

中央銀行の新しい取り組み

発表日：2012年1月24日（火）

～金融政策はジャパナイゼーションから逃げ切れるか～

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

金融政策は短期金利の引き下げ余地が乏しくなり、限界的な緩和効果を探る試みを行っている。ECBは3年物の無制限資金供給オペを導入し、FRBは政策金利の見通しを公表することを決めた。これらは、時間軸効果を働かせる点で共通している。もはや将来の金融政策に対する予想に通じて、長期金利を押し下げることしか政策効果を高めようがないという限界に挑戦するものでもある。

ECBとFRBの新しい試み

欧米経済が、日本化（Japanization）していると言われる。債務問題が重石になって、景気刺激策は効かなくなり、経済低迷が長期化していく現象である。この日本化には、様々な断面があるが、ここではその象徴的事例として、金融政策の無効に絞って考えたい。日銀の悩みになぞらえて言えば、非負制約などに直面して、「もはや短期金利を引き下げてもこれ以上に追加的緩和効果を発揮できない」ことが、金融政策における日本化の現象である。

一方、日本化と言われても、欧米の中央銀行が手をこまねいている訳ではない。ECBとFRBはそれぞれに日本化しないために独自の新しい試みに足を踏み出して、緩和効果の開拓に挑戦している。本稿では、まず、ECBの3年物の無制限資金供給オペ（LTRO、Long Term Repo Operation、以下長期オペと略す）を取り上げ、次にFRBの政策金利見通しの効果を考えてみたい。

ECBの3年物無制限資金供給オペ

2011年12月8日にECBは、ドラギ総裁になって初めての理事会で、利上げと3年物の長期オペの導入を決定した。やや地味に聞こえるが、この長期オペはバズーカ砲になぞらえられるくらいの「お化け」オペである。利下げした政策金利1%で、応募した金融機関に対して、固定金利で3年間も据え置きで、無制限で貸し出すところに凄さがある。かつて日銀が、2008年12月に開始した企業金融支援特別オペはモンスターオペと呼ばれた（2010年3月末まで）。企業金融支援特別オペは、期間は3か月だったが、担保の範囲で無制限に資金供給に応じる無制限のオペだった。

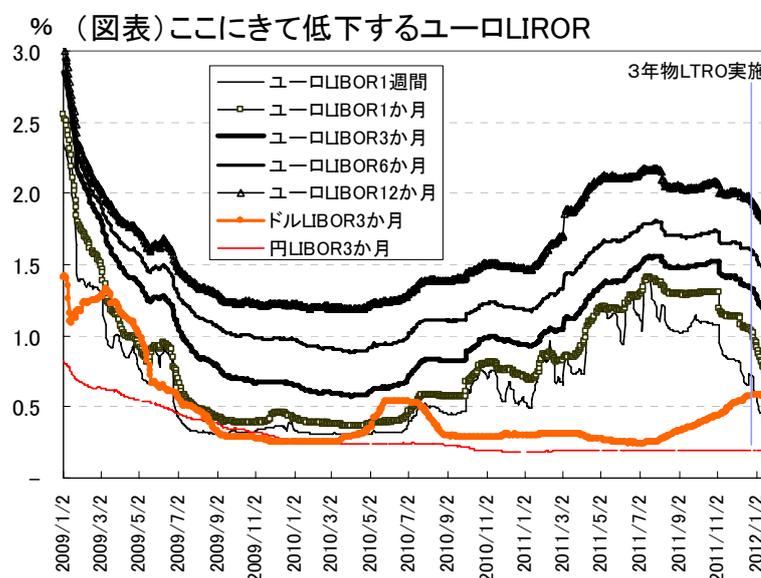
ECBの長期オペは、日本のモンスターオペを遙かに凌ぐ内容である。初回12月22日の応札では4,891億ユーロ（約49兆円）だった。一気にこれだけの資金が供給されることは、潜在的な資金需要をごく短期間に顕在化させることができる無制限供給ならでは威力である。そして、3年もの長期間で資金供給をすることは、金融機関の資金繰り不安を3年間も面倒見ることができる。

この資金は、欧州金融機関の発行債券などの償還資金に備える目的もあって、今のところはECBの当座預金における超過準備残高を膨らませている。金融機関は、自前で市場調達をしなければいけない資金を前もって賄えたので、償還資金に回る部分についてネットアウトして評価することは必ずしも正しくはない。

むしろ、金融機関には、金融不安を背景に予備的動機が高まっている。そのニーズをすべて満たしてやることは、資金逼迫を完全に消すという麻醉効果を及ぼす。欧州金融機関にとっては、市場から調達すべき資

金を ECB 資金に振り替えることで、短期金融市場におけるリスクプレミアムを見えなくすることができる。実際に、ユーロ LIBOR 金利は低下が急速に進んだことは、クレジットリスクに緩和作用が効いていることを表している（図表）。理論的には、3年以内のイールドカーブをフラット化させて、市場の流動性不安を解消させるものである。解釈としては、3年物の長期オペは、量的緩和+時間軸政策の効果を発揮しているという意味合いになる。

ところで、この長期オペが始まった当初の頃は、3年物1%の調達で、イタリアなどの長期国債を購入するキャリー取引はあまり進まずに、金利低下効果が乏しいという見解が目立っていた。しかし、国債の保有動機は別のところで働く。それは、担保資産のメリットである。無制限供給とは言っても、金融機関は ECB に差し入れている担保資産の範囲でオペ資金を取り入れることになるので、債券含み損を抱えるリスクがある一方で、担保資産のメリットを及ぼす。



この点は、今後、ECB が担保資産の条件緩和を通じて、金融機関の保有動機を刺激する信用緩和効果を及ぼす余地でもある。ECB は、担保の範囲を緩和したり、ヘアカット率を調整することで、さらなる信用緩和を進めることができる。

ECBは何を狙っているのか

ECB の擬似的な量的緩和は何を狙っているのだろうか。整理すると、まずは①金融不安対策である。次に、②3年間という時間軸で、それに反応する資金需要をなるべく短期間で掘り出すという「資金需要の前借り」の効果。日銀も同じことを実施したが、ここまで大胆ではなかった。そして、③キャリー取引や信用緩和を通じて、金融機関のリスク性資産の取得拡大を促す効果である。

デメリットを挙げると、将来、金融機関の ECB 依存体質から抜け出して、金融不安前のようにうまく正常化できるかどうかということがある。この点は、ECB が欧州財政問題が長期化して、しばらく正常化は難しいという現状認識を背景に、あまり副作用を意識しなかった可能性がある。つまり、優先順位として、欧州国債の取引が正常化するまでにかかる時間をなるべく短期化することを目指しているのだろう。

また、ECB にとっては、ECB が ESM などに資金供給をして財政支援を行うべきだという財政ファイナンス論を念頭に置き、現在の長期オペを活発に利用する方が筋が悪くないと考えたのだろう。

もうひとつの副作用は、ユーロ安の助長である。ECB の供給する過剰流動性は、ドルや円などに組み替えられて、ユーロ売り圧力へとつながる。実質的な通貨切り下げになりかねない。ただし、ECB の資金供給がずっとユーロ安を引き起こすかという点、必ずしもそうではない。足元でも、ユーロ安は不安の衣服によっていくらか戻ってきている。今後、ユーロ安によってドイツなどの輸出が刺激されて、経済成長率が上がってくれば、さらにユーロは反転上昇するだろう。

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。

FRBの政策金利見通し

FRBもまた、1月25日のFOMCから、FOMCメンバーの政策金利の見通しを年4回のペースで公表する試みを始める。1月20日に発表されたフォーマットでは、(1)2012～2016年にかけてFFレートを変更するタイミングについてメンバー数を示すとともに、(2)2012～2015年末、さらに長期的について、メンバーがどのくらいの金利水準を想定しているかが示される。

この政策金利の見通しは明らかに、時間軸効果を通じて長期金利への影響を強めようという意図がある。現在、FRBは2013年半ばまではゼロ金利を維持することを表明している。FRBが追加的対応を採ろうとしているのは、ゼロ金利の維持を2013年半ばまで行う表明だけでは時間軸効果が不十分なので、政策金利についての柔らかい見通しを対外的に見せることで、期待形成を強めようとしているのだろう。

筆者が予想するのは、FOMCの多数のメンバーが2014年以降もしばらくはゼロ金利が続くという見方を共有している姿である。長期的な政策金利についても低いFFレート的水準で示され、利上げに対する不安感が極力抑え込まれて、ゼロ金利の長期化と中長期的な緩和スタンスを織り込ませることになるだろう。

もうひとつ、FRBがこうした新手のツールを出してきた裏側には、金融市場にあるQE3への待望論を暗に牽制したいという思惑もあるのだろう。つまり、国債の買入金額をどんどん膨らませるタイプの緩和政策では、刺激の経路が不確かであり、かつ長期金利をうまく制御できない難点がある。多くのFOMCのメンバーは、きっとQE3には懐疑的な見方をしているのだろう。それに対して政策金利の見通しは、もっと不確かさのないツールになりうる。

半面、政策金利見通しというツールが怪しいのは、足元の景気見通しで金利観がかえって揺さぶられる問題である。現時点では、2014年以降の金利予想に関しては、金融緩和を継続するシナリオであろう。しかし、現在の景気認識がにわかに変われば、2014年以降の予想ががらりと変わって、長期金利は上昇し始める。つまり、このツールが自作自演で期待形成に働きかける信頼の置けないシロモノだと見透かせば、政策効果はなくなってしまう。いわゆる時間非整合性の問題について、政策金利の見通しが有効性を担保され続けるかには疑問がある。

金融政策は何に働きかけようとしているのか

金融政策の限界に対して、短期金利を上げ下げするだけではなく、先々の金利予想に働きかけることで、中長期金利にも影響を与えようという発想が、欧米中央銀行に共通する対応である。欧州の場合は、金融不安を抱えているので流動性対策の面で威力が大きい。

こうした期待形成への作用は、金融機関のクレジットリスクに対する抵抗感を和らげることに間接的な影響しか及ぼしえないことは想像に難くない。再び、クレジットリスクへの過度の警戒感が起これば、流動性の罍の状態に陥る。だから、新しい試みが必ずしも日本化の流れからの脱出をにわか成功させるとみることとはできない。

所詮、ECBの無制限の長期オペは、多少なりとも投資機会に前向きになる余地があれば、それを掘り起こせる工夫に過ぎない。その余地は、経済の体温がまだ暖かい頃の方が大きいはずである。そこを狙っての資金供給である。

FRBの政策金利見通しも、金融市場の見方に対して、FRBがより慎重な政策運営を念頭に置いている場合にのみ、政策効果の余地がある。その点、FRBはハト派のふりをすることで、民間の予想を裏切って投資促進を促せる。こうした駆け引きは、中長期的には成り立たないのだろうが、現在の局面が閉塞化しているときには一時的に効果を上げるだろう。

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。

最後に、日銀はこうした欧米中央銀行の挑戦をみて、何を思っているのだろうか。

FRBのような政策金利見通しを日銀が発表しても、おそらく、うまく機能しないであろう。なぜならば、将来の利上げ予想を率直に示せば、あからさまに政治的圧力にさらされるからだ。そうした圧力をかわそうという組織力学が働けば、低金利をひたすら長期化する努力をみせるだけの決意表明のツールに変わってしまう。あまり合理的に使いこなせないから、日銀の運営にはなじまない。

一方、日銀には、欧米中央銀行の試みをみて、焦りもあるだろう。日銀の時間軸が、今にしてみれば、短くなっている印象があるからだ。日銀は包括緩和の継続期間を2012年末までとしている。包括緩和政策を担う資産買入基金については、2012年末に買い入れを止めて、長期債の償還目途が2014年末までになっている。今後、景況感が悪化すれば、2012年末の期限をさらに1年ずらして2013年末にする方法が検討されるであろう。

いずれにしても、日銀の政策効果は日本経済への好影響としてごく僅かなものでしかない。現在、最長1年のオペ期間を延長し、さらに無制限方式にするというECBに近似した手法もあるが、それを金融不安ではない日本で行うと、短期金融市場では期間ごとの自然な金利形成がなくなってしまう。日銀はそれを好まないであろうし、すでに極端に平坦化した日本の短期金利を押し下げる効果も乏しい。日本の問題は、経済が正常化してもリスクテイクに慎重な金融行動にある。投機を煽って、リスクテイクを促すことが、正常な金融仲介を取り戻すことにつながらないところが難しい。

日銀は、欧米の中央銀行の奮起をみて、彼らとはやや違った手法を考え出して、金融緩和の限界的な余地を独自に探るしかない。