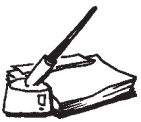


イエレン新議長下の政策課題

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也



1. はじめに

米国連邦制度準備理事会（FRB）の新議長任命を巡る動きが、上院銀行委員会による同意（11月21日）を終えて大詰めを迎えている。思い起こせば、本件は、来年1月末で任期満了となるバーナンキ議長が、少なくとも本年5月の時点でオバマ大統領に退任の意向を伝えたところから、米国のみならず世界から本格的な注目を集めることとなった。もっとも、メディアの報道をみる限り、自薦や他薦の候補者が入り乱れるといった状況は生じず^{（注1）}、現在のFRB副議長であるイエレン氏が当初から有力候補として議会や市場から

意識されていた。これに対しオバマ大統領は最終的には金融危機対応で政権におけるプレーンの一人であったサマーズ氏への支持を明確にしたが、同氏が与党民主党を含む議会の反発を考慮して辞退したことを受けて、10月のイエレン氏の候補指名に至ったわけである。

オバマ大統領が新年度予算や連邦債務上限を巡って共和党と激しく対立し、2週間を超える政府機関の閉鎖という異例の事態が進行するなかで、イエレン氏の指名という政治決断を下したことは様々な背景が存在する。もちろん、イエレン氏の人選には共和党の一部も支持を示唆するなど、財政問題に比べて対立が少なく、扱いやすい課題であったという面もあろう。それでも、先送りされた2つの問題を来年2月にかけて調整しなければならないことや年末の休会期間を考えれば、イエレン新議長に関して、上院の銀行委員会や本会議での審議とそのための調整をこなし、

〈目次〉

1. はじめに
2. イエレン新議長の課題
3. 新たな時代

バーナンキ議長の任期満了に間に合うように大統領の任命を終えるには、実は時間的な余裕もそう多くはない。

仮に新議長の任命が間に合わないことでもなれば、その影響は小さくはない。オバマ大統領にとっては、財政政策や「オバマケア」を含む内政面で政策の調整に苦慮しているだけに、FRB新議長も決められないとなれば、調整能力の面で再び失望を招くことが懸念される。もちろん、それ以上に重要なのは経済面の影響であり、世界経済に対して重責を担うFRB議長が、特にこの局面で不在となった場合の影響は深刻である。

つまり、FRBの議長は、米国の金融政策を運営するだけでなく一是非はともかくとして世界の金融政策に大きな影響を与えることで、世界の金融経済を左右する力を有する。それは、米国経済が世界一の規模を持つだけでなく、米ドルが国際通貨として圧倒的な地位を有するからである。だからこそ、世界の国々は自らの金融政策の運営において、米ドルの対自国通貨での価値や米ドルで投資を行う世界の投資家への影響を考慮せざるを得ない。加えて、現在は米国の金融政策による影響は一段と強まっている。それは、欧州経済や新興国経済の停滞感が続く中で、米国経済による牽引車としての役割が強く期待されていることに加え、FRBが大規模な資産買入れとゼロ金利政策を見直していく重要局面を迎えるからである。この点は、いわゆる「QE 3」の見直しに関する議論が台頭した本年5

月以降にグローバルな金融市場で生じた影響を思い起こせば自明であろう。

こうした点を考えれば、オバマ大統領が困難な政治情勢の中でFRB新議長候補を指名し、任命プロセスを前進させたことは、経済界にとって大いに評価すべきであることがわかる。

■ 2. イエレン新議長の課題

米国の上院銀行委員会における公聴会の議論をみても、資産買入れに対する共和党からの懸念はあるとしても、イエレン氏自体に対する強い批判は感じられなかった^(注2)。このため、民主党が多数を占める上院本会議でも同意が得られ、イエレン氏が大統領による任命を受けてFRBの新議長に就任することの不確実性はかなり払拭されたように見える。

しかし、イエレン氏が大統領に就任することで話はお終いというわけではなく、むしろ、米国のみならず世界の金融経済への影響はそこから始まることになる。そこで、イエレン氏の下でのFRBが直面する主な課題について、①金融政策の「正常化」、②財政政策との関係、③金融システムの安定、の点から検討する。これらは、平凡なテーマのようにみえるかもしれないが、以下のように、現在のFRBを取り巻く固有の金融経済環境が反映しており、対応には新たな難しさが含まれている。

〈金融政策の「正常化」〉

市場からみれば、FRBがいわゆる「QE 3」

をどう見直し、その後に政策金利をどう運営するかに対する注目度が高い。この点に関する第一のポイントは労働市場の評価である。

FRBは、ゼロ金利政策を継続する条件の一つとして、失業率が6.5%以下に低下することを明示している（「フォワード・ガイダンス」）だけでなく、「QE3」の縮小に関しても労働市場の顕著な改善が条件という説明を行い、「QE3」終了時点の失業率が7%程度との目途まで示している。これらは、政策運営に関する考え方を幅広い経済主体と共有することが、不要なボラティリティを防ぐとともに、FRBの意図する政策効果を実現することに繋がるという、主要国の中央銀行に共有された考え方に沿ったものである。実際、イエレン氏は、FOMC内に設けられたコミュニケーション小委員会の職務を前任のFRB副議長であるコーン氏から2010年に引き継ぎ、「フォワード・ガイダンス」の明確化—「長期に亘って現行の政策を維持」とする初期バージョンから、「2015年中盤」という絶対時間にかかる中間形を経て、2012年1月以降の失業率とインフレ率を軸とする現バージョンへの発展—の中で主体的な役割を果たしたと考えられる。

一方、学者としては労働市場の専門家でもあった事実が、イエレン氏の認識に影響を与えていることも推測される。つまり、イエレン氏は少なくとも副議長時代の初期には、金融危機後の労働市場の回復が遅延している背景として構造的な問題の重要性を強調してい

た^(注3)。こうした問題には、技術革新や新興国との分業関係の変化に伴うスキルのミスマッチ、女性の労働参加率の長期的な低下、労使関係や雇用形態の継続的な変化などが含まれる。

イエレン氏のこれら2つの視点を組み合わせると、今後の金融政策を考える上で相互に関連した課題が浮上する。つまり、FRBとして達成すべき「最大雇用」とは何かという点と、金融政策は現在の雇用の改善にどの程度貢献しうるかという点である。

前者は、FRBの「デュアル・マニフェスト」として連邦準備法で定められている内容は何かという問いでもある。雇用を目的に置く以上、失業率が指標として相応しいことに違和感はないとしても、構造問題の存在を考えると「最大雇用」に対応する失業率が変化している可能性も指摘できる（図表1）。実際、2012年1月に、FRBが従来示唆してきた5.5%ではなく、5.2~6%が「最大雇用」に対応する水準であるとしただけでなく、「フォワード・ガイダンス」で6.5%を採用したことは、「最大雇用」の不透明性に配慮したものと理解できる。しかも、「最大雇用」は様々なショックの下で変動する経済で安定的に達成すべきものである以上、失業率に止まらず労働市場の様々な指標をチェックする必要があることは、バーナンキ現議長の今年9月の記者会見—「QE3」の継続を予想外に表明した際—の説明からも明らかであろう^(注4)。

現在は構造問題が重要だとすれば、それは

(図表 1) 労働参加率の変化を加味した失業率



(図表 2) 金融政策に関する透明性向上の取り組み

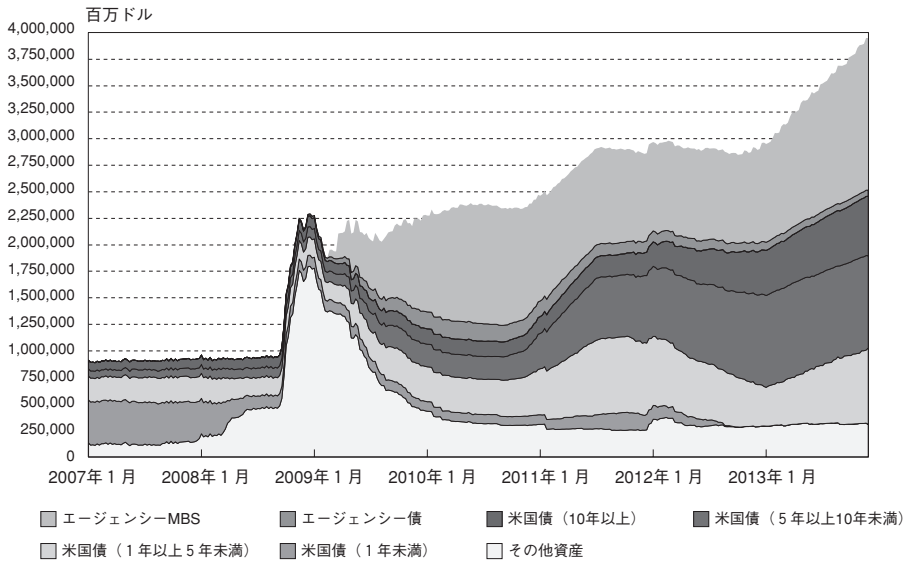
項目	時期	内容
中長期的なGoalの公表	■2012年1月のFOMC	■物価安定と最大雇用に関し、経済指標の具体的な数値で表現 —物価は金融政策により、雇用は様々な要因により決まると説明
政策金利の予想パスの公表	■2012年1月のFOMC	■FOMCメンバーによる今後の政策金利の予想パスを散布図として公表 —各メンバーによる経済見通しの下での最適金利を表現
時間軸の精緻化	■2012年12月のFOMC	■ゼロ金利政策の継続期間を、経済指標の具体的な数値に紐付ける形で説明 —一日銀型のコミットメントであるが、dual mandateの双方に条件付ける内容 —Bernanke議長は、経済モデルによる最適金利の議論から導出したと示唆

