



## ウォーシュ新議長就任で変わるFRBの金融政策

客員研究員  
古金 義洋

### ○昨年までの米国企業の雇用抑制姿勢が一段落し、3月以降、雇用は増加している

米国経済は堅調に推移している。中東情勢悪化に伴う3月以降の原油・ガソリン価格高騰が景気を下押しするのではないかと懸念されたが、実際には、昨年以降、停滞が続いていた雇用が3月以降、上向いた。米国景気の底堅さが確認された形だ。

米雇用統計によれば、5月の雇用者数は前月比17.2万人増加した。3～5月の3か月間でみても雇用者数は月平均18.8万人増加し、伸び悩んでいたそれ以前の3か月（昨年12月～2月の同0.4万人減）に比べ、しっかりとした増加傾向になった。ワールドカップ開催で娯楽産業の雇用が増えたという見方もあるが、実際には、製造業、建設業、物流、人材派遣など幅広い産業で雇用が増えている。

昨年1年間の雇用増加は、月平均1.0万人とほとんど増加していなかった。しかも、昨年中の雇用を支えたのは、景気の動きにほとんど左右されないヘルスケア産業であり、他の産業の雇用はむしろ減少していた。

昨年中の雇用伸び悩みは、米企業がトランプ大統領の関税政策の不確実性から雇用の抑制を続けたためだと思われる。ここへきての雇用状況の様変わりぶりは驚きだが、昨年中の雇用抑制で、企業にとっては人手が不足する状況となり、その反動から、米企業は採用活動を進めているのではないかとと思われる。

実際、5月のISM製造業景況指数のなかの雇用指数をみると48.6と2025年平均の45.7を上回っているものの、50を下回り、企業は依然として雇用に対して消極的だ。同非製造

業景況指数のなかの雇用指数も47.9と2025年平均の49.0に比べ悪化している。これをみると、企業がさほど雇用活動を積極化しているようにはみえない。

中東情勢の悪化による原油・ガソリン価格高騰にもかかわらず、雇用が悪化していないのは、日本や欧州と違って、米国がエネルギーを自給できており、原油価格上昇が所得の海外流出につながらないという点が影響している可能性がある。

原油・ガソリン高は米国の多くの消費者にとっては、実質賃金を下落させるため、マインドを悪化させる要因になる。反面、エネルギー関連企業を含む米企業全体にとっては、短期的に利益を高める要因になる可能性がある。

ガソリン高は今後、米国の個人消費を減退させるおそれがあるが、現時点では、個人消費は株高の資産効果などによって底堅い。5月の小売売上高は前月比0.9%増と、同月の財の消費者物価の伸び（前月比0.8%上昇）をわずかながら上回った。

昨年の雇用抑制に伴う人件費削減で米国企業の利益は増加し、企業の景況感底堅く推移している。その結果として、企業の雇用マインドの慎重姿勢は幾分和らいでいるのではないかとみられる。

企業の雇用抑制が一段落となり、雇用が緩やかながら増加に転じ始めたことは、金融政策に大きな影響を及ぼす。

FRBがインフレ目標として掲げているコアPCE（個人消費支出）デフレーターは、2021年3月以来、目標の2%を上回り続けて



いる。ここまでFRBがインフレ率を2%に戻すための金融引き締めに慎重な姿勢を示してきたのは、雇用が下振れするおそれがあったことが一因だ。

実際、1960年代以降の米国の雇用と景気循環の関係をみると、雇用の年率増加率が1%を下回る局面では、米国景気はリセッション入りしていた(図1参照)。5月の雇用者数前年比は0.3%と1%割れ状態が続いているが、3~5月の3か月間(月平均18.8万人増)の年率増加率は1.4%と危機ラインを脱した感もある。

物価安定と雇用最大化を責務とするFRBにとって、雇用下振れリスクが低下し、一方で目標を上回り続けている物価が原油高によって一段と上振れするリスクが高まるようなら、利上げの可能性が高くなる。

### ○FOMCではウォーシュ新FRB議長のインフレ重視姿勢が確認された

6月16~17日のFOMC(米連邦公開市場委員会)は、政策金利であるFF金利の誘導水準を3.5~3.75%に据え置いた。今回のFOMCは、ウォーシュ新FRB議長の下での初会合となった。

ウォーシュ氏は利下げを望むトランプ大統領の指名を受けてFRB議長となっただけに、政治的な利下げ圧力にさらされ、原油高によるインフレ懸念が高まるなかにあっても利下げを志向するのではないかとの懸念もあったが、そうした懸念は杞憂に終わった。

だが、いくつかの大きな

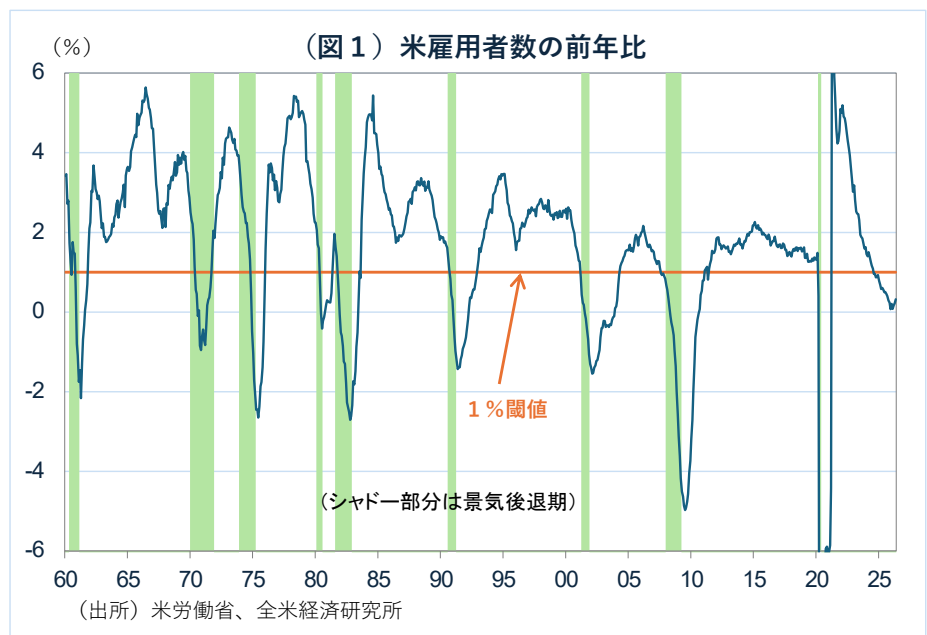
変化がみられた。

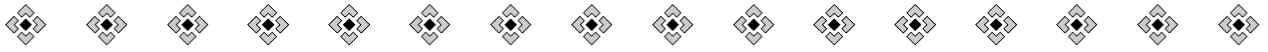
まず、FOMC声明文は短く、簡潔なものとなった。

声明文のなかで、金融政策運営の方向性を市場に伝えるフォワード・ガイダンスに関しては、追加の金利調整(緩和バイアス)を意味する「金利誘導目標レンジに対する追加的調整の程度とタイミングを検討する上で、委員会は今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極める」との文言が削除された。

また、声明文では、経済活動に関し「中東紛争に一部起因する高い不確実性があるにもかかわらず、堅調なペースで拡大しつつある。生産性の伸びと設備投資は力強い。雇用の伸びは労働力に見合うペースを維持しており、失業率はほぼ変わっていない」と述べた。

このなかで注目されるのは、前回のFOMC声明文になかった、生産性についての記述が加わったことだ。ウォーシュ議長はAI革命による生産性向上が米国経済の競争力を強め、インフレ抑制要因となるとの見解を示し





ている。

現在、経済統計などで確認できる労働生産性の伸びの加速は、AI革命の影響というより、昨年以降、トランプ政権の関税政策の不確実性から、米国企業が雇用抑制の動きを強めたことが原因とみられるが、今後、AI革命の影響が本当にインフレ抑制要因になるかどうかについては注目される。

