

第2章 緊急避難的な経済政策からの出口戦略

第1節 出口戦略の論点

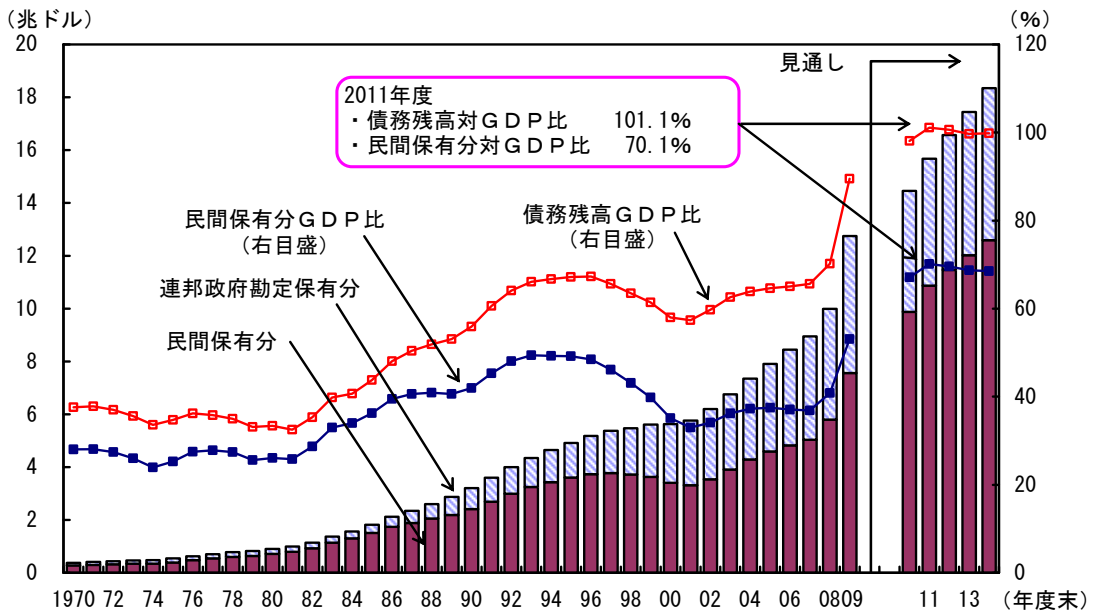
- 世界金融・経済危機に対処するため講じられた大規模で異例の財政政策・金融政策は、危機が収束し、景気が回復した後も継続すれば、市場機能をゆがめたり、インフレ、財政収支の悪化による長期金利上昇を招くなどの副作用を伴う。非常時の政策を解除し、平時の政策運営に戻す「出口戦略」が必要となっている。
- 出口戦略の策定に当たっては、様々な論点について慎重な検討が必要であるが、特に以下の点が重要である。
 - (1) 第一に、出口戦略実施のタイミングを検討する際には、平時の政策運営の要素に加え、金融危機という非常時の要素もにらみつつ、景気回復の腰折れや金融システム不安の再発を招くことのないよう、慎重な見極めが必要である。
 - (2) 第二に、非常時の政策には、本来は市場で負担されるべき各種のリスクを政府や中央銀行が引き受ける措置や、損失の発生により納税者負担を生じさせる可能性のある措置等、市場の資源配分機能への介入という側面を持つものが多いことから、出口戦略策定に当たっては市場機能の維持・回復の観点が重要である。
 - (3) 第三に、出口戦略の策定と実施の過程では、市場との対話を通じて、実施のタイミングと方法を明確化し、市場参加者の期待の安定化を図ることが望ましい。

第2節 財政政策の出口戦略

1. 金融危機対応に伴い拡大する財政収支赤字・債務残高

- 金融危機対応に伴い、財政収支赤字・債務残高は増加。アメリカでは、09年度の連邦政府財政赤字はGDP比10%、11年度に連邦政府債務残高のうち一般（民間）保有分はGDP比70%を超える見込み。また、ヨーロッパでは、多くの国で安定成長協定に定める財政赤字GDP比3%、政府債務残高GDP比60%の基準を超過。

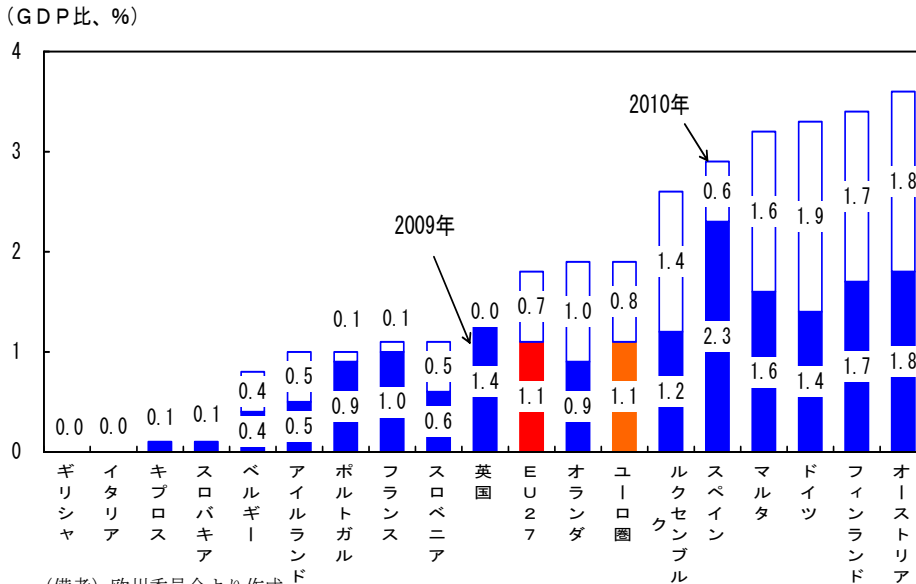
第2-2-5図 連邦政府債務残高：金融危機対応に伴い債務は拡大



(備考) 1. アメリカ行政管理予算局（OMB）“Mid-Session Review Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2010”、アメリカ財務省より作成。
2. 連邦政府勘定保有分は、社会保障年金信託基金の国債保有額に相当する。

