

量的緩和が景気を刺激する上では、中銀当座預金と代替性の低い資産の買入れや金融機能回復のための信用緩和との連携が望まれるが、金融危機後で国内資金需要が弱く下では、政策効果が海外に流出する可能性も高い。量的緩和を国債買入れで行う場合の中長期金利の抑制がterm-premiumの抑制によるとすれば、部分的には「時間軸政策」によって代替できる。また、こうしたpremiumの抑制には限界があるし、市場機能の面では副作用のリスクもある。量的緩和がインフレ期待を醸成するには、買入れ資産の選択が重要である一方、財政赤字への不安を通じたインフレ期待であれば、達成されるデフレの抑制との得失を十分検討すべきである。

## はじめに

今週開催されるFOMCに向けて、米国では、米国債買入れの再開(QEII)を巡る議論が白熱している。こうした議論には、興味深いことに、日米の経済や金融システムの相違を反映して、日本の「量的緩和」とは異なる視点が含まれているように見える。

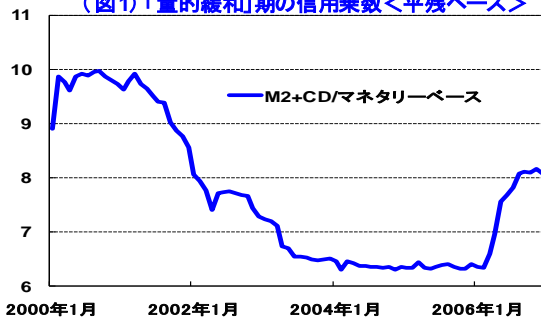
そこで本稿では、今後の日米での議論に資するため、日本の「量的緩和」について、米国の議論と照らしつつ再検討したい。

## ポイント1：量的緩和と实体经济

日本の「量的緩和」(2001～2006年)の主目的はデフレ抑制にあった。もっとも、当時の日本は、金融市場に大量の資金を供給するだけでインフレが生ずるほど健全な状況ではなかった。そこで、デフレ抑制に繋がるメカニズムとして期待されたのが、「ポートフォリオ・リバランス」である。つまり、日銀が、金融機関から金融資産を買取る代わりに資金を供給すれば、金融機関はその資金で他の金融資産を買うため、当該資産の利回りが変化して景気刺激効果を発揮するというものである。その上で、銀行中心の金融システムである日本では、「他の金融資産」として銀行貸出がイメージされていた面が強かった訳である。

残念ながら、日本の「量的緩和」がこうした効果を発揮したことを確認することは難しい(図1)。その理由として指摘されてきたことは、第一に政策手段の選択である。「ポートフォリオ・リバランス」が機能する上では、中央銀行が買入れる金融資産と代りに供給する当座資金の代替性が低い方が、金融機関による資産再構成を誘発しやすいという点で望ましいとされる。これに対し、日銀の「量的緩和」は、(当時の)手形やTBを対象とするオペを中心に実施された(図2)。それ自体は、後でみるように意味のある識見とも言えるし、手形と雖も貸出などを担保に含む点ではリスク資産である。しかし、日銀の「量的緩和」が代替性の比較的低い資産の買入れによって行われたこと自体は明らかな事実である。

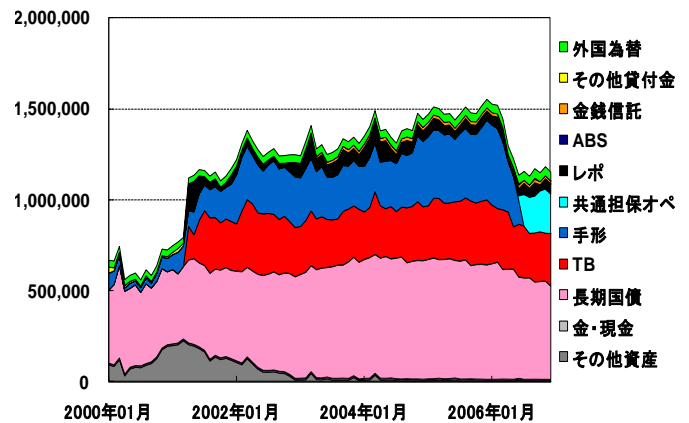
(図1)「量的緩和」期の信用乗数<平残ベース>



(資料) 日銀

第二に金融市場の機能である。日本の「量的緩和」に拘わらず銀行貸出が回復しなかった理由として、①不良資産を抱えた金融機関にはリスクテイクに限界があった、②实体经济の冷え込みで貸出需要自体が低迷していた、という点が指摘されることが多い。日米双方の経験が示すように、②が資産価格インフレとその急激で大幅な調整による場合、金融政策の対応には限界がある。そこで政策運営に残された問題は①への対応である。

(図2)「量的緩和」期の日銀のバランスシート(億円)



(資料) 日銀

この問題に関する処方箋は、金融機関の機能を回復させる政策を同時に実施することである。実際、日銀は、「量的緩和」とほぼ同時期に金融機関が保有する株式の買い取りを実施している。その趣旨は、株価変動による金融機関の自己資本へのリスクの抑制にあったが、それが実現すれば金融機関によるリスクテイク能力は改善される。金融機関も預金をもとに銀行貸出を行う意味で「金融市場」の一角を形成すると理解すれば、量的緩和が实体经济への効果を持つ上では、市場機能の回復つまり信用緩和一を伴うことが重要という結論が得られる訳である。

量的緩和と金融システムの関係について、さらに2点を付言したい。第一に、米国のように資本市場のウェイトが高い金融システムの場合、「ポートフォリオ・リバランス」の対象は銀行に限らず、資本市場のプレーヤーも含まれ得る。米国のQEIIが日本の「量的緩和」より強い効果を持つとの主張はこの点も根拠に挙げているようだ。実際、QEIIがリスク資産に「流動性相場」と言われる状況をもたらし、事業法人や家計がこれを活かして資金調達を進めるならば景気刺激に資することになる。他方で、日本の「量的緩和」期のように、国内の資金需要自体が冷え込んでいるのであれば、国内経済への影響は限定される。ここで生じることの一つが海外(特に新興国)への投資の増加であることは、G20の議論をここで改めて言及するまでもないであろう。

第二に、日本の「量的緩和」は、景気刺激効果はともかく、金融機関の流動性リスクを抑制することで、金融システム安定化に大きく貢献したとの評価は少なくない。当時の日本の金融システムの状況を考えれば、その意味は決して小さくない。ただし、これは、機能が低下した短期金融市場を、日銀がいわば代替することによって達成されたことには注意すべきである。つまり、日本の「量的緩和」は、市場機能の回復を促すという信用緩和の考え方とは異なる性格を有している。もちろん、だからといって日本の「量的緩和」の価値が否定されるものではない。危機対策としてみた場合、日本の「量的緩和」は合理的な選択であった一方、金融危機後の政策としての信用緩和とは、市場機能の位置づけが異なるのもむしろ自然なことと理解できるであろう。

## ポイント2：量的緩和と中長期金利

量的緩和が中長期金利に影響を持つ場合のメカニズムとしては、まず、前頁でみたように金融機関の「ポートフォリオ・リバランス」が考えられる。この場合、金融機関の判断による資産再構成の結果として中長期の債券が買われることを意味するので、中央銀行が量的緩和のためのオペでどのような資産を買入れるかという選択との間に直接的な因果関係は存在しない。

一方で、中央銀行が中長期国債を買入れた場合の効果については様々な議論が残っている。米国でのQEIIを巡る議論では一特にQEIIの実施を支持する論者（Bernanke議長やDudley総裁など）の間では一中央銀行による中長期国債の買入れが中長期金利を抑制するとの考え方が強く窺われる。その際のメカニズムとしては、単純に「買えば、価格が上がり利回りが下がる」ということではなく、term-premiumの抑制が意識されているようだ。つまり、短期債で資金を運用する際の再投資リスクを抑制することで、リスクプレミアムを抑制する分だけ中長期金利を下げられるはずという考え方である

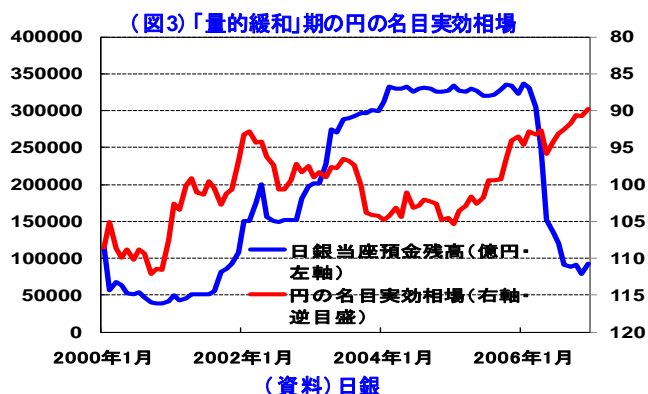
この主張を巡ってはいくつかの議論を提示できる。第一に、term-premiumの抑制は、少なくとも部分的には「時間軸政策」でも同じ効果を追求できる。なぜなら、「時間軸政策」も金融緩和の継続を約束する以上、再投資リスクの抑制に資するからである。もちろん、「時間軸政策」へのコミットが弱い等の理由で信認を得にくい状況では、市場はなお再投資リスクを意識するかもしれない。また、「時間軸政策」によって誘導目標となるリスクフリー金利の安定に市場の信認を得たとしても、将来時点での国債金利には財政赤字など様々な要因によるリスクプレミアムが加わる結果、政策金利に対する「トラッキングエラー」は不安定になっているかもしれない。これらを考慮すれば、「時間軸政策」による代替には限界もある点で、「少なくとも部分的には」同じ効果を追求しようとの評価が適当であろう。

第二に、term-premiumの抑制による中長期金利の下落幅には一定の限界がある可能性がある。FRB関係者の主張をみても、米国では5000億ドルの国債を買い増すことで、30～50bpの金利低下をもたらすとの指摘が目立つ。もちろん、FRBの金融政策が事実上のゼロ金利制約の下にある以上、50bpの「下げ余地」であっても貴重であるし、平時における標準的な金融緩和幅（刻み）に照らしても違和感のない大きさである。もっとも、米国債に限らず、先進諸国の国債市場は非常に高い流動性を有しているし、金融危機の際のような市場機能の問題も見当たらない以上、残されたterm-premiumはそもそも大きくないというのはむしろ当然であるし、望ましい。この点は、前回のQEの際に広く指摘されていた点でもある。

逆に、term-premiumの大きい領域に狙いを定めて国債買入れを行うのであれば、それは、量的緩和というよりも、市場機能の改善を主眼とするという意味で、信用緩和と同じ趣旨の政策に変わったことを意味する。もちろん、政策当局にとっては、こうした分類学上の扱いはこの次であろうし、term-premiumの抑制によって中長期金利が下がること自体は、理由に拘わりなく大きな意味を持つ。ただ、その場合も、特定年限の銘柄にterm-premiumが拡大している理由を正しく理解した上で、適切な政策を講ずる必要がある。仮に、何らかの理由でそうした銘柄の流動性が低いために利回りが歪んでいるのであれば、中央銀行による大量の買入れは流動性を一段と悪化させ、歪みを強めるかもしれない。FRBや日銀が、買入れた国債の情報開示を充実させていることは、こうした副作用を抑制する上で意味のある対応ではあるが、国債買入れの信用緩和的側面は、今後の運営における一つの検討ポイントであろう。

## ポイント3：量的緩和と為替相場

先月のG20(財務相・中央銀行総裁会議)を前に、欧州諸国や新興国からは、米国のQEIIを「意図的なドル安政策」として牽制する意見が目立ったことは記憶に新しい。既に広く議論されているとおり、量的緩和が名目為替相場を減価させるのであれば、それは主としてインフレ期待の醸成によるとみられる。本稿では、これを踏まえていくつかの含意を挙げておきたい。第一に、日本の「量的緩和」と為替相場の関係である。当初は緩和の進展と円安が相関した局面もあったが、本格的な円安傾向は2004年からであり、「量的緩和」のいわば後期に当たる(図3)。日本で為替の減価が生じにくかった理由としては、本邦投資家のリスクアビタイトを含め様々な理由が考えられるが、インフレ期待が発生しにくかったことも関係している可能性がある。そうすると、議論は、ポイント1でみたように日本の「量的緩和」が实体经济に与える影響が限定されていたことに戻る。



第二にインフレ期待を生ずるメカニズムである。日本の「量的緩和」期の場合、資産価格調整が続く中でインフレ期待を醸成することは決して容易ではなかった。これに対し、経済状況に類似した面がある現在の米国で、QEIIIに伴うインフレ懸念が根強いことは興味深い。ただし、そのメカニズムについて、实体经济の回復によるインフレ期待の高まりには時間を要することを理解しつつ、FRBがQEIIIによって米国債の買入れを増やすことが財政規律への不安を通じてインフレ期待を醸成する可能性も含まれているのであれば、米国の反対論で使用されている「悪魔との取引」といった表現も誇張とばかりも言えなくなる。もちろん、いかなる政策判断も効果とコストやリスクの勘案に基づいて行われるべきである。また、現在のように通常の政策手段に様々な制約がある下では、副作用を認識しつつも大胆な政策が必要な面もあろう。それでも、財政規律への不安のリスクを意識した上でインフレ期待の刺激を図るというのは重い判断である。逆に言えば、日本の「量的緩和」が短期オペを中心に行われたことは、日本の財政赤字の急速な拡大が意識される下での識見であったと言えるかもしれない。達成しようとするデフレの抑制がコストやリスクに十分に見合うものかどうか、他にはインフレ期待を醸成する手段は残されていないのか、といった点については今後も建設的な議論が期待される。

文責：井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融市場研究センターのものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします