

イエレン・ブットは成り立つか

～新議長が直面している課題～

発表日：2014年2月14日（金）

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

新興国市場が混乱し、イエレン議長が市場に優しい姿勢をみせるという観測があった。しかし、議長は議会証言でハト派姿勢を前面に強くは打ち出さなかった。新興国通貨の混乱は、原因が金融緩和による買われ過ぎの是正だからであろう。議長の采配が神通力を持つためには、今後のテーパリングを進めていく中で、米経済がFRBの想定通りに拡大基調を強めることが確認され、「私の言った通りでしょう」となることがポイントになる。

ハト派のイメージと議長の立場

市場が荒れると、FRB が空気を読んで金融緩和で何とかしてくれる。かつて、グリーンスパン・ブット、あるいはバーナンキ・ブットと言われた。「市場に優しい」スタンスを、新しい FRB 議長であるジャネット・イエレン氏は引き継ぐのであろうか。

2 月 11 日に行われたイエレン議長の議会証言は、ハト派色を前面に押し出すというよりも、テーパリングの計画を粛々と進めていく姿勢であった。市場が混乱していても、それを短兵急に救済しようとする素振りはみせていない。

では、現在、起こっている新興国市場の混乱は、今後の政策運営にどう影響するのか。米経済が堅調であれば、新興国が混乱しても構わないということなのだろうか。

むしろ、多くの人が懸念しているのは、新興国通貨のダメージが米経済を悪化させるという経路での悪影響ではなく、新興国通貨を揺さぶっている大元の信用収縮が、今後のテーパリングの継続によってますます進んでいき、後々、そのことが世界経済に大きな禍根を残しはしないかという心配である。だから、米経済が堅調だという理由でテーパリングを進めて構わないという順序で考えることは、いかにも表面的な説明に聞こえる。

1 月 23 日以降、アルゼンチン・ペソなど新興国通貨が激震している背景を考えてみよう。テーパリングによって流動性拡張が縮小していく中で、過大評価をされた通貨が順番に売られているようにみえる。あたかも、椅子取りゲームで、順々に弱い通貨が売られているようである。ドルで資金調達をして新興国通貨へと投資されたドル資金が巻き戻されている。同時に資金調達に使われたドル資金が還流（返済）されて、信用面での収縮が起こっているという捉え方もできる。日米欧の同時株価下落は、信用収縮に伴って安全資産への資金シフトが進んでいることの表れだ。

FRB の考え方

一方、今の FRB が、新興国市場の混乱を重視しない理由は、どのようなものなのだろうか。筆者の見方では、新興国通貨が売られる理由が、QE 3 による流動性拡張のせいで買われ過ぎていたことの反動だという考えを根底に持っていると推察する。過剰流動性の副作用が反動の原因なのだから、副作用に目を奪われると、過剰流動性の状態を長引かせて問題解決を遅らせてしまう。

仮に、金あまり解消のショックを再び金あまりで癒そうとすると、金あまりの解消プランは振り出しに戻ってしまう。实体经济の改善を理由に、テーパリングを始めたのに、途中でマーケットが混乱したから、实体经济の改善

に目を瞑って金融緩和を続けることになるという矛盾も生じる。

わかりやすく言えば、次のような思考実験ができる。新興国通貨の急落が、①早すぎる引き締めによって起こったのか、それとも②長すぎた金融緩和によって起こったのか、いずれであろうか。

仮に、①の発想に従って、米経済の改善がもっと進んでからテーパリングを始めたと考えよう。では、実体経済が強くなっていけば、先進国の株価は下落しなかったのだろうか。そうではないだろう。米経済がもっと改善してからテーパリングに着手していても、新興国通貨に蓄積されてきた買われ過ぎを解消することにはならなかっただろう。問題の本質は、過剰流動性なのだ。

このように FOMC のメンバーの多くが考えているとすれば、テーパリングから一転して緩和拡大をすることは考えにくい。イエレン議長がすぐに緩和方向に舵を切るという「イエレン・プット」のシナリオは、目先、実行されそうにない。

それで株価は戻るのか

イエレン議長が、市場に対して優しさをみせるとすれば、テーパリングの一時休止である。FRBの景気見通しが大きく下振れするリスクが高まったときに、テーパリングは休止される選択が採られる。こうした方針は、FRB自身がすでに示している。

翻って、12月と1月の雇用統計は、2か月連続で小幅の雇用拡大に止まった。イエレン議長自身も、「自分自身の予想を下回ったのは驚いた」と述べている。加えて、ISM製造業景況指数は、予想外に大きな落ち込みになった。さらに、1月の小売売上高も前月比マイナスに転じた。

それらの悪い指標がトレンドになっていくのかどうか、また、どのくらい時間が経過すれば正常な景気拡大に戻りそうかどうか。当面、FRBはそうした視点で景気情勢を見極めようと努めるだろう。

次のFOMCは3月18・19日に開催される。当座、3月初に雇用統計が大幅な伸びになり、大雪など天候不順の影響が一段落して、小売売上高の伸びが高まるかどうかを確認するだろう。天候不順は2月も続いているようなので、見極めはもっと先かもしれない。

もうひとつ考えたいのは、仮にテーパリングを休止したくらいで、新興国通貨の急落が戻るのかという可能性である。信用拡張による新興国通貨の買われ過ぎが原因であるとすれば、たとえ米経済の拡大がしっかりしてきたと確信されたとしても、QE3を開始した当初のような状態には戻らないだろう。

留意したいのは、「イエレン・プット」という言葉の背景にあるFRBの神通力というものが、常に成り立つとは限らないことだ。すでに、異例の低金利が長期化するだろうという時間軸は、延び延びになっている。

もしも、イエレンが金融緩和の余地をつくりたいと考えるのならば、実体経済の改善を見極めて、テーパリングを完了させた後で、次なる追加緩和パッケージを検討して発動するしかないだろう。筆者は、伸び切った戦線を正常化方向に戻してから、必要ならばFRBは新しい対応を考えると予想する。

従って、「イエレン・プット」という観測に従って、イエレン議長が次から次へと量的緩和を拡大するようなものにはならないだろう。もしも、イエレン議長の手腕をみせつけるのならば、これから米経済が予想通りに拡大していくシナリオが実現していくときである。実際のところ、日銀の黒田総裁が現時点で神通力をみせているのは、市場の予想以上に物価上昇率が上がっているという成果によるものだろう。今後、イエレン議長の神通力は、景気拡大がしっかりしてきて、「ほら、私の言った通りでしょう」となったときに増すのだろう。

イエレン議長のもうひとつの課題

イエレン議長の政策運営の課題は、長期的な金融緩和スタンスをどのように市場参加者に意識させていくかであ

る。失業率は12月に6.7%、1月に6.6%と、異例の低金利を続ける条件とされた閾値、すなわち失業率6.5%の目前までやってきている。素直に読めば、この閾値を下回ると、いよいよゼロ金利の脱却を視野に入れ始めるのではないかと勘繰ることもできる。少し前まではこの閾値を、6.5%から、6.0%あるいはそれ以下に引き下げるといふ方法を探るのではないかと言われていた。

しかし、現時点では、その閾値を下回るようなことがあっても、当面は無視する公算が高いだろうと考えられる。なぜならば、労働参加率の低下や、緊急失業給付の打ち切りの影響で、失業率という尺度が有効性を希薄化させているからだ。もっと厳密に言えば、物価と雇用の安定した関係が崩れると、フォワード・ガイダンスとして経済指標を用いることの有効性が失われるという説明ができる。雇用が増えたとき、それに対応して物価上昇圧力が高まるから、しかるべく政策金利を調整しなくてはならない。もしも、雇用が増えても（＝失業率が低下しても）、物価上昇圧力が高まらなければ（＝インフレ・リスクが生じなければ）、政策金利を引き上げることを中央銀行は選択しなくてもよいことになる。

FRBの課題を念頭に置いて今後の運営をイメージするとき、私たちに深く考えさせるのは、BOEが2013年8月に導入したフォワード・ガイダンスの枠組みを2014年2月になって見直すように方針転換したことである。これは、例えば、黒田日銀総裁が2年で2%の消費者物価上昇率を達成してみせるという目標を途中で放棄してしまうことを連想させるくらい、ショッキングなことにみえる。

多くの人は、失業率が予想外に低下したところに、問題があると考えているようだが、筆者はむしろ物価上昇圧力の方にも異変があるように思える。通常、失業率が低下すると、もっと物価上昇率が高まってよいと思える。確かに、労働市場の構造変化もあるだろうが、物価上昇圧力が高まりにくい構造変化もあるに違いない。物価と雇用環境（＝失業率）の安定的な関係が描けない以上、完璧なルールに基づくターゲティング・ポリシーも不可能になる。この問題は、以前から金融政策を巡る議論があり、ルールか裁量かという手法の違いを論じるときに登場してきた問題点だ。

今、起こっている振り子の変化は、一時は裁量重視からルール重視へと振れた流れが、再度、裁量重視へと舵を切りつつあるという理解もできる。ルール重視でやってきたターゲット本位制は不安定になり、BOEやFRBの政策運営を裁量主義へと回帰させている。さて、黒田総裁は、孤高にターゲット本位制を守っていくのだろうか。