

IERCUC

Institute of Economic Research, Chuo University

Discussion Paper No.205

FRBのQE3と日銀の異次元緩和

小林 正宏

中央大学経済研究所客員研究員

May 2013

IERCUC Discussion Paper

INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH

Chuo University

Tokyo, Japan

FRB の QE3 と日銀の異次元緩和

小林正宏

【目次】

1. はじめに
2. **FRB** の金融緩和
3. 日銀の金融緩和
 - 3-1 白川総裁まで
 - 3-2 黒田総裁の「異次元緩和」
4. 金融緩和の効果
 - 4-1 アメリカ
 - 4-2 日本
5. 潜在的なリスク
 - 5-1 アメリカ
 - 5-1-1 国内のインフレ懸念
 - 5-1-2 **FRB** の財務への影響
 - 5-1-3 途上国や国際商品市場のバブル誘発懸念
 - 5-2 日本
 - 5-2-1 国債市場のボラティリティー
 - 5-2-2 為替と株価への影響
 - 5-2-3 日銀の財務への影響と通貨の信認
6. 結びに代えて

<参考文献>

サブプライム問題に端を発した世界金融危機に対し、各国の中央銀行は果敢な金融緩和で対応した。特に、金融機関支援のために巨額の財政出動を伴った結果、各国の財政事情は急速に悪化し、欧州ではソブリン危機と銀行危機、そして実体経済悪化の悪循環に陥った。追加的な財政措置が困難な中で、中央銀行への期待が強く、伝統的な金融政策の枠組みを大きく超えた非伝統的金融政策が日米において導入された。本稿においては、日米の中央銀行が導入した緩和策の内容と背景を概観し、その効果とリスクについて分析する。

1. はじめに

2008年9月15日に当時の資産規模で全米4位の投資銀行、リーマン・ブラザーズが連邦破産法第11条、いわゆるチャプター・イレブンを申請して実質的に破綻したことを契機に、世界経済は100年に一度とも言われる「大津波」に見舞われた。リーマン・ブラザーズの破綻の遠因となったのはサブプライムローンを保担保として組成された証券化商品の市場流動性の蒸発であり、そのような流動性の低い証券を多く保有していた同社が資金繰りに行き詰まったことが破綻の引き金となった。同年3月には、同全米5位のベアー・スターンズが同様の状況にあったが、ニューヨーク連邦準備銀行の仲介により、JPモルガン・チェース銀行に吸収合併され、無秩序な破綻は回避された(倉橋・小林[2008])。その救済劇は、「大き過ぎて潰せない(Too Big To Fail)」という金融秩序維持の黄金律が再確認されたと見る市場関係者も多く、同様の措置がリーマン・ブラザーズにも適用されると期待する向きは多かった。しかし、そのような安易な救済期待はモラルハザードを惹起することに加え、ベアー・スターンズと比較し、リーマン・ブラザーズの保有していた資産内容は遙かに悪く、同じ対応は困難と当局は判断し、市場関係者にとっては想定外の「ブラック・スワン」が舞い降りることとなった。

サブプライム証券化商品は住宅価格が上昇を続けていれば、あるいは損失の実現は先延ばしされたかもしれない。しかし、いかに人口が増加を続けているアメリカといえど、住宅価格が未来永劫上昇を続けるということはありません。バブル崩壊によりサブプライムローンのデフォルトが急増し、住宅価格下落により差押物件からの回収率も低下し、原債権の焦げ付きが急増した(小林[2012a])。もとより、バブルに対する中央銀行の対処方針には、バブルを未然に防ぐべきというBISビューと、崩壊後に金融緩和で対応すればよいというFEDビューが対立していたが、今回の危機の震源地がアメリカの住宅市場であったということもあり、FRBは住宅価格が既に下落に転じ、サブプライム問題が顕在化し始めた2007年に入っても比較的地位を楽観視していた(小林・大類[2008])。

この危機の局面におけるFRBの議長はベン・バーナンキ氏であり、氏は大恐慌の研究者として高名であるばかりでなく、日本のバブル崩壊後の対応についてもプリンストン大学教授の時代から厳しい批判を行っており、自らの母国であるアメリカで住宅バブルが崩壊した後の政策対応について、強烈的な金融緩和を実施すれば対応可能という持論を実践する

こととなった（小林・中林[2011]）。

一方、日本では、1990年代のバブル崩壊と金融危機を通じ、金融システムの強化が実施され、今回の金融危機においても直接的な影響は軽微と見る向きもあった。しかし、リーマン・ブラザーズ破綻後に、金融システム安定化のために巨額の流動性供給を実施したアメリカと比較し、金融システムが相対的に安定していた日本では同様の措置が採られる必然性はなかったが、その差は外国為替市場における急激な円高・ドル安の進行という別のルートで日本経済に波及することとなった。既に長年のデフレにより疲弊していた経済体質に円高圧力が加わり、更に2011年3月11日には東日本大震災に見舞われたが、震災直後には復興資金需要のために外貨建て資産を円転するのではという思惑から、円高が進行した。これには、各国の協調介入が実施されたが、その後も円高のトレンドが続いた。

購買力平価の考えでは、日本経済がデフレ体質にあり、アメリカが2%程度の物価上昇を続けていれば、基本的に円高基調は維持されることになる。円高により国際競争力が低下し、これを是正しようと雇用調整や賃金カットで対応すると国内での購買力低下により内需が低迷し、需給ギャップ拡大により一層物価に低下圧力がかかり、デフレの進行により円高が続く悪循環から抜け出せない。そうした中、日銀に対し、デフレ脱却に向けて一層の金融緩和を実施するよう求める声が強まった。また、FRBが量的緩和を大胆に実施することで、日米の金融緩和の姿勢の差が為替にも反映しているという見方からも、日銀への風当たりは強くなっていった（小林[2012b]）。

日銀に対しては、インフレ・ターゲットの導入、量的緩和の拡大、日銀券ルールの撤廃、保有国債の満期延長等を要請する声が高まったが、当時の白川総裁は、デフレ脱却に全力を尽くすものの、金融政策のみではデフレからの脱却は困難で、成長戦略の実施が根本的な解決策だというスタンスを堅持した。2013年3月、任期を1ヶ月残して、副総裁の任期満了に合わせて退任したが、その後任には元財務官でアジア開発銀行（ADB）総裁の黒田氏が就任した。

3月21日に就任して最初の政策委員会・金融政策決定会合は4月4日に開催された。就任から日が経っていないことから、他の審議委員との調整等に十分な時間がないと見る市場関係者も多かったが、同日発表された「量的・質的金融緩和」の導入についてと題する緩和策は、黒田総裁自身が「次元の異なる」と語るように、市場関係者の事前の想定を大きく超える内容であった。「戦力の逐次投入はせず、2年間で2%の物価目標水準を達成するために必要な措置は全て講じ」ることで、市場にポジティブ・サプライズを与えた。2年間でマネタリーベースを138兆円から270兆円へ2倍にし、保有する国債の年限も3年から7年へ2倍に伸ばすという、単純明快な説明に、市場は円安・株高・債券高で反応した。ただし、債券市場においては、10年国債の利回りが一時0.315%と史上最低を更新したものの、乱高下しており、本稿執筆時点ではなお十分に消化しきれていない印象を受ける。

いずれにせよ、大胆な金融政策、機動的な財政政策と民間投資を引き出す成長戦略の「3

本の矢」の第1の矢は放たれた。第2の矢である財政政策についても、13兆円の平成24年度補正予算が成立している。第3の矢である成長戦略の実施が最も難しいという声もあるが、折からの円安・株高により、国民のマインドは大きく改善し、日本経済は回復軌道に乗りつつあるようにも見える。本稿では、金融政策の「レジーム・チェンジ」がどのような波及経路を辿りうるのかについて、日米の比較を行いながら考察したい。

2. FRBの金融緩和

今回の金融危機が本格化したのは2007年8月のパリバ・ショックで、現場のECBは即座に948億ユーロという当時としては巨額の流動性供給を実施した。FRBは8月17日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、公定歩合（primary credit rate：厳密には公定歩合という表現は正しくないが、金融機関に対する最後の貸し手としての機能という意味で同じであり、日本人には分かり易い表現なので、以下公定歩合という表現を続ける）を50bp引き下げたが、政策金利であるFF金利（Federal Fund Rate）の誘導目標水準は変更しなかった。

公定歩合は、インターバンク市場で資金を調達できない金融機関に対し、最後の貸し手として資金を融通するものであるが、安易に公定歩合での借り入れを認めると金融機関のモラルハザードを引き起こす、という観点から、公定歩合の利率はFF金利よりも高めに設定されている。また、公定歩合で借り入れを行うことは、金融機関にとっては市場から資金を調達できなかったという烙印を押されるという意味で「Stigma」と呼ばれ、忌避される傾向にあった。

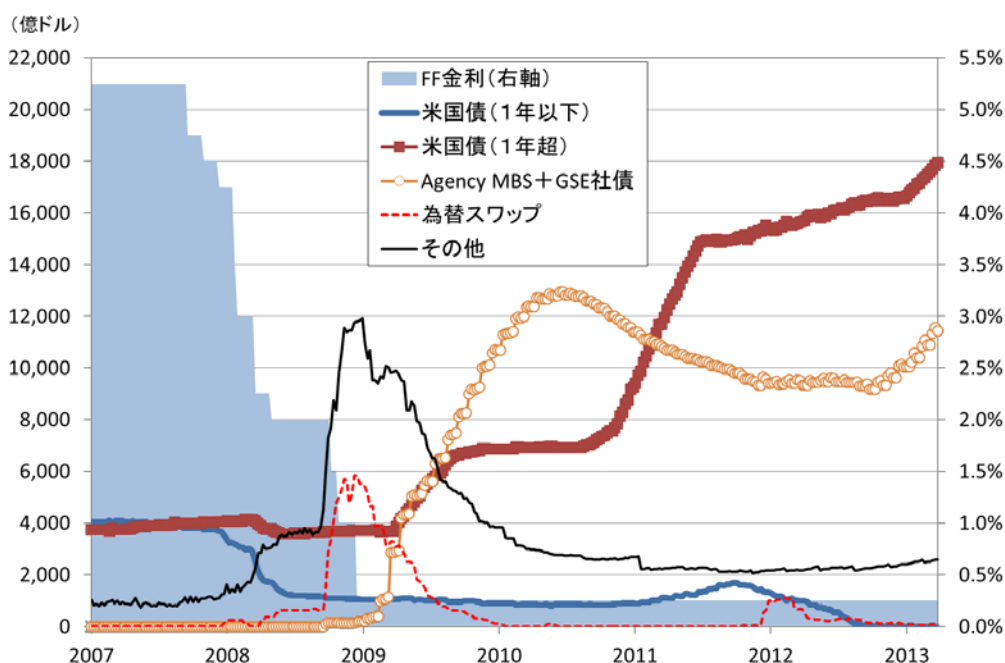
しかし、インターバンク市場が正常に機能している場合はともかく、今回のサブプライム問題における短期金融市場のような従来の流動性管理でContingency Planとして想定していた水準を超えるような流動性逼迫が起こった場合にも利用されないのでは、「伝家の宝刀」が「張子の虎」になってしまう。そのため、公定歩合とFF金利の差を徐々に縮小していった。

その後、2007年9月18日にFF金利を5.25%から4.75%へと50bp引き下げ、最終的には2008年12月16日にFF金利の誘導目標水準を0～0.25%のレンジとする実質的な「ゼロ金利政策」に突入した。

こうした中、FRBは利下げに加え、流動性を供与するスキームについても拡充する措置を講じてきた。第1弾が、2007年12月12日に公表された期間物入札方式（Term Auction Facility: TAF）である。TAFの特徴は、入札方式で匿名性を保つことにより、「烙印（Stigma）」を回避しつつ、やや長めのターム物の資金を供給することにある。次いで、2008年3月の流動性危機においては、まず3月11日に、Term Securities Lending Facility (TSLF)と呼ばれる新しい方式の流動性供与方式を発表した。これは、2,000億ドルを上限に、FRBがプライマリー・ディーラー資格を持つ金融機関に対し、翌日物ではなく28日間の期間（Term）

で国債(Treasury securities)を貸し付け、その担保としてエージェンシーMBS や民間のAAA 格の MBS を受け入れる、というものである。イギリスのイングランド銀行も同様の措置を5月に導入した。更に、FRB は3月16日、Primary Dealer Credit Facility (PDCF) という制度を公表し、ニューヨーク連銀のプライマリー・ディーラーに対し、翌日物の資金を公定歩合で貸し出すと発表した。本来 FRB が監督する預金金融機関以外の投資銀行にまで資金供給の対象を広げた形である。更に、Commercial Paper Funding Facility (CPFF)、Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)、Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)、Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)といったクレジット市場へのサポートも実施した。

図1 FRBのタイプ別保有資産残高と政策金利（FF金利）の推移



(資料) FRB より

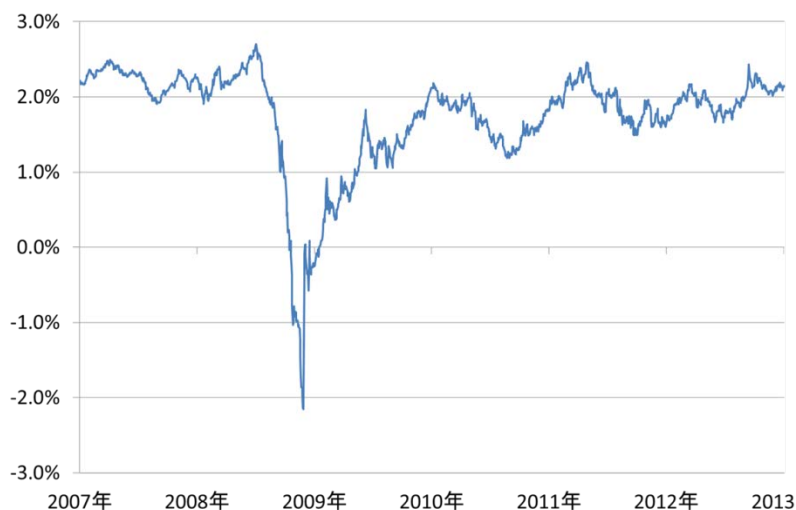
また、欧州系金融機関がインターバンク市場でのドル資金調達に困難を来たし始めたことから、ECBを始めとする各国中央銀行とのドルスワップ契約 (Bilateral Currency Swap Agreements) も締結した。

