■レポート――――■

長期経済停滞に挑むFRB

三菱東京UFJ銀行 市場企画部 市場ソリューション室
グローバルマーケットリサーチ シニアマーケットエコノミスト

鈴木　敏之

2月3日にイエレンFRB議長の就任宣誓が行われた。イエレン議長のもとで、世界中の資産価格を左右する米国の金融政策がどうなるかについての関心が高い。イエレン議長のイメージは、金融緩和を継続して完全雇用達成をはかるというものである。しかし、オバマ大統領は、FRB副議長にイスラエル中銀の総裁であったスタンレー・フィッシャーを指名したことで、実質的に共同議長体制となると言ってよい。そのめざすところは、金融システムの正常化をはかって経済の長期停滞を打破することであろう。

〈目　次〉

1．FRBトップの要件充足でフルマークの正副議長
2．イエレン＝フィッシャーの金融政策のめざすゴール
3．長期経済停滞（Secular Stagnation）の打破
4．当面の金融政策運営
5．結び

1．FRBトップの要件充足でフルマークの正副議長

かつてグリーンスパン議長の退任が迫り、次期議長はいかなる要件を満たさなければならないかが、関心となった。そして、4つの要件があげられた。十分な経済学の学識があるか、金融の実務経験があるか、ワシントンで仕事を進める手腕があるか、そして、FRB議長として何をするつもりなのかの理念の有無である。

こうしてみると、前任のバーナンキ議長は心もとないところがあった。金融分野の学者としては有名であったが、金融の実務経験はなかったし、ワシントンでの経験も、FRB理事と短期間のCEA委員長と浅かった。ところが、イエレン議長、フィッシャー副議長

（図表１）FRB議長に求められる要件の充足状況

	ボルカー	グリーンスパン	バーナンキ	イエレン	フィッシャー
経済学の学識	△	○	○	○	○
金融実務経験	○	○	×	○	○
行政手腕	○	○	△	○	○
理念	インフレ抑制	市場原理による繁栄	恐慌回避 インフレ目標	完全雇用 金融安定	金融安定

となると、これが、ふたりともフルマークになる。

フィッシャーはMITで、教鞭をとり、マクロ経済動学の本格的な最初の教科書を執筆している。教え子に、バーナンキ前FRB議長、ドラギECB総裁、FOMCのセクレタリーであるイングリッシュ、FRBのチーフエコノミストであるウイルコックスらがいる。

実務でも、世銀のチーフエコノミストを経て、IMFの筆頭副専務理事としては、アジア危機の対処にあたり、民間銀行の経営にも携わった後に、イスラエル中銀総裁として、グローバル金融危機下での金融政策運営にあたっている。金融危機への対処の第一人者である。

イエレン議長が、金融政策を通じての完全雇用の達成をめざすならば、近年、中央銀行の仕事としての重要度が高まっている金融システムの安定化、健全化を通じて経済成長を確固たるものにするというのが、フィッシャー副議長のめざすところであろう。それは、矛盾、相反のあるものではなく、車の両輪となる。

グリーンスパン議長はウオール街、バーナンキ議長はアメリカ経済学会が、それぞれバックグラウンドである。イエレン議長のそれは、Fedそのものと言える。彼女は、FRBのエコノミスト、FRBの理事、サンフランシスコ連銀の総裁を経て、FRB副議長から議長になっている生え抜きである。イエレン議長は、自分の出身母体そのものであるFedを強い組織とすることをめざすことになろう。そして、その場合、危機対応や国際面となると、それを補うパートナーがいるのが理想である。フィッシャー副議長を配する意義ははかり知れない。

2．イエレン＝フィッシャーの金融政策のめざすゴール

中央銀行総裁は、そのアジェンダを果たす確率が高い。ボルカー議長は、大インフレ克服をやってのけた。グリーンスパン議長は、自由な市場原理を標榜し、長期間にわたるインフレなき成長を実現した。バーナンキ議長は、大恐慌の研究者としての成果にもとづいて危機対応をはかって恐慌を回避し、インフレ目標を導入して、経済変動の安定を回復させた。また、QEで金利がゼロでも金融緩和が可能であることも示した。欧州では、ECB

のトリシェ総裁は、その在任中、驚異的に物価を安定させた。それを引き継いだドラギ総裁は、不退転でのユーロ防衛を表明し、瞬く間に、ユーロ崩壊の疑念を消し去った。日本では、黒田総裁のもとで金融緩和によるデフレ脱却が現実になりつつある。

それでは、イエレン＝フィッシャーは何をめざすのだろうか。三段階があるとみられる。まずは、金融政策によるマクロ経済の安定である。それを持続させることも重要で、そのためには、金融システムの安定が要る。第二段階は、金融の健全化ということになろう。過大な債務を負っているところがあれば、その適正化をはからなければならない。第三段階は、それを持続させることである。第一のマクロ経済の安定を金融緩和で実現した場合、金利は低位になっているであろうし、そこで金融機関に余裕ができていれば、また、不健全な債務の膨張が起きる可能性がある。それを防ぐには、そうした行動を制約する規制などをシステムに組み込む必要がある。その枠組みづくりが、イエレン＝フィッシャー体制での課題となろう。

実際、ITバブル崩壊後、金融緩和でバブル破裂の影響をやわらげ、2004年に利上げを開始した。その利上げは、FOMCごとに17回連続させるという進め方（“Measured Pace”）であった。この利上げペースは、ゆっくり過ぎ、それが住宅バブルを膨張させ、不健全な証券化商品の膨張をもたらしたところがあろう。今度は、その膨張が破裂して、大不況（Great Recession）になったとみれば、それを繰り返さないための対応が要る。金融システムの健全化は、議員の関心も高く、政治的な要請も強い課題である。

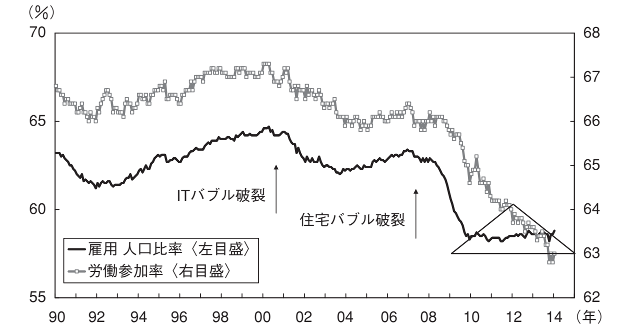
3．長期経済停滞（Secular Stagnation）の打破

ここへきて、ニュージーランドが利上げに動き、イングランド銀行も利上げを検討するところまできている。それでも、先進各国経済には、低インフレの行き過ぎの問題がある。金融政策で限界を超えて弊害を心配しなければならないところまでアクセルを踏み込んでも、雇用の状態は厳しいままで回復が不満足な状態にとどまっている。米国について言えば、雇用－人口比率は危機後に大きく低下し、その低位が続いている。労働参加率も低下が傾向的となり、ここへきて、ようやく下げ止まった程度である。このため、いくら失業率が下がっても、雇用面の厳しい状態を抜けていないことになる。

この長期経済停滞が意識される根底には、日本化の危惧がある。欧州ではより一層、深刻な問題であるが、米国でも懸念は大きい。その懸念の打破の妙手は、金融の正常化ということができる。

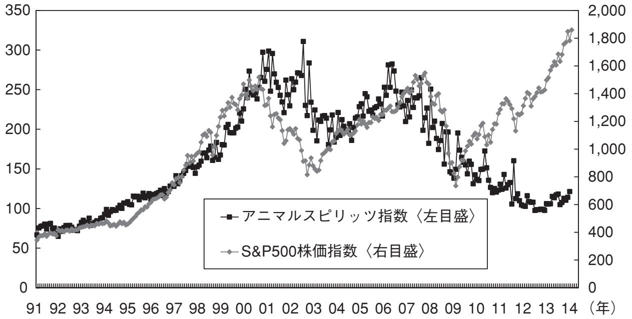
普通に努力を重ねた一般の人は、住宅ローンを借りて、住宅を購入できる状態が要る。企業を創業して軌道に乗りそうであれば、銀行から融資を受けて、設備投資をしたり、新

（図表２）バブル破裂と労働参加率、雇用−人口比率
〜破裂前の水準を回復できない〜



（資料）米労働省のデータより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ

（図表３）アニマルスピリッツの強まりを伴わない株価上昇



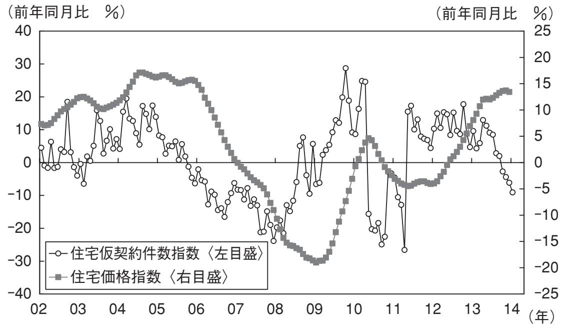
（資料）株価指数はS&P、アニマルスピリッツ指数は三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで計算

規に人を雇えたりする状態が要る。現実的には、銀行の融資の基準が厳しい状態が続き、金融システムの状態は正常ではなかったことになる。

大不況の後、米国ではアニマルスピリッツが失われている。図表３は、アニマルスピリッツにかかわるとみられる指標を合成して、その強弱の可視化を試みたものである。今の株価の上昇は、アニマルスピリッツの強まりと同調していない。極論すると、Fedの大量証券購入、いわゆるQEによって上昇しているだけかも知れないのである。

そのQEは、弊害（コスト）がある。この政策は、米国経済に強い逆風が吹いたときの緊急時の特別の対応として、付随的（supplement）と位置づけられ、せいせいと撤退がはかられている。しかし、その撤退にもコストがあるかも知れない問題がある。資産価格の上昇が鈍るのはコストであろう。図表４は、中古住宅販売仮契約指数と住宅価格

（図表４）米住宅仮契約件数指数と住宅価格指数



（資料）全米不動産協会、S&Pのデータより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

の動向をみたものであるが、この先、住宅価格の上昇が鈍る可能性を示している（この見方は、イエール大のRobert Shiller教授の示唆による）。

この示唆することは、米国経済は長期経済停滞の罠にはまりかねないということである。その打開策として議論があるのは、インフラ投資の拡充（財政発動）であるが、大きな政府を是としない共和党が多数勢力を持つ今の政治情勢からみると、通りにくいであろう。

もうひとつ考えられる打開策はアニマルスピリッツが弱くなっていることへの対処である。

その対応の可能性はふたつある。第一は、経済の不確実性を小さくすることである。経済政策不確実性指数をみると、この指数が低いときは、経済活動が上向いている関係が見える。この数字を左右するのは、政治の二極分化の強さと、規制の強さであることが注目されている。決まらない政治をやめることと、規制にかかわる不透明を小さくすることが処方箋になるが、簡単ではない。第二は、信用乗数を高めることである。単純に言えば、銀行が貸出に積極的になり、借り手が借入に積極的になるということである。銀行に財務的な余裕があれば、貸出を増やせる。イエレン＝フィッシャーのFedが働きかけようとするのは、こうした問題の解消、金融の正常化と言えよう。

４．当面の金融政策運営

当座の金融政策運営については、第一に、今の雇用の状態は満足すべき状態にないので、金融緩和は続けるが、第二に、弊害の言われるQEはせいせいと、すなわち、FOMCごとに100億ドルずつ証券購入を縮小して行くことになろう。

３月19日のFOMC声明の発表、その後の議長の記者会見で、市場は荒れた。これは、フォワードガイダンスがいかに難しいかを知

らせることになったであろう。イエレン議長が、QE終了から利上げまでを６ヶ月程度と発言したことで、利上げは早いということが、サプライズになったというのが、一般の理解である。その受け止め方は、奇異である。QEを終了させた後の金融政策の正常化の進め方については、既に、その手順は示されている。保有有価証券の満期到来分の再投資をやめる期間がある。それをみると、半年後の利上げは突然でてきた話ではない。毎回FOMCごとに100億ドルずつ削減すれば、10月の告知で終わる。半年後に利上げは、その見方を言う以上は、理解されていなければならないことである。フォワードガイダンスは、コミュニケーション力に依存する。この３月19日の市場の６ヶ月への利上げ期待の反応は、意図を浸透させるのは難しいことを、再認識させたことは確かである。

いずれにしても、金融緩和は継続されるであろうが、その主役は、QEからフォワードガイダンス、期待の誘導に移る。これには、厄介な問題がある。第一は、予測が当たらない問題である。当初、フォワードガイダンスは、カレンダー基準といって、ゼロ金利をいつまで続けるという日程設定で始まったが、撤回されて、失業率の閾値設定になった。カレンダー基準から経済条件基準への切り替えである。この失業率も予測より早く閾値に到達しそうで、同時に、失業率そのものが雇用の状態を示す指標として不完全である問題が浮上した。第二は、BISからの批判とも言える疑問の提示である。QEの弊害として懸念されるのは、金融不均衡を拡大させるという点であるが、フォワードガイダンスも長く続けると、リスク許容の行き過ぎの問題になるというのである。

単純化して言えば、フォワードガイダンスも効果は定量的に定まらないことが最大の問題であろう。経済予測が当たらない以上、フォワードガイダンスの誘導にしたがった市中の金融行動、経済行動が起きるかわからない。しかも、弊害がQEより小さいとも言い切れない。ドラギECB総裁が、先般の記者会見で、コミュニケーションについて、中央銀行の反応関数（金融政策ルール）を伝えることの重要性を言った。やがて、反応関数を知らしめることが、ひとつの落ち着きどころになるのではないだろうか。

５．結び

米国経済の長期停滞の不安を打開しなければならない。その決め手として、金融システムの正常化をはかることが、イエレン＝フィッシャーのFedの重要課題に位置づけられる。正常化とは、不良債権がないという消極的なものではなく、より動態的な状態になることである。普通に努力した人は、住宅ローンが借りられて家を買うことができるということである。起業した新興企業が、健全に経営を進めていれば、資金が得られるということである。それができなくなるのは、金融不

均衡（バブル）が膨らみ、その破裂で、金融が制約を受ける場合である。実効のある規制、監督が要ることになる。伝統的な経済変動を安定させる金融政策と、マクロプルーデンス政策は、こうして一致点を見出すことができ、そのモデルをつくることに、イエレン＝フィッシャー体制は進むことになろう。それが信頼を得れば、長期経済停滞の懸念が小さくなり、成長期待の上向きの変化を市場はみるようになるであろう。