

2015年8月31日

調査レポート

米英における「正常化」後の金融政策 ～低インフレが続くなかで求められる金融安定化～

景気回復の足取りが鈍い日本と欧州(ユーロ圏)が量的緩和政策を継続している一方、景気が着実に拡大している米国と英国は量的緩和政策を既に終了しており、2008年秋に生じた金融危機後初となる利上げを見据えている。また利上げ後に米英中銀は、量的緩和政策によって膨張したバランスシートの縮小にも、順次取り組むとみられる。本稿は、共通する課題が多い米国と英国における「正常化」後の金融政策運営の在り方を展望することを試みる。

連邦準備制度理事会(FRB)のイエレン議長の発言や最新の国際金融情勢などから判断すると、米国の利上げは2015年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で行われる可能性が高い。一方、英国の利上げのタイミングは、スコットランド総選挙やEU離脱を問う国民投票などとの兼ね合いから、16年7月の金融政策委員会(MPC)以降になる見通しである。もっとも、この論点以上に注目されるのが、その後の追加利上げがどのようなテンポで行われるのか、そしてどの程度の水準で打ち止めになるのか、ということである。

追加利上げテンポは、金融危機前の引き締め局面に比べると緩やかに留まる公算が大きい。最大の理由は、米英両国において、先行きのインフレ率が金融危機前よりも小幅に留まると考えられるためである。また金融システムに与える影響を勘案しても、FRBやBOEは追加利上げに慎重にならざるを得ない。自らが購入した大量の証券資産がバランスシートに残っているなかで、徒に追加利上げや証券資産の売却を行えば、金利が急上昇して金融システムが不安定な状態になると警戒されるためである。

米英中銀が利上げに向かう意図は、過熱した景気を抑えることにあるのではなく、あくまで金融政策の「正常化(伝統的な金融政策への回帰)」にある。バランスシートが肥大ななかでの利上げが経済成長や金融システムにどのような影響を与えるかも定かではない。そのため、米英における「正常化」後の金融政策は、金融危機以前にも増して経済成長と金融システムの安定に配慮した性格にならざるを得ない。こうしたなかで、インフレターゲットは性格の見直しを余儀なくされ、また金融政策とブルードゥン政策は今まで以上に緊密な関係となるだろう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

はじめに

景気回復の足取りが鈍い日本と欧州（ユーロ圏）が量的緩和政策を継続している一方、景気が着実に拡大している米国と英国は量的緩和政策を既に終了しており、2008年秋に生じた金融危機後初となる利上げを見据えている。その後両国の中央銀行は、量的緩和政策によって膨張したバランスシートの縮小にも、順次取り組むとみられる。本稿は、共通する課題が多い米国と英国における「正常化」後の金融政策運営の在り方を展望することを試みる。

後述する通り、米国の中央銀行である連邦準備制度（FRB）は2015年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）で、また英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は16年7月の金融政策委員会（MPC）以降に、それぞれ金融危機後初となる利上げを実施するものとみられる。その後景気や市場への影響を注視しつつ、量的緩和政策によって膨張したバランスシートの縮小に取り組むことになるが、その手法は基本的に満期保有（自然償還）になると考えられる。

FRBやBOEは、この一連のプロセスに着手して初めて、金融政策を「正常化」することになる。この「正常化」という言葉が意味するところは、金融危機後の非伝統的金融政策（超低金利政策とバランスシート拡張策）から金融危機以前の伝統的な金融政策（政策金利の操作）へと回帰することである。ここで注目されるのが、伝統的な金融政策に回帰した後に、追加利上げがどのようなかたちで行われるかということである。つまり、追加利上げはどのようなテンポで行われるのか、そしてどの程度の水準で打ち止めになるのか、という論点である。

結論をいえば、追加利上げテンポは、金融危機前の引き締め局面に比べると緩やかに留まる公算が大きい。その最大の理由は、米英両国において、先行きのインフレ率が金融危機前よりも小幅に留まると考えられるためである。また金融システムに与える影響を勘案しても、FRBやBOEは追加利上げに慎重にならざるを得ない。米英中銀のバランスシートはこれまでの量的緩和政策のために肥大化しているが、その縮小を急げば金利の上昇圧力となり、金融システムが不安定化する恐れが強まるためである。

米英中銀が利上げに向かう意図は、過熱した景気を抑えることにあるのではなく、あくまで金融政策の「正常化」にある。バランスシートが肥大ななかでの利上げが経済成長や金融システムにどのような影響を与えるかも定かではない。そのため、米英の「正常化」後の金融政策は、金融危機以前にも増して経済成長と金融システムの安定に配慮した性格にならざるを得ない。こうしたなかで、インフレターゲットは性格の見直しを余儀なくされ、また金融政策とブルードレンス政策は今まで以上に緊密な関係となるだろう。

本稿の構成を述べると、第1節で米英における金融危機後の非伝統的金融政策の概要を述べる。続く第2節では物価上昇と経済成長の観点から、さらに第3節では金融システムの観点から、それぞれ米英両国の「正常化」後の金融政策の在り方を展望する。その上で、今後の金融政策に求められる性質が過去の金融政策と異なることを第4節で整理し、最後に簡単なまとめを行う。

