

ジャネット・イエレンー功績をたたえるー

1月30日から31日に行なわれた米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策決定会合は、イエレン氏が議長を務める最後の会合となりました。米議会がFRBに求める、雇用の最大化や物価の安定、さらに長期金利の低位安定に照らし合わせると、イエレン氏の議長としての功績はここ最近の歴代議長の中でも優れていたと言えるでしょう。彼女の在任期間中の功績について最終判断を下すのは数年後になるかもしれませんが、次期議長就任が決定しているジェローム・パウエル氏がイエレン氏に太刀打ちすることは非常に難しいでしょう。

インサイト



デビット・ライリー
パートナー兼
クレジット戦略ヘッド

イエレン議長の在任期間を振り返る

1月30日から31日に開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）は、2月3日で任期が切れるイエレン議長にとって最後のFOMCとなりました。大方の予想通り、政策金利の変更は行なわれず、政策金利の緩やかなペースでの上昇見通しを確認するのみに留まりました。2012年5月からFRB理事を務めてきたパウエル氏は、トランプ米大統領による指名及び米上院の承認を経て、2018年2月3日から正式に議長に就任することになっています。

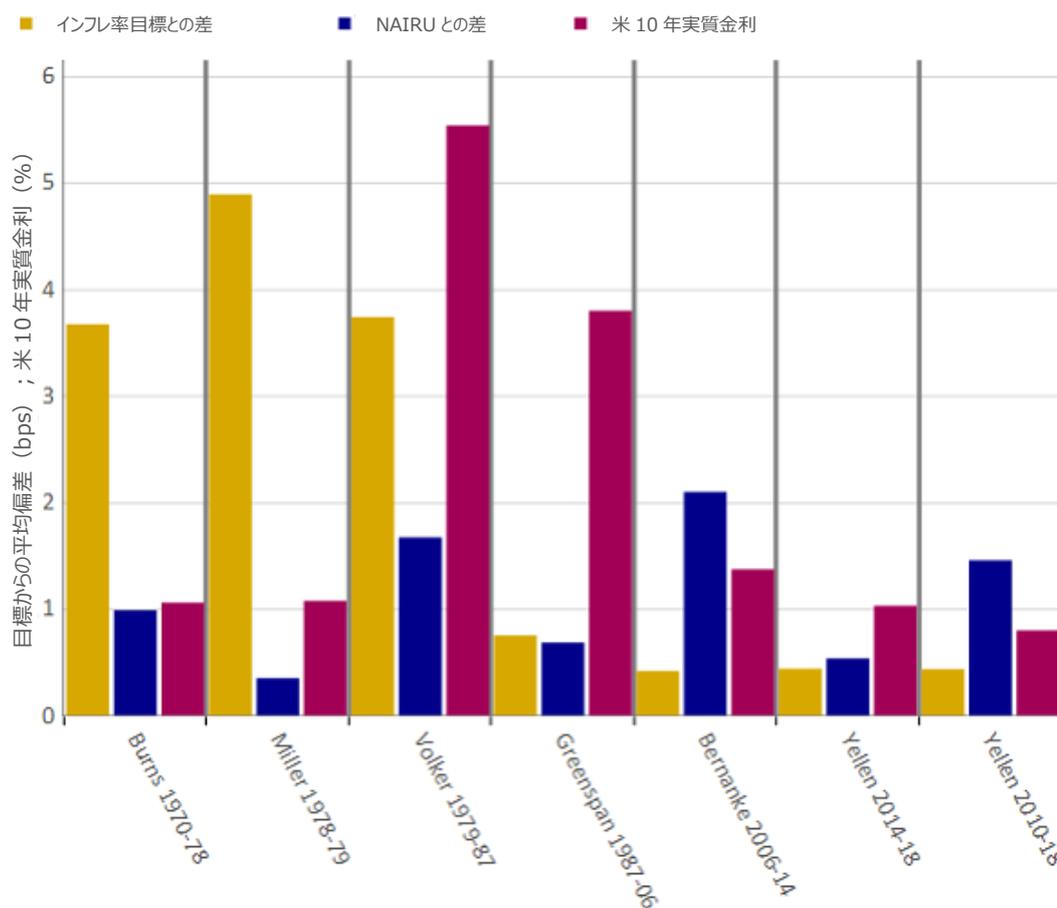
イエレン議長のもと、FRBは金融危機後の異例の金融緩和策からの正常化に向けて緩やかに舵を切りました。2015年12月に、事実上ゼロ金利近辺であった政策金利を約6年ぶりに引き上げ、その後さらに4回の利上げを実施しました。また2014年以降、大規模な資産購入（量的緩和（QE））の縮小を監督し、昨年10月からはFRBのバランスシートを徐々に縮小するプロセスを主導しました。2016年初めにあった金融市場の混乱は、当時のグローバル経済が依然として不安定であることを象徴する出来事でしたが、緩和策から引き締め策への転換は、米経済回復の勢いを概ね妨げることなく行なわれました。米経済が年2.5%のペースで安定的に拡大を続け、失業率は20年ぶりの低水準、物価上昇率はFRBが目標とする2%を下回るなかで、パウエル氏は着実な金融引き締め路線を継承することになります。

