



ジャクソンホール会議:FRB の信頼は揺るがず

ウォーシュ議長はインフレ抑制への信頼を高めたが、政策面でのサプライズは限定的

本稿は 2026 年 9 月 1 日発行の英語レポート「Jackson Hole: Fed credibility intact」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

ジャクソンホール会議で、FRB(連邦準備制度理事会)のケビン・ウォーシュ新議長は、既存の市場予想を覆すことなく概ね追認した。同議長は、インフレが政策運営上の主要な制約要因であることに変わりはないとのメッセージを強める一方、政策枠組みの大幅な転換を示す材料はほとんど示さなかった。米国債市場はこの講演を、「高金利の長期化」見通しを強めるものと受け止めた。

フィンク直美／チーフ・グローバル・ストラテジスト兼チーフ・エコノミスト

2026 年 9 月 4 日

8 月 28 日に経済政策シンポジウム「ジャクソンホール会議」で行われたウォーシュ FRB 議長の講演は、大きな注目を集めた。この会議は一般的にリサーチ・シンポジウムと主要中央銀行の情報発信イベントの中間に位置付けられているが、今回の講演は新しい FRB 議長の下での市場コミュニケーションに対する期待を方向付ける役割を果たした。一方で、広く認識されている通り、FRB の政策は議長が単独で決定しているわけではなく、FOMC(連邦公開市場委員会)全体での調整と対話も必要となる。

市場の関心を集めているこれら 2 つの焦点を整合させるべく、当社では通常とはやや異なる観点から講演内容を分析した。具体的には、ジャクソンホール会議前の市場の想定を調整した上で、講演に含まれていた真に新しく明確で FRB を代表している情報の範囲に限って想定を更新するベイズ推定モデルを構築した。

7 つの事前想定:市場が予想していたこと

市場が重視しているとされた 7 つの潜在的特性に関し、(ブルームバーグのニュースおよびデータを使用して)市場予想に基づく想定を設定し、これらを講演内容に照らして更新するガイドラインを構築した。次に、各特性の事前の平均値と分散係数を調整(後述の「補足」参照)した。

この枠組みに基づく、市場における 7 つの主な事前予想は以下の通りとなる。

- 1.インフレの重視度:**インフレが引き続き FRB にとって主要な政策制約要因であるとのかなり強い前提を分析の起点とした。この前提は、ウォーシュ議長が 2%のインフレ目標を再確認し根強いインフレへの懸念を示すだろうとの講演前の予想と整合している。講演前の 10 年のブレイクイーブン・インフレ率は約 2.33%で、インフレ期待が FRB の目標を上回りながらも不安定化することなく落ち着いていることを示していた。



