

「新常态」下におけるF R Bの金融政策とその役割

専修大学 田中隆之

<報告要旨>

米連邦準備制度理事会(F R B)は、2008年の世界金融危機後にゼロ金利制約に直面し、非伝統的金融政策に突入した。だが、12年秋に最後の大規模資産購入であるQ E 3に踏み切った後は、早くも翌13年末にテーパリング(資産購入額の漸減)を開始、14年10月にはこれを終了、15年末に利上げ開始、17年10月にはバランスシート縮小開始、と主要国中央銀行の先陣を切って政策の「正常化」を進めて来た。

しかし、18年後半から米中貿易戦争、ブレグジットの動きなどが世界景気の減速懸念をもたらすと、19年7月に利下げに転じ、正常化は頓挫した。F F金利の誘導目標は2.25~2.5%をピークに、同年中に3回引き下げられ、年明け後、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて再びゼロ金利制約に直面して、大規模資産購入を再開した。これに並行した金融システム安定化策として、08年と同様な金融機関・信用市場への流動性供給に加え、企業金融をより直接的に支援するファシリティが導入された。

報告は、まず以下の点について行う。第1に、この間F R Bが用いた非伝統的緩和手段は、①大量資産購入(国債とMBS)と②フォワードガイダンス(その1。金利の期間構造・期待仮説への働きかけ)による、長期金利の引下げであった。E C Bや日銀が行った③マイナス金利政策による金利体系全体の引下げ、④相対型貸出支援による信用拡大、また日銀が行った⑤フォワードガイダンス(その2。インフレ期待への働きかけ)で実質金利の低下を狙う政策は、行っていない。結果的には(コロナ危機前まで)それなりの成長が維持され、インフレ期待のアンカーにも成功していたと評価できる。

第2に、F R Bにとっての正常化は、大量資産購入からの脱却に絞られる点で、E C Bや日銀よりもシンプルであった。その手順は政策突入前から周到に練られており、超過準備への付利、リバースレポによる資金吸収で、利上げのテクニカルな困難も克服されてきた。だが、利下げ局面で、19年秋に短期金利が急騰して高止まり、バランスシート縮小下での金利コントロールに困難が伴うことが、現実のものとして確認されている。

第3に、コロナ危機はF R Bと主要國中銀に次のインパクトを与えた。①短期金利誘導型金融政策の終焉と、非伝統的金融政策の常態化を決定的なものとした。②金融システム安定化の一環として、中銀の役割に企業金融のより直接的な支援が加わった。③政府債務の拡大を中銀の国債購入が支える構図が、日本だけでなく主要国の問題として一般化された。④超緩和政策が金融システム安定化と相反する可能性が、バブル発生や金融機関収益不安定化の観点から重要性を増す。⑤20年9月の「平均インフレ目標」導入で、F R Bもインフレ期待への働きかけを明示したが、感染収束過程での物価コントロールが注目される。

以上を踏まえ、①自然利子率低下の下での金融政策の役割や目的のあり方、②「新常态」下の景気コントロール手段とその課題、③これまでのF R Bの経験は日銀の金融政策の今後にどのような示唆を与えるか、などについても論じてみたい。