

連銀の独立性は神話である

毎年、ペール・ヤコブソン財団は金融政策に関する講演会を主催・公開しています。1979 年には、当時のアーサー・バーンズ連銀議長がユーゴスラビアのベオグラードで年次講演を行いました。彼はその講演を「中央銀行の苦悩」と題し、1970 年代における連邦準備制度（連銀、FRB）のインフレ政策について率直に語りました。

バーンズ氏はこう述べました。「政府が国民全体、あるいは特定のグループへの給付を拡大しようとするたびに、金融政策が何らかの形でその行動に対応するという前提が暗黙のうちに存在していた。」そしてこう説明しました。「それに対応しなければ、連銀が責任を負う議会の意思を妨げることになる。」

言い換えれば、バーンズ氏は連銀が「独立していなかった」と認めたのです。国民やその代表たる政治家が政府の規模拡大を望むなら、連銀はそれを妨げることはできません。実際、バーンズ氏自身が述べたように、連銀の役割はこの新たな支出に“対応”することだったのです。たとえそれがインフレを引き起こすものであっても。

この話、どこかで聞いたことがあるように思いませんか？連銀は 2008～09 年の金融危機の際、そして COVID パンデミックの際にも、量的緩和（QE）を実施し、政府支出の急増に対応しました。呼び名はどうであれ、それは金融の独立性とは言えませんでした。

もし連銀が真に独立していたなら、COVID 支出のために通貨を発行するようなことはしなかったはずです。代わりに政府は、市場からより高い金利で資金を調達する必要があったでしょう。しかし実際には、マネー・サプライ（M2）はかつてないほど急増し、それに伴いインフレが発生しました。

にもかかわらず、パウエル議長は奇妙なことに、「関税への対応」で「独立性の線引き」をしているようです。トランプ大統領は第 1 期で関税を引き上げ、再び関税引き上げを掲げて選挙に臨み、さらに国民投票でも勝利しました。しかし連銀は、関税はインフレを招く可能性があるとして、今は利下げすべきでないと判断しているのです。つまり、有権者がどう思おうと、この政策には「対応しない」と連銀が決めたということです。興味深い判断です。

明確にしておきたいのは、我々は関税自体がインフレを引き起こすとは考えていません。関税は、対象品目の相対価格を上げるだけであり、インフレとは貨幣の過剰発行によって引き起こされる、物価全体の上昇です。これまでのところ、データもこの見解を裏付け

ています。トランプ政権が始まった 1 月以降、消費者物価は年率 1.8% 上昇、生産者物価は年率 0.2% 上昇しています。このような低インフレは、金融政策が少なくともやや引き締めのであることを意味しています。

金融政策はインフレにかなりの時間差を伴って影響します。したがって、もしすでに金融政策が引き締められており、インフレ率が今後 1 年以内に連銀の 2.0% 目標に近づく見通しであれば、今こそ利下げのタイミングです。

にもかかわらず、2021 年末、つまりワクチンが普及しインフレが急加速していた時期にインフレ率を下回る金利水準を維持していた同じパウエル議長が、今は 4.375% という高い政策金利のまま金利を据え置いているのです。実質金利（インフレ調整後）は、過去 20 年の中でも非常に高い水準です。

最近では、評論家や政治家たちが「連銀の独立性」を声高に擁護しています。彼らも我々と同様に過去の歴史を知っているはずですが、しかし、政治家が連銀に明確な命令を出さず、大統領が連銀関係者を解任すると脅さない限り、「連銀は独立している」と考えているようです。

ですが、本当の独立性とは、政治的圧力に屈しないことだけでなく、議会や大統領の政策目標に、勝手に迎合しないこと、そしてその方針を一貫して適用することです。この点で、パウエル氏は失敗しており、交代させられるべきです。

とはいえ、2026 年 5 月に彼の任期が終了する前に解任するのは、市場にとって悪影響を及ぼす恐れがあります。理由は以下の通りです。法廷闘争に発展し、パウエル氏が職に留まる可能性があります。その結果としてますます利下げに消極的になる可能性があります。仮に迅速に解任できたとしても、連銀内部の他の政策担当者たちが反発し、利下げに抵抗する可能性があります。また、仮にトランプ氏がパウエル議長の後任を迅速に指名し、その人物が連銀内で利下げ多数派を形成できたとしても、市場は「利下げしない議長はすぐに交代させられる」と感じ、長期金利が急騰する恐れがあります。

結論として、真に独立した連銀が存在すれば、市場と経済にとって望ましいものです。しかし、現在の連銀はそうではありません。パウエル氏は交代させられるべきですが、任期満了まであと 10 ヶ月なら、それまで待つ方が賢明でしょう。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
7-23 / 9:00 am	中古住宅販売高 - 6 月	4.000 百万	4.000 百万		4.030 百万
7-24 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 7 月 19 日	227,000	225,000		221,000
9:00 am	新規住宅販売高 - 6 月	0.650 百万	0.645 百万		0.623 百万
7-25 / 7:30 am	耐久消費財 - 6 月	-10.5%	-12.7%		+16.4%
7:30 am	耐久消費財 (除く輸送機器) - 6 月	+0.1%	+0.1%		+0.5%

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。