

サプライズのジャクソンホール 利上げに傾くイエレン議長

欧米調査部主席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- ジャクソンホールの経済シンポジウムで講演を行ったイエレンFRB議長は、利上げを支持する事例が増えてきたと指摘、7月FOMC声明文や議事録から一步踏み込んだ判断を示した。
- 講演の主題である金融政策の枠組み論については、政策金利が下限に直面する状況でも、従来行ってきた資産購入やフォワードガイダンスによって緩和効果を生み出すことが出来ると述べた。
- 資産購入対象の拡大、インフレ目標の引き上げ、名目GDPターゲティング等の導入に対しては、慎重な検討と一部法制度の整備が必要とし、現状、FOMCは積極的に議論していないと強調した。

1. サプライズの間となったジャクソンホール

カンザスシティ連銀が開催した経済シンポジウム（8月25-27日、米ワイオミング州ジャクソンホール）において、イエレン連邦準備銀行（FRB）議長が講演を行った。タイトルは「FRBの金融政策手段：過去、現在、そして将来」である。

イエレン議長は講演の冒頭を米国経済に対する現状評価に割いた。その中で「米国経済はFRBが目指す完全雇用と物価安定に近づいている」、「雇用の継続的な強さと我々の見通しを踏まえると、ここ数カ月の間に、利上げを支持する事例が増えてきたと思う」と述べた。この発言は、7月の連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表された7月雇用統計や小売売上高などを反映しており、7月FOMC時点よりも踏み込んだ判断である。

FOMCでの公式の議論と参加者らによるコンセンサス形成を重視し、ジャクソンホールというFOMC以外の場が金融政策の重要な方向付けの場になることを嫌うとみられていたイエレン議長のこうした発言に、筆者を含め、金融市場参加者の多くが困惑したと思われる。すでにイエレン議長の講演前には、従来「据え置き派」とみられた一部の地区連銀総裁やフィッシャーFRB副議長から利上げに前向きな発言が聞かれるようになってはいたが、イエレン議長がこうした発言に同調するとは殆ど予想だにできなかったのである。「データ・ディペンデントというFRBのマントラ（呪文）は、ノイジーなデータに政策が急にふらつくような間違いを引き起こしている」（ウォルシュ元FRB理事、WSJへの寄稿、8月24日）との批判は、正鵠を得ている。

イエレン議長は、「見通しには不確実性があり、金融政策は予め決まっていはいない」という従来のスタンスを維持した。その証左として、今後の政策金利のパスは上下両方向に大きく動き得ることが、過去20年間の金利予想を用いて示されている。また、イエレン議長が「利上げの可能性が高まっている」とは言わず、「利上げを支持する事例が増えてきた」と柔らかな物言いに徹したのも、慎重さの表

れだろう。しかし、利上げ判断で重要なFRB自身の経済見通し、とりわけインフレ見通しには実績が乏しいことや、FRBの利上げ姿勢が世界経済・金融市場に悪影響を及ぼし、米国経済自身に跳ね返ってくるリスクへの言及を欠いたことで、今回の講演については、利上げに対する前のめり感が否めない。

2. 利下げ、大規模資産購入、フォワードガイダンスの3点セットに信頼

講演の主題である今後の金融政策の枠組みに関して事前の関心を集めたのは、日欧で導入されたマイナス金利や、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が最近の論文で提示した物価水準ターゲティングや名目GDPターゲティングなどへの言及である。これに対してイエレン議長は、金利政策（利下げ）と、FRBがすでに導入している非伝統的手段、すなわち米国債を中心とする大規模資産購入とフォワードガイダンスによって、負のショックに対して現状、十分対応できるとの考えをシミュレーションと共に示した。そして「資産購入対象の拡大、インフレ目標の引き上げ、物価水準もしくは名目GDPターゲティングの導入に対しては、便益とコストの慎重な検討と、一部は法制度の整備が必要である」とし、イエレン議長は「現状、FOMCはこれらの手段を積極的には議論していない」点を強調した。

また中期的な観点では、政策金利の中立的水準が従来よりも大幅に低いと予想される中でも、景気後退が来た場合の利下げ余地は十分にあるとの考えが示された。イエレン議長は、①1965-2000年の平均FF金利が7%以上であるのに対して、現時点で予想される中立的水準は3%に過ぎないこと、また②平均的な利下げ幅は5.5%であることを挙げながら、「通常の景気後退に対処するための利下げ幅としては2.5%足りないように見えるが」、「来たるべき景気後退前には、FF金利は中立水準を十分に上回り、利下げ余地は3%を大きく上回る」との見通しを示した。もっとも、直近の政策金利見通し（中央値）に基づけば、FF金利が中立金利（現状3%）を大幅に上回る時期は、2019年以降とはるか先である。

一方、イエレン議長は、金融緩和余地が十分にあるとの見通しが楽観的過ぎるおそれがあることを認めている。イエレン議長が言及したのは、長期金利が低位推移するケースと、中立的な政策金利水準が想定以上に低いケースである。前者では、大規模資産購入とフォワードガイダンスによる長期金利の引き下げ余地が縮小してしまう。後者では、中立的な政策金利水準が低ければ（3%ではなく2%）、資産購入とフォワードガイダンスを極端に推し進める必要が出てくる。

3. 政治への期待

こうした金融政策の限界を念頭に、イエレン議長は財政政策の役割についても言及した。財政政策による景気安定化の役割については、前述したウィリアムズ総裁もその論文で言及している。さらに「より野心的な」課題として、生産性上昇率の引き上げを訴えた。教育システムの改善や労働者の訓練への投資、官民双方による設備投資と研究開発の促進、規制緩和など、イエレン議長が挙げたメニューに目新しさはないが、今後誕生する新大統領への期待と注文と読み替えることができるだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。