

米金融政策の出口

経済調査部 鳶峰 義清

出口論

世界的に景気の持ち直しが徐々に鮮明になるに連れ、市場の緊張感もかなりの程度和らいできた。代わって生じてきたのが、いわゆる“出口論”だ。

昨秋のリーマンショック以降採られてきたさまざまな政策をいつまでも続けていくと、弊害も起きうる。たとえば、日米中などでは、それぞれ過去最大となる財政支出を伴う景気対策を実行したが、それに伴って財政状況の大幅な悪化も免れない。いつまでも続けるわけにはいけないので、どこかで拡張的な財政政策から、緊縮的な方向へ舵を切る必要がある。

金融政策で言えば、主要国は軒並み政策金利水準をゼロ近傍にまで引き下げてきたが、景気が良くなっても超低金利政策を続ければ、やがてインフレ加速に繋がったり、バブルを発生させてしまう恐れもある。そうしないためには、経済状況を見極めた上で、適切なタイミングで財政政策や金融政策を“普通の状態”に戻さなければならない。つまり、景気の急激な悪化の時期は過ぎたのであるから、緊急避難的な“超”景気刺激策からの出口を考えなければならないというのが“出口論”だ。

市場の金融政策観

6月上旬、米金融市場では強めの経済指標の発表を受けて、俄にこの出口論が高まった。将来の政策金利予想に繋がるFF金利先物市場の動きを見ると、6月8日には年内に少なくとも1度の利上げを市場が織り込む格好となった。その後、米国では強めの経済指標の発表が続かなかったことなどもあって、年内の利上げを織り込むような“強気の”見方は修正された。しかし、明らかになったのは、米市場参加者の多くが、『景気が良くなれば利上げが必要』と

考えているらしいことだ。

このような相場展開を、日本の市場参加者の多くは冷めた目で見ている——との報道が目立った。バブルが崩壊したあとで、すぐに利上げが可能となるほど経済状況が改善するとは考えにくい、拙速な利上げはより深刻な事態を招くということを、日本の金融関係者は90年代のバブル崩壊で学んだためだ。

実際、当時日本はより積極的な緩和策を採るべきだと主張したバーナンキ博士（当時）が議長を務めるFRBは、6月下旬に開催されたFOMCで、現在採っている信用緩和策を続けていく旨を表明し、間接的にはあるが拙速な出口論にクギを刺した。

利上げが正当化されるのはかなり先

米国の過去（1990年以降）の金融政策を見ると、政策金利の変更はGDPギャップと強い相関を持つ。たとえば、利上げのタイミングに関しては、GDPギャップ率が縮小に転じてからおおよそ1年後というのが、これまでのパターンだ。すなわち、経済成長率が潜在成長ペースを上回り始めてから1年後、ということになる。

足元で、米国の潜在成長率は一段と低下して、2%台半ば程度と考えられる。一方で、米国経済は年後半にもプラス成長に転じるとの見方がコンセンサスとなっているが、2010年の実質GDP成長率でさえ+1%程度にとどまるとの見方が多い。これに利上げに舵を切るタイムラグを勘案すれば、少なくとも来年いっぱいには利上げを行う可能性は極めて低い。むしろ、バブル崩壊に伴う需給ギャップの大きさを勘案すれば、拙速な利上げはデフレリスクを高める。日本の轍は踏まないものと信じたい。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）