

金融政策と財政政策の微妙な関係

2007年夏に表面化した金融危機は、昨年10月以降金融市場だけでなく、世界全体の实体经济に波及し、かつて見たことの無いような急落局面となっている。この中で目立つのは米国の中央銀行、連邦準備制度（FED）の積極的な緩和姿勢である。政策金利であるFFレートは2007年夏の5.25%から、1年半足らずの間に0%－0.25%とほぼゼロ金利にまで低下した。これに加えて、様々な「非伝統的」オペが実施されている。CPの購入、GSE組成のMBS購入、MMMFへの貸付、ABS担保融資等、クレジット・リスクの分野に深く踏み込んだものであったり、中央銀行のホームグラウンドである銀行システムの外への働きかけを意図したものであったりする。また、2008年3月のベア・スターンズ社処理に始まる最後の貸し手機能面での活躍も目立つところである。

FEDの積極的なリスクテイクにはそれなりの理由がある。一番大きいのは、民間の投資家が厳しいディ・レバレッジの過程に入っており、その補完を公的部門が果たそうという意識である。加えて、米国の金融システムは銀行以外の資本市場が果たす役割が大きいため、ここへ進出せざるを得ないという点も見逃せない。さらには、商業銀行以外を対象にしたセーフティ・ネットがTARPプログラム創設までは不在で、FEDが参加せざるを得なかったという点もある。しかし、それにしても大きなリスクテイクであり、不安は残る。

中央銀行が自らのバランスシートで大量の危険資産を保有することの問題は、将来の金融政策の自由度が制限される可能性である。保有する資産が毀損すれば、自己資本が失われる。政府による資本再注入には金融政策に対する注文がつかないとは限らない。やや別の見方をすれば、自己資本毀損のリスクを冒してまで実行するオペは財政政策的な色彩の濃いものである。そのような政策を中央銀行がどこまで実行してよいかは難しい問題である。

この点で思い出されるのは現FRB議長であるバーナンキが2003年の5月に来日した際の金融学会での講演である。彼は当時デフレ傾向にあった日本経済における望ましい金融政策、特に金融政策と財政政策の微妙な関係について、以下のように述べた。

「インフレ時にはしばしば政府債務のマネタイゼーションという現象が見られる。この際には、中央銀行の独立性のメリットは、政府に対してノーと言えるということである。しかし、長期化したデフレの時期には、。。。一時的な日本銀行と政府の一段の協調は、中央銀行の独立性と矛盾するものではない。」（訳、筆者）

その上で、バーナンキは大規模な財政支出を中央銀行の国債購入でファイナンスするような政府と中央銀行の政策協調を薦めている。

今回の金融危機発生以降のFEDの金融政策は以上のようなバーナンキの主張をそのまま実行しているように見えて興味深い。实体经济の稀に見る急降下の中で当面インフレの

心配はない。そこで米国政府と共同で、あるいはF E D単独でかなりのリスクをとるとともに、バランスシートも急拡大させている。バーナンキ自身最近の講演で、将来のインフレのリスクはあるとしているものの、それは将来の問題であり、当面は経済と金融システムをサポートすることが政策の目標だと述べている。おそらく米国政府が一段と財政支出を拡大する場合のF E Dによる米国債の大量購入も視野に入っていよう。

世界経済の回復はその多くを米国経済の回復に依存しており、米国政府とF E Dの試みが成功することを祈らざるを得ない。しかし、もちろんリスクは残る。その一つはデフレ圧力の方が勝る場合である。この場合、よくて米国、および世界経済はかなりの長期間、停滞の時期を過ごすことになる。他方、現在のコアインフレ率が2%前後と高めのため、どこかで急速にインフレが亢進する可能性も無視できない。その際、政府と中央銀行の利害対立が深刻化すれば、バーナンキの判断は甘かったということになる。

いま一つの疑問は、金融危機、デフレ懸念時に政府、中央銀行の協調を重視するのであれば、昨年9月のリーマン・ブラザーズを倒産させた判断は何だったのかという点である。その後は同社倒産により深刻となったデフレ圧力の火消しに追われており、マッチ・ポンプ的な面は否定できないからである。翻ってわが国においては、しばらく前のデフレ時、そして現在もバーナンキが主張するような政府、中央銀行の協調への動きがもう一つスムーズでないように見えるのは残念でもある。