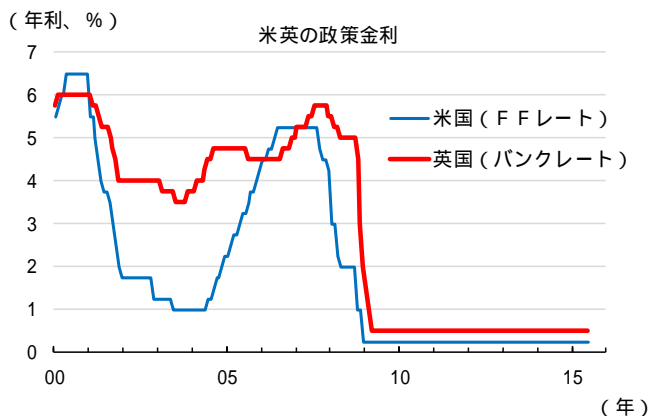
1. これまでの非伝統的金融政策の概要と金融危機後初となる利上げの時期

最初に、米英における金融危機後の非伝統的金融政策の概要を、簡単に振り返りたい。

いわゆるリーマン・ショックに端を発した世界的な金融危機は2008年9月に発生したが、それ以前から米英の中銀は、政策金利の引き下げを段階的に進めていた（図表1）。既にサブプライム問題の深刻化を受けて金融システムが不安定な状態にあったことや、景気が徐々に減速していたことが、その主な理由である。その後、金融危機が生じて景気に強い下振れ圧力がかかると、米英の中銀は急ピッチで追加利下げを実施した。そして、米国の政策金利であるFFレートは08年12月以降、年0.00~0.25%のレンジで、一方英国の政策金利であるバンクレートは、09年3月以降、年0.50%で、それぞれ据え置かれている。

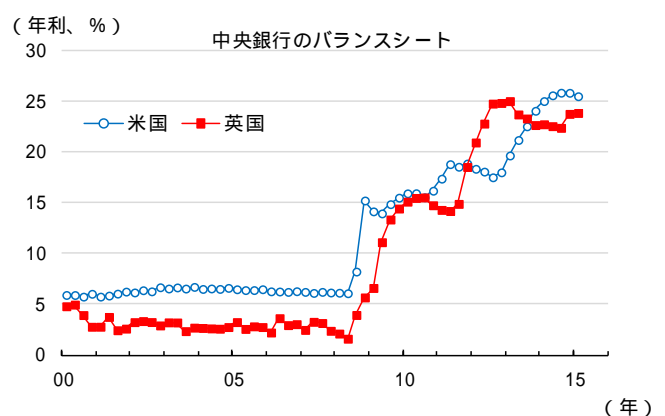
さらに米英中銀は、いわゆる「ゼロ金利制約」に直面して追加利下げが不可能になったため、FRBは2008年11月に、BOEは09年3月に、それぞれ量的緩和（QE）政策を導入して、証券資産を購入し、金融市場に大量の資金を供給した。FRBは量的緩和を第3弾（QE1：08年11月~10年6月、QE2：10年11月~11年6月、QE3：12年9月~14年10月）まで行った結果、バランスシートが9,000億ドルから4兆5,000億ドルへと膨らんだ。またこの間の資産購入額（4兆1,350億ドル）の内訳は、45.2%が国債、50.5%がモーゲージ債、4.2%がその他の資産であった。BOEは、子会社の資産購入ファシリティー（APF）を通じて資産（国債）を購入した。APFの資産購入枠は当初750億ポンドであったが、最終的に3,750億ポンドまで拡大されたため、BOEのバランスシートは1,000億ポンドから4,200億ポンドへと膨らんだ。なおFRBは、2014年11月から追加的な資産買い入れを停止するとともに、償還分を再投資することで、バランスシートの規模の維持に努めている。またBOEも、FRBに先立ち12年12月から同様の状態にある。なお、米英中銀のバランスシートの規模は足元にかけてともに対GDP比25%程度で推移している（図表2）。

図表1 政策金利の変遷



(出所) 連邦準備制度 (FRB) 及びイングランド銀行 (BOE)

図表2 バランスシートの規模の比較



(出所) 図表1と同じ

こうした非伝統的手段から伝統的手段へと金融政策を「正常化」するに当たっては、まず金利を挙げるタイミングに注目が集まる。FRBのイエレン議長は、そのタイミングが経済指標の内容次第で決まると繰り返し言及してきたが、2015年中頃からは年内のうちに行われることが適当であるという具体的な見方を示している（15年5月のロードアイランド州での講演、6月の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見、7月の議会証言など）。金融市場とのコミュニケーションを重視する立場から、FRBはイエレン議長による会見が予定されているFOMC（15年は残り9月と12月の2回）で、金融危機後初の利上げを行う可能性が高い。ただ8月に生じた中国発の世界的な株安を受けて、9月の利上げは難しい情勢になっている。国際金融市場が落ち着きを取り戻すとともに、米国景気が着実な拡大を保っているなら、基本的にFRBは12月FOMCで利上げを実施することになるだろう。最初の利上げで、FFレートは年0.50%に引き上げられることになる見込みである。

