



ジョン L. ベロウズ PhD  
ポートフォリオ・マネージャー兼リサーチ・アナリスト



## FRB アップデート

# FRB 議長の交代と市場が織り込む観測

ジョン L. ベロウズ PhD

2012 年-現在

ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー

-ポートフォリオ・マネージャー、リサーチ・アナリスト

2009 年-2011 年

米国財務省

-経済政策担当財務次官補代理、マクロ経済分析副次官補、経済政策担当室シニアアドバイザー

学歴

カリフォルニア州立大学バークレー校 経済学博士号 Ph.D.

ダートマス大学 B.A.(優秀成績)

資格

CFA(米国証券アナリスト)

### 要約

- 米国連邦準備制度理事会(FRB)の議長として、イエレン氏は「米国の労働市場は逼迫しておらず、雇用拡大は可能であるのみならず望ましくもある」と明言した。在任期間中に失業率は 6.7%から 4.1%へ低下した。
- イエレン氏は退任前の最後の記者会見で、FRB が 2%のインフレ目標を達成できなかったことを認め、低インフレが「根深い」可能性に懸念を表明した。
- パウエル FRB 議長は、「労働市場にはなお、たるみ(スラック)がある」というイエレン前議長の見解に強く賛同しているが、共和党員としてのバックグラウンドに即し、政策決定を比較的緩慢に行う可能性がある。
- 2018 年 1 月の雇用統計によると、時間当たり平均賃金は前年比 2.9%増だった。この伸びは注目に値するが、現在の低インフレ環境の変化に貢献するかは定かではない。
- 現在の市場は今後の利上げを FRB 自身の予想を上回る規模で織り込んでいる。当社は市場は楽観的すぎであり、慎重に対処しなければならないと考える。
- FRB の今後の利上げにに関してリスクはダウンサイド(予想下振れ)だろう。低インフレが「根深い」ことに対する懸念に加え、パウエル議長の対応が緩慢になることも予想され、政策金利の迅速な調整を後押しするとは考えにくい。

FRB 議長の職責がイエレン氏からパウエル氏へ移行したのは金融市場や米国経済にとって興味深い時期だった。投資家はこのところ特に 2 つのトピックを気にかけている。インフレ率が上昇する可能性と、市場が現在織り込んでいる FRB の利上げ予想である。両者については本稿の最終セクションで述べるが、まずは背景の説明が必要である。上記に言及する前に、イエレン前議長の実績を評価し、パウエル議長の下での FRB の見通しを提示したい。背景を適切に踏まえた上でのみ、今日のテーマへの十分な対応が図れると考えるからである。

### イエレン前議長の履歴

イエレン氏の FRB でのキャリア開始は、1994 年に理事会メンバーとして宣誓した 20 年以上前に遡る。以来、数々の上級職を歴任し、一貫して米国の経済政策の最前線で尽力してきた。イエレン氏を評価する際に FRB 議長を務めた最後の 4 年間のみを考慮するとすれば、貢献の規模・範囲を軽視することになる。しかしながら、FRB 議長を務めた期間の経済的成果を見れば、達成した業績を概括でき、達成できなかった事項も把握できる。

## イエレン前議長の業績：米国の雇用を拡大

イエレン氏は FRB 議長として「米国の労働市場は逼迫しておらず、雇用拡大は可能であるのみならず望ましくもある」と明言した。この見解は様々な方面から抵抗に遭ったが、批判派の顔触れはタカ派で知られる政治家以外にも及んだ。FRB 議長就任当時の失業率は 6.7% で、連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーの多くは「さらに 1 年程度は低下するものの、その頃には労働者不足が何らかの形で米国経済の制約になる」と予測していた。イエレン氏はそれよりもかなり楽観的な評価を下し、FRB 議長として臨んだ初の記者会見では賃金の伸びの弱さを具体的に挙げ、「米国経済には雇用を増やす十分な能力がある兆しだ」とした。

「最後に言及したい点は賃金で、賃金の伸びは実に低い…賃金上昇率は 2%にとどまっている。この低さは労働市場の弱さを示しているだけでなく、明らかに勢いもない。賃金の上昇があれば、少なくとも長期的に一定の逼迫やインフレ圧力の前兆となる可能性があるが、まだそれは見られない。」－イエレン FRB 議長、2014 年 3 月 19 日

これがイエレン前議長の 4 年間の政策の土台となった。イエレン氏と同じ立場であれば多くの人々は失業率のみに照準を合わせたかもしれないが、イエレン氏は、賃金上昇率や労働参加率等の経済指標も考慮に入れたより幅広い観点でとらえ、慎重な金融政策を提唱した。これにより労働市場に改善の余地が生じ雇用が増加するよう図った。

後日、イエレン氏がこの点で正しかったことが判明したが、それは恐らく自身の予想さえ超えていただろう。任期中、失業率は 2.6%ポイント低下し(また、FOMC メンバーが 2014 年初めに予測していた中央値よりもさらに 1%ポイント低下し)、就労意欲を失っていた労働者が労働人口に戻ったことから労働参加率の低下に歯止めがかかり、また、全体的な雇用は 1,000 万人分増えた。これらすべてが景気や物価等に目立った重圧をかけることなく現実化した。こうした改善をすべてイエレン氏のみの手腕とすることは無理があるが、当時、コンセンサスではなかった見方を主張していたことが奏功したことは間違いない。

## 未達のタスク：低インフレは「根深い」のか？

イエレン前議長は就任後初の記者会見で賃金の伸びの低さに言及し、労働市場は逼迫しているとする議論を押しつけた。そして、最後の記者会見でも同じテーマ(低インフレ)に立ち戻り、締めくくった。イエレン氏の見方は著しく自己批判的で、米国経済がこれからどこに向かうかについて重要な論点をいくつか提起した。

「私がやり残した事項のリストに何が含まれているかについては、インフレ目標が 2%である中でインフレ率が幾年にもわたって 2%を下回っている状況がある。私はインフレ率が目標とする 2%を慢性的に下回らないようにすることは重要な優先事項と考え、2%に上昇することを望んでいる…しかし、これまで直截的な発言に努めてきたように、これは何か、より根深く、永続的なものに行きつく可能性がある。それを監視することは極めて重要であり、必要があればインフレを決定づける要素を再考する。可能性の 1 つは長期的に持続可能な失業率で、それは低下している。FOMC では推定値を引き下げてきた。さらに低下する必要があることが考えられる。」－イエレン FRB 議長、2017 年 12 月 13 日

この声明では幾つかの事項が際立っている。第 1 に、FRB がインフレ目標を達成してこなかったことを認めている。事実、イエレン氏が FRB 議長だった期間中、個人消費支出(PCE)デフレーターの前年比(FRB が重視しているインフレ尺度)は 2%に到達せず、この目標のあたりで小幅な対称的動きとなった。第 2 に、低インフレの含意の 1 つは失業率がさらに低下する可能性だと述べ、重視しているテーマである「労働市場でたるみ(スラック)が継続」に戻っている。第 3 に、インフレについての FRB の理解は不完全であることを示唆している。

イエレン氏の考えでは、たとえ広く認知されている多くの経済モデルがそうではないことを示したとしても、インフレ率が持続的に低位にとどまる可能性がかなり現実的にある(低インフレは本当に「根深い」のかもしれない)。最後に、インフレ目標の達成がFRBにとって「重要な優先事項」であることを改めて述べている。

この最後のポイントの、インフレ率を現在の低水準から引き上げることは「重要な優先事項」である、ということに特に注目したい。FRBがインフレ率を目標(2%)前後にしておきたい理由は幾つかあり、その中には自身の信頼性の維持や好況期の終焉に向けた実質金利引き下げ余地の確保などが含まれる。しかし、イエレン氏のインフレ優先には恐らくそれ以上のものがある。上記のように、低インフレは米国経済にたるみ(スラック)が残されている兆候とも考えられ、それ自体、政策当局が雇用拡大をさらに追い求めるべき指標である。無論、政策当局はこうした課題を取り巻く不確実性も十分に理解していなければならない(金融政策の効果が波及するまでの長期的で可変的なタイムラグは言うまでもない)。だが、当社はイエレン氏がインフレを優先事項としたことを本腰の発言と解釈し、したがってインフレ目標を「未完」と述べたことに偽りはなく注目に値すると考える。

## パウエル議長：低金利支持の共和党員

昨年8月、当社はパウエル氏の2つの特徴を明らかにし、トランプ大統領が次期FRB議長として同氏を選ぶ可能性が高いと指摘した。それは、パウエル氏が低金利を支持していることと共和党員であることだった。トランプ大統領にとってこうした特徴は説得力があった模様で、最終的にパウエル氏を新議長に指名した。パウエル議長の今後の在任期間を展望すると、この同じ2つの特徴が引き続き重要な要素になると考える。

## 低金利支持

パウエル議長は経済学博士号を取得したエコノミストでなく、ロースクール出身で、職歴の大半をプライベートエクイティ分野で過ごしてきた。しかし、今の同氏を形作る上で、博士号よりも恐らく価値が高い経験がある。彼は過去5年間、FRB理事としてイエレン議長と共に働いており、この間に多くを学び、吸収したと推定される。パウエル氏の承認公聴会での発言は、イエレン議長からの強い影響があるとする見方で一貫していた。

「しかし、労働市場には拡大余地が恐らくまだあることを〔経済指標のうち〕複数が見ししていることを指摘したい。そして、その中でも具体的には賃金だろう。賃金には労働市場の過熱を示す兆候はなく、熱さを示す兆しさえない…指摘したいもう1つの点は、働き盛り世代の労働参加率が危機前よりも1%ポイントも低いことだ。その明確な理由は見当たらないが、これも一定のたるみ(スラック)の存在を指し示している…我々ができることは、最大雇用に向けてさらに後押しすることだ。我々はそれを行っており、失業率が4%を割り込む経済を展望している。」—ジェローム・パウエル、2017年11月28日

この発言は、イエレン前議長が重視していたテーマ(労働市場には引き続きたるみ(スラック)がある)やイエレン前議長の主張(金融政策当局は失業率以外の部分も見て米国経済の雇用拡大能力を判断しなければならない)を強く繰り返している。確かに状況は変わりうるが、パウエル議長のコメントから推測すると、方向性はイエレン氏と同様である。

## 共和党員

金融政策当局者を政党によって一般化することは難しい。FRB高官は中央銀行としての独立性を守るため、政策をいずれかの政党にすり寄せることを嫌う。しかし、実際には共和党は重要な複数の側面で民主党と異なっており、この違いは熟考の価値がある。

第1に、共和党は規制の恩恵に懐疑的な傾向があり、このため規制が少ないことを支持する傾向がある。この点については多々指摘されており、当社が加えるべき目新しい内容はさほどない。規制サイクルにおける現在の位置に加え、パウエル議長の方向性もあり、今後4年間に実施される新規制の数が過去4年間に実施された新規制の水準に近づくとは極めて考えにくい。



一方でこれはイエレン議長の下で策定された規制が巻き戻されることを示すわけではなく、またそうした展開にはならないだろう。その代わり、様々な新規制が生み出される時代は恐らく終わり、パウエル議長の下、規制は徐々に軽減されることになるだろう。

第2に、現在の議論にとって重要性が高い点は、共和党は政策決定でやや緩慢な傾向があることだ。FRBを過去数年間に比較的声高に批判してきた共和党員の一部は、FRBの行動が事前の計画から逸れた際に批判を集中させてきた。共和党はFRBがダイナミックな行動や即応的な行動をとることよりも、安定的で予測可能な行動をとる方を概して好んできた。予め設定されていた計画からFRBが逸脱すると、共和党の批判派は声を上げ、投資家や企業経営者を困惑させ、ひいてはリスクテキングに水を差し、経済成長を減速させる。FRBの逸脱が真に過剰反応であれば、あるいは経済指標のノイズに対する反応で不適切であるならば、批判派の論点はずれていない。しかし、こうした批判が極端な形になると、「FRB自体の不透明さが引き起こす不要な混乱を抑制するため、FRBは規則に縛られるべき」となる(FRB自身は、見通しや市況が変われば、それに伴って政策が変わることは適切だとし、こうした逸脱は必要だと主張している)。

パウエル議長が批判派のこうした強硬な議論を正当とはみておらず、厳格な規則に縛られる意向もないことは確かだが、パウエル議長の政策がイエレン前議長の政策よりも幾分緩慢になることはありそうだ。ごく短期であれば、FRBの政策が緩慢でもさほど物議は醸さない。イエレン氏が「緩やかな利上げ」の下地を築いているからであり、そこに支援材料となる経済指標が加わり、金融市場の環境も良好であれば、パウエル議長率いるFRBは少なくとも今後数回の四半期会合で利上げを継続することができるだろう。

しかし中期的には、こうした観測がより興味深いものとなるだろう。FRB議長の動きが比較的緩慢であれば、金融・経済状況の変化に対応する政策調整も幾分遅れることとなる。このため、パウエル議長の下でのFRBは経済見通しや利上げ予想を大幅・突然に変更することはないと予想する。これは良い方にも悪い方にも作用する。1月のリスク資産価格の急上昇は世界経済の上振れリスクに対する広範な再評価を連想させた。確かに、FRBは楽観論台頭の理由(米国の減税、米ドルの下落、世界経済の同時回復など)を把握しているが、市場で毎日売買する必要がある投資家とは異なり、FRBには直ちに反応する義務はない。

1月とは逆に、2月上旬のリスク資産価格の調整は金融環境の逼迫に対する懸念を引き起こしたが、FRBにはこの場合にも直ちに反応する義務はない。その代わり、FRBは今後も情勢のモニタリングを続け、ハードデータがいずれかの方向へ説得力を強めた場合のみ見通しを変更しよう。インフレ率が目標とする2%を下回っていることから、FRBが見通しの変更を慎重に徐々に進められる安全域は広がっている。

また、パウエル議長はFRBのインフレ目標の変更提案に懐疑的と思われる。最近、金融政策当局者の中でこの見直しへの関心が再び高まっている。インフレ目標を引き上げれば危機時にFRBが実質金利を引き下げる余地が拡大するとの見方や、名目GDP成長率をFRBの目標に採用すべきとする主張もある。また、インフレ目標を単一の数字ではなく範囲(例えば1.5~2.5%)に変更することを提唱する声もある。各アイデアには長所がそれぞれあるが、いずれもFRBに積極的変更を求めており、当社がパウエル議長について予想している緩慢さとは相いれない。

簡潔に言えば、当社は見通しが大幅に変わるのであればパウエル議長は最終的にはFRBの行動計画の変更で対応すると予想する。ただし、パウエル議長は政策決定がイエレン氏と比べて緩慢と考えられ、その意味ではやや共和党寄りになると予想する。また、この意味で、パウエル議長率いるFRBは過去4年間とは違う様相を呈する可能性がある。

## 今日の2つのトピック

イエレン前議長の業績とパウエル議長の見通しを踏まえたところで、投資家にとっていま重要な2つのトピックに目を向けよう。賃金上昇率や物価全般の見通し、向こう数年間のFRBの利上げ観測である。

