

微妙な段階に入った米国の「量的緩和策」とその効果

2011年1月

昨年11月3日のFOMCでFRBはいわゆる大規模資産購入政策(LSAP)を決め、それに基づいて米国債の大量購入を開始した。この措置は一般には第二次の量的緩和策(QE2)と呼ばれることが多いようである。これが第二次なら第一次はなんだったのか、その影響についてはどのように考えるべきか、整理しておこう。

一般には量的緩和政策は中央銀行のバランスシートの大きさを拡大させる政策であり、量の拡大の程度がポイントであると考えられていることが多い。しかし、2000年代前半から中盤にかけての日本の経験を経て、最近ではバランスシートの大きさよりも中央銀行が何を購入するかのほうが重要だとする見方のほうが有力となっている。

平時には中央銀行は政府短期証券を金融機関から購入したり、これらあるいは優良企業の商業手形等を担保に金融機関に資金を貸出すことによって、金融システムに資金を供給する。しかし、ここ2、3年のような状況ではこうした優良資産の金利はほぼゼロとなっていて、中央銀行の負債であるベアスマネーと大差のない資産となってしまうている。したがって、以上のようなオペレーションをほぼ同じもの同士を交換する行為だとみなせば、経済には大きな影響を引き起こさないという結論が導かれる。これを純粹の量的緩和政策(QE0)と呼べば、それはゼロ金利周辺では効果がないか小さいということになる。

FRBをはじめとする多くの先進国中央銀行は2008年から2010年にかけてQE0とは違った意味での金融緩和策を実施した。FRBの例でいえば、通常はその貸出の対象外であるプライマリー・ディーラー、ABCP・ABS保有主体、MMF等へ資金を貸し付けたり、CP、GSE債、GSE保証債の購入を実施した。これらは金融危機の中で、市場流動性が極端に低下した商品の買い付けであったり、資金調達が困難になった金融機関のグループへの広い意味での最後の貸し手機能の発揮であった。こうした意味で、これら一群の政策は信用緩和(CE)と呼ばれることもある。これらの措置は機能が低下した市場を特定し、それが回復するまでの間実行されるものである。つまりCEは長期間続ける措置ではない。こうした意味でのCEを人々は第一次の量的緩和(QE1)と呼んでいるとみられる。

付け加えれば、CEは必ずしもQEである必要はない。市場機能が低下した金融資産を中央銀行が買取り、同時に政府短期証券を売却すれば、バランスシートの規模を変えずに同じ効果を達成できる。この意味で、この措置を「量的緩和策」と呼ぶのはかなり乱暴な用語法である。

2010年春以降、各国で金融市場機能は徐々に回復し、非常手段であるQE1も徐々に収束が図られた。しかし、問題は経済の回復が必ずしもはかばかしくなかったことである。それに伴い、新興国は別として多くの先進国でデフレ懸念はいまだ払拭されていない。一段の金融緩和策が検討されたゆえんである。これは二つの次元で実施されたり、検討が続いている。一つはいわゆる時間軸政策であり、現在だけでなく、将来の政策金利の水準について市場予想よりも強いコミットメントを提示して、現在の中長期金利に影響を与えよ

うという手段である。これは現在主に **FRB** と日銀が採用しており、**FRB** ではその強化も検討されているようである。

いま一つは、昨年秋から **FRB** や日銀が採用したり、強化した大規模特定資産購入策 (**LSAP**) である。日銀の場合、購入対象資産は広範だが、**FRB** ではいまのところ国債である。国債市場の機能が大きく毀損しているとは考えにくいので、これは **QE1** や **CE** ではない。これも中央銀行のバランスシート拡大を伴っている必要はないが、現実には資金回収オペレーションは実施されていないこと、また **QE1** と区別するという意味で、**QE2** とも呼ばれているゆえんである。その主な狙いは、民間経済主体の手にある国債を中央銀行が購入してやることによって、国債の金利が低下する、あるいは国債売却代金が他の金融資産 (たとえば、株式) の購入に向かい、その価格上昇を通じて経済を刺激することである。

QE2 実施後、これまでのところ日米では国債金利が上昇し、当初の狙い通りにはなっていない。しかし、これは金融緩和措置によって景気回復、インフレ率上昇等の期待が生じているからであり、必ずしも悪いことではない。実際、日米の株価は上昇している。ここで、量的緩和の最初の実験である 2001 年春からの日銀のケースを思い出してみよう。図にあるように、当時も同政策の導入によって株価は 2 か月前後にわたって大きく上昇した。(日本は 2001 年 2 月から米国は 2010 年 10 月から描かれている。) 政策導入直前からの株価上昇幅は日本のほうが大きかったほどである。しかし、その後経済実態の改善が伴わないことがわかると株価は下落傾向に転じ、政策導入前を下回ってしまった。足許の米国経済の指標は好調であるが、日本のケースとの比較では近い将来の推移がきわめて注目される段階に入ってきているといえよう。

