

# 主要国の金融政策

～日本・米国・ユーロ圏、そして中国の金融政策の現状と今後～

小林 卓典

## 要約

F R B（連邦準備制度理事会）はリーマン・ショック後、段階的に3度に及んだ約6年にわたる量的緩和を2014年10月に終了し、今年の利上げを視野に入れつつある。日銀は2013年4月に量的・質的金融緩和を開始し、実体経済の回復に一定の成果を収めた。それから約2年遅れてE C B（欧州中央銀行）は、今年3月から量的緩和を開始し、デフレ懸念を払しょくするため大規模な国債購入を行っていくことになる。

本号は、「世界の金融政策を概観する」をテーマに、日本、米国、ユーロ圏、そして中国の金融政策を特集した。本稿では、収録された「量的・質的金融緩和の展望」「米国金融政策の出口に向けた課題と展望」「未知の世界に挑むE C B」「中国の金融政策の現状と問題点、必要とされる将来への備え」の4つの論文の要点をまとめながら、各国の金融政策の現状と課題について解説する。

## 目次

はじめに

1章 日本の金融政策

2章 米国の金融政策

3章 ユーロ圏の金融政策

4章 中国の金融政策

おわりに

## はじめに

F R B（連邦準備制度理事会）は、リーマン・ショック後、段階的に3度に及んだ約6年にわたる量的緩和を2014年10月に終了し、今年の上昇を視野に入れつつある。日銀は2013年4月に量的・質的金融緩和を開始し、実体経済の回復に一定の成果を収めた。それから約2年遅れてE C B（欧州中央銀行）は、今年3月から量的緩和を開始し、デフレ懸念を払しょくするため大規模な国債購入を行っていくことになる。

日米ユーロ圏の中央銀行がバランスシートを大幅に拡大し、非伝統的金融政策を推し進めるのは前例のない事態ではある。しかし、各国とも緊縮財政を継続しながら低成長と低インフレないしはデフレ懸念に対処するために、金融政策に過度に依存することは避けられない。短期金利がゼロ制約に直面した後の非伝統的金融政策に取り組む中央銀行の積極性そのものが、各国の経済成長に決定的に重要になったというのが、リーマン・ショック後に学んだ経験的な事実である。

また新興国では中国経済の成長鈍化が、原油など資源価格と世界貿易の成長に少なからぬ影響を与えている。中国でもインフレ率の低下が顕著となり、景気の下振れを回避するため金融緩和を強化している。

本号は、「世界の金融政策を概観する」をテーマに、日本、米国、ユーロ圏、そして中国の金融政策を特集した。本稿では、収録された「量的・質的金融緩和の展望」「米国金融政策の出口に向けた課題と展望」「未知の世界に挑むE C B」「中国の金融政策の現状と問題点、必要とされる将来への備え」の4つの論文の要点をまとめながら、各国の金融政策の現状と課題について解説した。

## 1章 日本の金融政策

### 1. 金融政策のレジーム転換

日銀の量的・質的金融緩和（以下、Q Q E）は導入から2年が経過した。この2年間のQ Q Eの成果は明らかである。為替相場と株式市場が実際に大きく動き出す契機となったのは、2012年11月に当時の自民党安倍総裁が物価目標に言及したことだが、この時から今年3月末時点までに、円の対ドルレートは約50%減価し、日経平均株価は約倍の水準へ上昇した。さらに企業業績の回復、失業率の低下、雇用と賃金の増加など、減速する世界経済の中で、金融政策のレジーム転換によって実体経済は回復した。

そのためQ Q Eが開始された当初に見られた量的緩和を無効とする否定的な意見はさすがに姿を消したが、2%の物価目標を実現する困難さと、出口戦略における長期金利上昇の可能性をリスク要因と捉え、Q Q Eに対する批判的な意見は依然として存在する。

### 2. 論文「量的・質的金融緩和の展望」

#### 1) カギを握る企業のプライシング行動

論文「量的・質的金融緩和の展望」は、これまでのQ Q Eの政策効果を検証し、短期的、中長期的な観点から今後の課題を考察している。

現状では原油価格の下落もあり、2015年中の2%の物価目標の達成は極めて困難な情勢となっている。しかし、日本銀行は展望レポートの中間評価で、原油価格下落の影響が剥落する2015年度末にかけてインフレ率は上昇するとし、物価目標実現への強気の姿勢を崩していない。

物価目標を実現する手段として、一層の円安に誘導することが考えられる。政府と中央銀行が協

調すれば、自己実現的に通貨安に導くことが可能というスвенсон・モデルによって、2012年末からの日銀と政府との協調による円安局面は説明可能だとしている。しかし、これ以上の円安に対して政府が慎重になっているとすれば、スвенсон・モデルの前提は崩れ、円安を促す市場への働きかけは難しくなる。そのため円安に頼らない物価目標達成の手段が必要となる。

そこでカギを握るのが、企業のプライシング行動である。期待インフレ率を考慮したフィリップス曲線は、QQEの導入以降、GDPギャップの改善度合いに対して物価が上がりやすくなったことを示唆している。しかし、消費増税によってGDPギャップのマイナス幅が再び拡大したこともあり、企業の期待インフレ率と物価目標との間にはまだ距離がある。今後は大企業の期待インフレ率の上昇が、物価動向を決める重要なポイントであると指摘している。

## 2) 政策変更の可能性

こうした物価目標達成の困難さから、日銀は何らかの政策変更に踏み切る可能性があるとし、現在の厳格な物価目標の枠組みを、柔軟な目標に変更することを提案している。

当初、日銀は2年で2%という具体的な期限を明示することで市場に大きなインパクトを与えることに成功した。しかし、物価目標の達成が難しくなった以上、達成期限を明示することをやめ、「中長期的」に実現する、という柔軟なガイダンスへ変更すべきことを提案している。

この変更は、日銀の物価目標に対する決意の揺らぎとして、短期的には為替、株式市場での過剰反応を招くリスクがある。しかし、原油価格の下落でインフレ率の低下が鮮明となる中、物価目標

の達成期限を「中長期」に変更するハードルは下がっており、政府と日銀の協調という観点からも現実的な選択であると論じている。

## 3) 量的・質的金融緩和の中長期的課題

もし日銀が柔軟な物価目標に修正するのであれば、FRBが物価目標未達の中で出口戦略に着手したように、日銀が出口戦略を開始する局面はいずれ訪れる。その際の大きなリスクが長期金利の上昇であり、出口戦略の過程で急速にタームプレミアムが意識され、金利が上昇する可能性があるとは指摘する。

日銀の長期国債の大量購入により流動性が低下した状態では、何らかのショックに市場が過剰に反応することがあり得る。日銀の国債購入が金利上昇に対する安全弁となっている状況は、量的緩和を縮小するテーパリングが開始されれば大きく変わる。

したがって、出口戦略の過程でのフォワードガイダンスがより重要となるが、現在のようにマネタリーベースを金融調節の操作目標にしていると金利へのガイダンスに結び付けることは難しく、テーパリングを開始するタイミングで操作目標を金利に変え、利上げを長期間行わないことを市場にコミットすることが必要になるとする。

## 2章 米国の金融政策

### 1. 視野に入った2015年の利上げ

FRBが今年中に利上げを開始することは、既定路線になった感がある。しかし、FRB内部では早期の利上げが必要とする見方から、インフレ率が低位にある中では少なくとも2016年の初めまで利上げを待つべきとする見方まで意見は分か

れている。

それは単なる利上げのタイミングを巡る意見の相違というよりも、量的緩和という非伝統的金融政策の効果に対する評価と、米国経済が本来の成長する力を取り戻したかについての根本的な見解の相違に由来しているように思われる。

経験的にF R Bの金融引き締めは、投資家のリスク選好を大きく変化させ、金融引き締めの強度によっては信用収縮を誘発し、国際的資本移動に強く影響する。そのためF R Bの利上げのタイミングと利上げペースは、世界経済にとって今後最も重要な政策イベントとなる。

論文「米国金融政策の出口に向けた課題と展望」は、F R Bの出口戦略に待ち構えるリスクと、利上げをスタートさせ金融政策を正常化するまでの課題を考察した。

## 2. 論文「米国金融政策の出口に向けた課題と展望」

### 1) フォワードガイダンスの重要性

F R Bは、今年3月のF O M Cで「忍耐強く(patient)」なれるという表現を削除し、利上げの準備に着手した。しかし、F R Bと市場の金利見通しとの間には乖離があり、今年中に利上げが行われるとしても、市場はF O M C参加者の政策見通しほど、利上げペースが速いとはみていない。

拙速な利上げが市場の混乱や景気悪化を招いた過去の例として、2006年の日銀のゼロ金利解除や、2010年のスウェーデンの中央銀行リクスバンクの利上げなどがあり、その後、再び利下げする結果となったことなどがある。

利上げの効果は市場の反応に依存する。長期金利の反応が大きければ資産価格の下落と過剰流動性の急速な縮小を生む可能性があり、反応が小さ

ければ過剰流動性の蓄積が続く可能性がある。F R Bにとって、市場に大きなショックを与えないよう利上げのタイミングと利上げペースに関するフォワードガイダンスが非常に重要になった。

### 2) 出口戦略とバランスシート圧縮

F R Bが保有する米国債は、今年満期を迎えるものは少ないが、2016年以降にかなりの規模で満期を迎える。F R Bの計画では、現在は満期が来るたびに再投資しているが、利上げ開始後は経済情勢に応じて予測可能な方法で段階的に縮小する。F R Bの債券保有額の減少は、当然、引き締め効果をもたらさずだろう。

また出口戦略では、利上げに際して超過準備預金金利や翌日物リバースレポが金利の調整に活用される。ただし利上げに伴って民間金融機関が受け取る金利収入が増えることについては、議会から批判を受ける可能性があるとしている。

### 3) 海外経済との相互作用

F R Bが利上げを開始した時の影響は、当然海外経済に及ぶ。2013年5月にバーナンキF R B議長(当時)がQ E 3の縮小に言及したことがきっかけとなって、新興国通貨が下落した。

その後も、ブラジル・レアル、トルコ・リラなどの対ドルレートは減価を続けている。1997年末のアジア通貨危機の発生当時も、ドル高と原油価格下落が生じており、現在の状況との類似性がある。現在はドルに為替相場を固定する新興国は減り、外貨準備は潤沢になっているが、米国の利上げがきっかけとなって新興国からの資金流出を誘発する可能性がある。

またリーマン・ショック後の先進国の金融緩和を背景に、過去数年、新興国では民間債務が急速

に拡大している。さらにシャドーバンキングを通じた過剰流動性が世界的に蓄積されていることから、FRBの利上げが資産価格の変動や米国内外での信用収縮を増幅するリスクがあり、実体経済に波及する可能性があることを指摘している。

## 3章 ユーロ圏の金融政策

### 1. 量的緩和に踏み切ったECB

ECBは今年1月22日の政策理事会で、ユーロ圏加盟国の国債やEU機関が発行する機関債を主たる買い取り対象とする大規模な量的緩和策（P S P P : Public Sector Purchase Programme）の導入を採択した。今年3月から2016年9月までに月額600億ユーロの資産買取を行い、2016年9月時点で、物価目標の達成が見通せる状況とならなければ資産買取プログラムは延長される。

ECBは2014年秋からABSとカバード・ボンドを買取対象とする量的緩和策を開始していたが、低迷するユーロ圏経済を立て直すには効果は薄く、P S P PはECBによる事実上の本格的な量的緩和策の導入と言える。

2013年末から低下傾向にあったユーロ圏のインフレ率は、原油価格の下落の影響を受けたものとはいえ、2014年12月からマイナスに転じ、デフレによるユーロ圏の日本化が懸念される状況にある。南欧諸国を中心に内需が極端に低迷している事態を打開するには、遅すぎる量的緩和のスタートともいえる。ECBは量的緩和に踏み切ることになぜそこまで慎重であったのか、その背景や量的緩和で期待される効果、その副作用について、「未知の世界に挑むECB」は次のように論じている。

## 2. 論文「未知の世界に挑むECB」

### 1) ECBの特殊性

ECBは1999年のユーロ導入とともに設立され、まだ歴史は浅い。統一通貨ユーロを導入している国の金融政策を単独で実施するのがその任務だが、カバーする国の数は、設立当時の11カ国から、現在19カ国に拡大している。またECBの最高意思決定機関である政策理事会のメンバーは、総裁を含む6名の専任理事とユーロ圏加盟国の中央銀行総裁による合計25名で構成されている。

国の数が多いことは、国ごとに異なる経済情勢の中で金融政策に対する要求も多種多様にならざるを得ない。本来、ECB政策理事会メンバーは、国ごとの事情に配慮するのではなく、ユーロ圏全体にとっての最適な政策の選択を求められるが、各国の利害が異なるため、ECBは最適な政策を講じるために試行錯誤しているという。

ECBのもう一つの特殊性は、加盟国の国家債務を肩代わりしてはいけないという規定が設けられていることである。財政政策は加盟各国の権限となっており、各国政府は常に財政健全化に努めるというのが、ユーロ圏設立の根本にある。したがって、加盟国の債務問題をECBが救済するルートはこの規定によりふさがれていることになる。ただし、規定で禁じられているのは、ECBが加盟国の国債を発行市場で引き受けることであり、流通市場で購入することは禁止されていない。

### 2) P S P Pの波及経路とその効果

P S P Pが物価目標を達成するルートは、①金利低下効果、②ポートフォリオ・リバランス効果、③フォワードガイダンスであり、これは量的緩和

政策において期待される標準的なものである。実際に実体経済に刺激を与えるルートは、ユーロ安を通じた輸出競争力の回復ということになる。

ユーロの名目実効レートは、ECBによる量的緩和が視野に入った2014年6月以降、下落トレンドが明確となっていた。市場ではデフレ回避のため、国債買取を含む量的緩和政策の導入が避けられないとみていたわけであり、ECBの政策が市場の期待に追随した形となった。

### 3) 今後想定される副作用

P S P Pの実施により、ECBが国債の有力な買い手になることに対して、ユーロ加盟各国が財政健全化に手抜きをするモラルハザードが生じる懸念が、依然として根強く存在するという。

ECBの金融緩和策は、ユーロ圏経済が立ち直るまでの時間稼ぎであり、各国が構造改革を推進する必要性が低下したわけではない。しかし、国債利回り低下とユーロ安でユーロ圏加盟国の危機感が低下し構造改革の意欲が削がれる副作用の現実化が懸念される。

ユーロ圏の根本的な問題は、金融政策はユーロ圏で一つになっているが、財政政策は原則として各国が主権を持っていることにある。金融政策をECBに一本化した通貨同盟に続いて、今のところ漠然とした青写真でしかない財政同盟を実現することがユーロ圏を維持することに必要となる。

## 4章 中国の金融政策

### 1. 「量的・質的金融緩和の評価」

現在、中国経済が直面している問題は、経済成長率が鈍化し、景気の下振れ懸念が強まる中で、いかに投資主導型成長から脱却を図るかにある。

7%台の成長率は、景気対策の発動によって当面は維持可能だとしても、投資主導型成長を改めなければ、過剰供給体質は温存され投資効率は一段と悪化し、潜在的な不良債権は拡大する。しかし、経済成長を安定化させるには、投資の急減速を回避しなければならず、これが中国経済のジレンマになっている。中国の政策当局にとって経済成長のかじ取りは従来にも増して難しくなっている。

論文「中国の金融政策の現状と問題点、必要とされる将来への備え」は、中国の金融政策における窓口指導と貸出総量規制の変わらぬ重要性、金融政策に大きな影響を与えた外資流入の変化、景気減速に対応する金融政策の現状と今後の課題について詳述している。

## 2. 論文「中国の金融政策の現状と問題点、必要とされる将来への備え」

### 1) 依然として最も重要な窓口指導

中国の金融政策が大きな転換点を迎えたのは、アジア通貨危機後、1998年に国有商業銀行に対する貸出総量規制が撤廃され、金利機能を重視した金融政策手段が採用されたことである。以来、公開市場操作、貸出ファシリティなどの金融調節手段が段階的に整備され、また貸出金利の自由化も行われた。しかし、金融政策の手段が多様化した後も窓口指導と貸出総量規制が依然として重要な政策手段であることは変わらない。

窓口指導は強力な行政指導として国務院の方針の下に実施される。窓口指導には「座談会」という穏やかなものから、「国有銀行の行長（頭取）に対する直接指導」という強制力の強いものまであり、撤廃されたはずの貸出総量規制が最も効果のある金融政策手段となっている。中央集権的な国家に最も親和性が高いのが窓口指導と貸出総量

規制であることは当然としている。

## 2) 金融政策に影響を与える外貨流入

中国の金融政策に大きな影響を与えてきたのが、直接投資やホットマネーなどの巨額の外貨流入である。外貨流入によって高まる人民元高圧力を中国人民銀行は外貨買入れで吸収するが、市中に供給される人民元は過剰流動性としてバブル発生の原因となる。中国人民銀行は時に預金準備率の引き上げによる貸出抑制で対応するのだが、その影響は大手行と中小行で異なり、中小行の貸出余力が大きく低下し、中小・零細企業の資金調達難に結び付く副作用が生じた時期もあった。

しかし、2008年をピークに外貨流入は減少し、過剰流動性を吸収する必要性は薄れ、中国人民銀行の金融調節の主眼は、適度な流動性の供給に移った。その手段として、常設貸出ファシリティ、中期貸出ファシリティ、担保付き補完貸出などの金融調節手段が導入されることになった。さらにそれらの金融調節手段は、中小・零細企業向け、三農（農業・農村・農民）向け、インフラ向けといった分野に資金が流れにくい状況を改善する目的があるという。

## 3) 2014年以降の金融政策と今後への備え

中国の経済改革の重点目標は、①無駄な投資を増やさず、潜在的な不良債権を増やさない、②投資に過度に依存した発展パターンから決別し、消費主導の持続的安定成長へ舵を切ること——の2つである。

2014年の経済成長率は、政府目標の7.5%を下回る7.4%であったが、目標を下回ったのはアジア通貨危機の影響を受けた1998年以来16年ぶりのことである。中国経済の現状は、景気の下

振れ懸念を強めざるを得ない状況というべきだろう。そのため、昨年11月から利下げを2度実施し、全銀行を対象とする預金準備率の引き下げを行い、金融緩和を強化した。さらに中小・零細企業や三農問題への対応として、窓口指導や貸出増加指示という行政指導的な措置が取られる可能性が高いという。

しかし、それは中国人民銀行が長年腐心してきた金利機能を重視した金融政策の機能を弱めてしまうこと、さらに中小・零細企業などに行政指導による貸出が行われれば、潜在的な不良債権を増やしてしまうリスクを内包すると指摘する。

「伝家の宝刀」ともいえる窓口指導は、中国の資金需要の大きさゆえに供給サイド（銀行）への指導が有効に機能してきた。しかし、将来的に中国の成長率が一段と低下し、潜在的な資金需要が減少することになれば、その有効性は失われるであろうと指摘している。

## おわりに 世界に広がる金融緩和の波

現在、原油相場の下落により世界的にデフインフレ傾向が広がっている。原油価格の下落による所得移転効果は石油消費国の購買力を向上させ、景気回復を促すカンフル剤となる。しかし、主要先進国の中央銀行の主要な関心事は、デフインフレの先に垣間見えるデフレリスクを払しょくし、低成長から脱却することにある。

今年に入ってカナダ、オーストラリア、シンガポール、デンマーク、スイス、スウェーデンなど、主要先進国の中央銀行が相次いで金融緩和を実施した。欧州の緩和競争の火付け役となったECBは、2016年9月までに1兆ユーロの国債を中心

とする資産買取を決定し、3月から量的緩和をスタートさせた。これにより為替レートの増価圧力が急激に高まったデンマークでは、通貨クローネのユーロペッグを維持するため、マイナスとしている政策金利を4度引き下げている。

新興国では景気悪化の中でインフレを抑制できずにいるブラジルなど一部を除けば、中国、インド、インドネシア、トルコ、タイ、韓国などが次々に利下げに転換している。原油相場下落がインフレ率を低下させ、金融緩和の余地が広がったことは、新興国が景気テコ入れに政策転換することを可能にしている。

このように米国、日本、ユーロ圏が行った量的緩和が、ドミノ倒しのように各国の利下げを誘発する状況は、通貨安競争と形容され批判されることがある。通貨安競争とは貿易相手国を犠牲にする近隣窮乏化政策であり、結局のところ世界経済にとってゼロサムゲームにすぎないとする見方である。

しかし、ある国の金融緩和がその国の通貨安を招き、それが対抗上、他国の金融緩和を誘発したとしても、景気回復が始まった国では需要が増加し、それは他国の景気にも波及する。こうして最終的に通貨安競争が世界全体にプラスサムの効果をもたらすことは、日欧に先駆けて量的緩和を大規模に展開した米国経済がいち早く景気回復を遂げ、世界経済のけん引役に復帰したことからも明らかである。

ただし、FRBの利上げ観測と日本とユーロ圏の量的緩和が、一方的なドル高を保証するわけではない。すでにドル高に対して米国の景気回復を阻害するという慎重な見方が出始めている。米国経済の回復ペースが鈍いのであれば、FRBは利上げのタイミングを遅らせるべきであり、それに

対して日銀やECBが量的緩和を強化するかどうかは、あくまでそれぞれの国内経済の状況に依存する。これは通貨安競争という語感を与えるネガティブなものとは異なり、普通の金融政策である。

国債買取を主な手段とする量的緩和には、禁じ手としての財政赤字のファイナンスと明確には区別しがたい側面がある。

しかし、それでも日米ユーロ圏の中央銀行が量的緩和を大規模に行うのは、低インフレと低成長からの脱却が容易ではない各国の経済状況があり、緊縮財政が続くのであればなおさら、景気回復の効果的な手段として量的緩和を戦略的に実施する必要があるからである。

[著者] \_\_\_\_\_

小林 卓典 (こばやし たくのり)



経済調査部長