

議 題 米国の金融市場と政策運営、日本の今後の金融政策をめぐる展望

開催日時 2010年4月12日<15時00分~17時00分>

出席者

内田和人（三菱東京UFJ銀行企画部経済調査室長）
 加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）
 高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）
 根本直子（スタンダード・アンド・プアーズ社マネージング・ディレクター）<欠席>
 福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
 柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）
 渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）
 井上哲也（野村総合研究所金融市場研究室主席研究員<オーガナイザー>）

主要論点

1. 米国の金融市場と政策運営

2. 日本の今後の金融政策を巡る展望

出席者による発言要旨

1. 米国の金融市場と政策運営

井上<オーガナイザー>:

・先般の米国訪問の印象も加えつつ、市場動向と金融政策の課題を整理したい。第一に、超過準備への対応は、財務省が Supplementary Funding Program (SFP) を復活したので、これに加えて利付定期預金とリバースレポで行うこととなる。FRB は利付定期預金の活用を強調しているが、GSE を対象に加えることで FF レートのコントロールを改善する点では、リバースレポの意味も小さくない。利上げ期待の下では、タム物であるリバースレポや定期預金のレートは当座預金の付利レートより高くなる予想されるが、実際の関係がどうなるかは興味深い。また、超過準備への対応を始めることで FF レートの変動が大きくなる状況に備える上では、公定歩合 (discount window) の設定も重要であるし、政策スタンスの明確化のため、少なくとも一時的には、リバースレポの落札レートや預金への付利レートを政策金利とすべきとの意見もある。

・第二に、FRBによる対応の順序 (sequencing) については、「超過準備に対応した後に利上げ」という普通の考え以外に、1月のFOMC議事要旨が示唆するように、「超過準備への対応の途上ないし最初から利上げ」との考えもある。技術的には、当座預金への付利に伴い、準備量と金利を独立して考えることが可能となったために新たなオプションが生じた。株式や為替の市場では早期利上げ論、短期金融や債券の市場では利上げ慎重論というように、市場セグメントによって利上げ時期の意見が分かれる状況は珍しくない。ただ、今回の局面では、①早期利上げ論の根拠として、資産価格インフレの芽を摘むべきという、マクロプルーデンス的意見が聞かれること、②利上げ慎重論の根拠として、財政再建下での金融

緩和維持というポリシーミックスの視点が窺われること、③早期利上げ論の立場でも、通常の景気回復期よりも回復力が弱いため、当面は慎重な利上げとみていること、といった点が特徴的である。

・第三に、FRBによるMBS買入れが予定通り3月末で停止された背景について、市場では、米国債とMBSのレート逆転といった副作用や、FRBとして「信用緩和」を続けることへの政治的な判断といった点が指摘された。また、FRBは買入れを徐々に減速するなどソフトランディングに努めたのも事実。もっとも、引続き foreclosure が高水準で推移するなど、住宅市場の改善には時間を要するとみられる。住宅市場が個人消費の自律的回復に不可欠であるだけに、MBSレートが大きく上昇すればFRBも買入れを再開するとの見方が根強くみられた。同時に、米政権がGSEへの支援内容を具体化しないことが、海外を含む投資家のMBSへの投資に悪影響を与えることを懸念する向きもあり、MBS市場の安定には紆余曲折があるとの印象（以上の内容を資料に沿って説明）。

(1) 超過準備の「不胎化」とその効果

加藤氏:

・MBSの市場売却は困難であるだけに、FRBは定期預金等によって超過準備を「不胎化」することになる。その場合、中国で、人民銀行が外貨資金の流入に対して為替介入しつつ、売出手形などで人民元資金の吸収を図ると同様な状況となる。中国の場合、こうした「不胎化」にも拘らず、市場の緩和感は強いように感ずる。

・FRBのKohn副議長も、現在は「流動性の罨」の状態なので、超過準備が副作用を生むリスクはないと発言している。ただ、超過準備が信用創造を促す状況に変わったタイミングを的確に認識する

ことは難しいし、そういう状態になった後に超過準備の吸収を始めただのでは手遅れというリスクもある。

・超過準備の「不胎化」を始めると FF レートの変動が大きくなる可能性もあろうが、FRB は、Discount Rate の引上げを通じてバンドを広げようとするなど、調整を市場メカニズムに委ねるスタンスが窺われる。これに対し、量的緩和解除の際の日銀は、Complementary Lending Facility (CLF) の金利と政策金利とのスプレッドを極めて小さく保つなど、細やかな配慮があった。

高田氏:

・日銀の量的緩和の場合には、当座預金残高の目標に関して厳格な運営が行われていたという事情が大きかったように思う。今回の FRB の場合、こうした前提もなく、柔軟性を活用する余地がある。

内田氏:

・「不胎化」された超過準備が資産効果を生むか否かは、金融機関に信用創造のインセンティブがあるかどうかによって依存する。金融規制強化の着地も不透明であるし、不良資産処理もあるので、米国でも今は信用創造のインセンティブが少ないであろうが、これらに目処がつけば状況は変わりうる。実際、中国では、預金準備率が引き上げられても、銀行は貸出を増やそうとしてきた。最終的には政策金利を引き上げないと、信用創造をコントロールできないと思う。

福田氏:

・経済学的に言えば、日銀のように超過準備を文字通り「吸収」するのと、FRB が想定するように定期預金等で「不胎化」するので、効果が異なるかどうかは、金融市場が「流動性の罠」から脱しているかどうかによって依存すると理解すればよい。ただ、現実には大量の超過準備を残したままで、利上げを進めるといって一見矛盾したことが本当にできるかは疑問も残る。普通に考えれば、日銀による量的緩和解除の際のように、まず超過準備を吸収し、それから利上げを始めることになる。

(2) 利上げの前提としての金融経済情勢

高田氏:

・この数年、米株価は第2四半期に上昇するパターンを辿ったので、今年も再現した場合、または原油価格が2008年のような急騰を見せた場合に、FRB はどう反応するか注目される。米国債でも、2年物が behind the curve のリスクを織り込む動きをみせている。こうした先読みの動きが目立つ一方、銀行貸出を含めて信用創造が回復しない中で、多くの資産でリスクプレミアムが圧縮された状況で、マクロプレーグ的な政策運営を行うことができるだろうか。

・金融危機後の世界経済が新興国に支えられている面も強いので、先進国の投資家が資金を新興国投資に向けたがるのも仕方ない。米国では、金融機関の預貸ギャップもかつてないレベルに急拡大しており、資金運用難の状況が明確になっている。

福田氏

・原油価格の上昇はグローバル・インバランスを再び深刻化させる

し、産油国が獲得した資金をどこに向けるかという点で、国際金融システムの安定性にも影響を与える。例えば、インドネシアの中央銀行総裁は自国の状況をバブルだと言っているようだ。

加藤氏:

・昨年冬にジャカルタを訪問した際には、現地のエコノミストも、現在は大量の資本が流入しているとしても、過去の金融危機の経験を踏まえると、それが逆流するリスクを念頭に置くべきとの意見を述べていた。

内田氏:

・現在は新興国バブルと言って良い状況にある。アジア諸国に加えて、ブラジルへの投資も過熱し、ブラジルのインフレ率は7%に達している。既にマレーシアやインドは利上げを始めたが、これがさらに資金流入を加速するリスクもある。このため、G20 では Tobin Tax を一時的に認めるべきとの議論もみられるし、インドネシアも、海外投資家による短期国債の保有を規制し始めた。

井上くオーガナイザー:

・経済成長率が潜在成長率をかなり長い期間に亘って上回らない限りは slackness が本格的に解消しないので、FRB は本格的な利上げに着手できないという議論も根強い。なお、米国の潜在成長率に関しては、昨年は、長らく失職した労働者のスキルや参加率の低下による悪影響を心配する意見が多かったが、足許ではこうした懸念が若干和らいだように感じた。

・米国の地域経済の疲弊は引続き深刻であるようだ。FDIC の Bair 総裁も、金融機関の破綻件数は昨年より増加すると述べている。また、地域金融機関による「追い貸し (forbearance lending)」の兆候がみられるとか、foreclosure 抑制策としての条件緩和が住宅貸付の固定化を招いているとの指摘もあった。このことは、借り手のバランスシート調整を遅らせるだけでなく、景気回復に不可欠である雇用や資本の再配分を遅らせ、経済成長の加速を阻害するリスクがあるとみられている。

福田氏:

・米国の潜在成長率に関しては、金融業や不動産業は今回の金融危機で大きく下がったとみられ、米国でのこれら産業のウエイトを考えれば、マクロ的にも無視しえない。しかし、これら以外の産業は、一時的には資金調達の問題などが生じたかもしれないが、金融危機が去れば、もとに戻ると考えることもできる。

内田氏

・米国では、長期金利がボトムから 1.5% 程度上昇したが、経済全体としては持ちこたえている。それでも、政策金利がほぼゼロに維持されているのは、家計のバランスシートや雇用の調整に伴う負担軽減が趣旨であると理解できる。従って、こうした調整が一段落した際には、大幅な利上げを行うことも可能となりうる。現在は実質金利がネガティブであるなど相当な緩和状態にあることも考えると、利上げペースが前回の measured pace のような緩やかなものになるとは限らないのではないかと。

・米国の潜在成長率は、人口要因やIT革命の効果の減退に伴って、2%程度まで低下したとの見方もある。これに対し、足許の経済指標は相当しっかりしており、これをFRBがどう理解するかは興味深い。それでも雇用調整を理由に早期利上げは不適切と主張するのであれば、マクロ的にはGDPとGNIのギャップにみられる国民所得の国外への流出といったロジックに依存する必要がある。

・米国は一極集中経済でなく、労働移動の柔軟性が高い社会であるだけに、住宅貸付とともに労働資源が固定化することの影響は無視しえない。また、中小企業の殆どは銀行借入れに依存しているだけに、銀行破綻に伴って取引関係が喪失し、信用創造が困難になることの影響も深刻である。

高田氏

・日本のバブル期には、いわゆる「3業種」に代表される企業への貸出が急拡大したが、過去10年間の米国の銀行貸出増加の1/3は個人向けである。日本では企業倒産法制も活用しながら不良資産処理に対応したが、米国の個人向け貸出の場合、政治的にも対応が難しい。こうして個人向け貸出が固定化していくことが、経済資源の再配分を阻害するリスクはあるように思う。

加藤氏

・サンフランシスコ連銀のイエレン総裁は、GDPギャップの解消は2013年ころまで後ずれするため、インフレ率はそれまでにむしろ低下するリスクが高いと述べている。こうした意見と市場の見方が大きく乖離して、インフレ期待が高まるリスクに対応する上で、FRBとしては、いつでも超過準備の吸収は可能という点を強調しておく必要があると思われる。

(3) FRBによるMBS買入れ

加藤氏:

・FRBがMBSの買入れを停止した割に、レート上昇が小幅に止まっている背景には、米国財務省が今後3年はGSEをサポートすると発言したこともあって、運用難にある米国内の投資家がクレジット・スプレッドを取りに行っている面もあるかもしれない。

・FRBによるMBSの市場売却は、レート上昇による住宅市場への悪影響のリスクを考えると現実的ではないので、FRBの主流派は、MBSを抱え続ける考えを示している。このため、FRBのバランスシートが拡大したまま利上げが進められる蓋然性が高い。

内田氏:

・MBSの市場が安定性を保っているのは、発行額がそもそも減少していることと、財務省によるGSEの優先株引受の枠が残っていることによる面が大きいに思う。しかし、優先株の引受枠も、あと2回程度の決算で使い果たすとみられることを考えると、その間に本格的な資本注入に乗り出すか、分社化のような縮小均衡を目指すのか、いずれにしても本質的解決を図る必要がある。

高田氏:

・日銀の「量的緩和」は、大半が短期資産の保有によるものであったのに対し、FRBは「信用緩和」を大規模に行った結果としてバラ

ンスシートが膨張しているだけに、その後の対応が格段に難しいということである。MBSを最終的に政府が買い取ることになれば、財政赤字が数字の上で一気に増加する結果、財政のサステナビリティに大きな懸念が生ずるリスクがある。

福田氏:

・住宅市場の安定化はFRBの本来の職務ではないが、それを金融政策でやっても大きな問題が生じていないのは、米国が「流動性の罠」に陥っているからだと理解できる。長期に亘ってこうした状態が続くわけではないので、いずれはFRBもMBSの保有を根本的に見直さざるを得ないであろう。

2. 日本の今後の金融政策を巡る展望

井上くオーガナイザー:

・日本の金融政策を展望する上での要因のうち、財政赤字のインプリケーションに関しては前回会合で議論を始めた。今回は、中長期的な物価低下圧力のインプリケーションに関する議論をキックオフしたい。日銀はデフレ阻止にコミットしており、このところ「量的緩和」的な性格を有する政策を打ち出している。しかし、景気や物価に対する目立った効果が上がりにくいだけに、政策の意図についての市場との対話は難しくなっているように見える。

・1990年代以降の日本の物価を振り返ると、①CPIは、米国と比較してサービスや耐久財の下落が大きかったし、②CGPIは、中間財や最終財の価格が安定していた一方、原材料価格が大きく上昇し、交易条件が悪化した局面があったことがわかる。1990年代の物価下落については、バブル期の過剰投資に伴うslacknessが、いわゆる「追い貸し」などによって長く維持されたことが寄与した可能性について、ある程度のコンセンサスが形成されているようだ。

・これに対し、前回の金融危機後もインフレ率が低く維持された理由には様々な意見が併存している。第一次接近としてマクロデータを眺めると、例えば、資本ストックないしその裏側にある銀行貸出残高は、一部の産業で前回の金融危機の調整が2000年代中頃まで続いたことを示唆している。労働市場では失業率上昇が目されるが、資本ストックと雇用の伸び率を比較するとlabor hoardingを示唆する面もあり、賃金上昇率に根強い下方圧力がみられることは、その代償と理解する向きもある。また、交易条件の悪化に伴う所得移転も、マクロ(GNIとGDP)とミクロ(投入産出物価)の双方から確認できる。一連のデータから物価下落に関する作業仮説を取敢えず抽出すると、①一部の産業での非効率性の裏返しとしての過剰な価格競争、②生産性上昇に伴う物価下落圧力をオフセットするはずの実質所得の海外移転、③雇用維持の代償としての賃金調整、といったものとなろう。もちろん、きちんとした結論を得るには、さらに多くの実証分析を丁寧に検討することが不可欠である。

・物価低下の経済的コストに関しては、本パネルでも以前に議論があったが、前回の金融危機の際のような“debt deflation”のリスクは少ないことは事実であろう。もっとも、実質金利の上昇による投資への悪影響や交易条件の悪化による実質所得への悪影響は、大

きさはともかく、方向としては存在する。また、マクロ的に最大の借り手である政府にとって、債務の実質負担増大というコストがある。

福田氏:

・資源配分の非効率性のリスクが、米国でも注目を集めつつあるのは興味深い。日本の方が物価下落圧力は根強いので、その理由を明らかにする必要がある。GDP ギャップの大きさだけで説明することが難しいとすれば、別の要因を追求することになる。

・物価下落の背景として構造的な要素が疑われるとすれば、金融政策の守備範囲でないことになるが、そうは考えず、日銀が対応すべきであるし、そうしないのは問題と考える人も多い。日銀としては、物価下落の理由をきちんと分析して示し、これに対する理解を得よう努力しなければ、論争の終着点はないのではないか。この間、追加緩和策を政府の要請によって続けているように見える点は、金融政策の独立性の上で問題が大きい。

・マクロ的な調整負担を軽減するための金融緩和の維持という考え方はありうるが、経済界が実際に構造調整を進める保証はない。また、政府としては、財政赤字を最終的にはインフレで調整したいという「禁じ手」への誘惑を捨てがたいことも事実であろう。

・2005年の例をみても、CGPIの方がGDPギャップに素直に反応しているように見える。もっとも、日銀がCGPIに沿って金融政策を運営するのは実際には難しいであろう。なお、日本で耐久財の価格が下落してきたことには、品質調整の効果が大きかったとみられる。品質調整自体は適切な扱いであるが、国際比較の意味で、各国がある程度統一された基準で品質調整を行うことも重要である。

高田氏:

・1970年代にインフレに関する adaptive expectation という議論があった。近年の日本では、10年以上に亘って物価下落が続いただけに、足許のインフレ率が多少上がっても、デフレを予想するマインドセットが修正されないのではないか。このことは企業の価格設定や消費行動に影響を与えるだけに、同じGDPギャップの水準でも、より低いインフレ率を導くことがありうる。なお、日本では、期待インフレ率に関する適切なデータを得にくい。例えば、物価連動債の利回りから抽出される期待インフレ率には歪みが多い。

・弊社は、市場参加者を対象に物価と経済成長率の見通しに関するサーベイを実施しているが、本年3月末時点の結果は、双方ともプラスであった。市場がこうした期待を持っているなかで、3月の金融政策決定会合で追加緩和に踏み切ったことについて、市場はその意図に関する理解を共有していない。金融政策会合の議事要旨が明らかにしたように2名の審議委員は反対されたようだが、追加緩和の理由について丁寧な説明が必要である。構造的な要因は根強く残るとか、デフレ期待の払拭には粘り強い対応が必要だといのであれば、そのことをしっかりと示すべきではないか。

加藤氏:

・今回の金融危機直後には、米国でも衣料品チェーンなどで投売りの行動もみられたが、その後は不採算店舗の整理の方が目立

つ。日本の場合は雇用を抱えているという事情もあるが、やや無謀とも見える価格競争が生じやすいように感じる。なお、インフレ期待の抽出に関しては、一般の方々にインフレ率を質問して、的確な回答を得ることは大変難しいように思う。

・物価下落に対して構造要因が大きいのであれば、日銀による新型オペの増額の意味は大きくないことになる。もちろん、他には政策面でのオプションが乏しいので仕方ない面はあろう。また、日銀は、2本の柱に即して金融政策を運営すると説明してきたが、最近の追加緩和策は、政府との関係という第3の柱とも言えるような柱に即して導入されたと見えなくもない。

内田氏:

・個人消費デフレータがマイナスになるのは、昭和恐慌以来の異例の事態である。その要因も、産業や企業の非効率性や雇用構造といった構造的要素もあれば、デフレ期待の定着もあろうし、GDPギャップのような需要不足もあるというように、様々なものが重なり合っていると考えるべきであろう。ただ、財政再建に伴って段階的な増税が行われるとか、垂直統合的な動きが多くの産業で進行し、過剰設備が大幅に調整されることになれば、物価下落圧力が一気に減退することもありうる。いずれにしても、今後も20年もデフレ基調が続く訳ではないのではないか。

・今月下旬に日銀が発表する「展望レポート」の物価見通しに注目している。先般、亀崎審議委員が講演された時点では、物価下落リスクが大きかったが、現在は、高校授業料の無償化といった特殊要因を除けば、先行性のあるCGPIの状況などをみても、財のベース効果を考慮しても、物価下落幅が縮まる可能性がある。

・Fitchがギリシャの格付けを2ノッチ引き下げたが、その理由として、財政再建策の実施が困難との見方に加えて、現在のような高い資金調達コストでは財政は維持可能との懸念が示されていた。だとすれば、日本国債の場合も、長期金利が上昇していった場合は、こうした厳しい格下げを受けるリスクがあることになる。

渡部氏:

・物価下落に資源配分の歪みが関与している可能性は興味深いし、望ましい政策も大きく変わる。しかし、特に、前回の金融危機後の局面に関してはデータの蓄積も不十分であることもあり、十分な実証分析が行われていない。また、デフレ期待の影響に関しては、通常のマクロ経済モデルでは合理的期待を仮定するが、物価予想に関するサーベイデータを組込むことでfitnessが上昇したという分析がFRBから公表されている。

3. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・中長期的な物価下落が金融政策に与えるインプリケーションについては、今回の会合で多様な論点やヒントが提示されたところもあるので、今後の会合でも適宜議論を続けていきたい。
