



金融緩和政策と金融システム改革

公益財団法人 国際通貨研究所
特別研究員
小林 敏雄
kobayashi_toshio@iima.or.jp

1. GFSR における金融政策についての言及

国際通貨基金（IMF）では、2002年3月以来、年2回国際金融安定性報告書（Global Financial Stability Report, GFSR）を公表している。2012年10月初に公表されたGFSRは、前半の第1章および第2章で、前回4月の報告書以降の国際金融システムの安定性の現状とリスク、ユーロ圏、日米、新興国において直面するリスク等が評価されるとともに、Analytical Chaptersとして後半の第3章および第4章において、金融システムの安定性を高めるために計画された規制改革が正しい方向に進んでいるか、金融システム構造の改革が経済成長とどのように関係するか、といったマクロ経済的な観点からの分析が行われている。

このうち第3章では、長期にわたる低金利政策により、利ざやの縮小に直面する銀行セクターが非伝統的銀行業務により依存する傾向を強めるという副作用が懸念されるとして、金融セクターが、市場からの資金調達（wholesale funding）に依存する度合いを減少させ、複雑な商品構造をできるだけシンプルなものに変えるという構造改革を積極的に進める必要性を指摘している。（第3章20～22頁）

GFSRの主査を務めたIMFの担当者は、その公表に先立って9月末に行ったプレスカンファレンスにおいて、最近主要先進国が行った新たな金融緩和策（連邦準備制度の量的緩和第3弾、欧州中央銀行の債券買い入れプログラム、日銀の新たな量的緩和策）に

ついて、現在の経済状況に対応するものとしてその必要性は認識しつつ、「金融システムの改革はまだ緒に就いてばかりであり（筆者注、BaselIII、米国におけるドッド・フランク法、英国におけるビッカーズ報告等を念頭に置いたと想定される）、より安全な改革の方向に進みだすに至っていない状況下、（金融緩和政策が）予期せぬ副作用をもたらさないよう注意が必要な時期に来ている。将来、どのような形で金融システムに脆弱性をもたらすか注視していく必要がある。」と指摘している。（IMF ホームページのプレスカンファレンス記録より）

2. 金融緩和策をめぐる議論

最近における主要先進経済圏における金融緩和政策については、全般的にはその必要性について認識は一致しており、先般の IMF 世銀総会時における国際通貨金融委員会（IMFC）のコミュニケでも、先進国についての言及の中で「危機からの持続的な回復を確保する必要がある。更なる金融緩和がより緩和的な金融状況を創り出した」と肯定的に評価し、特に ECB（欧州中央銀行）が導入した OMT（債券買い入れプログラム）については積極的に歓迎している。

他方、先進国における金融緩和策については、国内・国際マクロ経済のコンテキストで、一部に批判があることも否定できない。ブラジルの財務大臣が、米国の QE3（量的緩和第3弾）につき、ドル安政策を追求するもので、新興国には通貨高、投機資金の流入等その経済にマイナスの影響を与えると批判したことは広く報道された。また、一部の学者は、Fed（連邦準備制度）の「2 度の量的緩和は家計のバランスシート修復につながらなかった。第3弾が奏功するとは期待すべきでない。（中略）量的緩和の副作用は深刻だ。（中略）これほどの過剰流動性を低迷する実体経済は吸収しきれない。」（2012年10月8日付日経、スティーブン・ローチ エール大シニアフェロー）と批判的な見解を明らかにしている。

ブラジル財務大臣の批判に対し、米連邦準備理事会（FRB）のバーナンキ議長は、「（Fedの政策は）米国経済を強化するためだけでなく、米国経済の支出、成長率を高めることにより、世界経済を支援することにもなる」と反論をしている。（2012年10月5日付英フィナンシャル・タイムズ紙）

他方、IMF のラガルド専務理事は、日本銀行・IMF 共催のセミナー「公共財としての

国際金融システムの安定」(2012年10月14日)において、主要先進国の金融緩和策を正しい方向での大きな政策行動であると評価しつつ、「先進国における金融緩和策は大量かつ不安定な資金移動を新興国にもたらす可能性があり、これが新興国における経済の過熱、資産価格バブル、金融システムのバランスが崩れることにつながりかねない」と注意を呼び掛け、だからこそ金融システム改革の必要性が喫緊の課題であると強調している。(IMF ホームページより)

また、日銀の白川総裁も、「グローバル金融危機の教訓」と題したブレトンウッズ委員会インターナショナルカウンシルの会合(2012年10月13日)において、「現在、先進国の多くの中央銀行は、景気回復を促し、経済の各部門がバランスシートの調整を進めるための時間を稼ぐために、多様な資産の買い入れ等の非伝統的な金融政策の領域に足を踏み入れています。国内の金融政策の波及経路が制約されているため、こうした金融緩和の影響は、他国への資本流入のような形で、国境を超えて意図せざる影響を生じさせる恐れがあります。(中略) こうしたグローバルな金融緩和が最終的に国際商品市場やインフレ圧力、更にはグローバル経済全体の安定にとって、どのような意味をもつか、きめ細かくモニタリングしていく必要があります。」と、IMF 専務理事と軌を一にした発言をしている。(日銀ホームページより)

3. 今後の留意点

主要各国とも財政政策を発動する余地が狭く、むしろ日米欧とも市場の信認を確保するあるいは維持するためには財政健全策を採らざるを得ない現実の中で、他方経済状況が依然不安定な中、各国とも金融政策に頼らざる状況は今後とも続くと考えられる。(巻末補注参照)

金利はすでにゼロ近傍まで下がっており、欧米も日銀にならって非伝統的金融政策の実施に踏み切っている。非伝統的金融政策の実施により、各中央銀行の資産は膨れ上がっており、その分マネーが市場に注入されている。政策当局は、このマネーが実体経済の回復に寄与することを期待しているのであるが、必ずしもそうなる保証はない。

現在の政治状況を勘案すると、金融政策への期待が引き続き大きいことが想定されるが、その際；

- 今後さらに金融緩和策が実施される場合、実体経済にどのような効果を期待し、そのためどのような工夫を行っていくか¹、

¹ 米国の QE3 は住宅ローン担保証券 (MBS) を購入対象とし、住宅事業への直接的効果を狙ったものと言

- 金融緩和政策により市場に放出されたマネーが実際にどのように移動しているか、またマーケットのかく乱要因とならないか、
 - 金融緩和策のマクロ経済的なインパクトを踏まえた上で、各国の金融システム改革にどのような方向性が打ち出され実施されるか、またそれが逆にマクロ経済にどのような影響を与えるか、
- という点に注目して今後の推移を見て行くことが肝要ではないかと思われる。

* * * * *

(補注)

本稿脱稿後、10月30日、日銀は、輸出や鉱工業生産が減少し、デフレ状態の脱却への道筋が依然として見えない中、異例ともいえる2カ月連続の金融緩和策を決定した。

その内容は、第一に、これまで実施してきた資産買入等基金を11兆円増額し総額91兆円程度とする。第二に、新たな資金供給手段として「金融機関の貸出増加額について、その全額を低利・長期で資金供給する（買出し実行時の誘導目標金利（現在0.1%）の固定金利で、最長4年）。資金供給の総額は設定せず、無制限とする」とのスキーム創設を決定し、具体的な枠組みの設計を速やかに行うとしている。

同日発表された「経済・物価情勢の展望」では、「企業や家計が緩和的な金融環境を積極的に活用して、前向きな投資・支出活動を行うよう後押しし——我が国経済の成長基盤強化に、中央銀行の立場から引き続き取り組んでいく」と、今回の新たな資金供給スキーム創設の背景を説明している。日銀資料および総裁記者会見によると、この新たな資金支援スキームは、2010年6月に導入されている「成長基盤強化を支援するための資金供給」（現在総枠5.5兆円で、このうち3.4兆円の使用残高がある）を補完するもので、取引先金融機関のうち貸出が増加した先のこの1年間の増加額は15兆円となっていることから、新しい資金供給スキームの下での資金供給として15兆円程度を想定している模様である。

今回の金融緩和策の決定に合わせて、日銀総裁、経済財政政策担当大臣、財務大臣3者による「デフレ脱却に向けた取り組み」と題する共同文書が公表されている。この中で、日銀としてはデフレ脱却が見通せるようになるまで強力に金融緩和を推進していくとの立場を改めて明らかにする一方、政府においても「デフレ脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠である」との認識の下、「規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する」と述べている。喫緊の課題であるデフレ脱却のため、金融政策だけでなく政

われており、また、日銀も「成長基盤強化を支援するための資金供給」スキームを立ち上げ実体経済へのてこ入れを目的としていると考えられるが、これらが実際にどのような効果をもたらすかは今後の検証を待たねばならない。

府としての取り組みの必要性を再確認したことに本共同文書の意味があると考えられる。

なお、「経済・物価情勢の展望」では、これまで同様、「こうした金融緩和の推進に当たり、日本銀行は、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から問題が生じていないどうかを引き続き確認していく」と、金融緩和政策の負の側面への目配りの必要性についても指摘している。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>