

矢継ぎ早の金融緩和に走ったFed

三菱UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



本稿執筆時点において、米国でも新型コロナウイルス（COVID-19）の感染が急激に拡大しており、国家非常事態が宣言されて、集会、人々の外出、渡航が制限される事態になっており、強烈的な経済の落ち込みが見込まれている。この後、時間の経過とともに、COVID-19の感染は何らかの収束をみるのか、それとも、人的接触を避ける以外に有効な対応がなく、経済活動が極度に落ち込む状態が続くのか判断の持ちようがない。フランク ナイトは経験、データから「測定可能な不確実性」をリスクとし、「測定不可能な不

確実性」を不確実性（Uncertainty）と定義した。目下は、まさにナイトの不確実性の中にいる。いかなる経済見通しも信頼を得られない状態である。以下、その状況下で、パウエルFRB議長のもとで矢継ぎ早に金融緩和がなされたことをみておきたい。

1. GFC（リーマンショック）より厳しいという覚悟

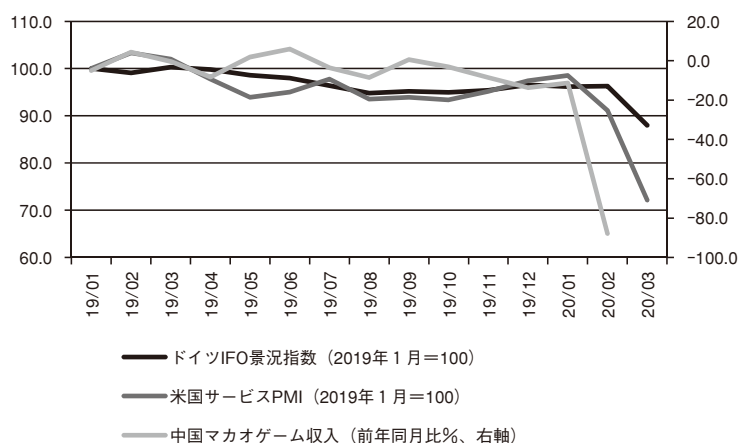
(1) COVID-19ショックの厳しさ

COVID-19感染拡大の短時間での制圧は難しいとされ、その経済的悪影響は、2008年のグローバル金融危機（GFC）より厳しい事態と言う認識がなされている。GFCで、外出制限、渡航制限、学校休校、集会のとりやめということはなかった。そうした人的接触の制限をいつまで続ければよいのかの先が見えない。また、あとからみてのことではあるが、GFCは、流動性を供給し、資本を喪失

〈目 次〉

1. GFC（リーマンショック）より厳しいという覚悟
2. 政策の総動員
3. 金融政策は一気にMP3へ
4. ヘリコプターマネー
5. 金融秩序の変容

(図表1) 自由落下の経済指標



(出所) 独Ifo研究所、Markit/Bloomberg、澳門特別行政区政府

した金融機関へ対応をとれば、事態の悪化を食い止められた。さらに、当時は経済を押し上げる財政金融政策の発動余地、政策空間があった。今回は、対応期間内のGDPを半減させるような経済活動の制限が要るとされるほどの事態で、米国の経済識者たちは、大恐慌と比較するようになっている。

