

## FRB 復活

1913年の創設以来、FRBには浮き沈みがありました。多くの人が知らないことのひとつは、FRBが誕生する以前、戦時中を除けば、インフレはほとんど存在しなかったという点です。地区連邦準備銀行を含むさまざまな資料によれば、1900年の1ドルの購買力は、1800年と同じか、むしろそれ以上でした。

政府は戦時中には紙幣発行や借入れを行っており、それが1812年戦争や南北戦争時のインフレを引き起こしました。しかし戦争の合間、アメリカがしばしば金本位制を採用していた時代には、経済はデフレを経験していました。

金本位制は基本的に通貨供給量を安定させますが、技術革新によって財やサービスの生産量は増えるため、もし通貨を追加発行しなければ、物価の平均ドル価格は下落します。同じ量のドルを、より多くの商品が追いかけることでデフレ（実際には「良い」デフレ）が起きるのです。

1913年（FRB創設）以降、アメリカは累積で3,297%のインフレを経験しています。1800年代と比べると極めて大きな違いです。さらに、ミルトン・フリードマン教授が証明したように、大恐慌を引き起こしたのはFRBの金融政策の失敗でした。そして1960～70年代には、FRBが過剰に通貨を発行したため、アメリカは二桁台のインフレを経験しました。

ポール・ヴォルカー氏は1979年にFRB議長に就任し、インフレを是正しましたが、その過程で二度の深刻な景気後退を招きました。その後を継いだアラン・グリーンズパン氏は、1985年から1998年にかけて非常に優れた金融政策を実施しました。しかし1999年には引き締めすぎ、その後ドット・コム崩壊時には緩和し過ぎました。2000～2005年の極端な低金利政策は住宅バブルを生み、それが最終的に世界金融危機へとつながりました。

弊社の考えでは、その危機に対するFRBの対応（量的緩和＝QEによる数兆ドルの増刷）は大きな誤りでした。FRBはコロナ禍時にもさらに大規模なQEを行い、その緩和マネーが1970年代以来最悪のインフレを引き起こしたのです。

先ほど述べた通り、FRBには浮き沈みがあります。そして、多くの人が十分に考えたり議論したりしていないのは、QEが銀行システムと金融政策をどれほど変えてしまったかという点です。弊社はこの件について何度も執筆してきました。

要するに、「QEが2008年に経済を救った」というのは神話なのです。QEは2008年9月に始まり、同年10月にTARP法案が可決されました。しかし、その後6か月でS&P 500はさらに40%下落しました。2009年3月に過度に厳格だった時価会計ルールを終了させた時、経済と市場は底打ちしました。

QEが実際に行ったのは、FRBがバランス・シートを大幅に拡大することで、銀行に大量の準備預金を供給したことです。つまり、財務省は自由市場で国債を売る代わりに、FRBが買ってくれるた

め、インフレ率を大きく下回る金利で国債を売却できました。そしてこの資金は銀行預金となりました。

その資金を封じ込めるため、FRBは銀行に対する資本規制や流動性規制を異常なレベルまで引き上げました。またFRBは銀行に対して、その準備預金を保有するだけで利息を支払いました。つまりFRBが国債や住宅ローン担保証券のリスクを引き受け、銀行はリスクフリーの準備預金を保有する構造になったのです。

QE1、2、3の間は、その準備預金は封じ込められており、インフレは起きませんでした。しかしパウエル議長がコロナ禍にQEを実施した際、流動性規制を緩和し、M2は42%も増加しました……弊社にとって、これほど簡単なインフレ予測はありませんでした。驚くべきことに、パウエル氏はM2について語ろうとしません。記者たちも記者会見でその点について尋ねません。同氏はM2とインフレに関係はないと否定し続けています。そして今なお、インフレの原因をサプライ・チェーン問題のせいに行っているのです。

さらに重要なのは、FRBのQEが所得格差を生み、若者と高齢者の分断を作り出したことです。資本主義が格差の原因だと非難されることが多い以上、30歳未満のアメリカ人の約3分の2が社会主義に「好意的な見方」をしているのも不思議ではありません。

だからこそ、パウエル氏がFRBの独立性への脅威について不満を述べる時、彼はFRBの政策が歴史上かつてないほど政治に影響を与えてきたことを理解しているのでしょうか？18年間で通貨供給量を3倍にすることは、経済活動への巨大な介入であり、それは政治の世界にも影響を及ぼします。

弊社は独立したFRBを望んでいます。しかしFRB自身の行動が、その独立性を複雑にしてしまったのです。そして今、パウエル氏はFRBを去ろうとせず、自らの失敗をさらに押し進めているのです。彼は辞任すべきです。代わりにケビン・ウォーシュ氏が引き継ぎ、QEの巻き戻しに向かうべきです。

今後数か月のFRB政策は興味深いものになるでしょう。市場は実際には利上げを織り込みつつあります。主な理由は、先月のCPIとPPIがいずれも市場予想を上回ったためです。しかし通貨供給量の伸びは依然として比較的緩やかであり、住宅価格の上昇率も前年比1%にとどまっています。つまり、現在のインフレは通貨供給ではなく、イラン情勢の影響を受けている可能性が高いと思われる。弊社では、市場が考えているほどインフレは深刻ではないと見ています。

ケビン・ウォーシュ氏はQT（量的引き締め）を実施しながら同時に利下げを行いたいと考えているようです。これが賢明な政策かどうかは分かりません。しかし少なくとも、最近の政策とは異なる方向性ではあります。今こそ「FRBを再び偉大にする」時です……つまり、別の道を歩むべきだということです。そして弊社は、その役割を果たす議長がケビン・ウォーシュ氏であることを強く望んでいます。

| 発表日時<br>(米国中部時間) | 米国経済指標                 | コンセンサス   | ファースト<br>トラスト   | 実績 | 前回       |
|------------------|------------------------|----------|-----------------|----|----------|
| 5-21 / 7:30 am   | 新規失業保険申請者数 - 5月16日     | 210,000  | <b>207,000</b>  |    | 211,000  |
| 7:30 am          | 住宅着工 - 4月              | 1.415 百万 | <b>1.415 百万</b> |    | 1.502 百万 |
| 7:30 am          | フィラデルフィア連銀製造業景気指数 - 5月 | 18.0     | <b>10.9</b>     |    | 26.7     |