

# セントラルバンキング 危機前、危機の渦中、危機後

Federal Reserve Board と International Journal of Central Banking  
による共催コンファレンスでの講演

2012年3月24日

日本銀行総裁  
白川 方明

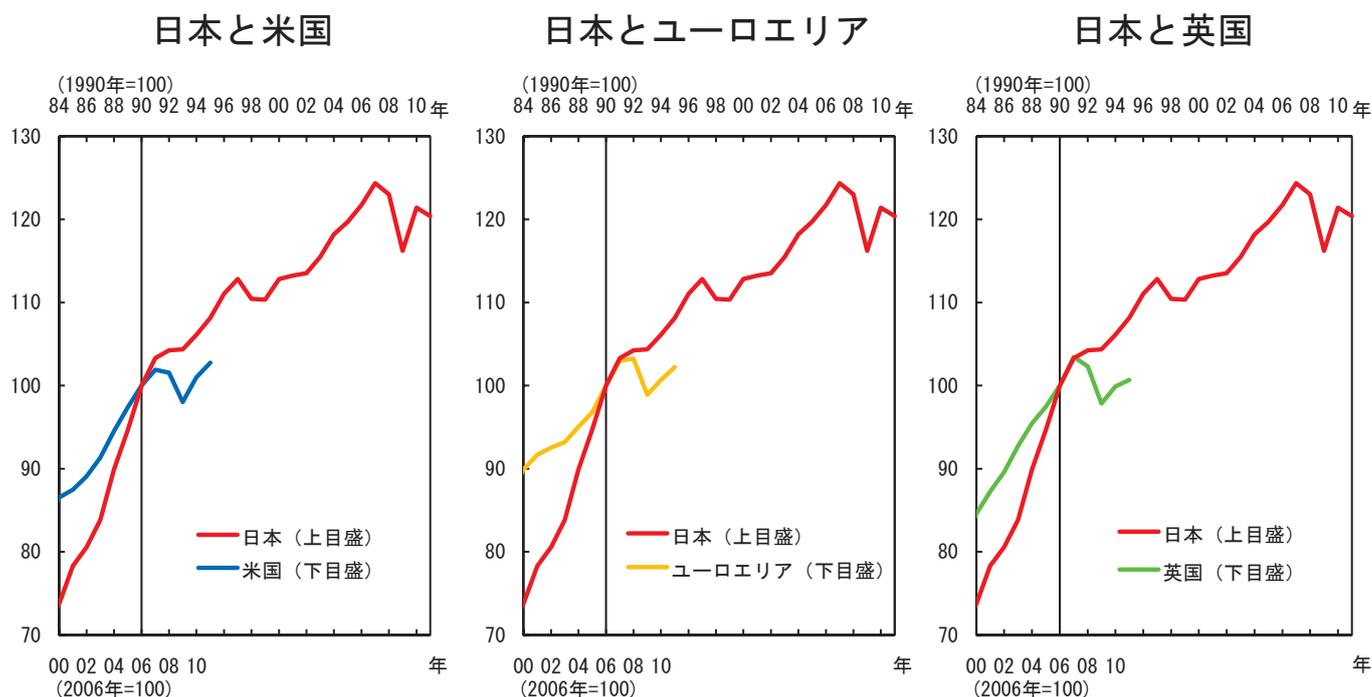
はじめに——バブルとその後の危機の回顧——

# “Preventing Deflation : Lessons from Japan’s Experience in the 1990s”

..... our sense is that much of the failure of monetary loosening to support asset prices and to boost the economy owed to offsetting shocks rather than to a genuine breakdown of the monetary transmission mechanism. The “financial headwinds” associated with the collapse of asset prices probably did, to some extent, hinder the ability of monetary policy to boost activity. .... Even so, **there is little evidence that the transmission channels of monetary policy were so diminished as to have obviated the benefits of faster and sharper monetary easing in the 1991-95 period.**

Ahearne et al. (2002), FRB International Finance Discussion Papers, No. 729

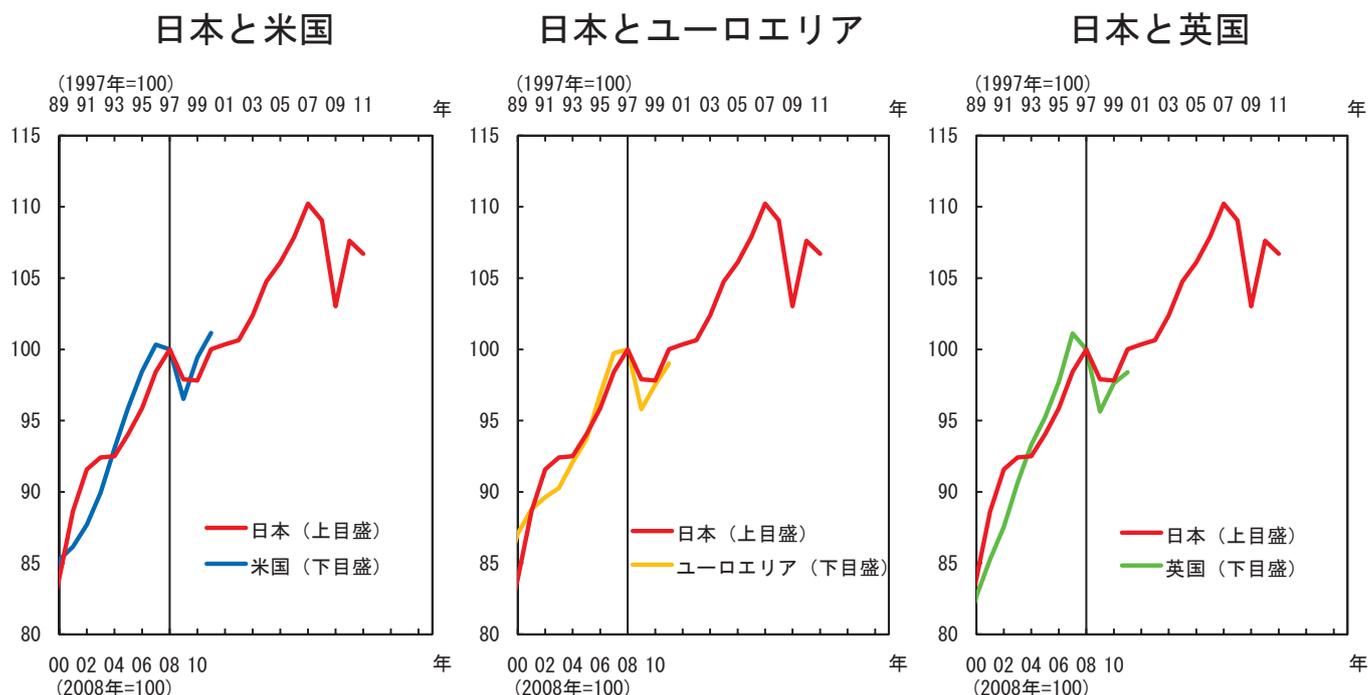
## 不動産価格ピーク後の実質GDPの推移比較 日本:1990年～、米国:2006年～



(資料) BEA, Eurostat, ONS, 内閣府、Haver

# 金融危機後の実質GDPの推移比較

日本:1997年～、米国:2008年～



(資料) BEA, Eurostat, ONS, 内閣府, Haver

## 日米の政策措置

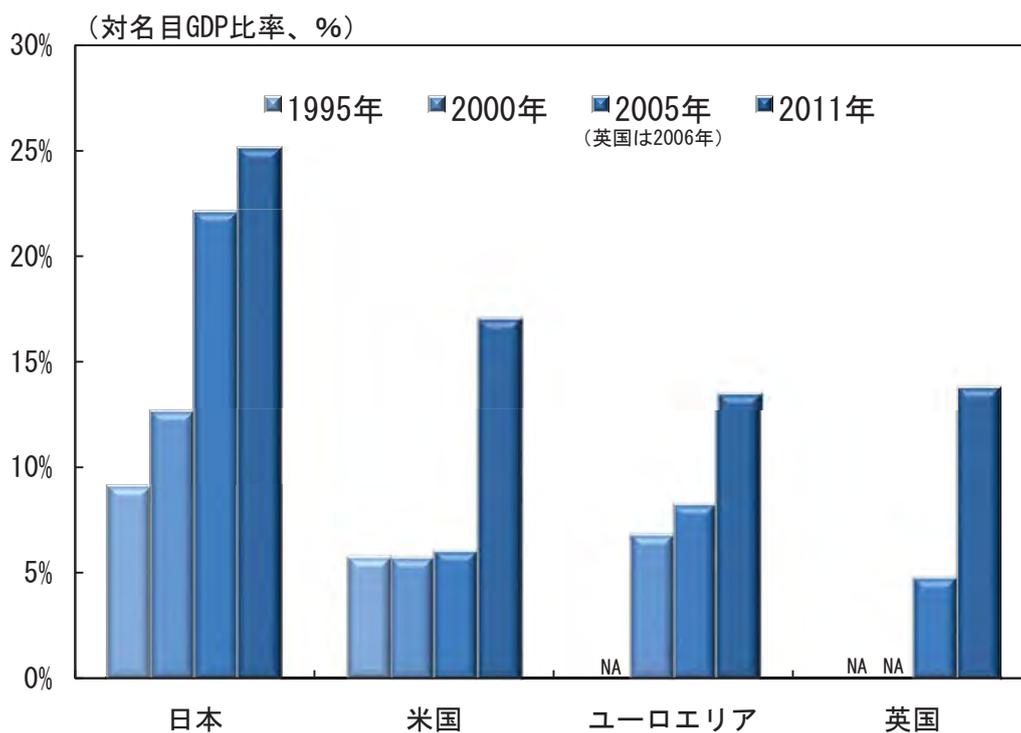
(時期は当該措置を初めて導入した時期を表示)

	日本銀行	FRB
超低金利	1999年2月 ゼロ金利政策の導入 (1995年にO/Nレートは0.5%を下回るまで低下)	2008年12月 1%→0~0.25%(FFレート)
先行きの金利のガイダンス	1999年4月 経済情勢と関連づけてゼロ金利政策にコミット	2011年8月 透明性と予測可能性の向上
資金供給先の拡大	2001年2月 全店買入手形オペの導入 (比較的長めの資金を地方所在の金融機関を含めて幅広く安定的に供給していく体制を整備)	2007年12月 TAFの導入 (オペの対象先を拡大し、期間も長期化)
「量的緩和」	2001年3月 日銀当座預金残高に目標変更	2010年11月 長期国債の買入増額(注) (より強いペースでの景気回復と物価安定のため)
「信用緩和」 リスク性資産の買入	金融機関保有株式の買入(2002年10月) ABS・ABCP買入(2003年6月) CP・社債買入(2008年12月) ETF・J-REIT買入(2010年10月)	AMLF導入(2008年9月、MMMFへの資金供給) TALFの導入(2008年11月、家計や中小企業の信用ニーズを満たすため) CPFFの導入(2008年10月、CP発行体への資金供給) エージェンシー債・エージェンシーMBS買入(2008年11月、民間信用市場の環境改善のため)

(注) 2009年3月に、エージェンシーMBS等の買入増額とともに、国債買入を開始したのは、民間信用市場の環境改善が目的。

TAF: Term Auction Facility, AMLF: ABCP Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility  
 CPFF: Commercial Paper Funding Facility

## マネタリーベースの名目GDP比



(資料) BEA、FRB、Eurostat、ECB、ONS、BoE、内閣府、日本銀行、Haver

危機前：金融的不均衡と金融政策

(標準的な見方)

金融政策の変更を迫るトリガー：物価変動

(バブル生成から金融危機に至る過程)

