

ゼロ金利下のQE2に効果あり

マネーが社債・株式にシフト、資産高が家計の債務調整長期化の「悲観」を覆す

米国のQE2は、株価上昇による家計の債務調整支援などを通じ、米国実体経済の押し上げに確実に効いている。

昨年11月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で決定された量的金融緩和追加策(2008年後半から10年初頭実施された第1次量的金融緩和QEと区別してQE2と呼ばれる)は、今年6月までに政府財務省証券を6000億ドル(約48兆円)買い増すという内容であるが、その効果を巡ってエコノミストの意見は対立してきた。QE2は①デフレ回避に効かない、②将来にインフレ高進の副作用をもたらす、③ドル安と新興諸国におけるバブルをもたらすなど、効果の有無と副作用を巡る批判を米連邦準備制度理事会(FRB)は浴びた。ゼロ金利下でも金融政策は追加的な有効性を発揮し得るかという点で、QE2は日本での日銀の量的金融緩和と並ぶ未曾有の金融政策実験でもある。

伝統的な金融政策では、連邦準備銀行が誘導操作の対象にするのは銀行間短期金利としてのフェデラルフ

アンドレート(FFレート)であり、長期金利は直接の操作対象とならない。なぜならFFレートは短期マネーマーケットでの日々の資金需給に連銀が介入する(資金不足時はマネーを供給し、余剰時は吸い上げる)ことで、一定の水準に誘導できる。しかし数兆ドルもの発行残高があり、市場参加者の将来のインフレ期待にも依存する長期国債利回りは連銀が直接操作可能な対象とは通常は考えられないからだ。

しかし、QE2はその長期金利の引き下げ、あるいは低位安定を意図していることになる。それが効果を発揮する仕組みをバーナンキFRB議長は昨年8月の講演で「ポートフォリオ・バランス・チャネル」として次のように説明した(注1)。

中央銀行が市場から国債を大規模に買い上げれば、民間投資家のポートフォリオ(投資している金融資産の組み合わせ)から国債が減り、現

たけなか まさはる
竹中 正治
(麗谷大学経済学部教授)

金が増える。すると民間投資家は各種の社債の保有を増やすことでポートフォリオのリスクとリターンを元に戻す調整をしようとする。この結果、企業が発行する社債の追加購入需要が生じ、民間債券の長期利回りを押し下げ、金利低下が経済全体に波及する。さらに投資家は相対的に金利の高い海外の金融資産の保有を増やそうとするだろう。その場合はドル売り・外貨買いにより、ドル相場を押し下げ、純輸出を拡大する効果も生じる。

資産価格押し上げで消費性向低下に歯止め

QE2効果のうち1つの側面は資産価格の押し上げ効果である。バーナンキ議長はQE2実施までは、株式などの資産価格の押し上げ効果について語ることは慎重だった。昨年8月の講演での「ポートフォリオ・バランス・チャネル」の説明では、

国債と民間債券の間でのシフトのみであり、株式や不動産資産が明示的に登場しなかった。

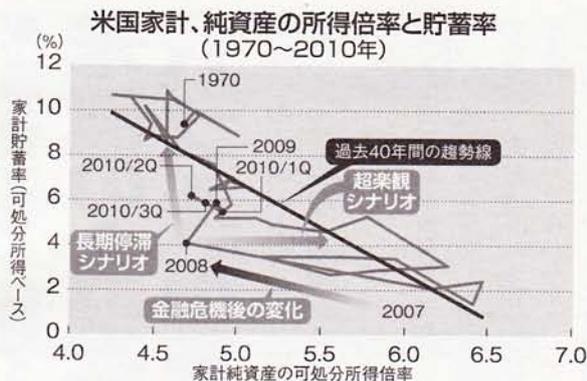
議長はFOMCの決定が発表された後、11月4日付「ワシントン・ポスト」紙の論説で、QE2の効果について株式などの資産価格の上昇効果も期待できる、とようやく明示的に語った。株価の上昇が家計の資産価値を増加させると同時に景気の先行きに対する自信を改善することを通じて、個人消費を増加させると述べた(注2)。おそらくQE2が株価を押し上げる効果があるかどうか、当初は確信がなかったのだろう。昨年の夏以降に株価の上昇トレンドが鮮明になるのを確認して、ようやくこの点について語り始めたように思える。

株価の上昇については、市場参加者の「インフレ期待」に働きかける経路もあっただろう。QE2が将来のインフレ期待を高めるならば、インフレで名目価格の上昇が期待できる株や不動産など資産を増やそうとする投資家のポートフォリオ調整が働くからだ。「QE2は将来のインフレ高進の原因になる」と批判した論者の声は、皮肉なことに市場参加者の将来のインフレ期待を助長することにより、QE2の効果実現に一役買ったのだ。

QE2の効果に懐疑的だったエコ



米国復活



(出所) 米商務省データから筆者作成

ノミストの多くは、長期金利が押し下げられても、米国の家計全体では所得に対して債務が依然過剰であり、債務返済を優先するバランスシート調整を余儀なくされているので、消費拡大、景気浮揚に目立った効果を上げないと考えてきた。そこで家計のバランスシートと資産価格の関係を次に考えてみよう。

バブル崩壊による住宅価格の下落と景気後退による株価の下落で、家計は消費を切り詰め、貯蓄(含む債務返済)を増やした。これは家計の「バランスシート調整」である。家計の貯蓄率は家計が所得の何倍の純資産を保有しているか(純資産の所得倍率と呼ぼう)と強いマクロ的な相関関係がある^{注4)}。

図が示す通り、07年までは、資産価格の上昇で純資産価値の所得倍率が上昇するにつれて米国の家計は貯蓄率を下げた(消費性向を上げてきた)。これが金融危機による住宅と株価の下落で08年末には純資産の所得倍率は大きく下がり、貯蓄率は上昇した。

図に即していえば、08年末時点の位置から趨勢線(近似線)近辺のゾーンに帰ることが家計のバランスシート調整である。戻り方には2つの両極端の経路がある。1つは上方向の垂直に近いベクトルが示す経路であり、この場合は資産価格が上がり、バランスシートの調整は専ら貯蓄率の上昇(消費性向の低下)によるざるを得ない。これは長期停滞を招く悲観シナリオである。

一方、右方向に伸びた水平に近いベクトルは、資産価格の回復に助けられた経路であり、ここから先の貯蓄率の上昇はほとんど無しで済む。これが超楽観シナリオだ。

筆者は、現実にはこの両極端のシナリオの中間を辿る(中間シナリオ)と予想してきたが、昨年の第2四半期(4~6月)末は悲観シナリオにかなり傾斜した位置にあった。当時そのまま悲観シナリオを辿るか、右方に戻って中間シナリオに復帰するか、重要な分岐点だった。そこで発動されたのがQE2だった。昨年

第3四半期(7~9月)は、第2四半期時点に比べ、純資産の所得倍率が上昇する一方、貯蓄率はやや減少し、ベクトルは右方向へと転じている。昨年第4四半期(10~12月)の株価上昇で、10年末の図上の位置はさらに右方の趨勢線に接近しているだろう。この調子なら家計のバランスシート調整は終了局面を今年迎える公算が高い。それは安定した貯蓄率の下での自律的な成長局面への移行を意味する。

サンフランシスコ連銀 デフレ回避で「勝利宣言」

今年6月に現行のQE2は期限を迎える。今の景気回復トレンドが続けば、終了になる可能性が高そうだ。ただしFLEETのほぼゼロ金利状態が解除されるのはさらに先で、年末か来年初であろう。長期金利は10年物国債利回り既に3%台半ばまで上昇しているが、实体经济の回復を伴っており、FRBにとっては許容範囲だろう。年内は4%台半ばまでの上昇が視野に入る。

今年1月31日に公表されたサンフランシスコ連銀の研究報告は、経済動向と政策効果の分析に使用している大規模計量モデルを使ってQEとQE2の効果を検証し、2つの量的金融緩和が発動されなかった想定したケースと比較して12年末までの

累積効果を次のように推計している^{注4)}。

- ①住宅ローン担保証券(MBS)の長期国債に対するリスクスプレッドを0.5%押し下げ
- ②長期国債利回りを0.6%押し下げ
- ③実質国内総生産(GDP)を3%押し上げ
- ④雇用300万人増加(うちQE2分は70万人増加)
- ⑤失業率を1.5%押し下げ
- ⑥インフレ率を1%押し上げ

こうした推計結果に基づき、サンフランシスコ連銀のリポートは、景気後退時のゼロ金利制約下でも連銀による資産購入は实体经济に目立った押し上げ効果をもたらさし、デフレも回避することができたと締め括っている。「勝利宣言」には時期尚早の感じもするが、筆者も概ね同様に考えている。

(注4) Ben S. Bernanke's speech "The Economic Outlook and Monetary Policy," at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2010. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>
 (注5) Ben S. Bernanke, "What the Fed did and why: supporting the recovery and sustaining price stability," November 4, 2010. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/11/03/AR201010307372.html>
 (注6) 竹中平蔵「米国の経済復活と通大評価」による家計のバランスシート調整のシナリオ(財)国際通貨研究所、国際通貨基金報告書「2009年」13頁
 (注7) FRS San Francisco "Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases," January 31, 2011. <http://www.frbsf.org/publications/economics/pletter/2011/e2011103.html>