

2015年7月7日 全6頁

# 日米欧3極の非伝統的金融政策の効果の比較

## GDPの押し上げ効果はFED、CPIへの影響は日銀に軍配

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 久後 翔太郎

エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 本稿では日米欧3極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を定量的に検証する。また、検証結果の国際比較を通じて非伝統的金融政策の総括を行うとともに、今後の金融政策に対するインプリケーションを探る。
- 実体経済の押し上げ効果は、米国FEDの金融緩和が最大であった。とりわけ個人消費への寄与が大きい。家計部門の株式保有比率が高い米国において、株高による大きな資産効果が検出される。また、米国に比べれば効果は小さいものの、日本でも株価上昇による一定の資産効果が検出されている。
- 消費者物価の押し上げ効果は、3極の中で日本銀行の金融緩和が最大であった。わが国では需給ギャップの改善は限定的であったが、通貨安を通じた輸入インフレの効果が大きい。米国では日本を上回る需給ギャップの改善を受けた物価上昇効果が検出された。ECBによる金融緩和は導入されたばかりであり、現時点で日米の金融緩和ほどの効果は確認されていないが、需給ギャップの改善と通貨安の双方から一定の消費者物価押し上げ効果が検出されている。
- 分析結果を踏まえて今後の金融政策を見通すと、「円安基調を梃子に物価目標達成を目指す日本銀行」と「株価と景気に配慮しながら利上げに向かうFED」という構図が浮かびあがる。

## 初めに

リーマン・ショック以降、日本、米国、欧州の中央銀行が採用してきた非伝統的金融政策は重要な局面を迎えている。各国景気の足取りの重さから世界 3 極の中央銀行は緩和一辺倒を続けてきたが、一足先に回復した米国景気を背景に、日銀と ECB が緩和のアクセルを踏み続ける中で FED は金融引締めへ転じようとしている。

金融政策の変化は、各国及び世界経済に何をもたらすのだろうか。今後のインプリケーションを探るべく、本稿では日米欧 3 極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を定量的に検証する。また、検証結果の国際比較を通じて非伝統的金融政策の総括を行うとともに、今後の金融政策に対するインプリケーションを探る。

## 非伝統的金融政策の効果を横断的に比較

### 効果の異なる各国中央銀行の非伝統的金融政策

結論を先取りすると、**図表 1** の通りである。

最初に目につくのは、日銀による「量的・質的金融緩和 I、II」、FED による「LSAP II、III」、ECB による「量的緩和」のいずれも株価が大幅に上昇しており、グローバルな株式市場が非伝統的金融政策を好感している様子がうかがえる点である。

次に、実体経済面での影響を見ると、家計部門の株式保有比率が高い米国において、株高による資産効果から個人消費が大きく伸びていることが分かる。日本でも株価上昇による資産効果を検出することはできたが、米国と比べると大きく見劣りする。

最後に、需給ギャップの改善と通貨安という 2 つの経路から、各国の非伝統的金融政策が CPI に与えた影響を検証すると、「日銀の量的・質的金融緩和が最も効果的であった」との結論が得られた。需給ギャップの改善度合いでは、わが国の量的・質的金融緩和の影響は米国の LSAP シリーズに比べると小さいものの、為替市場で急速な円安が進行したことが、CPI を大きく押し上げたとみられる。

図表 1：非伝統的金融政策の効果の国際比較

		量的・質的金融緩和		LSAP		ECBの量的緩和	
		I	II	II	III		
金融市場の変化	長期金利	(%pt)	0.02	-0.10	-0.81	0.58	-0.24
	為替	(%)(-が通貨安)	-9.93	-3.99	1.14	9.49	-2.86
	株価	(%)	20.25	19.73	17.30	23.90	8.63
実体経済	個人消費	(%)	0.28	0.27	0.63	0.87	0.12
	輸出	(%)	0.87	0.35	-	-	0.24
	輸入	(%)	0.13	0.13	0.28	0.39	0.06
	実質GDP	(%)	0.29	0.20	0.38	0.53	0.15
CPI	GDPギャップの改善	(%pt)	0.03	0.02	0.10	0.13	0.03
	通貨安	(%pt)	0.15	0.06	-	-	0.02
	合計	(%pt)	0.18	0.08	0.10	0.13	0.05

