

## イエレン次期財務長官（候補）とドル安のリスク

2020年11月27日

りそなアセットマネジメント 運用戦略部  
チーフ・ストラテジスト チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

確度の高い情報として11月23日に次期財務長官にイエレン前FRB議長の名前が取りざたされると、米国の金融市場は熱烈歓迎の反応を示した。イエレンは2016年に雇用回復を優先して物価の上振れを容認する新しい考え方を、「最適金融政策」や「リスクマネジメント」という言葉で表現し実践することで金融緩和の長期化に成功した。この考え方は現在のパウエル議長にも引き継がれ、現実の結果を残した。2009年7月から回復局面に入った景気拡大は、2020年の春先まで11年弱の戦後最長となる礎を築いた。2019-2020にかけて失業率は3.5%まで低下したが、これは1969年以来50年ぶりの低水準だった。物価の上振れを容認して雇用の拡大を優先する金融政策運営のスタンスは、8月27日にFRBが正式に発表した「長期的目標と金融政策戦略に関する声明」に結実した。FRBには「雇用の最大化」と「物価の安定」の2つの責務が課されている。経済が激変する時代には労働者のスキルが陳腐化するのも早いと、物価に平均の概念を持ち込んで一時的な上振れを容認しつつ、不況で低下した労働参加率の回復による労働供給の増加を待つ労働者にやさしい金融政策運営だ。同時にこれは金融市場にはより優しい。市場参加者にはこの記憶が鮮明に蘇ったと考えられる。というのも、労働者のスキルの陳腐化のリスク、裏返せば新しい金融政策の有効性をパウエル議長が繰り返し表明するからだ。

財政政策と金融政策の組み合わせはポリシー・ミックスと呼ばれる。マンデル・フレミングのポリシー・ミックスの理論では、金融緩和に過度な負担がかかると低金利と通貨安、財政政策に過度な負担がかかると高金利と通貨高になる。この組み合わせは、日銀の黒田総裁も現実を説明する説明力が高いと評価する。コロナ禍が始ま



って以来、FRB筋は金融政策には過度な負担がかかっており、次は財政政策の出番だと表明してきた。とはいえ財政政策は、議会の与野党の勢力図に影響を受ける。イエレンがFRB副議長だった時代には、財政の壁など財政引き締めと金融緩和(QE2(2010)、QE3(2011))を実施してドル安となり、円相場が70円台の円高になった過去があることは、想起しておくべきだろう。当時のFRBは、期待インフレ率2%を明示的ではなくても目標にしたと見られている。一方で長期金利の水準に口先介入した。結果として図のように実質金利をコントロールしてドル相場にも影響を与えた。

オバマ政権がリーマン・ショックの後、選挙公約だった「グリーン・ニュー・ディール」が議会の抵抗で頓挫した中、代わりに打ち出した「輸出倍増計画」をドル安を通じて側面支援する意図があったと推察される。

バイデン政権でネジレ議会となることを市場が歓迎したのは、左派に政策が寄り過ぎるリスクを回避できるからだ。その筆頭は財政赤字の制約だ。来年のドル安が市場のコンセンサスになりつつあるのは、この辺りの事情を先読みしたものであると考えられる。

以上

本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします「投資信託目論見書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。