要性が高まろう。アムンディは、FRBの利上げは、現在の市場見通しを下回ると予想しているため、ドルの再上昇は限定的であり、最終的に米ドルは、再び、脆弱化すると予想している。

重要な分かれ目はFRBであり、その判断は米ドルだけに留まらない。

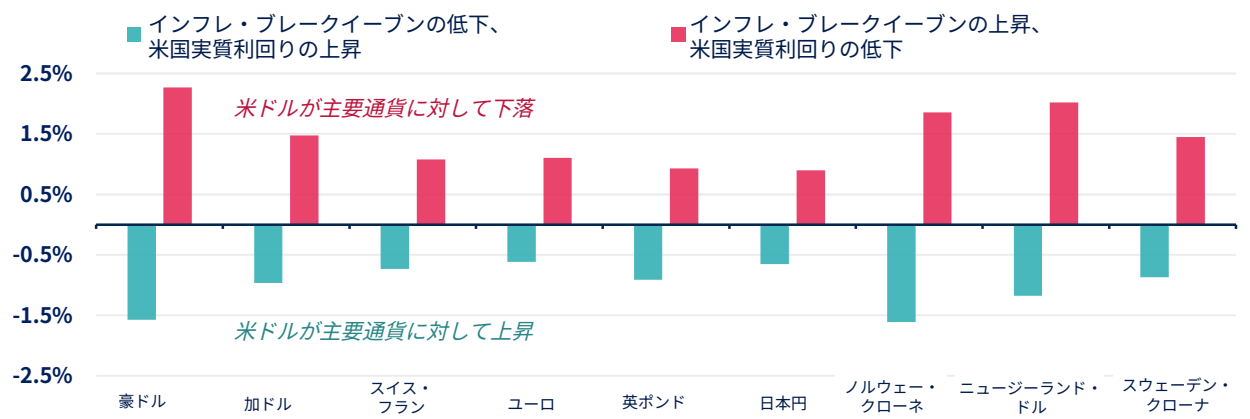
FRBのリーダーシップ交代により、その反応関数の不確実性が増大し、市場の見通しは、利下げから利上げへと急速に変化した。ジャクソンホール以降のウォーシュ議長の発言は、FRBの物価安定へのコミットメントと、PCEインフレ率を2%近くに確実に引き戻す必要性を強調している。しかし、歴史は不都合なテール・リスクも示唆している。つまり、インフレが現在の水準付近から再上昇した場合、1年間に約150~200ベースポイントの引き締めが行われることは珍しくないということだ。これが今日の米ドル脆弱化の見通しが直面する中核的なリスクだ。ウォーシュ議長の声明を踏まえると、市場がこのような方向性を価格に織り込むには、インフレのさらなる上昇が必要となろうが、もし、そうなれば米ドルにとって支援材料となる。

これまでのところ、市場における価格の見直しは驚くほど穏やかだ。金利のボラティリティは低く、想定される政策金利の上昇が、リスクセンチメントの大幅な悪化や為替のボラティリティの上昇に繋がらない程度であることを説明している。しかし、FRBが、最終的にどこで金利を落ち着かせるつもりか(およびそのターミナル・レートに関する価格発見プロセス)に関する新たな不確実性は、この状況を急速に変える可能性がある。したがって、主なリスクは、1回か2回の軽めの追加利上げではなく、ウォーシュ議長が本格的な引き締めサイクルを追求する必要性が高まる材料が出てくることだ。インフレが改善しなければ、このリスクは、確実に織り込まれる可能性が高い。

したがって、9月の利上げと、その後のさらなる引き締めは、現時点では、広範なドルの脆弱化の可能性を低下させることになる。重要な問いは、調整が続くかどうかから、その可能性が再上昇するために必要なものへと移っている。世界的な高エネルギー・高金利の状況と、ヨーロッパの政治状況の悪化(2025年にはユーロは財政拡大、欧州統合強化、より強力な政策対応の期待から恩恵を受けたが、今後の選挙サイクルによりこれらの傾向が遅れるリスクが高まる)を考えると、実質的な脆弱性は、結局、米ドルの自身の機能に依存する。

