

# 月刊 資本市場

11 Nov.  
2012  
No. 327

## ■社債市場特集

・社債市場の活性化に関する懇談会

—座談会—

社債市場の活性化に向けた取組み

—レポート—

第1部会報告「証券会社の引受審査の見直し等の検討状況とそのポイントについて」

第4部会での検討について

日本版カバードボンドの実現に向けて

電力債：『本格的』発行再開にはこぎ着けたものの

## ■コラム

日本にとりついた、「反成長主義」という妖怪

## ■レポート

自助努力による年金制度への見直しに向けて

—公的年金の将来の姿と確定拠出年金の重要性

米国金融政策の行方

『監査事務所検査結果事例集』の改訂・公表について

復興予算の「流用」問題を考える／ユーロ圏の内需テコ入れにドイツの個人消費は貢献できるか／日本取引所、始動へ／「マイナス金利」の考察／月後半は緩和期待で上昇基調に／吹くか永田町からの波乱の風

# 米国金融政策の行方



湯本 雅士

今年の夏は異例の暑さが続いて人々を悩ませたが、各国中央銀行にとってもまた厳しい季節であった。そのことは、この数か月間にとられた日米欧中銀の多種多様な政策措置を一瞥しただけでも十分に読み取ることができる。問題は依然として発展途上にあり、この段階で確定的な結論を述べることには慎重であらねばならないが、この時点でこの間の事態の推移と現状を概観し、定点観測記録を残しておくことは、後日の議論のためにも意味のないことではあるまい。以下はそうした試みの一つであるが、紙数の関係で米国を主体とし、日欧については付言するにとどめる。

## 〈目次〉

1. FOMCの景気判断と政策措置
2. ジャクソンホール・コンファランスにおける議長講演
3. 「QE3」の決定と残された諸問題

## ■ 1. FOMCの景気判断と政策措置

米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利（フェデラル・ファンド・レート）が0～0.25%と実質ゼロになった（注1）のは2008年末、FRBがリーマン・ショックへの対応に追われていた時期である。それからほぼ4年の月日が経過した。この間に矢継ぎ早に打ち出された様々な金融措置が危機の深刻化を防ぐのに貢献した（注2）ことについては誰しも異論はあるまい。しかしながら、実体経済が危機前の状態に戻ったかといえば一様に首をかしげざるを得まい。金融政策運営方針の決定機関である連邦公開市場委員会（FOMC）の各メンバーが経済情勢の先行きをどのように考えているかを示すのが、四半期ごとに発表される景気情勢予測（Summary of Economic Projections—SEP）であるが、ここ3年ほどの推移を見る

と、年初から春先にかけては比較的高い成長率と雇用情勢の改善を見込むが、時が経つにつれてそれが弱気化し、秋口から暮れにかけては失速が懸念されるというパターンが繰り返されている。2012年もまたその例外ではなく、7月末から8月初にかけて開催されたFOMCの声明及び議事要旨と、同時に発表された景気見通しはそのことを端的に物語っている。

このことは、リーマン・ショックが米国経済に及ぼした傷跡が予想以上に深く、かつ長期にわたる構造的な変革を必要とするものであることを示唆している（注3）が、それ以外にも、何時止むとも知れぬユーロ圏の動揺の影響が絶えざる懸念材料としてのしかかっている。加えて年初には、所得税減税措置の期限切れと既定の財政削減プログラム（sequestering）の開始という、いわゆる「財政の崖」が待ち構えており、不確定性・ダウンサイドリスクの増大が強く意識されている。

上記8月初のFOMCの声明文は以下の文言で終わっている。

“The Committee…will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability”（経済情勢に応じて、必要とあればさらなる追加的緩和措置をとる用意がある—下線筆者）。

こうしたスタンスは、すでにその前のFOMC声明文（6月20日付）でも窺うこと

ができる—“The Committee is prepared to take further action as appropriate to promote…”—が、さらに一歩踏み込んで追加緩和の用意がある旨をより明確にした点が世間の耳目を集めた。

議事要旨を見ると、FOMCの声明文にこうした文言を付け加えることによって、政策金利0～0.25%という超金融緩和状態を維持する期間についてのコミットメント（2014年後段まで継続）の効果を強化することができるとの意見があったことが記されている。FOMCでは、このコミットメント期間に変更を加えるかどうか議論されたが、これについての決定は次回9月12～13日の会合に持ち越された（事実、この文言は9月のFOMCで変更された〈後述参照〉）。

FOMCではまた、中長期債の買い入れ再開、準備預金金利（Interest on Reserves〈IOR〉）の引き下げも話題に上がったが、これについては賛否両論あって決着がつかなかった。欧州中央銀行（ECB）が7月にIORをゼロにしたことに注意が向けられた（後述参照）が、そのことが金融市場に対してどのような影響を及ぼすかを見極める必要があるとされた。その他に話題になったのは、BOEが7月に採用したFunding for Lending Scheme（FLS）であるが（同じく後述）、これを米国で採用するかどうかについては、英米それぞれの金融制度の違いを考慮する必要があるとの意見が多かった。ちなみに、FLS類似的信用供与を行っているのは日本銀行の成長基盤

強化支援プログラムである。ただし、日銀の方がより質的関与の度合いが高い。

8月初のFOMCはまた、現行の“Maturity Extension Program (MEP)”(残存期間6~30年の中長期国債を買い入れると同時に同額の3年以下の短期国債を売却して、FRB保有国債の残存期間の長期化を図る)を、当初の4,000億ドルから6,670億ドルに増額の上、年末まで延長することを決定している。このいわゆる「ツイスト・オペレーション」は、2011年9月、米国国債の格付け引き下げに伴う債券市場の混乱に対応してとられた措置(当初2012年6月までとされた)であり、これによって長期金利の一段の低下を促し、さらなる金融緩和を進めるとされている。しかしこの措置は、FRBによる長期国債の購入増額を求める声が高まる一方で、FRB保有国債残高を膨らませることについて一部政界筋にきわめて強い抵抗があることに鑑みて採用されたとの見方が一般的である。このオペレーションによって短期金利は上昇する筋合いにあるが、これについては政策金利をゼロ近辺に抑える現行の政策を継続することで対処できるとされている。この政策は一見金融の量的緩和を目指す措置のように見えるが、実質的には民間保有国債の期間構成を操作する国債管理政策であることに留意する必要がある。本来ならば財務省が担当するこの任務が、金融緩和の名のもとにFRBの手によって行われているところに、金融・財政政策の境界の不鮮明化という非伝

統的金融政策の特色の一つを見て取ることができる。

## ■ 2. ジャクソンホール・コンファレンスにおける議長講演

8月初のFOMCに次いで、米国金融政策の先行きを占う材料として注目されたのが、8月末に行われた恒例のジャクソンホール・コンファレンス(前掲注2拙著(2010)参照)におけるバーナンキ議長講演である。FRBが、金融政策の波及効果をより強力なものにすることを目指すいわゆる「フォワード・ガイダンス」ないしは「コミュニケーション戦略」の重要性を強調するようになって久しいが、バーナンキ議長指揮下の現陣営はとりわけそのことに注力し、これまでもさまざまな工夫を凝らしてきた。このコンファレンスの冒頭に行われることが慣例となっている議長のスピーチは、FRB自身にとっても重要なコミュニケーションの機会の一つとなっており、政策運営当局・学界・市場関係者から格別の興味と関心を持って待たれている。とりわけ本年のスピーチは、いわゆる「QE3」実施の可能性が示唆される場になるのではないかという見方も強かった。

このような経緯もあって、多大の期待と関心を集めて待たれていたバーナンキ議長の講演は、その大半が、FRBがこれまでとってきた非伝統的金融政策の説明とその評価にあてられたという意味で、QE3の即時実施を期待

していた向きを失望させたが、過去に行われたQE1及びQE2（注4）の評価については、（これまでもエコノミストによる多くの分析があるとはいえ）このあたりで政策当局自身による一応の総括が欲しいと考えていた人々にとってはきわめて有益なものであった。QE3を期待していた向きにとっても、議長が講演で、前記8月初のFOMCで示されていた、今後の経済情勢次第では追加的金融緩和措置がありうる旨を改めて強調したことで、期待が裏切られたわけではないという余韻を残したものとなった。

ちなみにFRBは、公式にはQEという言葉を意識的に避け、LSAP (large-scale asset purchases) という言葉を用いている。これはおそらく、量的緩和 (quantitative easing) という言葉が喚起するマネタリズム的な連想 (中央銀行の負債サイドに注目) を嫌ったものと思われる (LSAPは資産サイドに力点がある)。バーナンキはかつて講演で、LSAPが、リスクや期間の点でそれらに類似する金融資産の利回りを低下させる効果があったとし (いわゆる “portfolio balance” 効果)、そしてそうした効果は買い入れという行為それ自体もさることながら、FRBがそうした債券を大量に保有しているという事実、あるいは保有が続くであろうという期待にかかっているということを強調している。

### ■ 3. 「QE3」の決定と残された諸問題

かくして、市場関係者の間でほぼ既定の事実となっていたQE3の決定は、9月13日のFOMCで実際に行われた。周知の通り、その内容は、MBSの追加買い入れ (月400億ドルのペース) とフォワード・ガイダンス文言の変更 (現行文言「2014年後段まで」を「少なくとも2015年央まで」に) の二つである。長期国債の買い入れではなく、MBSの買い入れとしたことについては、住宅部門の早期の回復・振興を図るという大義名分を打ち出すことによって、政界筋に根強いFRBの資産規模の拡大に対する反対を和らげようという意図が窺われる。MBSの買い入れであれば国債のマネタイゼーションとの批判を避けることもできる。従来とは異なり、MBSの買い入れについては総枠がなく、かつ実施期間についても言及がないところが今回の措置の特徴であって、ある意味では金融緩和に対するFRBの強い意気込みを示すものと解釈することができる。

ところで、FRBをはじめ世界の主要中央銀行のバランスシートは今やこれまで見たこともないような膨張ぶりを示している。ゼロ金利の下、一段の金融緩和とはさらなる長期債の購入であるという観念が一般に定着している感がある。そうした「市場の期待」に促されて、QE3に止まらず、QE4、QE5…と進む

ことについてどう考えるべきか…。言い換えれば、「デフレ脱却のためには金融緩和が必要である。金融緩和とは中央銀行の資産をひたすら膨らませることである」というアプローチで対応しようとすることは果たして正しい処方箋なのか…。財政節度が失われた時に、デフレ脱却のためと称して続けられる中央銀行による国債の買い入れは、事実上、いわゆる「時間稼ぎ」のレベルを超えた構造的な財政赤字ファイナンスの一形態（国債のマネタイゼーション）と化しているのではないのか…。さらに現在、いわゆる量的緩和と並んで有力な金融緩和策と見なされているフォワード・ガイダンスは、経済主体の心理・期待形成に働きかける「装置」ないしは手段としての程度有効なのか…。現在、FRBをはじめ各国中央銀行に突き付けられているのは、こうした問題にどう応えていくかということである。

(注1) 実際には、FRBの当座預金には付利がなされている（現在0.25%）ため、常時完全に金利ゼロの状態が実現しているわけではない。金利が完全にゼロになれば、金融機関の資金過不足調整の場である短期金融市場の機能は失われる。

(注2) これらのことについては、拙著『サブプライム危機後の金融財政政策—伝統的パラダイムの転換』（2010）、『デフレ下の金融・財政・為替政策—中央銀行にできることは何か』（2011）を参照。

(注3) 9月の失業率は7.8%と久方ぶりに7%台を記録した（前月比マイナス0.3%）が、これが定着すると見るのは時期尚早であろう。

(注4) QE1—長期国債の買い入れ（2009年3月～10月、最大3,000億ドル）、及びAgency債・MBS債（FNMYあるいはFHLMC等の準公的住宅金融機関発行の債券ないしは住宅担保債券）の買い入れ（2008年11月～2010年2月、Agency債最大2,000億ドル、MBS同1.25兆ドル）。

QE2—長期国債の買い入れ（2010年11月～2011年6月、6,000億ドル）。

### {付} 欧州中央銀行（ECB）・英蘭銀行（BOE）・日本銀行（BOJ）の最近の緩和措置

#### 欧州中央銀行（ECB）

\*期間3年に及ぶ超長期オペ（LTRO）による大規模な資金供給

2011年12月22日（1134日間）、4,892億ユーロ。

2012年3月1日（1092日間）、5,295億ユーロ。

（なお、上記に先立ち、2011年10月27日にも371日間に及ぶ569億ユーロのオペを行っている）

\*政策金利（MRO）の引き下げ（2012年7月6日）  
1%を0.75%に。

\*準備預金付利金利（IOR）の引き下げ（2012年7月6日）0.5%をゼロに。

\*ユーロ圏の国債買い入れ（Outright Monetary Transactions（OMT））（2012年9月6日）

対象：残存期間1～3年の国債を中心とする

規模：事前には定めない

条件：EFSF/ESMプログラムが定める財政再建公約の遵守

不胎化：OMTによって供給された資金は完全に不胎化

その他：現行Securities Markets Program（SMP）は廃止

\*ユーロシステムのオペレーションに適用されていた債券の最低格付条件を停止

## 英蘭銀行 (BOE)

### \*資産買い入れファシリテイ (APF) の買い入れ枠 拡大 (2012年 7月)

3,250億ポンドから3,750億ポンドへ (当初2011年10月2,000億ポンドから3回にわたり増額)。

### \*Funding for Lending Scheme (FLS) の実施 (2012年 7月)

金融機関の対民間貸出を促進し、景気を下支える狙いで行われる優遇リファイナンス措置。

## 湯本 雅士 (ゆもと まさし)

1960年東京大学法学部卒。1965年ウォートンスクールMBA。日本銀行、東京証券取引所を経て、2012年3月まで杏林大学で金融論・財政学を講義。主著に、『日本の財政—何が問題か』(2008)、『サブプライム危機後の金融財政政策—伝統的パラダイムの転換』(2010)、『デフレ下の金融・財政・為替政策—中央銀行にできることは何か』(2011)、いずれも岩波書店刊。

## 日本銀行 (BOJ)

### \*2012年 2月—

中長期的物価安定の「目処」の設定 (CPI前年比上年率2%以下のプラスの領域で、当面は1%)。目処の達成が見通せるようになるまで実質的ゼロ金利政策と資産買い入れによる金融緩和を強力に推進するとのコミットメント。

### \*2012年 3月—

成長支援資金供給対象外の小口投融資を対象に、5,000億円の貸付枠を設定。

成長に資する外貨建て投融資を対象に日銀保有米ドル資金を貸付 (貸付枠120億ドル、期間1年、最長4年まで借り換え可能)。

### \*2012年 4月—

資産買い入れ基金を5兆円程度増額 (長期国債枠10兆円程度等。同時に固定金利方式共通担保資金供給オベ枠を5兆円減額 (総枠70兆円の充足目途は2013年6月末)。

### \*2012年 9月—

同基金を10兆円程度増額 (長期国債枠5兆円、短期国債枠5兆円、総枠80兆円の充足目途は2013年12月)。

### \*2012年10月—

同基金を11兆円程度増額 (長期国債枠5兆円、短期国債枠5兆円、その他資産1兆円程度)。総枠は91兆円に拡大。金融機関の貸出増加額についてその全額を低利長期でリファイナンス (金額無制限)。

