

植田和男氏



ポイント

FRBのQE3の中心は時間軸政策の強化。非伝統的金融政策は次第に波及効果小さく。経済弱体化の後では金融緩和の効力は減殺

植田 和男 東京大学教授

米連邦準備理事会(FRB)は9月13日、2008年以降3回目となる量的緩和策、いわゆるQE3を決定した。その中心は「景気回復が確固なものとなった後もかなりの期間極めて緩和的な金融政策スタンスを続ける」という時間軸政策の強化にある。要するに、将来金融緩和の必要がなくなった後も、緩和を続けるという「こと」を約束することで、市場の期待に良い影響を与えようという政策である。具体的には、住宅ローン担

日本経済新聞朝刊2012年10月11日(木)「経済教室」

中銀の金融緩和競争①

FRB、最後の「神通力」を試す

無断複写・転載を禁じます。



似している。当時、日銀は当座預金に目標を定め、この目標を達成するため必要に応じて長期国債購入額を増額させるといふ措置を、インフレ率が安定的にプラスとなるまで

ーン担保証券の金利が大幅に低下しただけでなく、米S&P500種株価指数は政策発表後2日で2%強上昇。物価連動債に表れたインフレ期待も0.25%(10年物)上昇した。これを反映して、米国の10年物国債金利も一時0.1%程度ほど上昇した。しかし9月中旬から米国を含む世界経済指標の弱さ、欧州の危機対応のもたつきなどが伝えられると反転し、株値やインフレ期待などは政策発表

日本化回避、正念場に調整圧力緩み、回復の芽も

調整圧力緩み、回復の芽も

表前の水準に低下した。その後も資産価格は経済指標に左右される状態が続いている。01年3月の日本の量的緩和の間は好感したものの、経済指標の改善が伴わないことが判明すると急速に反転の傾向を強めた。こうした傾向は、10年秋のFRBのQE2の際にも同様であった。

表は、過去4年間における米国の主な緩和策の発表が、

米国の非伝統的金融政策によるトリプルB格社債利回りの低下幅

Table with 3 columns: 期間, 金利低下幅(累積), and rows for QE1, QE2, オペレーション・ツイスト, QE3.

(注)最初の3回の政策公表のタイミングはサンフランシスコ連銀

緩和の波及効果が期待される典型的な資産であるトリプルB格の社債金利をどの程度引き下げたかをみたものだ。QE1とQE2は段階的に発表されたため、やや長期間の動きの集計となっている。明らかに最近になるほど、波及効果が小さくなってきている。FRBの政策は内容も効果も日本化しつつある。

短期の政策金利がほぼゼロに低下した後のいわゆる「非伝統的金融政策」には前述の時間軸政策に加えて、中央銀行が自らのバランスシートを使って様々な(特に非伝統的な)資産を売買する政策、「バランスシート政策」がある。この政策は、①金融危機時に機能不全となった金融資本市場を正常化させるための資産購入や市場のプレーヤーに対する資金の貸し付けなどの

どだ。これらは上昇しすぎた流動性プレミアム(上乗せ金利)やリスクプレミアムをほったりと引き下げた。しかし、この政策は金融不安が鎮まると、それ以上の出番はなくなってしまうわけである。10年秋からの長期国債の購入(QE2)、11年秋からのオペレーション・ツイスト(短期国債の売却と同額の長期国債を購入する措置)、市場が平穏に復帰した下での今回の住宅ローン担保証券の購入は、QE1時とは異なり特定資産購入策といえる。これらの措置を巡っては、購入された資産の利回りがいったん低下することは認められるが、その他リスク資産への波及効果については疑問視する声もある。むしろ途上国の成長に支えられた商品市場などへの波及が目立ったといえよう。また、同種の政策が多用されるにつれて、政策発表前か

にしてきた主因である。以上のような日米の類似性はあるものの、いくつかの相違点にも注意が必要だ。FRBのこれまでの素早い対応により、米国経済はデフレを回避し、既にインフレ率は目標近辺に位置している。従って、今回の緩和は法律で決められている雇用目標の達成を主眼としたものである。その分、インフレ率の過度な上昇が発生してしまうリスクは高い。特に労働市場の需給については、FRBが判断ミスをおぼろげにインフレリスクは高まる。しかしながら今回の決定は、インフレリスクの存在を意識しつつも、足元の世界経済、特に製造業部門の調整傾向が、一段の長期的な下押し圧力を米国経済に及ぼすことを避けたいというバーナンキ議長の高い意志を反映していると考えられる。

「信用緩和策」の機能がある程度正常化した市場で資産を購入する「特定資産購入策」の2つに分けられる。後者は、購入した資産価格の上昇(利回り低下)が、他のリスク資産に波及する効果を狙ったものだ。表に示されたような非伝統的金融緩和策の趨勢的低下の理由には、金融資本市場の落ち着きと考えられる。08年から09年にかけての

らその効果が一部織り込まれているため、表のような計算では効果が十分検出できないという面もある。長期金利についてみれば、米国の10年債で1.6%前後にあり、今後さらなる国債購入や時間軸政策でどこまで低下余地があるのかという限界も意識されつつある。こうした問題は、より早くから類似の政策を実行してきた日本にもおぼろげに当てはまる。他方、先ごろ発表された欧州中央銀行(ECB)の南欧国債購入は、信用緩和策的な手段であり、政治状況が許せばもっと早い発動が望ましかった。

日本は、経済が本格的に弱体化した後では、どんな金融緩和もその効力を著しく減殺されるという点だ。そうなる前に、すなわちFRBの金融緩和にまだある程度の神通力が残っている間に、思い切った措置を打っておこうというのが今回の意図であると思われる。これまでの金融緩和の効果もあり、米国の住宅投資、その他構築物投資は少なくとも当面の底を打ったとみられる。つまり借り手のバランスシート調整圧力は弱まっている。中長期的にはエネルギー、新技術の分野で米国には明るい材料が多い。政策効果の限界に近づいたとはいえ、QE3などが米国経済を本格的な回復へ向かって後押しする可能性はまだ残されているといえる。そうならない場合には、替相場への影響を巡って、日銀は出口のみえない緩和競争を続けざるを得ないだろう。

QE1の時期には、多くの信用緩和策が発動された。住宅ローン担保証券の購入(MMF)、マネー・マーケット・ファンド、投資銀行、資産担保証券仲介者への資金供給な

は、金融機関に加えて、バブル崩壊後の資金の借り手(日本では非金融民間企業、米国では家計)のバランスシート調整圧力である。これが、ゼロ金利や非伝統的金融政策の経済刺激効果を限定的なもの

うえだ・かずお 51年生まれ。MIT博士。元日銀政策委員会審議委員