

## 非伝統的金融政策の有効性について

中 島 精 也

はじめに

1. 非伝統的金融政策の波及チャネル
2. 主要中央銀行の非伝統的金融政策
3. 主要中央銀行の非伝統的金融政策の効果
4. 非伝統的金融政策の評価と課題

はじめに

1990年の日本のバブル崩壊以降、世界は2008年のリーマンショック、2010年のユーロ危機と次々に大きなショックに見舞われてきた。そのショックにより各国経済は金融危機とデフレ経済突入の危機を迎えたが、日本銀行、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）など主要中央銀行はマネタリーベース拡大による量的緩和（QE）、社債や住宅ローン担保証券（MBS）などのリスク資産を購入する信用緩和、マイナス金利政策などいくつかの非伝統的政策を駆使することで危機克服に努めた。

これら非伝統的金融政策がデフレ阻止、景気回復にどの程度貢献したのかについては、国によっても事情が異なり、評価の分かれるところである。事実、各中銀がほぼ類似の政策を採用してきたにもかかわらず、2%の物価目標については、FRBはほぼ達成、ECBはかなり前進、日銀は依然としてめどが立たない、のが実情である。非伝統的金融政策のうち、量的緩和政策にはいくつかの波及チャネルが指摘されているが、そのうちポートフォリオ・リバランス・チャネルと為替チャネルは効果が明示的で分かりやすい。一方、シグナリング・チャネルやインフレ期待チャネルはそれぞれ市場の金利予想と人々のインフレ期待に働きかけるだけに検証が難しいという側面もある。以下、量的緩和政策の波及チャネルと効果を検証しつつ、日米欧で2%物価目標の達成について違いが生じた原因はどこにあるのかを探っていきたい。

## 1. 非伝統的金融政策の波及チャネル

### 1) 伝統的金融政策

中央銀行が採り得る政策ツールのうち、代表的なものが金利政策であり、例えば日本銀行は市中への資金供給オペを通じて銀行間金利である無担保コール翌日物金利を目標水準に誘導することにより経済に影響を与えようとする。但し、対象の金利は短期金利であり、長期金利のコントロールはしないというのが伝統的な考え方であった。米国のケースでは1951年に米財務省とFRBが共同声明を発表して、FRBによる国債価格支持政策を撤廃することを決めた。いわゆる「アコード」と呼ばれるものである。その理由はFRBが国債価格支持政策を採り続けるとマネーコントロールが効かなくなり、インフレを助長することにつながるからであった。

マーケットメカニズム重視の姿勢が弱かった1980年代以前の日本ではマネーコントロールを金利政策で行うと同時に、窓口指導と呼ばれた貸出増加額規制で銀行の貸出を直接コントロールする政策も併用していた。その後、金融市場の成熟につれ日銀が市場重視の姿勢に転じたため1991年に窓口指導は撤廃された。このように窓口指導は金融市場が未成熟な国で採用される政策であり、中国では現在も重要な政策ツールの1つになっている。

なお、日銀の国債購入は成長通貨の供給、すなわち経済の成長に伴い増大するマネー需要に対応べく通貨を供給することを目的として実行してきた。更に量的緩和政策を導入した2001年以降でも、日銀の国債保有額の上限は日銀券の発行残高とする「日銀券ルール」により、国債の大量購入によるマネーの急増を抑制し続けてきたのである。

### 2) 非伝統的金融政策：量的緩和政策の波及チャネル

1990年以降、世界は様々な経済ショックに見舞われ続け、主要国の中銀は伝統的な金利政策を発動したものの、金利がゼロに近づくとつれ、ゼロ金利制約という伝統的金融政策の限界に直面するようになっていった。そこで起死回生の策として採用されたのが量的緩和に代表される非伝統的金融政策である。量的緩和政策とは中央銀行が自らのバランスシートを活用し、国債などの資産を大規模に購入して、その見返りに負債であるマネーを市場に大量供給することにより、デフレ経済への突入を回避し、景気を浮揚させることを目的としている。但し、量的緩和政策の効果については様々なチャネルがあり、その有効性については議論の分かれるところである。

主なチャネルとしてポートフォリオ・リバランス・チャネル、シグナリング・チャネル、インフレ期待チャネル、為替チャネルなどが挙げられる。ポートフォリオ・リバランス・チャネルとは中銀が国債など安全資産を大量に購入することにより、全体として国債需要が供給を上回り、金利は低下する。そこで金融機関は一定の利回りを確保するために、利回りの高い他のリスク資

産の購入に向かうので、株価や社債、不動産などリスク資産価格が上昇する。要は中央銀行が国債市場を占拠することで銀行や生命保険会社など機関投資家を他のリスク資産の購入に向かわせ、資産価格を押し上げることで景気回復につなげようとするものである。

シグナリング・チャンネルとは量的緩和政策により市場の将来にわたる金利予想を押し下げることにより、長期金利の低下を促すものである。インフレ期待チャンネルとは量的緩和政策によって人々のインフレ期待を高めることができれば、名目金利がゼロに張り付いても、実質金利（名目金利－期待インフレ率）が低下して景気を刺激できるというチャンネルである。特に日銀が量的・質的金融緩和（QQE）に踏み出した時、インフレ期待チャンネルを強調していたのが印象的であった。量的・質的金融緩和により中央銀行が2%のインフレ目標を必ず実現させるという不退転の決意を示せば、インフレ期待が高まって実質金利が低下して景気が刺激され、企業によるスムーズな価格引き上げや賃金引き上げが進み、2%のインフレ目標が速やかに達成される、ということの日銀は期待していたようだ。

為替チャンネルは量的緩和が自国通貨安をもたらして輸出の価格競争力を高める結果、輸出の増加、それに伴う生産の増大、雇用の拡大と賃金の上昇、そしてインフレ目標の実現に向かう経路を想定している。しかし、経済のグローバル化が進み、先進国の製造業で空洞化がみられる昨今では、為替レートが実物に与える影響は予想以上に小さくなっていると考えられる。為替チャンネルは輸出増など実物を通じて景気を刺激する効果よりも、為替差益による企業収益改善と株価の上昇を通じて景況判断の改善につながる経路の方が効果的になってきているとみられる。

量的緩和政策が通貨安をもたらすと考える根拠としてマネタリーアプローチ理論がある。これは購買力平価説と二国の貨幣需給関数を組み合わせて、為替レートの変化は二国間の相対的貨幣需給がもたらす相対的物価の変化を反映すると考えるものである。マネタリーアプローチで使用するマネー変数はマネーサプライとなっているが、寺井・飯田・浜田（2003）によればマネーサプライと為替レートの相関は低く、むしろマネタリーベースとの相関が高いことが確認されている。マーケットの感覚からもマネタリーベースの拡大ペースが為替変動に大きな影響を与えていると思われる。これはマネタリーベースの拡大を発表することで、瞬時に市場が反応して為替が動くからである。

上記のように為替チャンネルでは通貨安による輸出増など実物を通じた経路よりも、為替差益を起点として景気に影響を与える効果の方が大きいとみられるが、後者は言わばウィンドフォール・プロフィットによる企業収益好転のため、長期的な経営見通しに基づく設備投資計画などの実物投資を誘発する効果は弱い。自国通貨安が続いている間は景気刺激的であるが、通貨安が一巡すると、景気刺激効果は弱まってしまう。実物投資を通じた景気上昇の持続性が期待できないのが難点と言える。

なお、各中銀は非伝統的金融政策と共に、将来にわたる金利や量的緩和政策の方向を示すフォ

ワードガイダンスを採用しているが、それは長期金利の低下を促すシグナリング・チャンネルやインフレ期待を高めるインフレ期待チャンネルの効果を強める点で貢献していると考えられる。

### 3) マイナス金利政策の効果

マイナス金利政策とは中央銀行が銀行準備にマイナス金利を課すものであり、一般的に期待される効果としては、第1にマイナス金利は銀行にとってペナルティに等しいコスト増という負の効果が生じるため、銀行は過剰準備を減らして貸出その他のリスク資産を増やすポートフォリオ・リバランスを余儀なくされる。企業にとっては金利低下という金融環境の好転であり、また資産市場にとっては資産価格上昇の要因となることが期待される。第2に中央銀行はゼロ金利制約の呪縛から解放され、マイナスの世界で金利を動かすことが可能になり、イールドカーブ全体の低下を促すことができる。新たな金利低下は通貨安を誘導する。更に長期金利の低下は企業の設備投資や家計の住宅投資、耐久財消費を刺激する効果が期待される。また、投資家も債券利回りの低下による収益悪化を補うために、国債よりハイリスクの資産を増やすポートフォリオの組み替えに動かざるを得ない。

しかし、マイナス金利政策には経済にとって負の側面があることも見逃してはならない。準備預金制度がある以上は銀行は必要準備を保持する必要がある、マイナス金利による収益悪化は避けられない。この収益悪化への銀行の対応によっては経済に悪影響を及ぼす可能性があるからだ。1つはマイナス金利政策によるコスト負担をカバーするには一般預金者の預金金利を引き下げて転嫁する方法があるが、現実問題として預金金利には強いゼロ金利制約があるため、預金金利をマイナスにはできない。よって、準備預金のマイナス金利の幅が大きくなると銀行収益が更に落ち込むことになる。第2は貸出金利を引き上げることで借り手にコストを転嫁する可能性もある。これだとマイナス金利政策は緩和どころか、実質的に引き締めになってしまう。潜在成長率の低下がみられる先進国ではグローバルリスクの高まりも手伝って、景気が上昇局面にあっても設備投資の動きが極めて鈍い。このような環境で貸出金利が上昇すれば設備投資意欲が低下して貸出しの減少は避けられなくなる。

よって、マイナス金利政策が採用されても銀行は容易にコスト負担を預金者や企業に転嫁することはできない。その一方で銀行がコスト負担を自ら抱えることになれば、銀行経営に影響が出る恐れがある。仮に体力の消耗で資本不足に陥っている欧州や日本の地方銀行が打撃を被れば、銀行からの借り入れに大きく依存している地方経済への影響は計り知れない。いわゆるリバーサルレート議論、すなわち、「金利を下げ過ぎると、預貸金利ぎやの縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転（リバーサル）する可能性があるという考え方」が盛んになっているのはそういうリスクを危惧してのことであろう。

## 2. 主要中央銀行の非伝統的金融政策

非伝統的金融政策が実体経済に影響を及ぼす波及チャネルについて一覧したので、以下では日米欧の中央銀行がそれぞれ金融危機以降に採用した非伝統的金融政策を取り上げるが、その前に非伝統的金融政策を採用せざるを得なくなった事件、いわゆるリーマンショックに代表される米金融危機のメカニズムとFRBの危機封じ込めのための市場対策についてレビューしてみたい。

### 1) 米金融危機のメカニズムとFRBの対応

2008年9月に起こった全米第4位の投資銀行リーマンブラザーズの破綻は米国にとどまらず世界の金融市場を震撼させた。金融危機とはシステミックリスクの顕在化、すなわち金融機関の破綻が連鎖的に他の金融機関に飛び火して金融市場全体が麻痺する結果、マネーが循環しなくなる状態を指す。これを放置しておけば、経済恐慌に進展する可能性が高くなる。グリーンズパン（Greenspan）元FRB議長がこれを「100年に一度の津波」にたとえたが、それほど事態は深刻であった。

リーマンショックをもたらした要因はいくつかあるが、第1は銀行と証券の分離を定めたグラス・スティーガル法が1999年に廃止され、代わって銀行、証券、保険を兼業可能とするグラム・リーチ・ブライリー法が成立したことである。この結果、銀行や保険会社が投機的な金融リスク資産を保有することが可能となり、経営の健全性が損なわれるリスクが増大した。一方、自らの証券業務を侵食されることになった投資銀行は競争上生き残りをかけて、より高リスクの金融商品に手を染めていく。これを可能にしたのが金融工学の発展であり、各種資産を証券化することで新たなマーケットが創造され、市場規模も大きく拡大していった。

第2は2000年のITバブル崩壊を受けて、当時のブッシュ政権が大型減税と金融緩和の組み合わせで、個人消費と住宅投資を刺激して景気の落ち込みを回避しようとしたことである。特筆すべきは、この証券化の進展と金融緩和の組み合わせにより、悪名高き低所得者層向け住宅ローンであるサブプライムローンが誕生したことである。

一般に金融機関は住宅ローンを実行すると、その住宅ローン債権をファニーメイ（Fannie Mae）やフレディマック（Freddie Mac）など連邦住宅金融公庫に売却する。次にこの住宅ローン債権を担保とする住宅ローン担保証券（MBS）が組成されて、金融機関を含む投資家に売却される。更に、これに国債など安全資産を組み合わせると債務担保証券（CDO）が組成され、しかも、最高位の格付けが付与されて多くの投資家に販売されていった。しかし、そのCDOのポートフォリオには小さいシェアながらサブプライムローンも混じっていたことが後に致命傷となる。

これら証券化市場が急速に拡大したもう1つの理由は投資家が保有するMBSやCDOのデフォ

ルトリスクをカバーするクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）という保険商品と、それを提供するアメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）など保証会社の存在があった。投資家はCDSでリスクヘッジができるため、際限なく証券化商品の購入を続けていくことが可能とみられた。

サブプライムローンの借り手が返済可能である条件はただ1つ、住宅価格が右肩上がりであればならない。住宅価格が上昇すれば、転売による利益、或いは価格が上昇した保有不動産を担保とした新たな借り入れで、当初の借り入れ返済も可能となるからである。しかし、住宅価格上昇が2006年に天井を打つと、サブプライムローンの返済は滞り始めて不良債権化し、サブプライムローンを組み込んだMBSやCDOの価格が急落した。この結果、これら金融商品を大量に買い込んだ機関投資家や金融機関の多くは保有資産の全てをCDSでヘッジしていたわけではなかったため巨額の損失を抱えることになった。これを契機に金融機関の経営危機が懸念され、銀行間市場が機能停止に陥ることになる。

2008年9月には米投資銀行第4位のリーマンブラザーズが破綻したが、主たる理由は大手金融機関連合による救済スキームの中で、買収を予定していた英パークレイズ銀行が、最終局面で英国政府の反対により買収を見送った結果、救済スキームが頓挫したからである。米財務省はリーマンを破綻させても商業銀行ではないのでシステミックリスクには進展しないとみていたようだが、火の手は短期金融市場から上がった。公社債など安全度の高い短期金融商品で運用するマネー・マーケット・ファンド（MMF）の一つが運悪くリーマン発行の債券を組み入れていたため、異例の元本割れとなったのである。

これをきっかけに機関投資家がMMFから資金を大量に引き上げたために、コマーシャルペーパー（CP）、資産担保証券（ABS）市場も連鎖的に機能不全となり、更にはABSの裏付けとなっている消費者ローン、教育ローン、自動車ローンにも飛び火してローンが組めないという異常な事態に進展した。このように証券化市場がフリーズすると、企業活動、個人消費、住宅投資など実物経済にマネーが循環しなくなって、経済は壊死してしまう。証券化市場の発展が別の形のシステミックリスクを顕在化させたのである。

恐慌に進展しかねない金融危機に直面してFRBが採用した政策は機関投資家が手を引いた証券化市場に流動性を注入することと、自らが投資家となって証券化商品の買い取りに踏み切ったことである。短期金融市場対策としてはABCP・MMF流動性ファシリティ（AMLF）、CPファンディング・ファシリティ（CPFF）、短期金融市場投資家ファンディング・ファシリティ（MMIFF）の3つがある。第1にMMFは銀行持株会社が設立した投資会社（SIV）からCDO担保のABCPを購入して運用しているが、リーマンショック直後に機関投資家がMMF市場から資金を引き上げたので、FRBはAMLFをつくり、銀行持株会社がMMF市場からABCPを買い戻す資金を供給することにより、MMF市場の流動性不足を解消して市場を守った。

第2にMMFはCPもポートフォリオに組み込んでいるが、同じく機関投資家の資金引き上げでCP購入ができなくなったので、CPを発行する企業や金融法人の資金繰りが苦しくなった。そこで、FRBは特定目的事業体（SPV）をつくってSPVに融資して、企業や金融法人から直接CPを買い取らせて企業活動を支えた。第3にMMFやその他のファンドが機関投資家からの資金回収の要求が増えたため、CPの投げ売りに踏み切らざるを得なくなる可能性が出てきたので、それを回避する目的でFRBがSPVに融資してMMFやファンドから直接CPを購入してCP市場の安定化に努めた。

次にFRBは証券化市場の支援のためにターム物ABS融資ファシリティ（TALF）とMBS買取りプログラム（MBSPP）という2つのスキームを導入した。第1にTALFは市場の混乱で大きく影響を受けたABS市場のテコ入れをするため、オートローン、教育ローン、クレジットカードローンなどを担保とするABSを保有する投資家にABS担保で流動性を提供することでABS市場と各種ローン市場が正常に稼働するように努めた。第2にMBSPPはサブプライムローン危機でMBS市場が機能不全に陥って住宅ローンが組成できなくなり、市民の住宅購入に深刻な打撃を与える事態に対処するため、ファニーメイやフレディマック発行かつ保証付きのMBSを買取るプログラムである。これにより住宅購入という実需の落ち込みを防ぐことに成功した。以上が機能不全に陥った証券化市場の支援策である。

FRBはこれら市場対策以外に個々の金融機関への直接融資も実施した。ベアスターズを吸収したJPモルガンへ130億ドル、AIGへ1200億ドル融資、またシティバンクが保有する住宅ローン関連商品の損失が440億ドルを超えた場合、或いはバンク・オブ・アメリカ（BOA）が吸収合併したメリルリンチ資産の損失が180億ドルを超えた場合にはその超過分を融資することも決めた。米政府も7000億ドルの不良資産救済プログラム（TARP）を創設し、銀行への公的資本の注入を実施した。このように米政府・FRBの異例の対応策により、ようやくリーマンショックの封じ込めに成功したのであった。

## 2) FRBの量的緩和政策

リーマンショック後の金融危機対応に成功したFRBだったが、デフレ経済への突入を阻止するという使命は始まったばかりだった。そこで採用されたのが量的緩和（QE）であった。それは内容を変えつつ3度にわたって実施され、FRBのバランスシートはリーマンショック前の9000億ドルから4兆5000億ドルへ実に5倍にも膨れ上がった。先ずQE1と言われるものは、上述の金融危機対応の一貫として採用されたMBS買取りプログラムのことを指す。当初5000億ドル、その後1兆2500億ドルに拡大され、これに国債3000億ドル、その他債券1750億ドルを加えて、総額1兆7250億ドル、期間2008年11月～2010年3月に実施された量的緩和をQE1と言う。

QE1は市場が落ちつきをみせてきた2010年3月に一旦終了したものの、实体经济の改善は遅々

として進まなかった。雇用者数の伸びは2010年の前半に一時的に回復したが、年央から4ヶ月連続の減少を記録した。失業率も2009年10月に10.0%のピークを付けた後、やや低下したものの、2010年半ば以降は9.5%前後で横ばいの高止まり状態となった。一方、個人消費支出（PCE）物価指数でみたインフレ率は2009年に前年同月比1%割れの後、2010年前半には1%台半ばまで戻したが、年央から年末にかけて再び1%割れに向かって下降していった。米国経済のデフレ突入が現実味を帯びてきたのである。そこでFRBは2010年11月から2011年6月まで毎月750億ドル、総額6000億ドルの国債を購入して資金を供給することを決めた。これがQE2である。

その後、減少していた雇用も増加に転じ、インフレ率も上昇に向かったが、雇用の最大化と物価の安定というFRBの2つの法的使命（dual mandate）を達成するには充分ではなかった。更に、バブル崩壊の後遺症で住宅市場は相変わらず不振が続き、住宅着工戸数はピーク時の3分の1、住宅価格も下げ止まったものの、底を這うような状況から脱却できないでいた。このままでは景気回復が頓挫する恐れもあったので、2012年9月に再度、MBSを月400億ドル購入することを決めた。更にその3ヶ月後の12月には月450億ドルの国債購入も決め、合計850億ドルの大規模資産購入となった。これがQE3で2014年10月まで続いた。

2013年に入ると雇用も改善の度合いを強め、失業率は8%から6%台へ急速に低下していった。GDP成長率も3%近い伸びを示すようになった。QE3がなくとも経済は自律的に回復する局面に移行していたのかもしれない。ここからFRBは出口戦略に移行することを決意し、QEの終了に向けた段階的QEの縮小（tapering）、ゼロ金利解除、バランスシートの縮小、そして現在は均衡水準に向けた利上げを行いつつある。総じて、FRBは6年にわたるQEの結果、デフレ回避と潜在成長軌道への回帰を実現させることに成功したと言える。

### 3) ECBの非伝統的金融政策

リーマンショックの影響はユーロ圏にも波及し、投資家のリスク回避の動きが強まり、2009年末のギリシャ債務危機をきっかけに、南欧を中心にユーロ圏全体に危機が拡大した。2010年5月にEUが800億ユーロ、IMFが300億ユーロを拠出して、計1100億ユーロの第1次ギリシャ支援がまとまった。同時にユーロ圏全体をカバーする救済スキーム、欧州金融安定基金（EFSF）を軸とした7500億ユーロの融資枠が設定された。その後、3年の時限機関であるEFSFに代わって恒久の救済機関として欧州安定メカニズム（ESM）が設立された。この結果、ユーロ危機は沈静化に向かった。

ECBは金融危機、ユーロ危機対応として、第1にFRBとのswap協定によりドルを調達して、ドル不足の欧州の民間銀行にドルを無制限に供給した。第2に銀行の資金ショートを回避するため、短期のユーロ資金を固定金利で無制限に供給するだけでなく、3年物の長期資金供給オペ（LTRO）を2回に分けて実施して1兆ユーロを供給、その後、金融政策の波及経路を改善するこ



とをターゲットとした長期資金供給オペ（TLTRO）をも実施した。また、債務危機に瀕する南欧加盟国の国債買い支えを目的として2010年にSMP（Securities Markets Program）、2012年にはOMT（Outright Monetary Transaction）というプログラムを創設して、債務国を支援した。

一方、ユーロ圏の物価は2014年末から前年比マイナスに陥る局面もみられ、ユーロ経済はデフレ回避の必要に迫られていた。そこで、ECBは2015年3月について量的緩和（QE）に踏み切った。国債を含む資産を当初600億ユーロ／月、その後、一時800億ユーロに拡大した後、600億ユーロに戻して、更に300億ユーロ、150億ドルと段階的に減額し、2018年末で終了するとしている。政策金利については2014年6月に市中銀行がオーバーナイトでECBに預ける預金ファシリティ金利をマイナスとして、銀行に余剰資金をECBに預けるより融資に回すよう促している。

これらの政策の結果、ユーロ圏はデフレから脱却し2%目標を達成している。但し、食料とエネルギーを除くと1%をやや上回る水準にとどまっている。経済成長率は2%台の安定的な伸びを実現するに至っている。

#### 4) 日本銀行の異次元緩和

日本経済は1990年前後にバブルの発生と崩壊を経験したが、日銀はバブル崩壊のおよそ1年後の1991年6月から利下げを開始して、1999年にゼロ金利政策を採用、2000年に一旦、ゼロ金利解除に踏み切った。しかし、世界的なITバブル崩壊というマイナス材料と銀行の不良債権問題が足枷となり、景気がマイナス成長に後退することもあって、2001年3月に操作目標を従来の金利から日銀当座預金残高という量に変更する「量的緩和政策」をスタートさせた。同時にこの量的緩和政策の枠組みを「消費者物価指数（CPI）の前年比が安定的に0%以上となるまで継続する」ということをコミットした。いわゆる「時間軸効果」、フォワードガイダンスの導入である。

その後、2006年3月、福井総裁の時に約5年ぶりに量的緩和が解除され、かつ同年8月にはゼロ金利政策も解除されたが、2008年9月のリーマンショックを契機に金融緩和政策に再び転換し、2010年10月、白川総裁の時に「包括的な金融緩和政策」を採用した。それは①実質ゼロ金利政策（0~0.1%のレンジ目標）、②「中期的な物価安定の理解」、すなわち「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度」という理解に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していくという「時間軸効果の明確化」、③資産買入等の基金の創設などからなる。

その後、2012年2月に「中長期的な物価安定の目途」を経て、2013年1月に2%の「物価安定の目標」を導入し、その実現のために「期限を定めない資産買入れ方式」の導入、そして、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のため政府および日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組むという共同声明を発表した。しかし、これらの策にもかかわらず、消費者物価はマイナスの領域から脱することはできなかった。

それまで漸進的と批判されることが多かった日銀の金融政策を大胆に変えたのが2013年3月に就任した黒田総裁である。4月の政策決定会合で「量的・質的金融緩和（QQE）」の導入、いわゆる異次元緩和に踏み切った。「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」というものである。

具体的には第1に金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う「マネタリーベース・コントロールの採用」である。第2はイールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。第3は資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、というものである。

バズーカとも呼ばれた量的・質的金融緩和は2年でマネーを2倍に増やし2%物価目標を実現させるといふ、市場予想を遥かに上回る野心的な試みであった。異次元緩和は為替市場に大きなインパクトを与え、為替レートは1ドル=95円から110円まで上昇し、輸入物価の上昇が寄与して消費者物価（生鮮食品を除く総合）は1.5%まで（消費税の影響を控除後）上昇した。しかし、消費税引き上げによる景気減速と原油価格の急落により物価の伸びが低下傾向を強めてきたので、2014年10月にバズーカ2と呼ばれる量的・質的金融緩和の拡大に踏み切った。

即ち、第1にマネタリーベースの増加ペースを年間約60~70兆円から80兆円に拡大する。第2に長期国債保有残高を年間約50兆円から80兆円に拡大する。買入れの平均残存期間を7年程度から7年~10年程度に延長する。ETFの保有残高を年間約1兆円から3兆円に、およびJ-REITの保有残高を年間約300億円から900億円に、それぞれ3倍に増やす。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える、ことを決めた。バズーカ2により為替レートは一段の円安となり、2015年半ばには1ドル=125円まで下落した。為替ではバズーカ1と同じ円安効果が得られたが、この時期は原油価格が大幅に下落したため、円安効果より原油価格下落の効果が大きく、消費者物価は上昇するどころか、2015年半ばから2016年中にかけて前年比マイナスに落ち込んでしまった。

そこで、2016年1月に日銀はマイナス金利に踏み込み、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を採用するに至った。但し、マイナス金利といっても、日銀当座預金の全額にマイナス金利を適用するのではなく、当座預金を三階層構造に分けて、(a)基礎残高：2015年1~12月の平均残高

（除く法定準備）に到達するまでは、これまでと同じ0.1%を付利する。（b）マクロ加算残高：法定準備や今後のQQEに伴う一定の増加分などには0%と付利しない。（c）政策金利残高：上記の（a）+（b）を超える当座預金には▲0.1%のマイナス金利を適用する、とした。

その半年後の2016年9月に日銀は「量的・質的金融緩和」を導入して3年半が経過したこともあり、これまでの政策の「総括的な検証」を行った。まず、「量的・質的金融緩和」は、主として実質金利低下の効果により経済・物価の好転をもたらし、日本経済は、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった、と判断している。しかし、原油価格の下落、消費税引き上げのマイナス効果、新興国景気の悪化という物価を取り巻く条件の悪化から期待インフレ率が低下して2%物価目標が実現できていない。このため適切な期待による引き上げには不確実性があり時間がかかるため、フォワード・ルッキングな期待形成の役割が重要である、と述べている。

そこで日銀は新たに「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入することを決定した。その主な内容は、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」を新たな枠組みの中心に据える。そして、期待形成の重要さに鑑み、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の「物価安定の目標」を超えるまで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を導入することを決めた。

イールドカーブ・コントロールは日銀当座預金の政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行うとし、買入れ額は保有残高の増加額年間約80兆円をめどとするとした。しかし、オーバーシュート型コミットメントは物価上昇率が安定的に2%を超えなければ、エンドレスに緩和を続けなければならない。出口を自ら塞ぐという意味でリスクの大きい政策と言えよう。

その後、物価上昇率は原油価格の上昇もあって、生鮮食品を除く総合でプラス1%近くまで戻しているが、エネルギーを除くと相変わらず0%に近い低い伸びにとどまっており、5年間の異次元緩和の効果は当初の予想を遥かに下回るものであったと言える。

### 3. 主要中央銀行の非伝統的金融政策の効果

FRB、ECBはデフレ突入阻止、日銀はデフレからの脱却を目指して、三中銀ともに量的緩和政策、更にECBと日銀はマイナス金利政策の採用に踏み切ったが、現時点で評価するとFRBはほぼ達成、ECBはかなり前進、日銀は依然としてめどが立たない、というのが正直なところと思われる。その違いはどこから生じたのか非伝統的金融政策の波及チャンネルを通して考えてみたい。

#### 1) FRBの非伝統的金融政策の効果

FRBの非伝統的金融政策の効果により米失業率は3%台まで低下し、「インフレを生じさせない

失業率の下限（NAIRU）」をも下回っていると考えられる。インフレ率もほぼ目標の2%まで回復してきており、FRBの2つの法的使命（dual mandate）である雇用の最大化と物価の安定はほぼ達成された、と言ってよい。量的緩和政策の波及チャネルに関して言えば、株価の上昇や社債の利回り低下が実現しているところから、ポートフォリオ・リバランス効果が見て取れる。特に株価の上昇は企業および家計のバランスシートの改善をもたらし、投資や消費を刺激する資産効果があったと推測される。

米長期金利の推移をみると、三度にわたる量的緩和の期間を通して、或いはバーナンキFRB議長が量的緩和の縮小（tapering）に言及した2013年5月までは下降トレンドを示しており、シグナリング・チャネルが連邦公開市場委員会（FOMC）声明文で示される金利に関するフォワード・ガイダンスと共に市場の金利予想を下押しすることで長期金利の低下を促す効果があったと推測される。更に、米ドルがリーマンショック時点から2013年5月のバーナンキFRB議長のtapering発言まで、1ドル110円から70円台まで下降を続け、輸出を通じて景気回復に貢献したと言える。

インフレに関しては、失業率が一時的に10%を記録するなど、労働市場の環境が劣悪となり、時間当たり賃金の伸びはリーマンショック以降、低下を続けたが、2012年の1.5%で底を打って、その後は緩やかな上昇トレンドに転じている。賃金の伸びの低下が比較的軽微で済んだのは、量的緩和政策を繰り返すことによりインフレ期待がアンカーされ続けたことが大きかったと思われる。もちろん、デフレ阻止には金融政策だけでなく、銀行への資本注入ファンドとしてのTARPの活用など財政政策の貢献や民間企業の自助努力も忘れてはいけませんが、思い切った量的緩和政策が果たした役割はかなり大きかったと推測される。このようにFRBの量的緩和政策は波及チャネルのほぼ全てを通して景気回復とデフレ阻止に寄与したと思われる。

## 2) ECBの非伝統的金融政策の効果

ECBはユーロ危機以降、従来とは異なるSMP（Securities Markets Program）やOMT（Outright Monetary Transaction）という国債購入プログラムを創設して、資金供給を行ったが、これは金融政策の範疇というよりは債務危機対策の色合いが濃い。また、LTROやTLTROなどの銀行部門への長期資金供給も金融シスミックリスク対策としての性格が強く、これらは量的緩和というよりは信用緩和と位置付けるべきだろう。

いわゆるデフレ突入阻止のために採られた量的緩和やマイナス金利などの非伝統的金融政策は2014年以降に採用されたもので比較的新しく評価がしづらい。量的緩和政策の波及チャネルに関してポートフォリオ・リバランス効果をみると、株価が回復したことは事実だが、未だユーロ危機前の水準に戻っておらず、効果は限定的である。シグナリング効果については金利に関するフォワードガイダンスと共に、市場の金利予想を下押しして長期金利の低下を促したとみられる。

インフレ期待については、インフレ率がマイナスに陥った時期もあったが、比較的短期でプラ

スに戻ったこと、コアインフレ率は0.6%で底を打って1%台に回復しているところを見ると、インフレ期待はかろうじてアンカーされたと判断される。賃金上昇率の動きをみると、ユーロ危機前の3.5%のピークから低下して、一時1%を割れる局面もあったが、直ぐに戻して、ほぼ1~2%の安定したレンジの中で推移している。失業率は12%にまで達したが、インフレ期待が壊れずにプラスの賃金上昇率が維持されたことが大きかった。インフレ期待チャンネルの政策効果を定量化するのは難しいが、一定の効果はあったと思われる。

為替チャンネルについてはマイナス金利、量的緩和政策を採用した2014年から2016年にかけてユーロは対ドルで1ユーロ=1.4ドルから1.05ドルと大幅に下落しており、輸出を通じて景気浮揚に貢献したとみられる。以上の波及チャンネルをレビューすると、ECBの量的緩和政策の効果はみられるものの、株価やインフレ率の動向からはFRBほど顕著ではない。それはLTRO効果の消滅でECBのバランスシートが2013年から2014年にかけて3兆ユーロから2兆ユーロに大きく減少したことが影響していると思われる。ユーロ危機が収束しておらず、デフレ突入のリスクがある中でマネー縮小であるから政策の失敗と批判されても仕方がない。その後、TLTROの導入や量的緩和政策の採用によりバランスシートは4.5兆ユーロにまで拡大したが、途中のバランスシートの縮小がなければ、もっと政策効果は上がっていたのではないかと思われる。

### 3) 日銀の非伝統的金融政策の効果

異次元緩和採用後の景気の推移をみると、消費増税時の2014年こそマイナス成長に落ち込んだが、その後は1%台のプラス成長を続けている。肝心の物価上昇率については、当初は円安による輸入インフレで物価（消費増税効果を除く）は1.5%まで上昇したが、円安の一服や原油価格の下落もあって、2016年にかけて再びマイナスに落ち込んだ。その後は原油価格の回復により1%程度まで戻しているが、エネルギーを除くと相変わらず0%に近い伸びにとどまっている。異次元緩和採用後5年以上が経過するが、2%の物価目標は依然として実現されないままである。

量的・質的金融緩和政策の効果について、株価の上昇と社債利回りの低下が顕著であるところから、ポートフォリオ・リバランス効果は確認できる。シグナリング効果については当初は「ワールドカーブ全体の金利低下を促す」ことを明示したことから長期金利は下降トレンドを示したが、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」により長短金利は日銀により完全制御されることとなり、市場の長期金利予想は日銀の政策方針を追随する以外にない状況にある。

ポートフォリオ・リバランス・チャンネルと同様に量的緩和の効果が顕著に出たのは為替チャンネルである。2回のバズーカにより、それぞれ10円ほど短期間に円安に振れたのは、量的緩和の為替に与えるインパクトの強さを物語っている。バズーカによる円安と輸入物価の上昇がインフレ押し上げに貢献したのは明らかであるが、為替チャンネルが本来、期待している円安が輸出を刺激し、生産の増加、賃金の上昇を通じて景気と物価を押し上げるという図式は実現していない。1

つには長い円高の時期を経験して、海外への工場移転など日本経済の空洞化が進み、供給力に従来ほどの余裕がなくなっている点が指摘される。もちろん、円安が輸出企業の収益好転から株価上昇を通じて景気回復と賃金上昇に幾分か貢献したことは否定しないが、持続的円安でなければ、持続的効果は発揮し得ないという意味で、為替チャネルの効果は一時的であったと思われる。

あと、日銀が最も力を入れていたインフレ期待チャネルであるが、欧米のように2%程度のインフレ期待がアンカーされている経済とは異なり、日本では約20年と長期にわたり、物価の伸びがゼロないしマイナスを続けたために、インフレ期待は足元の物価に影響されるというアダプティブな性格が強い。現実に物価上昇率が5年にわたる異次元の緩和をもってしても2%の物価目標に遠く及ばない状況から察するに、量的緩和がインフレ期待を押し上げる効果については確認できない。

非伝統的金融政策を採用しながら、欧米とは異なり、物価目標の実現が困難視される背景の1つに労働市場の違いを指摘しなければならない。経済学では賃金は労働市場における労働需給で決定されることを前提としているが、日本の労働組合は産業別労働組合という性格よりも企業別労働組合という性格が強く、労使対立よりは労使協調路線を優先する傾向がみられる。よって、企業を取り巻く諸環境を考慮して、使用者側に優しい賃金決定が行われるケースが多い。

その背景としてバブル崩壊後でも多くの企業では可能な限り雇用カットを避けて、雇用維持を優先する姿勢を保持したため、景気が回復しても労働組合側は賃金交渉では譲歩せざるを得なかった経緯がある。更にグローバル化と長期にわたる円高のため、産業の空洞化が着実に進行し、労働組合が賃上げを強く求めれば、工場の閉鎖、海外移転を助長しかねず、結果的に賃金凍結を受け入れざるを得ない環境下にあった。更にグローバル・リスクが高まっている状況を考慮すれば、足元の労働需給が改善してもベースアップにつながる保証はない。このように、日銀が異次元緩和を採用しても物価目標実現を阻む大きな要素が、産業の空洞化に加えて、労働市場にあることを指摘しなければならないし、そこを解決するには成長戦略、日本経済の構造改革を断行して、経済力を強め、需給で賃金が決定する仕組みを取り戻すしかない。

#### 4. 非伝統的金融政策の評価と課題

非伝統的金融政策はデフレリスクへの対応として日米欧で採用され、様々なチャネルを通して、景気回復とデフレ阻止に大きく貢献したことは大いに評価しなければならない。一方で、2%物価目標の実現という視点ではFRBはほぼ達成、ECBはかなり前進、日銀は依然としてめどが立たない、といった具合に大きな差が出ている。これはインフレ期待がアンカーされているか否か、労働市場における賃金決定プロセスの違いなどが大きく影響しているように見うけられる。中央銀行が不退転の決意を持って、量的緩和政策を採用すれば、比較的短時間で物価目標が達成され

るという日銀の考え方はナイーブ過ぎたと言える。

非伝統的金融政策の副産物としては、経済ショックやデフレリスクに対して、金融政策に余りにも大きな負担を強いた結果、各中央銀行のバランスシートがリーマンショック時に比べて4～5倍も膨らんだことである。仮に長期金利が急上昇すれば、保有資産の評価損から債務超過に陥るリスクをも抱えている点は大きな懸念材料である。とは言え、早急な出口政策は逆に債券市場を混乱させる。マーケットと経済活動にショックを与えないように時間をかけて出口政策を進める以外に手はない。一方、マイナス金利政策はリバーサルレートの議論が出るほど、銀行経営にとって重荷となる政策である。名目金利はゼロないしプラスを維持しつつ、インフレ期待を刺激することで実質金利を低下させるやり方が副作用を封じる上ではベストな政策であると思われる。

非伝統的金融政策はデフレ突入阻止という時代的要請で緊急避難的に導入され、大きな役割を果たしたが、上記の如く金融政策の自由度が失われるなどの副作用や出口政策を安易に進められないなどの後遺症も残った。振り返ると、日米欧共に銀行行動、企業行動の行き過ぎた自由放任主義がバブルを発生させ、バブル崩壊の後遺症が長期間続き、そのコストは極めて大きかった。自由主義は経済繁栄の基礎であるが、行き過ぎるとバブルを発生させ、その後始末として中央銀行に理不尽に非伝統的金融政策を強いることになる。堅実なマクロ経済運営と金融機関や企業活動の適正な監督と指導が極めて重要である、ということが今回の教訓ではないかと思われる。

#### 参考文献

- 鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 2006』
- 白井さゆり（2014）「量的・質的金融緩和政策とポートフォリオ」『月刊 資本市場』第350号
- 田中素香（2017）「ECBの非標準的金融政策の評価を巡って」『証券経済研究 第98号』
- 寺井晃・飯田泰之・浜田宏一（2003）「金融政策の波及チャネルとしての為替レート」『ESRI ディスカッション・ペーパー・シリーズ No.59』
- 中島精也（2015）『傍若無人なアメリカ経済』角川新書
- 本田佑三（2017）「マイナス金利政策の効果」『金融経済研究第39号』（金融経済学会）
- Bernanke, B. S. and V. R. Reinhart [2004]. "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)", *American Economic Review*, The American Economic Association, May 2004.
- Cour-Thimann, Philippene and Bernard Winker [2013]. "The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure", *Working Paper Series No. 1528*, European Central Bank, April 2013.
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Rameche and Brian Sack [2010], "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, No.441
- Hancock, Diana, Wayne Passmore (2012) "The Federal Reserve's Portfolio and its Effects on Mortgage Markets" The a Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*.

Williams, J. C. [2013]. "Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy", Panel discussion at the NBER Conference, October 18, 2013.

(福井県立大学客員教授)