

2020/09/28 05:39

◎【円債投資ガイド】「Fedビュー」はなお健在か＝日本総研・河村氏（28日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝2000年代のリーマン・ショック前のころ、「Fed（米連邦準備制度）ビュー」対「BIS（国際決済銀行）ビュー」という議論がよく交わされていた。中央銀行が金融政策運営を行ううえでの主眼はどこに置くべきか―当時の米国の当局者の間では、「金融政策は、バブルを破裂させることはできず、またそうすべきでもなく、むしろバブルが破裂した後に精力的に用いられるべきだ」という「Fedビュー」が主流を占めていた。それに対する欧州、とりわけ大陸各国の政策当局では、「金融政策運営の面でも、中長期的な物価安定を確実にするためには、金融市場におけるバブルの発生を未然に防ぐための対応が必要」とする考え方である「BISビュー」が広く支持されていたのとは対照的だった。

1987年8月から06年1月までという、実に約18年半という長期間にわたり米連邦準備制度理事会（FRB）議長の座にあったグリーンズパン時代は、「Fedビュー」が最も徹底的に追求された時代と言っても過言ではなかろう。しかしながら、当時として史上最長の景気拡大を達成した功績とは裏腹に、Fedは「Fedビュー」を追求したその揚げ句、国際金融市場で恐ろしいほどに膨張していた不均衡（バブル）を見逃し、世界的な金融危機を招来する結果に至ってしまった。「BISビュー」側の中心的存在の一人であるドイツ連邦銀行（中銀）のワイトマン総裁からは、「Fedビュー」とは「“後からモップをかける（mopping up afterwards）アプローチ”だ」とまで酷評された（15年7月9日の独連銀主催のカンファレンスでのスピーチ）。“後からモップをかける”コストはあまりにも大きかった。それゆえか、リーマン・ショック後は、米国の当局者の発言に「Fedビュー」らしき言い回しは姿を潜めた。「Fedビュー」など、もはや死語と化したかと思いきや、最近の動きをみると、どうもそうでもなさそうだ。

去る8月27日、コロナ禍にある本年はオンライン方式で開催されたカンザスシティ連邦準備銀行主催の経済シンポジウム（ジャクソンホール会合）初日の27日、Fedはあえてこの日の朝に合わせて持ち回りでの臨時の米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催した形をとり、12年に定められた「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の改訂版を全会一致で決定した。そして、その内容をパウエル議長が、この日にあらかじめセットされていたスピーチを通じて説明した。

Fedはその設立根拠法上、いわゆる“デュアル・マンデート”として、「物価安定」と「最大雇用の達成」を課されている。他の中銀ではもっぱら中期的な物価安定のみが課されているケースがほとんどで、こうした例は他にはあまりない。かつてのFedはこのように“二兎（にと）を追わざるを得ない”立場上、「物価安定」を具体的な目標として掲げれば「最大雇用の達成」よりも優先させることにつながりかねないとの見地から、インフレーション・ターゲティングの導入を慎重に避けていた模様だ。しかしながら、リーマン・ショック後の実体経済の回復はなかなか思うに任せず、超低金利状態が長期化するなかで12年初に打ち出されたのが「長期目標と金融政策戦略に関する声明」だった。そこでFedは、物価と雇用、それぞれに関する具体的な定量的水準に初めて言及した。それはFedが08年末から大規模な資産買い入れと併用していた「フォワードガイダンス」を、いつまで超低金利を続けるのかという約束を特定の経済の指標の達成とひもづける「アウトカム・ベースのフォワードガイダンス」に切り替える（実際には12年12月に切り替え）前触れでもあった。

ちなみに、この12年の時点では、物価に関しては、「個人消費支出の価格指数の前年比で測られる2%のインフレーションが、連邦準備の規程上のマンデートと、長期的にもっとも一貫する」

という表現で、長期的な“goal”として（“target”ではない）、定量的な水準が明示された。他方、雇用に関しては、最大雇用が達成される水準に関する固定された“goal”を示すことは適切ではない、との判断から、FOMCメンバーによる、長期的にみて通常の失業率水準の予測値（12年1月時点では5.2～6.0%）を年4回公表することとされた。そして、金融政策の設定に際して、FOMCは、インフレーションの長期的な“goal”からの乖離（かいり）を縮小し、雇用に関しては、FOMCによる最大水準の予測からの乖離を縮小することを目指す。そして物価と雇用という2つの目的（objectives）は一般的に補完的なものである、とされていたのである。

これに対して、今回、決定された改訂版では、「最大雇用の達成」こそが、幅広く包括的な目標（broad-based and inclusive goal）である、とされた。また、FOMCは「長期的にみて2%の物価上昇率」を達成するための戦略を変更することとし、長い目でみて平均で2%の物価上昇率を達成するため、2%を下振れる状態が長期間続いた後は、一定期間は物価上昇率が2%を上振れることを容認しつつ、金融政策運営が行われることになった。その背景には、リーマン・ショック後、低金利状態が長期化するなかで、フィリップス曲線の現実の経済への妥当性が低下していると認識されていることがある。

今回の改訂版を素直に読めば、現下の超低金利状態は今後も相当な期間にわたり継続されるであろうことは必至の情勢だ。物価が2%をどの程度上振れることを許容するかは、目下のところはFedの当局者によって発言内容が異なっており、今後、フォワードガイダンスとの絡みで市場がそれに振り回される可能性もなしとしない。

そうした中、米国においても、コロナ禍で実体経済が深刻なダメージを受ける一方で、株価は意外なほどに堅調に推移し、すでに本年3月の急落前の水準を回復している。実体経済と資産価格の不均衡を指摘する声は米国内外でも少なくない。資産価格の問題を含め、金融システムの安定性を金融政策運営上の判断に取り入れるのか否かは一つの大きな焦点であるはずだ。実際、今回の改訂版の「長期目標と戦略」においては、その末尾に近い部分で「最大雇用と物価安定を持続可能な形で達成できるかどうかは金融システムの安定にかかっている。ゆえにFOMCの政策の決定は、長期目標と中期的な見通し、およびFOMCの目標の達成を阻害しかねない金融システムのリスクを含むリスクのバランスの評価を反映して行われることになる」と、従前の声明にはなかった記述が追加されてはいる。

パウエル議長による8月27日のジャクソンホールでのスピーチの後も、Fedの高官らによる講演が相次いだ。8月31日にはクラリダFRB副議長、9月1日にはブレイナード理事、9月2日にウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁によるスピーチが行われている。今回の「長期目標と戦略」の改定にかかる考え方を、FOMCのメンバーそれぞれの語り口で丁寧に説明しようという趣旨だろう。しかしながら、金融の不均衡の問題への言及はほとんどみられていない。唯一、ブレイナード理事が、「資源の稼働率が高水準で推移するとともに低金利状態が長期化するとの期待が強まれば、リスク志向、利回り追求、レバレッジの動機付けを強めることにつながる」と指摘し、「それは金融不均衡の拡大につながりかねない」「低い自然利子率とフラットなフィリップス曲線、底流としての低いインフレ率が組み合わされば、資産価格の循環的な変動幅は一段と拡大しかねない」と警戒しつつも、「それに対する第一防衛ラインとしてはマクロブルーデンスの手段などで対応し、金融政策は最大雇用の達成と2%の平均インフレ率の達成に専念できるようにすべきだ」（いずれも抄訳は引用者）と述べている。これはまさに「Fedビュー」の考え方そのものだろう。クラリダ副議長がスピーチのなかで引用している、FRBのスタッフが20年8月に発表したディスカッション・ペーパー（「金融政策の戦略と手段：金融安定性の考慮」）においてもほぼ

同様の考え方が示されている。

F e dはどうも、まだ「F e dビュー」を捨て去ってはいないようだ。さはさりながら、コロナ危機下での高水準の株価を懸念する声は根強い。今月、B I Sが公表した四季報でもそうした懸念が改めて示されている。ドイツ連銀のワイトマン総裁は、先述の15年7月のスピーチで次のように述べている。「この『後からモップをかける』アプローチは、過度なリスクを引き受けるインセンティブをセットするものである。そしてそれは、危機に油を注ぐ重要な部分の役割を担うことになる。そして、ひとたびバブルが崩壊すれば、経済的な崩落は深刻なものとなり、金融政策は打ちのめされることになる」（訳は引用者）。今後の展開を注視する必要がある。（了）

[/20200928NNN0003]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved