

## <中央銀行パネル>

### 「新常態」、コロナ危機下の中央銀行——直面する課題と政策の国際比較

座長：大和総研 中曾宏

## <パネル趣旨>

2008年の国際金融危機により世界は深刻な景気後退リスクに晒された。政策金利の引き下げ余地を残していた欧米の中央銀行は累次の利下げによって対応したが、「ゼロ金利制約」に直面すると、いわゆる「非伝統的金融政策」に着手した。他国に先駆けて2000年代初頭には「ゼロ金利制約」に直面していた日銀は、リーマンショック後、僅かな利下げ余地を使い切ったからは「非伝統的金融政策」に回帰し、それ以降は欧米の中央銀行とともに未踏の領域を奥へ奥へと進んだ。非伝統的な金融政策の枠組みは国によって相違はあるが、基本的には、①長期金利の引き下げ、②リスクプレミアムへの働きかけ、③マイナス金利、④インフレ期待への働きかけ、といった要素を持つ。

FRBは主要国の先鞭をつけるかたちで2015年以降、正常化に向けて舵を切った。しかし、その後、2019年には米中貿易摩擦などの不確実性に配慮した保険的な連続利下げを行い緩和に復帰した。同時に、金融緩和の持続性や機動性を高める観点から着手された政策枠組みを見直す検討を経て、2020年9月には「平均物価目標」を導入した。ECBでは正常化への展望は開けていなかったが、2020年1月、FRBと同様な戦略的見直しに着手することが決定され、本年6月にはその検討成果が公表される見通し。日銀は2016年夏の「総括的検証」を踏まえて同年9月に導入したイールドカーブコントロールのもとで金融緩和を継続してきた。物価安定目標までの距離が依然遠いことから、イールドカーブコントロールの大枠は維持しつつ、政策の持続性を確保するための点検結果を本年3月に公表する。

2020年、世界経済は新型コロナウイルス感染拡大（コロナ危機）の影響により急収縮した。各国中央銀行は、利下げ余地のあったFRBがこれを使い果たした後は、危機拡大を防ぐ観点から、①流動性の潤沢供給、②各種金融市場の機能回復、③企業金融支援といった側面から、リーマンショック時に用いた各種支援措置を迅速に再導入し、必要に応じて強化するとともに新たな手段も導入した。これらの手段は、「最後の貸し手」としての機能を拡充した政策ツールと整理できる。

以上の現状認識を踏まえ、当パネルでは田中隆之氏（専修大学）、河村小百合氏（(株)日本総研）、井上哲也氏（野村総合研究所）という金融政策の専門家をパネルに、北坂真一氏（同志社大学）を討論者にお招きして以下の論点について議論を行う。

第一には、各国の非伝統的金融政策の効果である。具体的には、マクロ需給ギャップの改善やインフレ期待の引き上げに対する効果や、随伴した金融システム面などへの副作用についての評価である。

第二には、コロナ危機に対処するために各国中央銀行が実施した政策措置について、共通点と相違点を踏まえた上で効果をどう評価するか、という点である。また、「最後の貸し手」機能を強化したとも言えるこれらの措置と非伝統的な金融政策との関係をどう理解したら

よいかといった論点もある。

第三には、出口戦略の展望である。非伝統的金融政策からの出口は **FRB** が経験したところだが、その後、コロナ危機対応を経て各国中央銀行のバランスシートの規模はかつてない水準にまで膨らんでいる。利上げと資産買入れの縮小等を通じたバランスシートの圧縮とを組み合わせた **FRB** の手法は日欧にも適用できるのだろうか。また、正常化の過程で予想される中央銀行収益の悪化の影響が金融政策遂行の支障となるか、といった問題もある。なお、日銀については、2006 年の「量的緩和政策」からの出口と異なる点として長期国債主体の資産保有構造となっている点があるほか、**ETF** のような期落ちしない資産の縮小方法など固有の論点がある。

第四には、出口後の「新常态」のもとでの金融政策の枠組みのあり方についてである。例えば、新常态のもとでの中央銀行のバランスシートの規模が大きなものに留まるもとでの金融調節手法のあり方はひとつの論点だ。所要準備を一定の積み期間に過不足なく積むことを前提とした国際金融危機以前の伝統的な金利誘導手法は、中央銀行の調節デスク経験者のノスタルジアとして残るだけになるのだろうか。この点についても **FRB** の経験が指針になるが、大きな超過準備が存在するにも拘わらずレポレートが跳ね上がった 2019 年 9 月の市場の反応をどう理解すればよいのか、といった疑問が残る。また、より根本的な課題として、低い自然利子率のもとで中央銀行は金融政策の運営上、緩和余力を取り戻すことができるのか、2000 年代の低成長・低インフレの主因ともなった周期的な金融危機を回避する上で金融政策には何ができるか、といった点もあるだろう。

以上の論点について、フロアからの参加も含め、パネリスト間の活発な議論を行いたい。司会は前日銀副総裁中曾宏（大和総研理事長）が務める。