ジャクソンホール会議:FRBの信頼は揺るがず

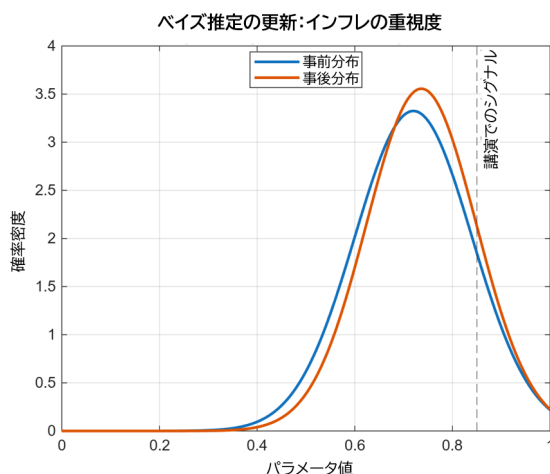
2. **雇用への感応度**:ここでは、市場の前提を中立により近く据えた。最近の雇用統計の低迷を受けて雇用リスクの重要性は増したが、現行金利が十分に引き締めの水準と言えるかどうかについては政策当局者の見解が分かれていた。FRB がその 2 つの責務において相対的なバランスをどう取るかは、ジャクソンホール会議を迎える時点でも未解決の問題であった。
3. **生産性に対する見方**:この前提は、市場がウォーシュ議長を AI(人工知能)および生産性に対してポジティブな見方を持つ人物と捉えているとの想定をベースにした。ただし、広めの標準偏差は、生産性がどの程度加速するか、そしてより重要な点として、供給サイドを重視するウォーシュ議長個人の見方が政策に影響するほど FOMC メンバー間で共有されているのかどうかについて、不確実性が強いことを映している。講演前のブルームバーグの論評では、AI と生産性が講演で取り上げられると予想されていた。
4. **フォワードガイダンスの縮小**:これは意図的に最も強くばらつきの小さい前定とした。ウォーシュ議長がフォワードガイダンスの縮小を望んでいることは既によく知られており、単にそれを再度述べるだけではベイズ推定的な意味でのサプライズは生じない。
5. **バランスシートの縮小**:市場では、ウォーシュ議長が FRB のバランスシートの規模縮小を支持するとの前提が比較的強かった。ただし、議長の個人的な志向と FOMC による実際の政策実行は別物であることから、確信度はフォワードガイダンスの縮小ほどは高くなかった。
6. **政策メッセージの整合性**:これは意図的に最も弱い前提の 1 つとした。ウォーシュ議長の個人的な志向については相当程度知られているが、そうした考えが FOMC の実質的な反応関数を表しているかについては情報が少ない。したがって、ジャクソンホール会議はこの点に関する情報を得る機会となった。
7. **委員会運営/テクノクラートの整合性**:これは最も中立的な前提であり、付随する不確実性も最も大きかった。パウエル前 FRB 議長の場合、同議長がスタッフの分析と FOMC の志向とを統合するのか(テクノクラートの整合性)、それとも自身の確信をより重視するのかについて、市場は時間をかけて観察を重ねてきた。なお、1 回の講演だけで FRB 議長の委員会運営スタイルを確実に見極めることはできないため、当該モデルではこのパラメータに追加的なノイズ・ペナルティを科している。

判明したこと:インフレをさらに重視、バランスシートは重要性後退

今や講演がすでに行われたことから、当社の枠組みにより市場予想と講演で示された内容との隔たりおよび一致部分を可視化することができ、その結果を以下にまとめた。

1. インフレへの確信は強まったが、その程度は限定的

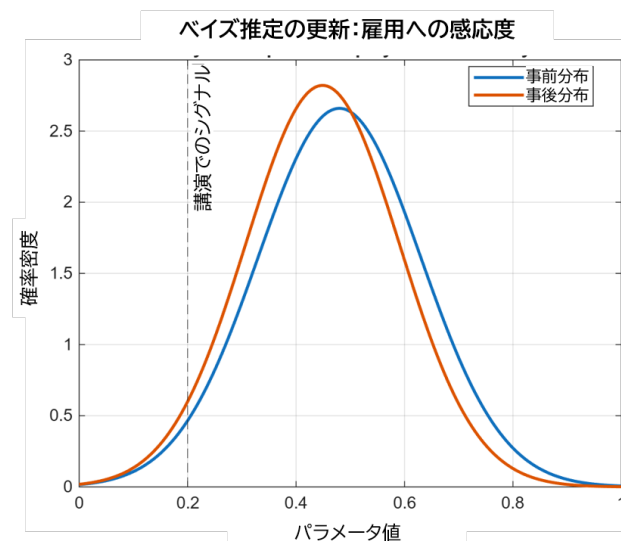
インフレを重視する姿勢は強まり、表現に窺える確信度も強まった。講演は明らかにタカ派的であったが、(ウォーシュ議長固有の語調や構成であることに変わりはないものの)概ねこの前提を再確認する程度にとどまった。しかし、他の要因の相対的な重要性が引き下げられた結果、政策焦点としてのインフレのポジションがより鮮明になった。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

2. 雇用への感応度は低下

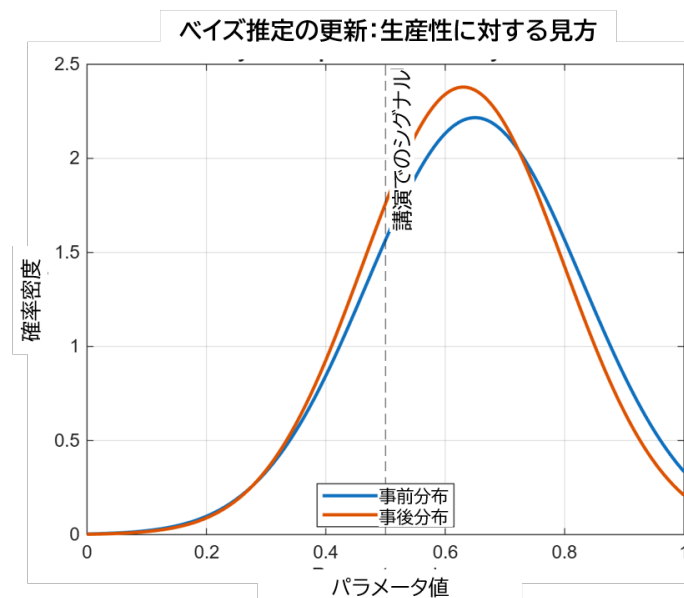
ウォーシュ議長は労働市場の好調さを強調し、一部の採用統計の軟化を人口動態で部分的に説明する一方、賃金上昇の鈍化をデスインフレのシグナルとしてさほど重視することはなかった。実務上の政策制約要因として雇用よりもインフレを優先することを明確にした点は目新しかったが、特に労働市場と賃金をめぐって FOMC メンバー間の見方が分かれていることを踏まえると、当該シグナルは他のシグナルよりも依然ノイズが大きいと言える。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

3. 生産性への楽観的見方はやや後退

イノベーション(革新)がジャクソンホール会議の中心テーマであったことを考えると、ウォーシュ議長が生産性に対する楽観的見方をあらためて示すとの市場予想はやや裏切られた。また同議長は、AI が変革をもたらす可能性を認めながらも、生産性向上の効果を既定事実としてではなく、まだ答えの出ていない問題として位置付けた¹。

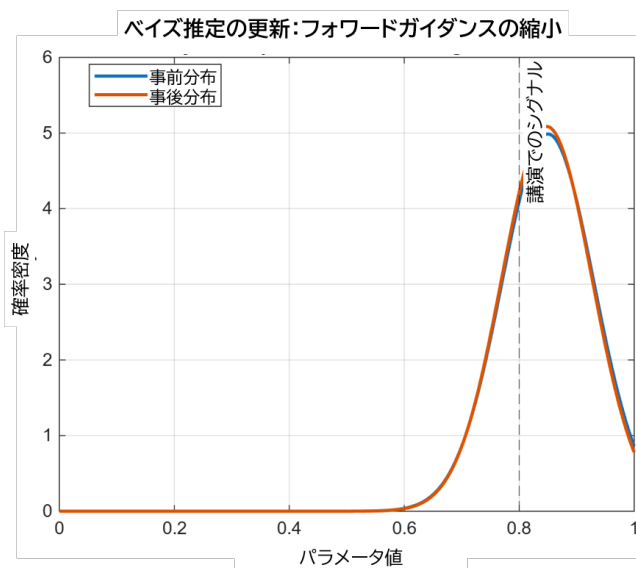


出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

¹これはイノベーションのスーパーサイクルに関する当社自身の分析とも一致(レポート「[米国市場で集中が進むなか、日本市場はより分散された構成を維持](#)」の「図1:イノベーション・サイクルにおける全要素生産性の推移のイメージ」参照)。

4. フォワードガイダンス:概ね確認にとどまる

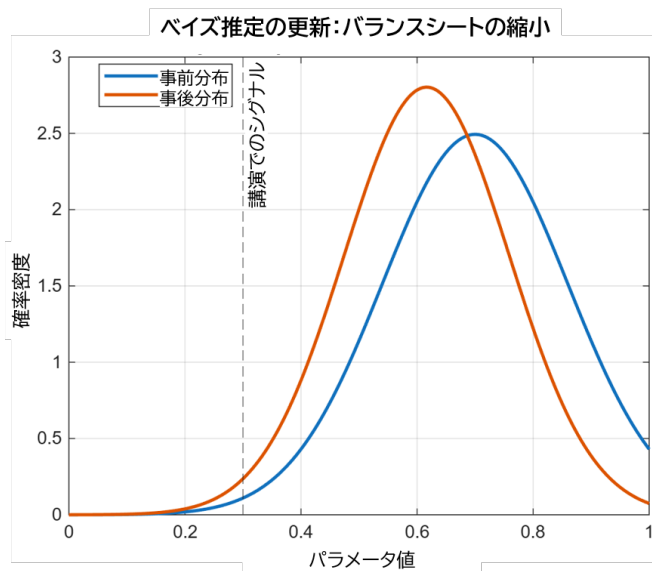
ウォーシュ議長がフォワードガイダンス縮小を個人的に志向していることを再度示す一方、FRBの反応関数について市場に伝える新たな方法については特に示さなかったため、事後分布は事前分布からほとんど変化せず、両者はほぼ完全に重なっている。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

5. バランスシート:言及なし

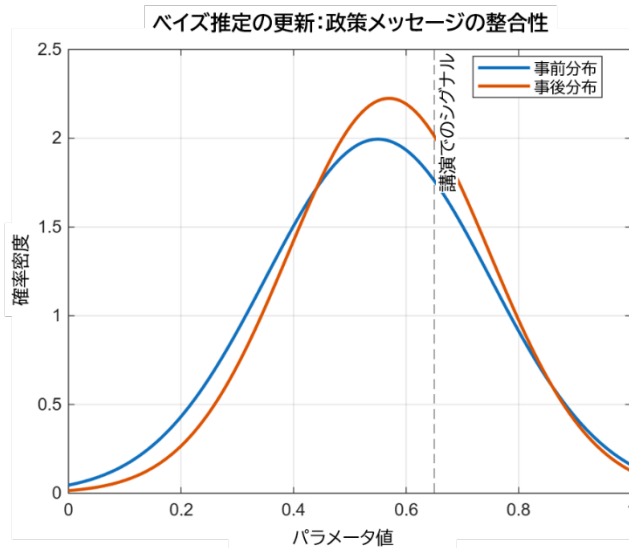
当社モデルによると、最も大きな情報をもたらしたのは、FRBのバランスシート縮小に関する積極的な言及が目立って欠如していたことだ。講演内容はバランスシートに関する前定を予想されていたほど裏付けることはなかった。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

6. 政策メッセージの整合性:高まるとともにややタカ派化

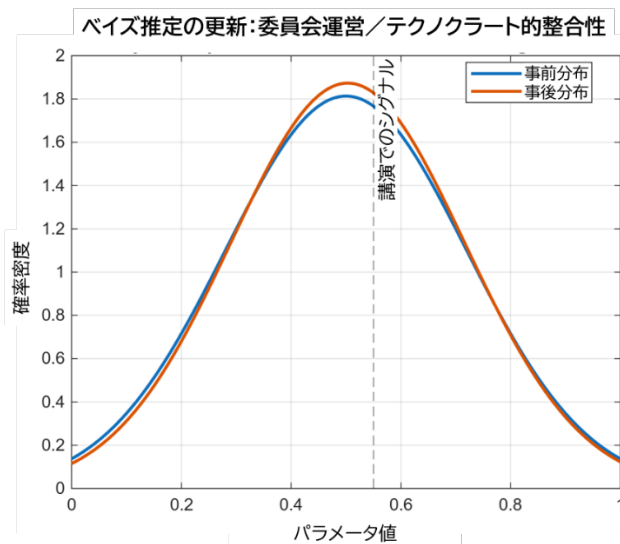
今回の講演により、ウォーシュ議長は FOMC のタカ派寄りのメンバーに幾分近づく格好となったが、FOMC として新たなコンセンサスが確立されたわけではない。したがって、事後分布はやや上方移動するとともに幅が狭まった。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

7. 委員会運営スタイル:判断するには時期尚早

ウォーシュ議長の下での FOMC 運営スタイルは、依然まだわからない。これは信認が失われたためではなく、1回の講演だけではウォーシュ議長が(パウエル前議長のように)テクノクラートとして委員会の見解を統合するのか、それとも個人的な確信に基づいて行動する議長となるのか判断できないためだ。市場がこの点に関する予想を完成させるには追加のデータが必要であり、答えは時間が経たないとわからない。



出所:アモーヴァ・アセットマネジメント

債券市場の反応:インフレ抑制への信頼は揺るがず「高金利の長期化」見通し

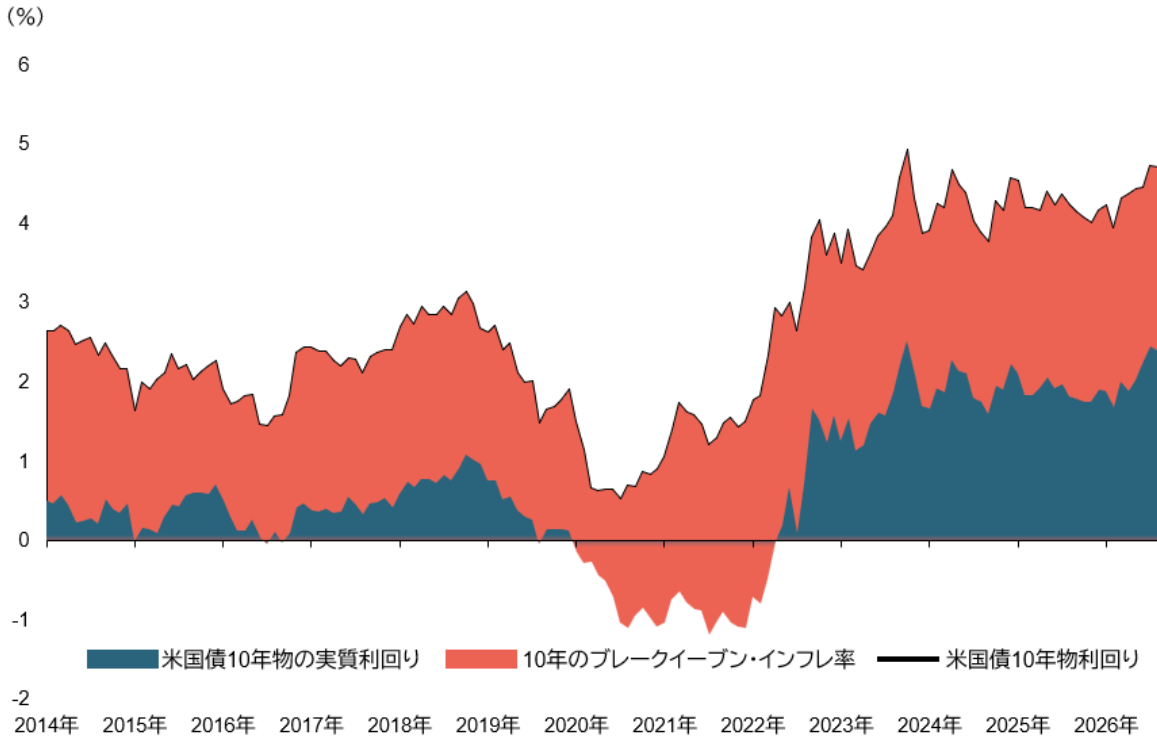
ウォーシュ議長の講演を反映した当社モデルの更新を再確認するため、分析に市場による検証のレイヤーを加えた。まず米国債イールドカーブを調べたところ、短期ゾーンが大幅な調整を見せると同時に米ドル指数が上昇しており、当面の利上げの確率の高まりを織り込んでいることがあらためて確認された。一方、米国債 10 年物の利回りの上昇は小幅にとどまり、30 年物の利回りはわずかながら低下した。つまり、いわゆる「ツイスト・フラット化」が起こっており、イールドカーブの長期ゾーンにおけるタームプレミアム(債券の残存期間の長さに伴う上乗せ利回り)が縮小している。

ジャクソンホール会議:FRBの信頼は揺るがず

また、同レイヤーでは、米国債 10 年物の利回りをニューヨーク連銀の ACM モデル²のリスク中立利回り／金利予想と ACM タームプレミアムに分解するとともに、実質利回りと 10 年のブレイクイーブン・インフレ率にも分解した。

この分析から考えられるのは、第一に、長期金利の動きは実質金利における「高金利の長期化」シナリオを示している可能性があることだ。注目すべき点として、名目利回りが 4.7%を超えるなかでブレイクイーブン・インフレ率は 2.3%程度に収まっており、名目利回りの半分強が実質利回りで占められている。これは、インフレ期待が秩序なく上昇するシナリオを市場が織り込んでおらず、インフレ抑制への信頼が維持されていることを示している。

チャート 1:米国債 10 年物利回りの内訳



出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

第二に、ACM 分解はタームプレミアムが抑制されていることを示している。将来予想される短期金利の方向性を表すリスク中立利回りは、米国債 10 年物の利回りにおいて、(デデュレーションおよび金利リスクを負担する対価として投資家が求める追加リターンである)ACM タームプレミアムよりもはるかに大きな部分を占めている。これは、市場が米国債 10 年物の利回りを左右する主材料として捉えているのが信頼性へのプレミアムではなく「高金利の長期化」である、との解釈を裏付けている。ただし、タームプレミアムにはインフレ抑制への信頼だけでなく需給や不確実性、リスク選好度、財政リスクに関するシグナルも含まれ得るため、FRB のインフレ対応への信頼性を示す指標とは一概には言えない。

補足:市場予想のアップデート

以下では、当社モデルの概要、基準となる事前分布の定義、および更新後の事後分布を示す。

潜在特性は 7 つあり、それぞれが点予測ではなく分布を表している。各特性について、モデルでは、市場の中心的な見方を正規化した 0~1 の尺度で表す事前平均と、その見方をめぐる不確実性を表す事前標準偏差を設定した。平均値が高いことは、必ずしも確信度が高いことを示すわけではない。下にウォーシュ FRB 議長の講演後に更新した事後平均と標準偏差を示すので、平均とばらつきを併せてご考察いただきたい。

² モデル名の ACM は、ニューヨーク連銀のターム構造モデルを考案したエイドリアン氏、クランプ氏、モエク氏に由来。

この分析で最も有用な部分として、イベント後に得られた情報(事後分布)を用いて事前の調整値を更新し、次の3つの分類に基づいて市場予想を更新した。

1. クラス 1:FRB 議長個人のみ

ウォーシュ固有の見方や志向であり、FOMC に関する判断材料としては大きく割り引いて扱う必要がある(例:フォワードガイダンス縮小志向)。

2. クラス 2:FOMC と整合

FOMC の声明や議事録、スタッフ分析、政策当局としての全体的な情報発信と整合する見解で、中程度の情報価値を持つクラスとして扱った(例:FOMC からの情報発信ですでに示されているインフレ・労働市場のバランス状況の再確認)。

3. クラス 3:FOMC からの新たな情報

明らかに FOMC に帰属する、あるいは同委員会の情報発信によって強く裏付けられた、新たな状況依存型の政策原則。このクラスでは、一定のノイズを許容しつつ、最も高い潜在的ウェイトを付与した(例:インフレの改善が滞った場合には利上げを実施するという FOMC の明らかな意向)。

モデルが示す市場が新たに知ったこと

パラメータ	事前分布	事後分布	平均値の変化	標準偏差の縮小	解釈
インフレの重視度	0.720	0.736	+0.016	6.5%	インフレの重視度は強まったが、大きなサプライズではない。
雇用への感応度	0.480	0.449	-0.031	5.7%	前提が示唆していたほど、労働市場の軟化を重視する意向ではない。
生産性に対する見方	0.650	0.630	-0.020	6.8%	AI の重視度は、生産性ブームを既定事実として支持するものではなかった。
フォワードガイダンスの縮小	0.850	0.848	-0.002	1.9%	ウォーシュ議長の志向としてすでに知られており、新たな情報はほとんどない。
バランスシートの縮小	0.700	0.617	-0.083	11.0%	最大のサプライズであり、積極的なバランスシート縮小方針は予想されていたほど示されなかった。
政策メッセージの整合性	0.550	0.570	+0.020	10.3%	FOMC のタカ派的な見方との整合性はやや高まったが、コンセンサスはなお不明。
委員会運営/テクノクラットの整合性	0.500	0.503	+0.003	3.2%	1 回の講演だけでは、委員会運営スタイルを推測する証拠としては不十分。

出所:Macrobond の情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。