米ドルにとって最良の景気サイクルの条件は、インフレ懸念が低下し、米国の実質利回りが上昇するときには起き、最悪の状況は、FRBがインフレを放置し、実質利回りが低下したときに起きる。

対ドル月次平均リターン

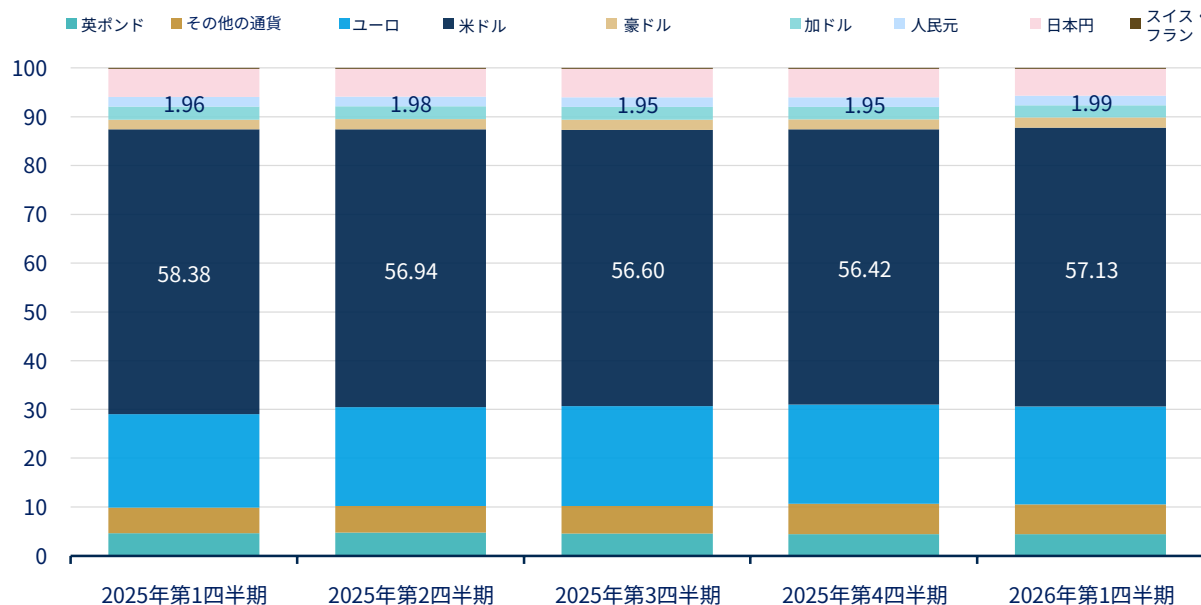


出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。2026年9月1日時点のデータ。

アムンディの米ドルの見通しには、米ドル離れはほとんど影響していない。米ドルの価値に関する中期的な疑問が消えたわけではないが、米ドルの役割は、依然、残っている。

米ドルに対する構造的な疑問と、米ドル離れの見通しを混同してはならない。最新のIMFのCOFERデータには、ドルからの急激なシフトを示す証拠はほとんど見られない(下のグラフ参照)。世界の外貨準備に占める米ドルのシェアは、2025年第4四半期の56.42%から、2026年第1四半期には57.13%に上昇した。上昇分の半分以上は為替レート評価の影響によるもので、アクティブな準備配分の変更ではないが、根底にあるメッセージは、通貨の国際的役割における驚くほどの安定性だ。中央銀行は分散投資を進めているが、最も明確な限界的な代替手段は他の法定通貨ではなく金だ。準備運用担当者が米ドルをユーロ、円、人民元に置き換え、既存の準備制度を実質的に変更するペースで動いているという証拠はほとんどない。これは最新のBISの3年ごとの中央銀行調査とも一致している。

外貨準備の通貨構成(%)



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF COFERデータセットおよび2026年6月30日時点の職員計算

アムンディの見通しでは、米ドルの中期的な課題は、米国の財政持続可能性、資本価格、そして米国外の資産への投資機会と、これらの相互作用にある。米国は急速に増加する利息負担、非常に大きな借り換えの必要性、そして継続的に消化しなければならない政府債務の増加に直面している。関連するリスクは、財政計算が、インフレ、規制、それに縛られるバランスシート等のメカニズムを通じて、最終的に何らかの金融抑制圧力を生み出し、政府の実質的な資金調達コストを制限するかどうかだ。そのようなレジーム下では、通貨は緩衝材になると同時に均衡のメカニズムともなり得る。米ドルが弱くなると、外国投資家の本国通貨ベースでの資産還流価格が下がることで、米国資産の潜在的なリターンが上がり、最終的には米国への世界資本の流れを維持するための調整の一部となる可能性がある。

