

「FRBの非伝統的金融政策とその評価」

調査情報担当室

2015年1月9日、「FRBの非伝統的金融政策とその評価」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点の情報に基づくものであり、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。



基調講演

田中 隆之 氏（専修大学経済学部教授）

コーディネーター 兼 コメンテーター

後藤 康雄 氏（三菱総合研究所主席研究員¹、企画調整室客員調査員）

○後藤氏（以下、敬称略） 本日は、専修大学の田中先生をお招きして『FRBの金融政策について』、お話をいただきます。2015年の内外経済の展開を考える上で、FRBの金融政策は恐らく最重要ポイントと言っても過言ではないと思います。それでは田中先生、よろしくお願い致します。

¹ 肩書きは、講演当時のものである。

○田中 専修大学の田中です。本日は、FRBの金融政策についてお話させていただきます。本日は、第一に、先進国の4中銀（FRB、日銀、BOE、ECB）が抱えている共通の問題についてお話しします。第二に、FRBの非伝統的金融政策の経緯を簡単に振り返り、資産購入の効果は理論的にどのように想定されていたか、実際はどうであったか、その問題点は何かということを検討したいと思います。第三に、FRBはもう大量資産購入からの「出口」に差し掛かっているわけですが、現況と第二次世界大戦後にFRBが同じような「出口」に直面した際の比較をします。最後に、その「出口」の日本へのインプリケーションという話をしたいと思います。

1. 先進国4中銀が共通に抱える問題

（1）金融危機後の先進國中銀に課せられた課題

金融危機後に先進国中央銀行が共通に抱えている課題は、大別すると二つあります。一つ目は、各国経済が非常な低成長の中で、金融政策に、総需要調整というよりも、トレンドとしての成長率を引き上げるという役割が課せられてきている点です。この実現のために、二つ目として、中央銀行が金融資産を、とりわけ国債を大量に購入することが求められてきています。正にECBも、インフレ率がマイナスになり、ついに資産購入の開始かと言われております²。

このような事態に至った経緯を簡単に振り返りますと、そもそも金融政策には、大きく分けて金融システム安定化のためのプルーデンス政策と総需要調整のためのマネタリー政策と二つの種類があるわけです。2008年9月のリーマンショックにより金融が混乱に陥ったことから、何はともあれ金融システムの安定化が求められ、日米英欧のいずれも、中央銀行が流動性対策を担う一方、政府はソルベンシー対策を担う形で金融システムの安定化のための対策を行いました。その後、金融システムが一応安定化した2009年以降は、景気刺激策すなわち政府の財政出動と中央銀行の金利の引下げが必要となり、アメリカの場合はオバマ大統領就任直後の2009年2月に約7,900



田中 隆之
専修大学経済学部教授

² 本講演会後の2015年1月22日、ECBは、3月から少なくとも2016年9月までの期間を対象に、いわゆる量的緩和政策（国債の購入）の導入を決定した。

億ドルの財政出動を決定しました。

このように、まず政府と役割を分担し、中央銀行が金融システム安定化のための流動性供給と金利引下げ、景気刺激策としての金利の引下げを行いました。そして、財政出動を続けるわけにもいきませんので、景気刺激策は中央銀行にバトンタッチされ、マネタリー政策による景気刺激効果に期待が移ったということかと思えます。

ところが、政策金利がゼロになってしまったため、政策金利の引下げという伝統的な金融緩和政策ができなくなり（ゼロ金利制約）、金利引下げ以外の手段（非伝統的金融政策）で景気を刺激しなければなりません。政策金利は、2008年のリーマンショック以降、ECBを除いた3中銀はほぼゼロとなり、ECBは唯一ゼロになっていませんでしたが、非常に特殊な非伝統的金融政策の位置付けをしていました。

（2）「ゼロ金利制約」と非伝統的金融政策

非伝統的金融政策とは、政策金利がゼロになってしまったので、それ以外の手段で金融緩和効果を得ようとする政策と位置付けられます。私はこれを三つの類型に分けています。一つ目は準備供給量の増加で、これは2001年3月～2006年3月に日本が「元祖」量的緩和として行った手法です。結果的にはあまり効かなかったとされ、その理由は、準備預金が増えても多額の不良債権を抱えていた銀行がリスクテイクできずに貸出に回らなかった（クレジットクランチ）とか、借り手企業が多額の負債を抱えていたので借りられなかった（デッドオーバーハング）というような説が言われました。よく考えてみると、闇雲に準備預金が増やされても、リスク管理の観点から市中銀行が一気に貸出を増やすことにはならないわけであり、この点が日本の「元祖」量的緩和の時に分かったことだと思います。

二つ目の類型は資産購入であり、リーマンショック後にFRBが行った量的緩和政策（QE1～QE3³）においては、準備預金の増額のためという説明ではなく、準備預金は結果として増えるものの、購入する資産を通常ではない買い方をすることに主眼を置いたわけですが、通常の買いオペは短期の売戻条件付きで短期国債や手形を買うわけですが、長期国債のような長い物を買って持ち続け、それにより長期国債の価格上昇すなわち長期金利の低下を狙うというロジックで説明し始めたのです。なお、BOEも、2009年の3月に量的緩和

³ これまでFRBは、量的緩和（QE）政策を3回行っており、それぞれがQE1～QE3と呼ばれている。

を始め、国債を相当額購入し、最初は準備預金の増額のためという説明を行っていたのですが、ウェブサイトを見ると途中で変わっています。準備預金の増額というロジックが効かないということは、恐らく国際的に中央銀行の常識になったのではないかと思います。ちなみに、黒田総裁後の日銀が行った量的・質的緩和では、「多額の長期国債を買いベースマネーを増加させる」とありますが、これは準備預金増額のロジックが混在しています。それにより期待に働きかけるという経路が、おそらく背後に想定されているのだらうと思われます。話を戻しますと、長期国債を購入して長期国債の価格が上がる、それは長期金利が下がることと同義ですので、それによって景気を刺激する、このような明確なロジックで説明される政策が資産購入であると位置付けられます。

三つ目の類型はフォワードガイダンスで、ここ数年の4中銀の金融緩和の中で用いられています。フォワードガイダンスについては、複雑で理論的な整備がまだ十分にされてないと思います。

金融危機後は、資産購入が先進国中央銀行のスタンダードになった結果、準備預金が増額するため、当然バランスシートも拡大しています。4中銀のバランスシート規模のGDP比を10年程度の期間で見ると、日銀が突出して伸びています。リーマンショックの起きた2008年頃を基準とすると、バランスシートの拡大度合いは日銀が最も小さいことから、日銀は十分緩和していないという主張もありますが、日銀はリーマンショック以前に「元祖」量的緩和を行っており、その後の日銀のバランスシートの縮小にも限度があり、バランスシートが元々大きい段階を出発点としていることには注意が必要です。

なお、ECBの場合、他の3中銀とは異なり、政策金利はまだゼロではなかったため、景気刺激のために政策金利の引下げというマネタリー政策を行う余地がありました。しかし、ギリシャに端を発したソブリンリスクにより金融システムが不安定化しマネタリー政策の波及経路が機能しにくくなったため、それを直すという目的、つまり金融システム安定化目的で非伝統的金融政策を行い、バランスシートを膨らませました。ただし、資産購入においては、日銀、FRBやBOEのように長い物を買切ることではなく、ロングタイム・リファインンス・オペという売戻条件付きの買いオペをやりました。長くても3年が限度であり、主に1年という非常に短い期間でした。したがって、ソブリンリスクが一段落した時点では、バランスシートを非常に速やかに縮小することができました。ただし、足下では、デフレ懸念が出てきたため、今度は景気刺激のためにバランスシートを膨らませたいこうという議論が出ています。

2. FRBの非伝統的金融政策

(1) 大量資産購入

アメリカの非伝統的金融政策を整理しますと、大量資産購入とフォワードガイダンスの二本立てで行って来ていますが、柱は何と言っても大量資産購入であったと思います。これがQE1、QE2、ツイストオペ（より短期の国債の売りより長期の国債の買いを同時に行うオペ）そしてQE3と断続的に行われてきたわけです。2009年3月に始まったQE1では、住宅ローン担保証券(MBS)、フレディ・マックやファニー・メイなどが発行する債券である政府支援機関(GSE)債に加え、長期国債も購入しました。QE1は、リーマンショックに対して講じられた金融システムの安定化策から連続して行われた政策という側面があると思います。実は、FRBはMBSやGSE債を2008年の終わり頃から購入しているのですが、その時はマネタリー政策としての位置付けではないため、FOMC（連邦公開市場委員会、米国の金融政策決定会合）の決定ではなくFRBの会合（理事会）で決めていました。それが、2009年3月に、FOMCで追認されるような形でQE1に入っていました。このため、QE1には金融システムの安定化策と景気刺激策の両方の性格があるのではないかと考えています。

QE1は2010年3月に終了し、11月よりQE2が始まりました。QE2の購入対象は長期国債だけとなりましたが、これはQE1のようにMBSを買って住宅金融市場や住宅市場を支える必要がなくなった、金融システム安定化のための施策の必要がなくなったという判断ではないかと思っています。QE2から景気刺激策としての資産購入の性格が明確化したと考えています。

QE2の終了後、しばらくしてツイストオペが始まりました。これは、より期間の長い国債（残存6～10年）を買い、より期間の短い国債（同3年以下）を同額売ることによって、バランスシートは膨らみません。純粋に長期金利低下を追求した資産購入であり、FRBもそのような説明をしています。

QE3は、ツイストオペからなし崩し的に始まりました。QE3では、ツイストオペと同様に長期国債を購入しましたが、今度はツイストとして短い物は売らず、更にMBSの購入を再開しました。QE3でのMBSの購入は、金融システムの安定化ではなく、住宅金融市場の活性化を通じ住宅市場を活性化させ、景気を刺激することを目的として行われました。また、QE3は、QE1、QE2と比べオープンエンド（終了時点が定められていない）であるという違いがあります。QE1、QE2では、結果的に終了時期の延期はしましたが、開始時点で終了時期を宣言していました。QE3でオープンエンドにした理由

は、期待に働きかけるという要素があったのではないかと思います。月に合計850億ドル買うことを宣言する一方、従来と異なりいつまでとは言わず、止める判断をするまで行うということにしました。実は、黒田日銀の量的・質的金融緩和は、見事にこれを取り入れて同じことを行っており、資産購入の手法としては恐らく一番アグレッシブであると思います。

QE3の終了に関しては、テーパリングと言われる資産購入額の漸減が、2013年12月から始まり、2014年10月に完了しました。ただし、どの時点で資産購入をやめるかということは非常に難しく、2013年5～6月頃にFRBのバーナンキ議長（当時）が、瀬踏みをするようにテーパリングを示唆する発言をした際には、長期金利が急騰することもありました。結局は2013年の12月にテーパリングの開始が決定され、その後、FRB議長がイエレン氏に交代し、2014年10月にテーパリングが完了しました。テーパリング終了後については、FRBは一応保有資産残高を維持するとし、長期国債もMBSも保有残高を維持するため、満期償還を迎えたものについては再投資することによってつないでいるわけです。このため、現在は、緩和政策を続けているとも言えるのではないかと思います。

次は緩和の「出口」——緩和政策の終了——ということになりますが、国債を売ったりすると長期金利が急上昇するかもしれないので、保有資産残高を維持したまま政策金利を引き上げて金融を引き締めていくとしています。「出口」の時期については、5月、6月や7～9月期など色々と言われていますが、後ほど説明するように、FFレートを上げるには同時に超過準備への付利水準も上げていかないと上手くいきません。

FRBの保有資産残高の推移を見ると、長期国債とMBSが主体となり増加してきましたが、ツイストオペの時は長期国債は全然増えていません。また、QE3終了後については、長期国債とMBSの残高は変わっていないはずですが、

（2）フォワードガイダンス

もう一つの柱であるフォワードガイダンスは、非常にやっかいなものです。簡単に言えば、中央銀行が何らかの約束をすることで「期待に働きかける」政策であるということになるのですが、私見では明確に二つの要素に分けて考えた方がよいと思っています。

第一の要素は、短期金利つまり政策金利を現状ではゼロとし、将来も低く置くと約束することで、現在の長期金利が下がるというロジックです。これは、いわゆる金利の期間構造における期待仮説——現在の長期金利は、現在の短期

金利と将来の各時点の予想短期金利の幾何平均で決まるという仮説——に立脚しています。これは、投資家が幾らかの資金を持っており、短期債券でロールオーバーして運用していくのか、あるいは今長期債券に投資して将来受け取る（10年債であれば10年後）のかを判断する際に、長期債券の金利と短期債券の金利の間に裁定が働くのですが、その時に短期金利の将来予想が重要になってくるという話であり、将来マーケットが来年や再来年あるいは3年後の短期金利が低いと本当に信じるならば、現在の長期金利が下がってくるという理論です。この仮説は、理論的にも堅固で、日銀の「元祖」量的緩和にも取り入れられて、日銀のコミットメントにより中期債ゾーン（5～7年物）で0.3～0.5%ポイント程度の金利低下があったという実証研究が幾つか見られます。これは、市場参加者の期待に働きかけたということになるかと思えます。

第二の要素は、将来の成長率やインフレ率が上がってくるまで金融緩和を継続すると約束することで、成長予想（期待）あるいはインフレ予想（期待）を引き上げるというロジックです。現在、日銀が行っている量的・質的金融緩和は、インフレ率が2%になるまで続けると宣言することで、期待インフレ率が上がることを狙っているという側面があることから、フォワードガイダンスとしてはこちらの要素に分類されます。なお、これは誰の期待に働きかけているかと言うと、市場参加者ではありません。企業や家計がそのように思わないと期待インフレ率は上がってこないわけです。期待成長率も同じだと思います。要するに、将来インフレが来る、来年は確実に10%物価が上昇することを皆が本当に信じたならば、値上がりする前に車などを買おうとするため、需給ギャップが縮まり本当のインフレが起きるといった話だと思いますので、これは企業や家計という経済主体の期待であるだろうと思えます。

米国の話に戻りますと、FRBは、フォワードガイダンスの二つの要素のうち、とりあえず第一の要素——短期金利を将来低く置くことを約束して長期金利を下げる——を行いました。そのような説明をしているのですが、約束の仕方が随分変わっています。最初は時限を明示せずに「相当な期間」という言い方をしていたのですが、「少なくとも2013年の何月まではFFレートを上げない」というように時限を明示するようになり、そのうちに閾値（しきいち）を明示する形になりました。具体的には、インフレ率と失業率にコミットする形で約束をする（エヴァンスルール）という方法であり、2012年12月に「失業率が6.5%を上回り、先行き1～2年のインフレ予想が2%を0.5%ポイント以上超える見込みがなく、そして長期的なインフレ期待が抑制されている限り政策金利をゼロに置く」という約束がなされました。ところが、予想外に早く失

業率が下がってしまったため、2014年3月にあっさり取り下げられております。

なお、閾値の明示というのは、第二の要素の意味もあると言えます。つまり、失業率が6.5%に下がるまで金融緩和を行うと宣言することで、景気が相当良くなるのではないかという期待を民間企業に起こさせ、新規の設備投資や雇用を促進するということです。FRBは、イエレン議長が副議長時代の講演で、家計の収入増の期待を押し上げる効果が現れることを「期待する」という言い方をしている部分がありますが、明確には説明しておらず、飽くまで短期金利を低く置くことで長期金利が下がるという第一の要素を説明しています。

また、複雑なのは、今までのガイダンスは全て金利をゼロに置くという約束であり、「金利ガイダンス」と呼べると思うのですが、これに対して2012年9月のQE3導入時に、「労働市場の見通しが顕著に改善しないのであれば、物価安定化でそうした改善が達成されるまでMBSの購入を継続する」という資産購入へのガイダンスが入ってきました（12月には、文言が「国債とMBSの購入」に変更された）。これは、早い話が景気が良くなるまで資産購入を行いますということであり、金利ではなく資産購入の方に約束をかけており、これは第二の要素の方に該当することになります。この文言は、FRBの毎回の声明の中に未だに入っており、よく読むと金利ガイダンスと二重になっているという、非常に複雑なことになっています。

加えて、第二の要素に対しては、幾つかの問題があります。一つ目は「政策の時間非整合性」の問題がよく言われます。1998年頃、クルーグマンが日銀に対し、第二の要素（インフレ期待）に働きかけること、要するに将来インフレが来たときに絶対引締めを行わないという約束をすべきと言ったのです。しかしインフレが来ても中央銀行が絶対に引締めをせずにインフレを容認するという約束は、信任の厚い中央銀行ならば絶対に行わないので、そのようなことを約束しても誰も信じないというものです。

二つ目は、成長期待に働きかける際、成長率が上がる、あるいは失業率が下がってくるまで金融緩和をすると約束した時に、資産購入などの政策手段に景気を刺激する力が無いことが分かっている場合には、ガイダンスは効かないこととなります。現在の日本のように、長期金利をこれ以上引き下げても新たな設備投資需要が出てこない時に、どれだけ継続すると約束してもインフレ率も成長率も上がってこないでしょう。別の視角から言うと、将来の確からしい成長の経路があるとして、企業や家計の成長への見積もりがそれよりも低い（あるいは高い）場合、これを正すことは政策として成り立つと思います。しかし、元々確からしい成長期待が低い時に、それよりも高い予想を民間経済主体に形

成させるといふ政策は成り立つのかという問題があると思います。これは、人為的にバブルを起こすという話にもつながります。このように、フォワードガイダンスは、政策としてはまだ整理されているとは言えないと思います。

3. 資産購入の効果と問題点

(1) 資産購入に想定された景気刺激メカニズム

既に説明したとおり、FRB、BOE、日銀が説明している資産購入による景気刺激経路は、中央銀行が国債を購入すると、国債価格が上昇するので長期金利が下がり、金利低下により設備投資、住宅投資や耐久消費財の需要が刺激されるというものでした。ちなみに、通常の金融政策の場合には、売戻条件付きで短期国債や手形を買うことで政策金利を引き下げ、市場の裁定により長期金利が下がることで需要を刺激するという論理の組立てでした。資産購入は、直接的に長期金利を引き下げるといふ点がメカニズムの肝ということです。

(2) 現実にはどう作用したか

では、資産購入が現実にはどのように作用したかを見てみると、景気刺激に一定の効果が、とりわけアメリカの場合には相当の効果があつたと見て良いと思います。ただし、各国の中央銀行が説明しているような、長期国債を買うことで長期金利が下がり、設備投資が刺激されて景気が良くなったということとは、別のルートを通じてでした。つまり、長期金利の低下により株価が上昇し、その資産効果により消費が刺激されて景気が良くなったということではなかろうかと考えています。これは、アメリカで顕著であり、設備投資が盛り上がりながら消費が堅調に伸びており、為替がドル安になったことで輸出も相当増えております。

より細かく見てみると、まず長期金利については、QE1～3によって全体としては抑えられています。ただし、QE1、QE2の期間においては、むしろ上がっている時期もあり、終了した途端に金利が下がるという逆の傾向も見えたりしています。その後のツイストオペは、非常に効いているように見えます。QE3については、テーパリングが近づくと上がり、逆にテーパリングを始めると下がる傾向も見られますが、瞬間的にはともかく全体として長期金利は低く抑えられていると言えます。なお、株価の上昇は非常に顕著で、金融危機直前のピークを2割程度超えています。失業率も大幅に下がった感じがしますが、株価に比べると勢いは弱く、危機前のボトムには届かない状況です。

これらを踏まえて実質GDPの構成項目の推移を見ると、個人消費と輸出の

伸びが顕著で、共に金融危機前のピークをかなり超えています。それに対し、設備投資も足下でやっと超えましたが、足取りは遅い状況です。住宅投資は、そもそも金融危機が住宅バブルの崩壊後に生じたものですのでそれ程伸びていません。以上の点から、株価が上がったことによるルートが非常に効いていると言えます。

（３）資産購入の４つの問題点——バーナンキ氏の認識

資産購入の問題点について、前FRB議長のバーナンキ氏がQE3突入直前の講演で四つの問題点を指摘しています。一点目は、中央銀行が国債をあまりにもたくさん買うと市場で取引される国債が減少して流動性を喪失し、長期金利が上がるかもしれないという点です。二点目は、重要な点ですが、中央銀行が保有する資産が増加すると、適時適切にそれを売って金融緩和から抜け出すことができなくなるという市場の憶測が生まれ、そのために中央銀行がインフレ抑制の手段を失うと市場が考えるとインフレ予想が高まり、実際にインフレが起きてしまう懸念があるという点です。三点目は、実は既に発生しているのかもしれませんが、資産価格バブルが発生する可能性がある点です。四点目は、景気が回復した時に長期金利が上昇すると、中央銀行が保有している多額の国債やMBSなどの価格が下落して損失が発生し、国庫納付金が減り結果的に国民の負担になるという点です。

ただし、バーナンキ氏は、それぞれのリスクはあまり高くなく、コストも大きくないと言っています。とりわけ、二点目については、超過準備に付利し、その付利水準と同じだけFFレートを上げていくことにより、きちんとインフレを抑制できる、出口戦略はしっかりあると主張しています。

また、バーナンキ氏は、資産購入による四つの副作用は「コスト」であるが、ベネフィットの方が上回るので、資産購入は行うべきだと言っています。そして、この講演の翌月である2012年9月からQE3を開始しており、今から見れば非常にリーズナブルな行動をしていると思います。この点は、政策の「出口」を示すのは時期尚早として言及しない日銀と対照的だと思います。

（４）資産購入の究極の問題は何か——財政の持続可能性と金融政策

バーナンキ氏が述べた四つのリスクでは必ずしも触れられていない資産購入の究極の問題点は、四つのリスクの二点目に近いのですが、巨額の政府債務残高が存在し、かつ中央銀行による大量資産購入が行われているとき、中央銀行が大量資産購入から抜けられなくなり、インフレ予想が高まることで「意図せ

ざる政府債務の調整」が突き進む可能性があるという点です。

政府が巨額の国債を発行し、中央銀行がこれを購入している局面で、中央銀行が国債の購入を停止すると、まず長期金利が上昇します。とりわけ、追加緩和後の日銀は、新発債の9～10割に相当する額を市場から吸い上げていますので、全てではないとしても幾分停止するだけでも、長期金利が上昇し、利払い費が増加し財政再建が困難化するという財政インフレ（財政再建が困難）の予想が発生し、実際にも財政インフレになってしまう可能性があるためです。

なお、大量資産購入から抜け出せない中央銀行が、そのまま国債購入を続けることで長期金利の上昇を抑え続けることは可能です。しかし、やがて財政当局はインフレによる調整によって債務残高が相殺されるまで何も行わないのではないかという期待が強まり、企業や家計のインフレ期待が発生すると思います。よく、国債は国内で全部消化されており、外国が買っていないからキャピタルフライトは起こらないと言われますが、ここでは一応キャピタルフライトは想定せずに考えます。その場合でも、債務残高を増やし続け、日銀がいつまでも買うことを続けていくなれば、財政当局はインフレが来て巨額の債務残高を調整するという以外には考えていないだろうと見られた時に、インフレ期待が起きるのではないかと思います。そして、インフレ期待が起きると名目長期金利の上昇に拍車がかかり、財政再建が困難という予想が発生し、スパイラル的にインフレが引き起こされ、政府債務を実質的に減少させる「意図せざる政府債務の調整」が起きるのではないかと考えることができます。

4. 大量資産購入からの「出口」

(1) テーパリングを完了したFRB

「意図せざる政府債務の調整」を現実のものとしなないためには、財政再建と中央銀行の資産購入の「正常化」が必要です。FRBは、テーパリングを行い「正常化」に一步踏み出しました。現在は、資産保有残高に歯止めをかけ、再投資で残高をキープするところまでようやくこぎ着けています。なお、「出口」では、超過準備を抱えたままFFレートと超過準備の付利水準を同時に引き上げていくということになります。

少し比較してみますと、BOEは、既に2年以上前の2012年7月に資産購入をストップし、残高をキープする段階にいつているのですが、その際フォワードガイダンスを使っています。BOEは2013年7月に総裁がマービン・キング氏からカナダ中銀の総裁を務めたカーニー氏に交代したのですが、カーニー新総裁はアメリカのようなフォワードガイダンスを取り入れ、フォワードガイダ

ンスで金融緩和を行っていくという説明にして、資産購入額は増やしませんでした。その後、現在までこの方法で来ています。最近ではポンド安でイギリス経済が心配されていますが、パフォーマンスはそこそこ良い状況にあります。アメリカのQE3のようなオープンエンドでの資産購入を行わず、残高をキープし続けながら、フォワードガイダンスによって残高の増加を回避してきたBOEは、非常にうまくやっているのではないかと思います。日銀は、オープンエンドで資産購入を継続しておりますので、現在残高が増加中であるのは日銀だけということになります。

(2) 第二次大戦後に「抜け出した」経験

アメリカが第二次大戦後に金融緩和を「抜け出した」経験があることを紹介します。連邦債務残高の対GDP比は、終戦直後の段階では119%と、現在(2013年末で101%)とほぼ同じ水準だったのですが、1959年に60%を割り、1965年には30%を割るというように、速やかに低下しています。この理由の一点目は、単年度の財政収支が改善したことです。これは、財政赤字の原因であった戦費調達を終戦後は当然減少していったことに加え、アイゼンハワー大統領の時に完全雇用時には予算を均衡させる方式(高雇用均衡予算)としたことから財政黒字の年も数年あったためです。二点目は、名目GDP成長率が50~60年代平均で約7%(うちインフレ率が2~3%)と非常に高かったことです。このため、債務残高の対GDP比が小さくなりました。三点目は、長期金利が低く抑えられていたということです。

アメリカでは、70年代までは10年物国債金利が名目GDP成長率より低かったのです。これは、レギュレーションQという預金上限金利規制があり人為的に抑えられていた(金融抑圧政策)ことが背景にあります。財政再建の条件としてよく取り上げられるドーマー条件は、プライマリーバランスが均衡し、かつ名目GDP成長率が長期金利よりも高いならば債務残高の対GDP比は発散しないという条件ですが、この頃のアメリカは、単年度の財政収支が黒字の年もあるわけですから、プライマリーバランスもおそらく完全に黒字だと思いますので、正にこの条件に合致していたわけです。

また、戦時中には、FRBが国債の買い支え等をして金融政策に関与しており、現在ほどではありませんが、発行済の国債を相当買っていました。規模を見ると、FRBの保有国債残高は1945年にGDP比で10.6%になっております。最近では2013年に国債13%、MBS9.3%となっておりますので、合わせて20%を超えるため、FRBの保有資産という意味では現在の方が当時よりも

大きいということが出来ますが、似たような状況から抜け出しているということです。なお、具体的には、10年物の国債の2%を上限とし、売れ残りが出たらFRBが際限なく買うというような、正に金融抑圧を行っていました。

戦後は、有名な「アコード」により、FRBは国債価格支持政策から解放され、FRBの保有国債残高はピークからかなり早いペースで減りました。当時の保有国債の8割以上が短期債であったことから、ECBが簡単にバランスシートを縮小できたのと同じように、保有国債を減らすことができたと思います。

なお、補足なのですが、「アコード」と同時にボンドコンバージョンが行われています。そもそも「アコード」では、FRBは、長期国債は買わないが、短期国債は公開市場操作としては買う、いわゆるビルズオンリー政策に転換するということだったのですが、長期国債は買わないと言った時に、財務省は発行済の市場性の長期国債の一部を非市場性の国債と交換しました。具体的には、1945年発行の29年債(市場性長期国債)を、190億ドルを限度に交換するとし、結果的には136億ドル分(発行済市場性長期国債の1割程度)を非市場性のものに取り換えました。その国債の保有主体は銀行、保険会社、政府機関、連銀、FRBでした。また、交換した新国債つまり非市場性国債の保有者は、利回りは下がるものの表面利率1.5%の5年債と交換することを可能としたり、新国債は相続税の納入にも使えるようにしたりということをして、より買ってもらうための魅力を高めています。その効果としては、アイケングリーンらが主張するように、FRBが国債の買い支えをする必要性を減じたこと、国債の価格が下がって保有者にキャピタルロスが出ることを回避したということが挙げられます。

(3) 今次FRBの「出口」の難しさ

このような過去の例と比べますと、今回のFRBの「出口」はより難しいと言えます。まず、財政悪化の主因が戦費調達ではなく、日本と同様に社会保障費の増加であることから、これを減らしていくのは中々難しい状況にあります。また、名目GDP成長率も前回ほど高くなく、インフレ率が2%として、実質で2~3%成長したとしても、名目でせいぜい5%程度ぐらいにとどまります。さらに、現在は長期金利を低く抑えられているが、今後も低く抑えられるかどうかポイントになってくるでしょう。

次に、FRBの保有国債残高も、今回は前回に比べると削減が非常に難しいと思います。FRBの保有国債の平均残存期間が1953年では4.4年(「アコード」までの間にかなり長期化した)だったのですが、直近では国債だけで9年、

他の民間資産を含めると13年となり、償還を待っているだけで減っていくペースは前回より鈍いということです。ただし、FRBは、償還を迎えたものは再投資して保有資産残高を維持し、その状況で超過準備に付利しながらFFレートを上げるという、インフレ阻止の体制は一応整えており、この点は評価できます。「出口」としては、これで一応及第点と言ってよい気がします。バランスシートの「正常化」までには時間を要するものの、インフレが来て、長期金利が上がり悪いスパイラルに入り、「意図せざる政府債務の調整」に至るようなことはないのではないかと思います。

5. 日本へのインプリケーション

(1) 意図せざる調整に一番近い位置にある日本

日本へのインプリケーションですが、「意図せざる政府債務残高の調整」に最も近い位置にあるのは日本です。日米英の政府債務残高の対GDP比の見込額を見ると、2014年末で日本は230%とアメリカやイギリスの倍以上の水準にあります。日銀の長期国債の保有残高の見込額についても、2014年末で41%、2015年末は56%と、FRBやBOEの2～3倍となっています。

その他の先進国の政府債務残高の対GDP比と比べても、ギリシャを相当上回っています。アメリカやイギリスも政府債務残高に苦しんでおりますが、それでも日本の半分程度という感じです。また、日銀のバランスシートの推移を見ると、長期国債がかなり増えております。

(2) 日本政府と日銀に必要なこと

日本政府と日銀に必要なことは、ここまで述べてきたことから明らかですが、政府は財政再建の道筋を示すことです。とりわけ、消費税率10%への引上げは、安倍総理も先送りはしないと断言しておりますが、2017年の4月にしっかり行い、その後の再建策を提示しなければならないと思います。

そして日銀は、大量資産購入からの「出口」を示す必要が出てくると思います。残高を増やしているままではコールレートを上げることはできないと思いますので、とにかく残高を一定にしていつでもコールレートが上げられるところまで持っていけないといけないと思います。そのためには、最も好ましいのは、インフレ目標を2%から引き下げて早期に資産購入から撤退できる体制を整えておくこと、つまりアベノミクスの第一の矢の修正が必要ではないかと思えます。

実際、物価上昇率を見ると、物価目標は達成しておりませんが、少し前と比

べるとデフレから脱却したと言っても良いのではないかという気がします。むしろ、これ以上の資産購入を止めるために、デフレ脱却を達成したのだから、資産購入を止めることがあってもいいと考えています。

また、①日本の海外生産比率が非常に増えていること、②輸入浸透度（総供給に占める輸入の割合）が高まっていることから、輸入物価が上昇すると仕入れ価格や原材料価格も上がり、中小企業が価格転嫁をできずに困るという円安のマイナス面が大きくなっています。金融緩和を背景とした円安のメリットは減少しており、これ以上緩和しても為替の面からもあまり良いことはないと思います。

「出口」が何年先になるか分かりませんが、「出口」のところで長期金利が上がるというようなことが心配されますので、ボンドコンバージョンのような「金融抑圧」政策も考えなければならぬ時が来るのかもしれないと思っています。

以上です。

○後藤 ありがとうございます。FRBの金融政策については、メディア等でも頻繁に取り上げられており、断片的には色々な話を聞く機会が多いのですが、これほど体系だった、歴史の教訓を交えた深い内容のお話を聞く機会は中々ありませんので、大変勉強させていただきました。

一点だけ、確認をさせていただきます。皆様の御関心の一つと思いますが、FRBは「出口」に向けて及第点だが、日銀は「出口」が見えないという御指摘でした。その理由は、「財政再建の道筋を示す必要性」、「日銀による大量資産購入からの「出口」戦略を示す必要性」の二点と理解したのですが、さらにその背景が二つあり、政府が大量の国債を発行していること、日銀がそれに歩調を合わせて多額の国債を買っているということが重要ではないかと感じました。

もし政府が大量に国債を発行していなければ、日銀の買入れ額を減らしても大した混乱も起きないでしょうし、あるいは日銀が少ししか国債を買っていないのであれば、それを減らしてもマーケットにそれほど影響ないのですが、政府が大量の国債を発行していて誰かが買わないと実は危険だという中で、日銀が既に大量に買っている。したがって、それを減らすと、マーケットに



後藤 康雄
三菱総合研究所主席研究員

大きな影響が及ぶため「出口」が重要という、そのような理解でよろしいでしょうか。

○田中　そういう理解です。要するに、これほど債務残高が大きくなければ、日銀が多少売っても大きな混乱はないと思うのです。日銀が大量に買っているという御指摘がありました。これは市場の新発国債発行残高の9～10割程度にのぼります。QE3の時のアメリカでは、マーケット関係者に聞くと4割程度です。そうであれば資産購入を抜けられる、抜けやすいということだと思います。

資産購入という非伝統的金融政策が良いのか悪いのかといった時、全く効果がないわけではなく効果はあるが、長期金利が低下して設備投資を押し上げたのではなく、株価が上がった資産効果であるということです。これで良いという議論も成り立ちます。ただし、それは退却可能な限りにおいてであり、退却可能でないとこれは困った話です。

また、資産効果による消費拡大という点にもかなり批判はあります。アメリカのQE3に対しては格差拡大の引き金になったという論調もあります。私は2年前、1年間ロンドンにいたのですが、その時のFT（フィナンシャル・タイムズ）やロンドン・エコノミスト誌は、日銀に対してとにかく金融緩和を強化すべきと主張しており、FRBがQEを行うと「よくやった」という論調だったのです。ところが、2014年11～12月頃のFTでは、私も驚いたのですが、QE3について格差拡大という議論が今アメリカで起きているという記事を載せていました。世界の論調もかなり変わってきている気がします。

○後藤　どうもありがとうございました。それではせつかくの機会でございますので是非、皆さまからの御質問、御意見をいただければと思います。

○質問者1　アメリカではテーパリングが終了して、償還を迎えたものは再投資されていますが、FRBの再投資は、どのようになっているのでしょうか。日銀では現在は償還を迎えた国債は短期債で2回まで借り換えられています。先ほど、FRBの平均残存年数が9年というお話でしたが、10年もので借換えが可能ならば、平均残存年数が下がらないのかなと思ったのですが。

