

Central Bank Asset Structure and the Heterogeneity of QE Policy Objectives: An Empirical Analysis of Six Economies

This study extends the previous research on the heterogeneity of QE policy objectives. The previous study argued from an institutional perspective that, although quantitative easing is often referred to under the common label of QE, its policy functions and institutional embeddedness differ across economies. Based on differences in central bank objectives, financial structures, and policy operations, the previous study classified the United States, the Euro area, and the United Kingdom as cases closer to asset price support and financial conditions management; Japan as a case more deeply embedded in systemic liquidity injection and financial intermediation stability; and China and India's quasi-QE arrangements as cases closer to targeted credit guidance and banking-system liquidity support.

Building on this framework, the present study examines whether such heterogeneity in policy objectives can be empirically observed through the structure of central bank balance sheets. Rather than focusing on short-term market reactions to individual policy announcements or simply comparing the size of balance sheet expansion, this study analyzes whether the asset items underlying balance sheet expansion differ systematically across economies implementing QE or quasi-QE policies. The key variable is the ratio of policy-related assets to total central bank assets.

This study plans to construct a monthly central bank balance sheet database for six economies—the United States, the Euro area, the United Kingdom, Japan, China, and India—from 2008 to 2024. Given differences in financial structures and policy operations, this study does not require identical asset items across countries. Instead, it selects asset categories that are more closely related to the dominant policy purpose within each institutional context.

The empirical analysis first compares long-term changes in total central bank assets and the ratio of policy-related assets across the six economies through descriptive figures, in order to observe whether G1, G2, and G3 economies exhibit different asset-structure patterns. It then applies a fixed-effects panel model to preliminarily examine whether changes in asset structure differ systematically across institutional groups and policy phases.

The expected contribution of this study is to transform the classification of dominant QE policy purposes proposed in the previous study into an empirically observable framework. By focusing on central bank balance sheet structures, this study examines whether such heterogeneity can be reflected in the composition and relative weight of policy-related assets.

中央銀行の資産構造とQE政策目的の異質性：六つの経済を対象とした経験的分析

本研究は、QE政策目的の異質性に関する前稿の延長として位置づけられる。前稿では、量的緩和政策はしばしばQEという共通の名称で捉えられるものの、その政策機能や制度的な埋め込まれ方は経済圏によって必ずしも同質ではないことを、制度的観点から論じた。中央銀行の政策目的、金融構造、政策運営方式の違いに基づき、前稿では、米国・ユーロ圏・英国を資産価格支援および金融環境管理に近い類型、日本をシステム全体の流動性注入および金融仲介の安定に深く組み込まれた類型、中国・インドの類QE的政策を定向的信用誘導および銀行システムへの流動性支援に近い類型として整理した。

本稿では、この枠組みを踏まえ、こうした政策目的の異質性が中央銀行のバランスシート構造を通じて経験的に観察可能であるかを検討する。本研究が注目するのは、個別の政策発表に対する短期的な市場反応ではなく、また単純な中央銀行バランスシートの拡大規模の比較でもない。むしろ、QEまたは類QE的政策を実施する際に、各経済圏のバランスシート拡大がどのような資産項目に依存しているのか、またそこに体系的な差異が存在するのかを、資産構造の観点から分析する。中核的な変数は、中央銀行総資産に占める政策関連資産の比率である。

本研究では、米国、ユーロ圏、英国、日本、中国、インドの六つの経済を対象に、2008年から2024年までの月次中央銀行バランスシート・データベースを構築する予定である。各国・地域の金融構造および政策運営方式が異なることを踏まえ、本研究では各国に完全に同一名称の資産項目を求めるのではなく、それぞれの制度的文脈において主導的な政策目的をよりよく反映すると考えられる資産項目を選択する。

経験的分析では、まず記述的図表を用いて、六つの経済における中央銀行総資産および政策関連資産比率の長期的変化を比較し、G1、G2、G3の各類型が異なる資産構造の推移を示すかを観察する。そのうえで、固定効果パネルモデルを用い、制度的グループおよび政策段階によって資産構造の変化に体系的な差異がみられるかを予備的に検証する。

本研究の期待される貢献は、前稿で提示したQEの主導的政策目的に関する分類を、経験的に観察可能な分析枠組みへと展開する点にある。中央銀行のバランスシート構造に注目することで、政策関連資産の構成および比率の変化に、QE政策目的の異質性がどのように反映されうるのかを検討する。