

非伝統的金融政策：今後の展望

篠原 尚之

国際通貨基金 副専務理事

東京

2014年1月23日

皆様おはようございます。本日、非伝統的金融政策（UMP）に関する本セミナー開催のためにここにおりますことを光栄に思っております。私は、寛大にも本セミナーの開催を支援して下さった日本国政府と共同開催の一橋大学に対し感謝の意を表します。そして本日ご来場の皆様、ご参加頂き誠にありがとうございます。

本イベントは、日本国政府が資金提供し、東京を拠点とする IMF アジア太平洋地域事務所が運営するイニシアティブの1つです。これらのイニシアティブが政策立案能力の構築と国際協力の強化の促進を支援することを我々は強く期待しています。これは、アジア地域の重要性および影響力が引き続き強まる中で、我々がこの地域との密接な関わりの重要性を認識していることの現れでもあります。これらすべての理由により、本日アジア諸国からこれほど大勢の政府高官が参加されたことを喜ばしく思っております。

言うまでもなく、このセミナーの中心議題である非伝統的金融政策（UMP）はタイムリーなテーマです。注目の高さの証の一つは、ベン・バーナンキ氏が米国連邦準備制度理事会議長としての最終演説で「自分の任期を振り返るとUMPがその中心にあった」と述べたことでした。

IMFは5月および9月に発行された2本の主要論文、我々の多国間および国別のサーベイランス、セミナーを含め、いくつかの方法を通じてこの議論に貢献してきました。例えばUMPは昨年秋にIMF調査局が主催したハイレベル会議の議題のうちの1つでした。元IMF筆頭副専務理事のスタンレー・フィッシャー氏がUMPにスポットライトを当てたのは、「この政策を経験したことによりマクロ経済学の教科書が変わってしまうだろう」と述べた時でした。金利のゼロ下限制約は金融政策の効果を失わせるとはもはや見られないでしょう。今にな

って考えると、フィッシャー氏が連邦準備制度理事会の副議長に指名されたことで、このコメントはさらに重みを増しています。

UMP の評価

本セミナーは、こうした議論を続けるための素晴らしい機会を提供するものです。高名なスピーカーの皆様から今後の展望についてお話しして頂きます。しかし、セッションを開始する前に少々お時間を頂き、3つの大きな疑問を提起することを通じてUMPに対するIMFの見解を要約させていただきます。

- ・ 第1に、UMPは金融の安定と世界規模の景気回復を支援したのでしょうか？
- ・ 第2に、UMPはUMPを実施していない国・地域にとって支援となったのでしょうか、それとも妨げとなったのでしょうか？
- ・ そして第3に、政策当局はどのようにUMPから退出するのでしょうか？

ご記憶の通り、世界金融危機以前の主要先進国においては、確立した枠組みと安定した銀行システムを背景に中央銀行が金融政策を決定していました。政策金利の変更は長期実質金利に速やかに反映され、これが消費、貯蓄、雇用に関する決定を通じて実体経済に影響を与えていました。しかし、世界金融危機は市場の機能を損ない、金融の安定性を危険に晒し、世界規模の不況とデフレの危険が高まりました。

それに対応するため、先進国・地域の一部の中央銀行が2つの大きな目標のためにUMPを採用しました。第1の目標は、金融市場の機能回復と同時に、さらに重要な金融仲介の機能を回復することでした。第2は、金利がゼロ下限制約にある中で、大幅な金融緩和によって経済活動を支援することでした。中央銀行の間で取り組み方は異なっていたものの、その手段には対象を限定した流動性供与、民間資産購入と時間軸政策が含まれていました。

しかし、UMPは数多くの深刻なリスクを伴うものです。これは主に非常に長期間にわたり金融政策が緩和的な状態を維持することによるものです。緩和的な金融政策に誘発されたリスク選好的な行動が行き過ぎる場合、金融の安定性が

悪影響を受ける可能性もあります。UMP を背景とした長期の資産購入も中央銀行の信頼性を損なう可能性があり、これが拡大すればインフレ期待が高まります。最後に挙げるのは、UMP に過度に依存し、それが提供する猶予が、長期の成長率を上昇させるために必要であるが、困難を伴う構造改革を実行するために利用されないことになるかもしれないというリスクです。

UMP の初期効果

これらの政策の効果がまだ完全には理解されていないため、その影響を正確に読み取ることは困難です。しかし我々は、ある程度の自信を持って UMP は世界経済の支援に効果があったと言えます。現時点での IMF の評価は肯定的です。

最初のプラス効果は、危機の初期に UMP が金融システムと経済活動の崩壊の防止に役立った際に表れました。対象を大きく拡大した中央銀行による積極的な流動性供与は、金融市場の機能と金融仲介の回復に成功しました。ここ日本では、日銀による米国ドル流動性の大規模な増加と 2008 年の民間企業向け資金調達市場の支援が、金融の部門混乱の更なる拡大と景気後退の悪化を防止しました。

早期の政策対応はまたユーロ圏崩壊のリスクを削減しました。欧州中央銀行 (ECB) の長期リファイナンス・オペによって銀行による大量のレバレッジ削減とそれに引き続いて起こる信用収縮が回避されました。その後のアウトライト・マネタリー・トランザクション (OMT) の発表は、市場からの圧力に曝されていたユーロ圏において、債券利回りを大幅に低下させました。これは銀行の財務内容を強化し、国債と銀行の潜在的なつながりがある程度限定するものでした。

UMP は世界の経済活動もより広く支援しました。米国においては、昨年市場調整以前に、連邦準備制度理事会の量的緩和によって長期の米国債金利が 100 ベーシス・ポイントを超えて低下し、これが世界経済を 1 パーセント超押し上げた可能性が高いと IMF は推計しています。

日本においては、量的および質的な金融緩和の枠組みに基づく積極的な金融緩和が経済の軌道を変え、インフレ率も上昇し始めて 11 月には 1.6 パーセントに達しました。これらはよい徴候です。しかし、こうした前進を持続させ輸出と投資を復活させるためには、力強い成長と財政改革がそれに続く必要があります。日銀はデフレとの戦いにおける UMP 使用の先駆者であり、他国にとって重要な教訓を有しています。それは、一度デフレ的思考様式が定着してしまうと、消費者は支出を控え、給与は減少を始め、この膠着したサイクルから抜け出すことが非常に困難になることを示しています。幅広い政策分野において断固たるアクションを取ることが必要とされています。

UMP 非実施国・地域に対する影響

それでは第二の問題に移りましょう。UMP は UMP 非実施国・地域にとって有益だったのでしょうか、それとも妨げとなったのでしょうか？ 結局のところ、先進国の経済政策は UMP 非実施国にとっても有益であったというのが私の見解です。おそらくご参加の方々を含め、一部の皆様にとって、これには議論の余地があることは私も承知しております。

多くの一般均衡モデルが、マイナス・ショックに対応した UMP 実施国の積極的な金融緩和が UMP 非実施国に有益であることを示唆しています。これは世界の経済成長率の上昇につながり、UMP 実施国と UMP 非実施国の双方に利益を与えています。さらに、資本および国の資金調達に関するコストの低下、そして株価の上昇から UMP 非実施国が恩恵を得ていることがデータによって示されています。

最近の論文において、我々は UMP を実施していない大国のうち世界の産出の約 40 パーセントを占める 13 カ国を詳しく調査しました。これらの国に対する資本流入は、特にアジアとラテンアメリカにおいては経済危機以前のピークを超えることが何度もありました。

しかし金融の安定性は資本流入と安価な外国資金による資金調達の期間が長くなる間に損なわれる可能性があります。強力な資本流入によってもたらされる

政策課題には、景気過熱、急激な資本フローの反転、そして過剰な実質為替レート上昇の可能性が含まれる可能性があります。

こうしたリスクと課題を軽視せず、状況が決して単純でないことに留意する必要があります。例えば、為替レートの上昇が競争力の足かせとなる可能性がある一方、先進国・地域からの需要増というプラス効果とのバランスを考慮する必要があります。コモディティ輸出企業にとっては、世界的なコモディティ価格の上昇により交易条件が改善する可能性もあります。

2013年5月に連邦準備制度理事会が初めて量的緩和縮小について明確に言及するまでの期間、UMP 非実施国は資本流入の中で好調な経済運営を行っていました。しかし、経済サイクルが転換するにつれて、結局、一部の国でリスクが発生し始めました。とはいえ、マクロ経済または金融の不安定性が、広範囲に、または激しく見られた国はまだありません。銀行システムは、ほぼ安定した状態を維持してきたようです。急速な与信拡大と、場合によっては経常収支赤字が増加したにもかかわらず、銀行システムは損失を吸収するバッファーを適切に維持してきました。これは、危機の発生前と発生中にマクロ経済が管理されていたことと、これらの国が金融システムを担保するために行動したことの証しです。この政策対応には、マクロプルーデンス政策と、場合によっては資本規制が含まれます。全体として、マクロ経済と政策のファンダメンタルズが強力な国ほどうまくいっています。

直近では、特に米国がUMP から退出するという予想が強まるのに呼応して、一部の国と産業部門に不安定性の徴候が現れています。量的緩和縮小に関する連邦準備制度理事会の最初の公開討論後の数か月間は、ファンダメンタルズが弱い国と、より開かれた市場をもつ国では、為替及び債券市場のボラティリティがこれまでにないほど上昇しました。この出来事はまだ詳細な分析の最中ですが、私の同僚の1人が、本件に関するIMFの現在の研究についてこのセミナーで議論を行います。

資産購入の量的緩和縮小を先に延ばすという9月の連邦準備制度理事会の決定は、それまでの通貨と債券への圧力を覆し、9月後半には新興市場国の債券市場への資本流入が復活しました。そして、「資産購入は縮小されるであろう」

という先月の連邦準備制度理事会の発表は量的緩和縮小プロセスの第一歩でしたが、これまでのところ大きなマイナスの影響はありません。

重要な論点は、日銀の最近の金融緩和の結果としての日本からの資本流出が、他地域からアジアへの資金流入の減速を弱めるのに役立つことができるかという点です。初期の証拠を見ると判断は分かれます。資本は実際に日本から流出していますが、今のところ、この資金は主に先進国・地域、特に米国の債券及び株式市場に流入しています。しかし断定的な評価を行うのは時期尚早かもしれません。日本の銀行は日銀において増加を続ける当座預金をまだ再配置しておらず、日本企業が投資を分散し始めるにつれ、この資金がアジア地域の成長市場にさらに流入する可能性もあります。

UMP からの退出

これは私の最後の疑問につながります。時期が来たら、政策当局はどのようにUMPから退出すべきなのでしょう？安全な退出のためには、よく計画し、コミュニケーションを取る必要があると同時に、経済の強化を条件としなければならないことは明らかです。昨年最初の市場の反応以降、この教訓は重く受け止められたようです。

移行期はすでに始まっており、伝統的であろうと非伝統的であろうと、この従来以上に緩和された金融政策が終わりを迎えた時、退出の日が訪れます。緩和的な金融状況によって金融の安定性にリスクが生じる場合、インフレやアウトプットギャップの考慮により促される前に退出することが正当化される可能性もあります。

それでも、退出は長く延々と続くプロセスになることを強調しておくことは重要です。これは量的緩和縮小に始まり量的緩和縮小に終わるというものではありません。UMPからの退出には数多くの段階があり、一部重複する部分もあります。その目的は伝統的金融政策に回帰することであり、そこでは中央銀行は短期金利だけを決定し、バランスシートを政策手段として使うことから撤退することになります。しかし、これには時間がかかります。一部の国では、資産購入によって形成された多額の超過準備と、これらの資産の売却から生じる

複雑な問題によって、金融引き締めは以前よりもさらに困難なものとなります。したがって、引き締められた金融状況に市場や経済がどう反応するかは分かりません。複雑な執行と、おそらくは革新的対応が必要となります。

これまで IMF は、退出は段階的に、明確なコミュニケーションを行いながら、そして景気回復のペースに応じて実施されるべきであると一貫して述べてきました。私の印象では、これまで連邦準備制度理事会はこの IMF の見解に沿った方法で量的緩和縮小を管理しています。ユーロ圏と日本にとって UMP からの退出はまだ先のことであり、可能性が非常に高いですが、計画し始めるのは今であると私は考えています。

日本に関しては、2 パーセントというインフレ目標に向かって着実な進展がなされている限り、我々は追加的な金融緩和の必要があるとは思いませんが、目標達成には2年以上かかる可能性が高いため、コミュニケーションは期待をコントロールすることに重点を置く必要があるでしょう。退出は依然先のことであり、開始されても段階的なものとなる可能性が高いでしょう。日銀が資産購入をより長期の有価証券ならびにリスク資産にシフトしたため、特に政府による債券発行が大幅に減少し始めない場合、以前と比べて退出はより困難になっています。流動性を引き上げるためには、短期証券の満期ごとの自動減額から始まり、より満期の長い有価証券の購入ペースを減速し、最後には超過流動性を解消するための当座預金金利の引き上げと、たくさんのツールを使用する必要があるかもしれません。インフレ期待が安定した状態で2パーセントに固定された後には、金融の変動を抑制し、価格の安定を損なうかもしれない投資家心理の悪化を回避するために、退出の手法に関する明確なコミュニケーションが重要となります。

結論

最後に重ねて申し上げますが、ここまでお話しました点に関して、意見の相違があるということは私も十分認識しております。私は UMP をソリューションの一部として見ていますが、問題の一部と考える方がいることも理解しております。

このセミナーにおいて、こうした諸問題について激しく活発な議論が行われることを期待しております。IMF が何をなすべきかについての皆様のご意見は、非常に興味を引かれるものとなるでしょう。特に、新興市場国が先進国の UMP と、特にその退出からの悪影響に対処するのを、IMF はどのように支援できるでしょうか？そして IMF は先進国の中央銀行にどのような助言を行うべきでしょうか。

我々の議論を主導するため、素晴らしいパネリストの方々にご参加頂いています。彼らは UMP 実施国と UMP 非実施国双方の中央銀行から参加されています。政府および民間部門、主要大学からエコノミストの方々にもご参加頂きました。本セミナーが、UMP を取り巻く諸問題を我々がよりよく理解するために役立つものになると私は確信しています。これにより、政策対話と国際協力の促進が強化されることを願っております。討論を楽しみにしております。

ご清聴ありがとうございました。