

いちからわかる中央銀行と金融政策①①

## 米国の中央銀行(Fed)の金融政策⑤

対外説明スタンスの変化と意図的不明瞭から丁寧な説明へ

河村小百合

これまでの連載で述べてきたように、

米連邦準備制度(Fed)は、二〇〇八年の金融危機以降の大規模な資産買い入れを始めてまだ間もない頃から、「よいこと」ばかりではなく、先行きには「都合の悪いこと」もあり得るのだという点を含めて、米国民や市場関係者に対して誠実かつ丁寧に説明を重ねてきた。

現在の日銀とは極めて対照的ともいえる中央銀行としてのこうした姿勢は、どのように培われてきたのか。

### 1 難解だったグリーンズパン時代

実はFedにも、かつては、対外説明に熱心、とはお世辞にも言えない時

代が存在した。

一九八七年から二〇〇六年という約一八年間の長きにわたり任にあったグリーンズパンFRB(連邦準備制度理事会)議長は、当時史上最長の景気拡大を実現し、米国内外の市場関係者から「マエストロ」(巨匠)、「グリーンズパン・プット」(景気後退のリスクがあっても、グリーンズパン議長がいるからたぶん大事には至らず大丈夫、というような考え方)などの言葉で賞賛されていた。しかし、当時

はグリーンズパン議長自身が公の場で発言する機会が極めて少なかったうえ、発言の多くは意味不明瞭であったにもかかわらず、市場関係者はそれを神様

のご託宣のようにもてはやしていた。

しかしながら、グリーンズパン氏が退任し、バーナンキ氏がFRB議長に就任した翌二〇〇七年の夏頃から、国際金融市場はサブ・プライム危機などに見舞われ、二〇〇八年秋にはついにリーマン・ショックを契機とする世界的な金融危機に陥った(詳細は本連載第七回(第二〇六四号)参照)。グリーンズパン時代には、確かに当時としては史上最長の米国の景気拡大を実現させ、一般的な物価(消費者物価)はおおむね安定的に推移していた。一方で、欧米の投資銀行などが過剰かつ大がかりなリスク・テイクに手を染め、金融市場でバブルが生成され膨れ上がっていたのを見過ごし、結果的には世界的な金融危機の発生を未然に防ぐことができなかつたわけで、それ以降、グリーンズパン元議長に対する評価は地に落ち

たも同然となつてしまった。

## 2 消極的な対外説明姿勢の背景

では、対外説明に不熱心だったのは、中央銀行のなかでもFedに特有の事情だったのだろうか。この点について、ドイツ損害保険大手アリアントの首席経済顧問であり、オバマ米大統領時代のグローバル開発諮問会議議長を務めたこともあるモハメド・エラリアン氏<sup>(注1)</sup>は、その著書『世界経済 危険な明日』<sup>(注2)</sup>のなかで、次のように述べている(四〇〜四一ページ)。

「中央銀行はきわめて長期間にわたり、社会から注目されることを意図的に避け、わかりにくい神秘的なイメージのなかで活動しようとしてきた。『フィナンシャル・タイムズ』紙の社説はこう述べているほどだ。『かつて中央

銀行はその内部での討議を、ローマ教皇選挙の秘密会議よりも慎重に大衆の目から隠していた』。

公平のために言えば、これは中央銀行の日常業務の大半がきわめてテクニカルな性質をもつからでもあったが、同時に重要な戦略的選択の表れでもあった。

二〇〇〇年代後半にいたるまで、中央銀行の幹部は政治家の過剰な干渉から中央銀行を守る手段として、透明性を高くしないことをあえて選択してきた(政治家は長期の社会的目標ではなく、短期の政治的目標のために干渉してくる傾向があったため、中央銀行関係者の多くがそれを恐れたのは正当なことだった)。「フェツドスピーク」とよばれるようになったFRBの発言の奇妙な言い回しは、何十年にもわたって『独特の大きな語り口の言葉』とみなされ、『ややこしい

言葉をずらずら並べながらも、ほとんど意味がない』ものとされてきた。FRB議長を一九八七〜二〇〇六年まで長年務めたアラン・グリーンスパンが語ったように、それは『意図的に不明瞭にした言葉』だった。FRBの当局者はそれを『まったく支離滅裂につぶやける』ように習得したのである。」

このように、中央銀行が金融政策運営についてあえて積極的に、丁寧に説明しようとしなかったのは、かつてのFedに限らず、主要国の中央銀行に共通する姿勢だった。同じころの日銀にもそれはまさにあてはまると言えるだろう。セントラル・バンカーの立場からすれば、それは政治的な介入を防ぐための知恵だったということなのだろうが、結果的には取り返しのつかない危機を招来することにもつながって

しまったのである。

(注1) 同氏は現在のトランプ政権下で、FRB副議長候補の一人として検討されていると報じられたこともあったが、実現していない。

(注2) モハメド・エライアン著、久保恵美子訳『世界経済 危険な明日』日本経済新聞出版社、二〇一六年一〇月。原題は“The Only Game in Town”。

### 3 バーナンキ議長の方針転換

グリーンズパン氏の後を継いだバーナンキ議長は、就任早々から国際金融市場の荒波にさらされ、二〇〇八年秋には世界的な金融危機の矢面に立たされることになった。そこから、バーナンキ議長率いるFedが異例の金融政策運営をどのように展開し、またそれをいつ頃からどのように対外的に説明していったのかはこれまでの本連載で説明してきたとおりである。

バーナンキ議長はそうした金融政策運営と並行して、Fedによる対外的な説明のスタンスを大きく変えていった。二〇一二年からは、FOMC開催の

折には、約半分(年八回開催中の四回)程度ではあるが、議長による記者会見を行い、Fed側から一方的に情勢判断や決定内容を説明するのみならず、記者からの質疑応答にも丁寧に応じて説明するようになった。さらに前出のエ

