

ポイント

過剰緩和とリスクは早すぎる出口より厄介。市場は当局利上げ想定織り込み不十分。利上げと規制強化が二重に作用し混乱も

植田 和男 東京大学教授

10月初め公表の9月の米雇用統計は順調な結果となり、米連邦準備理事会(FRB)は国債と住宅ローン担保証券(MBS)の買い取りの停止を、今月下旬の次回FOMC(連邦公開市場委員会)で決定する可能性が高くなった。市場では、次には来年半ばまでも政策金利が現行のほぼゼロ金利から引き上げられるという見方が有力である。実際に金利が引き上げられれば、2008年のリーマン・ショック以降続いてきた量

上げが時期尚早であるリスクと、遅きに失するリスクの双方に留意が必要である。後者の場合には、遅れたから急いで金利を上げるという対応では済まない可能性もある。



という情報発信(フォワード・ガイダンス)をしてきたのであれば、平時なら利上げ可能な状況になったとしても慌てる必要はない。緩和手段が限られるゼロ金利近辺でせう少く効いている手段は、もう少し安心できるまで続けるべきだとこの見方も成り立つ。

フォワード・ガイダンスについては、失業率の予想以上の急低下のため、FRBは今

経済教室

・金利両面での異例の金融緩和策が終焉(しゅうえん)を迎える。これは引き締めというよりは、政策の正常化のスタートと理解すべきだが、市場や経済への影響については慎重な吟味が必要である。

一見すると、FRBは既にゼロ金利解除を十分すぎるほど我慢している。2%のインフレ目標に対し、足元のインフレ率は1.5%である。5%台前半とされる自然失業率に対し、一時10%に達した現実の失業率は5.9%まで低下した。両者とも乖離(かいり)幅はかなり小さくなっており、政策金利は既にかなりはつきりとしたプラスの値であつても不思議はない。しかし事はそう簡単でなく、依然として近い将来の利

米金融緩和 近づく出口① 波乱生む懸念拭えず

規制強化、影響が露呈

銀行のリスク許容度低下

年3月以前のやや具体的な表現(ゼロ金利継続の一つの条件として失業率が6.5%を上回っていること)を、抽象的な文言に変更せざるをえなかった。しかし同時に金利引き上げ後、雇用やインフレ率が目標値に接近しても通常よりも低い金利水準を維持できる可能性がある」という文言も付け加えた。

上昇が続いている。これに対する7年物フォワード金利は昨年年末までは上昇したものの、現在では昨年5月末ごろの水準に戻っている。要するに、市場では2~3年先までの若干の利上げは織り込まれつつあるものの、その後、さらに大幅に上昇するという期待はほとんど存在しない。FRBのガイダンスに一応沿っているとしても米国内経済に関するいわゆる長期停滞論とも対応する動きに上っている。こうした債券市場の落ち着きがかまでの株価の堅調さの大きな要因でもあった。

を前提としたリスク管理を十分にはできていないと懸念されるからである。一つには、市場の金利引き上げ予想ベースは、FOMCメンバーの予測(再来年末には3%弱へ)よりも、かなり緩やかである。また、彼らの多くは、いまだに金利リスクや信用リスクを内包した資産、あるいは株式を、そのリスクを十分には考慮せずに抱え続けている。こうしたポジションを短期資金でファイナンスしている投資家が、政策金利の上昇で投げ売りを始め、リスク資産の金利が上昇を始めると、その他の投資家も一斉に投げ売りををはじめ、大きな資産価格調整に至るリスクがある。

なるのは、米国の商業銀行や投資銀行のリスクテークには、危機後格段に厳しくなった金融規制が強いブレーキをかけているだろうという点である。リスクはその外に蓄積されている可能性が高く、その分、見えにくい。この点はリーマン・ショック時にも類似の構造があったが、銀行セクターの外でのリスクテークに銀行が間接的にかかわっていたことが問題を大きくしたわけである。今回、むしろ懸念されるのは、金融システムの核である銀行部門のリスクテーク能力の低下が、金利上昇に伴う金融波乱をかえって深刻化してしまつて可能性がある。そもそも金融市場の安定性は、誰かの投げ売りで資産価格が急落した時に、銀行が買い向かう、あるいは買い向かう投資家に銀行が資金供給をすることによって保たれる。こうした機能が自己資本比率規制強化やボルカー・ルールなどの導入によって低下している可能性が高い。言い換えれば、市場流動性が潜在的に大きく低下している。異例の金融緩和はそれを覆い隠してはきたわけだが、その出口では、両方の政策が合わさって資産価格のボラティリティ(変動率)を予想以上に高め、金融システムや实体经济に悪影響を及ぼす懸念が存在する。影響を受ける資産価格は米国市場のみならず、新興市場を含んだ世界全体に広がることを予想される。先週末の市場は世界経済の変調に加えて、以上のようなリスクをも織り込む動きをみせている。異例の緩和に行き過ぎがあったことを示唆する動きともいえるが、異例の緩和からの出口論議が、かえって出口を難しくしてしまつていふ悪循環の様相も見え、FRBは難しい対応を迫られている。

まず時期尚早の理由としては、今回の景気回復の加速感の乏しさがある。金融危機後のバランスシート調整が厳しいものだったからである。家計の所得分配格差の拡大などによって調整未了感は今も残る。また、職探しをいったんやめるなどの「隠れ失業者」が存在し、公表された失業率が労働市場のシラック(たるみ)を過小評価している可能性も広く意識されている。そもそもFRBが本気でゼロ金利を通常よりも長く続け



米国債利回りに織り込まれた将来の金利。3年物金利(右軸)、7年物金利(左軸)。注)米10年物と3年物の実際の国債利回りをもとに、3年先スタートの7年物インフラード・フォワード・レート算出

このような金融不安拡大のパターンは前回の危機にもみられたところである。今回異

つうだ・かずお 51年生まれ。MIT博士。元日銀政策委員会審議委員