

海外主要中央銀行による非伝統的手段による 金融政策運営と課題

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに
2. 非伝統的手段による金融政策運営の出発点
 - (1) バーナンキ氏らの理論
 - (2) 日本銀行の「量的緩和」の経験
3. 連邦準備制度の非伝統的手段による政策運営
 - (1) フォワード・ガイダンス
 - (2) 大規模な資産買い入れ (LSAP)
4. イングランド銀行の非伝統的手段による政策運営
 - (1) 危機後の政策運営の概要
 - (2) 政策運営に関する所見
 - (3) カーニー新総裁就任とフォワード・ガイダンスの導入
5. 欧州中央銀行の非標準的手段による政策運営
 - (1) 危機後の政策運営の概要
 - (2) 有担保方式のリファイナシング・オペの拡充
 - (3) 資産買い切りオペ
 - (4) フォワード・ガイダンス
 - (5) 非標準的手段による政策運営の背景
6. 非伝統的な金融政策手段の整理—効果やリスクの考え方
 - (1) 主要中央銀行による非伝統的な金融政策運営手段の整理
 - (2) 非伝統的手段の効果に関する考え方と実証分析結果
7. 今後の政策運営への示唆

要 約

1. 2008年9月のリーマン・ショック以降、主要国の中央銀行は政策金利の引き下げ余地が乏しくなるなかで、大規模な資産買い入れ（LSAP：Large Scale Asset Purchases）（いわゆる「量的緩和〈QE：Quantitative Easing〉」）に代表される、様々な「非伝統的な手段」による金融政策運営に踏み切り、危機の収束を図った。そして近年では、その軸足は実体経済の刺激を目的とするものに移しつつも、総じて明確な切れ目のない形で、非伝統的な手段による政策運営が続いている。本稿においては、海外の主要中央銀行による非伝統的な手段による政策運営の経緯や、具体的な手段の選択に際しての考え方、出口に向けての検討状況等を整理し、近年蓄積が進められている実証研究に基づく効果についての考え方も紹介する。そのうえで、今後のわが国の政策運営の在り方への示唆を抽出したい。
2. 主要国において、非伝統的な手段による金融政策運営の出発点となったのは、言うまでもなく日本銀行による、2001～2006年の量的緩和である。そして、そのさなかの2004年にバーナンキ前FRB議長らが執筆した論文において、ゼロ金利の制約のもとにおける金融政策運営の手段のオプションとして、①将来の短期金利予想への働きかけ、②中央銀行のバランス・シートにおける資産構成の変化、③中央銀行のバランス・シートの規模の拡大、の三つのオプションが提示され、これが2008年の危機後に各中央銀行が政策運営を展開するうえでの理論的な基盤となった。③のいわゆるQEの効果が発現する経路としてバーナンキ論文は、(1) ポートフォリオ・リバランス効果、(2) シグナル効果、(3) 拡張財政（財政ファイナンス）効果の三つを指摘していた。
3. ただし、この論文が執筆された時点ではなお、政策金利がゼロ%近傍に達したもとでも、中央銀行がベース・マネーの供給量を引き上げれば、信用乗数的な経路を通じ、マネー・ストックがそれに見合う形で増加し、実体経済活動を刺激するはずである、というマネタリスト的な考え方がとられていた。ただし実際のゼロ金利のもとでは、ベース・マネーの大幅増に見合う形で、マネー・ストックも大幅に伸びる結果とはならないことが、日銀の量的緩和によっても、それ以降の各中央銀行の経験によっても確認された。
4. 金融危機後のFedの政策運営をみると、その主な手段としては、①フォワード・ガイダンスと、②大規模な資産買い入れ（LSAP）とを組み合わせる形での政策運営が行われた。4つのプログラムによるLSAPによって、Fedは多額の財務省証券（国債）やMBSを買い入れてきたが、その意図は、バーナンキ論文執筆時点のようなマネタリスト的な観点に立った「量的緩和」ではなく、名目金利の構成要素のうちの信用リスク・プレミアムやターム・プレミアムの縮小をめざす「信用緩和」にあった。その結果、Fedの資産規模は大きく拡大したが、2011年からすでに「出口戦略」の検討に着手し、QE3による債券買い入れが終了される予定の2014年10月を控えた9月には具体的な「出口戦略」も公表している。
5. BOEも2009年春先から、QEに着手した。BOEの場合、着手当初は文字通りの「量的緩和」たるマネタリスト的な意図が強かったものの、これはその後の実際のマネー指標の展開をにらみ修正されて

いくこととなった。なお、BOEの場合はQEに着手した当初から、出口局面における損失は政府が負担することを明確化するために、BOEの子会社として資産買い取りファシリティ（APF）を設立し、BOEがQEによって創出した資金をAPFに貸し付け、買い入れた英国債はAPFに保有させる、という制度設計となっている。国債の買入れは2012年末をもって停止され、2013年夏からは、カーニー新総裁のもと、「フォワード・ガイダンス」が導入され、政策金利引き上げのタイミングを窺っている。

6. 欧州債務危機に見舞われたECBは、主要な中央銀行のなかでは、もっとも厳しい政策運営を迫られた中央銀行とみることができる。ただし、ユーロ圏では、金融仲介機能は主として銀行が担う間接金融中心となっていることなどから、ECBは金融政策運営のシグナリング機能も引き続き政策金利の変更に関与し、それを補完する「非標準的な」政策運営手段の主軸には有担保方式の資金供給オペの拡充を据えて対応してきており、LSAP中心の他の主要中銀とは一線を画する政策運営を行っている。ECBの資産規模は、2012年には主要中銀のなかで最大となる局面もみられたが、当初から「出口」局面を意識したプログラム設計となっていたことが奏効し、主要中銀のなかでは唯一、自律的なメカニズムによってその後顕著に縮小した。ECBの場合、資産買い切りオペは危機の過程で一時的に実施し、今後も新たな形で取り組もうとしているが、その主な目的は銀行による金融仲介システムの機能回復にあり、規模も限定的にとどめるなど、その内容は他の中銀のLSAPとはかなり異なるものとなっている。
7. 各国では、非伝統的な手段のうち、LSAPに関する経験が蓄積されるのにつれ、その実証分析による研究結果も多く明らかにされるようになりつつある。中央銀行がLSAPによって相当な規模で資産買い入れを実施すれば、市場における長期金利が有意に引き下げられる点は多くの研究で確認されており、海外の主要中銀や国際金融界においてコンセンサスができつつある。ただし、その効果に関しては国ごとに差があり、直接金融主体のアメリカで最も有意性が高いという指摘や、LSAPにはアナウンスメント効果は認められるものの、効果の持続性には疑問がある、といった指摘もみられている。
8. このように、主要中央銀行各行による非伝統的な金融政策運営への取り組み姿勢をみると、LSAPに関する積極派（Fed、BOE、日銀）と消極派（ECB）とに二分されている状況がみてとれる。ただし、諸外国における実際の政策運営をみれば、いずれのスタンスを採る中央銀行においても、非伝統的な手段による政策運営の効果をシビアに見極めようと精力的な実証分析や研究に注力し、それを実際の政策運営に活かそうとしている。また、先行きのリスク等を前広に検討し、出口戦略にも正面から取り組もうとする姿勢も窺われる。同じ非伝統的な金融政策運営といっても、その取り組み姿勢や実際の政策運営、結果としての資産規模をみる限り、海外の主要中央銀行には、日銀のそれとはかなり異なる部分も少なくない。わが国としては、そのような海外中銀の取り組みを客観的に踏まえつつ、今後の政策運営の在り方を、国全体として議論していくことが望まれる。

1. はじめに

2008年9月のリーマン・ショックを端緒とする世界的な金融危機から、すでに6年余りが経過した。この間、主要国の中央銀行は、金融政策運営上の「伝統的な手段」ともいえる政策金利の操作において、その引き下げ余地が乏しくなるなかで、大規模な資産買い入れ（LSAP：Large Scale Asset Purchases）（いわゆる「量的緩和〈QE：Quantitative Easing〉」）に代表される、様々な「非伝統的な手段（non-conventional measures）」による金融政策運営に踏み切り、危機の収束を図ってきた。各中央銀行によるそのような政策運営は、今日に至るまで、若干手法や目的を変えつつも、明確な切れ目なく継続されてきている。危機が収束した近年においては、「非伝統的な手段」による政策運営の目的は、各国経済の低成長化、低インフレ化への対応、言い換えれば、危機で弱体化した経済の立て直しに主眼が移っている。2013年4月から、黒田新総裁のもと、デフレ脱却を目指して、「量的・質的金融緩和」を導入した日本銀行や、欧州債務危機が小康状態に入った後、域内の低インフレが深刻になっているユーロ圏において、新たな有担保方式の長期・無制限の資金供給や民間債の買い切りオペを打ち出した欧州中央銀行は、今まさにそのようなステージでの政策運営を行っている。他方、連邦準備制度やイングランド銀行においては、経済の立て直しに目途がたちつつあり、これまで数年間にわたる異例の政策運営からの脱却を図る「出口」局面のステージが視野に入りつつある。

わが国においては、このような主要中央銀行による「非伝統的な手段」による金融政策運営について、いずれも似たような政策運営とみなして同様に扱われ、論じられることが少なくないように見受けられるが、実際のところは、必ずしもそうではない。本稿においては、まず、①海外の主要中央銀行が、各国経済の抱える問題点をどのように把握し、非伝統的な各手段の効果や波及経路、副作用や先行きのリスクについてどのように考え、②「出口」局面での政策運営の見通しをどのように立てながら、③実際にどのような手段を選択して政策運営を進めてきたのか、を明らかにする。また、近年では、「非伝統的な手段」による政策運営の経験が各国を通じて蓄積されてきたことを映じ、これらに関する実証研究が多く発表されるようになってきており、海外の主要中央銀行においては、実際の政策運営に際しても、それらを参考にしている様子が窺われる。ここでは、非伝統的な金融政策運営に、どのような効果があったと認められるのか、それらの実証研究結果の例についても紹介する。そのうえで、今後のわが国の政策運営の在り方を探ることとしたい。

2. 非伝統的手段による金融政策運営の出発点

(1) バーナンキ氏らの理論

2008年の世界的な金融危機以降、海外の主要中央銀行が行ってきた「非伝統的な手段」によるこれまでの政策運営を振り返るのにあたり、まず、その出発点となった考え方を確認しよう。

主要先進国のなかで、経済の低成長状態やデフレ状態の長期化という事態に近年、初めて見舞われたのは、いうまでもなくわが国である。1980年代末のバブル崩壊を受け、90年代半ばには銀行の不良債権問題が悪化し、銀行危機は实体经济に対しても、長期にわたり深刻な影響を及ぼすこととなった。こうした事態に対処するため、日本銀行は、1999～2000年にゼロ金利政策を採用し、それをいったん解除した後の2001～2006年には、日銀当座預金残高をターゲットとする量的緩和を実施した。

政策金利の引き下げ余地がなくなった後も、何らかの手段によって金融政策は实体经济を刺激することはできるのか—この新たな課題に対し、当時、連邦準備制度理事会理事（後に議長）であったバーナンキ氏は2004年、共著の形で論文を発表している（Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]（注1）、以下「バーナンキ論文」）。この論文が提示した考え方は、各国中央銀行がその後、実際に非伝統的な手段による金融政策運営に踏み切る際の理論的なバックボーンないし基盤になったものとみられる。国内外の多くの論者による議論の整理にならぬ（注2）、本稿においても、まず、この2004年のバーナンキ論文をもとに、金融政策の非伝統的手段にはいかなるものがあり得るのかについての考え方を整理してみよう。

ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の手段のオプションとしては、①将来の短期金利予想に働きかける政策、②中央銀行のバランス・シートにおける資産構成を変化させる政策、③中央銀行のバランス・シートの規模を拡大する政策、の三つが考えられる（図表1）。

（図表1）2004年のバーナンキ論文が示した、ゼロ金利の制約のもとで考えられる金融政策運営の手段のオプション

オプション	内容	政策の呼称の例	効果波及の経路
1	将来の短期金利予想への働きかけ Shaping Interest Rate Expectations	「フォワード・ガイダンス」 「時間軸政策」	
2	中央銀行のバランス・シートにおける資産構成の変化 Altering the Composition of the Central Bank's Balance Sheet	「オペレーション・ツイスト」	市場がイールド・カーブを形成する際のターム・プレミアムに働きかけ
3	中央銀行のバランス・シートの規模の拡大 Expanding the Size of the Central Bank's Balance Sheet	「量的緩和 (Quantitative Easing)」	(a) ポートフォリオ・リバランス効果 (b) 政策金利の将来のパスに対する期待を変える（シグナル）効果 (c) 拡張財政（財政ファイナンス）効果

（資料） Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]. "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)", American Economic Review, The American Economic Association, May 2004を基に日本総合研究所作成

（注） 政策の呼称の例は、その後の各中央銀行が実際の政策運営上、用いたもの。このうち、バーナンキ論文において言及されていたのは3の「量的緩和」のみ。

①はすなわち、社会全体としての当初の予想よりも長い期間、短期金利を低水準で維持することに中央銀行がコミットする、というもので、その後、各国の中央銀行が「フォワード・ガイダンス（forward guidance）」（連邦準備制度〈以下Fed〉、イングランド銀行〈以下BOE〉、欧州中央銀行〈以下ECB〉）、ないし「時間軸政策」（日本銀行）といった呼称で、このオプションを採用した。ただし、そうしたコミットメントが実際の期待形成に影響を及ぼし得るためには、中央銀行が社会全体からの信認を得ることが必要になる。

②は中央銀行の保有する資産を、例えば短期国債から長期国債に入れ替えることによって、市場がイールド・カーブを形成する際のターム・プレミアムに働きかけ、長期ゾーンの金利水準の上昇の抑制ないし押し下げを企図するものである。

③は、政策金利がゼロ%近傍に達してもなお、中央銀行は、そうした短期金利水準を維持するのに必要な分以上の準備（リザーブ）をインターバンク市場に供給することができる、というものである。バーナンキ論文においては、これを「量的緩和（Quantitative Easing）」と呼んでいる。2004年の論文の段階においては、以下に述べるように、準備の大幅な積み上げがそのまま、マネー・サプライの増加に

つながることが前提である書き振りとなっていた（＝マネタリスト的な、信用乗数効果が発現することが前提とされていた）ことに注意する必要がある。

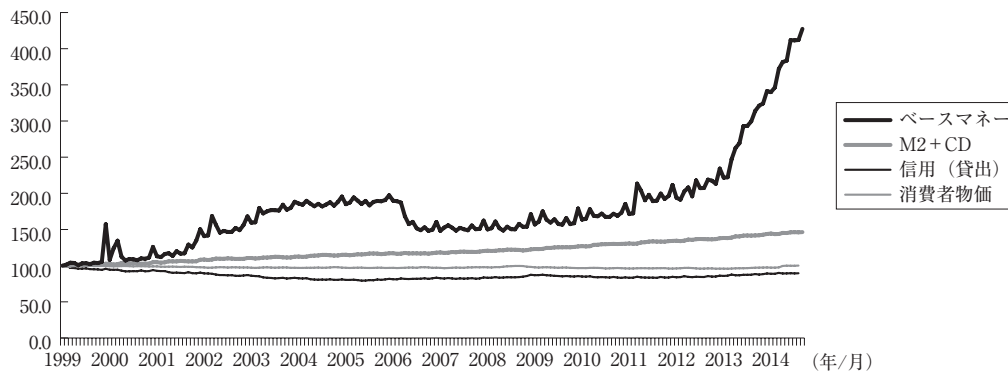
バーナンキ氏はこの論文で、「量的緩和」は、(a) ポートフォリオ・リバランス効果、(b) 政策金利の将来的なパスに関する期待を変える効果、(c) 拡張財政効果、という3つの経路によって、实体经济に影響を及ぼすことがあり得る、と述べている。これらの効果を、バーナンキ論文での記述に即して具体的にみれば、(a) のポートフォリオ・リバランス効果は、準備が積み上げられればマネー・サプライが増加し、マネーが他の金融資産を不完全に代替するものであれば、投資家は、増加したマネーを元手に、他の金融資産に対する投資選好を強め、長期資産のイールドが低下することによって、实体经济活動が刺激される、というものである。(b) は、中央銀行が政策金利をゼロ%近傍に維持するうえで必要なレベルを上回る、大幅な準備を供給することによって、市場の期待形成に対して、一つ目のオプションである「将来の短期金利予想への働きかけ」（「フォワード・ガイダンス」、ないし「時間軸効果」）と同様の効果を及ぼすことができる、というものである。ちなみに、論者によってはこれが「シグナル効果」と呼称されることもある。(c) は、市場参加者が将来的な短期金利がなおプラスの圏内にあると予想し、また、一定の国債残高が存在する場合において、中央銀行がバランス・シートを拡張するためには、国債を買い入れることになるが、その場合、市中が保有している国債を中央銀行が肩代わりして保有することになるため、市中の財政負担が軽減されることにつながり、实体经济活動が下支えされることになる、というものである。ちなみに白川 [2008] はこれを、「財政支出のファイナンス効果」と呼称している。なお、バーナンキ論文は、③の量的緩和が实体经济に影響を及ぼし得る三つの経路のうち、(a) のポートフォリオ・リバランス効果の経路を除く二つの経路（シグナル効果の経路と拡張財政効果の経路）については、中央銀行が、一定の条件が充足されるまでの間、量的緩和のオペレーションを覆すことなく継続するという信頼に足るコミットメントを行うことが必要である、と述べている。

(2) 日本銀行の「量的緩和」の経験

このバーナンキ論文は、日本銀行が量的緩和を実施しているただなかに執筆されたものであった。日本銀行は2001年3月から開始した量的緩和政策を、2006年3月をもって打ち切った。わが国のこの5年間の経験に関しては、様々な立場からの総括や実証分析が行われた。量的緩和が金融システムの安定を維持するうえで有効であった点に関しては、各方面に異論はまずなかったように見受けられる。他方、量的緩和を行って準備の供給量を大幅に積み上げても、当時、一部の論者が主張していたように、それが信用乗数理論に基づくマネタリスト的な経路によって、市中に流通するマネー・サプライの増加につながることはなかった（図表2）。この経験は、後にFedやBOEが、量的緩和に類似する大規模な資産買い入れ（LSAP）を行った際、また日銀が現在、量的・質的金融緩和を実施しているなかでも共有されることになる（後掲図表6、10参照）。

そして、日銀の量的緩和が実際に、上述のバーナンキ論文が指摘したような経路での効果を实体经济に及ぼしていたのかに関しては、実証分析の結論はまちまちとなっている模様である。鶴飼 [2006] は、日銀の量的緩和終了後間もない時点で、わが国の5年間の経験に関する実証研究のサーベイを行っている。それによれば、「量的緩和政策の継続に関するコミットメントが将来にわたりゼロ金利が継続され

(図表 2) 日本のマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移
(1999年1月=100)



(資料) 日本銀行時系列統計データを基に日本総合研究所作成

(注1) M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示。

(注2) 貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

るとの予想を醸成し、短中期を中心にイールド・カーブを押し下げる効果は明確に確認された」、日銀当座預金残高の供給増については、これが上記の予想を補強する局面もみられた」とされ、上述のバーナンキ論文における一つ目のオプションである時間軸政策の有効性が確認されているほか、三つ目のオプションである量的緩和から期待される効果の経路のうち、(b)のシグナル効果が肯定されている(注3)。また、「マネタリーベースの拡大や日本銀行の資産構成の変化がポートフォリオ・リバランスを生じさせる効果の有無については結果が分かれ、効果があったとする実証研究でもコミットメントの効果よりは小さかった」とされ、(a)のポートフォリオ・リバランス効果に関する実証分析結果はまちまちであったとされている。このほか、「量的緩和政策がさまざまな波及メカニズムを通じて日本経済に及ぼした影響をみると、企業金融面で緩和的な環境を作り出したとの見方が多い。とくに金融機関について、市場からの資金調達コストを抑制し、資金繰り不安を払拭したとの結果が得られている」、「一方、総需要・物価への直接的な押し上げ効果は限定的との実証結果が多い。その理由として、ゼロ金利制約以外に、企業のバランスシート調整等によるところが大きいとの分析結果が示されている」とされている。ちなみに鶴飼[2006]においては、(c)の拡張財政効果への言及はないが、この点に関して白川[2008]は、「量的緩和政策期に採用された政策をみると、日本銀行は消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上となるまでゼロ金利を継続することを約束した。一方、政府は積極財政政策を採用したわけではなかった。したがって、マネタイゼーションによる財政支出の増加(減税)がどのような効果を有するかは、量的緩和政策の経験からは実証されない」(p.360)と述べている。

なお、鶴飼[2006]は、論文の最後において、「量的緩和政策の効果のチャネルや大きさに関する実証研究の蓄積は不足している。今後、多くの研究が加わることによって、ここで示した暫定的な結論の妥当性をさまざまな角度からチェックしていくことが期待される」とも述べている(注4)。

このような状態で、世界経済は2008年、リーマン・ショックに遭遇し、経済・金融危機に見舞われることとなった。その時点における非伝統的金融政策の実践例は、日銀による2001~2006年の5年間の量的緩和の経験が唯一のものであった。当時、その効果等の評価は、実証分析によるものも含めて、まだ

積み上げ途上の段階にあったように見受けられる。そのような状態のなかで、主要中央銀行は軒並み、非伝統的な手段による金融政策運営に突入していくことになった。次節以降では、主要中央銀行による金融危機以降の具体的な政策運営の流れを、主な非伝統的手段に焦点を当ててみたい（注5）。

（注1）このほか、Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart and Brian P. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”, Brookings Papers on Economic Activity, 2004も発表されている。

（注2）海外における多くの論考はもとより、わが国においても、例えば白川 [2008]、加藤 [2010]、本多・立花 [2011] らが2004年のバーナンキ論文をもとに議論を整理している。ただし、このうち本多・立花 [2011] は、非伝統的手段による効果の経路を引用するなかで、バーナンキ論文が指摘している拡張財政効果の経路が欠落している。

（注3）他方、白川 [2008] は、この点に関し、「時間軸効果はゼロ金利継続の約束が信頼されることによって生まれるものであり、大量の当座預金残高を必要とするものではなかった。量の増加がそうした安心感を醸成するうえで一定の効果を発揮した可能性はあるが、いずれにせよ、いったん量的緩和政策継続の約束に対する信頼が定着すると、量の拡大によって「シグナル効果」がさらに強まるわけではない」と述べている。

（注4）鶴飼 [2006] におけるサーベイ内容とは対照的な実証分析結果の一例として、本多・立花 [2011] が挙げられる。リーマン・ショック後の2011年に発表されたこの論文においては、「分析の結果、量的緩和政策は実体経済に効果があり、その効果は株価チャネルを通じたものであることが明らかになった」（p.55～56）、「第一に、…（中略）…短期金利がほぼゼロ%の下でも大量のベース・マネーの注入は、株価を引き上げ、その後、生産を増加させる。第二に、ベース・マネー注入の量的な効果についても推定した。本章のモデルによれば、日銀当預金残高の1兆円の増加は、株価を0.2%から0.9%の範囲で押し上げ、鉱工業生産を0.03%から0.18%の範囲で増加させていたことになる」（p.71）、「本章およびHKT（引用者注：本多・黒木・立花 [2010] をさす）の分析結果より、以下のような経済学へのインプリケーションを導くことができる。それは即ち、貨幣と債券のみの2資産モデルを用いて低金利下の金融政策の有効性を議論すると、誤った結論に陥る危険性があるというものである。本章およびHKTの結果は、すでに十分に低位にとどまっている金利ではなく株価が量的緩和策の効果伝える媒介変数となったことを示唆している。現実経済では株式を含め多様な資産が存在する。そのような多様な資産を考慮した「多資産モデル」が低金利下の金融政策効果を議論する上で必要になるだろう」（p.71～72）といった見解が示されている。

（注5）そのほか、本稿では細かくは扱わないが、各中央銀行とも、とりわけリーマン・ショック直後の時期を中心に、流動性危機の収束に向けて、多くの異例の措置を講じていることに注意する必要がある。例えば、オペの期間の長期化や規模の引き上げ、オペの適格担保基準の緩和、オペの相手方（カウンターパーティ）の拡大、各中央銀行間でのスワップ協定に基づく外貨建て資金供給の実施等である。その詳細は日本銀行企画局 [2009] 参照。

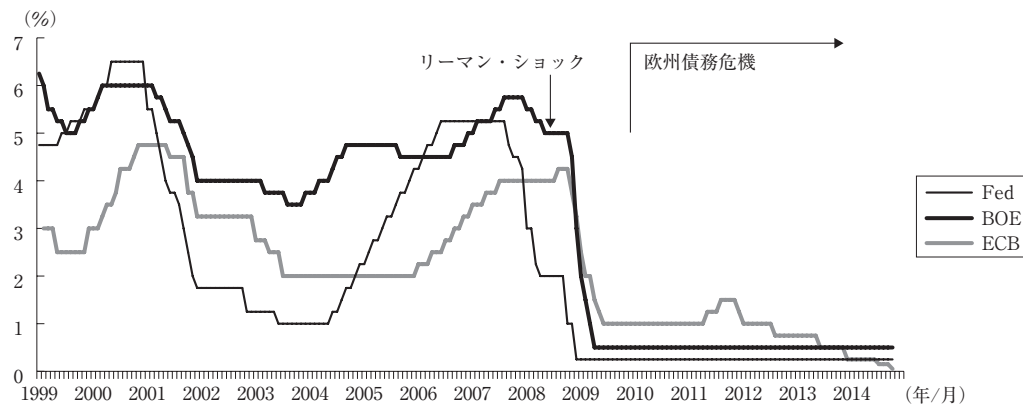
3. 連邦準備制度の非伝統的手段による政策運営

アメリカではリーマン・ショックの前年の2007年夏にサブ・プライム危機が発生した。6月にはベア・スターンズ傘下のヘッジ・ファンドが経営危機に陥ったほか、8月にはBNPパリバが傘下の3ファンドを凍結した。Fedはこの頃から、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート（以下FFレート）の引き下げを開始したが、その後、2008年9月のリーマン・ショックを経て同年12月にはその水準は0.25%と、事実上の限界的な水準に達した（図表3）。そしてこの頃から、Fedは非伝統的な手段を用いた金融政策運営を開始することになる。その主な手段としては、①フォワード・ガイダンスと、②大規模な資産買い入れ（LSAP）とを組み合わせる形での政策運営が行われた。

(1) フォワード・ガイダンス

Fedによるフォワード・ガイダンスは、FFレートの誘導水準が0.25%という事実上の下限に達してから、FOMCとして、この異例の水準をいつまで続けるつもりであるのか、という点に関する情報発信が行われるようになったものである。金融危機直後の2008年12月には、「FOMCは、弱い経済情勢によってしばらくの間、FFレートの例外的に低い水準が保証されるであろうことを期待する」という、シンプルかつ一般的な言い回しで表現された。これは、主要中央銀行によるフォワード・ガイダンスを分

(図表3) 主要諸外国の中央銀行の政策金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank.

類する際（詳細は2章で後述、後掲図表18参照）の『純粋に質的なフォワード・ガイダンス』に相当するが、Fedの場合、その後の経済情勢等の変化に応じて、異なる種類のフォワード・ガイダンスを次々と採用していくことになる。すなわち、2011年8月には、それまでの「しばらくの間 (for an extended period)」という表現に代わり、「少なくとも2013年半ばまで」FFレートの異例の低水準が続くことを保証する、という、『カレンダー・ベースのフォワード・ガイダンス』が導入された。2012年9月には、緩和継続の終期に関する表現が「2015年半ばまで」に先延ばしされた。そしてFOMCは2012年1月の会合において、「長期的なインフレ率目標は年2%であり、失業率の通常 (normal) の水準は5.2~6%である」との見解を明示した。その背景としてはもちろん、Fedが①物価の安定と、②最大雇用の達成という、「デュアル・マンデート (dual mandate)」を与えられた、他の中央銀行との比較ではある意味でユニークな中央銀行である点が指摘できよう。そのうえでFedは、同年12月には、フォワード・ガイダンスの表現を、「少なくとも、失業率が6.5%を上回り、先行き1~2年にかかるインフレ率が、FOMCの2%という長期的な目標を0.5%は上回り、長期的なインフレ期待が引き続きよくアンカーされているようになるまでは、FFレートは異例の低水準が適当である」という形（2章で後述の類型では『アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス』に相当）に置き換えられた。

(2) 大規模な資産買い入れ (LSAP)

LSAPに関しては、図表4に示す四つの局面における政策運営が行われている。その結果、Fedのバランス・シートは、図表5に示すように大きく拡大した。発想としては、前述の2004年のバーナンキ論文における三つ目のオプションである量的緩和 (QE) に類するものであるが、Fedはあえてこの呼称は避け、LSAPという呼称を用いている。その理由は、このLSAPを初めて導入した2008年末の時点において、連邦公開市場委員会 (FOMC) メンバーは、先行していた日本銀行による量的緩和の経験から、中央銀行が、政策金利の誘導に必要なレベルを大幅に上回る規模でベース・マネーを供給しても、一般的な金融論の教科書に出てくるように、それがマネタリスト的な考え方に基づく信用乗数経路によって、市中に供給されるマネー・サプライの大幅な増加につながることはない、という点を明確に認識してい

(図表4) 連邦準備制度のLSAP(大規模資産買入れ)プログラムの内容

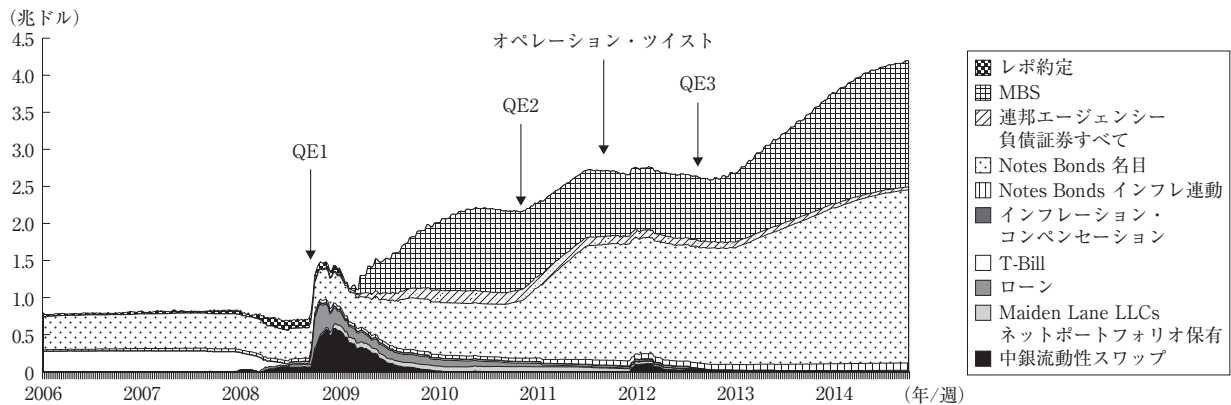
プログラム	時期	買入れ資産	規模 (10億ドル)
QE1 (量的緩和1)	2008/11月～ 2010/3月	GSEエージェンシー債(注1) MBS (住宅ローン担保証券) 財務省証券(=米国債)	\$2,500
QE2(量的緩和2)	2010/11月～ 2011/6月	財務省証券	\$600
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011/9月～	財務省証券(短期債を売却し、 長期債を買入れ)	
QE3(量的緩和3)	2012/9月～ 2014/10月	MBS 財務省証券	\$862 \$800

(資料) 連邦準備制度資料を基に日本総合研究所作成

(注1) ファニーメイ、フレディマック等の政府支援企業(GSE)が発行する社債。

(注2) QE3の買入れ規模は、いずれも2014年10月時点の概数。

(図表5) 連邦準備制度の主な資金供給手段による供給残高の推移



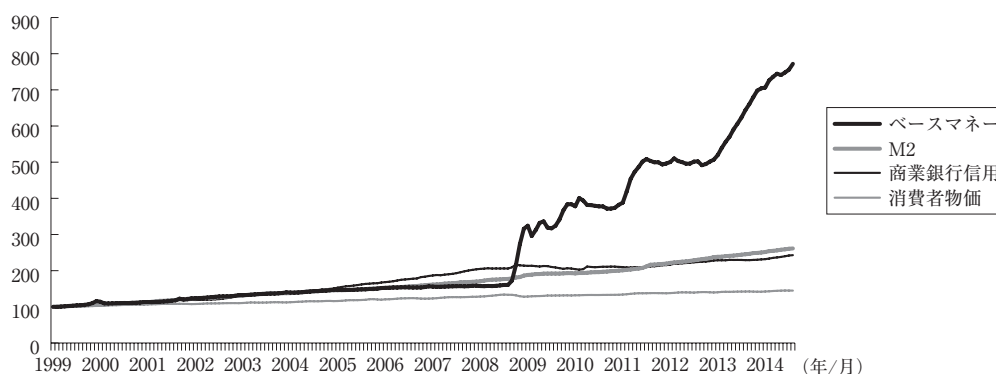
(資料) Federal Reserve Statistical Release, "Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1)" のデータを基に日本総合研究所作成

た点にある(注6)。「量的緩和」は2004年の時点で、この経路が有効に機能するであろうことを前提として考えられたオプションであったため、FOMCとしては、それとは異なる政策を採用する、という意味で、LSAPと呼称したわけである。ただし、内外の報道等においては、QE(量的緩和)という通称が広く用いられている。なお、その後のアメリカにおける実際のマネタリー指標と物価の推移をみても(図表6)、ベース・マネーの大幅な積み上げによって市中に供給される流動性や貸出が、信用乗数効果に見合う形で増加することはなく、日銀の量的緩和時と同じ結果となっている状況がみてとれる。

FedがLSAPの第一弾として2008年11月から実施した通称「QE1」は、リーマン・ショック直後の危機收拾を目的として行われたもので、当初は、アメリカ国内の金融仲介チャネルの根幹の一つである住宅金融市場の下支えを図るため、政府支援企業(GSEs: Government-Sponsored Enterprises)が発行するエージェンシー債や、MBS(住宅ローン担保証券)の買入れが行われた。その後、長期の財務省証券(米国債)も買入れ対象に追加され、2010年3月に停止されるまで、このプログラム全体による資産買入れの規模は実に2.5兆ドルに達したが、総じて、危機を収束させるうえで有効であったと評価されており、異論はほとんど出ていないように見受けられる。

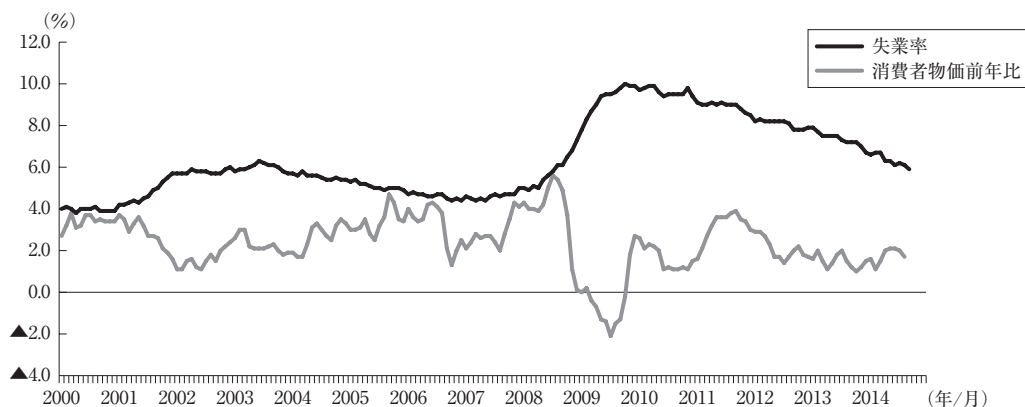
他方、2010年半ばごろからは、危機は収束に向かいつつも、その实体经济への後遺症が長引き、失業

(図表6) アメリカのマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移
(1999年1月=100)



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve Systemデータ、Datastreamを基に日本総合研究所作成

(図表7) アメリカの失業率と消費者物価指数前年比の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
(原資料) U.S. Bureau of Labor Statistics.

率の高止まりや物価の再度の下落が観察されるようになった(図表7)。このため、総需要刺激策として2010年11月から打ち出されたのが、通称「QE2」で、6,000億ドル規模で長期の財務省証券を買い入れるというものであった。さらに2011年9月には、それまでFedが買い入れた財務省証券の残高を維持しつつ、短期債を売却して長期債を買い入れ、長期金利の低下による景気刺激を企図した満期拡張プログラム(通称「オペレーション・ツイスト」)も実施された。そして2012年9月からはさらに、MBSの買い入れが再開され、2013年1月からは財務省証券も対象に加えられ、月450億ドルのペースで債券を買い入れるという、通称「QE3」が開始された。

ただし、Fedの場合、LSAPをこのように進めつつも、それが金融市場や経済に副作用やリスクをもたらしかねないことが当初から十分に認識されていた模様である。FOMCの主要メンバーであるバーナンキ前議長(当時)、イエレン前副議長(当時、現議長)、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁のLSAPに関する見解に共通していたのは、①手段としての力は限られる、②コストが伴う、という2点であった。

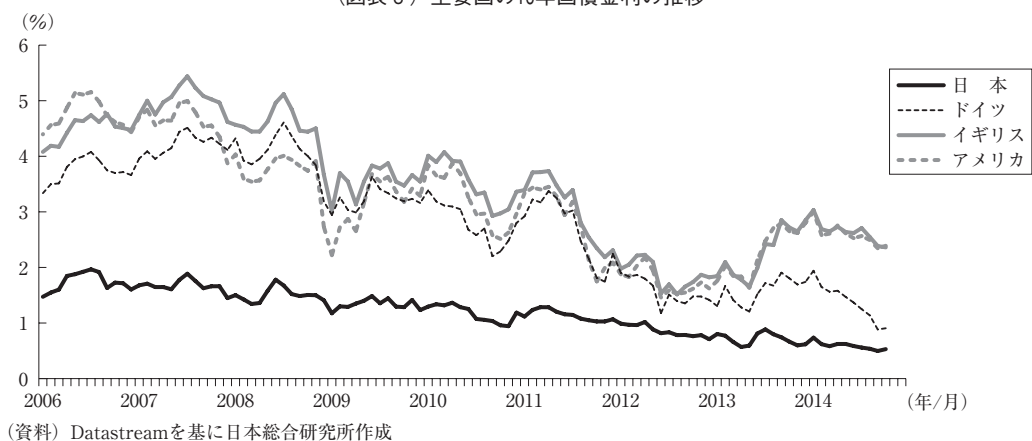
このうち、前者に関しては、バーナンキ前議長は2012年10月に、「われわれの政策が経済にとって支

援となることを期待しているが、金融政策は、短期的な需要不足に立ち向かうための万能薬ではない」と述べている（注7）ほか、イエレン前副議長（現議長）は2011年11月に、「金融政策は万能薬ではない」と述べている（注8）。また、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁は2011年11月、「刺激的な金融政策は、経済の回復にとって重要ではあるが、十分ではないかもしれない」と述べている（注9）。

また、後者が明確に表明された例としては、「QE3」の開始直前の2012年8月に開催された、カンザスシティ連銀主催のシンポジウムにおけるバーナンキ前議長のスピーチが挙げられる。そこでバーナンキ前議長は、LSAPがアメリカの金融市場において、実際に長期金利の引き下げに寄与したとの、複数の実証分析結果を紹介したうえで（注10）、LSAPにかかる潜在的なコストとして、次のような4点を列挙した。すなわち、(a) 証券市場の機能を毀損する、(b) Fedが緩和的な政策からスムーズに脱出できることに関する大衆の信認がそがれる、(c) 金融の安定性に対するリスクとなる、(d) 連邦準備が財務面での損失を被ることがあり得る、である。このほか、これに先立つ2011年11月には、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁が、「非伝統的手段には、利益もあるがコストもある」などと述べている（注11）。

こうした認識を背景に、Fedは「QE3」のオペレーションの実施に先立つ2011年6月のFOMCから、いわゆる「出口戦略」の原則に関する検討を開始している。この時点においては、一般的な原則と具体的な手段が定められた。2012年12月のFOMCにおいては、事務方から、FedがLSAPで低金利時に買い入れた証券を出口局面、すなわち金利上昇局面において売却していく際のFedの収益悪化の見通しも報告されている。この回のFOMC Minutesにおいては、LSAP継続による恩恵（benefit）—長期金利の下方圧力をかけることによる景気回復の下支え—とともに、潜在的なコストやリスクの議論も行われたことが記録されている。後者の例として具体的には、インフレ期待の高まりを引き起こしてしまう、もしくは将来的な金融政策の遂行に支障が生じることを通じて、金融緩和からの脱却を複雑なものにすること、正常化の過程では、Fedの純利益や財務省への納付金に相当な影響が及ぶと考えられること、さらなる買い入れの継続は市場の機能や金融の安定にマイナスの影響を及ぼすであろうことである。そして2013年5月には、バーナンキ前議長が米議会における証言の際に、LSAPによる債券買い入れ幅の段階的な縮小を近々開始することを予告したことを受け、長期金利が跳ね上がる場面もみられた（図表8）。

（図表8）主要国の10年国債金利の推移



もっともFedは、続く同年6月のFOMCにおいて、「出口戦略」の原則に関する検討を再度行い、前回の2011年6月のFOMCで検討した際とは、Fedのバランス・シートの規模や内容が大きく変化しているため、計画を改定した。2013年9月からは、LSAPによって買い入れた債券を売却することなく、実際に政策金利の引き上げ、すなわち市場金利の引き上げ誘導ができるかどうか、オペレーション（Fedが保有する証券を買い戻し条件付きで一時的に市場に売却することにより資金を吸収する「リバースレポ・オペ」）の試行も開始している（注12）。そして、2014年1月からは実際に、毎月ではないものの、1回当たり100億ドルずつの、財務省証券やMBSの買入れ額の減額を開始した。

さらにその後は、同年4月、6月、7月のFOMCにおいて、「出口戦略」に向けての検討が重ねられ、9月のFOMCにおいては、10月をもって、財務省証券やMBSの買入れを停止する予定であることが示されたほか、今後の「出口戦略」に向けての基本的な考え方や、その際にFedが採用する予定である政策運営やオペレーションの内容についても公表されている（図表9）。それによれば、Fedは今後の経済・金融情勢次第で、まず、政策金利であるFFレートのターゲット・レンジの引き上げを実施する。実際にそのレンジにFFレートを誘導するのに際しては、主として、超過準備に対する付利（IOER：interest on excess reserves、超過リザーブ金利）の水準の引き上げを用いることが想定されている。補完的な手段としてオーバーナイト・リバースレポによる超過準備の吸収等も想定されている（注13）。FOMCとしては、現状のように巨額の超過準備がFedに預託されている状況下においては、市場におけるFFレートは、この超過準備へのFedの付利水準を上回って推移するはずであると見込んでいる、とイエレン議長は述べている。また、Fedのバランス・シートの規模縮小のために、保有資産を売却することは基本的には想定していない。バランス・シートは、基本的に保有している証券の満期が到来した際に、元本の再投資を停止する（＝満期落ちさせる）ことによって縮小させるとしている。

なおFedはこのほか、これと同じ9月に、フィッシャー副議長をヘッドとする新たな内部委員会を立ち上げ、LSAPがもたらす可能性のあるリスクの一つと考えられる「金融の安定に関する脅威」に焦点を絞って分析や検討を行っていくことを明らかにしている。

（図表9）Fedの出口戦略の内容

- FOMCは、最大雇用の達成と物価安定という規程上のマニフェストが促進されるようにするため、政策正常化FFレートと他の短期金利を、よりノーマルな水準に引き上げ、Fedの証券保有を減らすという意味のあるステップのタイミングとペースを決定する。
 - 経済状況と見通しによって、金融緩和の度合いを弱めることが正当化されるようになれば、FOMCはFFレートのターゲット・レンジを引き上げる。
 - 正常化の過程において、FOMCが設定するターゲット・レンジにFFレートを誘導するための**主な手段**として、Fedは**超過準備に対する付利水準の調整**を用いる。また、FOMCは、必要な限りにおいて、オーバーナイト・リバースレポ・ファシリティや他の補完的な手段を用いるが、FFレートのコントロールにはや必要でなくなれば、フェーズ・アウトすることになる。
- FOMCは、Fedが保有する証券を、段階的かつ予見可能な方法で減らしていくことを企図しているが、それは主として、SOMA（システム公開市場勘定）のなかで**保有する証券の元本の再投資を停止**することによって達成する。
 - FOMCは、**再投資の停止ないしフェージング・アウトの開始を、FFレートのターゲット・レンジの引き上げを行った後に開始する**。そのタイミングは、経済・金融条件や経済見通しが今後どのようなようになるのか次第である。
 - FOMCは現在、正常化プロセスの一部として、**エージェンシーのMBSを売却することは想定していないが**、長い目で考えれば、残高を減少させたり皆無とするために、限定的に売却を行うことはあり得る。そのような何らかの売却を行う場合、そのタイミングとペースは、事前に公表される。
- FOMCとしては、Fedは長期的には、**金融政策を効率的かつ効果的に運営するうえで必要なだけきっちりの証券を保有するつもりである**。主として財務省証券を保有することとなり、そうすることによって、経済の各セクターへの信用の割り当てに対するFedの保有の影響を最小化することができる。
- FOMCは、この政策正常化のアプローチの詳細について、経済・金融情勢の観点から調整するつもりである。

（資料）Federal Reserve press release, "Policy Normalization Principles and Plans", September 17, 2014を基に日本総合研究所作成

(注6) 加藤 [2014] はこの点の根拠となるFOMCメンバーの発言を、最近公開された2008年12月のFOMC議事録から、次のように丹念に拾っている (p.87~88。太字・下線は引用者)。

ベン・バーナンキ議長

日本のアプローチ、量的緩和アプローチは、中央銀行のバランスシートの負債側、特に準備預金やマネタリーベースの量に焦点を当てたものだ。その理論は、銀行に安いコストの資金を大量に配ることで、彼らが貸出を増やし、それが広範囲にマネーサプライを増加させ、物価を押し上げ、資産価格を刺激し、経済を刺激するというものである。

量的緩和政策に関する私の評決は、極めてネガティブだ。私には大きな効果が見えなかった。それゆえ、我々は量的緩和策とは異なる政策を議論したい。

ドナルド・コーン副議長

私はマネタリーベースを増やすことの効果に懐疑的だ。その増加は資産価格に影響を及ぼすと思われているようだ。しかし、マネタリーベースを増やしても短期金利がこれ以上低下しないゼロ%の状態では、どの程度の効果があるか疑問である。

私には効果が波及する経路が理解できない。準備預金やマネタリーベースの量を指示する政策に作り変えることに、私は、非常に、非常に、躊躇する。

ジャネット・イエレン・サンフランシスコ連銀総裁 (現議長)

ほとんどの証拠は、流動性の罫のときは、短期、中期には、マネタリーベースの変化は経済にほんのわずかの効果しかもたらさないと示唆している。このことは、ゼロ金利下で政策手段としてマネタリーベースを採用することは不適切であることを意味している。

日本で量的緩和が行なわれた時は、銀行システムが必要とする量を超えてマネタリーベースが増額された。それは日銀がゼロ金利政策を継続するという約束と関連してはいたが、それを除くと、認識できるような効果はなかった。私の見解は議長が最初に表明されたものと同じである。

(注7) 2012年10月14日の日銀-IMFがスポンサーのハイレベル・セミナーにおけるスピーチ“U.S. Monetary Policy and International Implications”。

(注8) 2011年11月29日のサンフランシスコ連銀におけるスピーチ“Aggregate Demand and the Global Economic Recovery”。

(注9) 2011年11月17日のアメリカ軍事アカデミーにおけるスピーチ“Securing the Recovery and Building for the Future”。

(注10) バーナンキ前議長は、「最初のLSAP (通称「QE1」)における財務省証券とエージェンシー債の買い入れ (1.7兆ドル)によって、財務省証券の10年物金利は40~110bp低下したほか、第二次LSAP (通称「QE2」)による6,000億ドルの財務省証券の買い入れによって、10年物金利は15~45bp低下し、第1次と第2次の累計で、10年物金利は80~120bp低下したと分析されている」と紹介したうえで、「これらの効果は経済的に意味のあるものだ」と述べている。

(注11) 2011年11月17日のアメリカ軍事アカデミーにおけるスピーチ“Securing the Recovery and Building for the Future”。

(注12) 加藤 [2014] はこの点に関して、「FRBは「余っているマネタリーベースを吸収しても経済に影響はない」というスタンスでいるがゆえに、そういった資金吸収の予行演習を実施できている。米国の市場参加者から、それが原因で株価が下がった、という声は今のところ聞かれない。しかし、日銀はマネタリーベース目標を掲げてしまっているため、出口政策の前にFRBのような予行演習は採用できないだろう」(p.224~225)と述べている。

(注13) FRBが2014年7月15日に連邦議会向けに公表したMonetary Policy Report (半期に一度の金融政策運営に関する報告)においては、FFレートを引き上げ誘導するためのそれ以外の手段として、ON RRP (overnight reverse repurchase agreement、オーバーナイト・リバース買戻し合意) オベヤ、TDF (term deposit facility、定期預金ファシリティ) のもとにおける、定期預金のオファー、term RRP (term reverse repurchase agreements、ターム・リバース・レポ) が挙げられている。

