2026.6.25

ウォーシュ FRB 議長がめざす金融政策運営
～5 つのタスクフォースから読み解く FRB 改革の方向性～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **ウォーシュ FRB 議長が、FRB のコミュニケーション等、5 分野についてタスクフォースを設置すると発表した。これは個別論点の検証作業ではなく、FRB の政策思想の抜本的見直しと位置づけられる**
- **各タスクフォースで議論するのは独立したテーマではない。根底には、「中央銀行は経済を細かく誘導する万能機関ではない」というウォーシュ氏の思想が一貫して存在している**
- **「ウォーシュの FRB」の金融政策の反応関数を市場がスムースに理解することができるかどうかが大きな関門に。齟齬が生じれば市場が不安定化し、金融政策の有効性も損なわれる恐れ**

１．5 つのタスクフォースを設置

6 月 17 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見において、米連邦準備制度理事会（FRB）のウォーシュ議長は、①FRB のコミュニケーション、②バランスシート、③既存データソースの利用と依存のあり方、④変革の時代における生産性と雇用、⑤インフレの枠組み、の 5 分野についてタスクフォースを設置すると発表した。秋までには一部の成果が得られ、年末までには作業を完了するとしている。

一見すると個別論点の検証作業に見えるが、これは過去 30 年、とりわけ金融危機後に改革が進んだ FRB の政策思想の抜本的見直しである。ウォーシュ氏は長年にわたり、量的緩和（QE）、フォワードガイダンス、ドットチャート、平均インフレ目標（AIT）など、FRB の金融政策運営手法に批判的な目を向けてきた。今回のタスクフォースは、パウエル体制まで続いてきた「透明性重視・市場との対話重視・市場の期待形成への積極的な関わり」という路線から、「不確実性の受容・市場の自律性重視・より消極的な期待形成への関わり」への転換を模索する試みと考えられる。平たく言えば「大きな FRB」から「小さな FRB」への転換である。

２．コミュニケーション改革－「話しすぎる FRB」からの脱却

FRB のコミュニケーションのあり方は、ウォーシュ氏の政策思想に直接かかわる分野であり、5 つのタスクフォースの第 1 に挙げられていることからも、氏が最も重視する分野ではないかと考えられる。

FRB は現在、FOMC 声明文、SEP（経済見通し）、ドットチャート、記者会見、議事要旨、議会証言、地区連銀総裁による講演等々、きわめて多くの情報発信機会を有している。こうした路線の一般的な評価は、FRB の行動の予見可能性を高め、金融市場の安定性や金融政策の有効性向上に寄与したというものであろう。しかし、ウォーシュ氏は従来から、中央銀行が市場に対し、「過度に」将来の政策経路を示すことに懐疑的であった。将来は

本質的に不確実であり、中央銀行は自分達が将来を正確に知っているかのように振舞うべきではないという考えが根底にある。より問題視しているのが、「市場が経済指標ではなく FRB の発言を追うようになった」という点である。本来、市場参加者は景気や物価の現状や先行きを分析し、その結果として政策金利を予想するべきである。しかし現実には、ドットチャートの中央値や、その分布からはじき出される次回の利下げ確率のような指標ばかりが注目される。決して政策方針ではなく、あくまで予想であり、景気や物価の動向次第でいくらでも変わりうるにもかかわらず、である。ウォーシュ氏はこうした傾向を、金融市場の価格発見機能の弱体化と捉えている。また、金融市場が FRB の方ばかり向いて行動し、FRB がそうした市場の動きを眺めながら金融政策を運営するのであれば、FRB は結局「自分の尾を追う犬」に陥ってしまう。従って今後は市場に対し、より自律した分析と行動を促す方針である。

