



Monetary Policy Asymmetry Across Central Banks: More the Norm Than the Exception

Jack Malvey, CFA
Kishlaya Pathak, CFA
Scott Helfstein
Bryan Besecker
Lale Akoner

BNY Mellon Center for
Global Investment and
Market Intelligence

中央銀行の金融政策の方向性の違い：例外というよりこれが標準

欧州中央銀行（ECB）は1月22日によりやく量的緩和策に関する詳細な計画を発表しました¹。それは事前に幅広く予想されていましたが、市場はただちに反応し、数多くのコメントが出されました。

1月22日には金融緩和策を強化するというECBの発表だけで、株式市場が活気づきました。もちろん、株式市場の祝賀ムードがいつまで続くかは予測できません。量的緩和の効果についても、ECBやすでに量的緩和を実施している他の中央銀行がバランスシートを正常化するまでは完全に評価することはできません。今から数十年後、未来の政策当局者が、量的緩和策はデフレを食い止め、欧州経済を押し上げる効果があったと宣言することになるでしょう。しかし、その景気刺激効果は小さなものとどまる見込みです。将来の景気サイクルにおいて量的緩和策が活用されるのも稀なケースにとどまると予想されます。

一部の専門家はECBの決定を称賛しましたが、欧州の資本市場で利回りがすでにかかなり低下していることや、商業銀行が規制当局からレバレッジの引き下げを求められていることを踏まえれば、さらなる金融刺激策の効果に懐疑的な見方を示す専門家もいます。

主要国の金融政策が異例なほどの「方向性の違い」を示していることを懸念する声も聞かれます。特に、2015年は米連邦準備制度理事会（FRB）と英国のイングランド銀行が金融を引き締めるとみられるのに対し、ECBと日銀が一段と金融緩和に傾きつつあるという政策の不一致は、世界の資本市場に何らかの形でリスクを拡散する要因となる可能性があります。

この「方向性の違いによる混乱」を支持する人々は、市場にそうした好ましくない結果をもたらす伝達メカニズムについて明確に発言することはほとんどありません。

当社の考えでは、この「方向性の違いによる混乱」との見方は切り捨てるべきです。歴史的に見て、世界の金融政策がバラバラに分かれているのは普通のことです。各国の金融政策が概ね同じ方向を向くのは、世界経済が異例な環境に直面した場合に限られます。

図表 1 に示したように、当社がデータ収集を開始した 1998 年以来、すべての主要中央銀行が足並みをそろえて同じ金融政策スタンスをとった年は 1 度もありませんでした。

ハイテクバブル（2000-2002 年）や住宅バブル（2007-2009 年）の崩壊は世界の金融システムに激しい衝撃をもたらし、世界的な金融緩和につながりました。国際通貨基金（IMF）によると、世界の国内総生産（GDP）成長率は 2001 年に+1.61%、2009 年に-2.01%まで落ち込みました。驚くべきことではありませんが、この時期には利上げよりもはるかに頻繁に利下げが実施されました。

それとは逆に、2000 年代半ばは大半の国々で 2006 年まで力強い景気拡大が続き、各国の政策当局者はほとんど一様に金融引き締めを余儀なくされました（合計 94 回の利上げに対して利下げは 25 回）。

確かに、中央銀行は世界の景気サイクルに合わせて行動するため、景気低迷時にははっきり金融緩和に傾くこととなります。逆に景気が上向けば、いずれ金融緩和の度合いは薄れていくこととなります。しかし、それぞれの中央銀行は世界全体ではなく各国の政策目標に沿って、自国経済にとって最適な金融政策を講じなくてはなりません。また、世界経済においては各国の結びつきがますます強まっているにもかかわらず、国ごとの景気サイクルは同一ではなく、決して同じになることもないでしょう。

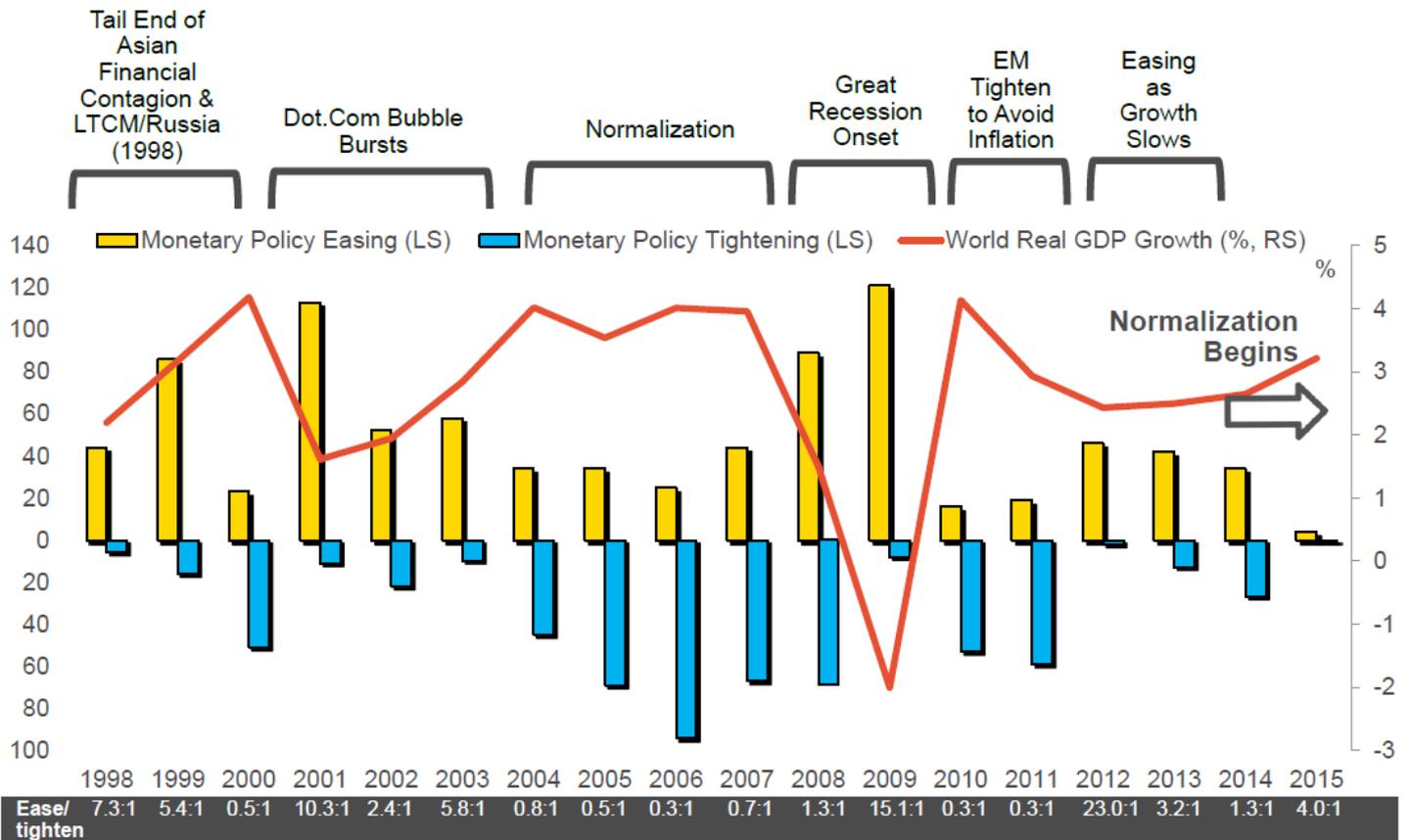
現在の「方向性の違いへの不安」は、資本市場が過度に中央銀行の行動に注目していることが一因かもしれません。特に、金融政策に関する情報開示や透明性が高まっている現在においては、中央銀行の政策調整を巡る予想外の要因がなくなりつつあり（スイス国立銀行による 1 月 15 日の決定は最も顕著な例外です）、中央銀行の声明に向けられる関心は、それによってポートフォリオが受ける可能性のある恩恵とはますます不釣り合いになっている模様です。

他の重要なマクロ及びミクロ・データよりも、「近視眼的」に中央銀行の行動がしばしば注目されるのは、中銀による政策調整が全体として見れば巨大な規模に上ることが一因かもしれません。図表 1 が示すように、世界の主要中央銀行は過去 17 年間に合わせて 1,500 回以上の政策調整を行ってきました。それは、世界のどこかで 1 週間に 2 回近く政策調整が行われることを意味しており、中央銀行の目的や金融業界の対応に対する反応が引き起こされます。

当社の見方では、中央銀行の政策は 2010 年代半ばにかけて一段と緩和の度合いが薄れ始める見通しで、2010 年代終盤には完全に引き締め気味になると思われます。その結果、イールドカーブが緩やかに上昇して多くの市場で債券の絶対リターンが低下することを別にすれば、こうした緩やかな金融政策の正常化が経済や資本市場のパラメーターに大きな影響を及ぼすことはない、期待を込めて予想しています。

いつものことですが、世界の金融市場には数知れないリスクが潜んでいます。「方向性の違いに関する議論」は、そのリストの上位にランクされるものではありません。

Figure 1. Global Monetary Policy to Remain Easy¹: 1998 to January 22, 2015



¹ Easings and tightenings refer to change in central bank target rate of select developed economies.
 Note: data does not reflect Twist, Quantitative Easing operations, and 2014-2015 GDP growth estimated;
 Source: BNY Mellon using data from Bloomberg and IMF

Total Eases	884
Total Tightenings	623
Total Moves	1507

Composite Ease-to-Tighten Ratio: 1.4:1

Approximate rate moves per*:

- day: 0.6
- week: 1.8
- year: 88.3

*Calculation assumes rate move made between Tuesday to Thursday each week and also excludes 4 weeks each year due to holidays.

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会