

◆ 講演録 ◆

(本講演録は9月24日に開催された講演会の要約です。講演は、イエレンFRB副議長が、次期議長に指名される前に行われました。)



次期FRB議長の金融政策と米国経済

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

はじめに

今日は、FRB（連邦準備制度理事会）議長の交代で経済がどうなるかについて、話をさせていただきます。誰が議長になるのか、実はまだはっきりしません。まだオバマ大統領は、後継FRB議長を指名していません。上院による承認が円滑になされるかも分かりません。

現在のベン・バーナンキ議長の任期は、2014年1月31日までですが、次の日、誰が議

長席に座っているか分からない前提で、今後の経済、マーケットを俯瞰していきたいと思っています。

今日、お話をさせていただく構成ですが、まず、新議長の舞台となる世界経済、米国経済の状態の確認からさせていただきます。このFRB議長交代をみる上で、重視したいことは、世界的に今、経済成長力が弱いということです。日本は20年くらい失っているのですが、異例の金融緩和頼りということでアメリカも長い時間を失い続けています。

また、ECB（欧州中央銀行）が、企業の財務状態を分析し、停滞が続くことを懸念するレポートを出しました。これは非常に重い意味を持つものです。ヨーロッパが日本同様、10年を失ってしまうのではないかとという危機感の表れという解釈があるからです。昨今、新興国の置かれている状況が厳しいことも、周知の通りです。

さてその厳しい世界経済の中でのアメリカ

目次

はじめに

1. 経済成長が低迷する世界経済
2. 強靱さと難題が交錯するアメリカ経済
3. Fedの仕組みと議長の交代
4. FRB議長の要件
5. 次期FRB議長候補は

ですが、順風と逆風が交錯していて、見方を難しくしているところがあります。9月18日のFOMC（公開市場委員会）で経済見通しの発表がありましたが、危機感を持っていることが数字に表れているところがあると思います。

次に、Fed（連邦準備システム）の仕組みと、FRB議長交代の仕組みについて話をします。

FRB議長については、アラン・グリーンズパン氏が18年間、バーナンキ氏にしても、8年も在任しており、交代といわれても、ということなのか、思い浮かばない方も少なくないと思うからです。

次にFRB議長に求められる資質、資格要件についても説明します。この点については、ローマー夫妻の有名なペーパーがあり、参考になりますので、そのアイデアを説明したいと思います。

一般的に中央銀行総裁という職に就く人は、自身のアジェンダ（政策目標）の実行力を持つ人達です。「例外なく」とまではいえませんが、かなりの確度をもって、最近の先進国の総裁たちは、そのアジェンダを実行し、成果をあげています。こう考えると、次にFRB議長になる方のやりたいことに注目しなければなりません。これが決定的にマーケットを方向づける可能性をみておかねばなりません。ここは、本日、最も強調しておきたいところです。

現時点で誰になるか分かりません。候補者でいえば、ローレンス・サマーズ氏は辞退したことでありますが、彼の持論や政策行

動は、私からいわせると、議長への就任の如何にかかわらず影響力を持っていることを指摘したいと思います。先進国の中央銀行が置かれている、通常型の金融緩和の手段が使い尽くされた状況を踏まえると、彼のアイデアはたとえ議長にならなくても影響力を持ちそうだからです。中央銀行に独立性が必要だということを盛んに強調したのはサマーズ氏です。その流れは、今の日本銀行法の基礎に影響を与えたといえます。もう何年も前からサマーズ氏は、世界の中央銀行に影響を与えているということです。そして、今の彼には行き詰まっている経済を打破するアイデアがあります。これが最有力候補とされるジャンネット・イエレンFRB副議長（次期議長候補）と決定的に違うところです。

実際のところ、イエレン氏が議長の席に近そうです。彼女について注目されるのは、従来の発言内容と、議長の席が見えてきてからの発言内容に若干の差があることです。

結論から先にいうと、イエレン議長が誕生すると、金融政策は雇用を意識して、緩和を熱心に続けるという見方ができそうです。

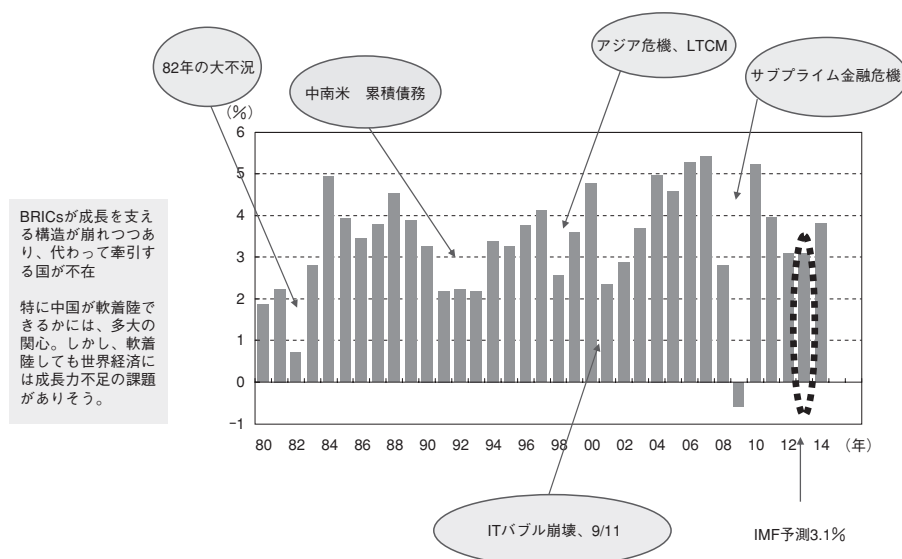
他にも、何人か候補がいます。その中にはバーナンキ現議長も実は入っています。

そして、実際に交代したら何が起きるのか、本日の話の流れになります。

■ 1. 経済成長が低迷する世界経済

世界経済の状態への認識について、私は健

(図表1) 世界経済の実質成長



(資料) IMF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

全な範囲で、警戒、注意を持つべきだと思います。

IMF（国際通貨基金）が出している経済成長の足取りと今年と来年の道筋をみてみましょう。今年の直近で公表された実質成長率の予測は、若干古くなっていますが、3.1%という数字を出しています。この3%というラインを割り込むと、世界経済は厳しく、IMFは緊張を要する閾値の数字だと元IMF高官がしていました。

確かに、3%を割った時には、世界経済に影響を与えるショッキングなことが起きています（図表1）。アジア危機、ITバブル崩壊、リーマンショックなどです。成長の弱い時期に、どこかでショッキングなことが起きると、経済全体が一気に落ち込むということでしょう。

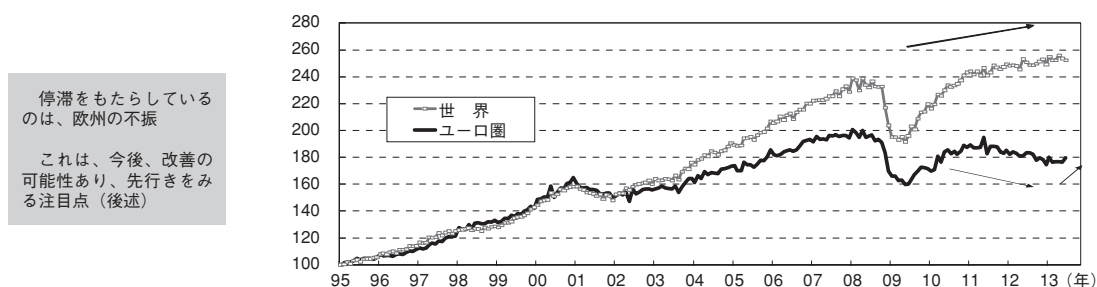
う。こうした時に政策が、適切に動かなければ、世界全体に影響が及ぶことになります。

今年の3.1%という数字ですが、これは、中国の成長見通しを8%弱として算出しています。しかし、中国の成長率は、それに届かないでしょう。今年5月22日からの世界的な金融の動揺で、新興国はダメージを受けているので、それも世界経済成長見通しの下方向修正を必要とします。日本が頑張ってもどれだけ上方修正できるかが、世界経済の成長率の低下を抑えることができるかを決めるというてよい状態です。

今年の世界経済は、おそらく3%を割り込むでしょう。

来年は、世界経済の成長率は、今年より高まりそうです。いくつか揺り戻しの動きが出

(図表 2) 世界貿易：世界全体の輸入とユーロ圏の輸入



(資料) オランダ経済政策分析局より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

ています。問題は、それでもあまりぱっとしない3%台の数字だということです。

世界経済の成長が3%台を抜けられない大きな要因は、中国です。今までの2ケタ成長から安定成長に移行し、世界全体の成長率も下がるということです。成長率が下がっても、それは、中国にとっては困らないかもしれません。日本で、高度成長が終わったからといって、バブルが破裂するまでは、低成長でも生活水準は上がり続け、人々は、相応に幸福でした。中国の高度成長が減速することは、ある程度必然で、中国の人々にとっても、そう不幸ではないとしても、世界が中国という成長パワーを失うことは、世界にとっては厄介な問題です。

成長論の視点から、循環論の視点に移すと、少し明るくなります。オランダ経済政策分析局（CPB）が毎月集計をして世界全体の貿易の数字を発表しています。世界経済の動きを、リアルタイムで捉えられる貴重な指標です。

話はそれますが、実際にリーマンショックの時、貿易も大変な落ち込みになりました。

当時、日本の金融機関は問題となっていた証券化商品をそれほど持っていないから、たいした影響はないという判断を多くの方が持っていました。実際には日本のGDPが先進国の中でも最も落ちました。貿易の影響を強く受ける経済ということです。

その世界貿易で、今、どの地域が弱いのかといえば、ヨーロッパです（図表2）。このヨーロッパが、このところ少し持ち直しています。実際にいくつかの都市を訪れて感じたことは、ドイツで強い建設ラッシュが起きていたことです。

ヨーロッパはユーロ危機を迎えるまで、ドイツを基準に金融政策をとっていたところがあります。他国にとっては、その金利が安すぎてバブルが膨張し、様々な問題が起きてしまったといえます。ところが、今、ECBが設定している0.5%という政策金利は、成長の基礎体力のあるドイツにとって低すぎるがゆえに、活発な経済活動が起こっているところがありそうです。

ドイツ経済が強くと、それでヨーロッパ全体

を押し上げるのであれば、それは、世界経済の成長も来年は高まるという見通しは妥当ということになります。

その際に注目が要るのは、ドイツの新政権の組成です。この選挙まで、ドイツではメルケル首相のCDU（独キリスト教民主同盟）、CSU（キリスト教社会同盟）の連合とFDP（自由民主党）が連立を組んでいました。しかし、FDPは、今回、得票率5%に達しなかったため、議席を獲得できませんでした。

今後、CDU/CSUは最大野党SPD（独社会民主党）と大連立を組むことになりそうです。大連立といっても、CDU/CSUが過半数まであとわずかに4議席で、圧倒的に強い状態です。この状態で、政策がどうなるかは、見えにくいところがあります。これは欧州の今後を不透明にします。

来年にかけて、世界経済は上向くとみることができるのは、危機から脱したヨーロッパによる押し上げの寄与が見込めるからです。ところが、そのヨーロッパ経済の支えのドイツで、政治が定まらず、銀行同盟など統合の根幹の問題の進展に不確実性が高い状態です。米国の財政の問題も紛糾しそうです。いくら来年の世界経済は上向きそうといっても、3%台の成長は、ショックに弱いのに、欧米で不安があることは気がかりです。その国際経済環境の中で、FRB議長が交代することになります。

■ 2. 強靱さと難題が交錯する アメリカ経済

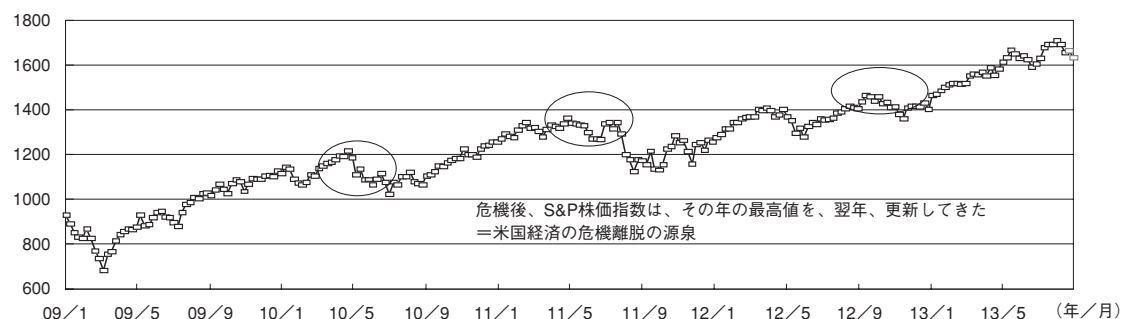
アメリカの経済に、テーマを移します。

アメリカ経済の強靱さの一つは、納得のしやすい金融政策です。特に、資産価格が上がることが金融緩和のチャネルとして重要だと十分理解した結果に注目すべきです。大きな金融危機を経ても、プラスの実質経済成長を続けています。満足の得られるレベルではありませんが、雇用もコンスタントに増加させています。

リーマン危機に直面した後の回復を特徴づけるのは、S&P500指数が最高値を毎年更新していることです（図表3）。資産価格の上昇で経済が上向くことをバーナンキ議長は、相応に意識して、金融政策を運営してきたのでしょう。

日本の場合には、バブル崩壊の直後、株価にはそれほど強い注意を払わなかったところがあります。そこが当時の日本と、今のアメリカとの大きな違いになっていると思います。金利がゼロになり、財政出動ができなくなった時にもできることは、資産価格のチャネルを重視する金融政策です。この方針を受け継ぐ人が次のFRB議長になるか、そうでない人になるかでは、決定的な違いになるかも知れません。もし、証券をFedが買い取るQE3の政策をやっていないければ、今頃、S&P500は1,300くらいの水準にとどまっていた

(図表 3) S&P500株価指数の推計



(資料) FRB、ブルームバーグ収録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

のではないかという試算も可能です。アベノミクスで日本が動き出したのも、実は、FedのQE 3の政策が支えという見方もできるかもしれません。FRB議長の交代は、日本にとっても大きな関係があると認識してもらえればと思います。

もう一つ、アメリカの強さの芽は、エネルギー革命の可能性です。経済政策の立案者としてのサマーズ氏の評価が高いところが、経済政策のアイデアを出し、それをオーガナイズする力量が高いことです。その彼がこのエネルギー革命がいかにアメリカ経済を押し上げるのかを説いています。そのために努力しないとイケないといっています。

もともとIT革命のとき、彼は非常に強気な経済見通しをいっていました。その根拠として、多くの企業がインプットとして使うものの値段が下がると、経済成長は加速することを挙げています。半導体について、18カ月から24カ月で半導体の集積の度合いは倍になっていくムーアの法則をみて、ITの経済押

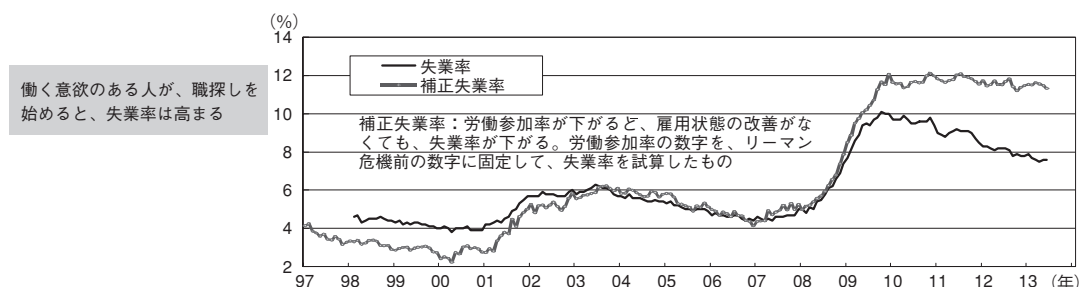
し上げ効果の強さをいっていました。半導体の値段はどんどん下がり、経済を押し上げるというのが彼の当時の主張でした。

現在、これをエネルギー価格と言い換えています。パイプラインの建設などで、シェール革命の効果を最大限生かす政策をとらないとだめではないかということです。それがアメリカ経済を不連続に上昇させる力を持っているということです。

アメリカが10年を失い、また世界成長が弱いという事態をブレイクスルーする切り札があるとすれば、こうしたことにアイデアがあるのではないかと感じています。

アメリカ人は、ここに自信を持っています。その論拠を、たまたまシェールが見つかったからではなく、様々な科学技術を徹底的に探究した結果であるとしています。火星の地質調査ができる国にとって、自国の大陸の地底を調べることは容易であり、結果としてあまり外れず掘れるようになり、それが、低価格のエネルギーをもたらすという道筋があるこ

(図表 4) 公式統計の失業率と補正計算した失業率の推移



(資料) 米国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作成

とが感じられます。

企業の投入物については、物価が下がった方が経済に良いというのがサマーズ氏です。伝統的な金融政策は手詰まり、財政は緊縮の中で、もし、こういう考え方をとり入れる人がFRB議長になれば、どうなるのかは、興味の持たれるところです。

強いところがある一方で、アメリカの経済には、弱くて、心配なところがあります。

景気回復が長く続いているのに、雇用吸収が弱いことです。先般、雇用統計が出ました。8月の失業率の数字が7.3%でした。これは大変悩ましい数字です。

なぜなら去る6月19日にバーナンキ議長が記者会見で、今後のいわゆるテーパリング、緩和の縮小の進め方を話しました。7月30～31日のFOMCの議事録と、Fedの調査レポートなどで、正常化の手順を示しています。そして、テーパリングが終わるとする来年半ばには、失業率が7.0%だという予測もいわれました。これと整合性をとるならば、7.3%という失業率では、年末に縮小が終わって

ないといけない位のところまできていることになります。ところが、テーパリングは終わるところか、始めるところにも来ていません。9月18日のFOMC後のバーナンキ議長の記者会見で「もう失業率だけでは決めません」とメッセージを送らざるを得なかったたわけです。

もし労働参加率が下がっていなければ今のアメリカの失業率は12%弱であると、試算できます(図表4)。労働参加率が下がるというのは、経済情勢が悪いとみきって就職を諦める人が増えるということで、失業率は計算上、低く出てしまいます。こうした歪みのある数字で、テーパリングのペースを決めることはできないと、FOMCは白旗をあげかけたことになります。7.3%でも5%台の完全雇用失業率には遠く、アメリカの雇用問題は深刻です。

この労働参加率の議論は、FOMCのメンバーの中でも大きく意見が分かれる部分です。労働参加率が下がる原因には、様々な構造的な要因があるとする考え方もあります。

しかし、その考え方を否定する立場からすれば、もっと経済を頑張らせないといけないという議論になります。バーナンキ議長は、後者の立場でした。もし、次の議長がこの判断を取り下げると変化が起きます。

オバマ大統領がサマーズ氏を議長に選ぼうとしたという報道がありましたが、他にも理由があるとはいえ、労働参加率が低下したことへの対処について、おそらくイエレン氏にアイデアが希薄なことに不安があるあらわれともいえます。

また、需給ギャップを計算してみると、アメリカの潜在GDP、潜在成長力が落ちているのではないかという見方もあります。日本は、潜在成長力が落ちていることを認識しないで、景気の刺激策を繰り返した結果、過剰な金融緩和をしたり、財政発動をしたりして、国家債務の状況が悪化させたという意見があります。もしかすると、アメリカも同じ道をたどりかねないかもしれません。

もう一つ、インフレ率が低すぎる心配もあります。需給ギャップは開いています。インフレ期待は総じて安定しているとされていますが、インフレ連動債と通常債の利回りの差から計算されるブレイクイーブンインフレ率今年前半に低下しました。当然ながら、何か変化があればインフレ期待は変動するもので、それほど楽観視はできないと思います。

構造的ともいえる需給ギャップの開いた状態になっていて、それを金融政策で補ってきたし、シェール革命がうまく成長押し上げに

なるかもしれないというのが、長めの視点でみたアメリカ経済の姿です。

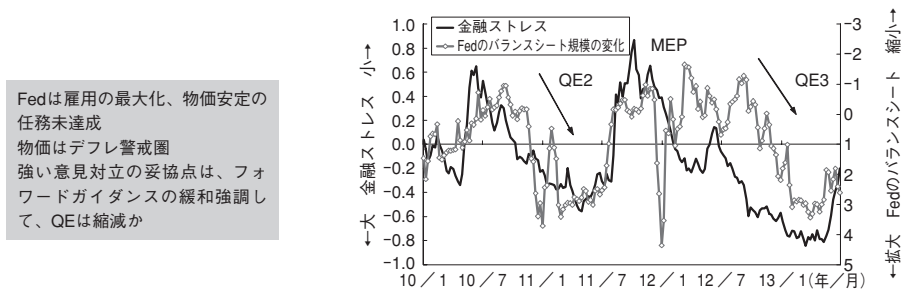
これから成長が加速して過去の趨勢でみたアメリカの潜在GDPに、戻るのか、それを諦めるかは、次期FRB議長の大きな判断を迫る問題です。もし戻ることができると考えれば、強い緩和を続けるでしょう。それを諦めるならば、弊害がある緩和は積極的に抑えにかかるでしょう。

潜在成長率を引き下げる決断は、政治的に重大な意味があります。アメリカの財政バランスの見通しが変わってしまうからです。税収の見込みが変わると、財政の緊縮が要ることになります。財政緊縮を強めたら、大統領の支持率はいったいどうなるのでしょうか。この潜在成長率を引き下げる判断は、非常に大きな政治的な抵抗がある話だということをご理解ください。

この先何が起こるのかについて、他にも注目すべきことがあります。

一つのポイントは、弊害があるということで抵抗の強いQEという緩和政策が実は大変な効果を持っていたということです。政策金利がゼロになり、その後にとれる金融政策は、大きく二つあります。一つはバーナンキ議長の言い方であれば、資産購入（俗称QE）です。このQEは、侮れない効果があります。セントルイス連銀が金融ストレス指数という指標を算出しています（図表5）。QEを実施している時は、同指数が小さくなっていますが、5月22日にバーナンキ議長がこの政策を見直

(図表 5) Fedのバランスシートの規模の変化と金融ストレス



(資料) FRB、セントルイス連銀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

すといった途端に、上がり始めました。さようにQEは効果を持っています。

もう一つは、フォワードガイダンス（期待の誘導）です。政策金利がゼロでも、そもそも未来永劫、ゼロ金利が続くと、人々が思わない場合、将来、需要が細るという期待が生じます。その期待に働きかけることで、経済を刺激できるということが注目されます。このアイデアの理論武装で貢献のあったラルス・スヴェンソン氏、ポール・クルーグマン氏はプリンストン大学の教授で、そこにバーナンキ議長もいたことになります。

バーナンキ議長は、QEとフォワードガイダンスの併用でやってきました。次の議長が、その併用を続けるのか、続けられるのかは、現時点では分からない話です。バーナンキ議長が去ると、二つを併用する金融政策が変わるとの見方があります。金融政策の流れが変われば、マーケットが動き、世界中のマーケットにも影響します。

第二のポイントは、FOMCの出している経済見通しが信頼されていないことです。先

日の9月18日のFOMC後の記者会見で、見通しの成長見通しの下方修正が続くことが糾弾されました。

直近の見通しで（中心レンジ）で、2016年は2.5から3.3%の成長と公表されました（図表6）。Fedが長期的なゴールとしている経済に到達するには、3%成長を続けられないということが示されています。バーナンキ議長は、頑固に、予測期間内で長期のゴールに到達できるという判断を変えないできました。もしかすると、次の議長は、現実的にそこを変えてくる可能性があります。2016年までに、自然失業率の目標値までいけないとみるならば、なぜもっと緩和をしないのかという話が出てきます。テーパリングなどんでもないということです。それが無理ならば、別のアイデアを出さないとだめではないかという話になります。

インフレ率の見通しも問題です。今、アメリカのインフレ率が非常に下がってきていますが、FOMCは一時的であると主張しました。3年間3%の成長を継続しても、インフ

(図表 6) FOMCの経済見通し (2013年9月、中心予測)

3%の成長が3年続いても
インフレ目標に到達するか
微妙

その3%成長持続は信頼さ
れていない(9-18のFRB議
長記者会見で、予測の精度
について、痛烈な批判を受
ける)

	2013年	2014年	2015年	2016年	長期 (ゴール)
実質GDP	2.0-2.3	2.9-3.1	3.0-3.5	2.5-3.3	2.2-2.5
	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6		2.3-2.5
	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7		2.3-2.5
失業率	7.1-7.3	6.4-6.8	5.9-6.2	5.4-5.9	5.2-5.8
	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2		5.2-6.0
	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5		5.2-6.0
インフレ率 PCE	1.1-1.2	1.3-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	2.0
	0.8-1.2	1.4-2.0	1.6-2.0		2.0
	1.3-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0		2.0
PCEコア	1.2-1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	
	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0		
	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1		

実質GDP、インフレ率は第4四半期の前年同期比、%。失業率は、第4四半期平均、%。中段は前回の6月時点、下段は前々回の3月時点。

(資料) FRBのHPの掲載資料に基づき、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

レ率2.0%は、かなり厳しい状況なのです。

バランスがとれていない経済見通しになっているのではないのでしょうか。

2%ができないのは、デフレの脅威に備えなければならないという問題でもあります。なぜこの国でもインフレターゲットは、2%なのでしょう。第一に、統計ですから誤差があります。統計の数字よりも、インフレ率は低い可能性があります。第二に、代替効果です。高い物と安い物があるとき、安い物を買うという行動があると、実際のインフレは、統計で捉えるよりも低くなります。第三に、のりしろという発想があり、デフレになってしまったらもう政策ではできないことは何もない、あるいは非常に難しいため、ある程度プラスのインフレ率が必要との考えです。統計でインフレ率がゼロであれば、代替効果でデフレであり、のりしろありません。1%でも、誤差があると、安心はできません。そこで、2%という数字が出てきます。強め

