



FRB が直面する インフレ抑制と金融システム安定のジレンマ

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

米連邦準備制度理事会(以下、FRB)には、物価の安定と雇用の最大化という2つのデュアル・マンデートが課されている。ただ実際には、経済情勢に応じてどちらかを優先して金融政策を運営する。一般論として、景気が過熱する局面では、物価の安定を優先して金融引き締めを実施する。景気が冷え込む局面では、景気回復による雇用の最大化を優先して、金融緩和を実施する。シリコンバレー銀行(以下、SVB)が破綻する前までのFRBは、今年のジャクソンホールでパウエル議長が表明した通り、完全雇用状態にあるからこそ雇用を犠牲にしてでも、インフレ抑制を優先する運営を進めてきた。

しかし、SVB が投資適格のまま突然死のように破綻してからは、金融システムの安定の回復も当面の金融政策運営の目標に加わることとなった。SVB 破綻の直接的な原因は、一日に預金量の約 1/4 に当たる 420 億ドルが流出した目に見えないサイバー空間での取り付け騒ぎだった。取り付け騒ぎの背景には、ネット空間での罵詈雑言や有象無象の噂やデマが多数あった。預金保険で担保されない大口の預金者が、不安に駆られて群集心理で預金を安全な銀行にシフトしたのも無理はない。SVB は、サイバー空間で巨額の取り付け騒ぎが始まったことを FRB に報告したことだろう。しかし、超高速な展開に FRB は「最後の貸し手」機能を発揮する間もなく、なす術なく破綻を容認せざるを得なくなった可能性が高い。どう見ても FRB や OCC(米通貨監督庁)は責任を押し付け合ったと推察される。

SVB は上場した社債を発行する銀行だった。従って、FRB の金融検査、格付け会社のレビュー、監査法人の監査を受ける。しかし、これら3つの監視網をすり抜けて投資適格の A 格のまま突然死した。金融市場は、米国の金融の監視網が構造的に弛緩し切ったものであれば、類似の事例が多数あるはずだという疑心暗鬼に陥った。2001 年の会計疑惑では、エンロンやワールドコムが粉飾決算で破綻したが、当初は粉飾決算は例外的と見られていた。しかし、後に判明したのは、アーサーアンダーセンなど権威ある複数の会計事務所が、経営コンサルと粉飾決算を同時に企業に売り込んでいたため、粉飾決算は例外ではなく普通だったという事実だ。こうした前科も背景となり、SVB とビジネスモデルが類似の米国地方銀行を中心に第二の SVB 探しが始まり、預金が流出して株価が低迷する例が顕著に増加し始めた。FRB が直面するのは、この事態に対処するための金融システムの安定性の回復だ。既にFRBはBTFFP (Bank Term Funding Program、1年物 OIS 金利に 0.1% を上乗せした金利で、国債とモーゲージ債の額面まで担保価値が認められる資金供給スキーム)を創設した。3/15 の残高は既に 1,648 億ドルで、主にこれによりリザーブ残高が増加して量的緩和が強化された。

物価の安定、雇用の最大化、金融システムの安定の回復、が金融政策運営の目標となったのは2008年のリーマンショックの時代の再来とも言える。しかし、当時とは決定的な違いがある。当時はデフレ阻止、恐慌阻止、金融システムの回復が至上命題で、金融緩和はこの 3 つの目標を達成する手段たりえた。しかし、今回は違う。FRB は、デフレではなくインフレに対処せねばならない。

インフレに対処するには、これまでと同様に金融引き締めが必要だ。一方、金融システムの安定を回復するには金融緩和、特に量的な緩和が必要だ。ここで実体として FRBは、インフレ抑制のための金融引き締めと、金融システムの

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

安定のための金融緩和のジレンマに陥る。今後の金融政策は、目的と手段が複雑に入り組むためポリシーエラー(失政)の確率が上がらざるを得ない。この難しい金融政策の運営が正しい方向に向かっているのかどうかを判断するための一助として、ここでは今後考えられる金融政策のシナリオを示して概念的な整理をしておこう。

以下はあくまで筆者独自の分析であるが、金融政策には、利上げか利下げか、量的に緩和か引き締めか、で4つのシナリオがある。前提として現在のFRBは継続的に利上げを実施しつつ量的引き締め(以下、QT)を実施している。このFRBのスタンスは極めて強い金融引き締めのベクトルを持っている。そこで4つのシナリオは、今後打ち出す新たな政策が効果を及ぼす追加のベクトルになる。

ベクトルはその便益の大きさによって◎>○>△>×とし、各々を数値化するために◎=4、○=3、△=2、×=1としてスコアリングを試算した。もっとも、金融システムの傷み具合やインフレの脅威は、一概に比較できるものではない。その意味でこれはあくまで政策が与えるベクトルの概念図だ。総合評価は各シナリオの総合的な便益を示す。

金融政策のシナリオ

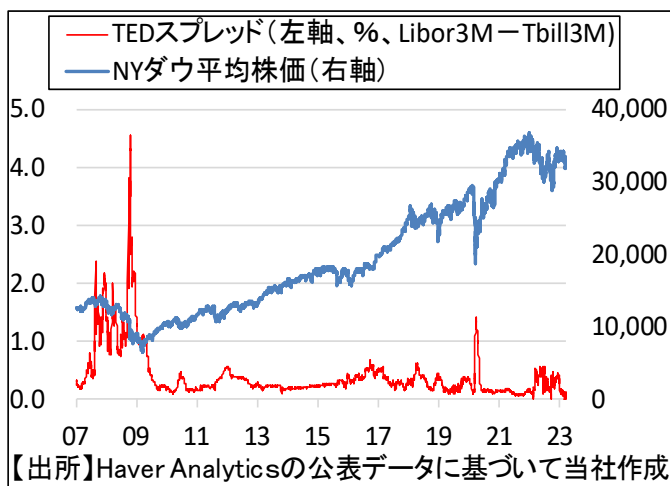
シナリオ	金利	量的	インフレ抑制	雇用(景気)	金融システムの安定性	評価
1	引上げ	緩和	○	△	○	8
2		引き締め	◎	×	×	6
3	引下げ	緩和	×	◎	◎	9
4		引き締め	△	△	×	5

市場と経済への影響

債券相場	株式相場	不良債権	評価	総合評価
△	△	△	6	14
×	×	×	3	9
◎	◎	○	11	20
○	○	△	8	13

出所:当社作成

結論的には、シナリオ3の利下げと量的緩和が最適な組み合わせだ。しかし、現状はインフレの脅威が強く、BTFPの効果もあり金融システムは安定感を取り戻している。金融システムの安定感 TED スプレッドで計測が可能だ。これは銀行業界のリスクプレミアムを示す。下図の通り極めて落ち着いている。SVB 破綻を、最終的には 2008 年のリーマンショック破綻にまで至った 2007 年のパリバショックになぞらえる向きもあるが、当時とは全く違うことも見て取れる。この現状を鑑みれば、シナリオ3は過剰反応で、シナリオ1が無難だろう。BTFP は実質的に量的緩和の効果を持つので、これは現実的には粛々と利上げを継続しつつ現行のQTを調整することを意味する。FRB はポリシー・エラーのリスクが高まっている場合には常にリスク管理アプローチを実施する。今の局面では、(1)金融システムの安定と(2)メルトダウンという事象を比較すれば、(2)の事象が生起する確率が高まっている。(1)は、TED スプレッドの低下など金融システムが安定を回復して株価が高騰するなどバブル的な状況になることだ。(2)は、ネット空間での噂やデモで預金流出が発生して経営危機に陥る銀行が現れ、TED スプレッドが突発的に跳ね上がって金融がメルトダウンすることだ。結論だが、当面はTED スプレッドを睨みつつ、リスク管理の観点から利上げの幅と時期を QT と共に柔軟に調整する日和見的な政策 (opportunistic approach to monetary policy) が現実的だと考えられる。(脱稿 3 月 17 日)



以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。