

日米量的緩和政策の比較

発表日：2008年12月19日（金）

～相違はポートフォリオ・リバランス効果の余地～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

12月のFOMCでは、FRBが量的緩和政策に移行することが明らかにされた。バーナンキ議長は、残り少ない利下げ余地を温存するよりも、新しいフロンティアに打って出る方針で腹を括ったのである。FRBの量的緩和は、日本とは異なり、流動性供給に対する当座預金目標も、本格的な時間軸政策も採用していない。日本では効果が疑問視された「ポートフォリオ・リバランス効果」の方に重点が置かれている。その理由は、以前の日本がすでにデフレ状態でゼロ金利制約に陥ってしまった後で量的緩和を採用し、遂に「流動性の罠」を克服できなかったのに対して、今の米国はまだ「流動性の罠」に追い込まれてはいない点にある。FRBは、長期金利低下や資産買取りでリスクプレミアム低下の余地を探っているのである。

形式的な量的緩和の違い

FRBは12月16日のFOMCで、FFレート目標を0～0.25%の実質ゼロ金利にし、量的緩和政策に移行することを決めた。ゼロ金利まで利下げしたFRBは、一見すれば土俵際まで追い詰められた格好であるが、まだ政策効果を発動する余地はあると言っている。声明文では「今後のFOMCの焦点は、マーケット・オペレーションとFRBのバランスシートの規模を高水準に保つための他の手段によって、金融市場の機能を支え、経済を刺激することになるだろう」と説明している。この部分が、量的緩和を意味すると理解されている。具体的なオペの拡充は、

- (1) エイジェンシー債と住宅ローン担保証券(MBS)を、今後数四半期にわたって大量に購入。対象は、銀行だけでなく、証券会社、事業会社なども対象としている。
- (2) 長期国債の買い切りも検討。
- (3) 2009年の早い時期に、TASL(タム物資産担保貸出ファシリティー)を導入。このオペは、家計と中小企業のローンを担保に信用拡張を図る。

としている。

こうした仕組みは、日銀がかつて2001～2006年に導入していた量的緩和政策とはかなり違っている。まず、形式的な論点を挙げると、

- (1) 日銀は当座預金ターゲットを通じて流動性供給の量を増やすことを眼目にして、その規模を緩和のシグナルとして用いた。今のところFRBは量的な目標を定めていない。
- (2) FRBは、流動性ではなく、信用の側へ働きかけを主眼に置いている。日銀は、流動性供給の手段としてオペを拡充し、オペの副次効果として信用面への働きかけを考えた。
- (3) 日銀はCPIコアが安定的にプラスになることに量的緩和政策継続のコミットメントを置き、流動性供給の安心感をオペ対象先の銀行に与えた。この時間軸効果を「期待に働きかける」と表現して、非常に重視した。現時点で、FRBは積極的には時間軸効果を働かせようとはしていない。FRBは、低金利を「一定期間(for some time)」行くとそっけなく記しているだけだ。

これらの相違点をよくみると、FRBの量的緩和は、日本の量的緩和パッケージと比べて、まだ部分集合のようにみえる。こうした相違点は、今後のFRBの政策拡充によって変化していく可能性はあると考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

浮かび上がる3つの「なぜ」

次に、実質的な意味の違いを考察していこう。すでに、日本の量的緩和政策は、日銀自身や学界から多角的に研究されている。筆者を含めて、そうした研究者からは、いくつかの疑問が呈せられるのではなかろうか。

まず、インフレターゲット論者の守護神のようなバーナンキ議長が、量的緩和への移行で、なぜ本格的にインフレターゲットの導入に踏み切らなかったのだろうか。日本の量的緩和は、ゼロ・インフレ目標という擬似ターゲットを設定していた。FRBが、時間軸効果を封印した理由は不思議に思える。インフレターゲットの効用を喧伝する人たちは、「中央銀行が期待を操作することが重要」と述べていた。今回のバーナンキ議長の選択は、インフレターゲットの推進論者の力点を完全に外し、少し異なる意図で進められているように見えるだろう。

次に、日銀は「期待に働きかける」という意味もあって、「当座預金目標〇〇兆円」という操作目標の金額明示、つまりシグナル効果を強調していた。FRBの量的緩和には、そうしたシグナルがない。本当に、期待を通じた影響力に興味がないのだろうか。

第三に、オペ対象資産の買取りが信用面に作用すると述べている効果をどこまで信じてよいのか。日銀流の概念に沿えば、住宅ローン担保証券を買い取ることで、住宅信用のリスクプレミアムに好影響が及ぶのであれば、その政策効果の意味は民間資産選択を変化させる「ポートフォリオ・リバランス効果」の拡張と言える。狭義のポートフォリオ・リバランス効果とは、銀行の保有資産の組み換えであるが、広義では民間信用の保有動機が変化して、リスクプレミアムが低下する効果を発揮することを指す。

しかし、日銀のポートフォリオ・リバランス効果が十分に作用したかどうかには懐疑的な意見が多い。白川総裁が学者時代にコメントした論文（2007年）でも、ターム・スプレッドやリスクプレミアムへの影響は、時間軸効果が混在していると指摘している。白川総裁自身のあまり積極的な評価はみられない。

FRBが、導入する量的緩和とは、まさしくポートフォリオ・リバランス効果に焦点を当てた政策である。民間信用のリスクプレミアムを低下させていくことで、民間信用の金詰まりを解消することが眼目である。日銀の量的緩和で不評だったポートフォリオ・リバランス効果を今さらのように前面に押し出すのは、やや理解に苦しむと思う人が多いのではないか。

流動性の罅

FRBの政策を読み解くための鍵は、「流動性の罅」ではないだろうか。詳細な説明は後述するが、結論から言えば、米国が「流動性の罅」に陥っていないとき、論理的にポートフォリオ・リバランス効果は一定の効果を及ぼす、FRBはそう判断したのだろう。

日本の量的緩和政策が採用された経緯は、すでにデフレに陥ってしまった後に、ゼロ金利制約に直面して、もうそれ以上に金融政策が緩和効果を発揮できない状態に追い込まれたことだ。ゼロ金利制約（非負制約）は、実質金利の高止まりを意味する。

日銀の流動性供給は、このゼロ金利政策への挑戦であった。時間軸効果も、将来の緩和効果を金融市場が先取りすることで、資産価格を引き上げる余地を探るものであった。もうひとつ加えると、すでに完全に「流動性の罅」にはまったとき、ポートフォリオ・リバランス効果はうまく発揮されない。「流動性の罅」とは、民間資産にリスクが蓄積し、例えば銀行が貸出を増やそうとしてもリスクが大きすぎて潜在的な自己資本の低下を感じて、リスク性資産を購入しない状態である。中央銀行が供給した資金は、すべて国債購入に流れてしまい、社債などのリスクプレミアムは低下しない。「質への逃避」が、自己資本不足とあいまって起こっている状態が「流動性の罅」である。

このことを裏返して言えば、米国経済がまだ消費者物価がプラスで、「流動性の罅」にどっぷりと浸かっている

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ければ、まだポートフォリオ・リバランス効果は働さう。今のFRBはそう解釈しているのではないか。

なお、参考まで、日銀がCP購入などを選択することについてどう考えるか。銀行セクターがダメージを受け、日本経済が「流動性の罅」に陥っていないことを前提に有効性があるという理解もできる。

インフレターゲットの不採用

バーナンキ議長のインフレターゲットの不採用はどう考えるべきなのか。正直に言ってよくわからないが、インフレ目標の設定は、米国経済がデフレ状態に陥ったと判断されたときの最終兵器として温存しているという考え方もできる。

それとは別に、インフレターゲットに長期金利上昇という副作用があることを警戒したという考え方もできる。FRBの量的緩和は、オバマ次期大統領の財政出動とのポリシーミックスを念頭に置いている。つまり、政府が資金調達をしてきて、財政出動で総需要の嵩上げを行うのが財政政策。その副作用として、財政悪化が長期金利を高止まりさせるという一種のクラウドイングアウトが心配される。その副作用を封じるには、量的な調整として長期国債を中央銀行が買い取るかたちでファイナンスすることで貢献できる。FRBの量的緩和が、間接的な財政支援のポリシーミックスだと考えるのならば、インフレターゲットは止めておいて、債券買い切りに限定した政策を採る。

だから、インフレターゲットは、長期金利上昇の副作用が起こりにくいタイミングに限り用いる。例えば、米国が「流動性の罅」に陥ってしまって、「質への逃避」によって過剰流動性が債券市場に無限に流れ込むような状態である。米国がすでに「流動性の罅」に陥っているかどうかの判断が、インフレターゲットを設定して流動性供給を積極的に行う妥当性の分かれ目ということになるのだろう。

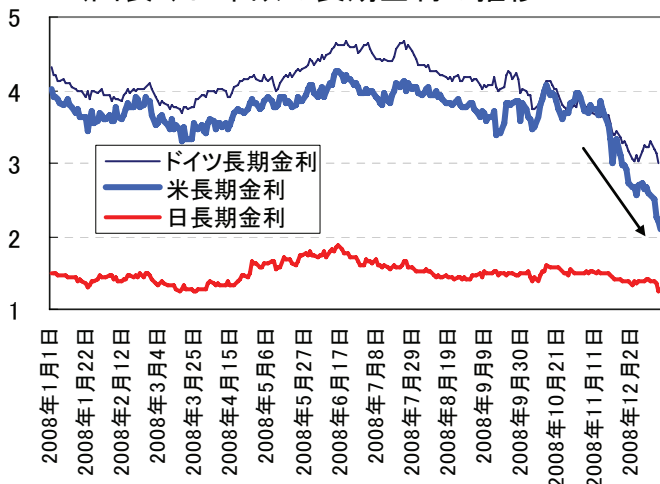
ゼロ金利制約との関係

金融政策は、名目短期金利がゼロ%まで引き下がった後に、何の影響力の行使できないかといえ、必ずしもそうではない。

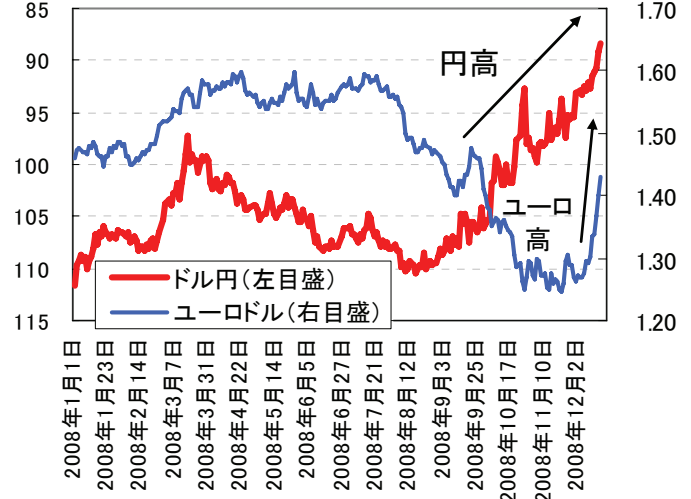
第一のルートは、短期金利だけでなく、長期金利の範囲まで低下を促すことである。すでに、バーナンキ議長が講演で量的緩和に言及した時期から、米国の長期金利は大きく低下している（図表1）。

第二に、国内流動性の規模が大きくなりすぎると、それは海外資金移動を通じて、通貨安（ドル安）という為替調整へと向かっていく。通貨価値の低下は、名目短期金利がゼロになった後も進んでいく。日米欧の長期金利差が変化したことで、円・ユーロともに対ドルで価値が上昇している（図表2）。

％（図表1）日米欧の長期金利の推移



（図表2）ドル安に伴う円・ユーロの上昇



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

第三に、過剰流動性が物価上昇を引き起こすとき、名目金利がゼロ%でも、実質金利はマイナス域に入っていく。ゼロ金利制約は、実質ベースでは変化させうる。

今の米国は、すでに第一と第二のルートで、ゼロ金利制約に縛られない政策効果が表れている。まだ、第三のインフレ作用は起こっていない。もしも、消費者物価の上昇や資産インフレが起こった場合（その可能性が表れそうな場合）は、バーナンキ議長は将来の歯止めとしてインフレターゲットを導入するかもしれない。

ただし、それは、かつて一部の人々が目指そうとしていた資産買取りや株価買い支えを滅茶苦茶な規模で行うことを補償するインフレターゲットではない。反対に、インフレ率の状況を抑制するための天井としてインフレターゲットを用いると考えられる。例えば、名目短期金利をゼロ%に据え置いて、消費者物価が2%よりも高まると、実質金利がマイナス2%よりもさらに低まってしまう。FRBは、そこまでの緩和は必要ないと考えれば、インフレ目標を2%に据えて、3~5%のインフレは容認しない姿勢を採る。過度の緩和効果に歯止めが利かなくなるのを抑止するために、インフレターゲットを用いる考え方である。

バーナンキ議長は、インフレターゲットには操作上の不確実性が小さくないので、実務的な詰めをもっと用意周到に行っていくであろう。今後のFRBの金融政策は、景気情勢の変化に応じて、まだまだ量的緩和政策の内容を変化させていこう。