

2022/02/22 06:02

◎【円債投資ガイド】インフレ局面で顕在化する中銀の力量差＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝米国のインフレ高伸が止まらない。活発な労働移動を受けての賃金上昇が拡がり、まさにコストプッシュ・インフレの様相だ。連邦準備制度（Fed）は去る1月25～26日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）で資産買い入れをこの3月初にも終了し、利上げに踏み切る方向性を明らかにした。

そしてFedは合わせて、「連邦準備のバランス・シート（以下BS）の規模縮減に向けての原則」も公表している。ところがこの原則は、①金融政策のスタンス調整の主な手段はFFレートのターゲット・レンジの変更である（引用者注：裏を返せば、資産規模縮減は主な手段には当たらない）こと、②FOMCは規模縮減のタイミングやペースを、最大雇用と物価安定という目標達成をにらんで決定し、規模縮減はFFレートのターゲット・レンジの引き上げが開始された後に着手することを見込んでいること、③Fedの証券保有を、予測可能な方法で、主としてSOMA（システム公開市場勘定）内で保有する証券の満期到来分の元本の再投資額を調整することによって行うこと、④今後、FOMCとしては、潤沢な準備のレジームのもとで、金融政策を効率的かつ効果的に実施するのに必要なだけの証券保有を続けるつもりであること、⑤長期的には、FOMCとしてはSOMA内で主として財務省証券を保有するつもりであり、そうすることによって経済の各セクターにおける信用の配分にFedが与える影響を最小化できるであろうこと、⑥FOMCとしては、経済や金融情勢を鑑み、BSの規模を縮小するアプローチの詳細のいかなる部分についても調整する用意があること、という6つの点を示すのにとどまった。“ハイレベルな大原則”といえは聞こえはよいが、要するに、この時点で公表できたのはこの程度の“方針”のみで、肝心な点はまだ何も決定できてはいないのだ。

Fedに限らず、欧米の主要中銀の金融政策決定会合後の記者会見における質疑応答は、日銀のそれとはだいぶ様相が異なる。記者からは的を射たシビアな質問も多く、真剣勝負の厳しいものだ。去る1月26日の記者会見でも、パウエルFRB（連邦準備制度理事会）・FOMC議長には厳しい質問が次々と浴びせられている。例えば「BSの規模を相当に減らす、と言っているが、その具体的な意味は何か？どこまで減らすのか」、「保有縮減を早く始めるか、速く進めるか、ということとは別に、縮減プロセスについて何か真剣に検討していることはあるか」、「保有資産の受け身の売却（passive sales）や再投資による資産構成の変更よりもむしろ、積極的な売却（active sales）を含めて、FOMCメンバーの間でどの程度の意見の相違があったのか」、「利上げとBS縮小との関係をどのように考えているか。具体的には、0.25%の（FFレートの）利上げは、（保有資産の）受動的な満期落ち（passive runoff）をどの程度行うことに相当するのか」、「保有資産の縮減は利上げのバックグラウンドで行う、と言っている一方で、FOMCはBSの縮減の詳細を経済・金融情勢の展開に応じて調整する用意がある、とも言っている。BSの縮減に関して、何らかの反応関数（reaction function）はあるのか」、といった具合だ。

パウエル議長の回答には、今回もその誠実な人柄がにじみ出ていたものの、これらの問いのうち、具体的に回答できたものは殆どなかったようだ。同議長は「前回の危機後よりもFedのBSははるかに大きい、資産のデュレーションは短い。経済はずっと強く、インフレはずっと高い。ゆえに今回は前回よりも早く、または速く（正常化に向けて）動きたい」、「Fedにとってアクティブなツールは、BSの縮減ではなくFFレートの方だ。この両者の関係について、経験則はあるが、それについて述べるのは消極的だ」「BSには不確実性もあり、BS政策は相対的に新しいツールだ」、「BS縮減の規模やペース、構成については、今の段階では何も言えず、今後の会合

次第だ」、「BS縮小の詳細を決めるには、次回と、そのあともう1回のFOMCでの議論が必要だろう」などと述べるにとどまった。

これに対して大西洋の彼方の英国では、ベイリー総裁率いるイングランド銀行（BOE）が主要中銀の先陣を切る形で着々と正常化を進めている。BOEはそもそもコロナ危機前の2018年夏の時点において、リーマン・ショック後に膨張したBSをどこまで縮減するのが適当か、民間金融機関関係者とも協議し、具体的な検討を進め、その大まかな水準を明らかにしていた。これは他の主要中銀ではFedを含めて、未だに検討にすら着手できていない課題だ。そして、コロナ危機突入直後に就任したベイリー総裁は、2020年夏の時点から、フォワード・ガイダンスに関しては消極的なスタンスを明らかにしていたのに加え、将来の危機再来に備えてのBSの規模縮減の必要性や、中央銀行としての資産買い入れ（QE: Quantitative Easing）ばかりでなく、今後は資産を縮減する量的引き締め（QT: Quantitative Tightening）も景気の循環的な変動への対応のツールとして用いる可能性があることに言及していた。BOEの金融政策委員会（MPC）は2021年2月、スタッフに正常化策の見直し案の検討を指示し、同年8月には、事務方の検討を基にMPCとして「バンク・レートを0.5%に引き上げたところで、資産の再投資停止（満期落ち）の形でBSの縮小を開始し、1.0%に引き上げたところで資産の売却にも着手する」という新たな正常化策を決定した。そしてBOEは2021年12月、Fedのようなフォワード・ガイダンスないしは“埋め合わせ戦略”、“平均物価目標”に縛られることもなく、主要中銀の先頭に立つ形で利上げを開始した。さらに2022年2月には追加利上げを行いバンク・レートが0.5%に到達したことを受け、続く3月からは再投資停止によるBSの縮小も開始される運びとなっている。

米英中銀のこの差はどこから来るのか。筆者にはそれが、両国の政権が近年、とってきた中央銀行の幹部人事に起因するように思えてならない。

コロナ危機を経て、足許、急展開する物価情勢や賃金の動向、先行きの金融政策運営の在り方について、BOEではベイリー総裁のみならず多くのMPCメンバーや幹部らが活発なスピーチを行っている。BOEの事務方からは多くのペーパーも公表されており、活発なリサーチ活動が行われていることがわかる。コロナ危機後の“海図なき航海”を理解するうえで、これらは大いに示唆に富むものだ。最近、正常化に向けてスタンスを転換しつつあるECBにおいても、幹部のスピーチ、事務方や各国中銀によるリサーチ活動は同様に活発だ。

ところがFedの場合、昨年夏以来急展開する物価情勢の変化を扱ったスピーチは、新任のウォーラー理事のものくらいにとどまる。イエレン議長時代であれば、フィッシャーFRB副議長やダドリーNY連銀総裁（FOMC副議長）らも合わせて、またバーナンキ議長時代であれば、コーンFRB副議長らも合わせて、経済情勢や金融政策に関する深い知見を背景に政策対応の方向性を示す、大いに示唆に富むスピーチが多く公表されていたのはかなり違う状況になっている。FRBの事務方によるペーパー類も高インフレを扱ったものは、まだ、あまり出されてはいないようだ。Fedが2020年夏に“埋め合わせ戦略”“平均物価目標”を採用した際には、FRBの事務方から多くのディスカッション・ペーパーがFOMCに提出され、対外公表されていたのとは対照的な状態にあるようだ。このように、現下の局面でFedが完全に「後手に回った」ように見受けられる遠因はやはり、トランプ前政権が、いわゆる“リフレ派”に近い考えを持つ人材のFRB幹部への登用を進めていたことが大きいのではないか。

コロナ禍は経済や社会が抱えていた様々な問題を浮き彫りにしたが、各国中央銀行の力量の差もその一つであるように思えてならない。事前にはなかなか予見し難かった経済・物価・金融情勢の

変化に対応した金融政策運営を機動的に展開できるかどうかは今、まさに各国の中央銀行に問われているのだ。

かたやわが国では、黒田総裁率いる日銀がなおもイールドカーブ・コントロール（ＹＣＣ）維持に固執し続けている。２０２２年は、国際金融情勢がこれだけ大きく変化するなかで、そのスタンスを維持し続けられるかどうか問われる年になる可能性もある。仮にＹＣＣを維持し得なくなれば、わが国では財政運営にも大きな影響が及ぶ。

中央銀行の金融政策運営は、各国の政権が判断する人事次第で大きく変わり得る。岸田政権の眼力が問われよう。（了）

[/20220222NNN0006]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved