

「正常化への道のり険しく」

先進主要国の金融政策が、金融危機以来実施されてきた「異例の金融緩和措置」解除の方向に動いている。4月7日にはECBがリーマン・ショック後初の利上げを実施した。6月にも次の利上げが有力視されている。注目の米国では、来る6月に現在の大規模資産購入政策（通称QE2）の終了が予想され、その後の金利引き上げのタイミングに関心に移りつつある。これに対して、経済がより好調な新興国における利上げペースはより速く、たとえば中国は昨年来既に4回の利上げを実施済みである。

この間の「異例の金融緩和措置」は、米国を例にとれば、次のようなものであった。一つは政策金利をほぼゼロという異例の水準にまで2008年暮れまでに引き下げたこと、第二にそれを「相当長い期間」ゼロに据え置くという日本銀行も実施した時間軸施策を進めたこと、第三に中央銀行としてはやや異例の資産を大規模に購入するという措置を実施したことである。特に、大規模資産購入策は二段階で実施された。第一段階（QE1）においては、2008年11月から2009年夏までに主に住宅ローン資産担保証券、住宅金融公庫債、CP、国債等が大量に購入されたし、昨年11月以降の第二段階（QE2）では、国債に絞って大量購入が続けられた。このほかにもMMFや投資銀行向けの、やはり異例の最後の貸し手機能が用いられたことも記憶に新しい。

一連の措置は、混乱の極みにあった金融・資本市場を安定させ、その後の景気回復の基盤づくりを果たした。特に、米国の金融界・学会では大規模資産購入策が資産価格に与えた役割を積極的に評価する声が強い。そのうちの国債購入部分に限っても、国債金利を引き下げ、その他リスク資産価格引き上げ（社債金利低下、株価上昇）という好影響をもたらしたという。単純にデータを見ると、たとえば昨年のQE2実施後米国の国債金利は上昇しているが、それはQE2がいったん金利を引き下げ、株価上昇や、景気回復予想をもたらした結果だという。

以上の結論が正しいかどうかは厳密な検討が必要だが、ごく簡単に米国における大規模資産購入策と、日本銀行による類似政策とが資産価格に与えた影響を比較してみよう。表はFEDによってQE1およびQE2が、日銀によって2001年3月に量的緩和策（QE）が発表された前後の株価と10年国債利回りの動きを示している。QE2についてはかなり長い2か月強の予告期間を経て実施されたので、その期間中の、それ以外は発表された日前後二日間の価格変化である。（日本の量的緩和策は様々な手段を含んだ政策であったが、その中に国債購入を増加させるという予告が含まれていた。）どちらでも金利低下、株価上昇が見られ、日本における金利低下幅が相対的に小さい他はよく似た動きとなっている。

しかしながら、日銀によるQEを含む様々な金融緩和措置にもかかわらず、日本経済は好転の度合いが限定的であり、長期間の経済停滞、デフレに苦しんできた。他方、米国で

は同種の政策の効果はより大きく、経済が早めに好転しつつあるように見えるのはなぜだろうか。資産購入の規模、タイミング、国内経済の調整圧力の大きさ等いろいろな背景があろうが、一つ大きかったのは海外要因の相違だと思われる。日本の量的緩和策導入時は、新興国はまだ立ち上がりの時期であったし、米国経済はITバブル崩壊後の低迷から抜け出していなかった。今回のFEDによる政策実行時は、もちろん、より大きな世界的金融経済危機の中にあったわけだが、新興国はいち早く立ち直り、世界経済の牽引車の役割を果たしたのである。

さらに言えば、米国を中心とした「異例の金融緩和措置」は、新興国に大きな影響をもたらし、間接的に米国経済をも支えた面があったように見える。こうしたメカニズムが働いたことはFED関係者の否定的な言動にもかかわらず見やすい。米国のゼロ短期金利、中長期金利低下圧力は、新興国側が自国為替レート的大幅切り上げを拒む中、彼らの金利体系にも低下圧力をかけ、景気刺激効果をもたらすという形で波及したのである。そもそも基調的な成長率が高く、いち早く金融危機の影響から立ち直った新興国は、この追い風を受けて一段と高いパフォーマンスを示したし、そのことに世界的な低金利の影響も加わって、原油・商品市況には強い上昇圧力が加わった。これらを受けて、図にあるように、中国のインフレ率は2008年夏の水準に迫りつつあるし、食糧・エネルギーを除いた部分については上昇率が当時を超える水準に達している。中国等が本格的な引き締めに乗出しつつある所以である。

新興国の好調さは先進国を下支えしてきたが、それでも、米国では、原油高等の影響を受けて総合的なインフレ率はかなり高い水準に来ているものの、コア（エネルギー・食糧を除く）インフレ率はようやく底を打ったという状況である。この段階でどのような金融政策判断が望ましいかは難しい。「異例の金融緩和措置」のこれまでの効果を大きめに評価し、さらに今後もその効果がじわじわと出現すると見るならば、こうした措置は早めに収束させ、引き続いて早めの利上げに移るということになる。エネルギー・食糧インフレがコアインフレに波及するリスクも考えなくてはいけない。実際、ECBの利上げはこうした考え方を反映したものとみなすことができる。ユーロ地域のインフレ動向は図の米国のそれとほぼ同様の動きを示しているにもかかわらず、4月に利上げが決断された。好調な新興国経済の影響はドイツ等のユーロ地域中心国について大きく、ECBの決定が周辺国よりもこちらを重く見たという面もある。

他方、大規模資産購入策等の影響をあまり大きく見積もらず、コアインフレ率の落ち着きを重視するならば、引き締め策への転換を焦る必要はない。インフレ率が予想以上に上昇したとしても、政治サイドから引き締めブレーキがかからない限り、十分な金利引き上げで対応可能である。逆に、早めの引き締めで経済情勢が悪化した場合のコストは大きい。金融政策面で打つ手は限られているし、経済情勢の判断ミスによる信認低下も懸念される。

世界経済は極めて微妙な段階にある。2年以上続いた「異例の金融緩和措置」の影響

をも受けて、このまま回復を続け、先進主要国も本格的な引き締め基調に転じるというシナリオが一つである。今一つは、世界経済が停滞ないし下向きの局面に移るシナリオである。その背景には、ここまでの回復を受けた原油・商品市況の上昇、新興国経済の頭打ち、先進国で金融危機以来続いているレバレッジ引き下げ圧力等があるが、加えて米国債格下げリスクを受けての緊縮財政運営気運の一段の高まりも無視できない。後者は歓迎できないシナリオであるし、副産物として「異例の金融緩和措置」の効能は低いものという評価が下されよう。このケースでは、いったんある程度の金利引き上げが実行されても、再びゼロ金利への引き下げと一段の金融緩和手段模索という日本も経験した苦しい局面へ進む可能性が高い。現時点ではどちらのシナリオの蓋然性が高いか見極め難い。

世界経済が順調な前者のケースについても日本へのインプリケーションは複雑である。他の先進国よりも弱めの日本経済にとっては、「異例の金融緩和措置」をより長めに維持するのが当然の選択となる。この場合、予想される為替レートの円安傾向も手伝って長い間のデフレ基調にはピリオドが打たれる可能性がかなりある。しかしながらその場合のリスクは、日本国債利回りの不安定化である。長い間国債の消化を助けてきたデフレが終焉するとすれば、予想以上の国債金利上昇に留意が必要である。

表 資産買取策の効果

		10年国債利回り	株価指数
米国	QE1	-0.35%	4.21%
	QE2	-0.27%	8.92%
日本	QE	-0.08%	7.12%

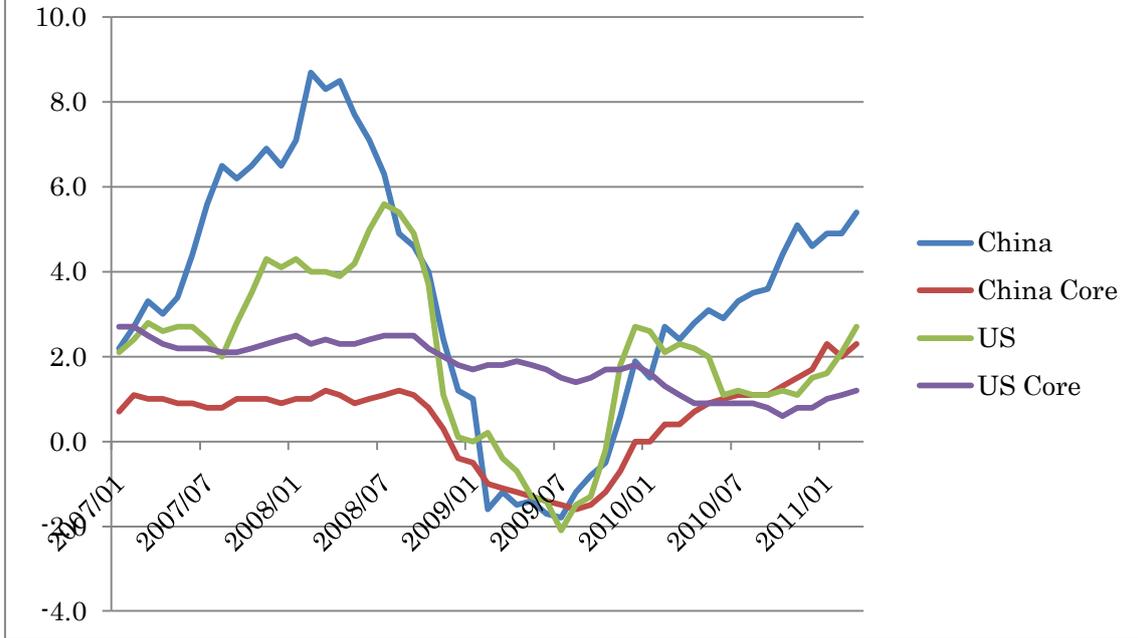
注： 1、QE1については2008年11月25日前後二日

2、QE2については2010年8月10日から11月4日

3、日本のQEについては2001年3月19日前後二日

4、株価は米国はSP指数, 日本は日経平均

米中のインフレ率



データソース : Bloomberg, CEIC