

「FRBの金融政策動向」

投資企画部：法村 裕紀

世界的な金融危機が発生して以降、米國中銀(FRB)は、民間銀行に対する各種貸出手段の拡充や国債の買取り等を通じて市場へ大量の資金を供給し、金融市場の崩壊を防いできた。それに伴いFRBのバランスシートは大きく拡大し、昨年終盤以降は通常時の2倍程度の規模で推移してきた(図1)。しかしFRBは8月の定例会合で国債の買取りを10月に終了することを決定、市場の一部ではFRBが金融政策の正常化に向け、バランスシートのサイズを平常時の状態に戻すことを模索しはじめたとの見方が台頭している。本稿では今回の決定に対する評価と、先行きの政策を見る上でのポイント整理を試みる。

今回の決定の背景には、潤沢な低利のマネーを原動力として原油等の商品価格が上昇していたという事情がある。過去、様々なバブル崩壊に直面したFRBは、大量のマネーを供給することで別の新たなバブルを生み出し、それによって危機を乗り越えてきた歴史がある。しかし今回のようにマネーが商品市場へ流入してしまうと、逆に危機を増幅してしまうリスクが浮上する。昨年夏の原油価格高騰が企業のコスト上昇やガソリン価格上昇を招き、経済に打撃を与えたのは記憶に新しい(図2)。足元景気の好材料が散見されるが、再び昨年のような商品価格高騰が起これば、景気回復の芽は摘まれてしまうだろう。現状原油先物価格は1バレル70ドル近辺まで上昇しており、予断を許さない。

FRBとしては、現状の政策スタンスを維持することで景気回復を後押ししたいところだが、大量供給した流動性を放置することには大きな危険が伴う。最悪の場合、商品市場へのマネー流入がインフレ懸念を引き起こし、景気が脆弱な中での利上げを余儀なくされてしまう。このような事情から、今般FRBはバランスシートの縮小に向けて一歩踏み出したのである。

通常中央銀行は、短期金融市場の金利を操作することによって政策目標を達成しようとする。しかし今回は短期の資金供給だけでなく、長期国債や住宅ローン担保証券の買取り等を通じて長期金利に直接働きかけ、金利上昇の抑制を狙った政策も同時に実施している。金利面から経済をサポートする効果は短期のみをターゲットとする政策よりも高いが、一方で通常の政

策に回帰する過程では運営が難しくなる。

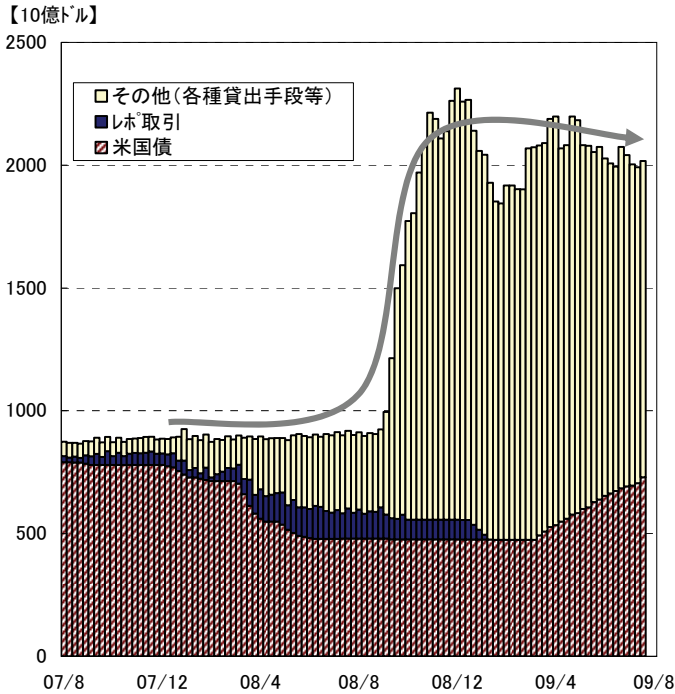
過剰な流動性の弊害を抑えつつ金利面の景気刺激効果を持続させようとする場合、長期国債の買取り等を継続し長期金利の上昇を抑えると同時に、短期金利の上昇をある程度容認し短期資金の供給を縮小する方法が考えられるが、これを実施すると、ただでさえ体力が衰えている金融機関が、調達金利上昇と運用金利低下に伴う利鞘の縮小を通じて更に窮する可能性がある(図3)。ストレステストの実施を契機に落ち着きを見せている銀行間の疑心暗鬼が再燃し、金融市場の機能不全を通じて第2の金融危機を招くリスクも浮上してこよう。

それでは短期金利の上昇抑制に主眼をおきつつ、長期金利の上昇をある程度容認する形で流動性の回収を試みるとどうなるか。その場合懸念されるのは住宅市場の再度の悪化である(図4)。足元住宅ローン金利が低位に抑えられていることもあり、市場は底打ちの兆しを見せているが、その前提である住宅ローン金利の低位安定が望めないとなると、市場は大きなショックを受けることとなる。

上記を総括すると、短期金利に引き締めバイアスをかけると金融機関の収益が圧迫され、長期金利の上昇を容認すると底打ちが見えてきた住宅市場にショックを与えてしまい、何もせずに流動性を放置すれば商品価格の高騰が景気回復の芽を摘んでしまう、ということになる。今回の決定は、流動性の回収に一歩踏み出すサインを市場に送りつつ、国債の買取り終了が長期金利に与える影響を見極める時間を確保したという意味で、バランスの取れた政策であるといえよう。

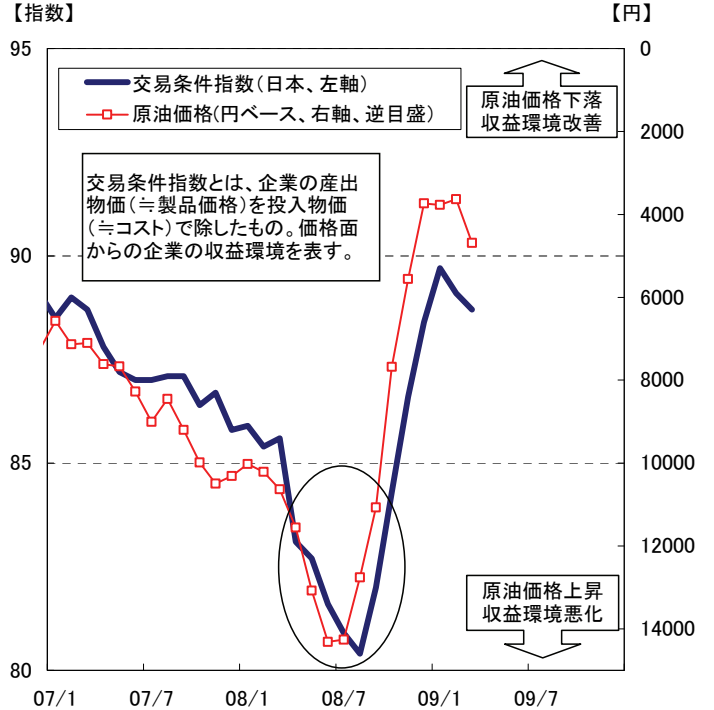
昨年来FRBはあらゆる政策手段を動員して、その副作用も辞さない覚悟で金融市場の崩壊を食い止めた。今後は政策の正常化を模索するフェーズに入る。景気が脆弱な中、金融緩和を背景としたバブル発生に伴う悪影響を意識、抑制しつつも緩和的な政策を継続しなくてはならず、極めて繊細な政策運営が求められる。現状バーナンキ議長に対する市場の評価は高いが、期待を失望に変えぬよう、今後この二律背反に近い課題をいかに両立させていくのか、という点に注目したい。(2009年8月18日記)

図1：FRBのバランスシート



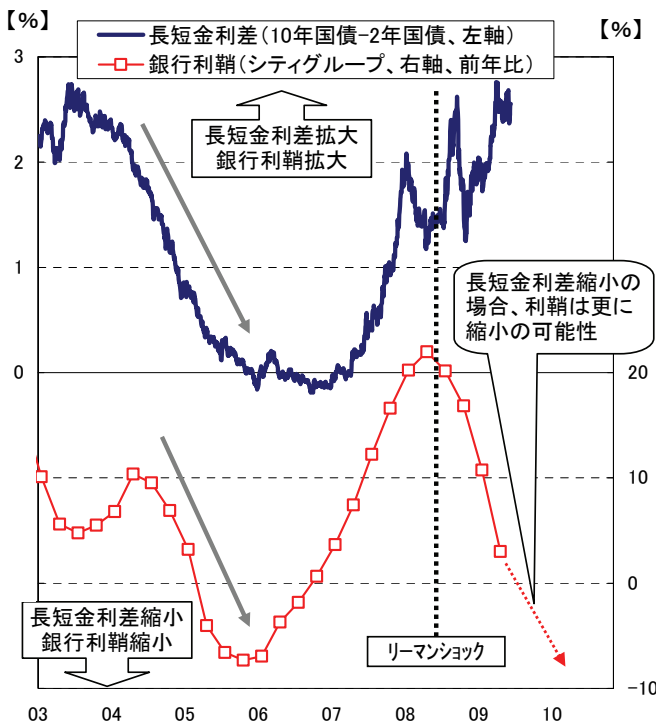
出所：FRB、Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

図2：原油価格と企業の収益環境



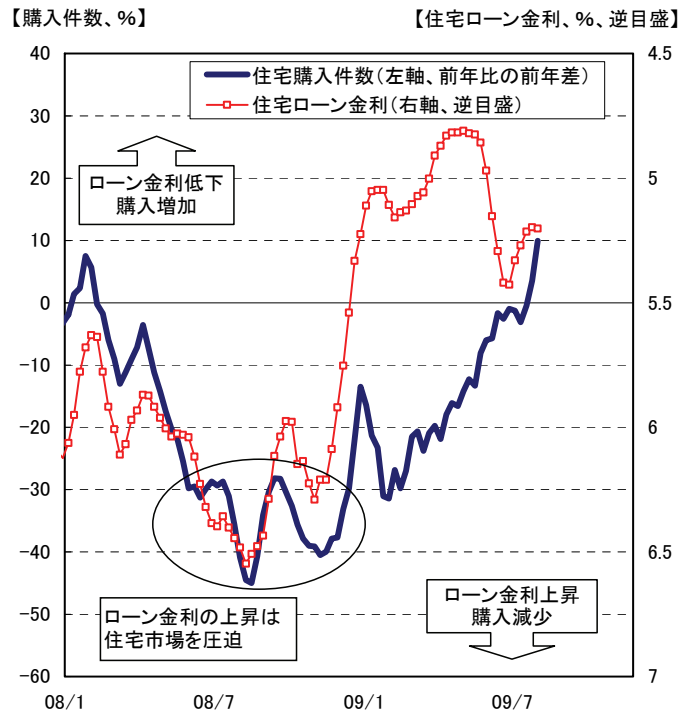
出所：日銀、Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図3：長短金利差と銀行の利鞘



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図4：住宅ローン金利と住宅市場



出所：MBA、Ecowin より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）