

R.A. Braun セミナー（要約）

「21 世紀の金融政策：その課題と処方箋」

（ここに表明された意見は Braun 氏個人の見解であり、連邦準備制度または他の組織・機関のものではない。）

1. 前世紀と大きく異なる 21 世紀の金融政策

金融政策の運営は、21 世紀において大きな曲がり角を迎えた。金融政策運営の考え方が最近の事態によってどれほど影響を受けたかは、金融政策と金融規制に関する前世紀末のオーソドックスな考え方を振り返ってみれば分かるだろう。

1999 年においては、オーソドックスな金融政策の考え方は、以下のとおりだった。

- 多くの人々は、金融政策がマクロ経済安定化のための有効なツールだということを信じていた。
- マクロ経済を安定させる方法は、約 2%の安定したインフレを生み出すために、狭い範囲で短期（翌日物）金利を操作することである。
- 「大平穏期」(Great Moderation) が示すように、短期金利政策は非常に効果的で、景気循環という概念は過去の遺物と化した。
- インフレリスクは非対称である。中央銀行が直面する最も大きなリスクは、利上げ期待がアンカーを失って、ハイインフレを招くことだ。
- 通貨ペッグは常に失敗する。タイが対ドル為替レートを固定しようとしなかったらば、アジア危機は避け得たはずだ。

また、「最後の貸し手」としての中央銀行の機能に関して、1999 年におけるオーソドックスな考え方は、以下のとおりだった。

- 米国および英国における金融危機の可能性は極めて小さい。
- 商業銀行は十分規制されており、預金保険のお陰で銀行取付のリスクも低い。
- 他の金融サービス提供において民間市場の競争は激しい為、投資銀行や生命保険会社などの金融機関に対する、緩やかな規制には妥当性がある。
 - 民間市場における競争は、イノベーションと成長を促している。
 - 失敗が起きた時の民間の対処方法（経営陣の交代、M&A、破産など）は適切である。
- シャドーバンクの分野で危機伝播の懸念が生じている。この懸念が、1998 年にニューヨーク連邦準備銀行の Long Term Capital Management (LTCM) に対する救済のきっかけであったが、この先例は後に持続不可能であることがわかった。

21 世紀に入って 14 年が経過し、この間に起った事態は、上述の 1999 年以來の共通認識

を覆した。

- 「大平穩期」は、「大不況」(Great Recession) に取って代われ、「大停滞」(Great Stagnation) の恐れさえある。
- 中央銀行の最大の懸念は、デフレの防止である。
- 多くの先進国において通貨ベースの膨大な増加が見られるが、物価に対しては、ほとんど、あるいは全く影響がない。
- 中央銀行は、政策金利がゼロ近傍のときには、政策金利が高いときと比べて、経済を安定化させるのが非常に難しいことを発見した。
- スイスに見られるように、為替レート管理がまた注目されている。
- シャドーバンクや伝統的な銀行における銀行取付や危機の伝播について、大きな懸念がある。
- 中央銀行および他の規制当局による、銀行およびシャドーバンクに対する監督が非常に強化されている。

2. 米国の最近の景気情勢・金融政策

それでは、最近の米国の金融政策および金融仲介機関に対する規制について見てみよう。利上げの決定に向け、連邦準備制度理事会(「連銀」)は2つの使命—雇用促進と物価の安定—を担っている。2014年の雇用情勢が着実に改善していることは、十分かつ多様な証拠によって明らかである。伝統的な測定方法による失業率は、2013年12月の6.7%から2014年11月の5.8%まで下がっている。ただし、この数字についてはいくつかの理由により注意は必要だ。より多くのデータに基づくU-6失業率¹は依然として高い(11.4%)。労働人口に対する雇用の割合も、2006年10月の70.6%から2014年10月の68.8%まで下がっている。この差は370万人の労働年齢人口に相当する。

インフレに関して、<発表資料の9ページ>のグラフは個人消費支出のコアインフレ率を示している。2009年7月以来、連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee (FOMC))の設定した2%の目標を下回り続けている。政策決定者にとってこの事実は難問だ。労働市場の状況は、実質経済成長率が長期傾向を上回っていることを示しているのに、物価は堅調な動きになっていないからだ。実体経済の進展は、通常、賃金やインフレに対して上昇圧力をかけると期待される。しかし、そのようなことが起こっていないのだ。利上げの決定には、失業率とインフレの不可解なデータについての首尾一貫した説明か、または新しいデータによってこの難問が解決されるかのいずれかが必要になるだろう。

利上げの決定はどのような状況で行われるのか？連銀は、短期金利上昇時に新しい手段

¹ U-6失業率は、フルタイムでの雇用を求めながら雇用を得られない人口だけでなく、縁辺労働者(仕事を求め、仕事があれば就くことができ、過去12ヶ月間に仕事を探したが、調査前4週間においては職探しをしていない人)と経済的理由によりパートタイムで働いている人を含めている。

