

ここが中央銀行の正念場

発表日：2007年9月10日（月）

～プルーデンス・ポリシーとマネタリー・ポリシーは分離できなくなる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel.03-5221-5223)

8月の米雇用統計は大きなショックだった。欧米の金融政策は、緩和方向に舵を切らざるを得ない環境に向かっている。中央銀行は、プルーデンス・ポリシーとマネタリー・ポリシーを分離する発想法が根強いが、このまま短期市場の金利上昇を抑え込めないと、FRBもECBもしばらくインフレ警戒型の金融政策を封印せざるを得なくなる。LTCMショックのときのように、FRBの利下げが奏功すればよいが、確かな見通しはない。ここが中央銀行の正念場である。

転換を余儀なくされる金融政策

ECB(欧州中央銀行)は、9月6日の定例理事会で予告していた利上げを中止して政策金利を据え置いた(図表1)。ECBはインフレ警戒感を持ちながらも、10年に1度の大激震に見舞われて立ち往生している。都合の悪いことに、8月の米雇用統計は、非農業部門雇用者の前月比▲0.4万人減少と4年振りのマイナスとなった。FRB(米連邦準備理事会)は、マーケット発の混乱が実体経済の悪影響に波及していることを認めざるを得なくなり、追加利上げに追い込まれている。日銀も9月18・19日に政策決定会合を控えているが、筆者の予想では利上げ見送りはほぼ確定的である。本稿では、先行きの日米欧の中央銀行がどの方向に向かうのかを考えてみた。

最悪の可能性を最小化できる選択肢

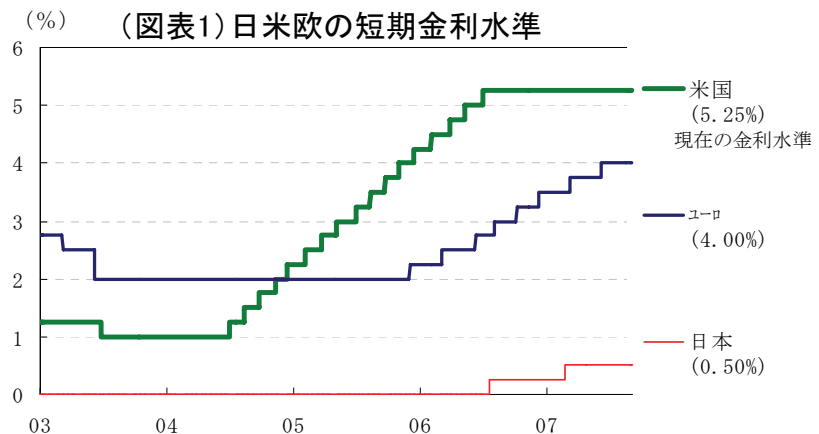
サブプライム・ショックの発火点は、米国経済にある。米国では、FRBの金融政策論議に関して、立場の異なる4つの考え方がある。

- ① サブプライム問題は投機筋の失敗であるので、救済的な利下げはすべきではない、
- ② 経済拡大は底堅く、インフレ懸念を警戒して利下げすべきではない、
- ③ 金融市場の混乱が実体経済に波及するのを遮断するために利下げを行うべき、
- ④ 問題は深刻なので、利下げをしても効かない、

合理的に考える政策当局者ならば、4つの考えのうち、②と③の間で悩むだろう。実務的に考えて、①の道徳論や、④の評論家的政策論の立場に拘泥することはない。ECBやFRBが徹底して流動性供給を行っているのは、個別の金融機関の失敗が短期金融市場の仲介機能の不全へと広がり、経営内容が必ずしも悪くはない銀行の資金調達難へと波及しているからだ。この信用収縮は、金融引き締めと同じ効果を持つ。欧米中央銀行が、大量の流動性供給によって短期金融市場に介入してきているのは、金融引き締めの効果を減殺しようとしているからだ。金融システムの機能を守ろうというスタンスは、プルーデンス・ポリシーに立脚していると言える。

一方、依然としてインフレ懸念は残る。8月の雇用統計でも、時間当たり賃金の上昇傾向は続いていた。FRBにとって、②と③の相克は非常に悩ましい

(図表1) 日米欧の短期金利水準



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

が、緩和してインフレを誘発する政策コストと、緩和をしないで金融システムの信認を毀損させる政策コストを比較考量して、後者の重大性の方により大きな関心を払うだろうと筆者は読んでいる。不確実性に直面したプレイヤーは、未来の無数のシナリオのうち、想定される最悪のコストを念頭に置き、それが最小化させるように政策を動員しようとする。いわゆるミニマックス定理である。仮に、FRB が金融ショックから最悪の結果に向かうと考えれば、政策効果が発揮されるまで金融政策を動員してくると読むことができる。

