本格化するポスト量的緩和議論
米金利上昇は緩やか、景気回復続く

米国は2017年中に金融緩和の本格的な出口に向かう。一方、日本は手詰まり感が強まっている。

竹中　正治（たけなか　まさはる）
（龍谷大学教授）

2000年代に入り、政策金利をゼロまで引き下げても、デフレ、あるいは低インフレで金融政策の景気押し上げ効果が見られない状況に直面し、日米欧の中央銀行は非伝統的金融政策を試行してきた。日本では「量的金融緩和」という名称が一般的だが、その手段と政策的なもくろみには各種あり、米国では「非伝統的金融政策」と総称されている。

伝統的な金融政策の効果とは、短期の名目金利を上げ下げすることで、実質金利（＝名目金利－インフレ率）の操作を通じて実体経済に影響を及ぼすものだ。しかし、名目金利をゼロ以下にすることは現在の貨幣制度の下では全く不可能ではないものの、大きな制約がある。その結果、デフレ下では名目金利を引き下げることで実質金利を低下させる伝統的な金融政策が機能しなくなる。

日米で異なる緩和効果

非伝統的金融政策は、主に以下のように分類できる。

①金融資産買い入れ　中央銀行が国債、住宅ローン担保証券などを大規模に買い取り、銀行にベースマネーを供給する。同時に民間経済主体のポートフォリオに影響を与え、社債利回りの低下、株価の上昇、通貨安などの波及効果をもたらす。ポートフォリオバランス効果と呼ぶ。

②政策金利のフォワードガイダンス　政策（短期）金利についてゼロ金利を中長期に継続することを宣言し、長期金利の低下を誘導する。

③金融資産買い入れのフォワードガイダンス　①の資産買い入れを中長期に持続することを宣言し、長期金利の低下を誘導する。

④マイナス金利　短期政策金利を中心にマイナス金利に誘導する。

日本では①金融資産買い入れについて、日銀が国債を主に買い入れることで日銀に置かれている民間銀行の当座預金残高（日銀当座預金残高）を大規模に増加させる「量的金融緩和」を実施してきた。第1次の量的金融緩和は01年3月から06年3月で、日銀当座預金残高の操作目標は最終的に30兆～35兆円となった。

さらに13年3月、黒田東彦日銀総裁の下で「質的・量的金融緩和」が開始され、日銀当座預金残高は352兆円、日銀券発行残高との合計（ベースマネー）は456兆円に達している（いずれも17年5月末時点）。また日銀の国債保有残高は418兆円、株式のETF（上場投資信託）が13兆円、REIT（不動産投資信託）が0・4兆円となっている（17年3月末）。

ゼロ金利下での量的金融緩和政策にインフレ率を引き上げる効果があるかどうかは、大きな論争の的になってきた。なぜなら、物価上昇のためには通貨供給量（マネーストック）の増加が必要だが、通貨供給量はすなわち「銀行に預けられた預金残高＋日銀券発行残高」である。ところが日銀が直接に増やせるのは日銀当座預金残高だけで、通貨供給量を直接増やせるわけではない。

通貨供給量が増えるためには、銀行のローンと預金が両建てで増加することが条件となる。ところが民間の経済主体がデフレマインドに陥り、借り入れを増やして消費や設備投資、住宅投資を増やそうとしなければ、量的金融緩和といえども通貨供給量を増やすことはできない。日銀の黒田総裁は「インフレ期待に働きかける」と期待の転換を強調したわけだが、開始から4年余りたった今も物価上昇率は目標の前年比2％を大幅に下回っている（図1）。

一方、米国では第1次の非伝統的金融緩和となった08年11月から10年6月（QE1）で、サブプライム危機とリーマン・ショックで機能不全に陥った不動産担保証券を連邦準備銀行（FRB）が大規模に買い入れ、信用収縮の回避に努めた。FRBはこれを「信用緩和（credit easing）」と呼び、効果があったと判断する研究結果が多い。

第2次（QE2）は10年11月から11年6月に実施され、FRBによる米国債の大規模購入による流動性供給が主眼になった。第3次（QE3）は12年9月から14年10月で不動産担保証券と米国債の購入が行われた。

3次にわたる非伝統的金融政策の結果、民間銀行がFRBに預けるリザーブ（日銀当座預金残高に相当）は2・3兆ドル、FRBが保有する米国債と不動産担保証券の残高は4・4兆ドル（いずれも17年4月時点）に膨れている。