他方でBOEの場合はどうだろうか。BOEのカーニー総裁は2015年7月16日の講演で、利上げ時期の決定について、インフレ圧力が一段とはっきりする年末頃にかけてより明確になるという見方を示した。16年前半の利上げも視野に入るが、7月の金融政策委員会（MPC）以降で利上げが実施されるだろう。その理由として、5月にスコットランドで総選挙が行われる予定であることや、続いてその直後にもEU離脱（Brexit）の是非を問う国民投票が行われる可能性が高いことなどがある。Brexitの是非を問う国民投票は参考投票としての位置付けに留まるだろうが、政治的に極めてナイーブな性格を持つため、金融政策の観点からは直接的な懸念材料ではなくても、BOEの「正常化」のハードルになるだろう。したがってBOEは、こうした政治的イベントを通過した後に利上げを実施することになるとみられる。政策金利であるバンクレートは年0.75%に引き上げられる見通しである。

バランスシートの縮小に関しては、FRBの場合、2014年9月に示した『政策正常化の原則と計画』（FRB, 2014）のなかで、最初の利上げを受けてから、それに着手する方針を示している。そしてその手法は、基本的に再投資の停止と満期保有（自然償還）であると明言している。ただその着手時期は、現状のところ、利上げ後の情勢を見極めて段階的に行われるとの見方が強まっている。BOEの場合、バランスシートの縮小に関して必ずしも明言はなされていないが、FRBに追随して、再投資を停止した後に自然償還を待つことになるものと考えられる。

以上、米英における金融危機後の非伝統的金融政策の概要とともに、金融危機後初となる利上げのタイミングについて、現状における議論を確認した。最初の利上げのタイミングは、米国では15年内に、英国では16年7月以降になるとみられる。もっとも、この論点以上に注目されるのが、その後の追加利上げがどのようなテンポで行われるのか、そしてどの程度の水準で打ち止めになるのか、ということである。

結論を述べれば、追加利上げテンポは、金融危機前の景気拡大局面に比べると緩やかに留まるだろう。その最大の理由は、米英両国において、先行きのインフレ率が金融危機前よりも小幅になると考えられるためである。この点に関して、次節で検討を行う。

2. 低い状態が続くとみられるインフレ率

(1) 低水準に留まる賃金上昇率

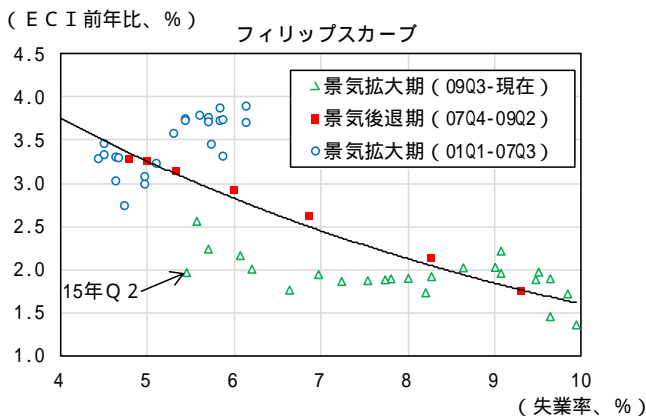
まず賃金の観点から、インフレ率が高まり難い環境にあることをみてみたい。

図表3は米国の、図表4は英国の賃金版フィリップスカーブである。米国の場合、金融危機以前の景気拡大期（データの制約上、2001年第1四半期から07年第3四半期まで）においては、直近の失業率の水準（5%台半ば）であれば4%近い雇用コスト指数（ECI）の伸びがみられたが、足元では2%台半ばに留まっている。同様に英国の場合も、金融危機前には直近の失業率の水準（5%半ば）で4~6%程度の雇用コストの伸びがみられたが、足元は2%を上回る程度である。つまり、米英両国とも、金融危機後は労働需給のひっ迫が賃金上昇につながりにくくなっている。当然であるが、賃金が増えなければ、物価は上がりにくい。

雇用が改善しているにもかかわらず賃金が伸びにくくなっているそもそもの背景には、労働分配率の低下というグローバルなトレンドがあると考えられる。経済開発協力機構（OECD）によると、先進国（ここでは日米英独仏の5ヶ国）の労働分配率（雇用者報酬÷名目GDP）はすう勢的な下落が続いている（図表5）。このグラフでは英国は横ばい圏での推移となっているが、BOEのエコノミストら（Faccini and Hackworth, 2010）は、英国の労働分配率も長期的な低下トレンドにあるという認識を示している。

