

FRB 出口戦略の基本スタンスについて

2010年2月10日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

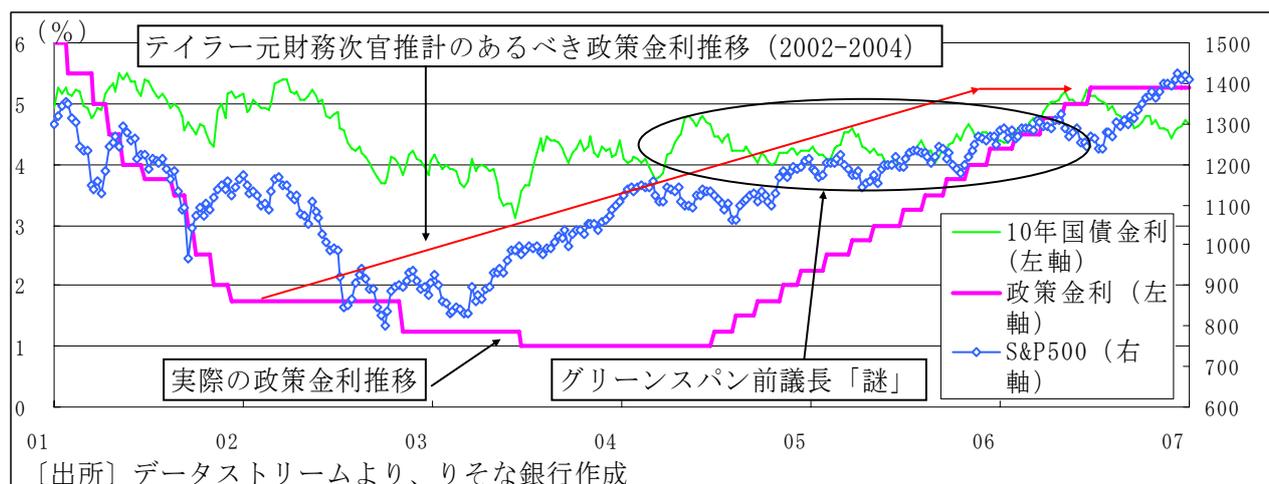
FRB のバーナンキ議長（以下、議長）が米国議会で再任され、2 期目の4 年間で2 月1 日から始まった。2 期目の重要課題は、リーマン・ショック後の危機対応を中立型に戻す出口戦略と金融規制改革だ。

出口戦略に関連して1 月3 日に議長は、バブル崩壊後の金融政策のあり方に関する講演を行った。本稿では、まず議長の公演内容を紹介しつつ住宅バブル生成の原因を金融政策に関連付けて考察する。次に、リーマン・ショック後の財政政策を含む危機対応の全体像を俯瞰し、最後に FRB の金融緩和政策の出口戦略に向けた基本スタンスを展望する。

1. 住宅バブル生成の原因と議長講演のインプリケーション

住宅バブル生成の原因には、有力視される2 つの見方がある。1 つは2007 年8 月にカンザスシティ一連銀主催のシンポジウムでテイラー元財務次官が示した研究だ。同氏は、「テイラー・ルール」と本人自ら命名した政策金利決定の定量モデルを用い、2002 年から2006 年に至る実際の政策金利が、あるべき水準よりも低すぎたとする説を示した（注1）。この説によると、あるべき政策金利は、実際より1 年以上早い2002 年初頭には利上げが開始され、図表1 のオレンジ色の線のように推移した。もう1 つは、同時期に世界の多くの国で住宅バブルが発生した事実から、国際金融の大きな枠組みで生じた貯蓄・投資バランスの不均衡により米国など主要国の長期金利が長く低水準に留まった点に原因を求める説だ。当時、米国の長期金利が過去のパターンと異なりほとんど上昇しなかった現象を当時のグリーンSPAN 前FRB 議長が「謎」と表現したのは有名な逸話だ。いずれも低金利に原因を求める考え方だ。

図表1 2002-06 年のFRB の金融政策運営



しかし1 月3 日に議長は、こうした説に反論する「金融政策と住宅バブル」と題する講演（注2）を行った。講演の骨子は、当時のFRB の低金利政策の正当化、住宅バブル生成におけるFRB の低金利