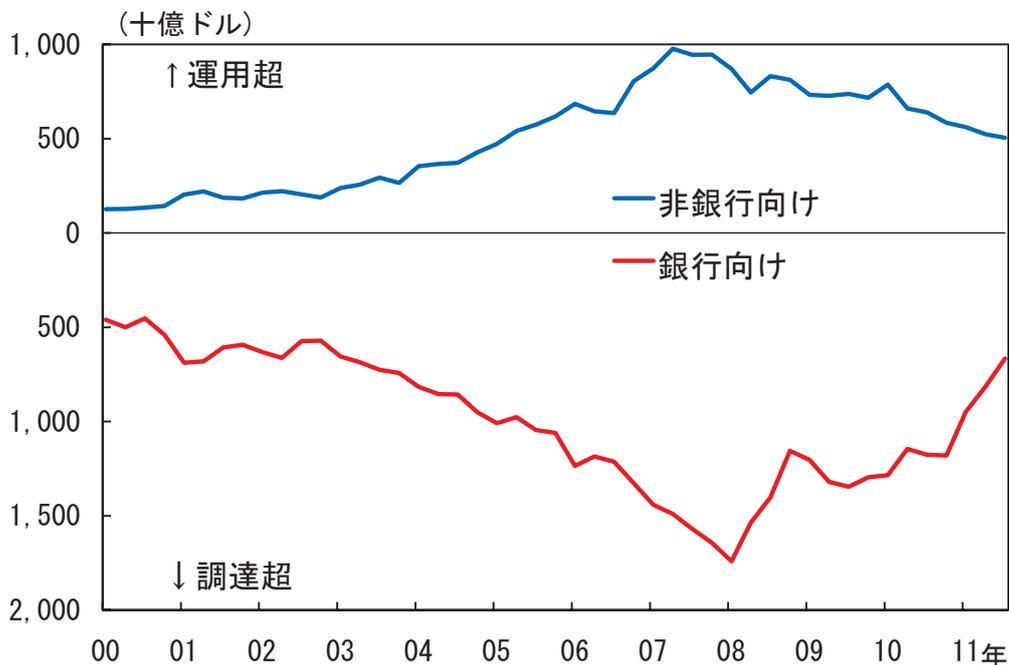
物価が上昇することなく、金融的不均衡が蓄積

- 金融的不均衡への事前対応の重要性
- 物価安定と金融システム安定に対する政策割当て論
- 2つの目的は独立ではない

金融的不均衡の拡大

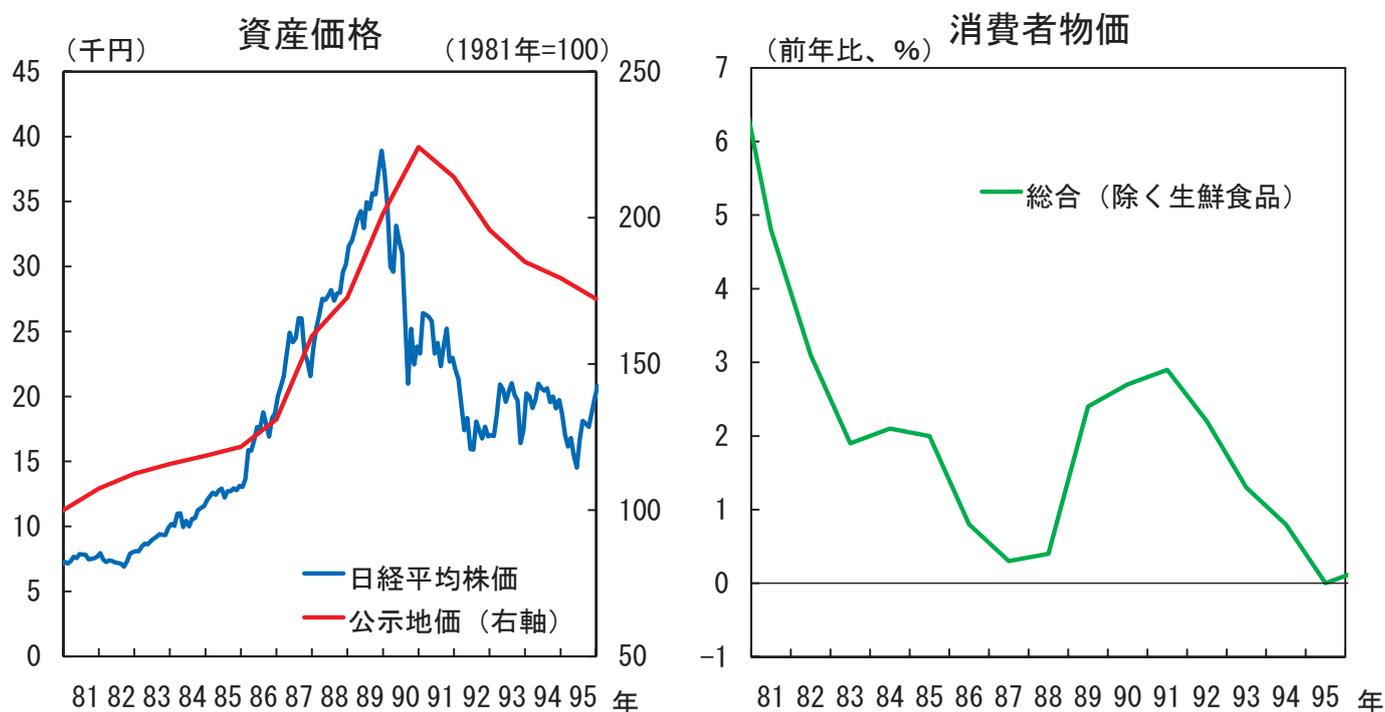
レバレッジの拡大、満期や通貨のミスマッチの拡大

欧州系銀行の対外ネットポジション（米ドル建て）



## 日本のバブル期の経験

資産価格が急上昇する中、日本の消費者物価上昇率は1987年0.3%、1988年0.4%と低インフレが続く



(資料) 日本経済新聞、国土交通省、総務省、Haver

## 危機前：金融的不均衡と金融政策

## 中央銀行の非対称的な金融政策へのコミット

〔 物価が安定している限り、金融的不均衡が拡大しても政策対応しないが、バブル崩壊後には積極的に利下げを行う 〕

- プットオプション型の政策は、リスクテイクを助長
- 物価安定と低金利の継続は、リスクテイクを更に助長し、金融不均衡が拡大（物価安定のパラドックス）

## 物価安定と金融システム安定に関する政策割り当て

- 金融的不均衡に対しては、適切な金融政策と規制・監督の双方が必要

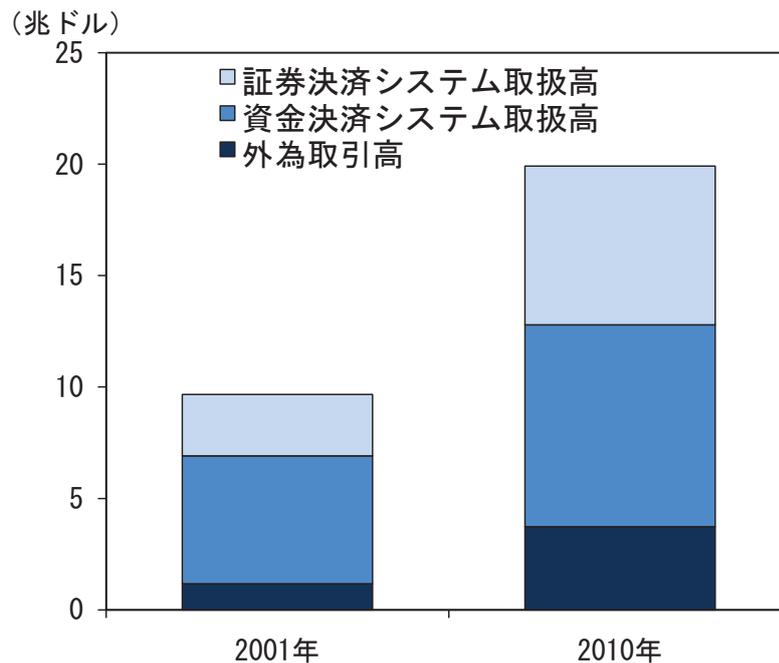
## 危機の渦中：最後の貸し手の重要性

### 危機の渦中：最後の貸し手の重要性

金融危機時に中央銀行に求められる本質的役割は、「最後の貸し手」

- 日銀の量的緩和政策、FRBの信用緩和政策、ECBのLTROの有効性は、いずれも「最後の貸し手」としての役割に根差している

## 主要国における決済高



(注1) 1営業日平均。

(注2) 資金・証券決済システム取扱高はCPSSメンバー国（2001年時点）ベース。外為取引高はBIS Triennial Surveyの対象国ベース。

(資料) BIS「Statistics on Payment, Clearing and Settlement Systems in the CPSS countries」「Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity」

## 決済システム改善のための取組み

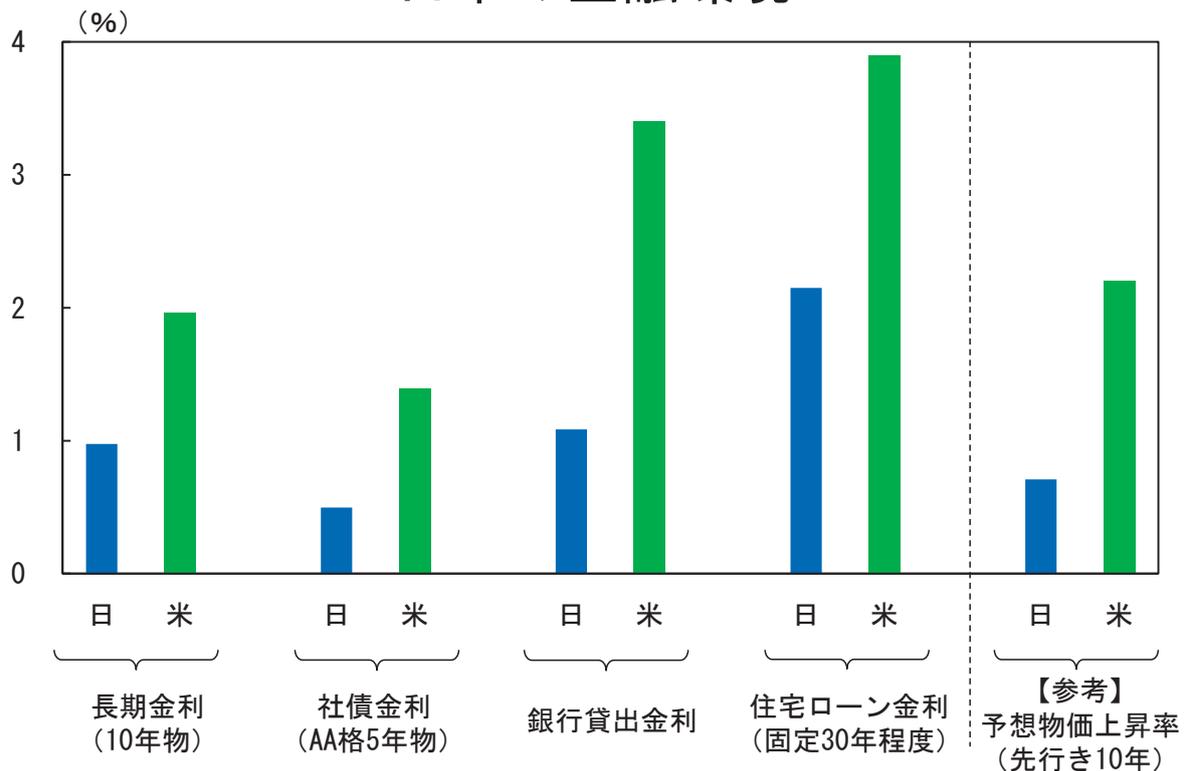
	G10諸国における取組み
1970年代 ～1980年代	決済システムにおける <b>電子ネットワークシステム</b> の構築
1990年代 ～2000年初頭	中銀決済システムにおける <b>RTGS</b> (Real-Time Gross Settlement)の導入の拡がり
1990年代 ～2000年初頭	証券決済システムにおける <b>DVP</b> (Delivery vs. Payment)の採用の拡がり
2002年～	外国為替取引に関する <b>CLS</b> (Continuous Linked Settlement)による <b>PVP</b> (Payment vs. Payment)の開始

# 危機後：積極的な金融政策の効果と限界

危機後：積極的な金融政策の効果と限界

図表10

## 日米の金融環境



(注) 長期金利、社債金利、住宅ローン金利は2012年第1四半期の平均、貸出金利、予想物価上昇率は2011年第4四半期時点。  
 (資料) Bloomberg、住宅金融支援機構、フレディマック、日本銀行、FRB、コンセンサス・フォーキャスト

- バブル崩壊後の積極的な金融緩和政策はもちろん必要
- しかし、緩和政策の副作用や限界についても意識する必要

### 1. バランスシート修復の重み

過剰債務を抱えた経済主体への緩和効果

- 低金利による痛みの緩和
- しかし、債務削減のインセンティブは低下

過剰債務を抱えていない経済主体への緩和効果

- 将来需要を現在に繰り上げ
- しかし、バランスシート調整が長期化するにしたがって、繰り上げ余地は次第に低下

## 2. 経済の供給サイドへの影響

- 異例の低金利下によってのみ採算が合う投資案件が誘発される可能性。
- 低金利が長引く場合には、資源配分が非効率になり、経済全体の生産性や潜在成長率への悪影響も無視できなくなる。

## 3. 金融仲介機能への影響

- 満期変換(短期調達・長期運用)は、銀行の果たす重要な仲介機能の一つ
- 金融緩和は長短スプレッドの拡大を通して、信用仲介意欲を刺激
- しかし、緩和度合いがある臨界点を超えると、利鞘は縮小し、金融仲介機能が低下する可能性

## 4. 金融緩和の国際的波及と自国経済へのフィードバック

- 個々の中央銀行にとって、国際商品市況の変動は外生的なサプライ・ショックと映る
- 自国経済を安定化するための各国中銀の最適政策は、「世界中央銀行」の最適政策を保証するか？（「合成の誤謬」）

「世界中央銀行」の政策反応関数：テイラー原則（ $\alpha > 1$ ）を満たさず

$$\left( \begin{array}{c} \text{グローバル} \\ \text{短期金利} \end{array} \right) = \alpha \times \left( \begin{array}{c} \text{グローバル} \\ \text{CPI総合前年比} \end{array} \right) + \beta \times \left( \begin{array}{c} \text{グローバル} \\ \text{GDPギャップ} \end{array} \right) + \gamma$$

推計期間	推計パラメータ	
	$\alpha$	$\beta$
2000/1月-2007/12月（危機前）	0.90*	0.51*
2000/1月-2010/12月（危機含む）	0.11	0.57*

（注1）\*印は、1%有意であることを示す。

（注2）グローバル短期金利は、各国の短期金利をGDPウェイトで加重平均した値。グローバルGDPギャップは、世界GDPのトレンド（HPフィルター）からの乖離率。なお、世界実質GDPの出所はWEO、グローバルCPIの出所はIFS。

おわりに——今後の金融政策運営上の課題——

## 1. 金融政策運営の枠組み

- マクロプルーデンスの視点を政策運営に
- しかし、特定の物価上昇率の達成に関する説明責任に比べると、一般には分かりにくい
- 新しい枠組みが、中銀の独立性を確保したまま、民主主義社会でどの程度受け入れられていくかが、今後試される

## 2. 政策決定過程と経済分析力の強化

- 中央銀行の独立性の実質的基盤
- 集団思考の弊害を回避するための努力
- マクロ経済、金融市場、金融機関に関わる情報がバランスよく政策決定に活かされていく組織文化の育成