

## 漂流する中央銀行 —壊れた羅針盤と政治の荒波—

沼波 正

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

主要国の中央銀行は、壊れてしまった羅針盤をなお頼りに、少し前なら想像もできなかったような政治の荒波に揉まれながら、海図の無い海を漂っている舟のように見える。思い起こせば、2007年以降の金融危機の経験は、特定のインフレ率を短期的に達成することだけに注力すれば万事うまくいくという、インフレーション・ターゲティング（以下、IT）万能論を粉々に打ち砕いた。これを教訓として、持続的な経済成長の実現のためには、資産価格の高騰、債務の膨張、金融機関の資産・負債間の期間のミスマッチの拡大などの形で現れる金融面の不均衡（imbalances）、金融システム全体の安定性にも十分目配りすべき、という認識が高まってはいる。しかしながら、とは言っても、何が「不均衡」なのか、何をもちて金融システムの安定が揺らいでいると判断するのかの基準になる、誰もが納得する分かりやすい指標はいまだ見いだされていない。

そうした中で、物価がなかなか目標インフレ率に達しないという理由で、再び金融緩和に舵を切る動きが出てきた。米国FRB（連邦準備制度理事会）は、史上最長の景気回復が続ぎ、失業率が歴史的な低水準にある状況は変わらないにもかかわらず、15年末から続いた金利引上げから一転し

て、19年7月以降3会合連続の利下げを行った。ECB（欧州中央銀行）も同年9月に、18年末に停止した量的緩和の再開を決定している。この間日銀は、労働市場がバブル期並みの改善を示し、景気回復が続いているにもかかわらず、インフレ率が目標の2%に到達しないという理由で、歴史的にも国際的にも例のない極めて極端な金融緩和政策を延々と続けている。ハーバード大学のジェフリー・フランケル教授が12年に公表した小論（「インフレーション・ターゲティングの死」）の中で、ITの「公式な死亡宣告」がいまだなされていないのは、ITに替わる金融政策のアンカーの候補が見つからないかもしれないという懸念があるからだとして述べているが、今はまさにそうした中途半端な状況が続いていると思えてならない。主要国中央銀行は、物価はもはや経済の過剰（excesses）を必ずしも常に反映する指標とは言えず、これだけを羅針盤として使っていると、とんでもない所に行ってしまうのではないかと一抹の不安を抱えながら、航海を続けざるを得ない船のような状況に陥っているのではないだろうか？

更に中央銀行を憂鬱にするのが、政治との関係である。70年代の高インフレの経験を経て、中央銀行の政治からの独立は、人類の英知として確

立したと思われていた。しかしながら、政権トップの露骨な政策批判や、政府の任命権の下でのバランスを欠いた人事が、金融政策運営に政治の影を落としているように見える。ただでさえ不安な航海なのに、とんでもない荒波まで押し寄せて、船を揺らし続けるのである。

金融政策の基本的な方向を指し示すはずの羅針盤が頼りない中で、政治の荒波にもさらされる中央銀行が、しっかりとした舵取りで本来の目的地に向かうには、どうすればいいのだろうか？

## 2. 日銀—水平線のかなたに

黒田総裁の下で、13年4月以降いわゆる異次元緩和（以下、QQE）を続けている日銀は、まるで壊れた羅針盤になおしがみつकिながら、エンジンのオーバーヒートをものともせず、ひたすら航海を続けている船のようである。この約7年間で、船はあらぬ方向の水平線のかなたまで行ってしまった。これを正常の航路に戻すには、残念ながら大変なコストと相当長い時間がかかるともわざるを得ない。

当初「2年で達成」と華々しく打ち出された2%というインフレ目標が、QQE導入後7年近くたって実現時期の目途さえ立っていないことは、日銀自身が認めている。この間、QQEの副作用である異常な低金利が、この国の財政規律や金融システムを日々むしばみ続け、同時に、いつかは来るQQEからの「出口」の潜在的なコストも、日銀のバランスシートの規模とともに膨らむ一方である。当初はあれ程もてはやされたQQEが壮大な失敗であったことは、今や誰の目にも明らかであろう。「面白くて やがて哀しき QQE」(翁邦雄法政大学客員教授)とは、けだし至言である。

これ程長期間続けても効果が出ない政策であれ

ば、目標自体か、その実現手段か、あるいはその両方を見直すのが普通であろう。しかしながら、日銀がそうした見直しに動く気配は全くなく、それどころか時に追加緩和の可能性さえ匂わせているのが現状である。残念ながら、QQEをめぐる最近の議論は低調である。少なくとも黒田総裁の任期中には、QQEという枠組みが見直される可能性はまずないというのが、衆目の一致するところであろう。一方、一時期は頻繁に聞かれた「デフレは貨幣的現象」という主張を聞くことは、もはやほとんどない。金融政策は万能薬ではないことが今や明々白々になっているにもかかわらず、当事者には今の極端な政策を見直す気がさらさらないとと思われる状況下では、これ以上本件についての議論に時間を費やしても仕方がないと思う識者が増えるのは、理解できないことではない。

しかしながら、である。話は政治に飛ぶが、昨今の日米の政治家たちの、およそあり得ない言動の数々は誠に目に余ると思う人が多いだろう。しかし、それが日々繰り返されるうちに、「ああ、またか」と、ともすれば慣れっこになってしまうがちなことを、われわれは自戒する必要がある。それと同様に、いずれ国民生活全般に重大な影響を及ぼしかねない金融政策、QQEについても、慣れずあきらめず、批判、検証を続けていくことを怠ってはならないと筆者は考える。

## 3. 「2%」—壊れた羅針盤

繰り返しになるが、QQEが導入されてから既に7年近くが過ぎているが、物価上昇率は2%という目標にはいまだほど遠く、その実現時期の目途さえ立っていない。であれば、前述のように、2%という目標自体か、その実現手段か、あるいはその両方を見直すのが、普通ではないだろうか？

日本の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）上昇率が、短期間でも1%を超えたのは、95年以降の20年あまりでわずか2回（08年、15年）だけだそうだ。多くの識者が指摘しているように、こうした日本の実情に鑑みれば、2%という目標はそもそも高過ぎるのではないだろうか？ 2%に設定された羅針盤が指し示すのは、とんでもない方向ではないのだろうか？

これに対して日銀は、2%の物価安定目標は「グローバル・スタンダード」だと常に主張する。その「スタンダード」の背景にあるのは、平時の物価上昇率、ひいては金利をある程度高くして、景気後退時への対応の「のりしろ」を確保するという考え方である。しかしながら、(QQEの実際の効果がどれ程だったかはともかくとして) 戦後最長の景気回復や記録的な労働力不足など、経済環境が大きく好転している中で、なお2%にこだわって極端で異例な政策を続けているために、その「のりしろ」がいつまでたっても実現しないのは皮肉としか言いようがない。著名な官庁エコノミストであった小峰隆夫氏は、近著において、00年8月の日銀のゼロ金利解除の背景には、ゼロ金利は非常時における緊急避難の措置だから、平時に戻れば速やかに解除するのが当然という考えがあったとした上で、「この意識は、ゼロ金利どころか量的緩和が長期化し、さらにはマイナス金利まで登場するというその後の推移を見ると、むしろ健全な認識だったという感もする」という的を射た指摘を行っている。とっくに平常時に戻っているにもかかわらず、緊急避難措置を続けている結果、今後予想される景気後退時に、金融政策が対応する余地がほとんど残っていないことには、不安を覚えざるを得ない。一体何のための2%なのであろうか？

#### 4. 「異形」の金融政策—大爆発のリスクを抱えるエンジン

さて、金融危機以降、ゼロ金利制約に直面した主要国中央銀行は、いわゆる「非伝統的金融政策」を次々と実施していったが、それらと比べても、QQEの「異形」さは際立っていることを、改めて指摘しておきたい。