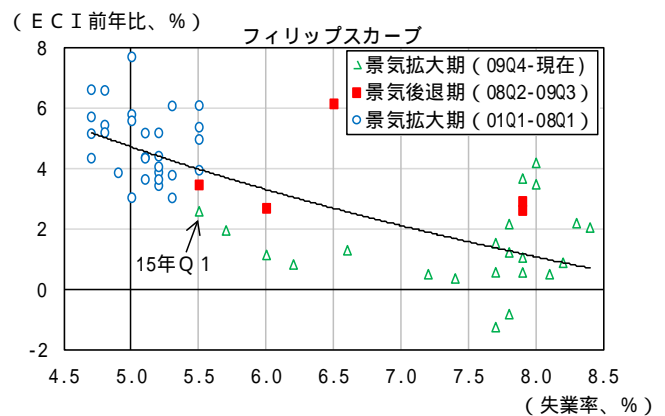
労働分配率の低下は、基本的には労働生産性（一人当たり名目GDP）の改善が所得（一人当たり賃金）増加のテンポを上回る場合に生じるが、とりわけ重要であるのが前者である。つまり労働生産性の改善は、いわゆる資本深化や技術革新が進んだために実現したと考えられる。特に、生産管理や情報通信に関する技術の革新が生産効率の向上に果たした役割は大きい。ただその反面で、こうした技術革新は労働者の雇用と代替関係を持つとともに、さらに雇用の二分化（少数の高賃金労働者と多数の低賃金労働者という二分化）も加わって、マクロベースでみた場合の所得の増加テンポの減速につながったものとみられる。

図表3 米国の物価と賃金



(注1) データの制約から2001年Q1からとしている。
 (注2) ECI = 雇用コスト指数
 (出所) 米労働省

図表4 英国の物価と賃金



(注) データの制約から2001年Q1からとしている。
 (注2) ECI = 雇用コスト指数
 (出所) 英国立統計局 (ONS)

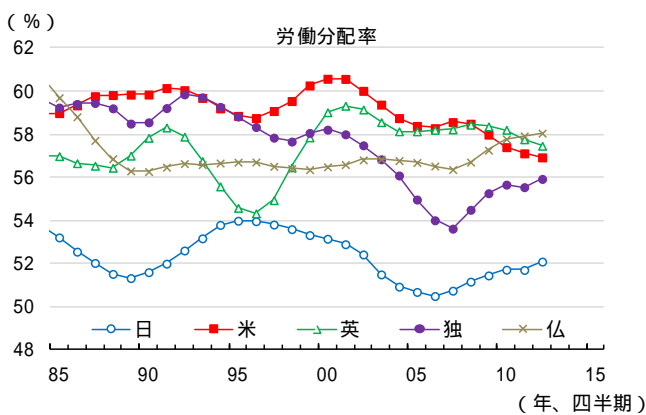
こうした長期的な要因に加えて、金融危機そのものが賃金上昇率の低下にドライブをかけたと考えられる。図表6は、米英両国におけるパートタイム比率（非正規雇用÷雇用者総数）の推移をみたものである。金融危機を受けて、両国ではパートタイム比率が上昇したが、その後の景気回復を受けても、同比率の低下テンポは緩慢である。このことから、パートタイム比率は均衡点が構造的に上方シフトした可能性がうかがえる。

ではなぜパートタイム比率は低下テンポが鈍いのだろうか。最大の理由は、企業の人件費抑制スタンスが変わっていないことにあるといえる。景気が拡大している米英両国であるが、そのペースは金融危機前と比べると弱いままである。米英両国には世界に名立たるグローバル企業の本部が多くあるが、世界経済の成長力もまた危機前に比べると弱い状態にある。したがって、企業の期待成長率も高まらず、人件費の抑制スタンスを和らげるに至らないという構図が続いていると考えられる。例えば英国の場合、足元にかけて、いわゆる「ゼロ時間契約（労働時間の保証がない契約）」の形態で働く非正規雇用の労働者が増えているとされる。英国国立統計局（ONS）の調査によると、ゼロ時間契約で労働に従事している人々が雇用者全体に占める割合は、13年が1.9%であったのが、14年は2.3%に上昇している。この現象は、企業が引き続き非正規雇用での労働力調達を優先する姿を良く示している。

加えて、金融危機後に非正規雇用でしか就労機会を得られなかった人々や長期失業状態にあった人々を中心に、スキルや経験を積めず、結果的に正規雇用への道が閉ざされてしまった労働者の数も少なくないことは重要である。例えば米国では、非正規でしか就労機会を得ることができない人々が依然多く存在している。米労働省によると、その数は直近15年第2四半期時点において651万人と、危機直前の水準（08年第2四半期の554万人）よりも多いままである。スキルや経験を積めず非正規での就労を余儀なくされている人々の場合、職業訓練などの公的支援が効果的に機能でもしない限り、正規雇用への転換は非常に困難であるといわざるを得ない。

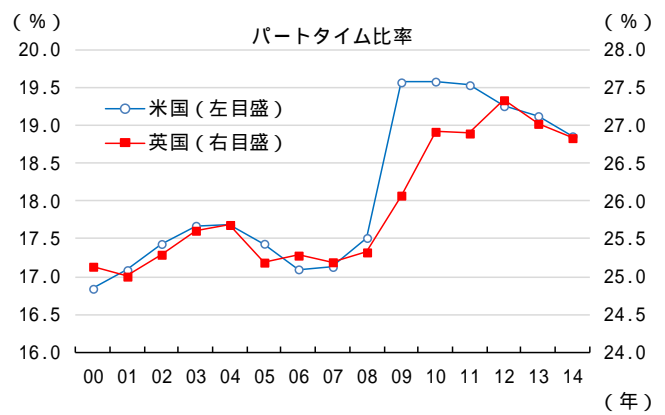
以上で述べた状況が早急に改善することは望み難い。したがって、賃金上昇率は今後も金融危機前に比べると低水準に留まるため、インフレ率も低めの推移になると考えられる。

図表5 すう勢的に低下する労働分配率



(注1) 3年中央移動平均
(注2) 雇用者報酬÷粗付加価値
(出所) OECD

図表6 上昇する非正規雇用比率



(注) 非正規雇用÷雇用者総数
(出所) 米労働省、ONS

(2) 政策運営スタンスの違いを反映した為替高

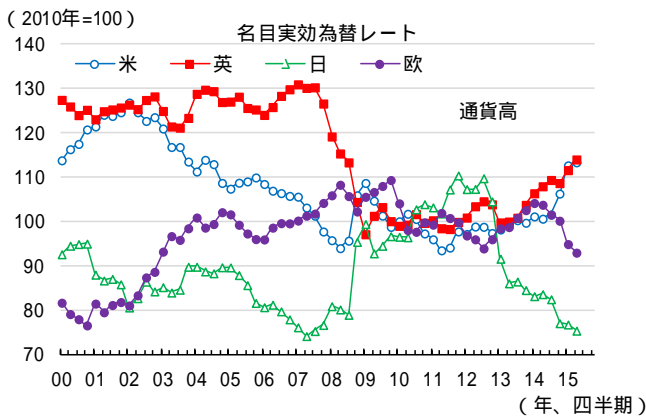
次に為替の観点から、インフレ率が高まり難い環境にあることを確認したい。

国際決済銀行（BIS）が算出する名目実効為替レートを主要4通貨（米英日欧）に関してみると、足元にかけて米ドルと英ポンドの価値が上昇基調を強める一方、日本円と欧ユーロの価値が下落していることが分かる（図表7）。このトレンドは、当然米英と日欧の金融政策の方向性の違い（つまり緩和終了方向にある米英と緩和継続方向にある日欧）を反映した動きである。実際に、金融政策の先行きを反映して動く2年債流通利回りをみると、米英の金利が足元にかけて徐々に立ち上がる一方、日欧の金利は横ばい圏での動きとなっている（図表8）。

つまり、金利差の拡大を受けて米英通貨が価値を高めているわけであるが、通貨価値が高まれば輸入物価が抑制されるため、国内物価もまた安定することになる。米英の中銀が金融政策の「正常化」を目の前にしている反面で、日欧の中銀は、景気の回復力が力強くないことや財政出動に限界があることなどから、当面は量的緩和を続けざるを得ない状況にある。米英の利上げが小幅でも、日欧の利上げが意識される局面はまだ遠いため、米英の為替レートは主要通貨のなかで強含みでの推移が続くことになるだろう。したがって、輸入インフレの観点からみても、エネルギー価格の極端な上昇でもなければ、米英中銀は追加利上げを急ぐ環境には当面の間なりにくいと予想される。

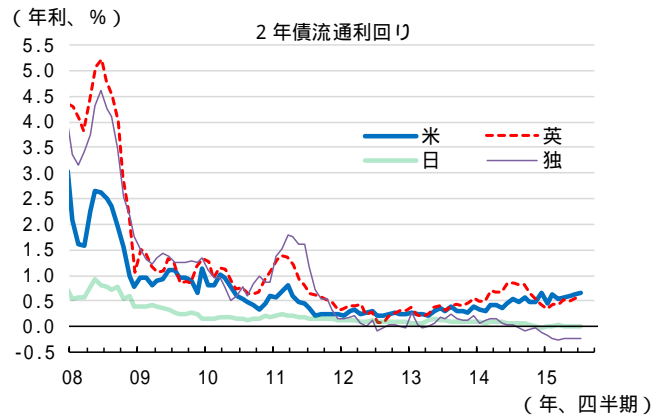
加えて懸念されることは、通貨高に伴う生産面への悪影響である。通貨高は米英企業の決算を悪化させる方向に働くとともに、輸出先の景気低迷も相まって、輸出の下押し要因として働いている。利上げを進めて一段の通貨高を容認すれば、生産や輸出に対するブレーキがさらに強まると予想される。金融危機以前において、米英の中銀は通貨高を容認してきたが、それは国内が好景気に沸いていたからに他ならない。拡大しているとはいえ、現状の米英景気には危機以前ほどの力強さはなく、先行きも成長テンポが順調に加速するとは見込み難い。これまで為替政策の観点から金融政策を重視してこなかった米英中銀であるが、今後は通貨により配慮せざるを得ない環境に置かれるだろう。