第2-2-6図 欧州各国の裁量的支出の規模：

各国の財政余力や金融危機の影響の度合いによりばらつき



(備考) 欧州委員会より作成。

2. 財政再建の出口戦略を巡る論点

●経済財政政策の出口戦略においては、以下の要件を満たすことが必要。

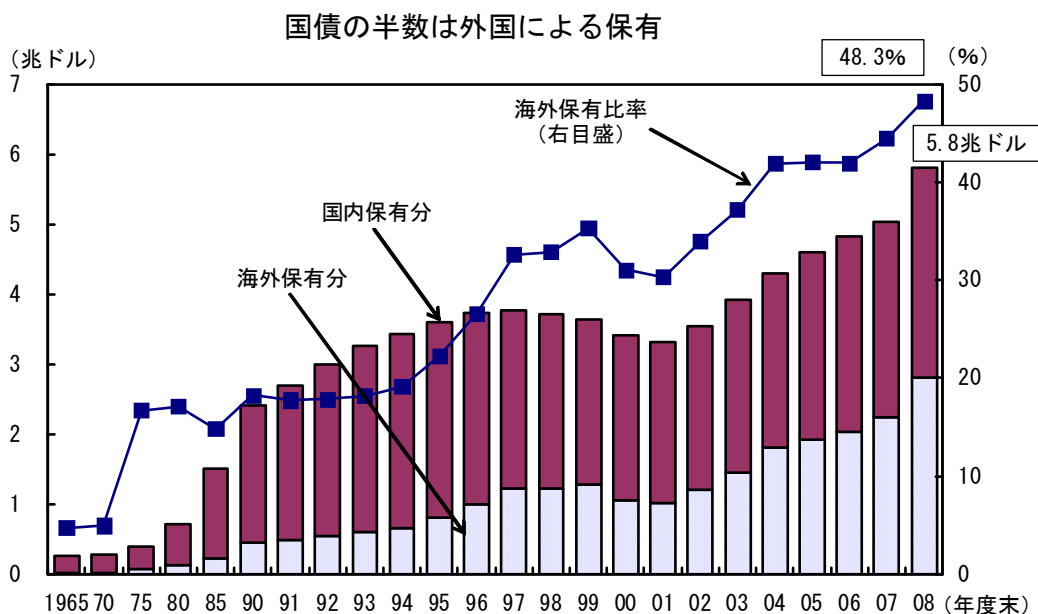
- (i) 財政再建開始のタイミングとペースが今後の景気回復の見通しに照らして適切であること
- (ii) 長期金利上昇を抑制するため、市場からの信頼を得られるような実現可能性の高い枠組み（財政再建目標・計画、財政ルール）であること
- (iii) 経済見通しの下方リスクが大きく、不確実性が高いため、一定の柔軟性を有する枠組みであること

●拙速な政策転換による財政再建のタイミングの誤りは、自律的な景気回復の芽を摘む可能性。GDPギャップや長期金利の動向を見据えながら、適切なタイミングをとらえることが重要。

3. 財政健全化目標と取組

●アメリカでは、オバマ政権が税制改革、海外軍事活動の縮小、医療保険制度改革等により 13年1月までに財政赤字を半減することを目指しているが、今後の景気動向次第では達成が困難に。米国債の外国による保有比率の高さ（48.3%）は、基軸通貨ドルへの信認、国際金融システム全体に密接に関わっており、財政再建策の実現可能性に対する懸念が生じないような取組が求められる。

第2-2-10図 米国債（民間保有）の外国保有率：



(備考) 1. 行政管理予算局 (OMB) “Analytical Perspective of the FY 2010 Budget”より作成。
2. 各年度の数値は年末値。

- ヨーロッパでは、09年11月、欧州委員会が各国の財政再建の目標及び時期を示し、遅くとも11年、大多数の国では2010年から財政再建に取り組むこととした。しかしながら、景気の現状及び見通しから判断すると10年の財政再建開始は時期尚早。

第2-2-11表 欧州委員会による欧州各国の財政再建計画（主要国のみ抜粋）：
2010年の財政再建開始は時期尚早

遅くとも2011年には
財政再建開始

二重線は赤字是正期限
(財政赤字GDP比3%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ドイツ	構造的財政収支を毎年0.5%~0.75%ポイント改善					
財政収支	▲ 3.4	▲ 5.0	▲ 4.6	—	—	—
構造的財政収支	▲ 1.9	▲ 3.6	▲ 3.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.9	▲ 2.6	▲ 2.2	—	—	—
フランス	構造的財政収支を毎年1.25%ポイント改善					
財政収支	▲ 8.3	▲ 8.2	▲ 7.7	—	—	—
構造的財政収支	▲ 7.0	▲ 7.0	▲ 6.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.4	—	—	—
イタリア	構造的財政収支を毎年0.5%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.1	—	—	—
構造的財政収支	▲ 3.5	▲ 3.7	▲ 3.8	—	—	—
GDPギャップ	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 2.5	—	—	—
スペイン	構造的財政収支を毎年1.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 11.2	▲ 10.1	▲ 9.3	—	—	—
構造的財政収支	▲ 10.0	▲ 8.5	▲ 8.1	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 2.6	—	—	—
オランダ	構造的財政収支を毎年0.5%~0.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 4.7	▲ 6.1	▲ 5.6	—	—	—
構造的財政収支	▲ 3.2	▲ 4.4	▲ 4.3	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.7	▲ 3.1	▲ 2.4	—	—	—
アイルランド	構造的財政収支を毎年2%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 12.5	▲ 14.7	▲ 14.7	—	—	—
構造的財政収支	▲ 9.6	▲ 11.5	▲ 12.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 7.2	▲ 7.8	▲ 5.4	—	—	—
英国(年度)	構造的財政収支を毎年1.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 12.1	▲ 12.9	▲ 11.1	—	—	—
構造的財政収支	▲ 10.5	▲ 11.4	▲ 9.9	—	—	—
GDPギャップ	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 2.9	—	—	—

(備考) 1. 欧州委員会より作成。
 2. 財政収支、構造的財政収支、GDPギャップは欧州委員会見通し(09年11月)による。なお、英国の財政年度は3月~4月。他国は1~12月。
 3. 過剰財政赤字の是正を勧告された国は、①GDP比0.2%及び②3%基準を超過した部分の10%(①と②の合計はGDPの0.5%が限度)を欧州委員会に預託し、財政赤字GDP比が3%を超えた年を含めて3年以内に是正されなければ制裁(預託金の没収)の検討対象となる。

(参考) 主要国の財政刺激策

国名	規模 (GDP比、%)			雇用・セーフティネット	有効需要創出	成長力強化
	2008	09	10 合計			
アメリカ	1.1	2.0	1.8	<ul style="list-style-type: none"> 失業保険の給付期間延長の継続 フードスタンプ(食料引換券)の増額 メデケイト(低所得者向け医療保険)維持のための州政府への支援 年金受給者等への一時給付金の支給 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税減税(勤労者一人当たり最大400ドルの減税) 設備投資減税(特別償却の延長等) 	<ul style="list-style-type: none"> 環境エネルギー対策(配電網の近代化等) 科学技術振興策 医療情報のIT化促進
ドイツ	0.0	1.6	2.0	<ul style="list-style-type: none"> 職業訓練 時短労働への助成金支給期間拡大・社会保障料負担軽減 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税減税(最低税率引下げ等) 児童手当(一時金)の支給(1人100ユーロ) 医療保険料負担率引下げ 設備投資減税 企業の資金繰り支援 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅改修への支援(省エネ化等)
フランス	0.0	0.7	0.8	<ul style="list-style-type: none"> 零細企業への雇用補助金 失業保険対象となっていない失業者への手当の支給 	<ul style="list-style-type: none"> 中・低所得者層の所得税減税 住宅取得支援(利子補給付) 自動車産業支援(メーカーへの融資、関連子会社支援) 企業の資金繰り支援 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅改修への支援(省エネ化等)
英国	0.2	1.4	▲0.1	<ul style="list-style-type: none"> 失業者の求職支援 職業訓練 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税の課税最低限の引上げ 付加価値税(消費税)の一次的税率引下げ(17.5%→15%) 中小企業向け貸出に対する政府保証 	<ul style="list-style-type: none"> CO₂削減の設備投資促進
中国	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 社会保障の強化(対象範囲、水準の引上げ等) 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 低所得者向け住宅建設 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大) 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大) 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大)
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 自動車購入支援(車両取得税の半減、農村における買換え・購入補助金、全国における買換え補助金) 家電購入支援(農村における買換え補助金) 9省・市における買換え補助金 商業銀行の与信貸出制限の撤廃 	<ul style="list-style-type: none"> 自動車購入支援(車両取得税の半減、農村における買換え・購入補助金、全国における買換え補助金) 家電購入支援(農村における買換え補助金) 9省・市における買換え補助金 商業銀行の与信貸出制限の撤廃 	<ul style="list-style-type: none"> 産業構造調整振興策(業界再編、技術革新等)

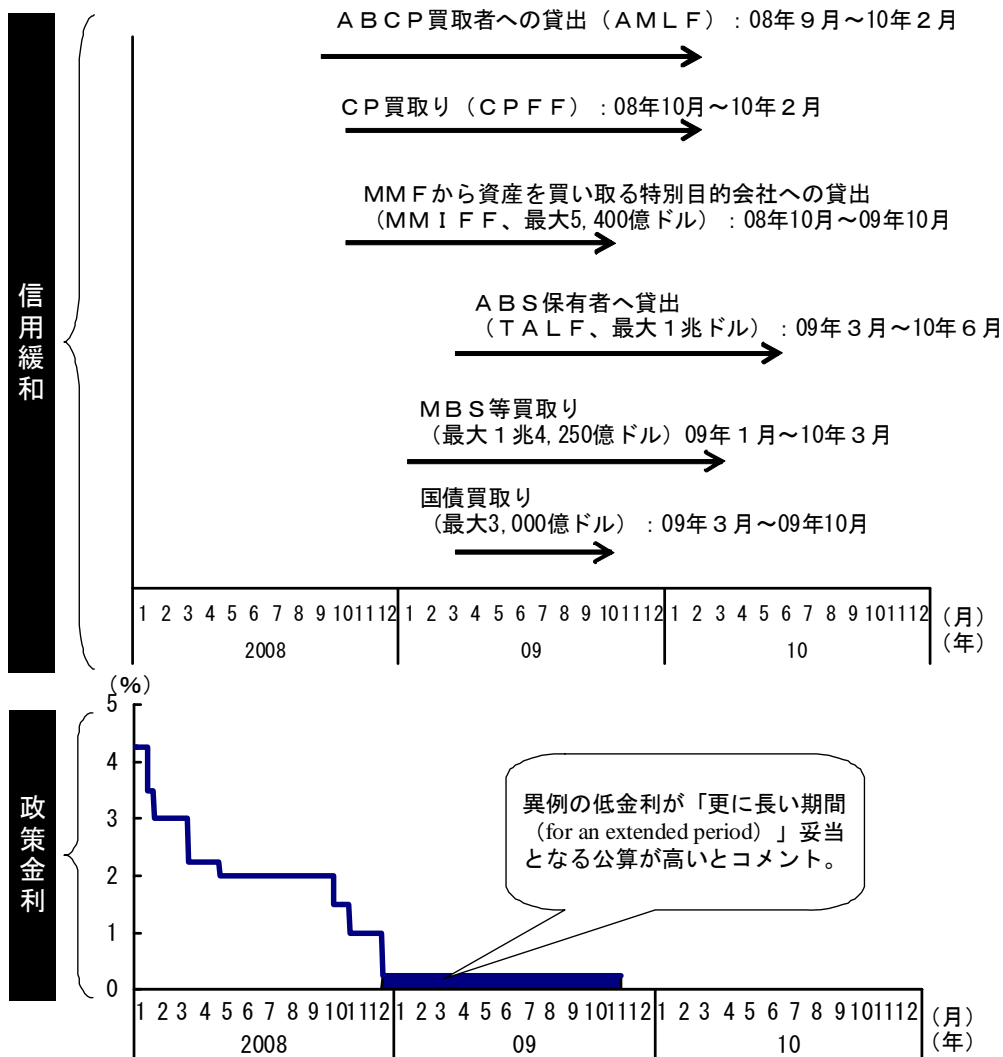
(備考) 1. 各国政府資料より、内閣府作成。

2. 規模については、IMF "Update on Fiscal and Financial Sector Measures" (09年4月26日) による。

第3節 金融政策の出口戦略

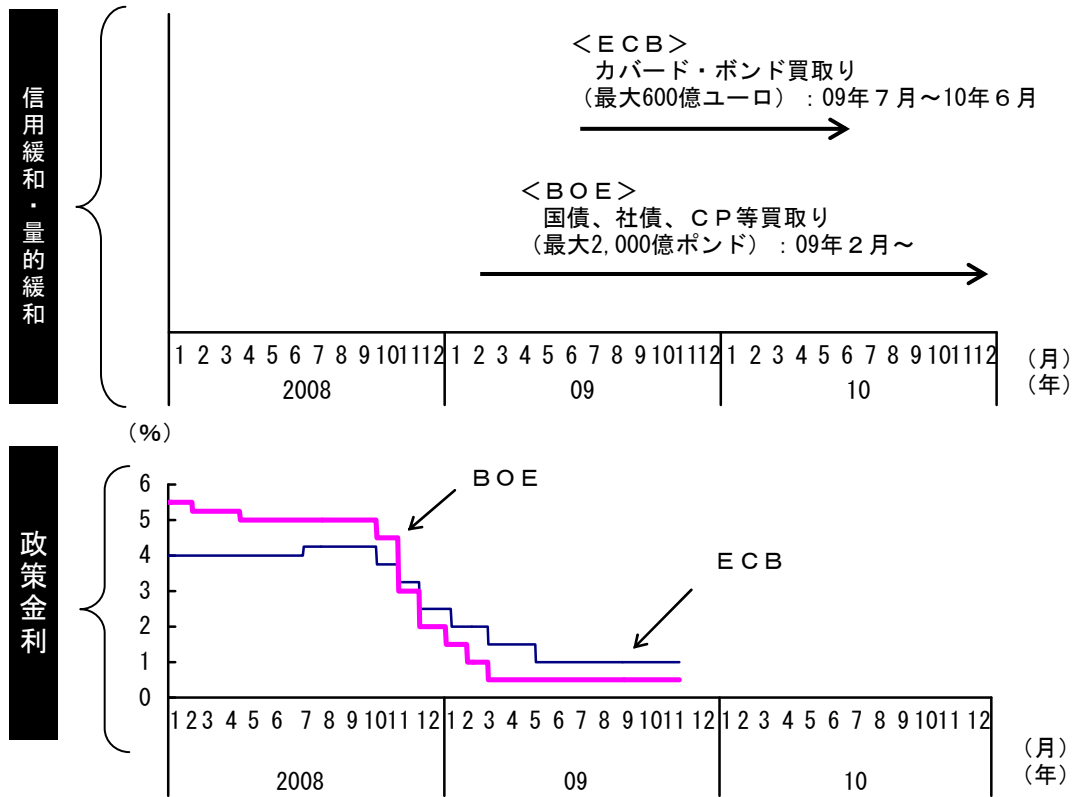
- 欧米の中央銀行は、政策金利の引下げによる伝統的な金融政策に加え、国債を始め各種資産の買取り等の非伝統的金融政策も用いて、市場の流動性や金融システムの安定性の確保を図っている。

第2-3-1図 アメリカの政策金利と主な信用緩和策



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。
2. 矢印は制度の実施期間を表す。

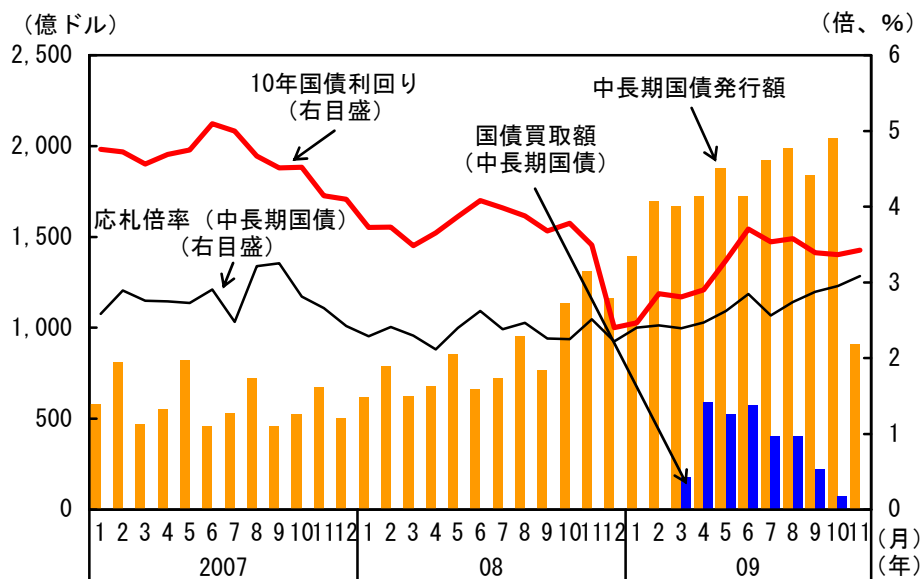
第2-3-2図 ヨーロッパにおける政策金利と信用緩和・量的緩和策



- (備考) 1. ECB、BOEより作成。
 2. 矢印は制度の実施期間を表す。
 3. ECBは、カバード・ボンドの買取り等を「信用緩和」を呼ぶことができるとし、BOEは、国債等の買取りを「量的緩和」と呼んでいる。

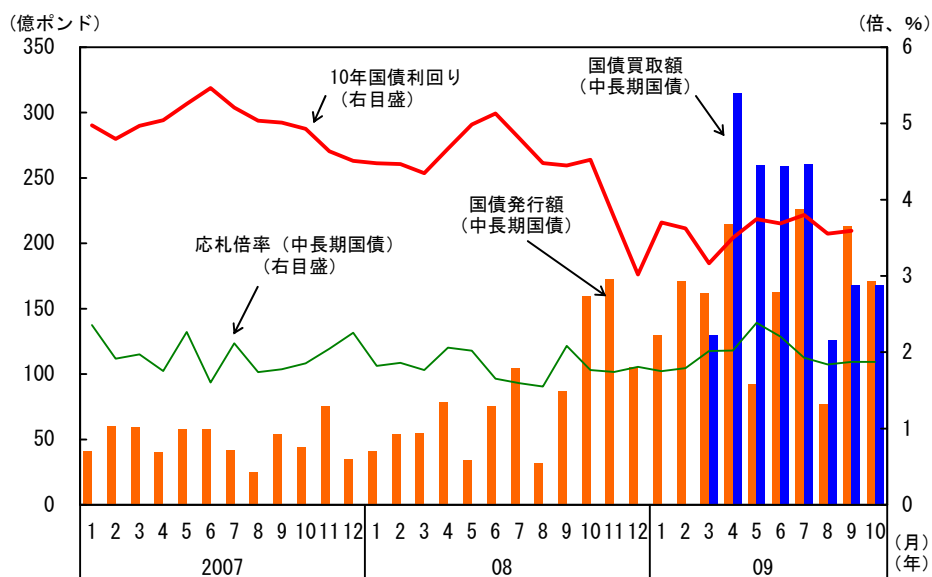
- F R Bは、中長期国債の新規発行額の前年比増加分の約半分を買取り。B O Eは、中長期国債を発行額を上回るペースで買取り。E C Bは、2009年7月から4か月間で全発行残高の4%にあたるカバード・ボンドを買取り。いずれも、長期金利や応札倍率が安定するなどの効果を上げている。

第2-3-5図 F R Bの国債買取額とアメリカ国債の新規発行額：
長期金利は安定的に推移



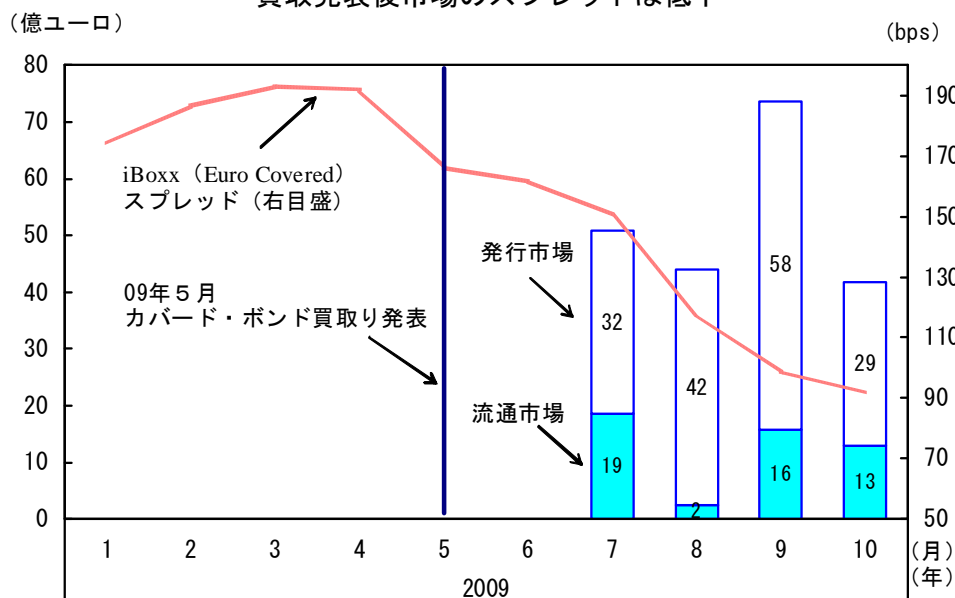
(備考) 1. ニューヨーク連銀、連邦準備制度理事会 (F R B)、データスト
リームより作成。
2. 09年11月値は09年11月13日時点。

第2-3-9図 B O Eの国債等の買取額と英国債の新規発行額：
応札倍率は安定的に推移



(備考) 英国債務管理庁、ブルームバーグより作成。

第2-3-8図 ECBのカバード・ボンド買取り：
買取発表後市場のスプレッドは低下



(備考) 1. ECB、Markitより作成。
2. iBoxx (Euro Covered) スプレッドは、ユーロ建てのカバード・ボンドの利回りとベンチマークとなる債券（償還期日の近い債券で対象国において最も発行残高の多いもの）の利回りとのスプレッド。

● CP等の直接金融に対しては非伝統的金融政策の効果がみられる一方、証券化商品等の市場型間接金融に対する効果は、証券化商品自体に対する信頼性が回復していないこともあり限定的。

- (1) CPの買取りについては、08年末にかけて発行額の回復等の効果があり、これを通じて企業や金融機関の資金調達を支えた。
- (2) 一方、MBSの買取りは、住宅ローン金利の低下を通じて住宅市場の下支えの効果はあったものの、MBS市場の回復には至っていない。
- (3) さらに、CMBSを始めとするABSの市場の流動性回復に関する政策についても、こうした証券化商品の新規発行はほとんど行われていない。

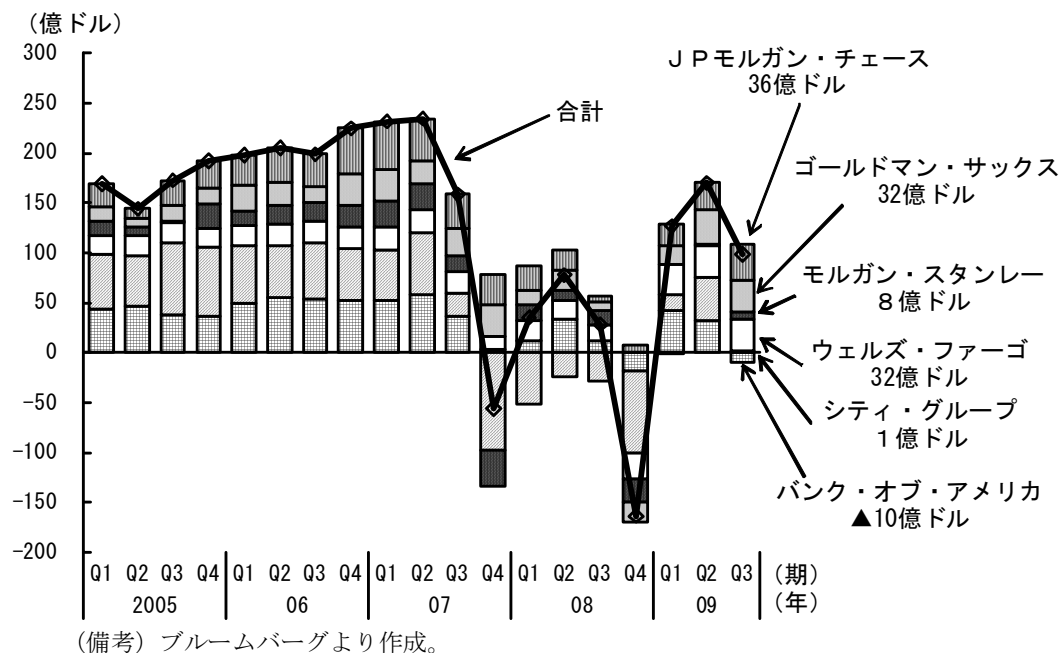
● 各種資産の買取りにより、各中央銀行のバランスシートは大幅に拡大しており（FRB：2倍以上、ECB：1.5倍、BOE：3倍）、買い取った資産のリスクを抱えている。 拡大したバランスシートをどのように縮小させるか、資産構成をどのように調整するか、リスクをどう管理するかなど、出口戦略の舵取りが重要。

● 為替の大幅な変動等、大規模な資本移動の発生を防ぐため、出口戦略のタイミングについて国際協調が必要との議論がある。 一方、金融政策は、自国のマクロ経済やインフレ、資産価格の状況等、各々の経済情勢に配慮した運営も重要となる。今後の出口戦略については、国際協調と自国の経済運営のバランスが重要となる。

第4節 金融システム安定化の現状と今後

- 各国で資本注入や債務保証等の金融システム安定化策を実施した結果、金融機関の自己資本の増強、資金調達環境の改善等の効果を上げた。ただし、個別機関ごとに見ると問題もあり、不良債権処理の遅れや信用収縮による実体経済への悪影響等の懸念が残っている。
- 金融機関の業績は、競争相手の再編や破たんにより競争環境が緩和された状況下で、証券引受部門や自己取引部門が、過去最高水準の高収益となった。一方、融資部門では、信用収縮と実体経済の悪化の影響から不良資産化が進行し、多額の償却や引当金計上により業績は悪化した。このため、欧米の大手金融機関の業績は二極化している。

