

議 題 基調講演「海外中央銀行による政策運営とその展望—米国とトルコにおける非伝統的金融政策」

開催日時 2013 年 10 月 24 日 <13 時 05 分～13 時 35 分>

出席者 外山晴之氏（日本銀行 国際局長）

基調講演

1. はじめに

・本日の講演はあくまで中立的な視点からお話するが、意見であるような印象を与えた場合には、私個人のものをご理解いただきたい。また、海外の中央銀行の現在進行形の政策を評価することは、そもそもタブーとされており、これからお話する米国やトルコについても、そのような視点での議論は行わない。さらに、講演のタイトルには「展望」とあるが、例えば米国の金融政策が今後いつ変更されるかといった具体的な論点には触れるつもりはないので、ご承知おき願いたい。

2. 米国の非伝統的金融政策について

・FEDによる現在の金融政策の内容に関しては、皆様も良くご存知のことと思うので詳細な説明は省略し、具体的な論点に関する検討に入りたい。なお、FEDは、資産買入れ政策について「LSAP」という語を用いてきたし、昨年秋以降についてはあくまでも毎月の買入れ額が示されているだけであるが、ここでは市場の慣例に従って「QE」という用語を使用する。

・非伝統的金融政策に関する第一の論点として、バランスシート政策にフォワード・ガイダンスとは独立した効果があるのかという点が挙げられる。資産買入れを継続すると中央銀行のバランスシートに資産が蓄積するため、その「正常化」に時間を要し、その間は政策金利の引上げが困難であると考えれば、効果はフォワード・ガイダンスと重複する面もある。ただ、FEDは、ポートフォリオ・リバランスや市場に残存する国債のデュレーション短期化を通じて、ターム・プレミアムやクレジット・リスクプレミアムを縮小させる効果があるとの立場を取っている。実際に、ターム・プレミアムはFEDの資産買入れに伴ってマイナス方向で推移した。ただ、「QE3」の縮小という議論がなされるとともに市場は大きく反応した。これは、資産買入れペースの縮小が政策金利引上げに至るプロセスの開始と理解されたことによるとみられるが、そうであれば、FEDが資産買入れとフォワード・ガイダンスを独立のものとして見做していることと、市場の見方には齟齬が生じていることになる。

・非伝統的金融政策に関する第二の論点は、バランスシート政策の効果として期待されているのはストック効果がフロー効果かという点である。FEDは前者であると説明しているが、市場では後者も

併せて考える向きが多いように見える。ストック効果だけで考えるとそうしたことは起こりえないが、ここには、政策効果が時間を通じて逡減するかどうかという論点もある。つまり、資産買入れのコストが、当初は目立たなくても次第に増加するならば、効果とコストの双方の曲線がいずれは交わるかという問題である。もしそうだとすると、それ以前に所期の目的を達すれば良いが、そうでなければコストが効果を上回る局面を迎えることになってしまう。資産買入れのコストとして市場のリスクテイクが挙げられるが、政策によってリスクプレミアムを抑制しようとしているだけに評価が難しい面がある。つまり、FEDはある程度のリスクテイクを期待する一方、行きすぎると2007年以前のようなことになる。結局、この問題は、リスクテイクが過度なものかどうかという判断に帰することになる。

・非伝統的金融政策に関する第三の論点は、政策判断の透明性である。FOMCでは、non-votingを含めて19名のメンバー全員が政策金利の予想パスを公表する。これと、投票権を有する12名からなるFOMCが合議体として一本化して公表するステートメントとの関係がわかりにくいとされる。これに関連して、政策反応関数はコレクティブなものとして形成されるだろうかという論点もある。そうでないとした場合、19通りの政策反応関数を合体させることが難しいのであれば、経済成長率や失業率に関するそれぞれの見通しと整合的な19通りの政策反応関数を示すという極端な議論になりかねない。19通りの政策反応関数を公表することも技術的には可能であろうが、却って解釈の混乱を招きかねない。

・非伝統的金融政策に関する第四の論点は、FEDによるフォワード・ガイダンスが状態依存になっている点である。これは、FEDの思考回路をより率直に示そうというものであるが、米国経済の構造が変化しつつあるとすれば、これを同時進行的に正しく認識することは難しいだけに、政策反応関数を市場と共有することも難しくなる。特に、労働参加率や労働生産性が今後どう推移するかが重要なポイントとなろう。今回の景気後退や回復が循環的であれば、これらの指標も従来のトレンドに収斂していくであろうが、構造的な要素が作用していればトレンドには戻らず、従って、自然失業率も以前考えられていたものと異なる可能性がある。この点に関してFEDと市場の間で共通の理解が形成されにくいことも、政策反応関数の共有が難しいことの原因かもしれない。

・「QE3」の資産買入れ縮小に関する政策反応関数の問題に触れておくと、もともと買入れ縮小が政策金利の引上げに先行すること

は自明であるにも拘わらず、その議論が明らかになっただけで市場のボラティリティが上昇し、マイナスのターム・プレミアムが解消するまでに動揺したのはなぜかという問題がある。考えられる理由としては、第一に、先にみたように資産買入れの効果に関する理解の齟齬があった可能性である。第二に、市場の経済見通しが FED の経済見通しの方へ急速に修正された可能性である。あるいは、市場の一部のリスク許容度が極端に低く、彼らの行動が市場全体に大きな影響を与えた可能性も指摘されている。第三に、金利先物等の指標には必ずしも反映されていないが、低金利の時代が相当長く続くという期待を市場が過度に織り込んでいた可能性がある。一方で、FOMC の 9 月会合で資産買入れ縮小開始が見送られたことも、市場の予想とは異なるものであったようである。市場は失業率に拘泥しすぎたのかもしれないし、FED が金融システム安定の観点から、金融緩和の「出口」プロセスを早く開始したいと考えていると思込んでいた可能性が指摘されている。

・今後の FED の政策運営を考える上では、これまで述べてきた点を含め、今年の 5 月以降に生じたことをどう理解するかが大変重要になるように思う。

3. トルコの非伝統的金融政策について

・トルコは貯蓄率が非常に低く、経常赤字を対外的にリファイナンスせざるを得ない状況が続いている。しかし、資本流入圧力が高まるとトルコリラが増価し、経常収支の赤字を拡大させるという悪循環に陥りやすい。財政収支は 2001 年の経済危機以降かなりの改善をみているが、なお pro-cyclical な構造を脱することができず、automatic stabilizer として機能していない。インフレ率も 2001 年危機に比べて大きく低下したが、トルコ中銀の目標である 5%を上回って推移している。

・そこで、2010 年 11 月に、トルコ中銀は「非伝統的金融政策 (Unorthodox Monetary Policy: UMP)」を導入した。つまり、インフレ目標と並んで、対内資本流入やトルコリラ高、国内与信の拡張を各々抑制することを目的に、金利コリド幅の拡大、預金準備率のダイナミックな操作、為替介入や外貨準備入札の実施といった多様な手段を活用する新たな枠組みを打ち出した訳である。その後今日に至る政策の運用は 3 つのフェーズに分けることができ、それぞれ、UMP1.0、UMP2.0、UMP3.0 と呼ぶことにする。

・UMP1.0 では、資本流入を抑制することを狙って、政策金利を 7% から 6.5% へ引き下げた一方、コリドーの下限金利を 5% から 1.75% へと大幅に引き下げたほか、国内与信の抑制を狙って、1 か月までの預金に対する準備率を 8% に、6 か月までの預金に対する準備率を 7% に引き上げた。また、2011 年 11 月以降の UMP2.0 では、欧州危機もあってトルコリラ高が是正されたことから政策を転換し、コリドーの上限金利を 9% から 11% に引き上げるとともに、預金準備率を引き下げた。これに先立つ 2011 年 9 月からは、預金準備を外貨ないし金で保有する制度 (reserve option mechanism) も導入した。その下で、外貨ないし金で保有する比率の上限や預

金準備算定上でトルコリラを外貨に換算する比率 (reserve options coefficient) も柔軟に調整したほか、外貨準備を入札で売却する制度も導入した。さらに、今年 5 月に「QE3」の tapering を巡る議論を機に資本流出が始まると、トルコ中銀は UMP3.0 を開始した。7 月にはコリドーの上限金利を 6.25% から 7.25% へと引き上げ、8 月にはさらに 7.75% へ引き上げた。バシチュウ総裁は、トルコ中銀の調達金利は 6.75% から 7.75% の間で推移すると表明し、トルコリラ防衛のための追加利上げは行わないと示唆した。最近では、トルコ中銀は当該週の追加的引締めを実行する予定を毎週月曜日に公表し、そうした日には定例の 1 週間物レポを行わないだけでなく、プライマリー・ディーラーに認めている低金利での資金調達特権を適用しないといった措置を取ることで、市場金利をコリドーの上限に誘導している。

・これらを総括すると、対内資本流入やトルコリラ高を是正するための UMP1.0 では、コリドーの下限金利を引下げ、流動性を大量に供給することで市場金利のレンジを下方に拡大する措置を講じた。併せて、市場金利のボラティリティを拡大するよう誘導することで、海外投資家によるトルコ向け投資のインセンティブを減退させた訳である。一方、UMP2.0 や UMP3.0 のように、対外資本流出やトルコリラ安を抑制しようとする局面では、コリドーの上限金利を引き上げつつ、市場金利を上限近傍で推移するように誘導した。特に対外資本流出が生じた UMP3.0 の局面では、短期金利のボラティリティ低下を図っている。トルコの商業銀行は中央銀行による資金供給に依存する面が強いので、中央銀行による金利引き上げは浸透しやすく、市場の短期金利が上昇することでトルコリラ安に抑制方向の力が働くことになる。

・トルコの UMP は、刻々と変化する国際金融情勢への対応を主眼としているだけに、運営の柔軟性が基本となる。このため、コリドーの上限や下限の金利を機動的に操作する一方、インフレ期待が安定している限り、政策金利の変更は殆ど行っていない。この間、国内与信の調整には、預金準備率操作を活用している。また、預金準備率は、銀行における債権・債務の期間ミスマッチの是正や、外貨債務の期間長期化をも目的に運営され、トルコリラ建て預金と外貨預金の各々について、預入期間ごとに細かく設定されている。さらに、reserve option mechanism は、外貨資金を取り入れて国内で与信を行う銀行が、外貨預金の減少に直面しても、中銀に外貨で預け入れた預金準備の取り崩しによって対応するという、一種の automatic stabilizer としての機能が企図されている。外貨を低金利で調達できている限り、外貨で中銀に預金準備を保有した方が低コストであるだけに、銀行にとって制度利用のインセンティブは高く、中銀にとっても、外貨の吸収という点で「不活化介入」と同様な効果を、為替政策に関する様々な誤解を回避しつつ実施するメリットがあるとされる。

・一方、UMP については、第一に、金融システム安定の名の下で、複線的な政策目的を多様な政策手段によって実現しようとするものであるが、分かりにくいものとなっていないかという問題がある。ま

た、複数の政策目的が相互に独立ではないのではないかと、つまり Tinbergen rule に抵触しているという指摘もある。あるいは、政策運営の一貫性が欠如しているとか、政策運営の透明性が犠牲になっているといった見方もある。

・UMP に関する第二の問題は、資本流出入やトルコリラの価値がトルコ経済に大きな影響を与えるのも、そもそもトルコが経常赤字を抱える構造に起因しており、この点を金融政策によって解決することは難しいという点である。トルコは、貯蓄率や財政規律、産業競争力の低さといった課題を構造的に改善する必要がある。

・UMP に関する第三の問題は、トルコリラ相場の安定にとって有効かどうかという問題である。トルコリラの減価は、インフレ圧力を高めるとともに、債務の 6 割が外貨建てである企業セクターの体力を低下させる一方、トルコリラの増価は経常収支赤字を拡大させる。トルコ中銀によれば、トルコリラの 10% の増価によって経常収支赤字は GDP の 1% 相当分だけ拡大する。家計セクターの預金の 1/3 は外貨建てであり、通常は日本と同じく相場と逆張りです。トルコリラ・外貨間の預金をシフトさせる傾向があるのでトルコリラに対する安定化機能を発揮するが、相場がある程度のレンジを超えると、相場変動と同方向のシフトを通じて市場の動きを加速しうる。従って、トルコ中銀にはトルコリラの相場が一方に極端に動くことを阻止する誘因が働いているものとみられる。しかし、トルコリラが実際に大きく減価した本年 7 月には、UMP3.0 の枠組みではトルコリラ相場の安定維持に不十分ではないかという声も聞かれた。

・UMP に関する第四の問題は、国内銀行の外貨資金調達との関連である。企業は海外銀行と国内銀行の双方から外貨借入れを行っており、かつては前者が多かったが、2008 年の世界金融危機後は国内銀行のウエイトが高い。ただし、企業が外貨を借入れるには、輸出等に伴う外貨収入があるとか、外貨預金を保有するといった要件を満たす必要があり、リスクは抑制されるという指摘がある。従って、ポイントは国内銀行の外貨調達能力が維持されるかどうかである。2001 年危機以降に各銀行が努力してきた結果、例えば自己資本比率は邦銀主要行よりも高い 16% 程度の水準を維持し、従って、これまでは外貨調達のロールオーバーも順調に行われている。ただ、仮にグローバルな市場から流動性が「蒸発する」事態が生じた場合も、外貨調達が問題なく続けられるかどうかはわからないとのリスクはある。

・UMP に関する第五の問題は、国内与信の抑制のために金利を引き下げる処方箋である。これは、国内与信がトルコリラ相場に反応するが、政策金利にはあまり反応しないことが前提になっている。しかし、実際にはそうではない可能性も指摘される。また、reserve option mechanism についても、ネットベースでは外貨準備を増加させることにならないという見方もある。いずれにせよ、IMF などの国際機関や民間のエコノミストは UMP に関するこれらの問題を指摘している一方、トルコ中銀は UMP の枠組みが十分に効果的であると主張している。

4. 結論に代えて

・米国とトルコの各々による非伝統的金融政策に関する検討を踏まえて、いくつかコメントしておきたい。第一に、両国の政策は、金融危機後の雇用の大幅な落ち込みや経常収支の大幅な悪化、国内与信の急拡大といった通常ではない事態に対応するため、異例の方策として導入されたものである。FED の非伝統的金融政策は、伝統的金融政策が費えた中でもさらなる金融緩和が要求される下で編みだされたものであり、政策手段こそ変化したが、継続性のある政策目的のために、いわば連続性をもって運営されている。これに対しトルコ中銀の非伝統的金融政策は、伝統的な金融政策では複線的な政策目的に対応できないために導入され、政策手段自体は必ずしも斬新ではないが、新たな発想に沿って活用されている点に特徴がある。つまり、政策目的と政策手段の割当てが、従来とは非連続的に変化している。

・第二に、どのような非伝統的金融政策が選択されるかは国によって異なるが、より具体的には、それぞれの中央銀行が与えられたマンデートの下で、対応すべき問題の性質や深刻さの度合い、中央銀行に与えられている権利能力に依存して決まるものと理解できる。FED は、いわゆる dual mandate の下で雇用最大化を達成する責務を有する一方、買入れ得る金融商品は限定されている。トルコ中銀の政策目的は物価安定とされるが、それと矛盾しない限りは経済成長と政府の経済政策を支援することと法律上明記されている。また、トルコ中銀の責務として、トルコリラの価値を守り、金および外貨に対する平価を定めることも明記されている。

・第三に、非伝統的金融政策は財政政策や経済構造政策の代替とはならないことである。むしろ、適切な財政政策や経済構造政策が実行されてこそ、非伝統的金融政策の効果は最大限発揮されると理解できる。トルコの場合は、産業競争力の強化なくしては経常収支の赤字を縮減することは難しい。しかし、財政政策や経済構造政策を進展させるための政治的あるいは社会的な合意が難しい場合は、機動的に発動しうる金融政策でまず対応するということになりやすいのかもしれない。

・第四に、金融政策の則を広げると、中央銀行は従来とは異なるリスクと直面しやすくなる。例えば、政策目的が達成できなかった場合、あるいは、そもそも政策の枠組みが複雑で中央銀行の政策意図が伝わらない場合、中央銀行に対する信認が毀損することになる。また、中央銀行が財政政策に近似した政策を実行する場合は、民主的なプロセスの欠如という批判を招きやすくなる。

・第五に、非伝統的金融政策は困難な金融経済情勢の下で採用されるものであり、諸条件が通常とは大きく異なるだけに、事後的であっても、政策の効果や副作用を切り出して認識することは難しい。実際には他の条件が作用し、いわば「結果オーライ」の状況であっても、結果さえ出していれば政策効果を過大視しやすい一方、逆風が強いために結果が見えにくい状況では、政策効果を過小評価しやすい面がある。また、非伝統的金融政策は、伝統的な金融政策

以上に想定される波及経路が複雑であり、市場参加者の behavior や金融規制といった状況から独立して議論したり、得られた結論を一般化したりすることは難しいように思う。

・FED の非伝統的金融政策は、経済情勢が好転すれば伝統的な金融政策に回帰することが想定されているが、トルコ中銀の非伝統的金融政策は、金融システム安定を物価安定の従たる目的に据えた新たな枠組みと理解すれば、「出口」とは、金融システム安定に対して金融政策で対応する必要がないと判断される時となろう。

・非伝統的金融政策というと先進国に焦点が当てられやすいが、世界経済の中で重要性を増している新興国の中央銀行も困難な経済情勢の下で様々な政策を試みている。この点に関する理解なくして、世界経済を的確に見通すことはできないように思う。私の今日の話が、新興国中央銀行の金融政策に対する皆様の関心に多少とも繋がれば幸いである。

ご清聴ありがとうございました。
