

**議 題** 「非伝統的」金融政策

**開催日時** 2009年3月16日<9時30分~11時50分>

**出席者** 加藤 出 (東短リサーチチーフエコノミスト)  
高田 創 (みずほ証券金融市場調査部長)  
福田慎一 (東京大学大学院経済学研究科教授)  
宮尾龍蔵 (神戸大学経済経営研究所長)  
柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科准教授)  
渡部敏明 (一橋大学経済研究所教授)  
井上哲也 (野村総合研究所金融市場研究室主席研究員<事務局>)

## 主要論点

- (1) 金融市場の現状認識
- (2) 中央銀行が対処すべき課題
- (3) 政策手段の効果と選択
- (4) 「非伝統的」金融政策のリスクと対応

## 出席者による発言要旨

### 1. 事務局導入報告

井上<事務局>:

・今回の金融危機では、日本銀行のみならず、FRBやBOEなども政策金利がほぼゼロとなる中、金融市場の機能低下や景気悪化に対応するため「非伝統的」金融政策を実施している。このため、こうした政策の効果やリスクをきちんと考えることは有用であると考え、金融市場パネルの第1回会合のテーマとした。

・主要な論点としては、各政策オプションについて目的と手段を整理した上で、現在ないし今後の金融経済状況に照らしてどのオプションが適切か、政策に伴うリスクにどう対処すべきか、といったものが想定される。議論の上では、日本の前回の金融危機における経験が参考になるだろうが、それらが当時の金融経済環境や金融システム構造に依存している可能性にも留意する必要がある。また、リスクに関しては、中央銀行と政府との損失分担や exit policy など重要なポイントとなる。

(この後、金融市場の状況、日米の政策対応の現状と説明振り、日米の中央銀行のバランスシートの状況、これらに関する既存の研究成果等について概観)

### 2. 議事

#### (1) 金融市場の現状認識

加藤氏:

・CP 市場では、年末にかけて大手企業が手許資金積み上げ目的で発行した一方、株価を不安視した銀行が購入姿勢を慎重化したため、発行金利が高騰、発行金額も減少した。しかし、日本銀行と日本政策投資銀行による購入開始を受けて、発行額は回復、発行金利も同期間の TB を下回る水準まで低下。足許では、発行体は当局の購入を期待して市場での発行を見送るなど、政策効果は十

二分に浸透。

・レポ市場は、TB の供給圧力やマーケット・メイク機能の低下のため、金利上昇圧力が強い。期末にかけて業者の在庫ファイナンスにより金利上昇圧力が高まる可能性があるため、日本銀行は国債買戻先オペで金利抑制を図っている。

・この間、日銀当座預金の残高は 10 兆円~13 兆円で推移。もちろん、日本銀行は量的目標を掲げている訳ではないが、CP・社債の購入やターム物オペの増加などの結果として、大幅な超過準備が発生しており、結果として量的緩和の状態。なお、銀行は、自身や顧客の外貨需要を満たすため日本銀行のドル資金供給オペに積極的に応じたことなどから、担保繰りが苦しい時期もあったが、企業金融支援オペの導入などによって、問題は解消。

高田氏:

・年末にかけて、CP と社債の発行減少を銀行貸出の増加でオフセットしたのは、銀行には、時価会計の必要のない貸出の方が対応し易かった面が大きい。加えて、銀行で CP 引受を担当する市場セクションや社債の主たる投資家である年金などでは、発行体の信用状況に拘らず、市場でスプレッドが拡大すると購入しにくくなる。

宮尾氏:

・世界で実体経済の減速が顕著になったので、今後グローバルなデフレのリスクは高まる。

渡部氏:

・今回の金融危機の震源地である証券化市場に関しては、レアイベントであるデフォルト確率やデフォルトの連鎖のリスクが適切に推計されていなかった点が大きな問題。

・CDS のようにリスクを流通させる商品のプレゼンスが高まる中で、

中銀は伝統的な金融機関だけモニターしていても意味がない。また、こうした市場の頑健性を高める上では、CCP のようなリスクの軽減に資するインフラをどう整備するかも重要。

