

テーパリング開始で Fed がいよいよ問われる「埋め合わせ戦略」の当否

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

連載 政策・マーケットラボ

2021.11.12 4:57 会員限定



Fedがテーパリング開始を決めましたが、2%物価目標を超えた後も一定期間、緩和を続ける戦略を掲げていてインフレ加速の対応が手遅れになる懸念もある（写真はイメージです） Photo:PIXTA

コロナ危機後の超金融緩和を転換 インフレ対応で新たな難問

米連邦準備制度（Fed）は、11月2、3日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、2020年3月から展開してきた大規模な資産買い入れを今月から縮小に転じる（いわゆる「テーパリング」）を決めた。

コロナ危機に陥ってから1年半余り、米金融政策は正常化に向けて動き出すが、この間に資産を約8.5兆ドルという未曾有の規模にまで大きく膨張させたFedの今後の金融政策運営には、新たな「難問」が待ち受ける。

5%を超えるインフレ状態が続いており、昨年8月に打ち出した、物価目標の2%を超えても一定程度の期間は緩和を続けるとしてきた「埋め合わせ戦略」との整合性をどうとるのか、だ。

へたをすればインフレ加速の対応が後追いになる懸念もある。そうなれば、日本銀行の金融政策の正常化の議論には全く手つかずのままで、財政も輪をかけて悪化している日本は試練の時を迎える。

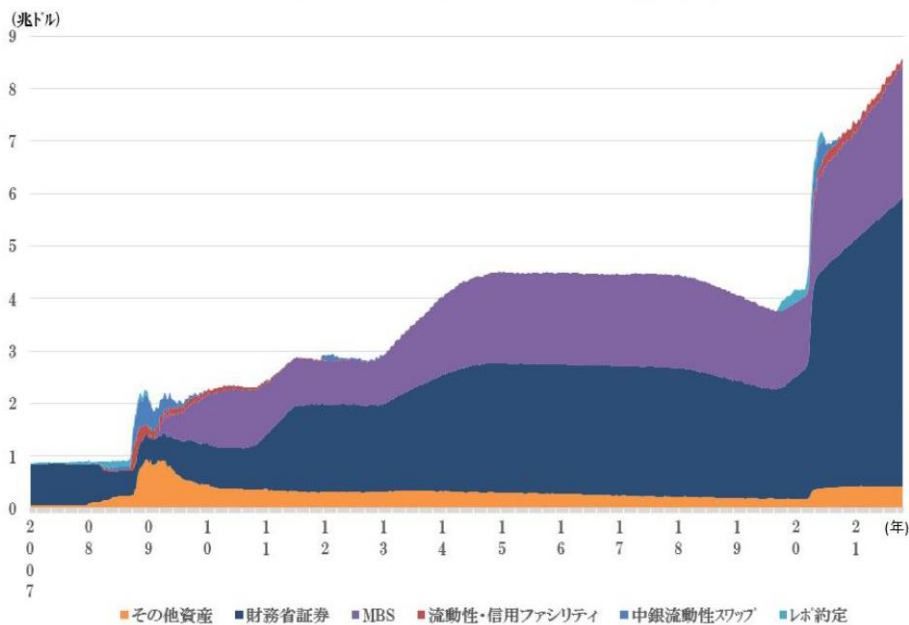
そうした可能性はあるのか。ポストコロナの金融政策の課題と懸念を2回に分けて考えたい。

22年半ばには新たな買い入れ停止 一方で「雇用最大化」は未達成

コロナ危機が米国を襲った昨年春先、Fedはまず金額無制限での資産買い入れを実施した後、2020年6月からは財務省証券（米国債）を月800億ドル、住宅ローンを担保とするモーゲージ担保証券（MBS）を月400億ドル、合計1200億ドル規模での買い入れを1年半近くにわたり続けてきた。

この買い入れペースが、2008年秋のリーマン・ショック以降13年に至るまで、Fedが断続的に実施してきた資産買い入れのペースを凌駕（りょうが）するものであることは、Fedの資産規模の推移からも一目瞭然だ（図表1）。

