

非伝統的金融緩和の拡大で 出口における課題増す

～流動性吸収は利上げに相当先行。タイミング
が遅れば、金融・経済へのしわ寄せが増大～

野口 麻衣子

要 約

2010年秋、日米の中央銀行は、景気回復ペースの減速を背景に、資産買い取り等による非伝統的な金融緩和政策の追加投入を余儀なくされた。既に、中央銀行にとって未踏の領域での政策対応であるにもかかわらず、国際的に財政再建の方をより重視する傾向が強まっていることから、今後も景気下振れへの配慮について、金融政策に依存する度合いが弱まることはなさそうだ。

本稿では、非伝統的金融緩和策の効果を評価するため、これまでの中央銀行のバランスシートの拡大と景気・物価、金融市場への影響について点検し、効果の不確実性から一段の金融緩和拡大の可能性は低いことを指摘する。さらに、足元の日米の追加緩和におけるリスク資産に対する両中銀の姿勢の違いについて背景を探ったうえで、いずれ金融政策を正常化するタイミングで生じ得る課題や市場への影響について考察する。

主に長期資産を見合いに大量の資金供給を行った米英は、利上げよりかなり早めのタイミングで積極的な資金吸収を開始する必要がある。流動性吸収の機を逸してしまえば、結果的に金融・経済へのしわ寄せはかえって大きくなる。流動性の吸収がはかどらない状況下でインフレに視点が移ると、長期金利の急上昇などにつながるリスクが高まることになる。

目 次

1. はじめに
 2. 中央銀行のバランスシート拡大と景気・物価の押し上げ効果
 3. 中央銀行のバランスシート拡大と金融市場への影響
 4. 中央銀行がリスク資産を購入することの意味合い
 5. 出口を巡る課題と市場への影響
 6. まとめ
- 補論 主要中央銀行におけるバランスシート拡大の背景

1. はじめに

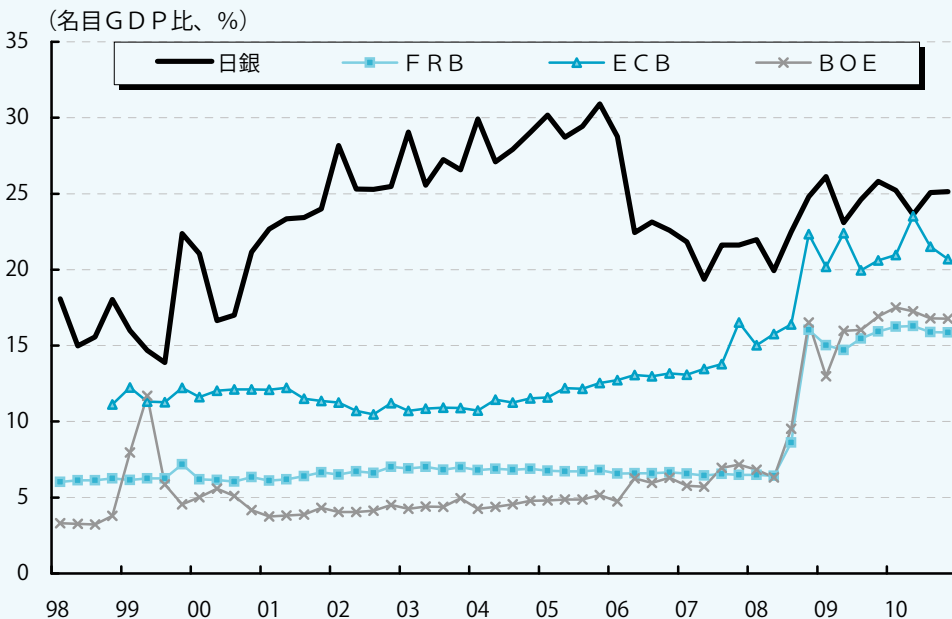
サブプライム問題に端を発した世界的な金融・経済危機を経て、主要先進国の金融政策は、多少の程度の違いこそあれ、似通った様相を呈してきた。すなわち、景気の急激な悪化や金融市場の深刻な混乱に対し、伝統的な金融政策の手段である金利の引き下げだけでは、歯止めをかけることができず、リスク性資産の購入という異例の行動に踏み切る必要に迫られた。その結果、特に欧米の各中央銀行の資産規模は、2008年以降、大きく拡大した（図表1）。

足元では、国際金融市場が一頃の危機的な状況から脱しつつあることを背景に、中央銀行の資産規模拡大の動きは一巡している。ただ、先行きの

景気動向について依然不透明感が漂うなか、財政についても、身動きが取り難くなっており、問題解決を金融政策に期待する動きも根強い。

本稿では、まず、中央銀行のバランスシートの拡大と景気・物価への影響について簡単に評価する。次に、足元の日米の追加緩和におけるリスク資産に対する姿勢の違いについて背景を探る。最後に、やや時期尚早であるが、いずれ金融政策を正常化するタイミングで生じ得る課題や、市場への影響について考察する。

図表1 日米欧英の中央銀行バランスシートの規模



(出所) 日本銀行、FRB (米連邦準備制度理事会)、ECB (欧州中央銀行)、BOE (イングランド銀行) の資料から大和総研資本市場調査部作成

【論点】

1. 中央銀行のバランスシート拡大と景気・物価の押し上げ効果
2. 中央銀行のバランスシート拡大と金融市場への影響
3. 中央銀行がリスク資産を購入することの意味合い
4. 出口を巡る課題と金融市場への影響

なお、補論において、主要中央銀行の資産が、金融・経済危機を受けた政策対応により拡大していった経緯について整理する。

2. 中央銀行のバランスシート拡大と景気・物価の押し上げ効果

1) 危機対応と大量のマネー供給

主要先進国の中央銀行は、金融・経済危機への対応を通じて、1年足らずのうちに資産・負債の規模を大きく拡大させた（各国ごとの経緯については、巻末の補論を参照）。資産側で増加した項目は、短期オペレーション資産や国債等の長期資産など、まちまちである。各国の金融構造がそれぞれに異なるなか、金融危機の影響を受けて大幅な機能不全に陥った金融市場や、困窮を極めた金融機関の資金繰りに介入するかたちで、中央銀行の行動も多岐にわたったためだ。一方、負債のなかで、資産の膨張に合わせて最も顕著に増加したのが当座預金であったことは、どの中央銀行にも共通している。すなわち、主要国の中央銀行は、金融危機対応のなかで、意図的であるか否かにかかわらず、大量のマネーを供給し、量的な意味で

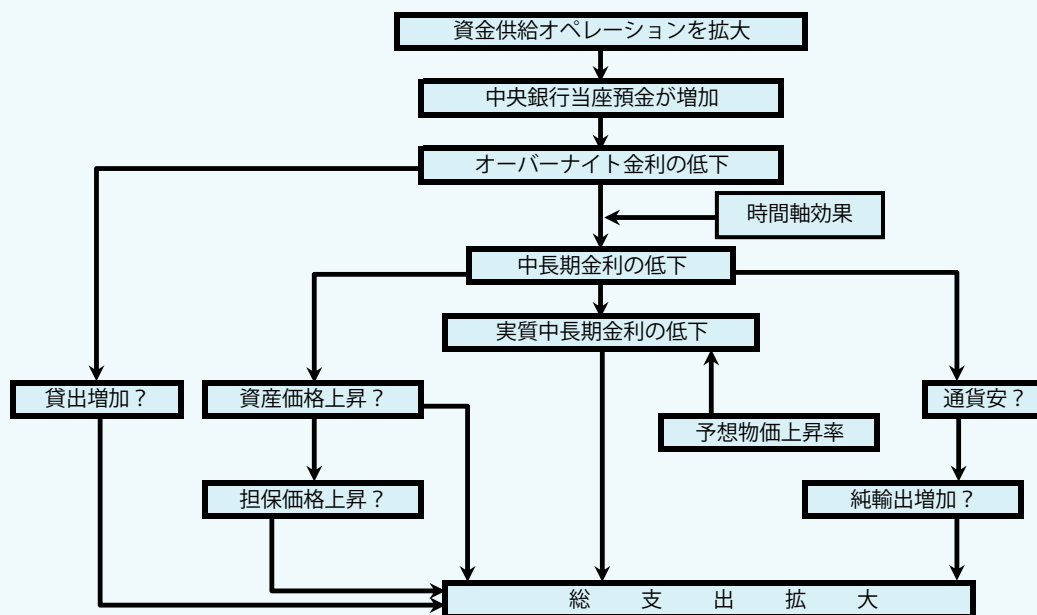
緩和的な金融環境を生み出してきた。

2) 金融緩和は金利低下を通じて波及

通常、中央銀行が緩和的な金融環境を維持・強化する場合の経済への波及ルートとしては、以下のようなものが想定される。まず、金融機関に対する資金供給量（中央銀行の当座預金残高）が増加し、オーバーナイト金利が低下する。さらに、将来も一定期間にわたって同様の緩和姿勢が続くとの考えが浸透することで、より長い期間の金利も低下していく。こうした状況の下、資産価格が上昇したり、金融機関の貸出が積極化したりすることを通じて、企業や家計の支出が拡大し、物価にも一定程度の上昇圧力がかかる、というものである（図表2）。

こうした金融政策の波及効果は、上述した通り、あくまでも金利の変化を通じて生み出されるものであり、マネタリーベース（中央銀行当座預金残高と市中に流通している現金の和）の増加が、一定の倍率（信用乗数）でマネーサプライの増加、すなわち経済活動の活性化に結びつくものではない。この考えに基づけば、名目金利がゼ

図表2 金融緩和政策の効果波及経路



(出所) 白川 [2008b] から大和総研資本市場調査部作成

口%近辺まで低下し、追加の低下余地が小さくなると、その先は資金供給量を増やしても、経済活動に対する刺激効果はあまり期待できないことになる。マネーを供給と需要の両面から捉えると、中央銀行がどんなに金融機関に資金を供給しても、企業や家計が、収益性の見通しなどに照らして適切とみない限り、借入れ需要は増えず、消費・投資活動も強まらない、ということになる¹⁾。

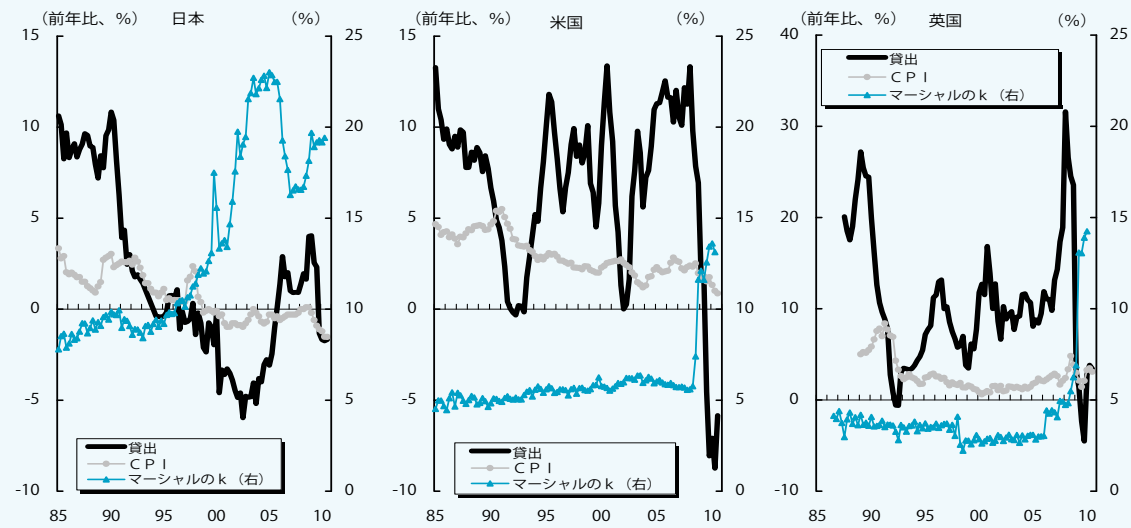
3) マネー量の増減と景気・物価：明確な関連は見いだせず

ここで、主要国のマネーの規模増減と貸出、物価の関係を確認しよう(図表3)。青線で示した

マーシャルのkは、マネタリーベースの量を名目GDP対比で測ったものである。この比率の上昇は、中央銀行が、経済活動規模が拡大する以上に流動性の供給量を増やした(または、経済活動規模が縮小したにもかかわらず、大量のマネーを滞留させた)ことを示している。量的緩和政策を採用していた時期の日本や、サブプライム・ショック後の米国・英国で急上昇した。一方、同じグラフ内に示した貸出や物価は、いずれの国でも、マネタリーベースの供給規模と貸出の増減、インフレ率の間には、強い関連性はみられず、特に日米では足元、マネーの供給規模が大幅に増加したにもかかわらず貸出の減少が続き、デフレないしはディスインフ

1) 一方で、中央銀行の資金供給が金融機関の貸出を経てマネーの総量を増加させなくても、経済活動が活性化することもある。例えば、当面の資金に余裕があると判断した家計や企業が、債券や株式への投資を通じて資金を欲している先に融通する場合が挙げられる。

図表3 マネーと貸出、物価の関係



(注) CPIは食料とエネルギーを除く(英国は、HICP総合)。マーシャルのk=マネタリーベース/名目GDP、マネタリーベースは当方季節調整値
 (出所) 日本銀行、内閣府、FRB、米商務省、BOE、Eurostatから大和総研資本市場調査部作成

レが懸念されている状況である。

一方で、英国では、貸出が早くも増加に転じている²。また、物価も2010年入り後に上昇ペースが加速した結果、4～6月には前年比3.5%に達し、インフレーション・ターゲティング政策の枠組みのなかで達成を約束している前年比2%を大きく超える上昇率となっている。イングランド銀行(BOE)は、主要中央銀行の中で唯一、今回の危機対応局面で「量的緩和政策(Quantitative Easing)」を採用することを明言した。民間セクターに直接、潤沢なマネーを供給することを通じ

て³、金利の低下や資産価格の上昇を促し、企業や家計の投資・消費を喚起するとともに、目標付近にインフレ率を誘導することを目指す政策である⁴。ただ、BOEは、足元でインフレ率が上振れていることについて、金融政策委員会の議事録の中で、①付加価値税の引き上げ⁵、②原油価格の上昇、③債券相場下落の影響が大きいと指摘するのにとどまっている。国債等の買い入れ額を増やししながら量的緩和政策を推し進めたことの効果については、明確でないと考えているようだ。

2) 個人向けの住宅ローンが堅調に推移しているのが主因で、非金融法人企業向けの貸出は製造業・非製造業を問わず、落ち込みが続いている。

3) かつての日本銀行による量的緩和政策では、資金供給オペレーションを通じて金融機関に対して資金を供給した。そのため、貸出が増えなければ、当該資金は金融機関が日本銀行に保有する当座預金に滞留したままとなり、その他民間セクターの資金量は増加しなかった。これに対し、今次のBOEによる量的緩和政策では、銀行に加えて、保険会社、年金会社、事業会社などから、保有する国債・社債などを取引銀行経由で買入れることにより、民間セクターに直接資金を供給した。すなわち、事業会社等については、保有資産が銀行預金に交換され、同時に、銀行については、中央銀行準備預金(資産)と事業会社の預金(負債)が、バランスシートの資産・負債両側で同額増加することとなった。

4) Bank of England [2009]