## (2) 中央銀行が対処すべき課題

**加藤氏：**

・米国が「非伝統的」金融政策を大胆に実施しているのは、財政資金を活用して全国レベルで政策金融を行う機関がない面も大きい。今回の危機では、本邦市場は米欧市場の煽りを受ける面が大きかったため、日本銀行が市場機能の維持に重点を置いてきたことも理解できる。しかし、輸出の急減による実体経済への影響が深刻化し、本邦金融機関の資産内容が悪化してきたときに中央銀行が何をすべきかを考えておくべき。

・ECB の Trichet 総裁は、先日の欧州議会での演説で、今回の金融危機や景気後退に関して、短期的な対策を講じるのは必要であるが、同時に中長期的な構造対策も意識すべきであると強調した。中央銀行は、緊急避難的な対応だけでなく、その先をどうするか、政府にいかに関与するかといった点を考えておくべき。

**高田氏：**

・日本の前回の危機ではデフレのリスクが強く意識されたので、日本銀行による資金供給の量が重要だった。今回は市場流動性低下が重要な問題だったので、信用緩和に力点が置かれているのは理解できる。しかし、デフレのリスクはこれから高まるのが懸念されるので、日本銀行による量的緩和の意味について定量的な検討が必要。

・今回の米国の状況は、前回の日本より深刻であるだけに、とにかく眼前の火を消すことを優先する余り、FRB は「なし崩し的」に「非伝統的」金融政策を採用せざるを得なかったのではないかと。このため、米国の学者も信用緩和のような政策を「後追いの」に正当化せざるを得なくなっている。

**福田氏：**

・日米ともデフレのリスクがある中で、前回の日本の危機に際してインフレ率ないしインフレ期待を高めるための提案を行った米国の学者が、今回は概ね沈黙しているのは奇妙な状況。インフレターゲットの採用やポートフォリオ・リバランス効果といった提案は結局意味がなかったと思っているのか。

・FRB の意思決定はワシントンでなされるが、「非伝統的」金融政策は市場にフレンドリーであり、市場と日々接触する NY 連銀の意向が影響しているようだ。

・金融システムの安定化が最優先課題だとしても、中央銀行の対象領域はシスミック・リスクの抑制に限定されるべきで、個別金融機関の救済や金融機関の貸し取り防止などは、監督当局が公的資金を用いて行うべきこと。現実には線引きは難しいが、仮にグレーな領域に拘ることがあっても、中央銀行は適切に exit すべき。

**柳川氏：**

・今回の危機は米国から世界に波及しているため、FRB が採用した政策と逆の政策を日本が採用するのは困難。しかし、日本と米国とは金融危機の様相も政治的な圧力も異なるので、日本銀行は政策運営の柔軟性を確保することが重要。同様に、財政政策の面でも、米国を含む先進国とどのように協調するかは重要な問題。

**井上<事務局>：**

・前回の日本の危機に際して米国の学者が発したメッセージは、インフレ期待を醸成するには、中央銀行が「インフレには無責任になる」ことが必要というものであった。

・また、前回は CPI の下落率は限定的だったが、金融機関と企業の双方のバランスシートは相当傷んでいたため、デフレスパイラルのリスクは相応に意識されていた印象。今回、デフレのリスクがあるのであれば、その潜在的原因を正しく把握することが、適切な政策運営に繋がるのではないかと。

## (3) 政策手段の効果と選択

**加藤氏：**

・FRB のペーパー(“Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations”<2002>)の内容が、「伝統的」金融政策に関する近年の標準的理解であった印象。オペに伴う資源配分への中立性確保や納税者負担の回避が原則とされており、MBS や ABS を大量に購入する今日の FRB とは大きく異なる。

・「非伝統的」金融政策で購入する資産は、市場機能が毀損し、フェアバリューがつかないものに限定すべき。この点では、少なくとも現在までは市場機能が維持されている米国債まで購入して、中長期金利を強引に抑制すべきかどうかは、Bernanke 議長と同様に私自身も躊躇される面がある。

・米国では、中央銀行のバランスシートの膨張を伴う政策を量的緩和と呼ぶ傾向が存在(Bernanke and Reinhart による)。FRB は、ほぼゼロ金利の下での量的緩和について、TB と当座預金を交換しても意味ないとか、金融システムが傷んで信用乗数が下がっているのも意味がないとか、かつての日本銀行と同じ主張をしている。

**高田氏：**

・日銀関係者は、量的緩和について、前回の危機では景気刺激には効果が確認できないと言っている。しかし、ある薬が効かないから、新薬を投入すれば良いという訳ではない。また、米国が使った薬なので、日本でも使わざるを得ない訳でもない。量的緩和も含めて、「非伝統的」金融政策の個々の手段について、改めて効果を検証すべき。

・中央銀行は伝統的に国債購入に嫌悪感を持つ一方、クレジットリスクを取ることに相当に大胆。ガバナンス機能を持たない中央銀行が社債を購入すると、資金供給の面で個別企業の生殺与奪を実質的に握り、「ゾンビ企業」を生み出すリスクもある。社債を購入す

るなら、与信先管理や再生の機能を有する政策金融機関による方が望ましい。かつての日本銀行による証券化商品の購入も、市場の正常化の後で効果は限定的だった。

・呼び水のクレジット市場への介入はあってよいが、日本では銀行の活性化が不可欠。今回の株式の買取りは評価損の実現を伴うので難しかったが、劣後ローンの供与は効果が期待できる。また、国債の買切りオペによって安定的な長短利鞘を確保したり、変国のような資産を買取り対象に加えたりすることは有効な対策。

・外需が問題なのであれば、為替相場に影響する意味でゼロ金利政策が望ましい。前回の危機でも、量的緩和は、対外資金フローを通じて円相場を抑えた効果を発揮した。

#### 福田氏:

・前回の危機への対応のうち、量的緩和は、デフレ解消効果は小さかったが、意味がなかったのではない。また、時間軸政策はやや長めの金利まで抑制する効果があった。株式や資産担保証券も購入したので、規模は小さくとも信用緩和も実施した。

・今回の対応のうち、株式の買取りに応じる先が殆どなかったことは興味深い。中央銀行がリスク資産を何でも買えば効果があるわけでないことを示唆するようだ。なお、企業金融安定化オペの金利にペナルティが課されないのは、ロンバード貸出などと整合的でないし、政策的に対応する必要のない金融機関に活用されるリスクも存在。

#### 宮尾氏:

・米国発の危機なので、各国の中央銀行は FRB の対応に迫ればよいという考え方は疑問。例えば、FRB は dual mandate なので成長重視路線を採ることは正当化されるし、損失負担を政府に要求しやすいが、日欧はそうした立場にはない。緊急対策で仕方ないというなら、少なくとも exit policy をしっかり考えておくべき。

・量的緩和に関しては、ポートフォリオ・リバランス効果は疑問視されている。一方で、期待インフレ率の引き上げを通じて実質金利を抑制し、経済活動を刺激する効果は十分検討されていない。類似の議論としてのインフレ・ターゲットも含め、デフレのリスクが高まると再び議論の俎上に上る可能性。

#### 柳川氏:

・FRB による様々な信用緩和は、金融危機の展開に伴う「もぐらたたき」の性格が強い。学者としては、1)信用緩和の多様なオプションと各々のメカニズムを検証する、2)信用緩和が正当化される条件を整理する、3)伝統的な金融政策との関連付けを検討する、といった課題が存在。3)に関しては、信用緩和が市場機能を毀損すると、伝統的金融政策の効果も削がれるリスクがある。

・量的緩和は、金融システムの安定が目的だったのなら、デフレ対策として効かなくて、流動性リスクの軽減に寄与したのなら良いということになる。要は、金融政策について、金融システムの安定を目的とするものを認めるか、金融システムの安定を通じて、最終的

には景気対策になるものを追求するのかという考え方の問題。

#### 井上<事務局>:

・日本は銀行貸出中心の金融システムであるので、金融システムの機能低下に対応する政策は銀行への働きかけが主体となり、その時々銀行が抱える問題の除去を優先するために、結果として大胆にクレジットリスクを取っていたという面もあろう。また、かつて実施した証券化商品の購入は、金融システムの複線化を展望して、クレジット市場の活性化に資するという意味もこめられていた。

・量的緩和を巡る欧米の議論には、いまでも、中央銀行が直接にマネーサプライを増加させることができるとの前提に立った議論がみられるのは残念。

#### (4)「非伝統的」金融政策のリスクと対応

##### 加藤氏:

・Bernanke 議長は、中央銀行のバランスシートだけを取り出して議論することの意味は乏しいと主張していたし、現実にも多様な資産を購入しており、意見は一貫している。もっとも最近の講演では、1)政府保証のある資産が多い、2)オペでは担保や格付要件を課している、3)金融機関は資金を FRB に滞留させているといった点を挙げて、バランスシートの膨張には問題ないと繰り返している。米国債は海外投資家頼みだし、財政収支の維持可能性にも疑念が生じており、市場の方が不安視しているようだ。

・「非伝統的」金融政策には恣意性のリスクも存在。昨年の投資銀行の救済の例を出すまでもなく、FRB の裁量で救済する相手を選別するのは望ましくない。なお、日本銀行の企業金融支援オペでは、企業の信用リスクは銀行が負担するため、銀行の自己資本が不足するようになれば効果がなくなるが、これまでのところ同オペは銀行によく利用されている。また、日本銀行の CP 買入れ金利は、平常時のレートより若干高めという程度だが、FRB の TALF では OIS+200bp と相当なペナルティが付けられている。

##### 高田氏:

・前回の危機では、日本銀行は預金保険機構に大量の与信を行ったが、これには政府保証が付されていたし、信用緩和も株式買入れ程度にとどめ、中央銀行として「筋を通した」印象。しかし、今回は、日本でなぜ信用緩和に踏み込むかという議論が欠落している。中央銀行の独立性は、物価安定のために専門性が必要という意味で認められており、前回の危機では守った独立性を、そこまで深刻でない状況で放棄するのは理解し難い。日本銀行は審査を通じて個別銀行の状況を把握しているので、これをもとに信用緩和を行う余地もあるし、政府と中央銀行が明示的な合意の下で信用緩和に乗り出すことは考えられる。

・FRB の信用緩和は、対象資産に格付などの面から制約を設けているが、格付自体が信頼できるか疑問であるなど、リスク管理の実務上は様々な問題がある。信用緩和を通じて購入するのは、市場機能が壊れて値がつかない資産に限定されるべき。

**福田氏:**

・中央銀行は企業再生の機能を持たないので企業経営の支援はできない一方、政策金融機関は決済機能を有していないので流動性対策には向かない。中央銀行は、信用緩和に関わった場合でも、問題が解決したら速やかに exit すべき。いわゆる特融も、普通は最も優先度の高い債権である、量的緩和も、流動性リスクの抑制という効果がある一方で、市場から本体退出すべき主体も支えてしまうという副作用がある。

・日本でも、財政支出や増税には相当な政治的抵抗がある一方、中央銀行の資金は安易に使われがち。日本銀行も、前回の危機では、預金保険機構への与信だけでなく、一部の金融機関への出資も行った。規律付けをいかに行うかが大きな課題。

**柳川氏:**

・国民の視点からは、中央銀行のバランスシートが傷んでも、いずれは政府が対応するならば取り立てて問題にする意味はないかもしれない。確かに、中央銀行にバランスシートを適切に管理するように求めるのは行動の規律付けとして意味がある。しかし、緊急時にも、バランスシートの健全性を重視する余り、必要な政策が打てないのもコストが大きい。ただし、平時の規律付けと緊急時のバランスが難しいのも事実。緊急時の判断基準や、緊急時には平時の基準をどの程度はずれて良いのかといった問題は残る。

**井上<事務局>:**

・前回の危機の特に初期の局面で、日本銀行が個別金融機関への資本注入など異例な措置を採ったのには、当時、金融機関の破綻処理法制に未整備な面があったことによる面も大きいのではないか。今回の危機では、米国が同様な問題に直面した。

・信用緩和に関しては、FRB は、購入資産の格付による限定やペナルティレートの設定などを通じて、実は慎重なリスク管理を行っている面もある。

・中央銀行のバランスシートや独立性との関係では、市場が過剰に心配してしまう面も強いので、どのように適切な説明をしていくかということも重要な課題であるように感じる。

**3. 閉会****井上<事務局>:**

・金融システムが安定性を取り戻すには時間を要するだけでなく、景気の本格的な悪化はこれからとの見方が強いなかで、「非伝統的」金融政策を考えることは一段と重要になっている。本日の議論でも、「量的緩和」の再評価や中央銀行の行動に対するガバナンスといった興味深い論点が示されたこともあり、今後もこの問題を新たな視点から取り上げていくこととしたい。

\*\*\*