4. イングランド銀行の非伝統的手段による政策運営

イングランド銀行は1998年に政府からの独立性を獲得した。それに先立つ1992年、ERM危機でイギリスはERMから脱退するに至り、金融政策運営上、それまでは事実上の為替レート・ターゲティングによっていたのに代わる形で、インフレーション・ターゲティング方式の政策運営を採用した。これは、インフレ目標を政府がBOEに対して与え、BOEはその達成に向けて金融政策運営を行い、BOE総裁は財務大臣に対して、その政策運営に関する説明責任を果たさなければならない、というものである。インフレーション・ターゲティングのこのような枠組みは、BOEが独立性を獲得した後も維持されている。独立性を獲得したとはいえ、BOEの場合は金融政策運営に際し、政府の意向に左右されやすい立場にあるようにも見受けられる (注14)。後述するように、量的緩和政策の導入やその枠組みの設計、実際の運営に際しては、BOEの場合、良くも悪くも政府の影がちらつくことになるが、それにはBOEと政

府との関係における過去の経緯も影響しているであろう。

(1) 危機後の政策運営の概要

BOEがそのような位置付けで金融政策運営を行っていたもとの、イギリスも2007年以降の国際金融市場の動揺や、その後の世界的な経済・金融危機にのまれていくことになった。イギリスでは2007年9月、危機の端緒としてノーザン・ロック危機が発生した。BOEは2007年下半期のピーク時には5.75%であった政策金利の引き下げを2008年の年明けから開始した。それから1年余り後の2009年4月にはその水準は0.50%にまで引き下げられ、政策金利は事実上の下限に到達した（前掲図表3）。それに先立つ同年1月、BOEの子会社として、資産買い取りファシリティ（APF：Asset Purchase Facility）が設立され、資産買い取りオペが開始されることになった。これは当初、買い取り枠500億ポンドの規模で、そのファイナンスはTB発行により行われるものであった。英財務省はBOEに対して、「資産の流動性が欠如している状態を緩和するため」という目的で、「質の高い民間資産を買い入れる」ことをオーソライズし、その後の2月には実際にCPの買い入れが開始された。

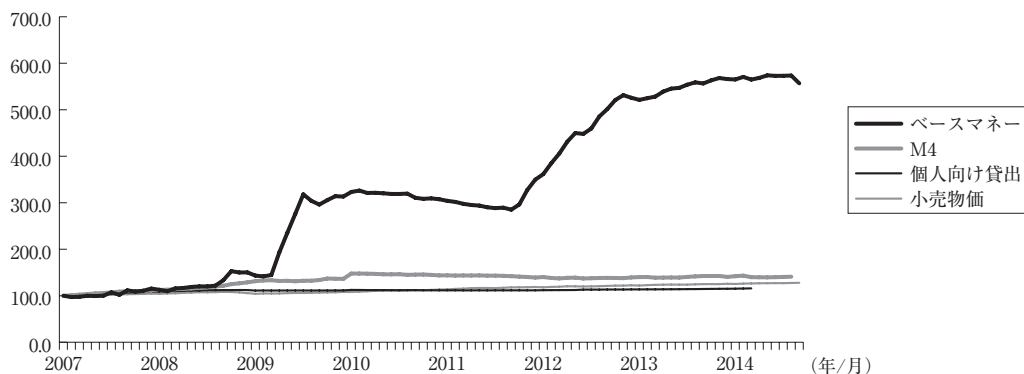
もっとも続く3月には、BOEの金融政策委員会（MPC：Monetary Policy Committee）は、TB発行ではなく、自らの準備預金の増加を財源に、英国債（ギルト債）の買い入れに踏み出すことを決定した。BOEは準備預金の増加を見合いにAPFへ貸し付けを行い、子会社であるAPFは、自らの勘定で、そのようにして調達した資金の見合いとして、買い入れた国債を保有する。APFの規模は750億ポンドに設定され、CP等の民間資産と合わせて、残存年限5～25年の英国債が買い入れられることになった。このようにして、APFの性質は2カ月前の発足時点からは大きく転換することとなり、この2009年3月の時点から、BOEの量的緩和（QE）が開始されたとみることができる。APFの上限はその後引き上げられ、残高は2010年2月には2,000億ポンド、2012年末には3,750億ポンドにまで到達したが、イギリス経済が景気後退から脱却したことなどから資産買い入れは2012年末をもって停止された。その後は上限が引き上げられることはないものの、満期到来分は再投資され、BOEの資産残高はほぼ横ばいで維持されている。

(2) 政策運営に関する所見

このBOEによるQEには、次の二つの留意すべき点があると考えられる。第1はその期待される効果やその波及経路について、BOE当局がどのように認識していたのかという問題である。2009年3月のQE着手の時点において、BOEとしては、準備預金等のベース・マネーを引き上げれば、信用乗数的な経路を通じて、マネー・サプライが増加し、それが実体経済を刺激する、というマネタリスト的な考え方がとられていたとみられる。これは、前述のように、Fedの幹部が「QE1」に着手した2008年12月の時点においてすでに、わが国の2001～2006年の量的緩和の経験を踏まえて認識していた内容とは、かなり対照的なものであった。また、BOEにおいては依然としてなおそのような認識がなされていたからこそ、Fedがあえて避けた「量的緩和（QE）」という名称をそのオペレーションに冠することに、BOEの場合は抵抗もなかったものとみられる。ちなみに、BOEがQE導入の当初、国民向けに説明を行ったパンフレット（“Quantitative easing explained”）は、当時のBOEの執行部局や幹部の認識を端的に示

すものとなっている。このパンフレットは本稿執筆時点（2014年10月）においても引き続き、同行のホームページにアップされており（注15）、誰でも閲覧が可能であるが、そのなかでは、BOEがQEによって新たなマネーを創出し、資産を購入することによって、①資産価格が上昇し、それが国富を増加させ、また借り入れコストを低下させるという経路、および②経済におけるマネーの増加を通じて銀行貸出を増加させるという経路、の二つを通じて、支出や所得を増加させ、2%のインフレ目標が達成される、という考え方が図示されている。要するに、当初の段階でBOEは、英国国民に対して、QEによるベース・マネーの供給増が、マネタリスト的な経路でマネー・サプライを増加させ、そのような経路で経済活動を刺激する、と説明していたわけである。しかしながら実際には、イギリスにおいても、BOEがQEによってベース・マネーの供給量を引き上げて、それに見合う形でマネー・サプライが増加することはなかった（図表10）。その後、BOEは幹部のスピーチや、公式見解としての論文発表（*Quarterly Bulletin* 2014 Q1、注16）を通じて、QEの効果発現の経路に関する見方を、現実在即する形でシフトさせてきている（注17）。前述の国民向け説明のパンフレットも、新しいもの（“Quantitative Easing (QE) - injecting money into the economy”）が発表されており（注18）、そのなかの図示の部分では、当初の資料にあったマネタリスト的な経路は消えている。

（図表10）イギリスのマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移
（2007年1月=100）



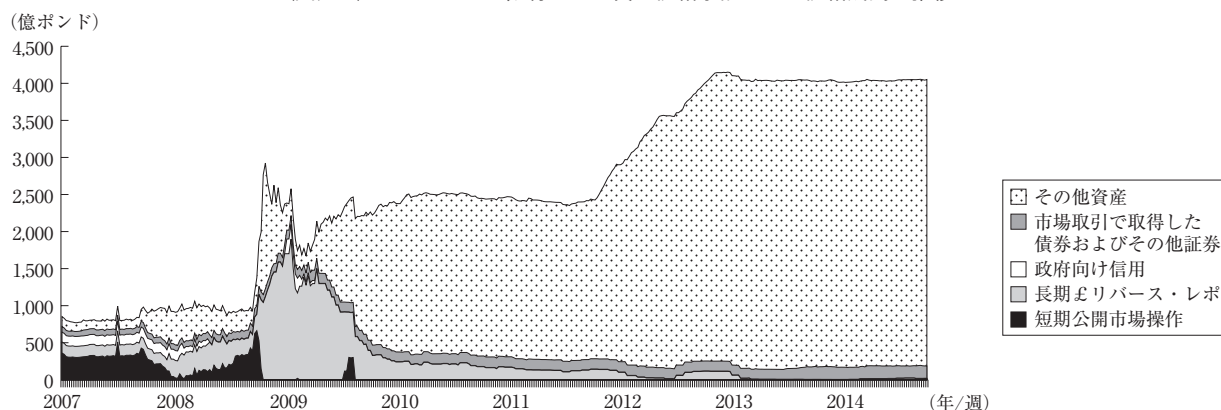
（資料）Bank of Englandデータ、Datastreamを基に日本総合研究所作成

（注）Bank of Englandのベースマネーのデータの制約から、いずれも2007年1月=100とした計数で、貸出は個人向けのみ。

第2の点は、QEで買入れた国債等の資産は、中央銀行が直接保有する形とはせず、BOEはベース・マネーを供給する見返りで、子会社であるAPFに資金を貸し付け、そのAPFの勘定で国債等の資産を保有させる制度設計となっている点であろう。このため、QE実施後のBOEのバランス・シートの資産上の主な項目の推移をみると（図表11）、「その他資産」として表示されるAPFへの貸し付けの部分が大きく膨張している状況が確認できる。このような制度設計が行われた主な意図は、万が一この子会社たるAPFが将来的に、国債価格の下落等によって損失を被ることになった際は、政府が補償するためである。

APFの買い取り枠の引き上げは2012年7月（3,750億ポンドに引き上げ）が最後で、同年末にかけ、この枠の上限に達するまで買い切りオペが継続されたが、これと同じ7月には、QEの停止を見越して、

(図表11) イングランド銀行の主な資金供給手段による供給残高の推移



(資料) Bank of Englandデータを基に日本総合研究所作成

民間銀行等の貸出を促進する“Funding for Lending”というスキームも導入された。これは、民間銀行等が適格担保資産を差し入れる見返りに、BOEがTBを貸し出すというもので、民間銀行やビルディング・ソサエティがそのTBを用いて低金利で資金調達できるようにすることによって、实体经济向けの貸し出しを促進しようとするものである。

(3) カーニー新総裁就任とフォワード・ガイダンスの導入

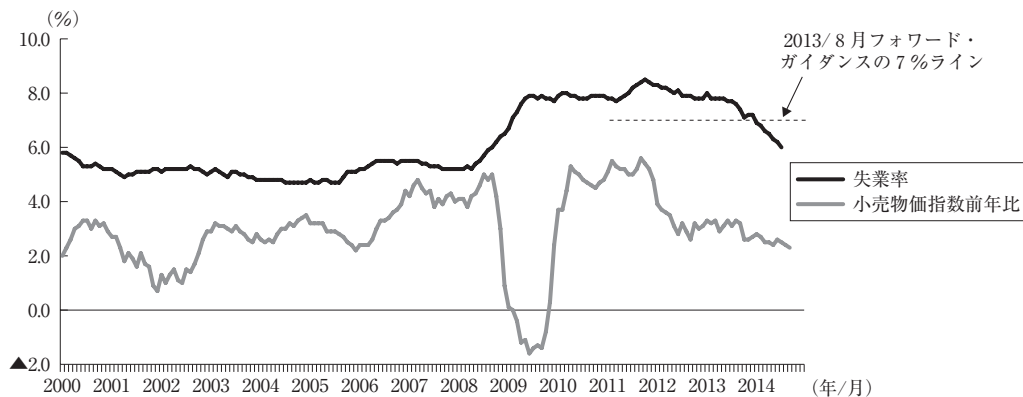
2013年7月に、キング前総裁に代わり、前カナダ中銀総裁であったカーニー氏がBOEの新総裁に就任した。その翌8月には、BOEとして初めてのフォワード・ガイダンスが導入された。これは、後述の類型（後掲図表18）においては「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」に相当するもので、具体的には以下のような内容で、「ノックアウト条項」（後段部分）が付されたものであった。そこからはBOEが、これまでQEによる政策運営を積み上げることによって、先行き、高インフレを招来したり、金融システムの安定に重大な脅威をもたらしかねないというリスクがあることを明確に認識している点を読み取れる。

失業率が7%を上回る限り、(イ) 政策金利を0.5%に据え置き、(ロ) 必要であればMPCはさらなる資産購入を行う用意があるが、APF内で保有する資産（国債）の満期到来分は再投資し、残高を減らさないこと、を約束する。

ただし、(イ) 18カ月から24カ月先のCPI上昇率が2.5%を超えそうである、(ロ) 中期的なインフレ期待が十分に抑えられそうもない、(ハ) 金融政策スタンスが金融システムの安定に重大な脅威を与える、と判断される場合にはその限りではない（＝「ノックアウト条項」）。

しかしながら、それから半年も経過しないうち、2014年明けの時点で、イギリスの失業率は、このフォワード・ガイダンスの閾値（しきいち、threshold）である7%をあっさり下回った（図表12）。失業率はその後も低下傾向をたどり、足許の2014年6月の値は6.2%となっている。2014年2月には、前年8月の内容を軌道修正する、次のようなフォワード・ガイダンスが発表されている。そしてその内容に

(図表12) イギリスの失業率と小売物価指数前年比の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成
 (原資料) Office for National Statistics.

は、BOEとしてのQEからの出口戦略の観点も一部、含まれている。

MPCは2%のインフレ目標を達成するために、政策を運営する。そしてそのために、成長や雇用のための政府の経済政策をサポートする。

- ・失業率は著しく低下しているが、バンク・レート（政策金利）を引き上げる前に、余分なキャパシティを吸収する余地がなお、残存している。
- ・ひとたびバンク・レートが上昇を始めれば、その後2～3年をかけてスラック（緩み）をなくし、インフレーションをターゲット近くに保つための適切なパスは、緩やかなものになると見込まれる。
- ・しかしながら、向こう数年間のバンク・レートの実際のパスは、経済情勢次第である。
- ・もし経済が平常の水準の稼働率の状態に戻り、インフレーションがターゲットに近づいたとしても、バンク・レートの水準は、危機前にMPCが設定した水準の平均である5%を相当に下回ることとなる。
- ・MPCは少なくとも最初のバンク・レートの引き上げまで、買い入れ資産の残高を維持する。
- ・金融政策には、金融の安定に対するリスクを根絶する役割もあるが、それは、Financial Policy Committeeやその他の規制当局による、相当なレンジの政策の実行によっても封じ込めることのできないリスクが発生した場合に、最後の防衛線として、ということである。

BOEとしては現在、金融政策運営上はこのようなスタンスをとりつつ、政策金利引き上げの機会を探っている状況にある。出口戦略に関する考え方は、上述の2014年2月のフォワード・ガイダンスのなかに一部含まれてはいるが、極めて多額の超過準備が存在するなかで、今後、いかにして市場金利を引き上げ誘導していくつもりであるのかに関しては、現時点でFedのような明確な検討が行われているかどうか定かではなく、具体的な出口戦略はまだ公表されていない。ただし、2014年8月1日付で、市場・銀行部門担当の副総裁職が新設されており、IMFの副専務理事を務めていたシャフィク氏が就任しており、QEからの出口戦略の検討もそのミッションの一つとされている。他方、LSAPからの出口局

面で中央銀行が被りかねない損失に関しては、BOEの場合は当初から、これを政府が負担するという制度設計になっており、この点が今後の出口局面での政策運営にどのように影響することになるのかも注目される。

(注14) BOEとは対照的なケースとして、ECBの場合は、金融政策運営上の目標を自ら設定する権限を有している。各国政府や欧州委員会の執行部からの独立性は、相当に強いとみることができる。

(注15) <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/qe-pamphlet.pdf>

(注16) BOEの四半期報に同行の公式見解として発表された、同行のMonetary Analysis Directorateのエコノミストによる論文 (Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas [2014]) は、冒頭の概観 (Overview) で次のように述べ、現実に即したそのメカニズムを解説している (訳は筆者)。

As a by-product of QE, new central bank reserves are created. But these are not an important part of the transmission mechanism. This article explains how, just as in normal times, these reserves cannot be multiplied into more loans and deposits and how these reserves do not represent 'free money' for banks.