5) 英国の付加価値税率は、08年12月から09年12月までの期間に限り、17.5%から15%に軽減されていた。

3. 中央銀行のバランスシート拡大と金融市場への影響

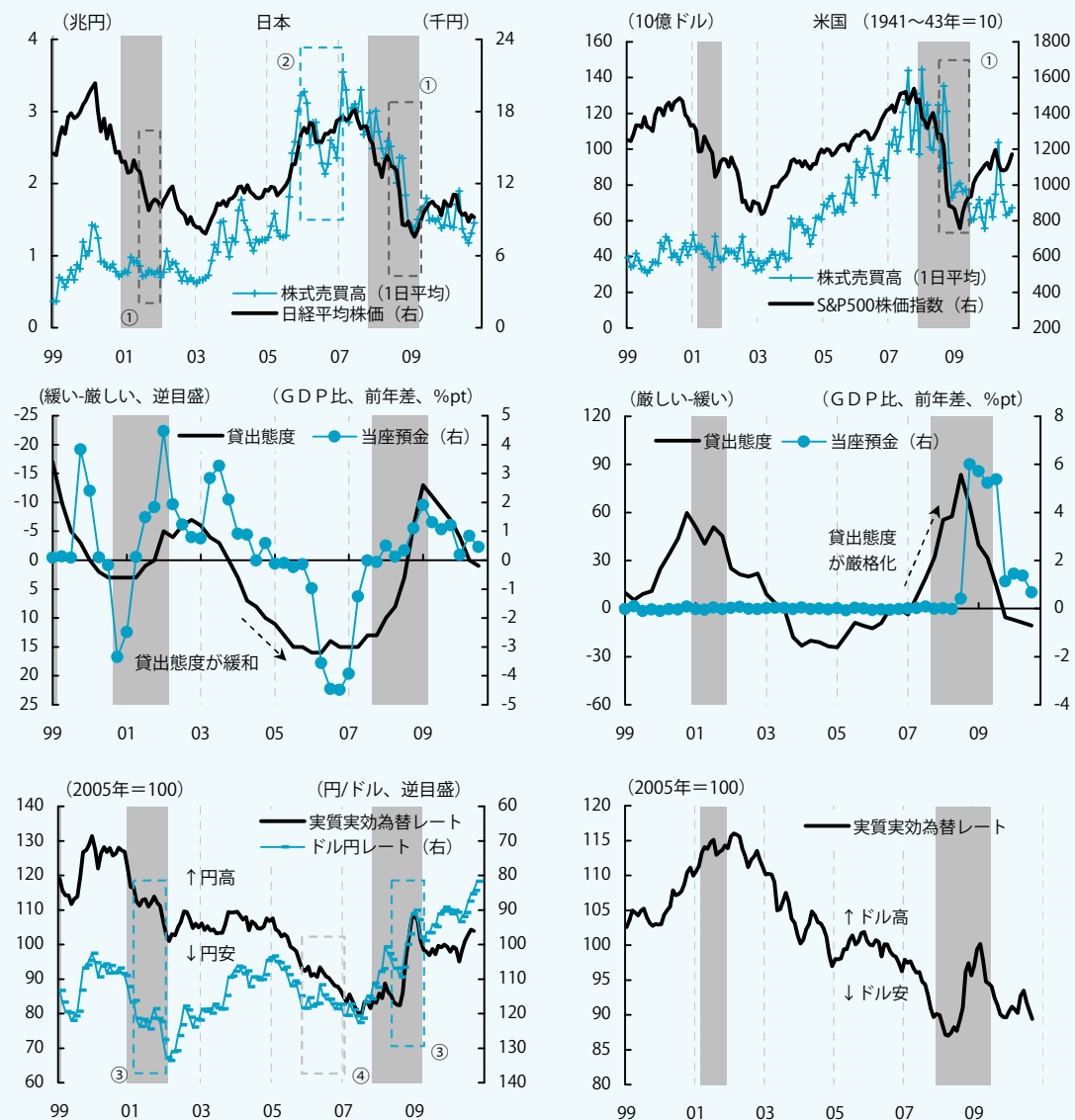
1) マネー量と株価：単純な関係を見いだせない

資金量そのものが貸出の増加を通じて景気を刺激し、物価を押し上げる、という効果は有効に働

かなくとも、株価や為替相場の動きを介して、国内の幅広い経済主体に心理的な好影響が及ぶことが期待できるとして、積極的な資金供給を主張する向きもある。まず、株価への影響について、図表4を見てみると、以下の2つのことが言える。

一つ目は、厳しい景気後退の渦中で、中央銀行が資金供給額を急増させた際、株式の売買高に大

図表4 マネー量の変化と株価・為替の関係



(注) シャドー部分は景気後退期
(出所) C E I C、Haver Analyticsから大和総研資本市場調査部作成

きな影響が出なくても、株価は景気の転換点にやや先駆けて反転上昇に向かっている、ということである。01年の日本、および08年の日米（図表4の①）に、こうした傾向が表れている。ただ、中央銀行が、資金量を急増させた効果なのか、超低金利を長期にわたり維持した効果なのか、明確に区別することは難しい。

二つ目は、マネーの量が絞られる方向に向かっている局面で、株式売買の活発化と株価上昇が起こる場合もある、ということである。06年の日本（図表4の②）では、日本銀行が量的緩和政策を解除し、資金供給量を急速に吸収したにもかかわらず、株式市場は活況を呈した。金融機関の貸出態度の緩和に代表されるように、多くの投資家のリスク許容度が高まったことなどが、株価上昇の追い風になったと考えられる。危機時には、中央銀行が市中に供給するマネー量を増やすことが、投資家のリスク許容度の改善にプラスの影響を及ぼすと考えられるが、危機収束後は流動性に対する不安が後退する結果、マネーへの需要が低下する一方で、株式などリスク資産への投資が活発化するのだろう。ただ、この点について、国内の中央銀行の資金供給に関する姿勢は、株式市場に大きなインパクトを与えなかった可能性もある。量的緩和政策採用期の後半は、欧米・新興国とも世界経済の成長が加速していた時期と重なり、世界的にリスク許容度が高まっていたためだ。実際、当時、株式売買高が急増したのは、海外投資家の影響が最も大きい。

2) マネー量と為替レート：関係は不明確

為替はどうだろうか。為替レートに関して、通貨の供給量の増減に伴う相対的な価値変動の影響を重視する向きは、最近の円高加速が、米国が11月初旬に長めの国債を購入しながら大量の資金を市場に供給する「量的緩和政策」に再び踏み切る（QE II⁶）との観測が、確信に近づくなかで生じたことに着眼する。そのうえで、円高傾向に歯止めがかかり難いには、日本銀行がFedに比べて資金供給に積極的でないために、円の希少性が相対的に高まるとの連想が働いていることが作用している、と主張する。実際、9月半ばに日本が実施した6年半ぶりの為替介入にあたり、円売りのため放出した介入資金を日本銀行が市場に放置する「非不胎化」に対して期待が大きく高まった⁷のは、資金供給量と為替レートの関連性が多くの注目を集めている証左といえる。

ただ、過去の事例は、資金供給増と為替レートの関連を明確に示していない。日本のみでマネー量が増大した02年初にかけては円安が進み、米国の増加ペースが日本を大きく上回った08年には円高が進んだことから、資金量と為替レートの間に強い関連性があるように見える（図表4の③）。しかし、06年に日本で資金供給量が急速に絞られた局面では円安が進んでおり（同④）、整合的ではない。

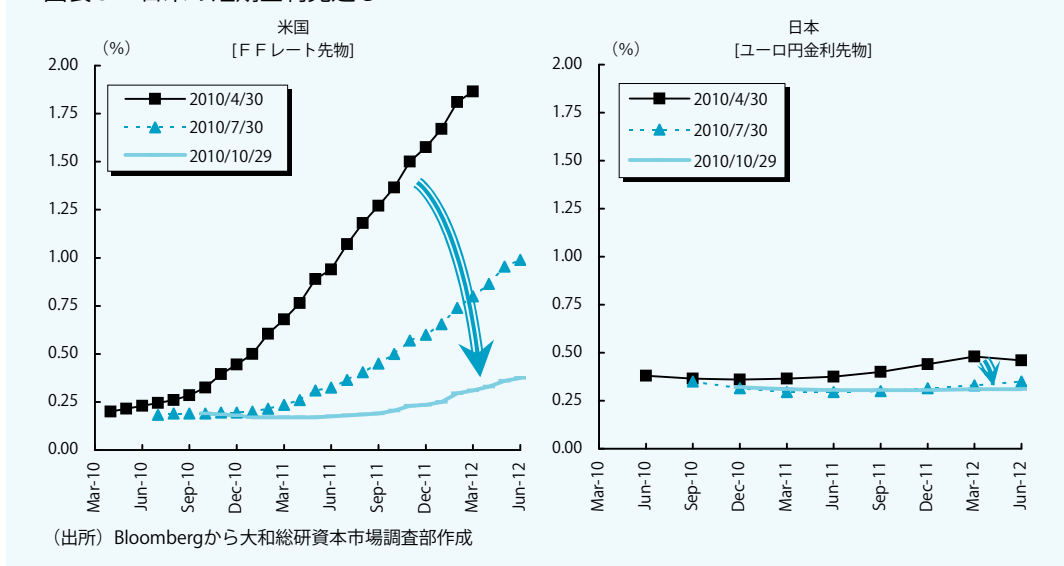
3) 米ドル安は、資金量より金利差に着目した動き

なお、米国のQE IIは、確かに資金供給量の拡

6) Fedは11月2～3日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、2011年の6月末までに1カ月当たり750億ドルのペースで総額6,000億ドル、長めの国債を購入することを決定した。また、今後入手される情報に照らして、証券購入のペースと資産購入制度の規模を定期的に見直し、雇用の最大化と物価の安定を最も促進するため、必要に応じて購入制度を調整する意向を明らかにした。

7) 日本銀行は「介入資金を含むさまざまな資金の流れを利用しながら、金融市場に潤沢な資金供給を行っていく」方針を示しており、こうした期待をあえて削がない配慮をしているよううかがえる。

図表5 日米の短期金利見通し



大を凶る政策ではあるが、伝統的な金融緩和の波及経路である金利を通じて為替レートに影響を与えた可能性の方が大きそうだ。米国では先行き1～2年の金利見通しが、2010年の春以降、約半年の間に大きく低下した(図表5)。Fedが今後、一定期間にわたり多額の資産購入を続けるのであれば、現状の極めて緩和的な金融政策を路線変更する時期は事実上後ずれする、との見方が強まり、これが米ドル安につながったと考えられる。一方で、日本については、デフレ脱却には時間がかかるとの判断が十分に浸透し、日本銀行が時間軸を明確化⁸する以前から、かなり先まで低金利が持続するとの見通しが定着していたため、日米当局の金融緩和姿勢の違いとして浮き彫りとなったのだろう。

以上より、日米における資金供給量の増加は、

金融市場に一定の影響を及ぼしてきたように見える。ただ、金利を長期にわたり低水準に据え置く効果や、海外環境の好転などが、背後で重要な役割を果たしていた可能性も大きそうだ。そのため、単純に、今後も資金供給量さえ増やし続ければ、さらなる自国の株価上昇や通貨安につながる事ができ、それらが景気や物価を押し上げる効果を持つはずだ、とする議論は、説得力に欠けよう⁹。中央銀行が景気の弱含みに呼応して資金供給量を積み上げれば、その行動自体の単純さが持つ訴求力により、市場の期待を動かす公算がある。ただ、効果の不確実性を踏まえると、今後も見境なく続けられる可能性は低いとみておくべきである。

8) 日本銀行はかねて「中長期的な物価安定の理解」として、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」という基準を提示している。この基準に基づく物価安定が展望できるまで、実質ゼロ金利政策を継続することを改めて明文化し、時間軸を明確化した。

9) むしろ、今次局面では、先進国で積極的な金融緩和が実施されても、当該国内の経済の活性化に簡単には結びつかない一方、高い投資利回りを期待して新興国へと資本が移動し、当該国でなく新興国で金融資産の過大な価格上昇を引き起こすことへの懸念も指摘されている。

4. 中央銀行がリスク資産を購入することの意味合い

1) リスク資産買い入れに対する日米の中央銀行の姿勢は逆方向

日本の金融市場では、日本銀行が改めて強調するまでもなく、早期のデフレ脱却や利上げは困難との「時間軸」がかなりの程度浸透しており、リスクフリー金利の低下余地が小さい。そうした状況下で景気下振れリスクに対処するため、日本銀行は2010年10月、指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）といったリスク性の高い資産の購入を決定した。一方で、Fedは2010年8月、リーマン・ショック後に多額に買い入れた住宅ローン資産担保証券（MBS）やエージェンシー債について、今後は償還に伴う資金を米長期国債に再投資することで、結果的に保有資産のリスク量を減らしていく方針を示していた。日米の中央銀行による、こうした方向性の違いは何を意味するのだろうか。

2) 中央銀行がリスク資産等を購入する背景

通常、中央銀行が金利を操作するために金融調節を行う際には、短期国債などを売買することにより、短期金融市場に出回る資金量を調節する。これに対し、金融危機後には、異例の措置としながらも、リスク資産の買い入れが行われるようになった。理由として挙げられたのは、①特定のリスク資産の市場で取引が成立せず、同時に流動性不安が高まったために、中央銀行が買い手として

参入する、②リスク・プレミアムの低下を促し、資産価格にプラスの影響を及ぼすことを狙う、といった点である。

このうち、①は中央銀行にとって最も緊急性や重要性が高い政策として、広く理解が得られやすい。というのも、特定のリスク資産の市場が機能不全に陥れば、それを大量に保有している金融機関などのリスクテイク能力が大きく低下し、信用仲介の流れ全体が滞ってしまうおそれがある。そのため、金融システムの安定を守ることは、経済の混乱を回避する上で極めて重要であり、各国で中央銀行の主要な責務としてうたわれている。

一方で、②については議論が分かれることとなる。過剰な金融緩和の領域に入っている可能性があるためだ。リスク・プレミアムとはそもそも、各投資主体が、先行きの景気や各種政策について一定の想定を設けたうえで、自己の資金繰り状況や資産の頑健性を踏まえ、投資対象とする資産の価格変動にどの程度まで耐え得ると考えているかを反映するものである。中央銀行として、幅広い投資主体のリスク・プレミアムに働きかけるとするならば、本来は、金融政策に関する判断のよりどころを明示し、政策の透明性・予測可能性を高めつつ景気の拡大を図る、というのが王道であるはずだ¹⁰。このこと自体は、平時の金融政策運営のなかでも、常に取り組んでいるものである。

これに対し、中央銀行が特定のリスク資産を購入するという異例の行動により、リスク・プレミアムを圧縮しようとする行為は、先行きの景気動向等のファンダメンタルズから乖離した期待を作

10) なお、金融機関については、今回の世界的な危機を経て、規制上必要とされる自己資本や引き当てのルールなどが、金融・経済情勢の変化に連れて必要以上にリスク許容度の振れを拡大していることへの認識が高まっており、こうした規制の改善に向けた議論も進んでいることから、これがリスク・プレミアムの変動に影響を与える可能性がある。

り出そうとしているかのように見える。この期待が、投資主体のリスクに対する判断を歪めてしまうことになれば、新たなバブルの芽となりかねない。そのうえ、人為的な期待を作り出す一方、肝心のファンダメンタルズが中央銀行の想定通りに推移しないなどの理由から、資産価格がさらに下落する事態に至れば、損失を抱える主体を増やすことにつながり得る。最悪の場合、中央銀行の政策に対する信認が低下し、将来の金融政策の手足が縛られるおそれもある。

3) 日本銀行のリスク資産購入は、デフレ脱却への本気度の表れか

日本銀行は、当然、こうした副作用を十分に心得ている。にもかかわらず、リスク資産の購入を敢行したのは、政策手詰まり感の裏返しともいえる。とはいえ、後世からバブルの元凶とされることは全くの不本意であるはずで、たとえ財務省が、買い取りに伴う損失が発生した場合に、日本銀行からの国庫納付金が減少することを容認したとしても、積極的にリスク資産の購入額を拡大することを後押しすることにはならないだろう。

ただ、別の角度から見ると、リスク資産のなかでも株式や不動産などに関連した資産の購入を決めたことは、デフレ脱却への本気度の表れと映らなくもない。世界中の政策当局の努力の甲斐あって世界景気が回復し、政府・日銀の狙い通りに日本国内の中長期的な成長期待も上向くかたちでデフレ脱却を実現できたその時には、金利は上昇（債券価格は下落）し、株価や不動産価格は上がっている可能性が高い。すなわち、日本経済にとって最も望ましい状況が実現した際には、長期国債の保有により過剰にバランスシートを膨らませている方が、損失が増加するおそれがあるということ

である。日銀が、長期国債の大幅買い増しに対する慎重姿勢を維持する一方、小額ながらETFやJ-REITの購入を決めたのは、目指す方向と自身の利益が相反することを少しでも避けようとしたものではなかろうか。

5. 出口を巡る課題と市場への影響

以上のように、米国や日本で追加的な緩和策の投入を決断したこともあり、異例なほどに緩和的な金融環境は当面続けられそうだが、いずれ正常な政策運営に向けて出口を模索する時期がやってくる。その際に、何が課題となり、どのような影響が予想されるのか、イメージしておきたい。

1) 日欧と米英で異なるマネー供給の手段

日本銀行は06年、さほど時間をかけることなく比較的スムーズに、量的緩和政策から脱却することができた。その理由の一つに、当時の日本銀行が、短期のオペレーション資産を中心にバランスシートを膨張させていたことが指摘できる。出口を視野に入れたタイミングにおいては、期日が到来したオペを繰り延べないことで、自然に資産を圧縮しつつ、マネー供給量を削減することができた。

これに対し、08年秋以降の世界の中央銀行の行動を見ると、ECB（欧州中央銀行）は、かつての日本と同様、平時にも用いている資金供給オペレーションに関して、①金利の固定化、②期間の長期化、③供給額を無制限とする、などの措置を一時的に講じ、積極的に活用することで、流動性不安を鎮めることに成功した。足元では、上記のうち①金利と③供給額の措置を維持したまま、②期間を平時の運用に近付ける（短期化する）ことにより、正常化への道を既に一步踏み出している。今後も、市場の状況を見定めながら、比較的

スムーズに歩みを進めていくことができそうだ。

一方で、米英の中央銀行の場合、膨張した資産の大部分が長期資産である点が、量的緩和時代の日本銀行と大きく異なっている¹¹⁾。米国は、QE IIにより出口までの距離感が一段と遠ざかったほか、英国でも、現在の買い入れ残高を維持する方針を示しており、これまでのところ、出口に向けた具体的な動きは凍結された状態にある。ただ、資産の大部分が長期資産である以上、今後、金融政策の正常化を見据えた段階では、積極的なマネー吸収の手段を講じる必要が出てこよう。

2) 米英は出口付近で積極的に吸収する手段必要に

例えば、Fedは2010年春ごろ、景気への配慮から追加緩和の必要性について議論を始める前の時期に、緩和解除の際の手段を挙げ、政策運営能力に対する不安を取り除く努力をしていた¹²⁾。具体的には、①準備預金に付利する金利の引き上げ、②リバース・レポやターム預金を活用した資金吸収、③保有長期資産の売却、などを組み合わせる方針である。

具体的に手段を示されても、スムーズに正常化できるのかという点に関し、不安は依然として残ろう。最大の懸念は、極めて大規模な資金吸収には

時間がかかる公算があることだ。FFレートは、Fedに口座を持つ金融機関が、短期市場で調達した資金をFedの準備預金に置く「裁定取引」を通じて、Fedの準備預金の付利金利以上に維持されることになると考えられる¹³⁾。にもかかわらず、現状は、大量の資金が存在することから、付利金利を下回って推移している。こうした状況のもと、Fedは、利上げに先駆けて大量の資金を吸収しなければ、FFレートを適正にコントロールすることはできない、と考えているようだ。

ただ、Fedが望むペースで資金吸収を進められるか否かは、いかに金融引き締めと切り離して吸収を開始できるかにかかっている、といえそう。というのも、金融機関が、利上げへの距離がかなり近いと感じた場合には、数カ月のターム物の資金吸収オペレーションに応札するインセンティブは働き難くなる。仮に、この間に利上げが行われた場合、オペの途中解約はできず、高い運用利回りを得る機会を逸することになるためだ。Fedは、自身の膨大なオペレーションが応札を集められないことで、政策コントロール力が低下しているのではないかと、この懸念を市場に与えることがないように、配慮する可能性があるだろう。緩慢なペースでしか資金吸収を進められないという事は、「引き締めの必要性を感じているのに

11) ECBも、09年7月から2010年6月まで、短期金融市場での一段の金利低下や、金融機関・企業の資金調達状況の一層の緩和、銀行融資の拡大促進、流動性緩和の一助とすることなどを狙い、ユーロ建てカバードボンドを買い入れ始めたほか、2010年5月以降は、ギリシャ危機を発端とした証券市場の機能不全に対応し、ユーロ圏の公的・民間債券を買い入れている（詳細は、補論を参照）。ただ、その規模は、総資産額の6%程度にとどまっており、Fedの75%（米国債、エージェンシー債、MBSの合計買い入れ額）、BOEの81%（資産買い入れプログラム購入残高）と比べて圧倒的に規模が小さい。

12) Bernanke [2010]

13) 一方、市場金利が急騰した場合には、金融機関はFedからの借り入れ（貸出ファシリティ）を利用することができるため、FFレートはFed貸出の適用金利である公定歩合の水準以下となるはずである。このように、預金ファシリティと貸出ファシリティによって画される市場金利の変動幅はコリドーといわれる。ただ、FFレートは、Fedに口座を持たない金融機関（GSEなど）が短期市場で多額の資金を放出する場合には付利金利を下回るほか、金融機関がFedの貸出ファシリティの利用をためらう要因が存在する場合には（詳細は、補論を参照）公定歩合を上回り、金利は安定しない。

もかかわらず利上げができない」ジレンマを抱えた状態に陥るということである。このジレンマを避けるため、Fedは、引き締めの一必要と完全に切り離して、早めのタイミングで資金供給量の削減を開始する可能性が大きいだろう。実際、QE IIの実施は「時間軸」を長期化させた。実際の利上げは、資金吸収開始後、半年から1年以上先になる公算が大きいことを反映したものと解釈できる。

3) 政策が後手に回ることが、市場へのしわ寄せを大きくする最大のリスク

資金供給（超過準備）量の変化そのものが、株価や為替にどの程度の影響を及ぼすのか、金利変動等に伴う効果を除くと明瞭でないことは第3節で述べた。上述の通り、Fedが将来の利上げと切り離し、流動性吸収を早めに実施した場合、市場がその意味を十分に理解し、不安感から流動性を抱え込まずに済むよう環境を整えることで、金利や株価、為替などに混乱を生じさせないことは可能だと思われる。

慎重になり過ぎるあまりに、もしくは、予想を上回る景気回復の継続などにより、流動性吸収のタイミングが遅れることの方が、結果的に金融・経済へのしわ寄せを、かえって大きくしそうだ。流動性の吸収がはかどらない状態でインフレに視点に移ると、長期金利の急上昇などにつながるリスクが高まることになる。

6. まとめ

本稿では、中央銀行のバランスシートの拡大と景気・物価への影響について評価した上で、足元の日米の追加緩和におけるリスク資産に対する姿勢の違いについて背景を探った。また、やや時期

尚早ではあるが、いずれ金融政策を正常化するタイミングで生じ得る課題や市場への影響について考察した。

まず、中央銀行のバランスシート拡大について、日米英のマネタリーベースと貸出の増減、CPIインフレ率の長期推移を見たところ、強い関連性は見いだせず、特に足元、日米では、資金供給量が急増したにもかかわらず貸出の減少が続き、デフレないしはディスインフレが懸念される状況にあることを確認した。また、資金量の拡大が貸出増などの実体経済の押し上げに直接つながらない場合でも、株価や為替などの市場の動きを介して上向きの力を加えられるはずだ、とする議論についても説得力に欠けるようだ。株価の上昇や円安など、企業のマインド好転に結びつく市場の変化は、単純に資金供給量を増やし続けた結果ではなく、金利を低水準に据え置く効果や、良好な海外環境の好転などが、背後で重要な役割を果たしていた可能性も大きいためだ。

中央銀行のリスク資産購入については、特定市場の機能不全や流動性不安に対応する場合には広く理解が得られやすいが、リスク・プレミアムの低下を促し、資産価格への波及を狙う行動には、過剰な緩和が市場を歪め、バブルの種をまくとの議論も付きまとう。足元で、Fedが多額の国債買い増しを決め、MBS等は償還に伴い国債に入れ替える方法で保有資産のリスク量を圧縮する方向にかじを切った一方、日本銀行は長期国債の大幅買い増しに対する慎重姿勢は維持し、副作用を認識しつつも、小額ながらETFやJ-REITなどの損失発生リスクがある資産を購入すると決めた。デフレ脱却という目指す方向と自身の利益が相反することを少しでも避けようとした行動とみることもできそうだ。

出口政策に関して、かつての量的緩和政策採用時の日本と同様、平時にも利用する資金供給オペレーションを柔軟かつ積極的に活用することにより、流動性不安の払しょくに努めたECBは、既に臨時的な措置のごく一部を、平時運用に一步戻している。今後も、市場の様子を見ながら、比較的スムーズに正常化を進めていける公算が大きそうだ。

一方で、主に長期資産を見合いに、大量の資金供給を行う結果となったFedやBOEは、バランスシートの規模が自然に大幅縮小することは見込み難いことから、出口を見据えた際に、金利のコントロールを高めるため、積極的な資金吸収の手段を講じる必要がある。この点について、Fedは資金吸収のために用いることができる手段を具体的に示しているが、利上げが視野に入った状況では膨大な吸収オペレーションを実施するのは困難が伴うとみられる。引き締めが必要と完全に切り離れた早めのタイミングで、資金供給量の削減を開始する可能性がある。

慎重になり過ぎるあまりに、または予想を上回る景気回復の継続などにより、流動性吸収の機を逸してしまえば、結果的に金融・経済へのしわ寄せをかえって大きくしそうだ。金利のコントロールが効かず、流動性の吸収がはかどらない状況下でインフレに視点が移ると、長期金利の急上昇などにつながるリスクが高まることになる。

補論 主要中央銀行におけるバランスシート拡大の背景

(1) 日本銀行

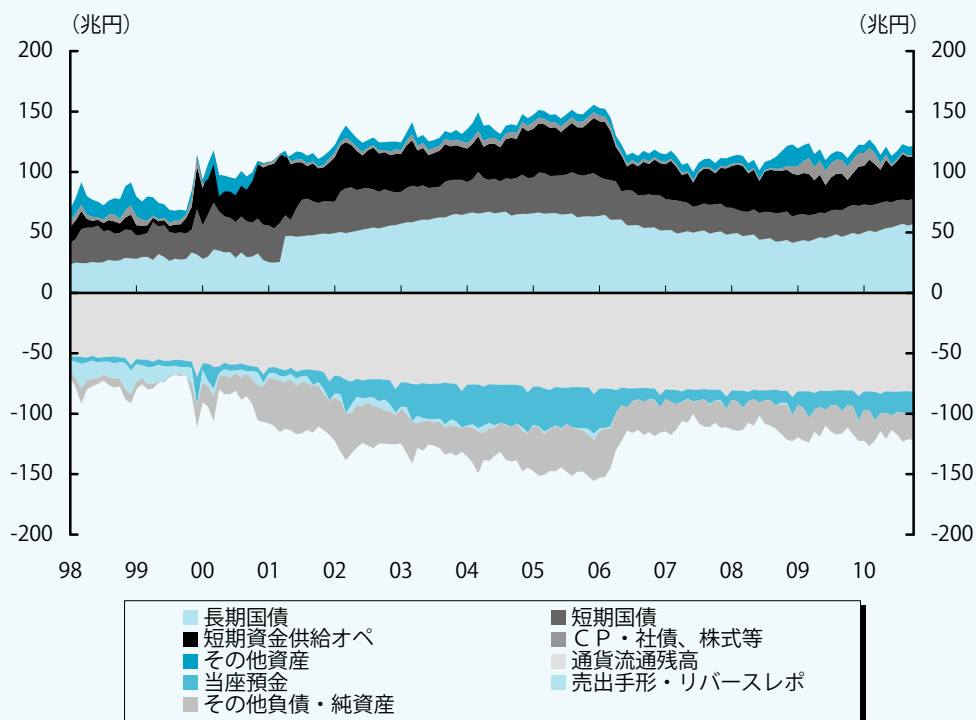
日本では、90年代後半の国内金融システム問題や根強いデフレ傾向を背景に、長期にわたり緩和的な金利政策が続けられた。そのため、日本銀行の資産・負債の規模（名目GDP対比）は、他の主要先進国との比較で、かねてよりかなり大きい（前掲図表1）。

一方、08年末以降のリーマン・ショックの前後の局面で、資産・負債の総額に大きな変化は見られない（危機前：GDP比20%程度→危機後：25%程度）。この点を取り上げて、日本銀行による金融緩和は不十分なのではないか、と指摘する向きもある。ただ、資産・負債の構成内訳を見ると、日本銀行が金融危機に積極的に対応した様子が表れている（図表A-1）。すなわち、民間企業債務を担保とした固定金利・金額無制限の資金供給オペを導入したほか、CPや社債など民間企業債務の買い入れにも踏み切り、個別企業の信用リスクを負担しながら、流動性を巡る不安を和らげるための策を講じた。

また、日本銀行は09年3月までに、長期国債の買い入れ額をそれまでの毎月1.2兆円から1.8兆円に増額した¹⁴。そのため、保有資産に占める長期国債の割合は、直近ボトムの08年12月以降、上昇傾向で推移している。ただ、日本銀行は、この買い入れの目的について、「資金を潤沢に供給するにあたり、短期オペレーションの負担を減らすことで、金融市場安定化につなげるため」としており、長期金利を押し下げ効果や、量的な緩

14) 08年12月19日、買い入れ額を月1.4兆円に増額すると同時に、30年債や物価連動債にも対象を拡大した。また、09年1月22日に、残存期間別の買い入れ実施額を決定。3月18日には、買い入れ額を月1.8兆円にさらに増額した。

図表A-1 日本銀行のバランスシート



(出所) 日本銀行から大和総研資本市場調査部作成

和効果を狙ったものではないことを明確にしている。なお、買い入れ額の設定に際しては、日本銀行の長期的な負債である日銀券の発行残高の範囲内に維持するという、いわゆる「日銀券ルール」が強く意識されている。中央銀行が財政赤字のファイナンスを支援することにより、放漫財政に歯止めがかからなくなることへの懸念が生じ、長期金利の急騰を引き起こす事態を避けようとする強い意図があるようだ¹⁵。

2010年10月には、景気認識が厳しくなったこと等を背景に、量的緩和と信用緩和の面を併せ持つ「資産買入基金」を創設し、金融緩和を一段

と推進することを決定した。これまで適格担保として受け入れてきた比較的信用度が高い資産に加え、ETFやJ-REITなど、損失が発生するリスクが相対的に高い資産の購入に踏み切った。また、白川総裁は、今後、経済・物価情勢が悪化した場合には「有力な選択肢のひとつ」として、基金の拡大にも含みを持たせている。

(2) FRB

米国では、FRB（米連邦準備制度理事会）の資産・負債の規模は、GDP比6.5%程度で安定的に推移してきたが、リーマン・ブラザーズが破

15) 政府は、その借金である国債の保有者に対して利払いを行うが、中央銀行は国債の保有に伴って受け取った利子収入の多くを、納付金として国庫に戻す。このように、実質的な金利負担なく政府が資金調達を行える環境が常態化すると、財政規律が働かなくなる可能性が高まる。

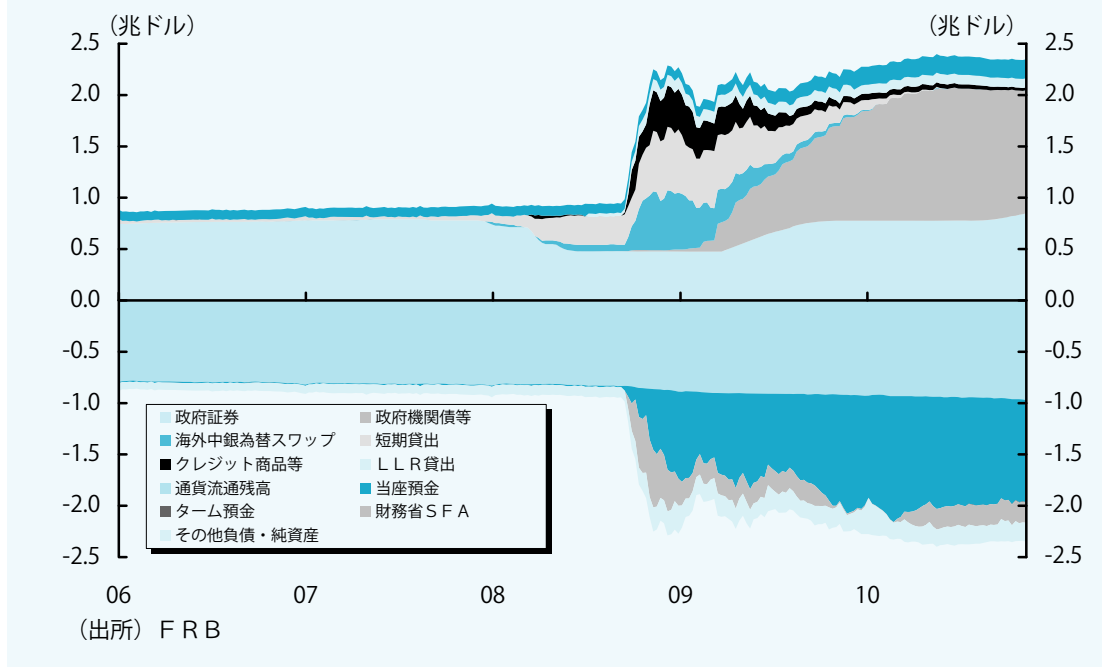
産法第11条の適用を申請した08年9月15日を境にして、約2.5倍の16%程度にまで急速に膨らんだ。その過程は、資産・負債の構成内訳の特徴から①リーマン・ショック直後の08年9月から同年末までと、②ショック状況からは小康を取り戻したものの、金融・経済情勢の大幅な落ち込みに対して、金利の引き下げ余地がほぼなくなった09年以降の、大きく2つの局面に分けることができる。

まず、リーマン・ショック直後の局面では、金融市場において流動性に対する不安感が異常なまでに高まったことから、緊張感を沈静化させるため、積極的に資金供給オペレーションを実施した(図表A-2)。具体的には、この間、TAF(入札型ターム物資金供給ファシリティ:銀行向けオペ)、PDCF(プライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ:証券会社向け連銀貸出制度)、

CPFF(CPファンディング・ファシリティ:発行体からのCP・ABCPなど実質買い入れ)をはじめ、様々な供給策を相次いで導入している。背景として、米国ではスティグマ問題(Fedの短期資金貸出制度の利用により「市場における資金調達に困窮している」との悪評が立つことをおそれ、利用をためらうこと)により、当初、連銀貸出制度の利用が進まなかったことや、金融機関のリスク許容度が大幅に落ち込んだために、金融市場に目詰まりが生じ——資金偏在がなかなか解消せず——多様な金融機関に対してFedが直接資金を供給する必要に迫られたことが指摘できる。

こうしたきめ細かい対応により、危機発生直後にあらゆる市場参加者が取引相手の支払い能力に疑念を抱き、短期金融市場での資金のやり取りを手控えた状態は大きく改善した(図表A-3)。こ

図表A-2 FRBのバランスシート



ここで第二局面に移行していくことになる。エージェンシー債やエージェンシーMBS、国債など、長期債券の買い入れ開始である。Fedはこれらの政策の目的について「幅広い長期金利の利回り低下を促すことで、企業や家計を取り巻く信用状況を緩和する」こと、と説明した。資産・負債の規模はおおむね維持したまま、その内訳を短期オペレーション資産から長期債券に変化させる方針に転換した。

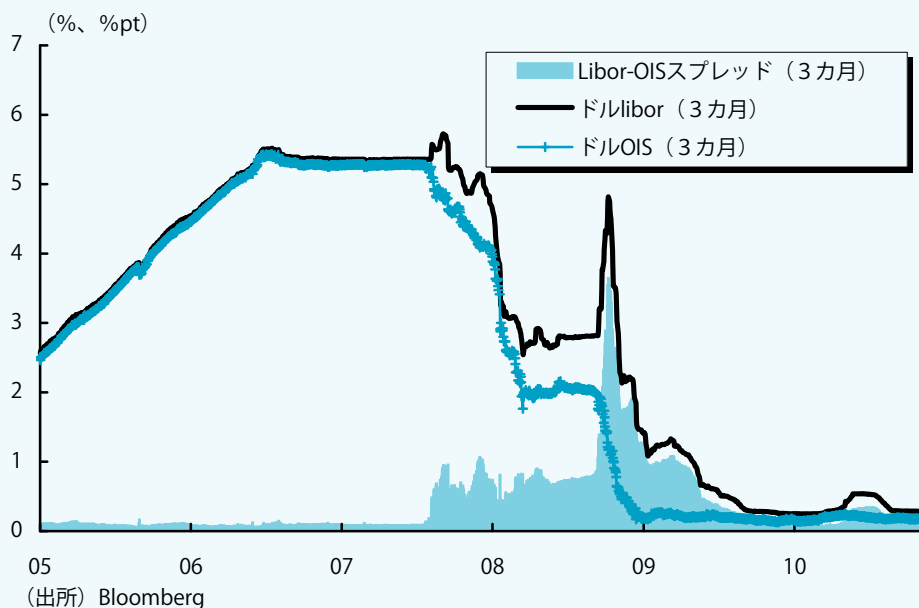
これらの政策は、いずれも通貨供給量の増加を図ること自体が目的ではない。ただ、2010年夏、Fedは、米国経済の回復の足取りが想定以上に重いことを憂慮し、自身の資産・負債の規模を維持することを明示的に約束した。具体的には、既に買い入れた長期資産が償還を迎える際には、M

BSやエージェンシー債は米長期国債に買い替えることとした（米長期国債についてもロールオーバーすることをあらためて確認）。極めて緩和的な金融環境を維持する期間が長引く可能性が高まったことを、意識させようとしたようだ。さらに11月初めには、米長期国債を2011年央にかけて6,000億ドル（毎月750億ドル）買い進めることを決定した。また、「雇用の最大化と物価の安定を最も促進するため必要ならば購入制度を調整する¹⁶⁾」として、追加緩和の余地も残した。

(3) ECB

ユーロエリアでも、リーマン・ショック直後に資産・負債規模がそれまでの1.4倍程度（危機前：GDP比15%程度→危機後：22%程度）とやや

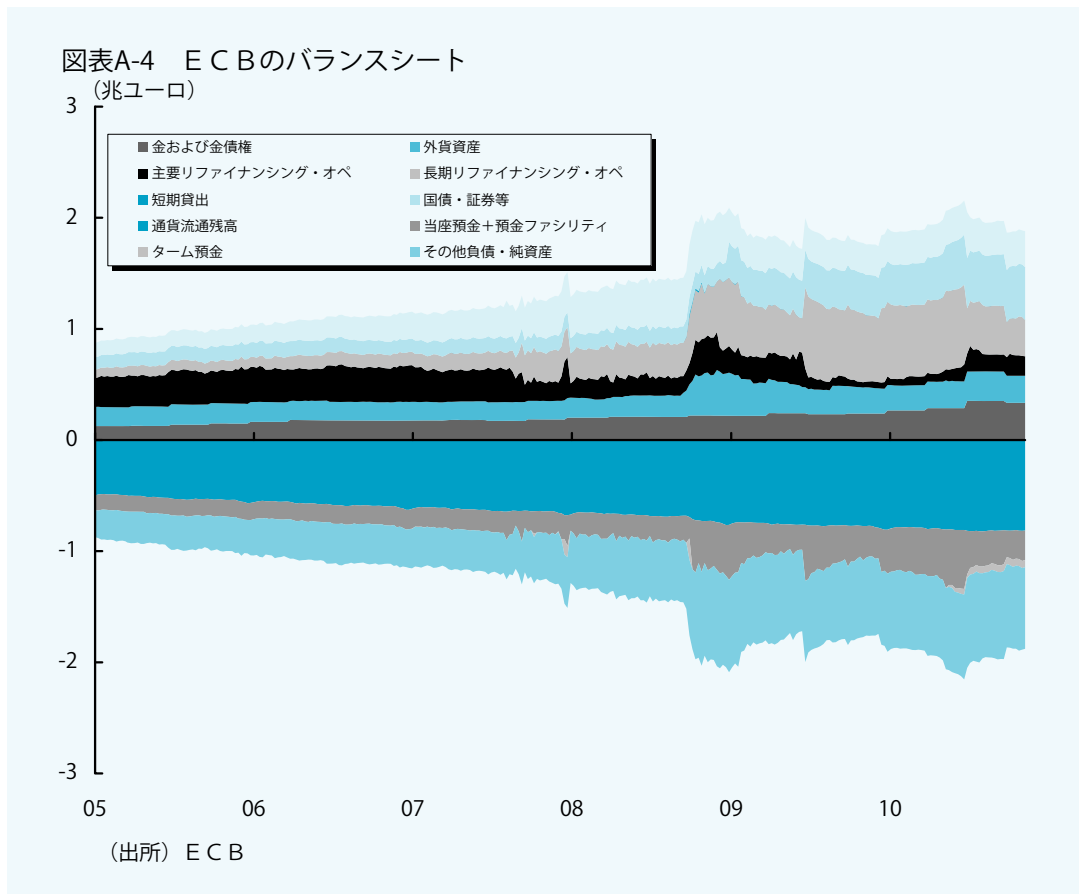
図表A-3 Libor-OISスプレッドにみるドル短期市場の緊張度



16) The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.

小幅ながら拡大した。このとき、主に増加した資産は、外貨建て資産と短期資金供給オペ資産である（図表A-4）。このうち、外貨建て資産は、国際金融市場の緊張感が高まるにつれて、様々な取引の決済に必要な国際通貨を調達することが極めて困難となった状況への対応が表れたものだ。E C Bは主要中央銀行との間で通貨スワップ協定を結ぶことにより、自国通貨と外貨の融通策を講じつつ、主にユーロエリア内の金融機関向けに、米ドルやスイスフランなどの外貨建て資金を供給するオペレーションを実施した。資産拡大の裏側では、米国と同様、マネタリーベースを構成する超過準備額が増加した。

リーマン・ショック以降09年初にかけて、E C Bは金利の誘導幅¹⁷を圧縮した。貸出金利が引き下げられたが、資金供給面では、この制度よりオペレーションの方が圧倒的に多く利用された。一方、預金金利の引き上げは魅力的だったようだ。ユーロ圏の金融機関は、予備的な資金をE C Bから調達しつつ、機能不全に陥っていた短期金融市場へは手元の余資を放出せずに、E C Bへの預け入れを積み増していった。オペレーションの金利よりE C Bの預金金利の方が低く、金融システム全体では逆ザヤになるにもかかわらず、E C Bが資金仲介機能を代替する動きが進んだ格好で、流動性不安の高まりがうかがえる。



17) E C Bには、民間金融機関の申請に応じて、ごく短期間、資金貸し付けまたは預金受け入れを行う制度があり、この際の貸出金利、預金金利を、通常は政策金利（主要リファイナンス・オペレーションの最低落札金利）の±1%に設定することで、市場の短期金利を政策金利の付近に誘導している。08年10月9日から09年1月20日にかけて、このスプレッドが時限的に±0.5%に圧縮された。

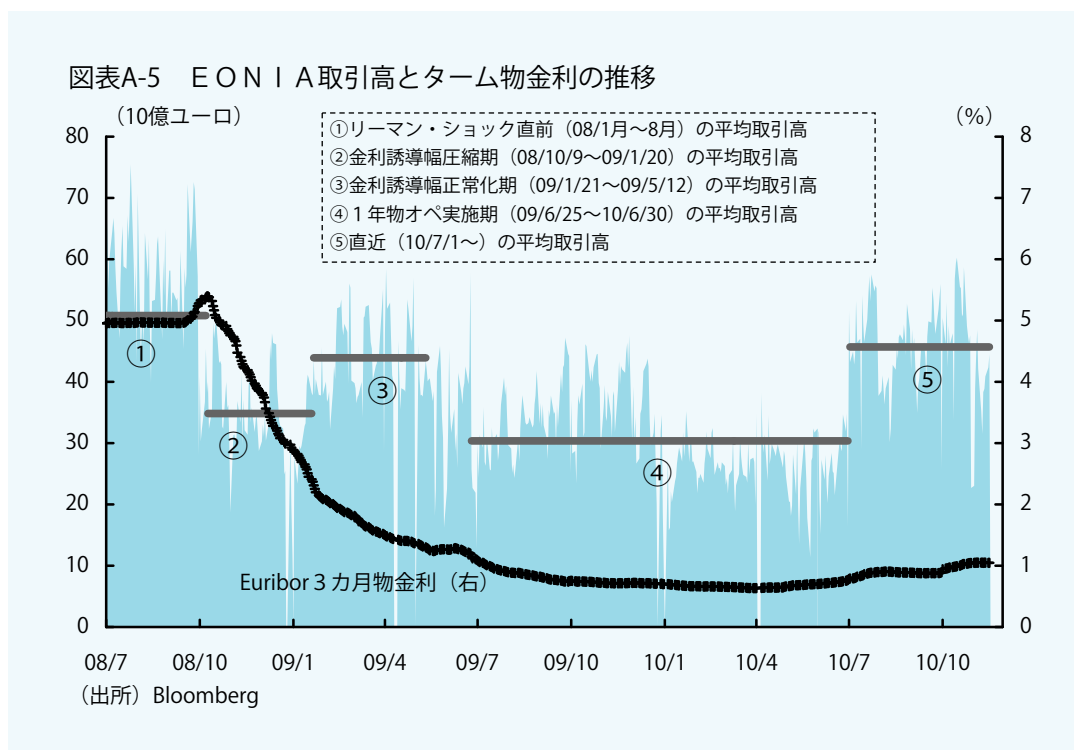
ECBは09年5月まで利下げを続け、その後7月から2010年6月までの1年間にわたって、ユーロ建てカバードボンドを発行・流通市場から買い取った。目的は、「欧州金融機関の資金調達の間でもあるカバードボンド市場の支援を通じ、①ターム物金利の低下を促すことで、②金融機関や企業の資金調達状況を一層緩和、③銀行融資を促進し、④民間債務市場の流動性改善の一助とする」こととした。固定金利・金額無制限の1年物の長期オペも活用しながら、一段と緩和姿勢を強めたことで、短期金融市場の取引量が細る一方、3カ月物のEuribor金利でみたターム物金利は、低下傾向をたどった（図表A-5）。

その後、ギリシャの財政統計の改ざん発覚を発端としてソブリンリスク問題への注目が集まり、特に欧州諸国の金融市場で緊張感が高まると、国債市場の介入も断行した。ただ、あくまでも、債

券市場の機能不全に対応し、金融調節メカニズムを再建することを目指したもので、資金量の増加を狙ったものではないことを明らかにし、買い入れ後に同金額のターム預金による資金吸収オペレーションを実施している。なお、ECBは、域内諸国で進められている緊縮財政が経済に悪影響を及ぼすリスクを念頭に置きながらも、長期化させていた資金供給オペレーションの期間を平常時の運用に戻すなど、市場機能の維持に対する意識が強く、主要中央銀行の中で金融政策の正常化に最も意欲的である。

(4) BOE

英国では、リーマン・ショック直後に資産・負債規模がそれまでの2.6倍程度（危機前：GDP比6%程度→危機後：16.5%程度）となり、拡大幅は危機の震源地であった米国FRBを上回った。

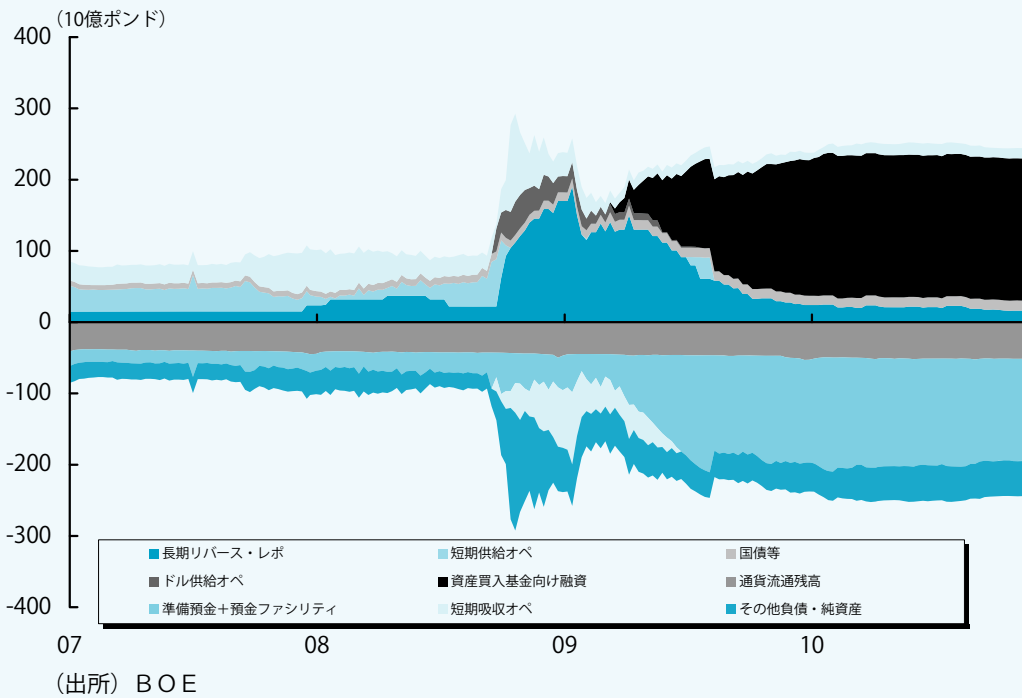


初期反応として、主に増加したのは、長期リバース・レポと米ドル供給オペに係る資産である（図表A-6）。一方、負債の中では当初、積極的な資金供給との見合いで短期吸収オペを実施したため、準備預金の残高には大きな変化は生じなかった。

その後、09年3月半ばから、国債やCP等の買い取りを始めると、資産買入基金向けの融資が増加した¹⁸。一方、BOEの資産の内訳は、長期リバース・レポによるオペレーションが徐々に平常時の規模に戻っていった。この間、負債側では、短期吸収オペが減少し、準備預金高が大幅に増加

することとなった。2010年1月までで、国債の新規買い入れは停止しているが、BOEはその後、毎月開催する政策会合で、資産買い入れプログラムの規模を維持することを議論・決定しており、CPと社債の小額の買い入れを続けている。

図表A-6 BOEのバランスシート



18) 英財務省は09年1月19日、銀行支援策の一環として、中央銀行が民間から資産を買い取る「資産購入制度（APF：Asset Purchase Facility）」を創設する、と発表。2月下旬以降、短期国債の発行により資金を手当てすることで、CPの買い入れが開始された。その後、イングランド銀行は3月の金融政策会合（MPC）で「政策金利の引下げ余地が少ないなかで、インフレ目標達成のためには更なる金融緩和が必要」との判断を下し、同月中旬以降はイングランド銀行の準備預金を裏づけに、国債も含めて積極的に購入が進められた。もっとも、資産購入はイングランド銀行の子会社によって実施され、イングランド銀行のバランスシートには、購入資産ではなく同子会社向け融資が計上されている。

【参考文献】

- 白川方明 [2008a]、「短期金融市場の機能度と中央銀行の金融調節」、金融調節に関する懇談会における挨拶、2008年11月25日
- 白川方明 [2008b]、「現代の金融政策 理論と実際」、日本経済新聞出版社
- 日本銀行 [2007]、「短期金融市場の機能向上に向けた論点」、短期金融市場フォーラム資料、2007年3月1日
- 牧野潤一・野口麻衣子 [2010]、「円高進行と追加緩和・為替介入策」、Economic Memorandum No2、大和総研、2010年8月25日
- Bank of England [2009] “Quantitative easing explained: Putting more money into our economy to boost spending”, 10 July 2009
- Bernanke, Ben [2010] “Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress,” Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 21 July 2010

[著者]

野口 麻衣子 (のぐち まいこ)



資本市場調査部 金融調査課
研究員
担当は、金融政策