

2015/10/30 08:23

◎【円債投資ガイド】「F e dビュー」との決別？＝日本総研・河村氏（30日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝今週（10月27、28日）のFOMCにおいても、F e dは、金融政策運営の正常化局面入り後の「L i f t O f f」（FFレートの最初の引き上げ誘導）を見送った。

FFレートはリーマン・ショック直後の2008年12月に「事実上の下限」である0.25%に引き下げられて以来、実に6年10カ月もの間、この水準で維持され続けてきた。今年中にこの「L i f t O f f」があるのかどうかについても、市場の見方はなお交錯しており、2016年に持ち越されるのではないかと、との予測もあるようだ。その背後には、この「異常な低金利」にすっかり「慣れっこ」になってしまったわれわれの、「F e dだってどうせ、リーマン・ショック後の低金利を、簡単にやめられるはずがないだろう」という希望的観測が入り交じっている感がなくもない。本格的な正常化局面入りを控えた今、F e dは、何を考えているのだろうか。

確かに今、F e dは、最初の引き上げ誘導のタイミングを慎重に判断しているようだ。しかし、これまで実際にFOMCで行われてきた議論や、幹部の説明ぶりからすると、F e dの選択肢としては、FFレートの「L i f t O f f」を「早く始めて、その後ゆっくり引き上げる」か、「遅く始めて、その後急いで引き上げるか」のどちらか、ということになっている。実際、本年1月のFOMCでこの点の検討が行われ、その後の米国内での議論においても踏襲されているようだ。日本であれば、この手のネガティブな話はとかく、「遅く始めて、その後もズルズルとできるだけ後ずれさせる」という着地に陥りがちとなりそうなものだが、F e dにはそうした選択肢はないようだ。それはなぜか？

推察するに、これは、今後の正常化局面において予想される、連邦準備制度（F e d）自身の財務運営上の制約が関係しているとみられる。F e dは、大規模な資産買い入れ（LSAP）を実施していたさなかの2013年初に、いわば「未定稿」の形ながら、「連邦準備のバランス・シートと収益：入門と予測」というディスカッション・ペーパーを公表している。そこでは、今後、F e dが正常化局面での政策運営を行っていく過程で、実際に選択する政策運営の手段等にもよるが、数年程度、F e dから連邦財務省への「納付金ゼロ」（zero remittances）、もしくはそれにかなり近い状態に陥り得ることが示されている。

その詳細については別の機会に譲るが、要するにF e dは、正常化の過程において、①超過準備への付利の引き上げ誘導実施に伴い、先々発生することがあり得る、買い入れ債券との間での「順ざや」幅の縮小、ないしは「逆ざや」化や、②買い入れ債券の売却の場合にあり得るキャピタル・ロス等により、自らの財務運営に相当な負担がかかることを見込んでいる。そのため、中央銀行としての財務運営を自力で継続できる（＝最悪でも「納付金ゼロ」で済む）期間内に、「正常化」のオペレーション終了の目途を付けようと企図しているものとみられる。故に「正常化」に費やすことができる期間には

限りがあるわけだ。したがって、「L i f t O f f」を「遅く始めて、その後もズルズルとできるだけ後ずれさせる」という選択肢は、最初から俎上（そじょう）にもものぼっていないようだ。

今後のF e dの金融政策運営をみる上でのもう一つのポイントは、判断の主眼をどこに置くか、という点だ。リーマン・ショック前までのF e dの金融政策運営、すなわち、政策金利であるF F レートの設定水準に関しては、インフレ率と需給ギャップを説明変数とする「テイラー・ルール」によってうまく説明される、と一般的に理解されてきており、F e d自身もその見方を肯定してきた。これは、F e dが「最大雇用」と「物価安定」という「デュアル・マンドート」を課せられた下で金融政策運営を行ってきたこととも整合的だ。他方、F e dは金融の安定をいかに確保するかについては、欧州大陸の当局のスタンスと比較して相対的に無頓着な面があったことは否めず、それがリーマン・ショックという悲惨な結果を招いたのではないか、という指摘もある。

そして、本格的な正常化局面入りを控えた今、F e dの首脳陣は、さまざまな機会に、「今後の金融政策運営は、かつてのようにテイラー・ルールに即したのものには必ずしもならないであろう」という点を発信し始めている。本年3月の講演において、イエレン総裁は「単純なルール（筆者注：テイラー・ルールのこと）は、単純に過ぎ、現下の情勢の重要な複雑さを無視することになってしまう…」と述べた。フィッシャー副総裁は同じ本年3月の講演で、「政策当局者の行動は、時々、反応関数（r e a c t i o n f u n c t i o n）の形で要約されるが、それは、金利がどのように設定されるのかについて、代数的に表現される。例えば、『F F レートは、失業率と予想される失業のレベルの変化に加えて、インフレ率と期待インフレ率に即時に反応する』とするテイラー・ルールがそれだ。しかしながら、その種の単純なルールは、当然ながら、金融情勢の展開や、経済活動やインフレ率に関するさまざまな尺度の間での一時的な乖離（かいり）等といった、金融政策に影響を及ぼすことが適切な多くの要因を放置してしまうことになる」と述べている（訳はいずれも筆者）。

さらに、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁（F O M C副議長）は、去る10月15日の講演において、テイラー・ルールがこれまでに果たしてきたいくつかの利点は認めつつも、三つの欠点を指摘している。すなわち、①フォワード・ルッキングではない、②実質2%という短期金利が中立的な金融政策であることを前提としている、③金融政策による刺激がいかにして实体经济に伝播（でんぱ）していくのかに関する重要な要因を考慮していない故、不完全なものである、という三つの欠点があるというのだ。

これらは要するに、F e dも今後は、かつてのような实体经济面に偏重して金融面の不均衡を軽視するような金融政策運営を行うつもりはない、というメッセージなのだろう。正常化局面に上述のような厳しい制約があることからすれば、それは当然のことでもある。金融危機後の低金利が、今後も米国でズルズルと継続するとは考えにくそうだ。そして、このようなF e dのスタンスの変化は、「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」という、いわば「实体经济一辺倒」とでもいうべき、従来の『F e dビュ

一』との決別を意味しているのかもしれない。今後のF e dの金融政策運営を見ていく上では、このような視点も必要であろう。（了）

[/20151030NNN0058]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved