

# 第一生命経済研究所レポート selection

2016年6月16日

団体年金事業部

## 米国 F R Bは労働市場の変化を警戒し様子見 (16年6月14、15日 F O M C速報) ～ F O M C参加者は、F F金利見通しを一段と引き下げ～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の桂畑主任エコノミストによる「米国 F R Bは労働市場の変化を警戒し様子見(16年6月14、15日 F O M C速報)～ F O M C参加者は、F F金利見通しを一段と引き下げ～」をお届けいたします。(別添参照)

以上

# Fed Watching

米国 F R B は労働市場の変化を警戒し様子見

(16年6月14、15日 F O M C 速報)

発表日：2016年6月15日（水）

～F O M C 参加者は、F F 金利見通しを一段と引き下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治  
03-5221-5001

## ○ 今回、政策金利を据え置き、償還債券の再投資を継続

**F R B は景気判断を上方修正し、経済成長の再加速を指摘も雇用の増加ペース鈍化が懸念要因に**

6月14、15日に開催されたF O M Cで、F R Bは予想通り政策変更を行わなかった。政策金利であるF F レート誘導目標レンジを0.25～0.50%に据え置いた。3、4月のF O M Cで25bpの利上げを主張し、反対票を投じたジョージ・カンザスシティ連銀総裁も今回は賛成に回ったことで、賛成10、反対ゼロの全会一致での決定となった。また、償還債券の再投資を継続することも決定された。これによりバランスシートの水準が維持される。

F O M Cの総意を示す声明文は、予想通り大きな変更はなかった。景気の現状判断は、今回「経済活動が加速したように見える」と上方修正された一方で、「労働市場の改善ペースは鈍化したことを示している」と労働市場の現状判断が下方修正された。ただし、「労働市場は強まる」との見通しを示した。イエレンF R B議長は記者会見で「最近の労働市場データは失望を誘う内容だったが、1、2カ月分の指標に過剰反応しないことが重要であり、委員会は引き続き、労働市場が今後数年間さらに強まると予想している」とし、労働市場の現状判断の下方修正が過度に悲観的な見方を高めないように配慮した。

インフレ判断では、現状「これまでのエネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格の下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた」と変わらなかったものの、市場ベースの期待インフレを示す指標は「低下した」と下方修正された。また、調査ベースでは「大部分の調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は最近数カ月総じて小幅の変化にとどまった」と一部の統計が下振れたことを受け大部分の調査としており、F O M C参加者は再びインフレへの警戒を強めている可能性がある。

F O M C参加者の（ばらばらな前提に基づく）F F 金利予測では、16年の中央値となっている年2回の利上げ予想は、前回3月と同様に9人だった。ただし、16年1回の利上げを予想している参加者が6人と前回の1人から大幅に増えた。また、17年の中央値は1.625%（前回3月1.875%）、18年は2.375%（前回3月3.00%）、長期が3.00%（前回3月3.25%）にそれぞれ引き下げられた。一方で、経済見通しは微修正にとどまっているように、利上げペースを遅らせることで、経済成長が支えられると予想を変更しており、現時点では全体的にハト派にシフトしていることが窺える。

F O M Cの見通しのリスク判断では、前回と同様に金融環境の改善傾向など外部要因によるリスクが小さくなったと判断しているとみられる。ただし、引き続きインフレ、

世界の経済・金融の動向を注視するとしたほか、イエレン議長は記者会見で労働市場も注視しているとした。そのような中で、FOMCの予想に対するリスク判断を声明文に復活させることは、引き続き見送られた。リスクが安定しているかどうか、全体の判断ができない状況が続いている模様だ。7月の利上げを完全に否定するものではないが、否定的な参加者が多いことを示唆している。実際、雇用の増加ペースの回復を確認するためには数か月分の統計を見る必要があり、利上げの後ずれは避けられないだろう。

利上げの条件として、イエレン議長は「消費支出は上向いたとの非常に力強い確証を得ていたが、労働市場が減速したように見え、われわれは経済の基調的な勢いが衰えていないことを確認する必要がある。このために労働市場の一段の改善に十分なペースで雇用創出が継続すること、われわれの予想に沿って成長が上向いていること」の確認を挙げた。

利上げ時期については、イエレン議長は「経済指標をみる必要があり、時期について事前に特定することはできない。確認できる時期は分からない」とし、これまでと同様に、「毎回の会合で利上げを行う可能性がある」とした。イエレン議長は5月に今後数か月で利上げが適切になると時期について発言したが、雇用の増加ペースの大幅な減速を受けて、慎重に転じている。

今後の金融政策見通しに関しては、政策に事前設定された軌道はないとして、金融政策の決定はデータ次第との姿勢を維持している。FOMC参加者の多くは、目先慎重な見方を示すものの、7月のFOMCまでには多くのデータが入手できることから、7月利上げの可能性を否定しないだろう。しかし、FRBは足元でリスクマネージメントを強化するなかで、政策の非対称性を重視しており、金融市場の安定の継続だけでなく、経済成長率の再加速や雇用の拡大基調の改善が確認できるまで、様子見を続けると予想される。GDP成長率は、個人消費の鈍化などによって1～3月期に低い伸びとなったものの、4～6月期には個人消費の加速などにより改善が予想される。ただ、経済成長の持続性に確信を持つために雇用の増加ペースの持ち直しを確認する必要がある、6月雇用統計だけ判断することは困難とみられる。金融市場の急激な変動がなければ、7、8月分で雇用の増加ペースの持ち直しが確認できるとみられることから、FRBは9月に利上げを決定すると予想される。

## 【FOMC委員による経済予測 16年6月】

(図表) FOMC参加者の経済予測：16年6月

	2016年		2017年		2018年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値	
		前回		前回		前回		前回
実質GDP	2.0	2.2	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.8	4.8
PCEデフレーター	1.4	1.2	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.7	1.6	1.9	1.8	2.0	2.0		
Fフレート	0.9	0.9	1.6	1.9	2.4	3.0	3.0	3.3

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率。  
失業率は10～12月期の平均値。

## 【FOMC委員によるFF金利予想中央値の推移】

FOMC委員のFF金利予想中央値（％）

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	長期
2016年6月		0.875	1.625	2.375	3.000
2016年3月		0.875	1.875	3.000	3.250
2015年12月	0.375	1.375	2.375	3.250	3.500
2015年9月	0.375	1.375	2.625	3.375	3.500
2015年6月	0.625	1.625	2.875		3.750
2015年3月	0.625	1.875	3.125		3.750
2014年12月	1.125	2.500	3.625		3.750
2014年9月	1.375	2.875	3.750		3.750

（出所）FRB

## 【ドットチャート】

FOMC委員のFF金利予想（2016年3月）

（％）	16年末	17年末	18年末	長期
0.125				
0.25				
0.375				
0.5				
0.625	1			
0.75	9			
0.875				
1				
1.125	3			
1.25				
1.375	4			
1.5				
1.625		4		
1.75		5		
1.875				
2				
2.125		3	1	
2.25				
2.375		3	2	
2.5			1	
2.625		1	1	
2.75		1		
2.875			3	
3			1	5
3.125			3	
3.25			2	7
3.375			2	
3.5				2
3.625				
3.75				2
3.875			1	
4				1



FOMC委員のFF金利予想（2016年6月）

（％）	16年末	17年末	18年末	長期
0.125				
0.25				
0.375				
0.5				
0.625	6	1	1	
0.75	9			
0.875				
1				
1.125	1			
1.25				
1.375	1	6		
1.5				
1.625		4		
1.75		3		
1.875				
2				
2.125		1	4	
2.25		1		
2.375		1	5	
2.5				
2.625			1	
2.75				3
2.875			3	
3			1	6
3.125				
3.25			1	4
3.375			1	
3.5				1
3.625				
3.75				2
3.875				
4				

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ○16年6月14,15日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

4月の会合以降に入手した情報は、経済活動が加速したように見える一方で、労働市場の改善ペースは鈍化したことを示している。家計支出は堅調な伸びになった。年初以来、住宅セクターは改善を続け、純輸出の足かせは弱まったように見える。しかし、企業の設備投資は鈍化した。インフレは、これまでのエネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格の下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は低下した。大部分の調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は最近数カ月総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は、力強さを増すと予想している。インフレ率はエネルギー価格のこれまでの下落を一部反映して短期的に低いままとなるが、労働市場が一段と強まり、エネルギー価格や輸入物価の過去の下落による一時的な影響がなくなるにつれ、中期的には2%に向けて徐々に上昇すると予想している。委員会は引き続きインフレ指標、世界の経済・金融の動向を注視する。

委員会は、このような状況によってFF金利目標の誘導レンジを0.25-0.50%に維持することを決定した。今回の引き上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況の一段の改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、スタンレー・フィッシャー、エスター・ジョージ、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、エリック・ローゼンバーグ、ダニエル・タルーロ。

## ○16年4月26,27日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

3月の会合以降に入手した情報は、経済活動が減速したようにみえるなかでさえ、労働市場はさらに改善したことを示している。実質所得が堅調に伸びたうえ、消費者マインドが高い水準を維持したが、家計支出は緩やかな伸びになった。年初以来、住宅セクターはさらに改善した。しかし、企業の設備投資や純輸出は鈍化した。強い雇用の増加を含む最近の広範な指標は、労働市場の強さが増していることを示している。インフレは、これまでのエネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格の下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いままであり、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は最近数カ月総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想している。インフレ率はエネルギー価格のこれまでの下落を一部反映して短期的に低いままとなるが、労働市場が一段と強まり、エネルギー価格や輸入物価の下落による一時的な影響がなくなるにつれ、中期的には2%に向けて徐々に上昇すると予想している。委員会は引き続きインフレ指標、世界の経済・金融の動向を注視する。

