

〈中央銀行パネル〉

異例の金融政策の下での金融市場の動向

東短リサーチ 加藤 出

今回の金融危機下で各国の中央銀行は異例かつ大胆な金融政策を実施した。その下で金融市場の現場で起きた現象を踏まえながら、非伝統的政策に関連する以下の3つのポイントを整理してみる。

1. 超過準備に付利がなされる中でのインターバンク市場の実際

非伝統的金融政策の実行により、その副産物としてマネタリーベースの急激な増加（及び中央銀行のバランスシートの膨張）が起きている。金融市場のトレーダーや投資家の間には、そのこと自体を相場に影響を与える“材料”として受け止める傾向が一部で散見される。しかし、米国のフェデラル・ファンド市場で現実には起きている現象を分析すると、超過準備の増大と金融緩和の程度は直結しないことがあらためて理解できる。

2. 国債など長期資産大規模購入オペレーションの効用と弊害

Fed は 2009 年 3 月から信用緩和策の一環として国債買入オペを実施した。しかし、効果が明瞭でなかったことや、金融市場から批判が多かったことを受けて、同年 10 月に同オペを停止した。また、Fed は 2009 年 1 月から開始した MBS、エージェンシー債の買取りを 2010 年 3 月に停止することを予定している。それらの買取りによって、Fed のバランスシートは異様な膨張を見せており、今後の出口政策において技術的な難題を Fed は抱えている。イングランド銀行（BOE）も 2009 年 3 月から量的緩和策（日銀の同政策とはコンセプトが異なる）の下で、長期国債を大規模に購入している。

一方、日銀はいわゆる「日銀券ルール」を越える国債の購入には非常に慎重だが、長期資産の大規模購入オペが効果を発揮するにはどのような条件が必要なのか？将来生じ得るコストをどう考えるべきか？といった論点をまとめてみる。

3. 金融市場の“思い込み”を中央銀行は利用すべきか？

実体経済に対するトランスミッション・メカニズムを合理的に説明できなくとも、中央銀行のアクションに、外国為替市場や株式市場が大きな反応を示すことがある。例えば、BOE の量的緩和策は、金融市場参加者の“思い込み”を意図的に利用しているように観察される。市場参加者が構築した“ストーリー”に合わせて中央銀行が踊って見せることは、短期的には効果があるが、長期的なクレディビリティに問題が生じる恐れもある。

以上