

FRB議長は任期に惑わされるのか バーナンキとグリーンスパンの答えは「否」

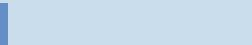
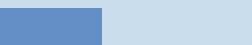
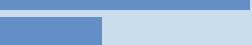
欧米調査部主席エコノミスト
小野 亮
03-3591-1219
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- グリーンスパン議長は超低金利政策から転換し、利上げ路線をバーナンキ議長に引き継いだ。しかし利上げは、米国経済の好転とブッシュ大統領の再任発言という歴史的偶然の産物でもあった。
- バーナンキ議長はテーパリングと共に退任した。しかしテーパリングに至る2013年の金融政策は経済・金融情勢に翻弄され、かつ、それがバーナンキ議長が重視した金融政策であった。
- バーナンキ議長が記しているように、FRBには私情を挟まずに客観的にマクロ経済分析を行い、公務に専念するという創設以来の文化がある。イエレン議長も例外ではないだろう。

1. 2018年1月にイエレン議長が退任すれば過去3番目の短命

イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長の議長としての任期を2018年1月末に控え、かつトランプ大統領が新しい議長を指名するのではないかという疑惑が燻っている。図表1は、エクルズ議長に始まる9人のFRB議長について、就任・退任日と在任期間を示したものである。最も長期にわたって議長を務めたのはマーチンJr議長で6,879日、それに次ぐのが「マエストロ」と呼ばれたグリーンスパン議長（6,749日）である。もし、イエレン議長が来年1月末の任期で職を退けば、その在任期間はわずか1,459日となり、ミラー議長、マッケーブ議長に次ぐ短命となる。

図表1 歴代FRB議長の就任期間

	就任日	退任日	在任期間(日数)	
エクルズ	1936/2/1	1948/1/31	4,383	
マッケーブ	1948/4/15	1951/3/31	1,081	
マーチンJr	1951/4/2	1970/1/30	6,879	
バーンズ	1970/2/1	1978/1/31	2,922	
ミラー	1978/3/8	1979/8/6	517	
ボルカー	1979/8/6	1987/8/11	2,928	
グリーンスパン	1987/8/11	2006/1/31	6,749	
バーナンキ	2006/2/1	2014/1/31	2,922	
イエレン	2014/2/3	2018/1/31	1,459	

(注) イエレン議長の退任日を来年1月末と仮定。

(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

短命に終わることを念頭に、イエレン議長は6月FOMCで再投資縮小計画を急ぎ公表し、後任に託そうとしたのだろうか。それを考えるために、前任者らがとった行動や考え方を振り返ってみよう。

2. バーナンキ議長のケース

バーナンキ議長は、2006年2月1日から2014年1月31日までの8年間、議長職にあった。任期終盤、バーナンキ議長は、米国債購入ペースの減速（テーパリング）に踏み切った（図表2）。バーナンキ議長にとって、テーパリングは経済情勢次第であり、任期とは無縁であった。

