

2022/08/19 06:55

◎【円債投資ガイド】フォワード・ガイダンスの“落日”＝日本総研・河村氏（１９日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝６月１７日に米Ｆｅｄ（連邦準備制度）が議会に提出した『金融政策報告』の冒頭には、「長期目標と金融政策戦略に関する声明」が掲げられている。その核心はもちろん第４パラグラフの後段、２０２０年８月末にＦｅｄが採用した新戦略、いわゆる“平均物価目標”について書かれた部分だろう。

「長期的なインフレ期待をこのレベル（引用者注：個人消費支出価格指数の前年比で２％）にアンカーするため、ＦＯＭＣ（連邦公開市場委員会）はインフレーションが一定の期間の平均で２％を達成することを追求し、ゆえに、インフレーションが継続的に２％を下回った期間の後には、一定の期間２％を適度に上回るインフレーションを達成することを目標とする金融政策が適当である」（訳は筆者）。

確かにこの新戦略を採用した時点では、コロナ危機後の景気低迷の長期化が強く懸念されていた。しかしながら、現実の米国経済は懸念とは裏腹の方向に展開していった。それでもなお、２２年１月２５日のＦＯＭＣにおいては、この戦略を維持することが改めて確認されている。そしてその後、Ｆｅｄは“平均物価目標戦略”どころではない事態に陥っているのは周知のとおりだ。それでもなお、半期に一度、定期的にＦｅｄが議会に提出する『金融政策報告』に、今なおこの戦略が掲げられたままになっているのは空虚ですらある。

コロナ危機に直面したＦｅｄは２０年３月、政策金利であるＦＦレートを立ちどころに０．２５％にまで下げた。Ｆｅｄはマイナス金利政策をあえて採用しなかったため、これは政策金利をそれ以上に下げようがない“ゼロ金利制約”に直面したことを意味する。そこでＦｅｄはリーマン・ショック後の局面と同様、この新戦略を基に、超低金利政策を長期化させる方針を発信していった。

例えば、２１年１１月に開催されたＦＯＭＣの声明においては、次のような表現での発信が行われている。当時は２１年５月以降９月に至るまで５カ月連続で消費者物価指数前年比が５％超に達したことが公表統計から明らかになっていた時期でもあった。「ＦＯＭＣは、長期的に雇用最大化と２％の長期物価目標の達成を目指す。インフレ率が持続的に長期目標を下回っているため、インフレ率が長期間で平均２％となり、長期的なインフレ期待が２％でしっかりととどまるように、インフレ率がしばらくの間、２％をやや上回ることを目標とする。これらの目標達成まで、緩和的な金融政策のスタンスを維持する」（訳は時事通信報道による）。

要するにＦｅｄは、米国経済の高インフレ基調が明確化していた当時に至っても、当該会合で政策金利であるＦＦレートの誘導目標を０．２５％に据え置くのみならず、将来にわたり据え置き続ける、という方針を明らかにしていた。この手法はすなわち“フォワード・ガイダンス”（以下ＦＧ）である。

ＦＧは、リーマン・ショック後に、主要中央銀行が軒並み“ゼロ金利制約”に直面した際に、米国やカナダの中央銀行が先頭に立って導入した試みである。米国では、バーナンキ議長率いるＦｅｄがリーマン・ショック直後の１８年１２月、大規模な資産買い入れに踏み切ると同時に、「ＦＯＭＣは、弱い経済情勢によってしばらくの間、ＦＦレートの例外的に低い水準が保証されるであろうことを期待する」という言い回しで打ち出したのが嚆矢（こうし）である。“いつまで超低金利状態を維持するのか”をどのような形で表現するかをめぐっては、いくつかのパターンがある。

11年8月には、それまでの「しばらくの間」という表現に代わり、「少なくとも13年半ばまで」FFレートの異例の低水準が続くことを保証する、という『カレンダー・ベースのFG』が導入された。そしてFOMCは12年1月の会合において、「長期的なインフレ率目標は年2%であり、失業率の通常（normal）の水準は5.2~6%である」との見解を明示したうえで、同年12月には、FGの表現を「少なくとも、失業率が6.5%を上回り、先行き1~2年にかかるインフレ率が、FOMCの2%という長期的な目標を0.5%は上回り、長期的なインフレ期待が引き続きよくアンカーされているようになるまでは、FFレートは異例の低水準が適当である」という形に改めた。これは『アウトカム・ベースのFG』と呼ばれる。このほかカナダ中銀が、09年4月に「向こう14カ月間は政策金利を引き上げない」という表現での『カレンダー・ベースのFG』を採用する例もみられた。

その後の実際の経済・金融情勢の展開から、FGには、市場の先行き期待を安定させ、長期金利の上昇を抑制する一定の効果があると評価されるようになった。中央銀行界全体としても、BISのグローバル金融システム委員会が19年に公表した報告書において、FGが中央銀行の非伝統的な手段の一つに取り上げられるなど、“ゼロ金利制約”下での一つの有用な手段として、一定の評価がなされていた。

しかしながらFGに対しては、リーマン・ショック直後の時点から異論もあった。その最たる理由は「金融政策は本来、その時々々の経済・金融情勢に応じて機動的に判断すべきであり、実際に経済・金融情勢がどのように展開するかわからない将来の政策運営についてまで先回りして約束してしまつては判断を誤りかねない」という点にある。

例えば、英国では、リーマン・ショック当時のキングBOE総裁がこの理由からFGの導入には消極的だった。その後任にはカナダ中銀総裁だったカーニー氏が任命され、13年8月にカナダ中銀流のFGを早速導入した。しかしながら当時のBOEは『アウトカム・ベースのFG』を導入したところ、導入後半年も経過しない14年1月には、失業率が目標水準をあっさり下回って改善する結果になり、同国ではそれ以降、FGを巡る議論は少なくとも表向きでは避けられるようになったようだ。

カーニー総裁の後、20年3月に就任したベイリー総裁は再びBOE生え抜きであるが、FGには消極的で、BOEがコロナ危機後に採用することはなかった。逆に、ベイリー総裁は危機後の正常化の必要性に関する問題意識を当初から強く持ち合わせていたからこそ、主要中銀のなかで先頭を切って21年末に利上げに踏み切り、資産縮小も先行させている。

欧州中央銀行においても元来、先行きの金利パスをあらかじめアナウンスしたり、特定の一つの指標に、市場が機械的に反応してしまうのを避けることが重要である、と考えられてきたことから、リーマン・ショック後しばらくの間はFGには消極的であり、市場の期待形成に働きかけることを目的にFGが採用されたのは13年7月になってからのことだった。

22年7月27日のFOMC後の記者会見で、パウエル議長は次のように述べている。「われわれは、会合ごとに（meeting by meeting basis）進める（決定する）時期だと考えている」そして、将来のFedの政策に関して、「中立的になるうえで、これまで示してきたような明快なガイダンスは示さない」（いずれも訳は筆者）。要するに、リーマン・ショック以来、Fedが多用してきたFGの扱いを見直すというのだ。もっとも、記者会見時の質疑応答ではパウエル議長の歯切れは決してよくはなかったようだ。それもそのはず、FGを採用して実際にその通りに政策運営ができればよいが、今次局面では決してそうなのではない。Fedは四半

期に一度、FOMCメンバーの先行きの見通しをドット・チャートにして公表しているが、米国内ではそれが“Fedが先行きをいかに的確に見通せていなかったか”をまざまざと物語る証拠になっている、として批判が高まっている。将来、Fedが再びFGを採用したとして、市場がいったい、それをどれほど信じるだろうか。米国内ではこれはFedの信認を揺るがす問題だと捉えられている。これに先立つ7月21日のECBの政策委員会後の記者会見では、ラガルド総裁がきっぱりと、政策金利に関するFGを撤廃し、今後は会合ごとに決定することを明らかにしている。

FGは確かに、これまで、低金利の長期化を期待する投資家たちにもてはやされてきた。しかしながら、ここへきてのその“落日”ぶりは、「金融政策はその時々の方勢に即応して機動的に決めるべき」という大原則への回帰であるとはいえ、同時に“低インフレ・低金利時代”の終焉を物語るように思えてならない。

そして今もなお、FGを引きずり続ける中央銀行がある。日銀の“オーバーシュート・コミットメント”だ。日銀もさすがに現下の局面では、超金融緩和状態を維持する理由にこの論理を積極的に持ち出してはいないようではある。しかしながら、世界的な経済情勢の変化には目もくれず、いつまでもイールド・カーブ・コントロールを引きずり、出口戦略に取り組もうともしない弊害は、わが国全体にとって極めて大きいといえよう。（了）

[/20220819NNN0033]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved