

2011 年ドルの大洪水が世界を覆う？

米国の量的金融緩和パート2(QE2)を巡る議論紛糾を読み解く

中国が米国の量的緩和を警戒する理由:掲載タイトル

金融史に残る大実験・・・かも

近年これほど論争の的になった金融政策は他にないだろう。米国の FRB (連邦準備制度理事会) が 11 月の FOMC (連邦公開市場操作委員会) で決定した追加的な金融緩和政策 (Quantitative Easing2、以下 QE2 と記す) を巡って、国内外の政治家から経済学者まで議論が四分五裂している。

来年の 6 月まで 6000 億ドル (約 50 兆円) の米国債を連銀が新規に購入することでマネー供給を増やし、長期金利を低下させ、景気の浮揚と同時に低過ぎるインフレ率の是正を図るというのが QE2 の内容だ。通常の金融政策で操作の対象となるフェッドファンドレート (日本のコールレートに相当) は 0～0.25% とゼロ近傍まで下げているのでもはや下げ余地がない。そこで国債を大規模購入することで長期金利を下げる、あるいは低位に安定させ、金融政策の効果をあげようということだ。日銀が 2001 年に採用した量的金融緩和策と同種のものである。

金融史を振り返れば、第 1 次世界大戦後 1920 年代の主要諸国の金本位制復帰と 1930 年代の金本位制離脱の時代にも、金本位制と為替相場を巡って政策議論が紛糾、四分五裂した。結局、金本位制を早期に離脱した国の方がその後の景気回復が順調だったことが明らかになり、その認識は現代の金融政策のベースになっている。今回はそれに匹敵する金融政策上の実験かもしれない。果たして基軸通貨ドルの量的金融緩和は米国と世界に何をもたらすのか？これを考えてみよう。

QE2 が発表、実施されてから、この政策を巡る内外の論争はますます激しくなっている。海外では中国、ブラジル、ドイツなどの政府が「ドル安誘導だ」と批判している。米国内では共和党議員や保守派の経済学者らが反対を唱えている。リベラル派の経済学者でもステグリッツ教授は反対している。反論は概ね以下の諸点に整理できる。

- 1、経済成長促進、デフレ回避に効かない。
- 2、中央銀行による大規模な国債購入はマネタイゼーション (通貨の増発) であり、インフレを高進し、財政規律を損なう。
- 3、FED のバランスシートの拡大による損失発生の可能性が高まり、(その場合は財政資金によるその穴埋めが必要になり) 金融政策ではなく財政政策の領域に入っている。
- 4、ドル安誘導が目的であり、通貨切下げ競争だ。(海外諸国に多い反対意見)

量的金融緩和は効果があるのか？

反対理由1の「デフレ回避に効かない」という部分と2の「インフレ高進になる」というのは矛盾している、そもそも同時に成り立たない。起こり得ることは、①デフレ(あるいは低過ぎるインフレ)回避に効かないのでインフレ高進にもならない、あるいは②デフレ回避にはなるが、QE2 の適切な解除が遅れた場合、その後のインフレ高進をもたらすリスクがある、のどちらかだ。

まず実体面での景気浮揚効果はあるのだろうか？通常の金融政策では連銀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ドファンドレート(日本ではコールレート)であり、長期金利は直接の操作対象とならない。なぜなら、フェドファンドレートは日々のマネーマーケットでの資金需給に連銀が介入する(資金不足の時はマネーを供給し、余剰の時は吸い上げる)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で変動する長期国債利回りは連銀による操作可能な対象とは通常は考えられないからだ。

しかし、今回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議長は「ポートフォリオ・バランス・チャンネル」として説明している。これを単純化した例で考えてみよう。今、国の家計部門はあなたひとりがかつ投資家でもあり、資金の調達者として政府と企業部門があるでしょう。あなたは金融資産として総額1兆ドル持っている。その内訳は現金 1000 億ドル、国債 3000 億ドル、社債 3000 億ドル、株式 3000 億ドルで、あなたはこの資産配分のリスクとリターンに満足している。

ここで中央銀行が国債をあなたから 3000 億ドル買い上げてしまったらどうなるか？あなたの資産ポートフォリオは現金 4000 億ドル、社債 3000 億ドル、株式 3000 億ドルとなる。あなたのポートフォリオは国債からの利息収入がなくなり、利息ゼロの現金が増えてしまう。リスクは減ったが、投資リターンも同時に低下したことになり、あなたは不満である。そこで、あなたは現金を減らし、社債、さらには株式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だろう。あなたの社債の追加購入需要は発行される社債の長期金利を下げ、株式購入需要は株価を押し上げる。(さらに、金利の高い海外の金融資産の保有を増やそうとするかもしれない。その場合あなたはドル売り・外貨買いすることになり、ドル相場を押し下げる効果が生じる。この点は後述する。)

これがポートフォリオ・バランス効果である。実際、QE2 が発動されるという予想が広がる以前、例えば今年の5月時点の10年物国債金利は3.5%前後であり、現在は2.87%(11月19日)だから、長期金利を0.5~0.75%下げる効果があったことになる。国債と社債などのリスクプレミアム(利回り格差)が同じなら、社債や住宅関連債券の金利も同じ幅下がったことになる。

しかし米国の家計全体を見ると、今は金利が低くても借り増すよりは、債務の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。大企業はキャッシュフローがじゃぶじゃぶでも需要が伸び悩んでいるので国内の設備投資に消極的である。従って、「その程度の長期金利の追加的な低下が景気浮揚に目立った効果を上げるとは考え難い」これがQE2 効果に懐疑的なエコノミストの判断である。実際、バーナンキ議長も金融政策だけで景気浮揚をすることには限界があることを繰り返し語っている。

バーナンキ議長があえて触れない QE2 のもうひとつの効果

しかしバーナンキ議長があえて触れないもうひとつの効果が QE にある。実はバーナンキ議長の説明には債券のみで株式や不動産資産が明示的に登場しない。しかし現実の投資家は株式や不動産資産を大きな比率で保有している。ポートフォリオ・バランス調整がこうした債券以外の資産にも働けば、それは資産価格を押し上げることになる。実際、株式市場は S&P500 で見ると、企業業績の回復と QE2 期待で今年 7 月初の安値から 17% も上昇している。

バブル崩壊による住宅価格と株式資産の減価で家計は消費を切りつめ、貯蓄(含む債務返済)を増やした。つまり負の資産効果(資産価値が減少すると消費が落ち込む)が今回の不況深刻化の主たる要因である。従って、資産価格が名目でこれ以上に下がらず、できるなら穏やかな上昇トレンドになることが景気回復持続の条件となる。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ますます増やそうとする投資家のポートフォリオ選択が働くだろう。

しかしバーナンキ議長は、そうした資産価格への影響については慎重にコメントを控えている。なぜか？ ひとつには FRB が長期金利ばかりでなく資産価格まで効果の対象に含めて考えていると公式に認めると、金融政策の責任範囲を一層広げてしまうことになる。しかし既に現状の金融政策の負担は十分に大き過ぎると考えているので、そこまで広げたくないのだろう。もうひとつの理由は、前任のグリーンスパン議長が 2001 年の IT バブル崩壊後の景気後退に対して行った積極的な金融緩和政策が、当時は賞賛されたものの、結局後になって住宅バブルの原因となったと非難されたことが念頭にあるのだろう。「資産価格の押し上げ＝新たなバブルで景気を浮揚するなんて不健全極まりない」という批判を回避したいのだ。

そうしたバーナンキ議長の判断は政治的には正しいと思う。誤解されると困るが、米国経済が本格的な成長軌道に戻るために新たな資産バブルが必要だと考えているわけではない。現在の株や住宅価格水準は趨勢的な水準に照らして既に割高感が消えている。ここから先は「資産価格下落→負の資産効果による消費減少→景気後退→資産デフレ」という悪循環に陥らないことが景気回復持続の要件であり、それを確実にしたいのだろう。従って QE2 の本当の狙いには、長期金利の低下と合わせて資産価格の下落回避、あるいは底上げ効果が秘められていると考えるべきだろう。

中央銀行の国債購入は財政規律を損なうか？

さて、「中央銀行の国債購入が(直接引き受けでなくても)財政規律を損なう」という批判はどうだろうか？ 論理的に考える限り、財政収支をどうバランスさせるかは、あくまでも財政の問題として考えられ、中央銀行が国債を買うかどうかとは関係がない。

ただし、インフレ高進が問題になる限り、中銀の国債購入はマネタイゼーションとして問題になる。逆に言うと、インフレ率が望ましい水準(それは食料とエネルギーを除いたコア CPI で前年比 2% 程度であり、現状は 0.6%)まで上昇して来た時には QE2 の解消を開始し、さらに望ましいインフレ率レンジを超え始めた時には金融を引き締めることで対処できれば問題はない。

しかも私達が直面している困難は、金融を引き締めて(金利を上げて)インフレを鎮静することはできるが、デフレになったら金融効果が効かなくなる(金利はゼロ以下にはできないので)という金融政策の効果の非対称性なのである。QE2 に対して将来のインフレ高進リスクを強調する論者は、目の前のデフレリスクを過小評価しているのだ。

また、既にこれまでの量的緩和で既に連銀のバランスシートは 2 兆ドルを超えており、今回の QE2 でさらに 6000 億ドルが上積みされることになる。市場参加者のデフレリスク懸念が払しょくされ、穏やかなインフレ期待に転換することは、もとより政策の意図することである。ところが、その政策が成功した時には必然的に長期債券利回りは上昇し（価格は下落し）、連銀の資産価値（債券残高）は時価評価ベースでへこみ、評価損を抱える可能性が高い。「連銀の損失を政府がまた財政資金を投入して埋めることになるから反対だ」と考える保守派の論者もいる。これが反対論 3 の論拠である。

おそらくこれが FRB にとって QE2 の現実的かつ最大の副作用リスクである。その時の損失規模は、期待インフレ率の変化の度合い、保有債券残高の規模、債券の残存期間に依存するので、シミュレーションはできるが（間違いなくと連銀は内部ではそうした推計をしている）、予測することは簡単ではない。しかし、この点で中央銀行は特殊な優位を持っている。2兆ドルのバランスシートの大半の負債は通貨発行残高であり、金利ゼロの無利息負債である。一方、資産は RMBS（住宅担保証券）や国債であり、利回りのある金融資産である。資産と負債の間に 2.5%の利回り格差があれば、年間 500 億ドル（約 4 兆円）、3 年で 1500 億ドルもの収益が生じる。これが起こり得る損失に対する大きなバッファになる。

米国の QE2 の副作用、資産バブルの罠にはまる中国

「QE2の本当の狙いはドル安」という海外諸国の批判はどうだろうか？これについてバーナンキ議長は11月19日ドイツの講演で反論している。「ドル安を意図したものではない」という弁明を私は嘘だとは思わない。しかしながら、既述の通りQE2による超低金利が持続すれば、米国の投資家がより高い利回りを求めてドル資産から海外資産へのシフトを進める。そのためドル相場を下落させる効果は生じる。それは日本の量的金融緩和・超低金利下で 2005 年から 07 年にかけて起こったことと同様である。

それでも自由な変動相場制を採用する国の金融政策は、国内のインフレ安定（あるいは景気循環の平準化）のために金融政策を用い、対外不均衡については為替相場の市場での変動に委ねるのが合理的な政策の組み合わせだ。

一方、中国のように固定性の強い為替相場（クローリングペッグ）を採用している国は、内外間の資金移動を規制・遮断し、インフレの安定化にはやはり国内の金融政策を用いるのが合理的である。それができる限り、別に米国の金融緩和が中国元高圧力をもたらすことはあり得ない。だから中国が「米国の金融緩和がドル安を狙っている」というのは論理的には奇妙な議論だ。

ところが、中国には米国の QE2 に文句を言わざる得ない事情がある。日本を含む先進国では為替介入する場合は、「不胎化方式の介入」をすることで国内のマネー供給に影響を与えないことが基本となっている。例えばドル買い・自国通貨売り介入をする場合は、自国通貨を短期の政府証券の発行で調達する。短期政府証券は最終的に民間に売られ、介入で市場に供給された自国通貨を政府が吸い上げることになるので、マネー量の変動は中立化できる。これが不胎化だ。

ところが、中国人民銀行の介入は先進国のように、政府が短期政府証券を民間相手に発行して自国通貨を調達する方式を必ずしも採っていないために、不胎化が不完全である。そのためドル買い介入が自国通貨の供給を増やしてしまう。しかも近年中国の内外資金移動規制は段階的な規

制緩和と規制をすり抜ける取引の横行で、ホットマネーの流入が増えているという。つまり、中国自身の為替介入の不完全性と資本移動規制の空洞化が、海外からのドル資金の流入→中国国内での過剰流動性→不動産バブルという事態を引き起こしていると言えよう。

これまで中国では次のような俗論が横行してきた。「日本は日米貿易摩擦で 1985 年のプラザ合意で円相場の急騰を米国に強いられ、円高不況を回避するための過剰な金融緩和がバブルを起こし、その崩壊で経済成長が低迷した。従って中国は決して米国の中国元相場の急激な切り上げ要求に屈してはならない。」

皮肉にも今の中国は、通貨の切り上げを拒否するための大規模な為替介入の累積と固定的な相場維持に不可欠な資本移動規制の空洞化によって、国内の過剰流動性が不動産バブルを助長するという形でバブルの罠にはまりつつある。これを中国政府が果たして金融引き締めやその他の手段で対処できるかどうか？それに失敗すれば、次の大規模なバブルとその崩壊を私達は中国で見ることになるろう。

以上