

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### パウエル FRB 議長の初の議会証言について

#### 【要旨】

- ◇ パウエル FRB 議長は、2月27日に下院金融サービス委員会、3月1日に上院銀行委員会で、就任後初となる議会証言を行った。
- ◇ 当面の金融政策運営では、「昨年12月以降に発表された経済指標は経済活動の強まりを示しており、インフレ率が目標に向けて高まることへの確信が幾分強まった」、「次回3月会合では、FOMC参加者夫々が昨年12月以降の変化を考慮し、新しい政策金利見通しを提示することになるが、個人的な景気見通しは昨年12月以降に強まった」と述べている。情勢に変化がなければ、3月会合で提示されるFOMC参加者の政策金利見通しは、（今年か来年以降かは別として）幾分上方修正されそうだ。
- ◇ 一方でパウエル議長は、「労働市場にはプライムエイジの労働参加率が低いというスラック（緩み）が依然として残っている」、「インフレを回避しつつ引き続き労働市場が回復することは可能だ」、「現時点で景気が過熱している証拠はない」とも述べており、タカ派にそこまで傾斜しているわけでもない。
- ◇ パウエル議長は、トランプ政権の経済政策については、概ね理解を示したと言えそうだ。例えば、昨年末に成立した税制改革法については、それに伴う短期的な景気過熱リスクを強く問題視せず、生産性の上昇に繋がる可能性に期待を示した。トランプ政権の経済政策への理解は、トランプ政権への配慮からではなく、もともとトランプ共和党政権と近い考えだったためと推察される。それがFRB議長に指名された一因でもあるのだろう。
- ◇ 両公聴会を通じて、議会のFRB（議長）に対する姿勢は厳しいものではなく、両者の関係が比較的良好な様子がうかがわれた。このような議会との比較的良好な関係が今後も維持されれば、金融政策運営やFRBの体制等について、FRBの望まない改革を議会が決定するリスクは抑制されそうだ。

## パウエル FRB 議長は、就任後初の議会証言を実施

パウエル FRB 議長は、2月27日に下院金融サービス委員会、3月1日に上院銀行委員会で、就任後初となる議会証言を行った。2月5日の議長就任以降、パウエル議長が本格的に発言するのは初めてであり、金融市場でも注目が集まった。

## 3月会合で提示される FOMC 参加者の政策金利見通しが、上方修正される可能性を示唆

まず、当面の金融政策運営では、昨年12月時点での FOMC 参加者の今年の利上げ見通しの中央値が3回であることについて、利上げ回数がそれ以上増えるか否かの質問が出た。パウエル議長は「昨年12月以降に発表された経済指標は経済活動の強まりを示しており、インフレ率が目標に向けて高まることへの確信が幾分強まった (add some confidence to my view)」、「次回3月会合では、FOMC 参加者夫々が昨年12月以降の変化を考慮し、新しい政策金利見通しを提示することになるが、個人的な景気見通しは昨年12月以降に強まった (my personal outlook for the economy has strengthened)」と述べている。情勢に変化がなければ、3月会合で提示される FOMC 参加者の政策金利見通しは、(今年か来年以降かは別として) 幾分上方修正されそうだ。

一方でパウエル議長は、「労働市場にはプライムエイジの労働参加率が低いというスラック(緩み)が依然として残っている(注1)」、「インフレを回避しつつ引き続き労働市場が回復することは可能だ」、「現時点で景気が過熱している証拠はない」とも述べており、タカ派にそこまで傾斜しているわけでもない。

なお、2月初旬の株式市場の急落については、懸念している様子はみられなかった。但し、今回の議会証言は、株式市場が一定程度持ち直したタイミングである。2月初旬の急落直後に「金融政策への影響は限定的」と述べていた地区連銀総裁とスタンスが同一であるかどうかは、今後の発言をもう少し確認する必要があるだろう。

(注1) 「プライムエイジ」とは、25~54歳の働き盛りの年齢層のことである。

## トランプ政権の経済政策には、概ね理解を示す

パウエル議長は、トランプ政権の経済政策については、概ね理解を示したと言えそうだ。昨年末に成立した税制改革法については、それに伴う短期的な景気過熱リスクを強く問題視せず、生産性の上昇に繋がる可能性に期待を示した。

財政赤字・政府債務の拡大については、持続可能な財政軌道に乗せることが重要だとしつつ、「持続可能な財政軌道に乗っていないことによる短期的な金融政策への影響は限られる」とも述べている。

移民政策については、「移民の制限が、生産性の低下を通じて成長率(潜在成長率)を抑制するのではないか」との民主党議員からの質問に対し、「生産性には直接は影響せず、労

働投入の減少を通じて成長を抑制する」と回答した。これは、経済全体へのマイナス影響は、質問した議員が懸念するほど大きくないとの含意と捉えられる。

通商政策では、民主党議員からトランプ政権の保護主義的な政策を懸念する声があがった。パウエル議長は「過去の経験から、貿易が多くの国でネットで見ればプラスなのは明らかだ。但し、貿易がマイナスに影響している地域・人々が存在するのも事実であり、貿易への広範なサポート（public support for trade）を維持するためにも、それらへの対処が必要だ」と述べており、トランプ政権の問題意識に理解を示したと言えよう。但し、最善の対処策は、関税の引き上げではなく、マイナスの影響を受けた地域・人々への直接的なアプローチだとしている。

このようなパウエル議長のトランプ政権の経済政策への理解は、トランプ政権への配慮からではなく、もともとトランプ共和党政権と近い考えだったためと推察される。それが FRB 議長に指名された一因でもあるのだろう。

### 中長期的な観点からは、「生産性」と「労働参加率」に注目

中長期的な観点からは、パウエル議長は、「生産性を高めることが非常に重要である」、「プライムエイジの労働参加率の低下は好ましくない」の 2 点を強調していた。後者については、1970 年代頃から、①「プライムエイジの労働参加率の低下」、②「中間層の実質所得の伸び悩み」、③「学歴（educational attainment）の伸び悩み」が同時に進行してきたように見え因果関係がありそうだ、との見解を披露している。

なお、民主党議員からは、所得格差への懸念を背景とした質問が非常に多かった。パウエル議長が「FRB は“分配”に影響を与える手段を持ち合わせていない」と述べている通り、FRB のできることには限界があるなか、トランプ政権や議会での対応が期待される。

### パウエル議長と議会との関係は、比較的良好な様子

両公聴会を通じて、議会の FRB（議長）に対する姿勢は厳しいものではなく、両者の関係が比較的良好な様子がうかがわれた。これは、パウエル議長の就任を問う上院（定数 100）での投票結果が、賛成 84、反対 13 となり、超党派で多くの支持を得た点と整合的である（注 2）。

これまでの公聴会では、議員から「FRB への監査を強化すべき」、「（金融危機後の量的緩和で）FRB の保有資産が大規模になっている点が懸念される」、「現行の 12 地区連銀体制を見直すべき」等、FRB に批判的と受け取れる発言も多かったが、今回はそれほど目立たなかった（注 3）。

関係が比較的良好な背景には、FRB が政策目標に近づいていることや、保有資産の縮小を開始したことだけでなく、パウエル議長の財務次官をはじめとした経歴も指摘できそうだ。

このような議会との比較的良好な関係が今後も維持されれば、金融政策運営や FRB の体制等について、FRB の望まない改革を議会が決定するリスクは抑制されそうだ。

(注 2) イエレン前議長が 2013 年に議長に承認された際の上院での投票結果は、賛成が 56、反対が 26 だった。

(注 3) FRB に関連する改革の質疑として、例えば、クラウディア・テニー下院議員（共和党、ニューヨーク州選出）は、FRB 高官が FOMC 前後で発言を控える所謂「ブラックアウト期間」を見直す可能性に言及した。

(2018 年 3 月 2 日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.