これらの対応は、基本的に金融市場の機能低下を補完するもので、リーマン・ショックの前から導入されたものもあるが、リーマン破綻を契機に利用が急増した。リーマン・ショック直後からFRBのバランスシートが急拡大したのはこれらの流動性供給措置によるものであり、当時、米国債を大量に購入したわけではない【図1】。しかし、これらの措置により潤沢な資金を供給することで、市場のパニックを抑制することに成功した。

アメリカの物価連動国債から逆算されるブレイクイーブンインフレ率を見ると、リーマ

ン・ショック直後に急降下し、5年物で試算した場合はマイナスの領域に突入したが、FRBの大胆な金融緩和によりデフレの「意図せざる均衡¹ (Unintended Equilibrium)」を回避し、プラス領域を回復し、その後の量的緩和等により、2%前後の水準で推移している【図2】。

図2 5年国債から推計されるブレイクイーブンインフレ率



(資料) FRB より

FRBは金融危機後、利下げと量的緩和という「質」と「量」の両面で金融緩和を推進してきたが、利下げについては、2008年12月に実質的なゼロ金利政策を導入し、2011年8月には「時間軸政策」も導入した。その後もゼロ金利政策が適用される期間を延長する等してきた。量的緩和については、MBSや米国債を順次購入すると同時に、満期を延長(Maturity Extension)する方向性も打ち出している。

その「量」の側面を強調する表現が量的緩和(Quantitative Easing)の頭文字を取ったQEである。FRBは2008年11月25日にファニーメイ、フレディマック、ジニーメイのAgency MBS(Mortgage Backed Securities:住宅ローン担保証券)を5,000億ドル購入すると発表し、翌2009年初から実際の買入を開始した。バーナンキ議長は、これはFRBのバランスシートの左側、すなわち資産サイドを意識して、特定の資産クラスのプレミアムを圧縮する「信用緩和(Credit Easing)」であり、日銀が2000年代前半に実施した量的緩和とは異なると説明してきた。このため、これをQE1と呼ぶ向きは見かけない。FRBは2009年3月18日に、Agency MBSの購入枠を1兆2,500億ドルに拡大すると同時に、米国債を3,000億ドル購入することを発表した。後に、2010年11月3日に米国債を6,000億ドル購入することを発表した際にこれをQE2と呼ぶのが一般的となった経緯に鑑みれば、2009年3月の3,000億ドルの米国債購入がQE1と捉えるのが素直であろう【表1】。

¹ セントルイス連邦準備銀行のブラード総裁の論文(Bullard [2010])が有名。

表1 FRBの量的・質的緩和の変遷

	量 (Large-Scale Asset Purchases : LSAPs)		質
	MBS購入	国債購入	ゼロ金利政策とその適用期間
2008年11月25日	5,000億ドル購入と発表		
2008年12月16日			FF金利の誘導目標水準を0~0.25%に設定 (ゼロ金利政策の導入)
2009年3月18日	購入額を1兆2,500億ドルに拡大	3,000億ドル購入(QE1)	
2010年11月3日		6,000億ドル購入(QE2)	
2011年8月9日			時間軸政策の導入 (2013年半ばまで)
2011年9月21日	償還金をMBSに再投資	短期国債の償還金を長期国債に再投資 (オペレーション・ツイスト)	
2012年1月25日			(インフレ目標2%導入)
2012年9月13日	400億ドル/月(QE3)		
2012年12月12日		長期債450億ドル/月 (短期債はロールオーバー再開)	時間軸政策から失業率目標へ ・失業率が6.5%以上かつ ・インフレ率が2.5%以下

(資料) FRB より

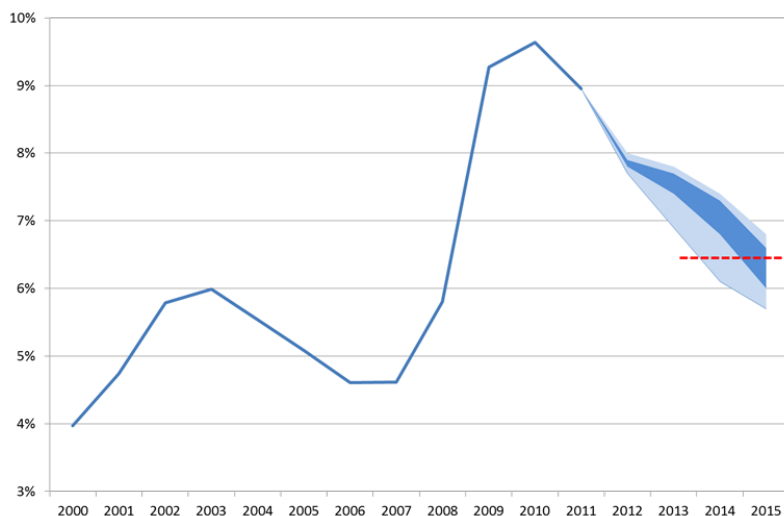
FRBのバランスシートの規模はリーマン破綻前には9千億ドル前後で推移していたが、流動性供給や量的緩和により拡大を続け、2008年後半には2兆ドル、2013年には3兆ドルを突破し、更に拡大を続けている。

FRBは量的緩和第3弾(QE3)でAgency MBSを毎月400億ドルのペースで買い増している。本稿執筆時点で直近の大きな変更は2012年12月で、Agency MBSに加えて長期国債を毎月450億ドル購入することとし、更に、ゼロ金利政策の適用される期間を特定の時期とする「時間軸政策」から、「失業率が6.5%以上かつインフレ率が2.5%以下」という数値基準に変更した【図3】。雇用の極大化と物価の安定という二重の責務(Dual Mandate)が設立準拠法である連邦準備法(Federal Reserve Act²)で規定されているFRBならではの数値基準と言える。

なお、2013年3月27日時点でFRBが保有するAgency MBSの残高は1兆ドルを超えている。年限別に見ると、30年が全体のほぼ9割を占めており、1割が15年で、その他の年限はほとんどない。エージェンシー別では、ファニーメイが全体の半分強となっている【表2】。そのうち30年もの4,827億ドルについてクーポン別の分布を見ると3.0%が最も多く、ブルーンバーグのデータにより各クーポンの価格とWALから加重平均を求めると、価格は105.925円、WALは5.39年となる(3月29日現在での試算値)。

² 同法のSection 2A. Monetary Policy Objectives では、The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.とされている(下線は筆者)

図3 FOMCメンバーによる失業率予測



(資料) FRB より

表2 FRBが保有するAgency MBSの残高 (2013年3月27日時点)

■保有残高				
	ファニーメイ	フレディマック	ジニーメイ	Agency合計
30年	4,827.43	2,866.73	1,868.05	9,562.22
15年	718.56	364.32		1,082.87
その他	55.24	8.99		64.23
合計	5,601.23	3,240.04	1,868.05	10,709.32

(億ドル)

■構成比				
	ファニーメイ	フレディマック	ジニーメイ	Agency合計
30年	45.08%	26.77%	17.44%	89.29%
15年	6.71%	3.40%		10.11%
その他	0.52%	0.08%		0.60%
合計	52.30%	30.25%	17.44%	100.00%

(資料) ニューヨーク連邦準備銀行より

FRBの2011年の年報ではWALは2.4年とされていたが、市場金利の低下により借換が促進され、新規に組成された低クーポンのMBSは繰上償還速度が遅くなっている可能性を示唆している。同時に、ファニーメイの30年ものMBSのみで286億ドルの含み益がある計算となる。FRBは保有する有価証券を時価評価しないが、発生する利息収入は毎期の収益として認識され、3兆ドルのポートフォリオから膨大な収益が発生しており、2012年は889億ドルを国庫納付している。

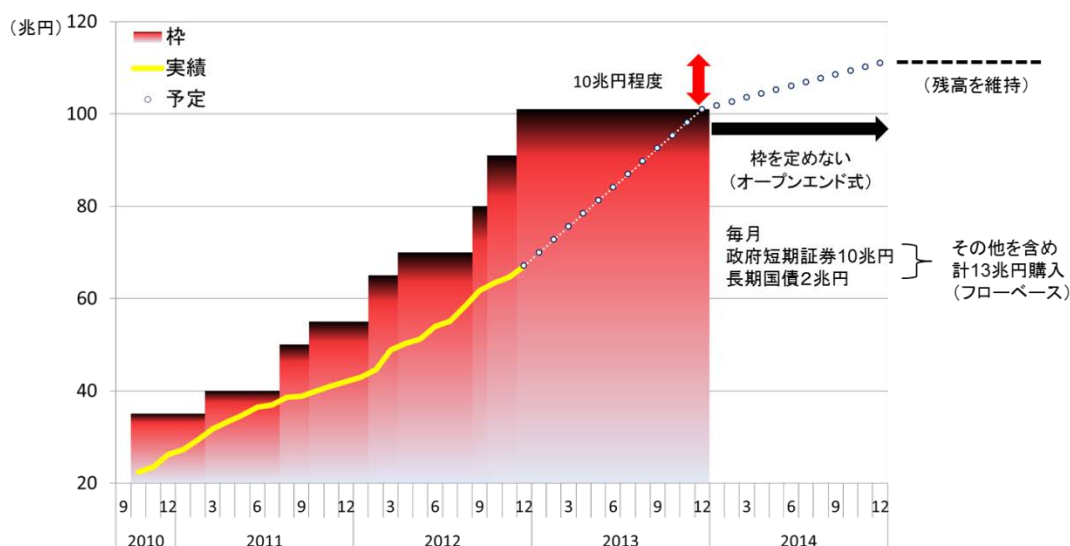
3. 日銀の金融緩和

3-1 白川総裁まで

日本では1999年2月にゼロ金利政策が導入され、2000年8月に解除したが、その後紆余曲折を経て、2008年12月に無担保コール翌日物の誘導目標水準を0.1%として、それ以降、事実上ゼロ金利政策が実施されている。

一方、量的緩和については、2001年3月に導入³し、2004年1月には日本銀行当座預金残高の目標値を、「30～35兆円程度」にまで引き上げた⁴後、2006年3月には金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コール翌日物に戻した。その後、2010年10月には、「資産買入等の基金（以下、単に「基金」と表記）」を創設し、その規模を順次拡大していった。

図4 日銀の「資産買入等基金」の枠と実績の推移（2012年1月時点想定）



(資料) 日本銀行より作成

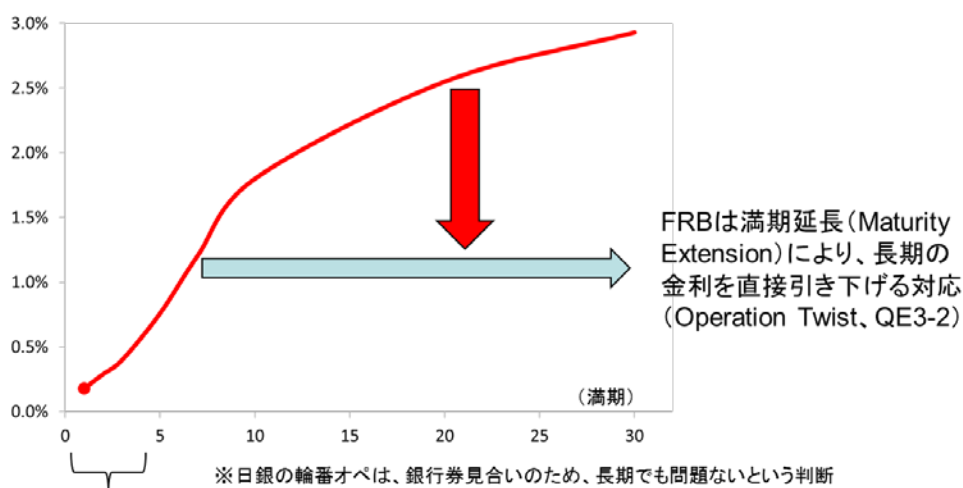
³ 2001年3月19日に発表された「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」の3.(1)金融市場調節の操作目標の変更では、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。」とされている。

⁴ 当時、外国為替市場では日本政府が大量の円売り・ドル買い介入を実施しており、その介入資金を調達するために政府短期証券（為券）を発行していた。通常であれば、そのような介入が金融政策に対して中立となるよう不胎化するオペを実施するが、当時は量的緩和により非不胎化されていた。

日本銀行は2012年1月22日の金融政策決定会合で「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入方式」の導入を決定し、デフレ脱却について政府と共同声明を出した。物価安定の目標については、消費者物価の前年比上昇率で2%とした一方、基金の買入については枠を定めないオープンエンド式に移行するものの、緩和の速度が鈍るとの見方もあった【図4】。日本銀行は、「財政ファイナンス」との誤解を避けるため、通常の資金供給（輪番オペ）とは別に「資産等買入基金」を設置し、当該分は「銀行券ルール」の適用除外としつつ、買入れる国債の年限を3年以内に限っていた。

金融政策の基本は質（金利）か量（マネタリーベース）か、という議論は長年の論争的であったが、日銀は金利が基本であるというスタンスであった。金利の中でも、金融政策の基本は短期の市場金利の誘導であり、それを基点として、中央銀行の発するメッセージを市場が読み取り、長期に渡る金利の期間構造が調和的に形成されていくというのが現代の金融政策の哲学であった。長期金利は市場において価格形成されるもので、中央銀行が直接的にコントロールするものではないと考えられてきたように見受けられる【図5】。

図5 イールドカーブへの働きかけ

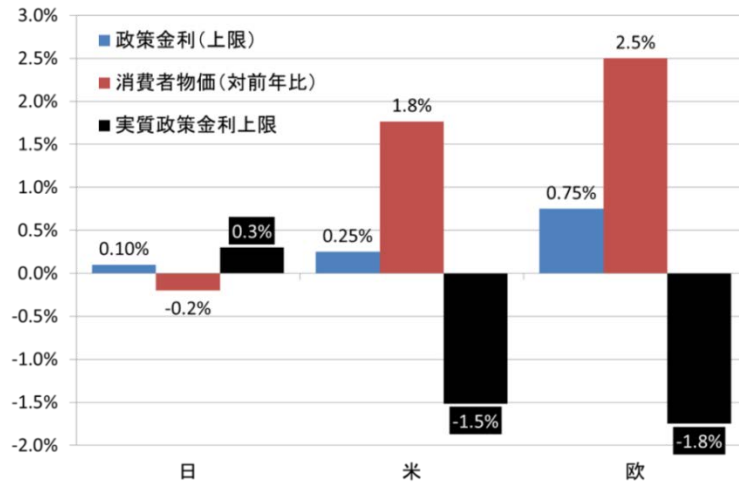


日銀・ECBは長期の国債買入は財政ファイナンスの懸念ありと解されるおそれから、3年以下 (OMT、資産等買入基金) に限定

日米欧の政策金利について、消費者物価指数 (CPI：総合) の対前年比 (2012年11月) を控除した実質値で見ると、欧米ではCPIがプラスのため、実質政策金利はマイナスとなっているのに対し、日本では実質金利が高かった【図6】。

ECB、FRB、日銀のバランスシートの規模を比較すると、対名目GDP比で見た場合、日銀はECBとほぼ同じ水準で、FRBよりも10%ポイント以上高い。ただし、リーマン・ショック後の規模の変化で見た場合、FRBは直近までに3倍、ECBも2倍以上となっているのに対し、日銀は4割増し程度と、低い水準となっている【表3】。

図6 日米欧の実質政策金利



(資料) 各中央銀行、Eurostat、米労働省、総務省統計局より

表3 日米欧中銀のバランスシートの規模

	日銀	FRB	ECB
	億円	億ドル	億ユーロ
直近の総資産	1,563,579	29,603	30,182
時点	2012年11月	2013/1/2	2012W52
名目GDP(2011年)	4,682,015	150,757	94,209
対名目GDP比	33.4%	19.6%	32.0%
リーマン・ショック直前からの変化			
リーマン・ショック前の総資産	1,098,870	9,316	14,491
時点	2008年8月	2008/8/28	2008W35
直近までの変化率	42.3%	217.8%	108.3%

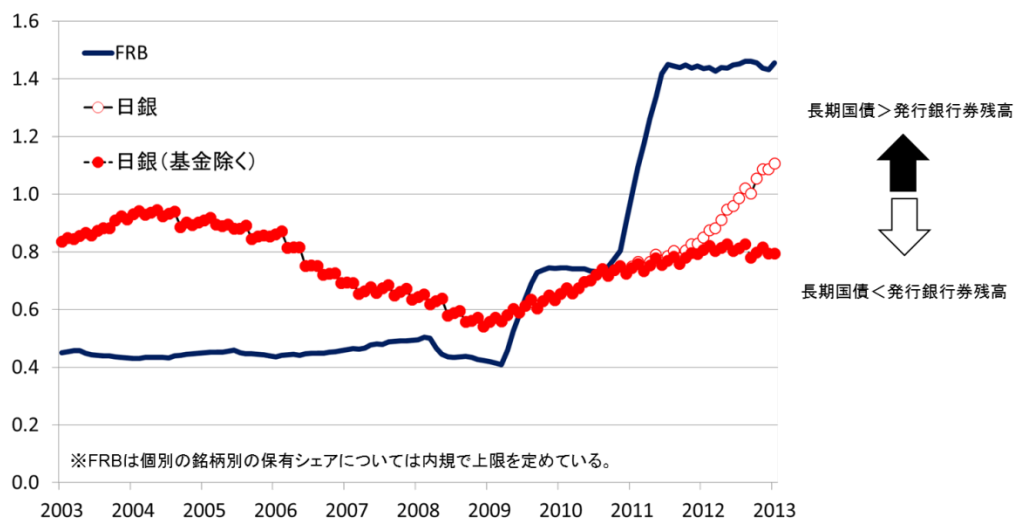
(資料) ECB、FRB、日銀、Eurostat、米商務省、内閣府より

これらの点を踏まえ、日銀の金融緩和は欧米と比較して「緩和負け」しているという批判は多かった。日銀の金融緩和が不十分であるがために日本経済はデフレから脱却できず、円高に苦しめられているのだという批判が、特にリフレ派の学者を中心に展開された。

また日本銀行は、財務の健全性が通貨の信認の背景にあるとの考えから、保有する長期国債を発行銀行券残高以内とする「日銀券ルール（銀行券ルール）」を適用してきた（「基金分」を除く）。FRBは量的緩和策で大胆に長期国債を購入し、早々に「日銀券ルール（銀行券ルール）」違反の状態となったが、FRBは全く気にせず、デフレ回避のために大胆に行動した。FRBの内規には銀行券ルールに準じるものはなく、各銘柄の発行額に対し、35%

までという基準（現在は 71%まで緩和）があるだけで、「日銀券ルール（銀行券ルール）」は日本独自のものとも言われてきた【図7】。

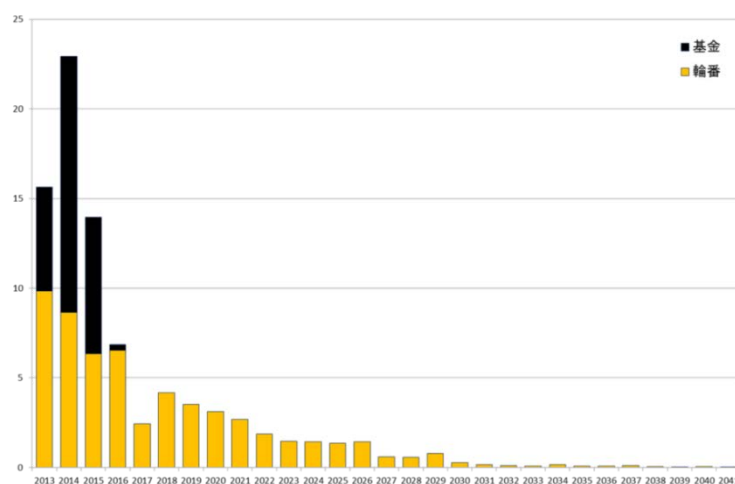
図7 日銀とFRBの保有長期国債と発行銀行券残高の比率



(資料) 日本銀行、FRBより

更に、日銀のマネタリーベースの対GDP比はFRBに引けを取らないとしても、日銀の保有する国債は年限が短く、長期ゾーンに協力を働かしているFRBと比較すると「自分の庭先をきれいにする」傾向が強いとの批判も一部にはあった【図8】。

図8 日銀が保有する国債の満期別残高（2013年3月末）

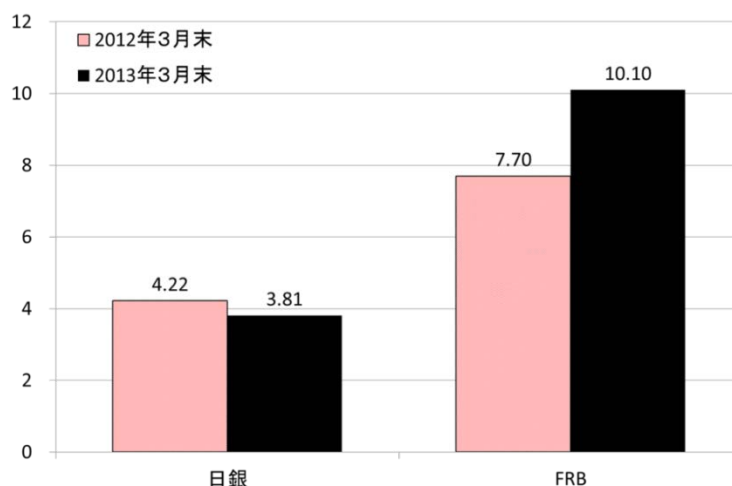


(資料) 日本銀行、財務省、日本証券業協会より作成

保有する固定利付き国債（1年未満のものを除く）の加重平均年限は、2012年3月末か

ら 2013 年 3 月末にかけて、日銀が 4.22 年から 3.81 年に短期化したのに対し、Maturity Extension を目指す FRB は 7.70 年から 10.10 年へと長期化している。日銀は基金で買い取る年限を 3 年以下としていたため、基金の比率が輪番オペに対し高まるにつれ、加重平均した年限が短期化する構図となっていた【図 9】。

図 9 FRB と日銀の保有する満期 1 年以上の固定利付国債の加重平均年限



(注) FRB は、2012 年 3 月 28 日→2013 年 3 月 29 日

(資料) 日本銀行、日本証券業協会、ニューヨーク連銀より作成

3-2 黒田総裁の「異次元緩和」

日本銀行は 4 月 3・4 日、黒田新総裁の下で初の会合となる政策委員会・金融政策決定会合を行い、「量的・質的金融緩和」の導入を発表した。CPI 前年比上昇率 2% の「物価安定の目標」を 2 年程度で達成するため、マネタリーベース等を 2 年間で 2 倍に拡大することを柱とする以下の「量・質ともに次元の違う金融緩和」を行うとしている。

1. マネタリーベース・コントロールの採用

金融政策の目標を金利から量に変更。マネタリーベースを年間 60~70 兆円程度増やす。→2 年間でマネタリーベースを 2 倍にする。

2. 長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債を年間約 50 兆円増加させる。また、40 年債も対象とし、買入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱 から 7 年程度に延長する。→長期国債の保有を 2 倍にし、平均残存期間も 2 倍にする。

3. ETF、J-REIT の買入れの拡大

ETF は年間 1 兆円、J-REIT は年間 300 億円増加。

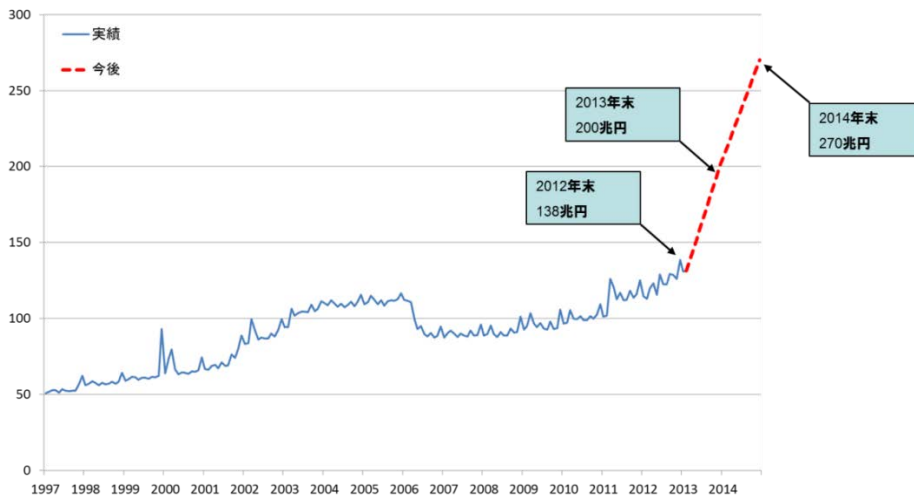
4. 「量的・質的金融緩和」の継続

2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。

※なお、これに伴い、資産買入等の基金を廃止し、「銀行券ルール」の一時適用停止を行う。

マネタリーベースは、2012年末時点で約138兆円の実績となっていたが、これを2013年末に200兆円、2014年末に270兆円へと、2年間でほぼ倍増する予定である【図10】。なお、バランスシート全体の規模はこれに20兆円プラスの水準になる。市場予想に対しほぼ「満額回答」となった4日午後1時40分の発表を受け、市場は大きく反応した。日銀の金融政策は欧米の標準に近づいたと評価する声が多くなった【図11】。

図10 日銀のマネタリーベースの実績と今後の予定



(資料) 日本銀行より

図11 日米欧の中央銀行の金融政策ツール (2013年以降の変化)

		日銀	
		○	×
欧米	○	【日米欧とも導入】 ゼロ金利政策 量的緩和 インフレ目標 4/4主目標に 1/22 2%に	【海外のみ導入】 年限長期化(FRB) 失業率目標(FRB) MBS(FRB)・カバードボンド(ECB)購入 マイナス金利(デンマーク・スウェーデン) 為替介入(スイス) <Funding for Lending(イギリス)>
	×	【日銀のみ導入】 「成長基盤強化を支援するための資金供給」 指数連動型上場投資信託・不動産投資信託 <「貸出増加を支援するための資金供給」>	【いずれも導入していない】 財政ファイナンス (マネタイゼーション)

4. 金融緩和の効果

4-1. アメリカ

アメリカは今回の世界金融危機の震源地であったが、FRBの果敢な金融緩和により、先進国の中では最も早く経済が回復した部類に属する。GDPは実質（2005年価格）、名目ともにリーマン・ショック前の水準を回復し、鉱工業生産指数も日本やドイツを遙かに上回る高い水準にまで回復しており、ニューヨークダウは史上最高値を更新した。

好調なアメリカ経済にあって回復が遅れているのが雇用情勢と住宅市場だが、失業率はピーク時には10%を超えていたのが2013年3月には7.6%にまで低下してきている。

住宅市場については、2013年4月16日に米商務省が発表した3月の新築住宅着工戸数は、季節調整済み年率換算値で103.6万戸（速報値）と、前月の改定値96.8万戸から7.0%増加し、2008年6月以来57ヶ月ぶりの100万戸台回復となった【図12】。これを好感し、前日にボストンでのテロ事件で急落したダウは157ドル反発した。

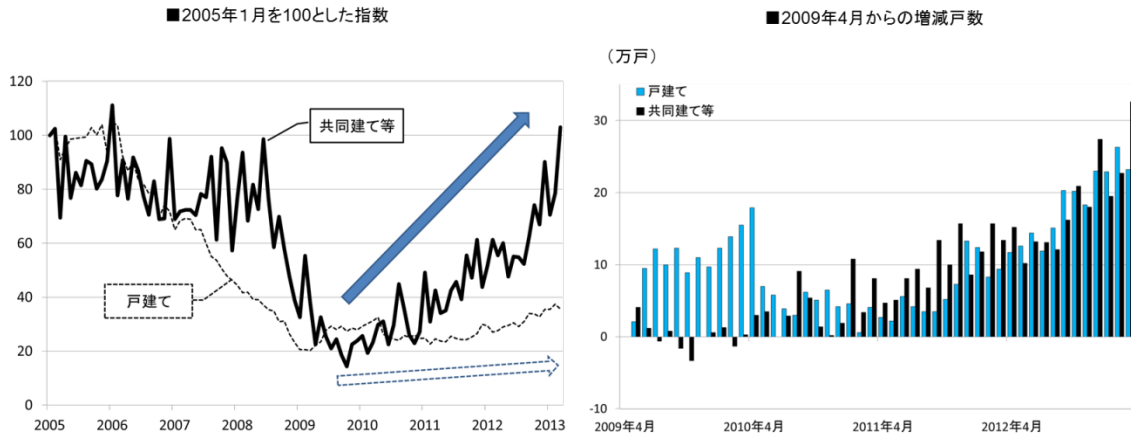
人口が年間250~300万人増えているアメリカでは、住宅着工は年間150万戸が巡航速度と言われ、その水準にはまだ到達していない。また、着工の回復を牽引しているのは主に賃貸住宅を中心とする共同建てであり、主力の戸建て住宅の着工は、銀行の融資審査が厳しくローンが借りにくい等の理由もあり、まだ本格的回復には程遠いという分析もある【図13】。

図12 アメリカの住宅着工戸数（季節調整済み年率換算値）



(資料) 米商務省

図 13 建て方別の着工動向分析

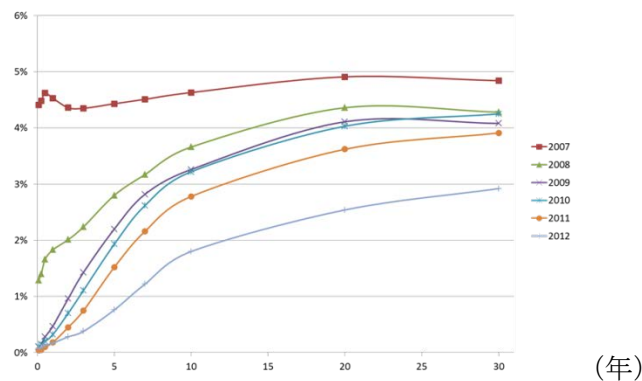


(資料) 米商務省

それでも住宅市場の回復が経済全体に明るい影響を及ぼしているのは間違いなく、特に住宅価格が回復してきたことは、個人にとって大きな資産であるため資産効果が大きいと同時に、ローン残高よりも住宅の時価評価額が低い (**Underwater**) ために銀行が借換に応じなかったような債務者が足下の低利の住宅ローンに借換できるようになれば、返済余力が増すことからデフォルトが減ることに加え、個人消費に回せるお金も増えることが期待されている。不良債権が減少することにより、実質的に破綻して公的管理下で巨額の公的資金を投入された政府支援企業 (GSE) であるファニーメイとフレディマックは、2012年にそれぞれ 172 億ドル、110 億ドルとともに両社にとって過去最高の黒字を計上した。

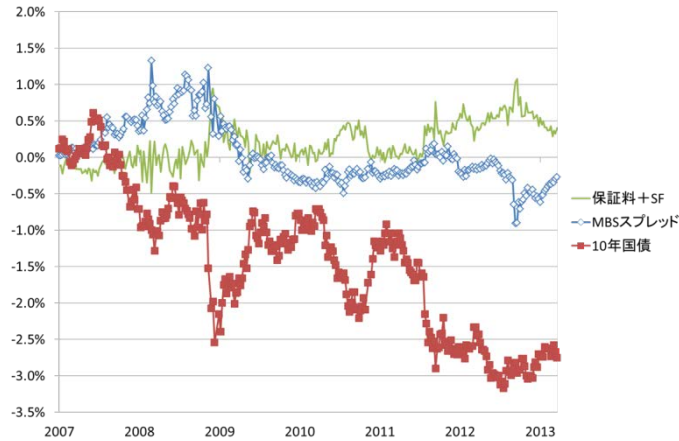
FRB は、金融危機後、短期の金利 (FF 金利) を急速に引き下げ、その後、量的緩和で長期のレンジも徐々に引き下げるアプローチをとり【図 14】、結果的に長期 (30 年) 固定住宅ローンの金利引き下げにも間接的に寄与している。アメリカでは住宅バブルの時期に変動金利のシェアが 4 割近くに達したものの、足下では 9 割以上が固定金利を選択している。

図 14 米国債のイールドカーブの変化



(資料) 米財務省より

図 15 住宅ローン金利の低下の構成要素別寄与（対 2007 年初比）



（資料）フレディマック、米財務省、Bloomberg より

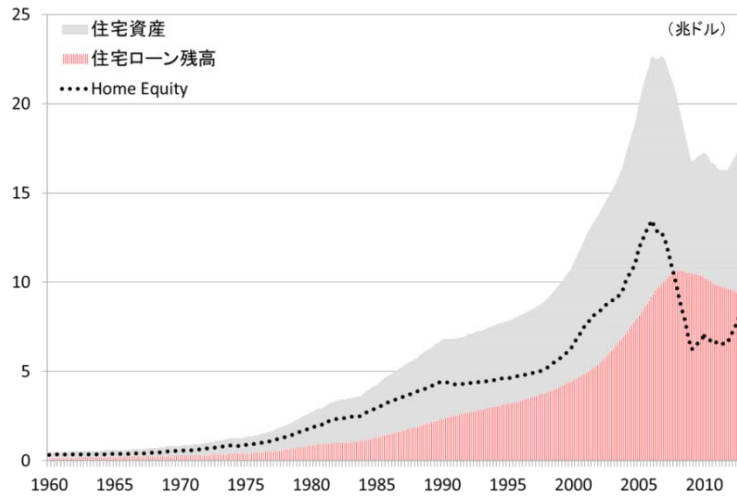
アメリカの 30 年固定ローンの平均金利は、歴史的な低金利の水準にあり、これが住宅市場を下支えしている。アメリカの 30 年固定ローン金利は調達コストである MBS の利回りに影響を受けるが、米財務省による GSE への資本注入、FRB による MBS 購入は、MBS の米国債に対するスプレッドを圧縮するのに役立った。ただし、2007 年初の水準を基準としてそこからどの程度金利が低下したかを分解すると、最も大きく低下しているのは米国債の利回りとなっている【図 15】。

アメリカ経済の最も脆弱なのが住宅市場なので、その住宅市場を下支えするために MBS を購入するというのは説明としては整合的である。また、MBS 購入により、スプレッドの拡大を抑制しているのは事実であろう。しかし、それを計量的に分析することは困難である。むしろ、それを「方便」として、バランスシートの拡大に端緒をつけ、米国債の購入を拡大したことが FRB の本命の政策であったと見ることも可能かもしれない。米国債の購入に対しては、インフレ懸念や財政ファイナンス批判から、共和党を中心に批判的な見解が多い。そこで、MBS 購入を突破口として、それを米国債にも拡充するという迂遠なアプローチで量的緩和を実現したところに FRB の議会対策の巧さが垣間見られる。

勿論、住宅市場への波及効果を過小評価すべきではない。FRB が発表した 2012 年末時点のアメリカの住宅資産総額は 17.65 兆ドルで、これから住宅ローン残高 9.43 兆ドルを控除した実質持分（Home Equity）は 8.22 兆ドルとなっており、Home Equity は 2009Q1 の 6.25 兆ドルから約 2 兆ドル回復している【図 16】。

一般的に、アメリカの中低所得者層にとって住宅は最大の資産であることが多く、Home Equity の増減は個人消費にも影響を及ぼすとされる。議会予算局（CBO）の試算では、個人消費支出の弾性値は最大 7% 程度あるとされ、2 兆ドルの Home Equity 回復は個人消費支出を 1,400 億ドル、GDP を 1% 押し上げる効果がある。

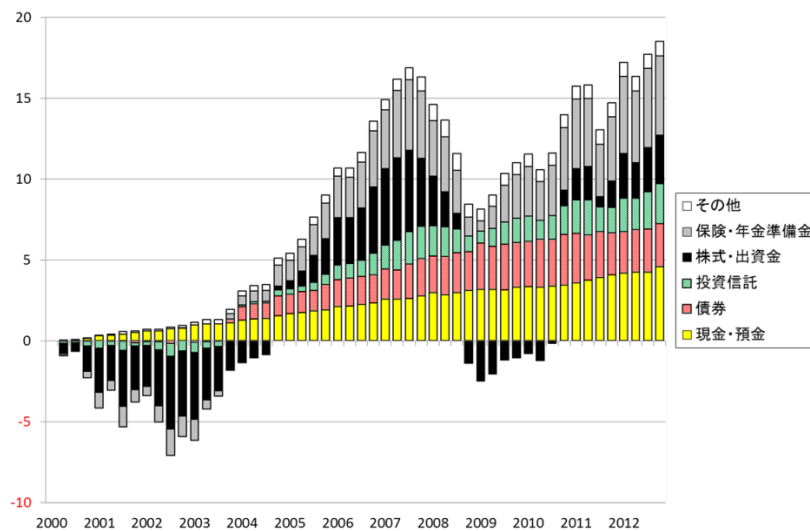
図 16 アメリカの住宅資産総額とローン残高と Home Equity



(資料) FRB より

ただし、多くの先行研究が示すように、資産効果は住宅よりも株価の方が大きい。中低所得者にとっては住宅が最大の資産であることが多いにしても、家計部門全体で見れば、金融資産の方が遙かに大きい。2012 年末時点で、家計部門の保有する総資産 79.52 兆ドルのうち、住宅は 17.65 兆ドルに対し、金融資産は 54.39 兆ドルある。アメリカの家計部門の金融資産について、2000 年第 1 四半期からの増分を分解すると、現金・預金と債券が順調に伸びているのに対し、株式等は市況により大きく上下している【図 17】。

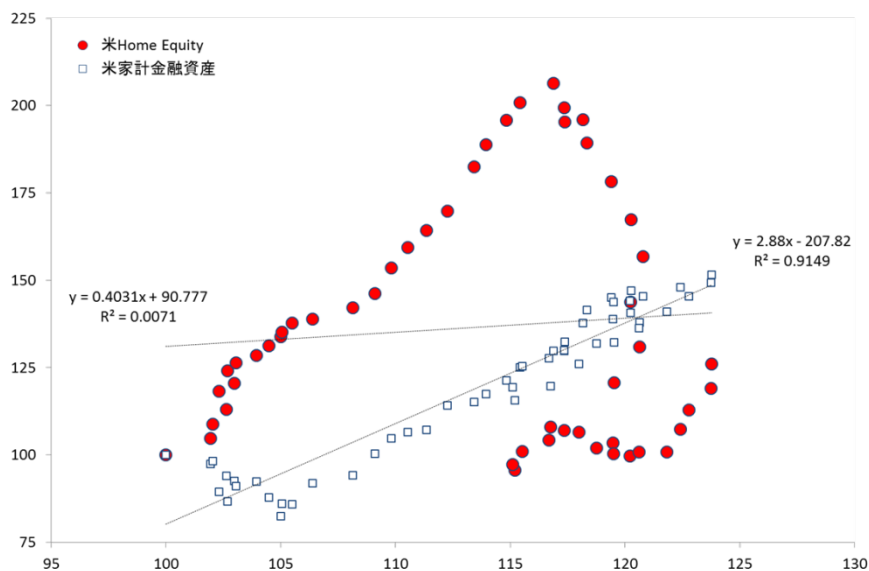
図 17 アメリカの家計部門の金融資産の増分内訳 (対 2000 年第 1 四半期)



(資料) FRB より

2000年代を通じて、住宅価格も金融資産時価も大きく変動したが、これらの指標について実質 GDP との相関を見ると、Home Equity よりも金融資産の方が相関が強い【図 18】。

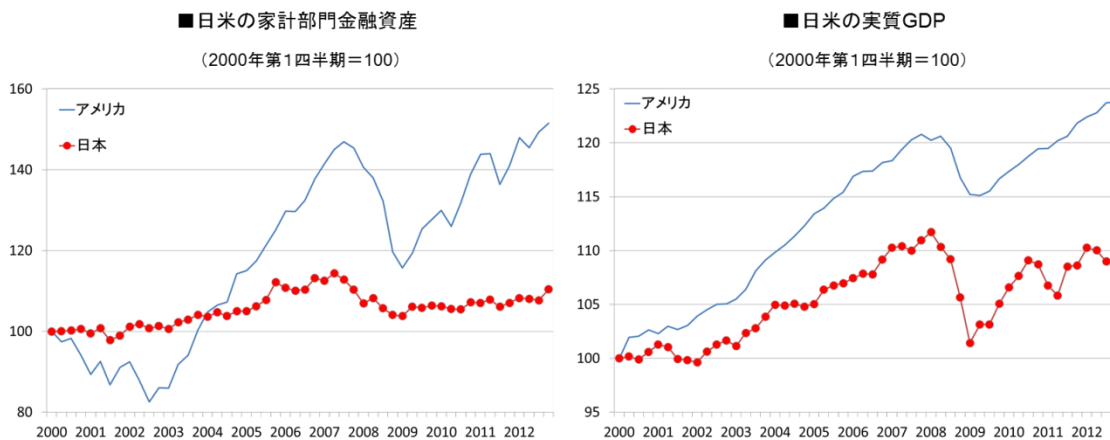
図 18 アメリカの実質 GDP と Home Equity 並びに金融資産



(資料) FRB、米商務省より

ちなみに、金融資産と実質 GDP の関係について日米比較を行うと、アメリカでは家計部門の保有する金融資産がリーマン・ショック前の水準を更新しており、実質 GDP もリーマン・ショック前の水準を超えている一方、日本は変動幅が小さいことに加え、いずれもリーマン・ショック前の水準を回復していない【図 19】。

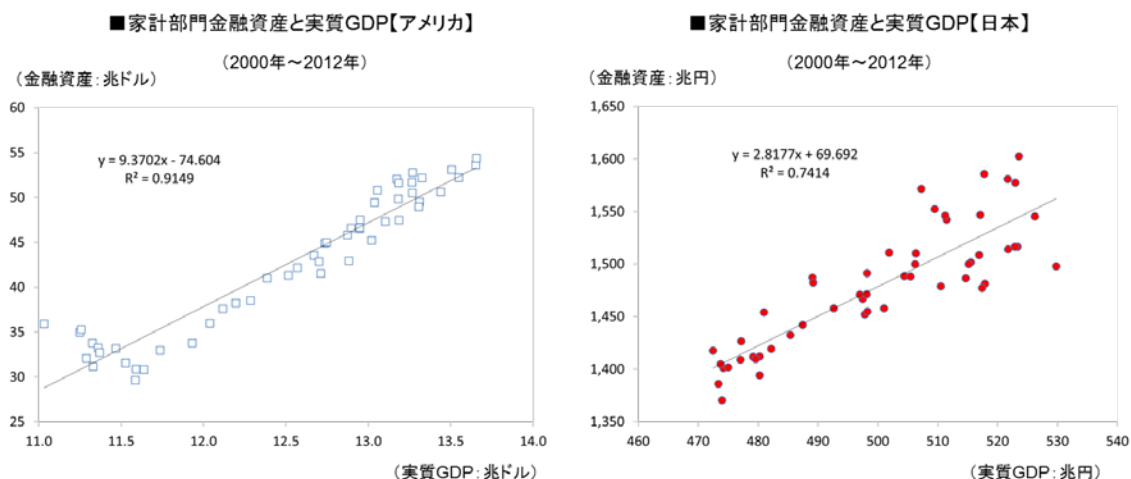
図 19 日米の家計部門金融資産と実質 GDP



(資料) 米商務省、FRB、内閣府、日本銀行より

日米の家計部門の保有する金融資産と実質 GDP の関係を見ると、アメリカの方が相関係数は高いものの、日米ともに強い正の相関がある。金融緩和により資産価格を上昇させることは实体经济（実質 GDP）にも良い影響を及ぼすことを軽視すべきではなく、アメリカではそれを強く意識した金融政策が実施されている【図 20】。

図 20 家計部門金融資産と実質 GDP の相関（日米比較）



（資料）米商務省、FRB、内閣府、日本銀行より

総じて言えば、アメリカの金融緩和は、金融システムの崩壊を抑止し、リーマン破綻に伴う急激な景況感の悪化に一定のところで歯止めをかけることで、デフレへの転落を防止し、資産価格の回復をテコにして实体经济の回復を図るというアプローチであったと分析している。

4-2. 日本

日本のデフレは、マイルドながら長期間にわたって継続している点が、大恐慌時のアメリカと異なる【図 21】。

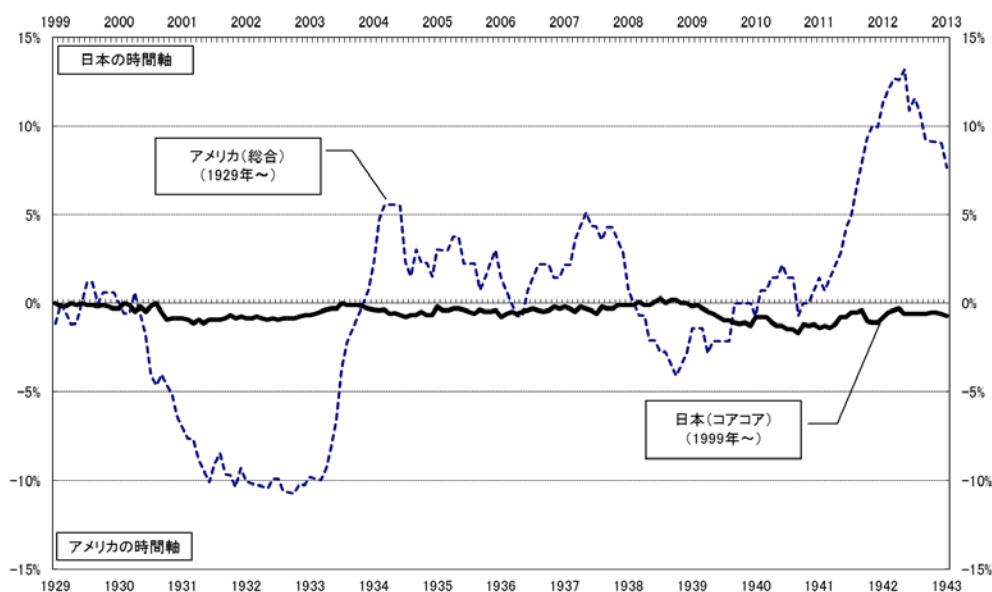
大恐慌時のアメリカでは消費者物価指数の前年比が2桁のマイナスという深刻なデフレに陥ったものの、1933年後半にはプラスに転じているのに対し、日本では1997年の消費税引き上げに伴う攪乱並びに2008年の資源価格高騰の時期を除き、消費者物価指数が継続的に前年比プラスの領域を回復した状況にはなお至っていない。

2003年から2006年にかけて実施された量的緩和の時期にも、消費者物価上昇率はゼロ近傍で推移しており、この点を踏まえ、量的緩和のみではデフレ脱却は困難という認識が日銀には根強かったとされる。

また、日本経済がデフレ体質から脱却できないことで、購買力平価の観点からも、円が

対米ドルで上昇を続けることは不可避との見方もあった。そして、円高対策で企業がリストラを推進することで雇用者報酬が減少し、内需が弱くなることで、一層デフレ体質が強まり、円高を加速するという悪循環から如何にして脱却するかを巡り、より大胆な金融緩和を推進すべきという意見と、金融緩和のみでなく、成長戦略が必要だという意見が対立していた。

図 21 大恐慌時のアメリカと 1990 年代後半からの日本の消費者物価上昇率



(資料) 米労働省、総務省統計局より

内閣府「国民経済計算」に基づく名目 GDP は 1997 年に 523 兆円のピークを打ち、2012 年には 476 兆円にまで減少している (2011 年よりは 6 兆円弱増加している)。国税庁「民間給与実態統計調査」に基づく給与総額も、1997 年に 212 兆円のピークを打ち、一時持ち直したものの、リーマン・ショック後、急落した。

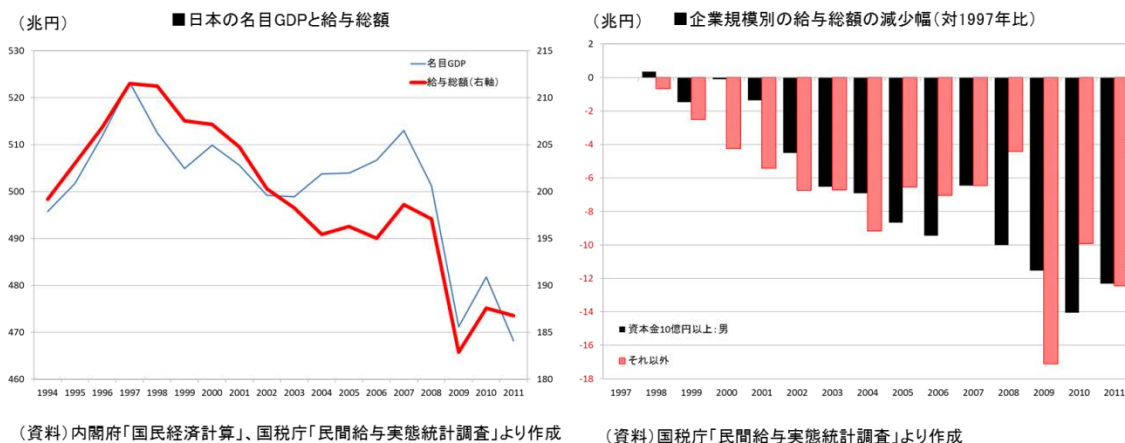
ピークの 1997 年を基準として給与総額の減少額を見ると、全体の約 1 割を占める「1 年勤続者のうち資本金 10 億円以上の企業の男」の給与総額が全体の減少額約 25 兆円 (1997 年→2011 年) のほぼ半分を占めている【図 22】。

同じ国税庁「民間給与実態統計調査」に基づき、ピークの 1997 年を基準とした給与総額の減少額の要因分解をすると、「1 年勤続者のうち資本金 10 億円以上の企業の男」はリーマン・ショック直前までは平均給与が維持されていたものの、リーマン・ショックで急激に給与調整された一方で、雇用者数については継続的に削減されてきた。それ以外の階層については、平均給与は継続的に下落する一方、雇用者数は増加している【図 23】。

日本においては、中小企業が雇用調整の受け皿として重要な位置を占めていることを示すと同時に、経済全体への影響という観点からは、輸出企業を中心とした大企業の賃金動

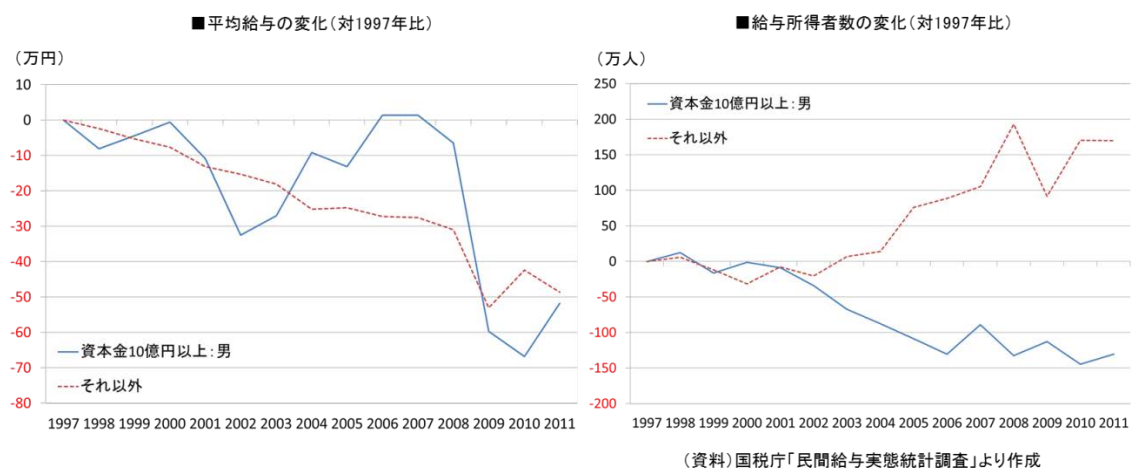
向が重要な比重を占めていることを伺わせる。

図 22 日本の給与動向



大企業や富裕層の所得が増加すればそれが中小企業や中低所得者層にもいずれ波及するという「トリクルダウン効果」について、スティグリッツ[2012]は否定しているが、日本の賃金市場やアメリカの資産市場と実体経済の関係を見てくると、ある程度、大企業や富裕層を意識した政策にも効果が観測されるようにも見える。むしろ、所得配分の問題は、本来的に中央銀行ではなく政府部門の役割であり、本来のあるべき役割分担を徹底すればよいようにも思われる。

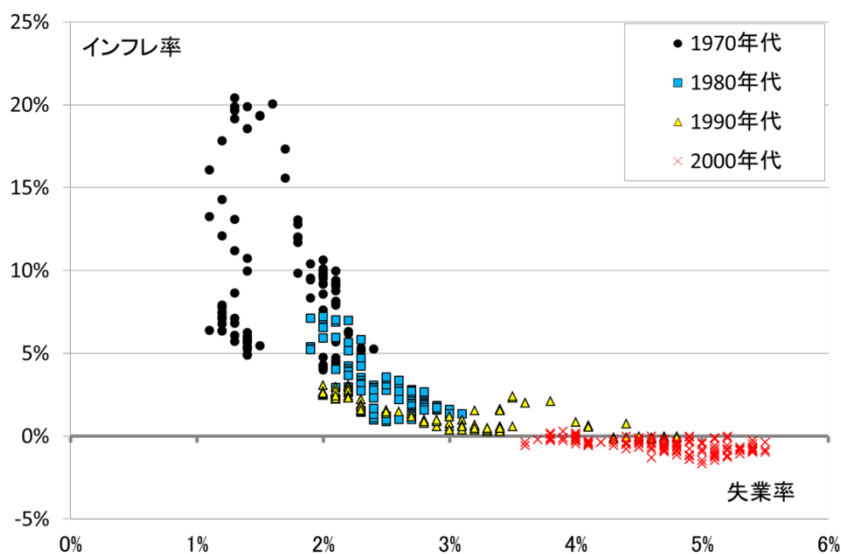
図 23 日本の企業規模別給与と雇用者数



アメリカではインフレ率と失業率のトレードオフを示す「フィリップス曲線」が崩壊しているが、日本では綺麗な相関が描かれる【図 24】。円高とデフレの因果関係はともかく、デフレが続く限り、縮小均衡に向かう中では（特に若年層の）雇用が容易に拡大しないこ

とから、雇用の改善という観点からはデフレからの脱却が重要な意味を持つ可能性がある。

図 24 日本のフィリップス曲線

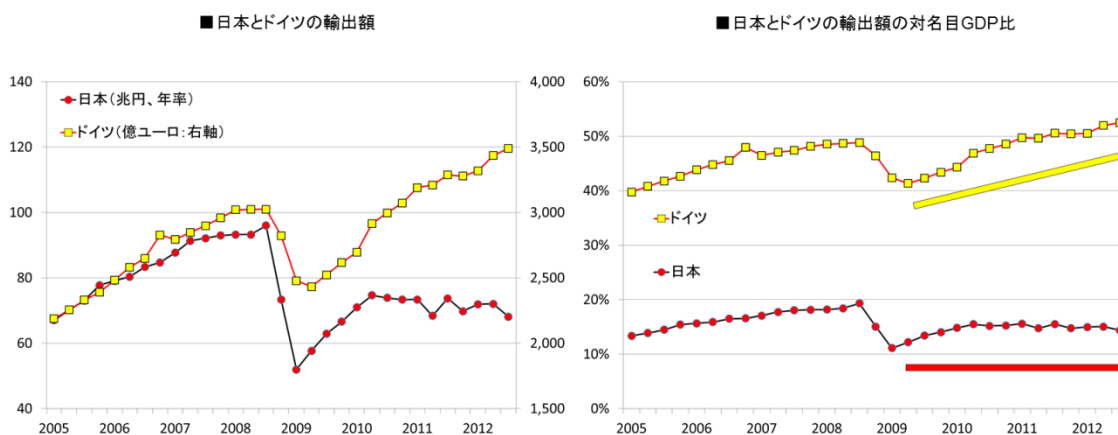


(資料) 総務省統計局

このように見てくると、デフレからの脱却と行き過ぎた円高の是正は表裏一体の関係にある。円高の影響については、単純に日本経済の動向を見るよりも、日本と似た経済体質のドイツとの比較がより顕著であり、有意義であると考えられるので、以下、簡単に触れたい。

リーマン・ショック後、日本の輸出額はドイツよりも大きく落ち込み、その後のリバウンドは 2010 年に早々に途切れ、ドイツの堅調な回復を尻目に低迷が続いている。輸出額の対名目 GDP 比で見ても、ドイツは高いところから更に上昇しているのに対し、日本は 10% 台半ばで低空飛行が続いている【図 25】。

図 25 日本とドイツの輸出動向比較



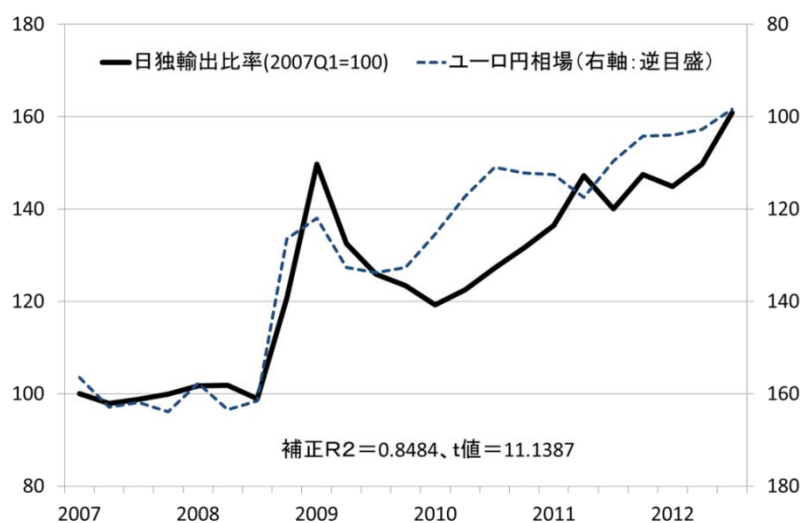
(資料) 内閣府、Eurostat より

ドイツの場合、同じユーロ圏内の他の国との経済的結びつきが強く、それらの国への輸出も統計上は輸出としてカウントされるので、輸出額の対 GDP 比そのものが日本より高いこと自体は特段違和感がないが、回復の度合いという意味では、比較する意味がある。

日本とドイツの輸出額について、2007 年を基準として、相対比率を見ると、2008 年第 3 四半期以降、急激にドイツの輸出が優勢となり、2009 年は若干戻したものの、2010 年以降は再び日本が劣勢となっている。この日独の優劣は、外国為替市場における円ユーロ相場と見事な相関があり、日本が対ドイツで苦戦しているのはほぼ円高のせいであると言える【図 26】。日独の輸出比率の差は、日独の鉱工業生産指数の差に反映されている。2011 年 3 月は東日本大震災の影響で異常値となっているが、日独の鉱工業生産指数の差の大部分は円・ユーロの為替の差で説明できる。

日本の金融緩和によりユーロが対円で上昇することに対し、ドイツの当局者からは牽制するような発言が垣間見られたが、ドイツは日本との競争という点を強く意識してきたのかもしれない。

図 26 日独輸出比率とユーロ・円相場



(資料) 内閣府、FRB、Eurostat より

2011 年には 10 月から 11 月にかけて、日本政府は 9 兆円近くの円売り・ドル買い介入を実施したが、円ドルレートは 70 円台後半で膠着した動きが続いた。2012 年 2 月に、日銀が「バレンタイン緩和」と市場が呼んだ追加緩和を実施して、80 円台半ばまで円安が進む局面も見られたが、ユーロ圏の不安から安全資産としての円への「質への逃避」により 2012 年半ばには再び 70 円台後半での値動きとなった。

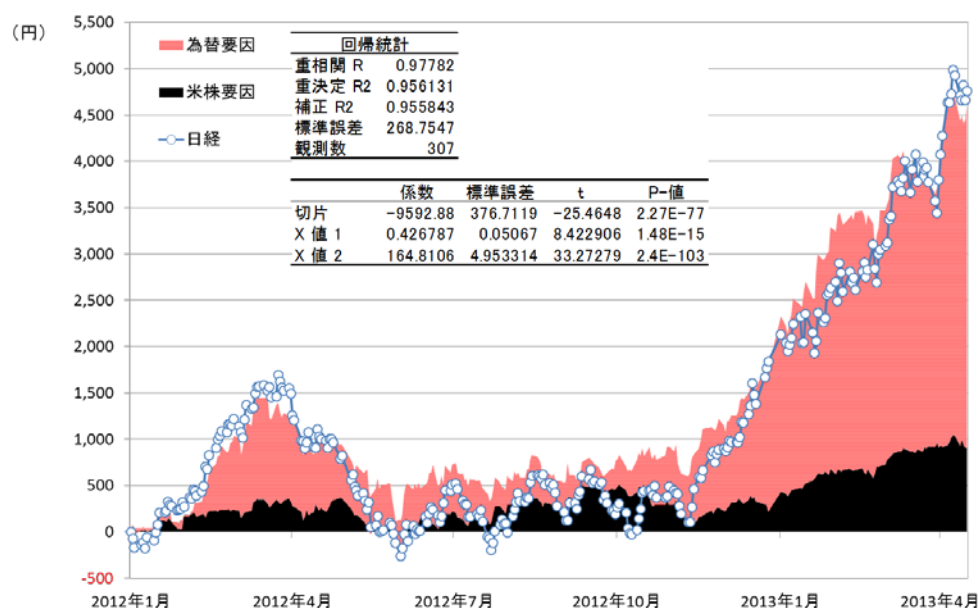
ところが、2012 年末以降、外国為替市場では円が対ドルで急速に下落し、円安の進行を好感して株価も上昇に転じた。そして 4 月の日銀の政策決定会合後、円ドルレートは一時 100 円に迫る水準にまで達し、日経平均株価もリーマン・ショック前の水準を回復し、本稿

執筆時点において1万3千円台後半で推移している。

日経平均株価の動きは、ニューヨークダウと円ドル相場で9割方説明できる。2012年以降のデータに限定してより短期の動きを解析しても、モデルの有意性は変わらない。2012年以降の株価変動のうち、特に同年後半からの株高の多くは円安の進行の寄与度が大きい【図27】。

アメリカの景気が回復すれば、対米輸出への依存度が高い自動車産業を中心に日本の輸出企業の業績回復も期待できる。また、アメリカの景気回復が本格化すれば、FRBの金融緩和も早期に解除され、出口戦略が実施に移されるとなれば、日米の金融政策のスタンスにおいて日本の緩和姿勢が相対的により強く意識されるようになり、それも円安を後押しする。アメリカはシェールガス革命を始め、独自の成長軌道に乗りつつあるように見え、2009年にオバマ大統領が発表した「5年間で輸出を倍増」という輸出主導型の景気回復のためにドル安を誘導するインセンティブが若干低下しているようにも見受けられる。

図27 日経平均株価の2012年年初からの変動幅の要因分解



(資料) 日本経済新聞社、Bloomberg、FRB より

足下の円安傾向については、一般的に以下の要因が指摘されている。

① リスクオンモードへの転換

これまで金融市場のリスクの高まりで消去法的に円が買われてきたが、ユーロ圏の経済状況やアメリカの「財政の崖」問題の解決（先送り）に伴い投資家のリスク回避姿勢が減退した⁵。

⁵ イタリア選挙・キプロス問題やアメリカの歳出自動削減問題で若干の巻き戻しも見られるが、致命的な動きとはなっていない。

② 日米金融政策の差

アメリカでは FRB が金融緩和を早期に解除するのではないかという憶測⁶が出ているのに対し、日本では政府・日銀が強力な金融緩和を推進しようとしており、その姿勢の違いが外国為替相場に一定に影響している（バーナンキ議長は緩和継続のスタンスを維持）。

③ ユーロの資金需要

ECB（欧州中央銀行）の LTRO（Long Term Refinance Operation）の繰上償還のための資金手当てによるユーロに対する需要増。

④ 日本の貿易赤字転落に伴う円実需の低下

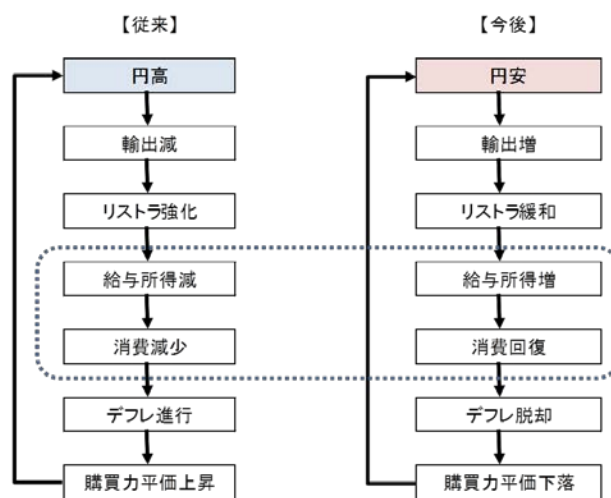
日本の貿易収支が 2012 年は 8 兆円を超えるなど、赤字定着で実需ベースでも円売り圧力が出てきている。

⑤ 地政学リスクの高まり

中国、北朝鮮等との関係悪化と、安全保障上の観点からのアメリカによる円安容認

今後、従来の円高トレンドが修正された場合、輸出の回復に伴いリストラが緩和され、給与所得が増えて個人消費が回復し、デフレから脱却して（インフレ率の高まりで）購買力平価が下落して円安が続くような循環が形成されるか否かが日本経済回復の鍵となるが、最も重要なのは給与所得と個人消費の回復と見る市場関係者は多い【図 28】。

図 28 円高とデフレのスパイラル



当面、1 ドル 100 円前後の円安水準で推移して株価も堅調に回復を続ければ、アメリカで見られたような資産効果を通じて個人消費を刺激するチャンネルが作動する可能性も期

⁶ 2013 年 1 月に公開された前月の FOMC 議事要旨で、Several others thought that it would probably be appropriate to slow or to stop purchases well before the end of 2013, citing concerns about financial stability or the size of the balance sheet. One member viewed any additional purchases as unwarranted.と、量的緩和の早期解除への言及があったことを踏まえ、そのような観測が市場に広がった。

待できないではない。日米の個人金融資産に占めるリスク性資産の比率には大きな差異があることから、アメリカほど顕著ではないにしても、年金等の運用資産に組み入れられている部分も相当あり、その収支改善により社会保障制度の持続可能性にも改善が期待されれば、それも個人のマインドにプラスに作用することが期待される。

5. 潜在的なリスク

5-1. アメリカ

5-1-1. 国内のインフレ懸念

ヨーロッパではドイツが反インフレで有名だが、アメリカでは共和党がインフレに対するアレルギーが強いと言われる。このため、一部の共和党議員の中には、量的緩和を推進するバーナンキ議長を再任しないと公言する者もいる。アメリカでは実際、1980年代前半に貿易赤字と財政赤字の「双子の赤字」の時期に2桁のインフレ（Double Digit Inflation）を経験しており、その記憶が生々しい世代には、インフレは過去の亡霊として忘却の彼方に去った存在ではない。

しかしながら、FRB 議長のバーナンキ氏は、大恐慌の研究者として高名で、大恐慌時にFRBの金融緩和が不十分だったため景気が更に悪化したものの、その後の緩和策により一旦は回復しかけた景気が1937年に拙速な金融引き締めに転じたことで2番底に陥ったとの研究成果を踏まえ、今回も拙速な緩和には踏み切らないと見られる。

