

リサーチ TODAY

2012年1月27日

日本化する米国の金融政策、時間軸重視に

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

FRBは1月24日、25日のFOMCで初めて政策金利の予想パスを示し、「時間軸」重視の政策に踏み出した。FRBはすでに2008年から実質ゼロ金利の政策をとっており、その後2009年のQE1、2010年のQE2を通じて国債を購入し量的緩和を行ってきた。さらに2011年夏には現在のFFレートを2013年半ばまで続けるとの時間軸を表明し、その後、長期ゾーンに影響を与えるツイストオペを行ってきた。今回、更なる政策対応として時間軸のコミットメントを2014年後半まで延長させた。

一方、欧州では、ECBが昨年11月、12月と連続で政策金利の引き下げを行うとともに、12月には3年物の資金供給オペを開始している。また、積極的な姿勢ではないにしても2010年から国債の購入も行ってきた。長期資金の安定的ファンディングがあれば、欧州でも金融機関が長短金利差確保のためにキャリー重視の運用に向かう可能性もあるだけに、ECBのこうした対応は国債市場を重視した国債管理政策の側面を含んでいると考えられる。

振り返れば、中央銀行によるゼロ金利も含めた政策金利の引き下げと、国債市場のイールドカーブに影響を及ぼす「時間軸重視」の対応は、日本が2000年代以降に体験したものばかりで、昨今のFRBやECBの対応は金融政策の「日本化現象」ともいえる。また、金融政策が国債管理政策と半ば一体化して国債市場の安定を志向することも「日本化現象」の類型である。

日本のバブル崩壊後の1990年代以降の金融政策では、①金利引き下げ(ゼロ金利)、②国債買い切り、③量的緩和、④時間軸政策が柱になっていた。以下の図表は、金融政策の状況を日本と欧米で比較したものである。

■図表：日米欧の金融政策比較

	日 本	米 国	欧 州
金利引き下げ (ゼロ金利策)	1999年にゼロ金利実施 2001年にゼロ金利再び実施	2008年に実質ゼロ金利	2011年11月に利下転換
国債購入	1990年代後半から拡大	QE1以降、実施済	2010年5月から実施する も明示的でない
量的緩和	2001年以降	2008年にリザーブ供給で開始 2009年、QE1 2010年、QE2	2011年に3年オペ
時間軸	2001年以降 CPIが安定的にゼロ以上になるまで継続	2011年夏に政策金利据え置き コミット 2012年1月にパスの提示	2011年に3年オペ
備 考	非伝統的政策も 当座預金水準ターゲット	信用緩和分野も ツイストオペで長期金利に影響	

(資料) みずほ総合研究所

今日、日米欧はいずれも企業と家計がISバランス上、同時に資金余剰になるという戦後初の事態に直面している。こうした状況が意味するのは、金融政策に対する意義付けの転換である。すなわち、企業や家計の資金需要が乏しい状況では、金融政策において通常の貸出を通じ信用チャネルに影響を与える教科書的な政策金利引き下げは機能しにくい。従って、金利引き下げを中心とする伝統的金融政策から、非伝統的政策へのシフトが生じた。かかる状況下では、金融政策はISバランスでの資金不足セクター、すなわち①政府、②海外に影響を与えるしかない。それぞれ、

① 政府 ⇒ 金融政策が国債管理政策に影響

② 海外 ⇒ 金融政策が為替政策に影響

となる。

これは、バランスシート調整下では金融政策と財政政策が一体化するということである。同時に、金融の安定を政策目標とするなかで、金融政策が目指すマクロ政策と、金融システム対策(プルーデント政策)とも一体化する。また、長期金利の安定も金融の安定を実現する重要な要素になる。同時に、マネーフロー上、金融政策と為替政策も一体化する状況になる。こうした状況も日本が過去20年間に歩んできた道程である。

以上をまとめると、バランスシート下の金融を巡る状況には、3分野で「日本化現象」が生じるということである。

■ 図表: 金融環境の3つの「日本化現象」

「日本化現象」の分野	状 況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、ISバランス上で、家計と企業の資金余剰化で資金需要が後退
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待水準を引き下げ、債券への長短金利差(キャリー)確保重視の運用に

(資料) みずほ総合研究所

以上のフレームワークから国債市場への影響を考えれば、米国では今週発表された政策金利の道筋を示すコミットメントが、より時間軸を安定させるものとなる。時間軸が安定すれば市場参加者は米国では、依然歴史的な平均を上回る水準にある長短金利差を確保するために、金融機関が「キャリー重視」の運用戦略に向かいやすい。それは、金融機関が、安定的な収益を確保させるための実質的な補助金を受けとることでもある。すなわち、「金融政策の日本化現象」はイールドカーブの安定を通じて「金融機関運用における日本化現象」をもたらす。これは、

「金融政策の時間軸重視」+「先行き期待改善限定」⇒「キャリー重視」、「債券(おコメ)重視」という流れが生じやすい。これは、目標・期待を切り下げて債券重視、運用の長短金利差、キャリー重視の運用になるということである。運用上の主食である「おコメ」として債券が重視される状況である。

米国では景気楽観、株価上昇の「リスクオン」状況が続いている。ただし、基本的に、

「資金フローの日本化」⇒「金融政策の日本化」⇒「運用の日本化」

という流れは変わりにくいと考えている。

2月以降を展望すると、欧州にも以上の動きが波及するかが論点になると考えている。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。