

日銀のバランスシートは大幅拡大 出口戦略は米・欧より困難に

日本と米・欧の非伝統的金融政策を比べると、日本の出口政策が最も困難であることが分かる。

かわむら 小百合
(日本総合研究所主任研究員)

2

008年のリーマン・ショック以降、主要国中央銀行の金融政策運営は大きく様変わりした。それまで、「非伝統的手段」による金融政策運営を行っていたのは日本銀行のみだったが、08年以降は、欧米主要国の中央銀行も危機対応として、軒並み日銀と同様の政策運営に踏み切らざるを得なくなった。

その後も各中銀は、目的を「実体経済の刺激」「インフレ目標の達成」という具合に微妙に変化させつつ、非伝統的手段による超金融緩和状態は足元まで継続している。そして黒田日銀は今年4月、「異次元緩和」に踏み切った。

このように近年、主要国の中央銀行は、さながら「量的緩和競争」を繰り広げてきた感がある。その際、中銀にもよるが、異例の規模で各国債を買い入れているケースが少なくない。こうした金融政策運営の現状

を踏まえたうえで、それが各国の国債市場、ひいては金融・財政政策運営に、いかなるリスクを及ぼし得るのかを検討したい。

各中銀の政策運営

まず、各国中銀による非伝統的な政策運営の内容を比較してみよう(表)。米国は元来、債券市場における民間住宅金融関連債券のウエートが高く、米連邦準備制度理事会(FRB)は、危機直後に打ち出した量的緩和策(QE1)では主に住宅金融関連債券の購入を通じて、金融仲介機能の回復を目指した。

しかしその後、QE2、QE3と推移するなかで、政策目的の軸足が「実体経済の刺激」に移り、次第に米国債が米連邦準備制度(Fed)が買い入れる資産の中心となりつつある。他方、英イングランド銀行(BOE)は、当初から市中に供給する

資金量の拡大を目標に掲げ(文字通りの「量的緩和」)、これまで多額の英国債を買い入れてきた。

日銀の場合、白川方明前総裁時代から、資金供給の量的な側面のみならず、質的な側面(一定の信用リスクのある商品の積極的な買い入れ)も重視され、黒田東彦新総裁体制になってもその考え方は受け継がれた。しかし、日本の債券市場では国債が極めて大きな残高シェアを占めており、日銀が買い入れる資産の多くも国債とならざるを得ない状況だ。

そうしたなか、欧州中央銀行(ECB)は、日米英中銀とはかなり質的に異なる政策運営を行っている。ECBの場合、リーマン・ショックと債務危機が立て続けに発生・長期化したにもかかわらず、各国債の買い入れを可能な限り回避した。10年からギリシャ国債などを対象に、例外的に実施されたSMP(証券市場プログラム)は12年に打ち切られた。

債務危機がピークに達していた12年9月に導入されたOMT(短・中期国債買い切りオペ)に至っては、適用のハードルが高く設定され、これまでのところ同スキームを通じた国債の買い入れ実績は皆無だ。

こうした判断の背景には、①各国債をECBが安易に買い入れることによる各国の財政規律の緩み、②国債市場における価格形成への悪影響、③出口局面での政策運営の困難さ――などへの懸念があったものとみられる。

代わりにECBは、適格担保基準を大幅に緩和することによって、危機に瀕した各国債を担保として受け入れつつ、加盟各国の民間銀行に対して、異例の長期・無制限の大規模資金供給(LTRO)を行った。このためECBは、バランスシートの規模こそ他の中銀並みに大きく膨らんだものの、同行が買い入れた資産の規模(名目GDP比)は12年末時点で3%強と、他中銀に比較してごく小幅にとどまっている(表)。

このようにみると、非伝統的金融政策運営の内容では、ECBのみ立場をかなり異にしており、Fed、BOEと日銀が同じグループに属しているのとみることができよう。各中銀が買い入れた国債の規模を12年末時点で比較すれば、日銀がこの時点で35%とすでにトップ、これにBO

