

分析レポート

国内経済金融

包括緩和政策下でのマネタリーベースの動き

南 武志

はじめに

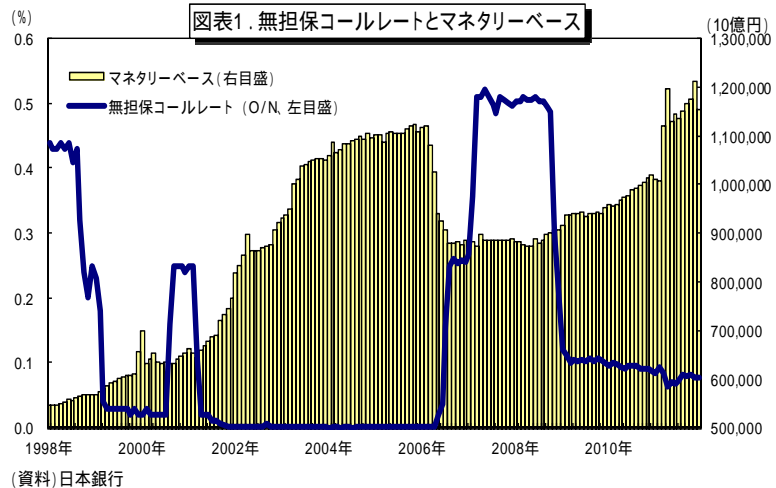
2010年10月に日本銀行が決定した包括緩和策の導入から1年超が経過した。この間、東日本大震災の発生や急激な円高進行などにより、包括緩和策に包含される資産買入等基金が漸次増額されるなど、金融緩和策は強化される方向にあった。にもかかわらず、円高圧力は一向に解消されず、さらには11年末にかけて物価下落圧力が強まるなど、目に見える成果は得られていない状況である。

以下では、銀行券と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースに注目しながら、包括緩和策について考えてみたい。

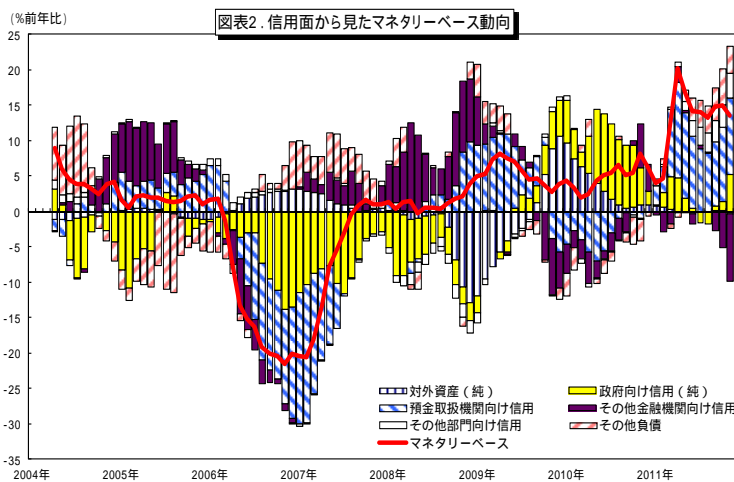
以下では、銀行券と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースに注目しながら、包括緩和策について考えてみたい。

マネタリーベースの動向

06年の量的緩和政策解除や利上げなどに伴い、日銀当座預金残高が大幅に減少



したことで、06年央から08年央までマネタリーベースは80兆円弱の水準で推移していた(図表1)。その後、サブプライム問題の顕在化、さらにはリーマン・ショック後の世界金融危機の発生によって、日銀は資金供給の拡大を再開、さらに包括緩和策の導入によってマネタリーベースは増加傾向をたどってきた。11年12月のマネタリーベースは前年比13.5%と10ヶ月連続での二桁増となっている。



信用面からの寄与度分解

図表2は「マネタリーサーベイ」を用いて、マネタリーベースの増減率を信用面から寄与度分解したものである。これによれば、最近では「預金取扱金融機関向け信用」が大きなプラス寄与となっており、包括緩和策の導入に伴って資金供給オペが増加された

この影響が出ている。また、「その他部門向け信用」の増加や「その他負債」の減少もプラスの寄与となっている。一方、「その他金融機関向け信用」は減少しており、マイナス寄与となっている。さらに「政府向け信用」は、国債買入オペの増額（08年12月、09年3月）効果が一巡したせいか、包括緩和策導入後はもはやマネタリーベースの増加に寄与しなくなっている。

不完全な非不胎化介入

包括緩和策導入以降の金融緩和措置は政府による為替介入とほぼ同時に決定されているのが特徴である。なお、日銀は介入資金を市場に一定期間放置することを匂わせるなど、あたかも非不胎化介入であるかのような態度を取ってきた。

しかし、統計をみる限り、日銀は為替介入によって国内市場に放出された円資金の分を考慮して資金供給オペを行っている可能性が指摘できる。

「日銀当座預金増減と金融調節（12月実績）」からは、10年10月に導入された包括緩和策によって増額されたオペによる資金供給が、最近では為替介入もあって、縮小傾向にあることが見て取れる（図表3）。つまり、日銀は結果的に不胎化しているように見える。

ちなみに、現行制度下で非不胎化介入をするためには、介入資金を回収せずに市場に放置することだけでは不十分で、追加的な資金供給をしなけ

ればならない（南（2010）、南（2011）など）。

求められる日銀の対応

12年の経済・物価情勢を展望してみると、震災復興の本格化などが想定されるとはいえ、年前半は海外経済の減速傾向が続く可能性もあり、国内景気情勢は厳しさも残ると思われる。また、円高・デフレの長期化は経済を疲弊させ、将来の成長余力を縮小させる懸念がある。それゆえ、日銀にさらなる努力を求める意見が続くことになるだろう。

もちろん、日銀が主張するように、単純に資金供給を拡大しさえすれば、即座に物価下落に歯止めをかけるというわけではないだろう。それゆえ、マネーがインターバンク市場内に滞留せず、経済全体を適切に循環し始めるような工夫も必要であろう。

参考文献

南武志（2010）「非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ」、金融市場11月号
南武志（2011）「量的緩和解除後の金融政策運営と課題」、農林金融10月号