◆図表1:2007年以降のFEDの資産の内訳別推移



今回のFOMCでは、今月から米国債は月当たり100億ドル、MBSは同50億ドルずつ、それぞれ買い入れ規模を減額することが決められた。

年明け以降も同じペースが維持されれば、22年半ばには新たな資産買い入れは停止されることになる。

ただし、公表された声明文で明記されている減額ペースは、翌12月までの分にとどまり、それ以降は経済情勢に応じて、買い入れペースを上下両方向に調整する余地が残されている。

ちなみに、14年1月以降に実施された前回のテーパリングの際も、毎月の買い入れ額の減額幅は、1～2カ月に1度、開催されるFOMCで、その都度、判断していく形をとった。

毎月、同額ずつ減額できたわけではなく、経済・金融情勢から判断して、実際には減額を見送った月もあった。

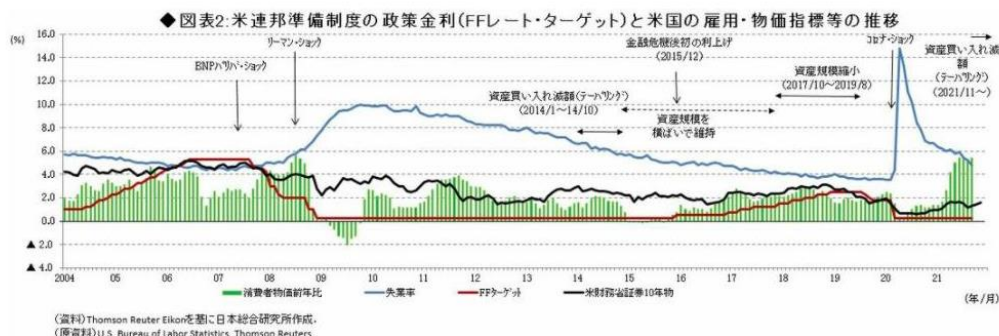
大規模な資産買い入れを実施してきた中央銀行にとってテーパリングに踏み切ることは、市場に与える影響の大きさを考えれば、それほど勇気の要ることなのだ。

加えて今回のFOMC後の記者会見で、パウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長は、市場の次の関心事である利上げに関しては、雇用最大化の目標がなお未達成で時期尚早ゆえ、今回は議論しなかったことを明らかにしている。

20年春以降、未曾有の規模での資産買い入れを行ってきたFedの金融政策運営は大きな節目を迎えることになったが、行く末は予断を許さない。

米国経済は一転、インフレ局面に 5月以降、5%超の物価上昇続く

米国経済の、コロナ危機に陥ってから足元に至るまでの推移を見てみよう（図表2）。



2020年初には3%台半ばの水準だった米国の失業率は、コロナ危機に直面した直後の20年4月には14.8%にまで一気に上昇した。

しかしその後は夏場にかけて急低下した後、緩やかな低下傾向をたどっており、足元の今年9月では4.8%となっている。

他方、消費者物価（CPI）上昇率は20年5月には前年比0.1%にまで落ち込み、一時はデフレが懸念されたものの、実際には前年比がマイナスになることはなかった。

21年に入ってから、持ち直し傾向が一段と明確化して次第に伸びを高め、3月以降はFedが目標の目安とする前年比2%を上回り、さらに5月以降は実に5カ月連続で前年比5%を超えるという“インフレ”状態が続いている。

このように、今回のコロナ危機は、図表2からも明らかなように、前回の金融危機時とは様相が大きく違うものだ。

コロナ危機の当初、失業率がいきなりリーマン・ショック時を大きく上回る水準にまで跳ね上がったため、米国経済は底ばい状態が長引く「L字型」の回復を余儀なくされるのではないかと、この見方が当時多かった。ところが、実際の推移はそれとは違った。

米連邦政府が大規模な経済対策に踏み切ったほか、それと歩調を合わせる形でFedも、中小企業における雇用維持や再雇用の拡大を狙った間接的な支援にまで踏み込んだ危機対応策として、潤沢な流動性供給を行った。

こうしたことが奏功して、失業率は急低下し、その後も一貫して緩やかな改善基調をたどっている。

危機の到来から、Fedがテーパリングを始めるまでの期間をみると、前回の金融危機時にはリーマン・ショックが起きた08年9月から5年3カ月余りを要したのに対して、今回は、危機の始点を20年3月とすれば1年8カ月にとどまる。

テーパリング開始時点の雇用・物価情勢にも大きな違いがある。

Fedが前回、テーパリングを始めた14年1月時点の失業率は6.6%、CPIの前年比は1.6%だったのに対し、今回は、足元で確認できる直近の失業率が4.8%、CPI前年比は5.4%（ともに2021年9月時点）だ。

この違いの背景には、この間、Fedが金融政策運営の戦略を見直していたことがある。

昨年8月に「埋め合わせ戦略」採用 2%を超えても一定期間は緩和維持

Fedはコロナ危機到来前の2019年から、低成長・低インフレ・低金利時代の金融政策の「戦略の見直し」の検討を始めていた。

その背景には、08年のリーマン・ショック以降、米国経済が本格的な回復に至るまでに相当な年数がかかってしまったことに対する反省があった。

併せて、当局者たちの頭の中に、バブル崩壊後20年もの間、低成長・低インフレ・低金利状態に苦し

む日本の轍（てつ）は決して踏みたくない、との思いがあっただろうことは想像に難くない。

その検討作業の途中で、米国経済はコロナ危機に襲われることになったが、そうしたなかで、Fedが20年8月末に出した結論は、新たな金融政策運営の方針として、「埋め合わせ戦略」（make-up strategy）を採用する、というものだった。

これは低成長・低インフレが長期化した後の局面では、雇用情勢の回復をより重視し、物価に関しては目標とする2%を上回る局面がしばらく続き、従前の低インフレ局面における経済への下押し圧力を十分に「埋め合わせる」ことができるまで、金融緩和を継続する、というものだ。

物価目標も従来とは異なるということで、「平均物価目標」とされている。

この背景には、当時、Fedに対して、米国内における格差の拡大への配慮を求める声が強まっていたこともある。

パウエルFRB議長はこうした声に対して、今後はFedとしても、全米平均の失業率の推移だけで雇用情勢の回復度合いを判断するのではなく、経済的な苦境に陥ることの多いアフリカ系やヒスパニック系、女性といった立場の人々が置かれている状況の変化も、雇用が回復しているかどうかを判断するうえでの重要な材料の一つに位置付けることを明言している。

今回の局面でFedは、この新戦略を採用していたからこそ、インフレ状態が続くなかでも、前回のテーパリング着手の時点と比較すれば、失業率はさらに低下するまで、物価はさらに上昇するまで、超金融緩和スタンスからの転換を先に延ばしていたといえるだろう。

物価が低所得層の生活を圧迫 格差問題への対応も迫られるFed

そして足元のインフレに関しても、原油市況や世界的なサプライチェーンの混乱による供給制約の影響が大きく、一時的な（transitory）ものではないかという見方がある。

実際にパウエル議長をはじめとするFRB執行部は、“transitory”という表現を連発し、この見方を一貫してとってきている。

だが、前年比5%超えのインフレ状態がこれだけ継続することになり、最近ではその表現を弱めざるを得ない状況だ。

一方で、Fedの資産規模は足元で8.5兆ドルにまで膨張しており、引き締めが後手に回ればインフレが長期化しかねない、という懸念もある。

ローレンス・サマーズ前財務長官らがこうした主張を強めている代表格だが、最近の米国内有力紙の論調などを見る限り、世論全体としてもこちらの懸念が強まっているように見受けられる。

近年、Fedにも格差拡大への配慮が求められてきたなかで、足元の生活必需品等の値上げは低所得層の生活を圧迫している、5%超のインフレを許容するのではFedが格差拡大に配慮していることにはならないのではないか、という声も日増しに大きくなっている。

2021年8月28日付のワシントン・ポスト紙は、「もう『テーパリング』すべき時だ」(It's time to 'taper')という社説を掲げたほか、ウォール・ストリート・ジャーナル紙も「インフレ税が上昇している」(The Inflation Tax Rises)という社説(同年10月14日付)を掲げている。

米国内で足元、進行しているインフレは、単に統計上の数字としての話ではなく、多くの米国人が日々、生活していくうえで、身をもって実感していることなのだろう。

今回のFOMCのテーパリング開始の判断も、Fedとしては「埋め合わせ戦略」を掲げている手前、簡単には踏み切れず、金融政策運営スタンスの転換はできる限り先延ばしにしたいと考えていたものの、結局、インフレへの対応を求める世論の圧力に屈し、テーパリングに踏み切らざるを得なくなったように見えなくもない。

「埋め合わせ戦略」は“もろ刃の剣” インフレ加速の後追いになる懸念

そして「埋め合わせ戦略」は“もろ刃の剣”でもある。

コロナ禍で、前代未聞の規模で国債などを買い入れたFedの今後の金融政策運営は、実は相当、難易度が高い。

リーマン・ショック後のFedの資産規模は、最大時で4兆4,500億ドルだった(前掲図表1)が、今回はすでに8兆5000億ドル、約1.9倍にまで膨らんでいる。

中央銀行が世の中にお金を供給するのは、二つの段階を通る形で行われる。

最初は中央銀行が民間銀行にお金を供給し、次の段階で民間銀行が企業や家計に貸し出しをしたりして、お金を世の中に最終的に供給する。

米国では、Fedが巨額の資金を供給したが、それがこれまでは、第1段階の民間銀行でほぼ止まっていた状態だ。民間銀行は企業などへの貸し出しに回し切れないので、やむなくFedに預けてきた。

だからFedの資産規模が、リーマン・ショック後のピークの1.9倍にまで膨らんでいる。この点は、日銀が、まさに同じ状態に陥っている。

しかしながら、米国では今、経済の急回復でその潮目は変わりつつある。

経済活動が活発になれば、民間銀行はFedに預けていたお金をどんどん引き出して貸し出しに回す。それにつれて物価も上がっていく。

民間銀行がFedの当座預金に預けてきた巨額の資金をそのままにするかどうかは、この先の物価上昇率と、民間銀行がFedに預ける当座預金に対してFedが支払う政策金利の水準が、今後、どのような関係になるのかによって決まる。

単純化した例で考えてみよう。

例えば、土地の価格が前年比10%で上昇し続けることが確実な情勢にあるもて、不動産業者が例えば2%といった低利で銀行から融資を受けることが可能であれば、今のうちに2%で資金を借り入れて土地を購入し、1年間寝かせた後に売れば、差し引きで8%の利益が得られる。

銀行の側も、FFレートが0.25%でしかない状態でFedに預けたままにするよりは、2%でも不動産業者向けの貸し出しに回した方が得られる利益は大きくなる。

土地だけではなく、他の消費財、耐久消費財についても、程度の差こそはあれ、似たような動きが起こるだろう。

こうした動きが広がれば、それだけ経済活動が活発になって物価がさらに押し上げられることになる。だからこそ、中央銀行はインフレが進行し始めれば、それを止めるために政策金利を引き上げるのが通常だ。

ところが、Fedの「埋め合わせ戦略」は、インフレが加速し始めた初期の時点で、中央銀行が対応には動くことを見送ることを意味している。

これは、「気が付いたときには政策対応が手遅れとなる」リスクを包含するもので、まさに“もろ刃の剣”といえるだろう。

とりわけFedは8.5兆ドルという巨額の資金をすでに第1段階の民間銀行にまで、供給してしまっている。このことはFedにとってこの先の金融政策の運営では、リーマン・ショック後の局面とは比較にはならないほどの困難が待ち受けることを意味する。

出口問題に蓋をしたままの日銀 円安で“試練の時”が到来する？

足元の物価の上昇傾向は、米国に限らず、日本を除く主要国に共通する流れでもある（図表3）。



欧州債務危機の後遺症もあって、日本同様のデフレに苦しんでいたユーロ圏ですら、物価上昇は明確になっている。

すでに利上げに踏み切った中央銀行も複数あるほか、イングランド銀行のように、近々、利上げに踏み切ることを総裁が明言している中銀もある。

Fedの金融政策が転機を迎えたことは、各国が危機後の持続可能な経済回復を実現できるかという新たな局面に入ったことの象徴でもある。

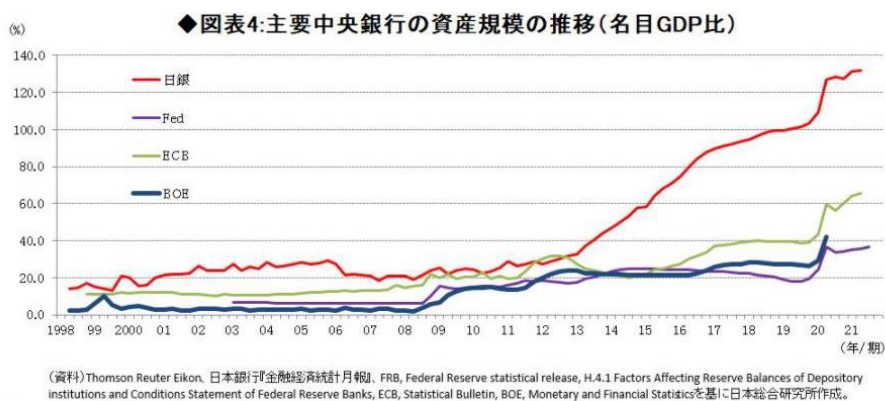
重要な問題は、こうした局面の転換が今後の日本の財政・金融政策にどのような影響を及ぼすことになるのか、という点だ。

今回の総選挙でも、与野党は経済対策の規模ばかりを声高に競うばかりで、その裏付けとなる財源をどうやって確保するのかに関する議論はほとんど素通りされてしまう結果となった。

もともと日本は、コロナ危機の前からGDP比の政府債務残高など世界最悪の財政事情にあった。それがコロナで一段と悪化しているにもかかわらず、新たな局面に入ろうとしているなかで他国とは対照的に、財政再建に向けた議論は一向に進んでいない。

月刊誌に寄稿した矢野康治財務次官の警告の言葉を借りれば、日本はまさに「タイタニック号が氷山に向かって突進している」状態にある。

加えて、コロナ危機で、他の主要中銀とはおよそかけ離れた水準にまで資産規模を膨張させている日銀（図表4）が抱え込んだ問題も深刻だ。



[拡大画像表示](#)

Fedをはじめとする他の主要中銀が、正常化に向けて金融政策運営のかじを切り始めているのに、日銀はいまだに“出口問題”には蓋をしたままで、一切、正常化をめぐる議論には応じようとしていない。

そうしたなかで、日本の国力の低下を見透かすように、外国為替市場ではジリジリと円安が進んでいる。

この先、他の主要国と日本との間で、コロナ危機後の新たな回復局面での財政・金融政策運営の方向の違いが一段と鮮明になり、長短金利の両面で内外金利差が拡大していった場合、焦点は円相場がそれどこまで耐えられるか、ということになってくる。

Fedがこの先、首尾よく金融政策運営を行っていくことができるか、それとも後手に回ってインフレや長期金利の抑制が難しくなるか、どちらになるのかにもよるが、日本にとってもこの先、“試練の時”が到来する可能性は濃厚だ。

(日本総合研究所調査部主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2021年11月12日 4:57 公開から抽出し作成