

ジャクソンホールで示された「より静かなFRB」

主任研究員 松尾 朋紀

8月27～29日に米国で開催された「ジャクソンホール会議」は、各国の中央銀行関係者や研究者が政策課題を議論する、カンザスシティ連邦準備銀行主催の年次経済政策シンポジウムである。今年には「Financial Innovation: Implications for Payments and Policy」をテーマに、就任100日目を迎えた米連邦準備制度理事会（FRB）のケビン・ウォーシュ議長が基調講演を行った。同講演は、今後の米連邦公開市場委員会（FOMC）と新議長の政策哲学を占う場として注目された。

フォワードガイダンスは見直し、現状は底堅い需要・雇用の下でインフレ高止まりと判断

講演が示したのは、フォワードガイダンスへの考え方と、足元の政策判断の二点だった。前者についてウォーシュ議長は、それが導入された世界金融危機時には不可欠だったと評価した。その政策効果は、利下げにより政策金利が実効的な下限（ゼロ近傍）に達しても、低金利を長期に維持するコミットメントを通じ金利の上昇予想を抑えられ、景気刺激的な金融環境が維持できる点にある。反面、平時に政策経路を示すことは、市場参加者の情報更新を遅らせるという弊害も指摘される。

ウォーシュ議長はこの情報の内生性を、バーナンキ元FRB議長が使った「鏡の間」という表現で強調した。市場がFRBの行動を予想して価格を形成し、FRBがその価格を政策決定の際の情報としてしまうことは、FRBの方針が市場に反射する形で自らの決定を歪める恐れにつながるという趣旨だ。経済条件に変化があっても、過去の発信との整合性や政策変更の手順に縛られてしまうため、必要な対応が後手に回るという問題である。この点についてウォーシュ議長は、将来の政策運営を事実上約束するような発信は、平時にはかえって市場や経済を誤った方向へ導く恐れがあると述べた。実例として、2021年の強いガイダンスがインフレへの対応を遅らせた可能性にも言及した。

もっとも、目指すのは単なる情報発信の縮小ではない。講演は2%目標、データのトレンド、短期金利中心という判断原則を示し、目的を絞って情報発信する「より静かなFRB」を掲げた。価格決定は市場が持つ本来の機能に任せるべきで、FRBが長期にわたり資産価格の「価格決定者」になるべきではないとしてきたウォーシュ議長の従来の立場ともつながる。市場価格から自らの予告による影響を取り除いたうえで、そこから民間の成長・物価見通しや信用需給を読み取ろうとする発想だ。また、金融政策のツールは原則として短期金利であり、非伝統的政策（量的緩和など）の利用は危機時を除いて抑制すべき（そして現在の米経済は危機の状態にない）という認識がうかがえる。

では、その短期金利をどう運営するのか。ウォーシュ議長は、足元の米国経済について、設備・無形資産投資、企業利益、個人消費は堅調で、信用スプレッドや銀行融資基準にも引締め感はなく、労働市場も完全雇用と整合的だと評価した。他方、個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は前年比3.7%、6か月年率4.1%で、値上がり品目の広がりもなお大きいと指摘。ここから、FRBのデュアル・マンデート（物価の安定と雇用の最大化）のうち、目標からより乖離しているのは物価であり、政策対応も物価安定を優先すべきという姿勢が伺える。ウォーシュ議長も、基調的インフレが2%へ明瞭かつ十分な速度で向かわなければ、追加対応（利上げ）が必要になると示唆した。

直近では利上げの可能性が高まる。今後は情報発信やバランスシート政策にも注目

これは次回利上げの確約ではない。それでも市場はタカ派的に受け止め、次回（9月）FOMCにおける利上げ予想は強まった（先物市場では利上げ予想が講演前後で約1/3から半数以上に）。

一方、ウォーシュ議長の方針は、将来の政策を約束して中央銀行自身を拘束しかねない情報発信は平時には避け、政策判断の原則とその時点の経済評価を伝える旧来型のコミュニケーションに回帰するものと解釈できる。この下で市場参加者は、各々が独自に行う分析をもとに行動、その見通しを市場価格に反映させると同時に、FRBの現状評価と政策判断の対応を観察することになる。もっとも、FRBが自らの政策判断の背景などを十分説明できない場合、同じデータの政策含意をめぐって市場参加者間で解釈のばらつきが大きくなり得るうえ、FOMC参加者の発言によって市場の金利予想が必要以上に振れる可能性もある点には注意が必要だ。

また、今回の講演での明言はなかったものの、世界金融危機以降に米連銀（FED）のバランスシートに積みあがった長期国債やMBS（不動産担保証券）は依然として巨額で、これがウォーシュ議長が平時には抑制的であるべきとする「非伝統的政策」であることも明白だ。しかし、資産圧縮のスピードを速めることは現在抑制されているタームプレミアム（期間リスクに応じた上載せ金利）を急拡大させ、全般的な金利上昇を招くリスクをはらむ。政策金利と保有資産縮小をどう組み合わせ、FRBが「より静か」に振る舞うかも検証点となるだろう。

(執筆者プロフィール)

松尾 朋紀 (Tomoki Matsuo)

matsuo-tomoki@marubeni.com

主任研究員

研究分野：マクロ経済、経済予測、マクロ経済モデル

内外経済の景気動向に関する調査・分析、および経済予測業務に従事し、2026年4月から現職。2022年度から23年度法政大学「マクロ経済学A、B」兼任講師。2019年、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。