

プロが解説

ゼロ金利下の金融政策 Ⅰ

日米の緩和政策
導入に異なる哲学

指南役 河村 小百合さん（日本総合研究所 上席主任研究員）

かわむら・さゆり 1988年（昭和63年）京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議（議長・安倍晋三首相）の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

日本はデフレ脱却狙い、マネタリーベースを大幅増

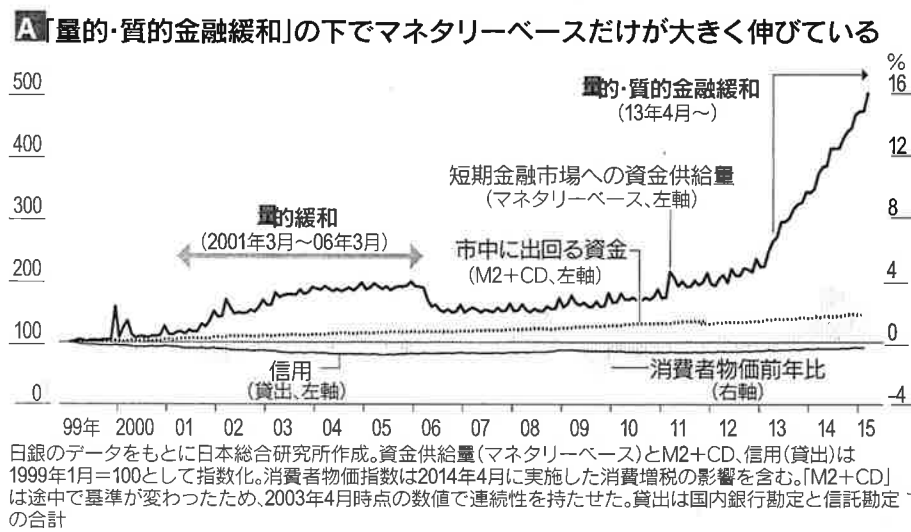
日銀が2013年4月、「量的・質的金融緩和」（QQE）を導入してから2年がたちました。当初の物価上昇率目標2%の達成が困難になり14年10月末には追加緩和を実施するなど現時点では「出口」が見通しにくい状況です。

08年9月に起きたリーマン・ショック以降、日米欧とも政策金利の水準がゼロ近傍にまで下がり、事実上引き下げる余地がなくなりました。今回の連載は各中央銀行が直面する「非伝統的な手段」の課題に焦点を当てます。

4月30日の金融政策決定会合の終了後、黒田東彦総裁は出口に関する議論がなかったと明らかにしましたが、いずれは「正常化」に向け検討しなければなりません。連載を通じて、日米欧がゼロ金利という制約の下でどのような金融政策を採用したのか、正常化に向けた課題は何なのかといった点を考えていこうと思います。

日銀や米連邦準備理事会（FRB）などの金融緩和策は「量的緩和（Quantitative Easing）」とひとまとめで扱われがちですが、実は同質とは言えない点を確認したいと思います。

ゼロ金利下で、中央銀行が金融政策運営で供給するマネタリーベース（銀



行券券残高と中央銀行当座預金の合計）と、それを受けて市中に出回る「お金」の量であるマネーサプライとの関係が、どうなると考えられてきたのかをみてみましょう。グラフAは日本における最近15年間の推移です。

主要中央銀行で、最も早くゼロ金利制約に直面したのが2000年代に入っころの日銀でした。1990年代末の不良債権問題で日本の实体经济は危機的状況に陥り、日銀は99年に政策金利である無担保コール翌日物金利をゼロ%近傍に引き下げました。いったん解除しますが、デフレ懸念は払えず再びゼロ

%近くまで下げた後、2001年3月に非伝統的手段を導入しました。日銀当座預金残高をターゲットにしたのです。

これは政策金利の引き下げ誘導に必要な分を大きく超える巨額の資金を供給する金融政策で、中央銀行の歴史上でも完全に未知の領域でした。市中に出回るマネーサプライや、ひいては物価の押し上げを図ろうとしたのです。

グラフAを見ると明らかですが、マネーサプライがマネタリーベースのように伸びることはなく、物価情勢もなかなかプラスには転じませんでした。転機は06年です。春先によりやく輸出

