

# 中央銀行だけではできない 「非伝統的」金融政策

「非伝統的」政策は、中央銀行にとって「馴染みの薄い」資産の扱いを求められるだけに、効果的で迅速な実施や、リスクの適切な管理のために、民間実務家や政府との協力が求められる面が大きい。

## 「非伝統的」金融政策とは

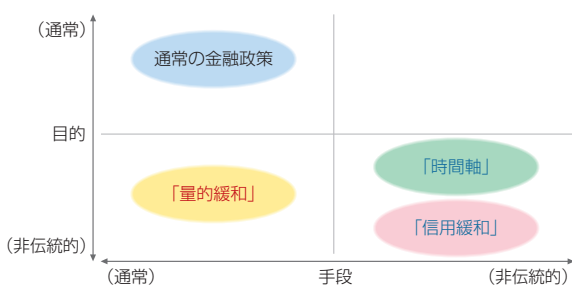
日米欧の金融政策が揃って超低金利の領域に入的过程中で、「非伝統的」金融政策が重要となってきている。

中央銀行の金融政策は、通常は、市場でのオペレーションを通じて、短期金利の誘導を目的として実施される。従って、これらと異なる手段や目的を有する政策は「非伝統的」である。例えば、2000年代初頭に日本で実施された政策をみても、潤沢な資金供給を通じて金融機関の流動性リスクの抑制を目指す「量的緩和」は目的が「非伝統的」である一方、インフレ率がプラスになるまでゼロ金利政策を続けることで長期金利の抑制を目指す「時間軸」は、手段と目的の双方の面で「非伝統的」である。

しかし、「非伝統的」金融政策として思い浮かぶのは、「CPや社債などのクレジット資産の購入を通じて、金融機関や市場の代替を目指す」というものである。米国ではこれを「信用緩和」と呼び、金融危機の核心にある市場機能低下への対応策として重視している。

そこで本稿では、「非伝統的」金融政策の中で「信用緩和」を主として念頭に置きながら、その実施において注目される動きをみていくこととしたい。

図表1 「伝統的」金融政策と「非伝統的」金融政策



## 「非伝統的」金融政策における 民間実務家との協力

今回の金融危機では、対策の実施において民間実務家との協力が進んだことが注目される。

FRBは、MBS購入プログラムに関し、実際の買い入れを民間金融機関4社に委託した。また、TSLF<sup>1)</sup>の導入でも、カストディ業務を寡占する民間金融機関と綿密な調整を行った。日本銀行は、2002年11月から04年9月まで、金融機関による保有株式の価格変動リスクを軽減するため、金融機関の保有株式の買入措置を実施したが、実際の買い入れは民間の信託銀行に委託した<sup>2)</sup>。

もちろん、中央銀行は、従来から民間実務家の意見を参考にしながら政策を実施してきた。しかし、上のケースは、金融危機対策として、中央銀行が証券化商品や株式といった「馴染みのない」資産を購入・管理し、SPVの設立も含む新たな手法を採用する際に、民間金融機関が有するノウハウやインフラを活用するものである。その主眼は、対策の実効性や適切なリスク管理を確保するとともに、政策の実施の迅速化を図ろうとすることにあり、その意味で、新たなアプローチとして注目されよう。

図表2 FRBによる金融危機対策における民間実務家の活用(代表例)

内容	委託先
Maiden Laneの資産(旧Bear Stearnsからの移管分)の評価	BlackRock
MBS購入プログラムの実行(MBSの購入)	BlackRock, Goldman Sacks, PIMCO, Wellington Management
MBS購入プログラムの実行(MBSの管理)	JPMorganChase

NOTE

- 1) Term Securities Lending Facilityの略。NY連銀が、MBS等と引換えに、金融機関に米国債を貸し出す制度。
- 2) 日本銀行は、2009年2月3日にこの制度を復活させることを発表している。

### 「非伝統的」金融政策のリスク

「非伝統的」金融政策の場合、金融危機によってリスクが上昇した資産を購入するので、中央銀行が取得した資産に損失が生じるリスクは相対的に大きい。

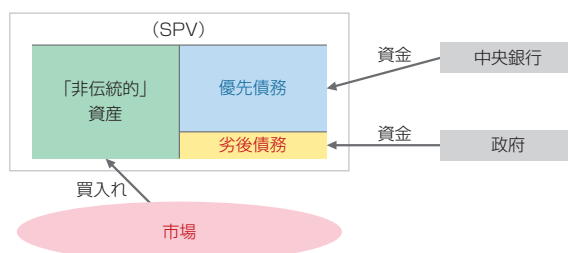
そこで、中央銀行の損失が膨らむと、その機能への信認が失われると考えることには合理性があろう。中央銀行の重要な機能は「通貨の発行」なので、結局は、通貨価値への信認を損なう—「インフレを招く」、あるいは、通貨の機能への信認を損なう—「資金決済システムの動揺を招く」、という推論が導かれる。実際、これらの問題は、中央銀行の損失に伴う影響として、過去のエマージング諸国での例も踏まえ、広く指摘されている点である。

そこで、中央銀行の損失を補填するとすれば、中央銀行の公的性格からみて、その役割は政府が担わざるを得ない。しかし、政府による介入は、中央銀行の独立性を阻害し、インフレリスクを高めるとの見方がある。だからと言って、中央銀行の自己資本を抜本的に充実すべきとの考えにも非現実的な面がある。平時に留保利益を積み上げれば通貨発行益の有効利用に反するし、危機の下で自己資本を厚くすれば、資本市場で民間企業や金融機関をクラウディング・アウトしかねない。

### 中央銀行と政府による リスクのpre-arrangement

今回の金融危機では、事態が急速に悪化したこともあって、「非伝統的」金融政策に伴う損失のリスクとその対応策に関しては、必ずしも十分な議論がなされてい

図表3 中央銀行と政府のpre-arrangementの例



ない印象を受ける。しかし、市場の不安を払拭し、政策効果を最大限発揮するためには、中央銀行と政府が政策のリスクについて事前に調整し、予想される損失相当額を、政府が中央銀行に予め支払うことが望まれる。

その際、中央銀行は、自らのリスク管理に加え、政策の説明責任の上で、リスクを可能な限り正確に推測することが必要である。政府は、支払う資金が納税者の負担となる以上、国民の代表からなる議会の承認を経ることが望ましいし、仮に金融危機の下で緊急性が高い場合も事後承認を得ることが求められる。政策の透明性を高めるためには、中央銀行と政府の資金で「非伝統的」資産の買入れのためのSPVを設立し、優先・劣後構造にそって両者が損失を分担することも有効であろう。

「非伝統的」政策は、中央銀行にとって「馴染みの薄い」資産の扱いを求められるだけに、効果的で迅速な実施や、リスクの適切な管理のために、民間実務家や政府との協調が求められる面が大きい。既に実現しつつあるこうした流れを確立していくことが期待される。

### Writer's Profile



井上 哲也 Tetsuya Inoue

金融 ITイノベーション研究部  
主席研究員  
専門は金融市場  
focus@nri.co.jp