アメリカの消費者物価動向はなお2%前後の上昇率で安定しており、量的緩和により顕著に上昇してはならず、また、出口戦略との関係でも、1~2年先の物価上昇見込みが2.5%を超えれば、ゼロ金利政策を解除して金利を正常化することとしている⁷。出口戦略については、量的緩和を解除してバランスシートを縮小した後に政策金利を引き上げるという手順を想定しているが、そのような出口戦略の実施可能性については、以下のとおり、FRB内部でも検討が行われている模様である。

5-1-2. FRBの財務への影響

FRB内部でも量的緩和の効率性やコスト、リスクを警戒する意見は根強いが、FRBの財務への影響については、FRBスタッフのワーキングペーパー(Carpenter[2013])において、

⁷ 2012年12月のFOMC声明文では、ゼロ金利政策維持の条件として、失業率6.5%以上に加え、inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.とされている。

一定の前提の下での推計が公表されている。

FRB は日銀同様、一般会計原則（GAAP）は適用されず、保有する有価証券の時価が下落しても、評価損を損益計算書に反映する必要はない。理論的には、銀行券をほぼ0のコストで発行できるので、市場金利高騰で低クーポンの国債の時価が暴落しても、保有し続けている限りは、損益計算上は利息収入が入る分だけプラスに作用する。勿論、ギリシャのようにヘアカットが適用されるような形で元本が毀損すれば実現損が発生するが、価格変動リスクからは原則的に遮断されている。

しかし、量的緩和を解除する際に、保有する有価証券を時価で売却するような場合は別である。FRB は、2012 年に 889 億ドルを国庫納付しているが、最悪の場合、数年間国庫納付がゼロになる可能性を同ペーパーは指摘している。更に、未実現の損失（Unrealized Losses）として、数値は明記されていないものの、図表からは最大 3500 億ドル程度の評価損が発生しうることも分析されている。

ただし、これは FRB の公式見解ではなく、また、FRB の幹部は量的緩和そのものについて必ずしも否定的ではない。例えばイエレン副議長は実体経済への影響も鑑みれば、緩和を推進しない方がコストが大きいと反論している（Yellen[2013]）。アメリカでは FRB が保有する米国債が発行銀行券残高を上回る状態が 2 年ほど続いているが、そのことによりドルの暴落や金利の急騰といった形での通貨の信認の失墜は起こっていない。

5-1-3. 途上国や国際商品市場のバブル誘発懸念

途上国では自国の金融システムが未発展で、外資の流入により国内の金融市場が攪乱されることへの懸念は根強い。特に、アジア通貨危機を経験した諸国では、巨額の資金フローの変動を経験し、予防的な外貨準備を積み上げてきたが、それが 2000 年代前半のアメリカの住宅バブルの遠因となったという見方もある（Bernanke[2010]）。

また、先進国の金融緩和により、原油や金、穀物等の国際商品市況に投機マネーが流入し、資源価格バブルを煽るとの批判もある。穀物価格については、2008 年の小麦やトウモロコシ価格の高騰が途上国においては貧困問題と相俟って貧困層の飢餓問題にも発展したこともあり、特に敏感である。

足元においては、それらの価格の顕著な高騰は観測されていない。2008 年には原油価格は一時 147 ドル/バレルまで高騰したが、その後 30 ドル台にまで急落しており、資源価格バブルは持続可能ではないという判断も政策担当者の間にはあるのかもしれない。実際、FRB のバーナンキ議長は、資源価格が高騰した 2008 年にもいずればバブルが崩壊するとの予想の下で、資源価格バブル退治のために金融引き締めは行わなかったと発言している。

5-2. 日本

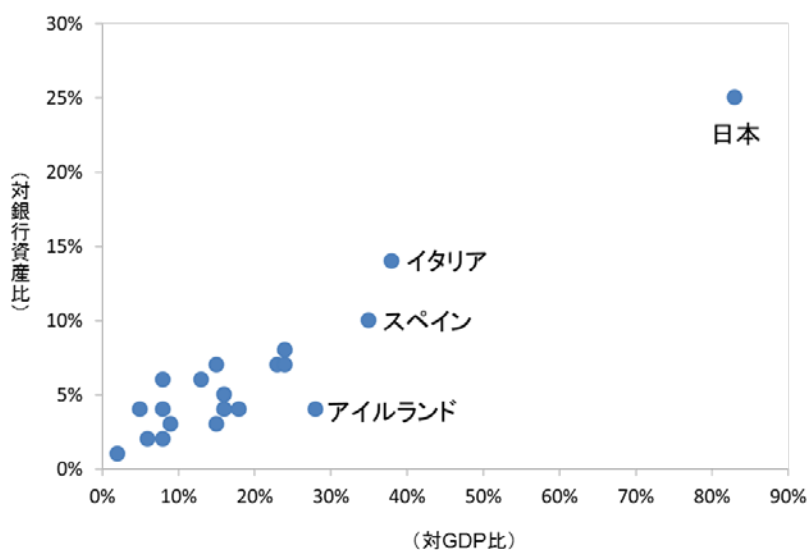
5-2-1. 国債市場のボラティリティー

日銀は4月4日の「質的・量的金融緩和」により、長期ゾーンを中心に国債の買入ペースを加速すると発表し、発表の翌日には10年国債利回りは一時0.315%にまで低下したが、その後はテクニカルな要因も加わり、0.6%台に急反騰した。

当面は日銀の金融緩和により低金利が継続すると考えられるものの、2年後の2%の物価上昇率目標の達成が視野に入ってくるにつれ、期待インフレ率は高まっていくことになる。国債の利回りは理論上は自然利子率+期待インフレ率+リスクプレミアムで構成されるが、市場実勢が0.5~0.6%で推移している現況においては、リスクプレミアムはほとんど意識されていないと考えざるをえない（この点は日銀の「金融システムレポート」（2013年4月）でも同じ見方となっている）。公的債務の対GDP比が200%超と先進国最悪の状態であるにもかかわらず、名目長期金利が低位で安定している理由として、日本国債の9割以上が国内投資家により保有されており、経常収支も縮小しつつも黒字を維持していることを挙げる向きは多い。

一方で、国内消化比率が高い裏の側面として、銀行システムが国債の価格変動に対し脆弱である点も指摘される。日本銀行は金融システムレポートで金利が2%パラレルシフトした場合、国際統一基準行で6.2兆円、国内基準行で6.3兆円の債券時価の変動に晒される（2013年4月）としている。邦銀の国債保有については、IMF[2012]も指摘しており【図29】、自己資本の厚みからギリシャやキプロスのような状況に陥る可能性は低いものの、ステミックなリスクへと転換するリスクには留意が必要と見られる。

図 29 主要国の銀行の国債保有状況



(資料) IMF より

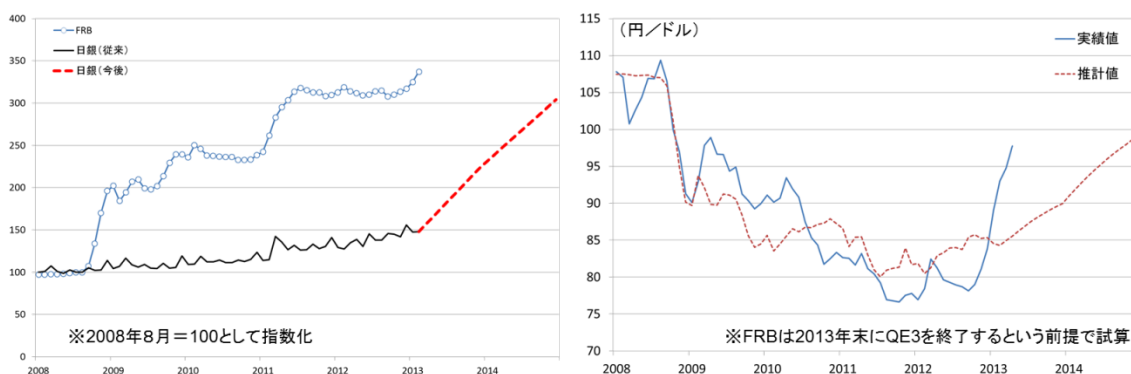
5-2-2. 為替と株価への影響

日銀の異次元緩和により、本稿執筆時点で為替は1ドル100円目前、日経平均は1万3千円台後半にまで回復している。これをバブルと見る向きもある一方、デフレの下で抑圧されてきた資産価格の調整過程に過ぎないと見る向きもある。ただし、株価の上昇を牽引しているのは円安であり、円安の流れが止まって反転上昇すれば株価の回復も腰折れとなるリスクがある。

短期的に外国為替相場に影響を与えると見られてきた日米金利差については、足下では特段拡大はしておらず、過去の経験則が当てはまらなくなっている。アセット・アプローチにおいて、円ドルレートを説明するに際し、日米の金利差のうち、2年の「当たり」がよいことは周知の事実であり、日銀の「レジーム・チェンジ」により、市場の視点も金利差から別の指標に移行した可能性もあるが、為替だけが一方的に動いていることには留意が必要であろう。

やや中期的なレンジでの円ドル相場の説明として、日米の中央銀行のベースマネー比率で説明する図を、著名投資家ジョージ・ソロス氏にちなみ「ソロス・チャート」と呼ぶが、(その当たりの良し悪しについても議論はあるものの) その「ソロス・チャート」に基づき、足下の為替水準を試算しても、昨年末以降の急激な円安は2年先までの日本の金融緩和を織り込んだ水準となっている【図30】。

図30 日米のベースマネーと為替動向



(資料) FRB、日本銀行より

また、更なる円安に対する諸外国からの懸念も強まっている。G7財務大臣・中央銀行総裁の声明(2013年2月12日)⁸では「我々、G7の財務大臣・中央銀行総裁は、我々が長

⁸原文は、We, the G7 Ministers and Governors, reaffirm our longstanding commitment to market determined exchange rates and to consult closely in regard to actions in foreign exchange markets. We reaffirm that our fiscal and monetary policies have been and will remain oriented towards meeting our respective domestic objectives using domestic instruments, and that we will not target exchange rates. We are agreed that excessive

年にわたりコミットしている、為替レートは市場において決定されるべきこと、そして為替市場における行動に関して緊密に協議すべきことを再確認する。我々は、我々の財政・金融政策が、国内の手段を用いてそれぞれの国内目的を達成することに向けられてきていること、今後もそうしていくこと、そして我々は為替レートを目標にはしないことを再確認する。我々は、為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与え得ることに合意している。我々は引き続き、為替市場に関して緊密に協議し、適切に協力する。」とされ、日本が名指しで批判されることは回避された。

2013年4月に発表された米財務省の為替報告書（Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies）においても、この路線は踏襲されており、少なくとも2011年後半の介入について「支持しなかった」と明記した前回の報告書よりはトーンダウンしているように見受けられる⁹。

そして4月のワシントンDCでのG20（20か国財務大臣・中央銀行総裁会議）での声明においても、「日本の最近の政策措置は、デフレを止め、内需を支えることを意図したものである。」と日本の政策措置に対する「お墨付き」が与えられたと解されている。日本にとってはフォローの風が吹いているのは事実であろうが、いつまでもフォローの風が続くとも限らない。

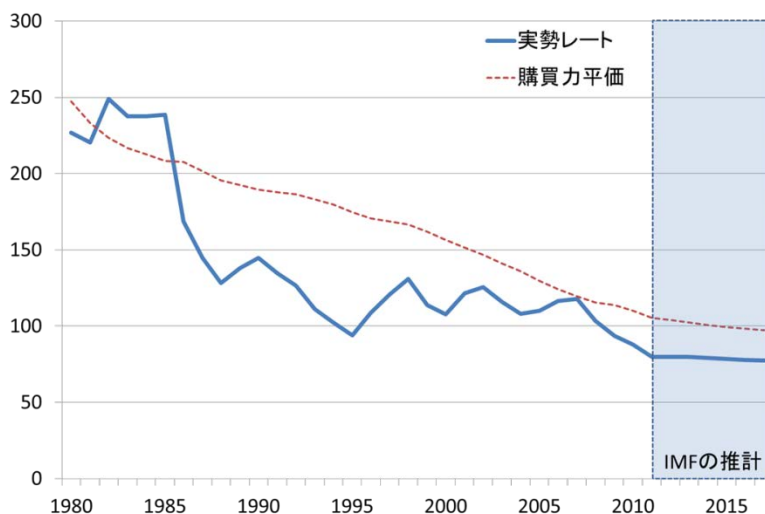
購買力平価について、日米のケースを見ると、90年代以降日本ではデフレ基調に陥っているのに対し、アメリカでは継続的な物価上昇が観測され、結果的に相対的な物価がアメリカの方が高くなっている。そのため、「一物一価の法則」に従い、為替が調整され、円高トレンドとなってきた。IMF（国際通貨基金）は2012年の対日4条審査で、日本円はやや割高（moderately overvalued）だと指摘した。IMFの「世界経済見通し（World Economic Outlook : WEO）」のデータベースでは、2011年の日本円の購買力平価は100円をやや超えており、70円台後半の円高は、かなりの円高だったことになる【図31】。しかしながら、95円を超えて、100円に接近してきている2013年4月の水準は既に購買力平価にかなり近接してきており、ここから一段の円安進行はファンダメンタルズを乖離した「オーバーシュート」として「行き過ぎた円安」との批判を招くリスクも高まる。

volatility and disorderly movements in exchange rates can have adverse implications for economic and financial stability. We will continue to consult closely on exchange markets and cooperate as appropriate.

http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g7/cy2013/g7_250212.htm

⁹ 日本に関する記述では、以下の箇所が目立つが、直接的に批判する内容とはなっていない。On April 4, the Bank of Japan announced a new monetary policy framework, which includes accelerated purchases of domestic assets to achieve a domestic inflation target of 2 percent. We will closely monitor Japan's policies and the extent to which they support the growth of domestic demand. (中略) We will continue to press Japan to adhere to the commitments agreed to in the G-7 and G-20, to remain oriented towards meeting respective domestic objectives using domestic instruments and to refrain from competitive devaluation and targeting its exchange rate for competitive purposes.

図 31 IMF の試算による円の対ドル購買力平価と実勢レート



(資料) IMF より

5-2-3. 日銀の財務への影響と通貨の信認

日銀の保有する満期1年以上の固定利付き国債の残高は2012年3月末から2013年3月末にかけて19.4兆円増えたが、加重平均年限は短期化したため、金利1%上昇による評価損は2.8兆円から3.3兆円に増えたに過ぎない【表4】。また、金利低下により、含み益も3.5兆円程度あると見られ、各種引当金等を含めた広義の自己資本と合わせ、仮に時価評価したとしても、3%程度の金利上昇には耐えられる財務体質にあると見られる。

表4 日銀の保有する国債の残高と加重平均年限 (2012年3月末と2013年3月末)

2012年3月末				2013年3月末			
銘柄	残高(億円)			銘柄	残高(億円)		
	資産買入等基金	基金以外	総計		資産買入等基金	基金以外	総計
2年債	91,770	31,409	123,179	2年債	165,935	24,980	190,915
5年債	47,069	79,899	126,768	5年債	86,475	133,754	220,229
10年債	59,912	199,742	259,654	10年債	27,805	256,243	284,048
20年債		148,590	148,590	20年債	138	156,590	156,728
30年債		7,244	7,244	30年債		7,412	7,412
固定利付債合計	198,751	466,684	665,435	固定利付債合計	280,353	578,979	859,332

銘柄	残存年限(年)			銘柄	残存年限(年)		
	資産買入等基金	基金以外	総計		資産買入等基金	基金以外	総計
2年債	1.28	0.19	1.00	2年債	1.00	0.47	0.93
5年債	1.16	1.79	1.56	5年債	1.87	1.75	1.80
10年債	1.16	4.05	3.38	10年債	1.52	3.95	3.71
20年債		9.72	9.72	20年債	0.98	9.45	9.45
30年債		22.92	22.92	30年債		22.17	22.17
固定利付債合計	1.22	5.50	4.22	固定利付債合計	1.32	5.01	3.81

(資料) 日本銀行、財務省、日本証券業協会より作成

現時点ではデフレ脱却に向けて第一歩を踏み出したばかりであり、出口戦略の具体策に

ついて議論するのは時期尚早かもしれない。白川総裁時代には、日銀の財務の健全性は通貨の信任という通貨の番人としての中央銀行の使命の根幹に関わる問題と考えられてきたかもしれないが、黒田総裁は日銀の財務より日本経済のデフレ脱却を優先しているようにも見受けられる。

戦力の逐次投入はしないと宣言した以上、ひるむ姿勢を見せれば市場との信頼関係を壊すという意識があるのかもしれないが、FRBの出口戦略に向けた議論の高まりを横目で見ながらの展開となるものと推察される。

6. 結びに代えて

FRBと比較して緩和の本気度が足りないと思われた日銀も2013年4月4日の「質的・量的緩和」という従来とは次元の異なる金融緩和を実施することで、ようやくアメリカと対等な緩和水準に近づきつつある。金融緩和の反射として、外国為替市場では円安が進行し、それに伴い株価も大きく上昇している。日本の金融緩和が為替誘導・競争的通貨切り下げ・近隣窮乏化政策なのではないかとの批判も一時見られたが、先駆的に金融緩和を実施していたアメリカとしては、日銀への批判が自身への批判に跳ね返るリスクもあることから公然とは批判せず、国際社会の場（G7、G20等）において、日本の金融緩和はデフレからの脱却を目的とする、国内向けの政策であり、国内の手段を用いたもの（外債購入は見送り）として一定の理解を得られた。

アメリカはデフレに陥るのを防ぐために大胆な金融緩和で対応し、デフレに陥るのを回避するのに成功した。それと比較すると、日本は既に長年のデフレに苛まれ、国民の間にもデフレからの脱却は困難だ、特に人口減少社会に転じている日本ではむしろデフレは不可避だという認識すら広まりつつあったように思われる。そのような意識が蔓延している中でデフレから脱却するには、アメリカよりも「アクセルをふかす」必要があったと考えられる。

アクセルをふかす上で注意すべきことは、ブレーキがきちんと作動するか否かであろう。その意味では、ここまでにバランスシートを拡大して、その出口戦略を実施した中央銀行はない。かつて日銀は2006年3月に量的緩和を解除したが、当時は金利は大きくはねてはいない【図32】。しかし、今回も同じとは限らない。

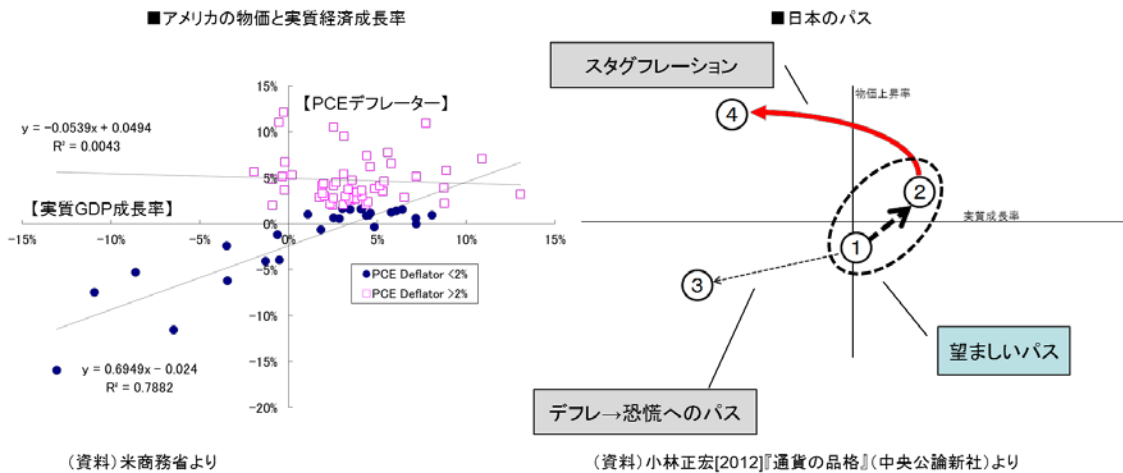
デフレからの脱却は雇用の維持・拡大の観点からも重要である。アメリカで大恐慌時も含む1930年から2011年までの物価上昇率（PCEデフレーターを採用）と実質GDP成長率を見ると、インフレ率が2%以下だと、物価が下がれば下がるほど実質GDP成長率が低下する相関が観測される。デフレから脱却し、物価が2%程度の上昇を示す世界を目指すことは、社会的厚生を拡大させる可能性がある。ただし、そこで止まって、コントロール不能なインフレに陥らないか（④のパス）は、やってみなければわからない【図33】。

図 32 日本の長期金利とマネタリーベースの推移



(資料) 財務省、日本銀行より

図 33 物価と実質経済成長率

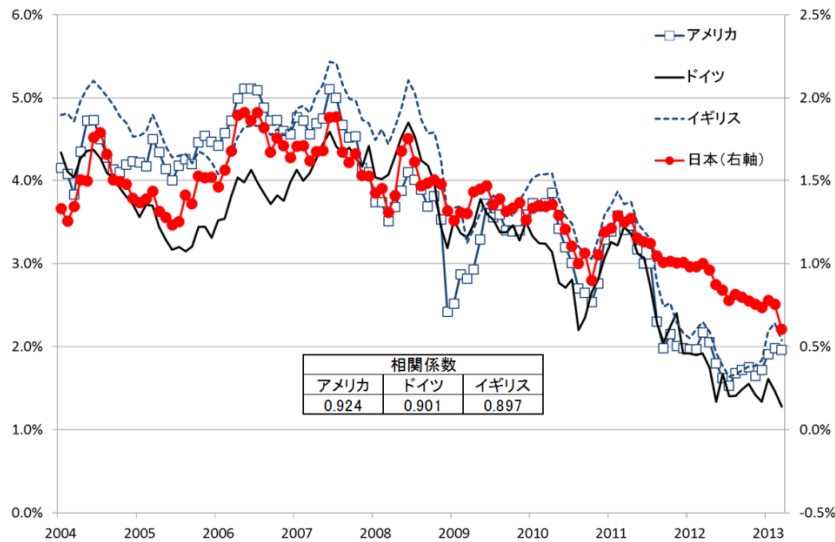


(資料) 米商務省より

(資料) 小林正宏[2012]『通貨の品格』(中央公論新社)より

日本の金利については、国内要因に加え、海外市場の影響も一定に受ける。クロスボーダーでの資金移動が大規模になった今日ではある程度当然という側面もあるが、例えば日本の10年国債の利回りと英米独の10年国債利回りについて月次データで足下10年程度の相関係数を見ると、概ね0.9程度の相関係数が出ている【図34】。

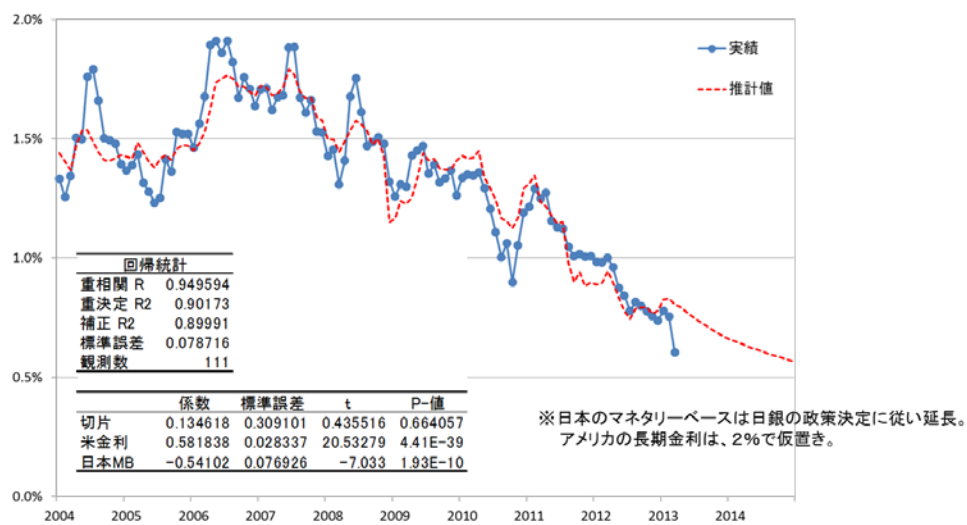
図 34 日米英独の10年国債利回り(月次)



(資料) 各国中央銀行より

一方、国内要因については、2006年の量的緩和の解除時には金利は跳ねなかったが、同じように直近10年程度の相関を見ると、マネタリーベースと長期金利には一定の相関が観測される。これらを合わせて、日本の長期金利について、アメリカの長期金利と日本のマネタリーベースによる重回帰分析を行うと、推計の精度は更に高くなるが、日本のマネタリーベースよりもアメリカの長期金利の効き方の方が強い。この結果、アメリカの長期金利が2%で推移すれば、日銀が強力な緩和を実施しても日本の長期金利は0.5%を割り込まない計算となる【図35】。

図35 日本の長期金利の実績値と推計値



(資料) FRB、日本銀行より

日本の長期金利については、基本的には日銀の強力な金融緩和の推進で長期ゾーンの金

利が低下するのがメインシナリオであるものの、国内外に金利を上昇・低下させる要因が山積しており【表5】、その時々市場のセンチメントにより、どのテーマが引用されるかは異なり、一定の紆余曲折も想定する必要がある。実際、5月に入ってから長期金利の動きはややボラティリティーが高まっている【図36】。

図36 日本の長期金利の推移（2013年）



(資料) Bloomberg より

日米ともに壮大な社会実験を実施している最中であり、その帰趨についてはなお予断を許さない。我々研究者としては、この社会実験が展開するプロセスをリアルタイムで追うことができる環境にある。どのような力学でどのような帰結となるのか、詳細にモニタリングして解析することが次世代に引き継ぐべき責務であろう。

※本稿において意見に係る部分は執筆者個人のものであり、執筆者が所属・関係する団体のものではない。

表5 日本の金利変動に及ぼす国内外の要因マトリックス

		国内要因	海外要因
金利上昇	良性	マインドの改善による個人消費回復と給与所得増加によるデマンドプル型インフレ	米国経済の回復に伴う米長期金利の上昇に伴う国内金利への波及
	悪性	消費税率引上げ先送り等による財政規律への信認失墜	資源バブル等による原油価格等の高騰によるコストプッシュ型インフレ
金利低下	良性	日銀の「質的・量的金融緩和」によるイールドカーブの押し潰し	日本の財政再建に対する信認による海外マネーの流入
	悪性	デフレの深刻化	米国経済の腰折れによるQE3の延長・拡大による米長期金利の低下に伴う国内金利への波及 ユーロ危機の再燃

<参考文献>

- Ben S. Bernanke [2010], “Monetary Policy and the Housing Bubble” January 3, 2010
- James Bullard [2010], “Seven Faces of “The Peril”” Federal Reserve Bank of St. Louis, REVIEW, September/October 2010, Volume 92, Number 5
- IMF [2012], “Global Financial Stability Report” October 2012
- Janet L. Yellen [2013], “Challenges Confronting Monetary Policy”, March 4, 2013
- Seth B. Carpenter et al.[2013] “The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections” January 2013
- US Department of the Treasury [2013] “Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies” April 2013
- 倉橋透・小林正宏[2008] 『サブプライム問題の正しい考え方』(中央公論新社)
- 小林正宏・大類雄司[2008] 『世界金融危機はなぜ起こったのか』(東洋経済新報社)
- 小林正宏・中林伸一[2010] 『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社)
- 小林正宏[2012a] 「アメリカの住宅市場動向と住宅金融市場改革の行方」(中央大学経済研究所 『ディスカッション・ペーパー』 Series No. 181)
- 小林正宏[2012b] 『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社)
- 日本銀行[2013] 「金融システムレポート」(2013年4月)