

各国中央銀行の金融政策



河村 小百合

危機後のFedの金融政策運営

二〇〇〇年代入り後も長期にわたる景気拡大を謳歌していた米国経済は、二〇〇八年秋の金融危機後、一九三〇年代に経験した「大恐慌」にも並ぶといわれる「大不況」状態への転落を余儀なくされた（図表1）。Fedは政策金利であるFFレートの誘導水準を急激かつ大幅に引き下げ、二〇〇九年初にはゼロ%近傍（〇・二五%）に到達した。これは当時「事実上の下限」と考えられていた水準で、彼らとして初めて直面する事態ではあったが、それでもなお、経済の底割れは止まらなかった。

二〇〇八年九月のリーマン・ショック以降、各国の中央銀行は従前とは大きく異なる手法の金融政策運営に乗り出すことになった。本稿では、米連邦準備制度（以下Fed）および欧州中央銀行（以下ECB）を中心に、彼らがいかなる考え方にに基づき、いかなる「非伝統的な手段」による金融政策運営を展開してきたのか、そして今、先行きをにらみ、そのような政策運営をいかに収束させようとしているのかについて述べることにしたい。

図表 1 Fedの政策金利(FFレート・ターゲット)とアメリカの長期金利、物価および雇用情勢の推移



(資料) Datastream を基に日本総研作成。(注) 長短金利は月初値。

参考となる先行事例は唯一、日銀が二〇〇一年～二〇〇六年の間に行った「量的緩和」政策だった。Fedは二〇〇八年の時点で、日銀が世界で初めて試みたこの経験をスタッフに詳細に分析させ、金融政策運営を決定する連邦公開市場委員会(FOMC)でも議論したうえで「ゼロ金利」でマネタリーベース増加を目標とする金融政策運営を行っても、市中に出回る貸出、ひいてはマネー・サプライは、プラスの金利下におけるように増加せず、実体経済への効果に乏しい」と結論付けた。そして、二〇〇

六年までの「量的緩和」時代の日銀、および二〇一三年以降今日に至る「量的・質的金融緩和」期の日銀とは異なる考え方に基づき、「非伝統的な手段」による金融政策運営を展開していった。

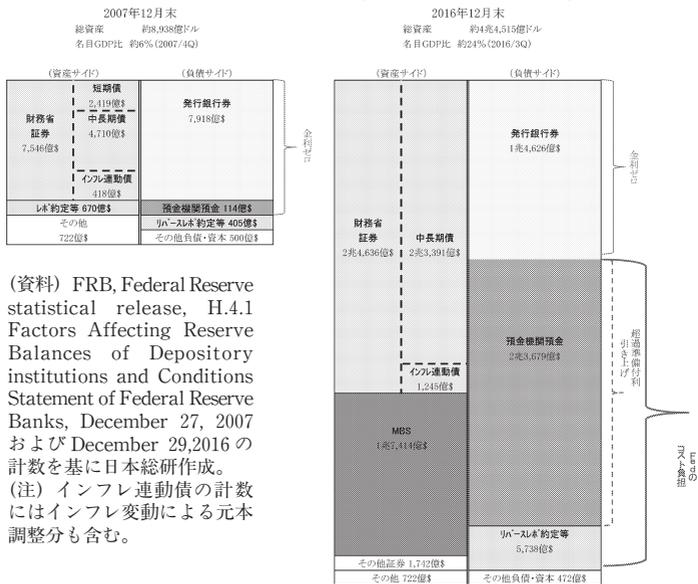
それは具体的には、米国の金融市場の中核である住宅金融市場のMBS(住宅ローン担保証券)や財務省証券(国債)をFedが大規模に買い入れることにより、ターム・プレミアムに働きかけて長期金利の押し下げを図り、米国経済の底割れを押しとどめようとするものであった。このような金融政策運営は、結果的にマネタリーベースは増えるが、決してそれが政策目標ではないという意味で、バーナンキ議長(当時)をはじめFedの当局者達は皆、自らの政策運営について、日銀の二〇〇〇年代の「量的緩和」とは明確に区別すべく、一貫して「大規模な資産買い入れ」ないしは「信用緩和」という呼称を使用している。

さらにFedは、このような初めての手段による金融政策運営を六年間「漫然と継続」することはせず、都度、立ち止まりながら、現在進行形でその効果(長期金利押し下げ)を計量分析によって把握して政策の意義を確認し、資産の買い入れ方法も工夫して数回、変更しながら、慎重に政策運営を進めていった。加えてFedの場合、こうした政策運営がもたらす副作用

やリスクとして、①証券市場の機能の毀損、②金融政策運営をスムーズに正常化できるかにかかる信認の低下、③金融の安定性へのリスク、④Fedの財務運営面での損失発生の可能性、等の点があり得ることを、「大規模な資産買い入れ」の実施中から認め、いずれ来たる正常化局面での政策運営の在り方についても早期から十分に検討し、これらの点を対外的にも誠実に、丹念に説明してきた。どこまで進めるのであればきちんと後戻りできるのかも周到に計算したうえで資産買い入れは進められ、二〇一四年秋には新規買い入れは停止された。現在はずでに正常化プロセスに入っているが、こうした周到さをもってしてもなお、道のりは険しそうに見受けられる。

危機前後でのFedのバランス・シートの規模およびその構成を比較すると（図表2）、危機前には、Fedの負債勘定の大宗は「発行銀行券」が占め、「預金機関預金」（準備預金）はごく限定的であったものが、危機後には多額に買い入れた財務省証券やMBSの見合いとして「預金機関預金」が急増していることがわかる。これは、市場参加者にとつての「巨額の余剰資金」が行き場なくFedに預けられていることを意味し、このままでは誰も資金不足ではないゆえ短期金融取引は発生せず、市場金利もつかないため、いつまで

図表2 Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較（2007年末と2016年末）



たつても「ゼロ金利」のままとなつてしまつた。そこでFedは、かつては無利子であつた「預金機関預金」に付利して、その水準を徐々に引き上げ、同

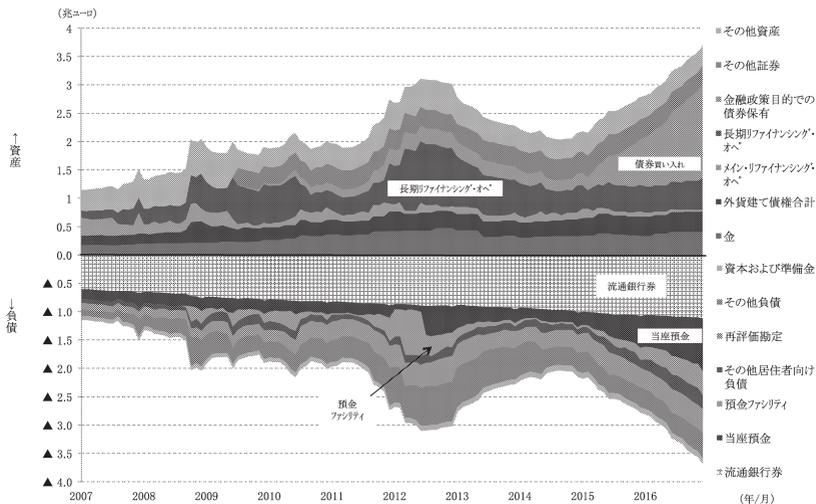
時に、短期の資金吸収オペなども併用することによって、かつてほどではないにせよ市場参加者による短期金融取引が成立し、市場金利が形成されるように促すという手法を編み出した。そして、それがある程度まで進んだ時点で、今度は買い入れた資産を、満期が到来した時点で順次手放す「満期落ち」を開始して、徐々に資産規模を縮小させ、数年かけて、元のようなスリムなバランス・シートの状態を回復させて、従来の「伝統的な手段」による金融政策運営ができるようにする、という正常化プロセスをとることを想定している。

現在はこの戦略に沿い、二〇一五年末と一六年末の二度にわたり、付利の引き上げ誘導を行ったところながら、昨秋の大統領選挙後の金融・経済情勢の変化を受け、二〇一七年以降はFedが正常化を加速させる可能性が生じている。遠からず、買い入れ資産の「満期落ち」による資産規模の縮小開始が視野に入る可能性もある状況だといえよう。

ECBの金融政策運営

欧州においても、二〇〇八年以降の金融危機は、金融システムに深刻な打撃を及ぼした。加えて二〇〇九年以降、欧州債務危機が発生し、ECBは主要中央銀行のなかでも、もつとも厳しい金融政策運営を迫られ

図表3 金融危機前からのユーロシステムの資産／負債の主な内訳別推移



(資料) ECB, “Statistical Bulletin” データを基に日本総研作成。
 (注) 本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成。

たといえる。

しかしながら、そうした状況下でありながら、ECBは、この頃のFed等とは対照的に、ユーロ圏各国の国債を買い入れて、自らの資産規模を大幅に拡大させるような金融政策運営は行わなかった（図表3）。

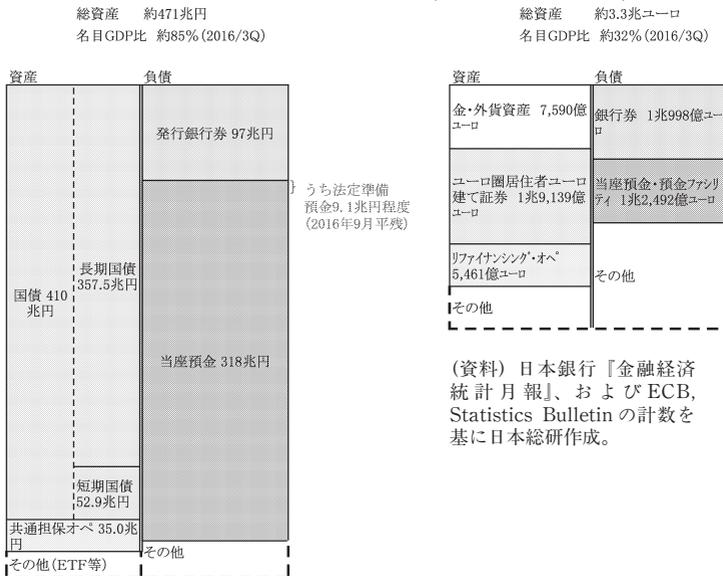
ECBは、①中央銀行として、一度、国債を買い入れてしまうと、各国政府の財政運営が緩み財政危機の問題が根本からは解決されなくなることや、②買い入れた国債を反対方向の売りオペに出すことは容易ではないこと、また、③欧州の場合には資本市場中心の米国とは異なり、銀行システムが金融仲介の中核であることなどを勘案し、「伝統的な手段」である「長期リファイナンスング・オペ」の条件を緩和して大規模に実施することを通じて民間金融機関に潤沢な資金供給を行い、彼らがユーロ圏各国の国債を保有し続けられるようにして、危機を乗り切る道を選んだ。そうした金融政策運営が奏功し、ECBの資産規模は、危機が一服した二〇一四年頃には、元の規模近くに速やかに縮小した。

もともと欧州ではその後、債務危機の後遺症もあり域内経済のデフレ傾向の強まりという新たな問題が深刻化した。ECBはこれに対応するため、二〇一四年

六月から金融政策運営方針を大きく仕切り直した。具体的には、中央銀行として資産買い入れ等によりバランス・シートを拡大させる政策（「バランス・シート政策」）について、債務危機時には消極的であったものを従来より積極的に用いるスタンスに転換したのに加え、「マイナス金利政策」も導入した。このような新たな金融政策運営をECBは自ら「信用緩和」と称している。そのスキームは、先行きのことを考えてよく練られたものとなっており、例えば、マイナス金利政策も、日銀とは導入する段階、順番が全く異なっている。日銀が「量的・質的金融緩和」を三年余り実施して、買い入れ資産や超過準備を巨額に抱えるに至ってから導入したのに対し、ECBは超過準備がほとんど存在せず、危機前と同じ従来型の金融調節を行い得ている環境で、二〇一四年六月にまず最初に「マイナス金利」を導入した。その結果、ユーロ圏では短期金融市場が日本の「マイナス金利」導入後のように、事実上の機能停止状態に陥ることはなく、各国債の大規模な買い入れはその後の二〇一五年三月から開始された。このように、ECBの「信用緩和」政策は、日銀やFedが現在、直面しているような超過準備の極端な増加にはつながらないように設計されている（図表3）の「当座預金」および「預金ファシリティ」参

も、照。現在のECBのバランス・シートの構成をみて、日銀のそれとは極めて対照的な姿となっております。

図表4 日銀とECBのバランスシートの大まかな見取り図の比較
(2016年11月末時点)

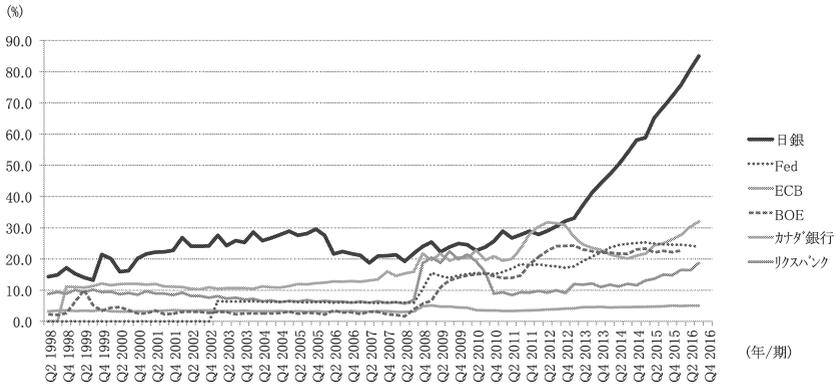


(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、および ECB, Statistics Bulletin の計数を基に日本総研作成。

先行きの金融政策運営の持続可能性に配慮する各国中銀 Fed や ECB 以外の主要中央銀行は金融危機後、どのような金融政策運営を行ってきたのだろうか。二〇〇八年の金融危機以降、少なからぬ主要中央銀行が、時期はそれぞれながら「資産買い入れ」や「マイナス金利」といった「非伝統的な手段」を含めて異例の金融政策運営に乗り出し、先行きの一定のリスクを伴う領域にまで足を踏み入れているのは事実である。ただし、自らの資産規模を一方かつ極端に拡大

(図表4)、超過準備の増加が、日銀と比較すればかなり抑制されている。このように ECB は、デフレ対策として異例の金融政策運営を行うのに際しても、先行き、いかなる変化に直面しようとも金融政策運営のコントローラビリティが失われたり、自らの財務運営が持続不可能となるようなことは決してないように、慎重な設計と判断に立ちつつ、金融政策運営を行っているといえよう。なお、二〇一六年十二月、ECB は、資産買い入れの期間を二〇一七年末まで延長するが、買い入れ規模は月八百億ユーロから六百億ユーロに落とすことを決定した。そこからは、「積極的なバランス・シート政策」を採るとしても、その限界をわきまえる慎重な姿勢が窺われる。

図表 5 主要中央銀行の資産規模の推移（名目 GDP 比）



(資料) Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総研作成。
 (原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden.

させている事例は日銀以外には殆ど見当たらない。むしろ、ECBをはじめとして、資産規模を一時的に拡大させてもほどなく縮小させるなどとして、各中銀が抑制に努めている様子が窺われる(図表5)。本稿ではFedやECB以外の中央銀行の金融政策運営を論じる紙幅は残されていないが、どの中央銀行も、先行きの金融政策運営のコントロールラビリティや持続可能性の確保に配慮した金融政策運営を行っている結果が、この資産規模の推移に端的に表れているように見受けられる。各主要中央銀行においては、「非伝統的な手段」によることも、目先の政策課題だけに振り回されてしまうことなく、狙ったとおりの効果が確認できているか、先行きの政策運営もきちんと続けていかれるかどうか、きちんと後戻りして正常化させられるかどうかについても常に念頭に置き、今、わが国で行われているのとはだいぶ異なる、思慮深い、責任ある政策運営が行われていることは間違いないといえよう。

(株) 株式会社日本総合研究所調査部 主任研究員・京大・法・昭63