

## 量的緩和効果が出るための条件

経済調査部 鳶峰 義清

### 失速回避に本腰

世界経済の減速基調が続く中、各国中央銀行は景気失速回避に向けて本腰を入れ始めている。特に、財政赤字が膨らみ容易に財政面からの景気対策が打ち出せない主要国については、金融政策が唯一の“景気対策ツール”であるため、市場などの期待を一身に担っている格好だ。

生産活動面からみると、多くの国で出荷の伸びが鈍化する一方、徐々に在庫の伸びが高まっている。今後の需要の動向次第では“意図せざる在庫積み上がり”を背景とした大幅な生産調整を伴うリセッション（景気後退局面）入りのリスクもあろう。短期的な景気の振幅を主導する製造業においては、主要国のみならず、中国などの新興国においてもリーマン・ショック時以来となる水準にまで景況感が悪化してきた。

9月に入り、ECB、FRB、そして日銀が相次いで追加の緩和政策を行った背景には、このような景気の下振れリスクが無視できないほどに高まってきたことが挙げられる。

### 量的緩和政策効果に時間

なかでも注目されるのが、FRBによるQE3、量的緩和政策第3弾だ。前回のQE2が8ヶ月間で6,000億ドルの米国債を買い入れるものだったのに対し、QE3は月400億ドルのペースで期限を設けずにMBS（住宅ローン担保証券）を買い入れるというもので、内容は異なるものの中央銀行から市場に巨額のマネーが供給されるという点では同じだ。

市場に流れたマネーは、金融機関を通して新たな運用先へと流れていく。過去にみられた多くのケースでは、リスクはあるものの比較的高いリターンも期待できる株式市場などに資金が流れることが多い。量的緩和政策によって中

央銀行が大量の債券を購入するため、安全性資産である債券利回りが極端に低下、運用先としての“うま味”に欠けることと、量的緩和政策は景気が持ち直すまで続くという安心感が、市場参加者のリスク許容度を高めるためである。

実際、QE2ではその方針を打ち出した時点から株価は上昇、企業や消費者のマインド改善に繋がった。一方、それ以前に行われたQE1では、株価が上昇するまでにかなりの時間を要した。QE1が行われたのは2008年11月、リーマン・ショックによる混乱の最中にあつたため、FRBが供給した資金はリスクを避ける形で短期金融市場に滞留した。リスク性資産に流れるようになったのは、金融機関の破綻リスクが軽減し、市場の混乱が収まってからだ。

このように、いくら巨額のマネーを中央銀行が供給しても、市場が強いリスクを感じている局面では、思うように資金は流れないのである。

### 大きなハードルは2つ

足元の環境を勘案すれば、日米欧の積極的な緩和政策が、すぐに市場環境を好転させるとは考えにくい。すなわち、①米国経済を失速させかねない“財政の崖”の存在、②欧州財政問題の根本解決が見えてこない——という不透明、且つ実体経済や市場に大きなインパクトを与えうるリスクが存在しているため、マネーは容易にはリスク性資産に向かわないだろう。

見方を変えれば、ハードルを乗り越えられる状況へと変化していくにつれ、マネーはリスク性資産へ向かい始めよう。上記二つの要因のうち、米国の問題については大統領選後に動きが出てくると見込まれる。解決の方向性が見えてくれば、市場の流れは一気に変わってこよう。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）