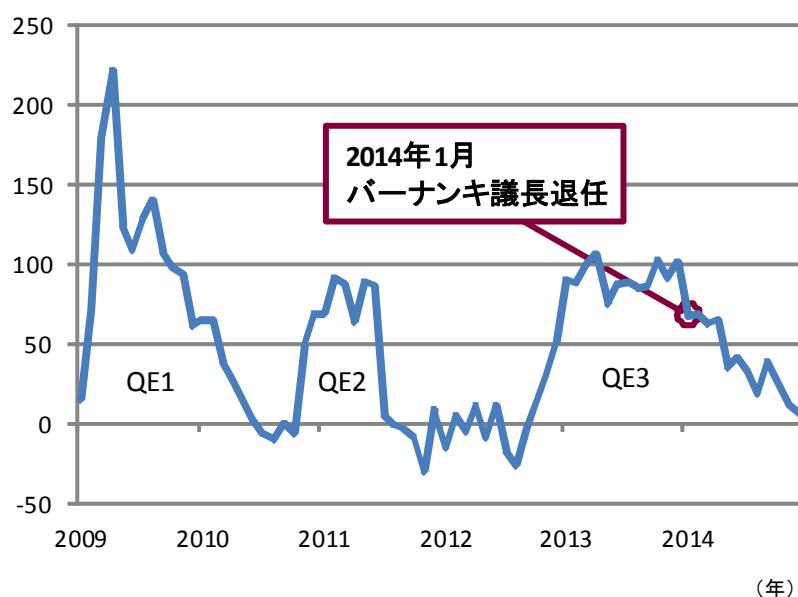
2013年5月22日、バーナンキ議長は、米上下両院合同経済委員会の質疑応答で「今後数度の会合で、債券購入のペース減速を決定する可能性もある」¹と発言した。さらに翌月に開催されたFOMCの記者会見では、FOMCの決定事項として「今後得られる経済指標等が、FOMCの見通しに沿つたものであれば、資産購入を2013年後半に縮小する。さらにその後の指標も概ね見通しと整合的なら、来年上期を通じてゆっくりと段階を追って資産購入を縮小し、年央には停止する」というシナリオを示した。この一連の発言により、国際金融市場に大きな激震が走り（テーパー・タントラム）、資産購入縮小というFOMCのシナリオがかえって大きく崩れるおそれがあるのは周知の事実である。

一方、バーナンキ議長の後任人事が騒がれ出したのは、2013年1月、オバマ大統領が第二期政権をスタートした頃である。特に注目されたのは、6月17日、オバマ大統領の発言²である。「バーナンキ氏は非常に良くやってくれた。彼は（引退間近の）米連邦捜査局（FBI）のモラー長官に似ている。モラー氏は本人が望んだ、もしくは想定していたよりも、長い間職に留まった。」実際、バーナンキ議長は、2月5日のオバマ大統領との会合で再任を望まないことをすでに伝えており、大統領の理解を得ていたという³。

同年10月9日、オバマ大統領はイエレン副議長を後任に指名した。傍らにいたバーナンキ議長は、回

図表2 FRB 保有債券残高の変化

（前月差、10億ドル）



（資料）FRBより、みずほ総合研究所作成

顧録の中で、そのときのことを次のように振り返っている。

彼女は私の就任時よりもはるかにFRBの政策決定経験が豊富だったのだ。（中略）これ以降、私の仕事はスムーズな引き継ぎを確実に行うことになった。⁴

このように、イエレン議長の指名受託の挨拶が、バーナンキ議長が自らの任期と金融政策を結びつけた出来事であった。しかし「スムーズな引き継ぎを確実に行う」ために、バーナンキ議長がテーパリングに踏み切ったと考えるのは大きな誤りであろう。

2013年12月のテーパリングは、「大いに期待されていた国債買い取りの減速を行う状況が整った」⁵（傍点は筆者）ために過ぎなかった。バーナンキ議長にとってテーパリングとは、任期を意識して実現できるような措置であったり、既定路線であったりするわけではなかつたのである。

「テーパリング」というと、一度買い取りのペースを落とし始めたら、あらかじめ決めめたペースに従って速度を落としていくことが暗示されるが、私が伝えたかったのはむしろ、買い取りのペースは私たちが労働市場の目標にどのくらいのペースで向かっているのか、また買い取りのリスクが利益を上回るようになってきたどうかで変わりうる、ということだった。⁶

2013年6月の記者会見で生じたテーパー・タントラムは、バーナンキ議長にとって予想外の市場の反応であり、「不慮の引き締めになってしまいそう」な出来事となつた⁷。バーナンキ議長は、（ジェイ・）パウエル理事や（ビル・）ダドリー・ニューヨーク連銀総裁らが6月27日に公式行事に出席することを利用し、急きょ次のようないくつかの対応を取つた。

私たちは市場の誤った印象を正すために動員をかけた。（中略）ビルとジェイはスピーチの中で、私たちは経済を損なうことになると思ったら国債買い取りを削減することはないことを強調した。⁸