○田中　日銀がそのようにしているとはうかがっています。FRBの場合は、FOMCで「再投資する」としているのです。おそらく同じ年限のものに再投資

しているのではないかと思います。

○質問者 1 日銀が仮に「出口」の問題になってきた時には、FRBの「出口」を参考に、償還を迎えたものは再投資という話になってくると思います。「出口」に行く時は、恐らく金利の先行きが見通せない部分があると思いますので、現在の短期債の乗り替えというよりも、ある程度少し金利が高めになっても固定金利の長期物を借り換えた方が良い可能性もあると思います。ただ、逆にバランスシートを縮小しやすいということでしたら、引き続き短期債で借り換えしていくべきかも知れません。どちらが好ましいとお考えでしょうか。

○田中 どちらが良いかはよく分かりませんが、現在は残存年限を7～10年と決めてしまっていますので、そのように買うしかないと思います。残存年限を減らす時も、そのアナウンスメントを変えないと減らせないと思います。実際、減らしていく時は、アメリカのように月々減らしていけるのかどうかは、瀬踏みしてマーケットの反応を見ないと何とも言えないため、とても難しいと思います。このため、皆さんが「出口」がないのではないかとおっしゃるのですが、では「出口」がないとは一体どのようなことなのかと言われますと、そこから先の答えがないというような性格の問題だと思います。国債保有額は、すぐに減らすことはできず、2015年末頃までは今のペースで増え続け、GDP比では56%という水準に達してしまいます。減らす時は、本当にどのように行うのか、あるいはボンドコンバージョンのような新しい金融抑圧的なことを政府と一緒に考えないと無理なのかもしれないという気がしています。

○質問者 2 現時点では日銀の「出口」は見えないという状況の中で、日銀に必要なことは、長期金利を上昇させずに国債購入額を漸減させて残高維持ということでしたが、日本はアメリカと比べて速いペースで政府債務残高が増加していく中で、日本では残高を維持するだけでは長期金利が上昇へ向かうのではないかと思うのですが、それについて先生の御意見を伺いたいと思います。

○田中 そうかも知れません。日本の場合、テーパリングを始めた途端に長期金利が上がってしまうかも知れませんので、そもそも残高維持まで持つていくことが難しいと思います。もっと早い時期であればできたのでしょうか、追加緩和をやりました。その前であってもできたのかどうかは分からないのですが、その時点でも、おっしゃるとおりアメリカよりもハードルが高い可能性がある

わけですから、追加緩和を行った以上はより大変だと思います。

○質問者3 FRBは、日銀やECBと異なり、物価安定以外にも雇用の確保といえますか、失業率にかなり神経を払わなければならないような立場にあると思います。アメリカの失業率は、QE1以降、確かに下がっていますが、かなり景気の影響を受けるところだと思います。ということは、失業率がまた上がってきた場合、「出口」ではなく追加の措置を講じなければならないような事態になるのかどうか、お考えをうかがいたいと思います。

○田中 FRBは、おっしゃるとおり、デュアル・マンドートということで雇用の確保という目的がありますので、よりそのようなバイアスがかかりやすいと思います。ただし、実際には、仮に失業率が少し上がってきた時に、また量的緩和に戻るのではなく、取りあえず金利を上げるのを少し延期することになるのではないのでしょうか。今のままであれば7～9月や6月と言われている利上げ時期を少し延期する、すなわち短期金利はもう少し先までゼロに置くとアナウンスし、ガイダンス政策的に長期金利を引き下げ、それにより緩和を行ったことにするのではないかと思います。資産購入を増やすということは、行わないという気がします。

足下では、ECBに対して資産購入を導入すべきという論調になっていますが、私は世界の中央銀行界で、資産購入はあれほどやらなくても良い、できればやらない方が良いという認識も出てきているのではないかと思います。特に、資産購入に懐疑的なBISと肯定的なIMFとの対立がありましたが、IMFも2014年4月の対日審査報告でアベノミクスの第一の矢を非常に褒めているのですが、現状のままで良く、これ以上は必要ないと書いてあります。その中で、10月末に追加緩和を実施したため、驚いた世界の中央銀行関係者は多いと思います。

ECBが国債を買うのが焦点になっていますが、ECBの場合にはもう少し別の手段が多くあることから、それを駆使した方が良いのではないかと思います。なお、欧州経済にデフレ入りの懸念が出てきたため、ここに来てECBも2014年6月頃からアナウンスの仕方を変更しました。従来は、ECBの資産購入は景気刺激のためではなく、マネタリー政策の経路をきちんと通すために行うと言ってきたのです。マネタリー政策でいくら金利を下げて、例えば、ソブリン危機を抱えるスペイン、イタリアやギリシャで金利が上がってしまうとその効果が削がれるので、そこをうまく通すためにそれらの国の資産

を買うということです。ECBは、2012年の秋に国債購入プログラム(OMT)をアナウンスし、その途端にスペインやイタリアの金利が下がったため、結局は発動しないで済んだのです。ところが、ここから先はマネタリー政策の効果を直接的に狙って国債を買う話になっていきます。そこでは、どの国の国債をどれだけ買うかなど悩ましい問題をたくさん抱えることとなります。

○質問者4 日銀の最初の量的緩和の時には、銀行の当座預金にお金が滞留してしまい、そこから先の貸出増加による支出増という経路が遮断されてしまうという状況が見られていたかと思います。アメリカや欧州の場合は、こういった経路での金融緩和の効果はある程度は働いたと見られているのでしょうか。

○田中 あまり見られていないと思います。長期金利の低下もあまり効いておらず、やはり株の資産効果が大きいと思います。

○後藤 国債購入の話が多く出ていますので、関連して私が常々思っていることを含めて改めてうかがいたいのですが、中央銀行が本来国債を買いたくないというのは、経済メカニズム的にも中々難しい問題があるからだろうということを、今回改めて感じています。と申しますのは、先ほど御説明いただいた「金利の期間構造」的な理論から言えば、長期金利は短期金利のつなぎ合わせでできるようなものであり、中央銀行が資産を多く買ったからといって、白菜や魚のように需給で値段が上がり下がりするようなものではないというのは、金融の世界では比較的オーソドックスな見方だと思うのです。

現実には、中央銀行がたくさん買って長期金利が下がってきていますが、それはある意味でとても皮肉なことを示唆していると思っています。長期金利が下がっているということは、ある意味では今後10年間、経済成長率や期待インフレ率などが低迷を続けるという予想を金融市場が持っていると解釈してもおかしくないことを意味しており、国債買入れによりむしろそういうことと整合的なことをやっちゃっているわけです。金融緩和してその効果が信じられているのであれば、短期金利ならまだしも、10年先までの予想短期金利の平均である長期金利は、むしろ期待インフレ率や期待成長率を反映して上がってきてもおかしくないのに、それを抑え込んでいるわけです。したがって、ある種の歪みが生じる可能性があります。そして、その歪みがどこかで表面化した場合、危険な状況となり得ます。日本の場合、金融部門が大量の国債を持っているため、国債価格が暴落をした時に大量の評価損が出てしまい、金融システム不安

にもつながりかねません。当然、金融界の関係者は分かっているため、何か危ないような兆候が出たならば、売りに出るでしょう。それが一斉に起こるとパニック的な国債売りになる可能性がゼロではありません。巷間言われる長期金利の急騰、暴騰というのは、個人的には可能性はゼロではないと思っています。プルーデンス政策との絡みや、マネーの歪みという点について、先生のご意見をいただければと思います。

○田中 後者のお話で、プルーデンス政策との兼ね合いという論点は非常に重要だと思います。アメリカでボンドコンバージョンをやったのは、正に当時この点が心配されていたかららしいのです。当時のアメリカの商業銀行は、1945年には資本の10倍という高い水準の長期国債を保有していました。国債価格が少し変動しただけで資本が失われる状況であり、これを是正するために長期国債をFRBが買った部分もあると思いますが、1951年には4.53倍まで下がっています。また、一方で資本増強を相当実施させたようです。なお、現代の日本では、都銀は国債の保有を随分減らしており、全国銀行ベースでは2.8倍程度と、この時に比べると大したことはありません。

アメリカでボンドコンバージョンを行ったのは、1951年の「アコード」以降であり、4.53倍まで下がったところで行っています。4.5倍程度は憂うべき数字かと思いますが、2.8倍ではどうでしょうか。少し金利が動いただけでしたら大してキャピタルロスはないという気もします。このため、先生がおっしゃったような懸念も一部あると思いますが、大きな問題にならないという人たちは、恐らくこの辺の事情を見ている気がします。

もちろん、その長期金利が上がってくると、そのようなリスクがあるのも確かであり、理論的にはそういう状況でマネタリー政策を取るのか、プルーデンス政策を取るのか、つまりインフレ抑制を取るのか、金融安定化を取るのかという話になってくると、全くその通りだと思います。そのところが、あんまりひどい状況ではないのではないかというふうにも最近は思っているところなのです。もう少しこの辺りを研究してみる必要があります。

ただ、現在の日本の場合には、こうした金融システム不安定化の面よりも、お話ししてきた財政の持続可能性との関わりが重要になってくるのではないかと、というのが私の懸念です。

○後藤 どうもありがとうございました。最後は拍手で終わらせていただきたいと思っています。先生、ありがとうございました。(拍手)

FRBの非伝統的金融政策と その評価

2015年1月9日
参議院調査室研究会

専修大学経済学部
田中隆之

今日お話しすること

- 序 先進国4中銀が共通に抱える問題
- 1 FRBの非伝統的金融政策
- 2 資産購入の効果と問題点
- 3 大量資産購入からの「出口」
- 4 日本へのインプリケーション

序 先進国中央銀行が共通に抱える問題

(1)金融危機後の先進国中銀に課せられた課題

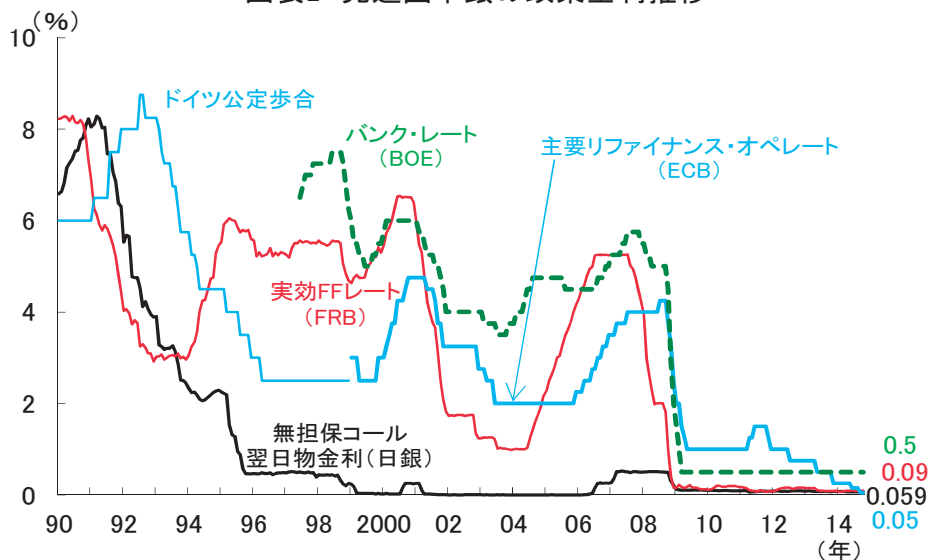
- ①低成長の中で、金融政策に成長率を引き上げる役割
- ②そのための資産(とりわけ国債)の大量購入

〔経緯〕

- ・リーマンショック(2008年)後の政策対応～当初、金融システム安定化策(政府、中銀)
- ・→景気刺激策としての財政出動(政府)と金利引下げ(中銀)
- ・→継続的な景気刺激が中銀の役割に

だが、「ゼロ金利制約」〔図表1〕→非伝統的金融政策としての資産購入(他に、フォワードガイダンス、相対型貸出誘導など)

図表1 先進国中銀の政策金利推移



(注) 欧州通貨統合前は、便宜上ドイツの公定歩合を採った。データは月次。FFレートは実効ベース、その他は誘導目標水準。数字は、2014年9月。

(資料) 日本銀行、米国連邦準備制度、欧州中央銀行資料より作成。

(2) 「ゼロ金利制約」と非伝統的金融政策

- ・「ゼロ金利制約」～政策金利がゼロ(それ以上、引き下げられない)
- ・非伝統的金融政策〔図表2〕～政策金利の引き下げによらない金融緩和策

A: 準備供給量の増加

B: 資産購入(長期国債などの**買い切り**)→**長期金利の低下**を狙う

※**買い切り**～通常の**買いオペ**が**短期の売戻条件付き**買いであるのに対し、**買ったまま満期まで持つ**

※長期国債購入→長期国債価格↑→長期金利↓

C: フォワード・ガイダンス政策

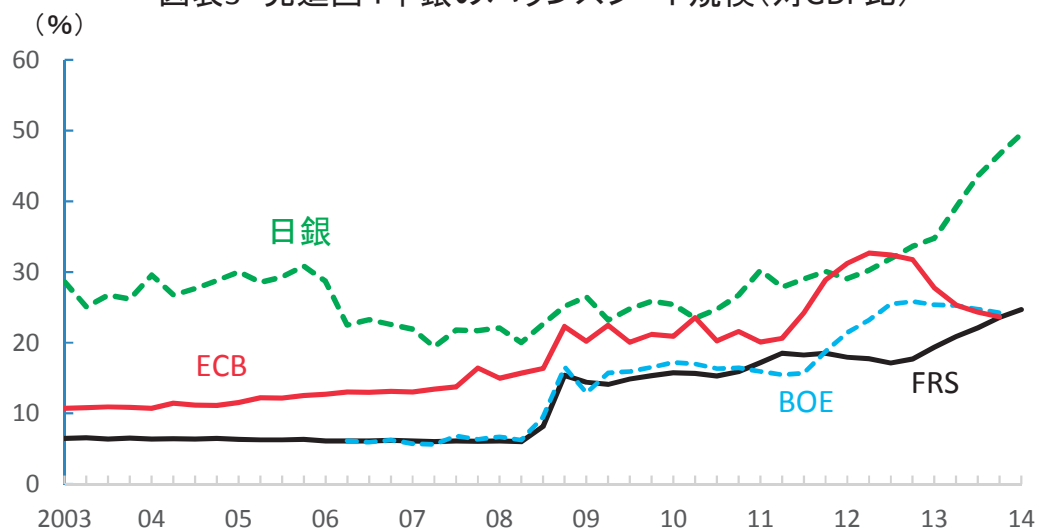
- ・金融危機後は、Bの資産購入が日・米・英など先進国中央銀行のスタンダードに(バランスシートが拡大)〔図表3〕

図表2 金融政策の整理

政策		メカニズム	狙い
伝統的金融政策(短期金利引き下げ)		金利の裁定	②政策金利の低下→③中長期金利の引下げ→④投資・消費増(貸出増加)
非 伝 統 的 金 融 政 策	A: 中央銀行当座預金の増額	ポートフォリオ・リバランス	④直接的な信用の拡張(貸出増加)
	B: 資産購入(非伝統的金融資産の購入)	資産価格の上昇(長期金利などの引き下げ)	③中長期金利の引き下げ→④投資・消費増(貸出増加)
	C1: フォワードガイダンス(長期金利の低下促進)	短期金利の予想形成[市場参加者の期待に働きかける]	③中長期金利の引き下げ→④投資・消費増(貸出増加)
	C2: フォワードガイダンス(インフレ期待の形成)	インフレ予想の上昇[企業・家計の期待に働きかける]	実質金利の低下→④投資・消費増(貸出増加)
	C3: フォワードガイダンス(成長期待の形成)	成長予想の上昇[企業・家計の期待に働きかける]	④投資・消費増(貸出増加)

(資料)筆者作成。

図表3 先進国4中銀のバランスシート規模(対GDP比)



(注) 四半期データ。各中銀の四半期末のデータを、当該四半期の季調済み名目GDP年率換算値で除したもの。

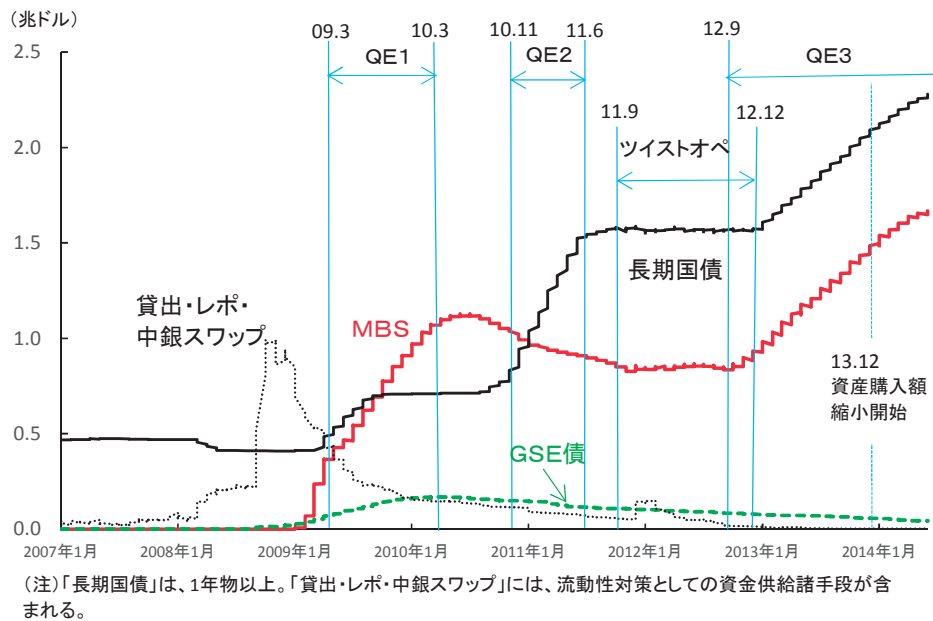
(資料) 各中央銀行、US-DOC、UK-ONS、Eurostat、内閣府データより作成。

1 FRBの非伝統的金融政策

(1) 大量資産購入

- ・QE1 (09.3~10.3) : MBS、GSE債、長期国債の購入。金融システム安定化策からの連続性
- ・QE2 (10.11~11.6) : 長期国債の購入。景気刺激策の性格明確化
- ・ツイストオペ (11.9~12.12) : 残存3年以下の国債を売り、6~10年の国債を同額買う。純粋な長期金利低下策
- ・QE3 (12.9~オープンエンド) : 長期国債とMBSの購入
- ・テーパリング (13年12月開始、14年10月完了) : 月額850億ドルを100億ドルずつ8回に分けて漸減。その後は残高維持の見込み→「出口」へ(残高維持のまま政策金利引き上げか)[図表4]

図表4 FRB保有資産残高の推移



(2) フォワードガイダンス

- ・中銀のコミットメント(約束)で「期待」に働きかける政策
- ・①短期金利を将来も低く据え置く約束で、長期金利を引き下げる
(金利の期間構造における期待仮説に立脚)～市場参加者の期待
- ・②将来成長率(やインフレ率)が上がるまで金融緩和継続の約束で、
成長予想(やインフレ予想)を引き上げる～企業や家計の期待
- ・約束の仕方: 時限明示しない(08.12)→時限明示型(11.8)→閾値
明示型(エヴァンスルール)(12.12)→閾値の取り下げ(14.3)
- ・閾値明示には②の要素も
- ・従来の金利ガイダンスに資産購入ガイダンス(②)(12.9)を追加
- ・②には「政策の時間非整合性」などいくつかの問題
- ・政策としてやや迷走、錯綜

2 資産購入の効果と問題点

(1) 資産購入に想定された景気刺激メカニズム

- ・FRB(BOE、日銀)による景気刺激経路の説明～
中銀による長期国債の購入
→長期国債価格上昇→長期金利低下
→需要(設備投資・住宅投資・耐久財消費)の刺激

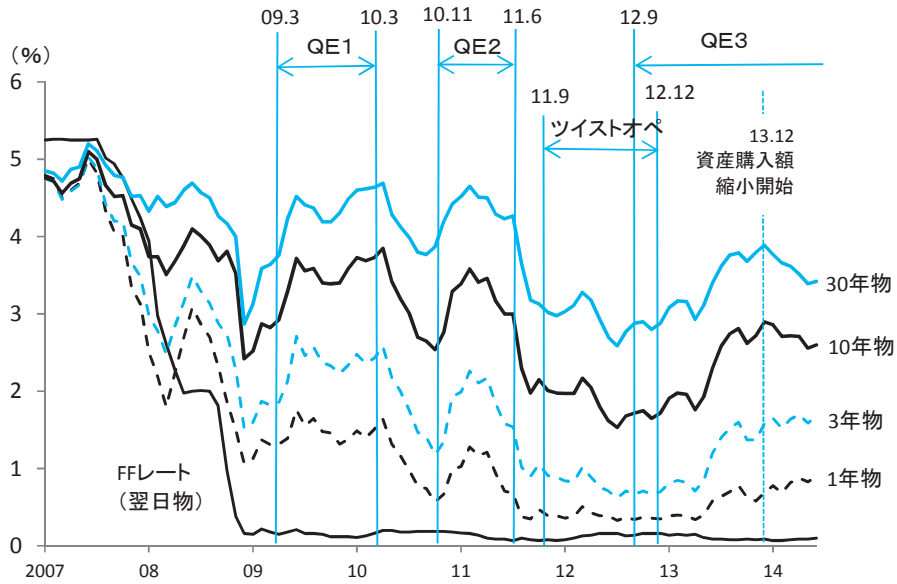
※通常の金融政策～

- 短期国債・手形の条件付き売り買い
→政策金利(短期金利)の上げ下げ
→市場の「裁定」による長期金利の上下
→需要刺激・抑制

(2) 現実にはどう作用したか

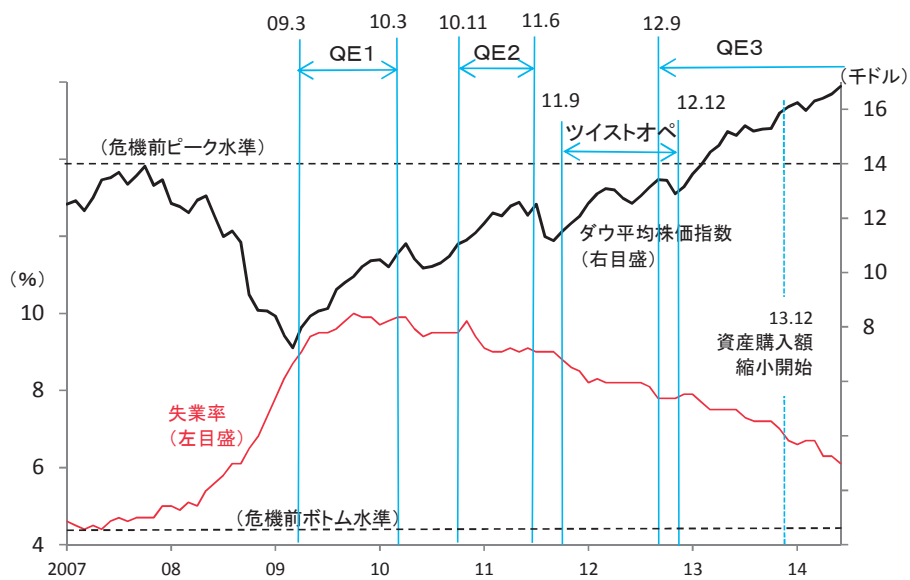
- ・資産購入～景気刺激には一定の効果。ただし、上の想定とは別のルート
- ・株価が高騰→消費の刺激(資産効果)
- ・アメリカで顕著[図表5][図表6][図表7]。設備投資盛り上がらないなか、資産効果から消費堅調。為替ドル安による輸出増。

図表5 資産購入と長短金利(アメリカ)



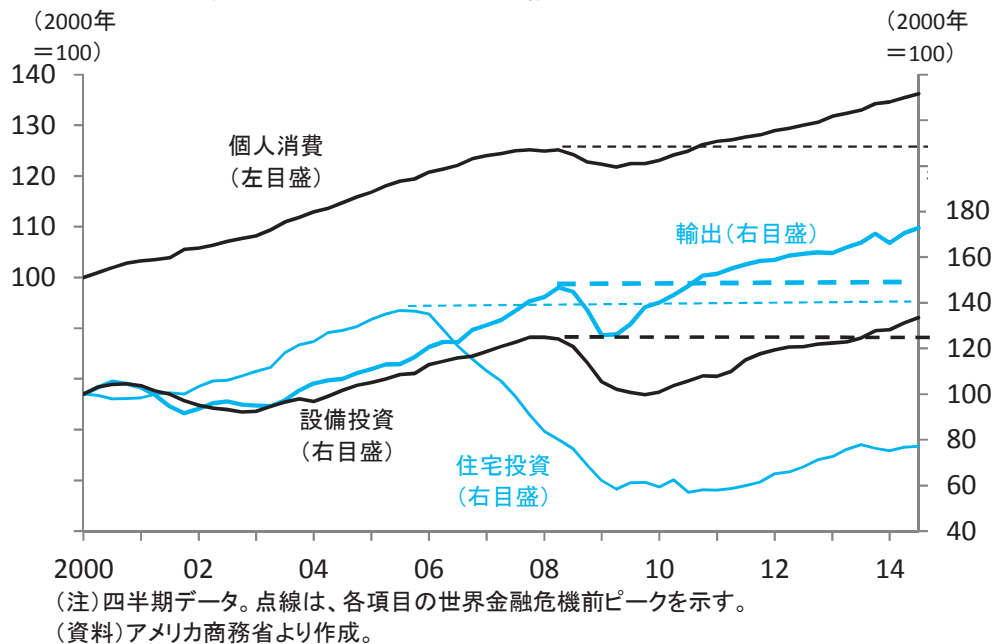
(注)月次データ。月中平均。
(資料)FRBデータより作成。

図表6 資産購入と失業率、株価(アメリカ)



(注)月次データ。ダウ平均株価は月中平均。
(資料)アメリカ労働省、ダウジョーンズのデータより作成。

図表7 アメリカ実質GDP構成項目の水準推移



(3) 資産購入の4つの問題点——バーナンキ氏の認識(4つの問題点)

・2012.8の講演(QE3突入直前)

- ①市場で取引される国債の減少(流動性の喪失)→長期金利上昇
 - ②中銀の保有資産増加→適時適切に金融緩和から抜け出せなくなる、という市場の憶測→インフレ予想の高まり(実際にインフレ)
 - ③資産価格バブルの発生
 - ④景気回復時に長期金利上昇→国債価格下落による中銀損失
- ・②～「出口」戦略(超過準備への付利水準引き上げを伴う、政策金利の引き上げ)があるから問題ないと主張
 - ・4つの資産購入の副作用を「コスト」と捉えた上で、ベネフィットが上回るので、資産購入は行われるべき、と結論。政策の「出口」を示す(日銀と対照的)

(4)資産購入の究極の問題は何か——財政の持続可能性と金融政策

- ・①巨額の政府債務残高、②巨額の中銀の大量資産(国債)購入、の2つが進むと～(中銀が②から抜けられず)インフレ予想の高まりを通して、「意図せざる政府債務の調整」に突き進む可能性

〔理由〕

- ・中銀が国債購入停止すると→長期金利上昇
※とりわけ、日銀は現在、(追加緩和後)新発債の9～10割を購入
長期金利が上昇すると→利払い増→財政再建が困難化(財政インフレの予想)
- ・②から抜け出せない中銀が、国債購入で長期金利上昇を抑え続けることは可能。だが、やがて「財政当局がインフレによる調整が起きるまでこの状態を放置する」との見方が強まれば→(企業や家計の)インフレ予想が発生
→名目長期金利が上昇→財政再建困難(財政インフレ)の予想→高めのインフレが政府債務を実質で減少させる「意図せざる政府債務の調整」が現実化する可能性

3 大量資産購入からの「出口」

(1)テーパリングを完了したFRB

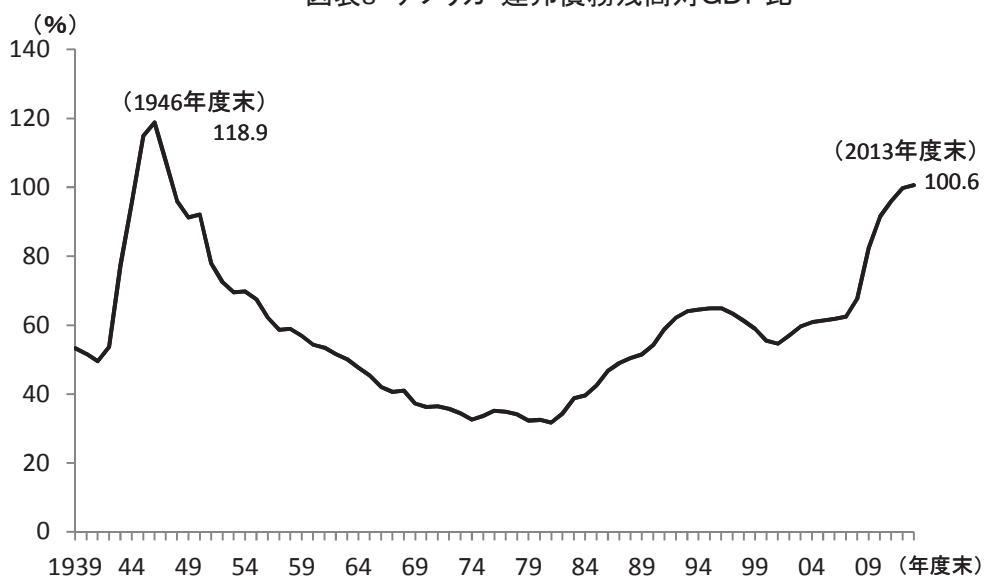
- ・「意図せざる政府債務の調整」を現実のものとしなため必要なこと
- ①財政再建。少なくとも債務残高をこれ以上膨らませない
- ②中銀が大量資産購入をやめる(「正常化」)
- ・FRBは、この10月でテーパリング完了。保有残高に歯止め(再投資により残高をキープ)
- ・「出口」では、超過準備を抱えたままFFレート(と超過準備付利水準)を引き上げか

cf. BOEは、すでに12.7を最後に資産購入をストップ(残高キープ)。
日銀は、オープンエンドで資産購入を継続(残高増加中)。

(2)第二次大戦後に「抜け出した」経験

- ・連邦債務残高の対GDP比は終戦直後には119%（現在とほぼ同じ水準）→1959年に60%を割り、69年に30%台に減〔図表8〕
- ・この漸減が可能になったのは、①単年度の財政収支が改善したのに加え、②名目GDP成長率が高く（50～60年代平均約7%）、さらに③長期金利が低く抑えられていたため〔図表9〕
- ・戦中の金融政策関与～FRBによる国債買い支え。10年物国債は2.0%を上限とし、売れ残りが出たらFRBが際限なく買う、などの措置（「金融抑圧」＝人為的低金利政策）
- ・FRB保有の国債残高対GDP比は、1945年末がピークで10.4%（現在と類似の水準）→51年に財務省との「アコード」で国債価格支持政策から脱す。その後から減少。FRB保有国債の8割以上が短期債であったことによる〔図表10〕

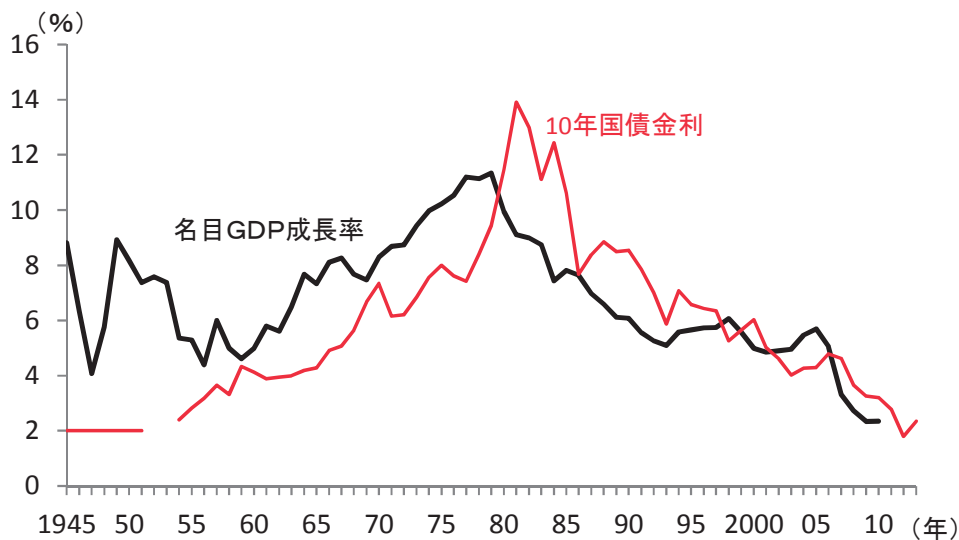
図表8 アメリカ・連邦債務残高対GDP比



(注)アメリカの財政年度末は、1976年まで6月末、77年からは9月末。

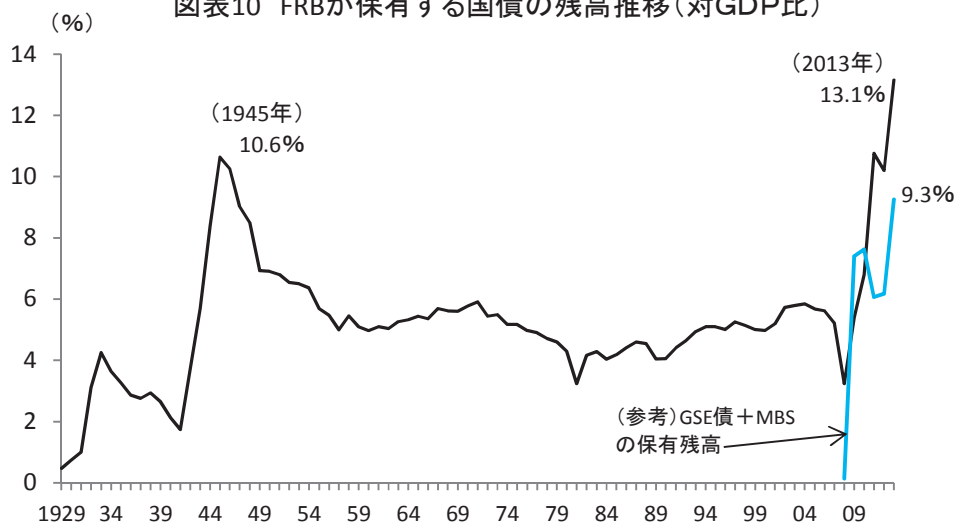
(資料) Council of Economic Advisors, *Economic Report of the President*より作成。

図表9 アメリカの名目成長率と長期金利の推移



(注) 名目GDP成長率は、暦年データの5年間移動平均値。
 (資料) アメリカ商務省、FRSより作成。

図表10 FRBが保有する国債の残高推移(対GDP比)



(注) 1996年までは、ミューレンダイク[2000]の表2-1、表2-2のデータを使用(現出所は、1950年までがニューヨーク連銀、51~54年がFRB『銀行・通貨統計』、54~96年がニューヨーク連銀『公開市場年報』)。97年以降は、FRBのH4.1のデータ。
 (資料) ミューレンダイク[2000]、FRB資料、商務省資料より作成。

(補) ボンド・コンバージョン

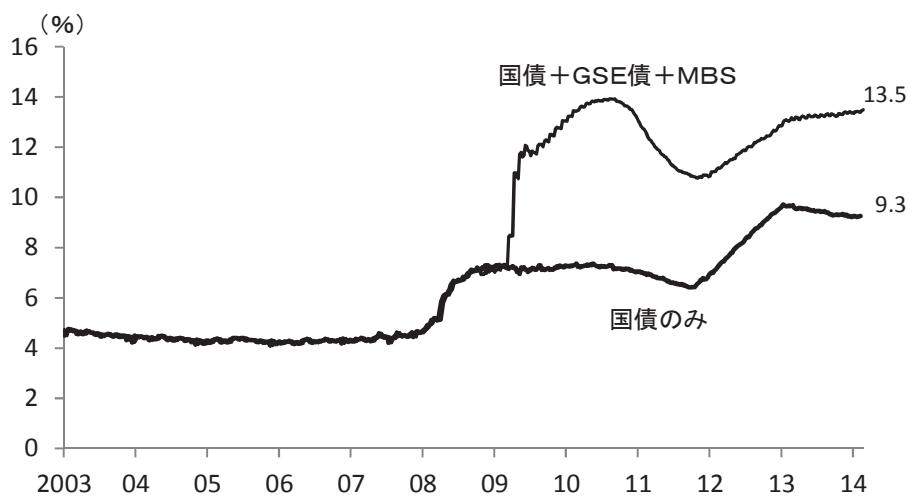
- ・1951年「アコード」締結後の4月に、財務省が、市場性長期国債を、表面利率2.75%の非市場性国債と交換
- ・1945年に発行された29年債190億ドル(市場性国債残高1426億ドルの13%)～結果的には136億ドル(同9.5%)につき実施
- ・国債保有主体(銀行、保険会社、その他民間投資家、政府機関、連銀)が対象
- ・新国債の保有者は表面利率1.5%の5年債との交換が可能
- ・効果:①FRBの潜在的な国債買支えの必要性を減じ、②国債保有主体のキャピタルロス回避

(Eichengreen et al.(1991))

(3) 今次FRBの「出口」の難しさ

- ・今回、連邦政府債務残高削減は、前回より困難。財政悪化の主因は、社会保障費の増加。名目GDP成長率も、前回ほど高くない。長期金利を低く抑えられるどうか。
- ・FRBの国債保有残高削減も、前回比難しい。保有国債の平均残存期間は、53年には4.4年(アコード後長期化)だが、直近は国債だけで9.3年、民間資産込みで13.5年〔図表11〕
- ・だが、FRBは保有する国債の残高を維持(再投資を行う)し、超過準備を抱えたままFFレート(と超過準備付利水準)引き上げる体勢を整えた
- ・バランスシートの「正常化」までには時間を要するが、インフレを阻止しながら、長期金利急騰を抑えることができれば、「**意図せざる政府債務の調整**」を回避できる見込み

図表11 FRS保有証券の平均残存年限



(注) 残存年限別保有債券額をもとに、概算。
 (資料) FRB資料(H4.1)より作成。

4 日本へのインプリケーション

(1) 意図せざる調整に一番近い位置にある日本

- ・政府債務残高は2014年末で約230%と、アメリカ(110%)やイギリス(96%)の倍以上〔図表12〕〔図表13〕
- ・日銀の長期国債保有残高はGDP比41%に膨らむ見込み。FRB(15%)、BOE(22%)の2倍(追加緩和後のペースを15年末まで続けると56%に)〔図表14〕
- ・インフレによる「意図せざる政府債務の調整」に最も近い位置に

図表12 政府債務残高と中央銀行バランスシートの対GDP比

	実績			予想
	量的緩和前	2013年末	2014年末	2015年末
米政府債務残高	64.3	109.2	109.7	110.1
FRSバランスシート	6.0	23.6	26.7	25.5
長期国債	5.5	12.9	14.6	13.9
民間資産	-	9.1	10.5	10.0
英政府債務残高	45.3	93.3	95.9	97.6
BOEバランスシート	5.6	24.2	23.2	22.2
長期国債	-	23.2	22.1	21.2
民間資産	0.9	0.0	0.0	0.0
日本政府債務残高	136.1	224.2	230.0	233.8
日銀バランスシート	16.8	46.7	61.7	76.1
長期国債	8.0	29.3	41.5	56.4
民間資産	-	2.0	2.2	2.8

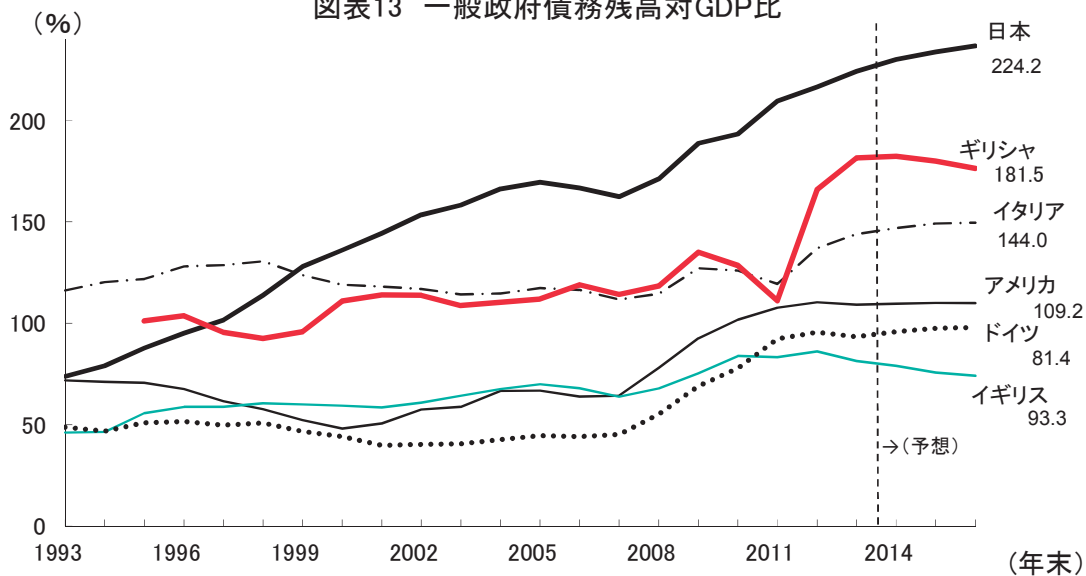
(注)1 「量的緩和前」はFRS、BOEは07年6月末、日銀は2000年9月末(ただし、政府債務残高についてはそれぞれ同年末)。

2 「長期国債」「民間資産」には、通常の実業による持ち高などを含まない。日銀は、この他短期国債を相当量抱えている。

3 政府債務残高は、一般政府。予想はOECD。

(資料) 各国中銀、各国SNAデータ、OECDデータより作成。

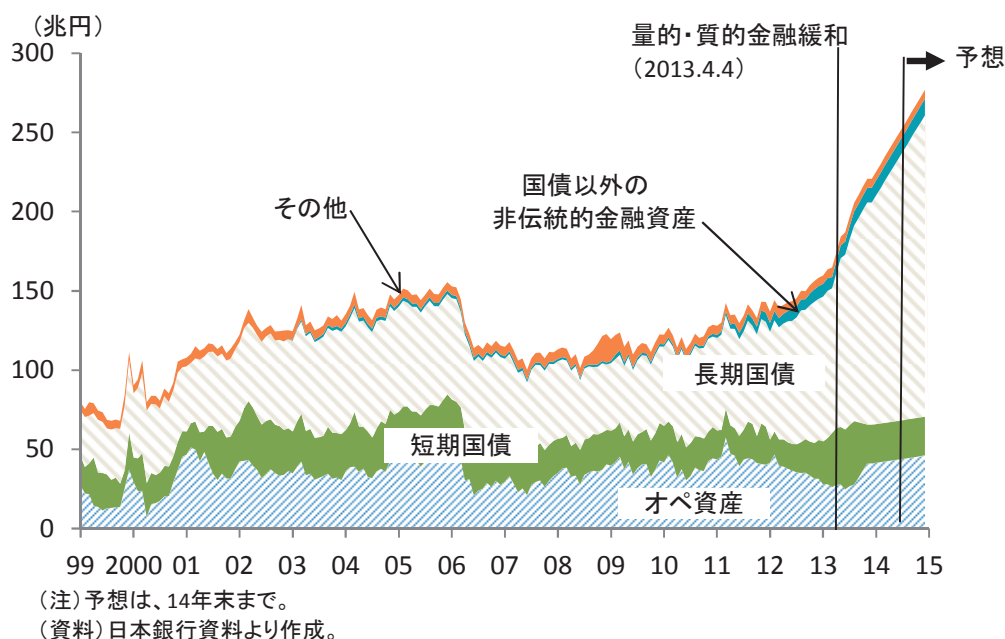
図表13 一般政府債務残高対GDP比



(注)2014年末以降は予想。OECDによる。数字は、13年末。

(資料) OECD Economic Outlookより作成。

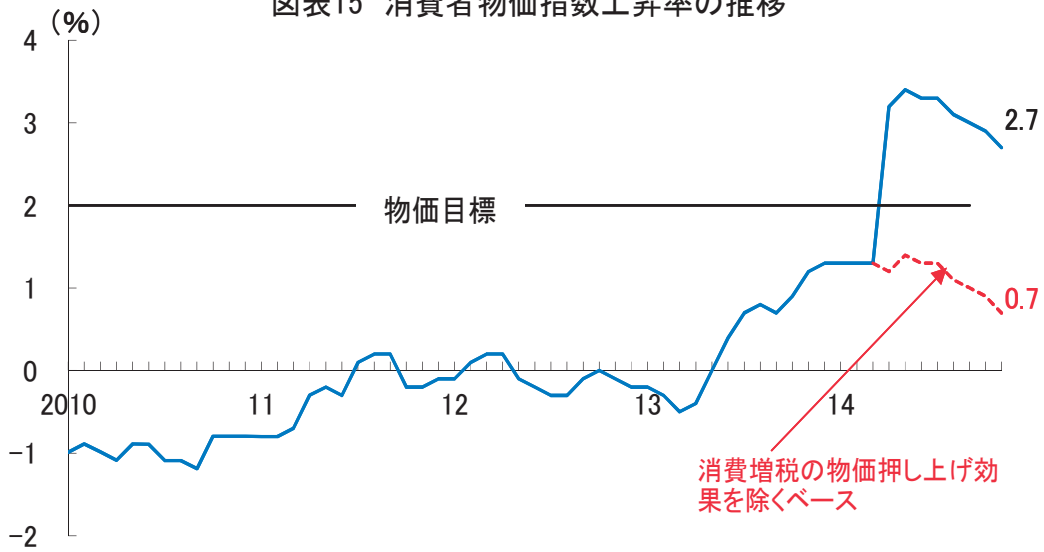
図表14 日銀のバランスシート推移(含予想)



(2) 日本政府と日銀に必要なこと

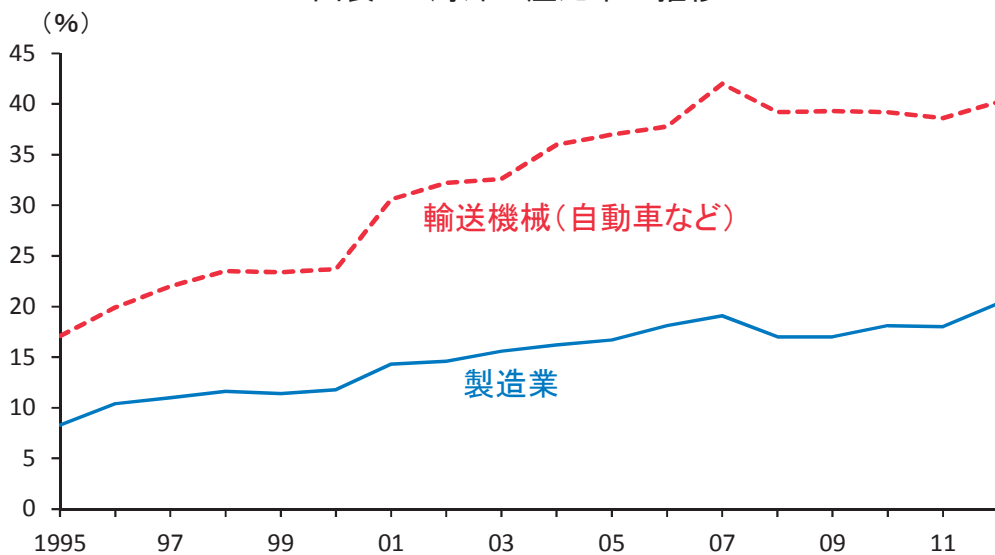
- ・日本の場合、アメリカのような「出口」の展望が描きにくい
- ・政府は**財政再建の道筋を示す必要**(消費税10%への引き上げの先の具体策提示を)
- ・日銀は**大量資産購入からの「出口」戦略を示す必要**(長期金利を上昇させずに国債購入額を漸減させ、残高維持へ)
- ・日銀→2%インフレ目標を(たとえば1%まで)引き下げ、早期に資産購入から撤退するのが得策[図表15]~「第一の矢」の修正を!
←円安のメリット減少[図表16][図表17]
- ・「出口」でのテーパリングで、ボンドコンバージョンなどの「金融抑圧」政策を併用か

図表15 消費者物価指数上昇率の推移



(注) 全国消費者物価指数の総合(除く生鮮食品)。2010年基準指数。前年同月比。数字は2014年11月。
 (資料) 総務省資料より作成。

図表16 海外生産比率の推移



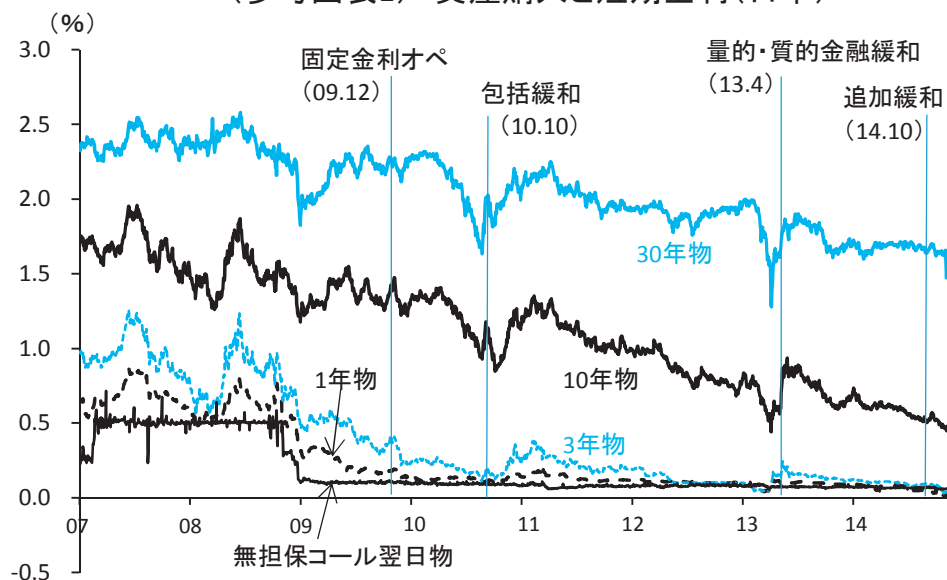
(注) 海外生産比率 = 現地法人売上高 ÷ (現地法人売上高 + 本社企業売上高)
 (資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」

図表17 輸入浸透度(鋳工業)



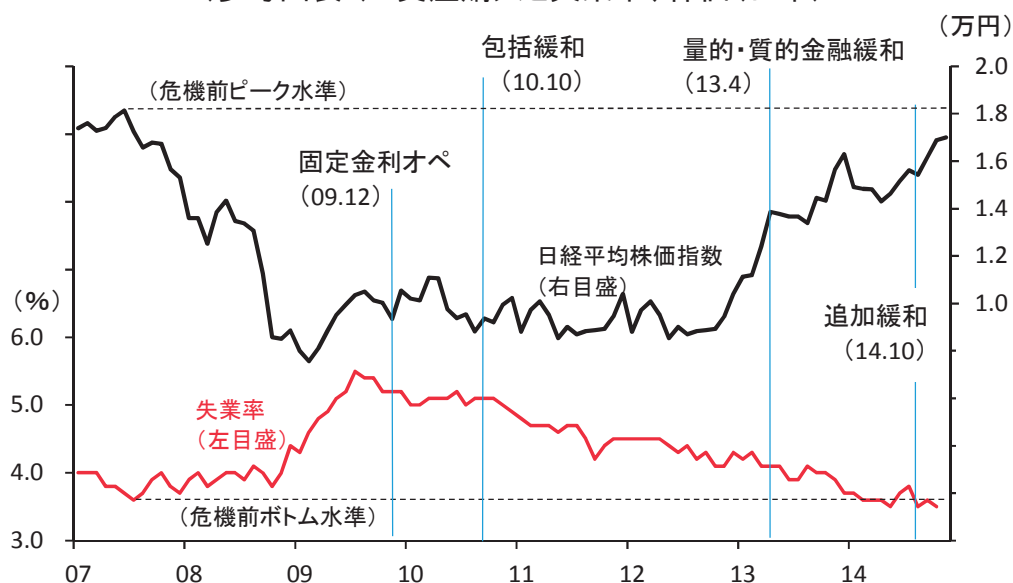
(注) 輸入浸透度 = 輸入 ÷ 総供給。2007年までは2005年基準、2008年以降は2010年基準。
 (資料) 経済産業省「鋳工業総供給表」より作成。

(参考図表1) 資産購入と短期金利(日本)



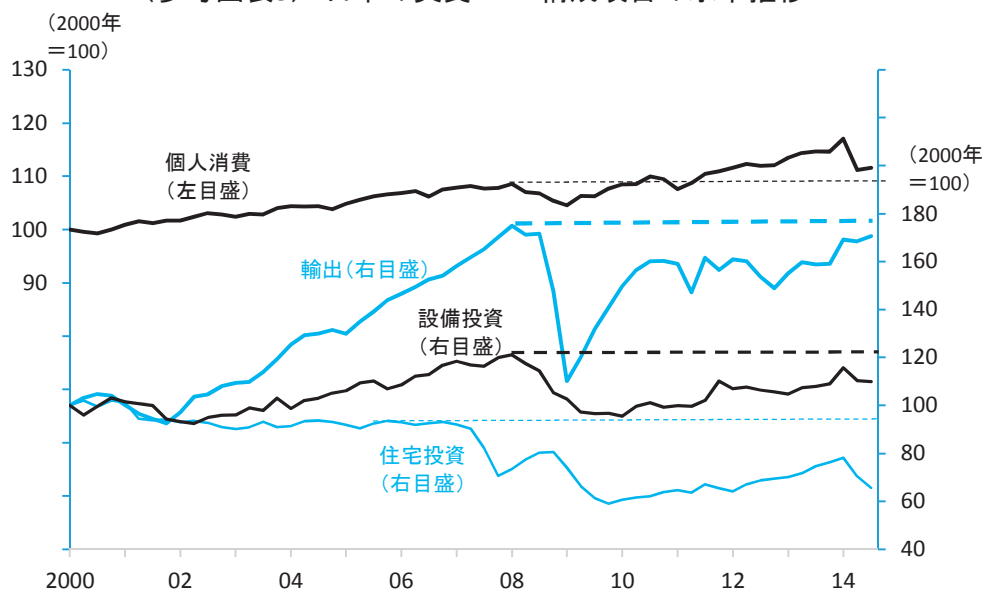
(注) 日次データ。
 (資料) 財務省、日銀データより作成。

(参考図表2) 資産購入と失業率、株価(日本)



(注) 月次データ。日経平均株価は月中平均。
 (資料) 総務省、日経データより作成。

(参考図表3) 日本の実質GDP構成項目の水準推移



(注) 四半期データ。点線は、各項目の世界金融危機前ピークを示す。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」より作成。

(参考図表4) FRSによる金融危機に対する流動性対策

実施時期	措置	概要
1 預金取扱金融機関等への資金供給 ¹⁾		
2007.12.12 ～10.3.8	TAF	預金取扱金融機関に対し、連銀貸出で担保と認められる資産を担保に融資。当初3カ月、徐々に長期化
2008.3.11 ～09.7.1 ²⁾	TSLF	国債をプライマリーディーラーに貸出す(上限2000億ドル。GSE債、GSE組成MBS、高格付け民間MBSが担保)
08.3.16～ 10.2.1	PDCF	プライマリーディーラーへの融資(金利は公定歩合で)
2 信用市場における借手、貸手への資金供給		
08.9.19～ 10.2.1	AMLF	預金取扱金融機関か銀行持株会社がMMFから高格付けABCPを買う場合に、無担保で融資(金利は公定歩合で)
08.10.7～ 10.2.1	CPFF	3カ月の無担保CPまたはABCPを適格発行者から直に購入(購入するFRS設立のSPVに融資)
08.10.21～ 9.10.30	MMIFF	MMFなどの投資家から、残存90日以内のCD、高格付けCPを購入(購入する民間設立のSPVに融資)
08.11.25～ 10.3.31/6.30	TALF	AAA格の消費者ローン・小企業ローン裏づけABSへの投資者に3年間の融資
3 期間の長い債券の購入		
(08.11.25) ³⁾	GSE債とMBSの購入	「1000億ドルのGSE債、5000億ドルのMBS(GSEが組成したものを数四半期にわたり購入」とアナウンス～景気刺激策としてのQE1(09.3.18～)に接続(購入額を増額)
(08.12.16)	長期国債の購入	当初、「検討する」とのアナウンス。QE1(09.3.18～)で、「長期国債を6ヶ月間で3000億ドル購入」へ

(注)1)「1」の措置として、このほかに他国中銀とのスワップ協定がある。

2)09年7月1日に中止、正式には10年2月1日に制度が廃止された。

3)GSE債は9月下旬から購入が始まっていた。MBSは翌年1月から購入開始。

(資料)FRS資料より、筆者作成。

(補論)中央銀行の課題—その変遷と現在—

(1)FRBの課題の変遷

- ①設立(1913年)～1930年代:金融システムの安定化(中央銀行の最後の貸手機能(LLR)の発動など)
- ②戦後～1970年代:成長(完全雇用)の促進(財政政策の補佐役)
- ③1980年代～2007年:インフレ抑制

※③のうち、グリーンスパン時代(1987～2006年)に3つの課題が発生

- 1)インフレ抑制と財政再建
- 2)資産バブルへの対処
- 3)デフレ懸念への対処

(2)現在における中央銀行の課題

①金融システムの安定化

- 1)バブルの発生にどう対処すべきか
- 2)金融規制をどう見直すか

②成長のサポート

- 1)デフレを防ぐことができるか(デフレ回避は至上命題か)
- 2)潜在成長率を引き上げることができるか(「成長期待の形成」は可能か)
- 3)マネタイゼーションは肯定されるか(中央銀行の独立性／巨額政府債務下での中銀の国債購入)

※この他、とりわけFRSでは世界経済(新興国)へ影響とリアクションへの配慮も

ご清聴ありがとうございました！