QEの副産物として、新たな中央銀行準備が創出される。しかしながらこれらは、(訳出者注：金融政策の) トランスミッション・メカニズムの重要な部分ではない。この論文は、これらがいかんにして、ちょうど通常時のように、より多くのローンや預金に乘数倍されることがないのか、これらの準備がいかんにして、銀行にとっての「タダ金」を意味することにはならないのかを説明する。

なお、BOEによる説明振りのこうした変化に対して、Financial Timesには、紙面ではなくブログ上の記事であるが、このQuarterly Bulletin発表と同日付で批判的な論調がみられた (Chris Giles, "Why unwind QE?", March 14, 2014)。

(注17) なお、このようなBOEの対応に関して、加藤 [2010] は次のように述べている (p.139)。

このような説明 (引用者注：「BOEがQEを開始して以降、資産規模の拡大と比較して、広義のマネーサプライやM4は殆ど変化がない」と公の場で明言した、BOEの金融政策委員会のミルズ委員の講演のこと) をBOE幹部が行いながらも、BOEが現時点で量的緩和策を積極的に支持しているという姿勢は、非常に不思議ではある。イギリスは、米国とは異なり、Fedのような信用緩和を行う対象となるクレジット市場の規模が小さいため、国債購入を中心とする量的緩和策を行う以外に、BOEにとって選択の余地はないようだ。

また、齊藤 [2014] は次のように述べている (p.193)。

本来であればBOEは、量的緩和の当初のマネタリスト的な説明については公式に誤りであったと撤回すべきであろうが、おそらくそのようなことは期待できないであろう。

(注18) <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/resources/postcards/qecomppdf>

5. 欧州中央銀行の非標準的手段による政策運営

欧州においては、1999年1月からユーロが導入され、それに先立つ98年6月に、欧州中央銀行 (ECB: European Central Bank) が設立されている。欧州中央銀行は、他の主要国の中央銀行との比較でみると、そのEU内における位置付けや、組織の設計がドイツ連邦銀行の流れを主として汲んでみるとみられることもあり、政府からの独立性がおそらく最も強い中央銀行であると考えられる。

(1) 危機後の政策運営の概要

ECBの場合は、その設立から10年ほどが経過した時点で、世界的な経済・金融危機の渦のなかに巻き込まれることとなった。加えて欧州の場合、それを契機に、2009年半ばからは、ソブリン債務危機が発生し、ユーロ圏を構成する、少なからぬ国々が財政危機に追い込まれ、EU各国ないしIMF等から支援を受けることとなった (注19) ほか、ギリシャは2012年中、2回にわたり事実上のデフォルトを経験することになった。

このように、ECBは世界的な経済・金融危機以降、主要中央銀行のなかでは、おそらく最も厳しい経済情勢のなかで政策運営を迫られてきた。ソブリン債務危機が小康状態となった最近においては、今

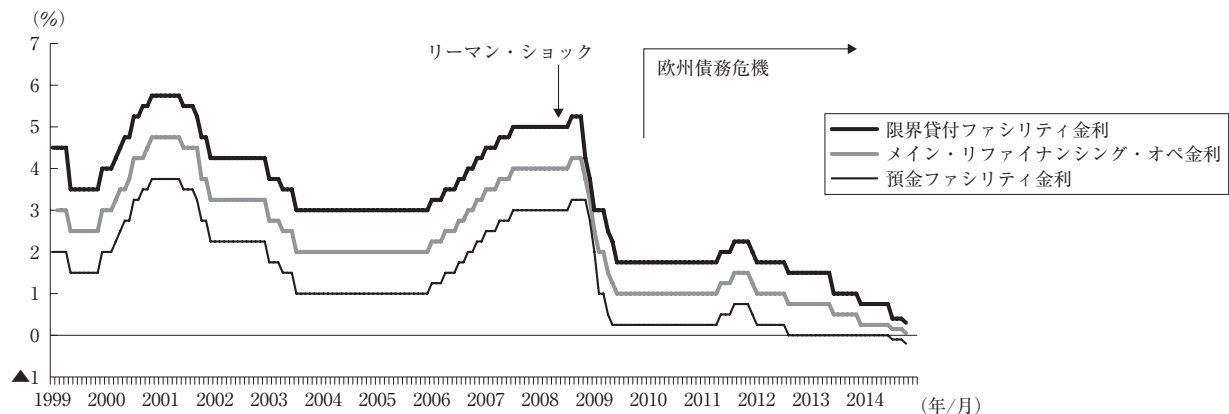
度は経済の低インフレ化、デフレ・リスクが新たな課題となっている。にもかかわらずECBは、LSAPないしQEが中心の他の主要中央銀行の政策運営とは一線を画する形で、以下に述べるような政策運営を展開し、現在に至っている。このような政策運営を、ECBとしては、非標準的な手段（non-standard measures）による政策運営と呼んでいる。その特徴は大きく、次の4点が指摘できる。

①危機前からの金融政策運営上のオペの主力であった有担保方式の資金供給（リファイナンス・オペ）を、危機以降の政策対応においても主力に据え、その方式を長期化、金額無制限供給等に切り替える形で多額の資金供給を行い、危機の収束を図っていたこと。

②他の主要中銀が、非伝統的な金融政策運営の主力の手段としているLSAP（大規模な資産買い入れ）を実施せず、異例の形での資産買い切りオペを実施したものの、その規模は限定的なものにとどまり、目的もあくまで民間による金融仲介機能の回復ないし活性化、言い換えれば、金融政策のトランスミッション経路の機能回復をねらったものとなっていること。

③また、そうしたなかで、他の主要中銀とは異なり、金融政策のシグナリング機能は引き続き、政策金利の変更に担わせる形を足許までとっており（前掲図表3）、2014年入り後は、3本の政策金利のうちの一部（市場金利の下限を画す預金ファシリティ金利）にマイナス金利を導入している（図表13）。他の主要中銀のように、バランス・シートの規模や、その増加ペースに、金融政策運営のシグナリング機能を持たせることを行っていないこと。

（図表13）欧州中央銀行の政策金利の推移



（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成
（原資料）European Central Bank.

④①の有担保方式のオペの拡充と密接に関連するものであるが、適格担保の基準を可能な範囲で緩和し、柔軟な運営が行われていること。

以下では、上述の①および②について、政策運営の具体的な例をやや詳しくみてみよう。

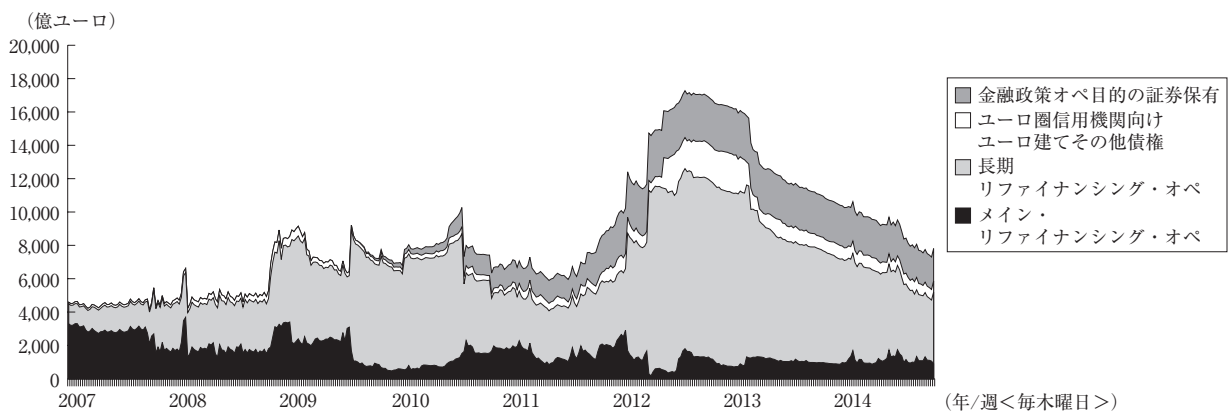
（2）有担保方式のリファイナンス・オペの拡充

これに関しては、2008年の危機以降、それまでの変動金利入札・固定金額供給の方式に代わり、基本的に、固定金利・全額割り当て（FRFA：fixed-rate full allotment）方式で実施されるようになった。

要するに、ユーロ圏内の民間銀行は、差し入れる適格担保さえ確保できれば、ユーロシステムから無制限の資金供給を受けられることとなったのである。また、危機前においては、1週間物のメイン・リファイナンス・オペが資金供給の主力であったものが、危機後は長期リファイナンス・オペ（LTRO）が中心的役割を果たすようになってきている（図表14）。LTROは危機前はもともと、3カ月のタームで実施されていたものが、2009年6月の時点で最長12カ月に延長された。さらに、ソブリン債務危機の緊張がピークに達した2011年12月と2012年2月には、3年物のLTROが実施され、危機の収束に向けて、大きな役割を果たした。さらに、経済の低インフレ化が問題となり始めた2014年6月には、ターゲット長期リファイナンス・オペが打ち出された（図表15）。これは、住宅ローンを除く民間企業等向けの貸出に見合う形で、ユーロシステムが低利の資金を供給するというもので、期間は2018年までの4年間で供給額は無制限とされ、9月から実際のオペが開始され、今後3カ月に1度の頻度で実施されることになっている。

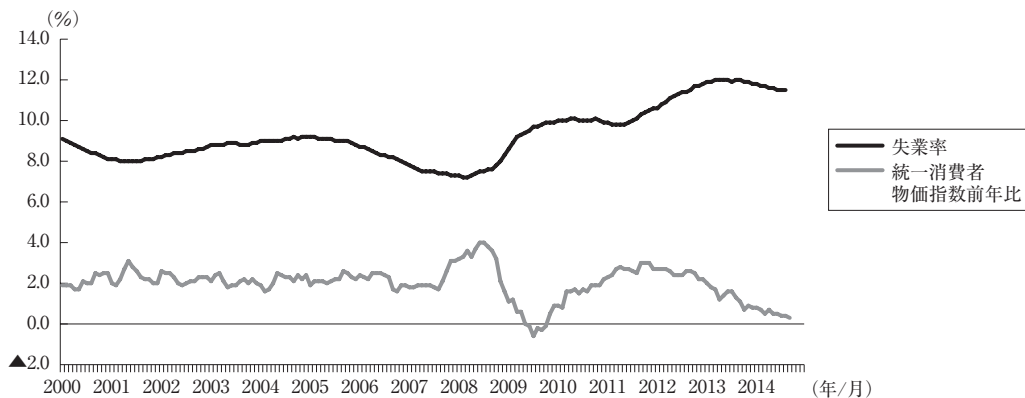
なお、ECBの場合、このような有担保方式のリファイナンス・オペによって、一定の期間、多額の

（図表14）ユーロ・システムの主な資金供給手段による供給残高の推移

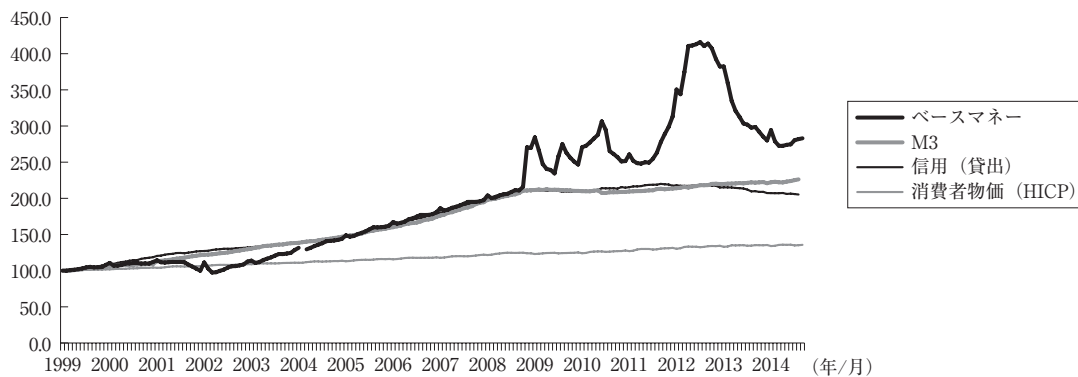


（資料）ECB, Monthly Bulletin各号の計数を基に日本総合研究所作成

（図表15）ユーロ圏の失業率と統一消費者物価指数前年比の推移



（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成
（原資料）Eurostat.

(図表16) ユーロ圏のマネタリー・ベース、広義マネー、信用と消費者物価指数の推移
(1999年1月=100)

(資料) European Central Bank, Monthly Bulletinを基に日本総合研究所作成

(注1) ベースマネーのみ1999年2月=100。

(注2) 貸出は金融機関向けおよび一般政府向けを除くベース。

ベース・マネーの供給が行われたものの、他国と同様、それがマネー・サプライの大幅増加に結びつくことはなかった(図表16)。

(3) 資産買い切りオペ

次に資産買い切りオペに関してであるが、ECBの場合はいくつかの実施例があるものの、その規模はいずれも限定的で、LSAPに該当するほどの規模には至っておらず、また、その目的はいずれも当該資産(債券)市場の機能回復や向上を企図したものとなっている。

ECBはまず、金融危機後の2009年6月から2010年6月までの間、欧州における市場型間接金融において中心的位置を占めているカバード・ボンドの買い入れオペ(CBPP: Covered Bond Purchase Program)を総額600億ユーロの規模で行った。この規模は、カバード・ボンドの市場残高の2.5%程度であったが、いわば「触媒(catalyst)」としての効果を発揮し、同市場はその後、機能の回復が進んだ。

また、2010年5月には、欧州の国債流通市場では、ギリシャ国債をはじめとする各国の国債の取引が極端に細る、いわば「機能不全」状態に追い込まれていた。国債市場のこのような状況が金融政策のトランスミッション・メカニズムをゆがめているとの判断のもと、証券市場プログラム(SMP: Securities Markets Programme)が導入された。これは、証券市場の機能不全状態を改善するために、ユーロシステムが公共債・民間債を買い入れるものである。ただし、このうちの各国債をはじめとする公共債の買い入れに際しては、欧州連合の機能に関する条約第123条において、マネタリー・ファイナンスが厳に禁止されていることに鑑み、流通市場からの買い入れに厳格に限ることとされたほか、これらの証券買い入れによって供給された流動性は、逆方向の資金吸収オペを合わせて実施することにより、完全に不胎化されることとされた。なお、ユーロシステムが、いかなる国のいかなる債券をどれほどの金額で買い入れたのかに関しては、SMPの実施中は公表されることはなく、公表されたのは2013年に入ってからであったが、2011年3月に一時停止されたとみられるまでの間に、約800億ユーロの債券の買い入れが行われていたことがみてとれる。このSMPは、各国債金利の上昇を抑制するうえで、一定の効果があったものとみられる。

ただし、このような政策運営は、危機対応策の一環とはいえ、①中央銀行の政府からの独立性を維持するうえでの根幹であり、欧州連合の機能に関する条約（第123条）が堅く禁ずるマネタリー・ファイナンスに抵触する可能性は本当はないのか、その事実上の「迂回」に該当してしまうことはないか、疑念を抱かせる余地を残すものであったこと、②またより実質的には、財政再建への意欲やインセンティブにマイナスに作用することを通じて、各国政府が中央銀行によるファイナンスに安易に依存することを助長し、本来必要な財政調整・財政再建を怠る可能性も排除できないものであったために、ユーロシステム内における、深刻な意見対立が次第に表面化することとなった。欧州中央銀行の政策委員会のメンバーでもあり、一時はトリシェ前総裁（当時）の後任の有力候補とも言われていたドイツ連銀のヴェーバー総裁は、「個人的事情」を理由に任期途中の2011年4月末でドイツ連銀総裁を辞任したほか、ドイツ出身のシュタルク専務理事も、同じく「個人的事情」を理由に2011年末で辞任した。いずれも、その背景には、このSMPによる政策運営をめぐる意見対立があったものとみられている。

なお、カバード・ボンドに関しては、2011年11月から、初期のカバード・ボンド買い入れプログラム（CBPP）にテクニカルな改善を加えた新たなカバード・ボンド買い入れプログラム（CBPP2）が実施された。

さらに、ギリシャのユーロ離脱観測が高まり、ユーロ崩壊の危機も叫ばれた2012年9月には、新たな枠組みとして、短・中期国債の買い切りオペ（OMT：Outright Monetary Transactions）の導入をECB政策委員会は決定した。そのポイントには、①オペとして異例のスキーム、②合わせて実施される適格担保政策の変更、の二つの側面がある。すなわち、①対象国が、ユーロ圏が設定するプログラムに従い、財政再建を断行することを条件に、満期1～3年の短期・中期国債に限り、金額無制限でユーロシステムが買い入れるほか、②本OMTプログラムの対象国に関しては、その国債の担保としての適格性を、ユーロシステムとしてオペ全般を対象に容認する、とされたのである。後者は、各国国債の担保適格性について、民間格付会社の判断に左右されることなく、ユーロ圏・IMFとして判断することを意味する。

このように、OMTのプログラムには、厳格な条件がついており、問題国はまず欧州安定メカニズム（ESM）に支援の申請をしなければならず、換言すればユーロ圏が要求する厳しいレベルの財政再建を、自ら身を切る形で実行しない限り、ECBに短・中期国債を無制限に買い入れてもらうことはできない、というものであった。どの程度の厳しさの財政再建を実行しなければならないか、という点について、シンプルな基準のラインが定量的に示されているわけではなかったものの、これまでのユーロ圏の政策運営の実績に鑑みれば、実際に支援融資を受けるに至ったギリシャやアイルランド、ポルトガル等の各国がユーロ圏等から実行を求められたのと同レベルの厳しさの財政再建が要求されることは間違いなく、結果的に、このOMTの利用を申請した国はこれまでのところ、皆無となっている。にもかかわらず、危機のさらなる増幅の可能性を鎮めるうえで、このOMTのアナウンスは大きな威力を発揮した。

さらに2014年入り後、ユーロ圏経済の低インフレ化やデフレ・リスクの高まりが課題となるなか、ECBは新たな枠組みとして、9月にABS買い切りオペ（ABSPP：Asset-backed securities Purchase Program）の開始を決定した。これは、欧州ソブリン危機においてとりわけ痛手を被った重債務国の中小企業金融の立て直しが急務となっているために導入されるもので、一定の要件を満たした質の高い

ABSのシニア・トランシェをECBは買い入れるほか、政府保証が付されればメザニン・トランシェも買い入れることとなっている（注20）。買い入れは流通市場においてのみならず、新発市場でも行われ、ECBは既発のABSのみならず、今後新たに組成されるABSも買い入れ対象としている。加えて、現在もなおEUないしユーロ圏の支援下にあるギリシャとキプロスの民間銀行からは、特例の基準を設けてABSを買い入れることとなっている。要するに、ECBが異例の措置として、事実上の「バッド・バンク」化することを通じて、圏内各国の民間銀行から、パフォーマンスの低い既存の中小企業向け債権を切り離し、新規融資を促そうとする政策であるとみることができる。

(4) フォワード・ガイダンス

なお、ECBのマネー・ポリシーは「物価の安定」であり、独立性が高いゆえ、政策運営上の具体的な目標もECB自身が決定できることになっている。ECBは「物価安定」の定義を、ユーロ導入前の1998年に「物価安定とは、ユーロ圏の統一消費者物価指数（Harmonized Index of Consumer Prices）の前年比上昇率が2%未満にとどまること。そして、そのような物価の安定が、中期的に維持されることである」と定義し、その後も一貫してこれを維持している。また、金融政策運営の具体的な戦略としては、特定の物価水準を特定の年限を定めて達成することをめざす「インフレ・ターゲティング」方式はあえて採用せず、代わりに、物価安定に対するリスクの分析を経済、金融の両面から行う「安定志向の2本柱アプローチ（stability-oriented two-pillar approach）」を採用している。

ECBの場合、先行きの金利パスをあらかじめアナウンスしたり、特定の一つの指標に、市場が機械的に反応してしまうのを避けることが重要である、と考えられてきた。その将来の政策金利の水準や金融政策を拘束するような「フォワード・ガイダンス」の採用は、危機後もしばらくの間は見送られてきていたものの、2013年7月には、次のようなフォワード・ガイダンスが導入された。

政策委員会は、鍵となるECBの金利が、現状もしくはさらに低いレベルで、今後拡張された期間、継続することを期待する。この期待は、実体経済の幅広い弱さと控えめな金融のダイナミクスのもと、中期的な期間にわたり、インフレが全体として控えめな見通しであることに基づいている。

ECBのこのフォワード・ガイダンスは、それまでの同行の金融政策のコミュニケーションの在り方を大きく転換するもので、そのなかには先行きの金融政策運営の方向性が含まれ、大衆による先行きの短期金利に関する期待形成に働きかけることを企図している。なお、このフォワード・ガイダンスは、後述の類型（後掲図表18）においては、「定性的な条件付きの質的なフォワード・ガイダンス（Qualitative forward guidance conditional on a narrative）」に該当するものである。

(5) 非標準的手段による政策運営の背景

以上のように、ECBの「非標準的な手段」による政策運営は、LSAPを中心とする他の主要中銀とは一線を画するものとなっている。その背景には主として、以下で述べるようなECBの理念や判断があるものと考えられる。

第1に、LSAPのような資産買い入れといった、非伝統的な手段そのものが、金融政策運営のシグナ

リング機能を担うことはできない、と考えていることである。米英日の中央銀行は、政策金利の引き下げ余地がなくなった段階で、その「代替」手段として、LSAPを実施している。これに対して欧州中央銀行は、少なくとも本稿執筆時点（2014年10月）までは、政策金利の一部にマイナス金利を導入する労を厭うことなく（注21）、危機前と同様、政策金利に引き続き金融政策運営のシグナリング機能を担わせている。非標準的手段はあくまでその「補完」的な手段、金融政策のトランスミッション・メカニズムを強化するための手段と位置付けて運営されている。ちなみに、欧州中央銀行が、LSAPにはシグナリング機能は担うことはできない、と考えているということは、中央銀行の資産規模の拡大が市場の期待形成に対して有意な影響を及ぼすとは考えていない、と受け取ることもできよう。

第2に、欧州の金融システムや金融市場のそもそもの特性の問題がある。欧州の場合、金融仲介機能は、直接金融中心のアメリカとは異なり、間接金融が主に担っている。家計の金融資産のポートフォリオをみても、アメリカの場合は民間の年金スキームが広く利用されているのに対し、欧州の場合は銀行預金と保険商品が中心である。このため、ECBは実証分析等も踏まえ、仮にLSAPを実施したとしても、果たしてアメリカほどの効果が得られるのかどうかについて、懐疑的にみている模様である（注22）。間接金融が主体の欧州には欧州に合った、非標準的な手段があり、それが、リファイナンス・オペの拡充（FRFA）ということなのであろう。

第3に、買い入れ資産の問題がある。買い入れる資産が民間債であれ、国債等の公共債であれ、当該債券の全体としての市場規模に対する買い入れ規模の設定によっては、当該債券市場の流動性が低下し、市場による適切な価格発見機能や、当該債券の発行主体に関するリスクのシグナリング機能が失われてしまうことが懸念される。

そして間接金融が主体の欧州の場合、資本市場における民間債の規模は相対的に小さい。米英日の中央銀行並みの「大規模な」資産買い入れを行うとすれば、買い入れ資産は加盟各国の国債とならざるを得ない。すでに述べたように、基本法である欧州連合の機能に関する条約上も、「中央銀行による財政ファイナンスの禁止」は厳格に定められている。ただし、ドラギ総裁も明らかにしているように、「中長期的な物価の安定の確保」という欧州中央銀行が与えられたマנדート上、金融政策運営に必要であると政策委員会が決定し、かつその実際のオペレーションの手法が、条約や規程が定める制約を逸脱しないものとなっていれば、国債買い入れオペも現行制度上、決して不可能ではない。他方、欧州債務危機で、ユーロ崩壊の懸念が高まり、緊張がピークに達した局面において、ECBが短・中期国債の無制限買い入れプログラム（OMT）を打ち出した際のスキームからも明らかのように、中央銀行が加盟各国の国債を大規模に買い入れることになれば、その目的が何であれ、実際には各国政府の財政再建に対する意欲やインセンティブにマイナスに作用しかねないことを、欧州中央銀行が懸念していることは間違いないものと考えられる。

そして第4に、さらに深刻な問題として、ひとたびLSAPに踏み切ってしまうと、出口（phasing-out）政策を講ずるうえで、現実問題として大きな困難が伴うであろうという点がある。買い入れるのが短期の金融資産であれば、満期到来の段階でロール・オーバーさえしなければバランス・シートから容易に落とせる（注23）のに対して、とりわけ長期の金融資産をひとたびLSAPで買い入れてしまうと、満期到来前にその残高をバランス・シートから落とすことは、中央銀行側に何らかの政策アクションが必要

となるため、実際には相当な困難が伴う。2013年来のアメリカの連邦準備制度による「出口」をめぐる政策運営の経験からも明らかなように、LSAPからの脱却を目指した中央銀行のアクションが、市場に何らかのボラティリティを生じさせる事態も十分に考えられる（注24）。そして何よりも、LSAPで買入れた多額の資産の見返りとして、長期間にわたり、多額のベース・マネーが放置された状態ともなりかねず、先行きの副作用として、意図せざる高インフレや資産バブルをも引き起こす結果となりかねない（注25）。こうした点を考慮しているからこそ、ECBによる非標準的な手段としては、有担保方式のリファイナンス・オペの拡充が主軸に据えられ、そのプログラム設計は、メイン・リファイナンス・オペの金利に一定のスプレッドを上乗せした金利水準を適用するものとされたことが奏効して、2012年のソブリン債務危機時に大きく膨らんだECBのバランス・シートも、その後は民間銀行の危機対応での資金需要が薄れるのにつれて、自律的なメカニズムによって顕著に縮小しているのである（図表14）。また、2014年9月に打ち出した資産買い入れプログラム（ABSPP、CBPP3）においては、従前の政策運営とはややスタンスを変えつつあり、ECBとして、低インフレ化への対処のため、バランス・シートの拡大を意識し始めているようにも見受けられるが（注26）、買い入れ対象の資産を、その年限の多くは5年程度とみられるABSやカバード・ボンドとしたものと考えられる。

（注19）具体的には、2010年5月および2012年3月に2度にわたりギリシャが、2011年1月にはアイルランドが、同年6月にはポルトガルが、2013年5月にはキプロスが、それぞれEUないしユーロ圏、IMFから支援を受ける事態となった。また、2012年12月にはスペインが、ユーロ圏から銀行部門向けに限る形で支援を受けた。

（注20）ABSによって貸出債権（ローン）を担保に証券化が行われる際には、担保となっているローンからの元利金の支払い優先順位に応じて、複数の債券に組成されることが多い。具体的には、支払い優先順位の高い順に、シニア・トランシェ、メザニン・トランシェ、ジュニア（劣後）・トランシェなどと呼称される。各トランシェの債券に付与される格付けも、この順位に応じてランクの高低が決定される。

（注21）マイナス金利を実際に導入するためには、ユーロシステムとしてのTAEGET2等の決済システム上の対応や、場合によっては取引約定や規定等の法務面での対応が必要であったものと推察される。

（注22）このような分析は、現段階で欧州中央銀行の公式見解として示されているわけではないが、同行が公表するWorking Paper Seriesのなか（Philippine Cour-Thimann and Bernard Winker [2013]）に、こうした分析や指摘がみられる。

（注23）欧州中央銀行が2012年9月に打ち出したOMTが、短・中期ゾーンの1～3年満期の国債に限って無制限で買い入れる、という制度設計であったのは、この理由によるものと考えられる。

（注24）ドラギ総裁は、2013年6月6日の政策委員会後の記者会見の質疑応答において、この点を次のように明確に述べている（訳は筆者）。「率直に申し上げて、ECBは市場のボラティリティを増すようなことは何もしていない。もし貴殿（訳者注：質問者である記者）が、他の中央銀行において起こっているようなことに比肩する何かをやってしまったと考えるのであれば、われわれはそのような見方には同意しない。われわれの金融政策スタンスは緩和的であり、すでに申し上げたように必要である限り、緩和的であり続けるとしているが、結局のところ現在、われわれはもっと保守的なスタンスを採っていると私は考えている。しかしながら確かに、グローバルなボラティリティは増加していることが認められ、それは来たる数カ月のうちに採られるであろう、主たる金融政策運営の決定やその公表が源となっている。しかしながら、ECBがそうした源になっているとは私は考えない。実際、そうした点を支持するデータは見当たらない」、「ECBは結局のところ、マネー創出の流動性の要素が縮小している唯一の中央銀行である。われわれは、他の中央銀行とは異なり、ボラティリティを生み出す、もしくは生み出しかねない決定を何ら行うことなく、バランス・シートの規模を徐々に縮小していくことができるのであるゆえ、これはよいことでもある。これは、デフレ的ではない、自動的な（automatic）プロセスなのである」。

（注25）この点をECBは、2014年7月に公表されたIMFによる対ユーロ圏4条審査報告書のなかで、QEを実施すべしとするIMFの勧告に対する反論の理由として挙げ、明確に述べている。

（注26）ECBの政策委員会のメンバーでもあるドイツ連邦銀行のワイトマン総裁は、2014年10月7日付のThe Wall Street Journal紙とのインタビュー（同紙ブログに掲載の“Q&A With German Bundesbank President Jens Weidmann”）において、「ECBの金融政策に対するアプローチは、信用緩和を特にねらったプログラムから、量的緩和の哲学に向かってシフトした（訳は筆者）」と述べている。

6. 非伝統的な金融政策手段の整理—効果やリスクの考え方

(1) 主要中央銀行による非伝統的な金融政策運営手段の整理

ここで、主要中央銀行による非伝統的な政策運営手段を整理してみよう。その手段は、①各中央銀行の実際のオペレーションに関するものと、②各中央銀行による金融政策運営方針の、市場とのコミュニケーションに関するもの（「フォワード・ガイダンス」や「時間軸政策」等）に大別できる。

まず、①の実際のオペレーションに関する非伝統的な手段であるが、これは中央銀行のバランス・シート政策に関する手段、と言い換えることもできると考えられる。この手段について、ECBのエコノミストによる類型化（Philippine Cour- Thimann and Bernard Winker [2013]）を基に、主要国の中央銀行が実際に採用したものにとどまらず、検討段階にとどまったものも含めて整理してみたものが図表17である。ここには、前章では詳しく取り上げなかったものの、各中央銀行が、とりわけリーマン・ショックの前後に、危機の收拾を目的として発動した細かい政策も含まれる。表の上段は、中央銀行が非伝統的な手段によって働きかける対象が民間銀行である政策、下段はその対象がノンバンクや非金融セクターである政策である。ここからも明らかなように、Fedが採用した手段は、ノンバンクや非金融セクター向けの下段のものが多く、ECBが採用した手段は、民間銀行向けの上段のものが多く、BOEが採用した手段は、下段の国債の買い入れが主であったが、それ以外にも民間銀行向けとして、本表では

(図表17) 非伝統的な金融政策運営上の手段の種類の整理
(金融危機以降、主要国中央銀行によって実行、もしくは検討されたものを中心に)

銀行の資金調達への支援												
手段	アウトライイト買い入れ					アセット・スワップ	貸出オペレーション					
	負債			銀行が保有する資産			証券対非流動資産	担保カウンターパーティの適格性	LTRO	外為スワップ・ライン	ノンリコース・ローン	貸出のための資金調達(TLTRO)
	カバード・ボンド	コマーシャル・ペーパー、その他証券	エクイティ	負債証券	その他証券 (ABS)							
中央銀行のバランス・シート上のリスク	フル・リスク					テイル・リスク	カウンターパーティ・リスク					

手段	ノンバンク金融仲介主体に対する働きかけ					その他の介入							
	アウトライイト買い入れ		アセット・スワップ	貸出		貸出		アウトライイト買い入れ		アセット・スワップ		国債市場	
	モーゲージ担保証券	エクイティ	ABSとその他	ターゲット先の金融仲介主体	MMF	ターゲット先のセクターに対する貸出	コマーシャル・ペーパー、貿易信用	ABCP	社債 ETFs J-REITs	社債	その他	発行市場における大規模買い入れ	流通市場における不胎化買い入れ
中央銀行のバランス・シート上のリスク	フル・リスク			カウンターパーティ・リスク		カウンターパーティ・リスク	フル・リスク			テイル・リスク	フル・リスク		

(資料) Philippine Cour-Thimann and Bernard Winker [2013]. "The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure", Working Paper Series No 1528, European Central Bank, April 2013を基に、日本総合研究所が一部加筆・アップデートし作成

(注1) ○印は、主要国中央銀行によって、実際に採用された手段。

(注2) ABSの買い入れは、本表ではECBによる買い入れオペに即して上段（銀行の資金調達への支援）に含めたが、政策運営のプログラム設計によっては、下段のその他の介入（非金融セクター向け）に含まれることもあり得ると考えられる。

上段に位置する“Funding for Lending”も導入している。このようにみると、各主要中央銀行は、それぞれのマザー・マーケットにおける金融仲介メカニズムがどのような姿となっているのかに応じて、直接金融中心のアメリカであれば、Fedは非金融セクター向け的手段でLSAP中心、間接金融中心の欧州においてはECBはLSAPを採らず、銀行向けの貸出オペレーションが中心の政策運営を行っていることが理解できよう。

