



『愛の妙薬』と 非伝統的金融政策の功罪

東短リサーチ株式会社
取締役 チーフエコノミスト

加藤 出

1. 金融政策にとって示唆に 富むドニゼッティ『愛の妙薬』

ドニゼッティのコミカルなオペラ『愛の妙薬』に、怪しげな薬売りが登場する。その薬売りは、田舎の村を歩き、純朴な村人たちに、あらゆる病気、あらゆる心の悩みに効くという“万能薬”を売りつける。主人公

〈目次〉

1. 金融政策にとって示唆に富むドニゼッティ『愛の妙薬』
2. ゼロ金利制約下の3つの非伝統的オプション
3. 量的緩和策は“ヴィックス・ヴェポラップ”
4. なぜ貨幣乗数モデルは機能しないのか？
5. “QE2”でも増加しないマネーサプライ
6. 懸念される「妙薬」の副作用

の内気な青年ネモリーノは、それが恋の悩みにも効くと聞いて購入してしまう。

「妙薬」を飲んだ彼は、もりもりと勇気が湧いてきたことに気がつく。その薬は実は安ワインなので、彼は単にアルコールに酔っただけなのだが、その勢いを借りて、憧れていた女性に積極的な態度をとる。その後、いくつかの幸運も加わって、めでたく2人は結ばれるというストーリーである。

このオペラ『愛の妙薬』は、現在の先進国の多くの中央銀行にとって示唆に富む話だと思われる。金融危機が顕在化し始めた2007年夏からあと数か月で5年が経過する。しかし、先進国の多くの中央銀行は未だに超低金利政策から脱却できていない。短期金利をゼロ%近辺まで低下させた結果、彼らは従来の金融政策手段を失っている。このため、非伝統的金融政策が採用されているが、それは万能薬ではない。

「病は気から」ともいうが、「ニセ薬」に対

して過剰な期待が高まると後で反動が生じるおそれがある。バーナンキFRB議長は近年、「金融政策は“panacea”（万能薬）ではない」と度々強調している。“panacea”は、古代ギリシャの治療の女神の名に由来する（『デフレ下の金融・財政・為替政策』湯本雅士、岩波書店）。その点では、バーナンキは、『愛の妙薬』の薬売りとは異なっている。しかし、「FRBは万能薬を使って経済を治療できるはずだ」という思い込みが市場や一部の経済学者に存在している。彼らを失望させるわけにもいかないため、バーナンキはバランスを取らざるを得なくなっているように感じられる。

■ 2. ゼロ金利制約下の3つの非伝統的オプション

ゼロ金利という制約下で中央銀行が採り得る金融政策のオプションを整理すると以下のようになる。

① 公衆の金利の先行きに関する予想に影響を与えるコミュニケーション政策

いわゆる時間軸政策のこと。海外では、プリコミットメント政策、金利ガイダンス政策などとも呼ばれている。ゼロ金利が長く続くことを市場に予想させることで、中長期金利を低下させることが目的。

1999年4月に当時の速水日銀総裁は「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利を続ける」と市場にメッセージを発したが、それが最初

の時間軸政策だった。現在の日銀は「CPI前年比が1%に達することが見通せるまで、現在の強力な金融緩和策を継続する」と市場に約束している。

FRBは今年1月から「少なくとも2014年遅くまで異例の低金利水準が継続されるだろう」という文言を声明文に載せ続けている。具体的な時期を明示している点では、日銀よりも大胆に見える。ただし、FRBの時間軸フレーズは、市場に対する約束ではない。それはFOMCの予想である点に市場は注意する必要がある。彼らの経済予測が変われば、ゼロ金利が解除される時期も変わってくるため、後で市場は「裏切られた」と感じるおそれもある。

しかも、その時間軸フレーズとFOMC参加メンバー17人が予想するゼロ金利解除時期に大きなズレが存在している点にも危うさがある。今年4月時点で17人が予想した2014年末のフェデラルファンド金利予想の平均は1.32%だった。なんと4回以上の利上げが織り込まれた水準になっている。この奇妙なズレは、声明文を決定する投票メンバー10人（議長を含む5人の理事、ニューヨーク連銀総裁と4人の輪番制地区連銀総裁）が、17人全員よりもハト派色が強いことから生じている。バーナンキ議長のリーダーシップが強く発揮されているとも言えるが、かなり無理をしてゼロ金利の長期化を強調しているとも見なせる。

② 中央銀行の負債サイドに着目して

バランスシートを拡大させる政策

中央銀行の負債サイドの大部分は準備預金と銀行券で占められているが、そこに着目して市場への資金供給を増大させる政策。いわゆる量的緩和策のこと。

2001年3月から2006年3月にかけて日銀は、日銀当座預金（大半は準備預金）の残高に誘導目標を設定して、資金供給を行うという量的緩和策を採っていた。それは金融システム危機下の流動性不安を和らげる効果はあったものの、『ゼロ金利との闘い』（植田和男、日本経済新聞社）にもあるように、实体经济への刺激効果という点ではゼロ金利政策と大差はなかったと見なせるだろう。

FRBの主流派幹部も、当時の日銀の政策も参考にして、単に準備預金（およびマネタリーベース）を増大させても、経済を刺激することはできないと考えている。例えばイエレン副議長は2009年1月（当時はサンフランシスコ連銀総裁）に、日銀の量的緩和策に関して、「単に準備預金を非常に大きく増加させても、銀行の貸出やより幅広い経済にほとんど影響を与えなかった」と話している。コーン元副議長は2010年3月に次のように語った。「FRBは巨額の超過準備を生み出しているが、それ自体が金融市場や経済に効果をもたらすことはなさそうだ。この見方は、教科書のシンプルなモデルや、マネタリストの伝統的な考え方と一致しない。銀行の行動は、標準的なケインジアン・モデルの“流動性の

罨”と整合的である」。

FRBはリーマン・ショック後に、市場から大規模に資産を数度にわたって購入した。それを金融市場参加者やマスメディアは、「QE1（量的緩和策第1弾）」「QE2（量的緩和策第2弾）」と呼んできた。しかし、FRB幹部は上記のように量的緩和策には効果はないと考えているため、彼らは政策の名称に「量的緩和策（QE）」という名称をこれまで正式には一度も使っていない。正式名称は大規模資産購入（LSAP）である。後述するが、市場（主に株式市場と外為市場）とFRBのこの認識のズレは、悩ましい問題をはらんでいる。

③ 中央銀行の資産の構成を変化させる政策

中央銀行が保有する資産の構成を変化させて、市場に影響を与えようとする政策。例えば、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻後に金融市場で起きた嵐のようなデレバレッジの動きに対して、多くの先進国の中央銀行は、CP、社債、MBSなど価格形成が適切に行われていないと判断される市場に介入して、それらの金融資産を買い取った。これは信用緩和策と呼ばれている。また、FRBは2010年11月から長期国債を6,000億ドル買い取って、長期金利を低下させる政策を行った（いわゆる“QE2”）。

それらの政策の結果、市場の準備預金は大幅に増加した。ただし、②の量的緩和策との違いは、信用緩和策にとって準備預金供給の

増加は単なる“副産物”であり、前述のようにFRBの主流派幹部はそれに経済を刺激する効果を期待していない。

FRBは2011年9月に、残存期間6年以上の国債を市場から4,000億ドル買い取り、FRBが保有する残存期間3年以下の国債を市場に4,000億ドル売却する、いわゆるオペレーション・ツイストを開始した。この政策では準備預金は増加しない。FRBの資産の構成を変えることで、長期金利の上昇を抑え込もうとする政策である。

■ 3. 量的緩和策は

“ヴィックス・ヴェポラップ”

FRBの国債の大規模購入第2弾(“QE2”)は、一般的に株式市場では評判が良かった。一時期、株価が上昇したからである。日本のマスメディアにおいても、そういった政策を行うFRBの積極果敢さを称賛する記事が多かったように思われる。

しかし、米国においては批判の声も多く聞こえる。2011年6月末に終了するに当たって、米ウォールストリート・ジャーナル紙は経済学者、市場のエコノミストにアンケートを行った。49人中20人(41%)が“QE2”は不成功(利益よりもコストが上回っていた)と見なしていた。セントラル・フロリダ大学のシーン・スネイス教授は、「これ(“QE2”)は、マーケットにとっての“ヴィックス・ヴェポラップ”だ。治療にはならない。しかし、症状

は和らげた」と的確に表現していた。ヴィックス・ヴェポラップは、子供の胸などに塗って気管支炎の症状などを緩和する薬である。気分は楽になるが、病気を治療する薬ではない。

成功と評価したエコノミストは全体の59%なので過半数は超えていた。しかし、“QE2”肯定派の見解に熱意を伴ったものは少ないと同記事は述べている。あるエコノミストは「FRBがギブアップを宣言するよりはましだった」と回答している。同記事は「もし59点が学校の成績なら“F”(落第)だ」と茶化していた。

■ 4. なぜ貨幣乗数モデルは機能しないのか？

“QE2”によって、FRBは市場の準備預金を6,000億ドル増加させた。経済学の教科書に昔から載っている貨幣乗数モデルに沿って考えれば、準備預金の大幅な増加は、銀行の貸出およびマネーサプライを増加させ、それにより成長を促進させるはずである。

しかし、現代の金融システムにおいては、そのモデルは機能しない。米国の経済指標予測で「最も正確なエコノミスト」(ブルームバーグ調査)に選ばれているライトソンICAPのルー・クランドル氏は、貨幣乗数モデルが機能不全になっている主な理由を次のように指摘している(2012年3月12日同社レポートより)。
・貨幣乗数モデルは、銀行は資本の制約よりも資金調達のアベイラビリティに制約を受

けていることを前提としている。今日では真実はその逆にある。

- ・そのモデルの最も根本的な問題は、現代の金融システムにおける銀行の行動に関する仮定にある。銀行は預金が増えたら、貸出を直ぐに増やそうとすると仮定されている。
- ・現実の世界ではそれは明らかに生じない。銀行は資本の水準を考慮しながら、自身のバランスシートの規模、貸出や証券投資の量のガイドラインを決定している。資金がどこからか入ってきた場合、銀行の最も自然な反応としては、ホールセール市場での資金調達をその分減額しようとするだろう。

準備預金を増加させても、銀行の行動が前向きにならない可能性をダッドリー・ニューヨーク連銀総裁は2009年7月の講演で指摘している。「銀行はレバレッジ・レシオを心配しているため、超過準備の巨大な増加は、おそらく銀行の貸出意欲を削ぐ可能性がある。今のところはそういったバランスシートの問題は銀行の行動に顕著な影響をもたらしていない。しかし、我々はこの問題を無視することはできない。我々は、FRBのバランスシート拡大はどの程度が適切なのか熟考し、この問題を念頭に置き続ける必要がある。」

■ 5. “QE2”でも増加しない マネーサプライ

“QE2”実施によって、米国では準備預金

が6,000億ドル増加したが、その大半は、外国銀行のFRBの口座に滞留している。彼らはドルの短期金融市場から0.10%前後の金利で資金をかき集め、それをFRBの口座に預けている。FRBの口座には0.25%の利息が付くため、その取引によって、10数ベーシス・ポイントの利鞘が抜けることになる。

米国の多くの銀行はそういった取引を行おうとしない。FDIC（預金保険公社）の預金保険に加盟している米銀は、FRBに預ける準備預金が増加しても、事実上そこに保険料を課せられている。保険料は銀行の資産内容によって異なるが、0.12~0.13%前後と言われている。市場から資金を調達してFRBの口座にそれを預けても、米銀は利鞘をほとんど抜くことができない。それなのに準備預金の増大によってバランスシートが膨らむことがあると、極めて薄い利鞘の資産が増えることになるため、米銀のROAやレバレッジ・レシオは悪化することになる。このため、米銀の経営者は準備預金が増加するのを嫌がる傾向が見られる。一方、ほとんどの外国銀行はFDICに加盟していないため、FRBが“QE2”によって市場に供給した準備預金は、外国銀行のFRBの口座に溜まることになる。

その資金が実体経済で使われた後にそこに流れ着いているのならば良いが、米国の短期金融市場の様子を観察しているとそのようには見えない。それゆえバーナンキ議長は今年2月の議会証言で、「(FRBの資金供給により)実際に起きたことは、銀行がFRBに預

けている準備預金の電子的な金額が単に増えただけだ。それらが何か大きな役割を果たしたことはない」と述べている。

それを裏付けるように、米国マネーストック（M2）には実際のところ、銀行活動の活発化を示すような顕著な増加は生じていない。2011年夏にM2の3か月前比年率換算伸び率は、一時20%を超える勢いを示した。しかし、それは、欧州サブリン危機の深刻化に伴って、欧州系銀行へのエクスポージャーが大きいと見られたMMFを解約する機関投資家が増加し、その資金が預金保険でカバーされる銀行預金にシフトしたことで起きた一時的な現象だった。経済活動の活発化を意味するものではない（個人投資家のMMFはM2にカウントされているが、機関投資家のMMFは含まれていないためM2の増加が起きる）。その要因が剥がれた最近のM2の伸び率は再び5%を割り込む水準に落ちてきている。あれだけの膨大な超過準備が存在しながら、M2の伸びは特に高い水準にはなっていないのである。

では、どうして“QE2”導入後に米国の株式市場や世界のコモディティ市場で価格が上昇したのだろうか？それは“QE2”のアナウンスメント効果もたらした、投資家のポートフォリオ・リバランスの影響によるものだったと解釈できる。

FRBは“QE2”で市場に供給した資金を回収していない。しかし、「妙薬」の心理的な効果が剥がれてしまうと、株価などの勢いは

失速する傾向が見られた。FRBが長期国債を大量に購入することで、ドルの長期金利の上昇が抑え込まれている効果はあると言える。

ただしそれは万能薬と言えるほどの影響を米国経済にもたらしているわけではない。“QE2”は米国のデフレ懸念を後退させたと言われるが、前出のクランドル氏は、「もし2010年の米国に本当にデフレの向かい風が吹いていたなら、LSAP2（QE2）によって長期金利を20数ベース・ポイント低下させたぐらいでデフレのトレンドを反転させることなどできそうにない」と分析している。

■ 6. 懸念される「妙薬」の副作用

FRBが市場に準備預金を追加的に大規模に供給する政策を行えば経済が上向くと「誤解」している参加者が株式市場などには多い（短期金融市場や債券市場には少ないが）。それが弊害・副作用を持たない政策ならば、市場の勘違いを利用し続けることは有効な戦略の1つと言えなくもない。しかし、いくつかの深刻な問題点が考えられる。

第一に、スタンフォード大学のロナルド・マッキノン教授が指摘するように、長期金利を無理に低下させると、銀行の利鞘が縮小し、彼らが中小企業に貸出を行う上でのリスク許容力が低下する問題が生じる。

第二に、コロンビア大学のマイケル・ウッドフォード教授が言うように、「更なる緩和

策は、政治家に必要な政策を避ける口実を与えてしまう」(ファイナンシャル・タイムズ紙2011年8月25日)。FRBはいわゆる“QE1”でフレディーマックやファニーメイが保証するMBSやそれらが発行する債券を大規模に購入した。その買い支えが存在しなければ、住宅ローン市場は大変な混乱に陥っていた可能性が高かったものの、米政府・議会はFRBに甘えて、両社の再建策を後回しにしている。FRBが長期国債を大規模に購入してきたことも、財政再建の議論を遅らせている要因の1つになっている。

第三に、将来の出口政策が困難に直面するリスクがある。カーネギーメロン大学のアラン・メルツァー教授は、「企業は、税制、ヘルスケア問題、エネルギー問題、規制コストに対して強い不安を感じており、それが彼らの行動を慎重化させている。今大切なのは、銀行や企業が感じている不確実性を取り除くことであって、国債の購入拡大ではない。将来、金融引き締めへの転換が必要な経済状態が現れたときに、FRBがバランスシートを膨らませたままだと、出口政策はより困難になるおそれがある。政府だけでなく、多くの経済主体が金利引き上げに強い反発を示す可能性がある」と述べている(ウォールストリート・ジャーナル紙2010年10月12日)。また、同教授は「FRBは政策の長期的な帰結を全く議論していない。それは間違いだ」(同紙2011年8月12日)とも指摘している。

上記の第一～三は日本にとっても当てはまる論点である。膨大な政府債務が存在する中で、今年2月、4月の追加緩和策を経て、日銀は「国債消化マシン」と化してしまった感がある。今や日銀の市場からの年間国債購入額は、政府の新規国債発行額に匹敵する勢いであり、金融政策による財政ファイナンスの色合いが濃厚になってきている。イギリスのように、政府は財政再建策に邁進しつつ、中央銀行が国債を大規模に購入するという政策パッケージならばまだ良いのだが、日本の場合は、日銀の国債購入が財政再建の先送りにつながってしまうおそれが心配される。

FRBを筆頭に、金融危機後に積極果敢に金融政策を発動してきた中央銀行は多いが、それらの政策が成功だったのか否かを判断するには、長期的な弊害・副作用の発生の有無も見極めていかなければならない。「金融政策は万能薬ではない」という認識を前提しながら、経済対策を考えていく必要がある。



加藤 出 (かとう いずる)

1965年生まれ。横浜国立大学経済学部卒業後、1988年4月東京短資株式会社入社。金融先物、CD、CP、コールなど短期市場のプロカーとエコノミストを2001年まで兼務。2002年2月より現職。2002年にニューヨーク、2010年にロンドン、2011年に上海に駐在。著書に『日銀は死んだのか?』(日本経済新聞社)、『バーナンキのFRB』(ダイヤモンド社)、『東京マネーマーケット』(有斐閣)など。週刊ダイヤモンド、朝日新聞、日経ヴェリタスなどに経済コラムを連載。