

量的・信用緩和政策の功罪とわが国金融の課題

三菱東京 UFJ 銀行 内田 和人

現下の世界金融危機は、行過ぎた信用創造と金融資産膨張が相乗した、信用・金融バブルの収縮過程にあると言える。また、経済のボーダーレス化、金融のコングリマリティ化により、世界経済・金融市場は相互依存性を高めており、危機は連鎖・増幅しやすい。このため、各国中央銀行には、金融システム維持のために「資金流動性・市場流動性の回復」、「信用収縮圧力の緩和あるいは信用創造機能の代替」の両面における対応が必要であり、さらに国際協調的な連携強化も求められる。前者は、日本の量的金融緩和が参考になるが、その効果に関しては賛否両論がある。時間軸効果のコミットメントを含めて考えれば、金融機関の流動性リスク低下、資金調達コスト及びアベイラビリティの改善、国債保有動機の拡大（イールドカーブのフラットニング化）、信用リスクプレミアムの抑制、過剰流動性の創出（円安効果）などのプラス効果があった。しかし、ゼロ金利を前提とした極端な量的緩和政策は、短期市場金利の非連続性、短期金融市場の分断化、市場取引インセンティブの喪失など市場機能を低下させる副作用を伴った面は否めない。市場の自律調整機能のある程度残した形で可変的に対応する質的な金融緩和政策が望まれる。FRB を主体に実施されている信用緩和も壮大なチャレンジであるが、同様に市場機能の低下を避ける視点が必要であろう。他方、国際協調的な連携に関しては、危機対応と出口戦略の双方において重要だと考える。行過ぎた円キャリー取引にみるように、国際マネーフローの偏重やそれに伴う為替相場の不可逆化リスクは回避しなければならない。

一方、直接金融比率の高い米国や預貸率の高い欧州では金融システムリスクが極限に達したが、日本では金融市場が機能している。これは、証券化商品の投資に対する邦銀の毀損度が欧米銀行に対して小さいという面もあるが、①資産バブル崩壊を早期に経験し、マクロベースで負債圧縮⇒借入レバレッジ低下（財務健全化）が進んだこと、②高い流動性預金比率と高度な資金管理スキルにより、欧米銀で発生している流動性リスクが抑制されていること、③日本特有の（規律を重視した）市場型間接金融が金融システムの健全性を保持させたことなどが大きい。特にコア流動性預金は定性的な評価として「資本」類似性の高い負債と捉えることが可能と考える。

相対的な健全性を保持する中で、わが国金融の喫緊の課題は、世界経済失速が直撃した本邦企業の資金繰り悪化への対応である。日銀は、企業金融支援特別オペ、CP・社債買入れ、米ドル資金供給オペ、長期国債買入れオペ増額など直接的、間接的に企業金融を支援する政策手段を講じ、一段の金融危機への予防的な措置として銀行の劣後ローン引受制度を決定した。危機対応の手段は概ね出揃ったとみられ、今後は、デフレリスクへの対応や産業・企業再生の側面支援が課題になると思われる。