

大きく分かれる雇用・物価の評価

7月FOMC議事録

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 7月FOMC議事録によれば、6月会合時点で警戒していた雇用の急減速と英国民投票という2つの短期的リスクは、その後の雇用の強さや金融市場の落ち着きを受けて、後退したとみられている。
- しかし、雇用情勢とその物価への示唆を巡る評価は大きく分かれている。また、Brexit、脆弱な伊金融機関、中国の為替政策と債務問題など、海外経済・金融情勢への警戒が続いている。
- 最近の高官発言には、7月雇用統計を受けて一部ハト派の懸念が和らいでいる様子が見て取れる。しかし物価指標は弱く、短期金融市場のタイト化もみられる。利上げへのハードルは依然高い。

7月26・27日の連邦公開市場委員会 (FOMC) に関する議事録が公表された (8月17日)。議事録のうち、金融政策に関する部分に着目すると、ポイントは2つある。

第1のポイントは、声明文に示されていた「短期的リスクの後退」という文言の背景が明らかになった点である。議事録によれば、前回6月のFOMCは、5月雇用統計が示した①雇用の急減速と②英国民投票の2つを、差し迫る短期的リスクの源泉として警戒していた。まず①については、その後の6月雇用統計によって、非農業部門雇用者数が力強い伸びとなり、また6月FOMCでハト派が注目していた労働参加率と経済的理由によるパートタイム労働者数も持ち直したことが示された。これを受け、7月FOMCは「雇用情勢の堅調さは失われておらず、労働市場の緩みは減少している」との判断で一致した。

次に②については、EU離脱 (Brexit) を決めた英国民投票で一時不安定化した国際金融市場が、その後急速に落ち着きを取り戻したことを受けて、ほとんどの投票メンバーが「ショックに対する国際金融市場の頑健性が見て取れる」との判断を示した。

こうした雇用の持ち直しと金融市場の安定化により、7月FOMCは声明文に「短期的リスクが後退」との判断を示した。しかし、差し迫ったリスクが無くなったとは言え、警戒は怠れないとするFOMC参加者が多い。それが議事録の第2のポイントであり、7月声明文で「リスクは均衡」との判断が示されなかった理由と考えられる。

具体的にはまず、雇用情勢とその物価情勢への示唆を巡る評価が、FOMC参加者の間で大きく分かれている点である。勢いを取り戻した雇用情勢を受けて、7月FOMCでの利上げを迫る、あるいは利上げが近いと考えるタカ派がいたものの、多くの参加者は「経済活動及び労働市場の基調的なモメンタムと、インフレ率が予想通りに2%の目標に向かって徐々に高まり続けるのかどうかを見極めるために、様子見が必要」との判断を示した。投票メンバーの討議でも同様の結論となった。

7月FOMCにおいてハト派が指摘したのは、労働市場には緩みが残っているとした上で、その減少テン

ポが鈍化している点である。「2016年初と比べると、失業率、経済的理由によるパートタイム労働者数、就業率、労働参加率、あるいは求人率及び離職率の動きに、ほとんど変化がない」という。

また、「雇用情勢の強まりに対してインフレ率が反応しているという証拠はほとんどない」、「自然失業率や、雇用情勢に対するインフレ率の反応度合いは、多くの推定値よりも低いのではないか」との意見が示された。「長期インフレ期待等を示す指標が依然として低く留まり、海外からのディスインフレ圧力が持続する蓋然性を踏まえると、インフレ見通し上のリスクは下向き」とする参加者もいる。

こうしたハト派は、「望ましくないインフレ圧力の高まりを回避するには、もっと緩やかな雇用の伸びが必要」と信じるようになっているタカ派とは全く相容れない。

次に、海外経済・金融情勢に対する警戒が続いている点である。混乱がいったん収まったとはいえ、Brexitによって今後、英国及びユーロ圏の景気が下振れる可能性が指摘されている。さらに、ほとんどのFOMC参加者が、長期にわたるとみられるBrexit交渉によって、欧州の政治的・経済的不透明感が高まりリスクを指摘した。また、一部欧州金融機関の資本不足・不良債権問題や、中国の為替政策の不透明感や債務の積み上がりへの懸念もみられる。

一方、最近の一部FOMC関係者の発言には、ハト派の懸念が和らいでいる様子が伺える。ダドレー・ニューヨーク連銀総裁は、7月31日には「Brexitショックや米大統領選を含む問題を踏まえると、利上げを急ぐ必要はない。利上げが遅れてしまうリスクに比べると、利上げが早過ぎるリスクに、もう少し慎重である必要がある」と述べていた。しかし8月16日には「一段の利上げが必要な時期が近づいている」と発言するようになった。同日、ロックハート・アトランタ連銀総裁も「仮に今日、会合が開かれれば、経済指標は利上げの是非をめぐる真剣な話し合いを正当化するだろう」と発言している。

こうした彼らの発言の背景には、7月雇用統計も強い内容となったことが挙げられる。また非公式統計ではあるが、連邦準備制度理事会（FRB）が公表している労働市場コンディション指数（Labor Market Condition Index、LMCI）が7月に改善したことも指摘できる。LMCIは19の雇用関連指標から雇用情勢の全般的な改善度合いを測るために開発された指数であり、7月は+1.0Ptと7か月ぶりに上昇した。これは「労働市場の緩みの減少ペースが緩んでいる」（上述）というハト派の懸念を和らげる動きである。

もっとも、データ・ディペンデントな政策運営である以上、経済指標や金融市場の動きによってFOMC関係者の意見が振り子のように振れるのは避けられず、上記発言に重きを置くのは時期尚早である。そもそも低インフレという課題は変わらず、また短期金融市場では、10月に始まるMMF新規制を前に流動性がひっ迫、短期金利が上昇している（議事録でも、翌日物リバースレポに対する需要増の一因として、同規制の影響が報告されている）。

さらに、「極めて低い中立金利（実質均衡金利）」という、国際金融危機後に金融政策が直面するようになった新たな課題への対応も真剣に考える時期にきたようだ。議事録では「長期の金融政策運営に関するフレームワーク」が議論されたことが示され、8月25-27日に開催されるジャクソンホール・カンファレンスのテーマも「将来に向けた頑健な金融政策フレームワークの設計」である。名目GDPターゲティング（ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁）など、新たなフレームワークは中期的課題とされるが、足元の金融政策運営にも「極めて低い中立金利」への配慮が欠かせない。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。