

経済理論・分析の窓

量的緩和政策をめぐって¹

神戸大学大学院経済学研究科教授
地主 敏樹

世界金融危機が起きてより、金融市場の混乱と実体経済活動の低下に対応して、政策金利の引き下げを続けた主要中央銀行は、ゼロ金利制約に接近した。短期金融市場の活動余地が残るような水準で利下げを止めて、マネタリーベースを増加させ資産規模を拡大して、マクロ経済へ拡張効果を図るという、量的緩和政策へ移行したのである。

主要中央銀行の量的緩和政策

各国の量的緩和策を、日本銀行が2001～06に実施した量的緩和策と比較しながら、見ておこう。当時の日本銀行は中長期国債を大量に購入した。その購入代金は、国債を売却した民間銀行の日銀当座預金となった。日銀当座預金の残高合計が政策の運営目標とされた。金融システム不安の再燃や景気停滞などに対応して、日銀は当座預金残高目標の引き上げを繰り返した。量的緩和からの出口に関しては、保有国債の満期を短期化していたので、満期到来に応じた自然減少が急速に進んだが、金融市場の混乱は生じなかった。

今回の超緩和局面において、中央銀行預金残高を運営目標とした中央銀行はなかった。家計や企業になじみが薄い概念なので、インパクトが弱くなり易いからかもしれない。ただし、ユーロ圏の金融政策を担当する欧州中央銀行（ECB）は、域内民間銀行に対する長期資金の無制限供給を実施した²。銀行部門が金融部門の中核を占めている経済システムにおいて、民間銀行に対して資金を豊富に提供し、金融システム安定化を通じてマクロ経済への拡張効果を目指したのは、日銀の量的緩和に似ていると評価できよう³。現在、満期

の到来に応じて、こうした長期貸出の残高は減少しつつある。

他方で、購入した資産について日本銀行に最も近かったのは、英国銀行（BOE）であったと言えよう。社債などのリスク資産も購入したが、その購入額は限定的であり、中長期の国債購入が主であった。購入資産に関しては、国債と並ぶほどに住宅ローン関連証券も大量に購入した点が、米国連邦準備の第1段階の量的緩和の特徴である⁴。次段階になると、短期国債を売却して長期国債を購入するというオペレーション・ツイストも実施した。資産規模の拡大を回避しつつ、長期金利の低下を通じた緩和効果を得ようとしたのである。その後も景気回復が弱いので、第3段階（QE3）で、再び資産規模拡大を許容することとなり、住宅ローン関連証券の大量購入を進めることとなった。

量的緩和政策は経済に緩和効果を与えるか

ECBのような例外はあるものの、量的緩和の中核は中央銀行による資産の大量購入である。こうした政策行動は、どのようにしてマクロ経済に対して拡張効果を与え得るのであろうか。マネタリーベースを増やすことそのものの効果が考えられるかもしれない。貨幣数量説では、貨幣供給量が増えるとそれを使う取引＝支出も増えると想定している。しかし、この想定が当てはまるのは「ヘリコプター」貨幣のようなケースであり、現実的ではない上に、貨幣の流通速度も顕著に低下している。

中央銀行は金融機関から資産を購入するので、民間銀行などが獲得した資金をどのように運用するかが重要となる。金融危機後で貸出の増加は難しいとしても、他の資産の購入につながれば諸資産価格が上昇するだろう。また、貨幣供給量の急増はインフレーションをもたらすという経験則があるので、インフレ予想を高める可能性がある上に、為替相場の減価につながるかもしれない。A. メルツァーなど量的緩和に反対する人々は、将来の高インフレーションを懸念している。

1 本稿の作成に当たって、池宮城尚也氏（沖縄国際大学）と英邦弘氏（中京大学）に教示を受けた。記して、謝意を表したい。

2 リスク資産であるカバードボンドの購入も実施したが、少額でしかなかった。また、スウェーデンの中央銀行であるリクスバンクも、民間銀行向けの長期資金提供を実施した。

3 その後、ソブリン危機が発生すると、ECBは危機の焦点となった諸国の国債を無制限に購入することとなった。これは、マクロ経済への拡張効果が主目的ではないと言えよう。

4 連邦準備は自らの政策行動を「信用緩和」と称したが、上述の量的緩和に入るまでの政策措置はシャドーバンク部門を構成する諸金融機関への流動性供給を主目的としたものであり、マクロ経済の拡張効果を狙ったものではないので、本稿の検討対象からは外れる。

量的緩和の効果を検討するには、詳細な諸影響経路に拘泥するよりも、金利への影響に注目すると簡潔である。Blinder (2010) が指摘しているように、量的緩和政策で特定の債券を大量に購入すると、当該債券の価格は上昇して利回りは低下することになり、短期安全資産金利に対するスプレッドが低下し易い⁵。日銀が実施したような中長期国債購入なら、長短金利間のターム・スプレッド低下が期待される⁶。また、連邦準備が実施したような住宅ローン関連債券購入なら、住宅ローン金利のリスク・スプレッド低下が期待される。

こうしたスプレッドの低下に関しては、多くの実証研究で報告されている⁷。しかし、宮尾 (2007) が指摘したように、金融市場でのスプレッド低下が実体経済の生産やインフレ率に有意なプラス効果をもたらしたのかは別問題であり、論争が続いている。日本に関しては、標準的な Vector Auto Regression (VAR) 分析などでは有意なプラス効果が検出されないことが多い。ただし、本多・黒木・立花 (2010) は、株価水準を導入し、諸変数を水準で取扱い、量的緩和が実施された時期に限定した VAR 分析において、当座預金残高目標の増加が株価上昇を通じて生産を引き上げるといふ経路を検出している。

英米も景気回復が緩慢なので量的緩和の効果は限定的であろうと思われがちであろう。J. テイラーなども、QE3 となると効果は小さく、財政規律弛緩などの副作用は大きいと批判している。しかし、Baumeister and Benati (2012) などは、ターム・スプレッドを導入した可変係数 VAR 分析を用いて、金融危機後にターム・スプレッドから実体経済への波及効果が高まっているとして、スプレッドを低下させた量的緩和政策を肯定している⁸。

量的緩和からの出口について

連邦準備の量的緩和縮小が注目されている。これまでの効果を小さいと批判しながら縮小を懸念するのは矛盾しているようにも思えよう。重要な問題は、購入

額の縮小ではなく、保有額の縮小=売却である。大量売却は資産価格を左右してしまう。しかし、準備預金への付利水準の調整で政策金利は調整できるだろうから、連邦準備は保有資産の売却を急がないであろうと考えられる。確かに、準備預金への利払いが高まれば、中央銀行の収入が低下し、結果的に国庫納付金も減少してしまうが、副次的な問題であろう。初めての体験となるので、注意深くあらねばならないが、基本はシンプルなのである。

参考文献

- 鶴飼博史、「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」、『金融研究』、第25巻第3号、2006年、pp. 1-45。
- 地主敏樹・小巻泰之・奥山英司、『世界金融危機と主要国中央銀行—リアルタイム・データと公表文書による分析—』、晃洋書房、2012年7月。
- 本多佑三・黒木祥弘・立花実、「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析—」、『フィナンシャル・レビュー』、第99号、2010年2月、pp. 59-81。
- 宮尾龍蔵、「量的緩和政策と時間軸効果」、『国民経済雑誌』、第195巻第2号、2007年2月、pp.79-94。
- Christiane Baumeister and Luca Benati, “Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound”, *Working Paper* 2012-21, Bank of Canada, 2012.
- Alan S. Blinder, “Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December, 2010, pp. 465-480.
- Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian P. Sack, “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large Scale Asset Purchases,” *International Journal of Central Banking*, 7 (1) , 2011, pp. 3-43.

地主 敏樹 (ぢぬし としき)

5 金融危機の直後には顕著な効果が期待できる。金融市場の諸部分の間での資金移動が活発になると、当該部分へのインパクトは弱まってしまうが、広く薄い効果が見込まれる。

6 日銀は量的緩和継続のコミットメントも公表しており、ターム・プレミアムの低下には、コミットメントの効果が主で、大量資産購入そのものの効果は従という実証結果もある。

7 日本に関しては鶴飼 (2006) のサーベイがあるし、米に関してはGagnon et al (2011) のイベントスタディなどがある。

8 短期金利とターム・スプレッドおよび生産と物価という4変数可変係数VARを推定している。短期金利がゼロ制約で止まっており、財政政策などの重要変数が除外されているので、危機からの回復の主因がターム・スプレッド低下にあると、解釈されたのであろう。