金融緩和によって解決しうるのかという課題に繋がる。この点に関するFRBの公式見解は、毎回のFOMC声明文が示唆するように、金融緩和によってマクロの総需要を支えることが一仮に構造問題に直接に効果を持つものでなくても「最大雇用」の実現に貢献するというものである。しかし、筆者には、当初は構造問題を強調していたイエレン氏自身がその後になってトーンダウンし、金融緩和によるマクロ面の効果を強調するようになった

「変心」自体が悩みを示唆しているように思えてならない。

結局のところ、イエレン新議長は失業率の水準を軸とする政策の運営について、少なくとも副議長時代から進めてきたコミュニケーション政策の再検討を迫られる可能性が高いように見える(図表2)。もちろん、金融政策の透明性向上のために失業率を用いた「フォワード・ガイダンス」を採用した意味は認められるし、イエレン氏も「最大雇用」を

(図表3) FRBのバランスシート (資産の残存期間別構成)



FRBの目的として規定した連邦準備法を変え得る立場にはない。それでも、コミュニケーション手段としての失業率と「最大雇用」の内容が必ずしも同一である必要はないし、労働市場が「最大雇用」でない理由が金融政策の効果の外にあるならば一例えば、物価上昇が総需要によるものでない場合と同じように—FRBはこうした認識を経済主体と共有しようと努めることが考えられるわけである。

〈財政政策との関係〉

この問題は、FRBの金融政策がマクロ経済政策としての財政政策との協調が重要であるという一般的な意味に止まらず、現在の米国では2つの点で特別な意味を持っている。

第一に、FRBは財政運営に関する極めて高

い不透明性の下で金融政策を運営しなければならないことである。現在、米国では財政の自動削減 (sequester) が作用しており、これが経済活動に過大な負担を伴わない形で継続しうるならば、FRBにとっては金融緩和の「正常化」を含む政策運営の自由度は高まり、本年第3四半期までの経済指標をみる限り、そうした状況が実現しているようにも見える^(注5)。しかし、先送りされただけの新年度予算や連邦債務上限に関する議会とオバマ大統領との新たな合意如何では、来年以降の財政政策はどちらの方向にも変化しうる。加えて、イエレン議長の任期中に政権交代が生ずる可能性も存在する^(注6)。時期尚早であることを理解した上で敢えて指摘すれば、オバマ大統領は国内外双方で自ら意図した政策を実現できていない点は否定できない。仮

に共和党政権が成立すれば、一般的には歳出削減の方向へと財政運営が転換されることが考えられる。

第二に、FRBに対する信認が財政の維持可能性に影響を与える可能性である。確かに、FRBのバランスシートが資産買入れを通じて巨大化していることに関する懸念は、これまでは抑制されている。しかし、「QE3」を減少させ始めてもその規模は拡大し続けるだけでなく、国債やMBSの償還や市場への売却を織り込んでも、少なくとも数年間は異例の規模が維持されることは、FOMC自身による正常化戦略（直近では本年6月に改訂：6月の議事要旨を参照）からも明らかである（図表3）。また、いかなる理由であれ長期金利が上昇すれば、FRBには保有資産によるキャピタルロスが生ずる。これらを踏まえると、FRBのバランスシートに関する冷静な見方が維持され続けることには不透明性もあるし、仮に懸念が強まるようであれば、その矛先が米国資産の代表としての米国債に向かうことも考えられる。

これら2つの点は相互に絡み合っている。例えば、財政健全化が進展すれば、FRBのバランスシートに対する懸念に伴う米国債への圧力を軽減することが期待できる。しかし、こうした財政健全化が实体经济に過大な負担を強いるようであれば、金融政策の健全化は遅延し、FRBにとって最悪の場合はバランスシートの規模をさらに拡大することに繋がるかもしれない。逆に、財政が实体经济を

程度支えてくれれば、FRBにとって政策運営の自由度は高まるが、市場から財政健全化の戦略が見えにくいと評価されるようでは、FRBのバランスシートに対する懸念に繋がるかもしれない。

このように、イエレン氏の下での金融政策は、实体经济への影響と米国債への信認の双方を見極めながら、財政政策との関係で「ナローパス」を追求しなければならないという課題を負うことが予想される。そこで、イエレン氏にとっては、経済や市場の動向を注意深く観察して金融政策を行うという「守り」の対応だけでなく、財政政策を司る政府に対してアプローチするという「攻め」の対応も考えられる。つまり、上の検討から明らかのように、イエレン氏の率いるFRBにとっては、所与の財政運営の下でいわば「後手」として金融政策を運営することが負担を大きくしている面がある。この点が、財政政策と金融政策の今後の運営に関して、政府とFRBが何らかの合意を形成すべきであるという議論に繋がる（注7）。

ただ、こうしたアプローチも、イエレン氏にとって新たなチャレンジを伴うものとなる。金融政策が財政政策との明示的な連携を図ることは、1980年代以降に確立されてきた金融政策の独立性とは相いれない面を持ちうるし、イエレン氏が研究者から政策当局者としてのキャリアを通じて維持してきた思考の変更を迫るものであろう。多くの専門家が指摘する米国の先例も、「独立性革命」のはるか以前

の出来事であることを思い起こすべきである。加えて、イエレン氏による政府との調整能力は一新議長である以上、当然ではあるが一現時点では不透明であるし、仮に任期中に共和党政権が成立すれば尚更にそうである。

〈金融システムの安定〉

ここでの金融システムの安定とは、「QE3」やゼロ金利政策を維持する下で資産価格バブルや信用の過度な拡大などをどう防ぐかという問題を指している。

現在の米国では、長期間の強力な金融緩和に伴う副作用としては、物価上昇が加速するリスクよりも、金融システム安定への脅威が意識されている。この点は、市場やメディアに限らず、イエレン氏の公聴会が示唆するように議会でも共有されていることが窺われる。その背景としては、金融危機の記憶がまだ鮮明であるだけでなく、金融危機に先立つバブルにおいてFRBの金融緩和が果たした役割は否定できないという理解が存在することが考えられる。本年入り後は総じて潜在成長率付近での成長を維持しているにも拘わらず、賃金と物価の上昇率が低下する中で、FOMC声明文が強調するようにインフレ期待が安定していることもあろう。もちろん、金融システムの安定が損なわれれば、結局は物価の安定も維持できないという意味で、長期的には両者は独立の問題とは言えない面がある。それでも、金融緩和に伴う副作用としての金融システム安定に焦点が当たっている

ことは興味深く、イエレン氏の下での政策運営に大きな影響を与えることが予想される(注8)。

実際、米国の金融システムを概観すると、潜在的な問題を指摘することは難しくない。第一に、今回の金融危機でリスクの集積や伝播の中心となったいわゆる「シャドーバンキング」に関しては、金融機関による与信の面では自己資本比率規制の見直しやいわゆる「ドット＝フランク法」の制定などによる対応がなされてきたが、「シャドーバンキング」自体の動きに影響を与える動きは、MMFやトライパーティーレポを巡る議論に象徴されるように具体的に決着していない。この点は、欧州大陸や日本のように銀行中心の金融システムとは異なる重要性を持つことに注意する必要がある。

この問題を厄介にしているのは、金融機関に対する規制強化に伴う影響について、新たな視点が浮上している点である。つまり、いわゆる「バーゼルIII」の下でこれから導入が進む一連の規制—自己資本比率規制の強化のみならずレバレッジ規制や流動性規制—によって、規制下にある金融機関が形成する「シャドー」でない部分の金融システムの機能が損なわれることへの懸念が台頭している。こうした懸念には、米国の大手金融機関にとって既存のビジネスを守りたいという意向が暗黙のうちに含まれている面も否定できなが、仮に何らかの真実を含む場合、米国で景気回復に伴って増加する与信ニーズにどう対応し

ていくのかという新たな課題を突き付けることになる。その回答が「シャドーバンキング」のある程度の「再活用」であるとすれば、「シャドーバンキング」に対する有効な規制とのバランスが求められることになる。

第二に、長期金利の抑制が、資産価格インフレや与信の過剰な拡大に繋がる重要な要素であることである。FRBはこれまで、ゼロ金利制約に直面する下で資産買入れや「フォワード・ガイダンス」による長期金利の抑制を追求してきた。局面による差異はあるとしても、こうした政策は住宅市場の回復に代表される政策効果を発揮してきたことに異論はなからう。こうした成功のゆえに、その副作用のリスクを事前に認識し、金融緩和の程度を適切に見直すことが難しくなるリスクは存在する。この点は、先に見たように米国経済の構造的な要因によって景気回復が一様でない場合つまり、労働市場のように実体経済への波及経路に様々な支障が残る場合—や、財政健全化の下でポリシーミックスとしての金融緩和に対する要請が強い場合には尚更にそうであろう。

イエレン氏は、金融システム安定を維持する上での政策割当ての考え方を既に説明している。つまり、先日の公聴会でも明言したように、金融システムの安定は主として金融規制や金融監督の強化によって達成し、金融政策は物価と雇用のような経済活動の安定に活用するというものである。これ自体は、バーナンキ議長が強調してきた考え方であり、そ

れ自体は市場も違和感なく受け入れているのであろう。

しかし、こうした政策割当てを適切に運営することも、イエレン新議長の下でのFRBにとって、少なくともコミュニケーション政策の面で新たなチャレンジとなる。それは、金融緩和が金融システムの脅威を作りだすリスクを内包しているとか、「シャドーバンキング」の功罪が金融政策と金融システム安定策の両者に微妙なバランスを求めるといった理由に止まらない。例えば、分析面では様々な技術革新が進んでいるとしても、金融システム安定の脅威を事前に説得力ある形で共有することは依然として難しい。また、FRBによる金融システム安定の責務は—その是非はともかく—システムックリスク防止の面を中心に、金融危機後に拡充されている。これらを組み合わせるとわかるように、イエレン氏には、金融政策と金融システム安定の双方の政策に関する市場とのコミュニケーションにおいて、より高度で慎重な対応が求められる訳である。そのハードルの高さは、「QE3」の見直しを巡る市場との対話—結果的には、市場はFRBによる金融システム安定の考慮を過大評価した訳である—を考えれば明らかであろう。

■ 3. 新たな時代

バーナンキ議長の下でのFRBにとって、前半は金融危機からの脱却、再任後は金融経済活動の回復が最も重要な政策課題であり、

各々それらに向けた政策対応がなされた。イエレン新議長にとっては、就任時点で緊急の課題が山積する訳ではない点では恵まれた状況にある。その一方で、本稿で検討してきた新たな課題、つまり纏めて言えば、コミュニケーション政策の運営と、金融政策の他の政策—財政政策や金融システム安定策—との関係との2つの面における見直しに取り組むことが求められるであろう。これらへの対応は、米国の金融経済に影響を持つだけでなく、中央銀行の政策運営に関して「独立性革命」以来に確立された考え方に再考を迫る可能性もあるという意味でも、日本を含む先進諸国にとって大きなインプリケーションを持つことが考えられる。

(注1) 結果的に最後まで残った2名以外に注目を集めたのは、テイラー氏(元財務長官)、コーン氏(元FRB副議長)、ファーガソン氏(元FRB副議長)などに止まった。

(注2) 実際、上院銀行委員会による同意議決の際には、3名の共和党議員がイエレン氏の支持に回った。

(注3) 例えば、2011年1月の講演を2012年6月の講演と比較されたい。イエレン氏は、前者では総需要の低迷が重要と結論付けつつ、労働参加率の低下や未充足求人増加を構造的なものとしている一方、後者では長期に循環的な動きと理解しようと説明している。

(注4) 最初の質問者に対する回答の中で、失業率は個別指標としては最善だが、労働市場の状況を完全に代表するものではないと述べている。

(注5) 実際、2013年における政府支出の寄与度は、

第1四半期こそ-0.82%と大きかったが、その後は各々-0.07%、0.04%に止まっている。

(注6) FRB議長の任期は4年なので、イエレン氏が2014年2月に就任した場合、2018年1月末が任期満了となる。一方、次の大統領選挙は2016年11月に行われ、2017年1月に新大統領が政権につく。

(注7) しばしば先例に挙げられるのは、1951年の財務省とFRBとの「アコード」であるが、2013年1月の日本での「共同声明」の方がむしろ近いイメージかもしれない。

(注8) 実際、イエレン氏は金融システム問題に対して強い関心を示し、副議長時代にはこのテーマに関する講演を数多く行っている(2010年10月、2011年11月、2013年1月、同6月など)。

