

パウエルFRB議長のもとで 変容する中央銀行の役割

三菱東京UFJ銀行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



イエレン（Janet L. Yellen）FRB議長の任期が2018年2月3日に切れる。それまでに上院の承認を経て、パウエル（Jerome H. Powell）FRB理事が、後継議長に就任する見込みである。パウエル次期議長は、当座の金融政策は、イエレン議長の政策を引き継ぐとみられるが、体制の刷新を経て、新たな連邦準備システム（Fed）を創りだすことになる。Fedは、1913年に金融の安定を確保するための役割を期待される機関として創設された。そして、1978年に、物価安定と雇用の最

大化を任務とする機関に変容した。それから40年を経て、新たなFedが誕生することになる可能性がある。物価安定、雇用最大化の任務達成に邁進することは当然ながら、安全で効率的な金融システムの構築を通じて、経済の成長、発展をめざすことに、パウエル次期議長は取り組むとみられる。

1. 危機克服と経済の安定

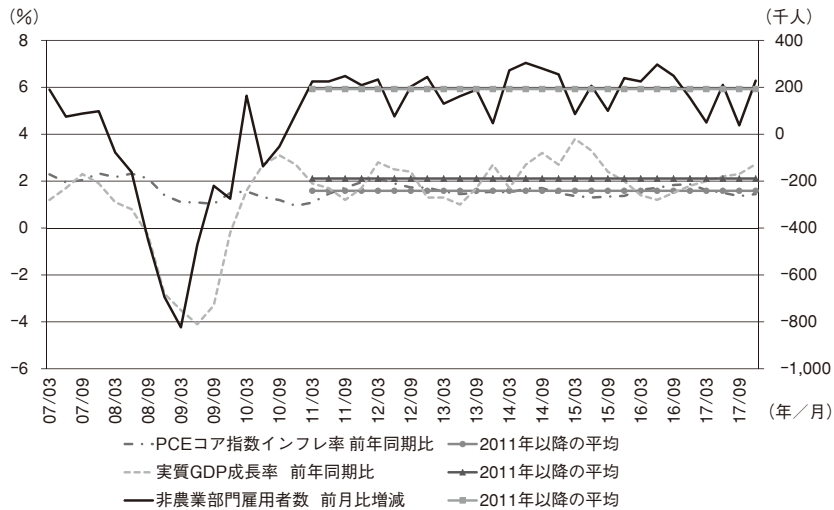
ある老エコノミストが、近年の米国の幸運は、経済の問題を解決するリーダーが、その手腕を発揮する地位についていたことだと語っていた。

大インフレに苦しんだとき、ボルカー議長が果敢な対応で、インフレを克服し、その後の長きにわたる経済成長を持続させる経済の礎を築いた。グリーンズパン議長は、生産性革命を見抜いて、過剰な引き締めを回避し、長期にわたって経済好調を維持した。在任中

目次

1. 危機克服と経済の安定
2. 米国経済は2018年も適温状態を維持しそう
3. パウエルFRB議長の金融政策
4. パウエルFRB議長の挑戦
5. 金融政策の見直しの他国への影響
結び

(第1図) 危機克服後の驚異的な米国経済の安定



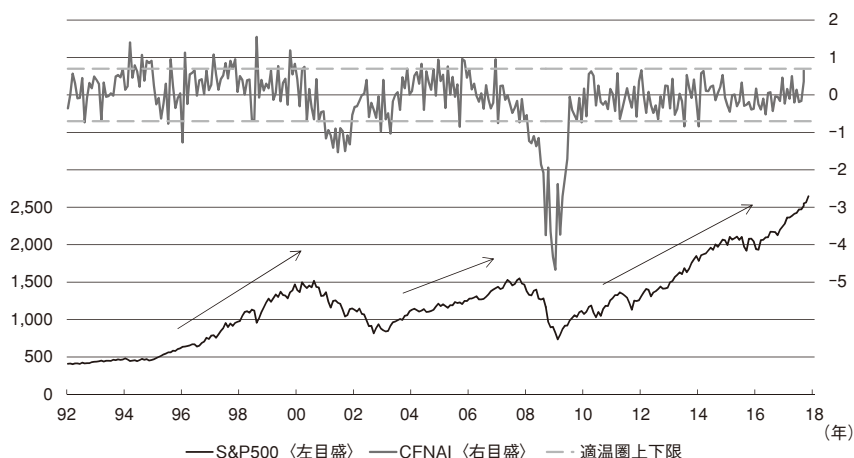
(出所) 米商務省、労働省

に幾多の困難に対処したが、それでも米国経済はインフレなき持続的成長を謳歌した。その後、恐慌の淵に立つ危機に遭遇したが、その対処にあたったバーナンキ議長は、なぜか、大恐慌の研究を主たる業績とする経済学者であった。その危機克服は驚異的といってもよいものであった。大きな金融危機は、経済パフォーマンスを悪化させるものであるが、米国は短時間で成長を持続させる軌道に復帰した。

そして、それを引き継いだイエレン議長は、経済成長、雇用の改善、インフレ率の安定を維持した。オバマ大統領にFRB議長に指名されたとき、彼女の主眼は、雇用にあったが、その退任の時点で、米国経済は完全雇用に到達しようとしている。それだけでも偉業であるが、さらに、イエレン議長は、Fedの巨大

なバランスシートを擁しながら利上げを行うことに挑戦して、それを果たした。巨額の資金供給がなされている状態で、短期金融市場には資金があふれている。Fedが利上げをして、FF金利の誘導目標を設定しても、資金需給が緩んでいては、フェデラルファンド市場で成立する金利が、その目標まで上昇するかわからなかった。しかし、周到な準備のもとで、見事に誘導目標に到達させ、その後第5次にいたるまで利上げを続けている。さらにバランスシートの縮小にも進んだ。2013年5月に、バーナンキ議長が、大量資産購入(いわゆるQE)の規模縮小に言及しただけで市場は大きく崩れた。この“Taper Tantrum”の経験は、バランスシートの縮小の困難さを印象づけるものだが、この経験をもとに事前に市場に予想させるようにし、バランスシー

(第2図) 適温状態で上昇を持続させる米国株価



(出所) シカゴ連銀、Bloomberg

ト縮小にこぎつけている。この一連の出口政策の準備の周到さ、その結果としての円滑な実施についてのイエレン議長の手腕に比肩する者などいないだろう。

トランプ大統領は、経済安定を確保しながら、出口政策も手堅く進めるという実績をあげているイエレン議長を交代させ、パウエル理事を次期議長に指名した。これは、大きなリスクをとったことになる。

■ 2. 米国経済は2018年も適温状態を維持しよう

米国では、毎日のように重要な経済指標の発表がある。それぞれの強弱をみても経済状態がどうなっているのかわからない。そこで工夫されたのが、全米経済活動指数CFNAIである。85の指標の動きを、ひとつの数字の

動きに集約している。そして、この数字が、一定のレンジ（+0.7～▲0.7）におさまっている場合は、米国経済に過熱も、冷え過ぎもない適温状態とされる。

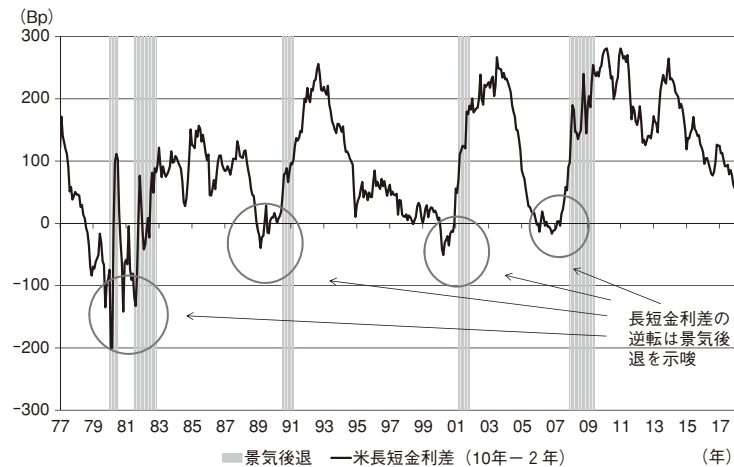
CFNAIは、長くこの適温圏におさまっている。そして、この適温圏におさまっているときは株価（S&P500指数）の持続的上昇が続いている。

