

米国における非伝統的金融政策の効果 ——VAR モデルによる検証——

関西学院大学 澤田 吉孝

2008年9月15日に米国投資銀行第4位のリーマンブラザー・ブラザーズが破綻し、金融危機および経済不況が世界中に生じた。この世界的な金融危機に対し、米国連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board: FRB)は、FFレートを2008年12月16日には0-0.25%まで引下げた後、2009年3月18日に追加の緩和策として住宅ローン担保証券(RMBS)や政府機関債(agency debt)等の資産を合計で1.725兆ドルも購入した。住宅ローン担保証券と政府機関債の購入は、機能不全に陥った市場での流動性プレミアムの引下げを目的としていた。FRBは、この非伝統的な政策対応を「信用緩和(Credit Easing)」と呼び、日銀の政策対応との違いを強調していた。FRBがマーケットに資金供給を行ったにもかかわらず、失業率が約10%で高止まりするなど、実体経済は思ったほど上向かなかった。そこで、2010年11月にFRBは長期国債を追加的に6000億ドル購入する「量的緩和の第二弾(QE2)」を実施した。

我々の関心は、短期金利がゼロ%近辺になった時、このような非伝統的金融政策が実体経済に影響を与えたか否かである。マクロ経済への影響を考える際の標準的な分析ツールとしてVARモデルがあるが、米国の量的金融緩和を分析するには幾分問題が存在する。米国の非伝統的金融政策の期間(2009年3月から2010年3月までをQE1、2010年11月から2011年6月までのものをQE2とした)がそれぞれ1年未満と非常に短く、仮に非伝統的金融政策の期間のみの標本で推計を行えば、推計結果にバイアスを生じる可能性を排除できない。本多・立花(2011)は、このような小標本の問題を克服するために、ダミー変数を用いることで非伝統的金融政策の前後の期間も含めて標本期間の拡大を行っている(ただし、彼らが分析したのは、2001年から2006年にかけての日本の量的緩和政策の効果である)。

そこで本稿では、本多・立花(2011)の分析手法に基づいて、米国で採用された非伝統的な金融緩和政策に政策効果があったか否かを評価する。構造VARモデルによる検証を通じて、以下の2点が明らかとなった。第一に、米国の非伝統的金融政策は株価、地価そして外国為替に影響を及ぼし、それら金融変数に対する影響によって生産高が増加したという、金融変数からのチャンネルを示唆するものである。第二に、非伝統的金融政策はVIX恐怖指数を低下させる効果があり、投資家の株式に対するリスク・テイクの向上につながる。つまり、リーマン・ショック後の世界的な金融危機時にアメリカが採用した非伝統的な金融緩和政策が有効であったことが示された。