

議 題

FRB による量的緩和の評価とインプリケーション

開催日時

2013 年 10 月 24 日 <13 時 40 分～15 時 10 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)
 大島 周 (みずほ銀行 執行役員 国際資金証券部長)
 加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)
 細野 薫 (学習院大学経済学部 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 IT イノベーション研究部長<モデレーター>)

主要論点

1. FRB による量的緩和の効果と副作用
2. 効果や副作用を巡る議論が持つインプリケーション

出席者による発言要旨

1. FRB による量的緩和の効果と副作用

井上<モデレーター>:

・このパネルでは、FRB による「QE3」を主として念頭に置きつつも、外山さんの講演内容を踏まえて、広い視点から中央銀行による資産買入れの効果や副作用、あるいは正常化に関してこれまでに明らかになったことを考え、我が国にとっての意味合いを考えたい。

加藤氏:

・FRB の資産規模は 2008 年以前には 1 兆ドル程度だったが、危機当初から流動性対策や海外中銀とのドル資金スワップを展開し、さらに景気対策として資産買入れを運営した結果、顕著に膨張した。本年 5 月以降にバーナンキ議長が「QE3」の縮小を示唆しただけで、市場が大きく反応したことは不思議である。FRB の意図は資産拡大を徐々に落としてゆき、最終的に止めるだけなのに、市場の多くは金融緩和の終わりと受け止めた。つまり、外山さんの言葉を借りれば、資産買入れに関するフローの効果が強く意識されていた。この間、負債側で準備預金が増したことは言うまでもなく、最終的にバランスシートの規模は 5 兆ドルに達すると思われる。

・FRB は、open-end の資産買入れに関する幕引きの難しさに直面している。平時に金融政策を正常化する場合は、準備預金をまず圧縮し、それにより短期金利を引き上げる。しかし今回は、金利上昇後に MBS や長期国債を売ると政治的には許容しえない巨額の損失が生ずると懸念されるので、FRB には買入れた資産を長期に亘って保有するインセンティブがある。加えて、正常化の過程で再び景気後退に陥れば資産買入れが再開される可能性があり、結果としてバランスシートは数十年どころか半世紀に亘って正常化で

きないかもしれない。

・米国の長期金利は、5 月から 9 月にかけて上昇した後はやや軟調になった。短期金利先物(3カ月:2013 年 12 月スタート)をみても、9 月初には 1.9%程度まで上昇したが、直近は 1.1%割れまで低下するなど、市場の見方のブレを背景にボラティリティが高まっている。モーゲージ金利(30 年物)も、年初の 3.4%程度から 9 月中旬の 5%近くまで顕著に上昇した。9 月に tapering を見送られた理由の一つは、金利上昇が景気に与える悪影響への懸念であった。

・FRB による資産買入れは景気を相応に刺激したと思うが、出口が上手くゆかないと、政策全体としてポジティブに評価することは難しい。FOMC でタカ派の地区連銀総裁は、昨年 12 月にスタッフが FRB の損失に関する推計を提示したことを機に、「QE3」の継続に対する懸念を強めたとされる。また、FRB の理事会に対する地区連銀からの公定歩合の引上げ要請も、7 月以降は 3 行に増えている。来年早々に就任する Yellen 次期議長も、基本的にはハト派であろうが、政策運営の上でタカ派とのせめぎ合いになるであろう。結局のところ、「QE3」の tapering に踏み切るとしても、forward guidance を強化することで長期金利の安定を図るのではないか。

江川氏:

・米国には、市場性のある債券として、長期国債(財務省証券)が約 11 兆ドル、MBS が約 8 兆ドル、地方債が約 3.7 兆ドルあり、その他に民間企業が発行する事業債が約 9.3 兆ドルある。因みに日本では、国債が約 882 兆円、地方債が約 55 兆円、MBS が約 17 兆円—そのうち 10 兆円が住宅金融支援機構によるものであり、その他に民間の事業債が約 60 兆円存在する。経済規模の違いを