政策の責任を否定、の2点だ。

まず低金利政策の正当化について議長は、「2002-03年の積極的な金融緩和は、2つの考え方に基づく。第一は、景気後退は2001年には終わっていたが、その回復力は2003年後半に到るまで極めて弱く雇用の増加を伴わなかった。第二に、金融政策はデフレ懸念を勘案したものだ」と述べた。正当化の論拠として、当時存在したデフレ懸念（注3）を先のテイラー元財務官と全く同じ定量分析手法のフレームワークに変数として取り込むことで、実際の政策金利の推移が定量モデルで得られるあるべき政策金利と大きく乖離していない、との分析結果を示した。そのインプリケーションは、一般論としての平時の金融政策のあり方ではなく、特にバブル崩壊後の金融政策のあり方で、デフレ懸念が残る場合は出口戦略（当時この言葉は一般的ではなかったが）を急ぐべきではないという考え方だろう。背景にあるのは、バブル崩壊で資産価格が大幅に下落すると、逆資産効果や金融機能の低下により、強いデフレ圧力や景気の二番底のリスクが生じるという考え方だ（注4）。

次に住宅バブル生成については、「住宅バブル生成の原因を金融政策や広いマクロ経済環境に帰するのは難しい」「新型の住宅ローン（頭金なしのタイプなど）は極めて重要で、住宅バブルの生成は主にこれで説明可能だ」「住宅バブルに対処する最良の方法は、金融政策ではなく規制強化だ」と述べた。住宅バブル生成における金融政策の責任を否定したわけである。こうした発言のインプリケーションは、マクロ政策とミクロの業界対応の峻別が重要で、金融政策はマクロ経済政策の一環であるべきで、ミクロの業界対応は業界の監督官庁が司るべきだという考え方だ。

議長の講演は、様々な反響を呼んだ。主要メディアには著名人による賛否両論の投稿が多数寄せられた。総合評価としては、1月14日のウォール・ストリート・ジャーナル紙が81人の金融実業界及び学会のエコノミストを対象に実施したサーベイ調査が、ある意味で結果を示していると考えられる。結果は、金融実業界では42人が議長を支持したのに対し12人が不支持、学会では13人の支持に対し14人が不支持だった（注5）。結論的に言えば、議長の主張が金融政策運営の実務として容認されたとみてよいのではないか。

次に、議長の主張の本質であるバブル崩壊でデフレ懸念がある場合の金融政策のあり方を検討する。

2. バブル崩壊後の金融政策のあり方

繰り返しになるが、1月3日に議長は当時の低金利政策を正当化して「2002-03年の積極的な金融緩和は、（中略）金融政策はデフレ懸念を勘案したものだ」と述べている。デフレ懸念を勘案するなら、なぜ低金利政策が正当化されるのだろうか。バブル崩壊後の景気回復の特徴は、企業と家計のバランスシート調整を伴う点にある。具体的には、住宅など不動産価格の下落による逆資産効果、債務返済により上昇する家計貯蓄率、同じく債務返済による企業のバランスシート修復、またそのための所得分配率のあるべき水準からの乖離、金融機関のリスク許容度縮減による金融機能の低下、等だ。金融政策の出口戦略は、こうした要因が相俟って景気の二番底やデフレのリスクが残る状況下で遂行されるのである。

近年の経済史におけるこのような状況下での金融政策の実例は、1920-30年代の世界大恐慌や1990年代の日本などわずかしかない。現代的な管理通貨制度が確立した後という意味では、1990年代の日本だけだ。その日本について、FRBは2002年7月に「デフレ防止策について 1990年代の日本の経験の教訓」（注6、以下、「日本の教訓」と題する調査研究レポートを発表している。これは、バブル崩壊後の政策対応のあり方をデフレと関連付けて分析、日本の経験から一般論としての教訓を引き出すとする調査研究の嚆矢と位置づけられるものだ。重要なので結論を要約して抜粋しておこう。

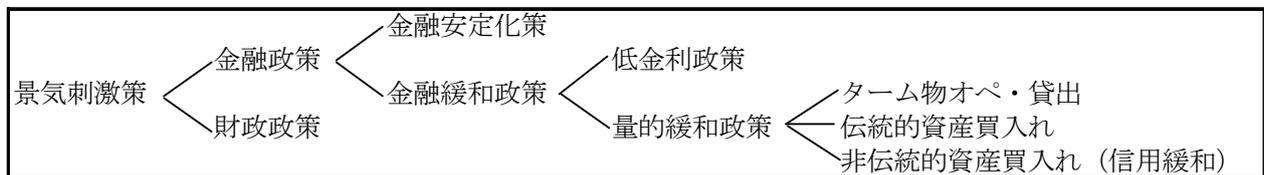
「デフレの諸症状を事前に予見するのは困難かもしれないが、量的に十分な緩和策を実施して景気刺激を素早く行えば、デフレの可能性を最小限に抑えることができるだろう。デフレのリスクが高い場合には、標準的な予測で求められる水準を上回る刺激策が取られるべきである。こうした対処方法は、デフレとインフレではリスクの性質が非対称であることに起因する。景気刺激効果が強すぎて（インフレになって）も、後からは是正することが出来る。しかし、景気刺激効果が弱いためにデフレに陥れば、（名目金利はゼロ以下に引下げられないため、実質金利の高止まりにより）金融政策の効果は大きく損なわれてしまう。」

特に重要なのは、インフレは後からは是正することが可能だが、デフレは後からは是正できないかもしれない、という点にある。従って、デフレは断固として阻止しなければならない、という結論に至る。為替相場の面で利下げが通貨価値の下落を通じてデフレ解消に寄与する伝達経路も勘案されている（注7）。この結論を実践したのが2002-03年のFRBの低金利政策で、1月3日の議長発言「2002-03年の積極的な金融緩和は、（中略）デフレ懸念を勘案したものだ」の意味は、ここにあるとみて良いだろう。

3. リーマン・ショック後の危機対応策の全体像と出口戦略の優先順位

出口戦略は、景気回復のベクトルと歩調に合わせて実行されなければならない。引締めが遅れば景気過熱でインフレ、早すぎれば景気腰折れで二番底やデフレを招く。経済史はこうしたリスクの顕在化の実例に彩られている。まずリーマン・ショック後の危機対応の全体像を俯瞰しておこう。

図表2 リーマン・ショック後の危機対応の全体像



出所：各種報道より、筆者作成

危機対応策は、景気刺激のための財政政策、金融市場安定のための金融安定化策、景気刺激のための金融緩和策に大別できる。出口戦略は、こうした危機対応策を中立型へ戻すことを意味する。ここでは金融安定化策の詳細に立入らず（注8）、現行のFRBの金融緩和策を図表2に即して確認しておく。

現状の金融緩和は、低金利政策と量的緩和策の組み合わせである。低金利政策は一般的な金融緩和だが、コア・ベースの物価上昇率（4ページ図表4）が2%弱で政策金利が0～0.25%であれば、実質金利は大幅なマイナスだ。超低金利政策とも呼ばれる所以だ。量的緩和策は、中央銀行が市中銀行に必要以上に資金を供給することで過剰な準備預金を持たせる政策だ。その資金供給方法は主に3つある。FRBによるターム物オペや貸出、長期国債のような伝統的資産の買入れ、モーゲージ証券などの非伝統的資産の買入れだ。長期国債のような伝統的資産の買入れは、需給の改善を通じた長期金利の引下げ効果を持つ。モーゲージ証券などの非伝統的資産の買入れも需給の改善を通じた金利の引下げ効果に加え、住宅ローンの組成などプライマリー市場の活性化をもたらす。非伝統的資産の買入れは信用緩和とも呼ばれるが、金融部門から民間企業部門などへの資金（信用）の流れをスムーズにする呼び水のような効果がある。信用緩和は、FRBが金融資産を直接買入れるパターンだけでなく、証券化商品を買入れ

る投資家に資金を貸し付ける TALF と呼ばれるスキームもある（注9）。

出口戦略遂行においては、優先順位がある。財政政策と金融政策では優先順位は明確だ。これは昨年11月に英国で開催された G20 で IMF により提示された出口戦略の7原則（注10）において「例外を除き最優先すべきは財政再建だ。正常化が必要な場合、金融政策はより柔軟に調整できる。」と確認された。この原則に反する例としては、新たな減税を導入しつつ利上げを実施、などがあげられる。オバマ大統領は1月27日の年頭教書で、2010年度は景気刺激型の財政政策運営、2011年度（2010年10月以降）は特定の政策支出の伸びを一定期間凍結するなど緊縮型の財政政策運営とする方針を示した。原則として財政政策の出口戦略は金融政策に優先するので、差し迫ったインフレやスタグフレーションの懸念等が無ければ、金融政策の本格的な出口戦略は2010年終盤以降ということになるだろう。