ライアン氏の著書によれば、「CBSのニュース番組『60ミニッツ』に議長が出演したり、大衆誌『ニューヨーカー』に議長への踏み込んだインタビューが掲載されたりするなど、FRBはさらに公開性の高い討論の場にも頻繁に参加するようになった」(四三ページ)。

バーナンキ議長は二〇一四年一月に退任し、後継をイエレン議長に託す。その前月の二〇一三年二月一六日、

Fedの創立百周年を祝う式典で挨拶に立ったバーナンキ議長は、次のように述べている(以下、訳は筆者)。

「議長に就任して以来の私の個人的な目標は、Fedの透明性を高めることで、われわれの政策がどのように機能することを意図し、決定の背後にはどのような考え方があるのかを、よりクリアに説明することだった。」

「連邦準備(制度)は一機関として、与えられた目的と実証分析に基づき、政治的な圧力には屈せず、タフな意思決定を引き続き進んで行わなければならない。」

「しかしながら最終的には、そうした決定を行い実行するFedの能力は、究極的には、われわれの行動に対する大衆の理解と受容に依拠していることを、われわれは自覚しなければならな

い。この理由から、われわれは引き続き、透明性と説明責任という（政府からの独立性以外の）他の二つの重要な価値を強調しなければならぬ。（中略）もちろん、われわれは、エコノミストや市場参加者にも引き続き語りかける。しかし、それでは不十分だ。究極的には、われわれの政策の正当性は、幅広いアメリカの大衆の理解と支持に依拠している。彼らの利益に奉仕すべく、われわれは働いているのだ。」

#### 4 議会はわれわれのボス

また、その二日後の二〇一三年一月一八日のFOMC後、FRB議長としての最後の記者会見で、「議会に対峙していくために、イエレン次期議長にどのようなアドバイスをするか」と記者に問われたバーナンキ議長は、次のように答えている。

「まず最初に同意しなければならぬのは、議会はわれわれのボスである、ということだと私は思う。連邦準備は政府内での独立した機関ではある。短期的な政治的干渉を受けることなく意思決定が行い得るように、われわれが政策の独立性を維持することは重要だ。同時に、われわれの組織の構造やマンデート（責務）を決めるのは議会であり、それが法に則<sup>のっと</sup>っている以上、我々は議会に赴き、自らについて説明する必要がある。」

二〇〇八年秋の金融危機以降、異例の金融政策運営を展開した早い時期から、Fedはそうした政策の意図、その時々までに計量分析で確認できている効果、先行きにあり得る副作用やリスク、正常化への道筋や手段について、バーナンキ前議長自らが先頭に立ち、議会で丁寧にかつ誠実に説明して

きた。米国民にとつても、金融や中央銀行の機能、バランス・シート概念などは極めて専門的で難解なもので、一般的にはあまりよく理解されておらず、それは日本と何ら変わらない。Fedではそうした一般的な国民向けに、中央銀行や金融政策のことをわかりやすく説明しようとする資料を次々と作成し、ホームページに公表するといった努力も続けられてきた。こうしたFedの広報面での政策運営の背景には、当時のリーダーたるバーナンキ議長のことのような信念があったということなのだろう。

#### 5 パウエル現議長の広聴姿勢

こうした丁寧な対外説明の姿勢は、その後のイエレン議長の時代にも一貫して踏襲された。そして、二〇一八年二月にFRB議長に就任したパウエル氏（エコノミストではなく法律家出身の初

のFRB議長として注目されている)は、同月一二日の就任演説の際に、次のように述べている。

「われわれは公的機関として、国民がわれわれに対して、選出された代表を通じて納得できるよう、自らの行動について、透明であらねばならない。」

「われわれの目標と手法について、国民がよりよく理解できるように方法で、われわれは自らの行動を説明するように努力する。」

さらにパウエル氏は、これまでの政策運営の結果として改善してきた今日の経済情勢に関して、まずバーナンキ元議長とイエレン前議長のリーダーシップによる貢献をたたえたいうえで、実はそれ以上にたたえられるべき成功の鍵として、Fedが、①あらゆる問題に対して事実、理論、実証的な分析

および関連するリサーチを厳格に評価するアプローチをしたこと、②様々な外部及び内部の見解を考慮したこと、③ワシントンに理事会があり全米に一二の準備銀行があるというユニークな組織上の構成によって、確実に、常に多様な視点を持てるようになったこと、④国民に対して自らの行動について説明し、フィードバックに耳を傾け、自分たちが何か間違ったことをしてはいないかという可能性に対して真剣に検討してきたことなどを挙げている。そのうえでパウエル氏は「思慮深く、十分な知識を有する批判的な論客がいることには大きな意味がある」とも述べている。

米国民の代表である議会に対して説明責任を果たすとともに、Fedという組織内外の声に、異論も含めて謙虚に耳を傾けようとするパウエル現議長はの姿勢は明確だ。同議長は本年より、

FOMC後の記者会見を、昨年までの二回に一回の割合から、毎回実施することとした。また、現在、Fedが中長期的な金融政策運営の枠組みの再検討を行っていることに合わせて、今春より、各地区連銀が持ち回りで“Jedi Jists” (Fedは傾聴する) という広聴イベントを開催し、全米の声に耳を傾ける姿勢をみせている。また本年六月には、シカゴ連銀による専門家中心の大規模な国際カンファレンスの開催も予定されている。

ここへきて、グローバルな経済情勢が不透明感を増していることもあって、Fedの正常化戦略は当面、足踏みを余儀なくされることになった。Fedが対外的にこうした積極的な説明姿勢を堅持しつつ、今後、どのような金融政策運営を展開していくのが注目される。

(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員