

世界金融危機を経て、主要国の中央銀行は「非伝統的金融政策」の局面に突入した。これにより、4 大中央銀行の総需要調整策としての金融政策(マネタリー政策)は大きく変貌を遂げ、今日に至っている。一方、危機直後に発動された金融システム安定化のための政策(プルーデンス政策)もまた、大きくその姿を変えている。4 大中央銀行によって行われたこれら 2 つの金融政策は、共通面も多いが、それぞれに異なる部分も多い。本稿の目的は、世界金融危機以降にみられた 4 大中央銀行間の政策の相違点を明らかにするとともに、その源泉を、中央銀行の成り立ちや制度、置かれた金融・経済環境から探ることにある。

第 1 章では、総需要調整策としての非伝統的金融政策の政策メニューを分類し、4 大中央銀行において実際にどの政策が行われたのかを整理した。

その結果、4 大中央銀行で共通に、非伝統的資産の購入を含む大規模資産購入と政策金利のフォワード・ガイダンスが採用されており、大きな 2 本の軸であることが指摘できる。

しかし、相違点として、①大量資産購入で国債のみを対象とする BOE に対し、民間金融資産も大規模に購入する FRB、株価に直結する ETF も購入対象に加える日銀などのバリエーションがみられること、②マイナス金利政策は、ECB と日銀においてのみ採用されたこと、③相対型貸出資金供給は、ECB、BOE、日銀がこれを採用し、FRB は採用していないこと、④独立的インフレ期待の形成は日銀のみが導入し、同時にマネタリーベース残高目標も採用されたが、FRB、ECB、BOE は採用していないこと、⑤イールドカーブ・コントロール政策は日銀のみが導入したこと、などが指摘できる。

第 2 章では、金融システム安定化策について、「最後の貸し手」機能と、2008 年の世界金融危機下で新たに設けられた「最後のマーケット・メイカー」機能に分けて 4 大中央銀行の共通点と相違点を検討した。

最後の貸し手機能に関しては、4 つの観点から比較を行った。第 1 に、バジヨット・ルールにおける「債務超過先への貸出禁止」の原則は、各中央銀行の伝統的な運用では厳格に守られてこなかった。だが、1990 年代になって、FRB が FIDICIA(1991 年)で債務超過先への連銀貸出を禁止し、ECB(1998 年設立)が最後の貸し手機能である ELA で債務超過先への資金供給を禁じるなどの動きが出てきた。一方、BOE では一貫して順守されておらず、日銀では日銀特融が、銀行の破綻処理のスキームに組み込まれ、債務超過先への貸出がむしろ積極的に行われたとさえいえる。

第 2 に、最後の貸し手機能のノンバンクへの大々的な発揮は、FRB においてのみ行われた。1991 年に FIDICIA で非常時における連銀貸出に関してノンバンクに対する担保面での優越性が付与され、2008 年の世界金融危機時には投資銀行や生命保険会社に資金供給を行

うファシリティが準備された。

第3に、最後の貸し手機能に対する政府による債務保証は、ECBではELAによる貸出に、貸出先金融機関の所在国の政府による保証が付された。BOEでも、2008年の金融危機時にELAの一定額以上の貸出に政府保証が付けられた。これらは、FRBと日銀にはみられない。

第4に、スティグマ問題が存在することによるそれへの対応は、FRBとBOEで行われたが、ECBと日銀にはみられない。

「最後のマーケット・メイカー」機能は2つに分けられるが、「信用市場における借り手と貸し手への資金供給」はFRBのみが行い、「期間の長い債券の購入」を通じた市場全体に対する流動性供給に関しては、FRBに加え、欧州債務危機時に重債務国の債権市場向けにECBでも活用された。BOEに関しては最後のマーケット・メイカー機能はみとれず、日銀においてはその発動はごく限られた範囲にとどまった

第3章以降の3つの章では、第1章、第2章で明らかになった政策の相違点をもたらした要因や背景を探るため、中央銀行の成り立ち、制度、置かれた金融・経済環境を整理した。

第3章では、まず4大中央銀行の設立時の直接の目的を探った。FRBは金融恐慌への対応としての金融システムの安定（最後の貸手）、ECBは欧州通貨統合に伴う単一通貨の安定的な運営（物価の安定）、BOEは政府への貸出を目的とした商業銀行業務（政府の銀行）、日銀は不換紙幣の整理のための独占的通貨発行機関の創設（独占的な通貨発行）、がそれぞれの設立の目的であった。しかし、各行とも次第に中央銀行の要件を備え、それぞれに「中央銀行化」していった。

総需要調整策としてのマネタリー政策は、多くの中央銀行が設立された後に発見された機能である。金本位制の下で、資本の移動が自由であった時代には、中央銀行に自主的なマネタリー政策は実施できなかった。しかし、1946年のブレトン＝ウッズ体制では、固定相場制の中で国際資本移動がある程度制限されていたため、各行はマネタリー政策を発動し始めた。1970年代になると、変動相場制に移行したため、資本移動は自由化され、マネタリー政策は財政政策とともに総需要調整策として機能するようになった。この間、4大中央銀行のマネタリー政策は手段や運営目標などの点で改革が進み、ほぼ共通の短期金利誘導型に収斂して、それが非伝統的金融政策直前まで行われた。

第4章では、4大中央銀行の現在の姿を比較した。

第1に金融政策決定の仕組みは、委員会制度を採用しているなど基本的にほぼ共通だが、相違点は政府との距離である。FRBは政府からの関与は一切なく、ECBも19の異なる政府に対応する特殊な構造ゆえ、政府との距離は大きい。BOEは伝統的に政府との関係が近く、金融政策決定会合で政府代表委員に議案提出権、議決延期請求権のある日銀と政府の関係はさらに親密といえる。

第2に、非伝統的金融政策突入前夜までに整えられていた、短期金利誘導型政策のスキーマ

ムを比較すると、設立時に既にコリドーを設けていた ECB が最も先進的であった。後に、FRB も日銀も、非伝統的金融政策に突入する中でこの制度を整えている。

第 3 に、決済システムに関しては、日銀が国内すべての銀行間の決済を日銀ネットで一元的に行える点で、最もシンプルで効率的だ。BOE が提供する Chaps は少数の決済銀行に限定的に提供され、階層構造をなしている。FRB が提供する Fed wire には民間に競合するサービスが存在し、必ずしも FRB が扱わない決済が存在する。ECB が提供する TARGET 2 は、ユーロ加盟国間の国境をまたぐ資金の決済をスムーズに行える仕組みだが、事実上は各国中央銀行の勘定を經由しており、残高不均衡などの問題を抱えやすい。

第 5 章では、4 大中央銀行が置かれた各国、各地域の固有の金融・経済環境、およびそれとの関わり方に着目した。

第 1 に、アメリカでは、銀行制度において、連邦政府と州政府による「二元主義」が存在する。その上で、銀行に対する監督・規制の権限は分権的であり、とりわけ FDIC に、金融機関の監督・規制権限が与えられているのは特徴的である。また、州ごとの権限が強く、過剰なまでのウォール街や FRB に反発する世論が形成されている。金融技術の発展を受けて、民間債券市場の発展が著しく、ノンバンクのプレゼンスが大きい金融機関構造が形成されている。

第 2 に、ユーロ圏では、1 つ金融政策主体 (ECB) に対し財政政策の主体 (政府) が 19 ある特殊な構造により、マネタリー政策と財政政策のポリシーミックスが困難で、マネタリー政策単独では各国景気の平準化が行いにくい。また、金融機関の監督・規制における政府と中央銀行の分担や、ECB に与えられたプルーデンス政策の権限そのものが曖昧であった。さらに、域内 19 か国の経済格差の存在も、ECB を取り巻く大きな特徴といえる。

第 3 に、イギリスにおいては、銀行の規制が「自主規制」によって行われてきた伝統がある。それゆえ、1979 年以降、法整備が進む中で、BOE のマンドートが大きく揺れ動いた。なお、マネタリー政策に関しては、イギリスにおいては伝統的に貨幣的要因を重視する金融政策が好まれる傾向があったといえる。設立以来 BOE は国債市場を通じて政府と蜜月関係にあった。

第 4 に、日本では、中央銀行の独立性が伝統的に低く、1997 年の日銀法改正後も、その独立性はなお相対的に低い。また、インフレ率が従来から低めで、1990 年代末にデフレを経験したことと、それを背景に強力な金融緩和でリフレーションを行うべきだという強い世論が形成されたことも特徴だ。現金志向の経済社会は金融政策上の余分なコストを日銀に与えるが、政府はキャッシュレス化社会の実現を急いでいる。

第 6 章では、第 1 章、第 2 章で明らかにした、主として世界金融危機後の 4 大中央銀行における政策の相違点を、第 3 章、第 4 章、第 5 章で整理した中央銀行の成り立ち、制度、置かれた金融・経済環境から説明することを試みた。

総需要調整策としての非伝統的金融政策手段については、第 1 に、大量資産購入の手段の相違は、アメリカで民間債券の流通市場が高度に発達していたという金融市場構造、ECB で金融システム安定化のための民間資産購入スキームが総需要調整策になし崩的に転用されたという経路、日銀の ETF の購入は強力な金融緩和策でリフレーションを行うべきという日本特有の世論に影響されたこと、などから説明できる。

第 2 に、マイナス金利政策は、まず FRB が採用しにくい事情として、イールドカーブのフラット化が、アメリカの金融市場でプレゼンスの大きいノンバンクの収益悪化に、より大きな打撃を与える可能性が指摘できる。ECB のマイナス金利政策において、当初日銀のように準備預金を階層化せず、超過準備全体に付利が行われたのは、欧州の銀行が伝統的なバンキング業務ではない手数料業務への収益依存度が大きいからという、日欧金融機関構造の相違から説明できる。

第 3 に、相対型貸出資金供給が ECB、BOE、日銀で採用され、FRB で採用されなかったのは前 3 者における間接金融優位、後者における直接金融優位の金融構造の差異による。前 3 者における具体的な方法の相違は、多国にまたがる ECB において恣意性を排除するため長期オペの延長として設計されたことや、BOE におけるスティグマ問題の存在といった個別事情から説明できる。

第 4 に、独立的インフレ期待の形成を日銀のみが明確に掲げた背景には、日本が早くからデフレに陥る中、中央銀行が人々の期待に働きかけることにより、中長期的なインフレ期待の上昇を通じて実質金利の低下を促す必要があるとするリフレ派的な世論形成があった。

第 5 にイールドカーブ・コントロール政策は日銀のみが行ったが、これは日本においてのみみられた過度にフラット化したイールドカーブを立たせたいという事情が日銀にいてのみ発生したためであった。

次に、「最後の貸し手機能」を巡る考察では、第 1 に、伝統的に順守されてこなかった「債務超過先への貸出禁止」の原則が、1990 年代以降 FRB で厳格に掲げられるようになったのは、1980 年代の銀行破綻処理の過程を経て、安易な救済がモラルハザードを引き起こすという認識が強まり、従来から根強かった反ウォール街の風潮が喚起されたためだ。その後設立された ECB は、この影響を強く受けた。イギリスでは長い間深刻な取り付けを経験していなかったことや、日本では破綻銀行処理に日銀特融が組み込まれていたことにより、見直しの機運は生まれなかったといえる。

第 2 に、FRB による「最後の貸し手」機能に関して非常時にノンバンクに対する担保面での優越的地位が付与されたのは、高度に発達したアメリカ金融市場においては、ノンバンクが金融システムにおいて極めて重要な役割を果たしていたことによる。

第 3 に、政府による債務保証が、ECB の ELA による貸出に設けられたことの背景には、19 の国に 1 つの中央銀行という特殊な構造が指摘できる。BOE における政府の債務保証は、設立以来 BOE と政府が深い関係にあったために可能であったといえる。

第 4 に、スティグマ問題は FRB と BOE にみられる特徴だが、これは決済システムが単

一ではなく、中央銀行との取引関係が薄い金融機関も存在するという構造によるものだ。

最後に「最後のマーケット・メイカー」機能に関しては、第1に、世界金融危機時に「信用市場における借り手と貸し手への資金供給」をFRBのみが行ったのは、高度に発達した金融市場において、ノンバンクとMMFのプレゼンスが高かったからだ。

第2に、「期間の長い債券の購入」として、FRBがMBSやGSE債を購入したのは、これらの流通市場が発達していたため、その安定化が金融システムの安定化に直結したためである。ECBは欧州債務危機時に金融システム安定化のため、SMPで国債を、CBPPでカバードボンドの購入を行ったが、それは重債務国の国債を保有している金融機関を支えるためであり、多国にまたがる中央銀行という特殊な構造によるものともいえよう。

第7章では、2020年になって発生した新型コロナ対策を巡る4大中央銀行の政策を整理し、今後の金融政策の展望を行った。

まず新型コロナ対策としては、第1に、4大中央銀行すべてにみられた政策としては、バランスシートの拡大があげられる。これは期間の長い債券の購入による信用市場の支援のためのバランスシートの拡大であり、プルーデンス政策として行われたものだ。

第2に、世界金融危機時と同様、FRBはノンバンク向け資金供給(PDCF)や、「信用市場の借り手の貸し手への資金供給」による最後のマーケット・メイカー機能(TALF、MMLF)を発動している。

第3に、間接金融優位のユーロ圏、イギリスにおいては、ECBのTLTRO3、BOEのTFS、という相対型貸出資金供給が発表されている。

第4に、FRBによる「メインストリート融資プログラム」、日銀による「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」にみられるような、家計・企業金融を直接支援するための政策が導入されており、これらは世界金融危機にはみられなかった新種の政策である。

今後の金融政策の展望としては、第1に、4大中央銀行におけるマネタリー政策が非伝統的金融政策以前の短期金利誘導型の金融政策に再び復帰することは非現実的であり、仮にできたとしてもその実現までに相当な期間を有することは明らかだ。

第2に、今後、感染拡大の防止に目途が立った場合、非伝統的金融政策における4大中央銀行のマネタリー政策は、世界金融危機時のFRBと同様に、バランスシート政策と政策金利のフォワード・ガイダンスが2本の柱となると予想される。なお、マイナス金利政策の採用や深堀りに関しては、4大中央銀行共に消極的である。

第3に、「最後の貸し手」機能としては、FRBに関してはノンバンクに明示的に発動されるが、ECB、BOE、日銀ではその蓋然性は当面高くはない。

第4に、「最後のマーケット・メイカー」機能としては、特に「信用市場の借り手と貸し手への資金供給」は今後もFRBにおいてとりわけ重要視されていく。

第5に、家計・企業金融を直接支援する政策が、中央銀行の新たな役割として注目されるだろう。