

市川レポート (No.78)

イエレン議長の真意を探る

- イエレン議長の22日の講演は必ずしも年内に利上げをするという内容ではない。
- 労働市場には緩みが残り、景気と物価は「足元慎重、先行き楽観」の見方を維持。
- 真意は市場に年内利上げの「可能性を意識」させ、安易な期待をけん制すること。

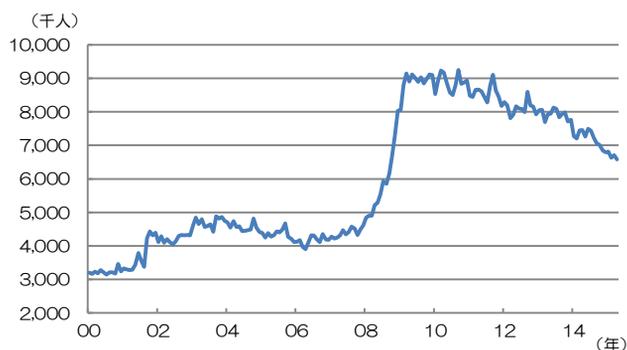
イエレン議長の22日の講演は必ずしも年内に利上げをするという内容ではない

米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長は5月22日、米ロードアイランド州で経済見通しに関する講演を行いました。同日に発表された4月の米消費者物価指数（CPI）の伸びが拡大していたことに加え、講演では条件付きながらも「年内のある時点で（at some point this year）最初の利上げを行うことが適切」と述べられたことから、この日の米金融市場は株安、ドル高、国債利回り上昇（価格は低下）で反応しました。ただ講演の原稿全体をよく読むと、必ずしも年内に利上げをするという内容ではなく、それ以上に金融政策に対するイエレン議長の強い思いが窺えます。

労働市場には緩みが残り、景気と物価は「足元慎重、先行き楽観」の見方を維持

講演では労働市場、景気、物価、そして金融政策に関する見解が示されました。前半は労働市場についての部分で、「おそらく失業率は労働市場における緩み（slack）の度合いを完全には捉えていないであろう」、「フルタイム職が見つからないためにパートタイム職に就いている者が大勢おり（図表1）、この多くは労働市場の緩みの象徴と思われる」、「失望するほど低い賃金の伸びは労働市場の完全な回復を示唆していない」など、従来の慎重な見方が維持されました。また中盤では景気と物価の見通しについて述べられていましたが、基本的には4月の米連邦公開市場委員会（FOMC）やFOMC議事要旨で示されたものと相違なく、「足元慎重、先行き楽観」の見方に変わりはありませんでした。

【図表1：米国におけるパートタイマーの推移】



(注) データ期間は2000年1月から2015年4月。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

真意は市場に年内利上げの「可能性を意識」させ、安易な期待をけん制すること

そして後半が金融政策について述べた部分になります。はじめに「金融政策の決定から実体経済にその効果が表れるまで著しい時間差があるため、将来を見据えて（in a forward-looking manner）政策決定をしなければならない」、「失業率や物価が目標に達するまで金融引き締めを遅らせると、景気過熱のリスクにつながりかねない」と主張しており、ここにイエレン議長の真意があるように思われます。この後に、前述の「年内のある時点で最初の利上げを行うことが適切」という文言が続きますが、利上げの意向が強すぎないよう「想定通りに景気の回復が続いた場合は」という条件が付いています。

さらにFOMC声明のフォワードガイダンスで示される利上げの2条件（①労働市場のさらなる改善、②物価上昇率が中期的に2%の目標に戻っていくとの合理的な確信）が記載され、また利上げ後について「金融正常化のペースは緩やかなものになることが予想される」、「フェデラルファンド（FF）金利が正常の水準に戻るには数年（several years）を要する」と付記されています。

今回の講演におけるイエレン議長の真意は、金融政策の特性と後手に回るリスクに言及し、市場に年内利上げの「可能性を意識」させることで、安易な緩和継続期待と過度なリスクオン（選好）をけん制することにあつたように思われます。ただその一方で、利上げに対する過剰な警戒が強まらないよう、改めてフォワードガイダンスを引用して利上げペースにも触れ、急速な利上げが織り込まれないよう慎重にバランスを保つことに配慮したと考えます。市場では利上げ開始を年明け以降とみる向きもありますが、上記の諸点を踏まえると年内利上げの可能性は十分あると思われれます。引き続き利上げについては、早ければ9月16、17日開催のFOMCで決定されると予想します。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会