

ゼロ金利制約の突破を考える F R B

発表日：2008年12月8日（月）

～量的緩和時代の日本と同じ点と異なる点～

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

バーナンキ議長には、短期金利がゼロ近辺まで引き下げられた後、何ができるかを問われている。F R Bのオペは、財政政策のエリアにまで踏み込んで、信用リスクを低下させる方向に進もうとしている。ただし、米国の事情は、日本の量的緩和政策が相当にデフレ状況に陥った後で導入され、インフレ目標を併用していたときの状況とは異なる。米国で進められる「量的緩和政策」は、日本のものとは異なる枠組みになるだろう。

念頭にあるのはゼロ金利制約

バーナンキ議長の金融政策が注目されている。米国の政策金利は、12月15・16日のFOMCで▲0.50%の利下げに踏み切れば、残りが0.50%になる。金利誘導の残りが僅かであることは、金利がゼロになると金融政策が身動きできなくなるという印象を与える。だから、バーナンキ議長としてはそれを見透かされないように、金融政策にはまだ手段が数多くあることをあえて強調することになる。

そうした問題意識に対して、バーナンキ議長は、最近の講演でヒントを与えてくれた。12月1日のオースチンでのバーナンキ議長の講演は、短期金利の利下げを使い尽くした後でも、金融政策には流動性供給やそのための担保資産の緩和、長期国債など債券買い切りによる長期金利低下などの多様な効果が見込めると語っている。

このところ、F R Bは、11月25日に最大8,000億ドルの金融対策を発表するなど、利下げ以外のルートでの緩和効果をどう見出すかを模索している。住宅公社（G S E）の発行債券・保証する住宅ローン債券をそれぞれ最大1,000億ドル、5,000億ドルほど購入するほか、消費者ローン・中小企業向けのローンを用いた資産担保証券に最大2,000億ドルの資金供給を決めた。こうしたオペ手段の多様化は、今のところバーナンキ議長が、利下げを使い尽くした後でも、それとは別に活用できる緩和手段の一例と言えるだろう。

リスクプレミアムへの挑戦

伝統的な金融政策運営は、流動性供給はできても、信用リスクを人為的に低下させることには限界があるというものである。確かに、非常事態には中央銀行は最後の貸し手機能を発揮するが、その意味の多くは一時的なアナウンスメント効果に過ぎない。金融機関の損失に対しても、日銀特融のような緊急融資は財政資金が用いられる前段階のつなぎ資金であり、流動性対策の色彩が強い。金融危機の状況下では、信用リスクに影響力がどこまで行使できるかが、金融政策の課題になる。

筆者の見解では、危機時の金融政策は財政政策との境界線が明確ではなくなり、財政当局との協調行動を採ることと影響力を高めることになるかと考える。その点、F R Bの金融対策では、最大2,000億ドルの資産担保証券の支援のところに、そうした財政政策との協調を見出せる。すなわち、このスキームは、1年という比較的長い期間で資産担保証券を買い取り、その期間内に損失が生ずればノンリコースで損失部分を公的資金が穴埋めする。F R Bは、不良資産救済プログラムの公的資金枠の中から200億ドルを引き出すかたちで穴埋めに用いることを財務省との間で承認してもらっている。この資金供給は、資産担保証券の格付けをAAA格と厳選している点で財政負担を負いにくいように工夫はしているが、実質的には不良資産救済プログラムとして活用した財政政策である。

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。

この仕組みが優れているのは、資産買取りでネックになる資金回収の実務的負担をFRBではなく、オペに应じる金融機関が負っている点はないだろうか。仮に、FRBや政府が不良債権を買取れば、彼らがサービサー機能を持っていなければ資金回収ができず、ハンドリングコストが割高になる。資産査定、資産管理の手間もかかる。税金投入の必要額の説明責任をかぶることにもなる。だから、資産担保証券の損失確定を、オペに参加する金融機関が担うとすれば、不良債権買取の問題点をうまくカバーできる。11月中旬に不良資産救済プログラムを使って、財務省が資産買取りを原則としてしないことを表明したもの、実はそうした実務的問題があったからなのだろう。

なお、FRBは、このほかにも、信用リスク対応に近接したオペを用意している。10月7日に決めたCP購入である。この仕組み(CPFF制度)は、FRBが特別目的機関(SPV)を創設し、FRBがその特別目的機関に企業が発行するCPを買い取るための流動性供給を行うというものである。CP発行で資金調達をしていた企業・金融機関が市場の機能不全を背景に、資金調達難に陥っているのをこの仕組みは緩和することが狙いである。

さらに、FRBは10月21日に解約が殺到して資金流出が続くMMFに対して、特別目的機関を創設し、その特別目的機関がMMFから運用資産であるCDやCPを買い取ることで流動性供給を行うことも追加した(MMIF制度)。FRBは、その特別目的機関に最大5,400億ドルの資金を融資し、高格付けで90日以内のCPなどを取得する。両制度ともに、FRBの流動性危機に対する介入を目的としたものであるが、CPがリスク性資産である点で、損失を覚悟した対応に踏み込んだものであると言える。

FRBの量的緩和政策

12月1日の講演でバーナンキ議長がゼロ金利制約に対する対処法を示したために、「FRBが量的緩和政策への移行を示唆した」という見方が一気に広がった。だが、2001～2006年の日銀の量的緩和政策を詳しく知っている私たちからみれば、人々が何をもって「FRBも量的緩和」と言っているのか疑問を持たずにはいられない。今までとは異なる金融政策を総称して、シンボルとして「量的緩和政策を実施する」と言っているのでは、議論があまりに曖昧すぎる。単に、流動性供給を積極化させるのであれば、すでに実質的な量的緩和は実施されている。今は、金利メカニズムが麻痺しているため、結果的に流動性供給が機能不全の結果として金融市場に積み上がっているだけの状態である。

量的緩和政策は、少なくとも政策目標・操作目標を量的に切り替える措置でなくてはならない。過去、FRBには、1979～1982年にかけて、操作目標として金利から非借入準備に切り替える量的操作を行った経験がある。もっとも、これは量的緩和ではなく、量的引き締めであった。奇しくも、それを実行したポール・ボルカー元議長がオバマ次期政権で政策スタッフに加わることが決まっている。今後は、何に操作目標を置くのかがまずは注目点になる。

はっきりと知りたい論点は、以下の通りである。FRBが日銀方式で当座預金残高ターゲットを設定するのか。日銀がやったように擬似的インフレ目標を併用するのか。また、バーナンキ議長は、ブルーデンス政策との関係をどう考えて、流動性供給を組み立てていくか。そして、信用リスクのために財政当局から新しいバックアップを得るのか、といった点である。

一方、今のFRBについて、単純に量的緩和時代の日銀と重ねて考えてしまいがちであるが、90年代末や2001・2002年の日本と米国は異なっていることには留意をしておきたい。かつての日本は、消費者物価の伸び率がマイナスに転じて、デフレ・スパイラルのリスクがあった。今の米国は、短期金利はゼロ近辺であるが、消費者物価は前年比3.7%（除く食品・エネルギーで2.2%）とまだプラスの伸びである。これは、実質金利が高止まりする状況ではなく、FRBはむしろ実質マイナス金利で臨んでいる。また、米国経済についても、実質金利がプラスになって信用収縮に拍車がかかるという、どうしようもないデフレの悪循環に陥っている訳でもない。

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。

F R Bが金利水準をゼロ近辺まで引き下げているのは、政策金利を中立金利以下に引き下げること、金融システムの損害を間接的な所得移転で補填しようという意図であろう。過去にもF R Bがテーラールールよりも低い政策金利誘導を行ったときは、金融システム対策を念頭に置いていた。

金融システム対策・住宅ローン債務者対策ということでは、F R Bは長期金利低下を望んでいるだろう。日本の量的緩和では、消費者物価のコミットメントが時間軸効果という期待形成を担い、イールドカーブに押し下げ作用をもたらした。F R Bは、過剰債務者が抱えたローン負担を、低金利融資で借り換えることで、徐々に解消することにメリットを見出すであろう。

ここで、F R Bが取り組もうとしている量的緩和の論点についてまとめておくと、

- (1) 大量の流動性が短期金融市場に溢れているという意味では実質的に量的緩和であるが、現状、まだ量的指標を操作目標には置いていない。量的緩和政策への移行は、操作目標の変更を伴って初めて形式的な量的緩和政策とみなされる。
- (2) 日本との最大の相違は、デフレであるか否かである。米国はF R Bの利下げができなくなっても、すでに実質マイナス金利である。プラスのインフレ目標を掲げて、経済主体の期待形成を劇的に刺激しなければならないという苦境には陥っていない（かつてクルーグマンが提案した実験的なインフレ目標は採用しない）。
- (3) 過剰債務処理を間接的にサポートするためには、イールドカーブを押し下げて長期金利低下を促すことをF R Bが望む可能性はある。F R Bは長期金利低下を効果的に演出するために、何らかのかたちで時間軸効果を採用すると考えられる。

課題はドル価値の安定

最後に、F R Bの金融政策には、アキレス腱があることを指摘しておきたい。今回の証券化バブルの崩壊が最も厄介なのは、大規模な財政拡張を要請し、積極的な金融緩和を求めている点で、その副作用として通貨下落圧力を持っていることである。

かつての日本の量的緩和政策の下では、円安を容認することができた。一方、今の米国は、経常赤字国であり、対外ファイナンスの持続性を保持する必要があるので、ドル減価を人為的には進めにくい立場にある。思い切った景気刺激策を打つことは不可欠であるが、それが人為的インフレ政策になると、ドルは対外的価値を低下させざるを得ない。

このジレンマに陥らないようにするには、米国が金融・財政政策を用いてドルの収益性を回復させることが肝要である。シンプルに景気回復に成功すればドル安にはならない。これは、流動性の流れが、安全資産だけに吸収されず、ある程度リスク性資産にも回るということである。「流動性の罠」と呼ばれる状態に陥れば、信用リスクのある資産に資金が回らず、質への逃避が続くことになる。その場合には、民間部門の資産収益率は回復せず、ドル下落を容認してしまう。

そうした副作用を考えると、米国のポリシーミックスは、金融政策よりも財政政策を動員した方が潜在的なリスクが小さいようにも感じられる。財政政策は、実物資産の期待収益率を上昇させ、信用リスクの低下にも作用していくからである。金融政策も、時間軸効果であればよいが、インフレ容認的な期待操作をすると、リアル資産収益率には結び付かないという不確実性を伴う点で、危険が大きいと思える。