米国経済は、2018年もこの適温状態に留まりそうである。

(1) 小さい下ぶれリスク

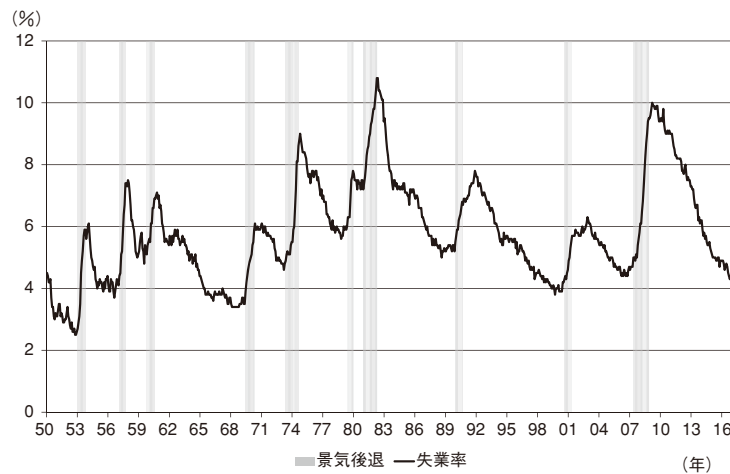
まず、下方に落ちるのは、景気後退の場合である。向こう1年であれば、景気後退に陥る可能性は小さい。米国では、景気後退に陥る前にいつものように起きる現象がある。まず、長短金利の逆転である。これは、多くの場合、インフレ率が上昇してくるまでの利上

(第3図) 長短金利差の逆転と景気後退



(出所) NBER, Bloomberg

(第4図) 失業率の底打ちと景気後退



(出所) 米労働省、NBER

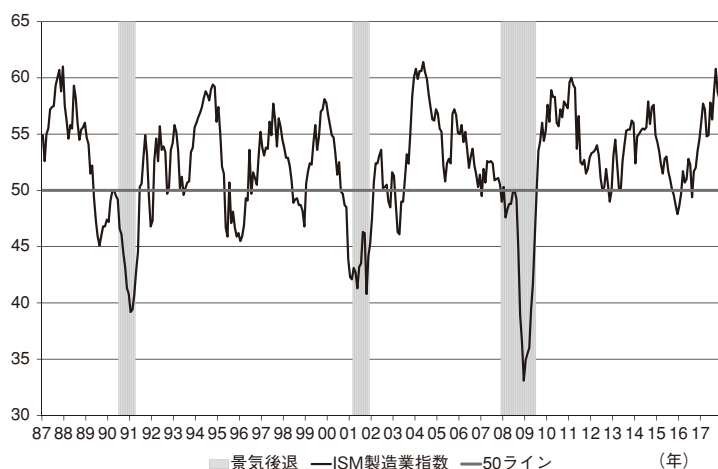
げが不十分で、あわてて大きな利上げをした結果として起きている。今のFedは、この事態を避けることを意識して、既に5回の利上げを行っている。

また、景気後退の前に、低下してきた失業

率が底を打っている。失業率の底打ちから景気後退に陥るまでに時間を要するので、今、失業率が底を打っていないことは、景気後退はまだ先だということである。

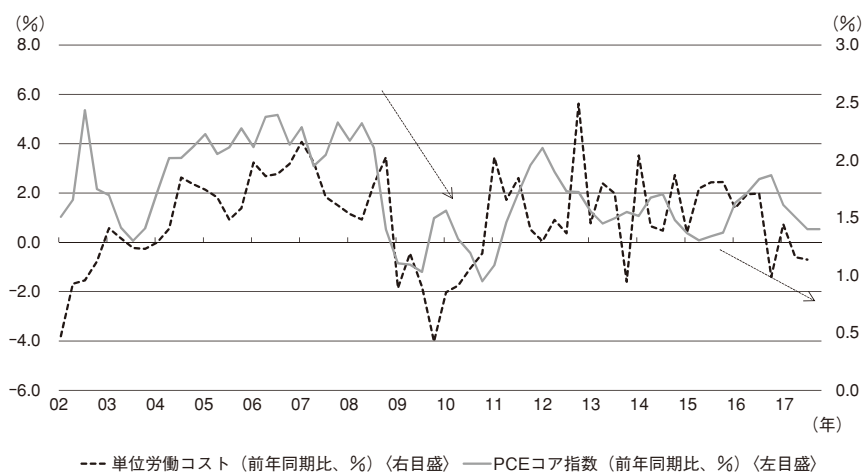
ISM製造業景気指数も景気後退のときに

(第5図) ISM製造業景気指数と景気後退



(出所) ISM, NBER

(第6図) 単位労働コストと消費者物価コアインフレ率



(出所) 米労働省

は、50を割り込む。そのISM製造業指数は、58.2（2017年11月）という高い数字である。

(2) 小さい上ぶれリスク

上ぶれとはインフレの問題である。インフ

レ率については、低過ぎることが問題である。先行きについては、両論ある。インフレ率の上昇をみる典型的な議論は、労働市場の需給が引き締まっていて、失業率が完全雇用失業率より低いので、やがて賃金上昇が始まり、

それが、一般物価に波及するはずだというものだろう。イエレンFRB議長が信奉してきたフィリップス曲線の関係が活きているというのである。ちなみに、イエレン議長は、この関係が活きていて、2016年はインフレ率の上昇がみられたが、2017年に入って、大きく下落した品目があるとして、一時的にインフレ率の低下が起きたという議論をしている。

一方で、インフレ率はなかなか上がらないという見方もできる。原油価格の上昇をみれば、米国ではシェール石油採掘のリグが稼働しだして、増産が始まる。これは、インフレ率上昇を抑制する。

また、米国の一般物価のインフレ率は、単位労働コストが影響する。その単位労働コストの上昇率は低下している。

この関係に着目すると、インフレ率上昇の見通しは描き難い。危機後の米国経済は、比較的短時間で恒常的に成長する軌道に復帰し、インフレ率は2%の目標には届かないもののプラス圏で安定した推移をしており、雇用情勢は改善を続けた。2018年もその状態から逸脱する可能性は小さいとみられる。

■ 3. パウエルFRB議長の金融政策

近年のFRB議長は、米国経済に安定と繁栄をもたらし、危機に襲われたときも短時間で危機モードを離脱させた。すなわち、10年を失わせることはさせなかった。その後、経

済成長、インフレ、雇用面で良好なパフォーマンスを持続させている。パウエル次期議長は、それを引き継ぐことになる。パウエル次期議長は、その経済パフォーマンス好調を維持し、さらなる繁栄をもたらす機関にFedを仕立てることを試みるであろう。

その経済パフォーマンスの好調を維持する仕事については、チーフエコノミストの役割を果たす人物が主役となるとみられる。グリーンズパン、バーナンキ、イエレンと三代の議長は、経済学博士号を持ち、大統領経済諮問委員会（CEA）の委員長を経験しているという共通の経歴を持つ。CEAの委員長は、最も知見のあるエコノミストが就くポストとされる。すなわち、FRB議長こそが、Fedのチーフエコノミストだったのである。ところが、パウエル次期議長は、弁護士出身で、2012年にFRB理事になる前は、中央銀行での経験はない。欧州中央銀行では、総裁とチーフエコノミストは分離していて、金融政策の決定の多くでチーフエコノミストの果たす役割が大きい組織の設計になっている。初代のチーフエコノミストはドイツ連銀のチーフエコノミストであったイッシングで、経済分析の上で適切な政策を提案し、それが、政策決定になるとされていた。Fedも弁護士出身のパウエル次期議長のもとでは、このECB型に近づくところがありそうで、チーフエコノミストの役割を果たす人物の存在が重くなる。

FRBは、ふたりの副議長をおく。金融政

策と全般を統括する副議長と、金融規制と監督を所管する副議長である。後者には、クォールズ（Randal Keith Quarles）副議長が就任している。空席の副議長に、エコノミストがすわることになれば、チーフエコノミストとしての存在感を得ることになる。また、バーナンキ前議長やシュタイン理事が理事の地位でも、影響力を発揮した。最近では、その立場にあるブレイナード理事が、利上げをとめたことがある。ここで、グッドフレンド（Marvin S Goodfriend）教授が、理事に指名されているし、副議長に指名される可能性もある。

仮に、副議長に指名されなくても、その知名度、実績から、理事に就任すれば、チーフエコノミスト的な存在として、グッドフレンド教授は大きな影響力を持つであろう。すなわち、パウエル次期議長のもとでは、グッドフレンド理事（上院未承認）が金融政策を執る形になることも想定しなければならない。

グッドフレンド教授は、当初は、物価の低位安定を重視するいわゆるタカ派であった。リッチモンド連銀にいたが、リッチモンド連銀のラッカー前総裁は、いわゆるタカ派の最右翼で、頻繁にFOMCでの採決に反対していた。ところが、近年は、インフレ率が低すぎることの脅威を言う立場になっている。また、量的緩和の効果には懐疑的である。2016年のジャクソンホールでのシンポジウムは、イエレン議長とグッドフレンド教授の対決であったといえる。この先、金融緩和が必要に

なり、それ以上の利下げができなくなるゼロ金利近傍に到達したときに、どうするか？ イエレン議長は、フォワードガイダンスと量的緩和でのりきれるという見解であった。一方で、グッドフレンド教授はマイナス金利が必要になるという主張であった。

チーフエコノミストであるイエレン議長が、FRBを去り、そしてグッドフレンド教授がチーフエコノミストの役割を担う交代になりえる。米国経済は、上述の通り、目下絶好調といえる。今のFOMCメンバーたち、利上げを徐々に進めることに同意している。将来の利下げ幅を確保する意味合いもあり、当座は、グッドフレンド教授も利上げを進めることに同意しよう。12月13日時点で、FOMCは、2018年に0.75%の利上げをするとしている。

しかし、この12月13日のFOMCの見通しは、次のチーフエコノミストによって書き換えが必要になろう。長期均衡の成長率（潜在成長率）は、1.8%である。ところが、2018年の成長率は2.5%をみている。これは、スラック（需給の緩み）が大きく縮小することを見込ませる。にもかかわらず、2019年も2020年もインフレ率の見通しは据え置いた。利上げのペースをあげたわけでもない。スラックが小さくなれば、インフレ率が高まるというイエレン議長の根幹の主張と矛盾している。フィリップス曲線を否定しているといってもよい。

(第1表) FOMCの経済見通し

	2017	2018	2019	2020	長期均衡
実質経済成長率 (%)	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8
前回 (9月)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
失業率 (%)	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6
前回 (9月)	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
PCEインフレ率 (%)	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
前回 (9月)	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
PCEコアインフレ率 (%)	1.5	1.9	2.0	2.0	
前回 (9月)	1.5	1.9	2.0	2.0	
FF金利 (%)	1.375	2.125	2.6875	3.125	2.75
前回 (9月)	1.375	2.125	2.6875	2.875	2.75
前年末比利上げ/利下げ幅	0.75	0.75	0.5625	0.4375	
前回 (9月)	0.75	0.75	0.5625	0.1875	
利上げ回数 (回)	3	3	2	2	
前回 (9月)	3	3	2	1	

(注) それぞれ、中央値。成長率、『インフレ率』は第4四半期の前年比。『失業率』は第4四半期平均。『利上げ回数』は、0.25%ずつの場合。小数になる場合は四捨五入した整数値で表示。