さらに、短縮化された声明文のなかでも、インフレについての記述に比較的多くの部分が割かれた。

声明文では「インフレは委員会の2%目標に比べて高止まりしており、それはエネルギーを含む一部の分野で価格上昇を引き起こしている供給ショックを一部反映している。委員会は物価安定を実現させる」と述べ、インフレ抑制を重視する姿勢が再確認された。

### ○フォワード・ガイダンスやドットチャート公表は、現在の状況に適していない

一方、FRB改革を掲げるウォーシュ議長は、FOMC会合後の記者会見で、①FRBのコミュニケーションの形式と機能の改善、②FRBのバランスシート政策の見直し、③既存のデータ収集方法の改善、④変革の時代における生産性と雇用の検証、⑤FRBのインフレ枠組みの見直し、の5分野について検証するタスクフォース（作業部会）を設け、これらについて見直す姿勢を示した。

記者会見で、ウォーシュ議長は、フォワード・ガイダンスが現在の政策状況に適していないため停止したこと、ドットチャートなどへの自らの経済・金利予測を提出していないことを明らかにした。

今回発表されたドットチャートは、ウォーシュ議長を除く他の18名のメンバーの金利見通しを示したもののだが、年内1回利上げが3

名、2回利上げが5名、3回利上げが1名で、これに対して据え置きが8名、1回利下げが1名となり、予想は上下に分かれた。

ウォーシュ議長がフォワード・ガイダンスやドットチャート公表に否定的な点に関しては、金融市場関係者のなかでも、市場との対話が十分でなくなるという点を問題視する向きがないわけではない。フォワード・ガイダンスやドットチャート公表が停止されれば、金融政策の透明性が薄れ、政策の予見可能性が低下するという見方もある。

だが、それらの政策が実施された経緯を振り返ると、ウォーシュ議長の指摘通り、それらが「現在の状況に適していない」ことは理解できる。

フォワード・ガイダンス、ドットチャート公表のほか、やはりウォーシュ議長が批判するFRBのバランスシート拡大による量的金融緩和政策など、非伝統的な金融緩和政策は、リーマンショック以降のデフレ状況に対応して導入された政策だ。それを現在のインフレ局面で継続することについては、むしろ問題があると言わざるをえない。

FRBを含め各国中央銀行がこうした非伝統的な金融緩和政策を導入したのは、リーマンショック後の先進国経済が、企業の設備投資意欲低下や人口減少などによる潜在成長率低下によって、構造的な長期停滞状況に陥り、自然利子率（経済がインフレにもデフレにもならない実質金利の理論的な均衡水準）が大きく低下したという見方が強まったためだ。

米国のインフレ率（PCEデフレーター前年比）は、2015年に一時、ゼロまで低下したが、仮に、自然利子率がゼロないしマイナス圏に低下し、しかもインフレ率がゼロだとすれば、名目中立金利（＝自然利子率＋インフレ率）もゼロないしマイナスになる。



仮に、名目中立金利がマイナスになっているとすれば、景気刺激のために金融緩和しようとしても、通常、金利はゼロまでしか引き下げることができないため、景気刺激ができない。デフレ状況の下では、こうした「ゼロ金利制約」のため、伝統的な政策金利の操作だけでは、十分な景気刺激策を実施することができなくなる。

ゼロ金利制約に直面したFRBは、景気刺激のため、ゼロ金利政策を長期にわたって続けるとの意思を表明することで長期金利を下げようという目的のフォワード・ガイダンスや量的金融緩和政策など非伝統的金融緩和政策を導入する必要があった。

2008年12月のFOMCでは、リーマンショック後の金融危機に対応するため、FF金利の誘導水準を0～0.25%に引き下げるとともに、フォワード・ガイダンスとして、FOMC声明文で「経済の低迷により、極めて低い金利水準が『当分の間 (for some time)』正当化されると予想している」と述べた。