### 賃金上昇と、より広範なインフレ率への影響

1月の雇用統計によると時間当たり平均賃金は前年比2.9%上昇し、2009年以降で最も高い伸びとなった。今回の雇用統計は、賃金の伸びが低い時期は終わったとする期待感を呼び起こす一方で、インフレ局面の接近に対する懸念も生み出している。これまでの賃金の伸びがいかに低かったかを勘案すれば、幾分上昇しても意外ではない。しかし、当社は低インフレ状況を著しく変えるほど賃金が上昇するかには懐疑的である。賃金が増してもインフレ率の全体的上昇を誘発しない状況は十分にあり得る。

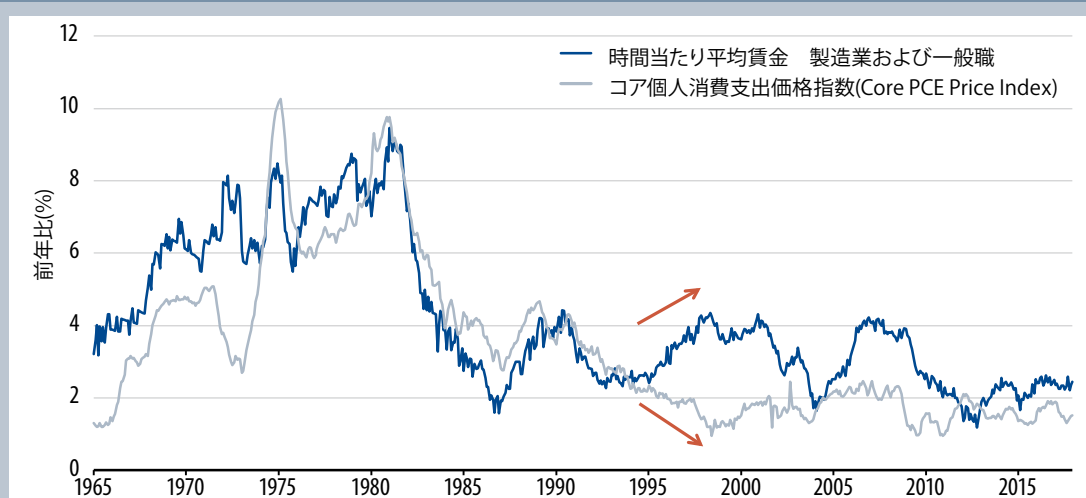
第1に、賃金上昇率にとって2.9%が真に「高い」のかを判断する際、一定の視点は役立つ。上記で引用した2014年の同じ記者会見で、イエレン氏は以下のように述べている。

「実際のところ、生産性の伸びとインフレ率2%があれば、継続的に[賃金の上昇]期待でき、恐らく賃金上昇率3~4%が正常となろう。これまでのところ賃金上昇率は2%で推移している。」—イエレン議長、2014年3月19日(太字は当社が付加)

直近の賃金上昇率は2.9%で、イエレン氏の言う「正常」範囲の下限にさえ達していない。

無論、「正常」水準は生産性にもある程度左右される。これがインフレ見通しに関して指摘したい第2の点である。賃金上昇が生産性向上と同時に起これば、広範なインフレ率に対する上昇圧力は(ひいき目に見ても)弱められる。同様の事態が1990年代半ばに起きた。1995年1月から1998年7月にかけて、賃金上昇は2.5%から4%超へ加速したが、同期間のコアPCEデフレーターは意外にも鈍化し、1998年には一時的に1%を割り込んだ(ちなみに、当時のグリーンズパンFRB議長はこの期間の利上げに反対し、生産性向上がデフレ要因だと主張し、後に先見の見解だったことが判明した)。最後に第3に、企業の高水準の利益が調整の別の側面を提供している。賃金上昇は利益の押し下げを意味し、必ずしも物価を押し上げない。賃金上昇の傾向が続き、特にそれが広範な物価上昇を引き起こさないのであれば、喜ばしい展開と考えられよう。