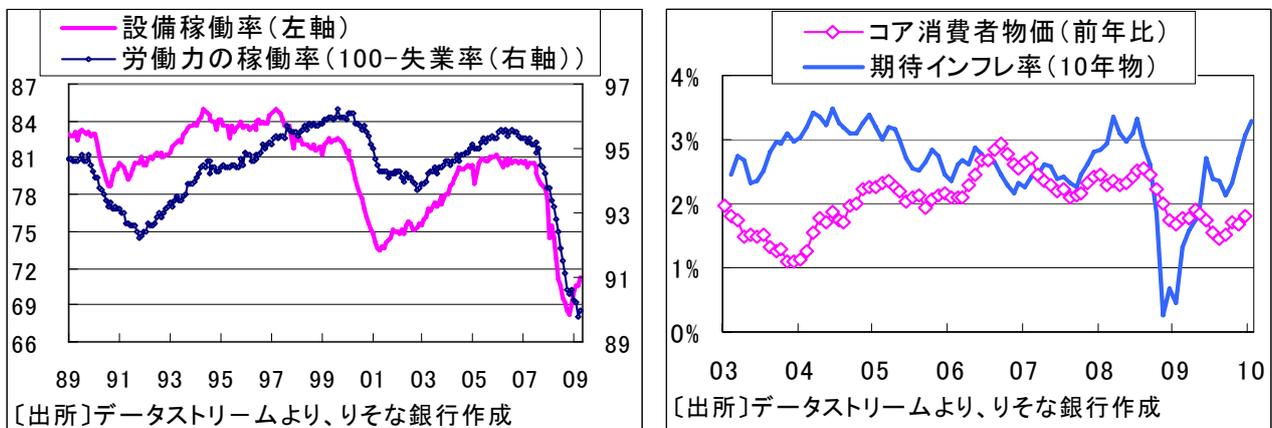
問題は金融緩和政策の出口戦略だ。というのも、リーマン・ショック後の危機対応で先例の無い様々な手法を導入したため、出口戦略で何をどういう順序でどの程度のペースで進めるかについて、コンセンサスが存在しない。FRBは、市場との対話を進めながらコンセンサス形成を進め、それを景気のベクトルに合わせる形で遂行すると見込まれる。ここではその詳細に立ち入らず、大きな方向性である基本スタンスを展望する。

4. 結論：FRB 出口戦略の基本スタンス

今後の FRB の出口戦略は、戦後最大級のバブル崩壊を受けた企業と家計の大幅なバランスシート調整を伴う景気回復局面で遂行される。1月3日の議長講演の意図は、その意味を再確認させるものだったと見てよいのではないか。政策手段の各論では、現状の金融緩和が低金利政策（短期の政策金利）と量的緩和政策（信用緩和）の組合せなので、操作変数は短期の政策金利と準備預金量（信用）の2つだ。

まず短期の政策金利では、1月のFRBの金融政策に関する声明（注11）にヒントがある。声明では、政策金利を例外的な低水準に長く据え置く要件として、生産要素の余剰（設備と労働力の低稼働率）、抑制された物価の傾向、安定したインフレ期待、が挙げられている（注12）。逆に言えば、これら変数に有意な変化が無い限り、足元のFRBの金利に関する基本スタンスは維持されると見て良いだろう。現状は、マインドで動く期待インフレ率がやや高い水準にあるが、他は安定している。但し、政策金利の位置づけが準備預金に対する付利制度が導入されたため従前と同一ではないことは、注意を要する。

図表3、4 生産要素の余剰度合い、物価とインフレ期待の動向



次に量的緩和（信用緩和）は、長期金利と信用緩和の2つの面に影響を与えると考えられる。長期金利に対しては、FRBによる証券の買入れの停止、あるいは既に入れた保有資産の売却、の2つが影響を与える。これまでFRBの金融政策は、翌日物金利を操作変数とし、期待インフレ率を介在させることで間接的に長期金利にも影響を与えてきた。しかし今後は、長期金利を操作する直接的な手段を有することになる。だが基本的な考え方は、期間の長短の違いがあるだけで、既に述べた短期の政策金利と同様であろう。次に信用緩和について、低金利政策との優先順位は、昨年11月に英国で開催されたG20でIMFにより提示された出口戦略の7原則（注10）で「信用市場の機能不全が残るままであれば、利上げが信用緩和に優先する必要があるかもしれない」と確認された。これは、信用緩和をミクロの業界対応と捉え、マクロの金融政策とは切り離す考え方だ。現状モーゲージ証券の買入れは3月末迄（注13）、TALFも3月末迄（CMBC担保は6月30日迄）だ。それまでに証券化商品の発行、流通市場で市場機能がどの程度回復するかがポイントだが、芳しくないのが現状だ（注14）。

