



異例の金融政策の下での 金融市場の動向

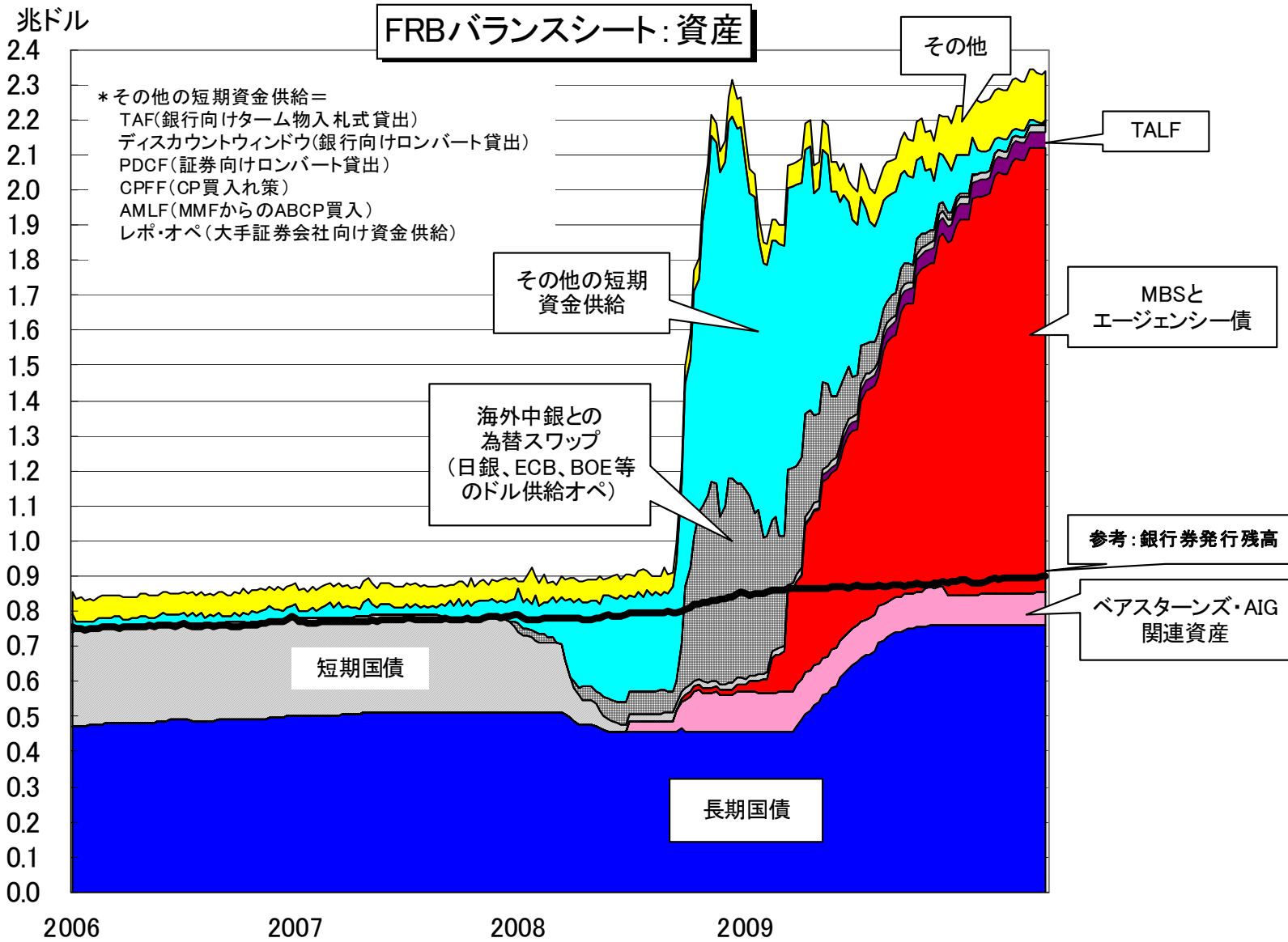
2010年5月15日

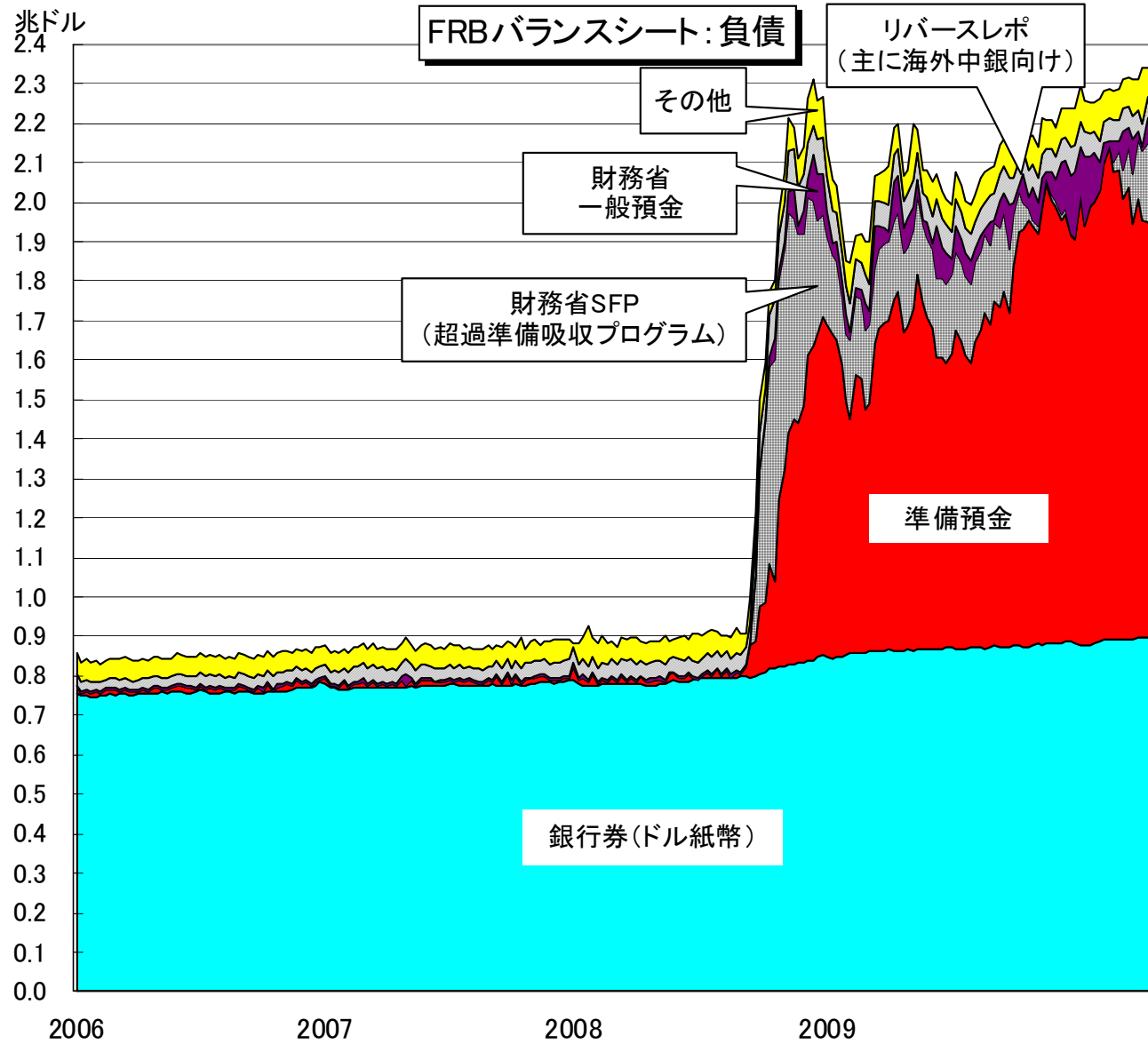
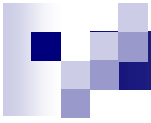
東短リサーチ株式会社
チーフ・エコノミスト
加藤 出

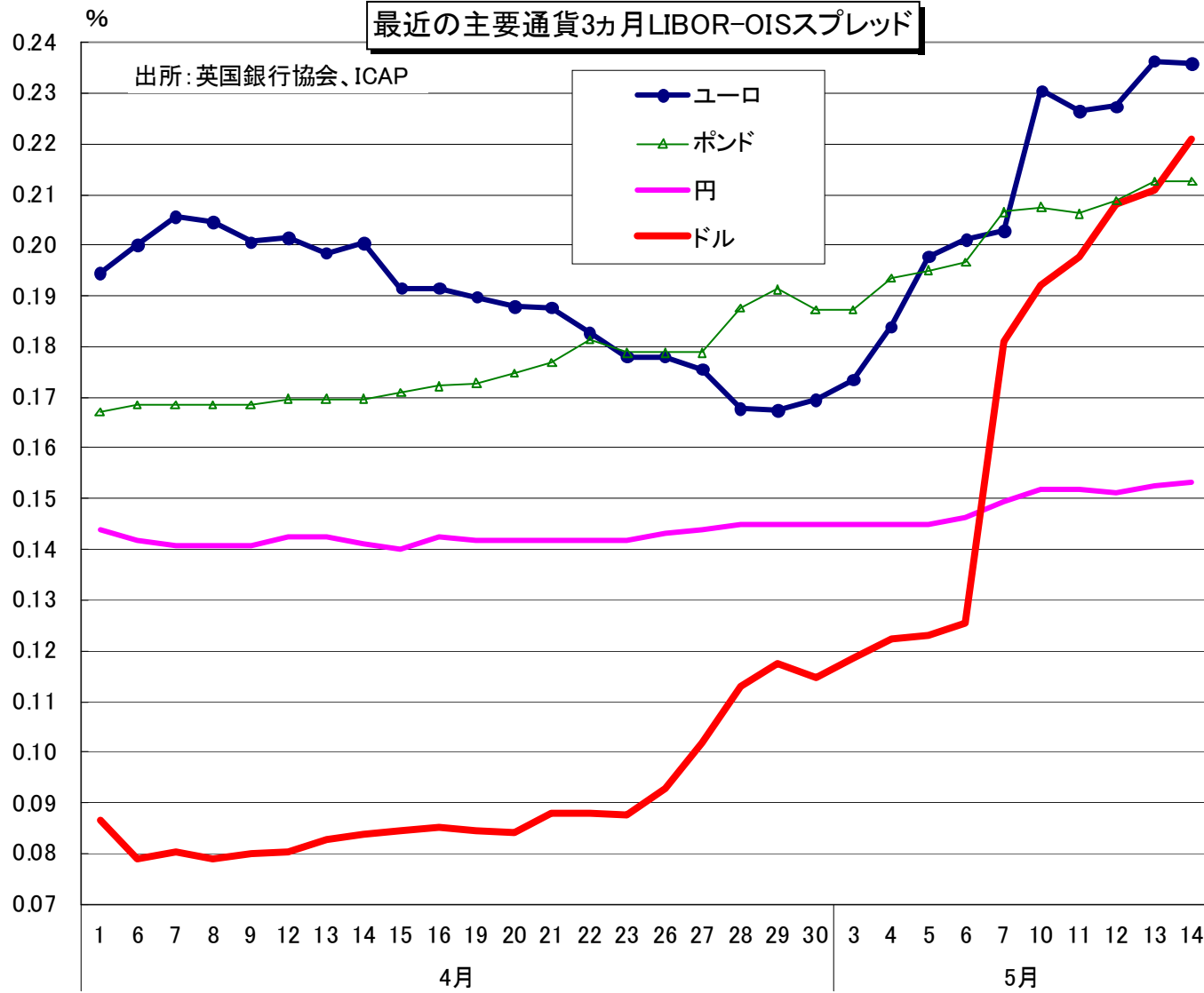
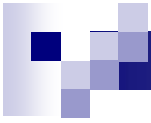


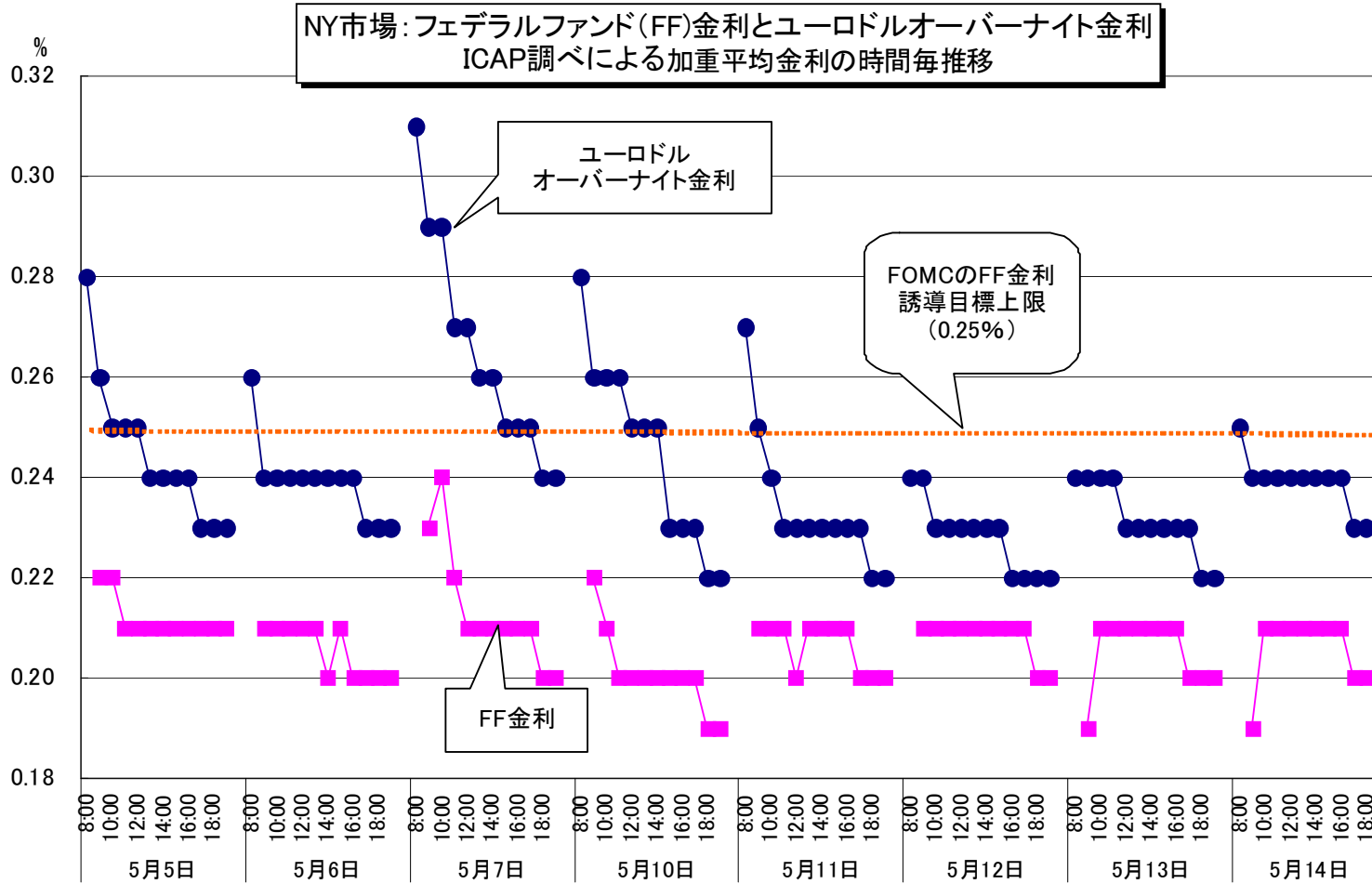
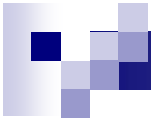
バーナンキFRB議長議会証言(3月25日)

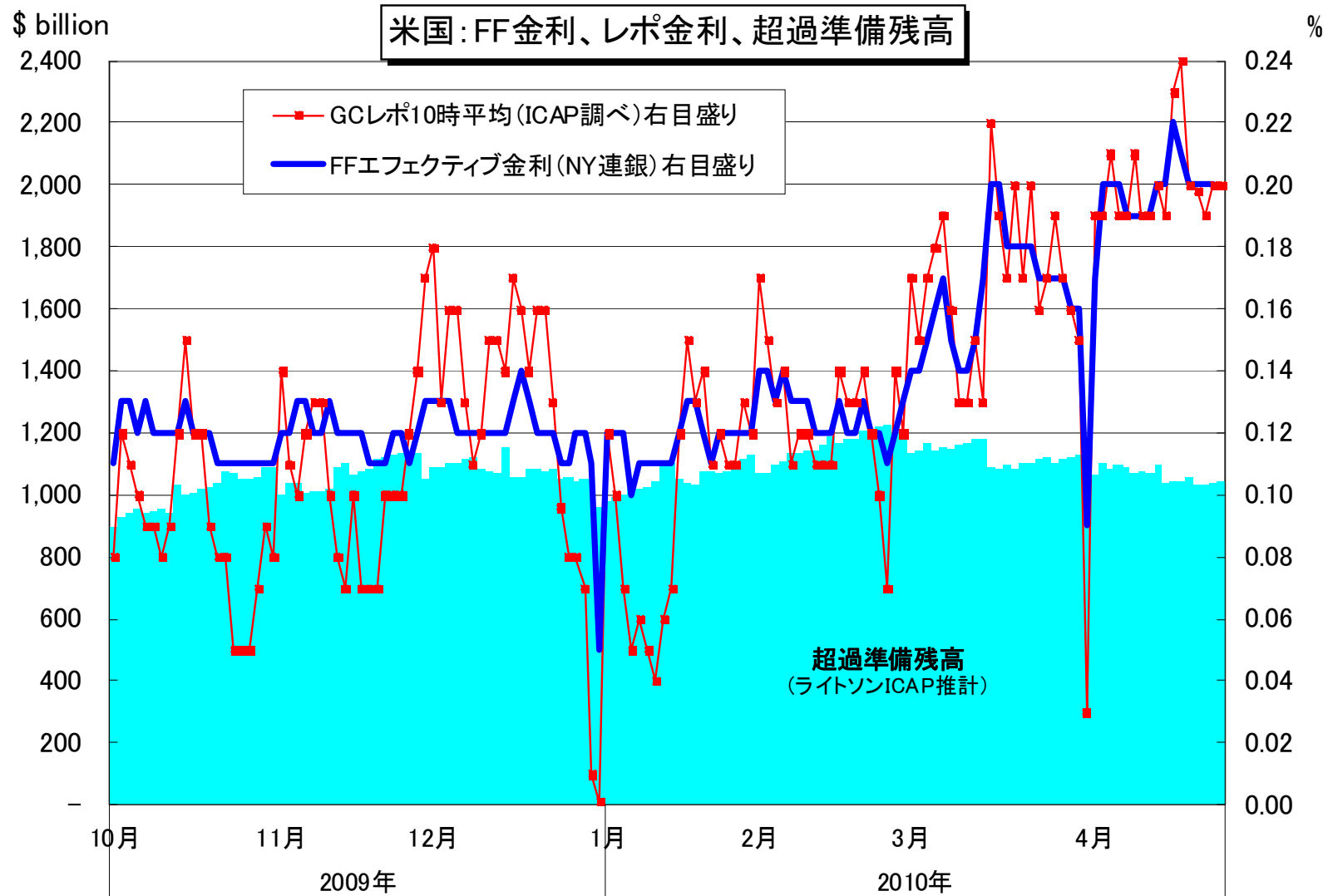
- FRBの危機とリセッションへの対応は、2つに分けられる。
 - (1) 短期の資金調達の混乱に対して、最後の貸し手として金融システムに流動性供給を行った。
 - 市場のコンディションの改善とともに、FRBはそれらの貸出プログラムを終了させた。公定歩合とフェデラルファンド金利のスプレッドも正常化させつつある。
 - それらの変更は家計や企業の信用状況を引き締めるものではなく、金融政策変更のシグナルと読み取るべきではない。
 - (2) FF金利をゼロ%近くに下げ、国債・MBS・エージェンシー債を大規模に購入した。
 - 低い資源稼働率、落ち着いているインフレ、安定的なインフレ予想、という経済状況においては、異常に低いFF金利は、かなりの期間、維持されるだろうと予想される。
 - 景気拡大につれて、FRBはインフレ圧力を抑えるために、引き締めを開始する必要があるだろう。適切なときにそれを行う数多くの手段をFRBは持っている。
 - もっとも重要な手段は、議会が2008年10月に認めてくれた、準備預金への付利である(その他、リバース・レポなど)。











超過準備の増大に対するFOMC主流派の評価

イエレン・サンフランシスコ連銀総裁(09年1月15日)

「(日銀の場合)シンプルな準備預金の増大は、それが非常に大きな額であっても、銀行の貸出やより広い経済にほとんど影響を与えなかった」

ダドリー・ニューヨーク連銀総裁(09年10月5日)

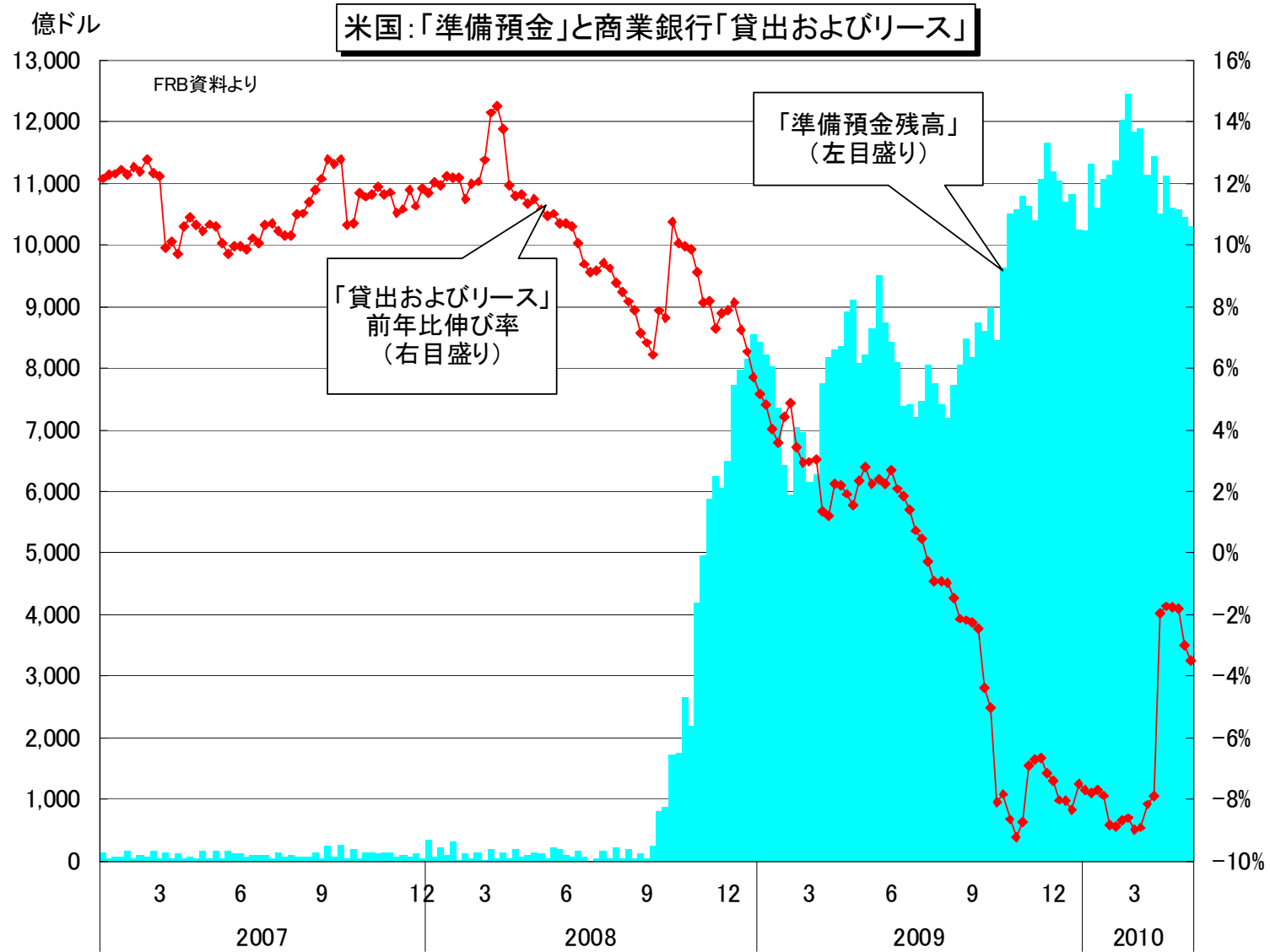
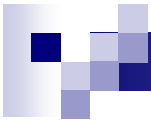
「(米国の)銀行は超過準備を貸し出そうとしていないため、信用の増加はなく、経済活動の活発化もなく、過剰な信用創造がインフレ・スパイラルに油を注ぐリスクもない」

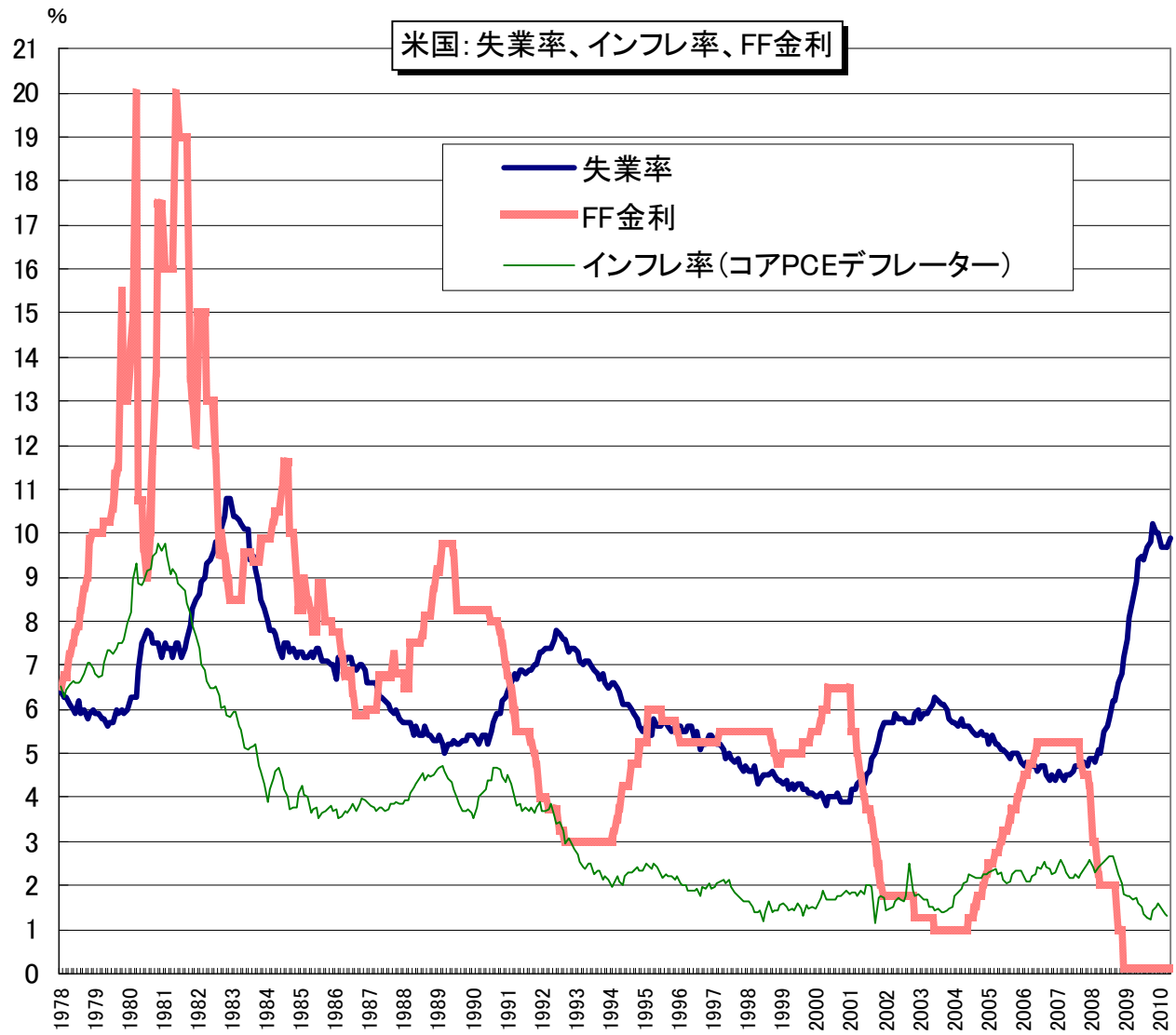
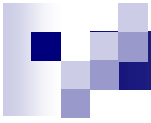
ローゼングレン・ボストン連銀総裁(09年10月2日)

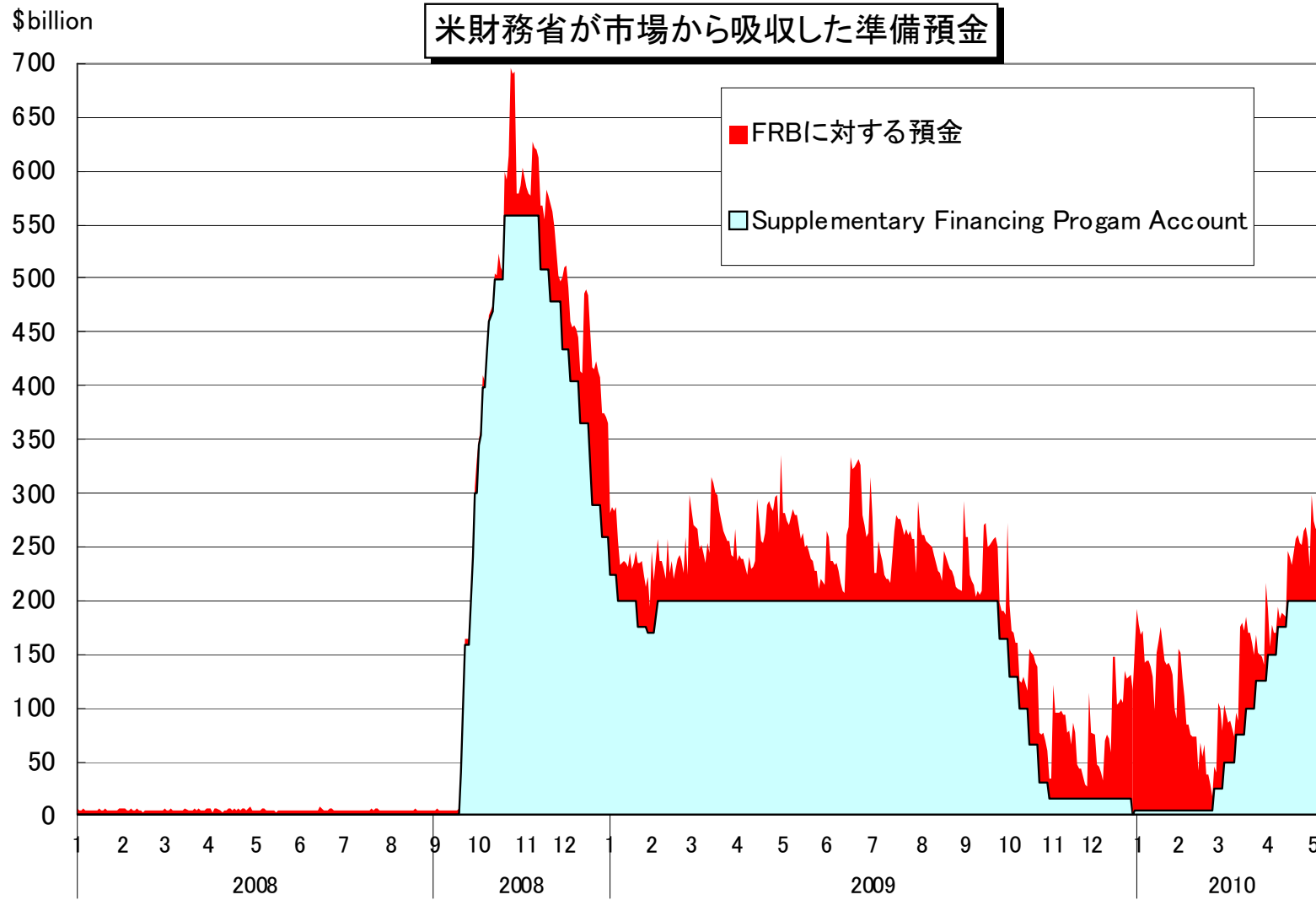
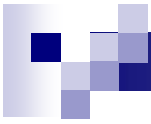
「日銀はバランスシートを大幅に拡張したが、銀行貸出は拡大しなかった」
「休眠中で、貸し出されない準備預金は、インフレをほとんど高めない」

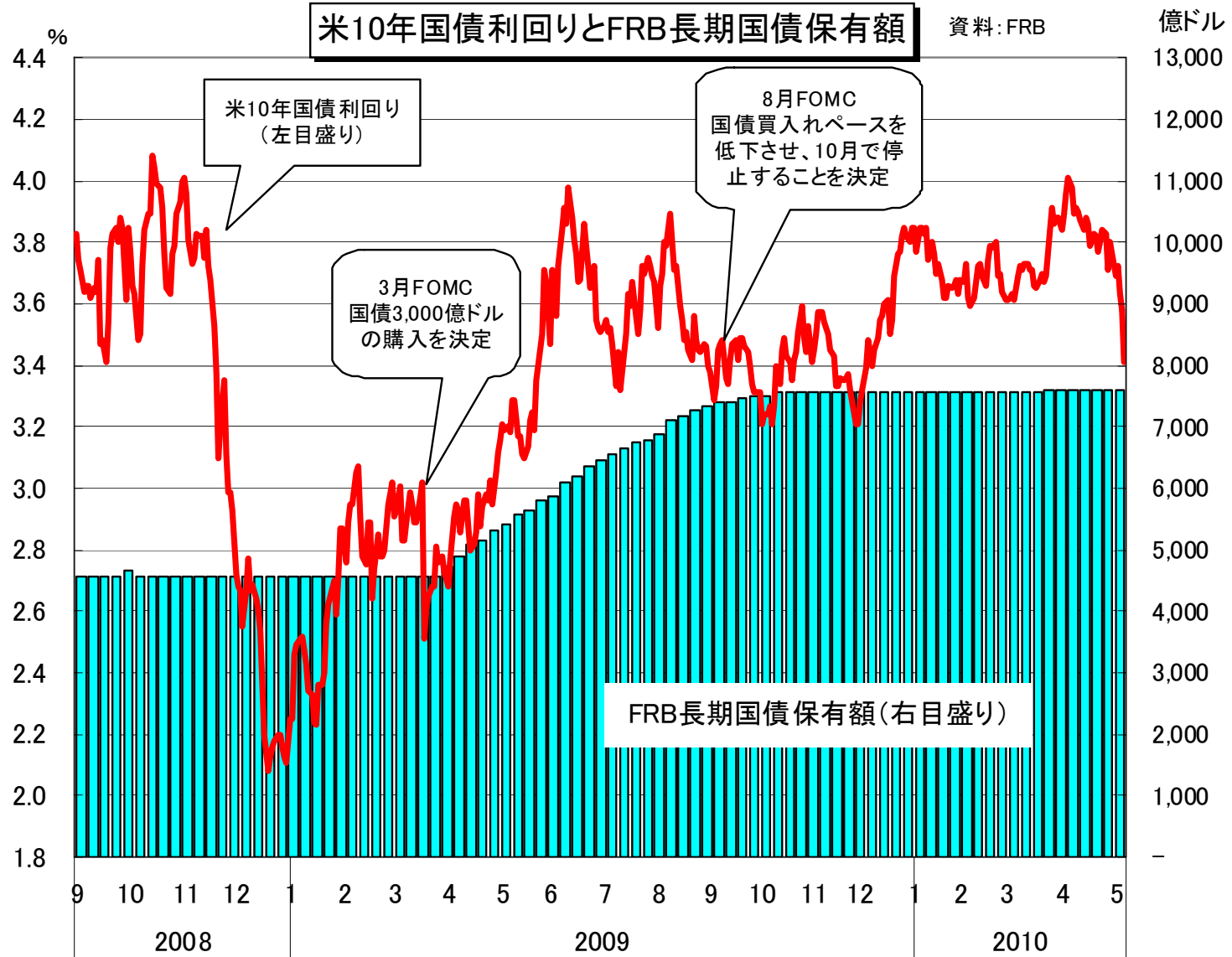
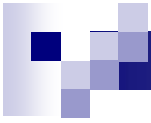
コーンFRB副議長(10年3月24日)

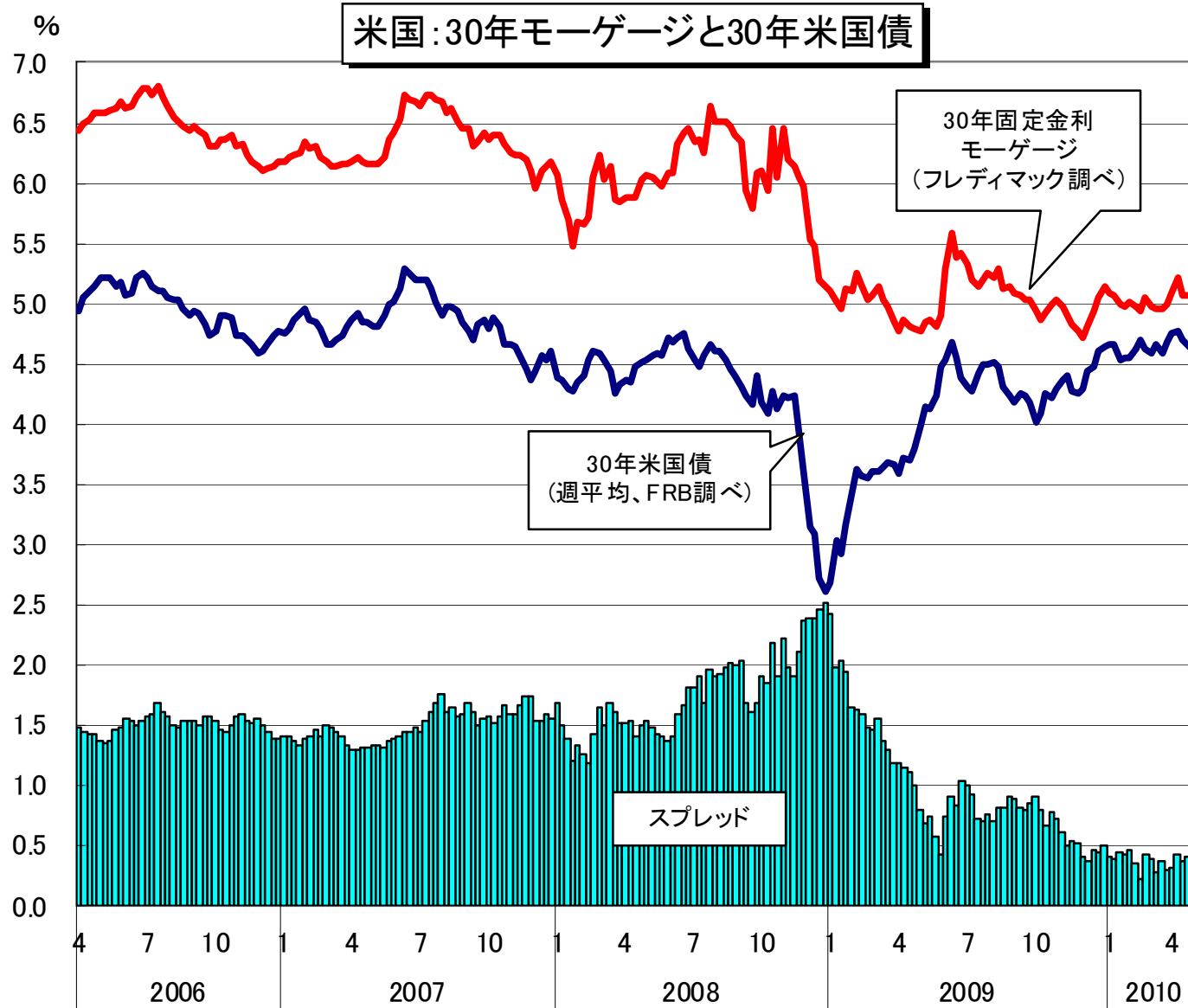
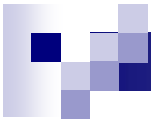
「FRBが生み出している巨額の準備預金は、長期資産買取り策の“副産物”。それ自体が効果を金融市場や経済にもたらすことはなさそうだ」
「この見方は、教科書のシンプルなモデルや、マネタリストの伝統的な考え方と一致しない」
「銀行の貸出金利は、通常のベンチマーク金利に対して上昇を続けており、貸出額は未だに急速に減少している。マネーサプライの成長は抑制されている」
「現在の銀行の行動は、標準的なケインジアン・モデルの“流動性の罠”に整合的だ」