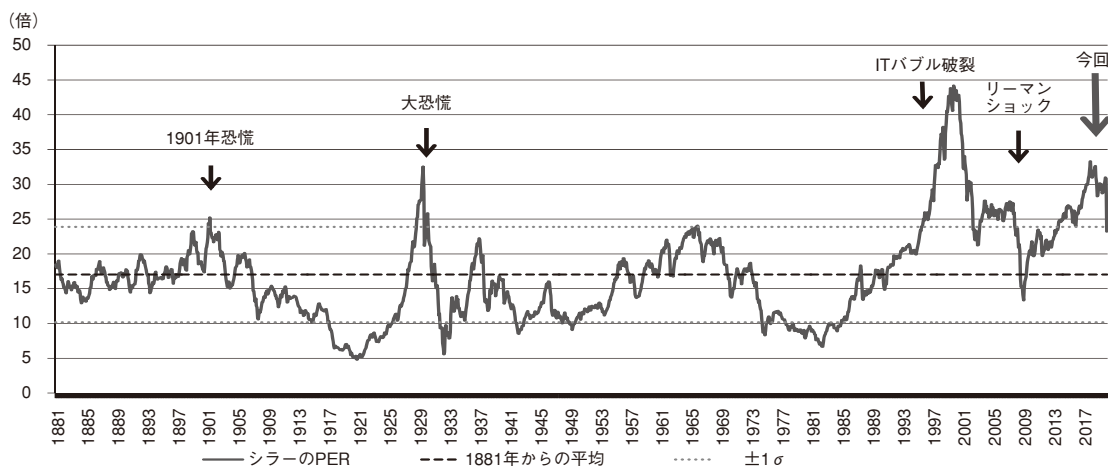
(2) 自由落下状態の経済指標の動き

米国の経済指標は2月分までは、強めの数字も出ている。2月の非農業部門雇用増加数は27.3万人という強過ぎるほどの増加であった。米国の経済状態をひとつの数字でとらえる全米経済活動指数(CFNAI)も、2月は0.16で、経済状態は過熱も冷え過ぎもないと判定される ± 0.7 の範囲内にいる。しかし、中国の2月の数字は、自由落下といえる落ち込みのものがある。3月分になると、ドイツ

のZEW指数が自由落下といえる落ち込みになった。さらに、米国においても、株価の急落をみる中、新規失業保険申請件数が不連続に増加した。サービスPMIは、3月39.1まで急低下した。米国のCOVID-19の感染確認者数の増加は、武漢、イタリアなみの勢いになっている。感染の拡大からみると、米国の数字も自由落下の形状を持つ低下が起きよう(図表1)。

通常の景気後退でも、雇用に手がつけられ始めると、人々は自分も職を失う危惧を持つために大きな買い物を控えるなどして、経済活動を落ち込ませて行く。今回は、経済活動そのものが制限されてしまうので、毎日の収入を失う業種では、一気に雇用が失われる事態になりかねない。景気拡大が続いて、雇用が増え、それが消費需要を喚起し、その消費需要が次の雇用をうみだすサイクルが、逆回

(図表2) 起こるべくして起きたバブルの収縮



(出所) イェール大シラー教授のHPのデータにより、筆者作成

転し始めることになる。

(3) 米国経済の三重苦

COVID-19の感染制圧のために、人的接触を避ける経済活動の制限しか有効策がないだけではなく、他にふたつのストレスがかかっている。すなわち、バブルの収縮と、OPECプラスの減産が決裂したことによる原油価格の急落である。

バブルの収縮というのは、かつてのバブル収縮を事前に見てきた指標であるシラーのPERが、危険ラインに達していて、今回もこれまで通りに破裂といえる落ち込みを示したからである。シラーのPERが1881年の平均から標準偏差分（1σ）を超えた場合、バブル破裂といえる大きな調整が起きていた。今回も、結局、その例外とはならなかった（図表2）。

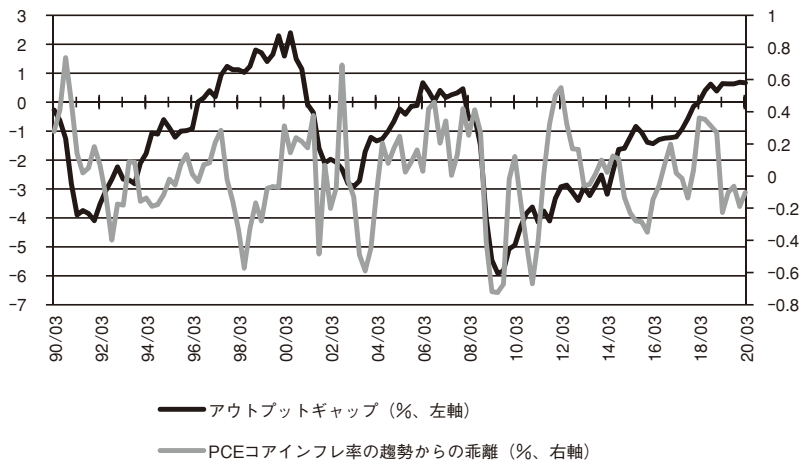
こうした調整が起きる源であるが、レバレッジドローン価格の急落など企業債務が過多であることに関心が向けられている。大きな債務調整があると、経済成長率が低下することは、米国自身も含めて多くの国で経験したことである。この後、自然利子率の低下の問題が迫ってくることになりかねない。

また、シェール革命を経て米国は大産油国となったが、その分、原油価格の低下が米国経済にとってダメージとなる。

(4) 物価安定の喪失、デフレに陥る危険も

COVID-19感染拡大への対応による需要ショックに、バブル収縮に、原油価格の下落が加わって、物価の安定が損なわれる厄介に直面しかねない。仮需の発生や、内外での生産活動の停止など供給の途絶で、日本におけ

(図表3) アウトプットギャップの拡大はデフレ圧力に



(出所) 米商務省、議会予算局 (CBO) のデータにより、筆者作成

るマスクのように、一部の品目では、価格が上がるかも知れない。しかし、マクロで見れば、原油価格低下と労働需給の緩み、先行きの不安からの需要減で、インフレ面では低下圧力がかかることが想定される (図表3)。COVID-19感染拡大前の2020年1月で、指標となるPCEコア指数の前年同月比は1.6%であった。これは2%を対称的な目標とする際の下限とされていたが、物価安定は確保されているという判断であった。

米国経済がデフレに近づく危惧も排除できない。もとより、雇用の最大化の任務は達成されていないという状況になるであろう。その物価安定が確保されていない事態となると、金融政策の対応が迫られる。

2. 政策の総動員

COVID-19の感染拡大の事態の深刻さが認知されるとともに、米国でも政策が動き出した。その取り組みであるが、あたかも軍事作戦で、陸海空軍、海兵隊がそれぞれの役割を担って、さらに社会、国民を総動員して総力戦に臨むように、政策が動いている。3月15日の利下げ後のパウエル議長の記者会見では、まず、医療保健面の政策、次に財政政策、金融政策を言っている。

医療保健面では、CDC (Centers for Disease Control and Prevention) から様々な対応が打ち出されている。地域レベルで外出規制がなされている。また、国境管理、ビザの発給停止、渡航制限などがなされている。さらに国防生産法が発動されて、肺炎治療に

欠かせない人工呼吸器やマスクの確保をはかろうとしている。財政面では、議会審議が難航しているが、2兆ドル規模の対策を決定している。そして、金融政策では、流動性の確保と、経済活動を支えるためとして、できることを全てやるという“Whatever It Takes”アプローチで矢継ぎ早の対応がとられている。

■ 3. 金融政策は一気にMP 3へ

(1) 3日の方針転換、3月3日の緊急利下げへ

2月25日にクラリダFRB副議長の講演が示した判断は、感染拡大は不確実性と位置づけ、米国経済は良好であるとして、金融政策は据え置きの方針を維持するものであった。ところが、その3日後に、パウエルFRB議長が声明を出し、経済は強いが、コロナウイルスが経済活動に影響するリスクが高まっているとして、「適切に行動する（We will use our tools and act as appropriate to support the economy.）」と言った。この適切に行動するというのは、2019年に3回の利下げを行ったFOMCの前のFOMC声明で言っていたことである。すなわち、事実上の利下げの告知であった。3日で判断が変わったことになる。

3月3日には、G7財務大臣・中央銀行総裁の声明で、「全ての適切な政策手段を用いるとの我々のコミットメントを再確認する」

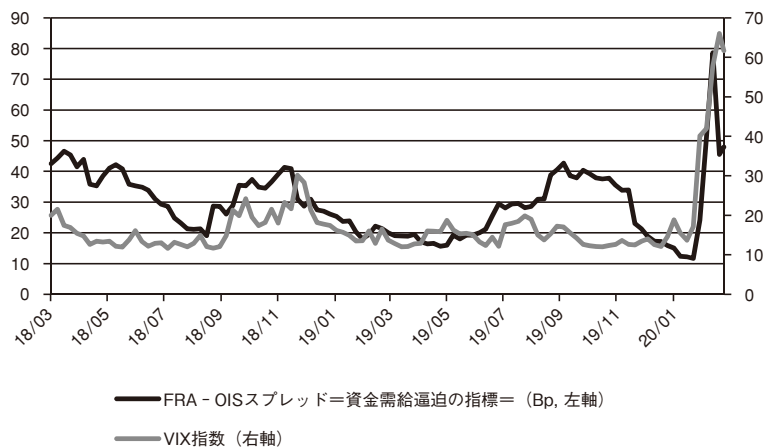
が言われた。そして、その3月3日に、FOMCは、0.5%の利下げを決定した。FF金利の誘導目標は1.00～1.25%となった。その短い声明でも、「適切に行動する」が含まれていたため、3月18日に政策決定が予定されている定例のFOMCでも追加利下げがなされる期待形成がなされた。

(2) MP 2全弾撃ち尽くし

その後、感染拡大で債務の返済、利払いに支障が生じる債務者への配慮策を打ち出した。3月12日に、資金需給の引き締まりが続く中、ニューヨーク連銀が、資金供給を増やす声明を出した（図表4）。

そして、3月15日、米国東部時間では日曜日の午後5時に、1.0%幅の緊急利下げを決めた。FF金利は0.0～0.25%となり、事実上のゼロ金利政策を再開した。さらに、数か月以内に最低でも国債を5,000億ドル、MBSを2,000億ドル、併せて7,000億ドルを購入する資産購入も発表した。国債市場の機能確保という位置づけで、かつての量的緩和とは異なるが、経済効果は同じところがあるだろう。さらに、そのFOMC声明では、「経済が、このイベントを克服して雇用最大化と物価安定のゴール達成の軌道に戻る確信が持てるまでこの金利を続ける（The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability

(図表 4) 資金需給の逼迫と市場の動揺



(出所) Bloombergデータにより、筆者作成

goals.)」と言っているのです。フォワードガイダンスによる緩和も発動したことになる。

また、同じタイミングで、6つの中銀が声明を出し、中銀スワップによるドル供給を表明した。米国経済の悪化の危惧もあるが、世界的にドル資金調達を急ぐ動きが深刻であることを再確認する措置であった。

この3月15日の決定は、3月17-18日に予定されていた定例のFOMCに代わるものとされたが、その3月18日に予定されていたFOMC参加者の経済見通しが見送られることが、議長会見で表明された。まさに、ナイトの不確実性の世界に入ったということである。

また、国債購入の理由としては、実際、流動性の小さい銘柄で価格が大きく動くことに対応が要るし、また、それでも指標となる債券利回りの水準は低いので、それを押し下げ

て金融緩和を言うのが難しいという事情がある。しかし、市場を介する建付けを維持しながらも、財政拡張で必要となる国債発行を、Fedが消化する支援となることが、暗黙の狙いに見える動きである。

政策金利を動かす古典的な金融政策をMP 1 (MP: Monetary Policy)、QEとフォワードガイダンスといった既に発動した非通常型金融政策をMP 2 と言い、発動したことの無い政策手段の投入をMP 3 と分けるが、この3月15日で、MP 2 は使い果たしたことになる。2月28日の議長声明からわずか2週間である。バーナンキFRB議長が、資産購入の削減を示唆したTaper Tantrumの2013年5月を起点として、利上げを終えたのが、2018年12月である。正常化には5年半を要した。2019年7月の利下げ開始を起点としても1年に満たない時間、また、2月28日のパウエル

議長声明を起点にすれば、わずか2週間ほどで、金融政策の正常化の積み上げを使いきってしまったことになる。

(3) アルファベットスープ

その後、3月17日のCPを買い取るCPFF (Commercial Paper Funding Facility)、プライマリーディーラーに資金を供給するPDCF (Primary Dealer Credit Facility) を嚆矢に、18日には、2008年から2010年に用いられたAMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) をもとにするもので、MMFへの資金供給するMMLF (Money Market Liquidity Facility) の設置を表明した。英頭文字の資金供給策が並ぶことから、アルファベットスープと言われたGFC時代の流動性供給が再開されたことになる。

(4) MP3へ

3月19日、20日もドル流動性供給策の拡充がはかられた。この3月19日に、異例の動きがあった。すなわち、バーナンキ元FRB議長とイエレン前FRB議長が連名で、FT紙に投稿した。COVID-19ショックの行方は見えないが、その収束をみるまでに、企業倒産、実務経験のある労働者の解雇、離職を防がないと、企業活動が戻らず、回復の妨げになるという論法で、債務者への資金供給を求めた。その中で、ボストン連銀のローゼングレン総裁が3月6日に言及したFedの資産購入の社

債への対象拡充を言っていた。これは、暗黙に株価の低下を食い止めることも、景気後退の到来を防ぐことはできないことを認知して、防衛ラインを次の困難への対処に切り替えたところがあろう。

それを経て、3月22日、またも日曜日であるが、FRBも含めて米国の6つの金融規制監督機関が、連名で、返済に窮する債務の金融機関の扱いを柔軟にすることを許容することを声明した。

さらに、3月23日、Fedの歴史に残る追加緩和がなされた。7,000億ドルの証券購入に動いたのは、15日であるが、わずか1週間で、その購入を無制限とする拡張を表明した。また、ニューヨーク連銀の公開市場操作のデスクに、レポを発動する際の金利をゼロにすることを求めている。FF金利の誘導目標は0.0~0.25%の下限への誘導を意識させるもので、わずかだが、追加利下げの効果がある。

さらに、TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) を再設置してABS市場を支援する。また、PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility)、SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility) を設置して、社債の発行、流通を支援する。GFCのとき、Fedは、国債とエージェンシー債、MBSを買う量的緩和を行った。エージェンシー、MBSを購入したのは、バブル破裂の原資産への対応とされる。今回、企業部門へ資金を流す対応をとったのは、GFCのときの住宅ローン債権への対処同様

に、企業債務過多の問題に対処が要ることの認知と言える。バーナンキ&イエレンの求めたことが、短時間で、現実の政策になっている。

このPMCCF、SMCCFの創設は、今までやったことのない金融政策手段の投入であり、Fedの金融政策はMP3の領域に入ったことになる。

■ 4. ヘリコプターマネー

米国のCOVID-19への対応は、当初のトランプ大統領の楽観が批判されるようになっていくが、秩序だててきている。医療保健政策の決め手は、人々の接触の制限である（第1線）。これは、多大の経済的負担を強いる。そこで、それを和らげる財政対応が要る（第2線）。その財政対応の実行を担保する国債の消化が要る。そこで、Fedが、（市場を介する）国債購入の再開に動き、短時間でその規模を無制限に拡張した。3週間前であれば、全く論外であったであろうが、Fedが市場を介しながらも無制限に国債を買うことで、いわば、無制限に国債を発行でき、財政拡張が図られる道筋ができていくことになる。

今後であるが、Fedが、社債を購入するには、法手当が要る。それが、進められようとしており、社債購入を含めたメガQEに進むことであろう。また、その先として、Fedが、市場を介しながらも国債を買い、小切手を人々に給付する実態上のヘリコプターマネー

政策もとられるであろう。

■ 5. 金融秩序の変容

MMT（現代貨幣理論）は、政策の理論基盤として耐えられない浅薄さがあるが、一目おかれている主張がある。すなわち、国債発行は、民間の預金を増やすので、やがては金利が下がるという論点である。いくら国債が発行されても金利が下がる事例こそ、日本だというのが、MMT論者の言うことである。アベノミクス、黒田緩和の始まるはるか前から国債利回りは下がり続けているので、国債利回りの低下は、日銀の買い取りによるとは言えない。それが、米国でも起きると、米国の国債利回りは、日本よりも高いことを前提にしていた資産配分が変わることになるかも知れない。米銀の収益の圧迫の問題になるかも知れない。保険会社のビジネスモデルの変革を求めるかも知れない。

COVID-19は、強い感染力と強い経済への悪影響（破壊力）を持つ。その収束が見えてこない場合、それは、金融資本市場の秩序も変えてしまうことへのコンテイングエンシー・プランが要ることになるだろう。



（3月27日記）