

APIR Commentary No.25

Yellen 新連銀議長による出口戦略は成功するか？

初めての女性の連銀議長

1913年12月23日に28代 Thomas Woodrow Wilson 大統領によって連邦準備法が署名され、連邦準備制度が設立された。そしてその丁度 100 年目に初めて女性の連銀議長、Janet Yellen、が誕生した。2014年2月1日から Yellen 新連銀議長の下で、FOMC (連邦公開市場委員会) が開かれ、金融政策が決定される。ハト派の代表の一人である女性連銀議長が誕生する一方、3 人のハト派の女性連銀エコノミスト、連銀理事の Elizabeth Duke、Sarah Bloom Raskin、クリーブランド連銀の Sandra Pianalto 総裁が FOMC から去り、女性のタカ派であるカンザスシティ連銀の Esther George 総裁が FOMC に残るのも皮肉である。

Yellen 新連銀議長の課題

連銀は 1977 年の連邦準備法の改定により、議会から次の 3 つの目標を達成することを求められている。

- (i) 最大雇用
- (ii) 物価の抑制
- (iii) 適度な (moderate) 長期金利

しかし、物価が抑制されていれば、通常長期金利は適度な率に落ち着くと考えられることから、連銀はしばしば議会から (i) 最大雇用と (ii) 物価の抑制の “2 つの任務 (dual mandate)” を課せられているとよく言われる。

このような目標に対して、リーマンショック後のリセッションから抜け出すために Bernanke 連銀議長のもとで連銀は次のような政策を主に実施してきた。

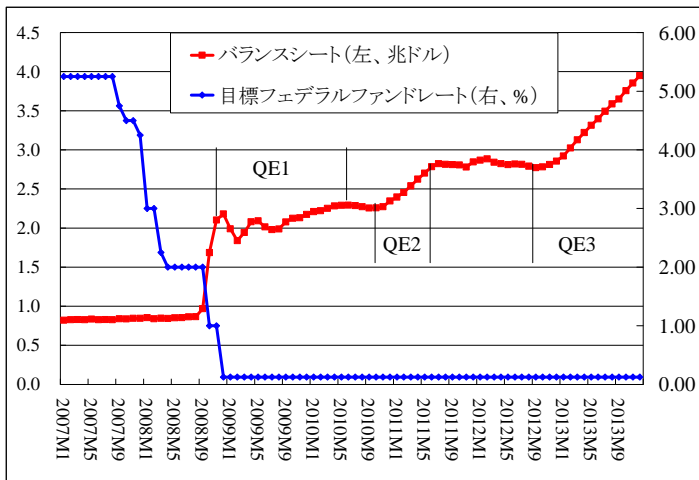
- (1) 失業率を 6.5% にまで引き下げる。超ハト派連銀エコノミスト達は 5.5% を主張。
- (2) 2% のインフレ (期待) 率の達成
- (3) 短期の政策金利をゼロにまで引き下げた後の量的緩和 (QE) による長期金利の人為的な引き下げ
- (4) Forward Guidance の導入
- (5) 銀行が連銀に預け入れている超過準備への 0.25% の利払い

図表 1 に見るように、2008 年後半以降の異常な金融緩和政策を取り続けながら、今もって連銀はその目標を達成できないでいる。一方、連銀のバランスシートは 4 兆ドルにまで拡大した。このような状況のなかで、Yellen は以上の政策を懲りずに引き継ぐか、あるいはこれらの政策の限界を知り、新たな政策を導入するかして、連銀に課された目標を達成しなければならない。簡単に言えば、“出口戦略の成功” である。そのためには、以下の事に対処しなければならない。

- 6.5% を下回る失業率、2% インフレ (期待) 率のもとでの持続的な経済成長の達成
- 連銀のバランスシートの正常な規模までの縮小
- 政策金利の正常化
- 長期債市場への介入の停止
- 資産バブルの回避
- 連銀の独立性の維持
- フォワードガイダンスに対する市場の信認の回復

- 超過準備に対する金利の引き上げ

図表 1: 連銀のバランスシートと目標フェデラルファンドレート(政策金利)



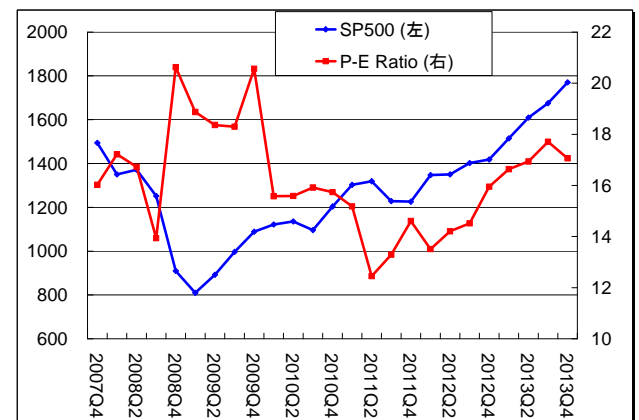
図表 2: 連銀エコノミスト 17 人の目標フェデラルファンドの予測 (2013 年 12 月 FOMC)

	2013	2014	2015	2016	長期
0.25%	17	15	3		
0.50%			3	1	
0.75%		1	4		
1.00%			2	1	
1.25%		1	1	1	
1.50%			1	2	
1.75%				4	
2.00%			1	1	
2.25%					
2.50%				2	
2.75%			1	1	
3.00%				1	
3.25%			1	1	
3.50%					4
3.75%					2
4.00%				1	9
4.25%				1	2

図表 3: 連銀エコノミスト 17 人の景気見通し(2013 年 12 月 FOMC)

	2013	2014	2015	2016	長期
実質GDP	2.2~2.3	2.8~3.2	3.0~3.4	2.5~3.2	2.2~2.4
9月予測	2.2~2.3	2.9~3.1	3.0~3.5	2.5~3.3	2.2~2.5
失業率	7.0~7.1	6.3~6.6	5.8~6.1	5.3~5.8	5.2~5.8
9月予測	7.0~7.3	6.4~6.8	5.9~6.2	5.4~5.9	5.2~5.8
PCEインフレ	0.9~1.0	1.4~1.6	1.5~2.0	1.7~2.0	2.0
9月予測	1.1~1.2	1.3~1.8	1.6~2.0	1.8~2.0	2.0
コアPCE	1.1~1.2	1.4~1.6	1.6~2.0	1.8~2.0	
9月予測	1.2~1.3	1.5~1.7	1.7~2.0	1.9~2.0	

図表 4: SP500 株価指数と株価収益比率



非常に難しい出口戦略の成功

目標とされている失業率の数値は自然失業率の考え方からでている。労働市場から米国経済の潜在成長率を把握するものであるが、物価と失業率からフィリップ曲線が描ける条件として、生産性と物価の間に一定の関係があることが必要である。しかし、IT 革新後生産性と物価の関係は複雑になり、自然失業率を捉えるのが難しくなっている。すなわち、フィリップ曲線は基本的には労働市場における賃金の調整を表すものだからである。それ故、雇用の最大化には生産関数を用いて実質 GDP からの潜在成長率を捉えるのが良い。

抑制された物価を現実的に捉えるならば、0%~2%の間にインフレ率が収まっていれば十分である。その範囲を超えて、インフレ(デフレ)が加速し始めた時、金融政策を使うべきである。米経済は計画経済でないのだからピンポイントの 2%インフレ(期待)を持続的に達成することは不可能と言える。

中国経済や新興国経済の減速・崩壊懸念から 1 月 24 日に米株価が急落したように、このようなことはいつ起こってもおかしくない。それ故、迅速な金融政策が施せるように、政策金利を正常化しておくことが重要である。しかし、昨年 12 月の FOMC ミーティング時に発表された連銀エコノミストの経済・インフレ・金利の見通しから想定できる”理論的出口戦略(図表 2, 3)”では少なくとも 2016 年以降にならなければ、政策金利の正常化が行われない。

連銀が所有している長期国債と MBS 証券の市場における比率は 2008 年にはそれぞれ 7.5%、0.2%であったが、2013 年 9 月末においてはそれぞれ 17.3%、18.2%にまで上昇している。これらの市場が連銀によって歪められていると言ってよいだろう。持続的な経済成長には、人為的な操作のない合理的な市場が不可欠である。

異常な低金利によって投資家が株価などのリスク資産の投資を急増させている。P-E 比率(株価収益率)を見る限りまだバブル状況とはいえないが(図表 4)、1 月 24 日に起こったように、中国経済や新興国経済の景気減速などの外的ショックから、いつ修正が生じてもおかしくない株高になっている。

出口戦略を進める時に長期金利の上昇が生じる。更に、インフレ期待が高まればいっそうの長期金利の上昇が起こり、連銀は巨額なキャピタルロスを生じることになる。その結果、財務省への定期的な送金(国庫納付金)が一時的に停止する。その時、連銀の独立性を制限したいと考える政治家による批判がでてくる。

Yellen が継続するだろう QE、Forward Guidance にも問題がある。QE の経済への影響がそれ程大きくないという実証研究があり(注 1)、実際に QE の実務を担当した連銀の前職員が”連銀は QE を Main Street (一般産業・社会)の救済手段としているが、実のところは Wall Street (金融業界)救済の抜け道だった”とウォールストリート紙(注 2)で指摘している。また、ある大手投資会社の CEO は”連銀はバランスシートを 4 兆ドルにまで膨らませたが、そのリターンは GDP の 0.25%に過ぎない”と言っている。金融政策の変更を経済状況によらずカレンダーによる Forward Guidance が失敗し、今では失業率を Trigger(起点)ではなく Threshold(基準値)として Forward Guidance をしているが、結局金融政策が Data-Dependent にならざるをえないことから、市場は連銀の Forward Guidance への信頼を低下させている。

今後、インフレが上昇し始めると、連銀は超過準備に対する金利を引き上げ、準備金の市場への流出を阻止し、インフレの上昇を抑制しようとするだろう。しかし、この手段がいままで試されたことがないことから、その有効性には不確実性がともなう。

金融政策の限界

5 年間にわたる異常な低金利政策にもかかわらず、連銀の 3 つの目標が未だ達せられていないことから、やはり連銀はかつてのようにインフレ抑制の一つに目標を設定すべきとの考え方がでてきている。金融政策にとって重要なことは、潜在成長率を正確に捉えることである。IT 革新後労働市場から潜在成長率を捉えることが難しくなっているため、IT 革新をあらゆる生産関数を推定することから生産サイドから潜在成長率を捉えるのがよい。すなわち、実際の経済成長率が一定の期間この潜在成長率を超えると、インフレが加速し始めると考える。IT 革新により内生的技術進歩が進み潜在成長率が高まりインフレの加速化が起こりにくい経済環境になっている。

グリーンスパンは 1990 年代半ばに、経済成長率が従来から想定されていた 2%~2.5%の潜在成長率を超えて大きく伸びた時、彼は IT 革新により生産性が上昇し、潜在成長率が従来に比べ高くなっていることに気づき、政策金利を引き上げることなく、戦後最長の景気拡大を実現させた。

IT 革新により経済構造が大きく変化していることから、経済政策者は IT 革新を考慮した新しい経済政策を実施し、また金融政策者も金融政策の経済への限界を知る必要がある。連銀が従来と同じことをしていれば、経済へのベネフィットをコストが大きく上回ることになりかねない。金融政策者は Milton Friedman 教授が彼のアメリカ経済学会のプレジデント就任時の講演(1967 年 12 月 29 日)で 次のように述べたことを思い出すべきだろう(注 3):

“...we are in danger of assigning to monetary policy a larger role than it can perform, in danger of asking it to accomplish tasks that it cannot achieve, and, as a result, in danger of preventing it from making the contribution that it is capable of making.”

(注1) Han Chen, Vasco Curdia, Andrea Ferrero “The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs” *Federal Reserve bank of New York Staff Report* no. 527, December 2011

(注 2) Andrew Huszar: Confessions of a Quantitative Easer, *Wall Street Journal*, 2013 Nov. 11

(注 3) Milton Friedman “The Role of Monetary Policy” *American Economic Review* 58 (March 1968): p. 5.

<ITeconomy Advisors 社 CEO 熊坂侑三 contact@apir.or.jp 06-6485-7690 >

- ・本レポートは、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
- ・本レポートは信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された内容は、今後予告なしに変更されることがあります。