

<中央銀行パネル>

金融危機後の日銀金融政策と短期金融市場

東短リサーチ 加藤 出

2007年8月に勃発した欧州短期金融市場での流動性危機、2008年9月の米リーマン・ブラザーズ破綻、そしてそれに伴う世界的な景気後退に対処するため、日本銀行は信用緩和策、無担保コールレート誘導目標引き下げ、補完当座預金制度（超過準備への付利）、長期国債買入れの増額、固定金利方式を含む短期資金供給の拡大、成長基盤強化策などを実施した。2010年10月には「包括緩和策」と題して、新たな時間軸政策の採用、国債、CP、社債、ETF、J-REITを対象とする資産買入れの開始、0～0.1%への無担保コールレート誘導目標引き下げを行っている。2011年3月の東日本大震災後には、「札割れ」を前提にした事実上の“無制限”短期資金供給、資産買入等基金の拡大、被災地金融機関支援資金供給オペなどを行っている。

それらの政策は金融市場にどのような変化をもたらしただろうか。主に短期金融市場の金利形成、市場参加者のビヘビアに着目しながら、今次金融危機以降の日銀金融政策の効果、問題点を整理してみる。

また、米 Fed の金融危機後の金融政策の効果と問題、それを受けた米短期金融市場の動向を分析することで、日銀金融政策へのインプリケーションを探ってみる。2010年11月に Fed が開始した大規模資産購入策第2段（いわゆる“QE2”）は、金融機関が保有するドル準備預金を約6000億ドル増加させた。しかし、そのほとんどは、米国における外国銀行の地区連銀口座に退蔵されており（米銀のROA重視及びFDIC保険料回避姿勢が背後で影響している）、米国経済を刺激することには至っていない。今年6月以降、米国のM2は急激な伸び率上昇を示しているが、それは欧州ソブリン危機を警戒したMMFのリスク回避行動など特殊要因によるものであり、“QE2”の効果ではないことに注意が必要である。

日銀に比べると、Fedは投資家に対するアナウンスメント効果を巧みに利用している。“QE2”は、そのアナウンスメントの影響力によって、投資家のポートフォリオを一時的にリバランスさせた。しかし、“QE2”は、Fed資産のデュレーション長期化に伴う出口政策時の困難、財政上のモラルハザード惹起の恐れ、という深刻なリスクも抱えている。事後的に振り返れば、“QE2”は国際金融市場におけるドル凋落の大きなきっかけのひとつだった、という評価になる恐れがあると思われる。

アラン・メルツァー・カーネギーメロン大学教授は、最近の米紙への寄稿で、「Fedは自分たちの行動の長期的な帰結を全く議論していない。それは誤りだ」とバーナンキ議長の姿勢を批判している。日銀も含め、アンコンベンショナルな金融政策を行う中央銀行の評価は、そういった長期的なリスクも踏まえた上でなされるべきと考えられる。