前述のように、危機後にはIT信奉が急速に冷めていった中で、特定のインフレ率の実現のみを自己目的化するという意味で、QQEは出だしからして、いわば「周回遅れ」のIT政策と言わざるを得ないものであった。更に、当初は「2年で2%」と、極めて短期間での実現にコミットしたことは、世界の中央銀行でも例がないIT政策である。この実現のために、巨額の国債買入れなどを続けた結果、日銀のバランスシートの規模は今や日本の名目GDPを上回り、保有国債は国債残高の4割以上に達している。更に、中央銀行が直接株式(ETF)や不動産(J-REIT)を購入しているのは世界に類をみない政策であることも、忘れるべきではない。これにマイナス金利政策や、イールドカーブ・コントロールなども加わったことで、現在のQQEはますます複雑怪奇なものになってしまっている。大学における筆者の留学生向けの講義でQQEの説明を聞いた後に、ある西欧の学生が、「これでは政府がマーケットを完全にコントロールしている共産主義中国と同じではないか」という感想を漏らしていたが、残念ながらそう言われても仕方のない面があるのではないだろうか？

2%目標がいつまでも達成できない一方で、QQEの長期化に伴って、その副作用、潜在的なコストは累増する一方である。国債市場やETF市場における日銀の過大なプレゼンスに伴う市場機能の低下や、超低金利持続の下での地方銀行以下



対した。FRBの幹部スタッフの間でも、こうした政策運営に不満がくすぶっているという話も漏れ聞こえてくる。FRBの航海が安定したものとは、なかなか思えないのである。

## 6. 政治の荒波

話は変わるが、19年12月に、ポール・ボルカー元FRB議長が逝去した。79年の議長就任と同時に実行した大胆な金融引き締め策で、70年代後半からの米国の高インフレを見事に克服し、その後の米国経済の繁栄の基礎を築いた、歴史に残るセントラルバンカーであった。この時期以降80年代にかけて、中央銀行の政治からの独立の必要性は、いわば人類共通の英知として認識されていたはずであった。しかしながら、その独立性に政治の影が覆いかぶさる事例が、このところ目立っている。頼りになる羅針盤がなかなか見つからない上に、政治からのとんでもない荒波にさらされて、中央銀行の航海はますます困難なものになりつつある。

トランプ大統領がFRBに露骨な利下げ要求を公然と繰り返しているのが、その典型例である。前述のFRBの利下げも、いずれ景気後退に陥った場合に全面的に責任を負わされることを回避するための、政治リスクに対する「保険」としての利下げではないか、という見方もあるようだ。途上国でも、インドやトルコで、中央銀行のトップが、政治の介入で退任に追いやられている。もちろん日本とて例外ではない。岩村充 早稲田大学教授は、戦後歴代の自民党総裁は、日銀総裁の条件としては、見識とか調整力といった抽象的な条件を挙げるのが普通であり、安倍首相のように、時の首相と同じ考えを持っていることが条件と断言した例はなかったとした上で、この発言によって、

「日銀法改正によって政府から独立の存在となったはずの日銀は、政府の政策実施機構の一つになった」と断じている。

ところで、19年になってトランプ大統領が自らに近い人物2名をFRBの理事に送り込もうとしたが、学会などのみならず与党共和党からも激しい反発を浴びて、いずれも指名辞退に追い込まれた。その一人であるエコノミストについて、ハーバード大学のマンキュー教授は、「彼には知的威厳がなく、上院は承認すべきではない」と手厳しく批判したと伝えられている。日銀法の第23条は、日銀審議委員について、「経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者」と定めている。この基準に則って審議委員が選任されているとしても、委員会制の最大の利点である意見の多様性が、果たして現状確保されていると言えるのだろうか？ QQEの拡大に反対票を投じていた2人の審議委員が17年7月に退任して以降、そうした趣旨での反対票を投じた審議委員は一人もいない。こうした点に関して、ほとんど疑問の声さえ上がらない日本の現状には、寒々しい想いが拭えないのである。

## 7. 羅針盤を修復するためには

ところで、FRBは18年11月、19年から金融政策の枠組みの見直しを行い、20年前半にその結果を公表する旨を明らかにした。ECBにおいても、ラガルド新総裁は、19年12月の記者会見で、ECBの金融政策の戦略見直し (strategic reviews) を、20年に03年以来10数年ぶりに行うことを公表した。しかしながら、その概要を見ると、現在の中央銀行にとっての喫緊の課題に、正面から取り組んでいるようには見えない。デジタル化や無料のサービスの拡大の影響など、最近の

