

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 「ロビンフッド・ショック」を受けて改めて注目される、緩和的な金融政策の副作用

#### 【要旨】

- ◇ 所謂「ロビンフッド・ショック」は経済格差問題等を含め改めて様々な問題を提起しているが、金融政策もその一つである。FRB の非伝統的なものを含む緩和的な金融政策が金融市場等で過度のリスクテイクに繋がっているのではないか（ロビンフッド・ショックの一因でもあったのではないか）等と指摘されている。
- ◇ FRB は過度なリスクテイクにはマクロ・プルーデンス政策（金融規制等）で対処すべきとの立場である。緩和的な金融政策の副作用に関する指摘は同じく非伝統的政策を各種実施した前回（グローバル金融危機後）も多くなされたが、「その後に金融不均衡が蓄積・崩壊して景気回復を阻害するには至らなかった」との認識の下、前回の金融政策運営は概ね妥当だったと一先ず評価されていると捉えられる。
- ◇ しかしながら、前回と今回とでは相違点も幾つか考えられる。例えば、①「金融政策の緩和度合いが前回より増している可能性がある（量的緩和政策による保有残高は前回は上回り、より踏み込んだ信用市場支援策も実施。昨年8月には金融政策運営の新たな枠組みも発表）」、②「今回の発端は公衆衛生危機で従来型の不況構造と異なること等から、緩和的な政策によるリスクテイク促進度合いがより強い可能性がある」、③「マクロ・プルーデンス政策での対処には元々課題（限界）もあるなか、前回に比べて実効性・有効性が幾分低下している可能性もある」、④「前回の局面で金融不均衡の著しい蓄積はなかったとしても、相応に拡大した民間債務は目立った調整を経ずに足元残存しているように見受けられる」等が挙げられる。
- ◇ 即ち、今後も緩和的な金融環境が続いた場合に、今回は前回よりも金融不均衡が蓄積し易かったり（乃至既に蓄積していたり）、その時間軸は別として問題が顕在化し易い可能性がある。金融政策判断への影響有無を含めて、金融市場の動向を引き続き注視する必要がある。なお、仮に現時点で既に金融不均衡が顕著に蓄積しているとすると、金融政策正常化への早期着手は逆に大きなリスクを伴うため、FRB は難しい舵取りを迫られることになるだろう。

## 「ロビンフッド・ショック」を受けて、緩和的な金融政策の副作用が改めて注目される

1 月後半に生じた所謂「ロビンフッド・ショック」<sup>(注 1)</sup> は経済格差問題等を含め改めて様々な問題を提起して注目されているが、金融政策もその一つである。FRB の非伝統的なものを含む緩和的な金融政策<sup>(注 2)</sup> が金融市場等で過度のリスクテイクに繋がっているのではないか（ロビンフッド・ショックの一因でもあったのではないかと）等と指摘されている。

(注 1) 「ロビンフッド・ショック」の概要は以下の通りである。オンライン掲示板の「レディット (Reddit)」の人気ページ「WallStreetBets (WSB)」においてヘッジファンドがショートにしている特定銘柄の株式購入が呼び掛けられた（当初の対象銘柄はゲームストップ（ゲーム販売大手）や AMC エンターテインメント・ホールディングス（映画館チェーン）等）。個人投資家が証券アプリ「ロビンフッド」等を通じてそれらの銘柄を一斉に購入し、株価が急騰した。一部のヘッジファンドはショート・スクイズ（空売りをしていた投資家による損失限定のための買戻し）により巨額の損失計上を余儀なくされ、増資を実施したとも報じられている。こうしたなかでロビンフッドは 1 月 28 日、一部銘柄の取引制限措置を実施したが、これがヘッジファンド寄りの行為であると強い反発を受け、問題は更に複雑化した。「レディット」で当初取り上げられた銘柄の株価は 1 月 27 日前後を一旦のピークとして下落しているが、その背景には、①「取引制限措置が実施された」、②「金融当局が調査を開始した」、③「ショート・ポジションが一定程度解消した」等が考えられる。証券取引委員会 (SEC) や議会は、一連の状況を問題視して現在調査を進めている。

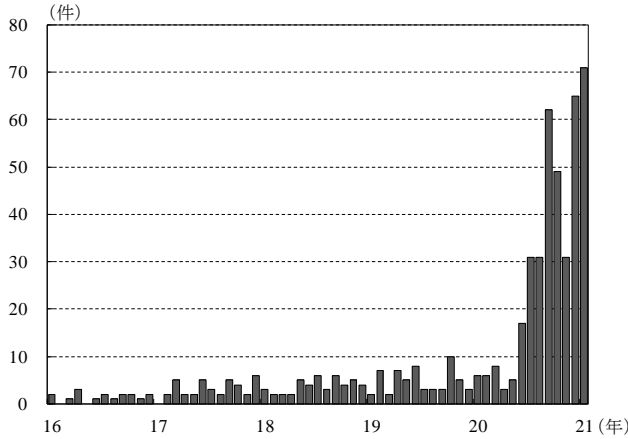
(注 2) 金融政策について、FRB は現在政策金利を事実上のゼロとしている。昨年 12 月に発表された FOMC 参加者の直近の政策金利見通し（中央値）では、見通しが示されている 2023 年末までの期間を通じて事実上のゼロ金利政策維持が予想されている。また、FRB は量的緩和政策も実施しており、米国債を少なくとも月 800 億ドル、不動産担保証券を少なくとも月 400 億ドルのペースで保有残高を増加させている。量的緩和政策は、雇用最大化と物価安定の目標に向けて更なる相当な進展があるまで現行ペースで継続するとしている。

## 「ロビンフッド・ショック」の他にも、緩和的な金融政策が影響している可能性のある金融市場の動きに注目が集まっている

「ロビンフッド・ショック」の他にも、緩和的な金融政策が影響している可能性のある金融市場の動きに注目が集まっている。非常に堅調な株価推移に加えて、例えば、新規株式公開 (IPO) 市場における特別買収目的会社 (SPAC) の上場増加が注目されている。SPAC は自ら事業を営まず買収を目的としたものだが、2020 年半ばより上場件数が顕著に増加しており（次頁第 1 図）、2020 年の IPO 件数全体の半分程度を占めたとされる。

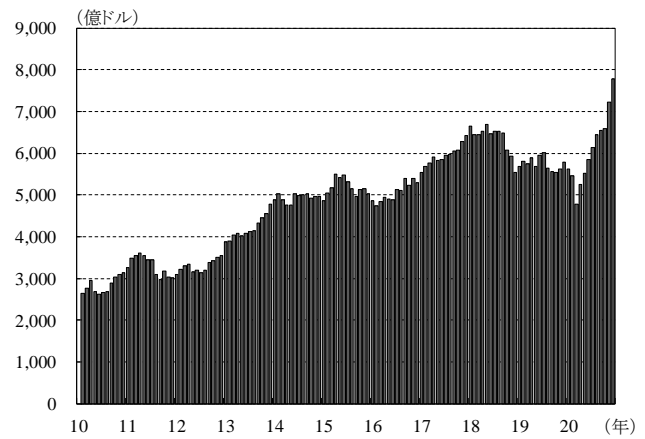
また、証拠金債務残高（信用口座における証券購入のための投資家の借入残高）が増加している点等に注目する向きもある（次頁第 2 図）。

第1図: 特別買収目的会社のIPO件数の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 証拠金債務残高の推移



(資料) 金融取引業規制機構 (FINRA) 統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## FRB は、過度なリスクテイクにはマクロ・プルーデンス政策で対処すべきとの立場である

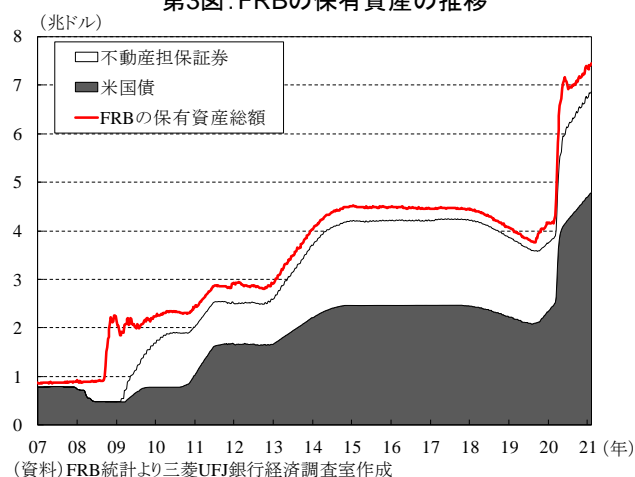
FRB は、緩和的な金融政策の副作用として生じ得る過度なリスクテイクには、マクロ・プルーデンス政策（金融規制等）で対処すべきとの立場である<sup>(注 3)</sup>。緩和的な金融政策の副作用に関する指摘は同じく非伝統的政策を各種実施した前回（2008・09 年のグローバル金融危機後）も多くなされたが、「その後に金融不均衡が蓄積・崩壊して景気回復を阻害するには至らなかった」との認識の下、前回の金融政策運営は概ね妥当だったと一先ず評価されると捉えられる。

しかしながら、前回と今回とでは相違点も幾つか考えられる。例えば、①「金融政策の緩和度合いが前回より増している可能性がある（量的緩和政策による保有残高は前回を上回り（次頁第 3 図）、より踏み込んだ信用市場支援策も実施。昨年 8 月には金融政策運営の新たな枠組みも発表）」<sup>(注 4)</sup>、②「今回の発端は公衆衛生危機で従来型の不況構造と異なること等から、緩和的な政策によるリスクテイク促進度合いがより強い可能性がある」、③「マクロ・プルーデンス政策での対処には元々課題（限界）もあるなか、前回に比べて実効性・有効性が幾分低下している可能性もある」、④「前回の局面で金融不均衡の著しい蓄積はなかったとしても、相応に拡大した民間債務は目立った調整を経ずに足元残存しているように見受けられる（次頁第 4 図）」等が挙げられる。

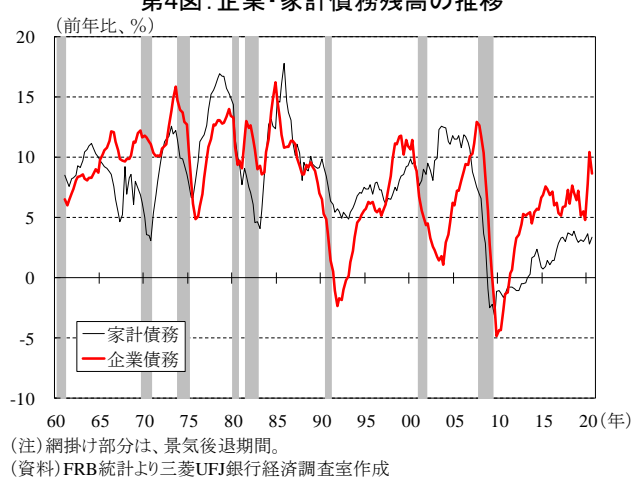
(注 3) リスクテイクの促進は緩和的な金融政策で期待される効果の一つでもあり、過度か否かの判断は難しい側面もある。

(注 4) 金融政策運営の新たな枠組み（具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版）については、2020 年 8 月 31 日付 Weekly 「FRB は金融政策運営の新たな枠組みを発表」を参照されたい。

第3図:FRBの保有資産の推移



第4図:企業・家計債務残高の推移



### マクロ・プルーデンス政策で緩和的な金融政策の副作用を完全に抑制できるわけではない

上記③について、マクロ・プルーデンス政策の課題として「金融規制対象外の分野、規制が十分に行き届かない分野が存在する（所謂ノンバンクやシャドーバンキング等）」、「金融規制強化に政治的プロセスを要する場合は、タイムリーに実施できない可能性がある」等が指摘されてきた。

足元で、前者はIT化進展等を受けて金融規制の十分に行き届かない分野が拡大している可能性もある（暗号資産等）。また、後者は金融規制強化等に際し議会での法案可決が必要とすれば、与野党の対立が先鋭化していて与党民主党内でも中道と左派の間で見解に隔たりがある現状では、タイムリーに実施できるか不透明と言えよう。

### 金融政策判断への影響有無を含めて、金融市場の動向を引き続き注視する必要がある

今後も緩和的な金融環境が続いた場合に、今回は前回よりも金融不均衡が蓄積し易かったり（乃至既に蓄積していたり）、その時間軸は別として問題が顕在化し易い可能性がある。金融政策判断への影響有無を含めて、金融市場の動向を引き続き注視する必要がある。

なお、仮に現時点で既に金融不均衡が顕著に蓄積しているとする、金融政策正常化への早期着手は逆に大きなリスクを伴うため、FRBは難しい舵取りを迫られることになるだろう。

(2021年2月12日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売や投資など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、当室は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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.