



なかた・たいすけ 80年生まれ。ニューヨーク大博士。専門はFRBの経済学。主任エコノミスト

仲田泰祐 東京大学准教授

超金融緩和と資産バブル ①

FRB、予防的戦略に理解も

ポイント

- これまでバブル対応で後始末戦略を重視
- 金融危機後はバブルのリスク分析に注力
- ゼロ金利制約で後始末戦略の実効性低下

に占める雇用者比率はまだかなり低く、黒人・ヒスパニック系の失業率はそれぞれ10%、8%程度だ。当分はFF金利は実質ゼロで推移することが予想される。

その一方で、株価の上昇トレンドが続いている。1月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨では、株価を含めた幾つかの資産価格の過大評価の懸念が示された。資産バブルに象徴される金融システム不均衡は、是正されるときに景気後退を招くリスクを伴う。

そうしたリスクに中央銀行はどう対処すべきか。2つの考え方がある。

一つは後始末戦略という考え方だ。政策金利引き上げによりバブル発生を未然に防ぐことや、バブルを鎮静化しようとするのではない。だがもしバブルが崩壊し景気が悪くなった場合には、迅速に金利を下げて対応するという考え方だ。

バブルに象徴される金融不均衡には金融規制・監督が最も効果的であり、政策金利の調整などの程度金融システム安定化に貢献できるかは不確実、もしくは貢献できて効果は限られる。

金融規制・監督だけでは金融システム安定化をタ

金融危機後のFed View

- ▶ マクロブレーデンス政策の限界を考慮すると、ときには政策金利の調整で金融システムリスクに対応する必要があるかもしれない(イエレン前議長、2014年7月)
- ▶ 金融政策を、金融システム不均衡・物価の安定・雇用の最大化に配慮しつつ、マクロブレーデンス的な目的のために使うべきかもしれない(フィッシャー元副議長、16年1月)
- ▶ 最近のリサーチはどんな状況で予防的戦略のベネフィットがコストよりも大きくなるかを調べている。(中略)金融システム安定化のために政策金利調整をすることが適切かどうか、われわれは完全には理解できていない(クオールズ副議長、19年5月)
- ▶ 連邦公開市場委員会の政策決定は、長期目標・中期の見通し・委員会の目標達成を阻む可能性のある金融システムリスクを含めた様々なリスクのバランスを反映する(20年8月に導入された新政策枠組み)
- ▶ 予防的戦略を使う可能性は理論的には排除しない。だが、そのような戦略をとったことはないし、とる予定もない。金融システム安定にはマクロブレーデンス政策をはじめとした他のツールに頼る(パウエル議長、21年1月)

住宅バブル崩壊を契機に起きた08年の金融危機後もFRBの考え方は基本的に変わっていない。ただ金融危機前よりも、予防的戦略に多少の理解は示している。例えばイエレン前議長は何度も、バブルを未然に防ぐには金融システム全体の安定を目的とするマクロブレーデンス政策をまず適用すべきだが、政策金利を上げる可能性を排除すべき

ではないと明言している。またFRBは、金融危機を防げなかった反省から、10年には金融システムのモニタリング(監視)をミッションとした部局を立ち上げた。また金融危機後のエコノミスト採用では、マクロ経済専門家よりも金融専門家を雇う傾向があらゆる部局で強まっている。金融危機以前よりも、各資産にどれくらいバブルのリスクがあるかを素早く定量化できる環境にある。予防的戦略上の理由で政策金利を調整するとならば、その根拠となる説得力のある分析も示せるようになった。

予防的戦略と後始末戦略に関する分析も、金融危機後にスタッフが手掛けている。例えば筆者も含めたスタッフは14、15年に実施した分析では、基本的には後始末戦略が最適に近いが、状況によっては予防的戦略に従い政策金利を0.25、0.5%程度上げる必要があるという結果が得られ、論文として公表している。

金融危機後にFRBが以前よりも予防的戦略に理解を示すようになったのは、ゼロ金利制約の存在も大きい。後始末戦略が有効であるためには、バブルが崩壊した後に政策金利引き下げで景気後退に対応できるといった条件が必要だ。しかしかなり以前から自然利子率(景気に中立的な実質利子率)が低下しており今後もさらに低下する、もしくは低い水準で推移するという共通認識が生まれている。それに付随して、今後の景気後退では毎回ゼロ金利制約に直面するだろうという

共通認識も生まれている。こうした状況では、政策金利引き下げで景気後退に対応できることを前提とした後始末戦略の説得力は、予防的戦略の説得力よりも相対的に低くなる。

FRBの考え方の大きな変化を象徴するのが、20年8月にジャクソンホール会議で発表された新しい金融政策の枠組みだ。金融システム不安定化リスクにも配慮しつつ、金融政策を運営していくという方針が明記されている。今後は予防的戦略に理解を示すFOMCメンバーがこれまでよりも説得力がある形で「金融システム安定化のことを考えると利上げは早めの方がよいのでは」との意見を述べられるようになった。

今後FRBは本格的に予防的戦略に歩み寄るのだろうか。それとも金融危機前の後始末戦略的な考え方に逆戻りするのだろうか。

金融システム安定化への配慮が示されたことは、さらなる予防的戦略への理解につながるように思える。一方でFed Viewへの信頼も根強い。例えばパウエル議長は21年1月のFOMC後の記者会見で「理論的には政策金利の調整で資産バブルに対応することを排除しない」と述べたが、「理論的には」という部分をかき消した。イエレン前議長よりも予防的戦略に後ろ向きに聞こえた。今後いつ利上げをするかに関して具体的な議論が開かれる際に、金融システム不均衡に対する懸念がどれくらい重要な要素として登場するの注目される。

なにかもしいないという懸念が背景にある。政策金利の調整で金融システム安定化に貢献できることは限られてもゼロではない、もしくは政策金利は金融規制・監督よりも比較的柔軟に調整できるといった現実もこの考え方を後押しする。

08年の金融危機前のFRBは、後始末戦略を正しいとする考えを貫いていた。その理由の一つは、戦後米国の不景気の中でも、00年のIT(情報技術)バブル崩壊による景気後退が比較的マイルドだったことだ。

また予防的戦略に対する主な反論の一つとして、資産価格上昇がバブルなのかどうかをリアルタイムで見極めるのは難しいという考えがある。市場の効率性を信じる経済学者が比較的多い米国では、この反論は特に強力かもしれない。

FRBが推奨してきた後始末戦略をよしとする考え方は「Fed View」、予防的戦略をよしとする考え方は「国際決済銀行(BIS)のエコノミストが推奨してきたため「BIS View」と呼ばれる。