

2021/12/13 06:10

◎【円債投資ガイド】高インフレ局面での正常化＝日本総研・河村氏（13日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝米連邦準備制度（Fed）が前回の連邦公開市場委員会（FOMC）において、コロナ禍で展開してきた大規模な資産買い入れの減額（「テーパリング」）に着手することを決定したのは去る11月3日。その後、バイデン米大統領は、遅れ気味になっていた次期連邦準備制度理事会（FRB）議長および副議長の人選を遅まきながら決着させ、FRB議長にはパウエル現議長を再任し、FRB副議長にはブレイナード現理事を昇格させる形で指名することを発表した。当初、本年9月にも発表されると見込まれていたこの指名が結果的には2カ月遅れた最大の要因は、9月に発覚した地区連銀総裁をはじめとするFed関係者による“倫理問題”により、Fedに対する世論の風当たりが強くなっていたことがある。複数の地区連銀総裁のみならず、ワシントンのFRB関係者の一部を含めて、Fedが2020年春以降、コロナ危機対応で異例の金融緩和策や危機対応策を次々と繰り出していた背後で、当局者としての立場を利用して“私腹を肥やしている”とも受け取られかねないような個人的な投資活動を行っていたことが次々と発覚したのだ。

パウエル次期FRB議長とブレイナード次期副議長の正式な就任は、この後の上院での承認を経てからになるが、この大統領の指名を境に、Fedの金融政策運営のスタンスは明確に転換したと見てよいだろう。指名前は、リーマン・ショック後に米国経済の回復に手間取り長い年月を費やさざるを得なかったトラウマを引きずり、さながら、「金融政策運営の性急な正常化で米国経済の回復の芽をつぶしてしまわないかということばかりを心配するFed」だった。その象徴が、20年8月末に導入を決定した新たな「埋め合わせ戦略」で、物価が目標の2%を超えても一定の期間は金融緩和を続行するというものだった。

ところが、指名後のパウエル議長の議会上院での証言等における発言から浮かび上がるのは、「“一過性のもの”では到底済みそうにない足許の高インフレを、経済の回復と両立させながらどう抑え込むかを最優先の課題に掲げるFed」への変身だ。実は前回のFOMC直後の11月4日、パウエル議長とブレイナード理事はそれぞれホワイトハウスに呼ばれ、バイデン大統領と面会したと報じられている。米民主党、そしてバイデン大統領の支持率は最近、低下傾向をたどっており、本年夏頃には、アフガニスタンからの撤退の不首尾がその最大の要因とみられていた。ところが秋口からは、一向に収まる気配のない高インフレが日々の生活を大きく圧迫しているという米国民の不満が、バイデン政権にとって最大の足かせとなりつつある。しかも、前述の“倫理問題”や、Fedがトランプ政権時代、金融規制面で緩和路線を進めてきたこともあって、米国内では、民主党左派のウォーレン上院議員を筆頭に、現在のFedに対して“反感”を持つ向きも存在する。この会談で、パウエル、ブレイナード両氏が、バイデン大統領から、いかなる点に関する政策運営の姿勢を質され、何を言い含められたのかは想像に難くない。

今回のコロナ危機は、前回のリーマン・ショックによる金融危機とは、多くの点で様相を異にする結果となった。コロナ危機突入直後の20年4月、米国の失業率はいきなりリーマン・ショック時を大きく上回る14.8%にまで跳ね上がり、当時は、米国経済は底這い状態が長引く「L字型」の展開を余儀なくされるのではないかと、との見方が多かった。ところが実際の推移はそれとは違った。米連邦政府は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の流動性供給を行ったことなどが奏功して、失業率は20年の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、直近の本年11月では4.2%となっている。物価動向の面でも、リーマン・ショック後はFedの目標の2%にはなかなか届かない状態が長期化したのに対し、コ

コロナ危機下での推移は当時とは大きく異なった。米国の消費者物価（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年入り後には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、10月には実に前年比6.2%という“高インフレ”状態が続いている。要するに、リーマン・ショックは金融が発端でいわば“需要ショック”だったのに対し、今回のコロナ危機は実体経済が発端でいわば“供給ショック”だった、ということだろう。しかもコロナ危機では、業種ごとに打撃を受けた度合いに大きなバラツキがあったため、経済全体としては上述のような反応を示す結果となったものとみられる。

そして、危機の到来からFedがテーパリングを開始するまでに要した期間をみると、前回の金融危機時にはリーマン・ショックが発生した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、テーパリングを開始した14年1月時点の失業率は6.6%、CPI前年比は1.6%であったのに対し、今回、足許で確認できる直近の失業率は4.2%（21年11月時点）、CPI前年比は6.2%（同10月時点）だ。Fedが今回、こうした判断を行った最大の理由は、昨夏に採用していた上述の「埋め合わせ戦略」にある。この新戦略を採用していたからこそ、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、Fedは超金融緩和スタンスからの転換を先延ばしにしていたわけだ。しかしながら、こうした判断が今後の米国経済にとって、果たして「吉」と出るか「凶」と出るか。残念ながら後者の可能性が高まりつつあるように見受けられる。

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。民間銀行は企業等への貸出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約2倍にまで膨らんでいる。この点は、わが国でも日銀が、まさに同じ状態に陥っている。

しかしながら、米国では今、その潮目は変わりつつある。「高インフレ局面」へと転換しつつあるのだ。経済活動が再開され、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。足許ではそうした“過剰流動性”は暗号資産等への投機にも回っており、今後の展開次第では金融システム危機を引き起こす可能性もはらんでいる。

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。Fedは未だに政策金利の引き上げには着手できておらず、今回の局面では、リーマン・ショック後の局面とは異なり、現実の物価上昇トレンドに対して完全に“後手に回って”しまっており、「高インフレ局面での正常化」に取り組まざるを得ない情勢だ。

さらに、Fedは本年11月末現在で約8.7兆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。しかもFedのバランスシートは、こうした“量”の問題ばかりでなく、“質”の面でもリーマン・ショック後の局面との対比で大きく悪化している。Fedが買い入れた財務省証券やMBS（モーゲージ担保証券）の利回りは低下傾向をたどっており、

これは、F e dがいざ金利引き上げ局面に入った際に、“逆ざや”状態に陥りやすくなることを意味する。資産規模の縮小に早めに着手できなければ、F e dの財務運営、ひいては政府からの独立性に大きな影響が及ぶことにもなりかねない。パウエル新執行部がこの先、金融政策運営を展開していくうえでは、「低インフレ局面での正常化」だったリーマン・ショック後とは比較にはならないほどの困難が待ち受けることになる。

今週14～15日に開催される次回のFOMCは、パウエル議長が再任の指名を受けてから初めてのFOMCとなる。22年以降に米国経済がいかなる展開をみせるという見通しが示されるのか、その見通しを踏まえつつ、今後の金融政策運営に関してどのような議論が行われるのかが注目される。(了)

[/20211213NNN0004]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved