

2013/05/22 08:20

◎量的緩和への冷めた見方＝日本総研・河村氏【円債投資ガイド】（２２日）

河村小百合・日本総合研究所調査部主任研究員＝非伝統的な手段による金融政策運営は、日銀が、主要先進国中では初の試みとして、２００１年に「量的緩和政策」として導入したものが最初だ。その後、わが国経済はデフレ状態が長期化した。こうした経過を横目に見ていた欧米主要国の中央銀行も、０８年のリーマン・ショック以降は、これに類似する政策を相次いで導入することを余儀なくされた。

このような非伝統的手段による金融政策運営の効果が、どのような側面で、どの程度認められるのか、その分析の基盤となるある程度まとまった期間のデータは、長らくわが国のものしかなかった。それに基づく国内外の実証分析によれば、実体経済面への効果については消極的な見方が多かったようだ。ただし、そうした見方で衆目一致していたわけではなく、対極には、日銀による量的緩和への取り組みの度合いが不足していたために、十分な効果が発現するに至っていない、という見方も存在し、水掛け論になっていたのが実態だろう。

しかしながら、欧米主要国の中央銀行が非伝統的な政策運営を導入してから、すでに数年が経過しつつある。従来の「金融論」の世界を超えたこうした政策運営によって、実際に効果や副作用がどのような側面で表れるのか、わが国のみならず、欧米各国の実験の経験も合わせて、分析を行い、議論ができる環境が整いつつある。

実際、欧米各国のデータに基づく、さまざまな研究者による実証研究等も、ここへきて、だいたいの数が出そろいつつあるようだ。国際決済銀行（ＢＩＳ）や国際通貨基金（ＩＭＦ）といった国際機関も、そうした状況を踏まえつつ、非伝統的な金融政策の効果はどのように評価できるか、先行きにはいかなるリスクがあるか、といった論点を扱うペーパーを最近、公表し始めている。

それらをみる限り、こうした非伝統的な政策運営が、危機時の金融市場や金融仲介機能の低下を抑制し、回復させるうえで効果を発揮した、という点では見解はほぼ一致している。危機対応として有効であることは論をまたないのだ。

また、長期金利を一定程度低下させる効果があった、との見方もほぼ固まりつつあるようだ。場合によっては、各国市場における信用スプレッドを縮小させる効果も存在した、とみられている。ただし、こうした効果は、あくまで、これまでの欧米各国中銀による資産買い入れ等の政策運営が細心の注意を払って行われ、概して、市場流動性に悪影響を及ぼさない形で行われた、ということが前提となっている。

ただし、実体経済面での回復にどの程度寄与したか、どの程度インフレ期待を下支えしてきたのか、という点に関しては、非伝統的な政策運営に明確なプラスの効果が存在する、との見方が定まる段階ではないようだ。ＢＩＳは、インフレ・スワップ・レートの分析に基づき、インフレ期待の改善には、別の要因が作用していた可能性を指摘して

いる。IMFも、成長を促進しデフレ突入を予防できた、との実証結果が一部に存在するものの、安定的な結果がそろっているわけではなく、クリア・カットな結論たり得てはいない、としている。

わが国の国内の主要メディアの報道をみると、主要な国際会議等が開催されるたび、「IMFは日銀の異次元緩和を支持」とか、「主要国も容認」といった見出しで大きく取り扱われることが多いようだ。

確かに、IMF等の最近のこうした公表ペーパーにおいても、主要国の実体経済の足踏み状態が続く限り、各中央銀行は、現下のような非伝統的手段による金融緩和状態を続けざるを得ないだろう、との見方が示されている。ただし、それは、こうした政策運営に明確な実体経済への効果が認められるからではない。痛みの伴う構造改革や財政再建を進めるためには、金融政策運営によって、「息をつく暇」ととらせるための時間稼ぎをすることが必要だから、と考えられているようだ。わが国の国内は、「異次元緩和」で相場が上昇し、一種の「熱狂」状態になっている感もあるが、それとは対照的に、非伝統的な政策運営の効果に対する国際金融界の目は、意外と冷ややかなのだ。「『異次元緩和』に絶大なプラスの効果があるから、国際機関や主要国から支持されている」わけでは決してない。

そうであるからこそ、こうした非伝統的な政策運営が長期化することに伴うリスクも、明確に指摘されている。具体的には、金融システムの安定性を脅かすリスクは、銀行以外の他のセクター、具体的には保険や年金といった機関投資家等にシフトしつつある。中央銀行は、当面、非伝統的な政策運営を続けざるを得ないとみられるものの、金融の安定にとってのこのような潜在的な脅威を、用心深く監視する必要がある。中央銀行にとっては今後、非伝統的な政策運営からいかにexitするか、具体的には、市場参加者の期待や市場の機能をいかに円滑に変化させるか、資産の売りオペによって自らが被る資本への悪影響をどうマネージするか、などといった「出口戦略」が課題だ。そして、非伝統的手段による政策運営長期化に伴うリスクの最たるものは、当該国にとって必要不可欠な財政改革、構造改革、金融セクターの改革が遅延してしまうことだ、とIMFは指摘している。

日銀が4月から導入した「異次元緩和」が、インフレ期待の醸成、2%の物価目標達成に向けて、欧米各国でこれまで示されている実証結果とは異なる結果を、果たしてもたらし得るのが注目される。ただ、今回の「異次元緩和」は市場流動性に悪影響を及ぼしつつある点で、国内の市場関係者の見方はほぼ一致しているといえるだろう。この点は欧米各国の中央銀行によるこれまでの政策運営や、白川前総裁時代までの日銀の政策運営とは大きく異なっており、効果や副作用が従来の事例とはかなり異なる形で生じる可能性も否定できないであろう。

そして何よりも「異次元緩和」によってもたらされている「息をつく暇」という貴重な時間を、何のために用いるのかが、わが国の先行きを大きく左右することになるだろう。
(了)

[/20130522NNN0047]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved