

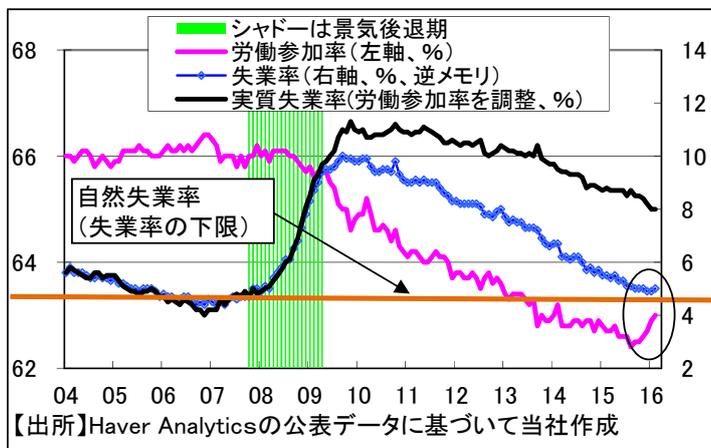
## イエレン FRB 議長の「最適コントロール」復活宣言

2016年4月22日

りそな銀行 アセットマネジメント部  
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

最近のイエレン FRB 議長のハト派の発言が株高など金融市場に安心感をもたらしている。これまでは FOMC メンバーの政策金利の見通し、いわゆるドットチャートを前提に、政策金利の数回の引き上げが見込まれていた。しかし最近のイエレン議長の発言は、ドットチャートの大幅修正を示唆する内容だ。

大事なのは、政策金利を決定する考え方を修正して明示した点にある。2014年2月にイエレン議長が誕生した当初、議長就任前の発言に基づき、政策金利は「最適コントロール」の考え方に基づいて誘導



すると見られていた。これは簡略化すると、物価の上振れ(インフレ)を容認してでも雇用の改善を優先する考え方だ。「最適コントロール」の考え方が現出した背景は、低下傾向にあった労働参加率(左図の赤線)が景気回復に伴っていずれは上昇することで労働需給の逼迫を緩和して賃金上昇を抑制し賃金インフレを防止するとの見立てだった。

しかし現実には、景気が2009年春先に底を付けてから6年以上も低下し続けたことから、労働参加率の低下が構造的である可能性が指摘された。もし本当にそうだとすると、

失業率(青線)が自然失業率近辺(オレンジ色の横線)にまで低下すれば、次に賃金上昇率が加速して賃金インフレが発生するリスクがあった。だが最近になって、やっと労働参加率が上昇し始めた。つまり、労働参加率は景気の回復から遅れただけで、循環的である可能性が高まったということになる。

イエレン議長は、ごく最近のインタビュー(注1)で「リスクマネジメント」を強調する。これは、物価の上振れやバブルの生成より、雇用の回復に重点を置いて景気回復が長く持続するよう政策金利を運営する方法だ。実質的に「最適コントロール」を復活させる考え方とみて良いだろう。

リーマンショック後の金融市場は、FRB高官の金融政策に関する発言で揺れることがままあった。しかし、バラバラな個人的発言では金融市場の秩序が保てないため、ドットチャートの導入と相成った。FRB高官の発言が重視された原因は、金融政策を決定する背景の考え方、いわゆる FOMC の反応関数が明示的ではなかったからだ。恣意的な金融政策運営が批判された FOMC だが、イエレン議長の「リスクマネジメント」は、FOMC の反応関数をより明確にした、という意味でも高く評価されるだろう。以上

(注1)「Janet Yellen Talks Transforming the Fed」<http://time.com/4291950/janet-yellen-fed/?xid=homepage>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全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情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。