として、超過準備預金金利 (Interest rate on excess reserve (IOER)) を想定している。IOER を引き上げることによって、連銀は、拡大した現在のバランスシートを維持しつつ、金融政策の引締めを行うことができる。なぜなら、高い IOER は連銀に預けた超過準備預金からのリターンを増加させ、それによって、銀行がフェデラル・ファンド (FF) 市場において準備金を貸し付ける際の準備預金金利が引上げられるからである。つまり、IOER が高くなれば、FF レートも高くなる。

この論理によれば、IOER が FF 金利の下限となるはずだ。しかしながら、現在の IOER は 0.25% で、これは現在 0.12% 前後である FF 金利を上回っている。この不可解な結果は、市場のセグメンテーションによるものだ。FF 市場における資金の貸し手である金融主体は、連銀に直接資金を預けることができず、IOER を得ることもできない。こうした貸し手は高い流動性を生かし、IOER よりも低いレートで資金を貸付けようとする。

NY 連銀は 2013 年 9 月以来リザーブ・レポによって実験を行っている。これは、(実質) FF レートについてより有効な下限を設定しようというアイデアである。リザーブ・レポ・オペレーションは次のようにして行われる。連銀は様々な米国政府債を多量に保有しているが、事前に定められた価格で将来 (多くの場合、翌日) 買戻す約束の下に、その一部を売却する。こうすることによって、連銀は、取引資格のある相手方に対して、実質的に預金利息をオファーする。銀行、貯蓄組合、金融組合、政府支援企業、マネー・マーケット・ファンド (MMFs) など、連銀の広範囲の取引先が参加し、このレートを得ることができる。原理上、需要は極めて大きいはずで、リザーブ・レポの一日当たりの取引額は、現在 3,000 億ドルに制限されている。

このリザーブ・レポ・オペレーションが利上げ決定とどのように関係しているのか？利上げ後、IOER は上昇し、FF レートもそれにつれて上昇するだろう。しかし、実質 FF レートは IOER より低くなる可能性が高い。なぜなら、銀行システム内部に多量の過剰準備金があるからだ。従って、IOER は実質的には実質 FF レートの上限を設定することになる。利上げ後に、より上手に IOER を管理するために、翌日物 (overnight (ON)) リザーブ・レポ・ファシリティを、実質 FF レートの下限を設定するように、利用することができるだろう。

IOER と ON リザーブ・レポ・オペレーションの組合せによって、銀行など広範囲の取引先が、現実には実質的に連銀に預金することで利息を稼ぐようになる。こうした金利の上昇により、連銀がこれらのオペレーションに資金提供するコストが上がる。研究者の中には、特にカーネギー・メロン大学の Marvin Goodfriend 教授のように、もしも短期金利が大幅に上がれば、このコストはかなり大きくなり、結果として連銀が米財務省に税金

として納める金額が激減することになる²。

3. 米国の金融規制

次に、最近の米国の金融規制について簡単に説明する。米国の規制当局者は、シャドールバークの銀行取付にかなり焦点を絞っているようだ。2008年のリーマンの破綻は、トライパーティー・レポ市場へのアクセスを失ったことが引き金となったと考えられている。リーマンの倒産により、古典的な銀行取付のように見える現象をMMFsに対し生じさせた。その後の混乱は、金融システムへのでこ入れのための連銀の大規模介入を余儀なくさせた。再発防止のために、証券取引委員会は、プライム・インスティテューショナルMMFsが2016年から変動純資産額を維持し、償還ゲートを設けなければならないと決定した。このことは、プライム・インスティテューショナルMMFsは、1ドルの投資に対して最低1ドルの償還を保証しないことを意味する。これらのファンドの純資産額は時間とともに変動するのである。償還ゲートは、短期流動性預金が危機時には固定性預金に変更し得ることを意味する。

2015年1月以降、銀行は、その経営が圧迫された場合に消失する可能性のある「危険」と考えられる大口預金について、その額の40~100%の引当金を積まなければならないことになる。これによって、企業やヘッジファンドからの大口預金について、手数料を変更する銀行も出て来た。

規制監督の新たな焦点の最後は、大規模金融機関である。「システム上重要な金融機関」(Systemically Important Financial Intermediaries (SIFI))に指定される金融仲介機関は、特別の規制監督に服し、資本賦課金を支払わなければならない。米国での賦課金の最高額は、短期企業向け金融への依存度が高いSIFIについては4.5%にも達する。また、SIFIは、深刻なストレス状況にある場合にどのようにして資本バッファを作り出すかを想定する資本計画を提出しなければならない。包括的資本分析およびレビュー(Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR))は、SIFIにとって多大な時間を要し、コストのかかるプロセスであり、しかも認可は自動的ではない。SIFIによっては、資本計画を却下されたところもあり、そのようなSIFIは、資本計画に従って配当を行うことができず、また株式の買戻しを行うこともできなかった。

4. 米国以外の地域の経済状況と金融政策

それでは、米国以外の地域の経済状況に話題を移そう。日本や欧州の経済状況は、米国とはかなり異なる。実質経済成長は停滞しているか、またはマイナスである。インフレ率

²連銀の収益については100%課税されるため、コストが増えて連銀の収益が減ると、それに対する税金の額も引き下げられる

も大きく目標を下回っている。これに対して、3つの政策対応が行われている。(1) マイナス金利、(2) 為替管理、(3) 量的緩和 (quantitative easing (QE)) である。

マイナス政策金利は、2012年以後、デンマークで実験が行われている。2014年に欧州中央銀行 (ECB) およびスイス国立銀行 (スイス連邦の中央銀行) がこれに倣っている。マイナス金利には2つの合理性がある。(1) 預金金利および他の市場金利を下げることによって金融政策を緩和することができる。(2) 政策金利は市場金利の下限を設定するから、短期市場金利を下げる最も有効な方法は、政策金利をマイナスにすることである。

金利はどこまでマイナスにできるのだろうか? ECBの研究によれば、政策金利は中期的にはマイナス0.25%以下にはできないだろうという。預金金利のマイナスがあまりにも大きくなれば、銀行にとっては、貨幣を保管する施設を作る方が経済的になるからだ。ハーバード大学の Kenneth Rogoff 教授は、大きな額面金額の紙幣の発行を禁止すれば、マイナス政策金利に対するこの制約は緩和されるだろうと主張する。事実、この制約は、もし貨幣が電子マネーによる支払システムに取って代わられれば、取り払われるだろう。

QEに関して言うと、日銀は、大量の国債だけでなく、REIT やETFs も購入している。QEに関する米国の経験によれば、第1回目のQEのサプライズ効果は大きいですが、その効果はQEが何回か繰り返されることによって減殺する。一つの代替手段として、中央銀行が6ヶ月毎に資産購入の規模を半分に減らしていくと事前に宣言する方法がある。多くのエコノミストは、QEが最終的にインフレを作り出すことについては同意するが、いつ、どれくらいの短期間で、インフレ率が上がるのかは明らかではない。さらに、このように限度を定めない資産購入計画は、購入する資産の供給量によって制約される。大規模購入は、最終的には資産市場の流動性を低下させるが、流動的な金融市場は、多くの企業活動にとって重要なのである。

QEの物価への波及は間接的である。<発表資料の21ページ>でみられるように、FOMCの期待インフレ予測に対して、現実のインフレ率は常に下回っており、FOMCがQEの効果について楽観的過ぎることを示している。予測の誤りは、楽観的なGDP成長の予測の誤りについても言える。スウェーデンも同じような経験をしている。金融政策の物価および実体経済への波及効果は、政策金利がゼロ近傍であり、経済刺激策としてQEに依存している場合には、弱いのだと言える。

ペンシルベニア州立大学の Neil Wallace 教授は、なぜQEが効果的であり得ないのかについて、1981年に理論的な主張を行っている。コロンビア大学の Michael Woodford 教授は、最近この問題を取り上げ、Wallace教授の理論はかなりしっかりしていることを示した。しかしながら、金融摩擦は、Wallace教授の結論が正確にそのまま適用できないことを示している。他の要因として、QEもマイナス金利も銀行に貸出しを強制できないこと、新たな規制制約のために銀行が貸出しを行うコストが高くなっていることも考慮に入れられるべ

きなのだろう。

スウェーデンとノルウェーで現在行われていることを見てみよう。これらの国々では GDP 成長率は 3% をかなり下回っており、消費者物価指数はゼロかマイナスだ。同時に、住宅価格は上昇しており、個人負債は可処分所得の伸びを上回って急速に増加している。一方で、不動産価格の持続不可能な上昇は問題であるが、他方で、実質経済成長率とインフレ率がかなり低いときに政策金利を上げるのを正当化するのはかなり難しい。

両国では、政策金利の引上げの代わりに、マクロ・プルーデンス・ツールを使うという実験を行っている。スウェーデンでは、既に 2010 年に、LTV（投資する不動産価格に対する借入額の割合）を 85% に引き上げた。スウェーデンでは、2015 年 1 月から、大手銀行について抵当権付住宅ローンのリスク・ウェイトの下限を 15% から 25% に引き上げることになっている。また、スウェーデンは、2015 年 1 月から、景気連動抑制的なバッファを 1% に設定することを発表している。ノルウェーにおいても同様な措置が取られている。これらの政策は、銀行が抵当権付住宅ローンを提供する場合に、より大きな引当を行うことを銀行に強制することによって、住宅貸付を減少させるように設計されている。これらのマクロ・プルーデンス・ツールによって、経済全体に悪影響を与えることなく、不動産価格の上昇を抑えることが望まれている。これは全く新しい領域である。明らかなのは、これらの政策措置は、中央銀行と、金融庁・財務省など他の政府機関との調整が必要であり、これによって中央銀行の独立性が低下することだ。