次に、②の市場とのコミュニケーションに関する手段であるが、これは、世界的な金融危機前の段階においてもFedや日本銀行による導入の事例はみられたものの、危機後に各中央銀行による政策金利のさらなる下げ余地がなくなるなかで、各中央銀行により相次いで導入されるようになったものである。

ただし、一口に「フォワード・ガイダンス」といっても、その内容は様々であり、ECBやBISによる考え方にならば、次のような四つの類型に分類できよう（図表18）。

（図表18）フォワード・ガイダンスの類型と該当する政策運営の例

①	純粋に質的なフォワード・ガイダンス (Pure qualitative forward guidance) 2003年のFed 2008～2009年のFed	「緩和政策は相当な期間維持される」 「FOMCは、弱い経済情勢によってしばらくの間、FFレートの例外的に低い水準が保証されるであろうことを期待する」
②	定性的な条件付きの質的なフォワード・ガイダンス (Qualitative forward guidance conditional on a narrative) 2013年7月のECB 1999年4月の日銀	「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策にコミットする」
③	カレンダー・ベースのフォワード・ガイダンス (Calendar-based forward guidance) 2009年4月のカナダ銀行 2011年のFed	「インフレ見通しに関する条件付きで、ターゲットとなるオーバーナイト金利は、2010年の第2四半期末まで、現行の水準で維持されることが期待される」 「FFレートの例外的に低い状況は、少なくとも2013年半ばまで維持されることを保証する」 (下線は筆者)
④	アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス (Outcome-based forward guidance) 2012年末～のFed 2013年8月のBOE 2012年2月、2013年1月の日銀	失業率と物価にいくつもの閾値 失業率に閾値 物価に閾値

（資料）ECB, “The ECB’s Forward Guidance”, *Monthly Bulletin*, April 2014. Andrew Filardo and Boris Hofmann, “Forward guidance at the zero lower bound”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2014.を参考に日本総合研究所作成

（注）①～④の分類は、ECBの上記資料における分類に基づく。

①純粋に質的なフォワード・ガイダンス（Pure qualitative forward guidance）

将来的な政策金利のあり得る展開に関する情報を提供するような明確な終了日や定量的な閾（しきい）値（numerical thresholds）は提示せず、また、政策の目的に関する部分も含め、政策運営の展開を正当化するような基礎的な条件の設定も明らかにされることはない。この類型の例としては、アメリカの連邦準備制度が2003年に「緩和政策は相当な期間維持される」（policy accommodation can be maintained for a considerable period、訳は筆者）と表明したケースや、同じく連邦準備制度が2008～2009年の危機の初期の段階で、同様の声明を用いたケースがある。

②定性的な条件付きの質的なフォワード・ガイダンス（Qualitative forward guidance conditional on a narrative）

政策金利のあり得る展開を、金融政策の方向性が依拠することが期待されるマクロ経済情勢の評価で

補完しつつ、質的な表現で明らかにするものである。ECBが2013年7月に打ち出したフォワード・ガイダンスがこの類型に該当するほか、2008年の金融危機前の段階で日本銀行が打ち出したフォワード・ガイダンス（「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策にコミットする」と表明）もこの類型に該当する。

③カレンダー・ベースのフォワード・ガイダンス（Calendar-based forward guidance）

政策運営スタンスの変更が期待される明確な特定の日にちをベースに、条件付きのコミットメントを行うというものである。例えば、Fedは2011年に、「FFレートの例外的に低い状況は、少なくとも2013年半ばまで維持されることを保証する」と表明して、このカレンダー・ベースのガイダンスを導入したが、その後のFOMCにおいてはこのうちの「2013年半ばまで」という部分が、期限を先延ばしする形で変更された。このほか、カナダ銀行も2009年4月に（当時の総裁は現BOE総裁のカーニー氏）「インフレ見通しに関する条件付きで、ターゲットとなるオーバーナイト金利は、2010年の第2四半期末まで、現行の水準で維持されることが期待される」と表明しており、このカレンダー・ベースのガイダンスを導入している。

④アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス（Outcome-based forward guidance）

中央銀行の政策運営を経済変数の実績値や見通し値から選んだセットにリンクさせるべく、定量的な条件や閾値（thresholds）を明示するものである。連邦準備制度は、①純粋に質的なフォワード・ガイダンス、および③カレンダー・ベースのフォワード・ガイダンスを試みた後、2012年末から失業とインフレーションに幾つもの閾値を設けた、ある種の形態のアウトカム・ベースのガイダンスに移行した。キング前総裁時代には、フォワード・ガイダンスの導入に慎重であったBOEも、カーニー新総裁就任後の2013年8月、失業に関する定量的で明確な閾値に基づく、アウトカム・ベースのガイダンスを導入した。全体として、この形態のフォワード・ガイダンスに移行する政策決定は、将来的な政策が経済見通しのどのような変化によって影響されるのかを明確にしたいという意向を反映しているとみられる。

このように、各中央銀行が導入しているフォワード・ガイダンスには、各中央銀行に課されたマニデートが何であるか、そもそもの金融政策運営の目標を誰がどのように設定しているか（「インフレ・ターゲットティング」を導入しているか否か）、政府からの独立性はどの程度であるか、といった事情も影響しているように見受けられる。とりわけ④のアウトカム・ベースのフォワード・ガイダンスの場合、最近のBOEが経験しているように、アウトカムとして設定した実際の経済指標が、想定より早い段階で閾値をクリアしてしまった場合、政策運営上いかに対応するか、といった問題も生じ得る。また、この「フォワード・ガイダンス」という市場とのコミュニケーション自体は当初から、先々の中央銀行の金融政策運営を、果たしてどの程度拘束するのか、経済情勢が急変した時はどうするのか、また、政策委員会のメンバーが入れ替わった際、新任のメンバーは、果たして過去のメンバーによる決定にどれほど拘束されるのか、といった問題が生じかねないことが懸念されているものであり（白川 [2008]）、今後、各中央銀行の政策運営が段階的に正常化を目指していくなかで、これをどのように扱っていくのが注目される。

(2) 非伝統的手段の効果に関する考え方と実証分析結果

第1章の最初で述べたように、世界的な金融危機以降、各中央銀行が非伝統的な手段による金融政策運営に乗り出した時点においては、日本銀行による2001～2006年の量的緩和が唯一の実際の経験であった。しかしながら、その後、各中央銀行による政策運営の実績が積み重ねられるにつれて、とりわけLSAPの効果に関する実証分析が多く公表されるようになってきている。

図表19は、米サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁による、そのような実証分析結果に関するサーベイ結果で、最近、各所で参照・引用されているものである。このなかには一部、Fedが第二次大戦直後に実施したオペレーション・ツイストに関する実証分析結果も含まれる。これによれば、6,000億ドル規模でLSAPを実施すれば、市場の長期金利は有意に押し下げられる（ただしその押し下げ幅は、研究ごとに幅がある）ことが明らかであり、この点は、最近の主要中銀の首脳の発言（注27）や各方面のペーパー類等をもみても、コンセンサスになりつつあるように見受けられる。なお、最近の各中央銀行のスタッフ等による論文において、どのような結果や指摘等が行われているのかをみてみると、例えば、ECBのエコノミストによる論文（Philippine Cour-Thimann and Bernard Winker [2013]）においては、LSAPが有効であると考えられるのは、アメリカのような直接金融中心の市場が対象であったからこそである、という見解が示されている。また、FRBのエコノミストによる論文（John H. Rogers, Chiara Scotti and Jonathan H. Wright [2014]）においては、主要中央銀行による非伝統的な政策運営を実証

(図表19) 大規模な資産買入れ (LSAP) の効果に関する実証分析結果

研究名 (公表年)	サンプル	手 法	6,000億ドルのLSAPの推計効果 (±2の標準誤差、計数が入手可能な場合)
Modigliani- Sutch (1966, 1967)	オペレーション・ツイスト	タイム・シリーズ	0bp (± 20bp)
Barnanke- Reinhart- Sack (2004)	日本、アメリカ	イベント・スタディ	400bp (± 370bp) 40bp (± 60bp)
Greenwood- Vayanos (2008)	戦後のアメリカ (危機前)	タイム・シリーズ	14bp (± 7bp)
Krishnamurthy- Vissing- Jorgensen (2011, 2012)	戦後のアメリカ、 QE1およびQE2	タイム・シリーズ	15bp (± 5bp)
Gagnon- Raskin- Remache- Sack (2011)	QE1	イベント・スタディ タイム・シリーズ	30bp (± 15bp) 18bp (± 7bp)
D' Amico- King (2013)	QE1の財務省証券 買入れ	security-specific イベント・スタディ	100bp (± 80bp)
Hamilton- Wu (2011)	アメリカ 1990年～ QE2まで	affine no-arbitrage model	17bp
Hancock- Passmore (2011)	QE1のMBS買入れ	タイム・シリーズ	条件次第 およそ 30bp
Swanson (2011)	オペレーション・ツイスト	イベント・スタディ	15bp (± 10bp)
Joyce- Lasaosa- Stevens- Tong (2011)	イギリスのLSAP s	イベント・スタディ タイム・シリーズ	40bp
Neely (2013)	アメリカのQE1の外国 債券イールドへの効果	イベント・スタディ	17bp (± 13bp)
Christensen-Rudebusch (2012)	QE1、QE2とイギリス のLSAP s	イベント・スタディ affine no-arbitrage model	10bp
D' Amico- English- Lopez- Salido- Nelson (2012)	アメリカ 危機前	週次タイム・シリーズ	条件次第 およそ 45bp
Bauer- Rudebusch (2013)	QE1、QE2	イベント・スタディ affine no-arbitrage model	16bp
Li- Wei (2013)	アメリカ 危機前	affine no-arbitrage model	26bp

(資料) John C. Williams (President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco) [2013] を基に日本総合研究所作成

分析した結果、①金利の押し下げ効果が認められるが、その大部分はターム・プレミアムの縮小によるものであると考えられること、②金利低下の他の資産価格（株価や為替レート）へのパス・スルーの動きは、他国よりもアメリカで最も強く生じたと認められること、また③そのようなパス・スルーの動きは、中央銀行によるアナウンスメント効果の部分が大きく、時の経過につれて、ゆっくりではあるが、その効果は剥落してしまっているとみられること、などが指摘されている。このほか、BOEのMPCの外部委員のもとで実施されたリサーチ・ペーパーとして公表されているMartin Weale and Tomasz Wieladek [2014] においては、BOEおよびFedの政策運営の効果を実証分析した結果、GDPの1%に相当するLSAPがもたらした効果として、実質GDPはアメリカでは0.36%、イギリスでは0.18%押し上げられたとみられるほか、CPIはアメリカでは0.38%、イギリスでは0.3%押し上げられたとみられ、統計的に相当な効果をもたらした、と結論付けている。

また、LSAP以外の非標準的な手段による金融政策運営の効果に関しては、ECBのエコノミストの論文が、その実証分析の結果を扱っている。このうち、Domenico Giannone, Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin [2011] は、リーマン・ショック直後の2008～2009年のECBの非標準的な手段による政策運営を分析した結果、ベース・マネーの拡大に見合う形で広義マネーが増加したわけではなかった、としたうえで、そのような状況下でもなお、非標準的な手段による政策運営は、金融仲介、信用の拡大や経済活動を下支えするうえで効果があった、としている。また、Seth Carpenter, Selva Demiralp and Jens Eisenschmidt [2013] は、ECBが採用した銀行向けの非標準的手段のほか、本稿では詳しくは扱っていないもののFedが採用した同様の銀行向けの非標準的な手段であるTerm Auction Facility (TAF) やTroubled Asset Relief Program (TARP) をも合わせて対象として、同時均衡アプローチ (simultaneous equation approach) による分析を行った結果、ともに、民間銀行の資金調達のコラテリリティを低下させる効果があり、その結果、ユーロ圏とアメリカの双方において、ローンの供給を増加させ、貸し出しの下支えに寄与した、とした。これはすなわち、危機の環境下で、通常の金融政策のトランスミッション経路を補完する形で「銀行流動性リスク経路」が機能したとみられる、と結論付けている。

このほか、フォワード・ガイダンスの効果についても、分析が試みられてはいるが、その効果の捕捉はLSAPよりもかなり難しいように見受けられる。図表20は、Fedによるフォワード・ガイダンス変更のアナウンスが、直後 (FOMCの翌日) の金融市場にいかなる影響を与えたのかをみたものである。図表21は、フォワード・ガイダンスに関するものではないが、ECBによる政策変更のアナウンスメント効果が直後 (政策委員会の2日後) の金融市場にどの程度の影響を与えたのかをみたものである。いずれも、アナウンスメント効果はそれなりに認められるものの、これらはあくまで、政策の発表の直後をとらえたものに過ぎない点に注意する必要がある。

(注27) 例えば、Ben S. Bernanke [2012] やVitor Constâncio [2014a] など。なお、Vitor Constâncio [2014a] は、LSAPのうちの最近の日本の経験について、今後、よく分析する必要があると述べている。2014年10月6日・7日にECBで開催されたワークショップ (Non-standard monetary policy measures) においては、アベノミクスや日本の量的緩和に関するセッションが設けられ、FRBのエコノミストを報告者とする議論が行われている模様である。

(図表20) Fedのフォワード・ガイダンスが市場の期待に与えた効果

	財務省証券のイールドの満期					
	3カ月	6カ月	1年	2年	5年	10年
FOMCが2004年1月28日、相当な期間 (“considerable period”) という用語を欠落						
2007/1/27	0.89	0.96	1.17	1.69	3.08	4.39
2007/1/28	0.92	0.98	1.30	1.86	3.22	4.49
変化 (bp)	3.0	2.0	12.5	16.6	13.9	10.3
FOMCが少なくとも2013年半ばまで (“at least through mid-2013”) 0%近辺のfunds rateを予測						
2011/8/8	0.05	0.07	0.17	0.27	1.13	2.59
2011/8/9	0.03	0.06	0.13	0.17	0.93	2.36
変化 (bp)	▲2.0	▲1.0	▲4.3	▲9.9	▲20.4	▲22.8
FOMCが少なくとも2014年終わりまで (“at least through late 2014”) 0%近辺のfunds rateを予測						
2012/1/24	0.04	0.07	0.15	0.24	0.95	2.19
2012/1/25	0.04	0.07	0.14	0.20	0.85	2.11
変化 (bp)	0.0	0.0	▲0.2	▲3.8	▲9.4	▲8.0
FOMCが少なくとも2015年半ばまで (“at least through mid-2015”) 0%近辺のfunds rateを予測						
2012/9/12	0.10	0.13	0.20	0.23	0.74	1.82
2012/9/13	0.10	0.13	0.20	0.22	0.70	1.79
変化 (bp)	0.0	0.0	▲0.2	▲0.9	▲3.7	▲2.9

(資料) John C. Williams (President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco) [2013] を基に日本総合研究所作成

(原資料) Günkaynak, Sack, and Wright (2007) and Federal Reserve Board of Governors.

