

第1回 米国のQEの概要

■はじめに

QE (Quantitative Easing) と称される量的緩和政策は、「資金量 (マネタリーベース)」を増やすことを目標とした非伝統的金融政策のひとつであり、中央銀行が市中から国債や証券などを買い入れることで、民間金融機関の資金流動性や金融資産の市場流動性の増加を図る。従来の金融緩和政策は、インターバンク市場における超短期の「金利」を引き下げること、マネーサプライや中長期金利を中間目標としてコントロールする仕組みであるが、すでに超低金利政策を実施し、政策金利がゼロの下限制約に直面している状況においては、展開することができない。こうした状況下において、近時、日本に限らず、米国、欧州等でも、「金利」ではなく「資金量」を操作目標とした非伝統的な金融政策が行われている。

■QE1 と QE2

米国では、2008年11月から実施された量的緩和政策をQE1、2010年11月から実施された政策をQE2と、実施時期に応じて呼び分けている。なお、2011年9月以降の米国の量的緩和政策をQE3という。

QE1は、サブプライム・ローン問題から波及した金融危機に対応するため、2008年11月～2010年6月に実施された量的緩和政策の第1弾で、1兆7250億ドルの資産がFRBにより購入された。さらに、米国の景気回復ペースの鈍化を受けて、2010年11月～2011年6月に量的緩和政策の第2弾としてQE2が実施され、6000億ドルの資産が購入された(図表1)。

米国では、これらのQE政策に加え、9,000億ドル規模の包括的減税とのポリシー・ミックスの効果もあり、消費部門と生産部門において回復傾向が見られたものの、金融政策の最終目標のひとつである雇用部門では低迷が続き、量的緩和政策の継続・強化が引き続き要請された。

図表1. QE1、QE2によるFRB買入れ資産の内訳

	QE1 (2008.11~2010.6)	QE2 (2010.11~2011.6)
米国債	3,000億ドル	6,000億ドル
MBS(住宅ローン担保証券)	1兆2,500億ドル	
その他	1,750億ドル	
合計	1兆7,500億ドル	6,000億ドル

■QE3の導入

雇用を刺激し景気を回復させるため、2011年9月に量的緩和政策の第3弾として、QE3がスタートした。QE3では、失業率目標が導入され、失業率が適正水準（6.5%程度）に引き下げるまで継続する姿勢が示された。QE3の具体的な内容は以下のとおりである。

- ① MBSの買取り規模を月額400億ドルとし、2012年末までは、月額450億ドルのオペレーション・ツイスト（後述）を並行して行う。
- ② 雇用情勢が改善するまで継続する。インフレ率が抑制されている限り無期限とし、さらなる追加もありうる。
- ③ 事実上のゼロ金利政策は2014年終盤まで行う（のちに2015年半ばまでに延長）。

資産買入れの総額が最初から示されたQE1、QE2と異なり、QE3は月額のみを示し、買入れの総額が明示されない無期限の緩和政策である。金融緩和の長期間継続を示唆することで、アナウンスメント効果を狙ったものと考えられる。

なお、2013年12月末時点におけるQE3による資産購入の総額は、1兆3,600億ドルとQE2の2倍以上の規模に及ぶ。今後の焦点は、QE3の終了時期であるが、どの資産の購入額を、どのくらいのペースで減らしていくのか、これまでに積み上がった購入資産の残高をどのように減らしていくのが重要な課題となってくる。

■テーパリング：緩和低減

QEによる資産購入規模を徐々に低減させていくことを指し、「テーパリング（Tapering）」という。2013年に入ると、雇用情勢の改善に伴い、いつ金融緩和が低減されるのかが、米国のみならず、世界の関心事となった。

FRBのバーナンキ議長は、2013年5月22日の議会証言で、QE3の規模を縮小する可能性があると言明し、さらに、6月19日の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見では、QE3を「いつ、どのように終らせるか」という出口戦略に言及した。バーナンキ議長の発言は、世界の金融市場に大きな衝撃を与え、株価暴落などを引き起こしたことから、バーナンキ・ショックと言われた。その後、緩和低減の開始時期については、9月や12月とする説が有力視され、FRBの動向に大きな関心が向け続けられた。こうした中で、2013年12月18日、FRBは、2014年1月のQE3の規模を850億ドルから100億ドル縮小し750億ドルとすることを決定するとともに、そのショックを緩和するため、フェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標は年0～0.25%に据え置き、事実上のゼロ金利政策を維持すると表明した。FRBによる当面の買取り額は図表2の通りである。これに関連してFOMCの声明では、さらなる緩和低減を慎重に続けるであろうこと、失業率が6.5%を下回り相当の期間が経過するまで、事実上のゼロ金利政策を維持するであろうことなどが表明されている。

図表2. QE3によるFRB買入れ資産の内訳

	QE3	
	無期限（2012.9～）	緩和低減（2014.1～？）
米国債	450億ドル	400億ドル
MBS（住宅ローン担保債権）	400億ドル	350億ドル
合計	850億ドル	750億ドル

非伝統的金融政策である量的緩和政策は、日本が先駆者となり導入し、米国や欧州各国がリーマン・ショック後に追随したが、その緩和規模は未曾有のものであることから、金融市場や実体経済に与える影響を見極めつつ行われる今後の出口戦略の策定は非常に難しいものとなるであろう。

【参考】 オペレーション・ツイスト

■オペレーション・ツイストとは

オペレーション・ツイスト (Operation Twist) とは、中央銀行が、長期証券の買いオペ (売りオペ) と短期証券の売りオペ (買いオペ) を同時に行う公開市場操作により、資金量を一定に保ったまま長・短期金利を互いに反対方向へと動かすという金融政策の手法である。

例えば、長期国債の買い、短期国債の売りを同時に行った場合、長期国債の債券価格が上昇 (金利が低下) する一方、短期国債の債券価格が下落 (金利が上昇) する。これは、イールドカーブを強制的に「水平化 (フラットニング)」することになる。この政策は、金利の期間構造のねじれにつながるものであることから、オペレーション・ツイストと呼ばれるようになった。

■米国におけるオペレーション・ツイスト

短期金利の維持・引き上げおよび長期金利の押し下げを狙い、米国は 1961 年にオペレーション・ツイストを採用したことがある。当時の米国は景気が後退局面に入っており、金融緩和による景気刺激の必要がある一方、海外への資本 (金) 流出によりブレトンウッズ体制の維持に疑義がもたれる状況下であり、内外金利差拡大の抑制 (米国の金利の維持・上昇) が課題であった。

FOMC は、1961 年 2 月にオペレーション・ツイストを決定し、短期金利を維持することにより、海外への資本 (金) 流出を防ぐ一方、長期金利の押し下げにより設備投資等を拡大し、国内景気の刺激を図った。

■QE2 におけるオペレーション・ツイスト

2011 年 9 月 21 日、FRB は「長期国債を 4000 億ドル購入し、同額の短期国債を売却する」と発表し、オペレーション・ツイストを採用した。QE2 の導入局面におけるオペレーション・ツイストでは、長期国債の購入と短期国債の売却を行うことにより、景気刺激を図ると同時に、バランスシートや超過準備の拡大を避け、QE2 に対する批判を排除するとともにインフレ懸念の抑制を図った。

しかし、この政策により、米経済が大きく回復することにはならず、結果として、2012 年以降、オペレーション・ツイストは、同規模の QE3 による追加的な金融緩和にとって代わられた。

■オペレーション・ツイストの有効性

オペレーション・ツイストの有効性については、実例が少ないため、その効果は必ずしも明らかではないが、短期ではともかく、中長期的な視点からみると、オペレーション・ツイストの効果は限定的であると考えられる。その理由は、長期金利を下げ、同時に短期金利を上げる操作を続けると、やがて長・短金利差がなくなり、銀行がリスクのある貸出業務を行うインセンティブを失うと考えられるからである。このようなことから、オペレーション・ツイストを景気対策に用いることは通常の経済状況の下では、慎重であるべきであるとされる。

(荒井 俊行・大越 利之)