

「金融政策の正常化」をめぐる諸問題

公益財団法人資本市場研究会 理事
衆議院調査局財務金融調査室 客員調査員

湯本 雅士



はじめに

周知のごとく、年明け後米国の金融政策を取り巻く空気は一変した。それまでのスタンダード・ジョークは、「米国の金融政策はペンキが乾くのを見ているよりも退屈だ」(as boring as watching paint dry) というものであった。市場関係者は、いわゆる「ドットチャート」(下記参照)を眺めて、2019年中にはもう一、二回の利上げがあるはずだ、と、あたかも当然のことであるかのように話し合

っていた。しかしながら、今や多くの人々の視線は、今後FRBの金融正常化路線がどのようなテンポで変わっていくのか、落ち着きどころはどのようになるのか、という点に集中している。以下、こうした変化の背景をやや詳しく見ていくことにしよう。なお、本文脱稿後の3月20日、FRBはこの問題に関して新たな決定を行ったが、そのことについては文末「追記」で略述する。

1. 提起された諸問題

FRBの政策運営方針に大きな影響を及ぼしたのが、クリスマスから年末にかけての株価の大幅下落であったことについてはいまさら言うまでもあるまい。米国に発し、全世界の株式市場に波及した株価の下落は、表面的な平穏さ (complacency) の下に潜在するダウンサイド・リスクの大きさを人々に改めて強く印象付けた。列挙された様々な要因—と

〈目次〉

はじめに

1. 提起された諸問題
2. 量的緩和・利上げ政策の変化
3. フォワードガイダンスの変化
—ドットチャートの問題点
4. 中央銀行の独立性・自主性を巡って

りわけ地政学的リスク—米中・米朝・米ロ関係の行方、あるいはBrexitや中東情勢等—についてはいまさら付け加えることはないが、金融政策の観点からは二つの問題が提起されたといつてよい。その一つは、金融正常化過程における中央銀行のコミュニケーションのあり方についての問題であり、いま一つは、FRBの政策運営に関する政治サイドからの干渉、いわゆる中央銀行の独立性・自主性にかかわる問題である。市場はその後落ち着きを取り戻し、株価は比較的順調な足取りを辿っているように見受けられるが、近時の米朝会談の結果に見られるように、潜在するダウンサイド・リスクが消滅したわけではない。

■ 2. 量的緩和・利上げ政策の変化

FRBが本格的な金融緩和政策に乗り出したのは、リーマンショックに対応した一連の緊急措置^(注1)が一段落した、2010年頃のことであった。しかしながらFRBは、それからまだ間もない2011年6月の段階で早くも正常化戦略 (policy normalization) についての議論を始めている。そのことについてのバーナンキ議長 (当時) の議会証言 (2013年5月) が、いわゆる“tapering tantrum”を引き起こしたことはなお記憶に新しいが、この経験は、正常化のプロセスについては慎重な上にも慎重を、という教訓として働き、以後のFRBの行動指針となった。正常化戦略は、

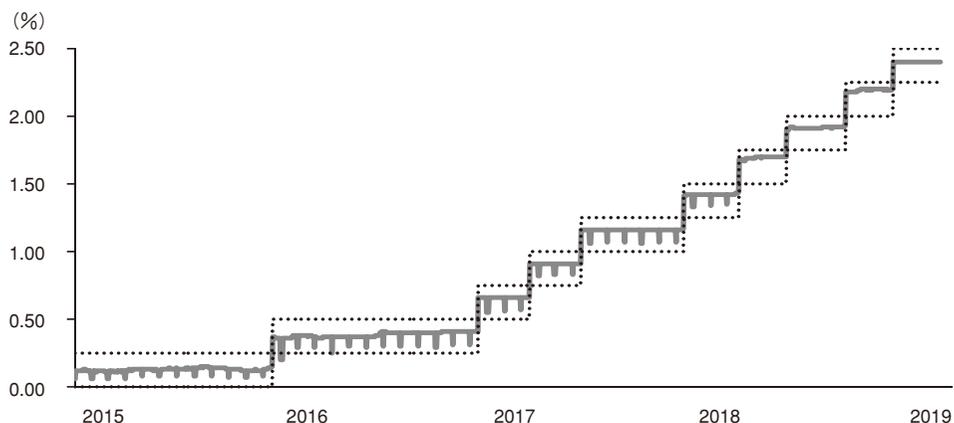
2014年9月に以下のように改訂され、これが今日に至るまでのFRBの資産圧縮及び政策金利引き上げの指針となっている。

- a. 政策金利 (federal funds rate 〈FFR〉) の引き上げは、主として準備預金への付利金利 (interest on excess reserves 〈IOER〉) の引き上げを通じて行う^(注2)。必要に応じ、買戻し条件付売りオペ (reverse repurchase agreement 〈RRP〉) を補助的に利用する。
- b. 資産の圧縮は、保有債券の期限到来分についてその全額を再投資する (残高現状維持) という、これまでとられてきた措置を変更することによって行う。保有資産のうちMBS (Federal agency and government - sponsored enterprises mortgage - backed securities) については、今のところ市場で売却することは考えていないが、いずれは国債 (Treasury securities) のみを、金融政策を円滑かつ効率的に運営するのに必要な額だけ保有する方針である。

改訂された出口戦略を当初のそれ (2011年6月) と比較した場合の違いは以下の通りである。

- a. FFRの引き上げと資産圧縮を同時並行的に行うとした点
当初は、先ず再投資停止による資産規模の圧縮を試み、その後状況を見な

(図表1) FF金利の目標レンジとFF取引平均金利



(出所) 東短リサーチ〈原資料FedNY〉

がら、IOERを利用してFFRを引き上げることを考えていたが、両者を並行的に行うことが可能であり、適当であると判断した。

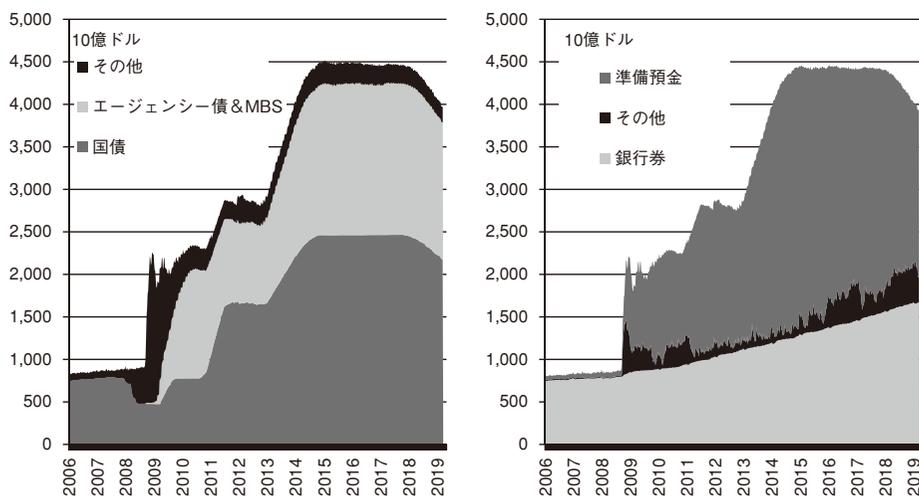
b. MBSについても再投資停止による残高減少を図るとした点

当初はFFRの引き上げ開始後にMBSを市場で売却することを考えていたが、市場に与えるインパクトの大きさを考えて、国債同様、期限到来分の再投資を控えることによって徐々に残高を減らしていく方針に転換した。MBSの保有を極力早期に解消することを考えたのは、国債とは異なり、それが、FRBによる信用割り当てという問題を引き起こすリスクがあると判断したためである。緊急事態の場合を除き、中央銀行が専念すべきは信用「量」の調節であり、信用の「質」に

