

無断複写・転載を禁じます。

QE2、資産効果は不透明

植田和男 東京大学教授



一段の資産買い取り策など非伝統的金融政策への期待が高まっている。市場がマヒしたときに特定資産を購入する政策は有効性が確認されている。しかし、市場が正常化した後の特定資産購入策は効果が不透明だ。量的緩和第2弾(QE2)は正常化後であり、資産価格への影響は自明でない。

9月20～21日の米連邦公開市場委員会(FOMC)を控え、一段の資産買い取り策についての議論が盛んだ。その背景には、財政政策に限界が見えるうえ、多くの国で政策金利がゼロ近辺に低下しているため政策金利の上げ下げによる伝統的な金融政策が難しく、「非伝統的」金融政策への期待感が高まっていることがある。

非伝統的金融政策にはいくつかの類型がある。第一が「時間軸政策」。将来の短期金利に関する予想に影響を与えることで、現在の中長期金利やインフレ予想を動かそうという政策だ。第二が「量的緩和策」。日銀が採用したように、民間銀行が中央銀行に預ける預金残高などの目標を定め、必要に応じてそれを増加させるのが、最もはっきりしたやり方だ。物価水準は、長期的にはマネーの量で定まるという理屈をよりどころにしている。第三がいわゆる「特定資産購入策」。中央銀行のバランスシートの規模ではなく、特に資産サイドの構成を重視し、通常購入しないような非伝統的資産の購入によって経済を動かそうという政策だ。何が非伝統的かは国によってまちまちだが、ここでは政府短期証券を除いた資産を非伝統的と考えよう。

2008年以降に多く見られたのは第二、第三の類型を組み合わせた政策だ。つまり、非伝統的資産を購入しつつ、結果的にバランスシートも拡大させてきたパターンである。しかし、日銀のようにマネーや準備預金を操作目標にした積極的な量的緩和策を採用した例は見られない(イングランド銀行はその例外に近い)。

時間軸政策が少なくとも中長期金利にはっきりとした影響を及ぼした、ということは多くの分析で確認されている。だが、これまでに採用されたようなバージョンでは、物価や雇用のような実体経済変数を大きく左右するほどの影響は持たなかったのも事実だろう。

量的緩和策は実施例が少ないので評価が難しいが、有効性についての説得的な証拠

は得られていないといえよう。そもそもそれが、諸外国で量的緩和策が積極的には採用されていない理由でもある。

特定資産購入策は多くの先進国中央銀行が採用し、有効性も確認されている。ただし、その中身には注意が必要だ。日本の金融不安時やリーマン・ショック後には、複数の金融資本市場で投資家のリスク回避志向が強まり、市場機能が低下、流動性の低い金融資産に付加されるプレミアムが急上昇した。こういう場合に当該市場で中央銀行が資産購入オペレーションをすれば、流動性プレミアムを下げ、市場機能の回復に役立つ。多くの中央銀行が試みて効果があったのも、この種のオペレーションだ。

一方、市場機能が正常化した後で特定資産を購入し続けても、効果がどの程度あるかは不透明である。実際これは、中長期債の買いオペと短期債の売りオペによる「オペレーション・ツイスト」が有効かというテーマで何度も議論された点だ。

表は、08年後半以降の米連邦準備理事会(FRB)による非伝統的金融政策が、資産価格に影響を及ぼしたかについての簡単な分析結果である。各資産の価格変動を①向こう2年間の平均の翌日物金利を予想する「OISレート」②実体経済の強さを示す変数としての新規失業保険申請件数③金融政策スタンス——で説明する数式をつくり、統計的に有意な影響が確認できたところに○印を入れた。08年11月の政府機関債や住宅ローン担保証券(MBS)購入意図の発表は長期金利を押し下げ(債券価格は上昇)、株価を上昇させた。また、09年3月の国債購入開始はやはり金利を下げ、ドルを弱くする方向に効いた。

しかし08年11月に発表した資産買い入れを12月に開始した時、また10年夏から秋にかけて国債購入策を発表・開始した時は、資産価格に有意な影響が出ていない。

影響が確認されたところは、市場で量的緩和第1弾(QE1)と呼ばれているが、本稿の定義に従えば、市場機能がマヒして

FRBの政策手段の有効性に関する回帰分析結果

	10年物 国債金利	S&P500種 株価指数	ドル・ ユーロ レート
2008年11月 QE1の発表	○	○	
2008年12月 QE1の開始			
2009年3月 QE1の拡張	○		○
2010年8～11月 QE2の発表 から開始			

○は少なくとも10%で統計的に有意

いた時の特定資産購入策である。これに対して10年後半からの量的緩和第2弾(QE2)は、市場機能がおおむね正常化した後の特定資産購入策であり、影響が確認されない。現実には株価などが上昇したが、本稿の分析では数日を超える期間の上昇については、新規失業保険申請件数の減少によるものと解釈できる。

非伝統的金融政策は現段階で、日米ともに物価や雇用をはっきりと持ち上げることには成功していないが、政策効果の出発点である資産価格への影響についても自明ではないのである。

関連ニュース

2011年8月27日付日本経済新聞朝刊1面【ジャクソンホール(米ワイオミング州)＝矢沢俊樹】バーナンキ米連邦準備理事会(FRB)議長は26日、当地で開催中の経済シンポジウムで講演し、追加の金融緩和策について「9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)会合で引き続き検討を続ける」と語った。9月20日に予定していたFOMC会合を2日間(20～21日)に延長する考えも表明した。

キーワード

■新規失業保険申請件数 米国内の失業保険事務所で、新規に失業保険の給付申請がされた件数の合計。米国では景気変動に応じ企業が雇用を調整するため、景気の一斉指標としての性格が強い。米労働省が毎週木曜日に、前週1週間分の合計件数を発表するので、月1回発表の雇用統計の先行指標としても市場の注目度が高い。

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年、日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱になる。

2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として21世紀版「前川リポート」となる報告書「グローバル経済に生きる—日本経済の『若返り』を—」をまとめた。静岡県出身。59歳。