(出所) FRB

次のチーフエコノミストが、この問題を解消する方策としては、長期の均衡成長率を引き上げることがある。そうすれば、このところの3%ペースの成長でもインフレ率が低位にとどまる現実と矛盾しない。潜在成長率を高めることこそ、共和党の経済政策の求めるところでもある。すなわち、適切な経済政策をとったから、長期の均衡成長率を引き上げられたと主張できるのである。その場合、今の利上げの方針は見直さなければならない。インフレ率が上がらないのだから、利上げを急ぐ必要はない。低インフレ率が問題という立場のグッドフレンド教授は、利上げを抑制する可能性がある。

長期の均衡成長率が高まれば、自然利利率が高まることで、実質均衡金利は上がるが、

インフレ率の2%が引き下げられるので、名目の金利は低く設定できる。

その先、次に金融緩和が必要となるときに備えなければならない。グッドフレンド教授はマイナス金利を言っている。その導入のためには、準備が要る。現金があると、マイナス金利政策の効果には限界がある。その準備が動き出すかどうか注目浮上する。その準備は、短時間でできるものではない。動き出すのは早いはずである。

4. パウエルFRB議長の挑戦

パウエル次期議長は、Fedの設立は、金融の安定確保に主眼があったとしている。100年の歴史である。大インフレの時代に、物価

安定と雇用の最大化の任務が設定されたが、それは40年の歴史である。しかも、このふたつは目的を達成しているといえるところにいる。経済安定のための金融政策は確立されている。

パウエル次期議長は、100年の歴史のある方のテーマを先に進めることを試みるのではなかろうか。具体的には、金融規制の見直しである。小銀行にとって大銀行と同じ規制を適用する必要はない。その負担を小さくすることで、資金を必要とする新興企業に融資をまわし、経済成長のエンジンとしようという発想である。次に、ストレステストの透明性、そしてボルカールールの見直しが視野に入る。パウエル次期議長は、危機後の規制を評価しているし、その強力な擁護者でもある。その前提で、見直しは進めることになる。理想は、効率的で健全な金融システムである。その姿が見えれば、それは、潜在成長率の引き上げになる。それが、パウエル次期議長の挑戦となろう。

■ 5. 金融政策の見直しの他国への影響

グッドフレンド教授は、QEの効果に懐疑的である。また、QEは、財政に負担をかける可能性も問題視している。イエレン議長は、12月13日のFOMC声明から、量的緩和、バランスシートについての記述をなくした。バーナンキ議長が危機対応で投入した非常時の

手段であるQEは、危機克服に資するものがあつただろう。しかし、それは、平時の政策手段ではなく、正常化に向けてバーナンキ議長がQEの拡大をやめた（Tapering）。その仕事はイエレン議長に引き継がれ、まず、中央銀行のバランスシートが膨らんだ状態でも政策金利を上げられることを2005年に確認した。そして、2017年に、バランスシートの縮小に着手した。それを軌道に乗せたところで、バランスシートの話は、FOMC声明から削除された。危機対応に区切りをつけたといってもよい。

これは、QEを採用した国に影響を持つだろう。Fedのチーフエコノミストが効果に懐疑的であるのに、それを続けるには、強固な理論武装が要る。欧州中銀は、そもそも量的緩和の縮小、購入削減に動き出している。日本銀行はYCCを導入して、量の政策の負担を軽くする布石を打っている。QEからの撤退が始まっているといってもよい。

しかし、厄介な問題がある。今は、どこも経済好調で、その撤退のできる余裕がある。それはいつまでも続かないだろう。金融緩和の要るときに、金融政策は何ができるかの問題が浮上する。グッドフレンド教授をFRB理事に据えることで、米国では、マイナス金利が次の金融緩和の手段になりえる。ちなみに、バーナンキ前議長は、一時的に物価水準目標（PLT）の金融政策に移行することを言っている。同様の事態に直面すれば、日本、欧州も対応を迫られることになるだろう。

■ 結び

2018年は、経済の好調は維持できそうで、当座の金融政策への要請は小さく、中央銀行は、将来の緩和が必要なときに備えて、準備

を進めることになろう。その中に、マイナス金利政策がとりあげてこれそうなものが、トランプ大統領のFRB理事の人事のもたらす影響である。

