

非伝統的手段による金融政策の課題 日銀とFedの比較考察

去る10月31日、日本銀行はマネタリーベースの年間増加ペースをこれまでの「60〜70兆円」から「80兆円」に拡大することを柱とする追加緩和策（「量的・質的金融緩和（QQE）」の拡大）を決定した。ただし、その際の政策委員会の採決の結果は賛成5委員対反対4委員の僅差であり、11月25日に公表された議事要旨からは、QQEの効果やコスト、副作用について、両者の見解に隔たりがあることも明らかになった。では、非伝統的手段による類似の金融政策運営を行ってきた海外の主要な中央銀行、とりわけ米国の連邦準備制度（Fed）においては、その効果やコストなどをどのように認識し、どのように議論を進めて、実際の政策運営を展開してきたのだろうか。

政策委員会は二分

日銀が追加緩和を決めた10月31日の金融政策決定会合の議事要旨からは、これに賛成する委員と反対する委員との間で、相当に激しい議論があった様子がうかがわれる。以下、その一部を抜粋する。

賛成派のうち「多くの委員」は、「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧

力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクが大きい」「こうしたりリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するために、このタイミングで追加的な金融緩和を行うべきである」と述べた。そのうち「一人の委員」は、「……ここで政策対応を行わなければ、そうしたコミットメント

を反故にするものであると理解され、日本銀行に対する信認が大きく損なわれる可能性もある」と述べている。これに対して、反対派である「何人かの委員」は、「追加的な金融緩和による効果は、それに伴うコストや副作用に見合わない」、追加緩和の効果について「……金利は一段と低下すると見込まれるものの、名目金利は既に歴史的な低水準にあり、実

質金利も大幅なマイナスとなっていくことや、資産買入れの効果はその進捗とともに累積的に強まる性質のものであることを踏まえると、経済・物価に対する限界的な押し上げ効果は大きくない」、期待への働きかけについて、「量的・質的金融緩和」は導入時には人々の期待を変化させる効果を持ったが、追加的にこれを拡大しても、その効果は導入時と比べてかなり限定的なものにとどまる」と述べた。このうち「一人の委員」は、「効果の持続性についても疑問がある」と付け加えた。追加緩和のコスト・副作用について、「複数の委員」は、市場機能の一段の低

日本総合研究所上席主任研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法学部卒、同年日本銀行入行、
91年2月日本総合研究所入社
（調査部）、14年7月から現職。09
年から国税審議会委員、13年か
ら内閣官房行革推進会議歳出改
革WG構成員、14年から住宅金
融支援機構事業運営審議会委員
をそれぞれ務める。

〈図表1〉2004年のバーナンキ論文が示した、ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の手段のオプション

オプション	内容	政策の呼称の例	効果波及の経路
1	将来の短期金利予想への働きかけ Shaping Interest Rate Expectations	「フォワード・ガイダンス」 「時間軸政策」	
2	中央銀行のバランス・シートにおける資産構成の変化 Altering the Composition of the Central Bank's Balance Sheet	「オペレーション・ツイスト」	市場がイールド・カーブを形成する際のターム・プレミアムに働きかけ
3	中央銀行のバランス・シートの規模の拡大 Expanding the Size of the Central Bank's Balance Sheet	「量的緩和 (Quantitative Easing)」	(a)ポートフォリオ・リバランス効果 (b)シグナル(政策金利の将来のパスに対する期待を変える)効果 (c)拡張財政(財政ファイナンス)効果

(注) 政策の呼称の例は、その後の各中央銀行が実際の政策運営上、用いたもの。このうち、バーナンキ論文において言及されていたのは3の「量的緩和」のみ
(出所) Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart (2004). "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)", American Economic Review, The American Economic Association, May 2004を基に日本総合研究所作成

バーナンキ論文

下を指摘した。「何人かの委員」は、「年間約80兆円の増加ペースで国債買入れを行うとなれば、フローで市中発行額の大半を買い入れることになるため、国債市場の流動性を著しく損なうだけでなく、実質的な財政ファイナンスである」とみなされるリスクが、より高くなる」と指摘している。

では、類似の非伝統的な手段により、近年、金融政策を行ってきた海外の主要な中央銀行は、その効果や副作用、リスクなどについて、どのように検証して認識し、議論を進めて政策運営を行ってきたのか、ここではFedの例からみてみよう。

