

# エコノミストコラム

ECONOMIST COLUMN

## ウォーシュFRB議長の下での新たなコミュニケーション

エコノミスト 枝村 嘉仁

### 6月FOMCでFRBのコミュニケーションが大きく変化

ウォーシュFRB議長は、議長として初めて参加した6月のFOMC(米連邦公開市場委員会)において、FRBのコミュニケーションの在り方を大きく改革する姿勢を打ち出しました。具体的には、①声明文の大幅な短縮(リスクバランスやフォワードガイダンスの削除等)、②記者会見で政策のガイダンスを示さない、③重要な政策変更が行われな限り、記者会見を開催しない可能性に含みを持たせる、④FRBのコミュニケーションに関する作業部会の立ち上げ、⑤ドットチャートに自身の見通しを提出しない、などです。FRBは1990年代以降、一貫して対外的なコミュニケーションを拡充し、金融政策の透明性を高めてきました(図表1)。

こうしたFRBのコミュニケーションはFedウォッチャーからも一定の支持を集めていました。ブルッキングス研究所による官民のFedウォッチャーを対象とした調査では、「記者会見」や「声明文」を有用と評価する見方が多く示されていました(図表2)。ウォーシュ議長の改革は、FRBが過去30年余りかけて進めてきた、金融政策についてより多く語り、透明性を高めるコミュニケーションの歩みを、巻き戻す試みといえそうです。

### ウォーシュ議長の2つの問題意識

FRBのコミュニケーションに対するウォーシュ議長の問題意識は2つあります。一つは、FRBが金融政策の先行きについて過度にガイダンスを示すと、その後に経済環境が変化しても、過去のガイダンスに縛られ、迅速に政策を修正しにくくなるという点です。ウォーシュ議長は就任前から、コロナ禍後のインフレ局面におけるFRBの対応の遅れを問題視しており、フォワードガイダンスや政策見通しの公表が、結果的に政策ミスの一因だったとの見方を示してきました。

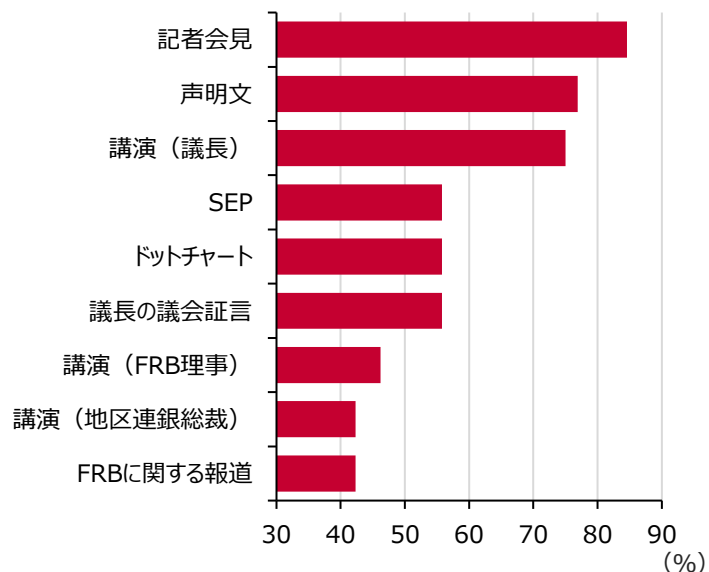
もう一つの問題意識は、政策判断における市場価格の情報価値の低下です。6月のFOMC後の記者会見で、ウォーシュ議長は、金融市場が实体经济に関する新たなデータ(次ページに続く)

図表1:FRBのコミュニケーションの変遷

年	コミュニケーションの変化
1993	現在の形式で議事要旨の公表を開始。
1994	会合の議事録を5年後に公表することを開始。政策変更時に声明文を公表することを開始。
1999	毎FOMC後に声明文を公表することを開始。
2007	SEP(経済予想サマリー)の公表開始。
2011	2回に1回のFOMC後に記者会見を開く。
2012	ドットチャートの公表を開始。
2019	毎FOMC後に記者会見を開き始める。

出所:Philip Jefferson「Reading between the Lines? Textual Analysis of Central Bank Communications」を基にアセットマネジメントOneが作成

図表2:FRBの各コミュニケーション手段を「有用」または「極めて有用」と評価するFedウォッチャーの割合



出所:ブルッキングス研究所「Grading Fed communications: A 2026 survey of Fed watchers」を基にアセットマネジメントOneが作成

# エコミストコラム

ECONOMIST COLUMN

を自ら評価し、それを市場価格に反映することで最も良好に機能すると述べました。FRBが先行きの政策運営について過度に手掛かりを与えると、市場の関心はデータそのものではなく、「FRBがそのデータにどう反応するか」に向かいやすくなります。その結果、市場価格は実体経済のシグナルとならず、政策判断に必要な情報を十分に得られなくなるとウォーシュ議長は指摘しました。

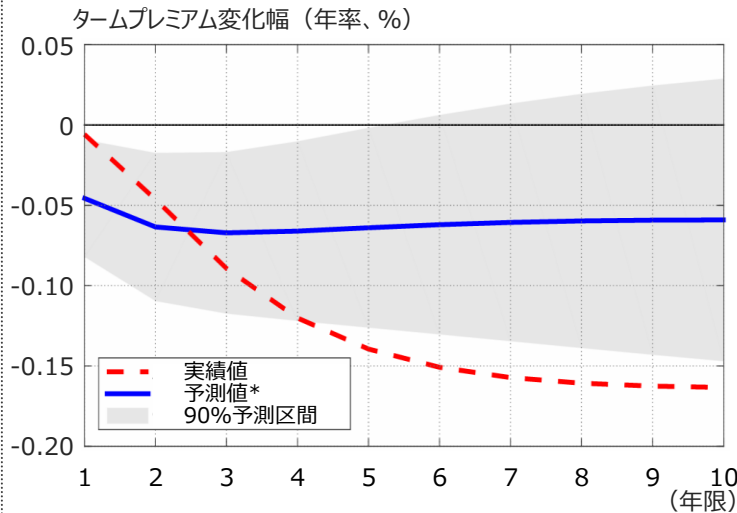
## FRBコミュニケーションの変化が市場に及ぼす影響

ウォーシュ議長の改革が市場に及ぼす影響の一つとして、政策金利パスを巡る不確実性の上昇が挙げられます。カンザスシティ連銀は、FRBが将来の政策金利パスについてより明確な情報を提供すると、長期債のタームプレミアムが低下すると分析しています。同分析によると、2011年8月のFOMCで「少なくとも2013年半ばまで極めて低金利を維持する」とのガイダンスが示された後、短期金利の不確実性低下に伴い、タームプレミアムが幅広い年限で低下しました(図表3)。裏を返すと、市場が政策金利のパスを読みにくくなれば、タームプレミアムが上昇する可能性があります。

もう一つの影響として、経済指標発表に対する市場の反応が大きくなる可能性があります。BIS(国際決済銀行)の分析によると、コロナ禍以降、米CPI(消費者物価指数)のサプライズに対する米金利の変動は、米CPIの市場予想のばらつきが高い場面で抑制される一方、短期金利の不確実性が高い場面で大きくなるとされています(図表4)。ウォーシュ議長の下でFRBの反応関数が読みにくくなれば、米CPIのサプライズに市場がより大きく反応する可能性があります。

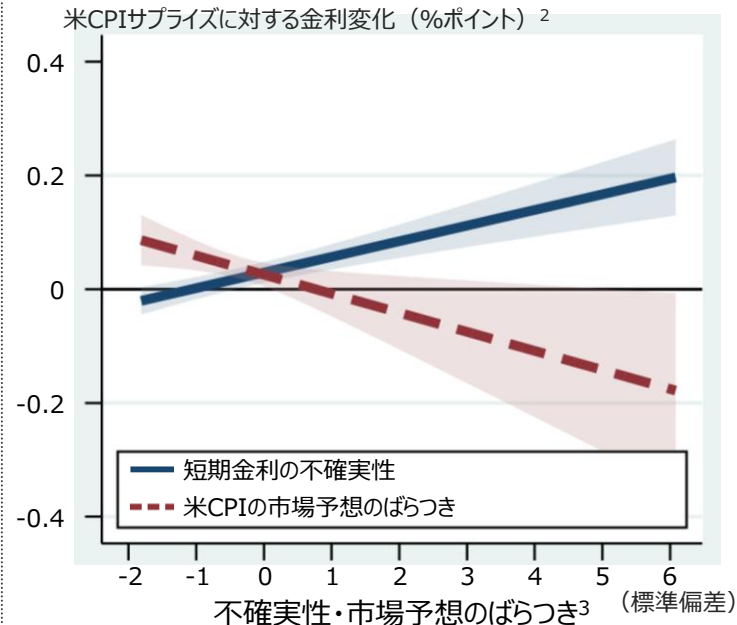
今後、FRBのコミュニケーションがどのように変化していくのかを占ううえで、夏場にかけて詳細が示されるとみられる作業部会での議論が注視されます。もっとも、SEP(経済予想サマリー)や記者会見の開催頻度などは、FRB議長が主導して変更されてきた過去を踏まえると、作業部会の結論を待たずして変更が行われる可能性もあると考えます。(了)

図表3: 2011年8月のフォワードガイダンス後のタームプレミアムの変化



\*1994~2008年のFOMC時における短期金利の不確実性とタームプレミアム変化の関係に基づく予測値。  
出所:カンザスシティ連銀「Forward Guidance, Monetary Policy Uncertainty, and the Term Premium」を基にアセットマネジメントOneが作成

図表4: 米CPIサプライズに対する米2年国債先物の利回り変化に影響するの2つの要素<sup>1</sup>



<sup>1</sup>2020年7月~2024年における米CPIサプライズの米2年国債先物の利回り変化への影響を示す。  
<sup>2</sup>米CPIの1標準偏差のサプライズに対する米2年国債先物の利回り変化への限界効果。  
<sup>3</sup>短期金利の不確実性、または米CPIの市場予想のばらつきが、サンプル平均から何標準偏差離れているかを示す。  
出所: BIS 「Bond yield responses to macro news: the role of macro forecast disagreement and monetary policy uncertainty」を基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料: 上限3.85%(税込)

換金時手数料: 換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額: 上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬): 上限年率2.463%(税込)

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料: 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

※手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡しますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。