

リサーチ TODAY

2013年10月21日

# イエレン時代は金融市場になにをもたらすか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

来年1月末に任期満了になるバーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長の後任として、イエレンFRB副議長が指名された。100年の歴史のなかで初めての女性議長の誕生である。みずほ総合研究所は、イエレン次期議長(候補)のこれまでの発言を振り返ったレポートを発表している<sup>1</sup>。FOMCにおける合意形成を重視していることが窺われるほか、雇用重視の「ハト派」的な印象が強い。

下記の図表は、筆者が実際に実務で金融市場に従事した1980年代前半から今日に至る米国FRB議長を体験的に振り返ったものである。結局、過去30余年の長きに亘り3人の個性の強いFRB議長の歴史であった。振り返れば、ボルカーは1970年代の高いインフレに伴うスタグフレーションの危機に対処した議長だった。同様に、バーナンキ議長はサブプライム問題とリーマンショックという、1930年代の世界大恐慌以来の100年に一度とされる危機に対処した時期だった。その間の18年に亘って金融市場に信用レバレッジ拡大をもたらしたグリーンSPAN時代がある。このように安定な時代と危機対処の局面が繰り返された30年とも考えられる。

## ■図表：歴代のFRB議長

|          | 在任期間              | 局面                     |
|----------|-------------------|------------------------|
| ボルカー     | 1979年8月 - 1987年8月 | インフレマインド、スタグフレーションへの対処 |
| グリーンSPAN | 1987年8月 - 2006年1月 | 金融レバレッジ拡大の時代           |
| バーナンキ    | 2006年2月 - 2014年1月 | 大恐慌以来最大の金融危機、デフレへの対処   |

(資料) みずほ総合研究所作成

次期のイエレン議長の時代は、バーナンキ時代の危機がまだ続いている時代とみるか、それとも安定した時代、正常化の時代なのかという「時代認識」が重要と筆者は考えている。確かに、今日のFRBの政策は、今年9月のFOMCでQE3の縮小の動きは見送られたなか、2009年以降のQE1、QE2、QE3に至る異例な金融緩和、量的緩和を引き摺る状況にある。先月のFOMCが世界的にあればほどまで注目を集めたように、その出口の道程は明示されたものではなく、過去の未曾有な環境からの正常化が示されたものではない。バーナンキ議長は異例な量的緩和であるQE3縮小を通じて、その出口を模索するが、自らの任期中2014年1月のFOMCまでにQE3縮小の決定ができるかは不透明な状況だ。イエレン次期議長になった段階では、出口に向かいながらも、その正常化までの道程は多くの不確実性を残したままと言うのがフェアな見方であろう。そうした環境においては、前任であるバーナンキ議長時代の連続性に沿った対応を副議長としての経験から行なうのか、それとも、正常化した新たな状況に対処した新たなスタンスを示すかが求められる。また、その舵取りを世界中が見守ることになる。

現在の米国の局面は2007年以降の住宅セクターを中心としたバランスシート調整のプロセスにあり、そ

の対策としてバーナンキ率いるFRBはQE3までの異例な量的緩和の一環としてMBSの大量購入を実行したことが住宅市場の改善につながった。しかし、MBS市場がQE3による購入で支えられるだけに、そこからの出口は一般的に考えられるほど容易ではないだろう。また、金融機関がMBSを大量に購入しているだけに、金融セクターも含め目配せを十分に行わないと落とし穴に陥るリスクを帯びる。イエレン次期議長にとっては、以上の危機対応から平時への転換、スタンスをどのように変えていくかが最も重要な点になるだろう。

下記の図表は、中央銀行について定評があるハワード・デイビスとデイビッド・グリーンによる『あすにかけろー中央銀行の栄光と苦悩』から、中央銀行総裁の資質をまとめたものである。同書では「現代における理想的な中央銀行総裁とは、金融市場に対する理解力を備えた第一級のマクロエコノミストであり、異なる意見にも耳を傾ける柔軟さをもち、会議の議長も勤めた経験があり、頑固一徹でありながら弁の立つ人物ということになる。そのような人材を見つけるのは至難の業である。」とある。

#### ■ 図表：中央銀行総裁に求められる資質

- ・経済学の能力
- ・国内と世界の金融市場の理解
- ・総裁個人の人格の独立性
- ・政策決定の説明と擁護
- ・議長としての才覚

(資料)『あすにかけろー中央銀行の栄光と苦悩』(ハワード・デイビス、デイビッド・グリーン著、井上哲也訳、きんざい、2012年)よりみずほ総合研究所作成

今年、主要国では、日本で3月に日本銀行総裁が元財務官でアジア開発銀行総裁であった黒田氏に交代し、7月には英国で中央銀行総裁が元カナダ中央銀行総裁のカーニー氏に交代した。2007年以降の世界的な金融危機への対応を引きずりながらも、内外ともに金融行政の経験の長い人物を選んだ選択であった。冒頭に示したみずほ総合研究所のレポートにも示されるように、イエレン次期議長が2007年夏の金融危機に対峙し、スタンスを転換させたことに注目している。今後も、同様に、次期成長がいつ、どのような形で環境認識を変えるかに注目する必要がある。

<sup>1</sup> 小野亮「イエレン発言集」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年10月11日)