

第2章 緊急避難的な経済政策からの出口戦略

2008年9月の世界金融・経済危機の発生は、100年に一度の危機として認識され、1929年の世界大恐慌の教訓や我が国のバブル崩壊後の経験も踏まえ、各国政府・中央銀行は、前例のない規模で、財政政策、金融政策、金融システム安定化策を展開してきた。すなわち、金融システムを安定化させるため、個別金融機関への資本注入や債務の政府保証等の施策を08年秋以降次々と講じ、また、危機に引き続いて起きた経済の急速な落ち込みを緩和するため、中央銀行は、政策金利を史上最低水準まで引き下げるだけでなく、CPや国債を買い取るなど非伝統的な金融政策にも踏み込み、さらに、各国政府は、公共投資や減税等、大規模な財政刺激策を行ってきた。こうした思い切った政策措置の効果に支えられ、危機の発生から1年を経て、世界経済は持ち直しに向かっている。

しかしながら、こうした緊急避難的な各種の政策措置には副作用もある。金融危機が収束し、景気が回復した後も継続すれば、ミクロ面では市場の資源配分機能をゆがめて経済の効率性を低下させ、また、マクロ面ではインフレ、財政収支の悪化による長期金利の上昇といった弊害をもたらしかねない。他方、政策措置の拙速な解除は、景気回復の腰折れや金融システム不安の再発を招きかねない。

こうしたことから、いかにして非常時の政策を解除し、平時の政策運営に戻していくかという「出口戦略」に関心が集まっている¹。

本章では、出口戦略に係る論点を概観した上で、金融・経済危機に対応するために講じられた財政政策、金融政策、金融システム安定化策について、政策措置の内容と現状、効果の評価について分析し、出口戦略において考慮すべき事項、出口に向けた最近の動きを検討する。最後に、出口の先の新たな政策の枠組みに向けた潮流を鳥瞰する。

第1節 出口戦略の論点

出口戦略を策定するに当たっては、様々な論点を検討する必要があるが、以下では、各国に共通する特に重要な論点を取り上げる。

¹ 2009年9月のG20首脳会議（ピッツバーグ・サミット）首脳声明においても、「回復が十分確保された際に、財政政策、金融政策及び金融セクター政策での例外的な支援を戻すための透明で信頼性のあるプロセスを作成することを必要としている」とし、財務大臣・中央銀行総裁も2009年11月の会合で出口戦略を検討することとした。

●出口戦略実施のタイミング

非常時から平時への出口までの移行期間においては、平時の経済政策運営において考慮する要素に加え、金融危機という非常時特有の要素もにらみつつ政策運営を行う必要がある。平時の経済財政政策や金融政策においては、例えば、経済見通しや期待インフレ率、長期金利の動向等を念頭において政策運営を行うが、危機後においては、これらに加え、金融機能の回復、資産市場の状況や、金融危機に伴う信用収縮の状況についても注意深くみる必要がある。特に、信用収縮の継続は、通常よりも景気後退を長期化させる可能性があり、出口のタイミングを検討する際には慎重に見極める必要がある。

また、具体的に出口戦略を立てる際には、個々の政策手段ごとにきめ細かく個別に検討を行い実施していく必要がある。例えば、ある手段を解除するに先立ち、別途の準備的な措置が必要であったり、あるいは解除の対象とすべき手段が市場への影響力が大きいものである場合には、解除のスピードはゆっくりと徐々に行うのが適切である。また、市場への介入に対する市場の反応の大きさは、その政策の影響力の大きさを示すものとは限らない。ある政策に対して市場の反応がなくなったからといって、必ずしも解除すべきということにはならない。活用されずとも制度を作っておくこと自体が市場を安定化させる効果を持っているような場合もある²。

●市場機能の維持・回復との関係

さらに、市場に与えるゆがみが大きい政策は、優先的に解除対象とすべきである。例えば、政府部門による不良資産の買取りと、金融機関の不良債権に対する政府保証の供与とでは、危機の収束後では後者の方が市場機能をゆがめる効果が大きく、優先的に解除すべき政策である。

非伝統的金融政策や個別金融機関への流動性支援策等の中には、個別企業に関する信用リスクや金利変動等の市場リスクを伴う措置が多く含まれ、また、こうした措置は、損失の発生により納税者負担を生じさせる可能性がある。したがって、このような政策には、通常は財政政策が担う、市場の資源配分機能への介入という側面があり、政策が長期にわたって維持された場合の副作用についても留意する必要がある。

² 例えば、ある手段を解除するのに先立つ準備的な措置の事例として、ニューヨーク連銀が、直ちに金融引締め策へ移行することはないことを示唆しつつ、市場から流動性を吸収するリバース・レポ（証券買戻し条件付売却）の試験的实施を開始したことが挙げられる（09年10月19日の声明による）。また、制度の存在自体が市場を安定化させる効果を持つ例としては、預金保険が挙げられる。

●市場との対話

出口に向かう過程で市場の安定を図るためには、市場との対話を通じて、出口戦略の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。特に、出口戦略の発動のタイミング、時間軸を示すため、例えば、日本銀行が量的緩和解除の際に用いたように、解除の条件として参照する経済指標を明らかにすることも、市場参加者の期待の安定化に資すると考えられる。

また、国ごとに出口戦略実施のタイミングが異なる際には、国際的な裁定取引により資本フローをかく乱する可能性がある。特に、政策金利の引上げのタイミングが遅いとの期待が形成された場合、当該国通貨を借り入れて外貨で運用するキャリー・トレードを誘発し、為替レート等に影響を与える可能性がある。各国によって景気の回復の度合いが異なることから、利上げのタイミングを一致させることは難しいが、国際間で緊密な情報共有を行い、こうした影響についても考慮した対応が必要であろう。

なお、各国の出口戦略へ向けた国際的な検討は始まったばかりであるが、09 年 11 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議においては、IMF から出口戦略の基本原則とすべき事項が提示された（第 2-1-1 表）。

第 2-1-1 表 IMF の出口戦略に関する指針（09 年 11 月 7 日）

2009年11月6～7日に英国で開催されたG20において配布されたIMFの出口戦略に関する指針は以下の通り。

1. 出口のタイミングは景気や金融システムの状態次第であり、更なる需要の下支えや金融システムの改善を優先すべきである。出口戦略とその発動について市場と対話することによって、市場の期待を安定化したり、市場の不安を和らげることができる。
2. 若干の例外はあるものの、財政再建は、最も優先度の高い政策である。他方、金融政策は、全体的な景気刺激の水準に向けて、容易に調整できる。
3. 財政の出口戦略は、明確に特定された時間軸の中で政府債務を節度ある水準（prudent levels）に引き下げる目標も含め、透明性が高く、包括的な形で、今、市場に明確に発信すべきである。
4. 基礎的財政収支の健全化が、財政再建の中心であり、まず危機に関連した財政刺激策をやめることから始めるべきである。
5. 伝統的金融政策の引締め（金利の引上げ）の前に、必ず非伝統的金融政策を解除しなければいけないというわけではない。
6. いつどのように金融システム安定化策を終了させるかについては、経済状況や金融システムの安定性、市場の機能の状況次第である。
7. 信頼性と一貫性のある出口戦略の策定は、各国の経済状況を向上させる。政策協調は必ずしも同時の出口を意味しないが、政策協調の欠如は悪い波及効果を生む可能性がある。

（備考）IMFより作成。