すでに改革は動き出している。6 月の FOMC における声明文の単語数は、4 月から半分以下に削減された。なかでも、フォワードガイダンスがさっそく削除された点は注目される。フォワードガイダンスとは、将来の金融政策の方向性について示す文章だが、ウォーシュ氏はあくまでその時々のデータに基づいて判断すべきと考えている。また、たとえ将来の金融政策を約束しても、いざ引き締めが望ましい環境になった時に約束を破るのが中央銀行の最適な行動になるという「時間的非整合性」の問題の克服が難しいことが、コロナ禍の経験で改めて明らかとなった。次回の不況時に同じガイダンスを導入しても、おそらく市場の信認は十分に得られず、中長期の金利押し下げ効果は限定的なものにとどまるだろう。FRB に限らず、フォワードガイダンスの信頼度は下がっているのが現実と見られる。

ウォーシュ氏は、FRB が金融市場の価格形成に積極的にかかわるような取組みはすべて否定的である。例えば、QE によって直接長期金利を引き下げるような試み、多様な資産を買い入れるなど、個別資産配分にかかわる領域に足を踏み込むこと等である。グリーンスパンプット、バーナンキプットと言われるような、市場に株価下支えの期待を持たせることなどもあってはいけないと考えている。

３．コミュニケーション改革の方向性

今後の改革の方向性もある程度予測可能である。ウォーシュ氏は今回、ドットチャートの見通しについて、政策運営にとって必ずしも有用ではないとの見解から提出しなかった。議長が参加を拒否するような手法が続くはずはなく、廃止あるいは大幅な簡素化が避けられない情勢である。

SEP も簡素化が図られることになりそうである。セントルイス連銀のブラード元総裁が、退任後の講演やインタビューで興味深い指摘をしている。例えば予測期間の終点で 2%に達していない物価見通しを提出すると、自分達には目標の達成能力がないことを認めることになるので、2%で出さざるをえないといった点である。2%以外の数字を出そうものなら、FRB のスタッフが「ご説明」に飛んできて、考えられる負の影響、特に議長が公の場で追及されるといった点等をこんこんと説かれるといった逸話もある。

市場からはかねてから、「everyone gets to 2% eventually(結局みんな 2%に戻る)」と揶揄されてきた。パウエル前議長は 25 年 9 月の会見で、「どのような政策なら目標へ戻せるか」を書いているものだと釈明したが、確かにそうした数字を出す意味があるのかという疑問は拭えない。皆 2%と書くなら、それは予測ではなく願望である。中央銀行の予測能力には限界があるとのウォーシュ氏の考えを踏まえれば、3 年後の数字など出す意味がないと考えていても不思議ではない。

また、SEP は「前回との変更点」にのみ関心が向きがちだが、これもフォワードガイダンスやドットチャート同様、市場が自ら指標を分析する機会や能力を奪う結果になりかねない。四半期ごとに改定されることもあって、市場の目はどうしても短期的な情勢変化にばかり向きがちになり、中長期的な構造的問題への関心が薄れる。こうした市場行動を背景に、いつしか FOMC の議論も短期重視に変質するという負の連鎖を生みかねない。

ウォーシュ FRB の新たなコミュニケーションスタイルについて、ボルカー、グリーンスパン時代になぞらえる向きもある。グリーンスパン元議長の任期の前半までは、FOMC 後に金融政策を変更したのかどうかの発表すらなかった。短期市場の動きを見て、「どうやら本日利上げがあったらしい」と分析するのが FED ウォッチャーの主要業務の一つだったのである。グリーンスパン氏自身も意図的なあいまい戦略を企図していた。冗談交じりだが、「もし私の発言が明快に聞こえたなら、あなたは誤解している」という有名な語録がある。1994 年 2 月の FOMC で、はじめて金融政策の変更の有無を発表したときは、そのこと自体が大きなサプライズとして受け止められた。ちなみに政策変更の有無にかかわらず声明文を公表するようになったのが 2000 年、2011 年に記者会見開始、2012 年にドットチャート導入といった経緯をたどっている。

ウォーシュ氏の、明確な約束をしない、将来の政策を固定しない、データ次第で判断するといった点は確かにグリーンスパン氏のスタンスと似ている部分だが、流石に秘密主義に戻るわけではないだろう。ウォーシュ氏もここまでの FRB の透明性の向上への取組みは一定程度評価している。ただ、市場の期待形成の過度な関わりは否定し、市場が自身で考える余地を広げるということである。

こうした改革がうまくいくかどうかは保証の限りではない。市場が FRB の政策反応関数を見失い、いたずらに振れが大きくなる結果、金融政策の波及効果が損なわれるリスクもある。タスクフォースでは、コミュニケーションスタイルが大きく変わるなかでも、市場との円滑な関係を維持するための体制や手法づくりが重要な検討課題になる。

４．バランスシート改革 ― 「大きすぎる FRB」の見直し

第 2 のタスクフォースのテーマは FRB のバランスシート改革である。2008 年の金融危機以前、FRB の総資産は GDP 比で 6%程度だった。これがコロナ禍のピーク時に 38%程度まで拡大した。その後縮小に転じたが、足元では依然として 20%を超える水準にある。ウォーシュ氏はかねてより、量的緩和政策の副作用を指摘してきた。QE は長期金利低下を通じて景気を刺激する効果はあったものの、資産価格の過度な上昇、リスクテイクの助長、財政政策との境界のあいまい化、市場機能の歪みといった副作用をもたらしたという。こうした問題意識はウォーシュ氏に限らず、今となっては日銀含め、多くの主要中央銀行が共有しているところと考えられる。

準備預金は従来無利子で、金融機関にとっては保有することによる機会費用が生じるため、そのままでは中央銀行の B/S の規模拡大には限度がある。しかし、付利制度の開始によって、ある意味いくらでも B/S を拡大させることが可能になった。これは、数々の「非伝統的政策」を展開するための前提条件でもあったが、量的引き締め（QT）を試みるにあたり、付利制度下での B/S の適正規模を見極める必要性が生じている。

FRB の内部では、2019 年 9 月に、QT 下でレポ金利や FF レートが急上昇するという「レポ市場ショック」に見舞われた経緯もあり、これ以上大きく縮小すべきではないとする立場、今より縮小できるが準備預金需要が構造的に増えているため GDP 比で 10%台後半が適当という立場、副作用の重さを考えれば 10%台前半まで縮小が必要とする大きく 3 つの立場がある。ウォーシュ氏は最後の立場で、流動性規制の見直しや、補完的レバレッジ比率の見直し等で準備預金需要を減らすのは可能としている。タスクフォースでは準備預金の需要縮小に向けた手法等も議論されるものと思われる。また、規模だけではなく質、すなわち買い入れる資産の範疇についての議論も行なわれる可能性がある。

５．データソース改革 ― 民間リアルタイムデータの活用

第 3 のタスクフォースはデータソース改革である。FRB は莫大なデータと精緻な経済モデルを駆使しているが、コロナ禍後のインフレ予想には無力であった。ウォーシュ氏は近年、「FRB はデータを見すぎているのではなく、間違った形で見ている」と繰り返し指摘してきた。単なる予測の当たり外れではなく、予測のためのフレーム

ワーク自体の欠陥と捉えているということである。

17 日の会見でもウォーシュ氏は、政府統計の一部は「時代遅れの調査方法」に依拠しており、足元の経済状況と一致していないと述べた。以前から指摘しているが、後から大きく何度も改定される統計が多いという点も問題視している。こうした大きな誤差を含む速報値に金融市場が過剰反応し、FRB まで振り回されるのはおかしいというのが氏の考えである。会見では、民間企業の方が、後から修正されないリアルタイム情報を活用していると述べている。少数の政府統計を唯一の真実として扱うような文化を廃し、民間のリアルタイムデータや AI を大胆に取り入れ、政策判断に用いる情報基盤そのものを現代化する必要性を訴えており、タスクフォースでこうした考えがどのように具体化されるかが注目される。

民間データとして簡単に思いつくところでは、カード決済情報、POS データ、トラック輸送量、ホテル稼働率、Indeed の求人情報、大手企業の採用計画、ウォルマートや Amazon の売り上げ、Opentable の予約状況といったところだろうか。既存データの選別に加え、AI を活用したビッグデータの解析（決算説明会、求人票、ニュース、SNS、ネット通販価格等）も念頭に置いているかもしれない。生の声を聴く機会を増やすという意味では、企業ヒアリングの強化等も選択肢となろう。ある種の合成指標のようなものが作れれば、市場との対話も円滑に進むだろうが、それほどわかりやすいものにはならないかもしれない。

公式統計が不要になるわけではないが、例えば雇用統計についてウォーシュ氏は、3～6 ヵ月のトレンドの方が重要と述べており、少なくとも信頼に足るリアルタイム情報とは見ていない。今後は数ある重要指標の一つに格下げされることになる。市場としても雇用統計に一喜一憂する意義は薄れるということだが、長年の慣習を変えるのは容易ではない。雇用統計はいまだに、次回の金融政策判断を占ううえでの最重要イベントである。結局、市場が FRB の新たな政策反応関数を理解するまで、相場の振れが大きくなる展開は避けられないかもしれない。FRB としても後は市場の責任と放置するわけにはいかない。金融市場が不安定化するということは、金融政策のトランスミッションメカニズムが阻害されることを意味するからである。市場が政策反応関数を適切に織り込むことができるかどうかは、市場と FRB、相互の努力によってはじめて可能になる。

６．生産性と雇用 ― AI 革命への対応

第 4 のタスクフォースである「生産性と雇用」は、最も未来志向のテーマである。AI の発展によって、マクロベースの生産性は現在進行形で上昇している。それもかなりのスピードで上昇している可能性が高い。労働市場の需給構造も変化している。従って、NAIRU（(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、インフレを加速させない失業率）の水準、フィリップス曲線の形状、潜在成長率、自然利子率といった指標は近い将来大きな見直しを迫られる可能性がある。タスクフォースの議論は、AI の発展がもたらす生産性と供給力の向上を、どのように政策判断へ組み込むかというテーマが中心になると見られる。

問題はリアルタイムで生産性を把握する手法である。伝統的な生産性の分析では、分子となる生産量に GDP を用いるのが一般的だが、GDP は景気が良ければ伸びるので、生産性は供給サイドの概念にもかかわらず、短期的には需要側の要因に左右されやすい。また、雇用が急速に悪化する局面では、GDP の減少が遅れることで計算上の生産性がかえって上がるという矛盾も生じる。従って、こうした計算では、数年単位のトレンドを見なければ生産性の変動は見えてこない。しかし、それでは政策判断に使えない。タスクフォースでは、生成 AI 導入率、クラウド利用量、GitHub 利用状況といったデータから生産性の変化を極力リアルタイムで把握できないかといった議論が行なわれることが想定される。こうした変数を組み込むことで、FRB の経済モデルもいずれ大幅な更新が必要になる可能性があるが、信頼に足るモデルの構築はなかなか容易ではなさそうである。

この改革は、今後 10 年単位の金融政策運営に大きな影響を与える可能性がある。仮に、生産性上昇に伴い、高成長、低インフレ局面に入るという見通しが早期に立てば、トランプ大統領の望む大幅利下げが容易になる

かもしれない。そもそも、こうしたタスクフォースを立ち上げるということは、ウォーシュ氏自身、AI による正の供給ショックを FRB が過小評価し、結果として不要な利上げを行なうリスクがあると考えている可能性を示している。タスクフォースの議論が注目される。

７．インフレ枠組み改革 ― FRB の責務の再定義

最後の 5 番目のタスクフォースは、FRB の責務に直接かかわるという点で注目度が高い、インフレ枠組み改革である。

FRB は、「雇用の最大化」と「物価の安定」という「デュアルマンデート」を法律で課せられているが、17 日の会見でウォーシュ氏は、「物価の安定」という言葉を何度も発するなど、今後は物価安定を相対的に優先させる姿勢を滲ませた。タスクフォースでは、2%目標の再確認と物価安定重視への回帰が中心テーマになると予想される。

ウォーシュ氏は、2020～2022 年のインフレを、FRB の重大な失政と考えている。原因の一つは、2020 年に導入した平均インフレ目標（AIT）である。これは、インフレ率が一時的に 2%を超えることを容認することで、過去の物価下振れを補う考え方だが、コロナ禍後のインフレ局面において FRB の対応を遅らせる要因になったと批判されている。ウォーシュ氏自身も、AIT に対してこれまで懐疑的な立場を取ってきており、今回の見直しでは、AIT の正式撤廃が有力視される。

第 2 に、目標の優先度の問題である。こちらの方がタスクフォースでより多くの時間を割いて議論されるテーマになるだろう。ウォーシュ氏は、コロナ禍後のインフレを、雇用重視が行き過ぎた結果とも考えている。相対的に物価安定を軽視した結果、結局は雇用を含め、経済全体に大きな損害を与えてしまったというのが、コロナ禍で改めて得られた教訓である。ウォーシュ氏は、インフレに対し優先的に対処することが、最終的には雇用を守る結果につながると考えている可能性が高い。

中央銀行が本来コントロールできるものは何かとの問題意識も根底にある。雇用は、労働市場の制度や政府の規制、生産性、より中長期的には教育や技術革新等、多くの要素に左右されることから、金利の上げ下げだけでコントロールできる部分は限定的である。ウォーシュ氏は、FRB として真に責任を負える目標を中心にすえるべきと考えている。そもそも、インフレは 2%という目標があるのに対し、「雇用の最大化」の定義はあいまいである。雇用者数なのか失業率なのか、労働参加率まで見るのか。はたまた人種間格差や地域格差など、踏み込んでいけばいくほど微妙な問題に突き当たる。

ウォーシュ氏は、あいまいな目標を追うほど中央銀行は政策判断において政治的・社会的な価値判断を求められやすくなるとの警戒感を持っているようである。同じ理由で、気候変動や産業政策に中央銀行がかかわることへの警戒感も示している。明確な目標に専念することが、中央銀行の独立性を維持するために重要だというのがウォーシュ氏の一貫した考えである。この点、インフレ枠組み改革は、FRB の役割を再定義する試みでもある。

８．おわりに

今回の 5 つのタスクフォースは、それぞれ独立したテーマではない。その根底には、「中央銀行は経済を細かく誘導する万能機関ではない」というウォーシュ氏の思想が一貫して存在している。

2008 年以降、FRB は市場との対話のツールや機会を増やし、資産購入の量や範囲を拡大し、将来の政策経路も示しながら市場の期待を誘導するという、自らの役割を拡大する方向で進んできた。これに対しウォーシュ氏は、中央銀行の役割をより限定的に捉えており、金融市場への過度な介入や将来予測への依存を減らし、物価安定という本来の使命に集中する方向性をめざしている。冒頭で述べたように、ウォーシュ改革は単なる政策

手法の変更ではなく、バーナンキ以降の FRB の金融政策運営哲学からの抜本的転換を意味する。

市場参加者にとっては、予見可能性の低下というコストを伴うが、FRB にとっては政策の柔軟性や機動性が高まる。繰り返しになるが、こうした大規模な改革が進むなかで、いかに市場との円滑な関係を保つかが大きな課題となる。ここで必要になるコミュニケーションとは、市場の期待を誘導するためのコミュニケーションではなく、金融政策の反応関数を市場に理解してもらうためのコミュニケーションである。とはいえ、FRB 側から微に入り細にわたった政策反応関数のモデルを提示するのは不可能である。マエストロ（巨匠）と呼ばれたグリーンスパン元議長のように、言葉を操ることで伝えるのも難しい。市場参加者の側としては、まず、FRB が「変わった」ことを理解しなければならない。雇用統計に一喜一憂するところから改めよということになるだろうが、最初は市場が荒れる場面が増えるかもしれない。いずれにせよ、今後数年間の FRB 改革は、2008 年以降で最大規模の制度・思想転換になるとみられることから、その行方を注意深く見守る必要がある。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：080-2298-8302
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411