第2-4-3図 アメリカの大手金融機関の純利益と引当金計上額：
貸出業務が主体の金融機関は引当金の増加により収益が圧迫



(参考) 主要国の金融システム安定化策

	個別金融機関への支援(バランスシートの改善等)	保有資産の保証	融資	債務の保証	金融市場の機能回復	預金保護
アメリカ	<p>資本注入</p> <p>○緊急経済安定化法(TARP)に基づく資本注入を実施。 資本注入実績(09年11月10日時点): ・合計3,145億ドル(約28兆円) ・資本注入プログラム 2,047億ドル ・AIG 698億ドル ・シティ・グループ(追加分) 200億ドル ・バンク・オブ・アメリカ(追加分) 200億ドル 合計709億ドル(約6.3兆円)</p> <p>○大手金融機関19行に対し、ストレステストを実施し、うち10行について合計746億ドルの資本増強が必要と発表。</p>	<p>保有資産の保証</p> <p>○シティ・グループ及びバンク・オブ・アメリカの保有資産に対して政府保証。 保証資産額: 3,010億ドル ※シティ・グループ・バンク・オブ・アメリカに対する保証(1,180億ドル)は実施されず。</p>	<p>融資</p> <p>○FRBがVAIGに対して有担保融資を実施。 融資額: 250億ドル (約2.2兆円) ※当初の850億ドルから減額</p>	<p>債務の保証</p> <p>○FDIC(連邦預金保険公社)が金融機関が新規に発行する債務を保証。 事業規模: 1兆4,000億ドル (約126兆円) ※緊急の場合を除き09年10月で終了。</p>	<p>金融市場の機能回復</p> <p>特定資産の買取</p> <p>○FRBによるCP買取制度(CPFF)、CPを買い取る金融機関等への融資制度(AMLF及びMMIFF)を創設。 FRBのパランスシート上のCP残高: 143億ドル(約1.3兆円) ※09年11月11日時点</p> <p>○FRBが消費者・中小企業向けローンを担保とするABSやRMBS、CMBSの保有者に対して貸付を行う制度(TALF)を創設。 貸出規模: 最大1兆2,500億ドル(約128兆円)</p> <p>○FRBによるGSE債及びGSE保証のMBSを買取するプログラムを創設。 買取規模: 最大1兆4,250億ドル(約128兆円)</p> <p>○FRBが長期国債の買取実施を発表。 買取規模: 3,000億ドル(約27兆円) ※09年10月に買取を終了。</p>	<p>預金保護</p> <p>○預金保護の上限を10万ドル(約897万円)から25万ドル(約2,242万円)に引上げ。 ○決済用預金の全額保護。 ○預金保険準備率の悪化を受け、保険料の前払いと保険料率の増額。</p>
ドイツ	<p>資本注入</p> <p>○金融安定化法に基づき、800億ユーロ(約10.7兆円)の資本注入枠を確保。 資本注入(下記2行の発表額): ・187億ユーロ(約1.9兆円) ・コメルツ銀行 182億ユーロ ・アーンリアル銀行 5億ユーロ</p>		<p>融資</p> <p>○政府等がハイポ・リアル・エステートに対して融資を実施。 融資額: 500億ユーロ (約6.7兆円) ※09年6月に公的資金による増資を行い国有化。09年10月には少数株主を排除し完全国有化。</p>	<p>債務の保証</p> <p>○政府が銀行間取引に対して、債務を保証。 事業規模: 4,000億ユーロ (約53兆円)</p>		<p>預金保護</p> <p>○預金の全額保護を実施。実施前のは法定保護上限は預金の90%(2万ユーロ(約267万円)を上限)。 ○変更なし。 現行は、7万ユーロ(約935万円)。</p>
フランス	<p>資本注入</p> <p>○総額400億ユーロ(約5.3兆円)の資本注入枠を創設。 資本注入(発表額): ・大手金融機関6行 総額105億ユーロ(1回目) ・アーンリアル銀行 110億ユーロ(2回目)</p>			<p>債務の保証</p> <p>○政府が銀行間取引に対して、債務を保証。 事業規模: 3,200億ユーロ(約43兆円)</p>		<p>預金保護</p> <p>○預金保護の上限を3万5,000ポンド(約523万円)から5万ポンド(約747万円)に引上げ。</p>
英国	<p>資本注入</p> <p>○総額812億ポンド(約12.1兆円)の資本注入枠を発表。 資本注入(発表額): 1回目:合計500億ポンド(約7.5兆円) ・RBS 330億ポンド ・HBOS 115億ポンド ・ロイズ 55億ポンド 2回目:合計312億ポンド(約4.7兆円) ・RBS 255億ポンド ・ロイズ・バンク・グループ 57億ポンド ※HBOSは、09年1月にロイズに吸収合併され、ロイズ・バンク・グループとなった。</p>	<p>保有資産の保証</p> <p>○資産保護スキームにより、金融機関の保有資産(資産担保証券等)に対して政府保証を実施。 保証資産額: 2,820億ポンド (約42兆円) ・RBS 2,820億ポンド ※当初参加予定であったロイズは、09年11月にスキームから脱退。</p>		<p>債務の保証</p> <p>○政府が金融機関が新規に発行する債務を保証。 事業規模: 2,500億ポンド (約37兆円)</p>	<p>金融市場の機能回復</p> <p>特定資産の買取</p> <p>○BOEがCP、社債、中長期の英国債の購入を含む資産買取制度(APF)を発表。 買取規模: 2,000億ポンド(約30兆円)</p>	<p>預金保護</p> <p>○預金保護の上限を3万5,000ポンド(約523万円)から5万ポンド(約747万円)に引上げ。</p>

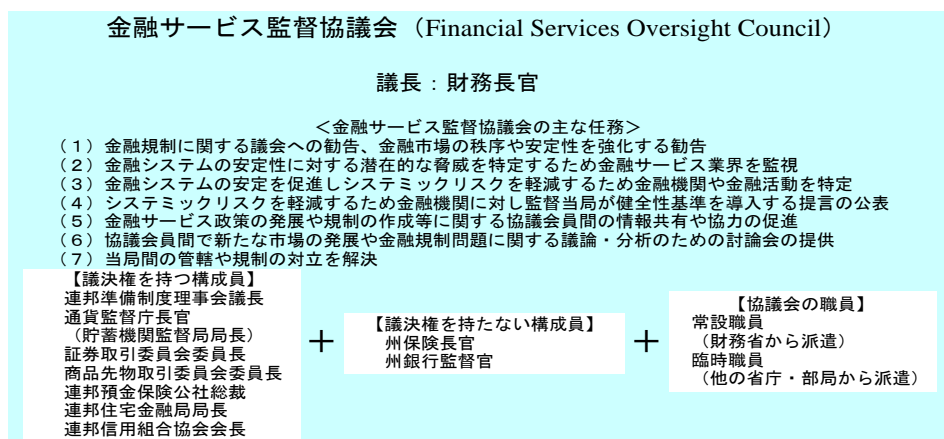
(備考) 1. 各国政府、中央銀行等の公表資料より作成。
2. このほか、E C Bがカバード・ポンド(金融機関が発行する担保付債券)の買取りを09年7月から実施(買取規模は600億ユーロ(約8兆円))。

第5節 出口の先の金融政策・金融システム安定化策の枠組み

- 世界金融危機と一連の政策対応を踏まえ、金融危機を未然に防ぐためには、個々の金融機関の監督だけでは不十分であり、金融システム全体に関わるリスクを監視するとの観点から政策運営を行う「マクロ・プルーデンス政策」が必要との認識が高まっている。
- 欧米では、マクロ・プルーデンス政策実現に向けて、中央銀行と金融機関監督当局の連携確保や、新たな協議機関の設置等の制度的な枠組みの整備に向けた取組が進行中。

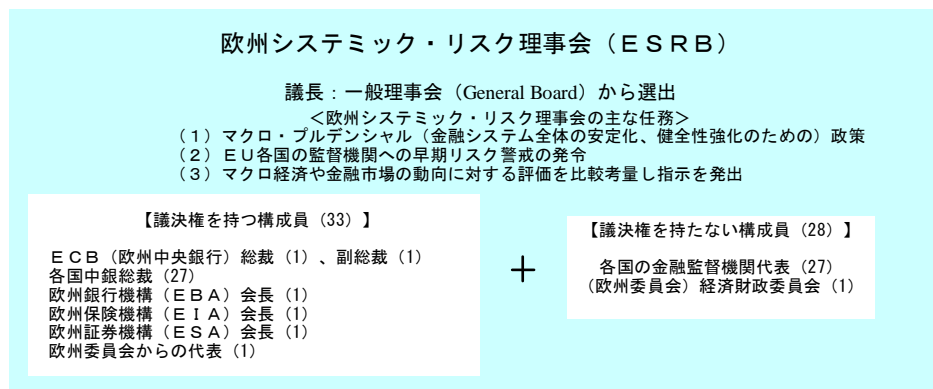
第2-5-1図 各国・地域のマクロ・プルーデンス監視を行う機関：新たな機関を設置

(1) アメリカ



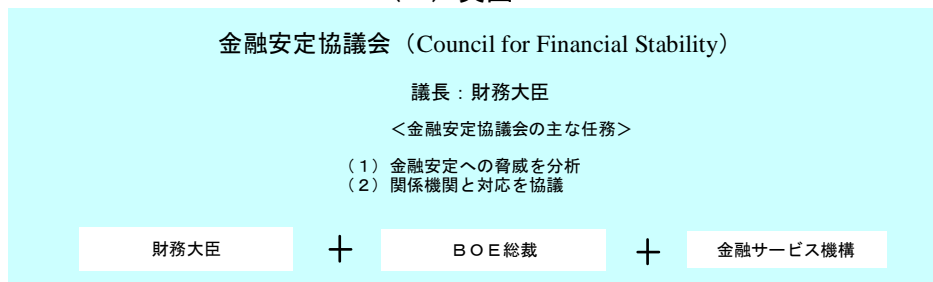
(備考) アメリカ下院金融サービス委員会より作成。

(2) ユーロ圏



(備考) 欧州委員会より作成。カッコ内は代表者数。

(3) 英国



(備考) 英国財務省より作成。

- アメリカでは、多数の機関に分散していた金融規制・監督体制を厳格かつ包括的なものに再構築する取組が進んでいるが、当局の監督能力・手法の強化やそれを支える人材確保、複雑な規制監督の構造の中での実効性確保等、課題も残っている。

第2-5-3表 アメリカの金融機関の監督制度：複雑な構造

		連邦当局							州当局
		FRB	FDIC	OCC	OTS	NCUA	SEC	CFTC	
銀行	国法銀行		○	●					●
	州法銀行	◎	○						●
貯蓄金融機関	連邦免許機関		○		●				●
	州免許機関		○		◎				●
信用組合	連邦免許機関					●			●
	州免許機関								●
銀行持株会社		◎							●
貯蓄金融機関持株会社					◎				●
保険									●
証券							●		
先物取引業者等								●	

		金融サービス監督協議会							CFPA
		連邦当局						州当局	
		FRB	FDIC	OCC	NCUA	SEC	CFTC		
特定金融持株会社		◎							
銀行	国法銀行		○	●					
	州法銀行	◎	○					●	
貯蓄金融機関	州免許機関		◎					●	
	連邦免許機関				●				
信用組合	連邦免許機関							●	
	州免許機関							●	
銀行持株会社		◎						●	
保険								●	
証券						●			
ヘッジファンド等投資会社						●			
先物取引業者等							●		

- =免許付与機関（証券・投資会社は登録制）及び第一義的監督権限
- ◎=第一義的監督権限
- =連邦預金保険供与者としての検査権限

- (備考) 1. 現行制度については、ニューヨーク連邦準備銀行、野々口秀樹・武田洋子「米国における金融制度改革法の概要」（日本銀行調査月報2000年1月号）等より作成。
2. 新制度については、アメリカ下院金融サービス委員会の案をもとに内閣府において作成。
3. 現行制度のOTSはOCCに統合（財務省案では両機構を統合してNBSを創設）。
4. 新制度の銀行持株会社には、投資銀行持株会社、ノンバンク等を含む。
5. 特定金融持株会社は財務省案ではTier 1 FHCとされる。