

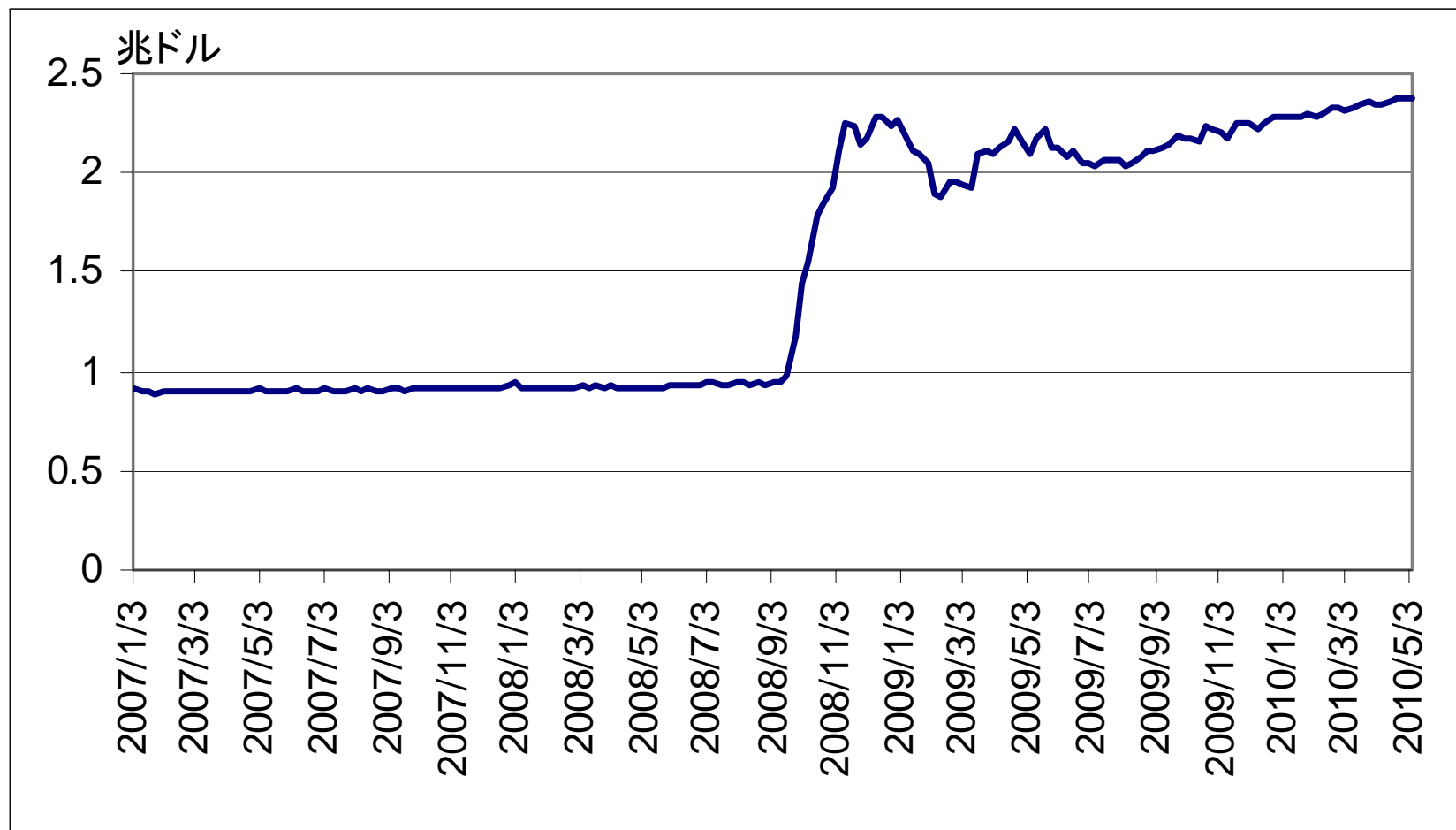
非伝統的金融政策： アカデミックな観点からの概念整理

福田慎一
(東京大学)

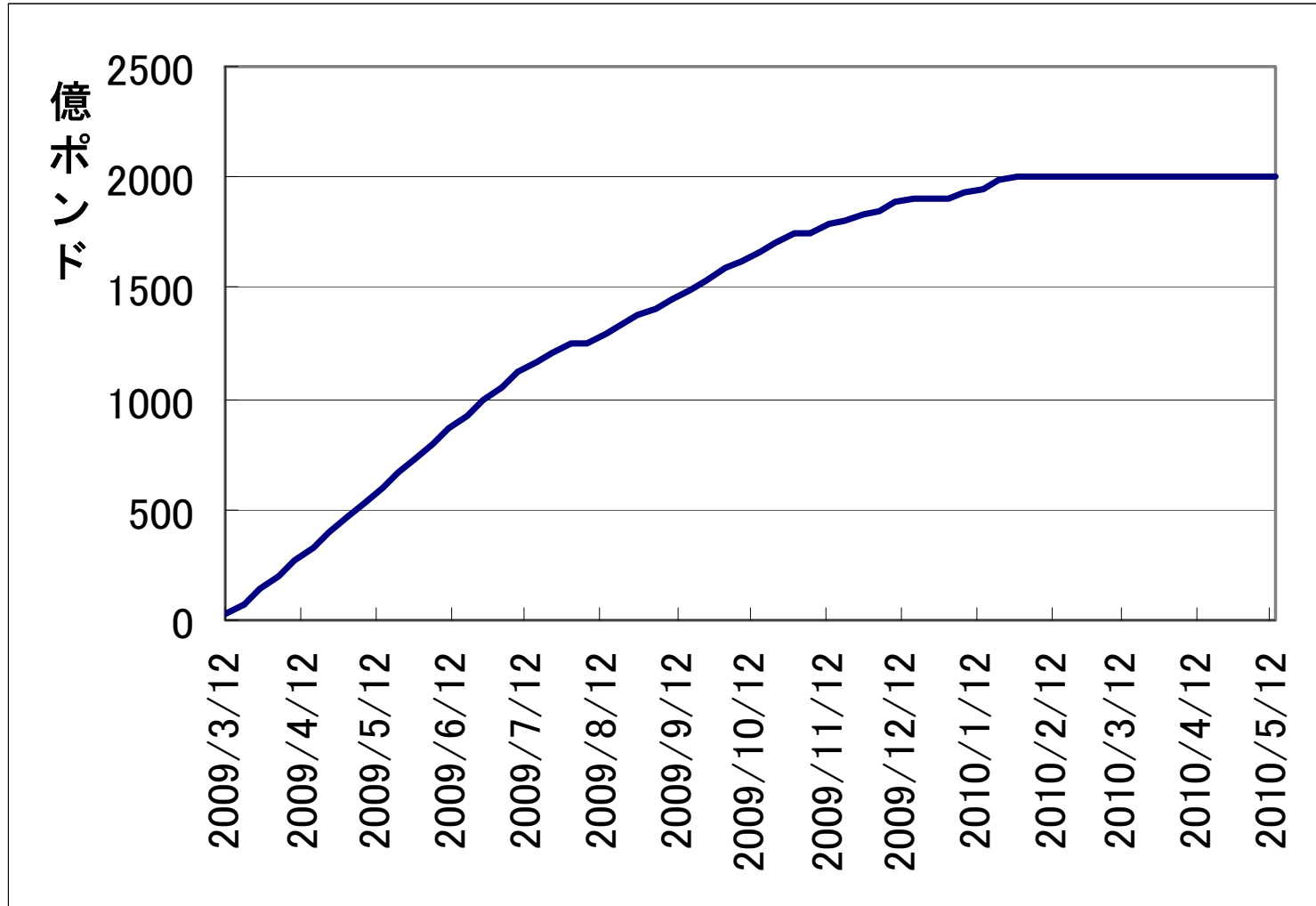
モティベーション

- グローバルな金融危機が拡大するなか、主要国の中央銀行は相次いで「非伝統的な金融政策」を採用。
- 特に、FRB(アメリカ連邦準備制度)は、特定資産を大量に購入したことで、バランスシートを大きく拡大。
- しかし、非伝統的な金融政策を採用したという点では、日銀は、先駆者。
- 当時日銀が採用した非伝統的な金融政策を、「信用緩和政策(credit easing)」を中心に概観する。

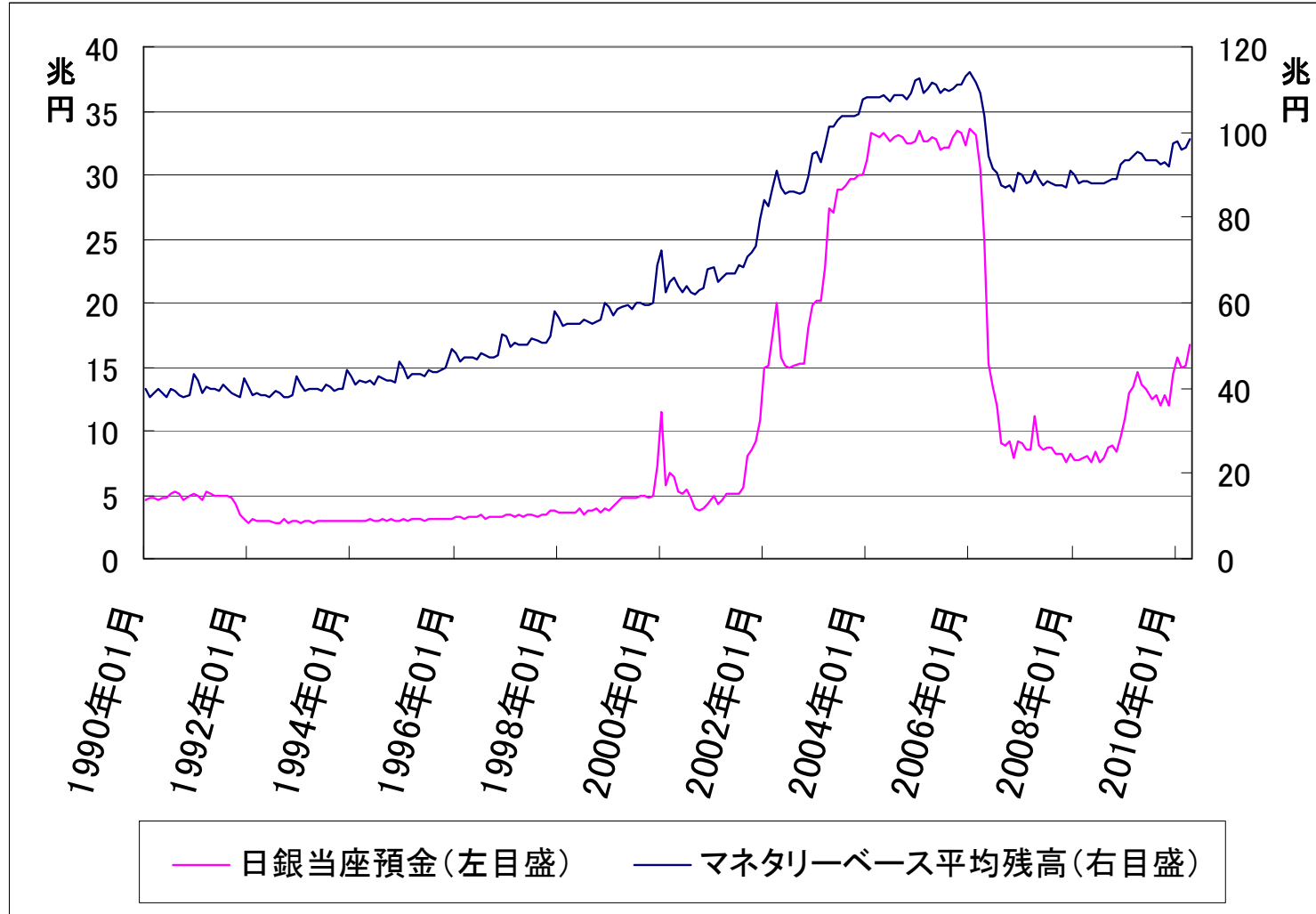
FRBのバランスシートの推移



BOEのバランスシート



わが国の日銀当座預金残高 およびマネタリーベースの推移



伝統的金融政策 VS 非伝統的金融政策

◎伝統的金融政策

- 短期名目金利のコントロール

例 テーラー・ルール

- IS-LM分析や貨幣数量説等のマネーサプライのコントロール

◎非伝統的金融政策

- 流動性の罫や名目金利のゼロ制約の下では、伝統的な金融政策は無効

非伝統的金融政策（白川(2009)）

- ゼロ金利政策
- 量的緩和政策
- 政策の継続期間に関するコミットメント
- 資金供給オペレーションの期間の長期化
- 信用緩和政策 (credit easing)
- 金融機関保有株式の買入れ

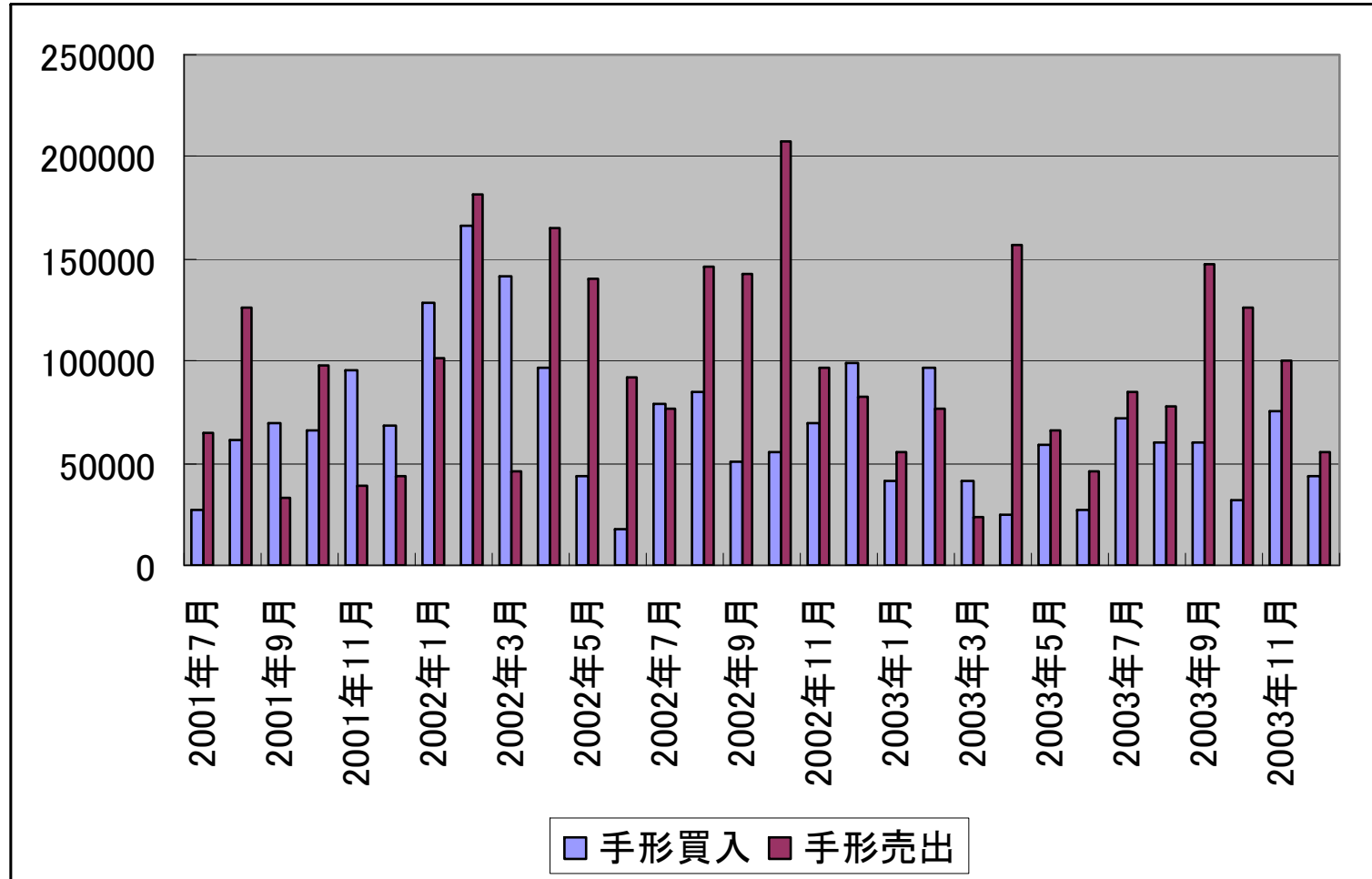
量的緩和政策と信用緩和政策の 共通点・相違点

- 通常はいずれも中央銀行のバランスシートの拡大を伴う
- ただ、以下では、
- 量的緩和政策＝短期国債など短期の安全資産の増加によるバランスシートの拡大
- 信用緩和政策＝長期国債やリスク資産を購入する一方で、短期国債を売却することで、バランスシートは一定。

ツイスト・オペ

- ゼロ金利政策期：長期国債を購入すると同時に政府短期証券を売却。
- 量的緩和政策期：長期国債の購入と短期国債の売却を同時に行うツイスト・オペだけでなく、期間が長めの手形買入オペを多用する一方で手形売入オペを利用するツイスト・オペを頻繁に行った。

量的緩和政策期の 手形買入オペと手形売出オペ



Bernanke and Reinhart (2004)
AER, vol. 94(2), pages 85-90

- 短期金利がゼロになってしまった後に、経済を刺激する3つの金融政策。
 - (I) 将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロール、
 - (II) 中央銀行のバランスシートの規模の拡張、
 - (III) 特定資産の大量購入。

(1) 将来の金融政策ないし短期金利についての予想のコントロール

- 将来の金融政策についてコミットメントをすることによって、そうでない場合とは異なった水準に将来の物価水準や短期金利の予想値を誘導し、その結果、現在のインフレ率や中長期金利を誘導するという政策

(1) Krugman (1998)のインフレターゲット

(2) 日銀の時間軸効果

Krugman のインフレーターゲット

- 「流動性の罨」から脱出後のインフレ率に3%程度の目標値を設定することを主張
- メカニズム
- 「流動性の罨」から脱出後は金融政策は有効
 - ⇒ 脱出後の金融緩和 ⇒ 将来の物価上昇
 - ⇒ 現在のインフレ期待の上昇
 - ⇒ 現在の実質金利を下落
 - ⇒ 現在の景気刺激

日銀のコミットメント

- 1999年4月13日:「デフレ懸念が払拭されるまで」ゼロ金利政策を継続することを表明
- 2001年3月19日:「金融市場調節方式を消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」量的緩和政策を継続することを表明
- 2003年10月10日:時間軸コミットメントの明確化
 - 基調的な動きとしてゼロ%以上
 - 先行き再びマイナスとなると見込まれない

日銀のコミットメント

- 流動性の罨から脱出までのコミットメントのみ
 - 流動性の罨から脱出後のコミットメントなし
- Krugman:「金融市場調節方式を消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となった後も」量的緩和政策を継続
- 短中期を中心にイールドカーブを押し下げる「時間軸効果」として機能(白塚・藤木(2001))
 - しかし、インフレ期待は上昇せず

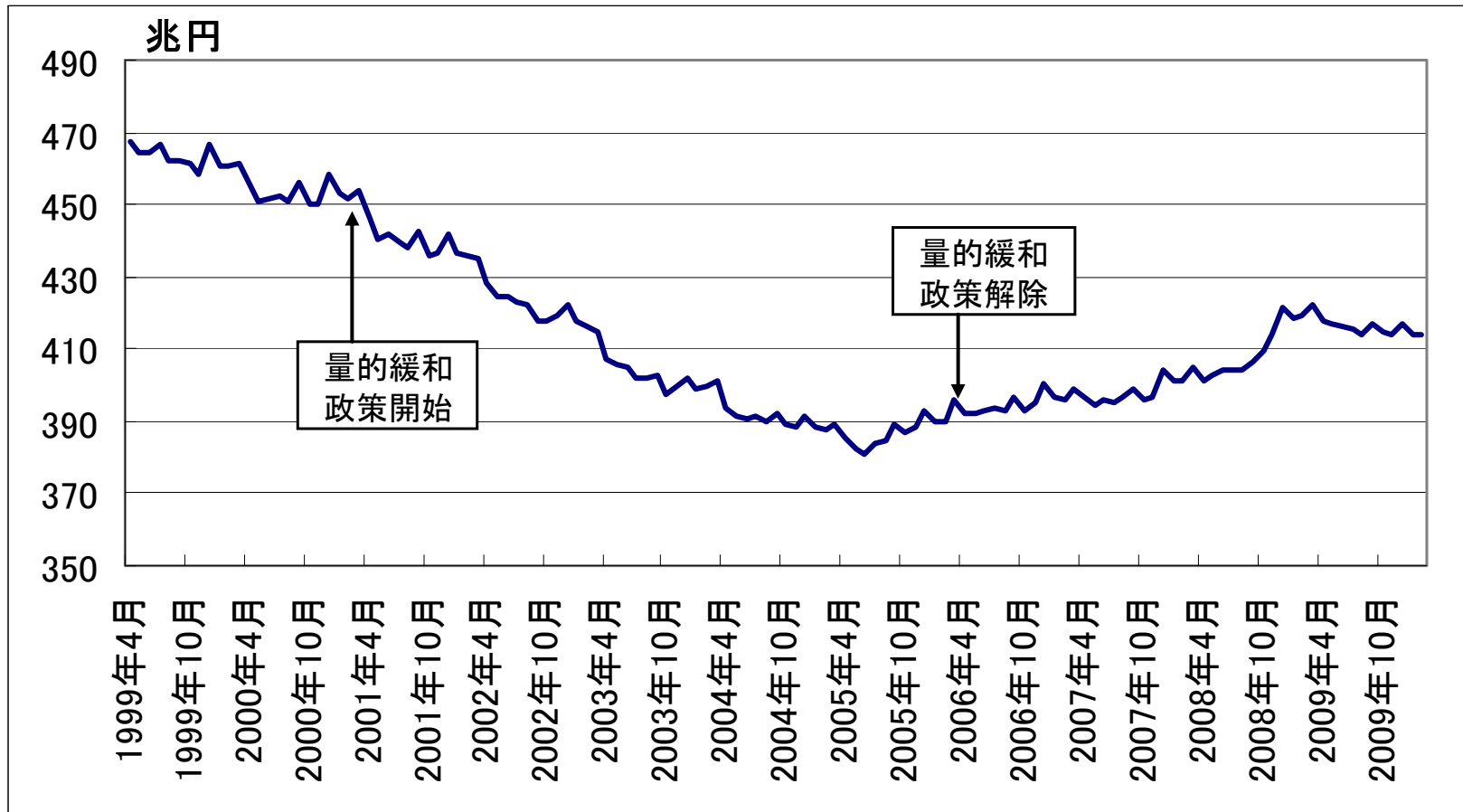
(II) 中央銀行のバランスシートの 規模の拡張

- (a)高水準のベースマネーそのものが民間部門のポートフォリオ・リバランス(ベースマネーを貸出など他の資産に代替する効果)を生み出す可能性、
- (b)高水準のベースマネーによって超金融緩和の政策姿勢を明確化して「時間軸効果」を強化する可能性、
- (c)高水準のベースマネーが政府の貨幣発行益を増加させる可能性

ポートフォリオ・リバランス効果

- 量的緩和政策にもかかわらず、デフレが続いた。
- 量的緩和政策が2006年3月に解除され、ベースマネーが大幅に減少したが、名目GDPの変化率は逆にプラスに推移した。
- 量的緩和政策期でも貸出量の減少は続き、貸出量が本格的な増加に転じたのは量的緩和政策が解除後であった。
- 量的緩和政策期には、日銀が短期国債を大量に購入しようとしても応札が日銀のオファー額に達しない「札割れ」が発生していた。

国内銀行貸出残高の推移



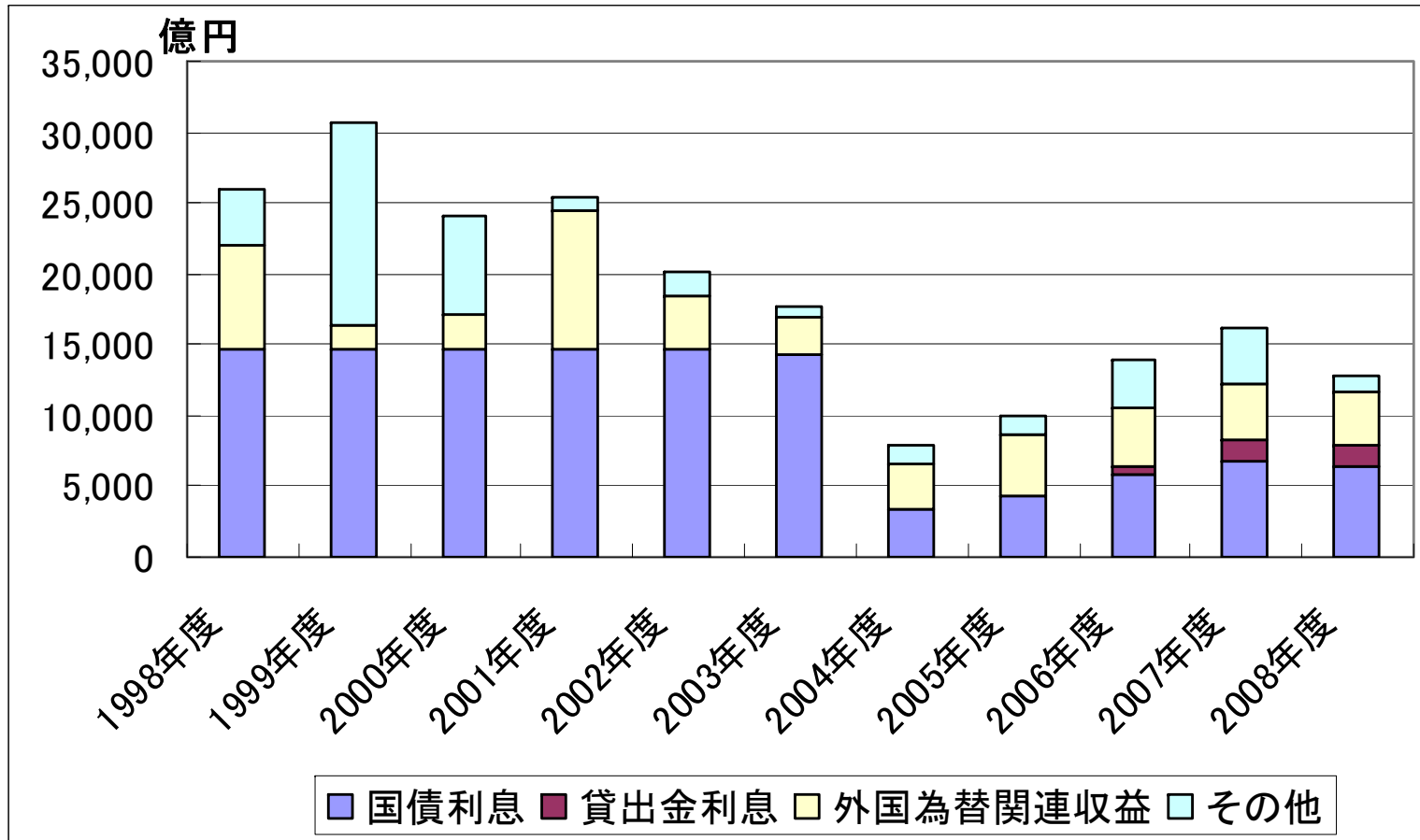
量的緩和政策が 「時間軸効果」を強化する可能性

- 量的緩和政策が強化された2002年以降、時間軸効果がより強くなった（Oda and Ueda (2007)）。
- しかし、コミットメントのク্রেディビリティを高める上では中央銀行と市場との対話がより重要であり、資金の大量供給が最適な方法とは言い難い。
- 2003年10月10日：時間軸コミットメントの明確化＋経済・物価情勢に関する日本銀行の判断についての説明の充実
例：「経済・物価の将来展望とリスク評価」（「展望レポート」）の中間評価

高水準のベースマネーが 政府の貨幣発行益を増加させる可能性

- 量的緩和政策期には、ベースマネーの増加に伴って期間が長めの金利の下落も同時に発生。
- 物価はきわめて安定しており、Auerbach and Obstfeld (2005)が指摘したようなインフレ税を通じた財政効果は働かなかった。

日銀の経常収益の推移



(III) 信用緩和政策

- 短期国債以外の資産を大量に購入することで、それら資産の価格を引き上げ(あるいは、金利や利回りを引き下げ)、金融システムの安定化を図る。
- 短期金利がゼロになってしまった後でも、金利や期待収益率がプラスの資産は存在。
- こうした資産を日銀が購入することで、短期国債とこれら資産の相対価格を変化させ、オペ対象資産のリスク・プレミアムあるいは流動性プレミアムに影響を与える。

2つのタイプの信用緩和政策

- 満期が長い安全資産を購入する政策：
資金供給オペレーションの期間の長期化
2005年には、資金供給オペの平均期間は6ヶ月超となり、最長期間は11ヶ月まで延長
- リスクが存在する購入する政策
 - リスク資産であるABCPやABSの買い入れ
 - 金融機関保有株式の買い入れ

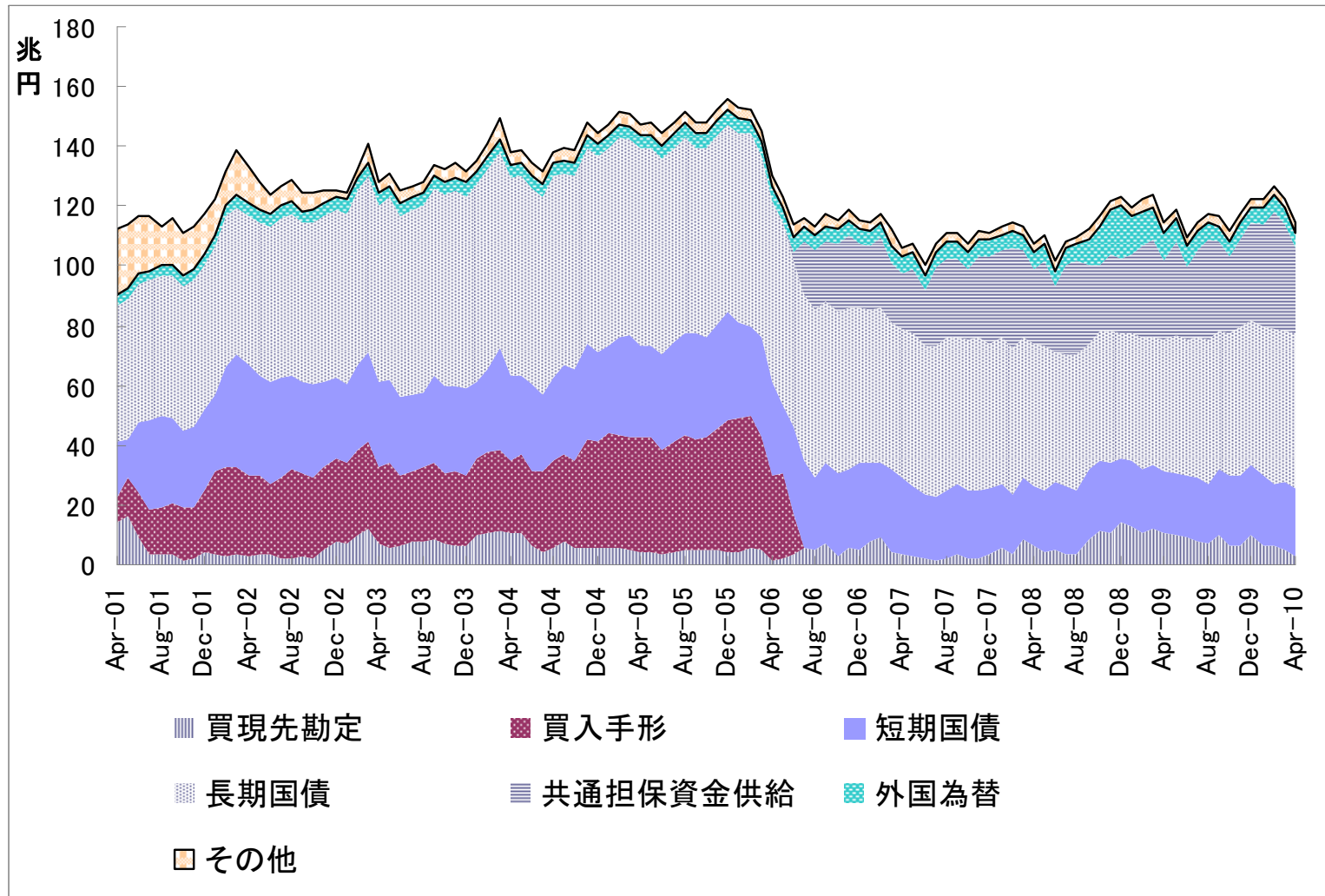
信用緩和政策とリスク・プレミアム

- Baba, Nakashima, Shigemi, and Ueda (2006): NCD(譲渡可能預金証書)発行市場金利の動向を分析
- 白川(2008): 社債のリスク・プレミアムを比較
- ゼロ金利政策期や量的緩和政策開始時に、格付けの高い債券のリスク・プレミアムがまず下落。
- 量的緩和政策が強化されるに従って、格付けの低い債券のリスク・プレミアムも低下。
- 福田(2009): 量的緩和にともなって、コールレートのリスク・プレミアムが大幅に低下

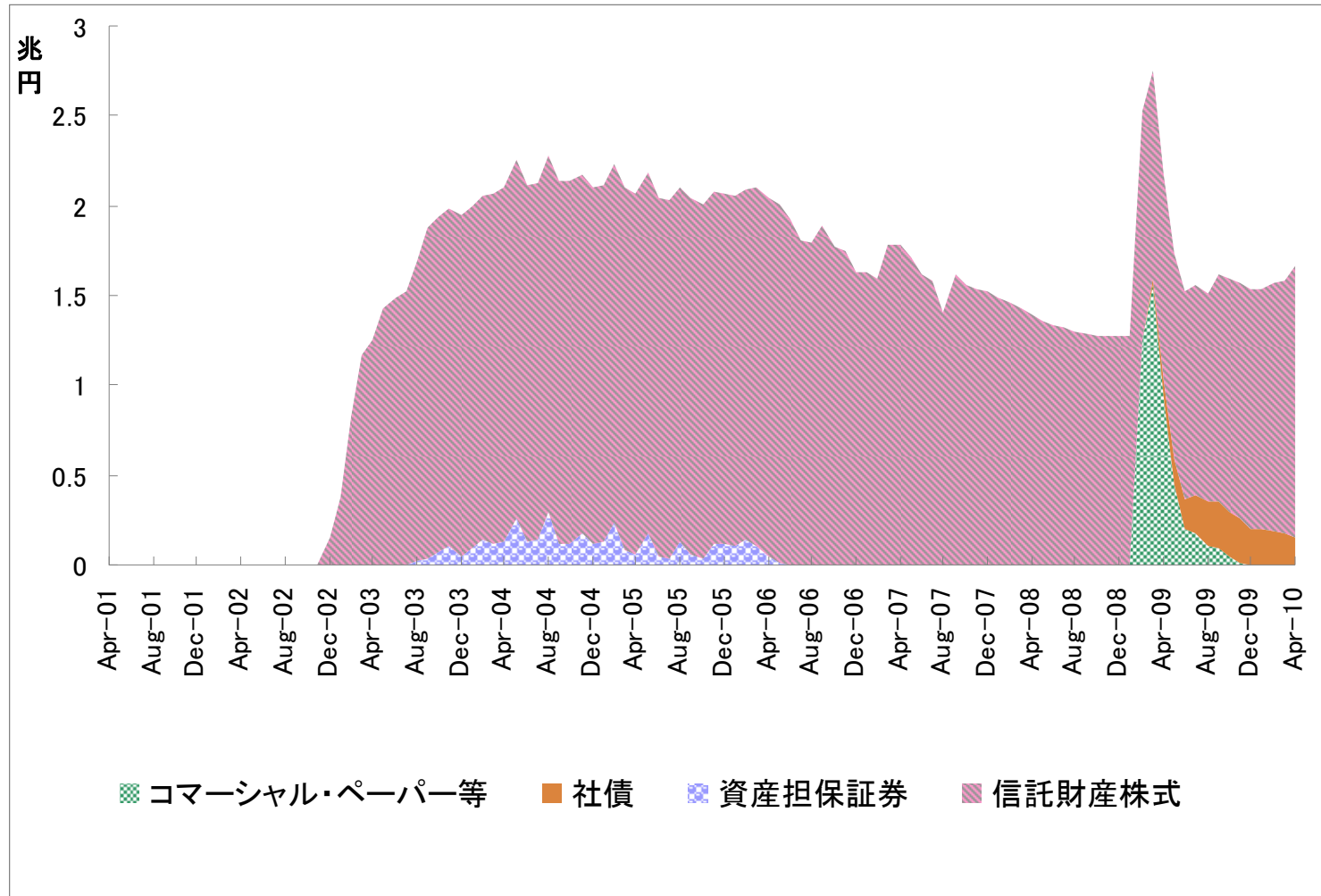
信用緩和政策の背後で 何が起こっていたか？

- 日本銀行のバランスシート(資産):
短期国債から長期国債へ
- 手形オペの内訳
手形満期期間の長期化
- 日本銀行の担保
流動性の高いものから流動性の低いものへ

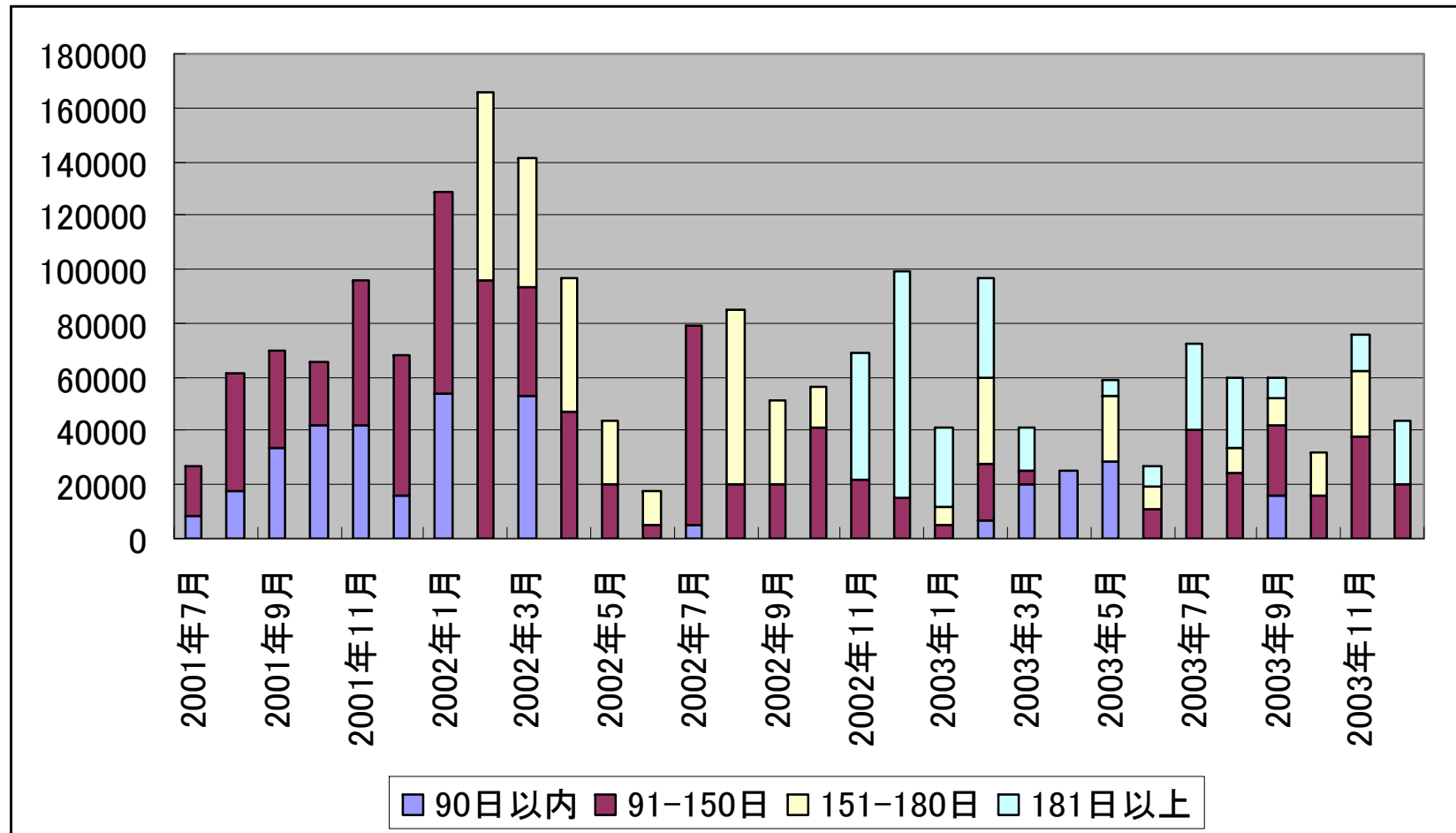
日本銀行の資産の内訳 I (単位: 億円)



日本銀行の資産の内訳 II (単位: 億円)



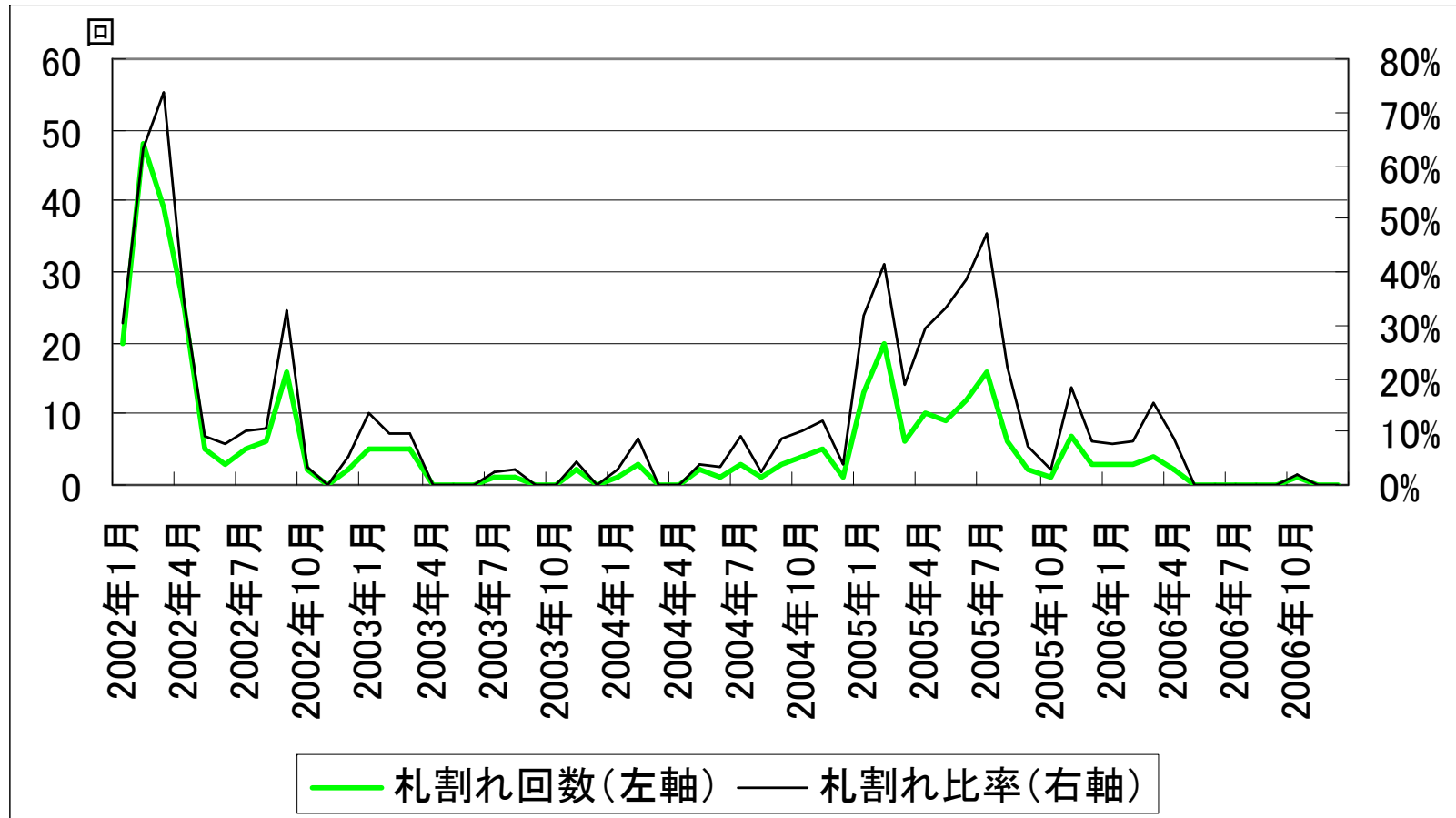
量的緩和政策期の 期間別手形買入オペ



2つのタイプの「札割れ」

- 日銀の買いオペは、原則として、債券、手形、現先等を市場価格で買い取っている。
- 日銀が行った買オペにおいて日銀のオファー額に応札額が達しないいわゆる「札割れ」が発生する可能性
- 「札割れ」は、2002年前半と2005年に多発

札割れの推移

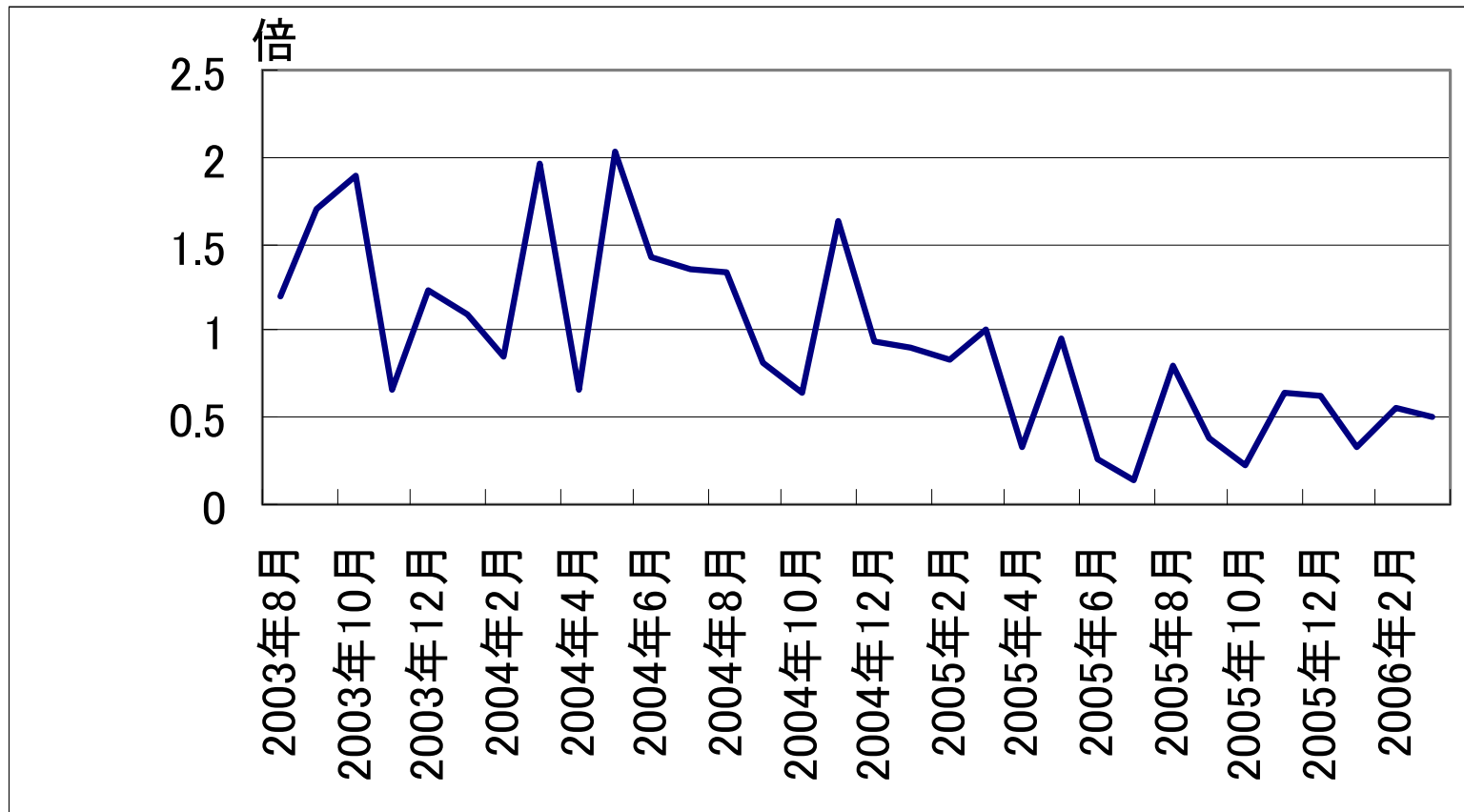


札割れの平均日数

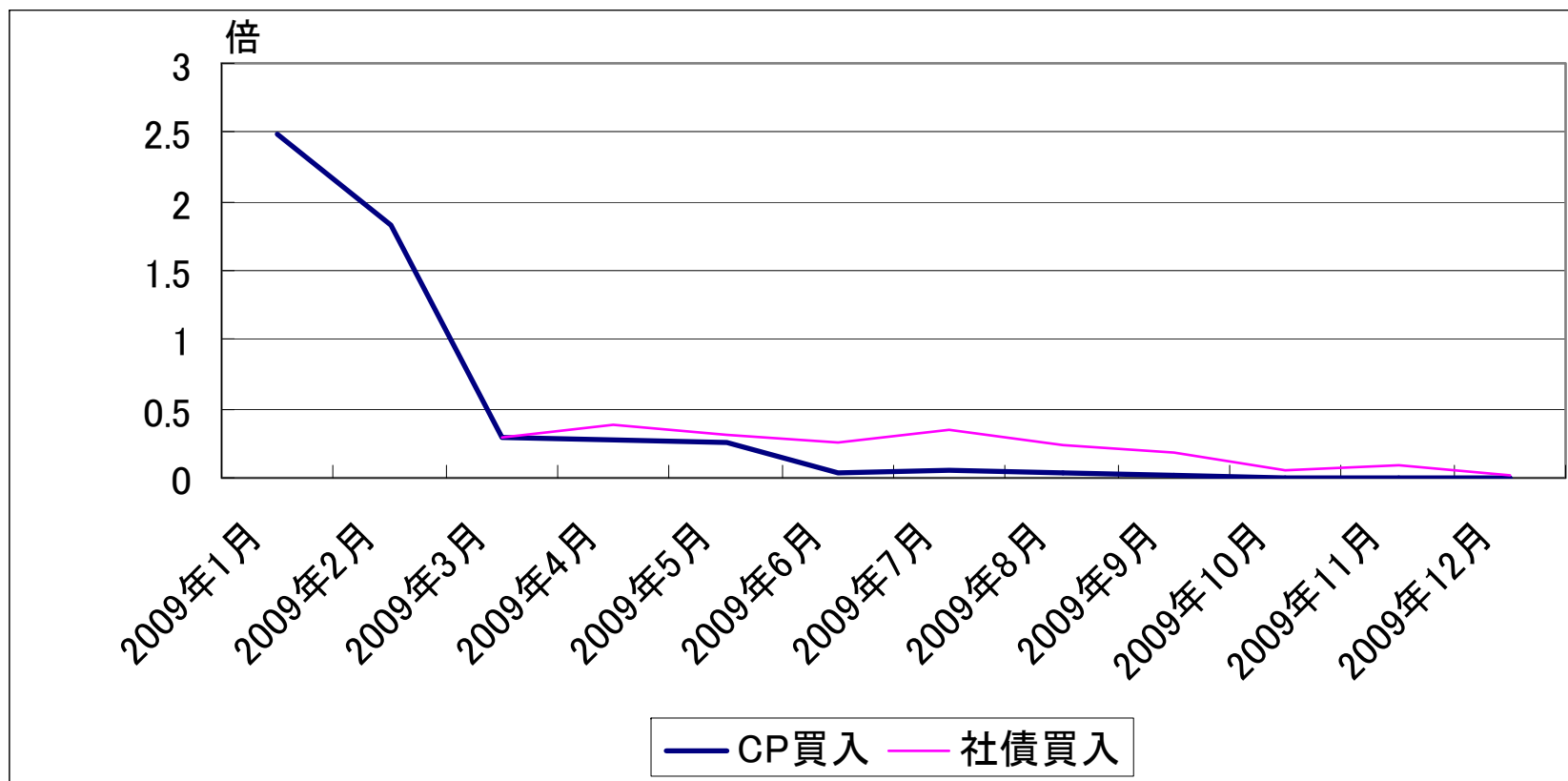
	単純平均	加重平均
2002年1月	53.1	50.9
2002年2月	80.1	89.8
2002年3月	78.0	94.1
2002年4月	82.0	84.3
2002年5月	42.2	42.2
2002年6月	45.3	42.7
2002年7月	59.2	58.6
2002年8月	88.0	86.3
2002年9月	54.7	60.6

	単純平均	加重平均
2005年1月	68.0	91.1
2005年2月	111.9	116.6
2005年3月	105.2	96.8
2005年4月	100.7	110.2
2005年5月	81.2	100.3
2005年6月	134.0	142.2
2005年7月	144.8	141.9
2005年8月	110.5	154.5

ABCP買入平均応札倍率



CP・社債買入平均応札倍率



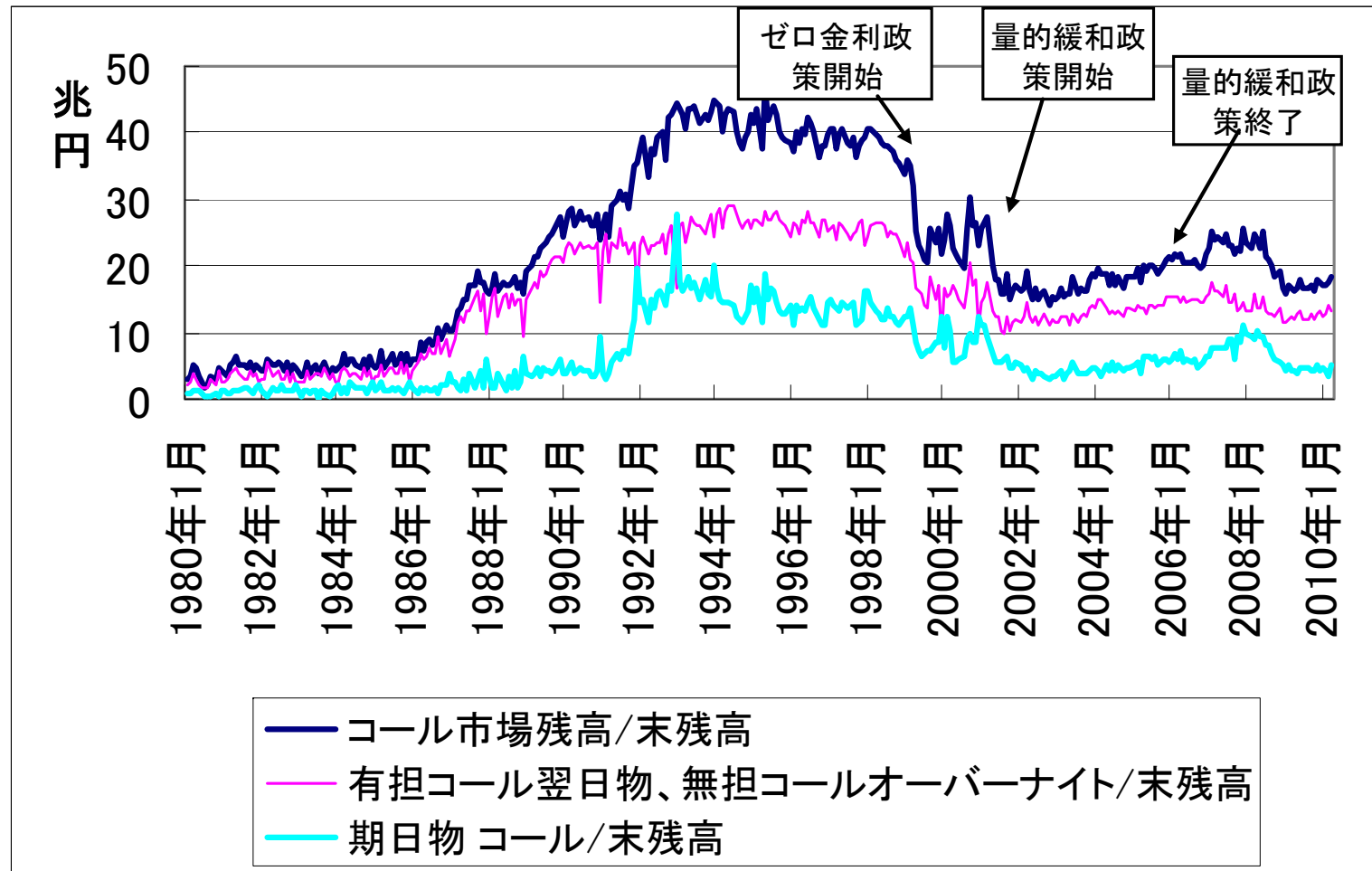
信用緩和政策の意義

- 短期金融市場の流動性リスクや信用リスクを減少させる上で効果的
- ただし、信用緩和政策は、市場で発生する一時的な流動性不足の解消には有効だが、貸出の不良債権化や借手の過剰債務など金融市場の構造的問題の解決には有効でない。
- 日銀が行った極端な信用緩和政策の役割は限定的。

究極の信用緩和政策のコスト

- 短期金融市場で本来働くべきマーケットメカニズムを大きく減退させるという副作用
- モラルハザード

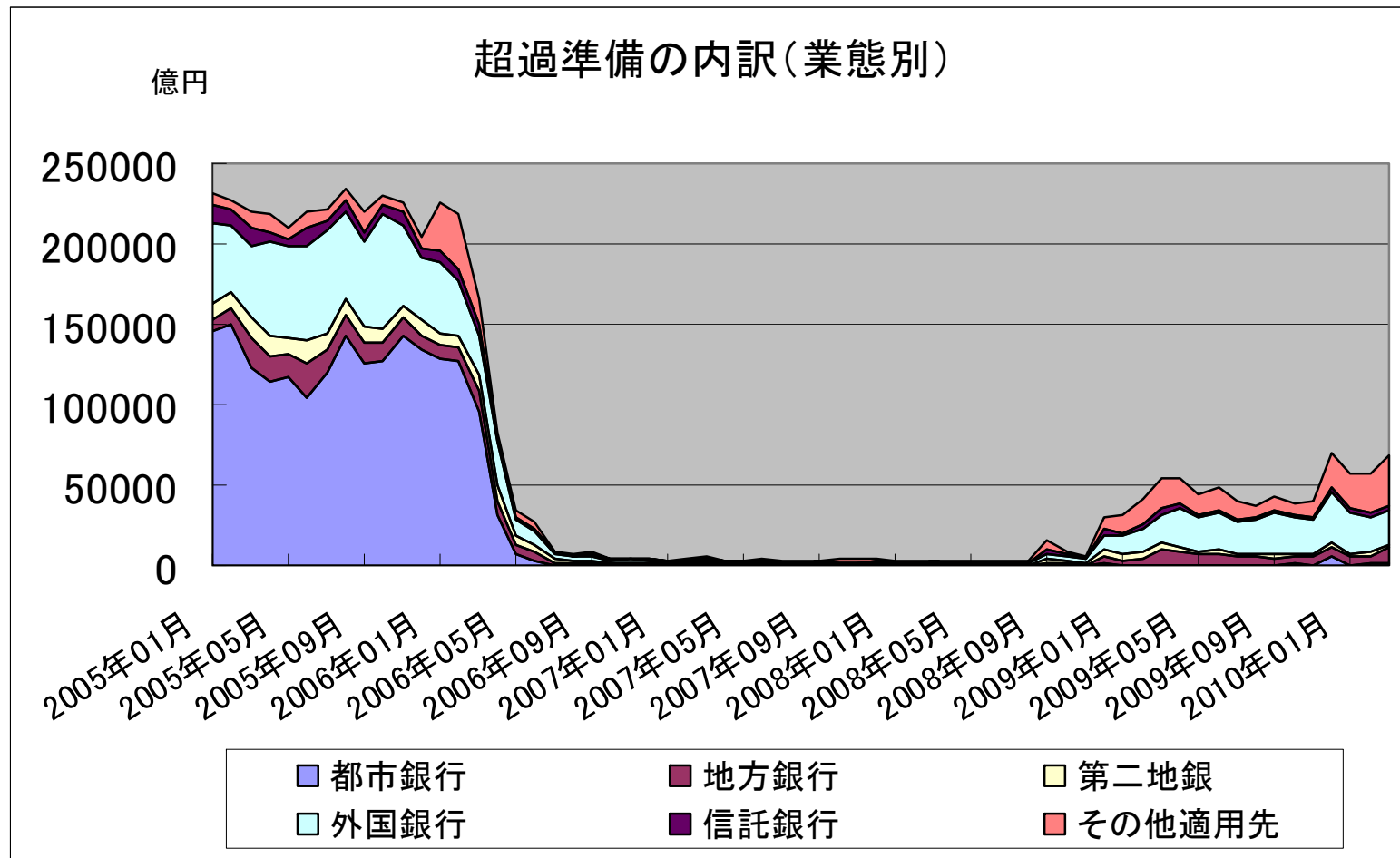
コール市場の残高



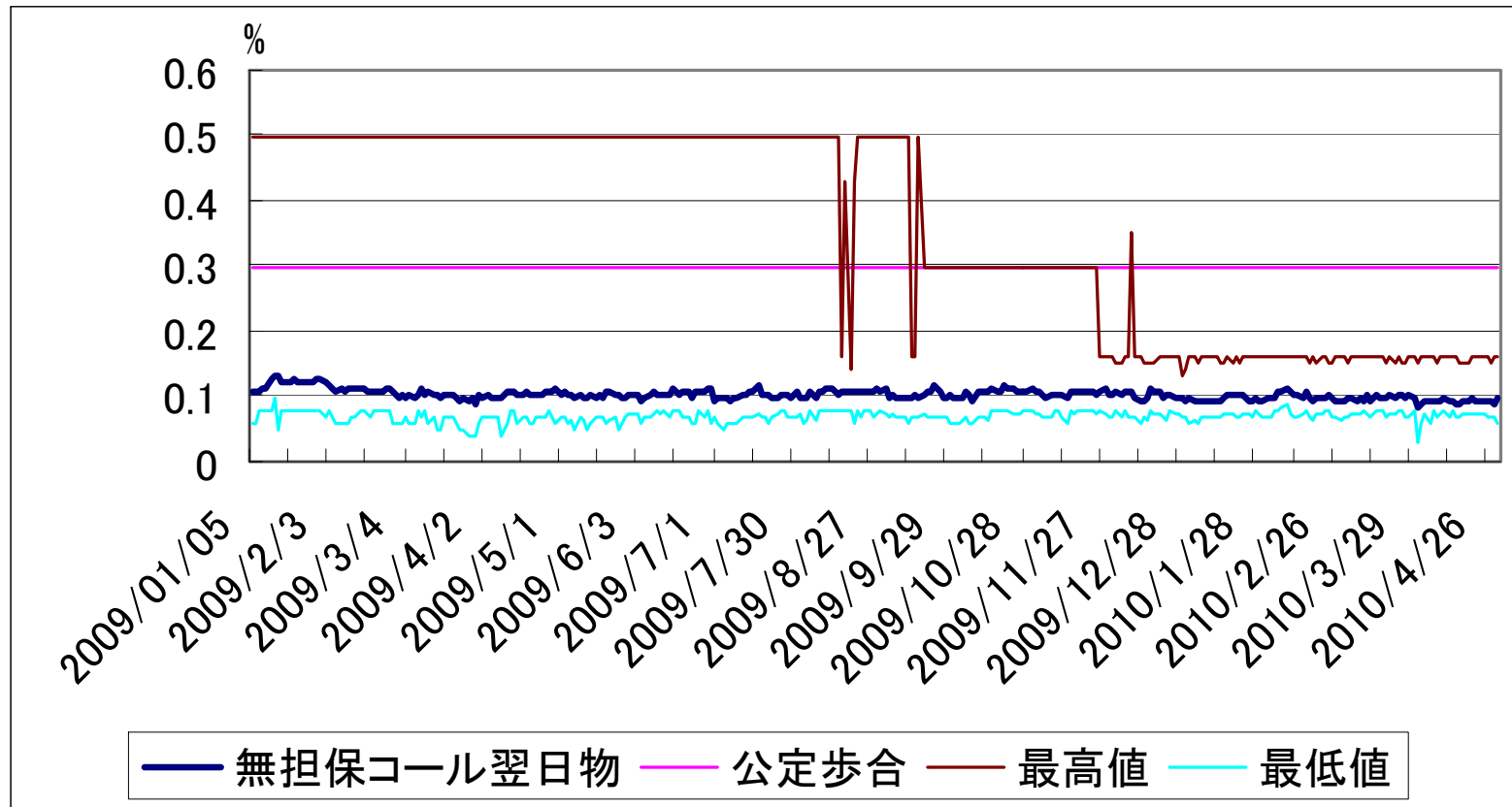
モラルハザード

- ゼロ金利政策、量的緩和政策、信用緩和政策という究極の金融政策は、金融機関にモラルハザードを生み出す可能性がある。
- 2つのタイプのモラルハザード
 - 非効率な金融機関が淘汰されない
 - 効率的な金融機関が事実上の補助金を受ける

業態別超過準備(月平均)の推移



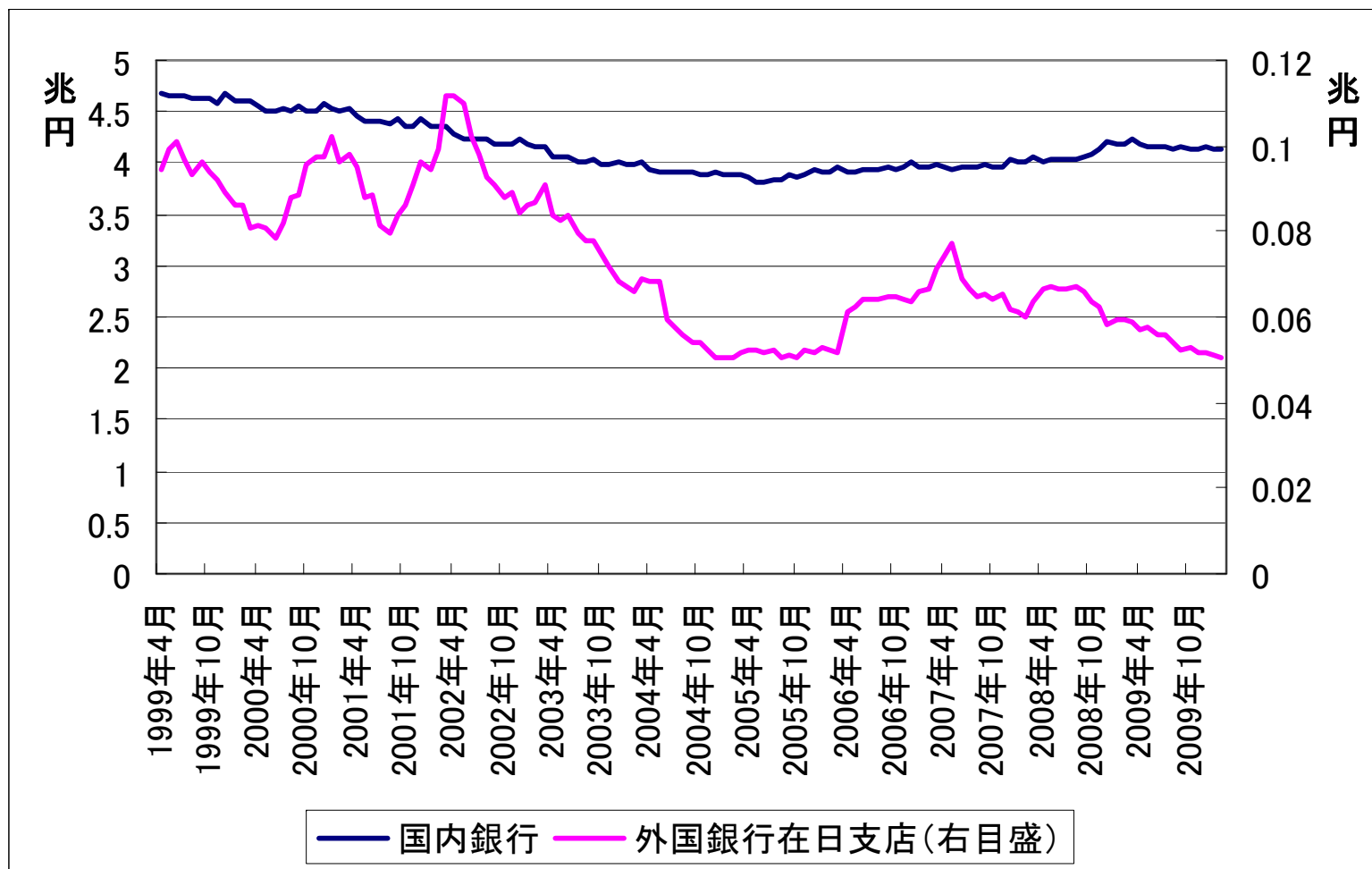
コールレートの推移



外国銀行

- 0.1%以下の金利で調達した円を日銀当座預金で運用
- 間接的に邦銀のドル資金調達を容易にする。
- しかし、ポートフォリオ・リバランスの効果があっても、国内の貸出増加にはつながらない。
- また、外国銀行への大量の資金供給は、いわゆる「円キャリー・トレード」を助長し、世界的な資金余剰の一端を担う可能性。

邦銀と外国銀行の貸出残高の推移



全体のまとめ

- 究極の金融政策は、市場の流動性リスクや信用リスクを減少させ、信用緩和政策として経済全体のパフォーマンス改善に役立った。
- しかし、同時に、本来マーケット・メカニズムで淘汰されるべき金融機関にモラルハザードを生み出す。
- 超金融緩和政策は、副作用はあったものの、「マクロ・プルーデンス政策」としての役割が重要であった。