ドットチャートの公表は、2012年1月に始まった。当時のバーナンキ議長が金融政策の透明性を高め、市場との対話を強化する目的で始めたとも言われるが、もともとはフォワード・ガイダンスの一環として、ゼロ金利政策を長期にわたって続けるとの意思を表明することで、長期金利を引き下げる意図があったと考えられる。

実際、米10年国債利回りなど長期金利は、タームプレミアムが通常の状態では考えにくいマイナス域に落

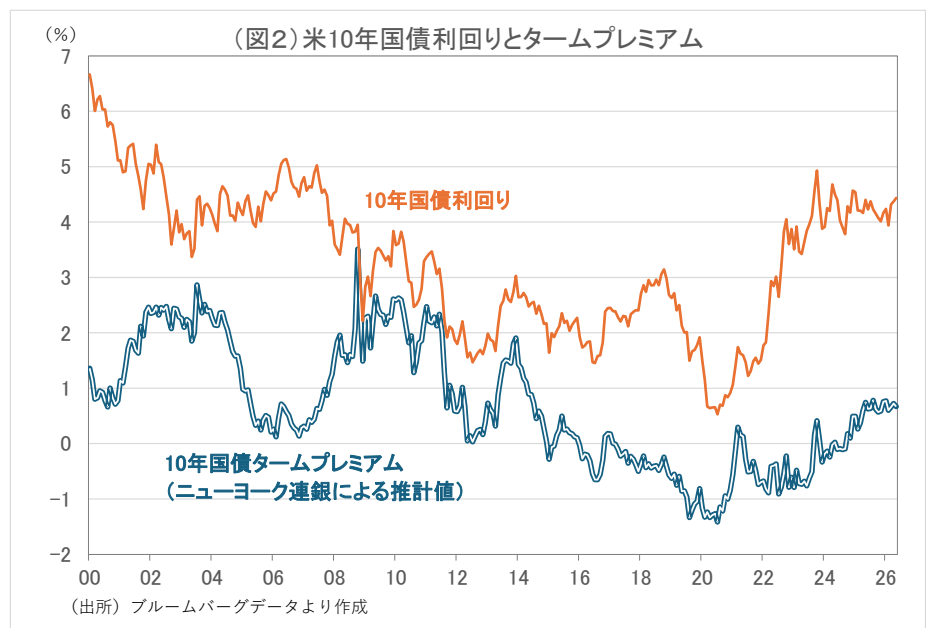
ち込んだことにより、低下した（図2参照）。

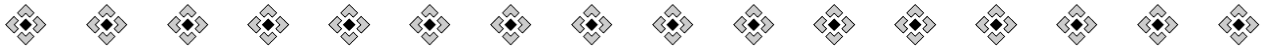
タームプレミアムとは、投資家が短期債を連続して保有する代わりに、より期間の長い債券（長期債）を保有することによって負う、価格変動リスクやインフレリスクなどの見合いで要求する上乗せ利回りのことだ。例えば、10年債利回りは、今後10年間の短期金利の平均値にタームプレミアムを足した数字になる。

したがって、タームプレミアムはプラスの数値になるのが普通だが、2010年代半ばから2024年頃にかけてはマイナス域で推移した。

米10年国債利回りは、2000～08年の平均値が4.54%、09年～直近26年5月の平均値が2.66%で、リーマンショックを境に10年国債利回りは1.87%低下した。

一方、ニューヨーク連銀の推計によるタームプレミアムは2000～08年の平均値が1.42%、09年～直近26年5月の平均値が0.29%で1.13%低下した。10年国債利回りの低下幅のうち6割がタームプレミアムの低下によるものだったということになる。





だが、経済がデフレ状況からインフレ状況に変化し、FRBなど中央銀行がゼロ金利制約の問題に直面することもなくなると、ゼロ金利制約への対応という、フォワード・ガイダンスの意義は薄れる。

それは、単に当局が先行きをどうみているかを金融市場に伝えるだけのツールにすぎなくなる。見通しが正確であれば良いが、間違っていれば市場を誤導することにもなる。

また、あらかじめ政策の方向性を示し、それを約束しようとするのは、自らの機動的な政策の転換を難しくするおそれもある。

実際、パウエル前FRB議長は、コロナショックによる供給制約で、2021年の初めから物価上昇率が高まり始めていたにもかかわらず、この物価上昇が一時的との見方に固執し、ゼロ金利政策を維持して、インフレ対応で後手に回った。