(図表21) ECBの政策委員会開催2日後の金融市場の反応

	2014年6月の政策委員会 TLTROs導入発表 政策金利引き下げ (預金ファシリティ金利をマイナスに) ABSPP準備作業強化	2014年9月の政策委員会 ABSPP導入発表 政策金利引き下げ
3カ月物金利スワップ	▲2.70 bps	▲6.20 bps
AAA 10年物国債金利	▲10.90 bps	▲3.52 bps
ユーロ圏国債10年物平均	▲16.16 bps	▲12.53 bps
BBB 10年物社債金利	▲8.8 bps	▲3.9 bps
インフレ・リンク・スワップ 1×1	2.9 bps	3.0 bps
インフレ・リンク・スワップ 5×5	1.25 bps	1.80 bps
為替レート (米ドル/ユーロ)	▲0.128 %	1.370 %

(資料) Vitor Constâncio (Vice-President of the ECB), “A new phase of the ECB’s monetary policy”, speech at the ECB’s workshops on non-standard monetary policy measures, October 6, 2014, European Central Bank.を基に日本総合研究所が一部加筆して作成

7. 今後の政策運営への示唆

以上、海外の主要中央銀行による非伝統的な手段による金融政策運営の経過やその際にとられてきた考え方等を見てきた。

彼らのスタンスや考え方は、非伝統的手段のなかでもとりわけ、LSAPに対する積極派 (Fed、BOEのほか、最近の日銀も含まれる) と消極派 (ECB) とに大別して理解することができる。ちなみに、国際金融界全体としても、現状、LSAPに対して積極派と消極派の二通りの考え方が存在する。積極派はIMFのほか、アメリカ、イギリスといったアングロ・サクソン系の諸国が中心であるのに対して、消極派はECBやBISといった、欧州大陸諸国が中心である。IMFはECBに対しても、国債買い入れによるLSAP導入を勧告している (IMF [2014]) のに対し、BISは現在のあたかも「量的緩和競争」のような中央銀行の政策運営が、先行きの国際金融市場の安定に大きなリスクとなっていることや、各中銀による出口戦略の難易度が一段と増していることを強く警告している (BIS [2014])。これはかつて、資産

価格バブルに対して金融政策当局はいかに対応すべきか、という点に関して、バブル生成を未然に防ぐための対応は困難かつ不要で、バブル崩壊後に対応すれば足りると考える「Fedビュー」と、未然に防ぐための対応が必要と考える「BISビュー」とに分かれていたことをほうふつさせる。

ただし今回のLSAPの場合は、実際にこの手段による政策運営に踏み切った中央銀行についても、消極派（BISやECB）が指摘するような先行きのリスクや副作用があり得ることを当初から認め、それを踏まえた政策運営が行われてきている側面もある。例えばFedの場合は「出口戦略」を、それを実行に移すのはまだある程度先とみられる現時点までの段階で、かなり周到に検討を重ねてきている模様である。極めて潤沢な超過準備が存在するなかで、今後、果たしてこの出口戦略がアメリカのFF市場において有効に機能するものとなるのかを注視していく必要がある。また、BOEに関しては、当初から、LSAPに伴い発生しかねない損失は政府の負担とする制度設計となっているほか、Fedより約2年前の2012年末の段階ですでに、新たなLSAPのオペレーションを停止している。今後のFedの政策運営スタンスの変化もにらみつつ、BOEとしても金融政策運営の正常化に向けての取り組みに、いつ着手するのがベストか、機を窺っているものとみられる。このように、FedもBOEもともに、LSAPがもたらしかねない副作用や先行きのリスクを相応に意識した政策運営が行われてきていることがみてとれよう。

他方、LSAPに対しては「消極派」を貫いてきたECBも、ここへきてデフレ懸念が深刻化するのに合わせ、ABSPPやCBPP3を導入するなどして、政策運営スタンスを微妙に修正し始めているようにも見受けられる。ECBはこれまで、「金融政策運営のシグナルはバランス・シートの規模によって示せるものではなく、シグナリングはもっぱら政策金利の変更によって行う。非伝統的手段はあくまで、政策金利の変更の補完的な手段として用いる」というスタンスを堅持してきたところ、2014年10月2日の政策委員会後の記者会見において、ドラギ総裁はおそらく初めて「われわれの資産買い入れは、金融政策のスタンスをより幅広く緩和するものである（our asset purchases should ease the monetary policy stance more broadly）」と述べたことは注目される。ただし、ECBによる政策運営は、「出口政策」に関しては、主要中銀のなかでももっとも意を用いた政策運営を行っているとみられるほか、非標準的な手段による各プログラムは、債券の買い切りオペのみならず各種のリファイナンス・オペによるものも含めて、いずれも銀行による金融仲介機能の向上をねらっているゆえ、効果発現まで一定の時間を要するものとみられる。それらが今後のユーロ圏全体、および圏内各国の経済・物価情勢にいかなる効果をもたらすこととなるのかを慎重にみていく必要がある。

なお、各中央銀行ごとのスタンスに基づく政策運営の結果は、各中央銀行が買い切りの形で買い入れてきた資産の規模（図表22）や、資産規模の対名目GDPでみた際の規模（図表23）の形で表れており、各行ごとの差が顕在化している。各中央銀行による非伝統的な金融政策運営が現在、置かれている局面はそれぞれで、FedとBOEにとっては出口局面が近づきつつある半面、ECBと日銀にとっては、出口はまだ先となりそうな状況にある。いずれにせよ、非伝統的な手段による政策運営には、先行きの様々なリスクが伴わざるを得ない—中央銀行が巨額の資産を抱え、巨額のベース・マネーを供給した状態で、市場金利を引き上げ誘導することが果たして可能なのか、いずれかの時点で情勢が転換し、高インフレの進展につながるようなことはないのか、資産バブルは発生しないのか、中央銀行の財務への影響はどうか、各国政府の財政運営に大きな影響を及ぼすことはないのか、といった点である。

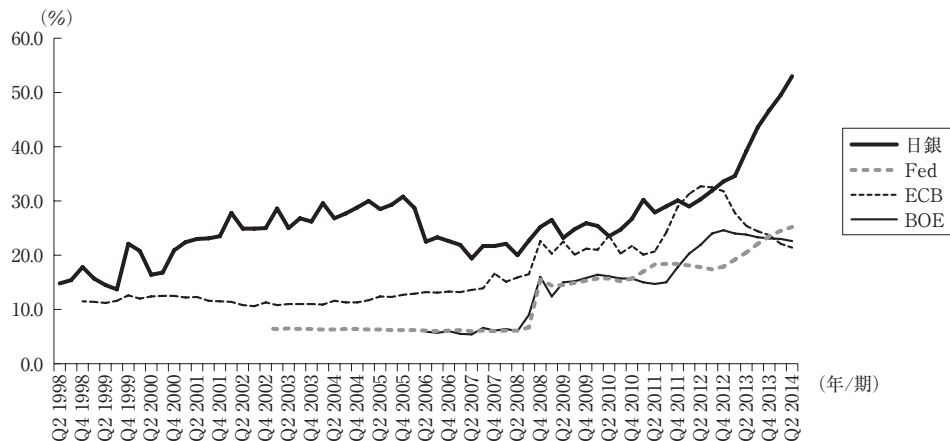
(図表22) 主要国中央銀行のバランス・シートの規模と構成の比較 (2014年時点)

中央銀行		総資産 (名目GDP比)	マネタリー・ベース (名目GDP比)	アウトライイト買い入れ (名目GDP比)	アウトライイト買い入れ (総資産比)
欧州中央銀行 (ユーロシステム)	直近 (2014年 5月)	18.7	12.8		
	ピーク (2012年 6月)	32.5	18.8	2.2	11.9
	危機前 (2007年)	14.4	9.1		
連邦準備制度	直近 (2014年 5月)	25.7	23.4	24.2	99.0
	危機前 (2007年)	6.2	5.8		
日本銀行	直近 (2014年 5月)	51.5	46.4	44.8	87.6
	危機前 (2007年)	21.7	17.7		
イングランド銀行	直近 (2014年 5月)	25.0	22.9	26.5	99.6
	危機前 (2007年)	7.2	5.3		

(資料) Vitor Constâncio (Vice-President of the ECB), "Recent challenges to monetary policy in the euro area", speech at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, June 19, 2014, European Central Bankを基に日本総合研究所作成

(原資料) ECB, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England.

(図表23) 日米欧中央銀行の資産規模の推移 (名目GDP比)



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS.

わが国においては、ともすれば、海外主要中央銀行による非伝統的な金融政策運営が、ひとまとめに「量的緩和」として、日銀による政策運営とも合わせて同質のものとして扱われがちな傾向が認められるが、これまでみてきたように、実際には必ずしもそうではない。ベース・マネーに対する考え方や扱いからしても、各中銀は現在、日銀とはかなり考え方を異にしている側面がある。また、各中央銀行は、非伝統的な手段による政策運営の効果をシビアに見極めようと、現在も、学界や国際機関等の客観的な眼をも踏まえた精力的な実証分析や研究に力を傾注し、それを実際の政策運営に活かそうとしている。また、出口戦略の実現可能性等についても、真剣な検討が行われている。わが国としても、こうした海外の主要中央銀行における取組等をよく踏まえつつ、今後の政策運営の在り方を、国全体として議論していくことが望まれる。

(2014. 10. 22)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・日本銀行企画局 [2009]. 『今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について』、BOJ Reports & Research Papers、2009年7月
- ・岩田規久男 [2012]. 『日本銀行 デフレの番人』日本経済新聞出版社、2012年6月
- ・岩田規久男・浜田宏一・原田泰（編著） [2013]. 『リフレが日本経済を復活させる 経済を動かす貨幣の力』中央経済社、2013年3月
- ・鶴飼博史 [2006]. 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」『金融研究』日本銀行金融研究所、2006年10月
- ・翁邦雄 [2011]. 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社、2011年6月
- ・翁邦雄 [2013a]. 『金融政策のフロンティア』日本評論社、2013年1月
- ・翁邦雄 [2013b]. 『日本銀行』ちくま書房、2013年7月
- ・黒田東彦 [2013]. 『量的・質的金融緩和—読売国際経済懇話会における講演—』日本銀行、2013年4月12日
- ・齋藤雅士、法眼吉彦、西口周作 [2014]. 「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：資金循環統計を用いた事実整理」『日銀レビュー』2014-J-4、日本銀行、2014年6月
- ・齋藤雅士、法眼吉彦 [2014]. 「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：銀行貸出と証券投資フローのデータを用いた実証分析」BOJ Reports & Research Papers、日本銀行、2014年6月

- ・白川方明 [2008]. 『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞社、2008年3月
- ・池尾和人 [2013]. [2013]. 『連続講義・デフレと経済政策——アベノミクスの経済分析』日経BP社、2013年7月
- ・岩田一政・日本経済研究センター（編） [2014]. 『量的・質的金融緩和 政策の効果とリスクを検証する』日本経済新聞社、2014年6月
- ・加藤出・山広恒夫 [2006]. 『バーナンキのFRB 知られざる米中央銀行の実態とこれからの金融政策』ダイヤモンド社、2006年3月
- ・加藤出 [2010]. 「短期金融市場の現場で何が起きたか？—量的緩和策と現在の非伝統的政策との比較を踏まえて—」『フィナンシャル・レビュー』（特集「通貨と短期金融市場」）財務省財務総合政策研究所、平成22年第1号（通巻第99号）、2010年2月
- ・加藤出 [2014]. 『日銀、「出口」なし！ 異次元緩和の次に来る危機』朝日新聞出版、2014年7月
- ・河村小百合. 『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、近刊.
- ・斉藤美彦 [2014]. 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2014年6月
- ・白塚重典 [2010]. 「わが国の量的緩和策の経験—中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証—」『フィナンシャル・レビュー』（特集「通貨と短期金融市場」）財務省財務総合政策研究所、平成22年第1号（通巻第99号）2010年2月
- ・田中隆之 [2014]. 『アメリカ連邦準備制度の金融政策』金融財政事情研究会、2014年9月

- ・ 福田慎一 [2010]. 「非伝統的金融政策—ゼロ金利政策と量的緩和政策—」『フィナンシャル・レビュー』（特集「通貨と短期金融市場」）財務省財務総合政策研究所、平成22年第1号（通巻第99号）2010年2月
- ・ 福田慎一 [2011]. 「第I部コメント」『金融危機とマクロ経済 資産市場の変動と金融政策・規制』（岩井克人、瀬古美喜、翁百合 [編]）東京大学出版会、2011年9月
- ・ 本多佑三・黒木祥弘・立花実 [2010]. 「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析—」『フィナンシャル・レビュー』（特集「通貨と短期金融市場」）財務省財務総合政策研究所、平成22年第1号（通巻第99号）2010年2月
- ・ 本多佑三・立花実 [2011]. 「第3章 金融危機と日本の量的緩和政策」『金融危機とマクロ経済 資産市場の変動と金融政策・規制』（岩井克人、瀬古美喜、翁百合 [編]）東京大学出版会、2011年9月
- ・ 本多佑三 [2013]. 「非伝統的金融政策の効果と波及経路」『経済セミナー』日本経済評論社、2013年12月・2014年1月号
- ・ 吉川洋 [2013]. 『デフレーション “日本の慢性病” の全貌を解明する』日本経済新聞出版社、2013年1月

- ・ Ben S. Bernanke and Vincent R. Reinhart [2004]. “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates (Policies to deal with Deflation)”, *American Economic Review*, The American Economic Association, May 2004.
- ・ Stefania D’Amico and Thomas B. King [2012]. “Flow and Stock Effects of Large-Scale Asset Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply”, *Finance and Economics Discussion Series* 2012-44, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., February 2012.
- ・ Ben S. Bernanke [2012]. “Monetary Policy since the Onset of the Crisis”, remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, August 31, 2012.
- ・ Stefania D’Amico, William English, David Lopez-Salido, and Edward Nelson [2013]. “The Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects”, *Finance and Economics Discussion Series* 2012-85, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., April 2013.
- ・ John C. Williams [2013]. “Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy”, panel discussion at the NBER Conference, October 18, 2013.
- ・ Simon Gilchrist and Egon Zakrajsek [2013]. “The Impact of the Federal Reserve’s Large Scale Asset Purchase Programs on Corporate Credit Risk”, *Finance and Economics Discussion Series* 2013-56, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., August 2013.
- ・ Han Chen, Vasco Curdia and Andrea Ferrero [2012]. “The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs”, *Working Paper* 2012-22, Federal Reserve Bank of San Francisco, Octo-

ber 2012.

- John H. Rogers, Chiara Scotti and Jonathan H. Wright [2014]. “Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison”, *International Finance Discussion Papers*, Number 1101, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 2014.
- Jing Cynthia Wu and Fan Dora Xia [2014]. “Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound”, *Center for Quantitative Economic Research Working Paper Series*, Federal Reserve Bank of Atlanta, June 2014.
- European Central Bank [2011a]. *The Monetary Policy of the ECB 2011*.
- European Central Bank [2011b]. “The ECB’s Non- standard Measures - Impact and Phasing - out”, *Monthly Bulletin*, July 2011.
- Domenico Giannone, Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin [2011]. “Non-standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments”, *Working Paper Series* No 1290, European Central Bank, January 2011.
- European Central Bank [2013]. “Box 1 The Governing Council’s Forward Guidance on the Key ECB Interest Rates”, *Monthly Bulletin*, July 2013.
- Philippine Cour- Thimann and Bernard Winker [2013]. “The ECB’s Non-standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure”, *Working Paper Series* No 1528, European Central Bank, April 2013.
- Seth Carpenter, Selva Demiralp and Jens Eisenschmidt [2013]. “The Effectiveness of the Non-standard Policy Measures during the Financial Crises The Experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank”, *Working Paper Series* No 1562, European Central Bank, July 2013.
- Peter Praet [2013]. “Forward guidance and the ECB”, *Vox. eu*, August 6, 2013.
- European Central Bank [2014a]. “The ECB’s Forward Guidance”, *Monthly Bulletin*, April 2014.
- European Central Bank [2014b]. “Box 5 Risk of Deflation?”, *Monthly Bulletin*, June 2014.
- Vitor Constâncio [2014a]. “Recent challenges to monetary policy in the euro area”, speech at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, June 19, 2014, European Central Bank.
- Vitor Constâncio [2014b]. “A new phase of the ECB’s monetary policy”, speech at the ECB’s workshops on non-standard monetary policy measures, October 6, 2014, European Central Bank.
- Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas [2014]. “Monet creation in the modern economy”, *Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, Bank of England, March 14, 2014.
- Martin Weale and Tomasz Wieladek [2014]. “What are the macroeconomic effects of asset purchases?”, *Discussion Paper* No. 42, External MPC Unit, Bank of England, April 2014.

- Michael A S Joyce and Marco Spaltro [2014]. “Quantitative easing and bank lending: a panel data approach”, *Working Paper* No. 504, Bank of England, August 2014.
- Claudio Borio and Piti Disyatat [2009]. “Unconventional monetary policies: an appraisal”, *BIS Working Papers*, No 292, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, November 2009.
- Jack Meaning and Feng Zhu [2011]. “The impact of recent central bank asset purchase programmes”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, December 2011.
- Jack Meaning and Feng Zhu [2012]. “The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2012.
- Boris Hofmann and Feng Zhu [2013]. “Central bank asset purchases and inflation expectations”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2013.
- Andrew Filardo and Boris Hofmann [2014]. “Forward guidance at the zero lower bound”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March 2014.
- Philip Turner [2014]. “The exit from non-conventional monetary policy: what challenges?”, *BIS Working Papers*, No. 448, Bank for International Settlements, Monetary and Economics Department, May 2014.
- BIS [2014]. *84th Annual Report 1 April 2013 – 31 March 2014*, June 29, 2014.
- IMF [2014]. “Euro Area Policies 2014 Article IV Consultation - Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director”, *IMF Country Report* No. 14/198, July 2014.
- Christina D. Romer and David H. Romer [2013]. “The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn’t Matter”, *American Economic Review*, The American Economic Association, May 2013.
- David Wessel (Ed.) [2014], *Central Banking after the Great Recession Lessons Learned, Challenges Ahead*, Brookings Institution Press, 2014.