

議 題 米国とユーロ圏の中央銀行の政策課題

開催日時 2016年3月14日<14時00分~15時45分>

出席者 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)
大島 周 (みずほ銀行常務執行役員 市場ユニット副担当)
加藤 出 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト)
高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト)
井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長) <モデレーター>

主要論点

1. リードコメントとリジョインダー(米国関連)
2. アンケート結果と自由討議(米国関連)
3. リードコメントとリジョインダー(米国関連)
4. アンケート結果と自由討議(ユーロ圏関連)

出席者による発言要旨

1. リードコメントとリジョインダー(米国関連)

井上<モデレーター>:

・基調講演で取り上げられた点も含めて、米国とユーロ圏の金融経済情勢とその下の中央銀行の政策運営を議論していただきたい。パネリストの皆様にはカバーしていただきたい論点を事前お伝えしているが、自由討議を含めて柔軟にご発言いただきたい。

加藤氏:

・私は FRB の金融政策を中心にコメントしたい。2007~8 年の世界的な金融危機の後、ニュージーランド、豪州や欧州の一部の中央銀行は早々に利上げを開始したが、その後、利下げに追い込まれた。これに対し、FRB は株価が危機前のピークを3割程度上回った後に利上げを開始した点で良く我慢した。景気循環が成熟する中の利上げを不安視する向きもあるが、FRB の主流派は「これだけ待ったから、利上げしても大丈夫」と考えている。

・FRB は雇用と賃金の状況を注視しており、賃金の先行指標として退職比率の動向が重要である。つまり、米国ではベースアップが一般的でないため、労働者は転職を繰り返すことで賃金水準を引き上げる。実際、退職比率は最近顕著に上昇しており、一直線に上がり続ける訳でなくても、トレンドとして上昇している。この点からも、FRB の幹部が賃金上昇に悲観的とはいえないと推察される。

・FRB が注目するインフレ指標であるコア PCE は、前年比で 1.5% を超える所まで来た。各地区連銀が作成する様々なインフレ指標も一様に加速しているので、直ちにインフレが過熱するとは言えないまでも、FRB の主流派は政策金利をゼロ近傍に置き続けることは不適切と考えている。この間、コア CPI の前年比は 2% を超えた。このうち財のコアは依然として前年比でマイナスだが、家賃も含むサー

ビス価格は加速している。この点は先に見た賃金動向も影響しているのであろう。

・12 月 FOMC の dot chart によれば、年 4 回の利上げが FOMC メンバーの予想の中央値であった。これに対し、FF 先物から推計される市場の見方は極めて慎重である。もちろん、3 月 FOMC では FOMC メンバーも年間の利上げ予想回数を下方修正するであろうが、先にみた雇用や物価の情勢を踏まえると、市場予想ほどに慎重化するとは思えない。この点では、2017 年の利上げ予想回数も注目される。FOMC として、単に利上げを後ズレさせると考えれば 4 回になろうし、ハト派は 2016 年と同じ慎重なペース、タカ派は遅延を取り戻すためより多い回数を想定するかもしれない。

・FRB にとって悩ましいのは、利上げペースの予想に関する発信がうまく機能していない点である。市場が予想の中央値によって強い影響を受けるため、FRB が金融経済の変化に即して柔軟に政策を運営することを難しくしている。同時に、利上げ期待はドル高を通じて経済活動に影響を与える。実際、米ドルの実効レートは名目でも実質でも顕著に増価した。つまり、FOMC は予想の不確実性を市場と適切に共有すべきであるが、その手段として fan chart の採用が検討されている。もっとも、3 月 FOMC には間に合わないし、現局面で導入すると、fan の下限にマイナス金利が含まれることで市場に過度な不安を与えるリスクも存在する。

・金融政策の「正常化」においては当座預金の吸収も重要な課題である。FRBNY は、昨年 1 月時点で保有債券の再投資を停止した場合に当座預金残高がどのように減少するかの見通しを示した。その後も再投資は継続しているために、当座預金残高の減少パターンはさらに約 1 年程度後ズレする。いずれにせよ、FRB は巨額の当座預

金が残存する下で利上げを行うことになる。しかも、当座預金がたくさんあっても、山崎さんも示唆されたように、金融規制の強化によってお金の動きが「ぎくしゃく」している。例えば、銀行は月末のリスクアセットを抑制するため無担保調達を回避する結果、FF レートが毎月末に急落するパターンが明確になっている。その反動として、特に四半期末にはレポ金利が急上昇しやすい。

大島氏:

・私は銀行で市場部門をみている立場から、米国に関してコメントしたい。加藤さんが指摘した FOMC の予想と市場の見方の関係であるが、約 2 年前は、dot chart の中央値と FF 先物による推計値は概ね一致していた。2013 年の 5~6 月に Bernanke 議長による tapering の示唆があり、市場の見方がそれに向けて収斂していた訳である。しかし、その後は両者の相当な乖離が継続し、「中立金利」については、米国の潜在成長率やグローバル経済の変化の下で、FOMC メンバーの予想する 3.5% が現実的かという疑問が市場から示されている。こうした乖離が市場の不安定性の原因になっており、今後の利上げを展望する上で乖離がどのように埋まるかが重要な要素となる。Dot chart は、導入当初は forward guidance の手段としてよく機能したが、足許では副作用も大きいように感じる。

・金利の方向に影響を与える要素としては、金融政策自体だけでなく、各国の fundamentals の乖離や経済政策の divergence、あるいは資源価格や金融規制の動向などもある。ただ、これらは必ずしも一方に偏っている訳ではない。同時に、グローバルな労働生産性の低下や地政学リスク、欧州の金融経済に関する構造問題、中国経済の動向など、これまで良く理解されていなかった要素の影響が強まっている。この間、米国経済にも、住宅市場や自動車販売のように非常に好調な部分があるほか、インフレ率も少し加速しているように見えるが、潜在成長率の改善には繋がっていない。

・中央銀行が長期金利を抑制する政策を続ける中で、銀行の net interest margin は日米ともに趨勢的に低下している。日本の場合は「マイナス金利」という劇薬も導入されている。低金利環境の下で、米国の銀行では一各銀行の増加ペースは異なるが一Mortgage 債への「満期保有勘定」での投資が増えているが、「その他有価証券勘定」での有価証券投資はさほど増えていない。後者は含み損益が自己資本に影響を与えるので、市場のボラティリティーが高い中で、銀行は中長期的に利ざやを確保する運用を指向しているものと推察される。この間、貸出増加のモメンタムは決して強くない。借入れ需要は相応に高いだけに、この点でも銀行は金融規制の強化によるバランスシートの制約に悩まされている。

・日米欧だけでなく G10 諸国まで含む各中央銀行が緩和的な政策運営を続ける結果、流動性は増加しているにも関わらず、通貨供給量の増加は抑制的であり、結果として通貨の流通速度は低下を続けている。このような「お金の回り方」では経済成長率の引上げにはつながりにくい。より広い視点から見れば、リーマン・ショック以前から金融資産の膨張が続き、実体経済との乖離が目立つようになって

いる。乖離がどう埋まるか、それまでに金融資産が実体経済を不安定化しないかがポイントである。

・みずほ総研の高田さんが作成された、主要国の国債利回りのマップをみると、マイナス利回りの領域が次第に拡大している。日本国債は真ん中付近に位置していたが、現在ではスイスに続く 2 番目に低い金利水準にある。これに対し、米国債は高格付かつ高利回りという魅力を有する。より金利の高い国々の fundamentals にはいずれも不安があるだけに、世界の資金が米国に向かう動きが継続しやすい。米国当局からみれば、fundamentals との関係から見て、これ以上金利が低下すると excess を生むリスクがある一方、これ以上金利が上昇すると、ドル高ないし海外市場の不安定化を招きかねないという意味で微妙なバランスの上にある。

井上:

・米国のリードコメントをお願いした以外の方からも、コメントをいただきたい。

高田氏:

・FOMC による利上げペースの予想と市場の見方との乖離が重要なポイントである。その理由について、私は、世界が過去の経験則では捉えきれないものへ変質したことによるのではないかと思う。Yellen 議長も含めて政策当局者が自らが生きた 1970 年代以降に経験した利上げ局面では、総じて 4%ポイント程度の政策金利上げが行われた。現在の dot chart の「中立金利」が丁度そうした姿を示していることをみると、FOMC メンバーの多くが過去の経験則に沿った利上げを想定していると推察される。しかし、私の「水没マップ」が示す世界の主要国の国債金利は、歴史が始まって以来の低水準にある。米国債だけが高格付かつプラスの利回りとして、いわば「水没難民が大挙して押し寄せる浮輪」となっている。従って、米国が金利を上げればドル高がどこまで進むか見通しにくい。このように異例の状況であるのに、従来と同じ発想で利上げを進めるというのは、少なくとも今日の金融経済の実情と乖離した対応である。

・もう一つ気になるのは、Yellen 議長を含む FRB の主流派が、現在の利上げを「正常化」と位置づけることである。これは、日本の 2000 年のゼロ金利解除の際と似ており、要するに、「利上げをしても引締めでなく、金融環境はなお緩和的である」という説明である。私はこれを「Yellen 議長の速水総裁化現象」と言っており、中央銀行のロジックとして良く分かるが、果たして本当に利上げを行う理由があるのか不明確な面が残る。昨年 12 月の FRB による利上げの際にも、ISM 指数は 50 を下回り、インフレ加速の懸念も乏しかった。本来、利上げは「(景気や物価の)火を消しに行く」ためのものであるが、米国の火を消したら世界から火が消滅することを認識していたのか。この点も従来とは異なる発想が必要であったと思う。

江川氏:

・米国の金融政策は、基本的に、米国経済あるいは米ドルが流通している経済圏のために運営するということだと思う。米ドルは基軸通貨なので、米国債は米国以外の投資家にも広く保有されている。そ

うした中で、FRB だけが利上げし、ECB や日銀が金融緩和を強化すれば、米国に向かう資本フローが集中することが懸念される。しかし、少なくとも日本の投資家は、そう簡単に米国債への投資を増やすこともできない。なぜなら、ドル・円のベースコストは高止まっております。為替ヘッジのコストを勘案すると金利差が取れないからである。ベースコストは短期金利の差によって決まるはずだが、昨今の高止まりは、金融規制の強化に伴ってインターバンク与信が制約を受けていることによる面も大きい。しかも、米国の金利に先高感が生じた場合には、キャピタルロスリスクからも米国債投資には慎重にならざるを得ない。このように、米ドルペッグでない日本円を使用する日本の投資家にとって、米国債を含む米ドル資産を保有することはそう容易ではない局面にある。

2. アンケートと自由討議(米国関連)

井上:

・会場の皆様からアンケートを取りたい。第一問は2016年中のFRBによる利上げ回数である。ご回答結果を集計すると、概ね半数が「2回」と回答され、約 1/3 ぐらいの方が「1回」とされた。続いて「0回」が 15%程度で、「3回以上」はわずか 2%となった。第二問は、利上げをする場合の合理的な理由である。選択肢の 1 と 2 は、雇用と物価という dual mandate の構成要素である。3 は、Fischer 副議長が強調するように、低金利の継続による金融面の excess の防止である。4 はその他の要素を拾うために設定した。これもご回答結果を集計すると、インフレが 43%と最多であるが、1/3 程度と意外に多かったのは金融面の excess の防止である。雇用は意外に少なく 13%程度である。

加藤氏:

・FRB にとって難しいのは「正常化」というロジックを前面に出して利上げする訳にいかない点である。つまり、FRB が最初に QE を実施し、ドル安もあって米国経済が先に立ち直ったことを受け、その後日本とユーロ圏が QE を実施したことによるユーロと円の下落も、FRB はある意味で許容していた。もっとも、新興国が回復しない中で、ドル高による米国経済への影響が心配になり、FRB も思ったように利上げできない。今回の G20 財務相・中央銀行総裁会議のコミュニケに金融政策への過度な依存に対する牽制が盛り込まれたのも、ユーロ圏と日本が金融緩和を進めると米国が困る状況を反映しており、利害が対立する中で国際協調も難しい。

・当座預金の「正常化」には 2023 年といった長期を要するし、その間には景気循環が生ずることを考えると、巨額の当座預金が存在する下で金融政策を運営することが「new normal」であるとの見方もあろう。それでも、過剰な流動性が長期に亘って残存するとの理解が広まると、市場では過度な risk take が広まる恐れもある。こうした中で、FRB が利上げをどう正当化するかは、非常に悩ましい。

大島氏:

・私は、3 月 FOMC は現状維持だと思うが、質問 1 には「2回」と回答した。FRB は、国際金融市場の不安定化に対するトリガーを引か

ないよう細心の注意を払うが、市場が落ち着き、世界経済に回復パスが見えてくれば、米国の fundamentals に沿って利上げを行うであろう。つまり FOMC メンバーの今のシナリオという意味での「2回」であって、今後の展開次第で結果的に「0回」もありうる。

・FRB が、巨額の当座預金が残存する下で、インフレ率が実際に 2%を超えるまで待てるか不確実性も残る。流動性を残しつつ金利を先に引き上げる FRB の「正常化戦略」は、金融市場の安定性の維持を重視していることの現れなので、利上げが進んだ局面では、国際金融市場の状況や米国の fundamentals を踏まえ、FRB も「正常化戦略」の運営について市場との対話を深める可能性もある。

高田氏:

・私は 2016 年の利上げを「0回」と回答したが、多数の方が回答された「2回」も可能性としてある。FRB にとって、利上げが 1 回しかできないのは「shame」であり、「ダルマ」と同じく両目が開いてようやく良かったと言える。1 回だけだと、悪い結果を招来した場合に、「利上げしない方が良かった」との批判を受けやすい。また、米国の景気拡大も永続する訳ではないので、FRB にも次の景気後退に「のりしろ」を備えたい気持ちは強い。つまり、少しでも状況が良くなった局面を捉えて利上げしないと、次の景気後退で「マイナス金利」に依存せざるを得なくなる恐怖感も意識されている。しかし、このような理由で利上げすること自体が、市場には大きなリスクである。

江川氏:

・私も利上げ回数は「2回」と予想した。その理由は、市場に「risk off」のムードが残り、新興国の問題が懸念されるだけに、FRB が淡々と利上げを進めることは難しいとの判断による。

・日本では銀行貸出の金利が非常に低く、貸出金利ざやが圧迫されることの原因を金融緩和に求める向きが少なくない。米国にも同様な議論があるが、収益の絶対値は日本と全く異なる。net interest margin も日本はゼロないしマイナスだが、米国の銀行は 300bp 以上ある。貸出金利の絶対値も、日本では新規貸出は 1% を切るが、米国では 3% 超で貸している。金融環境にはそれほど変わりがないのに、銀行行動が違うのはなぜかが気になる。

3. リードコメントとリジョインダー(ユーロ圏関連)

井上<モデレーター>:

・ユーロ圏に関する議論に移りたい。

高田氏:

・ユーロ圏や北欧諸国も低インフレに悩まされていることがマイナス金利政策導入の背景である。もっとも、ユーロ圏の経済成長率は 1% 代前半と見込まれ、決して悪くない。日本ほど低成長でもデフレでもないのに、政策当局が懸念を持っているのは構造問題であって、本質の構造を一言で言えばユーロ内の「不均衡是正」である。つまり、統一通貨の下では、例えばドイツとギリシャの間では競争力に大きな差が生ずる。日本国内でも、東京と地方で差が生ずるところ、国債と地方債の利回格差が小さいのは、地方交付税などで財政面

の平衡措置が採られているからである。ユーロ圏には財政移転の措置がないにもかかわらず、対外バランス是正のために経常収支の赤字国に極端な財政緊縮を求めた。この結果、ユーロ圏政策による競争力の改善もあって、「PIIGS 諸国」の経常収支は黒字化した。

・「水没マップ」によれば、「PIIGS 諸国」の国債利回りはドイツなどに比べて高いが、数年前からは顕著に低下した。つまり、欧州債務危機の「正常化」が進んだが、強力な財政引締めを通じて実現しただけに、内需にストレスがかかり失業率も高まった。ECB はマイナス金利等を通じたユーロ圏による外需で補おうとしたと理解できる。ユーロ圏の経常黒字は、今日、地域別で世界最大である。1970 年代以降、経常黒字の大きい国は、かつての日本やリーマン・ショック後の中国を含め、世界経済の牽引車としての役割を担わされた。しかし、今回、ユーロ圏がむしろ財政緊縮とマイナス金利を通じたユーロ圏による近隣窮乏化を進めることは、「ブラックホール」的に世界経済の足を引っ張り、デフレ圧力をもたらす。

・2007～08 年の世界的な金融危機の後、米国の家計はバランスシート調整を進めた。これに対し、欧州の銀行の預貸率は、ドイツだけが 100 を下回るが、総じて高水準なままである。この点では、日本の 1990 年代の金融危機と同様な問題を抱える。加えて、欧州諸国の不良債権も総じて高水準であるだけでなく、依然として上昇し続ける国もある。本来ならば当然に金融・財政のポリシーミックスが講じられるところ、財政は実質的に封印され、マイナス金利を伴う極端な金融緩和とユーロ圏政策で対処する「いびつな」状況である。金融緩和の下でもインフレ率は低位に止まるが、住宅価格には影響も始まっており、ECB にはこの辺りをどう考えるかという課題もある。

江川氏:

・ECB は、2014 年 10 月に ABS とカバードボンドの買入れを決定し、カバードボンドは直ちに、ABS は 2014 年 11 月から各々買入れを開始した。ABS の買入れを早期に開始した背景には、銀行の中小企業向け与信を促進する狙いがあった。ただ、ABS の買入れは既に 1 年 4 ヶ月も続けているが、本年 2 月末の累計買入れ額は 186 億ユーロ(約 2.4 兆円)に過ぎない。ユーロ建ての ABS の発行残高(約 1.2 兆ユーロ)の 1.5%、あるいは ECB の総資産の約 0.6%という微々たる金額である。

・その理由には買入れ方法が関係している。つまり、ECB のガイドラインによれば、原則として最優先トランシェだけを買入れ、メザニンは保証付に限って買入れるとしている。ECB の買入れ対象になるシニアトランシェは、100 の貸付債権に対して上から 80 といった位置づけで、貸倒損失が生じても満額償還される安全性の高い資産である。特に多数分散型の貸付債権の証券化商品の場合、格付会社もシニアトランシェに「AAA」ないしソブリン格付より高い格付を付与する。反対に劣後トランシェには貸付債権の信用リスクがいわば「濃縮」される。従って、ECB がシニアトランシェを買い入れても、劣後トランシェは銀行に残り、これを別な投資家に販売することは實際上難しい。従って、ECB による ABS 買入れは、銀行の資金調達を円滑化

するとしても、自己資本の制約などによる銀行の「貸し渋り」を緩和する効果は期待できない。この問題を緩和する上では、例えば EIB が 2014 年 3 月から開始した ABS に伴う信用リスクの引受のように、第三者のサポートが必要になる。

・イタリアでは不良債権問題が深刻化し、年末から年始にかけて銀行 4 行の破綻処理がなされた。その際、欧州委員会は、預金保険基金から破綻先への資金拠出計画が民間企業に対する競争制限的な政府支援に該当すると判断した。このため、イタリア政府は、苦肉の策として破綻先銀行の保有する貸付債権を証券化し、それを財務省が保証するスキームを採用した。イタリアでは、このように証券化を活用した不良債権処理が始まっている。

・カバードボンドの累計買入れ実績は、同じく 2 月末時点で 1,583 億ユーロであり、ABS より多いが国債に比べて小額である。カバードボンドは、金融機関が発行する特殊な債券であり、優先・劣後構造もなく ABS のシニアトランシェと同じ性格を有するので、ECB による買入れも、銀行の資金調達は円滑化できるが、信用リスクの削減や資本制約の緩和にならない点で ABS 買入れと同じである。

4. アンケートと自由討議(ユーロ圏関連)

井上:

・会場の皆様からアンケートを取りたい。第三問は、ECB による先般の追加緩和に期待される効果である。決定事項は多岐に亘ったが、マイナス金利の強化と資産買入れの強化を念頭においていただきたい。ご回答結果を集計すると、「効果は期待できない」という厳しい見方が約 4 割もある一方で、「市場だけに効果がある」との見方が概ね同数であった。つまり、「fundamentals への効果」に期待するご回答は約 1/4 に止まった。第四問は、ユーロ圏のポリシーミックスに関して、今後注力すべき政策手段を伺う。選択肢は、財政、金融、金融システムとその他の四つであるが、ご回答結果を集計すると「財政政策」が 6 割と多数を占め、続いて「金融システム安定策」、「その他」が 1 割強で、「金融政策」は 1%に止まった。

大島氏:

・欧州主要国の銀行のうち、イタリア、スペイン、フランスでは預貸率が 100%を超えている。その意味で、ECB の金融緩和によって資金調達コストが低下することは相応の意味を持つ。実際、イタリアの銀行は貸出姿勢を明確に緩和方向へシフトさせている。この間、主要国の銀行貸出に対する需要も、イタリアやスペインも含めて回復しつつある。

・ECB による先般の追加緩和は「フルセット」であったが、私は 2 つのポイントが重要であると思う。まず、Draghi 総裁がこれ以上のマイナス金利の拡大に慎重な発言を行った点である。市場では失言との理解があったが、Draghi 総裁の発言は、日銀のような tiering のスキームを(結果的に実現しなかつたが)検討したことを示唆するコメントとともに、銀行ないし金融システムに対する配慮を伝える効果があった。TLTRO II も、ユーロ圏の金融市場の分断が残る下で、金

融システムへの不安を和らげ、銀行の信用創造をサポートすると期待できる。間接金融のウエイトが圧倒的に高いユーロ圏では、ECB も政策効果の波及において銀行の活用が重要であって、マイナス金利一本槍にならなかったことは良かった。

加藤氏:

・ECB の大胆な緩和にも拘わらず、市場は、Draghi 総裁の「マイナス金利打止め発言」にネガティブに反応し、その後は内容の再評価を進めている。ただ、ユーロの対ドルレートが減価しないことをみると、1 月の日銀によるマイナス金利導入と合わせ、市場は中央銀行のミラクルパワーへの信託を喪失している。欧州の報道を見ても、ECB による資産買入れに関して、効果は乏しいが弊害があるとの議論が目立つ。ECB は今回の追加緩和の取りまとめに努力したであろうし、大島さんが指摘された効果はあるが、インフレ期待の本格的な反転といった目覚ましい政策効果への期待はみられない。

・欧州では、マイナス金利は量的緩和よりも先に導入すべきであったとの指摘も目立つ。ECB に対する資産売却のインセンティブを損なうだけでなく、銀行の保有する超過準備に対するマイナス金利の負担が大きいためである。また、ユーロ圏で中央銀行に当座預金口座を有する金融機関数は 6,000 に達し、各国でビジネスモデルが区々であるだけでなく、資金の偏りも大きいので、幅広い金融機関に公平感が共有されるような tiering の導入は難しいとされる。

・さらに欧州では、2%のインフレ目標の妥当性自体に関する議論もみられる。一般大衆は、それまで高止まっていたインフレ率を 2%まで減速させるとか、デフレから脱却することの意義には理解を示す。しかし、0~1%程度で推移しているインフレ率を 2%に加速するために、あらゆる金融緩和を動員することに対しては、例えば、住宅バブルに悩むスウェーデンで大きな論争になっている。ドイツやフランスでも、強力な金融緩和の長期的な帰結について不安が示されるようになった。適切なポリシーミックスはこうした点からも感心を集めている。

井上:

・フロアーからご質問をいただきたい。

A 氏:

・加藤さんの資料に短期金利の推移が示されているが、FF レートと GC レポレート、tri-party レポレートの関係をどう理解すれば良いか。FRB は、12 月の利上げを踏まえて FF レートを 0.5%近辺に誘導したいのに、実際は 0.4%を割る動きとなっているのはなぜか。

加藤氏:

・2014 年まで 3 種の金利に差はあまりなかったが、2015 年から徐々に乖離し、特に GC レポレートと tri-party レポレートの開きが大きくなった。GC レポは主として証券会社間の資金取引に使用され、tri-party レポは MMF など機関投資家と証券会社との間の資金取引に使われる実情を踏まえると、レートの乖離は参加者の信用度の差を反映しているように見える。つまり、tri-party レポの場合は、投資

家が信用力の高い証券会社に対する資金運用を指向する結果としてレートが抑制されるが、GC レポの場合は小規模な証券会社が担保に依存した資金調達を行うケースが含まれ、そうしたケースではレートが高くなりやすい。

・本来、無担保の FF レートが国債担保のレポレートより低くなるのはおかしいが、Freddie Mac や Fannie Mae のように FRB の当座預金における付利対象外のプレーヤーが常に強い資金運用ニーズを有しており、外国銀行が FF 市場でこれを調達して FRB の当座預金に預けると利鞘が取れることもあって、FF レートはなかなか上昇しにくい。このように FF レートの誘導においても、FRB は市場参加者の多様性による困難さに直面している、それでも FRBNY にとっては、利上げ後の市場金利の誘導可能性について事前に相当心配していただけに、現状程度のコントロールができれば及第点と考えているようだ。

井上: 他に質問がないようであれば、先に時間の関係で割愛した高田さんと江川さんのリジョインダーでセッションを終了したい。

高田氏:

・ECB は 1 月の政策理事会の際に「緩和予告」を行っただけに、今般の追加緩和を実施せざるを得なかった。しかも、昨年 12 月には「予告緩和」が市場から期待外れと評価されたこともあって、今回は「フルセット」の緩和を行わざるを得なかった面もある。ただ、今回は G20 財務相・中央銀行総裁会議の直後だったので制約もあったことが、先に議論になった Draghi 総裁の発言に繋がったように感じる。加えて、加藤さんが指摘したように、このところ欧州メディアや BIS から金融政策の限界論が頻りに発信されていることも考えると、マイナス金利は、日本も含めて世界的に「第 1 ラウンド終了」で、もう一段のマイナス拡大はやりにくくなっているように思う。同時に、先に述べた世界の国債金利の「水没」という異常な状況に、日米欧がどう対処するかが問われている。

江川氏:

・金融仲介が銀行を中心に行われている点でユーロ圏と日本は共通しているので、今回の ECB の政策決定とその後の効果や影響は、日本にとって大いに参考になるように思う。