にいうと、2%を割れば、デフレ警戒圏です。

余談ながら、アベノミクスが2%を達成できなくても、プラスのインフレ率ならば、よいというのは、日本がデフレを抜け出せないといっているようなものと、理解されかねない発想です。

ちなみに、ジョージ・アカロフ氏という経済学者は、インフレがない状態は、経済に多くのコストがかかる問題を論じています。彼は次期FRB議長の最有力候補のジャンネット・イエレン副議長のご夫君です。

今のFOMCの見通しは、2%のインフレ率に到達するために、3年連続の3%成長が必要ということです。成長が不自然とみるならば、アメリカ経済にはデフレの脅威があるということです。

FOMCが出した経済見通しの中に、金利の見通しが出ています。経済成長率3%が3年間続いて、失業率が完全雇用とされている5.2から5.8%に下がっていったとしても、バ

一ナンキ議長が中立としているFF（フェデラル・ファンド）金利のレベルにははるかに足りないことが示されています。金融緩和はやめられないということになります。

この危機の勃発は2007年8月9日のBNPパリバショックです。事実上10年間アメリカは金融緩和を続けることになります。言い換えれば、ある意味で10年を失うことになります。

■ 3. Fedの仕組みと議長の交代

アメリカ経済に需給ギャップがあり、FOMCの見通しに難があり、緩和の政策手段も事実上、払底している状態で、FRB議長が交代します。

そのFedとは何かをみておきたいと思います。

正確にはFederal Reserve Systemといいまして、アメリカの中央銀行です。ここにワシントンにあるFRBという理事会と、12の地区連銀と傘下に一般銀行も入り、システムを構成しています。このFederal Reserve Systemのシステムを制度と訳すというのは、いかがなものかと思います。そのままシステムとし、連邦準備システムというのが良いと思います。略せば、Fedであって、FRBではありません。FRBはその中枢の理事会のことです。Fedの人々は、自分たちではFederal Reserveと称することが一番多いようです。

ある和書では、連邦準備制度理事会がアメリカの金融政策の最高決定機関であるとしてありながら、次の節では連邦公開市場委員会が最高決定機関であると平気で書かれています。このように日本の市場を大きく動かすドライバーの一つであるFedに対して、理解が今一つであることを象徴していると思います。

またFedウォッチというのも、もともと意味が違いました。Fedは、今でこそ声明を出して政策の変更を説明しますが、昔はそれを行いませんでした。アメリカの金融市場で、資金がどう動いたのかをみて、Fedが政策を変えたかどうか読み取るというのが、本来のFedウォッチの仕事とされました。

ちなみに、FOMC（連邦公開市場委員会）については、フィラデルフィア連銀のホームページにある「FOMCの一日」という小さなパンフレットが、一番分かりやすいと思います。

FOMCの議論のテーブルには、理事もなく、地区連銀総裁でもない、つまりFOMCメンバーではない人が議長の前に座っています。メンバー以外に何人か重要な参加者がいます。チーフエコノミスト、ニューヨーク連銀のデスクなどです。こうした人たちの説明はFOMCの議事要旨でも必ず登場します。単に理事と総裁だけで決めているわけではなく、スタッフの方が場合によっては決定に影響力を発揮することがあるとされます。議事要旨などで、その発想をみておくことが必要

です。

次に、議長交代の仕組みですが、これは大統領に指名する権限があります。その後、上院に承認を受けます。これは上院だけで、下院は関係ありません。アメリカの重要な人事は上院が決めます。最近でいえば、駐日大使のケネディ氏の公聴会がありました。公聴会を開き、上院委員会採決、それから上院本会議採決を行い、就任の儀式といえる就任宣誓という流れです。

今回、サマーズ氏が議長の座を諦めたのは、この委員会採決が通りそうになかったからです。22人で上院銀行委員会が構成されますが、3人の民主党の議員が彼では困ると発言しました。この経緯はウォール・ストリート・ジャーナルにも詳しく書いてありました。

この上院の承認公聴会での最初の発言には、注目が必要です。何をFRB議長としてやりたいのかを語らなければならないからです。その発言は、議会への約束であり、任期中の4年間の制約になります。11月頃とされる次の公聴会で指名をされた人が何をいうのかは、非常に大事だということになります。

次期議長にとって、この委員会突破も関門ですが、本会議も関門です。46人の共和党と54人の民主党がいるのですが、仮に民主党の大統領が選んだ候補でも採決突破は、簡単ではない可能性があります。サマーズ氏については金融の規制について非常に甘い指摘されており、ドッド＝フランク法を通すために汗をかけた議員が大勢いるため、その規制を

緩和しようというアジェンダを持っている人は承認できないという発想になります。

サマーズ氏はデータを分析して、的確に方向性を決めることに卓越した能力があります。ところが個性が強すぎて、議長を辞退しなければならないという今日の結果になったともいわれています。