これが、9月の利上げ後もFRBが重要な変数であり続ける理由だ。もし、ウォーシュ議長が、伝統的な手法を継続し、強靱な名目成長によって抑制的な政策が維持できるのであれば、中期的な逆風が強まっても、景気循環的な追い風が米ドルを支える可能性が高い。しかし一方で、政策目標を超えるインフレ率、強靱な名目成長率、そしてますます難しくなる公的債務の勘定を、従来のテイラー・ルールの枠組みが示すものに比べて、実質資金調達コストを抑制することで調和させようとするれば、米ドルの構造調整は再び起きる可能性がある。

キャリーは依然として魅力的だが、資金調達通貨の選別がこれまで以上に重要となる。

世界の経済成長は、引き続き、比較的強靱で、コモディティ価格は高く、各資産、特に金利や通貨のボラティリティは抑制されている。これらは通常、キャリーにとって有利な条件だ。

もし、9月がFRB本格的な利上げサイクルの始まりであり、市場がその規模を過小評価しているなら、キャリーが、広範なボラティリティショックに対して提供できる分散投資効果は最終的には限られる。一方、9月が本格的なFRBの利上げサイクルの始まりでなく、市場がその規模に驚かなければ、キャリー戦略が機能する正当な理由は、引き続き存在する。豪ドルとノルウェー・クローネは、引き続き、G10の中でもハイパータの代表として、バリュエーションやキャリーが魅力的な高利回りの新興国市場通貨とともに選好されている。しかし、通貨構成はキャリー自体と同じくらい重要だ。リスクの上昇は、米ドルや日本円よりも、低利回りの欧州通貨(スウェーデン・クローナ、ユーロ、スイス・フラン)がファンディング上、選好されることを示唆している。

日本円には特に注意が必要だ。

日本銀行は、さらなる正常化へのシグナルを発信し、より信頼度を増し、日本国債の利回りの上昇は国内債券の相対的な魅力を高めている。しかし、引き締めサイクルは他の中央銀行と比べて、依然、軽くなる可能性が高いため、円を従来の信頼度の高い通貨として長期的に扱う理由は限定的だ。むしろ、円は伝統的なファンディング通貨の中で最も魅力的でないものに見え始めている。ただし、資本の還流、国内利回りの改善、そして過剰な価値下落に対する当局の抵抗姿勢により、リスクバランスは徐々に上方に傾いてきている。

通常はボラティリティの急上昇や世界経済成長の脆弱化、そして市場の想定を大きく超える日本銀行の引き締めを伴う円の急激な上昇は、警戒すべき重要なリスクとなろう。しかし、アムンディのメイン・シナリオは、より緩やかな調整に留めている。そして、その調整が、頑強な経常収支にも関わらず、通貨が歴史的に安いアジアの通貨にも広がれば、最終的には構造的に米ドルの調整が再び現れる別のチャネルとなる可能性がある。

AII* Contributors

Alessia Berardi
Head of Global Macroeconomics & Emerging Markets Strategy, AII*

Federico Cesarini
Head of DM Equity, FX and Digital Assets, AII*

Chief Editors

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute

Vincent Mortier
Group CIO

Editors

Claudia Bertino
Head of Amundi Investment Insights and Publishing, AII*

Laura Fiorot
Head of Investment Insights & Client Division, AII*

Deputy Editor

Cy Crosby Tremmel
Investment Insights, AII*

Design Editor

Chiara Benetti
Digital Art Director and Senior Designer, AII*

Alice Girondeau
Junior Digital Publishing Specialist, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 28 September 2026. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 29 September 2026.
Document ID: 5969800

Amundi Investment Institute

In an increasingly complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella: the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on



[Visit the Research Center](#)

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号

加入協会： 一般社団法人 資産運用業協会

日本証券業協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会