

## 日銀より出口難しい FRB

世界的に長期金利動向が市場の関心を集めている。たとえば、米国では3月以降の FRB による3000億ドルの長期国債買いオペプログラムにもかかわらず、5月以降長期金利は騰勢傾向を強め、10年物でリーマンショック以前の3.5%–4%の水準に達している。巨額の国債買いオペが進行中のイギリスも同様である。

最近の長期金利上昇の最大の原因は、金融システム不安が一段落し、景気指標にも良いものが散見されるようになってきたことであろう。加えて、巨額の財政赤字の金利への影響も懸念されている。しかし、この中で、債券価格を押し上げ、利回りを低下させるはずの中央銀行による国債買いオペが期待されたほどの効果をあげていないのはどうしてだろうか。それは買いオペ自体が国債の売り圧力を発生させるからである。買いオペは金融緩和策であり、将来のインフレに結びつく。期待インフレ率の上昇は債券売り要因である。中央銀行による買いオペが財政規律の喪失につながるとすれば、一層インフレリスクは高まる。

大量の財政赤字、国債発行、中央銀行による国債買いオペという環境の中で国債金利が形成されたケースとしては過去10年余りの日本がある。1999年はじめに2.5%に達した日本の10年物国債利回りは、その後、日本銀行の買いオペその他の措置もあって、この水準を一度も超えていない。しかし、日本の場合と比べて FRB の直面する問題は格段に難しいと考えられる。その基本的な理由はこれだけの金融・経済危機にもかかわらず、インフレ率が高いことである。食料・エネルギーを除いたベースの米国の CPI インフレ率は直近で1.8%である。半年前の FRB の見通しでは2011年に1.25%と今後の軟化が予想されているが、直近のコンセンサス見通しでは1.9%とかなり高い水準が見込まれている。それでも当局はデフレリスクや再度の金融システム不安定化のリスクに目配りが必要である。

これに対して、ゼロ金利政策、量的緩和策が採用されていた1999年から2006年にかけて、日本の（除く食料・エネルギーベースの）CPI インフレ率は一度もはつきりとはプラスに転じていない。つまり、かなり高めのインフレ率周辺まで緩和を続け、その後緩和策を解除するということの難しさを最近の日本は経験していないのである。付け加えれば、日本ではコアインフレ率はいまだにマイナスである。これを反映してここまでの長期金利の上昇も限定的なものにとどまっている。

現在の米国のケースに戻って、インフレ率がここからはつきりと低下すれば、緩和政策の余地は広がるし、そうでなくても長期金利は低下するだろう。逆にインフレ率が現在の値の周辺にとどまれば、FRB に出来ることは限られてくる。日銀のように時間軸政策を強めるにしても出口を余り遠くに設定するわけにもいかず、金利上昇を抑えられるのは中期ゾーンまでだろう。国債買いオペについては無制限の購入を覚悟して長期金利をある水準以上には上げないという米国で朝鮮戦争前に採用された手法はあるものの、当時も朝鮮戦

争でインフレ率が上昇すると、その継続をあきらめざるを得なかった。さらには市場金利の急上昇を避けるため、民間保有の長期国債をより金利の高い非市場性国債と交換するという荒療治が必要になったのである。今回、腰の据わった買い方が出来ないとすれば、買いオペは金利のボラティリティを高めるだけの結果に終わるリスクも高い。

考えうる対応は、市場の景況感が楽観的な方向に走りすぎ、非伝統的政策からの出口予想が不自然に早まり金利が上昇したときに、自らの景況感の丁寧な説明で鎮めるくらいだろうか。これに関連して、市場への説明でより重要となりそうなのは、出口戦略の説明である。現在の市場の一部にはFRBに対する不信感がある。それは2003-04年にかけて、強力すぎる緩和策を採用してクレジット・バブルを招いた経緯に照らしてみると、その破裂への対応である現在の未曾有の緩和策からスムーズに脱出できないのではないかとの懸念である。一部の民間債務買い取りプログラムは適切な利回りよりやや高め買い取りとすることで、市場のリスク志向が回復すれば自動的に資金供給が減るメカニズムが組み込まれているが、FRBのバランスシートに大きく残る長期資産の削減は容易ではないだろう。出口政策については事前に明確にしすぎて不必要に自らの手足を縛るのは問題としても、もしできるならば、適切なタイミングで市場にわかりやすく説明し、安心させることが必要だろう。

以上の問題に加えて、米国の場合は日本と違って国債購入の大きな部分を海外投資家に依存しており、ドルとともに米国債にはリスク・プレミアムが発生しやすい状況にある。今後出口が近づけば一段の金利上昇が避けられないが、その乱高下リスクにも注意が必要である。