プルーデンス・ポリシーとマネタリー・ポリシーの二分論

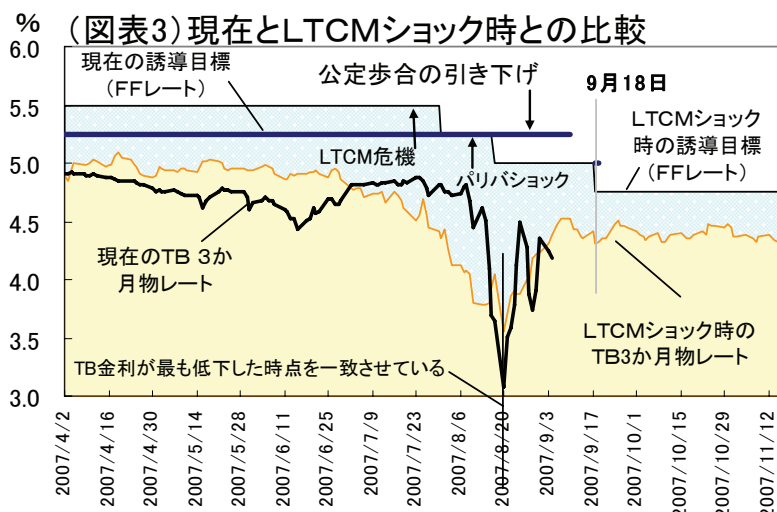
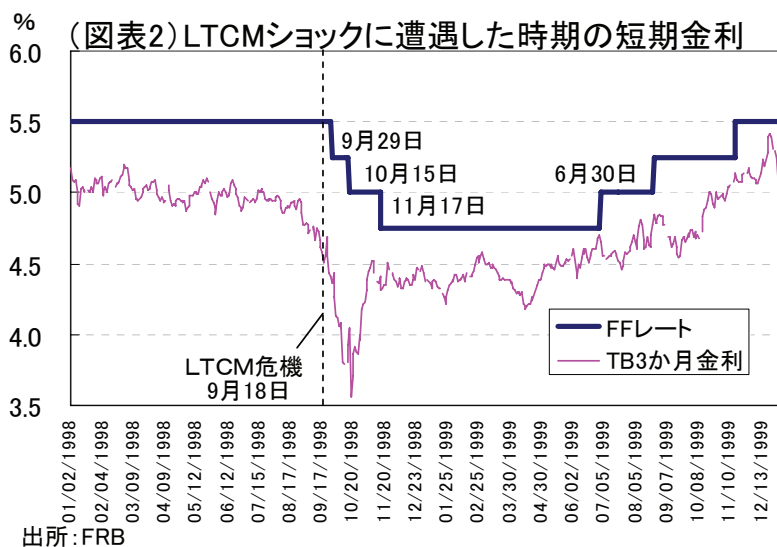
インフレ懸念は、欧米の中央銀行にとって、緩和政策を採ろうとするときに、行動を躊躇させる材料だ。往々にして、流動性供給はシステム対応のプルーデンス・ポリシーで、インフレ警戒のマネタリー・ポリシーとは別だという二分論で説明される。

しかし、この考え方が妥当しなくなってくる局面がある。それは、欧米の中央銀行が、プルーデンス・ポリシーがなかなか有効性を発揮せず、追加的な効果を求められるときだ。例えば、ECB が3か月物のLIBORのようなターム物の金利跳ね上がりを押し下げようとしても、翌日物金利を調節するオペレーションの動員では十分に効果があがらない状況が起こったときである。9月6日はECB が政策金利の据え置きを決めたと同時に、422億ユーロ（約6兆7,000億円）の資金供給を行い、長めの資金の臨時供給も実施する方針を示した。これは、ECB が短期金利の跳ね上がりを抑えたいという意図からである。だが、ECB が長期資金供給を行おうとしたとき、片方で1、2か月後に利上げを実施する意図を残すと、将来の流動性吸収が予想され、ターム物金利の跳ね上がりの抑制と矛盾してしまう。目先の利上げ期待を解消させないと、ターム物金利をうまくコントロールできないのである。

FRB にしても、先々の利下げ予想を市場に織り込ませることで、ターム物金利へより大きな金利低下の効果を及ぼせる。インフレ懸念があるから利下げができないというメッセージが強すぎると、プルーデンス・ポリシーへの有効性が低下してしまう。一層の緩和効果を狙うとき、マネタリー・ポリシーを封印することが望ましい。もしも、後でインフレリスクが顕在化してくれば、そのときはバーナンキ議長が君子豹変し、インフレ防止の金融政策を強調するように振舞えばよい。短期金利の跳ね上がりの沈静化に全力を注ぐならば、インフレ懸念の旗を隠しておく方が効果的である。

LTCM ショックに類似

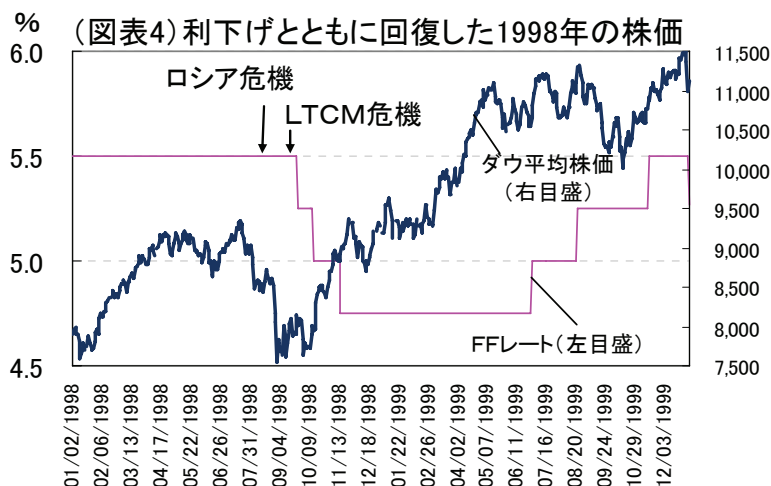
今回のサブプライム問題に近似した過去の事例を紐解くと、1998年のLTCM ショックがある。短期マーケットで大規模な「質への逃避」が起こった点では、ブラックマンデーや9.11テロ事件、ITバブル崩壊のときよりもLTCMの方が似ている。LTCM危



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

機るときは1998年9月18日にNY連銀が銀行団を通じた救済を決め、9～11月にかけて3回▲75bp（5.5%→4.75%）の利下げを行っている。当時、TB3か月物金利は、事件から約1か月後（10月16日）に3.56%（その時点のFFレート5.0%）まで低下した。FRBは11月にFFレートを4.75%に引き下げてから約7か月間ほど金利水準を維持し、翌年1999年6月30日に利上げに転じている（図表2、3）。FRBの利下げは、LTCMに融資した金融機関が、LTCMの資産売却を完了して損失を確定するまでの間接的な資金援助の役割を果たした。市場の不透明感を払拭するには、金融機関の損失が「もうそれ以上にはない」という損失確定を印象付ける必要があった。それに対して、今回は埋没した損失処理の進捗が見通しづらい点で、LTCMショックよりもアク抜けが難しいように思える。ひとまず、ABCPの発行残高の中身が3か月を経過して一巡することが目処になるであろう。

なお、「質への逃避」の状況に注目すると、TBへの資金シフトはピークを超えて、徐々に緩和しつつある。ここでFRBが実施する利下げが奏功すれば、株価を中心に市況が回復し、1998年と同じようにシステム不安を政策的にこ入れで乗り越えられると期待される（図表4）。FRBの金融政策は、ここが正念場であり、9月以降、利下げが有効性を発揮するまで段階的に進めていかざるを得なくなると予想される。仮に利下げに失敗すると、米国経済への不透明感がドル安を一層進めるというリスクが高まってくる。



日本の金融政策への影響

日銀の金融政策も、世界の激震の中で試練を迎えている。8月の雇用統計によって、米国経済に対する見方はいいよ厳しさを増してきた。日銀が4月に発表した展望レポートでは、第一のリスクシナリオとして「米国では、住宅市場の調整は続いているが、これまでのところ、個人消費が堅調に推移するなど、経済に広範な影響を及ぼしていない」との前提を置いていた。

しかし、今、そのシナリオが揺らぎ始めている。仮に、10月末の決定会合頃までに金融市場の混乱が収束しない場合、2007年度下期に改定される次期展望レポートでは、利上げをしないシナリオをメインに置かざるを得なくなる。このことは、重大な意味を持っていて、標準シナリオ通りならば利上げする、というスタンスから、標準シナリオを上振れないと利上げできないスタンスへと、政策運営の骨組みを変えることになってしまう。

2006年4月以降の展望レポートでは、経済・物価情勢について「最も蓋然性が高いと判断される見通し」に沿って景気拡大が続くならば、利上げを対応させていくというシナリオであった。だから、日銀は政治的に追い込まれようとも、利上げに理屈上の支障がなく、粛々と自分の論理で政策を進めることができた。しかし、米国経済の行方が不透明に変わり、フォワードルッキングで考えて、未来の経済の姿が利上げを織り込まない前提に変わると、年内・年度利上げは厳しくなる。当面の焦点は、9月18日のFOMCと、翌日9月19日の金融政策決定会合（含む記者会見）で、福井総裁がどのように政策運営に関するメッセージを送るかである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。