

FRBにおける新たなリーダー： カルチャー変革のはじまり

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。

2026年7月20日

サマリー

- 新FRB議長のケビン・ウォーシュ氏は、経済指標データを見直し、FRBの政策判断に利用される大規模マクロ経済モデルの参照データを入れ替えようとしている。
- ウォーシュ氏は、FRBが従来最も重視してきたインフレ指標の一つであるコアPCE（エネルギーと食品を除いたコア個人消費支出物価指数）の前年比データに依存することに疑問を呈し、よりリアルタイムで質の高いデータの活用を模索している。
- これはFRBが、より短期的な時間軸で経済状況を評価する方向へ向かう可能性を示唆している。
- その結果、従来のようなスムージングされた指標への依存度が低下し、市場は発表される経済指標そのものの数字に対してこれまで以上に敏感に反応し、ボラティリティが高まる可能性がある。
- 債券市場では短期金利の変動性が高まる可能性がある一方で、新たなアプローチによって長期のインフレ・リスクプレミアムが抑制されれば、長期金利は安定する可能性がある。
- 株式市場への影響は現時点では不透明だが、将来のキャッシュフローがより安定すると見なされれば、株式バリュエーションは上昇/リスクプレミアムは低下、というシナリオが描けるし、逆の場合もあるだろう。

SPEAKER



JIM CARON

マネージング・ディレクター
ポートフォリオ・ソリューションズ・
グループ CIO

今回はFRBについて考えてみたい。FRBの新たな議長としてケビン・ウォーシュ氏が就任し、FRBのカルチャーそのものが変わろうとしている。

ウォーシュ氏の問題意識は、FRBが経済状況を把握するために計測している経済データの在り方と政策判断に際して参照する経済データにある。同氏は、この一連のプロセスを見直すためのタスクフォースを設置し、政策決定プロセスそのものを刷新しようとしている。

最近開催された欧州中央銀行フォーラムのパネルディスカッションで、「金融政策を判断する上で最も重要な経済指標は何か」という質問を受けたウォーシュ氏の回答は大変興味深いものだった。同氏は、今後9～12か月の間に新しいテクノロジーを活用し、実体経済で何が起きているのかをリアルタイムで把握できるようになることを期待していると述べた。また、データ集計上のミスが多い政府統計や実態とかけ離れた従来型の調査データだけに依存するのではなく、多くの先進的ビジネスが新しいデータソースを活用して的確なビジネス判断を行っているように、中央銀行もより正確に実態を把握することでより良い意思決定を下すことが出来るようになるとの考えを示した。

この発言は、新しいFRB議長は現在の経済指標及びその活用のされ方に満足していないということを示唆している。これは大変強いメッセージである。言い換えれば、FRBはウォーシュ氏の下で市場の見方を見直すということの意味していると考ええる。続いて、「最も好まない経済指標は何か」という質問に対してウォーシュ氏は、「従来の常識に囚われていては多くを学べない。多くの経済指標は過去の状況を映し出しているだけで不十分」だと述べた。金融政策には長く不規則なタイムラグが存在するため、過去のデータだけではなく、現在進行形で起きている変化を把握できる指標が必要であり、それらをベースに議論することで、実体経済に即した意思決定を行うことが出来るという考え方である。要するに、ウォーシュ氏には好みの経済指標というものではなく、高名な専門家の意見や従来の常識といったことのFRB、或いは市場への影響力は、今後低下するということになる。これは我々にとって大変重要な問題であり、その影響について熟慮することが求められる。

私が今回の発言から覚えておくべき重要なメッセージとして受けとめたことの一つは、ウォーシュ氏がタスクフォースを通じて経済データを見直し、FRBの政策決定に大きな影響力を持つ大規模マクロ経済モデル（FRB/USモデル）で使用される経済データの入れ替えを考えているということだ。また、ウォーシュ氏はFRBがこれまでインフレ指標として最も重視してきたコアPCEの前年比データなどの信憑性を疑問視しており、よりリアルタイムに状況を把握できる、ウォーシュ氏がいうところの「より良いデータ」を探しているということも大きな意味を持つと考えている。FRBは今後より短期間のリアルタイム・データを評価して政策決定をしていくことを意味しているからだ。

この考え方には一定の説得力がある。テクノロジーの進歩によって市場や経済活動の変化が加速しているのであれば、前年比という比較的動きの遅い指標でその動向を計測することの意味が薄れるからだ。

一方で、この変化は市場に新たな影響を与える可能性もある。市場参加者がより短期的な経済データを重視するようになれば、経済指標の発表に対する反応は大きくなり、市場のボラティリティも高まるかもしれない。これまで重視されてきたスミージングされた長期トレンドへの依存は低下し、今後は足元のデータへの反応が強まる可能性がある。現時点で断言するのは困難ではあるものの、その可能性を考えておくことは重要だろう。

債券市場への影響

債券市場について考えると、まず予想されるのは短期金利の変動性の上昇である。FRBがより機動的に経済データへ反応するようになれば、政策金利見通しも頻繁に変化する可能性があるためだ。ただし、長期金利については必ずしも不安定になるとは限らない。新たな政策運営によって、投資家が長期のインフレに対し要求するリスクプレミアムが低下するようであれば、長期金利はむしろ安定する可能性がある。言い換えれば、短期金利が経済の変化に対する調整役となり、その結果として長期金利やインフレ期待が安定するという構図である。少なくともFRBはこうした構図を期待しているということだろう。

株式市場への影響

株式市場への影響については、現時点では判断が難しい。バリュエーションへの影響が懸念される。しかし、もし新しいFRBの政策運営によってインフレや金利の変動が抑えられ、企業の将来キャッシュフローに対する予見可能性が高まるのであれば、株式のバリュエーションは上昇しやすくなる。将来の収益が安定すると考えられれば、投資家が要求するリスクプレミアムは低下するからである。逆に、FRBの政策変更によって不確実性が高まるようであれば、その逆の結果になる可能性もある。現段階では方向性を断定することはできないが、長期的なインフレと金利の安定につながるのであれば、株式市場にとって長期的にはプラス材料となり得る。

さらに見逃せないのは、ウォーシュ氏が供給サイドの視点を導入しようとしている点であり、従来FRBが依存してきた需要サイドの経済指標から今後は供給サイドの経済指標を重視していくことになるということだ。現在の枠組みにおいては、FRBは供給サイドに比べて需要サイドの経済指標を重視してきた。需要サイドの指標は、個人消費、企業投資、信用創造、財政刺激策、資産効果、住宅需要といったことに関する指標である一方、供給サイドの指標には労働力人口の増加、生産性向上、生産能力の拡大、労働参加率、サプライチェーン、住宅供給などが含まれる。これを見ても分かる通り、需要サイドの指標は通常比較的測定しやすいという利点はあるが、ウォーシュ氏はここに変革を促そうとしている。今後FRBは計測が相対的に困難である供給サイドの指標に取り組んでいくことになるだろう。

需要サイドと供給サイドの違いは、需要サイドの指標のほとんどは商取引、消費関連データ、売上高や価格などを通じて計測することが可能であり、容易にデータや指標を修正することができ、経済活動を反映することができる点にある。一方で、ウォーシュ氏が重視する供給サイドの指標の多くは推定値であって直接計測するのは困難であり、キャパシティや潜在性といった計測困難な項目の推定に依存することになるので、大きな計測上の不確実性を伴うことになる。また、経済の潜在的成長力を反映することになる。

ウォーシュ氏は、こうした測定の難しい供給サイド要因こそが現在の経済環境を理解する上で重要であり、今後の金融政策にもより積極的に反映されるべきだと考えているようだ。FRBのマクロモデル参照データの見直しに際してはウォーシュ氏の供給サイド重視の姿勢が反映されたものになると思われ、FRBの金融政策はその影響を受けることになるだろう。

今回の欧州中央銀行フォーラムにおける最も重視する経済指標と最も軽視する経済指標は何かという質問に対するウォーシュ氏の回答は、大変大きな意味を持つと思われ、今後も状況を時間をかけて注視し続けていきたいと考えている。単なるデータ分析手法の見直しではなく、FRBの政策運営における考え方そのものの変化を示唆している。

こうした変化が実際にどのような形で表れるかは、今後6～12か月にわたるタスクフォースの検討やFOMCでの議論を通じて明らかになっていくだろうが、市場参加者は、カルチャー変革が起こっていることは認識しておくべきだと考える。次回のFOMCミーティングに向け行方を注意深く見守っていきたい。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートの一部を邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カウンターリスク等のリスクを伴います。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 投資一任契約の概要：**投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 元本損失が生ずることとなるおそれ：**受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 投資一任契約締結に際しての留意事項：**受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 受託資産の運用に係る費用について：**投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。

これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO 5781034 EXP 7/31/2027