また④のマイナス金利は、国別の国債購入に当初制約があった欧州中央銀行（ECB）が始めたもので、日銀も16年1月に日銀当座預金残高の増分に対してマイナス0・1％の付利をする形で実施を発表した。

ただし通常の預金金利や貸出金利までマイナスにするような全面的かつ大幅なマイナス金利の実施は、現行の通貨制度の下では非常に困難だと考えられている。なぜなら、預金金利がマイナスになると預金者は預金（紙幣）を現金で引き出し、退蔵する逃げ道があるからだ。

出口見えない日本

米国では雇用情勢が改善し、失業率は4・3％（17年5月）まで低下が進み、消費者物価指数も2％に絡む水準に回復してきた。このためFRBは15年12月から金利引き上げ過程に入り、08年末以来のゼロ金利状態が終わった（図2）。

FRBがこれまで購入した米国債と不動産担保証券の保有残高は、債券の期日が到来すると同額再購入することで残高が維持されているが、年内には保有残高の段階的な縮小が始まり、非伝統的金融政策からの最終出口を目指すと見込まれている。

今後の非伝統的金融政策からの最終出口で、米国を中心にどのようなことが起こるだろうか。

シナリオ①　ドル長・短期金利の比較的速いテンポの上昇と、それを受けた株価や社債市場の下落・調整局面の到来、超低金利時にドル債務を増やした新興国からのドル資金の米国への還流、それによるドル高と債務国の信用逼迫（ひっぱく）などが起こる。

債券流通市場での利回り上昇、価格下落で、FRBの残存保有債券に含み損が生じる。同時に短期金利の引き上げにより、FRBの資産運用利回りと負債調達コストの利ザヤが縮小、あるいは逆ザヤが起こり、FRBが赤字決算に陥る。

シナリオ②　FRBの金融引き締めは穏やかで、ドル金利の上昇は緩やかなものにとどまり、シナリオ①が想定するような激変は回避される。景気の回復が長期に持続する。

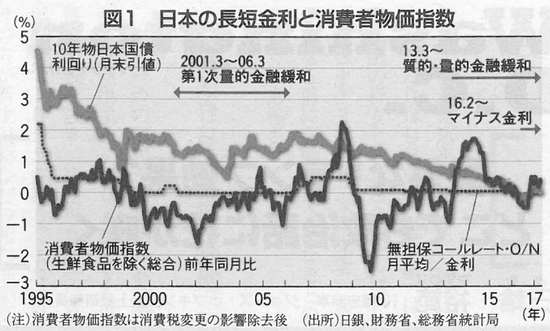
シナリオ③　やはりFRBの金融引き締めは穏やかで、ドル金利の上昇は緩やかなものにとどまる。だが、4％台まで低下した失業率は米国では完全雇用状態を示唆しており、景気はピークアウトから後退局面に移行する。その結果、FRBは長期金利の上昇を回避するためにバランスシート縮小を停止、現在の4兆ドルに近い債券保有残高が恒常化する。

どのシナリオになるかは米国の景気とインフレ動向次第だ。筆者は2～3年かけて、シナリオ②から③に移行する可能性が高いと考えている。

①はリスクシナリオの位置づけだ。FRBは年内に再購入額を減らす形で保有残高を減少するステージに移行する可能性が高く、ある程度の長期金利の上昇も起こるだろう。しかし、FRBは極めて慎重に時間をかけて進めると考えられ、長期金利の上昇のテンポも水準も緩やかなものにとどまる可能性が高い。

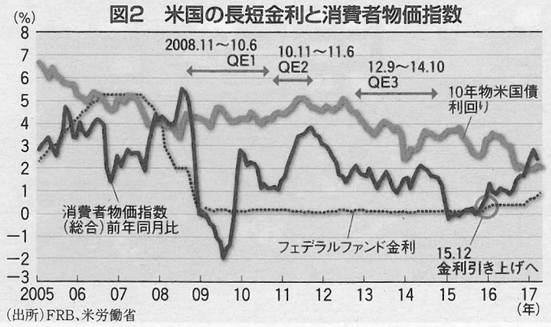
一方、日本では実体経済面で景気回復が持続し、景況は悪くないものの、消費者物価指数で2％という日銀が掲げた物価上昇目標の達成めどがついておらず、量的金融緩和からの出口が見えない。黒田総裁の任期は18年4月8日までであり、続投か交代か、政策変更が行われるか、議論を呼ぶことになろう。

図1　日本の長短金利と消費者物価指数



(注)消費者物価指数は消費税変更の影響除去後　(出所)日銀、財務省、総務省統計局

図2　米国の長短金利と消費者物価指数



(出所)FRB、米労働省