

## 二兎を追うFRBの自信

第一生命経済研究所 代表取締役社長 長谷川 公敏

年が明け、「未曾有の大不況」の発端になった2007年夏の「CDS問題」の顕在化から3年半が経過したが、先進各国の経済・金融情勢は未だ全く予断を許さない。

今回の大不況に対し、各国はかつてないほどの大掛かりな景気対策をとった。特に先進各国は、2008年9月のリーマンショック以降、「異例の長期に渡る超低金利政策」を採用し、GDP比で10%も財政赤字になるほどの財政支出を行うなど、いわば「非常時」の対応を行っている。通常の不況であれば、景気過熱時にとっていた景気抑制策を解除するという「呼び水」の対策だけで経済は正常化する。しかし今回のような「未曾有の大不況」の場合は、経済や金融のショックによる資産価値の大幅な減少などで消費者や企業の心理が萎縮しているため、放置しておく必要の減少と生産の減少・生産設備の余剰がスパイラル的に起こり、物価が継続的に下落するデフレに陥ってしまう。リーマンショックを機に各国政府が財政支出を急増させたのは、各国政府が今回の事態を従来の不況とは全く異なるものだと認識したからだろう。

こうした努力にもかかわらず、先進各国は依然としてデフレの淵にある。だが不況の長期化により財政赤字が急増し、財政支出を増やすことが難しくなってきたため、デフレ回避は金融政策に大きく依存せざるを得なくなった。

FRBは、昨年11月に「今年6月末までに米国債を6,000億ドル購入する」という、いわゆるQE2を決定した。バーナンキFRB議長はFOMC翌日のワシントン・ポスト紙に寄稿し、QE2の狙いを「株価の上昇による投資や消費の刺激」と述べ、「インフレ率が極めて低いとデフレになる可能性がある」と指摘している。またFRBは否定しているが、欧州や新興国はQE2が「ドル安を狙ったものだ」と批判している。

中央銀行がインフレや資産価格上昇、更に自国通貨安までも望むのは、物価や通貨の番人である中央銀行として、本来あってはならないことだ。しかし、今は「未曾有の大不況」という非常時であり、しかも、経済がデフレの淵にあるにもかかわらず財政支出の拡大は望めない。とすると、インフレが制御可能な範囲でドルの暴落が起きない程度であれば、今回のFRBの決定はやむを得ないというよりも、むしろ正しいといえるのではないか。中央銀行の大きな役割である「物価の安定」は、今は「デフレ抑制・回避」であり、「インフレ期待促進」ということになるからだ。

ただ米国では、既に政策金利がゼロになっているため、金融政策でインフレを引き起こすのは極めて困難だろう。また、仮にFRBがインフレ期待醸成に成功しても、インフレ期待による米国市場金利の上昇がドル高を招きかねず、結果として米国の景気・雇用回復は遠のいてしまうだろう。

QE2に成功の可能性があるとするれば、米政府が資金調達を従来よりも償還期間が短い国債にシフトし、それをFRBがQE2でサポートすることで資金調達金利上昇を抑制し、一方で、10年超の長期金利を上昇させるという道筋だろう。幸いなことに米住宅ローン金利は歴史的な低水準にあり、長期金利上昇による景気への影響は限定的だ。

これが出来れば、ドル高を抑制しながら、インフレ期待を醸成するというFRBの目的を達成できる可能性がある。NY連銀が公表した6,000億ドルの国債買入れ予定の内訳で、残存期間10年超が6%にしか過ぎないことや、米国内外のQE2批判に対するバーナンキ議長の揺るぎない反論が、FRBのこうした意図を表しているのではないかと見られる。