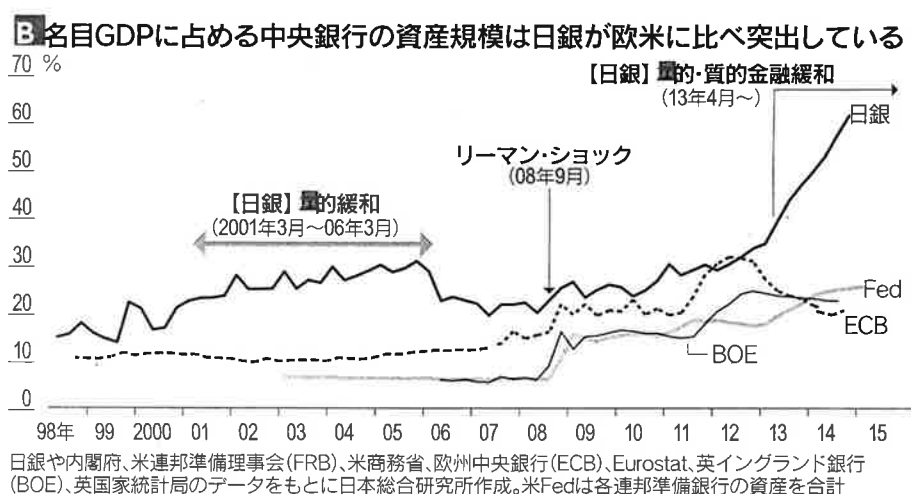
主導での景気回復傾向が認められ、日銀は06年3月に量的緩和をいったん終了し、夏には政策金利を手段とする伝統的な金融政策運営に復帰しました。

その後の節目は08年秋に起きたリーマン・ショックです。日本経済は再びデフレ状態に陥りました。当時の日銀は、バランスシート上に基金を設けて国債や他のリスク性資産を買い入れる「包括緩和」を試みましたが、東日本大震災の影響もあって、その後も物価情勢はなかなか好転しませんでした。

そして12年12月の安倍晋三政権が誕生し、翌13年3月、日銀の黒田東彦総裁が就任しました。採用したのは「量的・質的金融緩和」です。「日本経済のデフレ状態が長期化したのは、日銀による金融緩和の度合いが不足していたからだ」との考えに基づき、マネタリーベースを、年間60兆～70兆円増（14年10月の追加緩和後は年間80兆円増）という、01～06年の量的緩和時とは桁違いのペースで資金を供給する金融政策に踏み切ったのです。その背後にはゼロ金利制約の下でもなお、マネタリーベースを大幅に増やせば、物価を押し上げられる、というマネタリスト的な発想があったとみられます。

米国は長期金利水準の押し下げ効果を重視

これに対して、海外の主要中銀はどのような金融政策を導入したのでしょうか。欧米はリーマン・ショック後、初めてゼロ金利制約の下での金融政策運営に直面しました。彼らにとって、ゼロ金利制約のもとでの実例は2000年代前半の日銀だけでした。日銀の例を念頭に、FRBのバーナンキ議長（当時）をはじめ首脳陣は「ゼロ金利制約の下では、マネタリスト的な考え方は通用しない」「マネタリーベースの供給を増やしても、信用乗数効果によってマネーサプライが増加することはない」と結論付けました。そして日銀とは異なる政策として多額の国債や住宅ローン担保証券（MBS）を買い入れるという非伝統的手段での金融政策に踏み込んでいったのです。目的は市場金利形成上の信用リスク・プレミアムやターム・プレミアムの縮小でした。マネタリーベースや当座預金残高を



FRBが金融政策運営の目標に掲げることはなく、その増え方もQQEよりは抑制的なペースにとどまりました。FRBの政策運営はこれまで「QE1～QE3」などと呼ばれてきましたが、首脳陣自身は、日銀の量的緩和とは異なる政策を実施している、という意味で「QE」とは決して呼ばず、もっぱ

ら「LSAP」（大規模な資産買い入れ）という呼称で通しています。また、その効果についても、マネタリスト的な経路ではなく、実証分析結果に基づき「長期金利水準の押し下げ（信用リスク・プレミアムやターム・プレミアムの縮小）という効果が、80～120ベースポイントという規模で生じた」

と説明してきているのです。

このように、FRBの政策運営は日銀と比べ、一見すると同じ量的緩和のようでありながら、実際にはかなり異なる考え方だったのが分かります。政策運営の結果である資産規模の推移を見ると、違いが顕著です（グラフB）。FRBはニューヨーク連邦準備銀行を通じた資産の新規買い入れをすでに停止しました。マネタリーベースの増額を目標にしなかったため、その資産規模は名目国内総生産（GDP）と比べて最大でも20%台半ばにとどまりました。一方日銀の増加ペースは突出しています。

そして、もう1つの主要な中央銀行である欧州中央銀行（ECB）は日米の中央銀行とは一線を画し、かなり異なる考え方に基づいて政策運営をしています。次回はECBの政策を説明しましょう。

許諾番号 30041311 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

掲載日 2015年5月10日 日経ヴェリタス 60ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

日本経済新聞社は、記事内容により、特定の企業・団体や商品・サービスの購入・投資等を推奨するものではありません。