当時、FOMC声明のなかで示されていたフォワード・ガイダンスは「最大雇用と物価安定の目標に向けて、著しくさらなる進展 (substantial further progress) がなされるまで、現在のFF金利のゼロ～0.25%の誘導目標を維持することを期待する」というものだった。

誤った政策判断でインフレが黙認されると、民間投資家のなかでも政府の財政規律が緩んだり、インフレが高まったりすることを警戒する、いわゆる「債券自警団」が債券を売却し、市場金利が上昇して政策金利の引き上げを催促するなど、金融市場には政策が間違っていれば、それを正そうとする機能がある。

だが、2021年の初めから物価上昇率が急上昇していたにもかかわらず、ゼロ金利政策が解除されたのは、約1年後の2022年3月だった。

当時、金融市場には「FEDに逆らうな」との格言もあり、当局の見方が間違っているとしても、その見方に逆らうことはしにくかったのではないかと思われる。また、政策の方向性を約束するフォワード・ガイダンスがなければ、より機動的にゼロ金利政策を見直すことができた可能性もあったのではないかと思われる。

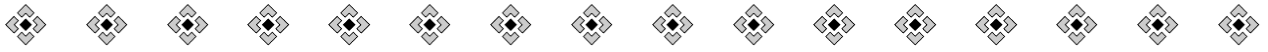
今回、ウォーシュ議長がフォワード・ガイダンス停止に踏み切ったことは適切な措置だったと考えられる。

### ○フォワード・ガイダンスなどによる長期金利低下効果が薄れれば、米10年国債利回りは大幅に上昇するおそれ

ウォーシュ議長は、トランプ大統領の政治的な利下げ圧力やAIによる生産性上昇が物価を抑制する効果に注目し、利下げを優先するのではないかという見方もあった。だが、少なくとも足元の経済状況は、原油価格高騰によるエネルギーを中心とした物価上昇が他の分野に波及するのを警戒しなければならない状況だ。

米・イラン暫定合意でホルムズ海峡封鎖が解かれたことから、原油価格は反落し、インフレの源泉が解消されるという見方もある。だが、湾岸産油国からの原油供給がすぐに急回復するわけではなく、一方で、米国ではドライブシーズンに伴うガソリン需要の高まりに加えて、3月以降急速に減少した備蓄など原油在庫を元に戻すための各国の原油需要も増加が見込まれる。しばらくの間は、世界の原油需給は供給不足の状態が続き、原油価格は高止まりする可能性が高い。

一方、米国内では、雇用が回復し始めたことから、伸び悩んでいた賃金上昇率が高まっていく可能性がある。物価と賃金がスパイラ



ル的に上昇していく兆しがでてくれば、金融政策は引き締めにかざるをえない。

エネルギー価格上昇が他の分野に波及したり、雇用増加に伴って伸び悩んでいた賃金上昇率が高まったりする状況になった場合、早ければ9月利上げの可能性はある。

一方、フォワード・ガイダンスや量的金融緩和政策などの非伝統的金融緩和政策を否定するウォーシュ議長の姿勢は、低下しすぎた感のあるタームプレミアムを正常なレベルに押し上げる可能性がある。ニューヨーク連銀が試算する6月16日時点のタームプレミアムは0.59%だが、2000～2008年のタームプレミアムは平均1.42%と高かった。

フォワード・ガイダンスなどによるタームプレミアム押し下げ効果が小さくなり、2000～08年並みのタームプレミアムになるとすれば、米10年国債利回りは0.8%ポイント程度上昇し、米10年国債利回りは5%を超える計算になる。

タームプレミアムの上昇による米長期金利上昇が日本などにも波及し、世界経済への予想外の引き締め効果を生むおそれがある点に注意が必要だ。

以上