



ニューノーマル移行後の金融政策

経済調査部 上席研究員 山中 崇
tyamanaka@iima.or.jp

1. はじめに

グローバル金融危機では、各国中央銀行による積極的な金融緩和にもかかわらず、大恐慌以来となる深刻な景気後退を回避できなかった。主要国の政策金利はゼロ近辺まで低下し、金融政策はゼロ金利制約（Zero Lower Bound : ZLB）に陥った。先進国では非伝統的な政策がとられ、それに伴う国際資本移動は新興国の政策運営を困難にした。

このように金融危機が既存の金融政策の枠組みを揺るがしたことを受けて、世界経済がニューノーマル（新たな標準）に移行した後の金融政策のあり方に関する議論が起きている。国際通貨基金（IMF）は2014年4月13日に「Monetary Policy in the New Normal」と題した会議を開催。それに先立ち、議論のたたき台としてスタッフによる討議資料¹を公表している。本稿では、同資料で示された主要な論点について紹介したい。

2. 金融政策の目標

物価安定は依然として金融政策の第1の目標であり、金融危機時もインフレ期待の安定がデフレスパイラルの回避に貢献した。しかし、金融危機により、物価安定はマクロ経済安定の十分条件ではないとの認識が強まり、金融安定など新たな目標を金融政策に加えるべきではないかとの議論を引き起こしている。

（1）金融安定を金融政策の目標に加えるべきか？

金融危機前は、物価を安定させれば経済の産出量も適正水準を維持できるとの見方が主流であった。金融不均衡がある場合は、物価安定と適正産出量の間トレードオフが生じる可能性があることは認識されていたが、その影響は先進国では小さいとみられていた。金融不均衡を是正してバブル発生を未然に防ぐ役割を金融政策に求める声はあったが、バブルを事前に認識することは難しいとして、バブルが弾けるまでは特に対応せず、弾けた後に積極緩和を行えばよしとされた。こうした対応はモラルハザードを招き、

¹ “Monetary Policy in the New Normal”, IMF, April 2014

過度のリスクテイクを促すことになった。

危機後は、金融安定に対する政策対応が必要であるという合意ができたが、それが金融政策の仕事かどうかについては結論が出ていない。伝統的な金利政策は特定のセクターの不均衡を扱うには不向きである上、金利変化に対する投機的行動の反応は鈍い。また、物価安定との間で政策の方向性に矛盾が生じる可能性もある。このため、マクロプラウデンス政策による対応が期待される場所であるが、スピード感に乏しいなどの限界もあり、金融政策への期待は依然として存在する。

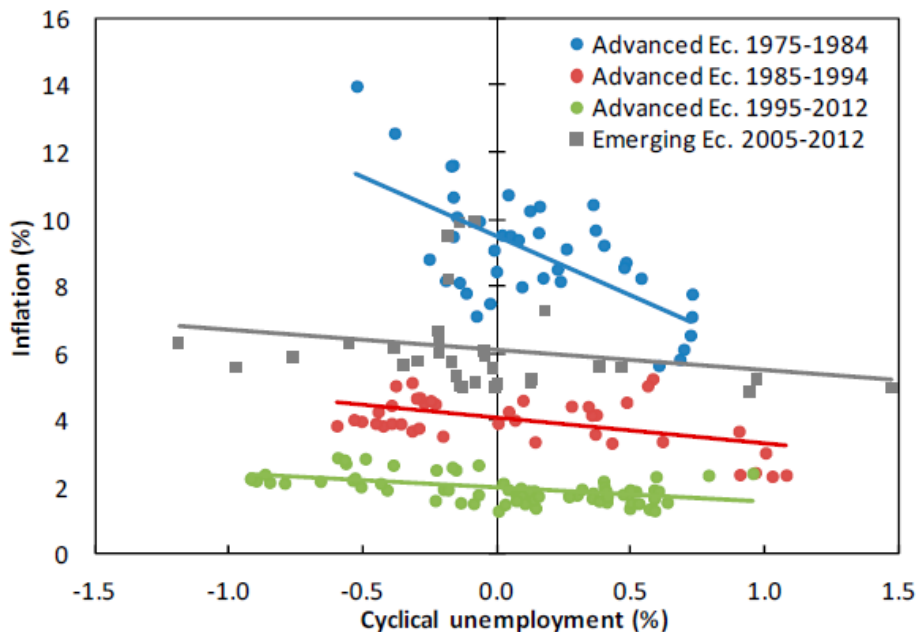
金融の安定を金融政策の目標に加える場合、2つのアプローチが考えられる。1つは従来のインフレ目標政策に柔軟性を持たせ、物価安定に対する脅威の度合いに応じて金融の不均衡に対応するというものである。例えば、ブームの時には政策金利を従来のモデルが示すよりも高めにする。もう1つは、金融安定を独立した目標とし、金融の不均衡が物価安定の脅威になっていなくても積極的に対応するというものである。

なお、実施に際しては、バブルをリアルタイムで見分けることは難しいことから、危険な金融の不均衡を拡大させるリスクと、健全な金融活動を抑制するリスクの間でバランスを取ることが課題となる。

(2) 中央銀行は産出量の安定をより重視すべきか？

先進国を中心にフィリップス曲線の平坦化が進んでいる(図表)。危機後、産出量が大きく落ち込み、失業率が大幅に上昇したにもかかわらず、インフレ率は安定していた。このため、金融政策の反応関数(reaction function)において、物価に従来と同じウェイトを置いてよいのかという疑問が生じている。

図表. インフレ率と「循環的な失業率」²



(資料) IMF

² 「循環的な失業率」はNAIRU(インフレを加速させない失業率の下限)との差。

国内の景気変動に対するインフレ率の反応が鈍ければ、インフレ率は為替レートや商品市況などの一時的な変動に相対的に大きく影響されるようになる。このため、政策反応関数が変わらなければ、一時的なコスト上昇に政策金利が反応することにより、望ましくない産出量と失業率の変動を引き起こす可能性が高まる。物価安定のために大幅な産出量や失業率の変動が必要なら、中央銀行はインフレ圧力が一時的なものかどうかを見極めるために、より長い時間をかけるだろう。その結果、産出量の安定をより重視してインフレ率の目標からの乖離を短期的に許容するかもしれない。

一方で、フィリップス曲線の平坦化が中央銀行に対する信認（インフレ期待の安定）を反映したものならば、政策反応関数の変更はフィリップス曲線の傾斜を再び強めよう。フィリップス曲線の平坦化の背景を良く理解することが重要で、それまでは、産出量の安定をより重視するスタンスに転じることはリスクバランスの上から望ましくない。

（3）金融政策は対外均衡を考慮する必要があるか？国際的な協調は必要か？

金融危機は、国際資本移動や国境を越えた金融の連結に伴う危険性を再認識させた。また、最近では米連邦準備理事会（FRB）による量的緩和縮小観測が国際資本移動を通して新興国の政策運営に影響を及ぼしたことが、対外均衡に対する関心を高めている。

こうした問題は、資本移動管理ツールに関する議論を再燃させたが、資本取引規制はマクロプルーデンス政策との組み合わせによっても十分な効果を発揮できない場合があり、対外均衡に対する金融政策の役割に期待する声もある。しかし、国内物価の安定を狙った金融政策のスタンスは、対外均衡を保証するものではない。

急激な国際資本移動に対しては、資本取引規制や為替介入など一国による政策よりも金融政策の国際的な協調の方がうまく対処できるのではないかという議論がある。FRBと他国の中央銀行によるドル・スワップ協定などの例のように、危機時においては国際協調の効果は大きいとみられている。しかし、平時における効果の大きさは不透明で、景気循環のタイミングの不一致、国の規模の違い、政策当局者の認識の違いなどが障害となる場合もある。協調を成功させる1つのカギは、大国の中央銀行に自国の金融政策による国境を越えた波及効果を内生化するよう促すことであるが、大国にそうするインセンティブがないことから実施は難しい。

なお、国際協調の効果を高めるために、各国の政策を中立的に評価する機関を設けること、各国中央銀行の代表者からなる国際金融政策委員会を創設することなどが提案されている。

3. 金融政策手段

金融危機時、ZLBに陥り手詰まりとなった中央銀行は、短期間で新たな政策手段を作られることを迫られ、長期金利への直接関与、民間資産の購入という2つの面で金融政策の伝統を破った。これに対して、ZLBに陥らないために平時にどのような政策をとる必要があるか、平時に非伝統的政策をとるメリットはあるか、という問題が持ち上がっている。

(1) 中央銀行はゼロ金利制約のリスクにどう対応すべきか？

ZLB のリスクについては危機前から認識されていたが、日本の経験にもかかわらず 2008 年までは理論上の特異なケースとして真剣に取り上げられなかった。ZLB を回避するために、中央銀行が平時における金融政策の枠組みを修正する必要があるかどうかは、ZLB に陥る確率の高さと ZLB に陥った時の影響の大きさにかかっている。

まず、ZLB に陥る確率であるが、金融政策は実質金利が自然利子率（需給ギャップがゼロの時の実質金利）を下回る限り景気刺激的（有効）である。自然利子率が低いと最適名目金利がマイナスになりやすいため、ZLB は新興国より先進国で生じやすい。特にサマーズ元財務長官が指摘するように、先進国経済が長期停滞（secular stagnation）に陥った場合には、金融危機が生じなくても ZLB に陥るリスクは高まる。

ZLB に陥る確率を下げるための 1 つの対策として、目標インフレ率の引き上げが提案されている。目標インフレ率の引き上げはショック発生時の金融緩和余地を大きくするものの、高インフレを維持するコストと、中央銀行に対する信認を維持したままインフレ目標を変更する難しさという 2 つの欠点がある³。後者については、一度インフレ目標を引き上げると追加の引き上げがあるのではないかとの予想を生み、インフレ期待が不安定となるリスクがある⁴。

次に、ZLB に陥った時の影響の大きさであるが、ZLB に陥っても非伝統的な政策が十分有効であれば、ZLB は金融政策にとって重要な制約ではなくなるため、平時に金融政策の枠組みを修正する必要性は低下する。非伝統的な政策は、金融危機時には長期金利の引き下げなどで有効であったことが認められているが、大きな金融の混乱がない場合にも有効かどうかは不明である⁵。また、非伝統的な政策には、目標（量）設定の難しさ、出口の複雑さ、財政従属などの問題もあり、現時点では正確に定量化できない。

ZLB に陥った際の有効な政策として、「フォワードガイダンスの使用」、「過去に依存した政策（history-dependent policy）」、「より予防的（preemptive）な政策対応」がある。

「フォワードガイダンス」は、例えば、将来にわたり現在の低い政策金利を続けることにコミットすることで長期金利を下げるといった政策である。その際、失業率の水準など経済の状態を政策変更の条件とすることは、単純なカレンダーベースのコミットよりも望ましいとされるが、最近の米英の経験のように、経済の軌道が予測から外れた場合には修正が必要となる。

「過去に依存した政策」とは、物価や名目 GDP の水準を目標とする政策である。物価水準が目標から下振れた場合、元の軌道に戻るまでインフレ目標を上回るインフレ率を許容する。政策変更のタイミングが自動的に決まるため、フォワードガイダンスと比べて場当たり的な対応とみられない利点がある。また、物価水準が目標軌道を下回ると将来の高いインフレ率を予想して実質金利が下がるという自動安定化機能（built-in

³ 高インフレのコストとは、「貨幣保有の機会費用」、「相対価格の識別」、「税制の歪み」、「債権者から債務者への富の再分配」、「財務計画の困難」など。

⁴ 先進国で平時にインフレ目標を引き上げた例は稀だが、ニュージーランドが 0~2% の目標を 1~3% に引き上げた例は、インフレ期待の安定が崩れなかったことで安心材料となっている。

⁵ 米国では、FRB による 1 回目の資産購入プログラムで住宅ローン担保証券利回りが約 150bp 低下。米国債利回りも同 90-200bp 下がった。英国では、政府債利回りが累積で 45-160bp 下がった。

stabilization mechanism) を内含している。ただし、実際に導入する場合には未解決の問題も抱えている。政策に対する市場の反応が不確実であること。物価水準が目標軌道を上回った時に、元に戻すためにデフレ状態を作り出すことが（例えば政治的に）可能かということ。統計改訂により物価水準が過去に遡って変更された時にどのように調整するかということなどである。これらは、リアルタイムで政策を決めることを難しくするとともに、インフレ期待の安定を脅かす可能性がある。

「より予防的な政策対応」とは、例えば、デフレのリスクが高まった際に、政策反応関数が示すよりも積極的な緩和を行う政策である。結果的に ZLB の頻度を増やす可能性もあるが、景気を早期に改善しゼロ金利の期間を短くすることが期待される。反対にブーム時には金融の不均衡の拡大を防ぐために政策反応関数が示す水準よりも高めに政策金利を設定し、将来の利下げ余地を拡大して ZLB に陥る確率を下げる。

(2) 非伝統的な政策は平時にも用いられるべきか？

非伝統的な政策を平時に使ってはどうかという議論もある。この背景には、長期金利の方が総需要の決定に対する影響力が大きいなら、より積極的に長期金利にコミットした方が望ましい、金融の歪みは金融危機時だけに存在する訳ではないため、金融政策が従来とは異なる資産やイールドカーブのポイントに働きかける政策を危機時以外にも使用すべき、との考えがある。

① 中央銀行は長期金利を政策金利とすべきか？

過去、長期金利が政策金利とされた例はある。中南米ではかつて、経済発展を促すという目的で異なる満期の金利を政策目標としていた。また、FRB は 1942～1951 年に長期国債利回りに上限を設け、1942～1947 年には短期国債利回りにも目標を設定していた。しかし、直近では 20 年以上にわたってオーバーナイト金利を政策金利とすることが一般的となっている。信用リスクが最も低いこと、中央銀行が国債を購入することに伴う問題を避けられること、十分に機能している金融市場では金融政策の効果がスムーズに長期金利に波及することなどによるためである。

金融危機の経験は、長期金利を政策目標とすべきかという議論を再燃させた。長期金利を政策金利とするメリットは、期間プレミアムの影響を排除できること⁶、総需要の決定に対する影響力が大きいこと、ZLB に陥るリスクが低下することなどである。一方、長期金利を政策金利とした場合、短期金利の変動というコストを伴う可能性がある。政策決定会合の間に政策金利の予想が変わればオーバーナイト金利は大きく振れることが予想される。英国ではレポ金利（2 週間）を政策目標とした時にオーバーナイト金利の振れが極端に大きくなった。金融に歪みがある時に、短期金利が過度に変動すると経済厚生が悪化につながる可能性がある。例えば、オーバーナイト金利の高騰はホールセール預金市場に依存している金融機関に悪影響を及ぼす。こうした短期金利の望まし

⁶ 長期金利の水準は、将来の短期金利予想と期間プレミアムにより決定される。期間プレミアムが短期金利と同じ方向に予測可能な動きをするなら、金融政策は容易に適切な長期金利水準を提供することができるが、常にそうなるとは限らない。米国では、2004 年 6 月から 2005 年 6 月の間に政策金利が 2% 引き上げられたが、米国債 10 年利回りは 1% 近く低下した（グリーンズパンの謎（コナンドラム））。逆に 2008 年初秋には、政策金利の引き下げにもかかわらず長期金利は上昇した。

くない変動は、期間プレミアムの変化よりも経済に有害となる可能性がある。

長期金利を政策金利とする場合の別の懸念には、財政従属 (fiscal dominance) がある。中央銀行が国債を一定価格で購入することを約束すれば、市場は金融政策が財政政策に従属しているとみなす可能性がある。特に、財政の過剰債務が問題となっている時には、中央銀行が政治の圧力に屈しているとの印象を持たれやすい。長期金利を政策金利とすることに対しては、現時点ではそのコストや実施上の障害などについて理論的、実証的な研究がまだ不十分である。

② 適格担保とカウンターパーティの拡大は恒久化されるべきか？

金融危機時の流動性ショックに対して、中央銀行が適格担保の範囲を拡大し、ノンバンクなどに取引相手を広げて市場の分断に対処したことは、金融市場を安定させることに貢献した。市場の分断は平時でもある程度存在すること、バーゼルⅢなど新しい規制に伴い質の高い流動性資産に対する需要増が見込まれることから、これらの措置を恒久化しようという提案がある。

適格担保の範囲拡大を（適切なヘアカットで）維持すれば、規制の要求を満たすための質の高い流動性資産を担保から解放し、市場の流動性を増やすことが可能となる。また、一部のノンバンクに中銀ファシリティへのアクセスを提供することは、競争条件の平等化をもたらし、より多様化した金融システムを支えることにもつながると期待されている。

一方、こうしたメリットに対してはリスクも指摘されている。寛容な担保政策は、銀行が流動性の低いポートフォリオを持つことにつながる。また、中央銀行の取引相手にノンバンクを加えることは、銀行の特権的な地位を損なうことにより、銀行の収益性やショックへの耐久性を下げ、金融システムに予期せぬ結果をもたらす可能性もある。さらに、ある種の担保は正しく値付けすることが難しく、市場リスク、信用リスクが高いため、中央銀行は内部リスク管理を強化する必要に迫られる、などである。

平時に担保範囲や中央銀行の取引相手を拡大することに利益があるかどうか見極めるには、さらなる研究が必要とされている。

③ 中央銀行は信用緩和を続けるべきか？

金融危機時には、信用緩和（中央銀行による住宅ローン担保証券などの民間資産購入）が機能不全に陥った金融市場の回復を助けた。こうした政策は、金融市場の摩擦が大幅に軽減したものの依然として残っている場合にも継続されるべきか。理論では、中央銀行による信用緩和は、資産価格の変動を抑えることで实体经济にプラスに作用する。しかし、実際には、市場の価格発見機能を損ない別の歪みを作り出す可能性もある。危機時にはネットでプラスの効果が見込まれても、平時における効果は不確実である。そもそも、中央銀行がこうした政策を行う場合には政治の干渉を受けるリスクもあることから、財政当局の仕事であるとの指摘もある。

4. 制度設計

中央銀行の目標が増えるならば、それに応じて政策手段も増やす必要がある。これは金融政策の制度設計の問題につながる。この点に関して、いかにして政策手段を目的に一致させるか、複数の目標を持つ枠組みの中で政策の信頼度を維持するか、より複雑となる組織を統治するか、などの問題が指摘されている。

(1) 中央銀行の独立性に対するリスクは何か？

危機の前、中央銀行の独立性が重要であることには広い支持があった。危機後、中央銀行の目標と権限が拡大するにつれて、中央銀行の独立性の基盤は依然として有効か、中央銀行がより広い目標を持つことで独立性は損なわれないかといった議論が持ち上がった。

中央銀行の独立性が重要される背景は、政府が財政負担を軽減するためにインフレを利用することを防ぐというものである。この点、これまでの経験からは、中央銀行の独立性が低インフレに貢献しているように見受けられる。金融危機を経験しても、中央銀行の独立性が物価安定に重要であることは揺らいでいない。しかし、中央銀行の目標と力（政策手段）が拡大された時、独立性に対するコンセンサスを得ることは可能だろうか。選挙による審判を受けない中央銀行が、金利決定から信用割り当て、金融規制まで幅広い力を与えられると、「民主主義の赤字」に関する懸念が出てくるだろう。一方で、金融安定という政策目標の遂行に関して独立性が望ましいかは研究が不足している。もし、政府が新しい中央銀行の責任、とりわけ金融安定に対して監督を強める選択をした場合、独立性をいかにして守るかということが議論されている。

(2) ミクロプルーデンス政策、マクロプルーデンス政策、金融政策の最適な組み合わせは何か？

ミクロプルーデンス政策、マクロプルーデンス政策、金利政策がそれぞれ政策間の相互作用を認識して完璧に遂行されれば問題は生じないかもしれないが、実際には政策同士の干渉が生じうる。例えば、マクロプルーデンス政策によるレバレッジ抑制は支出活動ひいてはインフレ率に影響を及ぼす。また、金融政策による低金利は銀行のリスクテイク行動に影響を及ぼす。このような政策間の協調を求められる環境では、政策機関の配置など、制度設計が重要となる。

1つの機関が複数の政策（目標）を担当する場合には、政策間の協調がしやすいというメリットがある一方で、説明責任を複雑にし、外部（政府）からの干渉を招くリスクもある。

マクロプルーデンス政策を中央銀行以外の機関が担当する国では、情報共有や政策協調を促進するために、機関横断的な委員会の設置が一般的になってきている。オーストラリアの Council of Financial Regulators (CFR) はその例で、中央銀行と財務省を含んだ協調組織である。一方、中央銀行が物価安定と金融安定の両方に責任を持つ国では、金融政策に対する信認と独立性を守るための措置がとられている。例えば、金融政策とマ

クロープルーデンス政策で意思決定する組織を分離し、物価安定には中央銀行が単独で責任を持って政策の独立性を維持する一方、金融安定には他の機関と責任をシェアするというものである。シンガポールでは、金融政策とマクロプルーデンス規制に責任を持つ組織は両方ともシンガポール通貨監督庁（MAS）の下に置かれ政策協調を行っているが、マクロプルーデンス政策（住宅政策など）については財務省など他の機関と協力して進める体制がとられている。

最適な制度設計は研究が進行中であり今の時点で明確な解答はないが、それは各国ごとに対処が必要な金融の歪みや政治的な制約によって変わってくるとみられる。

5. おわりに

「大いなる安定（Great Moderation）」時代に多くの国の金融政策の特徴だった「1つの目標（物価安定）と1つの政策手段（金利政策）」という単純さは、グローバル金融危機で再考を迫られた。

物価安定が金融政策の第1の目標であり、そのために中央銀行の独立性が維持されるべき点については引き続き広く支持されている。しかし、物価安定はもはやマクロ経済安定の十分条件ではなく、金融安定や対外均衡などがこれまでよりも重要な役割を演じなければならないとの認識が強まっている。

危機の経験により、金融政策の波及経路や、重要な経済変数間の関係について未知のものが多岐にわたることが分かった。これらは従来のモデルをベースにした政策決定ルールの見直しを促している。IMFでは、これらに対する十分な理解が得られるまでは、政策決定は科学よりもアート（技巧）に近いものになるとみている。

金融政策の国際的な協調は、危機の際に非常に有益であることがわかった。しかし、平時においてどの程度有効かについてはほとんど合意がない。また、協調をいかに実施するか、政治面の障害をどう克服するかなどについては明らかではない。

危機の最中にとられた非伝統的政策を平時に使用することについては、フォワードガイダンスを除いてメリットよりもコストの方が大きいとIMFは否定的だが、将来、どうしたら非伝統的政策の採用を迫られたゼロ金利制約に陥る事態を避けられるかという問題が未解決のままとなっている。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>