

Economic Monitor

QE 2 は実質金利の押し下げに効果

長期金利の上昇を受けて、QE2 に対する批判が聞かれる。しかし、実質金利の低下により景気刺激が図られる一方、デフレ懸念の後退を受けて期待インフレ率は上昇しており、QE2 の効果は認められる。ただ、QE2 をいたずらに長期化すると、マネタイゼーション懸念から金利上昇懸念を招くリスクがある点には留意が必要と考えられる。

QE2 (Quantitative Easing 2nd) の実施後、長期金利が一時 3.5% を超えて上昇したことを受け、Fed を批判する声が聞かれる。政策の俗称は Quantitative (量的) という名称を冠しているが、バーナンキ議長を中心とする Fed の主流派が QE2 に期待する効果は、供給資金の量の拡大ではなく、長期金利の低下である。そのため、足元の金利上昇は確かに望ましい事態ではない。

ただ、Fed 批判においては、QE2 が効果を発揮しデフレ懸念が後退すれば、名目金利の上昇に繋がる点が無視されているようである。名目金利を「実質金利+期待インフレ率」に分解して考えると、実質金利が一定でも期待インフレ率が高まれば、名目金利は上昇する。実体経済に影響するのは名目金利ではなく実質金利であり、金融緩和効果の有無は実質金利の動向で判断すべきである。

そうした観点に立脚し、インフレ連動債から期待インフレ率を算出して米国の長期金利動向 (10 年物) を見ると、8 月 27 日のジャクソンホール講演でバーナンキ議長が QE2 構想を明らかにする前の 6 月は「名目金利 3.0% = 実質金利 1.2% + 期待インフレ率 1.8%」であったが、デフレ予想が強まり QE2 構想が明らかになった 8 月には「名目金利 2.5% = 実質金利 1.0% + 期待インフレ率 1.5%」に、QE2 実施後の 12 月には「名目金利 3.3% = 実質金利 1.0% + 期待インフレ率 2.3%」へと変化している。QE2

構想が明らかになる前の 6 月と 12 月を比較すると、名目金利は 3.0% から 3.3% へ上昇したが、実質金利は 1.2% から 1.0% へ寧ろ低下しており、QE2 により実質金利が低下し、金融緩和効果が生じたと判断できる¹。

米金利の推移 (%)

	名目金利	実質金利	期待インフレ率
2010年06月	3.0	1.2	1.8
2010年08月	2.5	1.0	1.5
2010年10月	2.6	0.5	2.1
2010年12月	3.3	1.0	2.3

(資料) Bloomberg

Fed が QE2 に踏み切ったのは、デュアルマンドेटである「雇用最大化」と「物価安定」のために追加金融緩和が必要と認識したためである。雇用最大化のためには景気を刺激する必要がある、既に見たように、それは実質金利の引き下げを通じて行われている。もう一方の物価安定の鍵を握るのは期待インフレ率である。その期待インフレ率が 8 月に 1.5% まで低下し、米国経済が日本と同じくデフレに突入する (Japanization) と主張する論者が急増した。平時 (金融危機前 2004~2007 年の平均) の期待インフレ率は 2.3~2.4% 程度であり、8 月の 1.5% は平時を 0.8% も下回る低水準であった。その後、QE2 の実施により期待インフレ率は 12 月に概ね平時に近い 2.3% まで上昇している。こうしたインフレ連動債から算出した期待インフレ率が米国民全体の期待インフレ率にどこまで一致するかとの問題はあがあるが、少なくとも

¹ 6,000 億ドルの国債買入で実質金利の 0.2%Pt の低下というのは非効率との批判は十分にありうる。但し、後述する景気回復期待などにより実質金利の低下幅が減じられている部分もある。

も債券市場ではデフレ観測は大きく後退したと言える。また、期待インフレ率の平時への復帰であれば、タカ派が懸念するインフレ昂進リスクの高まりとまでは言えないだろう。

日本においてデフレが大きな問題である理由の一つは、名目金利が非負制約に直面する下で期待インフレ率が下落すると結果的に実質金利が上昇し、金融引き締め効果を発揮してしまうためである。日本と同じく政策金利の非負制約に直面した Fed は、日本の経験に学び、QE2 により期待インフレ率を反転させることで、米国経済がデフレに陥るリスクを軽減したと評価できる。

なお、実質金利の推移を詳細に見ると、10 月には 0.5% まで低下しており、12 月の 1.0% はそこから 0.5% Pt 上昇した水準である。10 月から 12 月の実質金利上昇の一因は QE2 に対する過度な期待の剥落だが（そもそも 10 月の低下が行き過ぎであった）、他に景気回復期待と財政悪化懸念による押し上げも含まれる。前者の景気回復期待は QE2 への期待が高まった結果そのものであり、それがもたらす実質金利上昇を批判するのはナンセンスである。また、後者の財政悪化懸念（リスクプレミアムの上昇）は、Fed がコントロール出来ない部分であり、その責任を Fed に負わせることはできない。但し、Fed が政府債務のマネタイゼーションを行っているとの懸念が強まれば、QE2 が財政規律喪失に対する懸念を増幅し実質金利上昇をもたらすというリスクはある。その意味で、実質金利を低位に維持するためには、QE2 をいたずらに長期化しないことも重要と考えられる。