

## 非伝統的な金融政策の世界的な計算

クリスティーヌ・ラガルド

国際通貨基金 専務理事

ジャクソンホール

2013年8月23日

皆様こんにちは。今年のシンポジウムに招待して下さったエスター・ジョージ氏に感謝いたします。このイベントに参加できることを常に光栄に思っております。連邦準備制度そして中でもこのシンポジウムが、金融政策の研究と分析の最先端の場であることは皆様の良く知るところだと思います。今朝を振り返ってみますと、その評判に間違いはないことは明らかです。

今日の政策担当者は、経済をどのように再び機能させるかについて、見直し考え直すという課題に直面しています。なかでも先進国・地域の中央銀行が、政策担当者のプールという彼らにとって「未知の領域に飛び込む」意欲を示していますが、これは最も驚くべきことのひとつだと言えるでしょう。

多くの点で、中央銀行は世界金融危機のヒーローでした。ここ数年で採られた非伝統的な政策は、従来の緩和的な金融政策と比べ、その野心においてはより大胆でその規模においてはより大掛かりです。こういった異例の措置により、世界は大恐慌の再来の瀬戸際から引き返すことができたのです。

また危機は、世界がどれ程結びついているかを見直す機会にもなりました。2008年に米国で起きた1件の倒産により世界経済が傾きました。その後、ユーロ圏の様々な問題から世界経済に再び衝撃が走りました。今日、新興市場国・地域の減速が、世界のあらゆる国や地域の成長の足かせになるというリスクが懸念されています。

非伝統的な金融政策は新たな展開をもたらします。言うまでも無く、実際今週経験したようなことを皆さんは気にかけていらっしゃるでしょう。これは、1カ所の政策措置が世界のいたる所に影響を及ぼす可能性があることを思い出させるものです。そして、世界のあらゆる場所の動向に目を向ける—これはIMFの任務です。

より一般的に言うならば、非伝統的な金融政策は新しい世界を航海することであり、ある意味暗闇のなかに突き進むようなものです。ジョン・F・ケネディーの言葉を借りるならば「我々は暗闇を呪うためにここに存在するのではなく、暗闇を照らし我々を安全かつ健全な未来へと導く蠟燭をともすためにいる」のです。この暗い部屋に蠟燭をともすことが、我々全体に課せられた使命です。

ですから、本日私は皆様に、主に以下のメッセージをお伝えしたいと思っています。すなわち、「我々はこういった非伝統的政策を採った現地のそして世界的な影響について、さらにこれらが解除という道にどのような影響を与えるのかについて、理

解するために協力しなければならない。非伝統的政策により時間的猶予及び余力が生まれた。今日重要なことは、その時間を賢く使うことであり余力を無駄にしないということだ。世界の政策担当者は、国内であろうと世界であろうと、安定性と成長の回復及び不均衡の是正に必要なあらゆる措置を講じる責任を有する」ということです。

この精神のもと、私は主要な3分野におけるIMFの考えを一部ご紹介したいと思います。

- 1) 第一に、米国やその他の国・地域における非伝統的な金融政策は、世界経済にこれまでのところどのような影響を及ぼしているだろうか。
- 2) 次に、特に解除に向け準備を進める中、これは今後の世界にどのように影響するだろうか。
- 3) そして、第三に、持続的成長をより適切に実現する世界的な政策ミックスは存在するのだろうか。

## 1. UMPのこれまでの実績

では「非伝統的な金融政策は必要だったのか、そして有益だったのかを振り返る」からはじめましょう。これに関し一部では議論の余地があることは承知しています。しかし、その影響はこれまでのところプラスであったことは、我々の分析が明確に示しています。

何故そうだと言えるのでしょうか。危機の早い段階において、UMPは金融システムの崩壊と経済活動の崩壊の回避に貢献しました。例えば、米国の量的緩和(QE)であり、英国の大規模な資産購入(LSAP)であり、その後はECBの3年ものの長期リファイナンス・オペ(LTRO)やアウトライト・マネタリー・トランザクションズ(OMT)によりユーロ圏の崩壊というテールリスクが大幅に低下しました。

金融市場の混乱を前に、UMPは経済活動そして国内・世界で金融の安定性を支えました。UMPの初期段階においてこれは確かに事実であり、これら目標が互いを支えあっていました。

IMFでは、強化したサーベイランス枠組みでこういった政策が及ぼすより広範な影響に一段と注目しています。我々は国の内部、例えば金融部門と実体経済の間の相互関連性、そして国と国の間の結びつきを描き出しています。

こういった政策の影響を正確に読み取ることは困難です。余りにも多くの要素が影響しており、また国によって様々な多くの意見が存在することは明白です。既に申し上げたとおり、我々は「テラ・ノヴァ(新しい大地)」に立っているのです。そ

れでもやはり、我々は挑戦しなければなりません。挑戦を続けるのみならず、これまで以上の取り組みが求められています。

我々は今月はじめに1本のレポートを作成し、この中でUMPの波及効果について検証しました。概算によると、米国連邦準備制度理事会（Fed）のQEにより、今年の早い時期での市場の調整を前に、米国の長期国債の利回りが100ベーシスポイント以上下落し、世界産出高を1%以上押し上げた可能性が高いようです。こういった概算は様々であることは承知しています。それでも、それなりの確信を持って、UMPが世界不況の可能性を前に経済活動を支えたと言えるでしょう。

市場リスクの指標を見ると、金融ストレスが著しいなか市場の不透明性が是正されるなど同様の展開を見て取ることができます。例えば、FedがUMP措置を講じた直後、様々な市場において価格の極めて大幅な変動の可能性が減少しました。

最も困難な状況にあった初期段階で大きな利益があったことは間違いありません。しかし、以降もUMPは奏功しました。第一に金融の混乱という最も深刻なリスクが回避され次に成長を押し上げるなど、最終的には全ての国に利益をもたらしました。

今後は、このような成果を常に期待できるわけではないかもしれませんが。

## 2. 現時点でのUMPの世界的計算

では、次の「UMPを巡る今日の我々の立場」に移りましょう。

まず第一に、私は早急な撤退を提案しているわけではないということをお伝えしなければなりません。UMPは、現在行われている所全てにおいて、継続期間は異なれど現時点で依然として不可欠です。例えば、欧州ではUMPが多大な効果を発揮する多くの余地がありますし、日本でも、解除はまだ先の話である可能性が極めて高いといえるでしょう。

伝統的・非伝統的にかかわらず例外的に緩和的な金融政策は、経済の回復とそのインフレへの影響を踏まえ、いつかは終了しなければなりません。我々は、その日がいつか正確に分からないからこそ、その日のために準備をしておく必要があります。

我々が確信を持っていえることは、「出口までの道のりは、回復のペース次第となりまたそうあるべきであり、後者が前者にかかる潜在的なマイナスの側面を軽減する」ということです。

しかし、この計算は容易ではないでしょう。我々はともに、金融の安定性と成長の双方を監視しなければなりません。ともにUMPの利益が時とともに減少するか見

守る必要があります。ともに金融部門にかかる副作用が次第に悪化するのか分析を進めなければなりません。

開始と同じく解除も未知の分野です。それでも私は楽観的です。中央銀行は適切に開始することができました。解除を同じように適切に行わないと考える理由はありません。

ですから、IMF と政策担当者は、*世界の経済及び金融の安定性への影響すなわちシステムの一部のみならず全体への影響を含め、最終的に解除がどのようなものになるのか、今から考える必要があります。*これは、IMF が検証してきた課題であり、これからも綿密に注視していく予定です。つまるところ、これこそが IMF が「存在する理由」なのです。

ここでは、これらの経路や結びつきについて我々が考える幾つかの点についてお話ししたいと思います。

*第一に、安定性とリスク選好のバランスです。*

両者の関係は簡単ではありません。確かに、長期に渡る極めて緩和的な金融政策と超低金利が、より高い利回りの追求とあいまって、不健全なリスク選好を醸造するレシピであると判明するかもしれません。同時に、UMP 無くしては、金融不安のリスクが高まり成長率が悪化するという結果が容易に引き起こされたかもしれないのです。

これまでと同様、時間の経過とともに一段と詳細が明らかになるでしょう。なかでも、今年前半の世界市場の調整は、度を越した熱狂への価値ある反応なのか、或いは不安定な状況と常に不安が存在する時代の幕開けなのか、我々は知ることになるでしょう。我々は皆前者を望みますが、後者の可能性を踏まえ計画を立てることが賢明です。

UMP の中には、おそらく従来の金融政策よりもイールドカーブを構成する長期債利回りに影響するものがあります。UMP は、従来の金融政策で通常我々が目にするより一段と広範な資産及び資産クラスに影響を及ぼす傾向にあり、結果、後に懸念材料となるようなリスク選好のインセンティブを生み出すことになるかもしれません。

こういった要素を比較検討し今日の時点で UMP の利益を計算してみると、UMP 実施国に明らかにプラスの作用をもたらすと我々は考えるに至るのです。

第二に、波及効果をより綿密に検証する必要があります。

UMP の影響を、経済状況に影響する他の要素と区別することは困難であることは認めざるを得ません。それでも、過去の引き締めサイクルによって懸念や波及効果が生じており、我々は歴史から学ぶ必要があります。

現在のところ総じて先進国及び新興市場国は、UMP による政策面への影響を適切に処理しています。

我々は、一連のケーススタディに取り組んでいます。対象は、全体で世界の産出高の約 40% を占める 13 の最大の UMP 非実施国です。

UMP 導入後、資産価格が上昇し資本フローが拡大したケースも見られました。2008 年以降、新興市場国・地域へのネットの資本流入は累積で 1 兆 1,000 億ドル以上拡大したとする指標もあります。長期的な構造的トレンドを約 4,700 億ドル上回るといわけです。一部では企業のレバレッジ及び為替のエクスポージャーも増加しました。不動産価格は、例えばブラジル、カナダ、中国、韓国、タイで高止まりしています。株価はかなりの期間に渡って、中国、メキシコ、そしてロシアで回復しました。与信は、ブラジル、中国、韓国、トルコで急激に拡大しました。最近では、こういった動きの一部が反転しています。

こういったプラスのトレンドは言うまでもなく、従来の方策でも予期するような事象でしょう。やはり、お馴染みの通貨の上昇と与信の伸びの可能性を伴った、低金利と他の機会を求める投資家や新興市場国・地域への資本の流入といった利益の追求のレシピです。

総じて、各国はマクロプルーデンス政策手段や資本フロー管理措置といった金融システムの安全性を向上させるための措置をもって、健全なマクロ経済運営を行ってきました。

結論として、UMP 非実施国に対する UMP の影響を今日計算してみると、最終的にやはりプラスだといえます。少なくとも現時点ではそうだと言えます。

一部の新興市場国・地域でつい先日にも目にしたように、状況は急激に変化し得ることは誰もが知るところです。こういったリスクを常に監視し評価することが必要です。

第三に、様々な出口戦略の選択肢について考えを深めることは、リスクと波及効果のバランスのより適切な評価に役立ちます。

ここで非常に基本的な質問をします。UMP からの「退場」とは何を意味するのでしょうか。その答は常に明確だとは限りません。多くの革新的な考えが誕生しました。

しかし、往々にして伝統的な政策と非伝統的政策は一緒くたにされがちです。今日の金融政策は、今後の政策の時間軸効果や、特定の市場の安定性を支えるための民間資産の購入、より広範に経済活動を押し上げることを目指した焦点をそれほど絞らない「量的緩和」購入など、多面的です。

長期的には、UMP からの退場とは段階的な解消と、最終的にこういった全ての政策の解除を含むことになるのは明らかです。しかしこれは、同時に全てを解消することを意味するわけではありません。

実際、政策金利の今後の道筋や今後の資産購入のペースの発表といった UMP のより「伝統的な」側面のなかには、なんらかの資産が売却されるはるか前に調整される可能性が高いものもあるでしょう。これは、UMP からの退場が度々描かれかつ懸念されるよりペースが遅くかつ時間がかかる可能性があることを意味しています。

また、解消は他の政策の進捗状況や回復の永続性に左右されると想定して間違いありません。

実際、市場が解除を円滑に理解しこれに対処するためには、経済の強化が必要な条件です。

### 3. 世界的な政策のより適切なミックス

それでは最後に第3のポイントである「今後の政策のより広い方向性」について考えていきましょう。

金融政策は、我々が想定するように優れた効果を上げますが万能ではありません。全ての答えがここにあるわけではありませんし全ての経済的問題を解決することはできません。この点について皆さんを説得する必要はないでしょう。

根本的に、UMP は世界経済を前へと進ませることができより幅の広い政策をもって補完する必要があります。

ここで少し話を変えます。

IMF が助言について後ろ向き、或いはあえて言うならば UMP を追求している国々に対し「ソフト」であると感じる方も間違いなくいらっしゃいます。私は全く反対だと考えています。数年に渡り我々は一貫して、政策ミックスにはさらに多くの中期的な財政・金融部門・構造の各改革が必要だと強調してきました。しかし、こういった他の望ましい政策が存在しないとしても、UMP は実施しないよりしたほうが良かったのです。

私は、中央銀行のこれまでのあらゆる努力が、均衡ある永続的かつ包摂的な成長に必要な、間違いなく一段と困難な政策を導入するという他の面での取り組みが不十分な場合、水泡に帰してしまうのではないかと懸念しています。UMP 実施国だけではなく全ての国にこれは当てはまります。

事実と異なることを正確に理解することはないでしょうが、これは言えると思います。「UMP によりさらに改革を進めるための余力が生まれている。我々はこの余力を賢く使うべきである。UMP は最終的に更なる先送りの暗号となってはならない」

*UMP 実施国にとり、的確な政策ミックスとは二つのことを意味します。*

*第一に、永続的かつ持続的な成長の基盤を構築するには、さらに深部までにわたる改革を推し進める必要があります。UMP により生じた余力を無駄にしてはなりません。*

我々には、より長期的に成長を維持し、財政の持続可能性を確保し、また弱体化した銀行システムを修復するために、このようなより裾野の広い一連の政策が必要となっています。

政策をどのように組み合わせるべきかは国により異なります。IMF ではこれらについて、直近の主要国の年次経済審査をはじめ別の機会に詳細に取り上げていることから、ここでは再び議論いたしません。

より裾野の広い政策を進めることで、UMP の効率性を早急に向上させ潜在的リスクの抑制に貢献することができます。同時に、円滑な解除へのドアを開く上でも有益でしょう。

ここで例を一つ挙げましょう。特にユーロ圏をはじめとするいくつかの国では、与信が流れるよう金融システムの配管の詰まりを直し、金融の分断を是正し、金融政策の効果を上げるために、金融の再建をさらに進める必要があります。

より大局的には、規制改革の面での前進がシステムの安全性の向上に貢献します。UMP は金融部門の救出に貢献しました。その見返りとして金融部門の改革の終了に向けた取り組みを加速するよう求めても全く妥当だというわけです。

*第二に、中央銀行が解除に伴うリスクを管理する責務を果たさなければなりません。*

本日お集まりの皆さんは、コミュニケーションが極めて重要であることを理解されております。政策担当者は、UMP に関する決定に影響する経済活動及び金融の安定性にかかわるあらゆる判断・考えについて率直かつ明快であるべきです。

また、方程式の両サイドのリスク、すなわち、性急な解除が誘発する回復にかかるリスク、及び解除の過度の遅れに起因する金融の安定性リスクについても伝達することが重要です。

金融環境に関するコミュニケーションが市場の安定性を損なうかもしれないという懸念は正当なものです。しかし、十分な情報提供が行われない場合、市場の動揺につながる可能性もあるなど、さらに悪い結果をもたらす可能性もあります。

UMP の解除は、上手く管理されたとしても、他の UMP 非実施国にとり極めて厳しい状況を作り出す可能性もあります。

では、UMP 非実施国はどのように準備し対処すべきでしょうか。

ほとんどの場合、これらの国々は潜在的リスクへの対処で先手を打ってきました。今後もそうであるべきです。的確な政策措置は各国の環境により異なるでしょう。

同時に、各国は長期的にみてスタミナをアップする必要があります。UMP 実施国では、世界の需要の再調整が進まないことも理由に金融政策に過度の負担がかかっています。

UMP 非実施国は、持続的な中期的成長のために我々が報告書で明示した、一段と踏み込んだ政策を積極的に追求していく必要があります。実際、最近は新興市場国・地域の潜在成長力の低下が懸念されており、この重要性が浮き彫りになっています。

しかし、金融が再び不安定化した際の対策も重要です。これは、UMP 非実施国・地域に深刻なリスクをもたらします。幸いなことに、これに対処するツールをこういった国や地域は備えています。

為替レートの柔軟性も有効でしょうが、コストがゼロというわけではありません。為替相場のボラティリティや当面の流動性圧力の緩和に奏功する市場介入もあるかもしれません。

これまでのところ、先進国・新興市場国共に、行き過ぎを防ぐためにマクロそしてミクロ・プルーデンス政策手段を講じ、過剰な与信の伸びや潜在的な金融部門の脆弱性に対処しています。環境によっては、資本フロー管理措置が有効なケースもあります。

しかし、最大限の努力を払ってもダムから水が漏れるかもしれません。ですから、更なる防衛線、我々の相互依存的関係、共通の目的、世界経済に対する共同責任を反映した防衛線が必要です。



これについては、危機の早い段階で主要な中央銀行が打ち出したようなスワップ取極が有効でしょう。IMFとしては、政策助言とともに、我々の多様な制度を用い予防ベースも含め金融支援を行う用意があります。

何にもまして、我々は皆連携しなければならず、これまで以上に連携を進める必要があるのです。

## 終わりに

最後になりました。

世界の状況を改善するにあたり政策面で国際協調・国際協力を進める余地があります。孤島と呼べる国など存在しません。冒頭申しましたように、今日の相互に結びついた世界ではUMP含め国内向け政策が伝播しその効果が発信源に波及していく可能性もあります。より広く影響を検証することは自らの利益であり、我々皆の利益にかなっていると言えます。

これが容易であるとは申しません。実際に連携の実現には困難が伴います。

波及効果の規模、その方向性さえも皆が合意しているわけではありません。こういった違いを乗り越えるもしくは少なくとも縮めることは、今後の政策の方向性を決める上で重要な一歩です。

こういった課題に共に率直に向き合うことが最善の対処法です。今日ここでの議論が、我々が正しい方向に向かう上で役に立つのです。

国際的な政策協調の場として、IMFは貢献することができます。サーベイランスを用い加盟国の政策決定を効果的に支えることも、我々に課せられた義務です。我々は、加盟国間の相互関連性や波及効果をより深く探求することができます。連携のプラスの効果に関する明確な分析を提供することができます。また、政策担当者には、世界的な政策アジェンダにおいて自らが果たす役割についての理解を促すこともできます。

政策そして政策協調においても望ましい状態にあるとは言えません。各国が自らの役割を果たしながら、世界レベルで行動を起こさなければ世界経済の回復をリスクにさらす危険性があります。しかし、行動することにより、我々は世界経済を力強く持続可能かつ均衡ある成長の軌道に乗せることができるのです。

立ち泳ぎは既に十分です。政策担当者が岸に向かい泳ぎ始める時なのです。元シンクロナイズドスイミング選手からのアドバイスです。

ご清聴ありがとうございました。