2013年12月のテーパリングは米国経済の好転という条件が整つて初めて実現した。退任前に何としても実現しようとした、ということを示唆する記述が、バーナンキ議長の回顧録に確認できないのは当然であろう。バーナンキ議長にとって、テーパリングは経済情勢次第であった。

私が何を言おうと、あるいは私がどれほどわかりやすく言おうと、市場は何か隠された意味を占おうとするものようだつた。⁹

3. グリーンスパン議長のケース

2006年1月31日、グリーンスパン議長が退任した。1987年8月11日から数えて6,749日、歴代二位の議長在任期間であった（前掲、図表1）。グリーンスパン議長の最後の仕事は、2004年6月に始まる利上げである（図表3）。市場に対するメッセージを重視していたグリーンスパン議長は、米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文を通じて丁寧な「地ならし」を行つた上で、2004年6月に利上げを決断した。そ

の利上げは、グリーンスパン議長が当時の米国経済に抱いていた楽観論と、その楽観論に米国経済が答えたことで実現した。バーナンキ流に言えば、状況が整ったのである。そしてまた、グリーンスパン議長の楽観論は、その任期とは無縁の、景気循環論に基づく冷静な判断の賜物であった。

初めに、地ならし前の2003年8月から12月にかけて、FOMCが直面していた問題に触れておこう。当時のFOMCは、インフレ率が望ましくない水準に低下するリスク（ディスインフレの進行、ひいてはデフレに陥るリスク）を警戒しなければならなかつた。そのため、1%という低いFF金利誘導目標を「相当の期間」（for a considerable period）維持する姿勢を示していた。

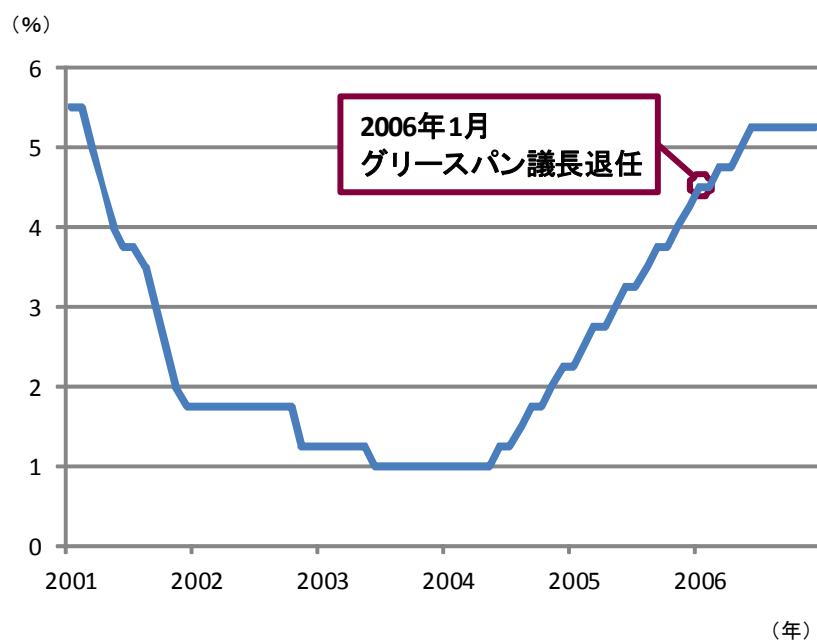
しかし、2004年1月になると、物価情勢は好転し、「望ましからぬディスインフレのリスクはここ数カ月で後退した」（声明文）と判断できるようになる。ディスインフレが悪化しても、すでに超低金利政策を採用しているFRBは有効な対応策が打てない。その悪夢からFRBは解放されたのである。

物価情勢の好転を受けたFOMCは、利上げへの地ならしを始める。声明文から「FF金利を相当の期間据え置く」という文言を削除し、「緩和解除を辛抱強く待つことができる」（it can be patient in removing its policy accommodation）との文言に差し替えた。「緩和解除」とは利上げを意味し、声明文はITバブル崩壊後続けてきた超低金利政策からの転換を指し示すものであったが、その転換までにはまだ時間的余裕があることも示された。