まで立ち入るべきではないというのがFRBの基本的な姿勢であり、この点は、ETFからREITに至るすべてのリスク資産を引き受けることを躊躇しない日本銀行と好対照をなす。

正常化プログラムは、2015年12月のFFR引き上げ（0～0.25%から0.25～0.5%へ）によってスタートし、以後0.25%ずつ連続して引き上げられた。その結果、2019年3月末現在の目標FFRのレンジは、2.25～2.5%のレベルにある（図表1参照）。IOERは当初0.25%引き上げられて0.5%（FFRレンジの上限）とされたが、その後2018年6月に、FFRの上限マイナス0.05%とされ、12月にはさらに上限マイナス0.1%となった。このことは、資産圧縮が進むにつれて短期金融市場の資金余剰が減少し（引き締まり気味となり）、IOERの下支えがなくともFFRを引き上げる

(図表 2) FRBのバランスシート推移



(出所) 東短リサーチ 〈原資料FRB〉

ことができる環境が整いつつあることを示す。金利機能を重視する正常化戦略への接近という意味では一步前進であり、FRBの収益面でも有利に働く（支払利息額の減少）。

FRBのバランスシートの圧縮は、2017年6月に発表された“Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”に従って、同年10月以降、以下のようにいわば「自動操縦」的に実施されてきた。

「償還期到来分のうち、毎月一定額（cap）を残高に反映させる（capを超える部分のみを再投資によって埋め合わせる）。capは、当初の3ヶ月間は国債月60億ドル、MBS月40億ドルとし、その後は12ヶ月にわたって3ヶ月ごとにそれぞれ60億ドル、40億ドルずつ引き上げる（最終段階のcapは国債月300億ドル、MBS月200億ドル。なお、最近時の政策

変更については追記参照）」

この結果、FRBのバランスシートの規模は、ピーク時の約4.5兆ドルから最近時には4兆ドル程度にまで縮小してきている（図表2参照）。このペースで行けば、（他を一定と仮定して）2019年末には3.5兆ドルを割り込む計算になる。

そこで問題となるのは、正常化のプロセスが終了し、金融政策が金利の調整を軸として運営される伝統的な体制に復帰した際に、FRBとして適切と考えるバランスシートの規模はどのくらいか、ということである。この間に生じたバランスシートの負債サイドの構造的変化（経済成長に伴う銀行券需要や銀行の準備需要の増加等）をどう読むか、という問題であるが、とりわけ後者については、優良な流動性資産を相当程度保有することを

銀行に義務付けるバーゼルIII規制（LCR（注3））のことを考慮に入れる必要がある。そのことがなくても、リーマンショックの経験を経た金融機関は、超優良資産であるFRB預金を十分に手許においておきたいという気持ちになっていることは確かである。

FRBとしてもこうした変化については十分な認識を持っており、それらを踏まえてスタッフに検討を指示していることはかねてから明らかにされていた。ただ、（やや後講釈の嫌いはあるが）FRBが見誤っていたのではないかと思われる要因の一つに、FRBが考えていた以上に短期金融市場がタイト化しつつあったという事情がある。FRBが、12月にFFRを一段引き上げた際にはそのことが十分に認識されておらず、それが年末の株価下落の要因の一つとなったのではないかという見方がある。この点については、年明け後に開かれた公開市場委員会（Federal Open Market Committee〈FOMC〉）において、スタッフ自身が指摘しているところである。

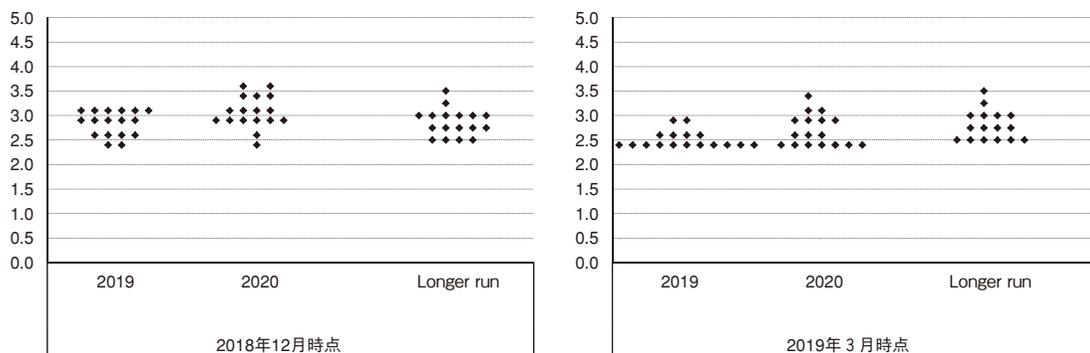
もしそれが事実であるとする、そのことがFRBの金融正常化プログラムにとって持つ意味は大きい。FRBとしては、正常化という以上、（勿論、量的〈信用〉緩和政策開始以前のレベルまでとは言わぬまでも）いま少しバランスシートの圧縮を進める必要があると考えていたはずであるが、すでに適切と思われるレベルにまで近づいているとすれば、この段階で正常化のペースを変更する必

要がある。これがFRBが現在持っている問題意識であり、そのことは、3月20日に示された圧縮ペースのスローダウンという形ですでに実行に移されている（このことについては「追記」参照）。

■ 3. フォワードガイダンスの変化 — ドットチャートの問題点

正常化プログラムの開始以来、政策金利の引き上げ及び保有資産残高の圧縮とともに重要な役割を果たしてきたのは、いわゆる「フォワードガイダンス」である。これまでFRBは、FF金利を引き上げる都度、「経済の拡大に見合う形でFFレートの目標レンジをさらに引き上げることが妥当」という文言を用いてきた（“The Committee judges that some further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity…”）。しかしながら、1月のFOMCの決定では、この文言に代えて、「経済にとってどのようなFFレートの目標レベルが適切かについては慎重に考える」（直訳すれば「忍耐強くある」）という趣旨の文言が挿入された（The Committee will be patient as it determines what future adjustments for the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes）。この文言は3月20日の決定でも維持されている。

(図表3) ドットチャートの変化—2018.12と2019.3の比較



(出所) FRB

ここで問題となるのは、現在、FRBが3ヶ月に一度公表している景気見通し (Summary of Economic Projection <SEP>) と共に発表している、通称「ドットチャート (dot chartないしdot plot)」と呼ばれているグラフである (図表3)。ドットチャートは、ワシントンのBoard member 7名プラス各地区連銀総裁12名の計19名 (現在Boardに2名の欠員があるため17名) のそれぞれが、現在の経済金融情勢が続くと仮定した上で、先行きFFRがどのようになると考えているかをまとめたものであって、当然幅がある。したがって、それ自体はフォワード・ガイダンスといった性格を持つものではなく、状況の変化次第で刻々と変わり得る (state contingent)。そのことは、FRB自身が度々強調しているところであるが、実際には市場はそのようには受け取っておらず、その中心値のみを重視して、あたかも政策金利変更の計画表が提示されたかのような扱いをする傾

向がある。例えば、現在の政策金利水準が1%で、12ヶ月先の予想 (中心値) が1.5%となっていれば、年内にあと2回の政策金利引き上げがある (FFRの変更は通常0.25%刻みとされている) と見なして、あたかもそれが確定したかのような物言いをする、といった類である。そして、現実にはそれとは異なった政策がとられた場合には、「FRBは市場との対話が欠けている」と批判し、それをきっかけに市場が混乱する、といった光景がしばしば見られるところとなっている。

ちなみにドットチャートは、3ヶ月に一度発表されるFOMCの経済見通し (Summary of Economic Projection <SEP>) と同時に発表されるが、2018年12月に発表されたSEP及びドットチャートと、最新のそれ (2019年3月20日発表) とを比較すると、この間におけるFRBの先行き見通しの変化が顕著に窺われる (図表3)。言い換えれば、ドットチャートというのはそうした性格のものであり、

それ以上でも以下でもない。

いわゆる非伝統的金融政策が主流となって以来、金融政策運営の透明化と中央銀行のコミュニケーション戦略に大きなウエイトがかけられてきたことはよく知られている。一般論として、中央銀行の政策運営に関する透明性を確保し、市場の期待に働きかけることが政策効果を高め、マクロ経済変数の安定を確保する上で重要な要因であることについては今や疑問を呈する者はいない。しかしながら、金融政策の透明性の向上に全く問題がないかといえば勿論そのようなことはない。中央銀行の側には、自らの政策意図を如何にして正確に市場に伝えるかという問題があり、声明文の一言一句に神経を使うということになる。ただ、中央銀行が如何に努力しても、メッセージを受け取る側に問題があれば、中央銀行のコミュニケーション戦略は機能しない。情報受信者の能力 (literacy) の限界がもたらす誤解ということもある。いわゆる「ポジショントーク」ということもある。上で述べたことの繰り返しになるが、実際の中央銀行の政策が市場の望むところと異なった場合、市場とのコミュニケーションがとれていないという批判が湧き起こるのが常である。グリーンSPAN議長時代に副議長であったブラインダーは、中央銀行が市場に敬意を表するあまり、市場が期待ないしは要求する金融政策を実施する誘惑に駆られる危険を指摘したが、昨今の状況に照らしてみた場合、まことに的をついた言葉であるとの感を禁じ

えない。

このように見てくると、FRBが現在公表しているドットチャートが金融政策運営の透明性を高め、より効果的・効率的な政策運営を可能にする役割を果たしているかどうかについては疑問の余地がある。上で見たように、市場がドットチャートをあたかも金利変更の計画表と見なし、それと異なる動きが出ると株価が大きく変動するといった光景が珍しくない昨今を考えると、早晩これを廃止することを検討してはどうか。FRB内部においても、今後のドットチャートの扱いについて議論が交わされているとのことである。

■ 4. 中央銀行の独立性・自主性を巡って

ところで、FRBは、2月4日に声明文を発表し、パウエル議長とクラリダ副議長がホワイトハウスで大統領と非公式に夕食を共にし (ムニューシン財務長官が同席)、経済・雇用・物価情勢の現状と見通しについて話し合ったことを公にした。こうした声明文が出されること自体が異例のことであるが、ここでは、議長は金融政策の行方については話題にせず、金融政策は政治とは無関係の客観的な分析に基づいて行われるものであることを大統領に告げたという点が強調されており、そのこと自体違和感を禁じえない。

パウエル議長の政策運営に対するトランプ大統領の度重なる批判は、このところ死語と

化したかの感があった「中央銀行の自主性・独立性」という問題に再び光をあてることとなった。今更何を、との感が深い、そう遠くない昔、日銀法を改正しても総裁の首を切るという類の発言が聞かれた日本にとっても全くの他人事とは思われない。

この問題についてはすでに語りつくされた感があり、おおよそのコンセンサスが形成されている。独立性を重んずる中央銀行といえども、国家の機関である以上、国の経済政策が目指すところを離れて勝手な行動をとることが許されているわけではない。しかしながら、金融政策は優れて専門的・技術的な知識を必要とする分野であり、その一挙手一投足に外部から口を挟むことは、円滑・効率的な政策運営の妨げとなる。そこで考え出されたのが、「目的の独立性 (goal independence)」と「手段の独立性 (instrument independence)」という二つの概念の区分である。金融政策が、民主的な手続きで選ばれた政府が策定する経済政策の一環であるからには、それが目指すところを離れて目的の独立性を主張することはできない。事実、現在目的についての独立性を持っている中央銀行は存在しない。FRBについて言えば、連邦準備銀行法第2条のAが定める“the goals of maximum employment, price stability”^(注4)がそれであり、FRBはこれを自らに課せられた mandate (使命) として行動している。そして、FRBがこの dual mandate を奉ずる限り、その使命達成のために用いる金融措置—例えば政策金利の

上げ下げ—についてはFRBの自主性を尊重し、外部から口を挟むことを差し控える、というのがこれまでの政策運営の構図であった。

FRBの自主性の尊重については人事面においても手立てが講じられている。連銀法第10条は、Board memberの任命権が大統領にあることを定めつつ、それに議会上院の“advice and consent”を求めている。任期は14年という長期にわたって保証されており、任期前の罷免については「正当な理由」(“for cause”)を必要とする。問題は、正当な理由とは何を意味するかが規定されていないことである^(注5)が、常識的にはBoardのメンバーとして正常に機能できなくなった時を指すと解され、大統領の意思に反する行動をとったことが正当な理由になるとは考えられない。Boardの議長は、メンバーのうちから大統領が指名する(任期4年)が、これについても上院のadvice and consentが求められる(副議長2名についても同様)。こうした枠組みが既定の事実として市場に定着している中で、金利の引き上げを嫌ってFRBを批判し、パウエル議長の罷免さえをも仄めかしたトランプ大統領の行動は、市場にいらざる混乱を巻き起こし、それが年末の株価下落の背景の一つとなったことは疑いない。

パウエル議長は、12月のFOMCの20日ほど前に行った講演“The Federal Reserve’s Framework of Monitoring Financial Stability”で、interest rates … remain just

below the broad range of the estimates of the level that could be neutral for the economy”と述べた。この言葉は、市場に政策金利引き上げ打ち止めの観測を呼び起こしたが、それにもかかわらず利上げが行われたことが市場の動揺をもたらしたという見方も少なくない。市場ではこれを、パウエル議長のコミュニケーション・ミスとする見方が多いが、そこに大統領の影がちらついていなかったかどうか…つまり、気持ちとしては金利引き上げ打ち止めとしても良いと考えていたが、それでは大統領の脅しに屈したかのような印象を与えることになるという気持ちが働いて、利上げを決意したのではないか…。勿論こうしたシナリオは全く根拠のない憶測であって、その後発表されたFOMCの議事要旨を見ても、多数のメンバーがその時点での利上げを妥当と見ていたことが示されている。それにもかかわらずこうした「ノイズ」が発生するとすれば、金融政策の正常化を粛々と進めたいと考えているFRBにとっては決して好ましいことではない。

金融政策の正常化が進むにつれて、緩和の過程ではほとんど忘れられていた中央銀行の独立性・自主性という概念が再び頭をもたげつつある。中央銀行家の力量・真価が問われるのはまさにそうしたときである。緩和政策を無限に推し進めようとしているかのように見える日本銀行にとっては遥かに遠い先の話になるだろうが、今回の出来事から学ぶことは多い。

(追記)

「FRBは3月20日、政策金利については現状維持とする一方で、資産圧縮テンポをスローダウンする新たな措置を発表した。すなわち、

- ① 本年5月以降、国債についての毎月のcapを現行の300億ドルから150億ドルに引き下げる（その分だけ残高の減少テンポが緩む）。
- ② MBSについては引き続き漸減措置（毎月のcap200億ドル）を継続する。10月以降は、MBSの償還分を国債に再投資する（月200億ドルを限度に）。
- ③ 保有債券残高削減措置は9月末で停止し、その後当分の間（for a time）残高を一定のレベルに維持する。

(注1) その詳細については、拙著「サブプライム危機後の金融財政政策」(2010、岩波書店)参照。

(注2) excess reservesとなっているが、実際は所要準備(required reserves)を含む準備総額に付利されている。

(注3) liquidity coverage ratio (30日間のストレス期間における資金流出に100%耐えられえるだけの流動性資産の保有を求める)。

(注4) 連銀法は他に“moderate long-term interest rates”を掲げるが、これはprice stabilityとほぼ同義語ということで、通常は省略されて論じられている。

(注5) 日銀法では、破産手続き開始、禁固刑、心身の故障等が具体的に列挙されている(第25条)。