考慮に入れても、日本の国債を除く公社債市場は極めて小さいことがわかる。

・米国債の発行体は言うまでもなく連邦政府であり、元利払いの責務を負う。これに対し、事業債は民間企業の信用力に依存し、倒産すれば元利払いがなされない可能性がある点でクレジットリスクを伴う。地方債も、米国では州、郡、市といった非常に多数の地方政府・地方公共団体が発行しており、日本とは異なり地方政府・地方公共団体は倒産する可能性がある点でクレジットリスクを抱える。実際、最近だけでも、アラバマ州ジェファーソン郡やデトロイト市が倒産した。事業債や地方債は発行体が多く存在するうえ、発行体毎にクレジットリスクが異なり、中央銀行が買入れ対象にしようとする場合、個別判断の問題が出てくる。

・MBS の発行は、Fannie Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae の 3 社による寡占状態となっている。このうち、Fannie Mae と Freddie Mac は、2008 年のリーマン・ショック直前に政府による法的管理におかれたが、それまでは株式が上場され、民間投資家の投資対象になっていた。もっとも、これら両社の債務には implicit な政府保証がついているという理解が市場で広く共有されていた。一方、Ginnie Mae は連邦政府の一部局なので、発行する債券は連邦政府の債務そのものである。このように、これらの MBS のクレジットリスクはほぼ国債と同様と言える。これに対し、MBS の元本償還は、裏付けとして信託設定された住宅ローンプールからの返済によって行われるので、MBS のキャッシュフローは特異である。従って、MBS 利回りの対国債利回りのスプレッドは、キャッシュフローの変動リスクに対するプレミアムであって、クレジット・スプレッドではない。これは、金利情勢によって大きく動くことはない。

・米国では住宅ローンの大半が固定金利型で、住宅ローンを貸す金融機関は一般に MBS を使って資金調達するので、MBS の利回りが低下すれば、MBS の新発債利回りを經由して、住宅ローンの貸出金利が低下する。実際、MBS の利回りは今年の 5 月まで低下傾向にあっただけに、FRB としては、MBS の買入れが住宅ローン金利の抑制を通じて住宅市場を支えたと主張したいであろう。しかし、MBS と国債の利回りは(あまり変動しないスプレッドを介して)連動するので、結局は、国債の買入れが住宅ローン金利の抑制を通じて住宅市場を支えた場合と大して変わらないことになる。

・金融緩和の長期化もあって、米国でも金利の絶対水準が低下してきたが、投資家は引続き利回りを求めている。この結果、外山局長も講演で触れたように、例えば REIT の中には、MBS を買い、レポ取引を使って高いレバレッジをかける「モーゲージ REIT」と呼ばれるものも出てきている。今年 5 月以降の金利上昇局面で、こうしたモーゲージ REIT の株価(投資口価格)が短期間で大幅に下落し、投資家は損失を被った。政策当局にとってのリスクも、大量に保有する資産の価格が下落することである。現在、FED は国債を約 2 兆ドル、MBS を 1 兆 4,000 億ドル保有しているが、ストック面からみた場合、「池の中のクジラ」といった極端な状況にはなっていない。

ただし、日々の取引における価格によって資産全体が価値されることを考えると、加藤さんが示唆されたように、中央銀行が少しでも保有資産の売却を試みると、それが市場価格に大きな影響を与え、FRB も損失を被ることになってしまう。

大島氏:

・MBS の利回りを Fannie Mae のカレントクーポン債でみると、いわゆる「QE3」が開始された昨年秋以降に大きく押し下げられたことがわかる。その後、今年の春先には調整する動きもあったが、総じて見れば、経済指標—特に FRB のマンドートとの関係で重要な雇用指標—の回復が鮮明でなかったこともあって、MBS の利回りは軟化傾向を辿り、5 月 1 日には 2.28%まで低下した。しかし、翌日に公表された雇用統計の結果が好転したことが、結果的に 9 月 5 日まで続く金利上昇の始まりとなった。この間の金利上昇ペースは速かったが、それが一段と加速する局面が 2 つあった。一つは、5 月 22 日のバーナンキ議長の議会証言であり、非常に強い態度で資産買入れの縮小を示唆した訳である。もう一つは、6 月 22 日の FOMC であり、公表文がこうした姿勢を確認した訳である。これに対し、6 月頃までに公表された経済指標はそこまで強いものとはいえず、FRB が資産買入れの見直しを急ぐ理由が必ずしも明確でない印象もあった。

・いずれにせよ、この間の MBS 利回りの上昇は、1994 年や 2003 年といった金利上昇局面に比べても非常に大きく、これまでとは違う要因として金融規制強化の影響が疑われる。大手米銀では net income の 2~5 割をポートフォリオの金利収入ないしキャピタルゲインによって稼いでいる。そこで、available-for-sale 勘定—日本では「その他有価証券勘定」に当たる—の含み損益の推移をみると、1996 年から 2007 年頃までは大きな変化がなかったが、リーマン・ショック後には、クレジット系の資産価格が下落したり、モーゲージ関連で流動性が低下したりしたために顕著に減少した。しかし、そこから 2012 年にかけては、長期金利低下の恩恵を受けて相当程度回復していた訳である。実は、大手米銀の場合、MBS が available-for-sale 勘定の大きな部分を占めており、JPMorgan Chase や BOA などでは 15~20 兆円規模に達している。従って、今回の局面で MBS の価格が大きく低下したことで、これらの先の含み損益は顕著に悪化してマイナスに転じた。この間、米国では Basel III を完全には導入していないが、既に Basel III による自己資本比率をモニターしているため、こうした含み損益の減少が、「その他包括利益」の減少という形で資本勘定にヒットする効果を生むことになった。そこで各銀行が自己資本の毀損を回避しようとしたことが、金利上昇を一段と加速したように思われる。

・米国の投資信託でも、5 月中旬までは債券、株式の双方のファンドに資金が流入していたものが、その後は株式ファンドには流入が続く一方、債券ファンドからの流出が非常に速さで進むという対照的な動きになっている。大手ファンドでもこうした特徴が確認されており、投資家の解約に伴う換金売りが金利上昇を加速させたことが窺われる。この間には、江川さんが指摘されたモーゲージ REIT も

大手ファンドの株価が 3 割以上も急落している。因みに、モーゲージ REIT の資産規模は、2010 年頃には約 144 億ドルであったのが、2012 年末には 1,000 億ドルを超えるまでに急成長しており、ファンドが取得した MBS をレポに出すことでレバレッジを使って資産規模を膨らませたことによる面が強いと思われる。このような金融規制外の主体によるバブル的な動きがみられたことも、FRB が資産買入れの舵取りを変えようとした背景の一つではないか。つまり、「QE3」の見直しを巡る動きをみると、FRB は、金融規制の網にかからない主体が、金融緩和の結果として生じたマネーを動かす主役として意図しないバブルを生み出すリスクにも目を配りながら、金融緩和の出口を探らなければならないという非常に難しい課題を抱えていることがわかる。

内田氏:

・「QE3」を「QE1」や「QE2」と比べた場合、コミュニケーションの要素が重要なので、その効果も議論する必要があるように思う。「QE3」の運営については、そもそも“open-end”であるだけでなく、Yellen 次期議長が“optimal control”の考え方を示唆するなど、いわば“behind the curve”が示唆されたこともあり、市場はずっと続けられるものと理解しやすい。しかも、加藤さんがレポートで指摘されたように、「金融シャーマン的」な様相まで呈している。これらの要素が、forward guidance の導入や FOMC メンバーが公表する政策金利の予想パスが極めて緩やかな正常化プロセスを示唆しているといった点とも相まって市場に織り込まれ、長期金利を低下させてきたのだと思う。また、最近の 7~10 年物国債の利回り低下をみると、Yellen 次期議長の下で、「QE3」の tapering から政策金利引上げまでの間隔も長期化するとの見方が強まっているようだ。また、tapering に対する思惑が投資家の債券から株式への資金シフトを引き起こすという大島さんが指摘された事象も、FRB のコミュニケーションに影響を受けているとみられる。今回は、「QE3」の出口戦略が、新興国からの資金引き揚げを通じてグローバルな金融市場にもインパクトを及ぼしており、既に国際会議でも様々な形で取り上げられている訳である。

・中央銀行によるコミュニケーションには、自らの政策を縛るリスクもある。「QE3」にはこうした要素が相当程度含まれており、単に国債や MBS を購入して流動性を供給する以外の面で、未知の領域—あるいはかなりリスクの高い領域—まで踏み込んでいくように感じられる。

2. 効果や副作用を巡る議論が持つインプリケーション

井上<モデレーター>:

・既に効果や副作用だけでなく「正常化」に関する議論も出ているが、ここからはこの点にも焦点を当てながら、米国と似た枠組みで金融政策を行っている日本にとって、今考えておくべき点や手を打っておくべきことなどを意識しつつ議論していただきたい。

細野氏:

・5月の Bernanke 議長の議会証言を機に、長期金利が上昇すると

ともに長短スプレッドは急拡大したが、社債のクレジット・スプレッドは極めて安定していた。一方で、過去の金融緩和期—例えば、2006年の住宅バブルの頃—と比べると、金融システムの安定を考える上で重要な指標であるリスクプレミアムは安定的であり、過度に縮小している訳でもない。また、米国の大手金融機関について株主資本に対する総資産としてレバレッジをみても、例えば Goldman Sachs は、危機前には 20 倍を大きく超えていたが、2010年には約 12 倍に急低下し、現在も同程度である。JPMorgan Chase や Morgan Stanley、Citi など、現在は 9~12 倍程度に収まっている。これらの点からは、少なくとも現時点で、将来の金融危機につながるバブルの懸念がある訳ではないと言える。ただ、住宅市場については、高レバレッジの REIT に関する指摘もあったように、バブルの懸念はもう少し差し迫ったものかもしれない。

・もっとも、米国の主要金融機関がレバレッジを抑制している背景には、金融危機後に議論されてきた様々な金融規制—これらの多くはまだ導入の途上にあるが—を先取りして対応している面もあるように思う。だからこそ、今後は早め早めに金融規制を実際に導入に移していかないと、逆に規制導入の先延ばしを先取りする形で、ハイレバレッジでハイリスクなビジネスを拡大する恐れもある。その意味でも金融規制の着実な実行が大事である。米国は、このように金融緩和によって「時間を買う」間に金融規制を導入していくことが課題であるが、日本の場合は、同様に金融緩和を続けている間に経済構造改革—特に本日の第 2 部のテーマである財政健全化—を進めるということであろう。

渡部氏:

・「QE1」や「QE2」については実証分析の蓄積があり、それらを概観する上では、湯本雅士氏によるサーベイや、“Economic Journal”の第 122 巻 564 号—非伝統的金融政策の効果に関する実証分析の特集号—が有用である。また、Kansas City 連銀が毎年開催する Jackson Hole でのコンファレンスへの提出論文も参考になる。

・量的緩和を含む金融政策の効果を分析する上で最も良く使われる分析手法は、「VAR モデル」である。これは時系列分析の一種であり、主要な経済変数が外的なショックに対して初期値からどう変化するかを分析するものである。代表例として、日銀審議委員である宮尾氏による業績があり、最近の分析例は、私自身がサーベイした論文を参照してほしい。ただ、「VAR モデル」は問題点もある。例えば、ショックの識別が難しく、金融政策の効果だと思って調べると、実はそうではなかったということも起こる。また、金融政策の分析において重要となる「人々の期待」を取り込むことも難しい。

・そこで、金融政策の効果に関する分析でも「DSGE モデル」—Dynamic Stochastic General Equilibrium Model—が活用されるようになってきている。この手法では、例えば、消費者のダイナミックな期待効用の最大化や企業の期待収益の最大化などを明示的に取り入れて分析することができる。最近の分析例についても、私自身のサーベイを参照してほしい。このほか、「Event Study」という分

析手法があり、分析例も多くみられる。資産価格に関するデータは高頻度で利用できるため、例えば日中のデータを使って、政策変更に関するアナウンスがあった時の前後で市場がどう変化したかといった分析が可能である。

・その上で、FRB による資産買入れの効果に関する実証分析の結果を概観すると、結論は区々であった。ただし、資産買入れが金利や株価といった資産価格には効果があるという点は、ある程度共通した結論になっている。代表例として「Economic Journal」に掲載された Wright の論文があり、「VAR モデル」と「Event Study」の手法を使って効果があると結論を得ている。もっとも、高頻度データを使って、政策アナウンスがあった時には効果が認識できるが、その効果はしばらくすると消滅するとも言っており、市場によるオーバーリアクションを疑っている面もある。もう一つの代表例は、2013 年の Jackson Hole のコンファレンスで報告された Krishnamurthy らの論文であり、特に MBS の利回りに対する効果を示唆している。

・もっとも、資産買入れが物価や景気といった実体経済に与える影響に関しては、効果を認める分析例もあるがそれほど強いものではないだけに、総じて見れば限定的と結論づけられる。政策の波及経路としては、政策のコミットメントが期待に与える影響を挙げる例が多い。代表例として、同じく「Economic Journal」に掲載された Chen らの論文があり、「DSGE モデル」の下で根源的パラメーターを固定し、政策コミットメントのあり方が異なる場合の影響を分析するというアプローチ—計量経済学における counter-factual analysis—を採用している。その結果、政策コミットメントの期間によって効果が異なるという興味深い結論を得ている。

・そこで、「QE1」や「QE2」による実体経済への効果はなぜ不十分であったかという問題が残る。この点に関しては、2012 年の Jackson Hole コンファレンスで報告された Woodford の論文が参考になる。Woodford は、期待の効果を重視する考え方のもとに、FRB による期待への働きかけが不十分であった可能性を指摘している。つまり、資産買入れに伴うマネタリーベースの増加が永続的なものと思われなかったことが問題であったとしており、私も同感である。その上で、Woodford は Romer などの主張と同じく、名目 GDP の水準—具体的には、金融危機前の水準—をターゲットとする金融政策の導入を提案している。

・今後「QE3」を分析する際には、第一に、内田さんが指摘されたように、「QE2」などと異なり open-end である点に着目することが必要であろう。FRB は労働市場の持続的な改善と雇用回復を促すほど経済が回復しない限りは「QE3」を続けるとしているが、この点は先に述べた期待への働きかけの点で非常に興味深い。また、MBS の大規模な買入れを行っていることの効果もポイントであろう。江川さんが提起されたように国債の買入れでも MBS の買入れでも最終的な効果が変わらないかどうかは、学界でも意見が分かれており、この点も実証分析を通じて明らかにすべきであろう。

内田氏:

・「QE1」は危機対策、「QE2」は景気低迷への対応であったのに対し、「QE3」は特に雇用と住宅市場の回復を目指すものである。リーマン・ショック後の米国の GDP の推移を見ると、他の主要項目が危機前の水準を回復していく中で、住宅は昨年に至っても 7 割程度の回復に止まっていた。また、住宅建設による雇用の創出効果は大きいので、FRB としては雇用と住宅市場の二つの回復を同時に狙った訳である。実際、今年の前半には雇用者数が毎月 20 万人程度のペースで回復したほか、住宅価格の回復による資産効果によって、自動車のような耐久消費財の消費を押し上げるようになった。結果として、米国経済は堅調に回復し、年後半にかけて潜在成長率を上回る成長期待が生じた。

・しかし、ここで FRB が想定していなかった事態が生じた。一つは財政引締めである。ご承知のように、今年は財政支出の強制削減が 850 億ドル程度実施される結果、GDP 成長率を 0.6~0.7%ポイント押し下げるとされており、来年度の運用も極めて不透明である。こうした中で「QE3」をどう運営するかという課題が新たに浮上した訳である。米国のように需要が牽引して潜在成長率程度の成長が可能なのは、財政緊縮を図りつつ金融緩和で景気を支えるというポリシーミックスも実は健全であるが、財政引締めの負担が大きくなった場合、「QE3」の今後の運営がどのような影響を受けるか注視する必要がある。

・もう一つは、金融規制の強化である。細野さんから金融システムを強化するために金融規制の強化を急ぐ必要があるとの指摘があり、私も同感であるが、当面は金融活動に様々な影響を与えることも事実である。例えば、Basel III の下でのレバレッジ規制や、Dodd-Frank 法による業務規制などによる影響が明確になるのは 2014~15 年となろうし、それらが一巡するまで「QE3」の見直しを進めるのは難しいように思う。

・「QE3」の副作用としては、既に議論があったように、住宅市場の一部でみられるようなバブル的な動きを誘発することが挙げられる。Yellen 副議長のご主人である Akerlof が強調するように、低金利環境の長期化がマクロ的な資源配分の非効率性やモラルハザードを招くという議論も注目されるようになってきている。また、ニューヨーク連銀の調査によれば、緩和的な金融環境の下で学生がローンを借りて高学歴を得た上で卒業しても、高い給料を得られる職につけないことが多くなり、結果として残されたローンの負担によって、若年層の消費が抑制されるのではないかとといった問題も指摘される。

・米国はこのように金融緩和と財政引締めのポリシーミックスを採用しているのに対し、日本は少なくともこれまでは金融緩和と財政出動の組み合わせによって景気を持ち上げている点が対照的である。このため、米国の正常化は金融政策の出口政策であるが、日本の場合は金融政策と財政政策の双方の出口ということになり、経済への影響を考えるとより難しい課題であるように思う。

3. 自由討議

井上くモデレーター>:

・ここまでの議論を通じて、政策の波及メカニズムとしてのコミュニケーションの役割に焦点が当たったし、backward-looking な政策運営としてのコミットメントの意味合いも多くの方が取上げたように思う。この辺を中心に日本へのインプリケーションに繋げてゆきたい。まず、内田さんにお伺いしたいのだが、FRB は、「QE3」を導入した時点で財政面からの景気の下押しリスクをある程度は意識していたのではないか。

内田氏:

・FRB も不確実性としては認識していたと思うが、実際に財政支出の強制削減が行われることは、政策運営には織り込んでいなかったと思う。これらは、政治の混乱によって抜本的な対策が先送りされた結果としての、いわば超法規的な措置である。また、こうした政治的な議論が、結果として市場センチメントの重しになる点も、当初は十分想定されていなかったように思う。

大島氏:

・FRB が「QE3」の tapering を見送った背景としては、財政要因がやはり大きかったと思う。昨年時点では、財政引締めの影響がここまで大きくなるとは予想されていなかったし、議会の機能不全も予想以上に深刻だったのではないか。さらに、debt ceiling と年度予算の問題がタイミング的に一致したことも大きかった。

・ただ、市場参加者の視点から申し上げれば、FRB がバブルの萌芽を取り去ることも目的だったとすれば、tapering の良いチャンスを見逃したとも言える。確かに MBS の価格は下落し、モーゲージファンドからの資金流出も目立ったが、一方で、投資家は同じデレシオンをとるならばスプレッドの厚い社債を指向していたし、銀行もコベナンツの緩いローンを実行するというようにクレジットリスクを取る動きは続いていたからである。

・この間、モーゲージ借換えの波は終わり、住宅の新規購入も一段落していたので、MBS の発行額はかなり減少したが、FED による MBS 買入れが継続している。実質的には、新規発行の 7 割程度を FED が買入れており、その結果として MBS 利回りはいわば人工的に押し下げられている面がある。この 7 割というのは、国債の新規発行に占める日銀買入れのシェアと同じであり、その意味でも日米は正常化において共通の課題に直面する。

・金融規制の影響に関しては、例えば、レバレッジ規制が導入されても、プライベート・エクイティのような規制外のプレーヤーをどうするかという問題は残る。金融システム安定を重視すれば、こうした主体に対する銀行の与信もポイントになる一方、引締めすぎると、政策当局の想定以上に大幅な金利上昇を招く。この点も米国のみならず、日本にとっても将来の課題となるのではないか。

加藤氏:

・内田さんが提起したように、FRB による金融政策では、言葉によ

る市場への働きかけが顕著になっている。この点に関して、ニューヨーク州立大学の Homes という研究者が文化人類学の観点から興味深い事象であると指摘しており、中央銀行総裁が言葉で経済を動かそうとすることは、途上国で酋長が雨乞いしている状況に近く見えるようである。これを FT 紙が「金融シャーマン」として記事に取り上げた。

・Bernanke 議長は、こうした「シャーマンのお告げ」を使って上手に市場を動かしてきたが、政策を反対方向に動かそうとしたら、市場の期待の操作が非常に難しくなっている。今後は、Yellen 新議長がこの点に関して頭を悩ませるのであろう。期待に働きかけることが上手くゆくケースはもちろんあるし、渡部さんが引用された Woodford による議論のように、マネタリーベースの増加が永続的だと信じ込ませれば効果が出るのかもしれないが、そうなると、今度はバブルを生じやすくなるだけにバランスは非常に難しい。また、FRB のスタッフを含むエコノミストの間では、グローバリゼーションの進展や IT の浸透に伴って、非熟練労働のニーズが低下する形での構造変化が生じているという見方も強い。これが正しければ、景気が回復しても雇用が増加しにくくなっていることを意味する。それにも拘わらず FRB が雇用の改善にコミットしても、効果が芳しくない中で資産買入れをいつまで続けるべきかわからず、まさに open-end になってしまうという不確実性もある。

・ECB の Draghi 総裁のように、「ユーロを助けるため何でもする」と言いながら、実際は OMT を全く発動しないのも「達人の領域」かもしれないが、いつもこうした手法が効果的であるとは限らない。主要国の中央銀行総裁が「金融シャーマン」的に振る舞わなければならなかった背景には、もちろん、政策金利がゼロ制約に直面していることがあり、同時にシャドーバンキングの拡大などによって中央銀行が直接働きかけられる部分が縮小したことがある。こうした状況で「出口」を目指すことには大きな難しさがあるように思う。

細野氏:

・先に私が金融規制を着実に実行すべきと述べたことに対し、市場流動性への副作用やリスクテイク主体のマクロ的な消滅といった副作用を指摘するコメントがなされたが、こうした副作用に配慮すべきという点には私も同感である。それでも、敢えてこの課題を持ち出したのは、加藤さんが最初に指摘したように、主要国の中央銀行は、今後も相当長い期間に亘って大きなバランスシートを維持し続けるとみられるからである。技術的には、準備預金に付利すれば政策金利を引き上げることは可能とされるが、その場合には中央銀行が大きな金利リスクを抱えたままになることを考えれば、議論はそう簡単でないように思う。つまり、私としては、相当に緩和的な金融状況が長期に続くことを前提に、金利システムの安定という課題を考える必要があり、従ってバブルの危険を常に考えなければならぬという問題意識を持っている。

井上くモデレーター>:

・中央銀行による期待への働きかけについて、「金融シャーマン」と

というのは大変興味深い視点であるが、市場がそれに追随するためには、政策目標の達成に関する一種の信認が必要ではないだろうか。そうだとすると、市場とのコミュニケーションを通じて政策運営の透明性を高めれば政策効果が高まるという議論だけで良いのかということになる。Yellen 副議長が FOMC の communication sub-committee の議論を通じて、“dual-mandate”を数値化するに至ったことも含めて、中央銀行によるコミュニケーション・ポリシーを政策効果の観点から考え直すことが重要になっていると感じる。

・また、金融システム安定に関しては、マクロ・プルーデンス政策という領域が存在するが、そこで最も重要とされるのは金融危機の「予防」という forward looking な視点であるように思う。これに対して、渡部さんや内田さんが示唆されたように、現在の金融政策ではコミットメントが重用され、ある種の backward な視点が採用されている。このような時間的視野の非整合性をどう考えたらよいかという点も、本日の議論のインプリケーションであるように感じる。

大島氏:

・期待に働きかける政策では、政策目的を明示することがより重要になっている。FRB に関しては、“dual mandate”を数値化する中で、インフレだけでなく雇用も重視するというメッセージを市場が受け取った。一方、バブルの萌芽になる動きに FRB は金融監督当局として対峙しなければならない訳であり、FRB がこうした副作用がインフレや雇用といった目的とのバランスでもみて深刻と思うならば、「QE3」の tapering に踏み切るべきだった。9月のFOMCでは、経済成長率見通しの変更だけでなく、これらの点に関する判断についても、FRB と市場とのコミュニケーションが課題となった訳である。もちろん FRB が、今や金融規制や財政政策の影響まで配慮して政策を判断することが求められるなど、非常に難しい役割を負っていることは理解できる。

内田氏:

・Bernanke 議長は、6月の記者会見では、「QE3」の tapering を本年後半に開始し、2014 年の中ごろには終了すると述べたし、FOMC メンバーは将来の中立的な政策金利が 4%台であると明示していたが、9月のFOMCでは tapering を見送った。背景には、既に述べたように財政引締めの影響やグローバルな資本フローの変化への配慮があったのだろう。このように、中央銀行として将来の政策運営に関する何らかの guidance を行いつつも、結果的には「総合判断」で政策を決めるのだという理解が市場に定着すると、市場も中央銀行の意図するように動かなくなるという意味で、中央銀行にとって一段と難しい局面に入る可能性がある。

・また、中央銀行が政策運営の上で想定している経済見通しが外れた場合の問題もある。今回の FRB の場合も、今年後半の景気は 6 月時点で想定されていた動きを下回った。そのような場合は、どこまでが金融政策の役割であり、open-end という政策運営の手法をどうするかという問題が浮上する。日本の場合も、来年の前半には、現在の「異次元緩和」を open-end にすべきかどうかという議

論が浮上するとみられるだけに、コミュニケーションの難しさを含めて、共通の課題に直面するように思う。

井上くモデレーター:

・予定の時間になったので、最初のパネルはこれで終わりにしたい。金融システム安定との関連といった論点は次のパネルでも取り上げたい。パネリストの皆様には盛大な拍手をいただきたい。