米議会はFRBに対し、雇用の最大化、安定的な物価、穏やかな長期金利の水準を求めています。実際のところFRBは一般的に安定した物価を維持できる失業率（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment: NAIRU）として定義される完全雇用と2%の物価上昇率を目指しています¹。図1では、イエレン議長が雇用及び物価上昇の目標を達成することについて、近年の他のFRB議長と比較していかに成功していたかを示しています。それにも関わらず、イエレン氏が異例の1期での退任となることは驚くべきことでしょう²。図1では、イエレン氏が副議長に就任した2010年10月以降のFRBの成果も含めています。

1 FOMCは2012年に、個人消費支出（PCE）の前年上昇率2%をインフレ目標にすることを正式に決定しました。

2 G. William Miller氏は議長としての任期終了前であった1979年8月に、米財務長官に就任して議長を退任しました。

図 1 : 1970 年以降の歴代 FRB 議長就任期間中のインフレ率・雇用・長期金利



(注) 1970 年以降の歴代 FRB 議長 (以下) で比較 :

Arthur F. Burns (1970 年 2 月 1 日 - 1978 年 1 月 31 日); G. William Miller (1978 年 3 月 8 日 - 1979 年 8 月 6 日); Paul A. Volcker (1979 年 8 月 6 日 - 1987 年 8 月 11 日); Alan Greenspan (1987 年 8 月 11 日 - 2006 年 1 月 31 日); Janet L. Yellen (2014 年 2 月 3 日 - 2018 年 2 月 3 日)

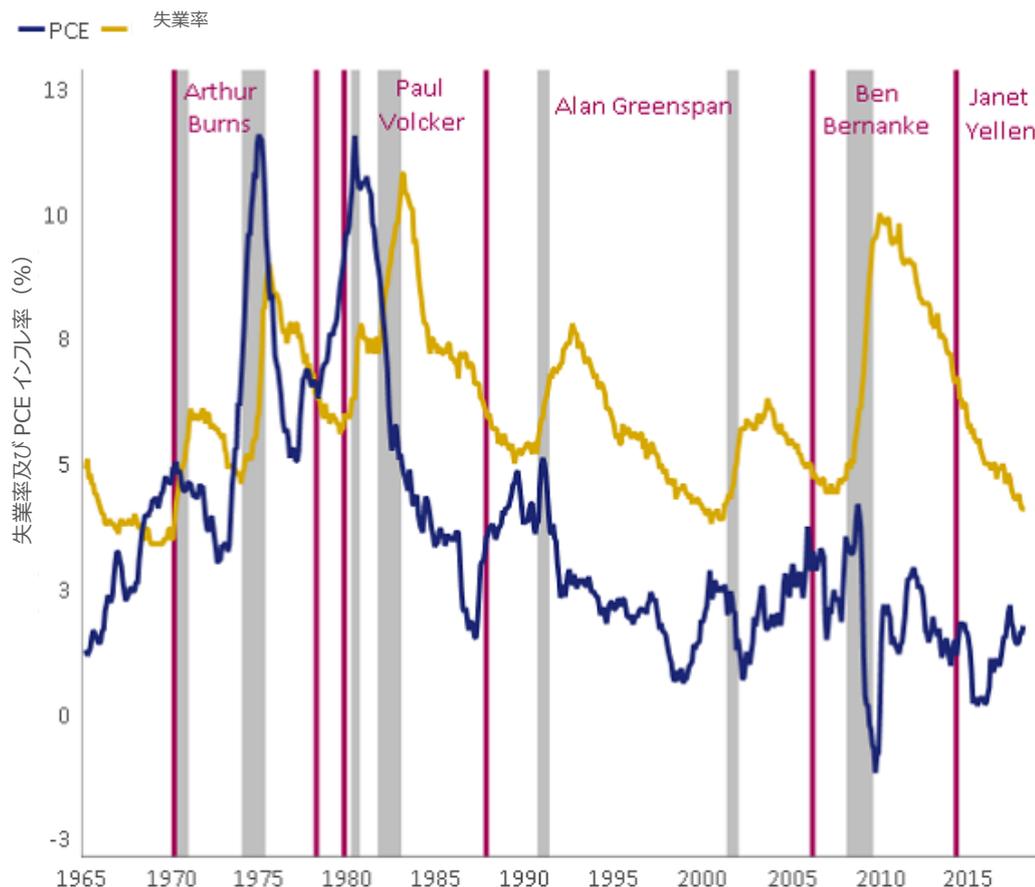
右端の「Yellen 2010-18」は 2010 年 10 月にイエレン氏が副議長に就任して以降の実績

