

2017/06/08 08:01

◎ [円債投資ガイド] ルール・ベースの金融政策＝日本総研・河村氏（8日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝米国のニューヨーク・タイムズ（電子版）は去る6月2日、トランプ政権が、現在空席となっている連邦準備制度理事会（FRB）の3ポストのうち、金融規制担当の副議長に元財務次官で現在は投資ファンドのマネジャーであるランダル・クオールズ氏を、理事の空席2ポストのうちの一つには、リッチモンド連銀出身のエコノミストで現カーネギーメロン大教授のマービン・グッドフレンド氏を指名すると報じた。

候補者の名前は2017年入り後、米国のメディアですでにとり上げられていたが、今回の2人の共通点は、「ルール・ベースの金融政策」を支持するスタンスを明確にしている、ということだ。これは、金融危機後の連邦準備制度（Fed）による異例の手段を用いた超金融緩和政策に対して批判的な姿勢をとってきた与党共和党が、Fedの金融政策運営の透明化策としてかねてより打ち出していたものにほかならない。16年末には、このテーマで下院での公聴会も開催されている。

では、「ルール・ベースの金融政策」とは何か。わが国の市場関係者の頭にはすぐ浮かぶのは、「テイラー・ルール」であろう。主要国の中央銀行が政策金利を軒並み0%近傍にまで引き下げた金融危機以降、話題に上ることはめっきり減っているが、これは、スタンフォード大学のジョン・テイラー教授が、1987～92年のFedの実際の金融政策運営を基に分析して93年に発表したもので、政策金利である実際のFFレートのターゲット水準は、「均衡実質金利」に「実際の物価上昇率の目標からの乖離（かいり）」と「需給ギャップ」という二つの要因を加味する形でうまく説明される、というものであった。物価情勢と景気情勢をにらみつつ政策金利の水準を決定するという、いわば「平時」の金融政策運営をシンプルな数式でわかりやすく表したものであり、米国のみならず他国の金融政策運営の実績にあてはめてみてもよくフィットするものであった。

ゆえに、わが国を含めた市場エコノミストの間でも、Fedの政策運営の先行きを占うのに際し、「中立金利」ないしは「自然利子率」とも表現される「均衡実質金利」を2%としたうえで、物価と需給ギャップの予測値を当てはめれば、FFレートの誘導目標の予測値を割り出せる、といった形で広く活用されていた。

米国では、政策当局者が議論の際に、「テイラー・ルール」をはじめ、さまざまなルールに当てはめてみた場合の政策金利水準を比較参照し、検討材料とすることがしばしばあるようで、ルール化には「一般国民にとってわかりやすい」というのはまた別の意味合いもあるようだ。

実際に「テイラー・ルール」にとどまらず、Fedの政策金利水準を示すさまざまなルールが考案されている。「テイラー・ルール」の修正版のほか、バーナンキ前FRB議長が示唆したという、物価上昇率の実績値に替えてフォワード・ルッキングな要素を考慮したルール、政策金利は実体経済の指標の変化に合わせて直ちに動くというものではない、という意味で「慣性」の要素を取り入れたルール等、しばしば引用されるシンプルなものだけでも7種類程度のルールがあるようだ。

クリーブランド連銀のサイトには、「こうしたシンプルなルールを基に、あなた独自のルールをカスタマイズして作成し、政策金利の水準を算出してみましよう」などというコーナーも設けられている。これも、国を問わず、一般国民にとってはなかなかわかりにくい金融政策運営を、少しでもなじみやすいものにできれば、という政策広報の一環なのかもしれない。

ただし、米国内での最近のこうした動きに Fed の首脳陣はかなり神経をとがらせているようだ。FRB や連邦公開市場委員会 (FOMC) のメンバー達は、17 年入り後の講演等の機会をとらえて、米国民や議会、市場関係者等に対して「金融政策運営とは、単純にルールを当てはめて決定できるような生易しいものではない」、「とりわけ、危機後に異例の手段も大規模に用いて展開したものを正常させつつある現在の局面においては、実体経済の指標のみから算出するルールに単純に依拠する金融政策運営には無理がある」と説明し主張することに躍起になっている。

例えば、イエレン議長は本年 1 月 19 日の講演の際、08 年の金融危機以降数年間の“望ましい”FF レートの水準を複数の「ルール」に基づき算出してみると、マイナス数%にも達するなど実現可能性の面で問題があったことや、目先の“望ましい”FF レート水準に関しても、中立金利水準を 2% とおいた「テイラー・ルール」に基づけば、その時点での FOMC メンバーが望ましいと考える FF レート水準のレンジを大きく上回っていることなどを、わかりやすく図示して説明している。

そして、「これらの単純なルールのみに基づいて金融政策運営を行おうとすれば、実際の政策判断において重視されている他の要素を全く考慮しないことになってしまい、適切ではない」と述べたうえで、他の要素として、財政政策やグローバルな成長のトレンド、クレジットの供給に影響を及ぼす構造変化や金融情勢全般、そして現下の局面の特殊な要因として Fed のバランス・シートを挙げている。

また、フィッシャー FRB 副議長は本年 3 月 3 日の講演で、「金融政策のルールは、参照する“ツール”としては極めて有用であり、FOMC で意思決定する際の“インプット”として最もうまく機能するが、金融政策運営の最終決定は、ルールによるのではなく、合議体においてさまざまな要素を加味して議論しつつ決定するのが望ましい」と述べている。

このほか、17 年に FOMC の投票メンバーとなったカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は、イエレン議長の後任候補として意欲満々ともうわさされているが、16 年 12 月 19 日付の *The Wall Street Journal* 紙に「コンピューターに Fed の仕事はできない」というタイトルで寄稿し、それに先立つ同月 7 日の下院の公聴会に参考人として招致されたテイラー教授と、紙面上で真っ向から対立している。

18 年 2 月には、イエレン議長も任期満了を迎える。議長人事は Fed の金融政策運営の先行きの方向性に大きな影響を及ぼすとみられるが、再任となるのか、それともトランプ政権や共和党の意中の新議長が誕生するのか、現時点では定かではない。

ちなみにわが国では、デフレ脱却を掲げる第 2 次安倍政権が 12 年 12 月に誕生し、大胆な金融緩和が持論の黒田新総裁が 13 年 3 月に就任すると、政策委員会における審議委員の投票行動は、まるでオセロ・ゲームのように「白」から「黒」へと一変した。世間を驚愕させた巨額の規模での「量的・質的金融緩和」は、金融政策やわが国の経済運営に中長期的にいかなるリスクをもたらすことがあり得るのか、それへの対応はいかにあるべきか、といった肝心な点が金融政策決定会合で踏み込んで議論された形跡は、この政策の採用当初から今日に至るまで、公表資料のなかには一切見当たらない。

米国の来し方を振り返れば、一般論として、国全体が同じ方向を向いて、簡単に“権力”になびくようなことはないように見受けられる。その傾向はトランプ政権誕生後も不変のようで、特定国

からの入国規制問題をはじめ、新大統領が繰り出す“むちゃな”政策運営に対しては、各方面からそれに“待った”がかけられる事例もすでにくつかみられている。こうした点こそが米国の底力の源泉だ、との評価もきかれる。

「ルール・ベースの金融政策運営」の是非にかかる議論が、米国内でこのように活発に展開されるなか、トランプ政権の人事運営も相まって、F e dの金融政策運営は果たして今後、どのような方向で運営されていくのか。日銀でみられた“オセロ・ゲーム”のような事態が、かの国でも果たして実際に起こることになるのか。はたまた、「簡単に“権力”になびくことはない」という米国らしい姿勢が、一国の経済運営の先行きに決定的な影響を及ぼす中央銀行の金融政策運営の分野においても貫かれることとなるのかが、大いに注目される。（了）

[/20170608NNN0050]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved