

2026 年 8 月 20 日 全 7 頁

2026 年ジャクソンホール会議の注目点は？

ウォーシュ議長はインフレ抑止に対する姿勢を明確に打ち出すか

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

- 米カンザスシティ連銀主催の金融政策に関する会議、いわゆる「ジャクソンホール会議」が 2026 年 8 月 27～29 日に開催される。2026 年のテーマは「資金決済分野における金融イノベーションとその政策的含意」であり、ステーブルコインやトークン化預金など新たな決済手段への政策対応が議論される見通しだ。
- ただし、市場の最大の関心はテーマそのものではなく、5 月に就任したウォーシュ FRB 議長による初の基調講演にある。ジャクソンホール会議は過去にも金融政策の転換点として注目されてきたが、ウォーシュ議長はフォワード・ガイダンスに消極的な姿勢を貫いており、今回も利上げや利下げの方向性を直接示唆する可能性は高くない。こうした中で、ウォーシュ議長がインフレ抑止に対する姿勢をどこまで明確に打ち出すかが最大の注目点となる。
- 7 月の FOMC では政策金利の据え置きが決定された一方、ウォーシュ議長は決定の理由や今後の政策運営について明確な方向性を示さなかった。その結果、長期・超長期の期待インフレ率が高止まりしている。こうした期待インフレ率の動きは、FRB がインフレを本当に抑え込めるのかという市場の懸念を反映している可能性がある。これを受け、一部報道ではウォーシュ議長がインフレ抑止の姿勢をより明確に示す必要性を認識したと伝えられている。
- 一方、足元の経済指標を見ると、CPI は前年比ベースで減速傾向を維持し、賃金や住宅関連のインフレ率には落ち着きが見られる。堅調だった雇用環境については、雇用者数の伸び鈍化や非労働力人口の増加など軟調な動きが見られる。かかる物価・雇用情勢を踏まえ、大和総研は現時点で利上げを急ぐ必要性は限定的とみている。
- 物価・雇用情勢に変化が見られる中で、ウォーシュ議長がインフレ抑止への強い意志を示すのか、それともデータ重視の姿勢を維持し、フォワード・ガイダンスを示さないのかが最大の見所となる。前者であれば、直ちに利上げを示唆しなくとも、先行きの追加利上げの可能性を市場に意識させ得る。逆に後者であれば、利上げには慎重な姿勢とのシグナルとして市場から受け止められる可能性がある。

ジャクソンホール会議の注目点は？

毎年8月末、米カンザスシティ連銀主催の金融政策に関するシンポジウムがワイオミング州ジャクソンホールで開催される（以下、ジャクソンホール会議）。世界各国の中央銀行関係者や研究者、市場関係者が一堂に会し、その時々金融政策における重要論点を議論する。2026年は8月27～29日の日程で「資金決済分野における金融イノベーションとその政策的含意」がテーマに設定された。ステーブルコインやトークン化された預金といった新たな決済手段の広がりを踏まえ、中央銀行がこれにどう向き合うかが問われる、やや技術色の強いテーマといえる。

もっとも、ジャクソンホール会議はテーマそのものよりも、FRB議長による基調講演が当面の金融政策運営の転換点となってきた点で市場の衆目を集めてきた。例えば、2022年のパウエルFRB議長（当時）の講演は断固たる利上げ姿勢を鮮明にした場となり、逆に2024年は利下げ転換を示唆する場となった。今年も、テーマとは別に議長講演の内容そのものが注目される構図は変わらない。

今年のジャクソンホール会議は、5月に就任したウォーシュFRB議長が初めて参加することが予想される¹。では、ウォーシュ議長下でのジャクソンホール会議の注目点は何か。注目論点に関する議論の場としては、議長自らが設置した複数のタスクフォースが主戦場として考えられることから、ジャクソンホール会議の存在感は相対的に低下する可能性がある。

他方で、2026年に入り、中東情勢緊迫化を契機にインフレ再加速が懸念されたことで、市場やFOMC参加者の間では利上げへの再転換が意識されてきた。ウォーシュ議長がジャクソンホール会議で利上げを示唆すれば、今年も同会議が金融政策の転換点となり得る。もっとも、ウォーシュ議長はフォワード・ガイダンスの提示に消極的な姿勢を一貫させており、声明文の大幅な簡素化や議長自身の経済見通し・FF金利（政策金利）見通しの非提出など、これまでのFRBのコミュニケーション慣行から距離を置き続けている。ジャクソンホール講演においても、当面の金融政策運営に関する具体的な示唆をどこまで示すかは不透明である。そうした中で今回の注目点は、ウォーシュ議長が具体的な政策方向性を示すかどうかよりも、ウォーシュ議長のコミュニケーション手法に調整が入るか、とりわけインフレ抑止に向けた厳格な姿勢を明確に打ち出すかにある。

7月FOMCで露呈した、ウォーシュ議長のインフレ抑止に対する不明瞭さ

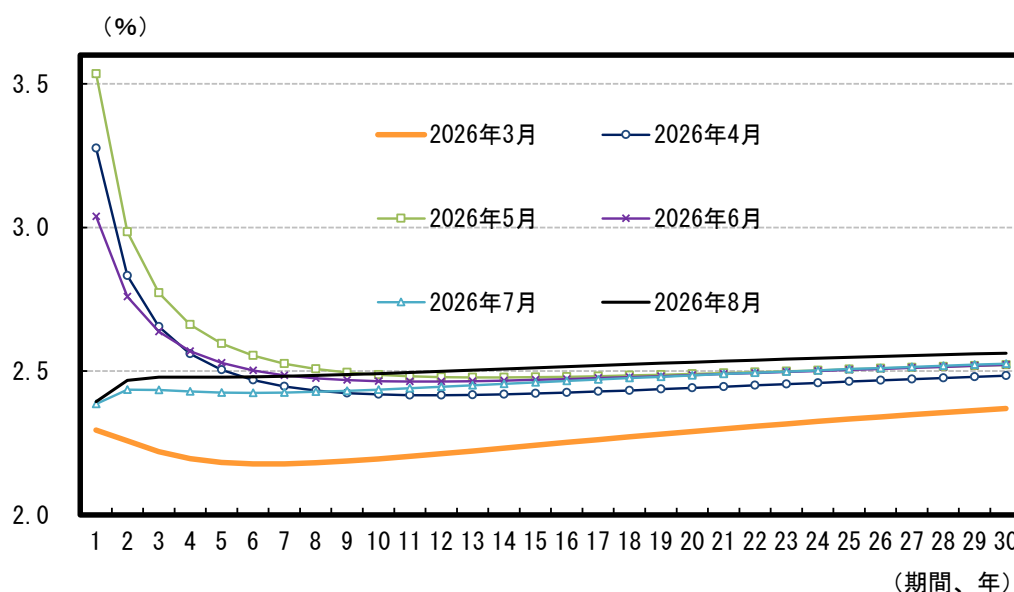
ウォーシュ議長のコミュニケーション方法の調整が注目される契機となったのが、7月28・

¹ なお、レポート公表時点において、ジャクソンホール会議でウォーシュ議長が講演するかは公表されていないが、7月28・29日のFOMC後の記者会見で、記者からジャクソンホール会議での発言内容を質問された際に、ウォーシュ議長は何を話すかはまだ決めていないと答えたように、講演することを念頭に置いた発言をしている。

29日のFOMCだ²。7月のFOMCでは、政策金利を3.50～3.75%で据え置く決定が9対3の賛成多数で下された。他方、反対票を投じた3名はいずれも利上げを主張しており、FOMC内の意見対立が明確化された会合となった。7月のFOMC後のウォーシュ議長による記者会見では、6月同様にフォワード・ガイダンスが含まれず、様子見を続けた理由についても踏み込んだ説明はなされなかった。

ウォーシュ議長としては、FOMCの一举手一投足に市場が過度に反応するのではなく、公表されるデータを基に市場が自律的に判断することを望んでいる模様だが、市場ではインフレ抑止に対するウォーシュ議長のスタンスの不明瞭さへの不満が高まった。実際、期待インフレ率の期間構造に注目すると、7・8月は短期・中期ゾーンこそ、原油価格が高止まりしていた5・6月に比べて下方シフトしている一方、長期・超長期ゾーンについては中東情勢緊迫化前の水準と比べて上方にシフトしている（図表1）。

図表 1 期待インフレ率の期間構造



（注）期待インフレ率は、国債利回り、インフレ率、インフレスワップ、サーベイベースの期待インフレ率等を用いたクリーブランド連銀のモデル推計値。

（出所）クリーブランド連銀より大和総研作成

長期・超長期ゾーンの期待インフレ率は、中東情勢の変化といった短期的な動きというよりは、一般的には、FRBがインフレ抑止に向けて有効な手段を打つことができるかという、インフレファイターとしての信認を反映しているとされる。就任前はタカ派的ともみられてきたウォーシュ議長であったが、長期・超長期ゾーンの期待インフレ率が高止まりしているということは、インフレ抑止に向けて十分な姿勢を示すことができていない可能性がある。

その後の報道では、ウォーシュ議長の姿勢に微妙な変化がうかがえる。フィナンシャル・タ

² 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 5 会合連続で金利据え置き](#)」（大和総研レポート、2026年7月30日）

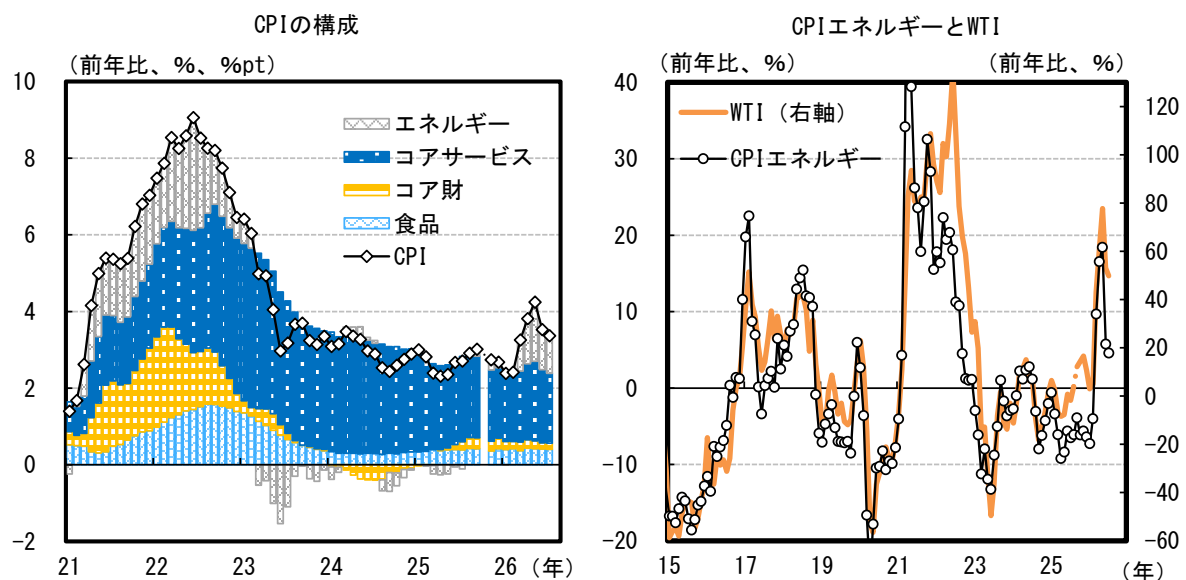
イムズ（8月6日）³は、ウォーシュ議長がフォワード・ガイダンスの拡充自体には引き続き慎重である一方、インフレ抑止への厳格な姿勢が7月FOMCの時点で十分に明確でなかったことについて反省していると報じた。同紙によれば、ウォーシュ議長は数週間うちにインフレ減速が確認できなければ利上げに転じる用意があるとの姿勢を強めているという。あくまで関係者の話を基にした報道であり、公式な発言ではない点に留意が必要だが、ウォーシュ議長がインフレ抑止に向けた厳格な姿勢を明確に打ち出す地合いが形成されつつあるといえよう。

ジャクソンホール会議においても、9月FOMCの方向性を直接示唆することは避けるとみられるが、ウォーシュ議長としてはインフレを容認しないという印象を強く残したい思惑があるだろう。7月分CPIを踏まえた現状認識、とりわけインフレに対するリスク認識をどう表現するかが最大の焦点になる。

CPIは前年比ベースで減速トレンド継続、雇用環境は軟調な結果

では、インフレの実勢はどうか。7月のCPIは前月比+0.1%とプラスに転じたが、相対的に低い伸びに留まり、前年比ベースは+3.4%と2カ月連続で減速した（図表2左図）。7月にはWTIが一時90ドル台/バレルまで上昇し、全米平均のガソリン価格も4ドル強/ガロンまで上昇するなど、中東情勢を受けてエネルギー価格は再上昇する局面があった。もっとも、WTIも月次ベースに均してみれば減速基調は崩れておらず、今回のCPIを大きく押し上げる要因にはならなかった（図表2右図）。

図表2 CPIの構成、CPIエネルギーとWTI



(注) 2025年10月のCPIは未公表。

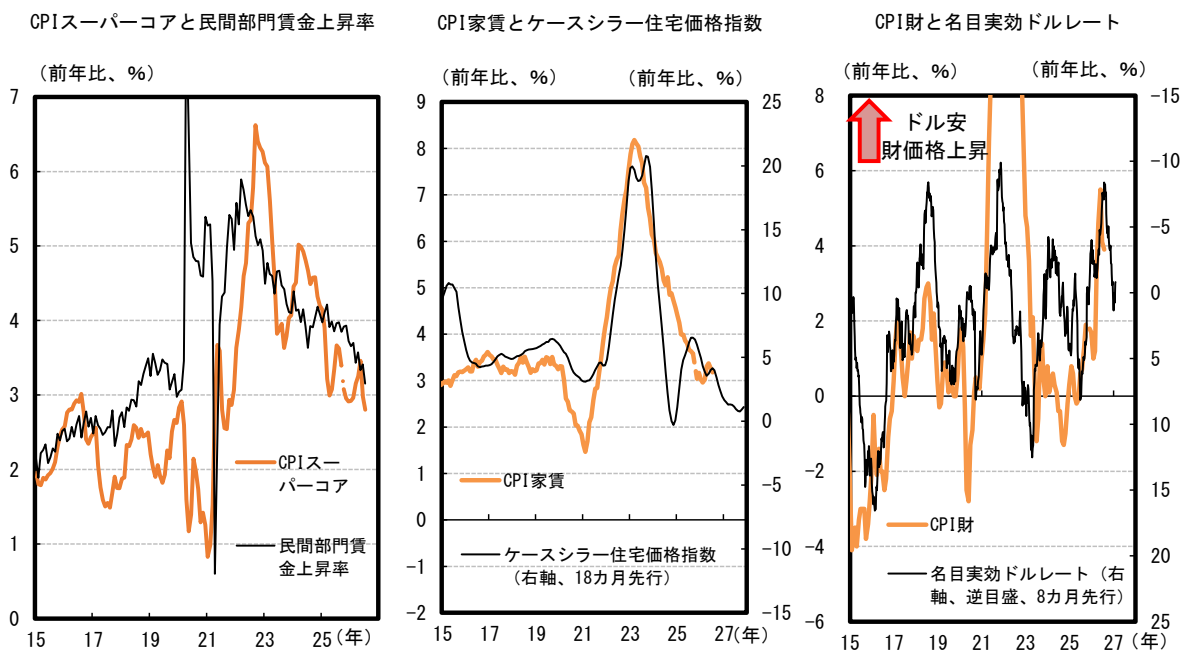
(出所) BLS、CME/EIA、Haver Analytics より大和総研作成

³ Financial Times, “[Kevin Warsh to stick with lean Fed messaging despite market backlash](#),” 2026/8/6.

また、7月のエネルギー・食品を除いたコアCPIは前月比+0.2%と落ち着いた伸びを維持し、前年比ベースでは+2.5%と減速した。詳しく見ると、CPIスーパーコア（CPIサービスからエネルギーと家賃を除いたもの）と連動する傾向のある賃金上昇率は7月に前年比+3.2%まで減速した（図表3左図）。加えて、4-6月期の労働生産性も前期比年率ベースで加速したことから、賃金上昇がインフレ圧力につながりにくくなっており、賃金インフレが顕在化するリスクは大きくない。

このほか、住宅ローン金利が高止まりする中、住宅価格及びCPI家賃も減速トレンドを維持している（図表3中央図）。財価格に関しては、足元でドル高が一服しており、先行きは輸入価格が抑制されにくくなるため、大幅な減速は見込めない（図表3右図）。ただし、CPIの財価格へと反映されるまでにはタイムラグがあるため、少なくとも今秋までは減速トレンドが続きやすいと考えられる。

図表3 CPIスーパーコアと民間部門賃金上昇率、CPI家賃とケースシラー住宅価格指数、CPI財と名目実効ドルレート



（注）2025年10月のCPIは未公表。CPIスーパーコアはCPIサービスからエネルギーと家賃を除いたもの。
（出所）BLS、S&P、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

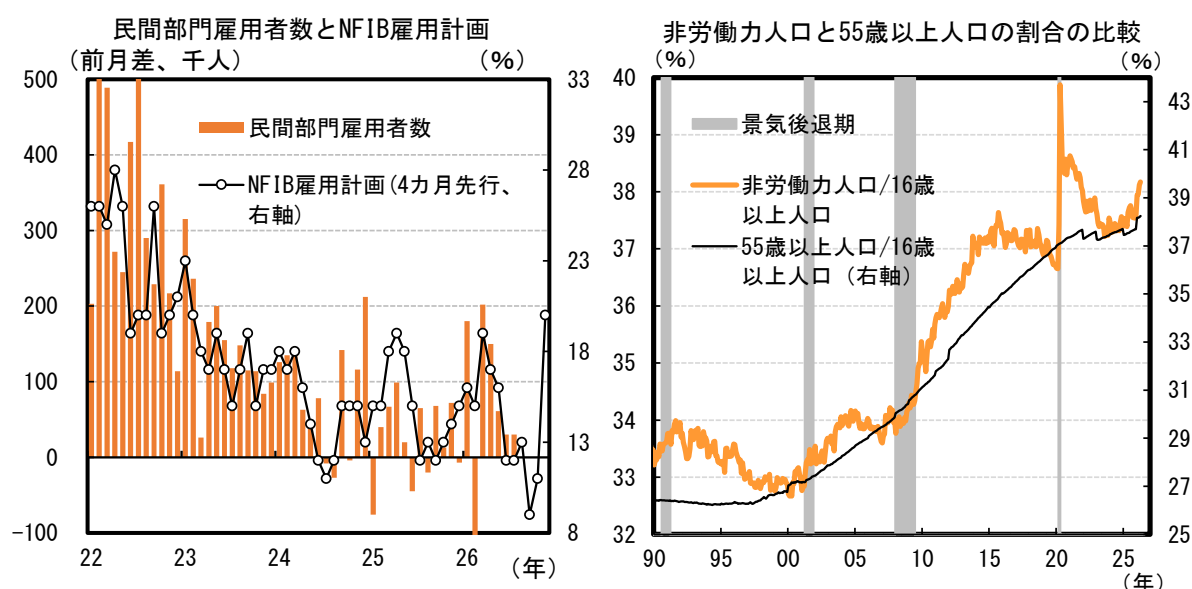
他方、FRBのデュアルマンデート（物価の安定、雇用の最大化）のうち、これまで底堅いとされてきた雇用環境は、足元で懸念材料となっている。例えば、非農業部門雇用者数は7月に前月比▲2.3万人の減少となり、5～6月分も合計で10万人超下方修正された⁴。先行する傾向のあるNFIB（全米独立企業連盟）雇用計画の悪化に沿う形で、民間部門雇用者数も低調となっている（図表4左図）。足元は季節要因（季節調整値でも夏場の教育関連雇用の減少が取り除

⁴ 藤原翼「[米雇用者数は減少、過去分も大幅に下方修正](#)」（大和総研レポート、2026年8月10日）

けていないこと）や特殊要因（ワールドカップ終了に伴うレジャー・娯楽分野の反動減）などで下押し圧力が強い一方、雇用計画は雇用者数が秋以降に回復する可能性を示唆している。今後数カ月の結果も含めて雇用者数の減少が一時的か否かを見極める必要がある。

また、失業率に関しては7月に4.1%と低下したが、主因は非労働力人口の増加傾向（＝労働市場からの退出）だ。労働参加率（労働力人口/16歳以上人口）は約5年ぶりの低水準となる61.4%まで低下した。非労働力人口の増加は、要因の一つとされている高齢層のリタイア増を超えるペースとなっている（図表4右図）。過去を振り返れば、非労働力人口の大幅な増加は景気後退期に多く見られる。AI活用の普及などが非労働力人口増加の一因となっている可能性もあり、必ずしも景気悪化を意味しないが、雇用環境の悪化リスクを見極める必要があるだろう。

図表 4 民間部門雇用者数と NFIB 雇用計画、非労働力人口と 55 歳以上人口の割合の比較



(注) 左図は今後3カ月で雇用を増やす企業から減らす企業を差し引いた割合。

(出所) BLS、NFIB、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

9月FOMCは様子見が妥当も、試されるウォーシュ議長のインフレ抑止姿勢

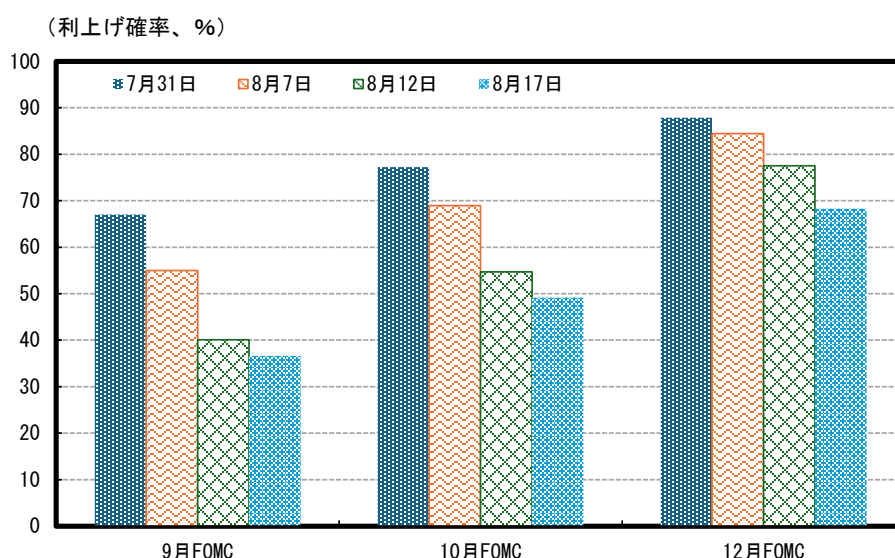
従来は高インフレと堅調な雇用環境がインフレ抑止の重要性を高めてきたが、足元でインフレ率は高水準ながらも減速方向にあり、雇用環境は悪化傾向にある。こうした雇用・物価情勢を踏まえれば、本来は追加の引き締めを急ぐ局面ではないはずである。実際、7月の雇用統計(8月7日)及びCPI(8月12日)公表後には9月FOMCでの利上げの織り込みが大きく後退し、市場参加者も利上げに対し慎重な姿勢を示し始めている(図表5)。大和総研としても、従来通り、当面は様子見が妥当とみている。

一方で、FOMC参加者の間では利上げに対する警戒感が根強く残っている。2021年にFRBが「インフレは一時的」と判断し、結果的に「ビハインド・ザ・カーブ」に陥った経験が心理的

拘束として作用している可能性がある。すなわち、インフレ再加速を過小評価することへの警戒が、現在は逆方向のバイアスとして働いている面も否定できない。もっとも、サービス価格を中心に、インフレ圧力は利上げが実施された2022～2023年当時ほど強くはなく、利上げを急ぐ必要性は限定的といえる（前掲図表2左図）。

物価・雇用情勢に変化が見られる中で、ウォーシュ議長が7月FOMCでの反省を生かし、FOMC参加者に配慮する形でインフレ抑止への強い意志を示すのか、あるいは、反省の弁を示しつつもデータ重視の姿勢を貫き、あくまでもフォワード・ガイダンスを示さないのか、がジャクソンホール会議の最大の見所となる。仮に前者が選択されれば、9月の利上げを直接的に示唆することはなくとも、10月以降のFOMCを含め利上げの可能性が十分にあることを示唆する。逆に、7月同様にフォワード・ガイダンスを避けるという従来の姿勢を貫けば、利上げからは距離を置くシグナルとして機能し得る。したがって、ウォーシュ議長がインフレ抑止への姿勢をどの程度明確に打ち出すかは、先行きの利上げ余地を見極めるうえで重要な判断材料となる。今回のジャクソンホール会議は、ウォーシュ議長のコミュニケーション姿勢に変化が生じるかを測る試金石となろう。

図表 5 現状のFF金利以上の金利水準を予想する確率（Fed Watch）



（注）現状のFF金利水準（3.50～3.75％）以上の金利水準を予想する確率を合計して作成。
（出所）CME より大和総研作成