

### 第3節 金融政策の出口戦略

金融政策については、現在、政策金利はアメリカやヨーロッパを中心に史上最低水準まで引き下げられ、ほぼゼロに近い水準となっている。また、政策金利による調整に加えて、様々な非伝統的政策が採られている。この節では、現在の金融政策の状況を確認した上で、これらの効果について評価を行い、どのようにして超緩和的な金融政策から脱却するかについてみていく。

#### 1. 主要国の伝統的・非伝統的金融政策の動向

##### ●アメリカの伝統的・非伝統的金融政策の動向

アメリカでは、07年8月にヨーロッパ大手金融機関BNPパリバ傘下の投資ファンドが償還凍結を発表したこと（いわゆる「パリバ・ショック」）を契機とした金融市場の混乱、08年9月のリーマン・ブラザーズ破たんを端を発する金融危機と急速な実体経済の落ち込みに対応するため、政策金利の引下げに加え、幅広い非伝統的な金融政策が採られている。

まず政策金利については、FRBは2008年12月にフェデラル・ファンド・レート（FFレート）を0～0.25%にまで引き下げ、その後10か月にわたって同水準を据え置いている<sup>1</sup>。さらに、09年3月に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文<sup>2</sup>において、異例の低金利が「更に長い期間（for an extended period）」妥当となる公算が高いとし、政策転換までの時間軸を抽象的ながら示した。

また、政策金利の引下げによる伝統的な金融政策に加え、信用緩和（Credit Easing）として、市場の流動性や安定性を確保するために各種資産の買取り等の非伝統的金融政策を実施している。

08年9月のリーマン・ブラザーズ破たん等で新規発行が困難となっていたCP市場への対策として、同月には資産担保CP（ABC P）を買い取る金融機関に貸出を行う制度（AMLF：Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）を創設した。また、CPを買い取る制度（CPFF：Commercial Paper Funding Facility）や、短期債務市場における流動性の改善や資金の調達可能性を高めるためMMIF：Money Market Investor Funding Facility、貸出規模：最大5,400億ドル）を創設した。

<sup>1</sup> FRBでは、実勢取引金利を政策金利誘導目標に近付ける目的で、08年10月から準備預金に対して付利を実施している。なお、ヨーロッパでは、今般の危機以前より付利を実施している。

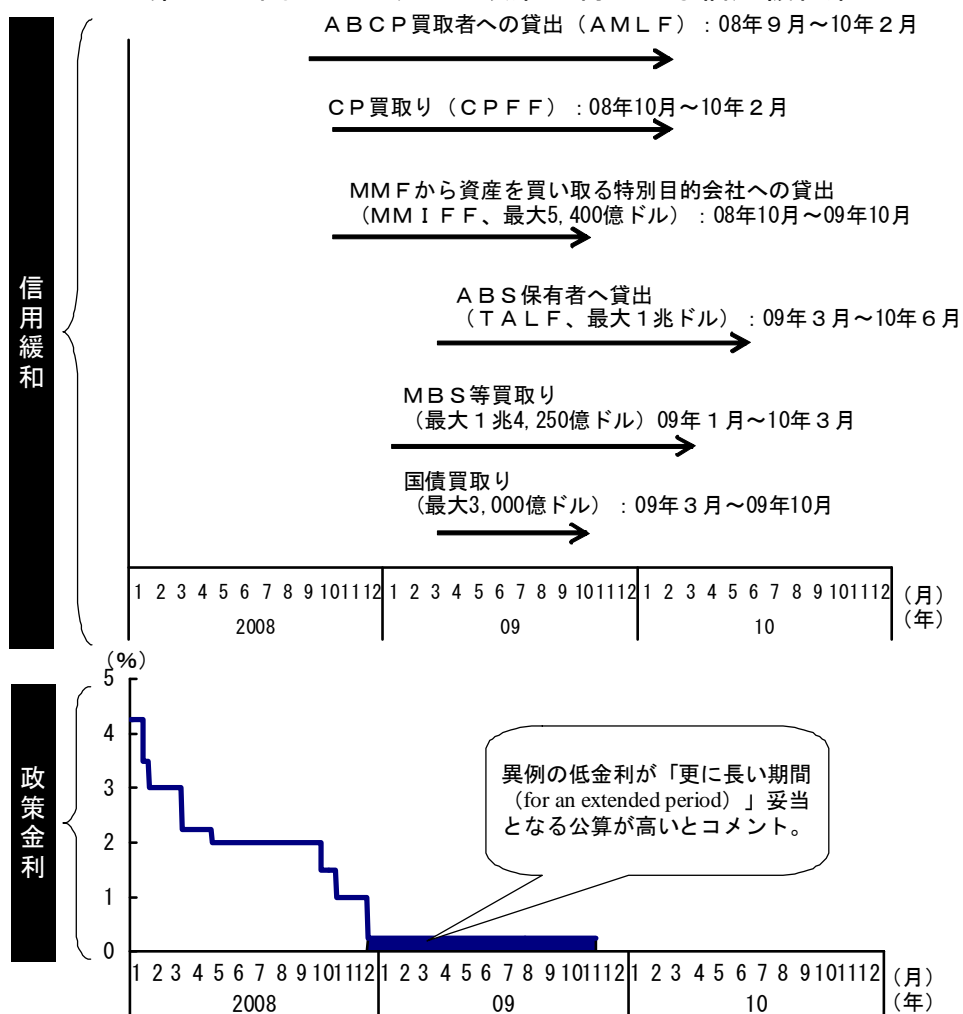
<sup>2</sup> FRB（2009c）

08年11月には、住宅ローン市場を支えるため、G S E債務及びG S E保証住宅ローン担保証券（M B S）の買取プログラム（買取規模：最大1兆4,250億ドル）を発表した。また、資産担保証券（A B S）市場における流動性を回復するため、消費者・中小企業向けローンを担保とするA B Sの保有者に対して貸出を行う制度（T A L F：Term Asset-Backed Securities Loan Facility、貸出規模：最大1兆ドル）を創設した。

さらに、09年3月には家計や企業にとってのコストを下げて信用の利用を改善するためとして、国債の買取り（買取規模：最大3,000億ドル）を発表した。

他方、金融機関の流動性対策として、07年12月に連銀窓口貸出の担保として幅広い種類の担保に対して、期間物資金の入札を実施する制度（T A F：Term Auction Facility）を創設した。また、08年3月からは、プライマリーディーラーに対し、担保資産の差入れと引き換えに、公定歩合と同率で貸出を行う制度（P D C F：Primary Dealer Credit Facility）や、プライマリーディーラーに対し、政府機関債や民間の住宅ローン担保証券を担保に、米国債（財務省証券）の貸出を行う制度（T S L F：Term Securities Lending Facility）等を開始している（第2-3-1図）。

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。

## ●ヨーロッパの伝統的・非伝統的金融政策の動向

ヨーロッパも、今回の世界金融危機の震源である。金融危機と実体経済の悪化に対応するため、ECB、BOEともに政策金利の引下げと資産買取りによる非伝統的な金融政策を実施している。ECBについては、09年5月に政策金利を1.25%から1.0%に引き下げた後、11月まで6か月にわたって1%で据え置いている。英国BOEも、09年3月に政策金利を1.0%から0.5%に引き下げた後、11月まで8か月にわたって据え置いている。

政策金利による伝統的な金融政策のほか、ECBは、09年5月にカバード・ボンドの買取りを発表（買取規模：600億ユーロ、実施は7月から）<sup>3</sup>し、また、ターム物の資金供給オペであるLTRO（Longer-term Refinancing Operation）<sup>4</sup>の期間をそれまでの6か月から12か月に延長することなどを実施した（第2-3-2図）。

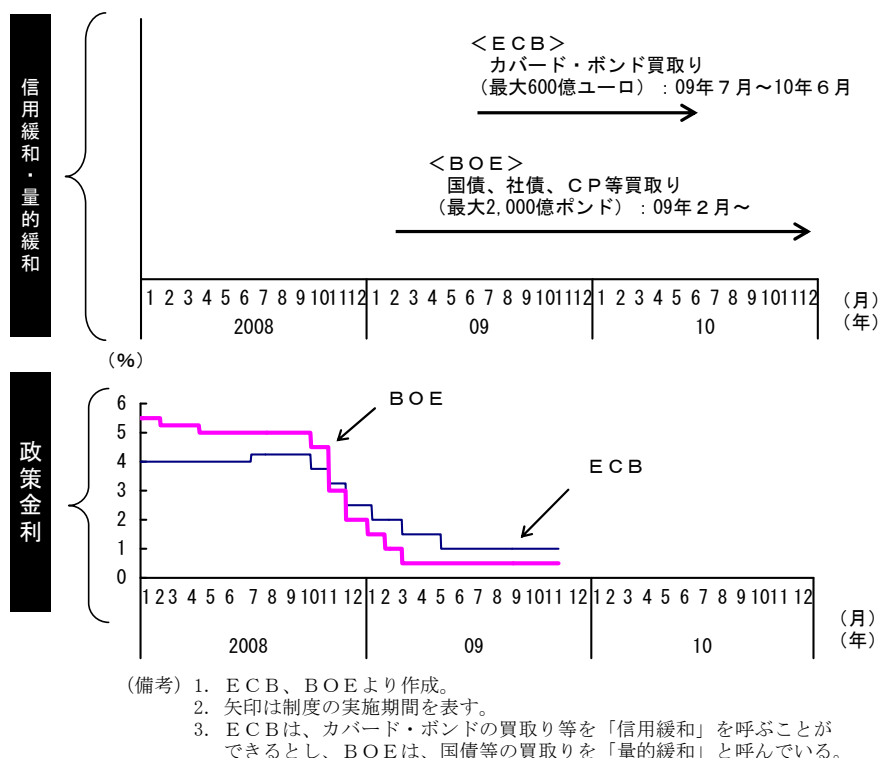
BOEは、09年1月に社債、CP等を買取ることで金融機関や事業会社の資金繰りを支援する資産買取ファシリティ（APF：Asset Purchase Facility）を発表し、2月から買取りを実施した。3月には対象を中・長期の国債等にも拡大し（買取りの上限枠は1,500億ポンド）、8月には買取枠を1,750億ポンドにまで拡大した。その後、11月には銀行のバランスシート調整による信用収縮、また、高水準の家計債務残高によって消費が抑制されることから、先行きは緩慢な景気回復が見込まれるため、中期的にインフレ目標を満たすためには更なる景気の下支えが必要との判断等から、買取りの上限枠を2,000億ポンドにまで拡大することを決定した。

---

<sup>3</sup> カバード・ボンドは法的な根拠に基づいて金融機関が発行する担保付債券であり、住宅ローンや公共セクター向け貸出を担保として発行されることが多い。なお、ECBによる買取りの対象となるカバード・ボンドは以下の要件を満たす必要がある。（1）ユーロ圏の金融調節において適格担保として認められていること、（2）原則として5億ユーロ以上の発行額があること、（3）原則としてFitch、Moody's、S&P、DBRS（Dominion Bond Rating Service）のうち一つ以上の格付け機関からAAあるいはこれと同等の格付けを得ていること。

<sup>4</sup> LTROは通常3か月物の資金供給オペであるが、08年3月に期間が6か月に延長された。

第2-3-2図 ヨーロッパの政策金利と信用緩和・量的緩和策



## 2. 金融資本市場の現状と非伝統的金融政策の効果

以上のようなFRB及びECB、BOEの非伝統的政策はどのような効果があったであろうか。以下、中央銀行の買取対象となった資産の市場動向を検討し、買取りの効果を検証する。

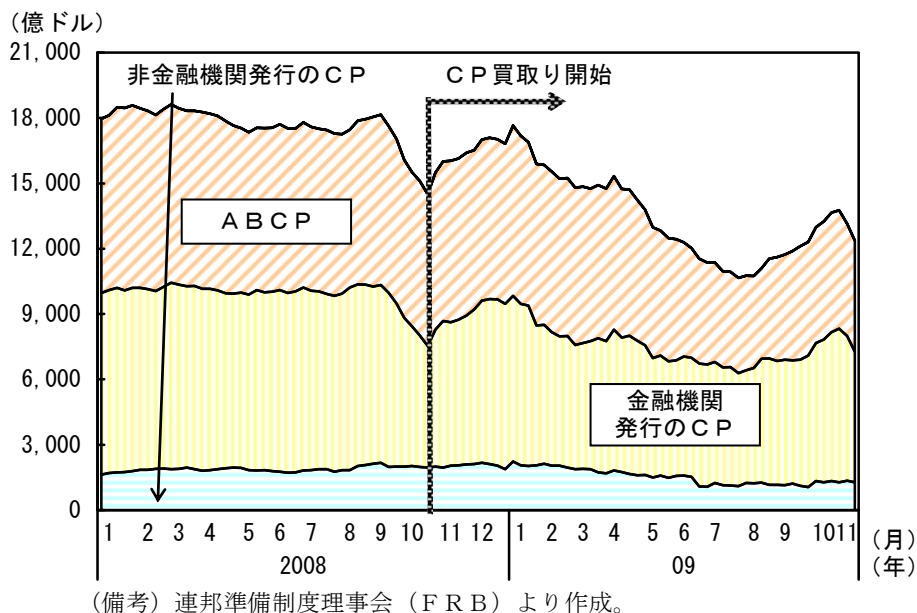
### ●アメリカの動向

アメリカにおいてFRBが非伝統的金融政策として買取りを実施した資産は、CP、国債、MBS等である。この中で、CP市場はリーマン・ブラザーズの破たん直後には発行残高がピーク時の65%まで大幅に減少したが、08年10月にFRBが買取りを開始した後持ち直した。09年に入ってから発行残高の減少が続いた<sup>5</sup>ものの、8月以降は再び増加傾向にある(第2-3-3図)。また、CPの割引率におけるスプレッドは、リーマン・ブラザーズ破たん直後に大幅に上昇したが、09年に入り低下しおおむね金融危機発生以前の水準に戻った(第2-3-4図)。直近のCP市場が安定してきていることを背景に、FRBによるCPの買取残高は、09年1月時点では3,500億ドル(CP発行

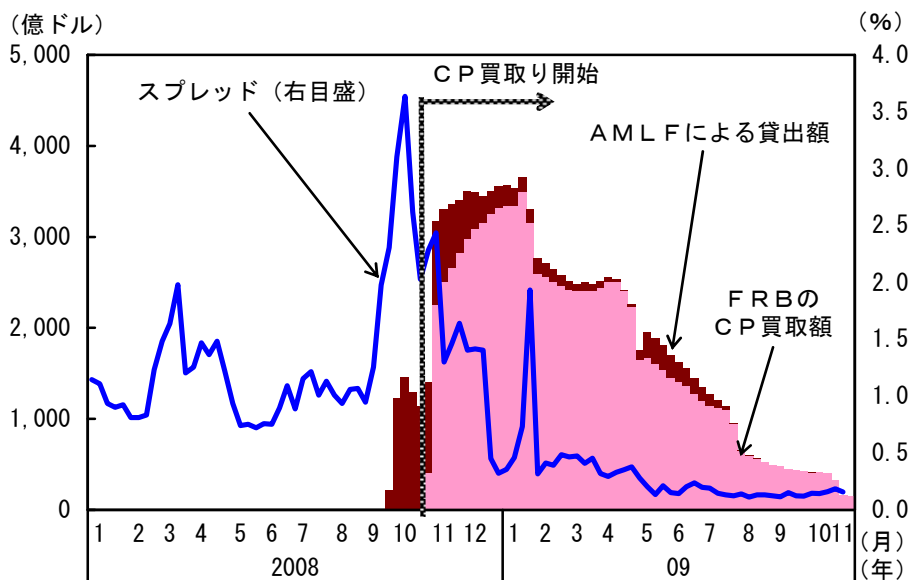
<sup>5</sup> CPの発行残高が減少した要因として、CPを手段とした資金調達が増加していることや企業の設備投資資金需要の減退等が挙げられる。

残高の21%)であったのに対し、11月11日時点では143億ドル(同1%)にまで減少している。

第2-3-3図 CPの発行残高：発行残高は08年末にかけて持ち直し



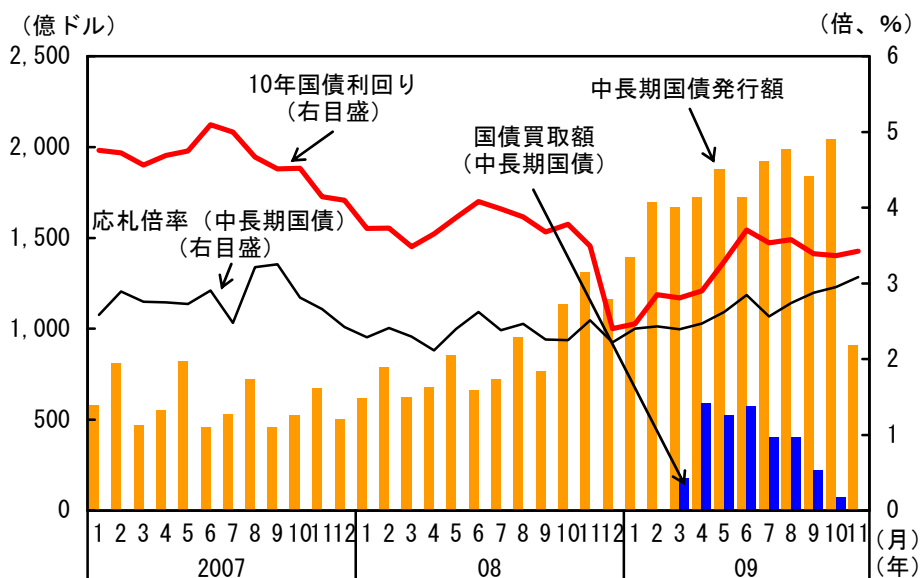
第2-3-4図 FRBのCP買取額とスプレッド：スプレッドは大幅に縮小



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。  
2. AMLF (Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) は、ABC Pを買い取る金融機関に貸出を行う制度。  
3. スプレッドは、AA格の金融機関が発行したCP (3か月物) と米国債 (3か月物) との差。

国債市場においては、財政赤字の増大等に伴い中長期国債の新規発行額が、09年3月25日から同年10月末では月平均で1,873億ドルに増加している（08年の月平均は858億ドル）。一方、市場での国債需要と供給のバランスに当たる応札倍率は安定しており、長期金利の水準も2～4%のレンジで推移している。この間にFRBは既に発行された中長期国債を2,969億ドル（月平均409億ドル）買い取っており、新規発行額の4分の1に当たる額、すなわち、月平均発行額の増加分の約半分当たる額を市場から買い取っている。このため、国債買取りによって間接的に新規発行の増加分の約半分が吸収され、市場の国債需給が良好な状況を保ち、長期金利の上昇を抑制してきたともいえる（第2-3-5図）。

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



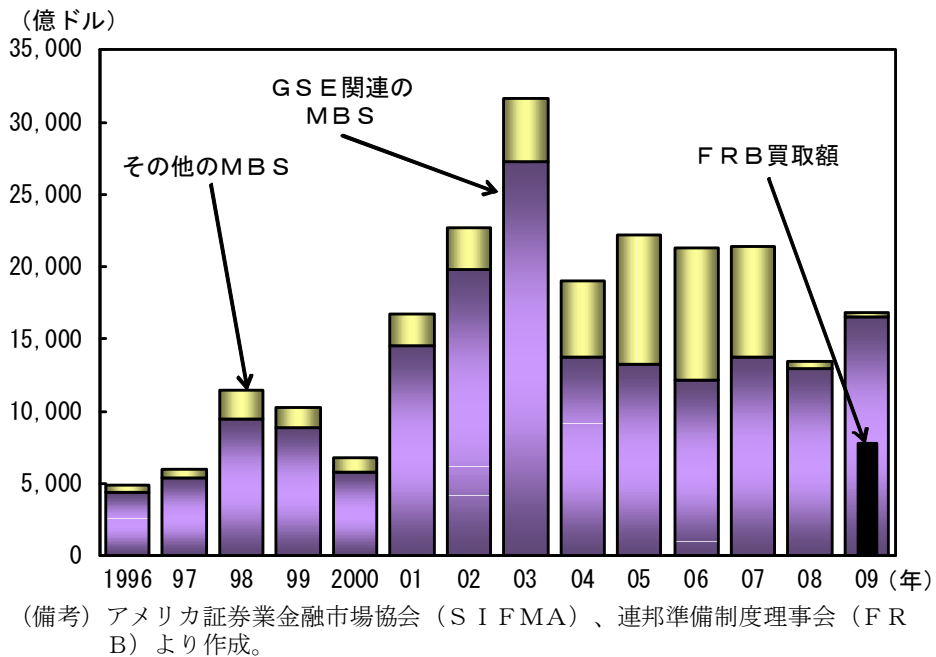
(備考) 1. ニューヨーク連銀、連邦準備制度理事会（FRB）、データストリームより作成。  
2. 09年11月値は09年11月13日時点。

MBS市場においては、GSEによる新規発行が08年後半を底に増加に転じている。FRBのMBS買取額は増加傾向が継続しており、11月11日時点では7,748億ドル（GSEのMBS新規発行分の47%）に達し、結果として、住宅ローン金利の安定に寄与した。しかし、その他の機関によるMBSの新規発行は直近においてもほとんど実施されていない（第2-3-6図）。他方、ABS市場においては、新規発行が06年の1.2兆ドルをピークに減少し、08年半ば以降はほとんど発行がない。ABS買取りを促進する制度であるTALFが開始された09年3月以降、11月11日時点でのTALFによる貸出額は約431億ドル（ABS新規発行額の29%）となっている。また、この中で、先行きが懸念されるCMB Sに対する貸出額は、CMB SがTALFの対象となった09年

6月以降、約65億ドル（CMB S新規発行額の36%）となっている。新規発行額に占める割合が高いことから、TALFの効果を認める見方がある一方で、新規発行が本格的に回復していないことから、効果は限定的な範囲にとどまっているとする見方もある（第2-3-7図）。

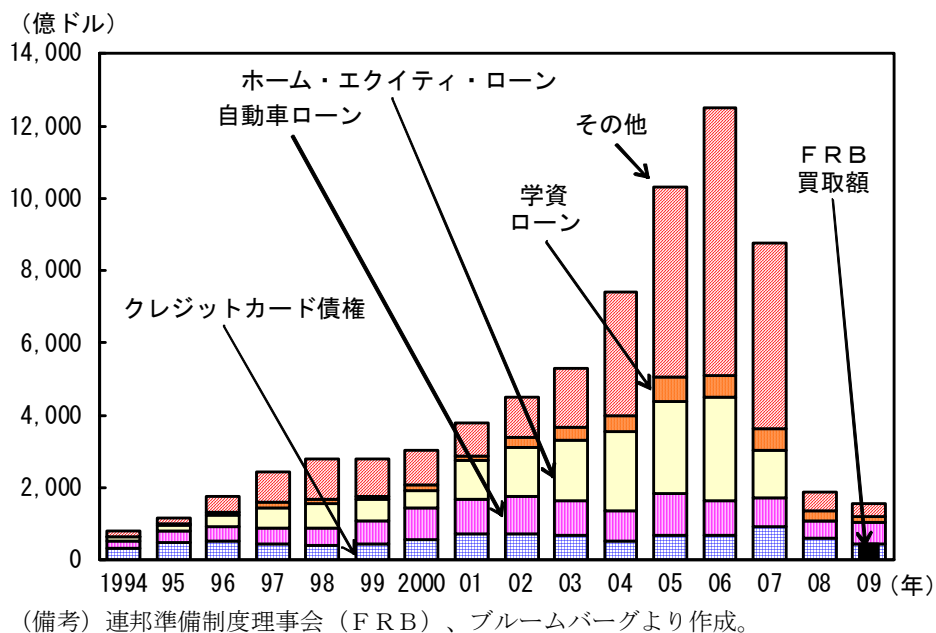
第2-3-6図 FRBのMBS買取額とMBSの新規発行額：

GSE関連以外の新規発行はほぼ実施されていない



第2-3-7図 TALFによる貸出額とABSの新規発行額：

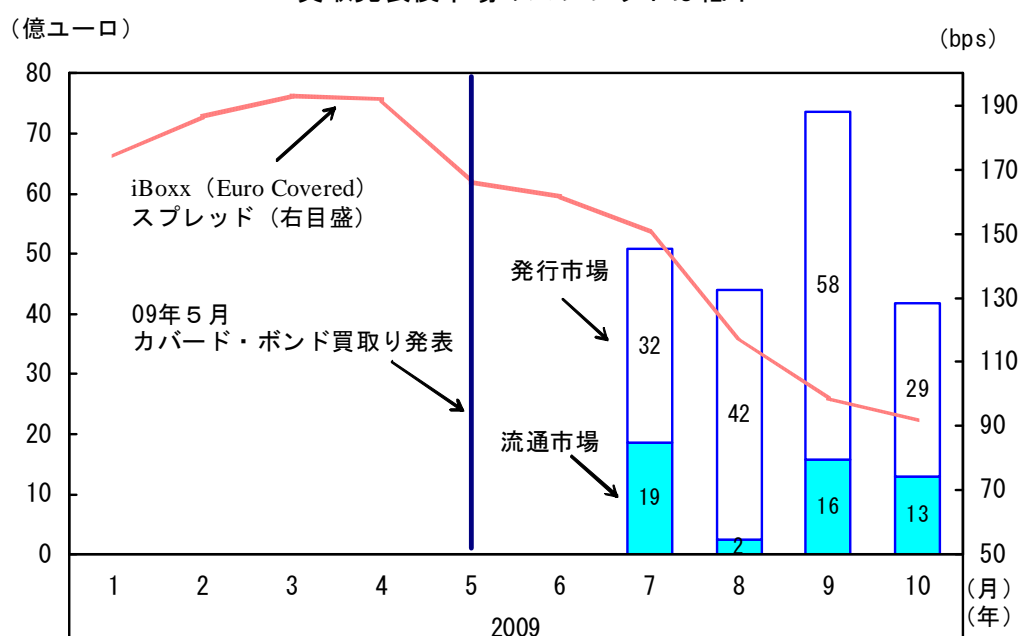
08年後半以降ABSの新規発行は激減したまま



## ●ヨーロッパの動向

ヨーロッパのカバード・ボンド市場については、ECBが09年5月に買取りを発表（実施は7月）してから、カバード・ボンド市場の安定性を表すスプレッドはピーク時（09年春）の半分程度にまで低下している。また、ECBによる買取額（7月6日～10月30日）は約210億ユーロとなっている（10年6月まで継続して実施）（第2-3-8図）。ユーロ圏におけるカバード・ボンドの発行残高は約1兆6,000億ユーロ（08年）<sup>6</sup>であり、ECBによる買取り（600億ユーロ）は約4%のインパクトを持ったことになる。なお、発行残高の約50%がドイツ、約21%がスペイン、約17%がフランスにおけるものとなっている。

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。

英国債市場をみると、中長期国債の新規発行額は、09年に入り月平均で160億ポンドに倍増している（08年の月平均は83億ポンド）。BOEによる国債の買取額は1,728億ポンド（09年10月29日時点）となっており、中長期国債の新規発行額を上回るペースで買取りを行っている。国債市場の需給バランスを示す応札倍率も2倍程度で安定的に推移しており、長期金利の水準は09年に入って3～4%のレンジで安定している。こうした国債市場の安定には、BOEによる大規模な買取りが寄与していると考えら

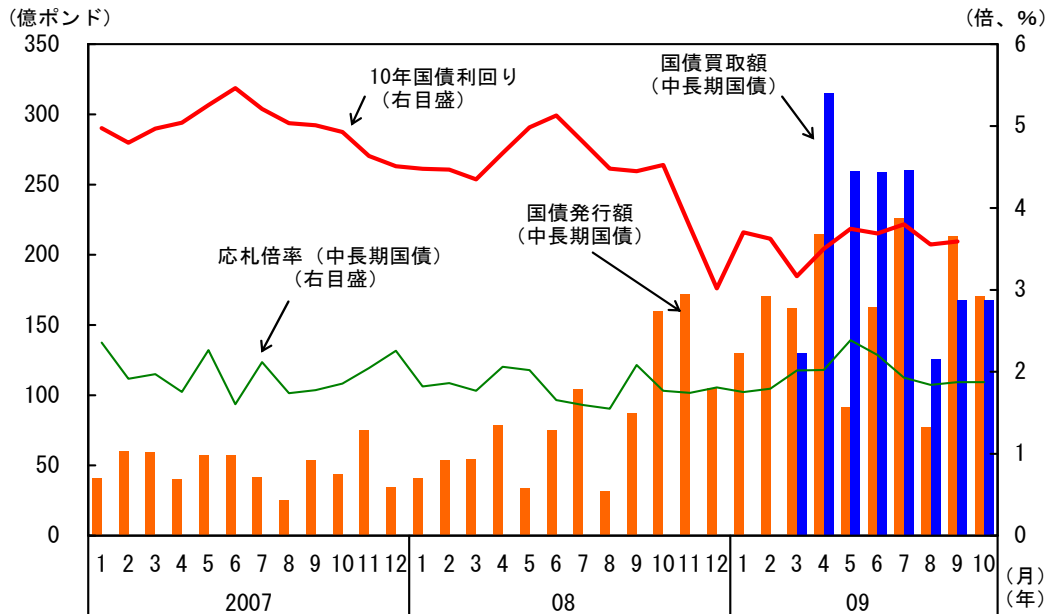
<sup>6</sup> ECBC (European Covered Bond Council) による。ユーロ圏のデータからはベルギー、キプロス、マルタ、スロベニアを除く。



れる<sup>7</sup> (第2-3-9図)。

第2-3-9図 BOE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。

### ●非伝統的金融政策の評価

以上みたように、アメリカにおいて採用された各種資産の買取り等の非伝統的金融政策のうち、CPの買取りについては、08年末にかけての発行額の回復やスプレッドの大幅低下等CP市場に対するプラスの効果があり、これを通じて企業や金融機関の資金調達を支えたと評価できる。また、国債の買取りについても、中長期国債の新規発行が増加する状況下において応札倍率が高水準を維持するなど、国債市場の需給に対して一定の下支えの効果を与えたものと考えられる。一方で、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。さらに、ABS市場への対策についても、新規発行は現状においてもほとんど行われておらず、市場が回復しているとはいえない。このようなことから、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で、証券化商品等の市場型間接金融に対する効果は、リスク管理や格付けに対する信認の問題を背景に、証券化商品自体に対する信頼性が回復していないことなどもあり、限定的な範囲にとどまっている。

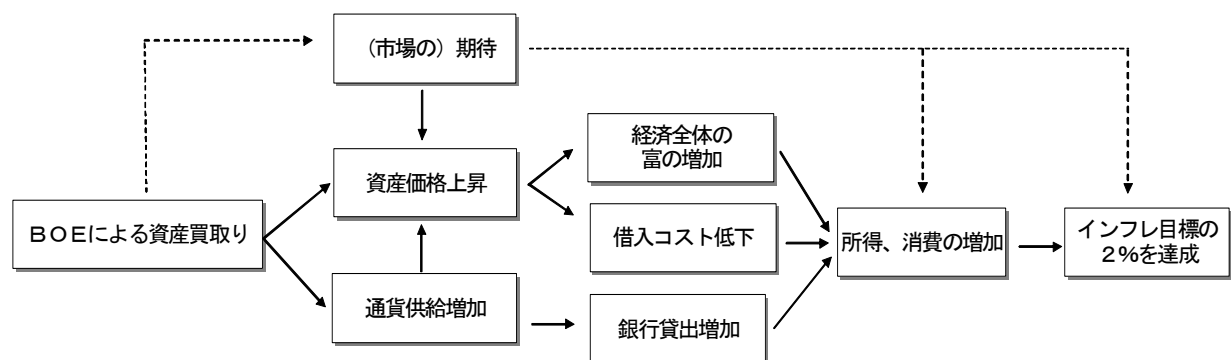
ヨーロッパでも非伝統的金融政策によるカバード・ボンドの発行額の増加や市場のスプレッド低下、英国債市場についても市場の安定化等が認められる。

<sup>7</sup> なお、BOEは国債以外の資産も買取りの対象としているが、実際にはほぼ全て为国債(シェア約99%)であり、CPや社債の買取りの規模は、社債が約14億ポンド(同約0.8%)、CPは約7億ポンド(同0.4%)程度となっている(09年10月29日時点)。

なお、BOEは2%のインフレ目標を維持しながら国債買取りを行っているため、国債買取とインフレ目標との関係が論点となっている。この点についてBOEは、国債買取はインフレ目標を達成することを目的としており、政府の財政赤字をファイナンスすることが目的ではなく、政府から直接買い入れるのではなく民間セクターから買い入れているとしている<sup>8</sup>。また、BOEは量的緩和のメカニズムを次のように説明している。まず、資産の買取りによってマネタリーベースを増加させるとともに資産価格を下支えする。マネタリーベースの増加は銀行貸出を増加させ、資産価格の上昇は経済全体の富の増加や借入制約の低下につながる。この結果、所得が増加し、消費が増加することで中期的にインフレ目標の2%を達成するというものである（第2-3-10図）。量的緩和策を評価する上では、(i)通貨供給量（広義流動性）、(ii)企業の資金調達環境、(iii)足元のインフレ率及びインフレ期待、(iv)名目消費支出、に注目していくとしている。FRBの非伝統的金融政策との比較では、FRBが特定の資産市場の信用緩和を目指しているのに対して、BOEは量的緩和によってマクロ的な経済全体の安定を目指していることが大きな違いである。

各種資産の買取りにより、FRBのバランスシートは08年12月には危機前の2倍以上、ECBは約1.5倍、BOEは約3倍近くにまで膨らみ、買い取った資産のリスクも抱えている（第2-3-11図）。直近ではバランスシートの拡大は抑制されているが、拡大したバランスシートをどのように縮小させるか、またその際、FRBにおいてはCP等の短期証券中心からMBS等の長期証券中心に変化した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、出口戦略の舵取りはより重要になっている。

