

QE3の評価と米国・世界からみた黒田日銀： 日本銀行の質・量的な金融緩和策の評価、海外中銀からの見方



第一生命経済研究所 主任エコノミスト

桂畑 誠治

■ 1. 無期限のQE3により雇用の回復ペースは加速

米国など主要先進国では、期待に働きかける金融政策の重要性が増している。米国では時間軸政策、資産購入などのなかで、現在は量的緩和（Quantitative Easing）が主要な金融政策となっている。

QE3など未曾有の資金供給を実施している量的緩和策の終了が近づいているなかで、世界の金融市場が不安定化しつつある。一方で、日本では「異次元の金融緩和策」が始められたばかりである。米国の量的緩和策の

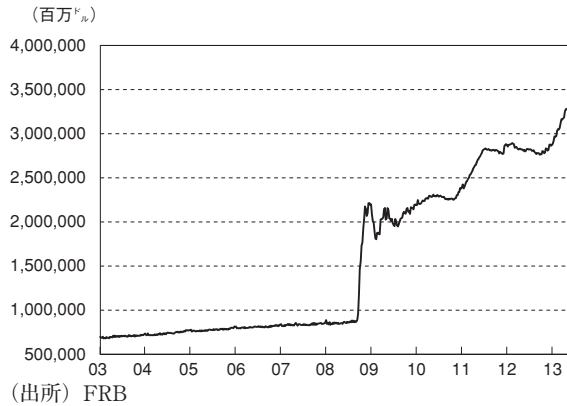
〈目次〉

1. 無期限のQE3により雇用の回復ペースは加速
2. 困難な「出口戦略」
3. 日銀の「異次元の金融緩和策」への世界的な支持は高い

評価とともに、日銀の金融政策に対する米国などの評価を考える。

米国では、リーマンショックに伴う経済への著しい縮小圧力を受け、FRBは政策金利であるFFレート誘導目標を2008年に事実上のゼロまで引き下げたが、それだけでは需要回復に不十分な状況だった。そこで、FRBは非伝統的な金融政策を開始した。信用緩和策として、ファシリティーをつくり市場機能の低下した金融市場に資金を供給した。これが、後にQE1といわれる量的緩和政策の第1弾である。サブプライム・ローン問題から波及した金融危機に対応するため、2008年11月～2010年3月に実施された。最終的に、FRBは米国債3,000億ドル、MBS 1兆2,500億ドル、その他1,750億ドルの合計1兆7,250億ドルを購入した。大規模な金融緩和・財政政策によって米国経済は日本経済、欧州経済よりも落ち込みが抑制されたうえ、持ち直しのタイミングも早かった。しかし、その後の経済成長のペー

(図表1) FRBのバランスシート



スは戦後最も低いものとどまっていた。

金融緩和策の終了、欧州債務危機などの発生等を背景に、米国の経済成長ペースは鈍化し、インフレ率も低下したことを受けて、2010年11月～2011年6月にQE2（量的緩和策第2弾）が実施され、FRBは国債を1ヵ月あたり約750億ドルのペースで合計6,000億ドル購入した。

2010年の中間選挙（米議会選挙）の結果、上下両院でそれぞれ過半数を上回る政党が異なる「ねじれ議会」となったことを受け、2011年以降財政政策が緊縮的となったほか、債務上限問題などによる混乱等により、経済成長が抑制された。FRBは、時間軸の長期化や保有する短期国債を売却し、長期国債を購入するオペレーションツイストを実施したが、経済成長の加速は限定的なものにとどまり、雇用改善も鈍いものとなっていた。このようななかで、FRBは2012年9月12、13日のFOMCでQE3を決定し、直に実施した。

QE3は、量的緩和第3弾と呼ばれているように、リーマンショック後に行われた3回目の量的緩和策である。当初は、MBSを毎月400億ドル購入し、国債の購入は行われなかった。当時、FRBは2012年末まで短期の国債を売却し、同額の長期国債を購入するオペレーションツイストを毎月450億ドル規模で実施していたため、国債は購入されなかった。同時に、満期を迎えたMBS、GSE債をMBSの再投資のほか、国債の再投資を継続された。

2012年11月の米議会選挙の結果、2013年以降も「ねじれ議会」が継続することになり、減税の終了のほか、増税・歳出削減の開始が集中する「財政の崖」に対する先行き不透明感の高まりに伴う経済成長の下振れを警戒し、2012年12月11、12日に開催されたFOMCで、FRBはオペレーションツイストが終了する2013年1月から追加で毎月450億ドルの国債を追加購入することを決定した。これに

より、1月からは毎月850億ドルの新規の資産購入となり、バランスシートの拡大ペースが加速した。ただし、FRBはオペレーションリストと同額の購入であるため、1月から金融緩和ペースを強めたわけではなく、12年9月からの緩和政策の継続と説明した。

QE3は、労働市場の改善を促し経済成長を加速させることが目的であり、インフレが抑制されている限り、労働市場が著しく改善するまで継続する方針が示された。QE1、QE2では金額、購入期限を決めて実施したが、FRBの楽観的な経済見通しを背景に早すぎる緩和策の終了、経済成長や雇用の再減速を繰り返した。失業期間の長期化による技術能力の低下を懸念し、QE3を労働市場が著しく回復するまで実施することを示すことで、緩和効果を強め経済成長の早期加速の実現を目指した。これは無期限（オープンエンド）のQE3と呼ばれ、前例のない金融政策である。結果が出るまで緩和を継続することを表明したことで、市場での経済成長期待を著しく高める効果があった。一方で、このような政策はバブルを醸成するリスクがあるため、メリットとコストを評価しながら、政策を継続する必要がある。

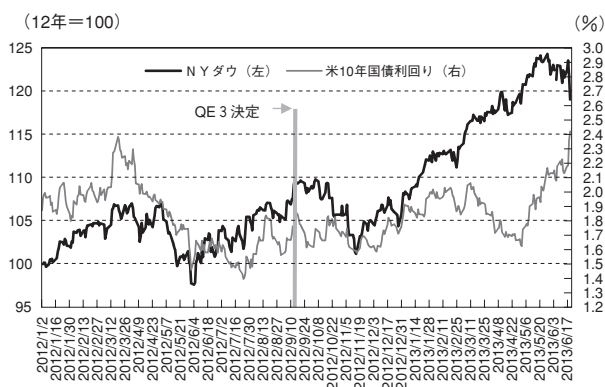
米景気低迷の主因として、住宅市場の低迷があるとし、住宅市場の回復を促すため、MBSの購入を行っている。また、国債の購入により、金融市場全般で緩和効果が浸透することを狙った。実際、モーゲージ金利の低下等もあり住宅市場は、回復傾向を辿った。

また、株価が最高値を更新する展開となり、資産効果が顕在化し、個人消費は押し上げられた。一方で、インフレ率は無期限の量的緩和を継続しているにもかかわらず、低下を続けている。12年9月のQE3実施以降、雇用の増加ペースは加速し、インフレ率も安定していることから、これまではある程度期待通りの緩和効果があったといえよう。

■ 2. 困難な「出口戦略」

2013年初に「財政の崖」をなんとか乗り切ったほか、雇用の増加ペースの加速などを受け、FOMCはQE3継続に伴うコストを意識し始め、現在総額850億ドルの資産購入ペースの減額を主張するメンバーが増え始めている。このような情勢のもと、6月18、19日に開催された直近のFOMCでは、FRBは総額850億ドルのQE3の継続を決定した。FOMC声明文では、経済活動は「緩やかなペースで拡大している」と5月会合から変わらずとなったが、雇用市場の状況は「ここ数カ月に全般的に一段と改善しているが、失業率は依然高い水準にある」と依然として慎重な見方を維持した。需要項目別には「家計支出と企業設備投資は増加し、住宅部門はさらに強まった。しかし財政政策は経済成長を抑制している」と緊縮財政による成長抑制を認識している。FOMCは、このような経済情勢のもと、経済成長や雇用の一段の加速を促すために、資産購入ペースなど現在実施中の金融緩和策

(図表 2) NYダウと米10年国債利回りの推移



の継続を決定、現状ではまだ金融緩和が必要と判断している。

一方で、FOMC後に行われた記者会見でバーナンキFRB議長が、QE3減額、終了への不透明感の高まりによって金融市場が不安定化することを回避するために、「資産購入に関してFOMCの現在の予測通りに経済成長、雇用の改善が持続すれば、年内にもQE3の減額が行え、その後も予想通りの拡大を続ければ14年半ばごろにQE3を終了する可能性がある」と、FOMCが予想している」と、現在のFOMCが予想するQE終了のスケジュールのほか、QE3の減額は金融引き締め政策ではないことを説明した。

しかし、ハト派的な発言を期待してきた金融市場は、その先の金利引き上げも前倒しされることを懸念し、為替市場でドルが対円、対ユーロで急騰しドル独歩高の展開となった。また、ダウ工業株30種平均は前日比206.04ドル下げ、10年国債利回りは2.36%ま

で水準を切り上げた。アジア時間、翌日になっても、これらの動きは継続した。

現時点では、資産購入を毎月850億ドルで行う必要があるとFRBが考えているなかで、長期金利が上昇し、株価が下落しており、このまま市場とのコミュニケーションがうまくいかなければ、経済成長を抑制する要因になりかねない。

これにより市場では、9月のFOMCでQE3の減額が決まるとの見方が高まった。今回は、これまで示されてこなかったQE3減額の経済的条件をFOMCの予測値として少し明らかにした。今回のFOMCの予測値は、実質GDP成長率（10-12月期の前年同期比）が13年+2.3~+2.6%、失業率（10~12月期の平均値）は13年7.2~7.3%とされた。これに概ね沿った動きとなれば、年内QE3の減額を行うことを指摘した。

1-3月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+2.4%、失業率は5月7.6%と

なっており、FOMCの予想通りとなるためには、自動歳出削減が行われているなかで、実質GDP成長率が4 - 6月期以降も前期比年率+2.4%程度の成長を維持する必要がある。失業率は、労働参加率が上昇に転じるなかで、低下するだけの雇用増加が前提となっている。また、足下で低下傾向を辿っているコアインフレが長期目標である前年比+2%に向かってある程度上昇する必要もある。FOMCの予測がいつも楽観的であること、市場の混乱が持続することを勘案すると、実際に減額が決定されるのは市場が期待する9月よりも遅れる可能性がある。

市場が金融政策の方向性を織り込み易いと考え、懇切丁寧な説明を行ったにもかかわらず、市場はかなり先の金融引き締めまで織り込み金利の急騰などに繋がっている。量的緩和のような非伝統的な金融緩和は、市場との対話が重要であり、失敗すれば、金融市場のボラティリティが大幅に高まるリスクがある。株価の大幅な下落、金利の高騰などが続けばそのことが实体经济に悪影響を及ぼし、再び緩和が必要な状況になる可能性がある。その場合、出口戦略の実行がより難しくなる悪循環に陥るリスクがある。出口戦略のスケジュールを事前に説明することによって、出口が遠くなる。

また、米金融政策は世界経済や金融市場に与える影響も大きい。FRBには慎重すぎるほど慎重な出口戦略の実施が求められている。

最終的に、安定的な出口戦略に移行できた段階で、QE3の評価は高まることになろう。

■ 3. 日銀の「異次元の金融緩和策」への世界的な支持は高い

FRBが量的緩和策からの出口戦略を模索し始めている一方で、日本では黒田氏が日銀総裁に就任した直後の13年4月4日に行われた金融政策決定会合において、日銀が「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。まず、目標として日本銀行は消費者物価の前年比上年率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とを掲げた。

この目標の実現のために、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、日銀は量・質ともに次元の違う金融緩和を行う方針である。

具体的には、①量的な金融緩和を推進する観点に基づき、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。そして、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に金融市場調節を行う。また、②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。さらに、③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。④ETF、J-REITの買入れ額を拡大する。

日銀は、FRBが実施している期待に働きかける政策を強化することで、ポートフォリオ・リバランスを促進し、経済成長を高め、デフレ脱却を目指している。ただし、これらを実行しても、2年間でインフレ率が前年比で+2%となることは困難とみられているが、目標の実現を目指して、追加の金融緩和の実施期待を維持させることにより、金利を低位に安定させるほか、株価を押し上げることに繋がり、経済成長を高める効果が期待されている。

日本ではデフレによる深刻な景気低迷が続くもと、2001年に主要先進国で初めて量的緩和策を導入した。その後、拙速な出口戦略の実施を行ったこともあり、現時点でもデフレから脱却できていない。このため、量的緩和は経済成長を支援しないとの見方や、日銀の量的緩和策が不十分であったとの見方など、その効果には様々な見解がある。

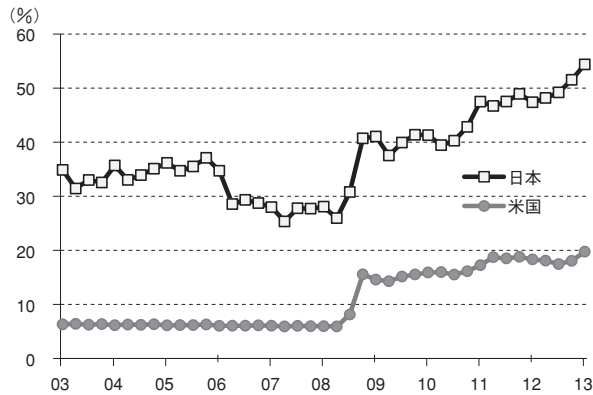
しかし、量的緩和など非伝統的な政策は、イベント・ショック時の金融市場の混乱や金融仲介機能の低下による深刻な悪影響を緩和し、回復させる効果があることは確認されている。また、長期金利を押し下げる効果や、信用スプレッドを縮小させる効果も期待できよう。ただし、市場や経済主体の期待に働きかける政策であるため、市場とのコミュニケ

ーション次第で効果が大きく変化する難度の高い政策でもある。また、非伝統的な政策運営が長期化することに伴うバブルの醸成などリスクも多くあるため、政策のメリットとコストを適切に評価する必要がある。

海外での日銀の金融政策に対する評価では、日銀の異次元の金融緩和策は安部新政権の掲げた経済政策の一部に積極的な金融緩和策が組み込まれたことで実現されたこともあり、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「3本の矢」の中で語られることが多い。基本的には、金融緩和策と財政支出拡大は、現状の景気停滞を脱出し規制改革などにより構造改革を進めるための時間を稼ぐことを目的に実施するとのコンセンサスがあるが、当初は政治家が為替水準に関する発言を繰り返したため、日銀の金融政策に対しても為替誘導を目的としているとの批判が一部の国から出ていた。しかし、金融政策はG7など主要先進国では国内需要を押し上げることを目的として実施し、為替誘導を目的としないことで合意。また、新興国も加わるG20でも基本的には、先進国の量的緩和は国内需要を押し上げることを目的として実施し、為替レートの誘導を目的としないことで合意されたことも、批判を抑えることに貢献したようだ。さらに、G7各国からの批判を受け日本の政治家が為替水準などへの発言を行わなくなったことも、批判を弱める要因となった。

日銀の「量的・質的金融緩和」に対しては、

(図表3) 日米中銀バランスシートのGDP比



デフレが続く日本において大胆な金融緩和策への海外からの評価は高い。世界経済の成長力が弱まるなかで、世界第3位の日本経済のデフレ脱却、高成長への期待がかなり高いためだ。IMFなど国際機関なども、日銀の金融政策を支持している。日本の成長率が高まれば、世界経済の成長を押し上げ、各国の輸出増加に繋がることから、支持され易い。

ドイツなどは、金融緩和だけでは問題の解決に繋がらず、構造改革が必要と発言しているが、これは当然のことであり、他の国があえてコメントしないことを、発言しているだけだ。また、バイトマンドイツ連邦銀行総裁は「日本の実験に幸運を祈りたい。金融政策が非常に大変な窮地に追い込まれる危険があるとわれわれは考えている」と批判的である。一方、新興国では、自国通貨高、資本流入によるバブル、インフレなど自国経済を混乱させる可能性があるため、基本的には先進国の量的緩和には否定的な発言が行われる傾向が

強い。日銀の金融政策に対しても、中国、韓国、ブラジル、ロシアなどが同様の否定的な発言を行っている。

金融市場では、日銀が「異次元の金融緩和策」を決定した後、10年国債利回りが0.3%まで低下したが、黒田日銀総裁の経済成長の加速に伴う金利上昇を容認すると一部の発言を受け、1%に急上昇するなど、国債利回りが急変動した。株価は、上昇ペースが速かったことや、米国での早期の出口戦略実施への懸念、成長戦略への失望など様々な要因が重なって、大幅に調整している。現在は日銀が市場との対話に試行錯誤している状況である。

バーナンキFRB議長は、5月22日の議会証言で日本の金融政策について「日本の政策を支持しており、2つのことに注目したい。1つは、現行の計画では、GDP比で日銀のバランスシートの規模が、FRBの3倍になる。2つ目は、日本の行動が金融市場のみな

らず実体経済の一定部分にこれまでのところかなり劇的な効果を及ぼしているようにみえる。これらのことから、こうした政策が経済に効果を与えていることが一段と裏付けられたと理解している」と効果をみとめている。

さらに、6月19日の記者会見では、「デフレは長年にわたり日本の問題であり、日銀は極めて困難かつ定着したデフレと戦っている。デフレ見通しを打ち破り、インフレ率を日銀が定めた2%の水準まで上昇させるには非常に積極的な政策が必要。だからこそ非常に難しく、積極的でなければならない」と「異次元の金融緩和策」を高く評価している。そして「積極的な政策の初期段階においては、投資家がまだ日銀の反応関数を学んでいるため、ボラティリティが生じても格段予想外ではない。また日本国債市場は、例えば米国債市場と比べて流動性が低いこともある」と発言した。バーナンキFRB議長は、デフレ脱却のための日銀の金融政策を支持している、と発言している。そして、日本がデフレ対策に取り組むのは重要であり、日銀の政策に起因する市場の変動性の高まりは想定外ではない。日銀の政策への反応を投資家が学んでいる段階として、間もなく落ちつくとの見方を示している。

世界での日銀の金融政策などによる日本経済のデフレ脱却への期待は、非常に高い状況にある。それだけに、財政支出、消費税率引き上げ前の駆け込みなどによって13年度のGDP成長率が高まるなかで、日銀は異次元

の金融緩和政策の継続期待を市場に織り込ませ、14年度以降の経済成長の一段の加速を促せるように、市場とのコミュニケーション能力を強化していく必要がある。

