

<中央銀行パネル>

非伝統的金融政策における手段・枠組みの国際比較

クレディ・スイス証券 水野温氏

<主旨>

グローバル金融危機後、「ゼロ金利制約」に直面した主要先進国の中央銀行は、1) 資産買入れ、2) 貸出支援、3) フォワード・ガイダンス、4) マイナス金利政策、など非伝統的金融政策を導入してきた。ただ、世界経済の低迷が続く中、金融市場では、非伝統的金融政策（特に QE/APP など資産買入れ策）は「時間を買う政策」に過ぎないとの意見が増えてきた。金融緩和の波及経路は、実質長期金利低下に伴う、資産価格の押し上げと自国通貨安を通じたもの（「為替チャンネル」と「資産価格チャンネル」）が中心となり、「貸出チャンネル」が十分に働いていないため、非伝統的政策による実体経済の押し上げ効果は乏しい。日本銀行は、2013年4月4日に「量的・質的金融緩和（QQE）」を導入し、2016年1月29日にマイナス金利政策を導入した。マイナス金利政策は、自国通貨高防衛策としての色彩が強いが、多くの国が自国通貨安を望む中、為替チャンネルによる景気刺激効果は限定的である。また、円高ドル安進行、株価下落に加え、大手金融機関はマイナス金利政策が収益を圧迫するとの判断の中、預金受入れを抑制、低いスプレッドでの法人貸出に慎重になり、バランスシートを縮小させようとしており、少なくとも短期的には金融環境をむしろ引き締めた。QQE は「異次元緩和」と呼ばれているが、国債を中心とした資産の大量購入は、リスク資産の購入という「質的緩和」の部分は目新しいものの、黒田総裁が就任するまでの日本銀行の資産買入れの延長戦であった。一方、『マイナス金利付き QQE』は、民間金融機関の市場部門のみならず、預金・貸出業務、システム投資など本業に影響を与えるという意味で、わが国の金融サービス業界にとって、まさに真の意味で、「異次元」の金融緩和のフレームワークといえる。2015年にマイナス金利政策に踏み切った欧州諸国では、金融規制強化への対応もあり、民間のバランスシートは縮小し、金融機関の金融仲介機能は低下している。

主要先進国の中央銀行が景気下支え役を果たしたものの、日本とユーロ圏では構造改革と成長戦略が不十分で、財政健全化が進展したことも、景気回復力に乏しい回復が続いている。QE/APP を好感した長期金利低下・株価上昇・クレジットスプレッドのタイト化の効果は息切れしつつある。時間の経過に伴い、追加的な資産購入を継続しない限り、資産価格の正常化プロセスがスタートする。ハイ・イールド債（ジャンク・ボンド）のイールドが発行体のクレジット・リスクを反映した適切な水準に上昇した場合、低金利で格付けの低い企業が資金調達できなくなると、米国のリスク資産市場は悪循環に入る可能性が高い。安全資産として米財務省証券に資金がシフトする可能性が高い。2016年は「グローバルな金融緩和の効果と限界」が金融市場のテーマになろう。また、「クレジット市場の blow up（流動性枯渇・崩壊）」が tail risk と判断される。

本パネルでは、まずパネリスト3氏にそれぞれFRB、ECB、BOEの非伝統的金融政策を論じていただいた後に、日銀の政策にも言及しながら議論を深めていくこととしたい。