それに先立ち、まず、各国中銀の政策運営の出発点となった考え方を確認しよう。主要先進国のなかで、バブル崩壊後の銀行危機、その後の経済の低成長状態やデフレ状態の長期化という事態に近年、初めて見舞われたのは、言うまでもなくわが国である。日銀は、1999〜2000年にゼロ金利政策を採用し、それをいったん解除した後の01〜06年には、日銀当座預金残高をターゲットとする量的緩和を実施した。政策金利の引き下げ余地がなくなった後も、何らかの手段によって金融政策は实体经济を刺激できるのか？この新たな課題に対し、当時、米連邦準備制度理事会(FRB)理事(後に議長)であったバーナンキ氏は04年、共著の形で論文(以下「バーナンキ論文」、正式名称は図表1の〈出所〉参照)を発表している。そこで提示した考え方は、各国中央

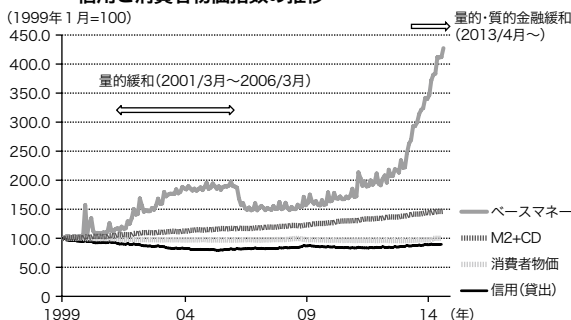
銀行がその後、実際に非伝統的な手段による金融政策運営に踏み切る際の理論的なバックボーンないし基盤になった。その主な内容は図表1のとおりであるが、ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の手段のオプションとしては、①将来の短期金利予想に働きかける政策(「時間軸政策」や「フォワード・ガイダンス」などの名称で、その後実行に移されたもの)②中央銀行のバランス・シートにおける資産構成を変化させる政策(「オペレーション・ツイスト」として実行)③中央銀行のバランス・シートの規模を拡大する政策(量的緩和)の三つが考えられていた。このうちの③量的緩和に関しては、この論文の段階においては、以下に述べるように、準備の大幅な積み上げがそのままマネー・サプライの増加につながるという、マネタリスト的な信用乗数効果が発現することが前提とされていたことに注意する必要がある。

バーナンキ氏はこのうちの「量的緩和」について、(a)ポートフォリオ・リバランス効果、(b)政策金利の将来的なパスに関する期待を変えるシグナル効果、(c)拡張財

政効果——という三つの経路によって、实体经济に影響を及ぼすことがあり得る、と述べていた。

このバーナンキ論文は、日銀が量的緩和を実施しているただ中に執筆されたものであった。日銀は01年3月から開始した量的緩和政策を、06年3月をもって打ち切った。量的緩和が金融システムの安定を図るうえで有効であった点に関しては、各方面に異論はみられない。他方、量的緩和を行って準備を大幅に積み上げても、それが信用乗数理論に基づくマネタリスト的な経路によって、市

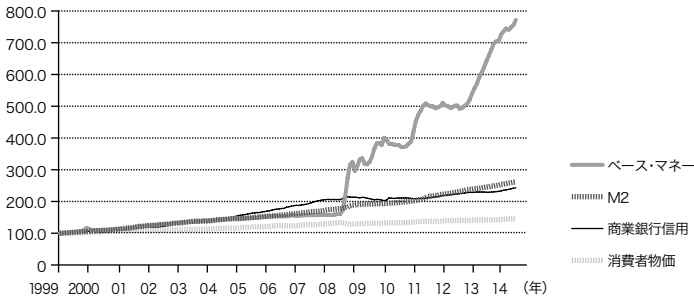
〈図表2〉日本のマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移



(注1) M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の日統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示
(注2) 貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計
(出所) 日本銀行時系列統計データを基に日本総合研究所作成

〈図表3〉米国のマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移

(1999年1月=100)



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve Systemデータ、Datastreamを基に日本総合研究所作成

中に流通するマネー・サプライの増加につながることはなかった(図表2、5[※])。この経験は、後にFedやイングランド銀行(BOE、英中央銀行)が、量的緩和に類似する大規模な資産買入れ(LSAP、Large Scale Asset Purchase)を行った際(図表3)、また日銀が現在、QQEを実施しているなかでも共有されることになる。

06年までの日銀の量的緩和の効果

については、その後、各方面による実証分析が行われた。それらを大まかにサーベイすれば、「時間軸政策」および、「量的緩和」の効果チャネルのうちの「シグナル効果」については、その有効性がおおむね確認されている。他方、「ポートフォリオ・リバランス効果」のチャネルについては、実証分析結果は「あり」「なし」の両論があり、まぢまぢとなつていく模様である。ちなみに、「拡張財政(財政ファイナンス)効果」のチャネルに関しては、当時はわが国において拡張的なスタンスの財政政策がとられていたわけではなかったため、当時の経験からの実証は叶わなかった。

Fedの考え方と政策運営

非伝統的な手段による金融政策運営の可能性に関して、当時唯一の経験だった日銀の量的緩和も踏まえ、このような理論的検討がなされつつあったなかで、各国は世界的な金融危機に見舞われることになる。

危機以降、Fedも他中銀と同様、政策金利であるFRレートを断続的に引き下げ、リーマン・ショックの3カ月後の08年12月には0・25%と

事実上の下限に達した。この頃からFedは非伝統的な手段を用いた金融政策運営を開始し、その主な手段としては、フォワード・ガイダンスと大規模な資産買入れ(LSAP)を組み合わせる形での政策運営が行われた。

ここではそのうちのLSAPについてみてみよう。実際には、図表4に示す四つの局面における政策運営が行われた結果、Fedのバランス・シートは、図表5(7[※])に示すように大きく拡大した。ただし、これらのオペレーションに関してFedはあえて量的緩和(QE)という呼称は避け、一貫してLSAPという呼称を用いてきた。その理由は、当初から米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーが、先行していた日本の量的緩和の経験から、中央銀行が「ゼロ金利」の状態では政策金利の誘導に必要なレベルを大幅に上回る規模でベース・マネーを供給しても、市中に供給されるマネー・サプライの大幅な増加につながることはない、という点を明確に認識していたためである。実際に、08年12月のFOMC議事録においては、日銀の経験に関して「量的緩和政策に

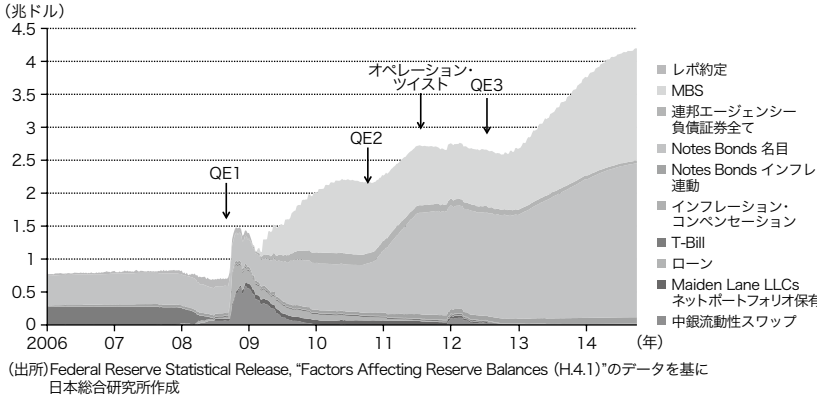
〈図表4〉連邦準備制度のLSAP(大規模資産買入れ)プログラムの内容

プログラム	時期	買入れ資産	目的
QE1 (量的緩和1)	2008/11月~2010/3月	GSEエージェンシー債 MBS 財務省証券(=米国債)	危機の収束
QE2 (量的緩和2)	2010/11月~2011/6月	財務省証券	総需要刺激策
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/9月~	財務省証券(短期債を売却し、長期債を買入れ)	
QE3 (量的緩和3)	2012/9月~2014/10月	MBS 財務省証券	

(出所) Fed資料を基に日本総合研究所作成

関する私の評決は、極めてネガティブだ。私には大きな効果が見えなかった。それゆえ、我々は量的緩和策とは異なる政策を議論したい」(バーナンキ議長(当時))、「ほとんど」の証拠は、流動性の買入のとき、短期、中期には、マネタリー・ベースの変化は経済にほんのわずかの効果しかもたらさないと示唆している。このことは、ゼロ金利下で政策手段としてマネタリー・ベースを採用することは不適切であることを意味している」(イエレン・サンフランシスコ連銀総裁(当時))という発言があったことが明らかにされている。Fed

【図表5】連邦準備制度の主な資金供給手段による供給残高の推移



としてはその後もこの考え方を貫き、あくまで、QEとは異なり、市場金利の信用リスクプレミアムやターム・プレミアムの縮小を目指す「信用緩和」との位置付けで、各局面におけるLSAPを行ってきた。なお、Fedとしては、このような政策運営によるデータの蓄積と並

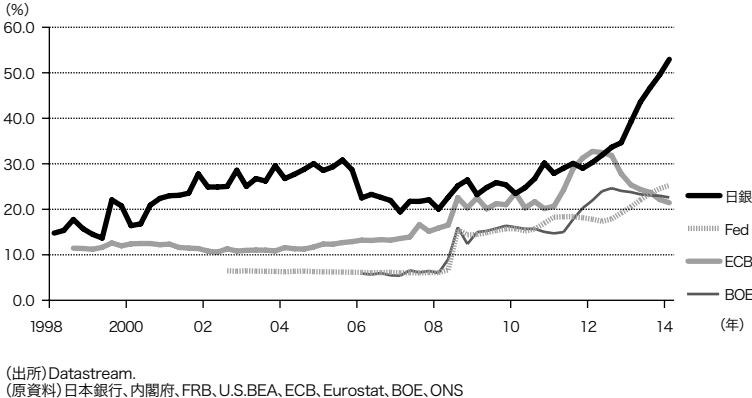
行して、組織内外の研究者による活発な実証分析によって効果を確認し、同時にその副作用やリスクについてもFOMCにおいてたびたび議論しながら、政策運営を進めてきた。例えば12年8月のカンザスシティ連銀のシンポジウムにおいて、バーナンキ前議長は、LSAPが米国の金融市場において、実際に10年物の長期金利の引き下げに寄与した、との複数の実証分析結果を紹介し、その効果は第一次・第二次LSAP（通称QE1・QE2）の累計で80〜120bp低下したと推計され、経済的に意味のあるものだ、と述べた。また、LSAPにかかる潜在的なコストとして、①証券市場の機能を毀損する②Fedが緩和的な政策からスムーズに脱出できることに関する大衆の信認がそがれる③金融の安定性に対するリスクとなる④Fedが財務面での損失を被ることであり得る」と指摘した。

こうした認識を背景に、Fedは「QE3」のオペレーションの実施に先立つ11年6月のFOMCから、いわゆる「出口戦略」の原則に関する検討を開始し、その内容を対外的に公表している。13年5月には、バ

ーナンキ前議長が米議会における証言でLSAPの段階的な縮小を近々開始すると予告したことを受け、長期金利が跳ね上がる場面もみられたが、続く6月のFOMCでは、「出口戦略」の原則に関する検討が再度行われた。同年9月からは、LSAPによって買い入れた債券を売却することなく、実際に政策金利の引き上げ、すなわち市場金利の引き上げ誘導ができるかどうか、「リバースレポ・オペ」の試行も開始されている。そして、14年1月からは実際に、毎月ではないものの、1回当たり百億ドルずつの、債券買い入れ額の減額を開始し、10月をもって買い入れは停止された。

なお、この間、同9月のFOMCにおいては、「出口戦略」に向けての基本的な考え方や、その際に採用する予定の政策運営やオペレーションの内容についても公表されている。それによれば、Fedは今後の経済・金融情勢次第で、まず、政策金利であるFFレートのターゲット・レンジの引き上げを実施する。実際にそのレンジにFFレートを誘導するに際しては、主として、超過準備に対する付利水準の引き上げを

【図表6】日米欧中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



用いることが想定されている。現状のように巨額の超過準備がFedに預託されている状況下において、市場におけるFFレートは、この超過準備への付利水準を上回って推移するはずであるとFOMCは見込んでいる。また、Fedのバランス・シート規模縮小のために、保有資産を売却することは基本的には想定されず、基本的に保有証券の満期落ち

によって縮小させる方針が示されている。

今後望まれる政策運営

冒頭にみたように、日銀は去る10月に追加緩和を実施したものの、その際、政策委員会メンバーの間には、QQEによる金融政策運営の今後の在り方に関するスタンスに相当な差があることが明らかになった。

これに対して、FedのL S A Pによる政策運営をみると、その効果の把握の仕方や、副作用やリスクの認識の仕方、出口戦略の検討への取り組みなど、日銀のQQEによる政策運営とはかなり異なる側面もあるように見受けられる。そもそも、ベース・マネーに対する考え方や扱ひも異なるほか、効果に関する考え方も異なる。日銀の首脳陣はこれまで、QQEによる金利押し下げ効果よりもむしろ、インフレ期待への直接的な働きかけや、シグナル効果に重点を置いた説明を行ってきたように見受けられる。これに対してFedの首脳陣は、市場金利水準が一定の高さにあることもあり、組織内外が活発に取り組んできた実証分析結果を基に、客観的に確認できる

「金利の押し下げ」という直接的な効果を中心に、L S A Pの説明を行ってきた。なお、QQEに関する実証分析はまだ限られているように見受けられるが、04年のバーナンキ論文の整理に鑑みれば、QQEの場合、並行して行われている拡張的なスタンスでの財政政策運営による効果についても、今次緩和においては留意する必要があると考えられる。また、出口戦略については、日銀は期待形成への影響を考慮してか沈黙を守っているのに対し、Fedは11年の検討開始とともに、その内容を対外的に説明してきている。

このような政策運営スタンスの違いの一つの帰結は、各中央銀行の資産規模に表れている。その推移を比較してみれば(図表6、7頁)、日銀の突出した動きが目を引く。これは、各中央銀行が、先行きの金融政策運営上抱えているリスクの大きさと読み替えることができよう。

わが国としては、こうした事態についての認識を広く共有し、他の主要中央銀行における取り組みなどをよく踏まえつつ、今後の政策運営の在り方を、国全体として議論していくことが望まれる。