2004年5月になると、「物価安定に対するリスクは均衡した」（声明文）との判断が示されるようになり、緩和解除の焦点がタイミングからペースへと移った。「緩和解除は解除は秩序だった慎重なペースで行いうる」（policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured）との方針を声明文で示すことによって、FOMCは、利上げ開始が迫っていること、そして、その利上げをゆっくり進め、経済・金融市場に対する意図せざる悪影響を回避する姿勢を示したのである。

こうした地ならしを経て、2004年6月、グリーンスパン議長率いるFOMCは利上げを決断した。その後、

図表3 グリーンスパン議長時代のFF金利



(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

FOMCは、バーナンキ議長下の2006年6月まで、会合ごとに利上げを行った。利上げ開始からほぼ1年後の2005年5月15日、グリーンスパン議長はペンシルベニア大ウォートン・スクールで行った講演で、2006年1月末の退任を示唆し¹⁰、2006年1月末には、いよいよFRB議長としての職を離れることになった。

グリーンスパン議長が利上げに取り掛かれたのは、グリーンスパン議長に対する市場の信頼が厚く、2004年6月に切れるはずだった議長の任期が延びたためであった。しかもそれはグリーンスパン議長の意向ではなく、ホワイトハウスの意向によるものだった。

利上げ開始から遡ること1年以上、そしてFOMCがディスインフレ・リスクを警戒し始める4ヵ月前の2003年4月22日、ブッシュ大統領が「グリーンスパン議長はもう1期務めるべきだ」と発言した。翌日、ブッシュ大統領の発言に答えて、グリーンスパン議長は「ブッシュ大統領が私を指名し、上院がその指名を承認するなら、職務に全力を挙げる」という異例の声明¹¹を発表した。なお声明には「任期について両者が話し合ったことはない」ことも記されている。

2003年当時、グリーンスパン議長の任期はほぼ1年を残すだけであり、ブッシュ大統領は、2004年11月の大統領選挙に向けて、新しい議長の選出を本格化するとの見方があった。しかし、市場の信認が厚いグリーンスパン議長を現時点で交代させるのは得策ではないとの判断が、ブッシュ政権サイドに働くようになったと言われる。

グリーンスパン議長は回顧録で、ブッシュ大統領の発言に関して次のように書いている。

たとえば、第二段階の減税が緊急の課題だとする大統領の主張を批判してから一ヶ月ほどたって、大統領はわたしを第五期に任命するつもりだと発表した。これには驚いた。第四期の任期があと一年も残っていたからだ。¹²

「職務に全力を挙げる」ことが何を指すのか。ゼロ金利政策からの脱却、利上げの開始なのだろうか。例えば、異例の声明を発表した後に開催された5月FOMCの議事録(transcript)に、グリーンスパン議長が自身の任期と金融政策を結びつけたような発言は確認できない。むしろ1年後の利上げにつながる示唆を与えるのは、グリーンスパン議長のマクロ経済分析である。

グリーンスパン議長は、その会合でスタッフが示した「35%のデフレ確率」に触れ、そのデフレが生産性の改善というシナリオの結果であることを強調した。

デフレという問題に直面している我々が理解すべき重要な問題は、「物価がどうなっているのか」だけではなく、「なぜそうなっているのか」ということだ。5%、10%、あるいは15%の物価下落が生じており、なおかつ生産性が同じように改善し、名目資本収益率が安定もしくは上昇しているなら、それは(悪性デフレがもたらすような)経済の不安定化を意味してはいない。(カッコ内は筆者)

利上げへの地ならし開始となった2014年1月のFOMCでも、生産性の上昇がグリーンスパン議長のマクロ経済分析の柱となった。

私の経験が正しければ、ベージュブックや本日の議論は、これから公表される経済指標がアップサ

イドのサプライズになるだろう。(中略)企業の利潤率は高く、今後はピークを打って低下するかも知れない。こうした局面では、生産性の伸びが実質賃金に影響を及ぼすまでに生じる通常のラグを通じて、今後は所得が増え、減税効果がはげ落ちる局面でも、個人消費を支える重要な役割を果たすことになるだろう。

グリーンスパン議長は「期待外れの新規雇用は、そのほとんどが生産性の高まりの映し鏡に過ぎないのではないか」とも問いかけているが、その後発表された雇用統計はグリーンスパン議長の予想通りとなった。せいぜい10万人程度にとどまっていた非農業部門雇用者数の増加幅は、2004年3月から5月にかけて20万人台半ばから30万人へと急増した。

議長第4期の任期切れというタイミングで、グリーンスパン議長が利上げに踏み切ることになったのは、彼の経験則に基づく経済予測と、その予測通りに米国経済が展開した偶然の一一致であった。

3. イエレン議長のケース

イエレン議長が先日公表した再投資縮小計画が、果たして最後の大仕事になるのか。決定権はトランプ大統領が持つ。再投資縮小計画は、よほど大きなショックが生じない限り変更はないとしており、経済情勢次第というバーナンキ議長のテーパリングとはアプローチが大きく異なっている。

しかしながら、この点を指して「イエレン議長は、任期が迫る中で固定的な再投資縮小計画を実現しようと考えた」と解釈するのはおそらく誤りであろう。再投資縮小計画が固定的な理由は、「出口戦略における主たる手段は金利政策である」という方針に従い、今後のFOMCでは、議論すべき政策変数を減らして金利政策一点に集中するために過ぎないと思われる。

FRBには、議長の任期に左右されることなく、冷静にマクロ経済分析を行い、法律で課せられた責務を果たすという文化がある。バーナンキ議長は「政策立案のトップが移り変わっても働き続ける専門のスタッフが体現している、FRBを創設以来支え続けてきた価値観—私情を挟まない、客観的で事実に基づいた分析に専念し、公務に貢献すること」¹³と記している。イエレン議長も例外ではないだろう。

¹ “If we see continued improvement, and we have confidence that that is going to be sustained, in the next few meetings we could take a step down in our pace of purchase.” cq.com 及び Bloomberg による。

² PBS のインタビューで次のようなやり取りがあった。トランスクリプトは cq.com

Q: Some people would like to see you announce that you are reappointing Ben Bernanke as chairman of the fed.

A: Well, I think Ben Bernanke's done an outstanding job. Ben Bernanke's a little bit like Bob Mueller, the head of the FBI, where he's already stayed a lot longer than he wanted or he was supposed to. But I think he's...

Q: But if he wanted to be reappointed you would reappoint him?

A: He has been an outstanding partner along with the White House in helping us recover much stronger than, for example, our European partners from what could have been an economic crisis of epic proportions.

なお 2013 年 5 月 24 日付け日本経済新聞「FRB2 つの試練—議長任期切れ、イエレン副議長昇格が最有力、ハト派筆頭格」では、「来年 1 月末に任期が切れるバーナンキ議長は再任を望んでいないとされる」と報じている。

³ ベン・バーナンキ (2015) 『危機と決断 前 FRB 議長ベン・バーナンキ回顧録』角川書店 (小此木潔訳)、下巻 p.343。

⁴ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.370 より引用。

⁵ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.371 より引用

⁶ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.351 より引用

⁷ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.357 より引用

⁸ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.358～359 より引用

⁹ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.354 より引用。

¹⁰ 翌月 8 日には、ブッシュ大統領がテレビ番組で「グリーンスパン議長の後任を選ぶのは難しい」と述べ、グリーンスパン議長の意向を受けた後継者選びが行われていることを明らかにしている。

¹¹ Statement by Federal Reserve Chairman Alan Greenspan in response to the President's comments on his term in office, April 23, 2003. “The President and I have not discussed this but I greatly appreciate his confidence. I have been privileged to be appointed by five Presidents to various positions. If President Bush nominates me, and the Senate confirms his choice, I would have every intention of serving.”

¹² アラン・グリーンスパン (2007) 『波乱の時代—わが半生と FRB—』日本経済新聞出版社 (山岡洋一・高遠裕子訳)、上巻 p.352 より引用。

¹³ ベン・バーナンキ (2015)、下巻 p.372 より引用