

# 金融政策正常化、空売りアタックと2段構造の金融政策

信金中金月報掲載論文編集委員長

地主 敏樹

(関西大学 総合情報学部教授)

日本でもインフレ率が高まってきた。CPI総合指数では昨春以来、金融政策目標の2%を超え続けており、この年末年始には4%台に到達した。原油価格高騰が収まり始めた影響もあり、やや低下してきたが依然として3%台である。供給サイドの影響を反映し易い生鮮食品とエネルギー関連を除いたコアコア指数でみると、直近まで上がり続けて4%台に到達している。欧米のような高率ではないが、金融政策正常化支持の意見が出るのも頷けよう。

米国FRBは、供給ショックの連続・持続で予想を裏切られ、引締め転換したが量的緩和のテーパリングに時間がかかり、利上げは1年余り出遅れた。挽回しようとして、急速で大幅な利上げを行ってきた。昨年3月から今年5月まで10回連続の政策会合で利上げし、政策金利を0.25%から5.25%まで引き上げた。通常の金利調整幅は0.25%ポイントであるが、今回の利上げは平均幅が0.50%ポイントで、異例の0.75%ポイント利上げも4回実施された。供給要因の鎮静化もあって、直近ではCPI総合・コア指数ともに5%前後の上昇に収まりつつあり、6月の政策会合で利上げを停止した。賃金上昇が収まるかどうか、実質利率を0%にまで引き上げられたので、様子見をするのだろう。

昨年の日本は米国の急速利上げの波及効果に揺さぶられた。春先から円安に振れ始めて、秋口には1ドル150円近傍にまで進んだ。原油など国際商品価格の高騰と重なり、輸入品価格が大きく上昇して問題化した。米国だけでなく、ECBなど各国中央銀行も金融引締めを進める中、日本の金融緩和維持は特異に見えたであろう。中でも、10年物金利を0%近傍に留めるイールドカーブ・コントロールの維持が疑問視され、国債市場でのアタックが始まった。大規模な空売りに対して、日本銀行は指値オペで無制限に購入し続けた。

空売りアタックには有名な先例がいくつもある。1991年ポンド危機と1998年のアジア通貨危機では、固定相場維持を困難とみた大規模な空売りに中央銀行が敗北し、外為相場は暴落した。買い支えには米ドルなど外貨が必要であり、各中央銀行に利用可能な外貨には限界があり防衛できなかったのである。空売り側が勝てなかった例もある。リーマン危機後に大手投資銀行株が空売りされた際には、米国政府が当該株式の空売りを規制して、アタックを止めた。今回は、長期国債購入の円資金を日本銀行が「印刷」することができ、資金面では買い支えに限

界がなかった。さらに、長期国債の過半を保有している日本銀行がその貸出を制限したので、空売りに使える長期国債が足りなくなって、アタックは鎮静化した。

今回の空売りアタックは凌ぐことができたが、将来的にはどうだろうか？非伝統的金融政策と金融政策正常化はおそらく例外的事象ではなく、繰り返されることになると考えられる。現在の金融政策の運営枠組みは、①通常時の伝統的金融政策と②非常時の非伝統的金融政策との2段構造であると言えよう。①はインフレ目標実現を目指す短期金利の調節であり、先進各国間にほとんど相違点はない。他方、②の中核はゼロ金利制約下での量的緩和と長期金利コントロールであり、各国で細部は異なる。重要なことは、2段構造の①と②の間に移行が繰り返されて行くと予想される点である。①から②への移行はゼロ金利近傍の急速緩和であり、②から①への移行が政策正常化なのである。

先進各国で人口成長率が低下しており、技術進歩率が高まらない限り、趨勢的成長率が低下し、(実質)自然利子率も低下してしまう。さらに、①のインフレ目標政策の成功により趨勢的インフレ率も低位に落ち着いたので、両者の合計である景気中立的な(名目)自然利子率も低下した。長期均衡としては悪くない状態だが、負のショックが発生すると、対応する金融緩和はゼロ金利制約にぶつかり易くなったのである。②の非伝統的金融政策の出番が増えることとなり、付随して金融政策正常化も繰り返されるはずだ。

世界金融危機とコロナ禍対応の非伝統的金融政策が各国で実施されたので、それらの出口の経験により、政策正常化の標準的パターンが形成されてきた。最初に量的緩和の資産購入額を削減する「テーパリング」、その終了後に一連の利上げを開始、最後に保有資産額を減らす「量的引締め」、というパターンである。量的な調整の影響は不確実性が高いので、テーパリングに時間をかけて新規購入停止に進み、その後しばらくは保有資産額を維持しながら利上げを進めて、経済状況が少し落ち着いてから満期到来分の再投資を削減・停止して、売却は避けながら保有資産額を緩々と削減するのが、標準的である。

日本の場合、実践上は種々の面倒な問題が起こり得ようし、イールドカーブ・コントロール解除と(満期のない)ETF・REIT売却を前後に付け足す必要もあるが、政策正常化の中核は標準パターンを踏襲できよう。ただ、デフレへの逆戻りだけでなくインフレ高騰も避けたいので、開始タイミングの判断はなかなか難しい。なお、インフレ率は欧米ほど高くないので、利上げペースは緩やかにできるだろう。人口成長率が低いので自然利子率が低いことを通じて、利上げの到達水準は低めになるだろう。したがって、国債価格低下などマイナスの影響も軽減できるのではないだろうか。