

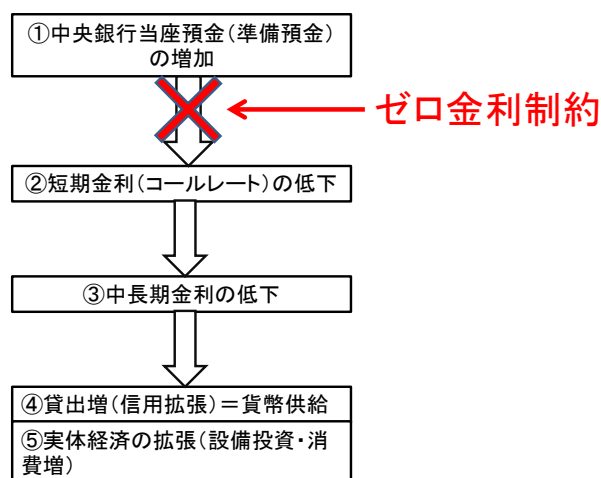
## 先進国中央銀行の非伝統的金融政策—その手段、効果、問題点

専修大学教授 田中隆之

### 1 非伝統的金融政策とは何か

#### (1) 通常の金融政策の波及経路

図表1 通常の金融政策の波及経路(緩和の場合)



(資料)筆者作成。

3

(注) 中銀は、①でマネタリーベースを増加させることができる。しかし、④で貨幣(マネースtock)を増加させることができるのは民間銀行: 民間銀行の貸出の増加→預金の増加→貨幣の増加

#### (2) 非伝統的金融政策とは

「ゼロ金利制約」下で②が機能しない→別の手段で③、④を機能させる政策

### 2 非伝統的金融政策の整理

#### (1) 非伝統的金融政策

A: 中央銀行当座預金への資金供給～狙い: 銀行の貸出(や有価証券投資)を誘発し、直接④を機能させる/量的緩和期の日本で実施→効果がみられず(超過準備が積み上がるだけ)/金融安定化策(銀行の資金繰り対策)としては機能

B: 資産購入(非伝統的金融資産の購入)～狙い: 長期国債(や民間のリスク資産)を買うことで、(信用スプレッド、リスクプレミアムの低下により)長期金利を引下げ、③を直接喚起/日銀の包括緩和、FRBやBOEのQEで実施→効果は限定的/金融安定化策(一般企業の資金繰りを意識した流動性対策)としては機能

C: 「期待」に働きかける政策(フォワードガイダンス)～3つに分けられる(次項)

図表2 金融政策の整理

政策	メカニズム	狙い	景気刺激効果	金融システム安定化効果	
通常の金融政策(短期金利引き下げ)	金利の裁定	長期金利の引下げ→貸出増加	○	—	
非伝統的金融政策	A: 中央銀行当座預金の増額	ポートフォリオ・リバランス	直接的な信用の拡張(貸出増加)	△	○
	B: 資産購入(非伝統的金融資産の購入)	信用スプレッドの低下、リスクプレミアムの低下	長期金利の引き下げ→貸出増加 直接的な信用の拡張(貸出増加)	△	○
	C1: フォワードガイダンス(長期金利の誘導)	短期金利の予想形成	長期金利の引き下げ(イールドカーブのフラット化)→貸出増加	○	—
	C2: フォワードガイダンス(インフレ期待の形成)	期待インフレ率の上昇	実質金利の低下→貸出増加	○	—
C3: フォワードガイダンス(成長期待の形成)	成長期待の上昇	投資増加	?	—	

(資料)筆者作成。

(2) 「期待」に働きかける3つの政策 (C)

**C1**：長期金利低め誘導（将来の政策金利を低水準に維持する約束）～狙い：市場の短期金利の先行き予想を低めて、長期金利の引き下げをはかり（「金利の期間構成に関する期待仮説」に依拠）、③を直接喚起

**C2**：インフレ期待形成策（将来高いインフレが来ても引締めを行わずにインフレを放置する約束）～狙い：インフレ期待形成で実質金利引下げ（実質金利＝名目金利－期待インフレ率）／景気刺激ツールがなくても、通常中銀が設定しない高いインフレ目標を設定、皆が信じれば機能／信認の厚い中央銀行では誰も信じない

**C3**：成長期待形成策（名目GDPや雇用が一定の水準・率に達するまで低金利、資産購入など緩和政策を続ける約束）～景気刺激ツールがない場合、成長期待も起きず

3 先進各国中銀の非伝統的金融政策と黒田日銀「異次元緩和」の位置

(1) 量的緩和期の日銀

- ・ A（中銀当座預金増額）にC1（期待形成：長期金利の低め誘導）を組み合わせた
- ・ Aの効果ないことが明らかに。ただしC1にわずかながら効果あり

(2) 世界金融危機後の各国中銀（総括）

a) 当初：金融システム安定化のための大幅な金融緩和（政策金利引下げ）、銀行への流動性供給、民間資産の一時的購入による民間信用の仲介【および、政府による金融機関への資本注入、景気刺激のための政府による減税、公共投資】

b) 金融システム安定化達成後：景気刺激のための非伝統的金融政策（ECBを除く）

(3) 世界金融危機後のFRBとBOE

- ・ B（資産購入）を採用（←日本の経験からAが効かないのが明らか）。FRBは、これにC1を組み合わせた。QE3でC3（成長期待の形成）も追加。BOEでは、カーニー次期総裁がC3の採用を示唆
- ・ Bとしては、FRBは、国債購入に加え、QE3でMBSなど民間資産購入による住宅市場活性化をはかる。BOEは、国債購入一辺倒
- ・ BOEは、相対型貸出誘導策（ファンディング・フォア・レンディング）も併用。
- ・ ただし、いずれも効果は小さい（Bの効果も限界が明らかに）

(4) 世界金融危機後の E C B

- ・ 非伝統的金融政策手段 (non-standard measures) を、景気刺激策そのものではなく、金融システム安定化 (景気刺激波及経路の阻害要因の除去) の手段と位置づけ
- ・ 国債を買っているが、売り戻し条件付きオペとしての LTRO が多く、買い切りとしての SMP (債権購入プログラム) や OTM (国債購入プログラム) の比率は低い

(5) 世界金融危機後の白川日銀

- ・ A から B に移行 (固定金利オペ(09.12~)は、B のメカニズムを強調。包括緩和(10.10~)の基金創設で B が鮮明に。物価上昇率 1% 達成までゼロ金利を続ける C 1 も導入。
- ・ 相対型貸出誘導策 (成長基盤強化を支援するための資金供給(10.6~)、貸出増加を支援するための資金供給(12.10~)) も併用
- ・ B / S の大きさ、資産購入の程度は、すでに先進国中銀最大

図表 3 先進国中央銀行のバランスシート規模 (対 GDP 比)

(%)

		総資産	国債※	民間金融資産など
FRB	量的緩和前	6.3	-	0.5
	現在	18.7	8.1	8.0
日銀	量的緩和前	16.8	11.7	-
	現在	33.4	24.0	1.7
BOE	量的緩和前	5.7	0.9	1.6
	現在	26.3	25.1	1.2

(注)「量的緩和前」は、07年1月末、日銀のみ2000年9月末。「現在」は12年12月末。※には、通常のオペによる国債残高を含まない。なお、「現在」の ECB の総資産を計算すると 31.7% となる。

(資料) 各国中央銀行データ、国民経済計算などより作成。

(6) 黒田日銀「異次元金融緩和」の位置

- ・ 主軸は B (より長期ゾーンの国債購入、民間資産購入によって長期金利、リスクプレミアム低下をはかる) ~ 明確化のため基金撤廃、銀行券ルール停止
- ・ ベースマネーの操作目標化は、効かないことが明らかな A の復活だが、「強力な金融緩和」をアピールし、期待に働きかける C の側面を意識したものか
- ・ 2% のインフレ目標設定を、本来の C 2 (インフレ期待形成策) とみることは困難 (2% 目標は、中央銀行が通常設定しない高い率ではない)。C 1 の意味はある
- ・ これまでの「成功」(円安、株高) の本質は、①円安誘導、②資産価格の高め誘導 (PKO)。これを引き起こしたのは C 1 ~ C 3 のいずれでもなく、資産市場参加者の「美人投票」的行動の誘発に成功したこと (「期待」に働きかける政策は、財・サービス価格、賃金には影響しにくい、資産価格には影響する)
- ・ B 本来のルートではなく、上記①、②が輸出拡大、資産効果を通して、景気刺激効果を持つ可能性あり

#### 4 若干の考察

##### (1) 先進国中銀が共通に置かれた問題状況

**問題点 1 B (資産購入)** 本来のルートに実体経済刺激の限界がある中、資産価格の上昇が実体経済への好影響を与えるルート (ミニバブル・ルート) に依存する状況 → 資産価格バブルの危険性 (問題先送り。将来のデレバレッジ激化の恐れ)

**問題点 2** 実体経済の刺激に効かないにもかかわらず (否、それゆえに)、中銀が資産 (国債) を際限なく買う状況 → 意図せざるマネタイゼーションによる財政規律の喪失、将来の財政破綻・財政インフレの可能性

##### (2) 「異次元金融緩和」成功の鍵

- ・ ①円安による企業収益押し上げ効果→投資増、②資産価格上昇→消費・投資増 (ミニバブル・ルート)、の2ルートがどれだけ機能するかに依存 (→成長によるデフレ脱却)

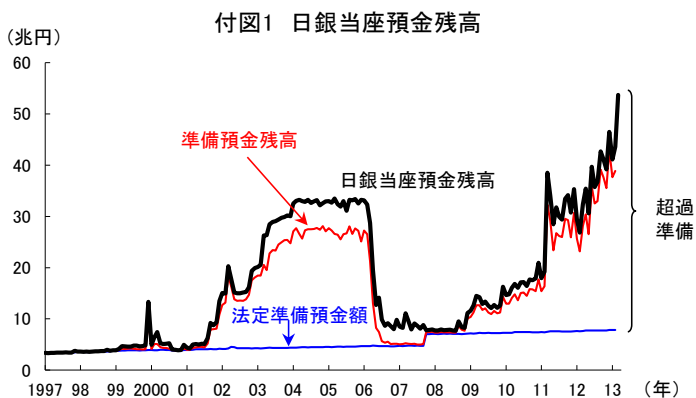
##### (3) 「異次元金融緩和」の2つの望ましくないシナリオ

- 1 物価目標達成するも成長が伴わない (賃金が上がらない) 可能性 (スタグフレーション) + 資産価格バブルの恐れ (将来のデレバレッジ激化)
- 2 2%物価目標が未達成で、際限無い国債購入の可能性
  - ・ 1の場合で、さらにインフレが加速したとき、インフレ抑制のための金融引締めは困難を極める。2の場合、財政破綻の思惑からの金利上昇を日銀の国債購入だけで抑えられないとき、利払い増による財政赤字拡大で財政破綻へ

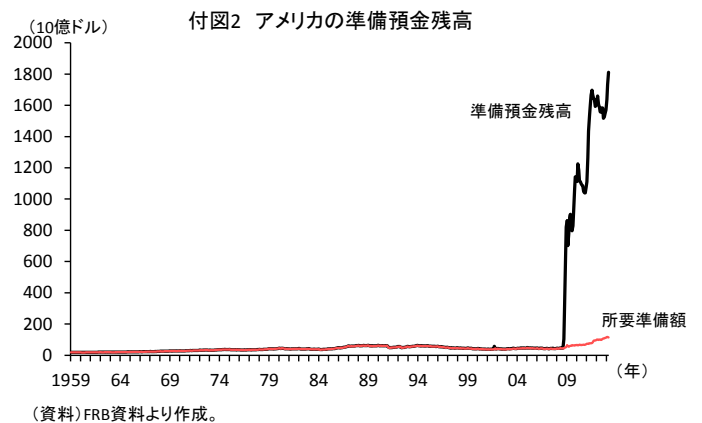
##### (4) より大きな問題を回避するために

- ・ 日銀は、①当面緩和的状況の継続をはかりながら、実際の資産購入を極力抑えるべき、② (とりわけ資産購入の) 出口戦略を少なくとも内部で十分に準備する必要。場合によっては、早期に出口の道筋 (いつでも巻き戻しができること) を示すべき

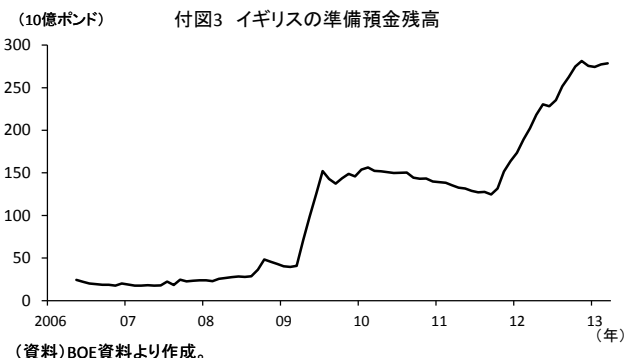
以上



(注) 日銀当座預金残高と準備預金残高の差額は、準備預金非適用先の日銀当座預金であり、証券会社、証券金融会社、短資会社などによるもの。右端は、2011年3月末(震災後)。(資料) 日本銀行資料より作成。



(資料) FRB資料より作成。



(資料) BOE資料より作成。