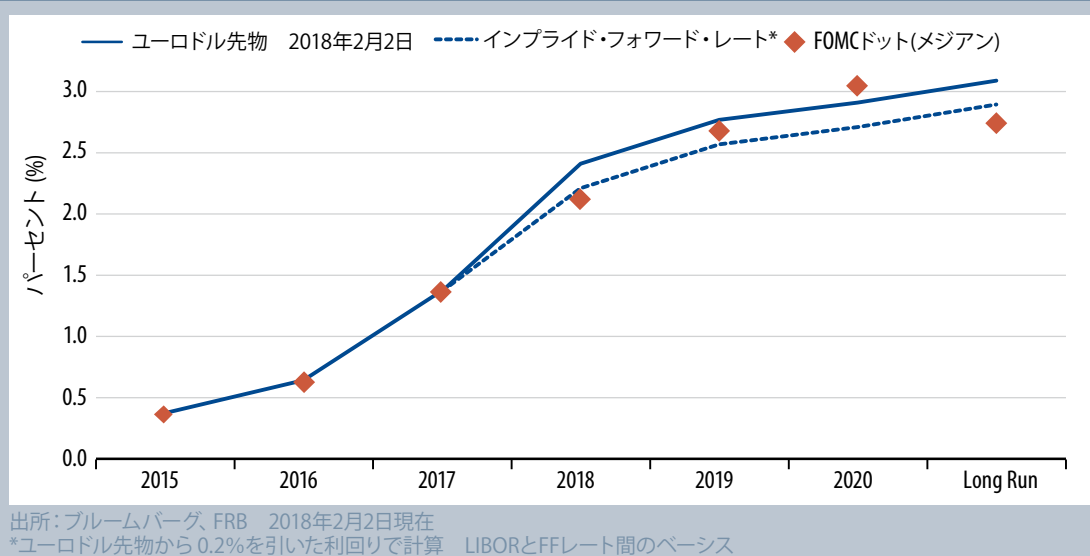
図表1  
賃金とコアPCEインフレ率



## FRB の利上げ観測

FRB の今後の利上げを巡る市場観測はここ数週間に大きく変わり、特に 2 月 3 日(金)に発表された 1 月の雇用統計を受けて頂点に達した。その動きはイーロドカーブの超短期ゾーンで顕著であり、市場が織り込む年内の利上げ回数は「2 度」から「3 度以上」へ完全にシフトした。この見直しは、より長期のゾーンでさらに顕著だった。1 月の雇用統計発表後、市場は FF 金利の誘導目標が 2019 年末までに 2.5%を超えることを織り込んだ。また、過去数年間はほとんどなかったことだが、同時期の市場観測は FRB 自身の 2020 年までの最終 FF 金利予想を上回るものとなった。

図表2  
FOMCと市場の利上げ期待水準



当社が見るところ、市場が織り込んでいる FRB の利上げ予想には楽観的な見方が強く現れている。それは、賃金上昇が持続するのみならず、全体的な物価上昇にもつながるとする楽観視を映し出している。また、米国内外の明るい景気モメンタムが向こう 3 年間も中断なく続くとする楽観的観測を反映している。その上、FRB 自身の最終 FF 金利予想を上回る水準を織り込むことにより、長期的な景気・物価の趨勢も FRB の予想を上回るとする楽観視を表している。当社も楽観的で、かねてより世界的な景気回復は持続可能と考えてきた。ただし、金利予想に織り込まれている目下の楽観論には注意が必要だ。

最後に指摘したいのは、この議論から得られる教訓は FRB の今後の利上げリスクはダウンサイドであることだ。イエレン前議長が退任前の最後の記者会見で表明した低インフレが「根深い」ことに対する懸念に加え、パウエル議長の対応が緩慢になることも予想され、政策金利の迅速な調整を後押しするとは考えにくい。

ウエスタン・アセットについての詳細は、当社ウェブサイト [www.westernasset.co.jp](http://www.westernasset.co.jp) をご覧ください。

© Western Asset Management Company 2018. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類：金融取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号：関東財務局長(金商)第 427 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)、一般社団法人投資信託協会