主要国中央銀行の非伝統的金融政策運営における国債の位置づけ（2012 年末時点）

中央銀行	プログラム	買入れ資産	ピーク規模 (自国通貨建て)	ピーク規模 (ドル換算)	対経済規模比率 (%)
米連邦準備制度	QE1 (量的緩和第1弾)	GSEエージェンシー債	1750億 ^{ドル}		1.2
		MBS (住宅ローン担保证券)	1兆2500億 ^{ドル}		8.7
		米国債	3000億 ^{ドル}		2.1
	QE2	米国債	6000億 ^{ドル}		4.2
	満期拡張プログラム	米国債	6670億 ^{ドル}		4.7
	QE3	MBS	1600億 ^{ドル}		1.1
		米国債	0		0.0
英イングランド銀行	APF (資産買い入れファシリティ)	英国債	3750億 ^{ポンド}	5900億 ^{ドル}	26.0
		CP (コマーシャル・ペーパー)	19億7000万 ^{ポンド}	31億 ^{ドル}	0.1
		社債	16億 ^{ポンド}	25億2000万 ^{ドル}	0.1
欧州中央銀行	CBPP (カバード・ボンド買い入れプログラム)	カバード・ボンド	600億 ^{ユーロ}	810億 ^{ドル}	0.7
	SMP (証券市場プログラム)	ユーロ圏各国債	2200億 ^{ユーロ}	2970億 ^{ドル}	2.4
	CBPP2	カバード・ボンド	400億 ^{ユーロ}	540億 ^{ドル}	0.4
	OMT (アウトライト金融取引〈短・中期国債買い切りオペ〉)	ESMプログラムの適用を申請したユーロ圏各国債	0	0	0.0
日本銀行	買い切りオペ	日本国債	106兆8000億円	1兆2530億 ^{ドル}	21.3
		CP	3兆円	350億 ^{ドル}	0.6
		社債	1兆円	120億 ^{ドル}	0.2
	APP (資産買い入れプログラム)	日本国債	44兆円	5160億 ^{ドル}	8.8
		国庫短期証券	24兆5000億円	2870億 ^{ドル}	4.9
		CP	2兆2000億円	260億 ^{ドル}	0.4
		社債	3兆2000億円	380億 ^{ドル}	0.6
		ETF	2兆1000億円	250億 ^{ドル}	0.4
		Jリート	1300億円	20億 ^{ドル}	0.0
連邦準備制度 計			3兆1520億 ^{ドル}	3兆1520億 ^{ドル}	22.1
イングランド銀行 計			3790億 ^{ポンド}	5960億 ^{ドル}	26.3
欧州中央銀行 計			3200億 ^{ユーロ}	4320億 ^{ドル}	3.5
日本銀行 計			186兆9300億円	2兆1930億 ^{ドル}	37.3

(注)ドル建て値は、2009年1月～2012年11月までの各国通貨の対ドル為替相場の平均値を用いて換算。連邦準備制度のQE3による月次の買い入れと日銀の買い切りオペによる月次の買い入れ額は、ともにオープン・エンドのものであるが、ここでは2012年12月までの計数。連邦準備制度のQE3による米国債の買い入れは、2013年中、月当たり450億^{ドル}のペースで実施される予定。□は各国債
(出所)米セントルイス連銀2013年1・2月号『レビュー』、ECBプレスリリース(2012年9月6日)などを基に、日本総合研究所作成

Eの26%が続く。13年春に発足した黒田日銀は、さらに大規模な国債買い入れを行っているため、今後の国債の買い入れ規模は日銀が断トツとなることがほぼ確実な状況だ。

こうした政策運営の結果、各国の国債金利は低下傾向をたどった。もともと足元では、日銀が導入した「異次元緩和」の規模があまりにも巨額であったことや、米国で出口局面が視野に入り始めたことなどを映じ、市場のボラティリティー（変動率）が増大する、といった副作用も出てくる。

出口戦略の難易度は

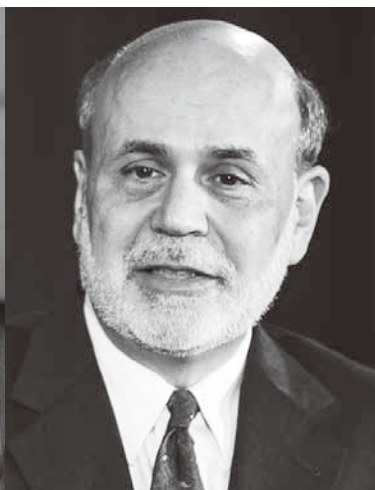
各中銀にとっては今後、政策目的が達成されるなど然るべき時期が到来した際、出口局面の政策運営をいかに円滑に行うかが最大の課題だ。

ただし、ECBについては、ドラギ総裁が6月6日の理事会後の記者会見で胸を張ったように、12年までの危機対応分については既に出口局面が円滑に進行しつつある。これは、資金供給に際して国債などの資産買い入れという手段をほとんど用いなかったことに加え、市場メカニズムの機能を尊重した資金供給策を中心に据え続けたことによる。

市場の緊張が緩和した昨今、ECBが特段の政策アクションを起こさ



日銀の黒田東彦総裁



FRBのバーナンキ議長



ECBのドラギ総裁

Bloomberg

なくとも、民間銀行は自主的に資金の返済を進め、ECBのバランスシート規模はすでに明確な縮小基調に入っている。ユーロ圏の各国債市場においては、ECBの金融政策運

営に起因する金利の急上昇やボラテイルティの増大などの動きは観察されておらず、出口局面が円滑に進行しつつある。ゆえに、非伝統的政策からいかに抜け出すかは、もっぱら日米英の中銀の課題といっても過言ではなからう。

出口局面においては、景気好転などを受け、市場金利はすでに上昇基調に入っていることが想定される。量的緩和で供給した「過剰流動性」を永久に放置することはできず、各中

銀はいずれ、買い入れてきた国債などを市中に売却し、資金吸収を行わざるを得ない。そうしたオペ自体が、市場金利のさらなる上昇を促すこととなるほか、中銀としても高値で買い入れた国債を安値で売却せざるを得ないこともあり、実際の運営は相当に困難なものとなることが考えられる。

ちなみに、国際通貨基金（IMF）は4月、日米英の中銀が出口局面の政策運営によって被る損失の規模の試算を示した。その結果は前提によってケ-

ス分けされているが、テールリスク（確率は低いが発生すると大きな損失を被る）が顕現化した最も厳しい金利シナリオの場合、今後、バランスシート拡大（さらなる資産買い入れオペ）がなければ、損失規模はBOEが最大（12年の名目GDP比で4%台半ば）、これにFed（同3%程度）、日銀（同2%程度）が続く。

これに対し、今後、「異次元緩和」で掲げているシナリオ通りに日銀のバランスシート拡大が進んだ場合、損失規模の順位は逆転し、日銀が最も大きく、14年末時点で同7・5%（約35・7兆円相当）、13年末時点でBOEが同6%弱、Fedが同4%強、と見込まれている。なお、前提とする金利シナリオの水準・形状は各国によって異なり、日本は米英対比で2%程度低い金利シナリオが想定されているにもかかわらず、損失規模は最悪、という結果となっている。出口局面のオペの困難度がうかがい知れよう。

米国の出口が先行事例

そうしたなか、バーナンキFRB議長は6月19日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、雇用・物価情勢がそのまま順調に推移すれば、今年後半にも量的緩和策

の縮小を開始し、来年半ばには打ち切る可能性があることを示唆した。FRBの場合、日英中銀と同様、資産買い入れを量的緩和の主軸に据えたため、出口局面ではオペのスタンス転換という明確な政策アクションを必要とする。このため同議長は、そうした政策転換を事前に十分に市場に織り込ませるため、今回の発言を行ったものと推察される。

今後のFRBの「出口」に向けた政策運営が、日銀にとって貴重な先行事例となることは間違いない。その際のポイントは、①いかなる経済指標によって量的緩和の目標が達成されたと判断するか、②政策転換のどの位前の時点から市場に示唆して市況に織り込ませるか、③市場金利について出口局面で一定の上昇はやむを得ないとみられるが、実際にどの程度の変化で着地させるように促すか——といったあたりであろう。

そして日本の場合、もう一つの難題がある。公債残高の規模が、米英に比べて極めて大きいため、市場金利の上昇が借り換えを含む財政資金調達の大きな負担となり得る。そうしたなかで、政府が日銀の損失を穴埋めしつつ、安定的な財政運営を継続できるか。日本としてはそうした将来のリスクを見据えて、細心の注意を払いつつ、金融・財政政策運営を行うことが求められている。