並行してFRBの金融緩和的スタンスに対する批判にも目を向ける必要がある。すなわち、2000年のITバブル崩壊に対処する過程で住宅バブルを生み、住宅バブル崩壊に対処して今また何か別の新たなバブルを生み出しつつあるのではないか、という批判だ。しかし、やはりここでも重要なのが、1月3日の講演で議長が示したマクロ政策とミクロの業界対応の峻別だろう。たとえばミクロの業界対応では、金や原油など商品相場は米国でポジションの持ち高規制が導入されようとしているし、ドルキャリー取引に関しては銀行業に対しポジション規制や監督体制の強化が検討されている。だが、ミクロの業界対応だけでは難しい問題が生じたら、当局はどう対処すべきか。たとえば、私募投信（ヘッジファンド）や個人投資家など監督官庁の強い規制が及びにくい投資家による大規模な商品投機やドルキャリー取引などだ（注15）。1月3日の講演で議長は、国際規模で検討中の金融の規制強化が想定通り進まなければ、金融機関のリスクテイク行動を律するため金融政策（利上げ）で対処する意向を示した。世界で最も信用力のある基軸通貨ドル、そのドル金利が日本と並び世界で最も低水準となったことで国際金融市場に様々な現象が生じているが、それらの全ての行く末に目配りしておく必要があるだろう。

以上

（注1）カンザスシティ連銀が毎年開催する経済シンポジウムで2007年に発表された。同年のテーマは「住宅市場、住宅金融、そして金融政策」だった。テイラー元財務次官発表の分析は以下のサイト、推計されたFFレートは467ページ、チャート1にある。

http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2007/PDF/Taylor_0415.pdf

（注2）<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>

（注3）当時はITバブル崩壊でハイテク企業中心のナスダック株価指数が大幅に下落していた。世界的にも日本はデフレが深刻化、欧州では2003年5月にはECBが「ECBの金融政策戦略」を発表、CPIの参照値を2%以下から2%前後に変更すると同時にデフレのリスクにも言及し始めた時期だ。

（注4）この点については、昨年12月8日の日経新聞のFRBのクロズナー元理事に対するインタビュー記事「米、実質ゼロ金利政策1年」が理解の助けになる。日経の記者が金価格の上昇などゼロ金利政策の副作用に関するコメントを求めたのに対し元理事は、「大恐慌後の1930年代の経済政策の失敗を考えるべきだ。FRBも財政当局もバブルの懸念から出口戦略を急ぎ、厳しい景気後退に直面した。バーナンキ議長は失敗を繰り返したくないと考えており、超低金利政策の継続による米経済の回復が世界経済にとって重要と訴えている。二番底を招かないことを議長は重視している」と答えている。

(注5) 実務界と学会で評価が割れた原因について、学界には債券買取りなどでマネーサプライを増加させればデフレ脱却は自ずと可能、と考える学派が存在することが挙げられる。

(注6) <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/default.htm>

(注7) (注6) では90年代の日本がマンデル・フレミング・モデルの観点から考察されている。

(注8) 詳細は財務省の金融安定化策の出口戦略に関する昨年9月発表のレポートをご参照

「The Next Phase of Government Financial Stabilization and Rehabilitation Policies」

(http://www.financialstability.gov/latest/09142009_statusReport.html)」

(注9) 他にもMMFからABCPの買入資金を貸付けるスキーム、CPの買入れのスキームがあったが、共に2月1日に終了した。

(注10) <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/110709.pdf>

(注11) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm>

(注12) 1月26日の日経新聞は「米で需給ギャップ論争」との見出しで「ゼロ金利政策の根拠となっている米経済の需要と供給の差(需給ギャップ)を巡る論争が起きている。地区連銀のエコノミストが「ギャップは大きくない」とする論文を公表したが、米連邦準備理事会(FRB)のバーナンキ議長らは供給が需要を大きく上回り、デフレ圧力が強いとみて金融緩和路線を継続。かじ取りを誤れば、米経済の回復が遅れる事態にもなるだけに、議論が長引きそうだ。」と伝えている。他に需給ギャップに基づくインフレ率の予測では、1月19日にサンフランシスコ連銀のエコノミストが発表しているが、2010年末にかけコア消費者物価は0.5%を下回る水準へ一貫して低下すると見通しを出している。詳細は以下のHP。<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2010/el2010-02.pdf>

(注13) 2月4日にニューヨーク連銀ダドレー総裁は、金利上昇に備え買入れ期間の延長に言及した。
<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/02/04/AR2010020404363.html?hpid=topnews>

(注14) ニューヨーク連銀がこれら分野のデータを収集したサイト「U.S. Credit Conditions」を一連の金融危機後に作成、公開しており参考になる。<http://data.newyorkfed.org/creditconditions/>

(注15) たとえば先のダボス会議で中国人民銀行の朱民副総裁は、ドルキャリー取引の増大に強い懸念を示した。「ドルキャリー取引「新興国経済に大きな問題」」(1月28日、朝日ネット)

<http://www.asahi.com/business/update/0128/TKY201001280102.html>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。