ブライアン・サック(NY連銀オペ責任者)3月8日講演

- 連銀のMBS買取り策が金利に与えている効果は、連銀がオペで買い入れるフローの効果よりも、FedがMBSを保有している残高によるストックの効果が大きい。
- Fedが保有している資産が長期金利に影響を与えているなら、バランスシートの規模の管理には注意深くならねばならない。
- 最初の引き締めサイクルの際は、短期金利のパスだけでなく、資産保有のパスも決定しなければならない。
- 資産の急激な縮小は、市場機能、長期金利に急激な変化を与える。
- 政策決定者にとって、このツール(資産圧縮)を金融引き締めを使う必要はない。
- 償還や期限前返済による、資産の自然減が望ましい。
- ただし、そのやり方では、FedのバランスシートにMBSは数十年残る。いつかは売却する必要があるだろう。

NY連銀のLSAP(大規模資産購入プログラム)の評価

ブライアン・サック(2009年12月講演)

- LSAPによるMBS購入のモーゲージ金利低下効果には2種類ある。
FRBがMBSを買取っている「フローの効果」
買取った残高が積み上がっている「ストックの効果」(市場残の3分の2)
- 「フローの効果」は、LSAPを停止すると消える。しかし、「ストックの効果」はFRBがMBSを売却しない間は残る。
- 30年固定モーゲージ金利と30年長期国債の利回りの開きは歴史的な水準よりも異様に小さくなっている。LSAPを停止すると、ある程度のモーゲージ金利の上昇が生じてしまうことは避けられないが、急激にはならないだろう。

ブライアン・サック(2010年3月講演)

- FRBの資産の急激な縮小は、市場機能、長期金利に急激な変化を与える。最初の引き締めの際は、FRBは短期金利のパスだけでなく、資産保有のパスも決定しなければならない。
- 政策決定者にとって、このツール(資産圧縮)を金融引き締めを使う必要はない。償還や期限前返済による、資産の自然減が望ましい。
- ただし、そのやり方では、FedのバランスシートにMBSは数十年残る。いつかは売却する必要がある。

FRBの新しい資金吸収策 (売出手形オペができないため)

トライパーティ・リバース・レポ・オペ

- NY連銀は昨年11月30日に、試験的な入札を5本実施(期間は1~8日間)。
- 出口政策時には、桁違いの金額の資金吸収が必要のため、プライマリー・ディーラーだけでなく、投資家(MMFなど)も直接オペに参加できるようにする。
- MBS担保のリバース・レポの試験的オファーは「この春の早い時期」。
- MMFなどに対する試験的オファーは「その後間もなく」。

ターム物FRB預金

- 入札に参加できる金融機関は、「預金金融機関」。GSEは参加できない。
- 期間は2週間から6カ月程度。
- 「一般的な短期金利の水準を越えない」ように応札上限金利が設定される。
- ターム預金の残高は所要準備預金には充当されない。期日前解約は不可。
- ターム預金は、Fedのディスカウント・ウィンドウの担保になる。Fedの日中流動性供与の有担保化導入後は、その担保にもなる。
- 6月頃から小額の試験的オファー(5回)を予定している模様(5月10日)。しかし、「金融政策として近い時期に実施する意図はない」(4月30日)。

ギャラップ調査 米省庁の仕事に対する米国民の評価ランキング

	2003年9月	2009年7月
1位	疾病対策センター	疾病対策センター
2位	FBI	NASA
3位	FRB	FBI
4位	NASA	CIA
5位	国土安全保障省	国土安全保障省
6位	CIA	環境保護庁
7位	国税庁	国税庁
8位	環境保護庁	食品医薬品庁
9位		FRB

コーンFRB副議長がオバマ大統領に辞意を伝えた書簡(3月1日):「私は、FRBが、バーナンキ議長のリーダーシップの下、迅速性、想像力、有効性を強く持ちながら困難に立ち向かったことを歴史が評価すると確信している」

リッチモンド連銀ラッカー総裁(3月1日):「国民はわれわれに怒りを覚えている」「我々が守ると考えられていた境界線を越えてしまったようだ」

ワシントンの土産物屋 救済1兆ドル紙幣

「この紙幣はボーナスには使えません」



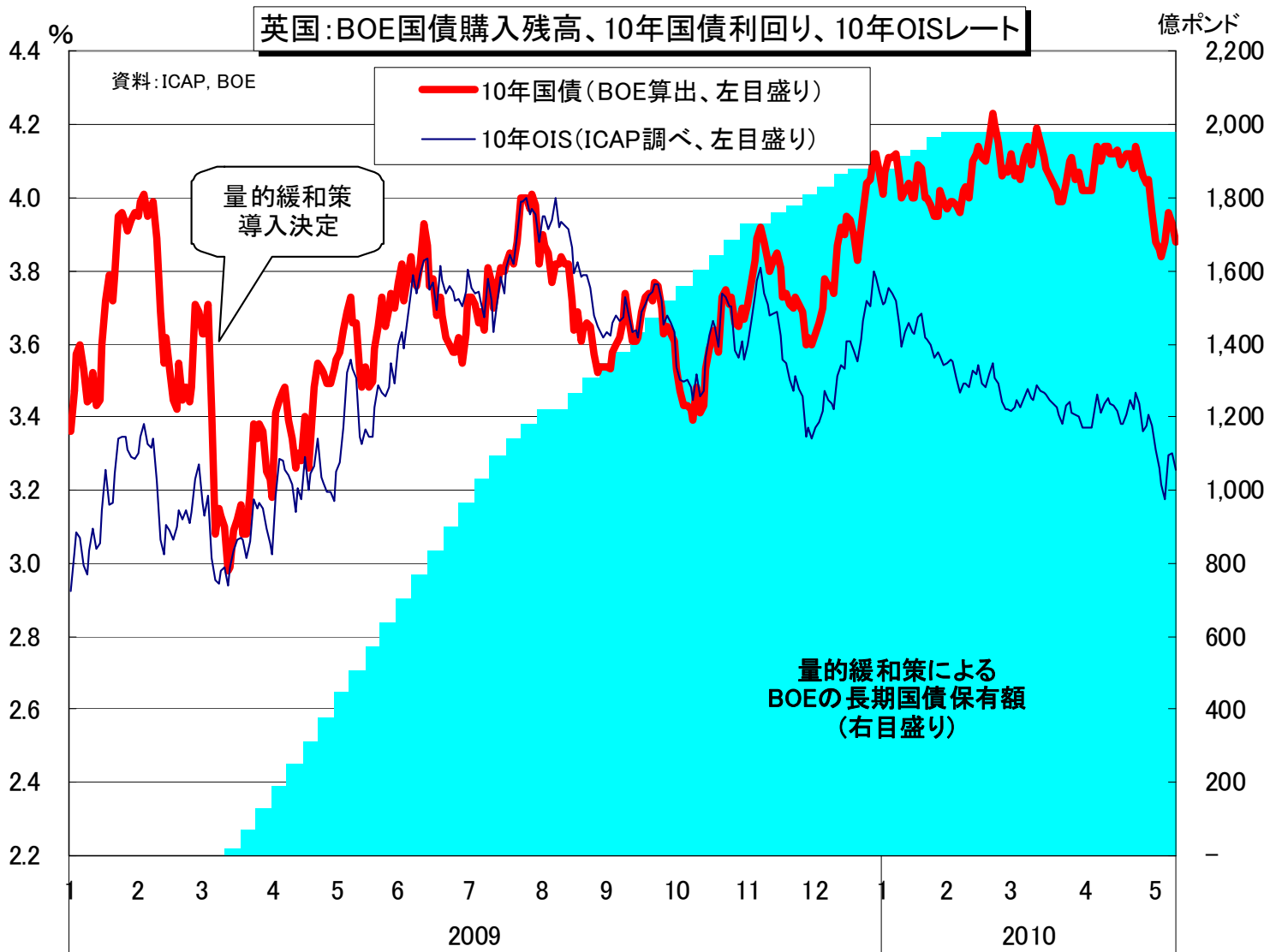
ニューヨークの土産物屋 1 Zillion ドル札

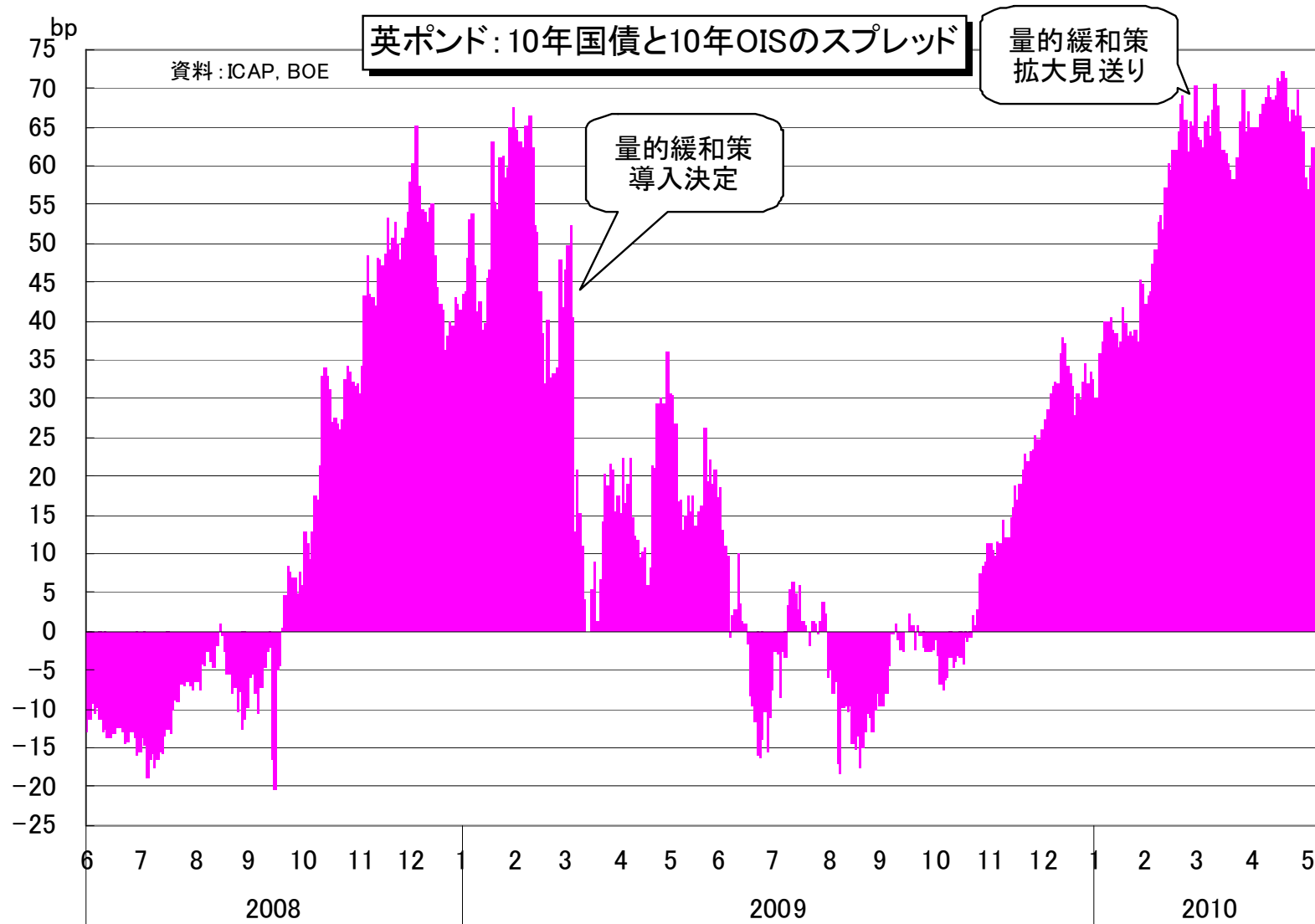
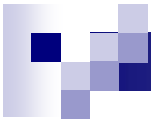
「Federal No Reserve Note」

「ファニーメイのMrs. 大失敗」「フレディーマックのMr.大失敗」



「巨額の債務を一掃するため、政府はジリオン札の発行を始めた。ジリオン札が失敗したときは、オバマ政権はガジリオン札の発行を真剣に検討している」







D・マイルズBOE政策委員(2月25日)

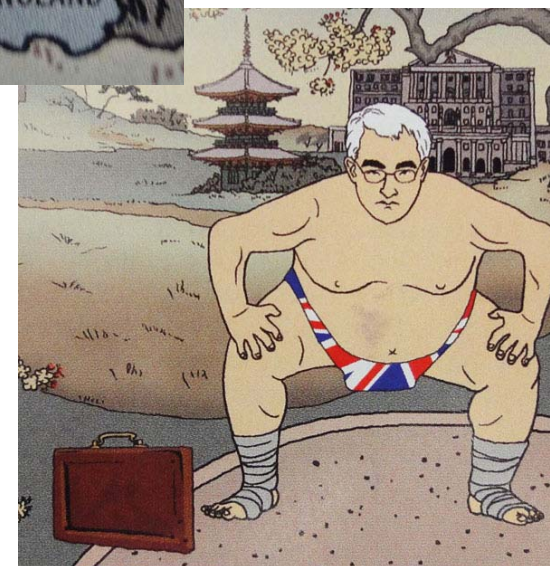
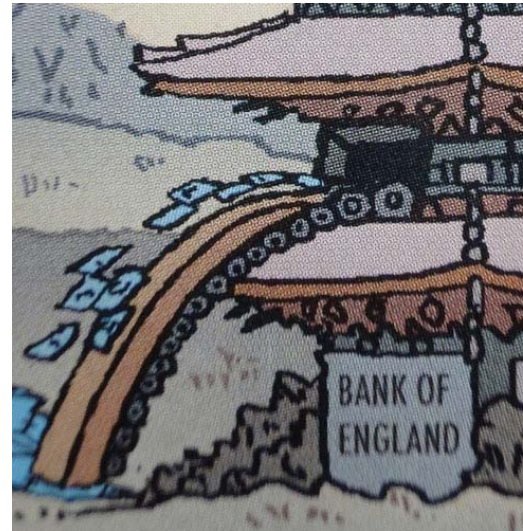
BOEに向けられている批判は3つのグループに分類できる。

- ①現在の環境では金融政策は効果を持たない、あるいは、あまり効果はない。
- ②既に量的緩和策はインフレを高める危険な領域に入っている。
- ③量的緩和は効果を生んでいないが、量的緩和の更なる拡大は非常に危険だ。

S・デールBOE政策委員(チーフエコノミスト)(3月12日)

「BOEの長期国債の購入に対して、インフレの恐れがあるため、すぐに停止すべきと要求する人々がいる一方、多くの学者は、量的緩和にそもそも効果はあるのか？と疑問を呈している」

イングランド銀行の量的緩和策は効かない？





出口政策について多くを語らないBOE幹部

デールBOEチーフエコノミスト講演(2010年3月)

- 何人かのコメンテーターは、他の中央銀行に比べると、BOEのMPCは出口政策についての説明に熱心でないと言っている。
- MPCは刺激策を巻き戻す2つの手段を持っている。バンク・レート(政策金利)の引き上げと、資産の売却だ。他の中央銀行(注:FRBのことらしい)のように、超過準備の吸収のための新しいツールを作ったり、既存の制度の条件を変更したりする必要はない。
- BOEのオペの枠組みの構造においては、2つの手段は、いつでも、任意の順番で使うことができる。
- 最も困難な決断は、刺激策から抜け出すタイミングであり、それはいつものことだ。

デール以外の他のBOE幹部も、出口政策の必要が生じたら、市場から購入した国債を売却すればよい、と発言している(本当に大丈夫か?)。

BOE幹部は出口政策の

BOEがゼロ金利政策を採用しない理由

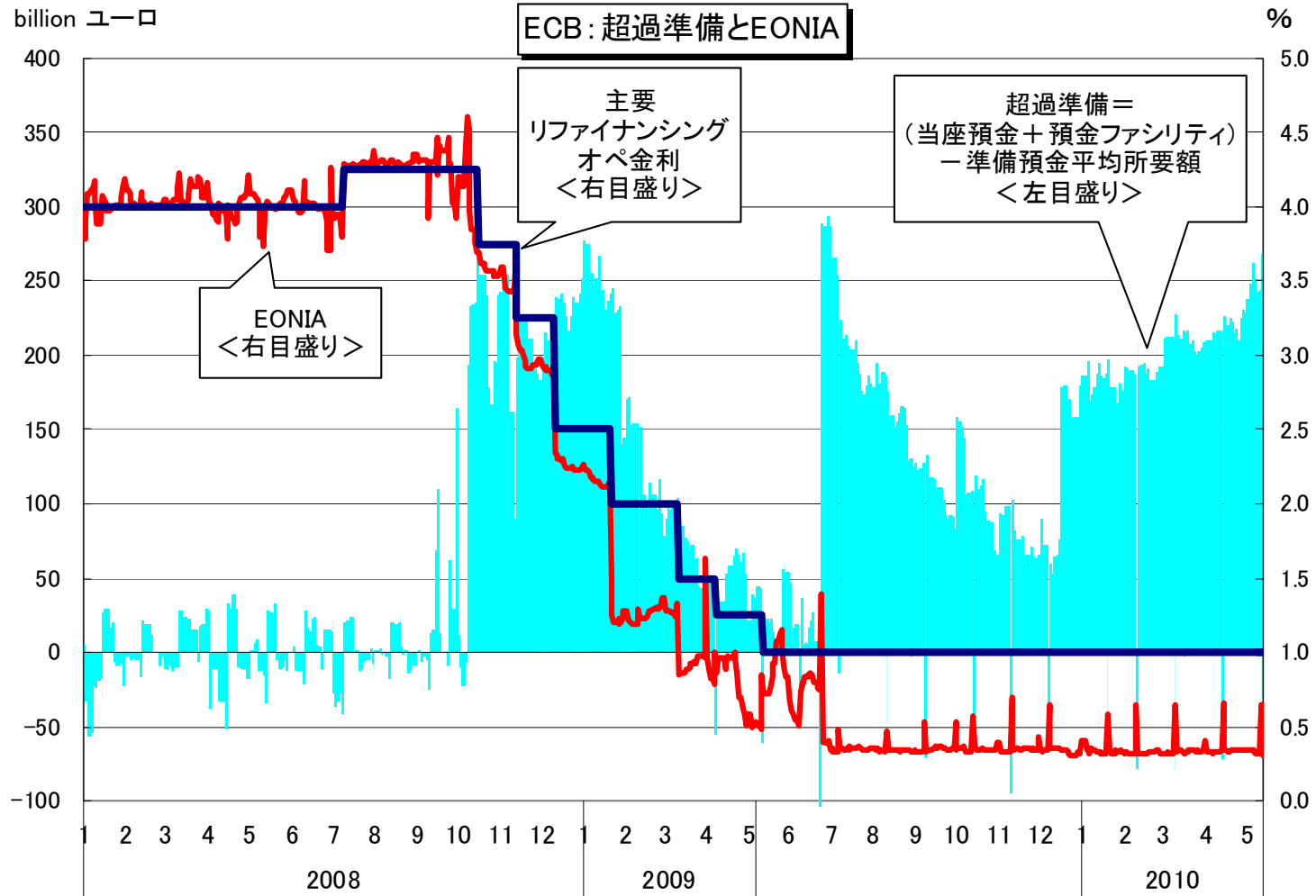
D・マイルズ委員 2010年2月25日

- バンク・レートがプラスである限り、引き下げ余地はあると議論する人々がいる。
- しかし、たとえ技術的な問題や、金融機関へのネガティブな打撃がないとしても、バンク・レートをゼロ%に引き下げることで得られる追加緩和効果は、必要とされる金融緩和効果よりも小さい。

S・デール委員 2010年3月12日

- バンク・レートをゼロや若干のマイナスに向けてもう少し下げるとは、原則的には可能だ。
- しかし、それは、多くのモーゲージの貸し手の収益を損ね、クレジット・クランチを悪化させてしまう。金融緩和策は正しくそれ(クレジット・クランチの悪化)を回避しようとしてきた。
- 短期金利を低下させる代わりに、BOEはバランスシートのサイズと構成を変えて、経済にダイレクトにマネーを注入することを決断した。

ギリシャ問題を契機にした金融不安で超過準備が増加



当局の欧州ソブリン危機対策

EU緊急財務相理事会

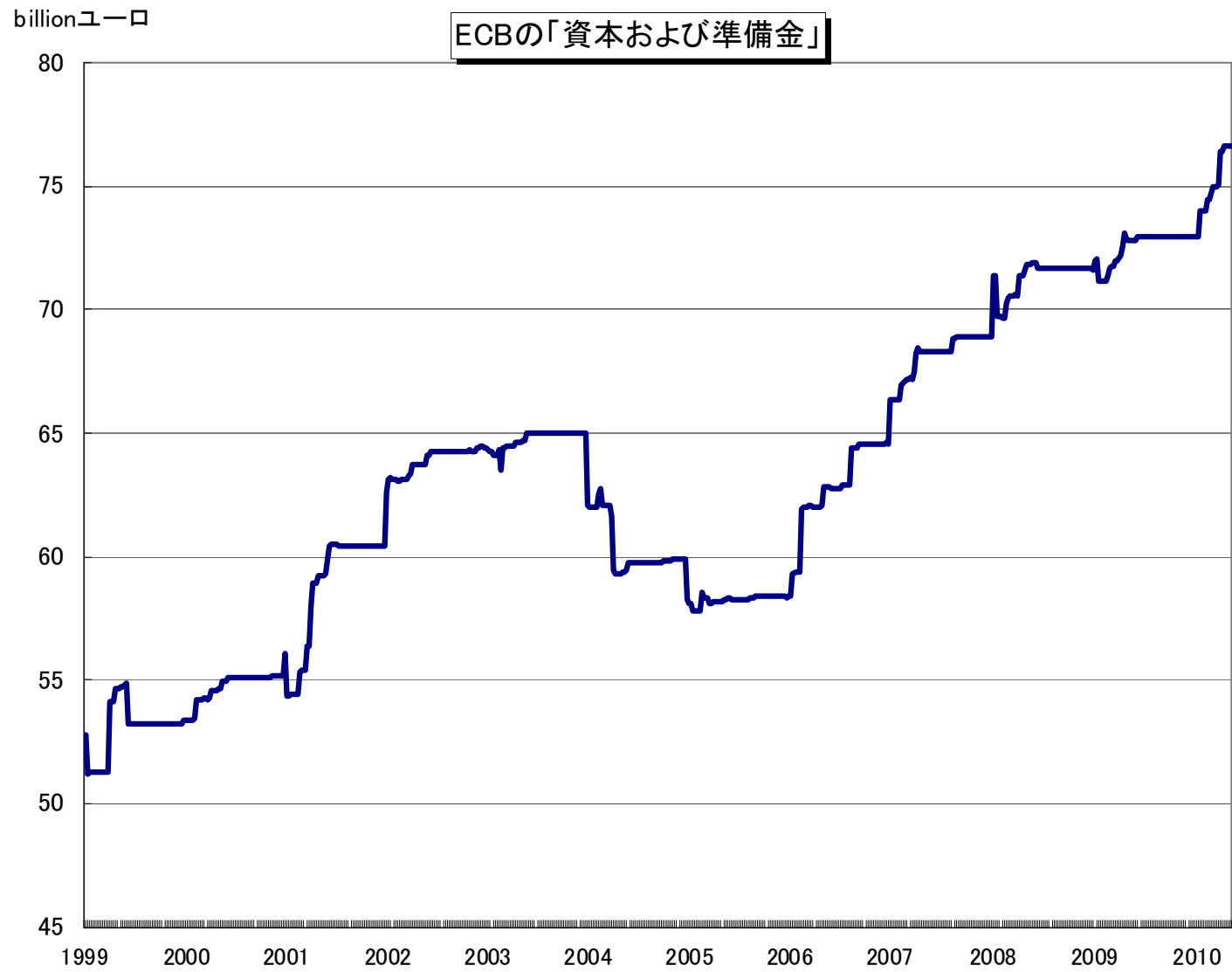
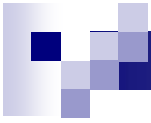
- 総額5,000億ユーロの支援基金設立(600億は欧州委員会が予算を担保に債券発行、4,400億ユーロはユーロ加盟国の政府保証をつけた特別目的基金)。

IMF

- 最大2,500億ユーロの融資。
- FRB、ECB、日銀、BOE、スイス国民銀行、カナダ銀行の6行で、ドル・スワップ協定再締結。

ECB

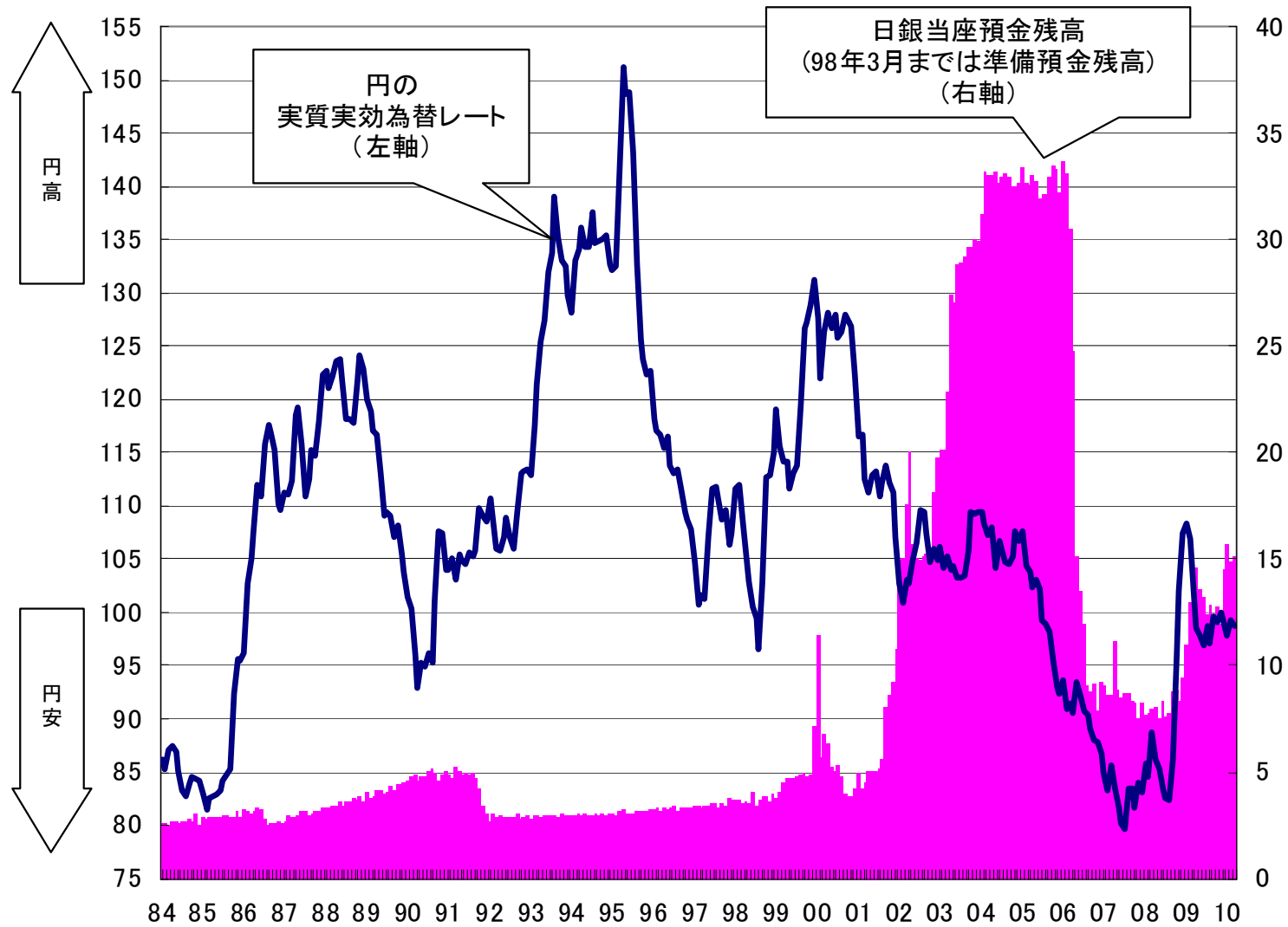
- 3月に決めた金融調節正常化スケジュールを巻き戻し。
- 期間3カ月の金額無制限オペを5月26日、6月30日に実施。
- 期間6カ月の金額無制限オペを5月12日に実施。
- ドル資金供給オペを5月11日から再開。7日物と84日物。
- 証券市場プログラムを開始(公的証券、民間証券の市場へ介入):機能していない市場に回復を促す。財政ファイナンスではない、という建前。

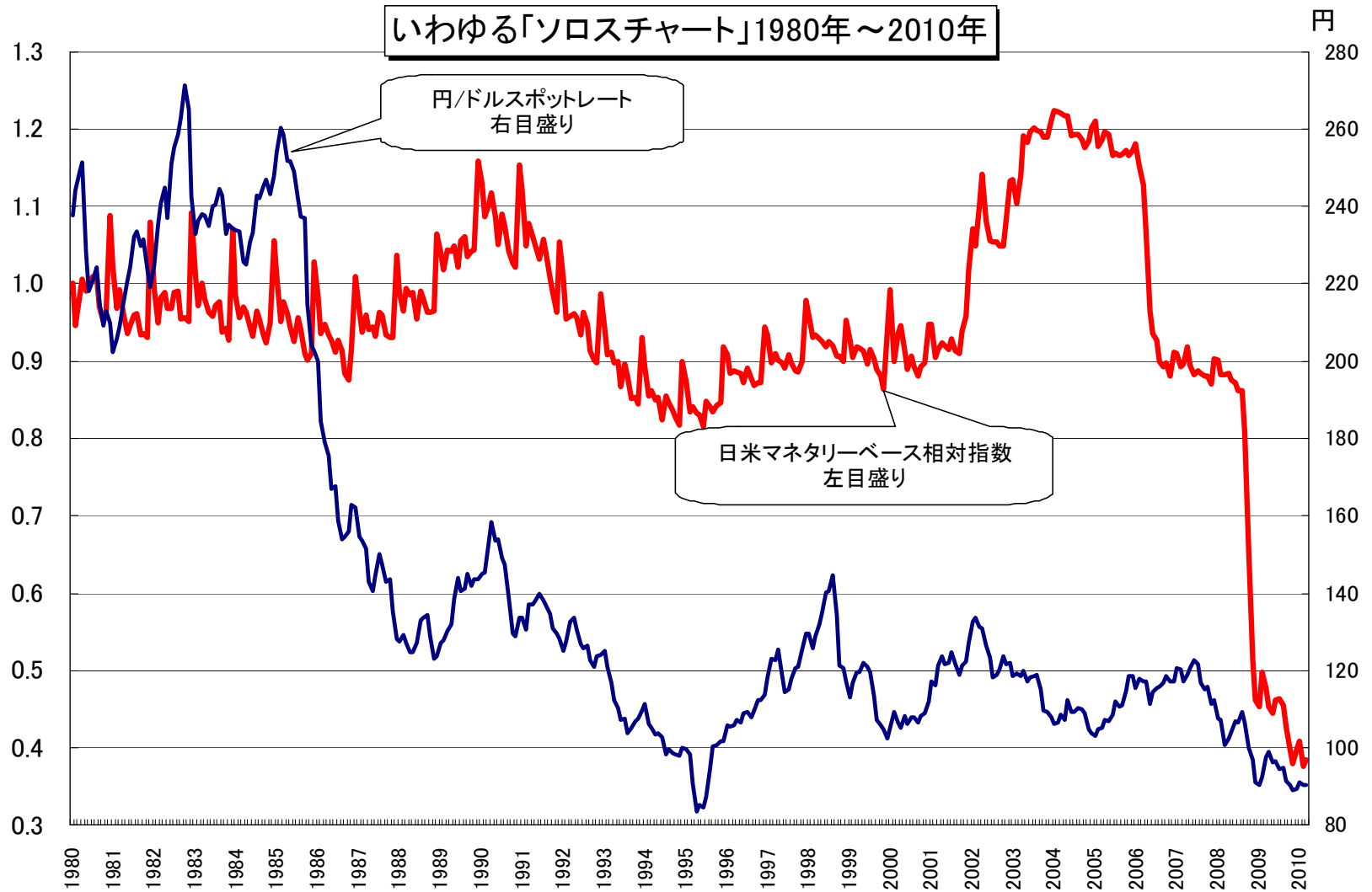
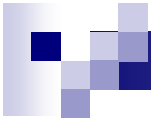


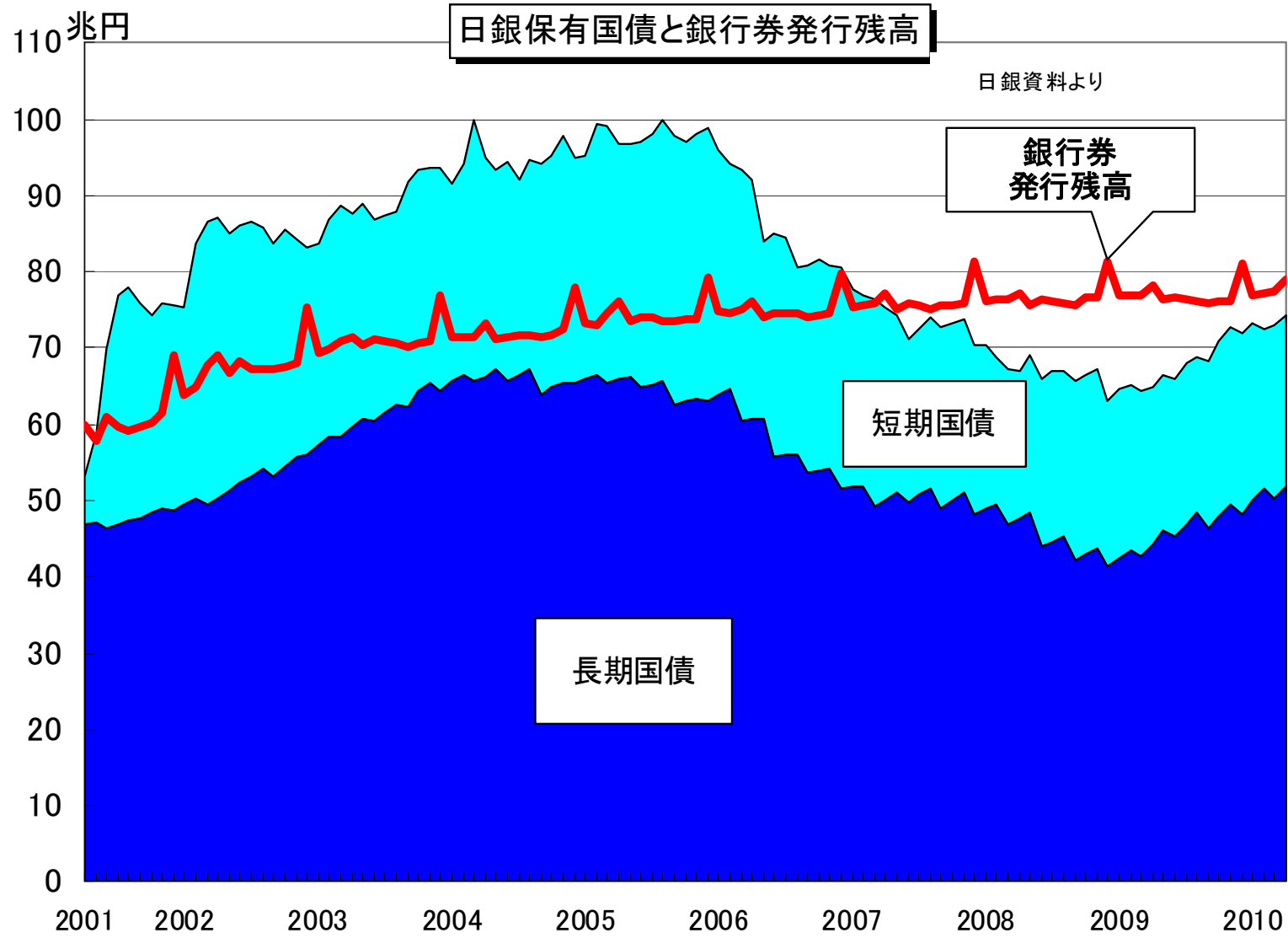
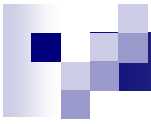


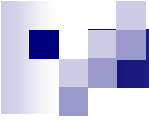
円の実質実効為替レートと日銀当座預金残高(日銀調べ)

兆円







- 
- 「日銀券ルール」(2001年3月19日)
日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする。
 - 残存期間等区分別買入式導入(2009年3月18日)
 - 1年以下:年間7.44兆円
 - 1年超10年以下:年間12兆円
 - 10年超30年以下:年間1.2兆円
 - 変動利付債:年間7,200億円、物価連動債:年間2,400億円

- 参考:財政法(1947年3月)
第四条 国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。

第五条 すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。

FRB		\$ million	GDP比%
銀行券	2010年4月28日	895,450	6.3%
長期国債	2010年4月28日	758,294	5.3%
国債＋MBS等	2010年4月28日	2,023,613	14.2%
総資産	2010年4月28日	2,333,922	16.4%

ECB		€ million	GDP比%
銀行券	2010年4月30日	798,145	8.9%
カバードボンド	2010年4月30日	50,243	0.6%
総資産	2010年4月30日	1,956,819	21.8%

BOE		£ million	GDP比%
銀行券	2010年4月28日	50,745	3.6%
長期国債(APF分)	2010年4月28日	198,275	14.2%
総資産	2010年4月28日	249,906	17.9%

日銀		¥ million	GDP比%
銀行券	2010年4月30日	78,989,038	16.7%
長期国債	2010年4月30日	51,869,082	10.9%
総資産	2010年4月30日	114,201,335	24.1%

高橋是清財政下の日銀国債引受と経済指標

* 単位：百万円。

西暦	昭和	長期国債		日銀・長期国債		日銀市中	累計市中	日銀長期国債保有高		
		発行残高	GNP比	引受高	GNP比	長国売却	売却率		GNP比	発行残高比
1931	6	277	2.1%	—	—	—	—	161	1.2%	58.1%
1932	7	752	5.5%	200	1.5%	16	8.0%	327	2.4%	43.5%
1933	8	1,215	7.9%	1,115	7.3%	788	61.1%	591	3.9%	48.6%
1934	9	916	5.4%	701	4.1%	901	84.6%	370	2.2%	40.4%
1935	10	1,048	5.7%	751	4.1%	655	85.3%	423	2.3%	40.4%
1936	11	3,060	15.8%	1,581	8.2%	686	70.1%	543	2.8%	17.7%

西暦	昭和	経済指標(前年比)			公定歩合	コールレート	外為1\$につき	日銀における民間預金増減要因(百万円)				
		CPI	名目GNP	鉱工業生産				銀行券	財政等	過不足計	日銀調節	預金増減
1931	6	-11.0%	-9.3%	-9.2%	6.57	6.64	2.05					
1932	7	0.9%	2.6%	5.6%	4.38	3.10	3.56	-96	841	745	-736	9
1933	8	2.8%	12.3%	21.6%	3.65	2.63	3.96	-118	2,005	1,887	-1,882	5
1934	9	1.0%	10.5%	6.7%	3.65	2.77	3.39	-83	1,460	1,377	-1,397	-20
1935	10	1.9%	7.9%	6.3%	3.65	2.77	3.50	-139	1,511	1,372	-1,362	10
1936	11	1.9%	5.6%	12.5%	3.29	2.81	3.45	-99	1,578	1,479	-1,466	13



金融市場の“思い込み”を中央銀行は利用すべきか？

- BOEの量的緩和策は、金融市場参加者の“思い込み”（あるいは誤解）を意図的に利用しようとしてきた（ように見える）。
- 2010年4月14日の英FT紙は、国債購入による準備預金の増加を不胎化すると明言したECBを批判。「“マラドーナ効果”が発揮されず、ECBはビハインド・ザ・カーブに陥る」と述べる市場関係者のコメントを掲載。
- 市場参加者が構築した“ストーリー”に合わせて中央銀行が踊ってみせることは、短期的には効果があるが、長期的なクレディビリティに問題が生じる恐れもある。