

いちからわかる中央銀行と金融政策⑧

米国の中央銀行（Fed）の金融政策②

大規模な資産買い入れに踏み切ったFed

河村小百合

日銀が量的緩和政策を実施していた二〇〇〇年代前半、米連邦準備制度（Fed）はグリーンズパン元FRB（連邦準備制度理事会）議長の長期政権時代の終盤で、バーナンキ氏はFRB理事だった（〇六年からはFRB議長）。

1 バーナンキ論文

不良債権問題で深刻なダメージを受け、デフレに陥った日本経済を何とか立て直そうと日銀が苦労を重ねるのを目の当たりにして、海の向こうではバーナンキ理事（当時）が、「ゼロ金利制約」に直面した中央銀行が、もはや政策金利をそれ以上引き下げ誘導でき

なくても、实体经济を刺激するうえでとり得る別の選択肢がないのかを検討し、二〇〇四年に共著の形で論文^{（注）}を発表した。同論文はそのわずか数年後、Fedがリーマン・ショック（二〇〇八年）に直面して、実際に非伝統的な手段による金融政策運営に踏み切ることを余儀なくされた際の理論的なバックボーンになったものとみられている。

このバーナンキ論文によれば、「ゼロ金利制約」のもとで考えられる金融政策運営の手段の選択肢には図表1に示すような三つがある。

一つ目は将来の短期金利予想に働きかける政策で、社会全体としての当初

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
1	将来の短期金利予想への働きかけ	「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	「オペレーション・ツイスト」
3	中央銀行のバランス・シートの規模の拡大	「量的緩和 (Quantitative Easing)」

（資料）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

（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

の予想よりも長い期間、短期金利を低水準で維持することを中央銀行が先回りして約束してしまう、というもので

ある。その後、各国の中央銀行はこのオプションを「フォワード・ガイダンス」(Fed)や「時間軸政策」(二〇〇〇年代前半の量的緩和時の日本銀行)といった呼称で採用した。

二番目は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で、中央銀行の保有する資産を入れ替えることによって長短金利水準に影響を及ぼそうとするものである。例えば短期国債から長期国債に入れ替えれば、長期金利を押し下げることができると考えられた。

三番目は中央銀行のバランス・シートの規模を拡大する政策である。バーナンキ論文では、政策金利がゼロ%近傍に達してもなお、中央銀行は民間銀行に資金(マネタリーベース)を供給することができると考え、これを「量的緩和(Quantitative Easing)」と呼称した。

ただし、〇四年のこの論文執筆時点では、バーナンキ氏でさえも、中央銀行が民間銀行に供給するマネタリーベースを増やせば、金利がプラスの領域にある時と同様に、民間銀行が市中(われの家計や企業等)に供給するマネーストックの増加につながり、それが实体经济の底上げにつながるということを前提とする書き振りとなっていた。

しかしながら実際には、本連載第六回(第二〇六二号)で述べたように、日銀が二〇〇一〜〇六年に行った量的緩和という世界で初めての実験的な金融政策運営によって、金利がゼロ%近傍にあるもとは、中央銀行がいくら民間銀行に供給するマネタリーベースを増やしても、民間銀行が市中に供給するマネーストックの増加にはつながらないことが明らかになっていたのである(本連載第六回の図表3参照)。

(注1) Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)", American Economic Review, The American Economic Association, May 2004.

2 日銀の量的緩和に対するシビアな見方

その後二〇〇八年には、世界を金融危機が襲うことになり、バーナンキ氏はFRB議長の立場で自ら「ゼロ金利制約」に直面することとなった。リーマン・ショックから四か月後の二〇〇八年一二月、米国経済が一九三〇年代の大恐慌時に匹敵するような危機状態にあるにもかかわらず、Fedはすでに政策金利であるFFレートをゼロ金利の一手手前の〇・二五%にまで下げしまっていた。金融政策運営を議論す

るFOMC（連邦公開市場委員会）では、従前にはなかった新たな金融政策手段の採用を検討するのに対し、まず、先行した日銀の量的緩和の経験をどう評価するかが徹底的に議論されている。五年後の二〇一三年に公表された当時の詳細な議事録によれば、Fedの首脳陣は次のように発言している（太字は筆者）。

「バーナンキ議長

日本のアプローチ、量的緩和アプローチは、中央銀行のバランス・シートの負債側、特に準備預金やマネタリーベースの量に焦点を当てたものだ。その理論は、銀行に安いコストの資金を大量に配ることで、彼らが貸出を増やし、それが広範囲にマネーサプライを増加させ、物価を押し上げ、資産価格を刺激し、経済

を刺激するというものである。

量的緩和と政策に関する私の評決は、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。

コーン副議長

私はマネタリーベースを増やすことの効果に懐疑的だ。その増加は資産価格に影響を及ぼすと思われるようだ。しかし、マネタリーベースを増やしても短期金利がこれ以上低下しないゼロ%の状態では、どの程度の効果があるか疑問である。

私には効果が波及する経路が理解できない。準備預金やマネタリーベースの量を指示する政策に作り変えることに、私は、非常に、非常に、躊躇する。

イエレン連銀総裁（のちに議長）

ほとんどの証拠は、流動性の罍の（注3）ときは、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。

日本で量的緩和が行われた時は、銀行システムが必要とする量を超えてマネタリーベースが増額された。それは日銀がゼロ金利政策を継続するという約束と関連してはいたが、それを除くと、認識できるような効果はなかった。私の見解は議長が最初に表明されたものと同じである。」

金融政策に関して机上で構築された理論は、自然科学の分野とは異なり、事前に研究室内で実験して効果を確認

できるものではない。いずれかの中央銀行が実験的に新たな手段を採用し、その効果を慎重に見極めつつ、机上の理論が現実にも妥当するの可否かを確認するよりほかに術^{すべ}がないという性質のものである。二〇〇一年から〇六年の日銀の量的緩和の経験は、バーナンキ氏が、FRB理事時代の二〇〇四年に論文を執筆した時点において、中央銀行が「量的緩和」に踏み切った際に金融市場で起こると想定していた内容にもそぐわないものであった。しかし、バーナンキ議長長率いる二〇〇八年当時のFOMC（連邦公開市場委員会）は、日銀と日本経済が世界初の実験台となつて得られたこの結果を素直に受け止めた。そのうえで、二〇〇四年のバーナンキ論文で示した政策運営上の選択肢を、現実^{じつじ}に即して一部改めつつ、順次、慎重に実行に移していったのである。

〔注2〕この部分訳出は加藤出『日銀、「出口」なし！ 異次元緩和の次に来る危機』朝日新聞出版、二〇一四年七月による。

〔注3〕金利が一定水準以下まで下がり、ゼロ%近くなると、経験上、中央銀行がいくらか金融緩和をしても景気を刺激するうえで効きにくくなること

3 Fedは決して量的緩和とは呼称せず

上述のようなFOMCでの議論を経て、Fedは二〇〇八年末にまず、金融危機で壊滅的な打撃を受けた証券化商品^{（注4）}の一つであるモーゲージ担保証券^{（注5）}（MBS）や、それらの保証を行っていたファニーメイやフレディマックなどの政府支援機関（GSE）^{（注5）}が発行するGSE債を破格の規模で買い入れ始めた（図表2）。これらの債

券は、土台となつている住宅ローンに焦げ付いて返済不能となれば、保有者にとつて元本の満額が償還されなくな

図表2 連邦準備制度のLSAP（大規模資産買い入れ）プログラムの内容

プログラムの通称	時期	買い入れ資産	規模 (10億ドル)
QE1(量的緩和1)	2008/12/5~ 2010/3/31	GSEエージェンシー債(注1) MBS (住宅ローン担保証券) 財務省証券(=米国債)	172 1,250 300
QE2(量的緩和2)	2010/11/12~ 2011/6/30	財務省証券	600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/10/3~ 2012/12/30	財務省証券(短期債を売却し、長期債を買い入れ)	+▲667 (注2)
QE3(量的緩和3)	2012/9/14~ 2014/10/31	MBS 財務省証券	823 790

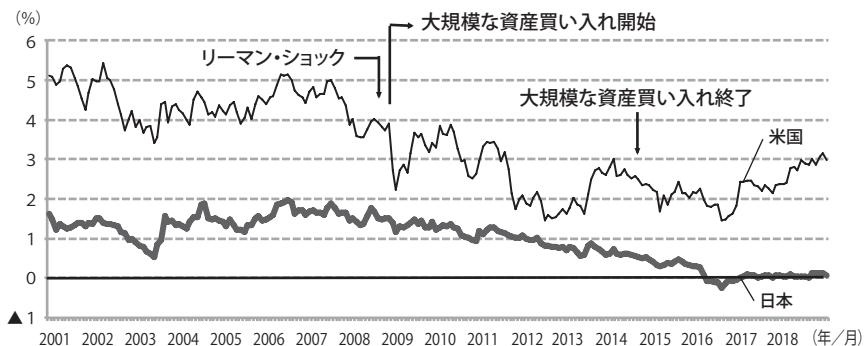
(資料) Stanley Fischer, *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, Remarks at the 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, February 27, 2015, Table 1 を基に日本総合研究所作成

(注1) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業(GSE)が発行する社債

(注2) +は資産の買い入れ額、▲は売却額を示す。

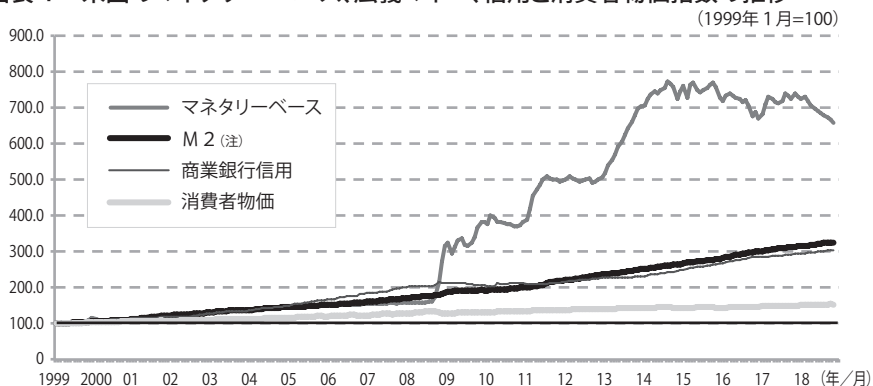
るかもしれないというリスクが高いもので、従前では中央銀行が買入れオペレーションの対象とすることはおよそ考えにくかったものである。Fedはその後ほどなく、米国債（財務省証券）も買入れの対象に加えた。しかしながら、これらのオペレーションは、決して、民間銀行から債券を買入れられる見返りに巨額のマネタリーベースを供給すること自体を目的とするものではなかった。金融危機に突入した当時の米国の長期金利は、デフレが長期化していた日本とは異なり4%程度の水準にあり（図表3）、Fedは巨額の債券の買入れによって、長期金利を押し下げ、危機による経済の底割れを何とか食い止めようとしたのである。そしてその後の実証分析により、Fedのこうした大規模な債券買入れ

図表3 日米の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成

図表4 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



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve Systemデータ、Datastreamを基に日本総合研究所作成
 (注) 市中に出回るお金の量を計測するマネーストックの指標の1つで、M1(現金通貨+要求払い預金(当座預金等))に定期預金等を加えたもの

が、累積で長期金利を一〇数％程度押し下げる効果があったことが確認されている。^(注6)

Fed自身は、こうしたオペレーションを決して「量的緩和」とは呼称せず、^(注7)バーナンキ議長をはじめとする首脳陣の記者会見やスピーチ、スタッフによる論文等を通じて「大規模な資産買い入れ」という呼称を採用し、その後も一貫して通している。そこには、単にマネタリーベースの供給拡大をめざす金融政策運営を行うことは決してしない、という信念が込められている。そして、米国の金融指標の動きをみても(図表4)、危機前には米国の市中向けの貸出やマネーストックの伸びが、中央銀行が民間銀行に供給するマネタリーベースの伸びを上回っていたものの、FedがFFレートをゼロ％近傍まで引き下げてから大規模な資産

買い入れを開始したもとは、マネタリーベースが大きく増加しても、市中向けの貸出やマネーストックの伸びはそれを大きく下回っていることがみとれる。日銀が二〇〇〇年代前半に経験したのと同じ結果に帰着することになったのである。

(注4) モーゲージとは住宅ローンのこと

(注5) GSEは準政府系金融機関。危機の展開の概要は連載第七回(第

二〇六四号)を参照

(注6) 例えば、フィッシャー前FRB議長

の二〇一五年二月の講演資料を参照(注7) ただし、メディアの通称としては、

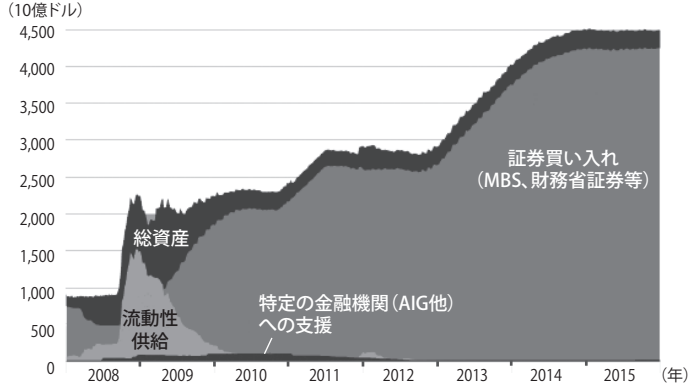
米国内外を含め、「量的緩和」という通称が多く用いられてきた。

4 新たな手段は期限付きで試行

そしてFedはその後、バーナンキ論文で提示されていた他の手段である低金利状態を長期化させることを先回

りして約束するフォワード・ガイダンスや、Fedの国債の保有残高はそのままに短期国債を長期国債に入れ替えるオペレーションツイストといった手段も順次、実行に移していき、Fedの資産規模は大きく拡大していくこととなった(図表5)。しかしながら、前掲図表2からも明らかのように、効果がどれほど得られるかわからないこれらの新たな手段を、Fedは最初から期限を定めずに漫然と実行し続けるようなことは決してしなかった。新たな金融政策の手段は、最初から期限を切って実施し、いったん立ち止まってその効果をよく見定めてから、次の展開の在り方を検討して実行に移す、という政策運営を繰り返していったのである。そのように一定の期間ごとの区切りを伴うFedの金融政策運営は、世間では「QE1」「QE2」「QE3」

図表5 金融危機後のFedの資産の推移 (2007年8月～2015年12月)



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System Purposes & Functions, 10th edition, October 2016, p44 Figure 3.5 を基に日本総合研究所作成

と通称されることとなった。^(注8)

さらにFedは、こうした大規模な

資産買い入れには、長期金利の低下と
いった「都合のよいこと」ばかりではな

く、様々な副作用が伴い、先々の金融政策の深刻な足かせともなりかねず、「都合の悪いこと」もあることを、異例の手段を採用した初期の段階から、米議会の公聴会や、様々なスピーチなどの場を通じて、丁寧に対外的な説明を行っていたのである（その詳細は次回で扱う）。

こうした金融政策運営からは、未知の新たな手段を試みる際、机上の理論に過度に固執することなく、期間を限定したうえで、実験的な金融政策運営の効果を把握しつつ次の展開に歩を進めていくという、現実を謙虚に受け止め、かつ米国民や市場に対し徹底して説明責任を果たすFedの政策運営の姿勢がうかがわれる。

(注8) このうちQE3のみは、当初、終期を明示しないオープンエンド方式

で開始されたが、それはQE1の終了からすでに二年が経過し、こうした資産買い入れの手法の効果が実証分析からも確認できていたからであるとみられる。

5 対照的な黒田日銀の政策運営

現在の黒田日銀の姿勢は、Fedとは極めて対照的である。第二次安倍晋三政権の下で黒田東彦総裁が就任し、日銀が「量的・質的金融緩和」(QQE)を開始したのは二〇一三年四月。Fedが大規模な資産買い入れを開始した五年後のこの時点においても、黒田総裁は二〇〇〇年代前半の日銀の量的緩和の経験を素直には受け止めようとはせず、「白川総裁時代までは、日銀の金融政策が不十分だったから、日本は長年、デフレから脱却できなかった」と述^(注9)べ、マネタリーベースの拡大を金融政策運営の目標に据えたのである。当

時、欧米の主要中央銀行の間では、ゼロ金利制約のもとでのマネタリーベースの拡大それ自体には意義は乏しい、とするFedのような見方がすでに一般的となつていたにもかかわらず、である。^(注11)

そして、「二年で（前年比）二％」を達成するはずだった日本の物価上昇率は、Q QEへの着手から五年半以上が経過した現時点でも伸び悩み、マネタリーベースの拡大が物価の押し上げに持続的な効果はないことが誰の目にも明らかになっている。にもかかわらず日銀は、巨額の国債の買い入れを、その規模こそピーク時の年八〇兆円程度から足許では四〇〜五〇兆円程度に減速させてはいるものの、今もなお漫然と継続している。Fedのように、新しい政策手段は期限を区切って実施し、その効果のほどを一度立ち止まっ

て検証し、虚心坦懐に次に打つ手を考える、という姿勢は日銀にはみられない。^(注12)

日銀が際限なく国債を買い入れていくおかげで、安倍政権の財政運営は楽なことこのうえないものの、二〇一六年二月からは巨額の国債買い入れにマインナス金利も加わり、地域金融機関の経営にすでに深刻な悪影響が及びつつある。超低金利の国債を巨額に買い入れているばかりではなく、多額のETF（指数連動型上場投資信託）を買い入れていることも加わって、日銀自身の財務運営は今後の金融情勢の変化に到底耐えられず、本来必要な機動的な金融政策運営はおよそ不可能とみられるほど大きく悪化している。当初期待された効果は乏しいことが明らかであるにもかかわらず、現在と将来の副作用ばかりを大きく膨らませる金融政策運

営が続けられているのである。

(注9) 黒田氏が日銀総裁候補として出席した二〇一三年三月四日の衆議院議院運営委員会における発言

(注10) 少なくとも欧州中央銀行やカナダ銀行、スウェーデンの中央銀行であるリスクバンクの公表資料等にそうした考え方が明確に述べられている。

(注11) こうした金融政策運営は、日銀が二〇一六年九月にイールドカーブ・コントロール（本連載第五回・第二〇五八号）を導入して、金融政策運営の目標をマネタリーベースから再び金利（この段階では短期金利と長期金利の両方）に戻すまで継続された。

(注12) 日銀は二〇一六年九月に、それまでの金融政策運営の「総括的検証」を行ったものの、効果の検証は不十分で、金融政策運営手法も抜本的な見直しができるには至っていない。

(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員