

## 議長候補イエレン氏と日銀の金融政策

発表日：2013年10月9日（水）

～手堅い選択が奏功すれば円安に～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

米FRBの次期議長に、ジャネット・イエレン副議長が指名される公算である。バーナンキ議長とグリーンズパン議長の時代を知っているイエレン氏ならば、緩和的な金融政策を維持しながら慎重に出口を探っていくと期待される。日銀の金融政策との関係で言えば、イエレン次期議長の政策運営は、それがうまく行けば円安要因になるだろう。逆に、イエレン次期議長の運営が失敗すれば、円高が誘発されて追加緩和圧力がかかるだろう。

### QE3 縮小の路線は継続

ジャネット・イエレンFRB副議長が、バーナンキ議長の後任の次期議長として指名されることが決まったようだ。オバマ政権にとっては、一度、ローレンス・サマーズ氏を指名しようとして断念した経緯があるだけに、手堅くイエレン氏を選ぶことで金融政策運営における混乱が起これにくいように配慮した格好だ。FRB議長の任期は4年で、ひとまず就任期間は2014～2018年になる。

イエレン氏が次期議長として2014年2月に就任すると考えて、今後、予想される金融緩和は、次の2点になる。

(1) 財政運営での混乱がしばらく続く前提でみれば、QE3の縮小は2014年に後ずれして、イエレン氏の下で進められる。ハト派と言われるイエレン氏であっても、QE3縮小の流れは変わらない。(2) 金融緩和の修正は、バーナンキ議長を同じく、経済データの改善をしっかりと見極めた上で行う。イエレン氏がハト派らしさを発揮するとすれば、経済データが改善していく中で、ゆっくりとしかQE3縮小とゼロ金利解除を進めていかないだろうという点である。

次期議長にイエレン氏が選ばれることになれば、短期的に米株価は上昇、為替はドル高・円安に向かうことになる。事前予想では、イエレン氏を選ばれればドル安という観測もあるが、すでに債務上限問題でドル安になっている点などを考えると、むしろ局面打開でドル高要因と理解できる。

もしも、イエレン氏を選ばれれば、バーナンキ議長との政策面での連続性が維持されたという解釈とともに、財政面での景気下押し作用を金融緩和によって肩代わりする構図はより強まる。一時、FRBは、3月の自動歳出削減が無難に乗り越えられたとみて、5月22日にQE3縮小に軸足を移した。その姿勢は変わっていないだろうが、今後の米議会運営で債務上限問題の解決に向けて追加的な歳出削減が決まるのならば、FRBがその景気下押し圧力に配慮しなくてはならなくなるだろう。

日銀にとってみれば、米国経済が債務上限問題などによって混乱して、ドル安・円高圧力として台頭してくれば、消費税増税への配慮と相まって、追加緩和観測を強めかねない状況だった。そこでイエレン氏へのバトンタッチが決まった。イエレン氏が次期議長として采配を振るいうまく景気拡大を導けば、日銀の追加緩和観測は弱まる。もちろん、債務上限問題がこじれてデフォルト懸念が深刻化すれば焼け石に水だろうが、ある程度、混乱が収束していく方向ならばイエレン氏の起用は円安要因だろう。

### 手堅く選ばれたFRB次期議長

バーナンキ議長が、イエレン氏に交代するならばどう評価するかを考えると、2006年にグリーンズパン議長が

らバーナンキ議長へと交代するときに、多くの人から言われた言葉がそのまま当てはまるだろう。

「もはやカリスマに依存した金融政策運営はできない」

「コンセンサス重視の集団指導体制」

「前議長と同じようなハト派路線が続く」

などである。バーナンキ議長は、学問的業績が豊富だが、巨匠と呼ばれたグリーンズパン議長ほどの信頼度はない、と言われた。「ほどの信頼度はない」という言葉は、ある程度信頼度があることを前提に発せられた言葉だ。

同様に、イエレン氏は、バーナンキ議長ほどの学問的業績はないが、グリーンズパン・バーナンキ議長の金融政策運営を間近でみてきて補佐してきた経験がある。前任者ほどではないが、そこそこに信頼度があるという評価だ。最初はバーナンキ議長と同じようなスタートラインに立っているということだろう。もしも、イエレン氏ではなく、ドナルド・コーン氏やロジャー・ファーガソン氏であったならば、イエレン氏ほどの高評価は得られなかったであろう。

イエレン氏の経歴をみると、1994～97年は、グリーンズパン議長の下で理事を務めている。1997～99年はクリントン政権で経済諮問委員会の委員長。2006～現在までは、バーナンキ議長の下でサンフランシスコ連銀総裁と副議長を務める。金融危機だった2008年にバーナンキ議長とともに政策運営を行った経験は、イエレン氏の経歴の中で特に重視してもよいのではないか。

## 経済学者としてのイエレン氏

イエレン氏と言えば、経済学者としては、ジョージ・アカロフ教授の妻という点が有名だ。邦訳では「アニマルスピリット」（2009年、東洋経済新報社）がある。情報の非対称性という経済学のテーマを切り開いた人物で、2001年にノーベル経済学賞を受賞した。

イエレン氏自身も、経済学者の経験は長く、若いときはケインジアン ジェームズ・トービン教授のアシスタントをしていた。労働分野の経験で、効率賃金仮説の研究を行っている。効率賃金仮説とは、新古典派経済学では説明できなかった失業の存在を、合理的な解釈を付け加えて再定義した研究である。なぜ、労働市場で割高の賃金水準が成り立っているかという、その雇用者の実際の生産性よりもちょっとだけ割高の賃金水準を提示することが、その雇用者の労働意欲を高めるからだという。新古典派経済学では、賃金水準を引き下げれば失業はなくなるはずと考えるが、この効率賃金仮説の概念を使うと、割高の賃金が存在して、失業が発生することが説明できる。イエレン氏は、アカロフ氏とともに、効率賃金仮説の研究を行っている。

## 本当にハト派なのか

イエレン氏が次期議長になるとすれば、米金融政策は今までより一層ハト派色の強いものになるとみられている。しかし、「コンセンサス重視の集団指導体制」であるのならば、イエレン次期議長の下では、黒田日銀と同じような極端なハト派運営とは違ってくると考えられる。

イエレン氏はかつて自分のことを「イデオロギーのない実用主義者」と語っていた。これは、自身の行動原理は中立的だと述べているということだ。かつてのインタビュー（2004年）では、ブッシュ減税には反対で、FRBの金融緩和によって景気刺激を行う方が好ましいと答えていた。2009年には、有事対応をするFRBの姿勢について「出口戦略を確保すべきだ」と述べている。デフレ懸念への配慮や、インフレよりも雇用重視という判断において、他のエコノミスト・経済学者よりもハト派的であるという意味であり、実際はバランスの取れた政策運営をするだろう。

## 日銀の金融政策はどうか

黒田総裁の金融政策は、我慢強く欧米の金融政策の正常化を待つという戦略だ。欧米金融政策が、極端な金融緩和から脱却していく目途が立てば、長期金利は上昇していき、日本にとって内外金利差が拡大することで円安＝国内景気刺激＋輸入物価上昇→消費者物価上昇を促す。これが、黒田総裁が長いスパンで念頭に置いているシナリオだ。

短期的には、黒田総裁は、安倍政権が消費税増税を成功できるかどうかによって追加緩和の可能性があると言える。また、日本が欧米経済の変調によって、円高に見舞われたときには追加緩和でその悪影響を封じる責任を負うだろう。

前述のように、イエレン氏の次期議長起用は、黒田総裁にとっては円高リスクを低減させる追い風ということになるだろう。「FRB議長がイエレンさんでよかった」という心境だろう。ひとまずQE3縮小の采配が性急にならず、金融引き締めを想起させないことが、イエレン次期議長に課された役割になるが、そのことがもたらす相場への影響はうまく行けば、ドル高・株価上昇の要因になる。筆者の見解では、雇用統計だけをみながら前のめりでQE3縮小を進めるよりも、よりハト派色をにじませながら総合判断でQE3縮小を進める方が、ドル高・株価上昇に導きやすくなる。バーナンキ議長の場合は、任期が2014年1月と区切られていたので、2013年内には9月か12月にQE3縮小への着手を進めざるを得なかったという事情があった。それがイエレン氏にバトンタッチをすれば、2013年内にこだわる必要はない点が有利だ。また、性急にQE3縮小を進めた場合には、新興国の為替・株価にはより混乱が生じるようになるだろう。イエレン氏という選択は、マーケットの安定に資する点でプラスとみられる。