

量的緩和と病的緩和
－Theory of Monetary Policy Design, Quantitative Easing and Quackish Easing－

東洋大学

川野祐司

2014年6月5日：第1版

Abstract

本稿では、金融政策の分析枠組みである金融政策デザインを提示し、金融緩和の政策手段を量的緩和と病的緩和に分類している。金融政策デザインは、金融政策の諸要素を金融政策運営、情報政策、金融システム運営に整理し、相互の関連を分析するためのツールである。量的緩和は金融システムの安定性維持のために用いられるべきであるが、景気支援の政策に転嫁されやすく、それを病的緩和と定義する。両者は主に、供給される流動性の量を決めるのは誰か、流動性供給に明確な期限があるか、によって分類される。病的緩和には、長期的な経済成長を低下させるさまざまな弊害がある。

This paper divides easing monetary policy instruments into two categories, quantitative easing and quackish easing. The factors divided categories are decision maker of liquidity amount and explicit time horizon. Central bank has explicit time horizon with non-standard liquidity supply instruments and allows monetary financial institutions to decide bid amount on quantitative easing. Comparatively, central bank has only implicit or no time horizon and decide liquidity amount itself on quackish easing. Quackish easing has several undesirable effects to its economy.

Keywords: Monetary Policy Design, Quantitative Easing, Quackish Easing, Negative Interest Rate, Non-standard Monetary Policy

JEL classification: E50, E52, E58

注記：本稿をダウンロードしてくださった方へ

本稿は、マイナス金利や非伝統的手段をどのように考えるのか、6月初旬に公表するための暫定バージョンであり、今後アップデートされる予定です。

1. はじめに：Introduction

20世紀末には、金融政策の目的は物価の安定であるとのコンセンサスがあった。しかし、21世紀に発生したデフレーションと経済危機によって金融政策に関する理論には混乱が見られるようになった。その原因のひとつに、中央銀行が負っているタスクが多くて複雑であるため、タスクとタスクの関係や中央銀行が果たすべき役割が不明確になっていることが挙げられる。その他にも、金融政策が経済のどの範囲にまで、どの程度影響を与えることができるのか、そして、どの範囲まで責任を持つべきか、といった点についてコンセンサスが得られていないことも問題点となる。さらに、金融政策は政治だけでなく、近年では、市場やマスコミからの圧力も受けやすく、近視眼的な視点に陥りがちであることも混乱に拍車をかけている。本来は、中央銀行は独立性と長期的な視点を持たなければならないのに、それができなくなっている。

金融政策の混乱の背景には、金融政策の複雑さがあるため、中央銀行のタスクを整理して分析しなければならず、そのためのツールが必要となる。

金融政策手段は短期金融市場に作用し、それがマクロ経済に波及し、物価などに影響を与える。つまり、金融政策には短期金融市場を対象としたミクロ的な側面と、広く実体経済を対象としたマクロ的な側面がある¹。日本ではたびたび、ミクロ的な金融政策とマクロ的な金融政策の間で政策効果や政策可能性について議論があったが、両アプローチがそれぞれ受け持つ役割や対象が異なるという認識がなかったことが議論が生じる原因となっている。

Borio (1997) はミクロレベルとマクロレベルの金融政策を一体的に考える枠組みを提示した。本稿では、この枠組みをより包括的なものにし、金融政策デザイン (Monetary Policy Design: MPD) として再提示する。MPD は、金融政策の運営だけでなく、金融システムの安定性にかかわる項目と情報政策の項目を含んでおり、金融危機時にはシステムの安定性にかかわる項目として流動性の供給が行われるべきであることも示される。

20世紀後半から期待が果たす役割の重要性が認識されるようになり、中央銀行は様々な戦略を採ってきた。情報を隠すことによる神秘性を利用していた時代もあるが、中央銀行は徐々に情報を公開することで期待をコントロールしようとしてきた。特に、インフレターゲットングにおいては情報政策が重要な役割を持っており、多くの中央銀行で経済変数の見通しを公開するようになっている²。21世紀には市場との対話がさらに重視されるようになり、現在の金融政策だけでなく、将来の金融政策に関する情報も公開されるようになった。

本稿では、MPDにより金融政策の諸要素の整理を行い、非伝統的政策や不況期の金融緩和について議論する。本稿では、危機時における金融緩和を量的緩和 (quantitative easing) と病的緩和 (quackish easing) に分類する。両者はMPDでは異なる機能を担当し、その効果や副作用について議論する。

¹ Bindseil (2004) は、Poole はマクロ面とミクロ面に関する2つの論文を書いたが、よりリファレンスされるようになったのはマクロ的な内容を扱っていた方だとしている。

² Bernanke et. al(1999)はインフレターゲットングを採用している中央銀行の金融政策の枠組みを調査しているが、情報政策は重要な要素となっている。

第 2 節では，MPD とその諸要素について述べる．第 3 節では，量的緩和と病的緩和の違いについて述べる．第 4 節では，病的緩和の弊害を議論する．

2. 金融政策デザイン (MPD) とは : Framework of Monetary Policy Design

MPD とは，様々な中央銀行のタスクを分析するための枠組みである．図表 1 で表される MPD には，金融政策にかかわる様々なタスクが果たすべき役割に応じて整理されている．この枠組みは，金融政策の分析に用いられるものであり，金融政策のタスク間や他国との比較分析などに有用である．

MPD は金融政策運営，情報政策，金融システム運営に分かれる．金融政策運営は，一般的に金融政策と呼ばれている部分であり，金融政策手段が発動されてマクロ経済に影響を及ぼすまでをカバーする．通常期の金融政策にかかわる部分である．情報政策は，金融政策の有効性を高め，市場の信認を得るための情報公開に関するものである．これには，民主主義におけるアカウンタビリティも含まれる．金融システム運営は，決済システムなどの金融システムを安定的にマネジメントするためのものであり，金融危機時における流動性供給などの対策も含まれる．

図表 1 金融政策デザイン

	ミクロ面	マクロ面
金融政策運営	金融政策手段	ターゲット
		波及
情報政策	口開市場操作 アカウンタビリティ	アナウンスメント効果
金融システム運営	決済システム 銀行券 プルーデンス政策	危機時のみ 情報公開，流動性供給

Table 1. Framework of Monetary Policy Design

	Micro aspect	Macro Aspect
Policy management	Policy instruments	Target Feedback
		Transmission
Information management	Open Mouth Operations Accountability	Announcement effects
		Crisis period only Information Liquidity supply

System management	Settlement system Bank note Prudence policy
-------------------	---

2-1. 金融政策運営：Policy management

金融政策運営は、中央銀行が直接的にコントロール可能なミクロ面と間接的に影響を与えることのできるマクロ面に分けられる。ミクロ面では、中央銀行が持つ3つの政策手段である、公開市場操作、常設ファシリティ、準備預金制度を用いて、金融政策のターゲット指標を誘導し、安定させることが目的である。

公開市場操作は中央銀行が金融機関との間で証券を介した資金取引を行うことをいう。ここには、取引の形態（レポやアウトライト）、取引の期間、取引時間、取引の頻度や規模、適格証券の定義、ヘアカット、決済方法、金利の決定方法、取引方法（競争入札、全量入札、窓口方式など）、取引参加者、ターゲット金利（指標）の選択などの要素が含まれる。

公開市場操作は中央銀行がベースマネーをより直接的にコントロールする手段である。理論上は、ベースマネーの量または金利のどちらか一方であれば完全にコントロールすることができる。しかし、一方を完全にコントロールしようとするればもう一方は大幅に変動する。現在では、金利をターゲットにしている中央銀行が多く、ターゲット金利の大幅な変動を避けるためには、ある程度受動的に資金供給量を決めざるを得ない。

公開市場操作の実施は中央銀行が決めるため、イニシアティブは中央銀行にあるように見える。しかし、公開市場操作がオークション方式や窓口方式で行われる場合、入札額や入札金利は金融機関が決めることができるため、イニシアティブは金融機関にあるといえる。

常設ファシリティは、金融機関が中央銀行のファシリティに資金を出し入れするものであり、貸出ファシリティと預金ファシリティがある。貸出ファシリティは金融機関が中央銀行から資金を調達するために用いられ、預金ファシリティは金融機関が資金を運用する（または当面預けておく）ために用いられる。

どのファシリティを設置するか、ファシリティの満期、適格担保（ヘアカットも含む）、ファシリティの利用限度、利用時間、コリダー幅、赤残の処理などの要素がある。特に、どのファシリティを設置するかは、ミクロ面の金融政策構築に大きな影響を及ぼす。常設ファシリティを全く設置しないという選択肢もある。

例えば、ユーロシステムは2つのファシリティを持ち、貸出金利（**marginal lending facility rate**）と預金金利（**deposit facility rate**）を設定している。これらの2つの金利は、いわゆる政策金利である主要オペ金利（**main refinancing operations rate**）を挟むようになっている。このように、主要政策金利を2つの金利で挟む方式をコリダー方式という³。現在では、コリダー方式はターゲットとする短期の市場金利の上下限を画す役割を果

³ Bindseil and Jablecki(2011)は、コリダー方式は1994年にカナダで初めに導入されたとしている。

たしているとする考え方が主流である。

常設ファシリティを設置するかどうか、どのようなルールで運用するかは中央銀行が決める。しかし、実際に常設ファシリティにアクセスするかどうかについては、金融機関がイニシアティブを持っており、例えば預金ファシリティを利用したくなければ過剰な準備預金を持たないようにすればよい⁴。

準備預金制度は中央銀行が作り出す流動性に対する構造的な需要を作り出すものである⁵。法定準備率、準備期間、必要準備の計算対象、計算方法、積み期間、積み額の計算方法、付利、ペナルティなどの要素がある。準備預金制度は中央銀行がルールを設定し、中央銀行がイニシアティブを持つ。ただし、積み額が積み期間中に平均的に達成されていればよいとするルールでは、金融機関が日々の積み額をコントロールすることができる。

以上より、金融政策手段は政策実施の有無やルールは中央銀行が決めるものの、どれくらい利用するかは金融機関が決める仕組みになっている。これが、中央銀行がターゲットを完全にコントロールできない理由でもある。

マクロ面においては、金融政策の目標、波及経路の推定、中間ターゲットの設定、フィードバック、予測モデル、政策発動のタイミング⁶などの要素がある。経済構造や金融政策に関して中央銀行がどのような哲学を持っているかによって、これらの要素の詳細が決まる。例えば、物価の安定という金融政策の目標を持つ中央銀行は、目標とするのはインフレ率か物価水準か、目標値は点方式かバンド方式か、目標期間の設定（設定するかしないかも含む）、目標達成の判断基準、目標設定者（政府か中央銀行か⁷）などの要素を考慮しなければならない。

ミクロ面とマクロ面をつなぐものが金融政策の波及経路である。波及経路の起点は、政策ターゲットとなる短期金利である⁸。波及経路はイールドカーブへの波及とマクロ経済への波及の2段階に分かれる。中央銀行による年限の浅い金利のコントロールは比較的容易に行えるが、より長期の金利へのインパクトは徐々に小さくなる。そのため、イールドカーブは右に行けば行くほど形状のコントロールは弱くなる。また、マクロ経済への波及においては、各国のマクロ経済の構造や国際経済との相互依存関係などの要素によって異なり、常に「その他の条件を所与」とできるわけではない。さらに、中央銀行の信認(credibility)

⁴ ただし、赤残の処理などは法的に決められているケースが多く、金融機関にイニシアティブがあるわけではない。これは、金融システム運営の問題であり、金融政策手段の運用ではない。

⁵ Bindseil (2004) は、これも含めて7つの役割を挙げている。

⁶ 21世紀に入って、インフレリスクの評価などに1次効果と2次効果を分けるようになってきた。

⁷ 手段独立性と目的独立性。Fischer (1994) は、中央銀行の独立性を手段独立性と目的独立性に分類し、少なくとも手段独立性は中央銀行が持つべきだとした。本稿では、手段独立性はミクロレベルの金融政策に相当し、目的独立性はマクロレベルの金融政策に関するものだと再定義できる。

⁸ 通常は、無担保翌日物金利がターゲットとなっている。しかし、バーゼル III の影響により、今後は無担保の取引が薄くなることが予想されるため、ターゲットが有担保などの他の金利に移ることが予想される。

によっても波及の程度が異なる。マクロ面の金融政策では、波及経路の推定が重要なカギを握るが、常に変化する波及経路を予想しながら政策を発動しなければならない。

よって、多くの中央銀行は先見的（forward looking）な政策運営を心がけなければならない。後見的な（backward looking）な政策はプロシクリカルな政策になりやすく、経済の攪乱要因になりかねない。これは、危機時、特に危機時の金融政策からの出口戦略において十分に考慮されなければならない。

2-2. 情報政策：Information management

中央銀行が情報を公開する理由は2つある。第1は民主主義の下での説明責任を果たすことである。中央銀行家は選挙を受けない。選挙を受けないことは近視眼的な政策を排することができるというメリットがあるものの、市民生活に大きな影響を与える金融政策が市民のコントロールまたは監視の外に完全に置かれることに対する懸念もある。そのため、中央銀行は市民に対して説明責任を果たす。どの程度の説明責任が必要なのか、どのような方法で説明責任を果たすのかは国によって異なる。

第2は市場や公衆の期待形成に影響を与えることで金融政策の有効性を高めるための情報政策である。本稿はこの第2の役割に焦点を当てる。期待形成に影響を与えるには、中央銀行に対する市場の信認が重要なカギとなる。

情報公開の範囲、方法、頻度（回数、量）、一貫性、説明量、説明のレベルなどの要素がある。具体的な発信の方法としては、定期刊行物、リーフレット、ウェブサイト、記者会見、議会証言、講演などがある。この中でも、金融政策の考え方や枠組みの説明が最も重要である。金融政策の枠組みを正しく市場に伝えることは、情報政策だけでなく、政策金利の変更といった金融政策の発動に伴う混乱も防ぐことができる。逆に、金融政策の枠組みや考え方が浸透していないと信認を著しく引き下げることになり、金融政策の有効性は大きく下がってしまう。公衆の経済や金融に対する理解は様々であり、この作業には長い時間と様々な工夫が必要である。また、情報の一貫性も信認を高めるために重要である。中央銀行の複数のキーパーソンが異なる方向の情報を公開すれば、中央銀行が何を望んでいるのか市場は分からなくなる。

情報政策もミクロ面とマクロ面に分けて考えることができる。ミクロ面では口開市場操作（open mouth operations）、マクロ面ではアナウンスメント効果を用いている。

口開市場操作は、ミクロ面の金融政策手段を補完するものである。ターゲット金利（指標）を適切な水準に誘導するための情報公開であり、近い将来の金融政策の見通しを公開することで期待を誘導する。この目的は、政策金利の変更に関するスムーズングである。ミクロ面での情報政策は、金融政策手段の発動との連携がカギとなる。情報政策の対象期間は短く、長くても次回の政策決定までとなる。情報の受け手は専門家であることが多く、より専門的な内容の公表でも問題はない。

アナウンスメント効果は、より広い経済主体の期待形成を意図している。例えば、インフレに対する見通しは、賃金交渉や価格設定に影響する。中央銀行に対する信認が十分にあれば、アナウンスメント効果は期待のコントロールに役立つだろう。情報の受け手は、広く公衆となるため、理解しやすく誤解の少ない情報の公開が求められる。

マクロ面での情報の一つとして、フォワードガイダンスがある。フォワードガイダンスは、ある状態の金融政策（例えば非伝統的な緩和政策）をいつまで続けるのか情報公開する手段であり、ターゲット指標を持つかどうか、期限を区切るかどうかで4つのパターンが考えられる（図表2）。危機時の政策を例にとると、最も出口を設定しやすいのはターゲット指標がなく、期限があるパターンである。ターゲット指標は出口の設定をしやすいように思われるが、これまでの経験では、金融政策とのつながりが低い指標が設定されており、ターゲット指標が機能せず、出口の決定が困難となっている⁹。フォワードガイダンスが通常期の金融政策に応用可能かどうかは今後の研究を待たなければならない。

図表2 フォワードガイダンス

ターゲット	期限	出口
なし	あり	容易
あり	あり	↑
あり	なし	↓
なし	なし	困難

Table2 Forward Guidance

Target	Time Horizon	Exit setting
No	Yes	Easy
Yes	Yes	↑
Yes	No	↓
No	No	Difficult

情報政策に関して、中央銀行が多くの情報を公開し、それらを将来の金融政策を予想するための指標として市場が適切に使うようになると、期待のコントロールはより容易になる。しかし、それらが逆に金融政策の選択肢を狭めてしまい、結果として適切な政策発動ができなくなってしまうリスクがある。特にフォワードガイダンスはこのリスクが高い。つまり、情報政策には、公開の度合いと政策の自由度の度合いの間にトレードオフの関係があることを認識しなければならない。

また、公開される情報量が多ければ多いほど政策の有効性が高まるという保証はない。情報量が多すぎれば、情報の受け手（市場）が混乱したり、適切に処理できなくなったりする恐れがあり、結果として期待のコントロールができなくなる恐れがある。

⁹ アメリカやイギリスは失業率やGDPをフォワードガイダンスのターゲットにしていたが、のちに撤回した。これは、非伝統的政策を何のために用いるのか、という問題に関連しており、本稿で議論する量的緩和と病的緩和に関係している。

2-3. 金融システム運営：System management

金融システム運営は、銀行券、決済システム、プルーデンス政策、監督業務、統計の整備、指導（アドバイザー）、ルールの策定などの要素を含んでいる。通常期には、金融システムを運営するための技術的な問題が重要性を持つ。

金融機関は国境を越えて活動しており、資金も国境を越えて移動する。決済システムの整備などは、1つの国だけで行われるものでは不十分であり、世界共通ルールの策定にかかわるタスクも中央銀行が国際機関などと連携して担当することになる。

一方、危機時にはシステムは脆弱になりがちであり、早急に対応をとる必要がある。危機時に必要な対策は、システムの安定とパニックの収束であり、流動性供給と情報政策で対応する。いわゆる最後の貸し手機能（LLR）もここに含まれる。

ここには、流動性の供給方式、供給量、情報の公開、期限、不測の事態への対応、などの要素が含まれる。金融危機も国境を簡単に超えて伝播するため、国境をまたいだ流動性供給方法を開発しなければならない。複数の中央銀行による協調も必要である。

3. 量的緩和か病的緩和か：Quantitative Easing or Quackish Easing?

量的緩和は金融システムの安定を維持させるために金融システムに流動性を注入する政策である。これまで、量的緩和は政策金利の引き下げ政策が限界まで達する、つまり、ゼロまたはほぼゼロになった後に導入されるものであると考えられており、21世紀に入っていくつかの中央銀行で実施されている。しかし、金利の大幅な引き下げや量的緩和には第4節で取り上げるような様々な副作用があるため、必要最小限にとどめるべきである。

量的緩和は、本来は金融システムの安定性の維持にのみ用いられるべきである。危機時には金融システムは脆弱になっており、しばしば流動性が不足する。金融機関は流動性が不足するリスクに備えるため、通常よりも多くの流動性を確保しようとする。これが、システム全体に広がると金融システムの崩壊につながりかねない。そのため、中央銀行は流動性の供給をしなければならないが、金融機関はリスクに対して極度に保守的になっているため、本来の必要額よりも多めの流動性を供給しなければならない。危機の発生から時間がたつにつれて、金融機関は冷静になり、流動性の管理も通常の状態に少しずつ戻ってくる。この時に、適切に過剰な流動性を吸収しなければならない。量的緩和は流動性の迅速かつ十分な量の供給と、適切な吸収がセットになっていなければならない。

それに対して、病的緩和（Quackish Easing）では、流動性の供給は量的緩和と同じように十分に行われるが、吸収に関する明確なスキームがない。また、流動性の供給の目的がインフレの発生や失業率の低下、景気の浮揚に転嫁されやすく、実際に転嫁されている例を見ることができる。両者の違いは、金融政策手段をどの目的で用いているかという面から生じてはいるが、政策手段の用い方で分類することが可能である¹⁰。

¹⁰ Cour-Thimann and Winkler(2013)では、緩和政策を bank-based と market-based に分けている。

図表 3 量的緩和と病的緩和

	量的緩和	病的緩和
MPD 上の位置づけ	システム運営	政策運営
ルールの策定	中央銀行	中央銀行
非伝統的手段	利用可	利用可
政策手段の利用決定者（規模）	金融機関	中央銀行
出口政策（期限）	明確	不明確
時間軸効果	可能	可能
マクロ経済への影響	なしまたは軽微	バブルなど悪影響

Table 3. Definition of Quantitative easing and Quackish easing

	Quantitative easing	Quackish easing
On the MPD	System management	Policy management
Setter of rules	Central bank	Central bank
Non-standard instruments	Possible	Possible
Decision maker about amount	MFIs	Central bank
Eixt (time horizon)	explicit	implicit
Time axis effect	Possible	Possible
Effect on macro economy	None or trivial	undesirable effects

最も重要なのが、MDF 上の位置付けである。量的緩和は危機を収束させるための一時的な政策であり、MDF では金融システム運営に属する。病的緩和は当初は危機に対応するための政策であったものが、いつしか金融政策運営に転嫁されることで発生する。端的には、不況の克服のために利用されるようになる。病的緩和が景気支援に有用かどうかは今後の研究を待たなければならないが、次節で議論するような弊害が多数みられるため、おそらくメリットよりもデメリットの方が大きいだろう。

量的緩和も病的緩和も中央銀行がルールを設定することができる。いつ、どのような政策手段で流動性を供給するかは中央銀行が設定すべきであり、金融危機時においても中央銀行は手段独立性を維持すべきである。中央銀行が手段独立性を失い、政府に委ねることになれば過剰流動性を生み出し、通貨に対する信認が失われてしまうだろう¹¹。

量的緩和でも病的緩和でも、非伝統的手段の利用は可能である。ただし、以下に述べるように、どの程度の流動性を供給すべきか、という点について両者は大きく異なる。

政策手段の利用決定者は、ある緩和手段に対して、具体的な流動性の供給量を誰が決め

¹¹ この議論には、中央銀行が「保守的」であるとの前提が必要となる。つまり、インフレファイターとして信認があり、かつ、インフレファイターとして行動している中央銀行でなければならない。

るかという点に関係している。量的緩和はあくまでも市場が必要な流動性の量を決定すべきであり、中央銀行の側から供給量を定めるのは過剰流動性を生み出しやすい。この点が、金融政策運営と金融システム運営の大きな違いである。通常期の金融政策では、中央銀行が供給する流動性についての予測が比較的容易であり、金融政策の目標を達成するために適切な流動性管理をすべきである。短期金利の誘導の手段としても利用できる。しかし、危機時には、危機の収束が最も重要な課題であり、かつ、政策発動時点でどの程度の流動性が必要なのか明確ではない場合が多い。必要額よりも供給量が少なければ危機の収束が遅れるだけでなく、何度も供給手段を実施しなければならず、危機対策に関する信認の低下を招いてしまう。

期限とは、特別な流動性供給をいつまで続けるべきか、ということを表している。金融システムが落ち着くとともに、量的緩和は終了されるべきである。そのため、明確な期限を設ける必要がある。「危機が収束するまで」のような不明確な目標では、出口が設定できず、不必要に緩和期間が長引くことになり、弊害が発生する。政策手段を発動する際に、その手段の期限を明確に示し、さらには、期限前の流動性の返還も認められるべきである。これは、危機の発生時には、不安感やパニックから危機がより長く続くという予想が強くなるためである。中央銀行は必要以上に長い期間を誤って設定したとしても、期限前の返還が認めると過剰流動性が発生する期間を短くすることができる。病的緩和では、明確な期限が設定されていないため、金融機関や市場は緩和が長期にわたって続くという期待を抱きやすい。それが、出口政策を困難にする。出口に関する情報が出るだけで金融市場が混乱し、政治や市場からの緩和持続圧力を受けてしまう。

期限の明確化と時間軸効果は対立せず、フォワードガイダンスの利用も可能である。これまで議論してきたように、明確な期限の設定により、期待を適切にコントロールすることができる。当初の予想よりも危機が長引くことがわかった時点で、新しい期限を設定すれば問題は生じない。ただし、新しい期限を設定するタイミングを計る必要があり、あまり早すぎると、期限の設定の意味がなくなってしまう。

最後にマクロ経済への影響だが、量的緩和ではほとんど影響はない。リスクに対する保守的な姿勢の強さと流動性の供給量が一定の関係を保っているため、流動性が他の用途に転換されることはないためである。しかし、病的緩和では4節で述べる様々な弊害が発生し、当初の目的とは逆に経済を弱くしてしまうだろう。

適切な量的緩和の例として、ユーロシステムが2011年と2012年に実施した期間3年の長期オペ（Longer-term refinance operations：LTRO）が挙げられる。通常は期間3か月のLTROが定期的に実施されているが、これに加えて、事実上無制限の流動性供給を実施した。供給期間は3年と区切られており、必要か供給量は金融機関が決めることができた。繰り上げ返済も可能であり、2014年末の期限を前にすでに完済されている。これに対して、日銀やFRSで実施されている流動性供給スキームは病的緩和といえる。中央銀行が一方的に供給額を決め、明確な出口がない。市場の期待の振れによって政策が容易に変更される状況に陥ってしまい、金融政策に関するイニシアティブを失っている。

MPDの中では、最後の貸し手機能（LLR）は、量的緩和と同じ場所に属する。金融システムの安定性にかかわる政策であり、迅速に大量の流動性を供給しなければならないが、

他の市場へ流れ出さないように注意しなければならない。ただし、LLR が実施される状況では、政府や監督機関などとの連携も必要であるため、中央銀行が完全なイニシアティブをもつとは限らない。

* マイナス金利 : Negative interest rate

中央銀行によるマイナス金利の採用は 2 つに分けられる。第一は、主要政策金利よりも低く設定されている預金金利がマイナスになることである。近年ではスウェーデンとデンマークで預金金利がマイナスまで引き下げられた。スウェーデンは 2007 年から 2010 年にかけて預金金利がマイナスになった。しかし、スウェーデンの銀行は預金金利よりも高い金利で運用できるもう一つの預金手段があり、実質的にはマイナス金利は導入されていない。それに対して、デンマークは 2012 年から 2014 年にかけて、事実上の預金金利に相当する CD 金利をマイナスにした。このようなマイナス金利がどのような目的で実施されているのかが重要である。デンマークは為替レートの減価を目的としてマイナス金利を導入した。ERMII に参加しているデンマークにとっては、為替レートの安定は重要な金融政策の目的であり、マイナス金利の導入は金融政策運営として用いられ、その目的も達成された¹²。

第二は、主要政策金利のマイナスへの引き下げであり、こちらはまだ実施例がない。主要政策金利がマイナスになれば、O/N をはじめとする金利が恒常的にマイナスになる可能性がある。イールドカーブの左部分全体がマイナスになり、マイナス金利が他の市場にも広がる可能性がある。

マイナス金利の導入は、病的緩和になる可能性が高い。通常の金融緩和手段を使い果たし、更なる緩和を求めてマイナス金利の導入に踏み切るケースが多いと考えられるためである。すでに、金融システムの安定性の問題は過ぎ去っているだろう。

ここでは、預金金利のマイナスへの引き下げを金融政策運営として利用するとどうなるか考えてみたい。ここでは 3 つの影響を取り上げる。

第一は、マイナス金利が影響を及ぼさないケースである。マイナス金利が短期間のみ実施される場合、または、マイナスへの引き下げ幅が小さいときに生じうる。金融機関は、マイナス金利を流動性を多めに確保するための手数料と考え、手数料を支払う。マクロ経済への影響は見られないだろう。

第二は、金融機関が必要準備を超えないように流動性管理を進めるケースである¹³。マイナス金利が長期にわたって続く場合、または、マイナス幅が大きい場合に生じうる。量的緩和が病的緩和に転換されているケースでは、マイナス金利と病的緩和とが互いに相殺しあう。病的緩和や量的緩和がない状況では、金融機関は全体として超過準備を持たないように調整するため、短期金融市場での取引が困難となる。わずかな金融環境の変化が大

¹² 両国のマイナス金利導入については西本・川野（2013）を参照のこと。

¹³ 本稿では検討していないが、バーゼル III が金融機関の短期金融市場での行動やミクロ面の金融政策に今後影響を及ぼすと考えられる。例えば、ECB（2013）。

幅な短期金利の変動をもたらすことになり、ミクロ面での金融政策に直接悪影響を及ぼし、マクロ面での金融政策にも間接的に悪影響をもたらす。最悪のケースでは、金融機関が健全であるにもかかわらず、システミックリスクが顕在化するだろう。

第三は、金融機関が超過準備を保有したまま、マイナス金利による損失を手数料として民間経済主体に転嫁するケースである。マイナス幅が小さいときには大きな問題は生じないが、一定の閾値を超えると以下のような問題が大きくなる。例えば、市中銀行が普通預金に対してマイナス金利を適用する、または、口座維持手数料の設定・増額を行えば、一定以下のマイナス金利の場面では、預金の引き出しが生じるだろう。貸出金利に上乗せすれば、民間非金融機関の資金需要が縮小するだろう。いずれもマネーサプライの縮小を招く恐れがあり、資金循環に大きな影響を及ぼす可能性がある。

いずれのケースも、現時点ではマイナス幅の閾値は明らかではない。その時の経済状況によっても異なるだろう。これらのリスクを上回るメリットがあるのかどうか疑問である。

4. 金融緩和政策の問題：The Problems with excessive easing

本節では、金融緩和に付随する問題点について述べる。これらの問題は必ずしもすべて発生するわけではないが、行き過ぎた低金利や過剰な流動性供給の弊害を取り上げる。

(1) 家計から政府への移転を進める（低金利税）：Transfer wealth from households to government as a low interest tax

第一は、家計から政府への移転である。通常、マクロベースで見ると、家計は資金余剰主体であり、企業が資金不足主体である。しかし、近年は多くの先進国で政府が資金不足主体となっており多額の政府債務を抱えている。企業は大企業を中心に手元資金を厚くしていることから、マクロベースで見ると政府が最大の資金不足主体となっている。金利が低下することによって、家計が得られる金利収入は小さくなる一方、政府が支払うべき金利負担も小さくなる。家計が直接国債を保有しているとは限らないが、家計が政府の金利を負担していることとなり、その分だけ家計が購買力を失っている。

低金利政策は家計をより貧しい状態にしてしまう。低金利政策により、家計は借入金利を減らすことはできる。住宅ローンやクレジットカードを含めた消費者金融に家計はより容易にアクセスでき、その金利負担を減らすことはできる。しかし、年金や生命保険など債券による運用益の低減の影響も家計は受ける。これらのプラス面とマイナス面を含めたうえでも家計にとっては負担の方が大きくなるだろう。

もう一つの移転は、中央銀行に発生する損失から生まれる。第一に、中央銀行が得るシーニョレッジが低金利により減少してしまう。これは低金利から発生する損失である。第二に、中央銀行が流動性供給策の一環として購入している証券の評価損である。低金利期に国債などの証券を多量に購入しているが、出口政策のあとこれらの証券には評価損が発生し、それをその後の利益で穴埋めすることになる。

中央銀行の得た収益を国庫に納付する国においては、中央銀行による納付金が減少して

しまう。中央銀行も税負担の一部を担っているが、中央銀行による国庫納付金が減ると、他の経済主体がこの減少分を負担することになり、マクロ的にみると家計が負担をすることになる。これらは、結局は家計に対する税として機能する。これらは低金利による税である。

(2) ゾンビの発生 : **To generate zombies**

ゾンビとは本来市場から退出すべき企業が市場に残っていることを指す。極端な低金利と過剰な流動性により、企業は借入れをしやすくなり、結果として市場に残りやすくなる。ゾンビは資源の最適配分を妨げ、経済全体の生産性を引き下げる。これにより、経済成長が低下する。金融危機が発生した際には、健全な企業や資金の効率化を進めている企業や金融機関の流動性も細くなる。そのため、一定程度の金利引き下げや流動性の供給は必要になるだろうが、病的緩和は長期的に見て経済にマイナスの影響しか残さない。

(3) バブルの発生 : **To generate bubbles**

金融危機が発生し、その後不況期が続くと、優良企業や大企業を中心に手元資金を厚くしようと行動する。そのため、低金利にもかかわらず資金需要が細ることになり、過剰な流動性は実際経済になかなか入り込まなくなる。この資金は投機に利用されがちであり、例えばジャンクボンド、住宅やその関連証券、新興国通貨、またはまだ我々が認知していない金融商品に向けられ、それらの市場でバブルを引き起こす恐れがある。

これらの商品の中には、リスクが事前に把握できないものもあり、次のバブル崩壊時に大きな負の影響を引き起こす可能性もある。このリスクは事前に予測できないことが多いため、これらのリスクを減らすには過剰な流動性を減らすことが最も確実な方法となる。

(4) 中央銀行の政策を狭める : **To limit central bank's policy**

今回の金融危機の中で、中央銀行は流動性供給などの対策が遅いと批判されることが多かった。市場との対話が不十分であるとの主張である。このような批判は市場からだけでなく、政治からも大きく寄せられ、このプレッシャーに中央銀行は抗うことができなかった。これらのプレッシャーはさらなる流動性の供給や金利の引き下げを要求するものであり、その効果があるのかどうか十分に検討されないままに次々に実施されている¹⁴。

中央銀行には独立性が与えられているが、その独立性は手段独立性と目的独立性に分けられる¹⁵。これまでの研究では少なくとも手段独立性は保証されるべきだとの考えが多い。病的緩和の実施に関して手段独立性が脅かされているのではないかも十分に議論されるべきである。

(5) 出口政策の設定を困難にする : **To be more difficult to set up exit**

病的緩和においては、中央銀行が必要量以上に流動性を供給しているおり、市場の規律

¹⁴ これらの政策と市場の期待形成の相互関係についても十分に検討されなければならない。

¹⁵ Fischer (1995)。

による縮小が期待できない。そのため、出口を設定する必要があるが、「市場との対話」が「市場への甘やかし」につながりやすく、ずるずると緩和政策を続けてしまいがちになる。

(6) 財政規律の喪失：Loss of fiscal discipline

低金利や国債の購入によって、財政規律が著しく失われる。財政規律の喪失は、クラウディングアウトを発生させる。

これらの要因は、経済の長期的な成長力を弱めてしまい、金融緩和への依存度をますます大きくしてしまう。金融緩和が長期間続けば続くほど、これらの弊害の影響は大きくなっていく。病的緩和に陥ると、出口政策の実施が難しくなってしまうため、適切な量的緩和による期限を区切った政策が必要とされるのである。

6. むすび：Conclusion

金融政策は複雑な諸要素から成り立っており、それぞれの要素には対象範囲がある。それらを分類しなければ有効な対策を考えることはできない。本稿では、金融政策デザイン(MPD)によって諸要素を整理し、危機時の政策を議論した。

危機時には、金融機関はリスクに対して保守的になり、金融市場はパニックに陥っている。中央銀行は、情報政策と流動性供給手段を適切に用いて金融システムの安定性を守ることが求められる。しかし、量的緩和は病的緩和に転嫁されがちである。量的緩和と病的緩和の違いは流動性の供給量の決定者と期限にある。病的緩和は危機対策が景気支援に転用されたものであり、弊害があるものの簡単に終わらせることができない。量的緩和と病的緩和について、より研究と理解を深めることが次の危機時に役立つだろう。

最後に本稿で述べられなかったトピックを取り上げたい。まずは、政策金利の水準と量的緩和の関係である。量的緩和は、ゼロ金利といった超低金利の次に来るべきものとは限らない。ゼロから離れた水準（例えば1-2%）の金利であっても、ユーロシステムの期間3年のLTROのような政策手段を用いれば、政策金利をゼロにする必要はない。例えば、金利1%の水準で金融機関が望むだけの流動性を供給すればよい。このような工夫によって、低金利による緩和政策の弊害を小さくすることができる。

また、金融緩和に景気浮揚効果があるかどうか、慎重に検討すべきである。金融政策においては、引き締めと緩和の間の非線形性を十分に検討しなければならない。好況期には、経済主体は強気の見通しを持っており金融引き締めに敏感に反応する。しかし、不況期には経済主体は金利水準よりも経済に見通しをより重視するため、政策金利の引き下げへの反応が鈍くなる¹⁶。金融緩和に景気浮揚効果がなければ、そもそも病的緩和には意味がない。この点も十分に考慮されるべきであろう。

¹⁶ これらを含む金融政策の諸問題については川野（2012）を参照のこと。

参考文献

- Allen, F. and D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Bindseil, U.(2004) *Monetary Policy Implementation – Theory, Past, and Present* -, Oxford University Press.
- Bindseil, U. and J. Jablecki(2011), “The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks’ Day-to-day Liquidity Management”, *ECB Working Paper*, No. 1350.
- Borio, C.(1997) “The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey,” *BIS Economic Papers*, NO. 47.
- Cour-Thimann, P. and B. Winkler (2013), “The ECB’s non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure”, *ECB Working Paper*, No. 1528.
- ECB (2010) “The ECB’s Monetary Policy Stance During the Financial Crisis,” *ECB Monthly Bulletin*, Jan. 2010, pp. 63-71.
- ECB (2013) “Liquidity Regulation and Monetary Policy Implementation”, *ECB Monthly Bulletin*, APR. 2013, pp. 73-89.
- Fischer, S. (1995) “Central-Bank Independence Revisited,” *American Economic Review*, Vol.85, No.2.
- Kawano, Y. (2012)”The Issues faced Single Monetary Policy of the Eurosystem for Next Decade”, *The Economic Review of Toyo University*, Vol. 37, No. 2, pp. 193-212, available Japanese edition only.
- Nishimoto, S. and Y. Kawano (2013) “Negative Interest Monetary Policy of the Denmarks Nationalbank and Sveriges Riskbank”, *Toyo University Economic Working Paper Series* No.8, available Japanese edition only.