図表7 上昇基調を強める米英通貨



(注) 広義ベース (対20通貨)
(出所) 国際決済銀行 (BIS)

図表8 拡大する金利差



(出所) Bloomberg

3. 安定的な金融システム運営への配慮の必要性

実体経済（物価）の観点のみならず、金融システムの安定という観点からも、米英中銀は追加利上げに慎重とならざるを得ない。最大の制約要因は、自らが量的緩和政策の下で購入した大量の証券資産がバランスシートに残っていることである。徒に追加利上げや証券資産の売却を行えば、長期金利が急上昇して金融システムが不安定な状態になると警戒される。

とりわけFRBの場合、タームプレミアムの急上昇につながる恐れがあるモーゲージ債（MBS）を抱えているだけに、より慎重な対応が求められる。直近の統計によれば、FRBの保有資産の大半は満期が期間5年以上の長期債で構成されている（図表9）。ただニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY, 2015）によると、それらの平均残存期間（デュレーション）は2014年末時点で6年程度であり、そのうち国債は約8年であるが、MBSは約4年まで期間が短縮される。MBSの場合、投資家が受け取るキャッシュフローに元本が含まれているため、実際のデュレーションは資産の満期（99.5%が10年以上）よりも相当程度短くなっているとみられる。

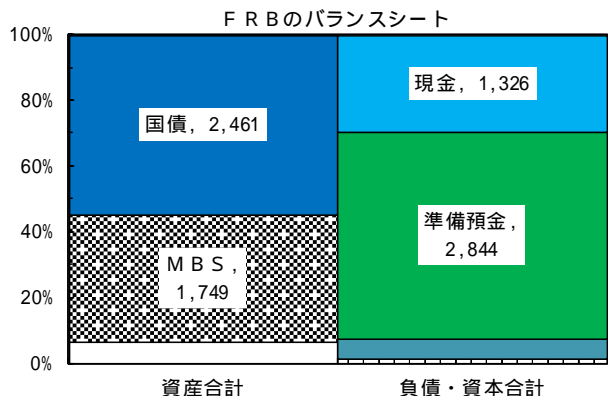
つまり国債は8年程度で、MBSは4年程度でその大半が償還される見込みであるが、一方それ以上の残存期間の証券資産も残っているため、バランスシートが金融危機前の規模にまで縮小するには、長期の時間を要することになる。証券資産の規模の縮小が緩やかなテンポに留まるならば、負債サイドに積み上がった準備預金（図表10）の減少も同様に緩やかなペースで行われる。準備預金が積み上がったなかで金利水準が上昇すれば、超過準備に対する利払いも増加することになる。ここで国債とMBSが売却されなければ、金利収入も増えると考えられるため、ネットではむしろ利益が出るかもしれない。もっとも、仮にFRBが国債やMBSを売却するようなことがあれば、金利上昇に伴う資産の評価損が顕在化することになる。そのため、純損失が生じる可能性が高まり、国庫納付金が減少する、ないしは納付できなくなる事態が生じると懸念されるのである。

図表9 FRBの保有資産の満期別内訳

構成資産 項目	国債		MBS	
	金額	構成比率	金額	構成比率
単位	100万米ドル	%	100万米ドル	%
～15日	1	0.0	0	0.0
16日～90日	1,288	0.1	0	0.0
91日～1年	146,753	6.0	0	0.0
1年～5年	1,099,429	44.7	76	0.0
5年～10年	569,324	23.1	9,433	0.5
10年～	644,707	26.2	1,725,324	99.5
合計	2,461,502	100.0	1,734,833	100.0

（注）2015年7月末時点
（出所）FRB

図表10 積み上がった準備預金へどう対応するか



（注）2015年7月末時点、単位は10億ドル
（出所）図表9と同じ

国庫納付金が減少する、ないしは納付できなくなっても、それが金融システムの不安定に直ちにつながるとはいえない。むしろ警戒すべきは、F R Bの金融政策に対して政治的な干渉が強まる恐れである。国庫納付金が減少する、ないしは納付できなくなれば、その分だけ政府の歳入は悪化するため、政治問題が生じやすい。上下両院を掌握する共和党を中心にF R Bに対する干渉を求める動きが強まっているなかで、国庫納付金の問題はデリケートなトピックとなっている。金融政策運営の自律性を保つためにも、F R Bは政治との距離感を保つ必要があり、この点からもバランスシートの縮小には慎重に取り組まざるを得ないとみられる。

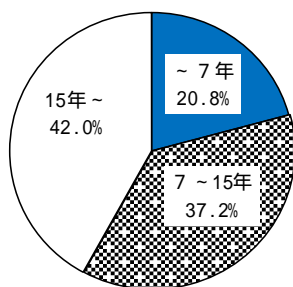
翻って、B O Eの場合はどうか。最新の『季報（15年6月期）』からB O Eの保有する資産（国債）の満期別構成（2015年2月時点）を確認すると、7年物未満が20.8%、7～15年物が37.2%、15年物以上が42.0%となっている（図表11）。デュレーションは不明だが、財政ファイナンスの観点からいえば英国の方が深刻な側面もある。つまり、比較可能な最新時点である2014年末において、国債発行残高における中銀保有比率は、米国が18.9%であるのに対して、英国は24.9%に上っている（図表12）。公的債務残高の実質的な規模は米国の方が大きいものの（14年末時点で米国は対G D P比109.7%、英国は95.7%）、B O Eの保有債券のデュレーションがF R Bよりも長期であれば、B O Eが債券を売却しない限りにおいて、B O Eはより長い間政府財政を支え続ける必要に迫られることになる。

それでは、米英中銀のどちらが、バランスシート縮小に慎重な運営が求められるといえるだろうか。それは間違いなく米国である。世界の中心である米国の金融政策運営がグローバルな金融システムに与える影響はB O Eの比ではなく、この点、F R Bは慎重とならざるを得ない。方やB O Eの場合、利上げのみならずバランスシート縮小に関しても、F R Bの動向をうかがいながら取り組むことができるという「後発性の優位」を有している。

以上、金融システムの安定という観点から、米英中銀が追加利上げに慎重とならざるを得ない背景を整理した。バランスシートの縮小というかつてない課題のなかで、米英中銀は追加利上げに対して慎重なスタンスで臨まざるを得ないのである。

図表11 B O Eの保有国債の大半が10年以上物

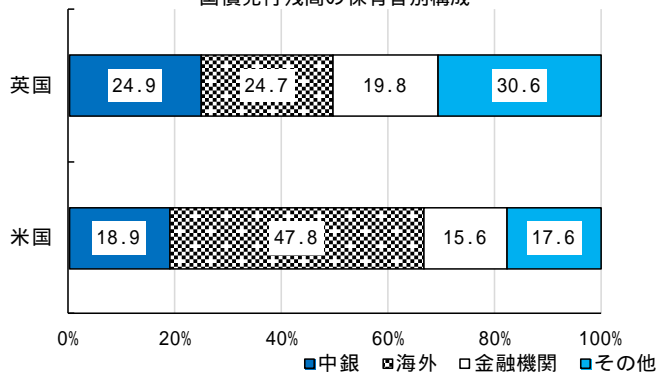
B O Eの保有債券の年限別構成



(注) 15年2月時点
(出所) BOE(2015), p. 196

図表12 米英中銀と財政ファイナンス

国債発行残高の保有者別構成



(注) 14年12月末時点
(出所) 米財務省、英国債管理庁

4 . 今後の金融政策運営

実体経済（物価）と金融システムの観点から、追加利上げのテンポが金融危機前の引き締め局面に比べると緩やかに留まる公算が大きいことを確認してきた。言い換えればこのことは、今後の米英中銀の金融政策運営がこれまでと変容を余儀なくされるということと同じ意味である。

（1）性格の見直しを余儀なくされるインフレーターゲット

まず注目される論点は、金融政策と物価目標（インフレーターゲット）の関係性だろう。つまり、米英中銀は政策目標に前年比2%の物価目標を定めているが、この政策目標と追加利上げとの関係性をどう考えていくか、ということである。

第2節での整理から明らかのように、今後もインフレ率は低い状態が続くとみられる。こうしたなかで利上げを進めていけば、それが緩やかなテンポに留まっても、現在米英中銀が掲げている目標水準のインフレ率を確保することは困難だろう。しかしながら、追加利上げを見送ったとしても、賃金上昇率の高まりや為替レートの減価は見込み難いため、物価上昇率が高まるとは考えにくい。また貨幣数量説に立脚したとしても、そもそも利上げ前に比べればマネーの量は減少していることになるため、物価は上昇し難いことになる。エネルギー価格も、金融危機前の価格高騰を受けて世界的な省エネ化が進んだために、上昇するとしても基本的に緩やかなペースに留まるとみられ、物価全体を底上げするようになるとは見込み難い。中東などで紛争が激化し、供給サイドから原油価格に上昇圧力が加かったとしても、それが持続的な物価上昇圧力になるとことは考えにくい。

現在FRBは、個人消費支出（PCE）デフレーターの前年比上昇率が中長期的に2%となるように物価目標を定めている。他方でBOEは、消費者物価（CPI）の総合指数の前年比上昇率が2%となるように、目標を設定している（ただし、上下1%以内の誤差であれば中銀総裁の責任が問われない）。経済条件を考えればそもそもインフレ率が高まり難いこと、それでも記入政策「正常化」の流れのなかで利上げを進めることを両立させるためには、物価目標に対する考え方を修正していく必要がある。具体的には、物価目標そのものの水準を下げるか、またはの数値目標を弾力的にするか、あるいはその両方を行うかといった修正が求められることになるだろう。

