

日銀の「出口戦略」の参考になるか？

米国「量的緩和政策」終了

(問) 米国連邦準備制度理事会（FRB）は量的緩和政策第3弾（QE3）を2014年10月末に終わらせたそうですが、そもそも量的緩和政策とは何ですか。

(答) 大量の通貨量を供給することを目標とする金融緩和政策のことです。通常、中央銀行の金融緩和政策は、政策金利をターゲットにして金利引下げを行うのですが、近年の先進国では金利がゼロに近づき、これ以上の引下げができなくなったことから、日本、米国、英国、欧州で採用されるようになりました。

(問) 米国のQE3とはどのようなものですか。

(答) QE3は、主に雇用環境の改善を目的として、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券（MBS）と450億ドルの長期国債を銀行から購入し、市場の通貨量を増やすものです。米国の量的緩和政策は、リーマン・ショック後の金融市場の混乱への対応を目的として2008年12月に導入され、第一弾（QE1）では1兆7,250億ドルの国債・MBSを、第二弾（QE2）では6,000億ドルの国債を購入しました。

(問) なぜFRBはQE3を終了したのですか。

(答) 米国経済の見通しに明るさがみられるようになったことが背景にあります。QE3の導入目的であった雇用環境に十分な改善が見られたという判断がありました。なお、QE3の終了にあたり、景気や市場に影響を与えないよう、2014年1月から長い期間（9か月）をかけてほぼ同一のペースで徐々に国債とMBSの購入額を減らしていきました。これは、テーパリングと呼ばれています。

(問) テーパリングはうまくいきましたか。

(答) FRB議長がテーパリングを示唆した2013年5月や、テーパリング開始直後には、ドル資金のひっ迫化という市場の思惑により、一時的に新興国からの資金流出や新興国の通貨暴落などが見られました。しかし、その後、FRBは市場との対話を慎重に行い、特段の混乱はなく、QE3を終わらせることができました。

(問) 量的緩和政策が終わったので、次は金利の引上げですね。

(答) 量的緩和政策は終了しましたが、金融緩和政策そのものを取りやめたわけではありません。FRBは、2014年3月に「物価上昇率が2%を下回って推移すると見込まれ、長期の予想物価上昇率が安定している場合には、資産買入れが終了した後も相当の間、政策金利であるFF金利を現在の異例の低水準（0.00~0.25%）とする」とした将来の金融政策指針（フォワード・ガイダンス）を今日まで基本的に変えていないことから、しばらくはゼロ金利政策が続くと見られています。

(問) 量的緩和政策終了後の課題は何ですか。

(答) 量的緩和政策を終了したといっても、新たな資産購入（フロー）を行わないとしたことに過ぎません。これまでの量的緩和によってFRBが保有することになったMBSや国債（ストック）は巨額にのぼっています（図表）。好景気が続く中、保有資産が減らないならば、市場にとどまる過剰な資金によって、景気過熱に伴うインフレや資産バブルの発生が懸念されます。このため、将来的には保有資産を売却するなどして削減し

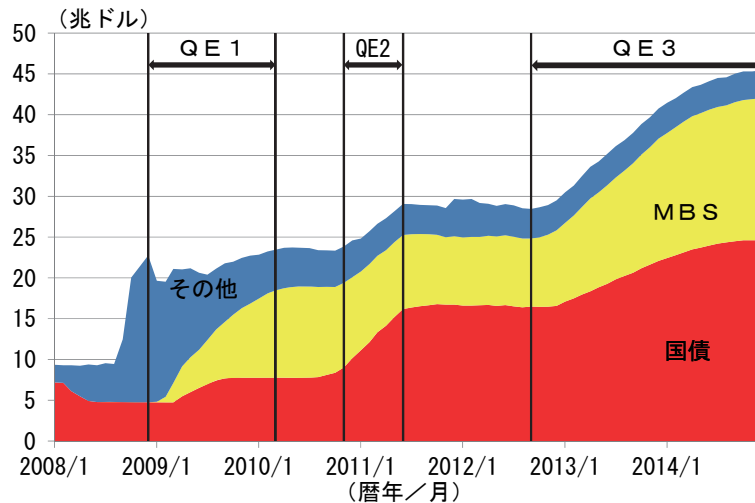
ていかなければならぬでしょう。ただし、中央銀行の保有資産の削減は、市場からの実質的な資金吸収（金融引締め）となることもあるため、その時期やペース等を見誤ったりすれば、米国経済や国際金融市場へ悪影響が及ぶことも考えられます。特に、長期金利の急騰が起きた場合には、FRBや金融機関に相当の損失が発生するほ

か、米国政府の国債発行に支障が生ずることも懸念されています。

(問) 日本でも量的緩和政策を行っていますが、米国の例は参考になりますか。

(答) ①国債などの資産購入額を減らす際には、景気や市場に影響を与えないよう購入額を同じペースで漸減させていくこと（テーパリング）や、②それとともに「ゼロ金利政策を続ける」というフォワード・ガイダンスを続けることで短期的な資金不足を懸念する市場の思惑を抑え、実際にテーパリングが終了した後もほぼ同じフォワード・ガイダンスを続け、結果的に一時期を除いては景気や市場に動揺を与えることなく量的緩和政策をスムーズに終わらせたことといった、一連の手法は参考になるでしょう。ただし、日本では、政府債務残高が大きいことに加え、日本銀行が多額の国債を購入していることから、テーパリングの時点でも国債市場での需給バランスが大きく変化したり、長期金利が急騰したりするリスクは高くなると指摘されています。テーパリングが上手くいったとしても、FRBと同様に、日銀にもこれまでの量的緩和政策による保有資産（ストック）が大きく積み上がっていることから、保有資産の削減には時間を要することになるでしょう。この点については、既に量的緩和政策を終了しているFRBが日銀に先行して直面すると見込まれていることから、その先行きが注視されます。

図表 FRBの資産保有額の推移



(出所) FRBホームページより作成

(調査情報担当室 竹田智哉 内線 75043)