

非伝統的金融政策と中央銀行バランスシート

矢島 格

各国中銀による非伝統的金融政策

07年夏発生したサブプライム危機に端を発した今次金融危機に対して、主要中央銀行は、政策金利引下げのほか、金融市場の安定性確保などを目的として、多様な金融調節手段や資金供給拡大策をとってきた。

これらのうち、中央銀行が買入れる資産の範囲と規模を従来以上に拡充させる政策は、一般的に非伝統的金融政策と呼ばれており、伝統的金融政策が十分に効果を発揮しない状況においてとられる政策と考えられている。

例えば、Bernanke and Reinhart (2004) は、政策金利が 0% 近くなり、更なる政策金利引下げがとれない状態での非伝統的金融政策として、市場が期待する将来の金利水準に影響を与えることに加えて、中央銀行のバランスシートの規模拡大や資産構成の変更を説明している。

この説明によれば、非伝統的金融政策の対応実績は、中央銀行のバランスシートの動向から、一定程度確認できることになるだろう。

中央銀行バランスシートの動向

主要中央銀行のバランスシートの規模（総資産額）の動向をみると図表 1 のとおりである。主要中央銀行は、今次金融危機に対応するため、バランスシートの規模の拡大を進めてきた。とりわけ、金融市場の資金仲介機能が正常に働かなかった緊急事態も示現したリーマンショック発生以降は、流動性リスク顕在化等への対処のため、主要中央銀行によるバランスシートの規模拡大のペースはより強まった。

ここで、特筆すべきは、日銀のバランスシートの動向である。欧米の各中央銀行に比べて、規模拡大はきわめてマイルドな水準に留まっている。

図表 1 主要中央銀行の総資産額増加の状況

	07年8月のサブプライム危機発生直前 (A)	08年9月のリーマンショック発生直前 (B)	昨年末時点 (C)	増加状況		
				(A) → (B) <(B) ÷ (A)>	(B) → (C) <(C) ÷ (B)>	(A) → (C) <(C) ÷ (A)>
日本銀行	07/7/31 現在 107.7 兆円	08/8/29 現在 109.9 兆円	09/12/30 現在 122.5 兆円	1.02 倍	1.11 倍	1.14 倍
米国連邦準備理事会	07/7/25 現在 8,677 億ドル (78.3 兆円)	08/8/27 現在 9,090 億ドル (82.1 兆円)	09/12/30 現在 22,373 億ドル (202.0 兆円)	1.05 倍	2.46 倍	2.58 倍
欧州中央銀行	07/7/27 現在 12,126 億ユーロ (151.7 兆円)	08/8/29 現在 14,491 億ユーロ (181.3 兆円)	09/12/25 現在 18,525 億ユーロ (231.8 兆円)	1.20 倍	1.28 倍	1.53 倍
英イングランド銀行	07/7/25 現在 803 億ポンド (11.6 兆円)	08/8/27 現在 932 億ポンド (13.5 兆円)	09/12/30 現在 2,377 億ポンド (34.3 兆円)	1.16 倍	2.55 倍	2.96 倍

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』, Board of Governors of the Federal Reserve System *Factors Affecting Reserve Balances*, European Central Bank *Monthly Bulletin* および Bank of England *Bank Return* より作成

注: 括弧内は、10年1月末の為替相場終値で円換算した数値。

次に、中央銀行のバランスシートの資産構成の動向についてであるが、この点でも、欧米の各中央銀行の場合は金融危機の前後で大きく変化させている。けれども、日銀のバランスシートの資産構成にはほとんど変化がない。

米国連邦準備理事会を例にとると、リーマンショック発生前には保有していなかったエージェンシー債^(注1)とエージェンシーMBS^(注2)の保有残高が、昨年末時点では総資産額の48% (10,681億ドル)を占めるまでに至っている。この急激な変化は、住宅市況と金融市場の改善を目的として08年11月から導入されたエージェンシー債とエージェンシーMBSを対象にした買取プログラムの遂行によって、もたらされた結果である。

以上から、今次金融危機に対応した非伝統的金融政策を、欧米の各中央銀行は積極的に行ってきたが、日銀は、欧米の各中央銀行に比べると、それほど積極的には取り組んでこなかったことが読み取れよう。

- (注1) ファニーメイ、フレディマックなどの政府がスポンサーになっている企業(エージェンシー)が発行する債券。
(注2) エージェンシーによって発行されるモーゲージ担保債券。

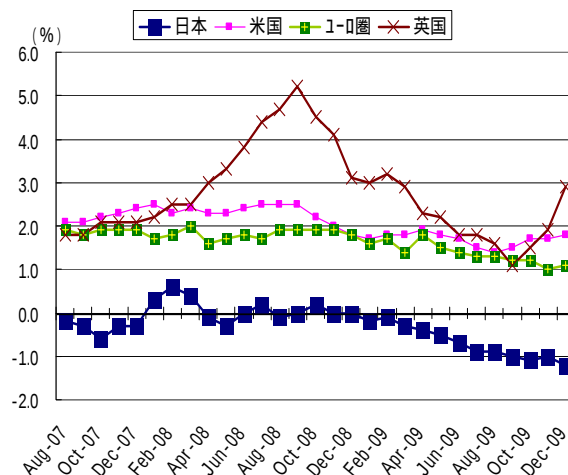
注目される日銀の政策スタンス

白塚(2009)が指摘するように、中央銀行のバランスシートの規模拡大や資産構成の変更には、民間部門の資源配分を歪めるという問題があるほか、大幅なインフレの進行につながる可能性も内包していることに留意しなくてはならない。

しかし、消費者物価(コアベース)の状況を見ると、図表2のとおり、欧米の消費者物価指数が前年同月比でプラスを維持しているなかで、日本の同指数は1

年間も前年同月比でマイナスが続いている。つまり、日本のみが深刻なデフレ状態に陥っていると言える。

図表2 各国消費者物価指数(前年同月比)の推移



(資料) Bloomberg より作成

注: いずれの消費者物価指数も、食料・エネルギー等を除くコアベース。

このような現状認識に立つと、岩田(2009)らによる主張、すなわち欧米の各中央銀行が行っているような積極的な非伝統的金融政策を日銀もとるべきであるという主張にも、一定の説得力があるのではなかろうか。

今後、追加的な金融緩和等に関する日銀への圧力が、政府をはじめ各方面から一層強まっていくことが予想される。日銀の政策スタンスとそれを反映したバランスシートの動向に、引続き注視していきたい。

【参考文献】

- ・岩田規久男(2009)「日本銀行の金融政策の評価」全国銀行協会『金融』11月号:3-11。
- ・白塚重典(2009)「わが国の量的緩和政策の経験:中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」IMES Discussion Paper Series 2009-J-22。
- ・Bernanke, B., and V. Reinhart(2004)「Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates,」*American Economic Review* 94(2):85-90。