当然ながら、金融危機前のように、高インフレを抑えるという観点から、インフレーターゲットが金融政策の指針になる意味合いは、着実に薄れると考えられる。また金融危機後に高まった適度なインフレ率を「確保」するという観点が踏襲されるとしても、少なくともその水準が2%である意味合いは後退することになる。仮に2%という目標水準を掲げ続けるとしても、それはあくまでシンボルとしての意味合いに留まることになるのではないだろうか。

(2) 求められるマクロ・プルーデンス政策との兼ね合い

低金利の状態が続くということは、政策金利の操作による金融政策の裁量の余地が狭いということである。ここで注目されるのが、金融政策と金融行政政策、特に事前的措置の観点から行われるマクロ・プルーデンス政策（自己資本比率規制などのバランスシート規制）との関係である。

1980年代以降、いわゆる金融自由化の流れのなかで、金融政策と金融行政政策の間には利益相反の関係があると考えられるようになった。そこで、中央銀行から金融行政機能を切り離す動きが一般化し、金融行政当局が別途設けられるようになった。もっとも金融危機後は、金融安定化のためには金融政策と金融行政政策とのリレーションを再び緊密にすべきであるという考えが世界的に広がった。この流れのなかで、米国ではドッド＝フランク法（2010年7月）によって金融安定監督協議会（FSOC）が設立され、この枠組みの下でFRBの金融行政機能が強化された。また英国では金融行政当局である金融サービス局（FSA）が解体され、その機能は金融政策当局であるBOEに2013年4月から受け継がれた。ただ小林（2013）や若園（2013）がいうように、従来のマクロ・プルーデンス政策（個別金融機関の経営の監視・監督など）と比較して、マクロ・プルーデンス政策は新たな概念でもあり、その理論構築は不十分である。したがって、実際の政策運営に関してもまた経験の蓄積がなく、実験的といえる。

中銀による量的緩和政策を受けて、米国では株価の力強い上昇が続き、また英国では購入刺激策が採られたこともあって住宅価格が歴史的な高水準に達した。米英中銀が実施した量的緩和政策の効果に対する評価はまだ定まっていないが、仮に量的緩和政策が資産効果による景気の下支えを狙ったものだとするならば、一定の成果をみたといえるだろう。もっとも、当然であるが利上げは資産価格を押し下げる方向に働くから、利上げに伴って強い逆資産効果が生じて、景気が圧迫される事態に陥ることが懸念される。他方で、利上げを進めていっても、そこで米英景気の底堅さが確認できたならば、相対的な金利差（収益率格差）の拡大を受けて、海外から米英両国に多額の資本流入が生じることになるだろう。そうなれば、資産価格が再び強含み、バブル的な状況になることが警戒される。景気や物価との兼ね合いから判断して追加利上げが困難であったり、望ましい効果が期待できない状況であったりするならば、中銀はプルーデンス政策を強化することで資産価格の上昇を穏やかにさせて、金融システムの安定に努めることが求められることになる。

言い換えれば、今後のプルーデンス政策には、本来の金融システムの安定という観点に加えて、政策金利の操作による金融政策の裁量の余地が狭いなかで、その効果を増幅させたり抑制させたりする役割が期待されているとも表現できる。とはいえ、制度整備は一定程度進んだものの、先に述べたように実際の政策運営に関してはまた米英ともに経験の蓄積が不十分である。今後米英両国の中銀は、今後の利上げモードのなかで、プルーデンス政策をどう両立させていくかという大きな課題に直面することになる。

さいごに

米英中銀が利上げに向かう意図は、過熱した景気を抑えることにあるのではなく、あくまで金融政策の「正常化」(伝統的な金融政策への回帰)にある。バランスシートが肥大ななかでの利上げが経済成長や金融システムにどのような影響を与えるかも定かではない。そのため、米英における「正常化」後の金融政策は、金融危機以前にも増して経済成長と金融システムの安定に配慮した性格にならざるを得ない。こうしたなかで、インフレターゲットは性格の見直しを余儀なくされ、また金融政策とプルーデンス政策は今まで以上に緊密な関係となるだろう。

こうした意味では、景気が着実に拡大する英米とはいえ、金融政策の運営を金融危機前の状態に完全に戻すことはできず、結局のところ、金融政策の在り方はこれまでとは性質を大きく違える時代に突入したといえるかもしれない。

参考文献

小林襄治 (2013) 「英国の新金融監督体制とマクロプルーデンス政策手段」『証券経済研究』第82号 (2013年6月) 21~39頁.

若園智明 (2013) 「米国におけるマクロ・プルーデンス体制の構築」『証券経済研究』第83号 (2013年9月) 19~35頁.

BOE [Bank of England]. (2015) *Quarterly Bulletin 2015 Q2*, June 2015, London.

Faccini, Renato and Christopher Hackworth. (2010) “Changes in Output, Employment and Wages during Recessions in the United Kingdom,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2010Q1, pp.43-50, March 2010, London.

FRB [Federal Reserve Board]. (2014) “Policy Normalization Principles and Plans,” *Press Release*, September 17, 2014, Washington, D.C.

FRBNY [Federal Reserve Bank of New York]. (2015) *Domestic Open Market Operations during 2014*, April 2015, New York.

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。