(注) 網掛け部分に関しては本来想定される効果が検出されなかった。

(出所) Bloomberg等より大和総研作成

## 分析手法の概要

### 各国ごとの部分均衡モデルによる効果の算出

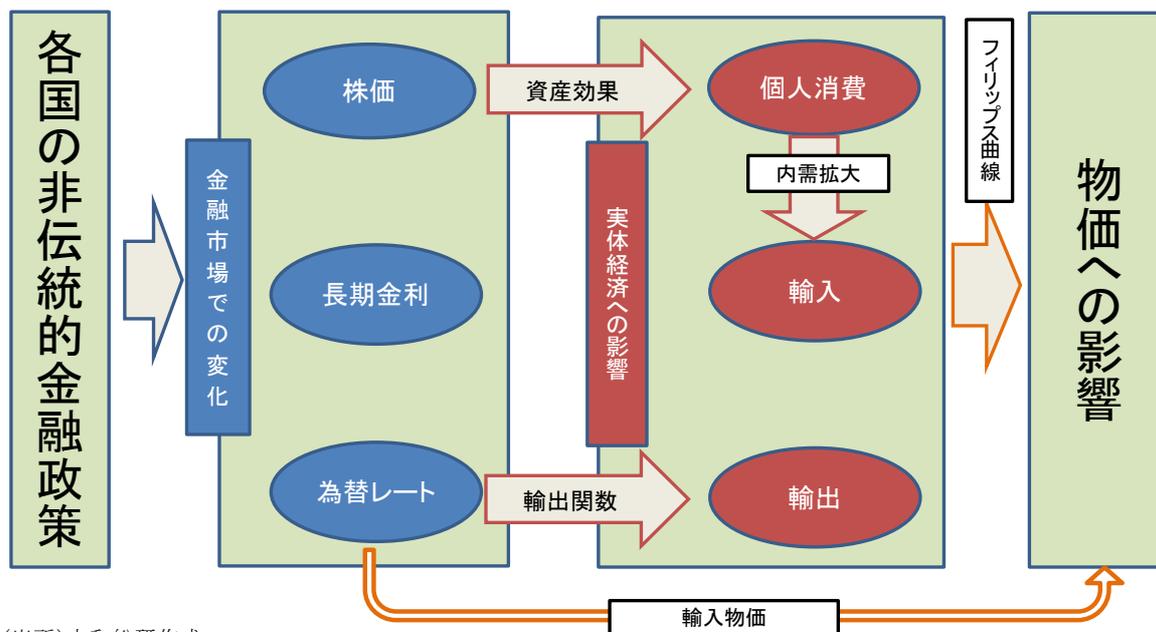
本章で採用した分析手法の概要をまとめると、**図表 2** の通りである。

第一に、各国で非伝統的金融政策が採用された期間の金融市場での変化(具体的には、各国の株価、長期金利、為替レートの変化)を観察した。

第二に、金融市場での変化が実体経済に与える影響を推計した。具体的には、各国の消費関数を推計し、株価の変化が個人消費をどの程度押し上げたかを試算した。同時に、個人消費の拡大が内需の増加を通じて輸入を誘発することから、輸入の増加額についても関数を用いて計測した。加えて、輸出関数を推計することで、為替レートが輸出をどの程度押し上げたかを試算した。最終的に、それぞれの項目の変化額を合計することで、各国の非伝統的金融政策が金融市場での変化を通じて実質 GDP を押し上げた効果を求めた。

第三に、実体経済の改善と通貨安による CPI への影響を推計した。具体的には、上記の方法で算出した GDP の変化がどの程度 GDP ギャップを縮小させたかを計測し、各国のフィリップス曲線を用いて、GDP ギャップ改善による CPI 押し上げ効果を試算した。加えて、日本で観察されたような通貨安が輸入物価の上昇を通じて CPI を押し上げる効果を推計するために、実際の CPI 上昇率とフィリップス曲線から推計される CPI 上昇率の乖離幅を、為替レートや AR 項で説明する関数を推計することで、為替レートが CPI を押し上げる影響を試算した。

図表 2 : 分析手法の概要



(出所) 大和総研作成

## 各国金融市場の反応

### 非伝統的金融政策に対する金融市場の反応

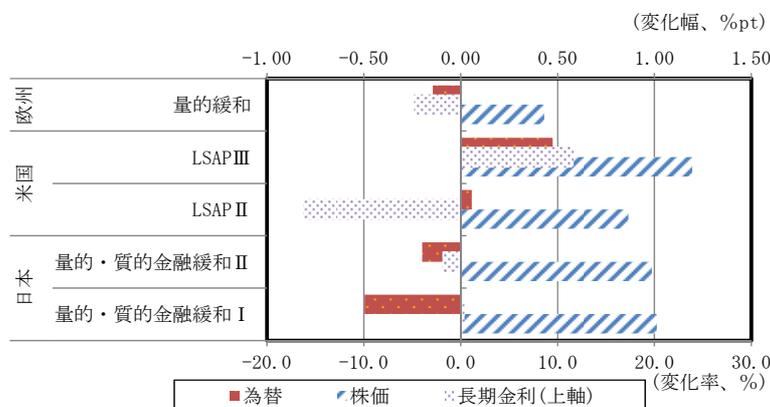
最初に、各国の非伝統的金融政策採用以降の金融市場の反応を見てみよう。いずれの政策も採用後に株価が上昇しているという共通点がある。ニュースやイベントに反応しやすい株式市場にとって非伝統的金融政策の採用は絶好の買い材料であることから、いずれの国においても共通の反応が示されたと言えよう。

日本やユーロ圏では、為替レートの減価が観察された。理論的にはゼロ金利下でのマネタリーベース拡大には通貨安を導く効果はないとの見方がある一方で、為替市場参加者の多くはゼロ金利下でもマネタリーアプローチによる通貨安を前提に行動しているとみられることから、非伝統的金融政策は自己実現的に通貨安を導くことができたのだろう。また、近年日本においては株価と為替の連動性が極めて高かったため、量的・質的金融緩和による通貨安・株高圧力がスパイラル的に働くことで、為替レートと株価を大幅に変動させることに成功した。

一方、LSAP が採用されていた時期に、米国ではドル高が進行した。LSAP シリーズにより、直感的にはドル安が進行するはずであるが、この間発生したユーロ圏の債務危機などの問題を背景とするドル高圧力が、LSAP によるドル安圧力を上回ったと評価できよう。

長期金利の変動を見ると、わが国の量的・質的金融緩和が効果的であったことが分かる。量的・質的金融緩和では、長期国債の購入額が膨大であっただけでなく、財務省から発行されて間もない長期国債も購入対象に含めたことから、リスクプレミアムを大幅に縮小することに成功したとみられる。ECB による量的緩和採用後も長期金利は低下しており、効果的であったと考える。欧州では ECB 以外の主要中央銀行もマイナス金利を採用したことを背景に、ユーロ圏の長期金利に低下圧力がかかっている。一方、LSAPⅢでは長期金利の上昇幅が大きい。これは同政策の採用期間中に、テーパリングに関するアナウンスメントが行われたことに市場が大きく反応したためである。こうした FED の経験を参考にすると、日銀や ECB でも、市場が量的緩和からの出口を意識すると、長期金利が急上昇する可能性があり要注意であろう。

図表 3：非伝統的金融政策採用後の金融市場の動向



(注) それぞれの政策の採用開始から終了までの変化幅。現在進行中の政策については、採用日から2014年度末までの変化幅とした。

(出所) Bloombergより大和総研作成

## GDP の押し上げ効果は FED、CPI への影響は日銀に軍配

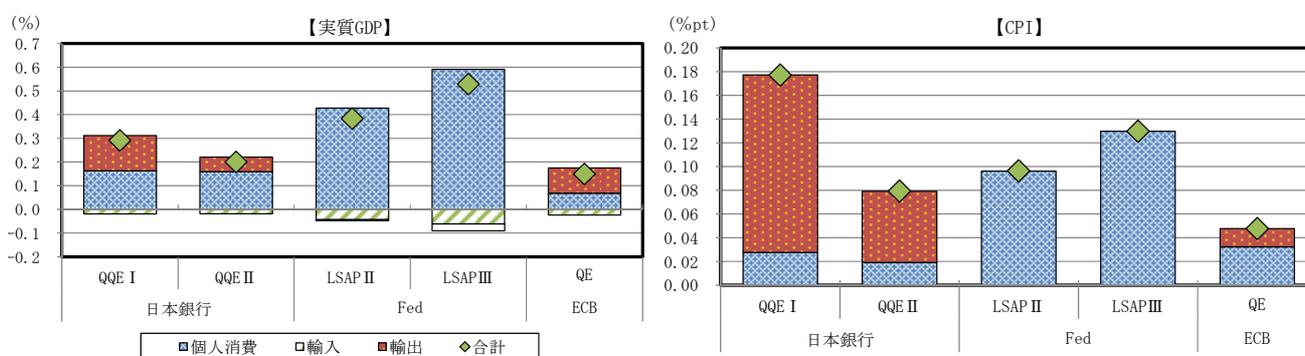
### 量的・質的金融緩和の円安を通じた CPI 押し上げ効果が顕著

最後に、前項でまとめた金融市場における変化が、各国の実体経済や CPI に対してどのような影響を与えたか、定量的な分析を試みた。

**図表 4** 左図は、非伝統的金融政策が実質 GDP に与えた影響を試算したものである。具体的な推計方法としては、①株価上昇による個人消費の増加、②個人消費の増加に伴う輸入の増加、③為替レートの減価に伴う輸出の増加、という 3 つの効果の合計値により、非伝統的金融政策が実質 GDP をどの程度押し上げたかを試算した。試算結果を見ると、FED の LSAP シリーズが実体経済の改善に最も効果的であった可能性が示唆される。米国では、LSAP 採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。日本やユーロ圏においても株価が上昇したことで、資産効果による個人消費の増加が GDP を押し上げたが、米国と比べるとその度合いは小さい。ただし、日本およびユーロ圏では、非伝統的金融政策に対する為替市場の反応が米国よりも敏感であったことから、為替レートの減価を通じた輸出の増加が GDP を押し上げている。

次に、**図表 4** 右図では非伝統的金融政策の CPI への影響をまとめた。具体的には、①フィリップス曲線を推計した上で、上記の方法で算出された GDP の押し上げ効果が需給ギャップの改善を通じて、CPI を押し上げた度合いを推計し、②CPI の実績値と上記フィリップス曲線による推計値の残差を、為替レートと 1 階の AR 項で回帰することで、為替レートの CPI 押し上げ効果を試算した。結果を見ると、日銀の QQE I において CPI が大きく押し上げられていることが分かる。日銀の金融政策は、すでに指摘した通り、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことが CPI に対する大きな上昇圧力を生じさせた。他方、ユーロ圏では、量的緩和を通じて CPI は小幅ながら押し上げられているものの、デフレ懸念を払しょくするには力強さに欠ける。このため、今後 ECB はさらなる追加緩和を迫られる可能性が高いだろう。

**図表 4：非伝統的金融政策の効果（左図：実質 GDP、右図：CPI）**



(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。白抜きは為替の影響を考慮した場合の影響。  
(出所) 大和総研作成

(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。  
(出所) 大和総研作成

## 先行きへのインプリケーション

### 日本銀行、FEDの金融政策運営の展望

上記の分析の結果、日本銀行の量的・質的金融緩和が実体経済に与えた影響は小さかったものの、円安を通じた物価押し上げ効果は極めて大きかったことが確認できた。この分析結果を踏まえて先行きの金融政策運営を見通すと、物価目標の達成は為替レートの動向に依存するところが大きい。日本銀行としては今後も為替レートの動向には最大限の注意を払うことになるだろう。為替レートは当面、FEDの利上げに支えられる形で緩やかなドル高（円安）基調が続く可能性が高い。日本銀行はこのような円安基調を支える形で金融政策運営を行い、物価目標達成を目指すだろう。

一方、FEDは株価への影響に細心の注意を払いながら、出口戦略を行うことになるだろう。本稿の分析結果が示す通り、米国では株価が資産効果を通じて実体経済に与える影響が大きく、FEDとしては出口戦略の過程で株価の下落を通じて景気を腰折れさせることは何としても避けたいところである。現状では、大きな混乱を伴うことなく、市場に利上げを織り込ませることは成功しつつある。今後の利上げペースについても市場との対話を重視しながら、大きなネガティブサプライズを生じさせないように、市場に十分織り込ませた段階で利上げに踏み切っていくだろう。

以上、本稿の分析結果から得られたインプリケーションを端的にまとめると、今後の日米の金融政策の大きな流れは「円安基調を梃子に物価目標達成を目指す日本銀行」と「株価と景気に配慮しながら利上げに向かうFED」という構図になるだろう。