

〈中央銀行パネル：デフレ脱却と中央銀行〉

先進国中央銀行の非伝統的金融政策

—その手段、効果、問題点—

専修大学 田中 隆之

2008～09年の世界金融危機・同時不況に際し、先進各国では、まず金融システム安定化策が発動された。金融がとりあえずの安定を取り戻した後は、政策の重点が景気の刺激に移った。そして、当初財政政策が発動され、その後の追加的、継続的な景気刺激の役割は中央銀行の金融緩和に委ねられた。

ところがこの局面で日米英で政策金利がゼロに達し、通常の緩和手段である金利引き下げが使えなくなった。これに代わって開始されたのが、非伝統的金融政策である。

その手段として、まず中央銀行当座預金（準備預金）を増やす手法（A）がある。いわゆるポートフォリオ・リバランス効果を狙ったものだが、日銀が2001～2006年に行った量的緩和期の経験から、大きな効果がないことがわかった。このため、世界金融危機後の先進各国中銀は、非伝統的な金融資産の購入（B）によって、長期金利や民間金融資産のリスクプレミアムの低下をはかって来た。FRBのQE1～3、日銀の包括緩和における資産購入枠設定、BOEのQEなどがそれだが、これらは金融安定化の効果は高いものの、金融安定の下での景気刺激効果は大きくないことが明らかになってきた。

この間、中銀が将来の政策の道筋を約束（コミットメント）するフォワードガイダンス（C）も併用されてきた。これらは経済主体の「期待に働きかける」政策と総括できるが、多様な内容を含んでおり、注意深く整理、検討する必要がある。（元祖）時間軸政策（C1）は、短期の政策金利を将来も低く据え置く約束によって長期金利の低下をはかるが、金利の期間構成に関する期待仮説に基づいており、実証的にも効果が確認できる。

しかし、インフレ期待形成策（C2）や成長期待形成策（C3）は、景気刺激のツールがない場合（長期金利の低下などによっても資金需要が発生しない場合）は、機能しない。C2は、そのような状況下でも、中央銀行が通常は許容しない高インフレを放置することを市場が信じれば理論上は可能だが、1～3%のモデレートな物価目標設定では難しい。昨年末FRBが導入した失業率目標や、6月にBOE総裁への就任が決まっているカーニー氏が示唆する名目GDP目標はC3に当たるが、その効果の理論的根拠は薄弱だ。

昨年末から年初にかけて円安・株高が進行したのは、ユーロ圏を中心に世界経済のリスクが後退していたのを背景に、自民党公約の「大胆な金融緩和策」のアナウンスメントが、市場の「ケインズの美人投票」的行動を引き起こしたためである。一般に、資産価格は期待で動くが、財・サービス価格や賃金の決定に期待が入り込む余地は小さい。

非伝統的金融政策は、意図せざる結果として中銀による財政ファイナンス（マネタイゼーション）を進行させる。先進各国では、中銀が極力資産購入を控える形の金融緩和で時間を稼ぐ一方、政府を中心に成長戦略を進め、財政再建の方向に舵を切る必要がある。