

Fedと比べてわかる、日銀「出口戦略議論」無視の異様さ

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 中央銀行の危険な賭け～前代未聞の金融政策は何をもたらすのか

2021.3.5 3:40 会員限定 今月残り4記事



Fedの「出口戦略」への取組み方は、日銀とは全く違った（写真はイメージです） Photo:PIXTA

日銀に遅れること約10年、米連邦準備制度（Fed）は「ゼロ金利制約」に、2008年のリーマン・ショック直後に初めて直面した。従前からの手段であった政策金利の引き下げ余地は立ちどころに枯渇し、Fedは先の見えない暗いトンネルの中で新たな手段による金融政策運営に踏み出すよりほかに道はないところまで追い込まれた。

ではFedは、どのような手順で、そしてどのような姿勢で、未知の金融政策運営に取り組んでいったのか。それがどれほど、これまでの日銀の政策運営と異なるものなのか、ひいては米国とわが国のそれぞれの経済や財政の行方に、全く異なる影響を及ぼすことにつながるのかをみてみよう。

「ゼロ金利制約」に直面した 中央銀行がなお採り得る3つの選択肢

2000年代前半、わが国がバブル崩壊に伴う不良債権問題で深刻なダメージを受け、デフレに陥った日本経済を何とか立て直そうと日銀が苦勞を重ねるのを目の当たりにして、海の向こうではバーナンキFRB（米連邦準備制度理事会）理事（当時）が、「ゼロ金利制約」に直面した中央銀行にも、实体经济を刺激するうえでなお採り得る選択肢が3つあるのではないかと検討していた（図表1参照）。

(図表1) 2004年のバーナンキ論文が示した、
ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の選択肢

オプション	内容	政策の呼称の例
1	将来の短期金利予想への働きかけ	「フォワード・ガイダンス」 「時間軸政策」
2	中央銀行のバランス・シートにおける資産構成の変化	「オペレーション・ツイスト」
3	中央銀行のバランス・シートの規模の拡大	「量的緩和」 (Quantitative Easing)」

(資料) Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]. "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)", American Economic Review, The American Economic Association, May 2004を基に日本総合研究所作成。

(注) 政策の呼称の例は、その後の各中央銀行が実際の政策運営上、用いたもの。このうち、バーナンキ論文において言及されていたのは3の「量的緩和」のみ。

1つ目は将来の短期金利予想に働きかける政策で、社会全体としての予想よりも長い期間、短期金利を低水準で維持することを中央銀行が先回りして約束してしまうもの。2つ目は中央銀行のバランス・シート（以下BS）における資産構成を変化させる政策で、FedのBS全体の金額は不変でも、例えば短期国債を売って長期国債を買い入れれば、長期金利を押し下げることができるのではないかと、バーナンキ氏は考えた。3つ目は中央銀行が多額の国債等を買ってBSの規模を拡大する政策（量的緩和）で、そうやって中央銀行から民間銀行への資金供給が増えれば、金利がプラスの時と同様、民間銀行が企業や家計への貸出を増やして景気を押し上げられるのではないかと考えたのである。

Fedは日銀の量的緩和に 対する評価を徹底的に行った

その後2008年には、世界を金融危機が襲い、FRB議長に就任していたバーナンキ氏は、自ら「ゼロ金利制約」に直面することとなった。従前にはなかった新たな金融政策手段の採用を検討するに際し、金融政策運営を議論するFOMC（連邦公開市場委員会）では、先行した日銀の2001～06年までの量的緩和の経験をどう評価するかが徹底的に議論された。

2008年12月の議事録からは、「量的緩和政策に関する私の評決は、極めてネガティブだ。大きな効果が見えなかった。それゆえ、我々は量的緩和策とは異なる政策を議論したい」（バーナンキ議長）、「マネタリーベースを増やすことの効果が波及する経路が理解できない」（コーン副議長）、「ゼロ金利下で政策手段としてマネタリーベースを採用することは不適切だ」（イエレン・サンフランシスコ連銀総裁〈当時・現財務長官〉）、などという発言があったことが明らかになっている。

連載第1回で述べたように、「ゼロ金利下では、いくらマネタリーベースを増やしても、プラス金利の時のように民間銀行の貸し出しは伸びない」ということは、2000年代の日銀の量的緩和をやってみて初めてわかったことだった。これは、バーナンキ氏の当初の理論上の想定を覆すものであったが、Fedはその結果を素直に受け止めていたことがわかる。これは後の黒田日銀総裁がとった「量的・質的金緩和」政策とは、極めて対照的な姿勢だった。

新たな手段は漫然と実行せず 期限付きで試行し効果を検証

つまりFedは、バーナンキ議長自身の考えを基に独自の政策を打ち出したが、効果がどれほど得られる

かまだわからない新たな手段を、最初から期限を定めずに漫然と実行し続けるようなことは決してしなかった。新たな金融政策の手段は、最初から期限を切って実施し、いったん立ち止まってその効果をよく見定めてから、次の展開の在り方を検討して実行に移す、という政策運営を繰り返していったのである（図表2参照）。

(図表2)連邦準備制度のLSAP(大規模資産買い入れ)プログラムの内容

プログラムの通称	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
QE1 (量的緩和1)	2008/12/5～ 2010/3/31	GSEエージェンシー債(注)	\$172
		MBS (住宅ローン担保証券)	\$1,250
		財務省証券(=米国債)	\$300
QE2(量的緩和2)	2010/11/12～ 2011/6/30	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3～ 2012/12/30	財務省証券(短期債を売却し、 長期債を買い入れ)	+▲\$667
QE3(量的緩和3)	2012/9/14～ 2014/10/31	MBS	\$823
		財務省証券	\$790

(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Table 1を基に日本総合研究所作成。
(注) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業(GSE)が発行する社債。

一定の期間ごとの区切りを伴うFedの金融政策運営は、世間では、「QE1」「QE2」「QE3」と通称されることとなった^(※1)。もっとも、Fed自身は当時から、これらのオペレーションを決して「量的緩和」とは呼称せず、「大規模な資産買い入れ」という呼称を用い、その後も一貫してこの呼称で通している。

そこには、かつて日銀が2001年から実施し、バーナンキ氏自身が論文で考えてもいた、「単にマネタリーベースの供給拡大をめざす金融政策運営(=量的緩和)を行うことは決してしない」という信念が込められている。

(※1)このうちQE3のみは、当初、終期を明示しないオープンエンド方式で開始されたが、それはQE1の終了からすでに2年が経過し、こうした資産買い入れの手法の効果が実証分析からも確認できていたからであるとみられる。

将来的な金融政策運営正常化に向け 着手1年後から出口戦略の説明を開始

さらにFedは、こうした大規模な資産買い入れにはさまざまな副作用が伴い、先々の金融政策の深刻な足かせともなりかねない「都合の悪いこと」があることについて、異例の手段を採用した初期の段階から、米議会の公聴会などの場を通じ、丁寧な対外説明を行っていった。

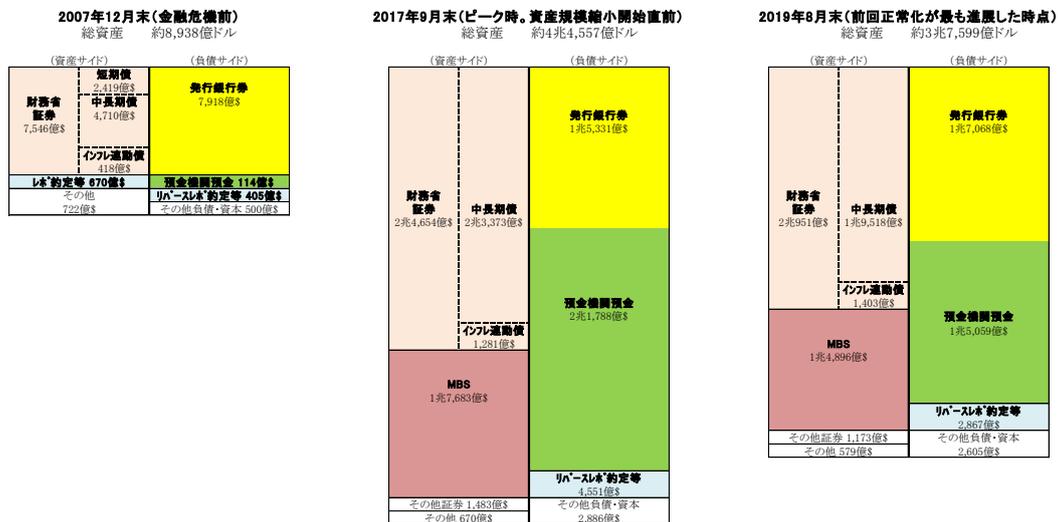
バーナンキ議長は2010年2月、米議会の下院金融サービス委員会において、早くも「Fedの出口戦略」に関する議会証言を行い、その後2014年以降実際に「正常化戦略」で採用した手段を、この時点でほぼ正確に認識し説明している。

その後、FOMCIにおいても、バーナンキ議長や後任のイエレン議長のリーダーシップのもと、目先の資産買い入れといった金融政策運営をどうするか、という点ばかりではなく、将来的な金融政策運営の正常化（いわゆる「出口」）の在り方が折に触れて議論され、米国社会や世界の市場関係者に対しても、丁寧な説明が行われていったのである。

なぜ正常化しなければならないのか 金融政策が正常に働く世界とは

2008年末から大規模な資産買い入れを継続した結果、FedのBSは当時としてのピーク時には危機前の約5倍という規模にまで膨張したうえ、資産・負債それぞれの構成内容も大きく変化したため、金融市場との関係も大きな変化を余儀なくされた（図表3参照）。

（図表3）Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較（2007年末と2017年9月、2019年8月末）



（資料）FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007, September 28, 2017, および August 29, 2019の計数を基に日本総合研究所作成。
 （注1）インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。
 （注2）2019年8月末の財務省証券には、30億ドルの短期債も含まれる。

ところが、大規模な資産買い入れでFedの資産規模が当時のピークとなった時期（図表3の左下の図）をみると、民間銀行はFedから国債やMBS（モーゲージ担保証券）の買い入れの対価として渡された巨額の資金を持って余し、Fedに預ける準備預金を大きく膨張させていることがわかる。

市場参加者全員がこのように「巨額のカネ余り」状態にあるもとは、Fedが危機前（同上の図）の、うな少額の規模で金融調節を行い、資金需給を変化させたところで、市場参加者の間で資金不足という状態が起こっていないので短期金融取引は発生せず、市場金利を意図したように誘導することはできない。そのままでは永遠にゼロ金利のままとなってしまうかねない。いずれ必ず正常化しなければならない理由は、ここにある。

単純に考えれば、Fedが買い入れてきた財務省証券やMBSを市場に売却できれば、そうした余剰資金を吸収できる。しかしながら、危機時（市場金利は低い）時に買い入れた債券を、景気回復後（市場金利は上昇）に売却しようとするれば、価格が下落しているため、Fedが売却損を被ることを意味する。売却額が巨額になれば、Fedとしてその損失を自己資本で到底吸収し得なくなるため、容易ではない。

そこでFedは、次のような手を編み出した。買い入れた財務省証券などは、10年物であれば10年といたったその満期が到来するまで保有しておき、満期が到来したところで連邦財務省から元本相当額を償還してもらい手放すという形で、売却損を被ることなく、ゆっくりと年数をかけて自らのBSを縮小する。

一方でその間は、かつては無利子が当然であった民間銀行がFedに預ける準備預金にFedが付利することとし、その付利水準を徐々に引き上げつつ、短期金融市場における大規模な資金吸収オペレーションを併用して、巨額の余剰資金が残るなかでも、何とか短期市場金利を引き上げ誘導する。

金融機関からみれば、準備預金に付与された金利を下回る貸出などの運用対象に資金を回すのは不合理なので、余った資金は準備預金に預けることになる。その結果、準備預金の金利が短期市場金利の最低ラインを形成ことになる。このように準備預金の金利を引き上げることで、金利引き上げの効果を浸透させていくことになる、実際にFedは、この手法で正常化を進めていったのである。

Fedの政府への納付金がゼロになることも 都合の悪い財務運営悪化の試算を公表

しかし、こうした正常化の手法の最大の難点は、金融機関でもあるFedの財務コストが大きく嵩む点にあった。

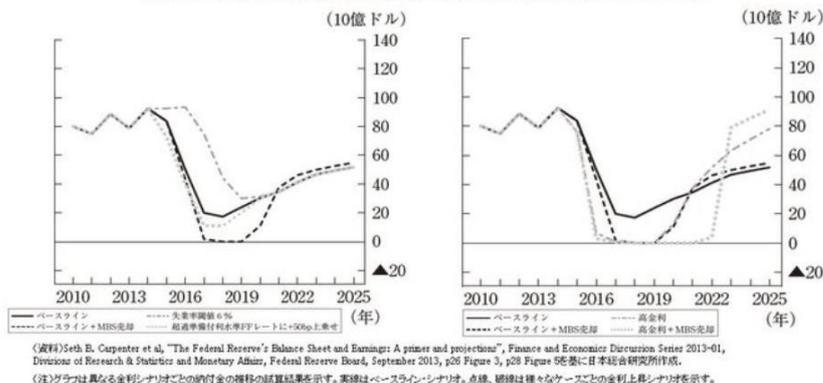
平時の金融政策運営を行っていた時代、Fedの負債は他の中央銀行と同様、銀行券、準備預金とも無利子であったため、基本的にコストはかからなかった。市場にはおよそ“余り金”はない状況下で、少額の資金供給／吸収オペレーションを実施するだけで、Fedは市場金利を容易に引き下げ／引き上げ誘導できた。

ところが、異例の政策運営を展開した金融危機後は、話が全く異なる。BSをこれほどまでに膨らませてしまった以上、Fedは正常化が完了するまでは準備預金に付利する形で市場金利を引き上げ誘導せざるを得ない。付利の水準が万一、BSの資産サイドで保有する財務省証券などの加重平均利回りを超えてしまふことになれば、Fedとして逆ざやに陥り、その状態が長期化すればFedの自己資本が食いつぶされ、連邦政府への剰余金の国庫納付どころではなくなってしまう。

2012年12月、FOMCで初めて、この先行きの財務運営に関するFRBスタッフによる試算結果が示されて以降、FOMCでの議論は一変した。前回の会合までは議論にも上っていなかった先行きの政策運営に関する慎重論が優勢となり、正常化策への着手が視野に入ったのである。

Fedはそれと並行して、2カ月後の2013年1月、FRBスタッフの試算結果を、**ディスカッション・ペーパー**として对外公表した。その中では、先行きの金利次第では、「Fedから財務省への納付金が数年間にわたりゼロとなりかねない」という、厳しい試算結果が示されていたのである（図表4参照）。ここではまさに“都合の悪いこと”も包み隠さず、早い段階から米国民や市場に正直に説明しようとする、Fedの中央銀行としての責任ある誠実な姿勢がうかがわれる。

(図表4) Fedの正常化に伴う連邦財務省への納付金の試算結果(2013年時点)



バーナンキ・ショックが起きた背景

さらにバーナンキ議長は2013年5月、米議会の上下両院合同委で議会証言を行い、「超低金利の持続が金融の安定を阻害する可能性を深刻に受け止めている」「副作用の監視を強化する」「2013年中にも資産買い入れを縮小する可能性がある」などと述べた。これを機に、米国の長期金利は急騰し「バーナンキ・ショック」とも呼ばれる事態となった。

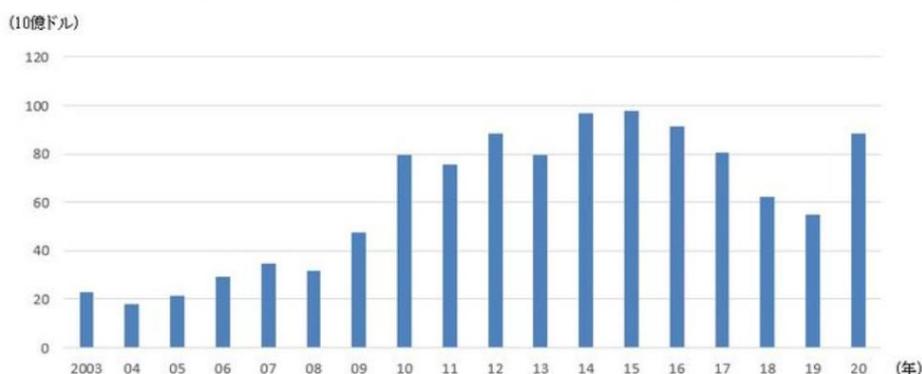
しかしFedはそれにもひるまず、その後もFOMC内で議論を詰め、2014年1月から、資産買い入れ規模の縮小（いわゆる“tapering”）を開始し、わずか10カ月後の同年10月をもって、資産買い入れは停止された（図表5参照）。そして、2015年12月には、危機後初めてのFFレートの引き上げ誘導（0.25% → 0.50%）が実施され、その後も2018年12月に至るまで、断続的に実に8回の利上げが実施され、FFレートは一時、2.5%の水準にまで引き上げられていた。



注意すべきは、こうした正常化策は、その時々物価水準に杓子定規に囚われることなく、2015年中にCPI前年比が2%を大きく下回り続けたような時期にも粛々と遂行されていた点だろう。2017年10月からは、満期到来に応じて国債などをFedが順次手放す形での資産規模の縮小も開始された。Fedは最大で毎月500億ドル（1ドル=110円で換算すれば5.5兆円相当）ものペースで、米国債やMBSを手放していたのである。

コロナ危機到来前、前回の正常化サイクルが最も進展していた2019年8月においては（前掲図表3の右下の図参照）、預金機関預金はピーク時対比で実に約3割、総資産規模も1割5分強それぞれ縮小し、Fedの出口戦略は着実に進展したのである。そしてこのような正常化策を進めてきたことが奏功し、Fedから財務省への納付金が2013年の試算時に懸念されたような「納付金ゼロ」となる事態は、これまでのところ回避できているのである（図表6参照）。

（図表6）Fedの連邦財務省への納付金の実績推移



（資料）FRB, The Federal Reserve System Purpose & Functions, 10th Ed. October 2018, p7, Figure 1.4. FRB, “Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2019”, *Press Release*, January 10, 2020. “Federal Reserve Board announces Reserve Bank income and expense data and transfers to the Treasury for 2020”, *Press Release*, January 11, 2021を基に日本総合研究所作成。
 （注）2015年、18年の資本剰余金の移転分は含まない計数。2020年は推計値。

「米国民のために働くFed」だから 透明性と説明責任が不可欠

実は、バーナンキ議長の前任のグリーンズパンFRB議長は、当時としては史上最長の米国景気拡大を実現したゆえ、市場関係者から神様のように崇められ、その発言は意味不明瞭で有名だったにもかかわらず“神様のご託宣”のようにもはやされていた。

しかしながら、グリーンズパン議長時代のFedは、結果的にはリーマン・ショックの到来を察知して未然に防ぐことはできず、世界を巻き込む金融危機を招来してしまった。移り気な市場によるグリーンズパン議長の評価は一転し、危機後、その評価は“地に落ちたも同然”となってしまったのである。

その後を継いだバーナンキ議長は、就任早々、Fedによる対外的な説明のスタンスを大きく変えていった。2011年からはFOMC後に議長が記者会見するようになったほか、テレビで人気のニュース番組『60ミニッツ』に議長自ら出演するようになった。

バーナンキ議長が 退任間際に述べたことの意味

バーナンキ議長は退任間際の2013年12月、Fedの創立100周年を祝う式典で挨拶に立ち、次のように述べている（訳は筆者）。

「議長に就任して以来の私の個人的な目標は、Fedの透明性を高めることで、われわれの政策がどのように機能することを意図し、決定の背後にはどのような考え方があるのかを、よりクリアに説明することだった」

「連邦準備（制度）は一機関として、与えられた目的と実証分析に基づき、政治的な圧力には屈せず、タフな意思決定を引き続き進んで行わなければならない」

「しかしながら最終的には、そうした決定を行い実行するFedの能力は、究極的には、われわれの行動に対する大衆の理解と受容に依拠していることを、われわれは自覚しなければならない。この理由から、われわれは引き続き、透明性と説明責任という他の2つの重要な価値を強調しなければならない。…（中略）…究極的には、われわれの政策の正当性は、幅広い米国の大衆の理解と支持に依拠している。彼らの利益に奉仕すべく、われわれは働いているのだ」

また、その2日後の記者会見で、「議会に対峙していくために、イエレン次期議長にどのようなアドバイスをするか」と記者に問われたバーナンキ議長は、次のように答えている（訳は筆者）。

「まず最初に同意しなければならないのは、議会はわれわれのボスである、ということだと私は思う。連邦準備は政府内での独立した機関ではある。短期的な政治的干渉を受けることなく意思決定が行い得るように、われわれが政策の独立性を維持することは重要だ。同時に、われわれの組織の構造やマンドレート（責務）を決めるのは議会であり、それが法に則っている以上、我々は議会に赴き、自らについて説明する必要がある」

Fedの実際の金融政策運営、その姿勢が現在の日銀といかに対照的か、読者の諸兄諸姉にはよくわかりただけなのではないか。「早い段階から、都合の悪いことも含めて国民に誠実に説明する」「物価2%の目標に過度に囚われない」「金融政策の一環として行う以上、国債などを買い入れるばかりではなく、手放すべき時には断固として手放す」——。残念なことだが、今日の日銀は、これらのうちどれ1つとしてできていないのが現実だろう。

本当の意味で強く信認に足る 中央銀行は、Fedか日銀か

バーナンキ議長のごうした姿勢は、その後、イエレン議長、パウエル現議長へと脈々と受け継がれている。法律家出身者として初のFRB議長となったパウエル氏は、2018年2月の就任会見の際に、次のように述べている。

「われわれは国民に対して、自らの行動について説明する。われわれはフィードバックに耳を傾け、われわれが何か間違ったことをしてはいないかという可能性に対して真剣に検討する。思慮深く、十分な知識を有する批判的な論客がいることには大きな意味がある」

現下のコロナ禍でFedはさらなる困難を抱えているが、この先いずれ正常化すべき時が到来すれば、市場関係者がいかに騒ぎ立てようと、おそらく前回と同様、断固とした姿勢で正常化を進めていくだろう。

一方、日銀は、これまで国会で、記者会見の場で、何度となく正常化の必要性や出口戦略を問われながら、詳細を語ることは一切なく、問答無用と言わんばかりにはねつけ続けてきた。表面的には強がっていても、本当のところはおそらく、市場金利上昇や株価下落が怖くて、国債もETFも買い入れるだけ買い入れ続けるばかりで、手放すことができないのではないか。

対するFedは、国民や市場との対話を入念に重ねたうえで、必要と判断すれば覚悟を決めて断固として国債やMBSを手放してきた実績がある。責任ある金融政策運営を行い、本当の意味で強く、信認に足る中央銀行がどちらかは自明だろう。そしてその違いがこのまま修正されなければ、両国の経済や財政運営の方向性は、長期にわたり、おそらく全く異なる展開をたどることになる。

世界最悪の財政事情なのに、それを日銀による“事実上の財政ファイナンス”でかろうじてもたせているのに過ぎないわが国ではこの先、出口戦略は無策のままの状態、日銀の財務運営が悪化して債務超過に陥れば、それを引き金について財政運営が行き詰まり、取り返しのつかない事態を招いてしまうことも絵空事ではないだろう。

(日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2021年3月5日 3:40 公開から抽出し作成