インフレ目標との差は、コア個人消費支出 (PCE) と 2% の差の平均絶対偏差。NAIRU との差は、失業率と NAIRU との差の平均絶対偏差。米 10 年実質金利は、米 10 年国債利回りから年間の PCE インフレ率を差し引いた数字。

(出所) Macrobond; ブルーベ이의試算 2017 年 12 月

イエレン氏の在任期間中の成果に対する重要な注意点として、明確な判断を下すには時期尚早であるということが挙げられるでしょう。FRB議長は、在任期間中の出来事に対処するのみでなく、前任者の金融政策の後始末にも対処しなければなりません。ポール・ボルカー氏が議長に就任して間もなく、前任者の異例の金融緩和策が一因となり、米インフレ率は15%近くまで上昇しました。ボルカー氏がその後導入した金融引き締め策は、短期的には失業率の上昇という代償を支払いながらも、インフレ予想とインフレ率を引き下げること成功しました。また、「大恐慌」はアラン・グリーンズパン氏の在任期間中には起こりませんでした。グリーンズパン氏が率いたFRBがその後の金融危機の責任の少なくとも一部を担っていることは事実でしょう。

図 2. 1 : 1970 年以降の歴代 FRB 議長就任期間中の米失業率・インフレ率



(注) グレーの網掛け部分は全米経済研究所 (NBER) が公表する米景気後退期。

1970 年以降の歴代 FRB 議長 (以下) で比較 :

Arthur F. Burns (1970 年 2 月 1 日 - 1978 年 1 月 31 日); G. William Miller (1978 年 3 月 8 日 - 1979 年 8 月 6 日); Paul A. Volcker (1979 年 8 月 6 日 - 1987 年 8 月 11 日); Alan Greenspan (1987 年 8 月 11 日 - 2006 年 1 月 31 日); Janet L. Yellen (2014 年 2 月 3 日 - 2018 年 2 月 3 日)

(出所) Macrobond; ブルーベ이의試算; データは 2017 年 12 月

一部では、イエレン議長在任期間中(及び前任のバーナンキ氏在任期間中)の金利水準はあまりに長期に亘って低すぎたとの批判の声もあり、巨大なバランスシートによって、ある程度の期間続いている強い経済成長に対して必要な景気調整を妨げ、将来の金融危機と経済不安定化のリスクを増大させたとも言われています。

現段階で、イエレン氏の在任期間中の功績に関して明確な判断を下すことは時期尚早でしょう。ただし、ブルーベイでは、イエレン氏が米経済に完全雇用を取り戻し、次期議長の手に委ねられる QE 後の時代への政策転換を概ね安定的に開始したという点で非常に卓越した能力を発揮したと考えています。イエレン氏をまねることは難事でしょう。

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。