委員会は、このような状況によってFF金利目標の誘導レンジを0.25-0.50%に維持することを決定した。今回の引き上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況の一段の改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、スタンレー・フィッシャー、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、エリック・ローゼンバーグ、ダニエル・タルーロ。反対したのはエスター・ジョージ、今会合でFF誘導目標のレンジを0.50~0.75%に引き上げることが好ましいとした。

## ○16年3月15,16日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

1月の会合以降に入手した情報は、経済活動はここ数カ月の世界の経済・金融動向にもかかわらず、緩やかなペースで拡大したことを示している。家計支出は緩やかなペースで増加し、住宅セクターはさらに改善した。しかし、企業の設備投資や純輸出は鈍化した。強い雇用の増加を含む最近の広範な指標は、労働市場の強さが増していることを示している。インフレは、ここ数カ月加速したものの、エネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いままであり、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は最近数カ月総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想している。しかしながら、世界の経済・金融動向は引き続きリスクをもたらす。インフレ率はエネルギー価格のこれまでの下落を一部反映して短期的に低いままとなるが、労働市場が一段と強まり、エネルギー価格や輸入物価の下落による一時的な影響がなくなるにつれ、中期的には2%に向けて徐々に上昇すると予想している。委員会は引き続きインフレの動向を注視する。

委員会は、このような状況によってFF金利目標の誘導レンジを0.25-0.50%に維持することを決定した。今回の引き上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況の一段の改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、スタンレー・フィッシャー、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、エリック・ローゼンバーグ、ダニエル・タルーロ。反対したのはエスター・ジョージ、今会合でFF誘導目標のレンジを0.50~0.75%に引き上げることが好ましいとした。

## 〇16年1月26,27日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

12月の会合以降に入手した情報は、経済成長が昨年末に減速した時でさえも、労働市場の環境はさらに改善した。家計支出や企業の設備投資はここ数カ月緩やかなペースで増加し、住宅セクターはさらに改善した。しかし、純輸出は鈍化したままで、在庫投資は鈍化した。強い雇用の増加を含む最近の広範な労働市場の指標は、労働資源の活用不足が僅かに一段と減少したことを示している。インフレは、エネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標はさらに低下し、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は最近数カ月総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想している。インフレ率はエネルギー価格の下落を一部反映して短期的に低いままとなるが、労働市場が一段と強まり、エネルギー価格や輸入物価の下落による一時的な影響がなくなるにつれ、中期的には2%に向けて徐々に上昇すると予想している。委員会は世界の経済・金融の動向を注視し、それらの労働市場やインフレ、見通しのリスクバランスに対する影響を評価している。

委員会は、経済見通しに基づきFF金利目標の誘導レンジを0.25-0.50%に維持することを決定した。今回の引き上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況の一段の改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回る水準で推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、スタンレー・フィッシャー、エスター・ジョージ、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、エリック・ローゼンバーグ、ダニエル・タルーロ。



## ○15年12月15,16日のFOMC声明文(下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない)

10月の会合以降に入手した情報は、経済活動が緩やかなペースで拡大したことを示している。家計支出や企業の設備投資はここ数カ月堅調なペースで増加し、住宅セクターはさらに改善した。しかし、純輸出は鈍化したままである。継続する雇用の増加や失業率の低下を含む最近の広範な労働市場の指標は一段の改善を示し、労働資源の活用不足が今年の初めに降目に見えて減少したことを確認させている。インフレは、エネルギー価格の下落や非エネルギーの輸入価格下落を一部反映して委員会の中長期的な目標を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いままで、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標の一部は小幅低下した。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大を続け、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想している。全般的な国内外の動向を考慮すると、委員会は景気と労働市場の見通しに対するリスクが均衡しているとみている。委員会は、労働市場が一段と強まり、エネルギー価格や輸入物価の下落による一時的な影響がなくなるにつれ、インフレ率は中期的には2%に向けて徐々に上昇すると予想している。委員会はインフレの動向を引き続き注視する。

委員会は、今年労働市場の状況は著しく改善したと判断しており、インフレ率が中期的に2%の目標に向けて上がっていくとの合理的な確信がある。経済見通しを踏まえ、政策が将来の経済の結果に影響を及ぼすまでにかかる時間を考慮して、委員会はF F金利目標の誘導レンジを0.25-0.50%に引き上げることを決定した。今回の引き上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況の一段の改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

F F金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がF F金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。F F金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回る水準で推移する可能性がある。ただ、F F金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するG S E債とM B Sの償還元本をM B Sに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、F F金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

F O M Cの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、ジェフリー・ラッカー、デニス・ロックハート、ジェローム・パウエル、ダニエル・タルーロ、ジョン・ウィリアムズ。