

インフレ警戒に舵を切る中央銀行

～景気・物価・為替のトリレンマ～

経済調査部 熊野 英生

(要旨)

- 欧州中央銀行（ECB）が0.25%の利上げに動いた。すでに前回の理事会で予告された利上げであったが、前回のところまで含めて考えると、一連の利上げは数か月前からみれば、全くの予想外であった。米連邦準備理事会（FRB）も6月4日にバーナンキ議長が発言して以来、インフレ警戒に軸足を移し、これまでの利下げを休止する動きに転じている。こうした欧米中央銀行の行動変化には、その背後に、インフレ懸念の元になっている過剰流動性が原油市場に流入する活動を牽制したいという意図があろう。
- 欧米中央銀行には、理念として、より中長期的な物価安定の重視を示すことで、期待インフレ率上昇を牽制しておこうという考え方がある。現時点では、こうしたインフレの構図に完全に陥る蓋然性についてどこまで高いのか判然としないが、その可能性も視野に入れて、「景気にとってマイナスであっても、物価安定は守れる」というセカンドベスト戦略を採る構えをみせているのだろう。

1. 右に舵を切る欧米中央銀行

中央銀行の苦悩は、景気拡大と物価安定という2つの目標を追求しようとするとき、どちらかを犠牲にしなければ前に進めなくなる局面に追い込まれた場合である。中央銀行の立場は、まさにジレンマに直面した状態になる。

2008年6月になって、ECBとFRBはそれまでの路線を変更し、大胆な軌道修正に舵を切った。ECBは、7月3日の定例理事会で短期金利を4.00%から4.25%へと引き上げた。ECBは利上げに際して、連続的に利上げを継続しないことを示唆しており、今のところ立場を中立に戻している。そうは言っても、今後、インフレ・リスクが低下しなければ、そのときにはECBは方針を引き締めバイアスに変更する可能性は残る。7月の利上げは、数か月前に遡って考えると、あつという間の利上げであったので、今後、原油高騰が続いてインフレ・リスクが高まった場合も、6月の定例理事会のときのように、ECBは短時間で利

上げのアナウンスを仕掛けてくる可能性は否定できない。

一方、6月にECBが早期利上げを表明した直前のタイミングで、FRBの方もバーナンキ議長がインフレ懸念を強調していた。6月4日の講演ではバーナンキ議長が、「（最近の物価上昇率が）望ましい水準よりはかなり高い」と言及し、加えてドル安への警戒感も指摘していた。これまでのバーナンキ議長は、景気への配慮を怠ってこなかったが、ここにきて物価に対するリスクを強める方向性を強調し、軸足の修正に動いているのである。

ところで、こうした姿勢の変化が欧米中央銀行に起こったのは、なぜであろうか。過去の経緯を振り返ると、4・5月の頃の金融市場では、物価上昇リスクもさることながら、サブプライム問題を背景とした金融機関の損失拡大を追加増資で対応できるという観測が強まっていた。この背景として、FRBも金融不安に対して流動性供給の

万全を期するために、金利引き下げの方向性を打ち出すことが標準的対応だったように思う。T A F（期日物入札資金供給）で長めの資金供給を行うのも、金融不安に伴う金利跳ね上がりを抑止することが目的であった。4月のワシントンG7では、100日以内に情報開示・リスク対応をする方針で、国際金融システムの混乱を收拾しようというスタンスだったと理解している。

しかし、6月になると、それまでの雰囲気若くは若干変化してくる。原油高騰がさらに進むと同時に、もはや「サブプライム」という金融問題ではなく、マクロ経済の悪化が潜在的に根深いものだという再認識が広まった。

こうした状況は、欧米中央銀行には、インフレと不況が並存するスタグフレーション懸念の高まりと認識されたのだろう。約30年ぶりにスタグフレーション懸念が強まっていることが、欧米中央銀行の軸足を微妙に変化させた。過去の教訓では、スタグフレーションが起こると、期待インフレ率が上昇し、景気配慮型の金融緩和が、副作用としてインフレ圧力を増幅した。70年代の二度のオイルショックでは、一旦インフレ期待に弾みがつくと、それを沈静化させることが難しくなり、経済の安定的成長が長く脅かされたという経験がある。その場合、長期的な利害を優先し、短期的な景気を犠牲にしてでも、期待インフレの定着を許さない政策スタンスが、セカンドベストの選択肢として有効になると理解されることになる。

2. 原油高騰と金融政策

もうひとつ、原油高騰を意識して、欧米中央銀行が過剰流動性の吸収を考えているという見方も成り立つ。

欧米経済はともに、サブプライム問題に端を発した金融ショックからマクロ経済の悪化懸念にさらされている。単純明快に、景気配慮の視点からは、今、利上げ方向の政策バイアスを採れば、景気抑制の方向にマイナス効果が出ることは避けられない。しかし、景気悪化の原因に原油高騰

があるとき、まずは解決の手順として原油高騰を沈静化させる手立てを講じなければ、スタグフレーションの悪循環から抜け出せない。これはジレンマであっても、手始めにインフレ・リスクから除去しないと問題解決ができないというセオリーである。現在の原油高騰には、世界の過剰流動性が下地にあって、余剰マネーが原油市場に流れ込んでいる側面がある。景気悪化に反応して利下げをすれば、原油がますます高騰するという反作用が生じる心配がある。

F R Bの場合には、景気配慮と対立する要因としてドル安の副作用も加わっている。景気配慮に重きを置いて、利下げを続けたならば、ドル安が進んでそれがインフレを後押しする可能性がある。ドル安によってインフレが景気悪化を助長させたならば、今度は低金利環境で下落するドルに、さらなる下押し圧力がかかって歯止めのかからないドル安へと発展する心配も高まる。

6月4日に、F R Bのバーナンキ議長が、利下げの休止を宣言したあとで、E C Bのトリシェ総裁が7月利上げを示唆したことは、米国の抱いていたドル安懸念をより高める結果を招いたことだろう。1987年のブラックマンデーは、そうした欧米中央銀行の足並みの乱れが、株式市場に見透かされ、ドル不安が各国株価を連鎖的に下落させた。今回は、そうした政策の空中分解を防止するために、米財務省が口先介入に打って出た。ポールソン財務長官が6月9日に「為替介入も辞さない」と口先介入し、大阪でのG8財務相会合でも、強いドルを支持する考えを改めて示した。

なお、冒頭で、景気・物価のジレンマ論に言及したが、F R Bの場合にはそこに為替が加わって、現状の景気・物価・為替のトリレンマの中にある。そのトリレンマの中では、F R Bは利下げを休止して、先々の利上げができる環境を辛抱強く待つしかない状況に追い込まれていると理解できる。

3. スタグフレーション回避の金融政策

中央銀行の金融緩和姿勢が、景気に与える影響

を考えると、ひとつの鍵を握っているのは長期金利である。インフレ懸念に拍車がかかった場合には、たとえ短期金利を引き下げたとしても、長期金利上昇が起こればその効果は減殺される。第二次オイルショック後の米国は、長期金利が期待インフレ率の高止まりを織り込んでしまっ、それを通じて設備投資などを抑制する悪影響が及んだ。金融緩和をあまりに長期化させることは、インフレ期待が高まったとき、実質短期金利がより一層に低下して、景気過熱に陥る弊害がある。現時点では、米国がこうした構図に完全に陥る蓋然性についてどこまで高いのか判然としないが、FRBはその可能性も視野に入れている可能性がある。だから、FRBは緩和方向のアナウンスメントを手控えつつ、期待インフレ率が高まらないように、景気回復とともに金融緩和からの撤退を徐々に図っていく選択を採っていると理解できる。

ただし、筆者の考え方では、今のFRBやECBが金融緩和を止めてよいかどうかには疑問が残る。サブプライム問題に伴う欧米金融機関のバランスシート問題は、潜在的な部分を含めて考えるとかなり深刻である。金融機関のバランスシートでは、実体経済の悪化が再び金融機関にフィードバックしてきて資産・負債の毀損するリスクが小さくない。その場合、景気が多少回復したかにも見えてもしばらくは金融緩和を継続しておかないといけない。過熱を心配するよりも、バランスシート調整が不良債権問題に発展することを心配した方がよいということになる。

それでも敢えて、FRBが緩和姿勢を変化させたのは、原油高騰や穀物・資源高騰がインフレ期待に刺激を与えそうだという強い警戒感を持っているからであろう。過剰流動性への対策は、究極的には中央銀行しかできない。だから、金融システムの健全化のためには、金融緩和への強い依存から撤退していく前提として、資本増強など別の政策手段を割り当てていくことが必要になる。

4. 日銀の緩和後退に舵を切るか

ところで、米欧の金融緩和姿勢の変化に反応して、日銀は利上げのタイミングを前倒しするであろうか。

ここにきての変化を織り込むと、多くの人が想定するFRBとECBの次の利上げに動くタイミングは前倒しという類推が働く。日本の長期金利も、6月初の時期には一旦急上昇する気配をみせた。日本の長期金利については、米国経済の懸念と株価下落に反応するかたちで、6月中旬以降は落ち着く動きをみせたが、これまで日銀の利上げはないとみていた人達の疑心暗鬼を刺激するには十分だったように思える。

筆者の見解では、日銀の場合、当面、中立的なスタンスを変えることはないとする。景気悪化に対する配慮を怠らないというのが、日銀のスタンスだろう。もちろん、物価上昇リスクを重視して環境変化が速ければ、予想よりも早く追加利上げに転じる可能性が全くない訳ではない。

考えられるケースとしては、(1) 欧米の金利予想に反応して円安が進んで、輸入インフレが加速したとき、消費者物価が上振れる場合、(2) 相対的に金利水準が低くなった円金利を使って、キャリートレードなどが活発化して、グローバルな投機が再発する場合、の2つが考えられる。この2つのケースには、外生的なインフレに苦しめられる経済環境であったとしても、日銀が金融政策姿勢を中立から物価警戒に重心を変化させる可能性がある。

くまの ひでお (主席エコノミスト)