

議 題 QE2 後の米国の経済、金融市場と FRB の政策運営

開催日時 2011 年 8 月 5 日 <15 時 00 分～17 時 00 分>

出席者

内田和人 (三菱東京 UFJ 銀行 執行役員円貨資金証券部長)
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長チーフストラテジスト)
 翁 百合 (日本総合研究所 理事)
 加藤 出 (東短リサーチ 取締役チーフエコノミスト) <欠席>
 北村行伸 (一橋大学 経済研究所教授)
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員チーフエコノミスト)
 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)
 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) <欠席>
 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 IT イノベーション研究部主席研究員<オーガナイザー>)

主要論点

1. 米国経済と金融市場の状況について
2. FRB による政策運営について
3. 日本の為替介入と追加緩和について

出席者による発言要旨

1. 米国経済と金融市場の状況について

井上<オーガナイザー>:

・パネルのメンバーとして、前回のオープンフォーラムから江川さんに加わっていただいたが、今回から翁さんと北村さんに参加していただくことになった。当面はこの体制で議論を続けていきたい。

・今回のテーマである米国に関し、まず、いわゆる QE2 を振り返ると、昨年 11 月から今年 6 月に FRBNY は約 7700 億ドルの国債を買入れた。オペの結果を年限別に分けると、ウエイトが高かった中長期(4～10 年)の応札倍率は 2～3 倍で推移したが、市場流動性の比較的低いとみられる短期(1～3 年)や超長期(10 年以上)、TIPS の方が高く、“flow effect”に否定的な意味合いを示唆する。

・長期金利は、QE2 が発表された昨年 8 月から開始された 11 月頃まで低下したが、その後は景気や物価に左右されている。銀行貸出は、住宅や商業不動産関連は減少しているが、消費者貸出や商業貸出が持ち直してきた。ただ、貸し渋り批判も強く、中小企業の景況感改善が進まない中、銀行の小口貸出は減少を続けている。社債発行は引き続き高水準で、ハイイールド債の好調は、ABS 発行の回復とともに、QE2 によるスプレッド圧縮の効果という評価がある。株価も、昨年中は一律に上昇したが、本年春以降は業種別に区々である。ドル安は QE2 によるとの見方が強いが、世界の長期投資家による通貨分散の影響を指摘する向きもある。商品のうち、金や原油など金融資産と同様に取引されるものと、実需取引に依存する面が強いものとは価格変動パターンが異なる。この間、

Bernanke 議長は商品価格上昇が需給要因によると主張している。

・7 月初に米国を訪問した際には、市場の景気見通しは既に弱体化していた。景気回復の牽引役として設備投資しか期待できず、その企業部門も収益や設備稼働率は堅調であるが、ISM 指数が鈍化した点が懸念されていた。また、好調な収益の背後でユニットコストが圧縮され、賃金への下方圧力になっている。労働市場では、雇雇用者数や失業率の改善が足踏みとなったほか、高水準の長期失業者や労働参加率の低下、中小企業での大量の雇用喪失等の問題は改善していない。財政再建に伴い、地方政府職員の雇用削減が進むとの懸念もある。一方、家計所得は緩やかに増加し、小売売上げも雇用情勢の割には底堅い。DSR や DPI 対比の債務残高も改善したが、住宅借入れが減っても消費者ローンが増え、家計債務残高は余り変わらない。住宅市場では、“under-water”の増加やスコアリングの悪化のため、新築と借換えともに金利感応度が低下した。全米の住宅価格も軟化しているが、正常債権と不良債権の別や地域別にみると一様に悪い訳でもない。不動産バブルの生じた州や産業基盤が脆弱であった州は、失業率や銀行の不良資産、財政赤字などの面で全米平均を under-perform している(以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明)。

(1) 実体経済の動向について

福田氏:

・米国では各州の景気と住宅や失業の問題は絡んでいるように思える。例えば、状況の悪い州から良い州への労働移動が進んでい

ないことが雇用のミスマッチになっているとみられるが、理由の一つとして、住宅価格が大きく下落したので持ち家を売って移住することが難しくなっている面があるようだ。景気回復の芽がみられる州もあるが、マクロ全体としてうまく回っていない印象を受ける。

内田氏:

・米国経済の現在のポイントは地域性と二極化ではないか。QE2とともに景気が回復していたといっても、雇用や住宅の問題の影響を受ける個人消費には従来の回復期のようなパターンはみられない。一方で、製造業、特に外需の恩恵を受けるIT関係の企業収益力は極めて高く、豊富な資金を抱えている。また、ISM 指数は減速したと言っても50を超えているが、中小企業の景気指数はむしろリセッションの水準に落ちている。QE2 が果たした役割はこれまでのところは株価上昇だけであるように思われるし、その効果も、先週末に発表された GDP 成長率が不振であったために「けの皮がはがれた」ように見える。市場の見方も、緩やかな景気回復によって経済が正常化するというシナリオから、1937 年のように緊縮財政による引き締めの効果を懸念する状況に急激に変わった。

高田氏:

・米国経済のバランスシート問題が思ったほど解決していないことが内需関連の産業に影響している一方、外需に関連する部分を中心に回復してきた。そこには、QE2 に伴うドル安もサポートした面がある。ただ、外需の先行きに関しては、世界の一つの極である欧州が不安定になってきたし、新興国についても、景気は比較的に強いとしても、金融引締め進展によって景気拡大に天井感がでてきている。さらに言えば、金融危機の際の大規模な財政支出の反動が、欧州に限らず世界的に現れてきている。その意味では、米国を考える上でもグローバルな視点が一層重要になっている。

井上<オーガナイザー>:

・米国の潜在成長率について、例えば FRB は 2.5%という見方を implicit に示しているが、市場ではさらに下落したとの議論も聞かれる。ただ、人口が1%程度増加し、TFPもBEAによれば2000年代を通して0.5%程度は成長している米国経済では、残りの1%を設備投資からの寄与で埋めることは難しくないようにも思えるが。

内田氏:

・確かに、IT 革命と言われた 1990 年代は資本ストックが拡大するサイクルにあったが、2000 年以降の米国での生産性向上は、私見ではあるが、証券化と住宅市場の拡大にかなりの程度依存していたのではないかと。つまり、レバレッジによってバランスシートを膨らませていた訳であり、結局はバランスシートの収縮に伴って生産性の低下と資本ストックの調整を余儀なくされる。また、人口が1%増加するといっても、労働力人口の増加とは別である。

翁氏

・米国の労働市場では、2009 年以降、時間当たり賃金の前年伸び率が1%程度と非常に低くなっている。雇用創出が外食とか人材派遣といった比較的低賃金の業種に限定されている一方、資料に

あったように政府職員や金融・不動産といった比較的高賃金の職種では雇用の減少が続いている。これらが、全体としての賃金の伸び悩みにつながり、消費の重しになっているように思う。

福田氏

・米国経済は、確かにリーマン・ショック前に比べれば停滞しているが、それでも年率 2%程度は成長することが見込まれる。これに対し日本は、今年もマイナス成長に落ち込む可能性もあるほど深刻なので、米国経済の「日本化」といっても相対的な議論ではある。

高田氏:

・昨年この時期には米国経済の「日本化」が言われていたが、その際の焦点はデフインフレーション・デフレであった。今年は、物価が上がってきた点では異なるが、逆にここから再び物価が下がり出すと、結構深刻な状況であるように感じる。つまり、物価上昇率がこの程度で推移できるのかどうか重要なポイントではないか。

(2) 金融市場の動向について

根本氏:

・米国の大手銀行に関しては、自己資本規制のサーチャージを含めて規制の動向に不透明性が高いことがリスクテイク姿勢を削いでいる。確かに、商工業貸出には増加の兆しもあるが、邦銀に比べてそのウエイトは小さく、むしろ住宅や商業用不動産関連の貸出減少が続いている点に注目すべきであろう。ハイイールド社債の発行増加も中小企業向け銀行貸出の伸び悩みも、ともに銀行の与信姿勢が慎重であることの結果であると理解する。「エコノミスト」誌は「Turning Japanese」を主張しているが、最近の米銀は預金を集めても貸出にあまり回さず、有価証券投資を増やすというように、邦銀に似てきている印象を受ける。

内田氏

・金融規制の強化によって金融機関はレバレッジを抑制しなければならぬので、金融緩和をしても信用乗数が上がってこない面がある。特にバーゼル III では、自己資本規制へのサーチャージを含めて、欧米の主要金融機関にかなり厳しい内容となっている。加えて米国内では、消費者保護や CDS に関する信用リスク規制の強化が実施され、全体として金融資産の市場流動性が縮小している。

井上<オーガナイザー>:

・根本さんが指摘されたように「日本化」という議論も多いが、銀行の自己資本や収益は短期間で大きく改善したし、利鞘の拡大が続いている点では、日本の辿った道と違う印象も受ける。規制の先行きに関する不透明性が払拭されていけば、信用仲介機能も改善していくと考えることはできないのであろうか。

根本氏

・米銀の利ざやは、競争条件の違いにもよるのであろうが、もともと日独などと比べて大きかったため、最近の改善が顕著であるとも言いが切れない。また、住宅在庫を含む不良資産の処理が進んでバランスシートが改善すれば、確かに信用仲介機能が相応に戻るこ

とは期待される。ただ、自己資本比率に関しては、改善はしたが、サービシングライツのように今後剥落する質の低い資本が多いことや、カウンターパーティー・リスク等を反映して分母も上昇するため、さほど高い評価を与えるべきではない。さらに、2015 年からはバーゼル III による流動性比率規制にも対応しなければならない。米銀による規制対応は長い道のりが待っている。

江川氏

・米国の金融の「日本化」の重要な側面は、銀行に集まった資金が家計や企業といった民間部門に流れず、政府部門に回る構造にあるように思う。おそらく、金融規制を企画した人は意図していないのであろうが、銀行規制がこうした「日本化」を加速する可能性があるように思えてならない。特に、流動性比率規制はモニタリング期間を経て 2015 年に正式導入されるが、国債を多く持つことで容易にクリアできる。従って、対応の厳しい銀行ほど、貸出を抑制して国債を持つとしますので、米銀の行動が邦銀に一段と似てくることはあり得るように思う。

・確かに、米国は銀行のバランスシートを介さない信用仲介が行われている国であり、消費者ローン、学生ローン、クレジットカード債権はある程度証券化されている。しかし、ABS の残高は 2 兆ドルにすぎず、量的には限界的であって、住宅貸付けを除けば、特に家計にとっては金融機関のバランスシートを介した信用仲介のウエイトは大きい。そのため、銀行行動が家計の行動にも影響を与えている面は否定できない。

福田氏:

・それが事実であるとしても、米国の個人金融資産に占める預貯金の比率は小さく、5~6 割を占める日本とは比べものにならない。つまり、日本は 1,400 兆円の個人資産の半分以上が銀行に預けられ、それが大量の国債購入に回る構造であるが、米国の場合、そこまで極端な「日本化」ではないように思う。

内田氏

・従来は福田さんが指摘された面もあったが、銀行は、金融市場で資金を調達するとカウンターパーティー・リスクに対して追加的な資本コストを被ることになった。従って、かつての投資銀行も含む多くの先が揃ってリテール預金の拡大へとかじを切り始めている。

・また、米銀は、バーゼル III に伴う様々な規制強化に対応するだけでなく、Dodd-Frank 法にも対応しなければならないので、粗利は圧縮されている。かつては、大手銀行は ROE20%といった目標を掲げていたが、現在の実績は 10%程度まで低下している。邦銀のメガバンクでも 7~8%は確保しているので、両者が接近してきている実感もある。もちろん、米国の場合は、ベンチャーを含む起業や経済改革にはスピード感があるので、本当に不況になって構造的な問題があるとなれば、1990 年代の規制改革のような大きな対応も期待できる。ただ、銀行行動だけを見ると、日米両国のビジネスモデルは似てきた印象がある。

高田氏:

・日本も、以前に金利水準が相応に高かった頃は適切な利鞘もあった。現在の米国でも、長短金利差がかつての 3%台からは縮小したものの、2%程度は残っている。しかし、これから長期金利が低下してイールドカーブがフラット化してくるようだと、銀行収益は顕著に圧迫される。先に取り上げた物価上昇率の推移は、長期金利に大きな影響を与えるという意味で、銀行収益にとっても実は重要な要素である。

内田氏:

・米国債に限らず世界の信用格付けが低下していくと、海外の投資家は海外資産の買入れを次第に抑制するようになる。その際、日本のような経常黒字国では投資家のホームバイアスが強まり、国内金利がそれだけ低下しやすくなるのではないかと。実際、今回の危機の中で、日本やドイツ、スイスでは一段と金利の低下が進んでいる。

翁氏:

・QE2 が長期金利に影響を及ぼしたのも、昨年 8 月に FRB が Agency MBS 等の元本償還分で国債を買入れると宣言した時から、11 月の QE2 の実施発表の時までであって、その後、長期金利はむしろ全体的に上昇した。この間、10 年物と 10 年物 TIPS の利回りが平行に上昇したこと、5 年物の TIPS 利回りはあまり上昇しなかったことをみても、インフレ期待が変化した訳でもないし、経済に楽観的な見通しが広がった訳でもない。少なくとも金利面では QE2 の影響は乏しかったと考えられ、その効果は株価上昇、あるいはデフレ阻止の意思表示によるアナウンスメントということではないか。FRB は長期国債を買入れて当座預金を供給した訳であるが、銀行のリスクテイク姿勢が慎重で貸出が不振である結果、マネーサプライが大きく増えていないのであれば、QE2 の効果は限定的であったということだと思う。

井上<オーガナイザー>:

・従来であれば、Fed がこうした新たな政策を実施した場合、FRB や FRBNY 等から様々な分析が提示されるように思うが、今回はまだ見当たらないようだ。

渡部氏:

・これはデータの制約によるものと考えられ、今後は、様々な分析が公表される可能性があると思う。

高田氏:

・米国の金利は、2009 年の QE1 の際も 2010 年の QE2 の際もそうであったように、金融緩和期待を背景に一旦下落して、実際に FRB がオペを始めると株価の上昇とともに上昇するというパターンを辿ってきた。従って、仮に QE3 のようなことがあっても、実際にオペが始まると同じパターンが生じやすいように思う。このため、計量分析によって政策効果を推計することには難しい面がある。

井上<オーガナイザー>:

・Bernanke 議長は QE2 に関する "Stock View" を強調することで政策効果の継続性を示唆しているが、金利が高田さんの指摘されるパターンを辿るとすれば、こうした説明には疑問が生じやすい。

江川氏

・米国の長期金利は 2.3% 台に突入したが、ここまで下がるのは、1953 年 4 月とリーマン・ショック直後の 2008 年 11 月、2010 年 10 月に次いで 4 回目であり、今回は史上最低記録を塗り替えそうな勢いである。QE2 の終了後に、長期金利が歴史的な低水準になったことは、米国経済に対する弱気の見方を反映するとともに、金融政策の限界を示唆しているように思える。

2. FRB による政策運営について

井上<オーガナイザー>:

・FRB が議会証言の際に示した 2011 年の GDP 成長率見通しの中央値は 2.8% であって、本年前半の実績を踏まえると、その達成は既に事実上困難である。仮に、FRB が潜在成長率を下回るところまで見通しを下げれば、失業率の低下も見込めなくなる。一方、インフレ率は、2013 年まで "comfort zone" の中央付近で推移すると予想していたが、GDP 成長率見通しの下方修正がどう影響するかも注目される。なぜなら、Bernanke 議長は、デスインフレのリスクを理由に昨年秋に QE2 に踏み切ったからである。因みに賃金上昇率は、日本のように下落してはいないが、前年比上昇率は 2% 程度まで減速している。一方、追加緩和を考える上で重要な要素である金融緩和度合いに関しては、実質政策金利はマイナス 2% 程度と金融危機時と同じくらい低位であるが、足許では、株価の大幅下落に加えて、flight to safety 等を反映してドルの実効レートが下げ渋ったことも、引締め感醸成しているかもしれない。

・追加緩和を巡る議論は 2 段階構成になっている。まず、QE2 に対する批判もあり、そもそも追加緩和すべきかどうかで意見が分かれる。次に、景気指標が改善せず、しかも財政政策は発動できない場合の金融政策の処方箋について、様々な意見が示されている。こうした選択肢のうち、時間軸政策は Bernanke 議長も度々言及してきた。ただ、超低金利政策の長期化が既に織り込まれているだけに、追加緩和の効果を出す上でより強力なコミットメントを行うことが難しいし、dual mandate との関係で失業率をどう取り込むかという問題もあろう。もちろん、これらの課題を考慮しても、時間軸政策は残された選択肢である。一方、長期金利に対する目標設定も選択肢と見る向きがあるが、QE2 でも長期金利を抑制し得たかどうか明確でないだけでなく、財政健全化が政治問題化している状況で、中央銀行がこれ以上財政に近い領域に入ることのリスクは小さい。実際、昨年 10 月 15 日の FOMC (ビデオ会議) の議事要旨でも、反対論が多かったことが示唆される。信用緩和は、住宅市場や信用仲介の問題を考えると意味のある対策とも言える。ただ、金融危機後は、議会は信用緩和が "back-door bailout" に繋がるとして強く批判している。従って、モーゲージ金利が下がっても住宅貸出は伸びにくいとか、MBS 金利は国債利回りより低いといった点を

論じる以前に、政治的に信用緩和の再開は難しいとされている。

・このように、いわば消去法的に考えると、結局は国債買入れの再開か時間軸を工夫するというのが可能性の高い選択肢ということになっている(以上のポイントを含めて、資料に基づいて説明)。

(1) ポリシーミックスの視点について

江川氏:

・FRB のバランスシートを見ても、資産規模は 3 兆ドル近くに達している。FRB としてバランスシートを拡大することの限界に近づいているように見える。他方、債務上限引上げと歳出削減のセットに合意が成立しただけに、財政出動もできなくなったことで、経済政策面では手足を縛られてしまった印象がある。

北村氏:

・私も同様の懸念を持っている。金融政策の効果が乏しくなっただけに、議員に対して財政政策を考え直して欲しいと言うことも必要ではないか。いわゆる「ティーパーティー」のような立場の人たちは、自らの選挙区のことだけを考え、グローバルな意味も含めて金融システムなどはあまり気にしないのであろう。財政健全化だけに執着すると、経済政策として打つ手がなくなる。

井上<オーガナイザー>:

・財政支出を増やさなくても、支出の内容を再構成することで景気刺激を狙うという議論はあり得るのか。

内田氏:

・米国景気がよほど悪くなってメディアの論調が変わってきたら、オバマ政権の基本的なスタンスもあって財政支出への道が拓けるかもしれない。ただ、今回合意された内容を覆すことは相当難しい。合意された内容は、今後 10 年間で総額 2.4 兆ドルの債務削減を行うということで、そのうち 9,000 億ドルは決まっているので、残りの 1.5 兆ドルについて 12 人の特別委員会が 11 月 23 日までに確定する。合意が成立しなかったら、ブッシュ減税は停止され、裁量的支出も一律カットすることで 1.2 兆ドルの削減になる。欧州でも、債務問題国だけでなくドイツ等も含めて、既に確定している歳出削減を覆すのは非常に難しい。従って、財政緊縮を所与として、残された政策手段は金融政策しかない。この点では日本も例外ではない。日本は財政削減目標がはっきりしないだけでなく、経常黒字国として金利が抑制されているので財政の制約が比較的弱いのが、基本的に金融政策しか政策手段がないという点では同じだと思う。

福田氏:

・財政政策を活用しようという発想が今のアメリカにあるとは私も思えない。これまで、学界で財政政策の重要性を主張してきたのはクルーグマン教授だったが、彼も最近は緊縮派に転じ、所得減税はゼロ金利では効かないという論文を発表している。来年の中間選挙を展望しても、財政政策をやらない方向が強いように見える。

北村氏:

・ただ、社会保障のように制度的な支出は、ベビーブーマーが引退

したりするので引き下げられない。

福田氏:

・自然増はやむを得ないというはある。ただ、景気対策としての財政支出は難しい。

高田氏:

・米国の場合、「国難」という意識が広がれば、財政支出も出るようにも思える。ただ、米国に限らず政治の世界はポピュリズム的になっており、選挙を展望すると財政のところを旗を降ろしにくいのではないか。もちろん、日本も似たような状況にある。リーマン・ショック後は、先進諸国だけでなく中国なども含めて、一斉に財政支出を拡大する状況であったが、欧州での債務危機と米国での債務上限の問題によって、急速に財政緊縮の方向に振れている。中国も財政支出の大きな部分を占めてきた高速鉄道建設にブレーキがかかる方向にある。このように、グローバルに見て一種の「合成の誤謬」的なリスクがあるように思う。

根本氏:

・日本の場合国債の 94%を国内の主体が保有しているが、米国の場合は約半分に過ぎず、財政支出にあたっては市場からの圧力をより受けやすい。市場では今回合意された債務削減幅では不十分との見方を示しているし、弊社も 4 兆ドル規模の削減が中長期的に実現しなければ、米国経済が 3%の成長を続けても、債務残高の対 GDP 比率が安定しないと考えている。

・仮に若干の格下げがあっても、それ自体はさほど大きな影響はないとされている。ただ、ソブリンリスクに依存する金融機関の格付けは下がるであろうし、民間の資金調達コストにも影響があるかもしれない。また、大手金融機関の投資銀行部門はソブリンリスク問題によって収益が低下しているためにリスク回避的になっており、市場のセンチメントも相当に悪化している。こうした面から市場に影響を及ぼすことは考えられる。

内田氏:

・金融規制の強化によって市場流動性が低下し、財政も緊縮的という下では、国債を買入れても結果的に効くのは為替相場ということではないか。ドル安によって海外関連の企業収益が膨らみ、商品価格が上昇することが株式市場をミスリードする面があるように思う。米国では、金融規制と金融政策と財政緊縮というトライアングルの中でミスマッチが起きているように思う。

北村氏:

・しかし、それら全てを引き締める訳にはいかない。取り敢えずは、金融政策で緩和感を醸し出すことにはなるのではないか。

内田氏:

・確かに、3 つの中では一番やりやすいという意味で、金融政策への依存が強まる。

福田氏:

・その間に実体経済が回復してくれば良いが、なかなかそうはな

らない。日本で、かつて金融緩和は時間的猶予を与えていたが、いくら猶予を与えても実体経済が一向に改善しなかったのと同じことである。

高田氏:

・いずれの国でも、金融仲介を通じた金融政策の波及が効かず、為替相場を通じるルートしか効いていない。しかも、多くの国がそのルートを使おうとすると自己矛盾が生じて、“competitive devaluation”を生じてしまうことが難しい。特に、債務問題国を抱えるユーロがこれに加わると国際金融システムを不安定化しかねない。例えば、今後、ECB が 2008 年 10 月と同じく利下げに転ずるようであれば要注意なのではないか。

(2) 金融政策の選択肢について

翁氏:

・市場は QE3 に懐疑的である。QE2 の評価が定まっておらず、新興国からは根強い批判もあるし、Fed の様々な調査が商品価格への影響を否定する結論を強調していることは、FRB がこうした副作用を気にしていたことを示している。ただ、足許で株価が大きく下落したことは、株価が比較的堅調であったことによって支えられてきた富裕層の消費や関連する企業の収益に影響を与えるのではないか。そうであれば、QE2 の終了直後とはまた異なる経済環境にあるとも言えるので、FRB は金融政策面での新たな対応を考えなければならぬように感ずる。

井上<オーガナイザー>:

・QE2 は株価を上昇させて富裕層を助けたが、ガソリン価格を上昇させて貧しい人を困らせたという理解もあるだけに、Fed は QE2 の副作用に関する議論に defensive となっているようだ。その意味でも、QE2 についての総括を行わないと先に進みにくい。

福田氏:

・日銀の経験によれば、時間軸政策と信用緩和は相応の効果を発揮したと考えられている。その上で、信用緩和を実施すべきか否かは金融環境によるのではないか。市場のリスク・プレミアムが非常に高いのであればともかく、現在の米国は、潜在的にはともかく、少なくとも当面はこうした環境にはないように思う。一方、時間軸政策も、日本の場合にはそう簡単にはインフレになりそうもなかったもので、かなり大胆なコミットメントができた面があるが、米国の場合はそこまでできるかという問題はあ

江川氏:

・Agency MBS の買入れを信用緩和と考えることには違和感がある。これらは Fannie Mae や Freddie Mac、Ginnie Mae が各々元利払いを保証しているが、前者 2 つは現在は連邦政府の管理下に置かれているし、Ginnie Mae は連邦政府そのものなので、市場ではこれらが保証する債券には信用リスクはないと思っている。国債利回りに対するスプレッドがあるとすれば、クレジット・スプレッドではなく、プリペイメント・リスクに対するスプレッドにすぎない。従って、FRB が買入れてもクレジット・リスクのプレミアムへの影響は限定

的であると思うし、そうした効果を狙うのであればハイイールド社債などを買い入れるべきではないか。また、2000年代前半に住宅価格が上昇するなかで急増したのは adjustable rate mortgage であって、純粋に民間ベースで行われていた変動金利型の住宅ローンであった。今はこれらが殆ど消滅したので、FRB が Agency MBS を買入れても、住宅貸出のいわば限界的な部分には効果を持たないように思う。

渡部氏:

・時間軸政策が銀行行動に与える影響はどのように考えるべきか。先程来、利鞘を巡る議論があったが、時間軸政策がイールドカーブを steep にすればよいが、そうでなく全体的に flat にした場合には銀行の利鞘が圧迫されるので、銀行行動は一層保守的になるということであろうか。

高田氏:

・イールドカーブ全体が低下しても、形状が維持できれば良いという面はある。その一方で、イールドカーブが一度低下すると上昇しにくい面もあり、その意味では銀行収益にとって悩ましいとも言える。

内田氏:

・米国では、これまで、企業の信用リスクが破綻時の精算に伴う期待損失(EL)を前提としたものとなっており、従って利ざやが厚かった。従って、銀行の利鞘が薄くなってしまくと、景気が悪化して精算コストが上昇した場合にも銀行の利鞘でカバーできなくなるので、米国企業の特徴である新陳代謝に適応できないように思う。これに対し、日本の場合には企業を再生するというビジネスモデルがあるので、利鞘が薄くても年月をかけてコストを払うことができるし、実際のデフォルトコストも殆どの場合には貸倒引当金でカバーできている。

高田氏:

・日本の量的緩和は 2001 年に開始されたが、10 年国債の金利は 2003 年 6 月に 0.5% を割り込む水準まで低下した。こうした状況が続けば、銀行収益は非常に厳しいことになっていた。現在の日銀が、文字通りのゼロ金利政策にしないのも、銀行に一定の利鞘を確保するという意識があるのではないか。これに比べると、米国の場合はまだ数% という単位で利鞘が残っているが、これからイールドカーブが flat 化していけば全般的な収益力はやはり落ちてくる。いずれは、政策運営において一つの論点になるように思う。なお、当時の日本の場合は、量的緩和が円安方向に効果を発揮し、景気回復を支えていた面もあった。つまり、為替に効く部分と銀行収益に効く部分との綱引きという形であった。

福田氏:

・時間軸政策で長期金利を下げる目的は、金融機関の収益を引き上げるためではなく実体経済を回復させることなので、その間に実体経済がうまく回復しないと、金融機関のコストが圧迫される副作用だけで逆効果になるということだと思ふ。実際、日本の場合は為

替を通じた景気刺激効果はあっても、それで銀行借入れが増えたとか、それに伴って設備投資が増えたといった効果はみられなかった。従って、時間軸政策で長期金利を下げることもできて、だからどうなのかという話になる。

北村氏:

・つまり、政策目標の数に応じた政策手段があるのかということである。雇用と物価の安定という目標が既にあって、さらに長期金利の安定も目指すのに、使用しうる手段が短期金利一つだけというのでは、無理の上に無理を重ねており、政策論として成り立たない。

翁氏:

・FRB にとっての dual mandate はますます厳しい課題になっているのではないかと。日本と同じく米国でも製造業がアジア等の海外にシフトして雇用環境が大きく変わっていく中で、金融政策で景気を浮揚して雇用を創出することには限界が来ているように思う。日銀に対しては今からこうした mandate を入れるべきという議論もあるようだが、雇用問題を抱えていることが FRB の金融政策を一層難しくしているように感じている。

井上<オーガナイザー>:

・雇用に関しては、米国の構造失業率は上昇したのかどうかという議論があり、Yellen 副議長も取り上げたことがあるが、学界の見方はどうなっているのか。ただ、計量的な推計ではどうしても誤差を伴う一方、完全雇用が「失業率で 5.5% から 6.5% の間のどこか」という議論では政治的には持たない面もあろう。また、データの制約のためにラグを持ってしか認識できないとすれば、その意味でも実際の政策運営に活用するのは難しいということであろうか。

福田氏:

・確かに、構造失業率の変化をリアルタイムで追うことはなかなか難しい。現在の失業率は完全雇用よりも明らかに高いことにはコンセンサスがあるが、どこまで下げるべきかについてコンセンサスを得るのは難しいように思う。

内田氏:

・従来の金融政策は、政策金利とそれに追従して動く為替という 2 変数の MCI で効果をみるという考え方であったが、資料にもあったように、現在はより幅広い指標を取り込んだ FCI 的な発想である。信用緩和が、日銀のように、社債や株式といった実体経済により近い資産に働きかけるのであれば、金融緩和度合いにより直接的な影響を持ちうる。もちろん、そこまでいくと、果たして金融政策の領域なのか、それとも財政政策や経済構造改革の領域なのかといった、様々な考え方が出てくるであろう。ただ、政策金利と為替だけでは政策手段として限界があり、量的緩和もバランスシートのコントロールに過ぎなかったとすれば、また、金融仲介機能が十分に働いていないということであれば、FRB も直接に実体経済に近い資産に直接関与していく流れになっていくのではないかと。そうなれば、FRB は日銀に事実上追従することになるのかもしれない。

北村氏:

・中央銀行が事実上の財政政策を実施するというのか。

内田氏:

・中央銀行は国債買入れなどを通じて、既に財政政策の領域に入っている。ここでは、さらに進んで株式や株式の ETF を買入れたり、不動産の REIT や証券化商品を買入れたりする政策を念頭に置いている。本来は、経済構造改革によって企業の収益力や土地の生産性を上げることが望ましいが、これらの政策が滞ってしまうと、結局は中央銀行の対応に依存することになる。

翁氏:

・日銀の場合、危機対応として導入された政策が恒常化し、資産買入れ基金が存在するが故に政治的な圧力も膨らんでいる。また、ETF や REIT の買入れは、企業や家計のマインド面で大きな効果を持つため、非伝統的金融政策のツールとして大きな位置を占めるに至った。それだけに exit は難しくなってきたし、リスク・プレミアムの縮小が市場や資源配分にどのような影響を与えるかといった点で、かなりいろいろな論点を含む政策手段であると思う。

井上<オーガナイザー>:

・先程、江川さんにご指摘いただいたのはまさにこの点であった。信用緩和は、市場機能の回復を促すためであったはずが、中央銀行が自らトランスミッションを担う方向へと進んできた感がある。

高田氏:

・中央銀行が財政政策の領域に入ったり、場合によって、財投機関化したりということなのであろう。しかも、財政政策が当面は使えないのであれば、今後は、財政の機能を実質的に中央銀行に押し付けるといった動きもむしろ出かねない。

福田氏:

・日本の場合はこうした議論がより極端であって、「日本銀行が不況の元凶である」といった日銀バッシングの発想が政治家の間にも共有される中で、日銀の役割の実質的な拡張が続いて来た。米国では、Bermanke 議長の政策に対する若干の批判はあろうが、そこまでの FRB バッシングはないように見える。

北村氏:

・ただ、米国の世論調査の中には、「Bermanke 議長の政策は間違っている」という回答が 95%に達したのものもある。

福田氏:

・しかし、日本の場合は「日銀の政策が間違っている」といった次元ではなく、「全ての不況の責任は日銀にある」といった極論が政策決定に影響のある人からも聞かれる。BBB 格の資産まで買入れるほど追い込まれた日銀に比べれば、FRBにはまだ余裕もあるが、潜在的には FRB が日銀と同じような状況になる可能性はゼロではないように思える。

井上<オーガナイザー>:

・FRB に対する不信の背景として、QE2 が技術的に分かり難いので、「議会のコントロールが及ばないところで、よからぬ事をやっている」という漠然とした疑いが大きいという見方がある。

江川氏:

・国債の利回りが上昇しているイタリアよりも、米国の方が財政状況が悪いので、米国債の利回りも上昇するはずという見方もあるが、私は米国は特別という気がしてならない。語弊もあるが、イタリアやスペインの国債はユーロ建てであるが、本当の意味での自国通貨建てではなく、いわば外貨建ての借金である。これに対して、米国にとって、米国債は文字通り自国通貨建てなので、ここには相当に質的な違いがある。加えて、米国に関しては、ドルが基軸通貨であるとか、軍事大国であるといった様々な背景もあるので、米国債に対する需要は根強い強い。従って、米国債が格下げされても、利回りに対する影響もあまりないのではないと思う。

・むしろ、FRB が米国債の利回りに影響を及ぼすことが果たして可能なかという点が気になる。今後、QE3 を行って中長期国債を買入れるとしても、時間軸政策を導入するにしても、既に 10 年物が 2.3%という歴史的に低い水準の長期金利を一段と下げるとは限界に近いと思えてならない。2004 年からグリーンズパン議長が 25bp ずつ政策金利を引き上げていった際には、長期金利が上昇せず、いわゆる”conundrum”と呼ばれる状況が出現した。短期金利に連動していた変動金利型の住宅ローン金利が上昇しなかったのは貸出競争が生じていたからではあるが、いずれにしても住宅価格の沈静化は実現しなかった。現在はこれとは丁度逆のような状況にあるように見える。

内田氏:

・仮に FRB が時間軸政策を導入し、市場がゼロ金利政策の継続期間を 3 年と予想した場合は、3 年物までの国債利回りはほぼゼロになるはずである。その先の年限からの金利がプラスになるのでイールドカーブの形状はかなり歪むし、3 年までの金利には変動リスクがなくなるので、長期金利全般の水準感は過去とは全く違ったものになるように思う。日本の場合も、デフレの継続予想が最長になった局面では、5 年物の国債利回りが 0.1%まで下がるなど、ほぼゼロとなった。

高田氏:

・米国の場合は、まだインフレ率が相応に高いことを考えると、ある程度の年限までは実質長期金利がマイナスになることもありうる。景気減速が本当に深刻であればインフレ率も低下するであろうが、時間軸もその分だけ伸びていくことになる。

(3) グローバルな金融経済環境について**福田氏:**

・この間に米ドルが基軸通貨としての地位を保ちうるかという問題もある。海外投資家は、キャピタルロスが甚だしくなる中でもドル資産を持ち続けるのか。軍事的には確かに米国は安心であるが、経

済的にはやはり揺らいでいるのが事実だと思う。

江川氏:

・中国の外貨準備の総額は再び顕著に増加しているが、米国債保有は少しずつ減らしている。

内田氏:

・グローバルな投資家による diversification が本格的に進行すると、経常赤字国である米国にとっては深刻ではないか。同時に、例えば人民元とアジア通貨のような資金取引が銀行間で行われるようになれば、米国にとってはそれも難しい問題を提起することになるのではないか。

根本氏:

・追加緩和を考える上で、欧州のソブリン問題のように金融危機のリスクに備えるという発想はないのか。ギリシャ国債に関する事実上のリスケジュールに合意した後、イタリアやスペインの国債の利回りは急上昇している。また、ストレステストに伴う情報開示が不十分であったこともあって、欧州の金融機関のエクスポージャーに関する不信感が広がる一方、政策当局の対応がこれまでは小出しに止まり、市場の十分な信認を得ることができないなど、事態がスパイラル的に進む兆しもある。そうなれば、クレジット市場全体の評価に影響を与えることになるようにも思うが、これに対し、政策運営に関する柔軟性を示唆するメッセージがあっても良いように思う。

高田氏:

・欧州の問題も含めて、先進諸国の間での金融面での contagion を防止する上でのヤマ場がこれから訪れることになるのかもしれない。昨日の日銀や本邦の財務省の政策対応もこうした動きの一環としてみるべきであろう。また、ECB が頑なに利上げ姿勢の継続に拘ろうとすれば、1987 年のブラックマンデーのように、また新たな意味で市場を不安定化しかねない。

翁氏:

・Bernanke 議長も欧州の問題に言及しているし、欧州では取り敢えずの対応は示されているが根本的な解決には至っていない。FRBによる金融政策を考える上では、先進各国の政策がお互いにどのような効果を与え合うかを正しく理解することが重要ではないかと思う。

根本氏:

・アジアの新興国に関して気になるのは、先進諸国による強力な金融緩和政策の効果もあってインフレ圧力が引き続き高い中で、各国当局がより強力な引き締め政策を行うことで、株式などの資産価格が一段と下落するリスクである。日本にとっても、今や米国や欧州向けに比べて、アジア向けの輸出が3倍以上になっている。もちろん、アジア経由での間接輸出もあるが、次第にアジア域内で最終消費される割合が高まっているだけに、アジアの新興国の経済に変調が生じるとその影響は過去に比べて大きいはずである。

・過去半年の間に、中国、香港、台湾、シンガポールなどでは不動

産価格が上昇し、銀行の不動産向け貸出も増えている。中国の不動産価格上昇は最近少し減速しているが、それでも外資や投機筋の活動は衰えてはいない。これらの国では、消費支出に占める食料費のウエイトも高く、エネルギー効率も悪いので、インフレのリスクが大きい。最大の政策課題であるインフレ抑制の面では、国際的な政策協調は考えられないのか。

翁氏:

・アジアの新興国では、母国の融資機会が乏しくなっている欧米の大手金融機関が揃って貸出を拡大している。インフレに対する警戒感もあって、足許では与信姿勢を抑制するといった話もあるが、いずれにしても、アジア新興国の経済の今後の推移は、欧米の金融機関にも大きな影響を与えるように思う。なお、中国のインフレに関しては、深刻な天候不順の影響が食料品等に現れており、輸入増を通じて、今後、世界的な商品価格にどのような効果を及ぼすか注意すべきではないか。

内田氏:

・中国では、豚肉価格の高騰といった問題もあるが、より深刻なのは電力不足である。要するに、電力料金を政策的に抑制している一方、石炭価格が急騰しているため、電力生産は完全な逆ざやになっている。このため、電力会社が採算を好転させるべく稼働率を相当落としている結果、電力不足が生じている。新興国にはありがちな経済システムの非効率性によるインフラリスクが出ている。

・邦銀各々はアジアでのビジネスをかなり拡大しているが、アジア諸国のポテンシャルは高いし、アジア危機の時とは違って輸出と内需のバランスが好転しており、国によってはサービス産業化が進展しているケースもある。例えば、タイやインドネシア、マレーシアでは、外貨準備も潤沢になり、国内でも失業率が低下する一方でモータリゼーションが生ずるなどの前向きな動きがみられ、政府も、経済構造改革に努力しながら工業団地の建設などを進めている。もちろん、アジアも一様ではなく、インドのように、経常赤字と財政赤字を抱え、インフレや資本流出のリスクを抱える国もある。

・アジアでは、外的なショックに耐えうる国も増えてきたが、資本市場が未発達であるとか流動性リスクが残るといった問題を抱えている国も少なくない。このため、日本としては、チェンマイ・イニシアティブのように、日本とアジア諸国との間で相互に資金を供給する仕組みを平時から機能させることが考えられる。こうしたマルチラテラルな資金供給の仕組み作りにはイニシアティブをとるのは日本の役割であるし、アジア諸国と日本が共通なプラットフォームを備えることで、外的なショックへの耐性を高めることができれば、お互いに「ウィンウィン」の関係になりうる。

高田氏:

・アジア諸国の潜在成長力は高い。ただ、現在はインフレが続いており、豚肉価格など社会問題化する状況になっており、各国当局は経済引き締めを続けてきた。かつての日本の経験を踏まえると、あるところまで利上げを続けると人々の期待が急激に変化して経済

の動きを変えてしまうリスクは気になる。国によって大きく下落している株価が状況を先取りしているとすれば、やや心配ではある。

福田氏:

・FRB は米国の金融経済情勢だけをみて金融政策を運営している、しかし、米ドルは国際通貨であり、事実上のドルペッグを行っている国は多いので、FRB の金融緩和はこうした国々でも金融緩和を招く。アジアでは厳格なドルペッグを維持する国はかつてほど多くなく、為替相場の柔軟性は向上した。それでも、中国の人民元も対米ドルでの連動性は引続き強いので、米国の金融緩和が長期化すれば金融緩和圧力に晒される。ASEAN でも、カンボジアやラオスなどは事実上ドル化している模様であり、米国の金融政策の影響をかなり受ける。これに対してインドネシアや韓国は、アジア危機の経験もあり、若干の柔軟性をもって為替相場を運営している。国際金融面からみて、米国はこうした状況に責任を感じるべきであるが、ドルペッグは各国の責任で行われるとの立場をとっている。

3. 日本の為替介入と追加緩和について

井上<オーガナイザー>:

・次回への前置きも含め、国内の政策対応にも触れたい。市場の動向は本年3月とかなり異なり、直近までボラティリティは低かったし、株価と円相場との逆相関や円相場と VIX 指数の純相関も不明確であった。それだけに、今回の為替介入は”excess volatility”への対応と言うより、為替相場の水準修正が目的と理解されやすい。また、2年物の米国債金利が低下したことは、ドル円相場に円高圧力を生じている。ただ、対ユーロに関しては、2年物のドイツ国債の利回りも低下しているが、ユーロ円相場との関係はさほど明確ではない。市場が、債務国問題の展開など金利差以外の要因に注目していることの表れであろう。

・為替介入に関しては、国際協調の様相も異なる。3月の場合は、G7 声明に続いて協調介入が実現した。しかし今回は、トリシェ ECB 総裁の発言などを踏まえて、主要国の事前合意に疑問を示す向きも多い。もっとも、日本当局としては、今回の円相場の上昇幅が小さかったとしても、国際競争力の点で厳しい状況に置かれている日本企業のサポートに配慮せざるを得ない面がある。

・包括緩和に伴う日銀の資金供給量は、3月よりもむしろ大きい。ただ、これに伴って、期間2週間を中心とする短期オペ(金利入札方式の共通担保オペ)では札割れが常態化し、資金供給の中心である3ヶ月物の共通担保オペ(資産買入れ基金による固定金利方式の共通担保オペ)も応札倍率は低下し続けている。つまり、これらのオペでより多くの資金を供給することは難しくなっている。

4. おわりに

井上<オーガナイザー>:

・予定の時間になったので、本日はこれで終了したい。次回は日本に焦点を当てたいが、情勢如何で海外の政策もカバーしたい。