もっといって、FRB議長を決める上で、共和党46人がキャスティングボートを握りそうです。というのは、今非常に厄介なのは、彼らがFRB議長の選任をアメリカ政府のセンターステージに持ってきてしまっています。例えば、政治的要求を通す条件にされかねません。

イエレン氏が選ばれそうなのは、この上院承認が得やすいという理由が重視されているからともいわれます。

採決の承認だけが、問題ではありません。議員の中には、Fedのバランスシートを膨らますと、将来インフレをもたらすのではないかと心配している人もいます。これらに配慮して、もうこれ以上バランスシートを膨らませることに慎重になると、次期議長がいつてしまえば、QEという政策は非常に難しくなります。

■ 4. FRB議長の要件

FRB議長は、どういう要件を満たしている人になるべきなのか。

第一に、経済学の学識が重視されます。第

二は、もう一つは、ワシントンでの仕事の実績です。ワシントンで着実な仕事ができる、要は政治と駆け引きができる人です。そういう仕事の実績がある人が合格ということになります。バーナンキ議長は、そこが心許なかったのですが、結果として8年間務めあげました。イエレン氏は自分の主張をワシントンで通すことに卓越した才能を持っているようです。コミュニケーション能力、スピーチにも長けています。

第三は、金融の実務経験があるかどうか。バーナンキ議長の前任のグリーンSPAN氏はニューヨークのダウタウンの真ん中にオフィスをかまえていたコンサルタントで、金融界で相応の経験がありました。ワシントンの実績では、レーガン元大統領の選挙運動で深く貢献したことがいわれています。バーナンキ議長には、このいずれもなかったことになります。

第四に、そして最も大事な要件として、アメリカ経済をどういう方向に持っていきたいのか、アジェンダがはっきりしているかどうかです。

バーナンキ氏は、大恐慌の研究者として危機対応で実績を示しました。恐慌の淵から健全に成長を続ける経済に引き戻しましたという偉業を成し遂げたといっても、過言ではありません。就任前のアジェンダとしては、インフレ目標があります。経済を安定させる最も有効な方策は、インフレ目標の採用であり、それをやり遂げました。

中央銀行のトップは、持っていたアジェンダを実現しています。例えば、元ECB総裁であるジャン＝クロード・トリシェ氏のアジェンダは物価の安定です。トリシェ時代、最後は一連の危機で崩れましたが、それまでの最初の10年間、見事に2%の参照インフレ率を達成しています。バーナンキ議長も上述の、二つの大きなアジェンダ、「恐慌にだけはならない」というものはいかんなく発揮され、できるかどうか分からないといわれていた「インフレ目標の導入」を結局は果たしています。

マリオ・ドラギ氏は2011年11月にECB総裁に就任していますが、2012年7月26日、ユーロは不退転で守るといってから、危機は解消方向に向かっています。暗黙のアジェンダであるユーロの防衛では、見事な仕事をやり遂げたことになります。

バーナンキ議長に焦点を当てても、彼は持論を様々持って、それを実践しています。「危機対応の教科書」という話があります。何か危機といわれるような金融の支障があると、金融システムは乱れます。その時はまず金融システムを安定させなければなりません。彼の比喻では、寝タバコで火事になった時に、その寝タバコをやった人を刑事的に訴追するかどうか、あるいは建物の防火基準をどうするか考える前に、火を消すのが当たり前でしょうということです。消火ができれば、防火基準の手当てや責任をいかに負わせるかなどに移っていきます。金融危機の対応で、バー

ナンキ議長は、それを実践し、さらにECBでもこの流れに沿って動いています。危機があれば、とにかく火を消せということです。さらに、この6月、SHIBORショックといって、中国の短期金利が急騰しましたが、その時にわれわれが比較的平然とみているところがありました。もうアメリカもやったし、ヨーロッパもやったのだから、中国もこうした事態への対処はできるはずだと、市場の人々は考えたからです。実際、PBOC（中国人民銀行）もそう動いて、当時のショックは収まっています。バーナンキ議長の示した道筋は、こうしたところにも出てきています。

■ 5. 次期FRB議長候補は

誰が議長になるかの話ですが、イエレン氏だろうと思います。ほかにも候補としてドナルド・コーン前FRB副議長もいます。あとティモシー・ガイトナー氏も、ある程度可能性があります。

また、アメリカの公職は、後任が正式な手続きをもって決められない場合、前任がやるというのが一つの慣例です。議会が紛糾していて、もし決まらないと、一時的ですが、バーナンキ氏続投がないとはいえません。

それぞれ候補を紹介しましょう。サマーズ氏が米国経済を押し上げるアイデアを持っているといいましたが、これはエネルギー革命です。シェールガス、オイルは掘り出しているけれども、今の原油価格は非常に高いま

です。これを下げるために努力をしないと、経済成長の刺激にならないというのです。では何をやるのか。例えば産油地から精製施設までパイプラインを作ろうというのです。

もう一つ、彼が重視しているのは、アメリカの財政を法人税から変えるべきだということです。何を変えるかという、アメリカの企業は国外で稼いだ分をアメリカに持ち込むと大きな課税をされます。したがって、その税制を変えれば、アメリカに資金が入ってきて、人を雇ったり設備投資をしたりするだろうという理屈になります。

今、金融政策は行き詰まっていて、特に法人に対する税制がどれだけ経済を活性化させるのかという議論が活発です。本邦でもそうです。サマーズ氏は自らFRB議長への道を断ちましたが、こうした金融政策を超えるアイデアがないと、前述のFedのはまっている罠から抜けることはできないように感じられるところまできています。もし、彼が議長となると、FRB議長としては、Fedの任務達成ができず、グリーンスパンの黄金期のように、経済大統領というふるまいをすることだったでしょう。

次にイエレン氏ですが、前述の議長の要件は満たしています。女性初ということ以上に人物として申し分ない実績を持っています。では彼女が何をやりそうかという、雇用に力点を置き始めました。その結果、民主党の牙城である労働組合や民主党の議員から彼女にやってほしいという声が上がって、オバマ

政権を動かそうとしています。経歴をみても、ワシントンできちんと仕事をしましたし、サンフランシスコ連銀の総裁として金融の実務も分かっています。

さらに金融議論、政策議論にも長けています。最適性理論に基づく最適金融政策について2012年4月の講演で話しています。こうしたことから推測すると、相当長い間、彼女は金利を上げないことになります。量的緩和、QEよりもフォワードガイダンス、期待の管理に力点を置いた政策に変わっていくのではないのでしょうか。これは非常に大きな意味合いがあります。アメリカのFed、欧州中央銀行、イングランド銀行がフォワードガイダンス中心に移っていきます。そうすると、主要中央銀行の中で日本銀行だけがかなり強めにQEをやるということになります。これはそのとおり実行されれば、円を安くする組み合わせになります。

1999年ルール、テイラー・ルールとして有名ですが、このルールのおかげで厄介な問題が起きています。金融政策は経済が困った時に万能ではないかという見方を与えたのは、このテイラー・ルールでした。

またティンバーゲンの定理というものもあります。政策の目的と政策手段は、政策目的の数よりも政策手段は多くなければいけないとなっています。これは理論的には連立方程式の単位の数を含わせても意味がないということで否定はされているのですが、金融政策で何でもできると考えてしまってよいのか

が、大きな問題です。この金融政策万能は、もう尽きてきているのではないかと思います。イエレンの場合、どこまで金融政策だけで、要請を満たすことができるのかが課題になります。

あとはコーン氏ですが、彼がなるとおそろしくQEを一生懸命にやると思います。ただ、ここはイエレン氏と同じなのですが、ならば今までにアメリカ経済はもっと良くなっているのではないかという意見に反論しなければなりません。ここは苦しいところです。

前財務長官のガイトナー氏は本人がやらないといいました。ただその事情は、サマーズ氏との関係を慮ってのこのようですから、サマーズ氏が難しいということになれば、彼の名前が挙がってくる可能性はあります。

ただ困るのは彼の場合、アジェンダがはっきり何なのか分かりません。一つの推測ですが、オバマ大統領は、もし議長になったら、次の中間選挙で、議会のねじれを解消して欲しい、次の2016年の大統領を民主党から出して欲しいと求めることでしょう。一番そういうことに、動く力量を持っているのが彼でしょう。イエレン氏やコーン氏は、金融政策のために金融政策があるという感じです。大統領の視点でいえば、まだ候補としてガイトナー氏の芽は残っていると思います。

もう一人、影武者みたいな人がいます。バーナンキ議長の先生で、もともとグリーンSPANを引き継ぐうえで一番可能性が高かったとも思われたスタンレー・フィッシャーとい

う人です。彼が著書などの中で何をいつていたかという、要は為替を使うということ、す。財政政策と金融政策が事実上行き詰まっています。あと何が残っているか。サマーズ氏流は税制など、経済政策全般のコーディネートが要するという発想であるし、もう一つは効果を問われても、とにかく金融緩和ということになります。そして、あとは為替、ドル安ということになります。

QE縮小について、5月22日にバーナンキ議長が発言をしました。その発端はいくつかあります。QEという政策は弊害が多いとして、FOMC内が、撤退に傾きました。彼の言い方ではコストが大きいとしました。ベネフィットは最初に出るが、コストはやがて出てくることでも、非常に困った政策であるといったのです。もう一つ大きなきっかけが、昨年ジャクソンホールで、かつてはバーナンキ議長ともにプリンストンの教授であったウッドフォードという学者がこの政策の効果に疑問を呈したのが出発点だともされています。

バーナンキ議長は、恐慌の淵から安定的に成長する経済に戻しました。経済変動が安定すれば、資産価格は上がりますが、その経路で、それを成し遂げたことになります。危機対応でも道筋をつけました。それを持続させるインフレ目標の導入もやり遂げました。懸案の正常化についても、緩和の縮小をいつ始めても違和感のないところまでお膳立てを整えました。

それを引き継ぐ次期議長指名が不透明な中、結論ははっきりしませんが、有力候補であるイエレン氏になったとしても、おそらく金融政策だけではうまく経済をハンドリングできず、他から様々なアイデアを持ってくるのではないか、あるいはそれを提言して大統領、政治を動かしていくのではないかと思います。

これを機会に意見交換の場を増やしていただければと思います。

ご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：千田 雅彦)