第2-3-10図 BOEの量的緩和のメカニズム

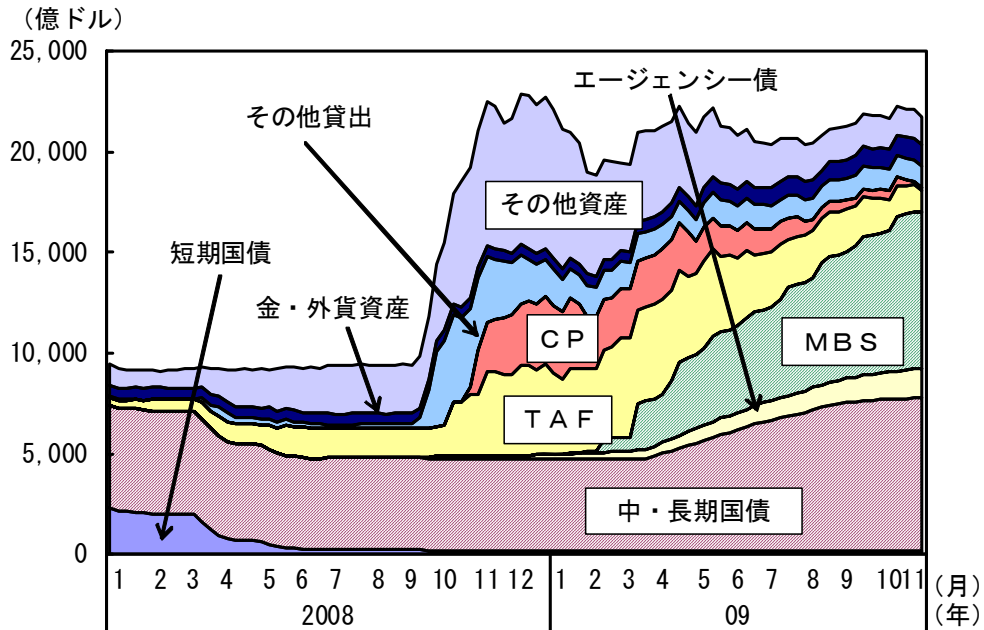


(備考) BOEより作成。

<sup>8</sup> なお、EUのマーストリヒト条約において、EU加盟国は中央銀行による政府の財政赤字のファイナンスを禁じられている。

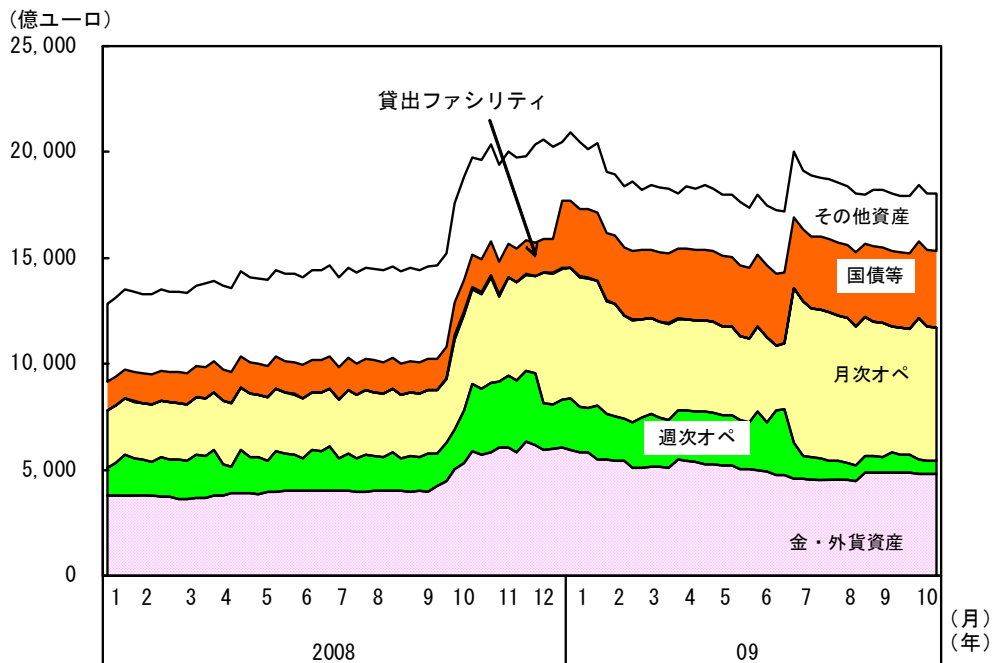
第2-3-11図 各中央銀行の資産額：バランスシートは大幅に拡大

(1) FRBのバランスシート



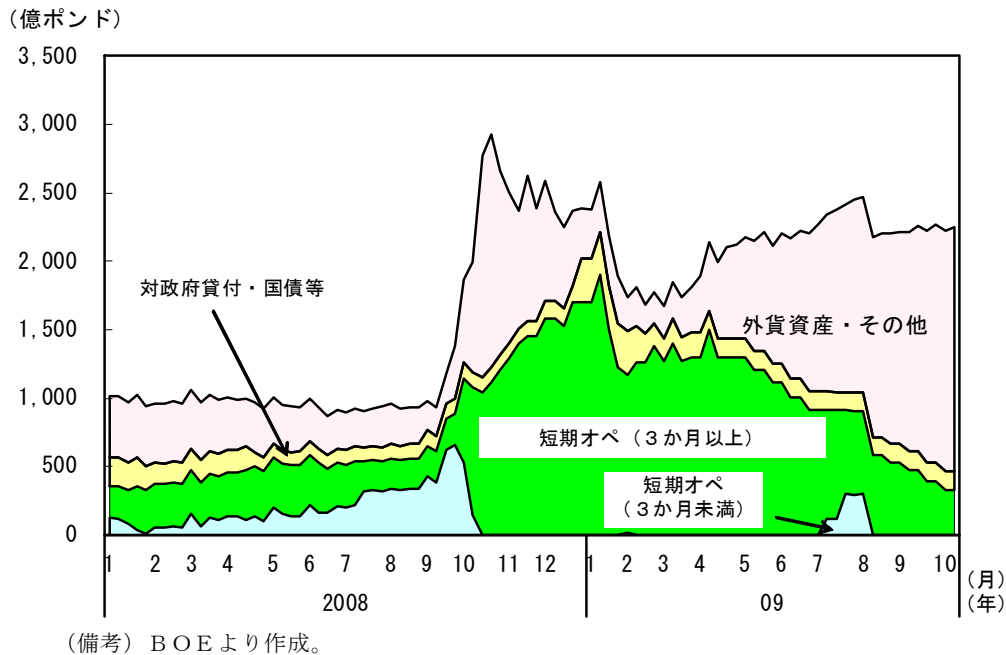
(備考) 1. FRBより作成。  
2. 斜線の資産は長期性資産。

(2) ECBのバランスシート



(備考) ECBより作成。

### (3) BOEのバランスシート



### 3. 非伝統的金融政策の出口に向けた動き

#### ●アメリカにおける出口戦略の考え方

金融市場の安定化が図られつつあることを背景に、アメリカでは非伝統的金融政策の出口に向けた動きがみられる。09年9月にアメリカ財務省が公表した政府の金融安定化策等に関する報告<sup>9</sup>においても、政府やFRBによる金融安定化策等により、アメリカは金融システムの支援の段階から、安定化・再興・再構築への段階に移行しつつあるとされた。

FRBのバーナンキ議長は09年7月21日の信用緩和策の出口戦略に関する議会証言<sup>10</sup>で、出口のタイミングについて、需給ギャップが解消し、雇用環境が改善し始めるなど持続的な回復の兆候がみられるかどうか、また、インフレやインフレ期待の兆候がみられるかなどに注目しているとし、将来的にインフレを助長しないようにするために、必要に応じて適宜円滑に撤退するとした。加えて、09年8月<sup>11</sup>及び9月<sup>12</sup>のFOMC声明文では、撤退の際に「市場の変動を円滑にする」ため買取ペースを緩める方法を採用することが示され、出口戦略を実施する段階では、買取対象になっている個々の資産市場の安定性に配慮する姿勢がうかがえる。これまでのところ、各種資産の買取制度のうち、市場が安定的に推移している国債の買取りに関しては09年10月に終了

<sup>9</sup> Department of the Treasury [2009c]

<sup>10</sup> FRB (2009f)

<sup>11</sup> FRB (2009d)

<sup>12</sup> FRB (2009e)

したが、その後も金利や応札倍率については落ち着いた動きとなっている。

さらに、バーナンキ議長は前述の議会証言で、非伝統的金融政策は、経済の回復と金融市場の緊張緩和により、ある程度は自動的に解消されるだろうとの見通しを示した。実際、A B C Pを買い取る金融機関に貸出を行う制度やC Pの買取制度については、これまでみてきたように市場の安定化により、09年2月以降貸出・買取額が減少している。こうしたこともあり、F R Bは、09年6月にこれらの制度の実施を10年2月1日で終了すると発表した。また、金融機関の流動性対策として導入されたP D C FやT S L Fについても実施を10年2月1日で終了する一方で、T A FやT S L Fの入札の規模を減額したり、受入れ担保の範囲を縮小したりしている。

一方、A B S市場における流動性を回復するために実施しているT A L Fについては、市場の回復が遅れており、受入れ担保の拡大後も制度の利用は限定的にとどまっている。これを受けて、09年8月にF R Bは、09年12月末としていた制度の終了時期を、A B SおよびレガシーC M B S<sup>13</sup>を担保とする貸出については10年3月末に、新規C M B Sについては10年6月末に延長することを発表した。また、M B S等の買取りは、10年3月末に終了するとしているが、市場の自律的な回復が遅れていることもあり、実施期間や買取規模について今後の動向を注視する必要がある。

## ● E C Bにおける出口戦略の考え方

E C Bのトリシェ総裁は、09年9月及び10月の講演で、出口戦略に対する考え方を表明し、出口を考える際の視点として二つの視点を示した。第一に、物価安定という金融政策目標との関係を考慮すべきということである。例えば、当該政策が物価安定を脅かすものであれば政策の巻き戻しが急がれる。第二に、非伝統的政策の性質を考慮する必要性である。例えば、E C Bの場合、流動性供給策等の多くの施策は金融市場の安定化に伴いある程度自然に巻き戻されることや、カバード・ボンドの買取り(600億ユーロ)はそれ程規模が大きくないことを考慮する必要があるとしている。

非伝統的金融政策を解除する具体的な時期については言及していないが、09年9月3日の政策理事会後の記者会見において、引き続きこれまでの非伝統的金融政策等によって金融システムを支えるべきであり、最近の金融市場の落ち着きや経済指標の改善をもって「平時(business as usual)」に戻すべきだという考え方は全く誤っていると述べている(10月の会見でも同旨の発言をしている)。また、同年9月28日の欧州議会の公聴会において、出口戦略の必要性に言及しつつも、「今はその時ではない(now is not the time to exit)」と述べた<sup>14</sup>。

<sup>13</sup> レガシーC M B Sとは、09年1月1日以前に発行されたC M B Sを指す。

<sup>14</sup> なお、トリシェE C B総裁は、09年11月の政策理事会後の記者会見において、1年物の資金供給オペであるL T R O(前述)に関して、「市場が延長を期待しているとは思わない」と述べており、仮に12月の政策理事会において延長を決定しなければ、市場では出口戦略の第一歩と認識される可能性がある。

## ●BOEにおける出口戦略に関する当面の見通し

BOEは、非伝統的な金融政策の解除に向けた当面の見通しとして、出口戦略は平時と同様にインフレ目標と比べた中期的な物価の見通しによって決定されるとしている。いずれ実施されるとみられる買入れ資産の売却や、政策金利の引上げの具体的なタイミングや手法等については、これまでどおり毎月のMPC（金融政策委員会）で判断していくとしている。

## ●各国による協調

各国中央銀行が独自の出口戦略を模索する一方で、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。09年9月に行われたG20財務相会合では、財政金融政策の出口戦略について、規模、時期及び順序が、国や政策手段の種類によって異なることを念頭に置きつつ、協力的かつ調和した（cooperative and coordinated）出口戦略を策定する必要性が指摘された。さらに、同月に行われたG20サミットでも、出口に向けて準備しつつ、その時がきたら（when the time is right）、異例の政策を協力的かつ調和した方法で転換することが表明された。

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。これまでに、オーストラリア準備銀行は09年10月及び09年11月にそれぞれ0.25%の利上げを実施し、ノルウェー銀行も10月に0.25%の利上げを実施している。今後の出口戦略については、国際協調と自国の経済運営とのバランスを図ることが重要となる。