

量的緩和政策の効果

宮尾論文、渡辺論文に対するコメント

京都大学公共政策大学院 白川方明

1. はじめに

日本経済は目覚ましい成長を遂げている訳ではないが、緩やかな拡大を続けている。その意味で、金融政策の効果についてファクトに基づく冷静な議論が可能な経済状態になっている。本プレゼンテーションでは、金融市場や金融政策運営の現場から見たファクトの確認を行い、既存の理論とファクトとの整合性について考えてみたい。その上で、今後一層の研究が必要な分野を明らかにしたい。

1990年代以降の日本のマクロ経済・金融政策運営を巡る論点として、以下の4点に関心がある。

- 1990年代以降の日本経済の低迷は需要の不足によるものか？ それとも、(バブルで一旦覆い隠されたが) 趨勢的な生産性の低下によるものか？ 資産バブルの崩壊は生産性の低下にどのような形で影響したか？
- 一般物価の継続的な下落(デフレ)は経済活動の停滞をもたらす独立的な要因として作用したか？
- 量的緩和政策は景気回復・物価上昇率の引上げに対し、有効であったか？ 有効であったとすれば、量の増加とゼロ金利継続の約束(時間軸効果)のいずれのルートが有効であったか？
- 需給ギャップが解消した後も、徹底した低金利政策を継続することは長期的な経済の生産性に対し、どのような影響をもたらすか？

本プレゼンテーションでは、上記の4つの論点のうち、量的緩和政策の効果(前述の第3の論点)に絞って話しをする。量的緩和政策の効果を通り越して評価するためには、第3の論点以外の論点に関する議論が不可欠である。本日は、時間の制約から、そうした“big picture”の議論はしないが、日本経済やマクロ経済政策運営を考える上では、他の論点の方が圧倒的に重要である(他の論点については、白川(2006)参照)。

2. 「量的緩和政策」と「ゼロ金利政策」

最初に、用語の使い方について話したい。「量的緩和政策」と「ゼロ金利政策」との比較という観点からは、量的緩和政策は以下の3つの要素に分解すると理解しやすい。

- 足許のゼロ金利の実現(「ゼロ金利政策」と同じ)
- 超過準備の大量供給(「ゼロ金利政策」との違い)

- ゼロ金利継続の約束（「ゼロ金利政策」と同じ）

上記の分解の中で、量的緩和政策と「ゼロ金利政策」が同じ部分についても、以下の点で、量的緩和政策は「ゼロ金利政策」と異なる。

- 両レジームとも「ゼロ金利」ではあるが、量的緩和政策の下では、超過準備の大量供給の結果、「徹底したゼロ金利」となった。
- 両レジームともコミットメントを行ったが、量的緩和政策の下では、より客観的に検証しやすいCPIの動向に基づいてゼロ金利継続をコミットした。

3. 時間軸効果

時間軸効果を検証する際には、宮尾論文が指摘するように、中長期金利の低下効果と、そのことが経済活動・物価上昇率にどの程度の効果を発揮したかの2つ論点に分けて考察する必要がある。この点については、自分自身は以下のように考えている。

- 時間軸による金利低下効果は「中期」ゾーンを中心に、ある程度はあったと思われる。ゼロ金利政策期と比較すると、コミットメントが客観的な指標に基づいていたことから、時間軸効果は、より発揮されやすかったと思われる。
- 宮尾論文の指摘するように、景気悪化を反映した市場参加者の内生的な予想変化の影響と時間軸効果とを実証的に識別することは難しい。
- この点で、マクロ・ファイナンス・モデルによる検証は有益である。しかし、この場合も、結論は選択するモデル（経済構造）に左右される。加えて、潜在成長率、GDPギャップの推定値は今後も改定され、結論もその都度変わる可能性がある。

コミットメントの経済活動・物価上昇率への効果の検証であるが、最初に、理論的なフレームワークをもとに考察すると、以下ようになる。

- ゼロ金利制約に直面する結果、デフレの下で市場実質利子率が十分低下しない（ないし上昇する）ことは起こり得る。正に、ゼロ金利制約を懸念する理由である。
- しかし、その場合でも、 r^* （自然利子率） $>$ r （市場実質利子率）が維持される限り、デフレ・スパイラルには陥らない。

このようなフレームワークで考えると、実証的な観点から、2つの論点が浮かび上がる。第1は、 r^* はどの程度低下したかという論点であり、第2は、「ゼロ金利制約」の正確な意味は何かという論点である。

まず第1の論点であるが、物価が緩やかとはいえ下落する中で、デフレ・スパイラルに陥らなかったというファクトを踏まえると、民間主体の意思決定にとって意味のあるタイム・ホライズンで見ると、 r^* は $r^* < r$ となるほどには低下しなかった可能性が考えられる。

コミットメントが景気回復に果たした限界的な効果については過大な評価はできないが、いずれにせよ、金融政策は $r^* > r$ を維持することを通じて景気回復に貢献したということと言える。

第2の論点であるが、「ゼロ金利制約」の正確な意味は何であろうか。オーバーナイト金利の果たす意味や役割を考えると、第1は資金調達コストとしての意味であり、第2は将来の金融政策経路に関するコミュニケーションの手段である。オーバーナイト金利はゼロ金利制約に直面したが、経済全体から見ると、オーバーナイト調達のウェイトは小さい。また、民間経済主体の意思決定に影響する金利水準を左右する信用スプレッドはゼロ制約に到達した訳ではない。このように考えると、資金調達コスト面での制約ということを強調することは適当でないかもしれない。他方、コミュニケーションの手段としては確かに制約に直面した。ただ、この面でも、CPI を使ったコミットメントという、新たなコミュニケーションがそれなりに有効に作用したことも事実である。

4. 量拡大の効果

以上が時間軸効果に関するコメントであるが、次に、超過準備の大量供給の効果について考察したい。この効果について考察する場合には、「ポートフォリオ・リバランス効果」、「シグナル効果」、金融システム安定化効果の3つに分けて考察することが便利である。

上記の3つの中で、金融システムの安定化効果は、量拡大の効果の中では最も確かな効果であった。金融市場に対する大量の資金供給は金融システムの安定に寄与した。1997～98年と異なり、今回は大規模なクレジット・クランチは発生しなかった。その場合、円資金の面での効果もさることながら、邦銀のドル調達の円滑化に貢献したことは、もっと注目されてよいと思う。日銀当座預金は、邦銀のドル調達のカウンターパーティーである外銀からみて、信用リスクや価格変動リスクを意識しなくてすむ、円の安全な運用手段として機能した。

このように、超過準備の大量供給は金融システムの安定に貢献したが、同時に、そうした流動性の大量供給によって、金融市場の機能が低下したことも冷静に認識しておく必要がある。これは、徹底したゼロ金利の結果、コール市場での取引インセンティブの低下したためである。因みに、コール市場で100億円、オーバーナイトで運用しても、収益は僅か273円であるのに対し、ブローカレッジは137円、約定確認手数料は200円、日銀ネット手数料は40円であり、採算はマイナスである。これを反映して、コール市場の規模は縮小し、いざという時に市場で資金を調達できるのかという潜在的不安が発生した。そのため、コストがゼロの保険の感覚で、日銀のオペで資金調達を行っておくというメカニズムが作用した。言い換えると、金融システム不安が去った後も大量の資金供給を続けると、

金融市場に本来備わっている安定化機能（資金・リスクの仲介機能）も同時に低下してしまう。

超過準備の大量供給の効果として議論される「ポートフォリオ・リバランス効果」については、どのように評価すべきであろうか。まず、量的緩和政策導入以前に主張された「量」の効果（マネーサプライの増加、インフレ期待の醸成等）は、ほとんど観察されなかった。ターム・スプレッドや信用スプレッドは縮小すると共に、後者については個別銀行・企業間の分散が縮小した（馬場（2006））。

ターム・スプレッドや信用スプレッドの縮小をどのように解釈するかであるが、これを量増加の「ポートフォリオ・リバランス効果」と見ることも可能ではあるが、時間軸効果による金利変化に誘発された投資家の裁定行動とみることも可能である。自分自身には後者の方が自然な解釈のように見えるが、いずれにせよ、両者の識別は難しい。その意味で、「量増加によるポートフォリオ・リバランス効果」とは厳密に言うと、そもそも、どのような概念だろうか。

量の増加の効果について、渡辺（2006）では、“broad liquidity service”の増加を議論している。確かに、資金流動性は増加したし、“broad liquidity service”も増加したかもしれない。しかし、他方で、（時間軸効果、オペによる流動性供給いずれのルートであれ）徹底したゼロ金利とイールドカーブのフラット化は、前述のように、市場での取引インセンティブの低下やコール市場の縮小をもたらし、ある段階からは市場流動性が低下した（市場での資金調達の安心感の後退）。この場合、経済主体にとって意味のある「流動性」総量はどのように変化したと認識すべきであろうか？

量の増加の効果について、「シグナル効果」が指摘されることがある。「シグナル効果」とは、正確に言うと、どのような概念であろうか。第1の解釈は、量の増加によって、「CPI前年比が安定的に0%以上となるまでゼロ金利を継続する」という約束が確実に守られるという安心感が醸成されるというものである。しかし、この約束を履行するために、量を必要とするかと言えば、量は必要ではない。仮に、量の増加がそうした安心感を醸成したとしても、一旦、約束に対する信頼が定着すると、量の増加によって「シグナル効果」がさらに強まる訳ではない。

第2の解釈は「CPI前年比がかなり高くなるまでゼロ金利が継続される」という安心感が醸成されるというものである。しかし、オペの期落ちを利用した「自然体」のオペを前提とすると、当座預金10兆円を増やしても僅か1ヶ月にしか相当せず、時間軸効果を考える上で、ゼロ金利の継続期間について有意な差が生まれるとは思えない。また、量的緩和

を拡大する局面での「シグナル効果」があったとしても、量的緩和政策の「出口」においては、その反射効果としてコミュニケーションが困難化したことも指摘する必要がある。

5 . 最後に

以上、量的緩和政策の効果に関する評価を述べてきたが、要約すると、次のようになる。

- 「量的緩和政策」の主役はゼロ金利継続による時間軸効果であった。
- ただし、2002年以降の景気回復への寄与という点では、量的緩和政策の効果は二次的であり、主役は「3つの過剰」の解消と海外経済の拡大であった。
- 量の増加は、金融システムの安定維持という観点から、ある段階までは有効であった。

量的緩和政策に関する追加的論点として、以下の点も指摘したい（白川（2005））。

- （上述の）評価は現時点ではある程度の合意が得られているが、量的緩和政策採用時点では、どのような情報発信が望ましいか？
- 政策委員会メンバーは自らの任期を考えると、将来の金融政策に対し、どの程度コミットできる（すべき）か？

以上

（参考文献）

1. 白川方明、「総括パネル・ディスカッション：マクロ経済政策と中央銀行」、『金融研究』第24巻第3号、2005年、133～138頁
2. 白川方明、「総括パネル・ディスカッション：低金利下における金融市場と実体経済」、『金融研究』第25巻第4号、2006年、125～134頁
3. 馬場直彦、「金融市場の価格機能と金融政策：ゼロ金利下における日本の経験」、『金融研究』第25巻第4号、2006年、67～104頁
4. Iwamura, Shiratsuka and Watanabe, “Massive Money Injection in an Economy with Broad Liquidity Services: The Japanese Experience 2001-2006”, September, 2006