

2021年1月7日
No.2020-034

量的緩和に踏み切った豪中銀 —コロナ禍での先進国中央銀行の金融政策運営の変容—

調査部 主席研究員 河村小百合

《要 点》

- ◆ 2008年秋のリーマン・ショック以降、米英欧日の主要中央銀行は、政策金利のさらなる引き下げ余地の枯渇（“ゼロ金利制約”）を背景に、いわゆる「量的緩和」（や「大規模な資産買い入れ」といった「バランス・シート（以下BS）政策」）に相次いで踏み切った。欧州中央銀行や日銀ではマイナス金利政策をも併用している。もっともそうした金融政策運営は、コロナ危機前までは日米欧の主要中銀が中心で、他の先進国や新興国の中銀まで幅広く採用しているものでは必ずしもなかった。
- ◆ しかしながら、今般のコロナ危機は、日米欧以外の先進各国の中央銀行の金融政策運営にも変容を迫りつつある。本稿ではその例としてオーストラリア準備銀行（RBA: Reserve Bank of Australia）をとりあげ、RBAが先行した主要中銀による非伝統的手段による金融政策運営をどのように評価したうえで、今次コロナ危機に際し、いかなる金融政策運営を展開しているのかを検討する。
- ◆ 豪経済にも世界的な低金利、低インフレ傾向の影響が及ぶなか、RBAにおいてもコロナ危機到来前の時点で非伝統的な手段に関する先行事例の評価が行われていた。具体的には、危機時には事態鎮静化の効果が認められる一方で、いくつかの副作用が指摘され、RBAとしては、インフレーション・ターゲットの達成が中期的に困難になった場合、非連続的な形で非伝統的な手段による金融政策運営に移行することが想定されていた。
- ◆ コロナ危機の初期段階の2020年3月、RBAはまず、政策金利であるキャッシュ・レートのターゲットを0.25%まで引き下げるとともに、3年物豪国債のイールドに初めて0.25%というターゲットを設定した。その達成のために豪国債等の買い入れオペレーションが実施されたが、この時点ではオペレーションの「量」が問題とされるものではなかった。3年物金利へのターゲットの設定には、短期の政策金利を低水準に据え置くことを長期化させることをあらかじめ約束する、フォワード・ガイダンスを強化する意味合いもあった。

- ◆ RBA は 2020 年 11 月、目先の経済見通しではなく、豪経済のとりわけ雇用情勢の悪化が長期化しかねないとの分析に基づき、追加緩和に踏み切った。その主な内容は、短期のキャッシュ・レートおよび 3 年物金利のターゲットをともに 0.1% にまで引き下げるとともに、向こう半年間、1,000 億豪ドル規模の国債等の買い入れを実施するというものである。これは RBA がついに“ゼロ金利制約”に直面したことを意味し、RBA 自身も今回の追加緩和をもって、同行が量的緩和、すなわち BS 政策に踏み出したことを認めている。イールド・カーブの短期の部分には「価格（金利）」、長期の部分には「量」のターゲットを設定するという金融政策運営は他の中銀にはみられない、ユニークなものである。なお、マイナス金利政策については RBA は引き続き懐疑的な見方を崩しておらず、採用されていない。
- ◆ RBA は金融政策運営の今回の転換に際しても従前と同様、その判断の根拠や効果の波及の考え方等を細部に至るまで理路整然と、かつ明快に説明している。今後の①豪経済が、とりわけ RBA が注視する雇用情勢の推移いかん、②それを受けての BS の拡大に対する RBA の対応と今後の金融政策運営、さらには、③BS 政策を展開する中央銀行がこのように先進国全体に拡大し、グローバルにみた際の流動性の供給が一段と増加するなかで、資産市場をはじめとする国際金融市場にいかなる影響が及ぶことになるのかを注視していく必要があるといえよう。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・河村小百合宛にお願いいたします。

Tel: 090-9956-4503

Mail: kawamura.sayuri@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. はじめに

コロナ危機は日欧米の主要中央銀行のみならず、それ以外の先進国の中央銀行の金融政策運営にも影響を及ぼしつつある。本稿では、2008年のリーマン・ショック以降においては、米英欧日の中銀のような「バランス・シート政策」を採用するには至らなかった中銀の一つであるオーストラリア準備銀行（RBA: Reserve Bank of Australia）をとりあげる。2020年春先のコロナ・ショックによる金融市場の動揺の際、RBAは金融政策運営上いかなる対応を採ったのか、また、その後も経済の低迷が長引くもとで、どのような方向に金融政策運営を展開しつつあるのか、といった点について詳しくみるとともに、コロナ危機以降の、RBAをはじめとする各国中銀の金融政策運営の転換が今後の各国の経済や国際金融市場に及ぼす含意について検討することとしたい。

2. 豪における中央銀行（RBA）の位置付けとミッションおよび政府との関係

オーストラリア（以下、豪）においては、金融政策運営の目標は、1959年の準備銀行法（Reserve Bank Act 1959）において、①豪の通貨価値の安定、②豪における完全雇用の維持、③豪の人々の経済的な繁栄という3つの点が掲げられている。これらの目標は1990年代初頭に、「消費者物価上昇率が年率2~3%となること」という形で実務上表現されるようになった。すなわち、豪では「インフレーション・ターゲティング」が採用されているが、それは杓子定規なものではなく、これを採用するイングランド銀行（BOE）をはじめとする他の主要中銀と同様、柔軟な形で運営されている。豪の場合、こうした具体的な目標は、RBA 総裁（Governor）と財務大臣（Treasurer）との間での合意により決定される。直近では、この両者による「金融政策の実行に関する2016年の声明」において、「金融政策の適切なターゲットは、時間をかけて2~3%のインフレ率を達成することである」と明記されている。

なお、RBAの準備銀行理事会¹は、政治的なプロセスからは独立して金融政策の決定を行う。政府による金融政策に関する指示を受け入れることはなく、政府側がボードに出席するのは年11回開催されるボードのうちの1回にとどまる。RBAと政府の関係は「協議を伴う独立性」（independence with consultation）と呼ばれており、RBAは独立性を保証される半面、政府側と協議すること、および対外的な説明責任（accountability）を果たすことが求められている。

中央銀行と政府との関係でもう一つ重要なのは、国債管理と金融政策運営の関係である。豪の基本的な考え方は、「健全な財政政策が行われるためには、政府がいかなる財政赤字をも、中央銀行から借り入れるのではなく、民間部門に対して市場金利で発行する証券によってその全額を資金調達することが必要」というもので、多くの国ではこの結果を実現するための法制度²を有しているが、豪では財務省と準備銀行との間での合意に基づき事実上達成されている。財務省は直接的に、政府の債務管理に責任を負い、準備銀行は金融政策に責任を負っている。

また、RBAが対外的な説明責任を果たすうえでの根拠は、「1959年準備銀行法」と「2013年公共ガバナンス、パフォーマンスおよびアカウンタビリティ法」である。豪は先進国中でも指折りの健全財政国であるが、かねてより「ニュー・パブリック・マネジメント」（NPM）の考え方に基づ

¹ RBAには①準備銀行理事会（Reserve Bank Board）と②決済システム理事会（Payment System Board）の2つの理事会が設けられている。準備銀行理事会は決済システムに関する政策運営を除くすべての事項を司り、金融政策運営に関する決定も行う。

² 例えばわが国では財政法に、中央銀行による国債の直接引き受けを禁ずる規定が存在する。

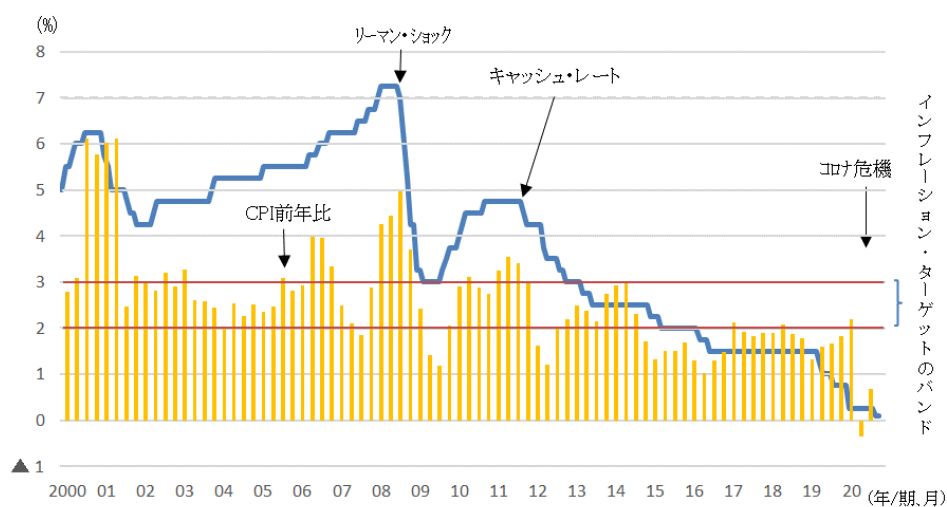
き、財政運営等を透明化を梃子の一つとして、健全財政を実現している。そうした国全体の取り組みの一環として、RBA も対外的な説明責任を負っていることになる。

3. リーマン・ショック後の RBA の金融政策運営

(1) リーマン・ショック時の豪経済の状況と金融政策運営

リーマン・ショック直前の 2008 年初めの状況をみると、豪の消費者物価（CPI）上昇率は、原油価格高騰の影響もあって前年比+5%に達する勢いで急伸しており（図表 1）、この頃の RBA は金融引き締め局面にあった。その後、インフレ圧力の緩和もあって同年 9 月初に緩和に転じたところ、その 2 週間後に世界的な金融危機に見舞われる結果となった。

（図表 1）豪 CPI 前年比と豪中銀キャッシュ・レートの推移



（資料）Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
（原資料）Australian Bureau of Statistics、Reserve Bank of Australia.

その際、RBA においても金融政策運営の考え方は大きく変えられることとなった。準備銀行理事会は 2008 年 10 月終わりには、アグレッシブに政策金利（キャッシュ・レート）を引き下げる必要があると結論付け、2008 年末までの 4 カ月間に政策金利であるキャッシュ・レート（オーバーナイトのインターバンク金利）を 300bp (bp=1/100%)、7.25%から 4.25%まで引き下げ、2009 年入り後もさらに 3%にまで引き下げた。

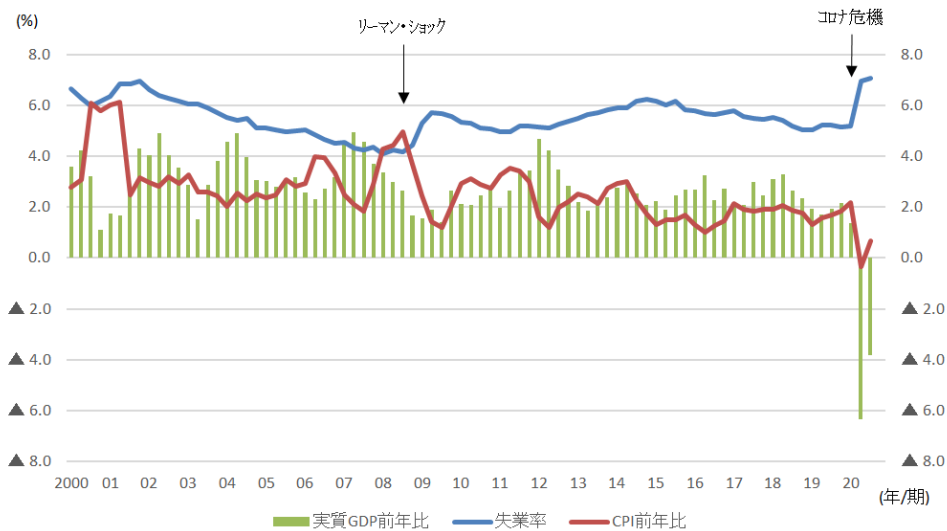
RBA としては当時、こうした金融政策運営を「リスクマネジメント・アプローチ」と呼称している。2008 年初めまではインフレ基調にあったことから、これとは対照的に、政策金利をもっとゆっくり引き下げる「より伝統的なアプローチ」もあり得たが、RBA の政策判断上は、危機による経済の収縮への対応の必要性が勝り、「リスクマネジメント・アプローチ」が採用された。

もっとも、豪経済はリーマン・ショック後も景気後退に陥ることはなく（図表 2）、物価も危機直後こそ RBA の目標バンド（前年比+2~3%）を下回る局面もみられたものの、前年比は一貫してプラスで、その幅も最低でも 1%を上回って推移し、ほどなく目標バンド内に回帰した。

こうした実体経済の推移を映じ、RBA の政策金利の水準はリーマン・ショック後、もっとも低い

時でも3%にとどまり、欧米の主要中銀や日銀のように“ゼロ金利制約”が意識されることはなかった。ゆえに「非伝統的手段」、換言すれば「バランス・シート政策」の採用が視野に入ることもなく、RBAは危機前と同様の金融政策運営を行うことができていた。実際の金融調節の面をみても、民間銀行によるRBAへの預入残高である為替決済バランス³に付利する必要もなく、危機前と同様に、日々の資金供給、ないしは吸収オペレーションによってインターバンク市場の資金需給を変化させ、政策金利を誘導することができていた。

(図表2) 豪実体経済指標の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。
 (原資料) Australian Bureau of Statistics.

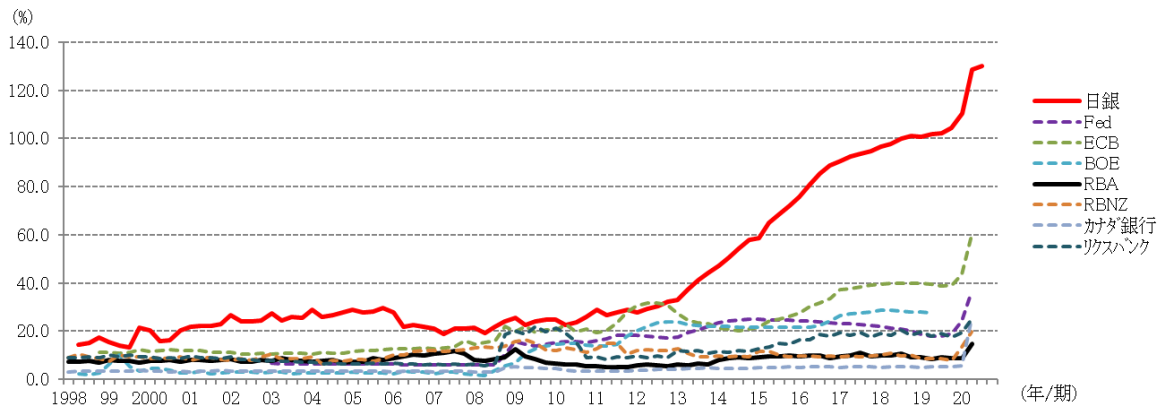
(2) その後のRBAの政策運営と他の主要中銀の非伝統的な手段に対する評価

その後もRBAは、先進国のなかで伝統的な金融政策運営を継続する中央銀行の一角にとどまった。米連邦準備制度(Fed)、BOE、日銀、欧州中央銀行(ECB)という4主要中銀とは異なり、カナダ、ニュージーランド、スウェーデン等の先進各国の中央銀行と同様、RBAはコロナ危機到来前までは、資産規模を大きく膨張させることはなかった(図表3)。

もっともRBAも2013年以降、とりわけCPIがターゲットから下振れた2015~16年頃の局面では金融緩和の一環として資金供給を増額したため、資産規模は膨らんだものの、その程度はリーマン・ショックが発生した2008年末とほぼ同レベルにとどまっていた(図表4)。さほさりながら、豪において2010年代入り後、物価上昇率の水準が従前に比較して徐々に切り下がっていたのは事実であり(前掲図表1)、RBAの政策金利であるキャッシュ・レートは、2013年頃には早くも、リーマン・ショック時のボトム水準であった3%を下回り、その後、さらに引き下げられていくことになった。

³ わが国でいえば、日銀の当座預金残高に相当。

(図表3) 先進各国の中央銀行の資産規模 (名目 GDP 比) の推移

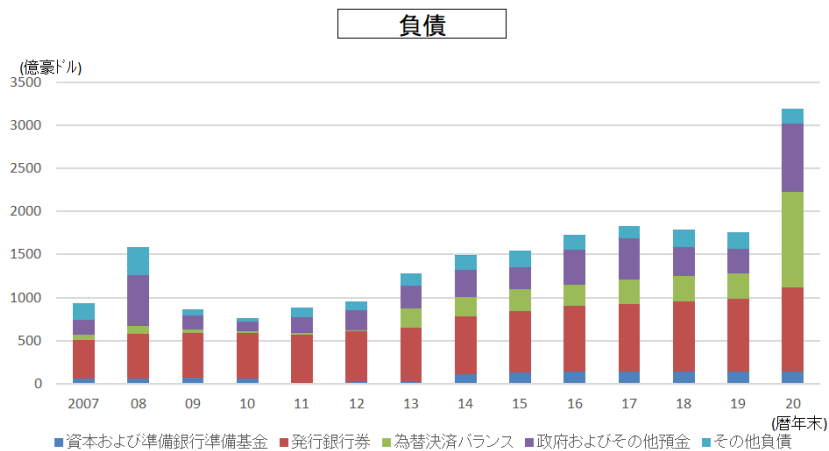
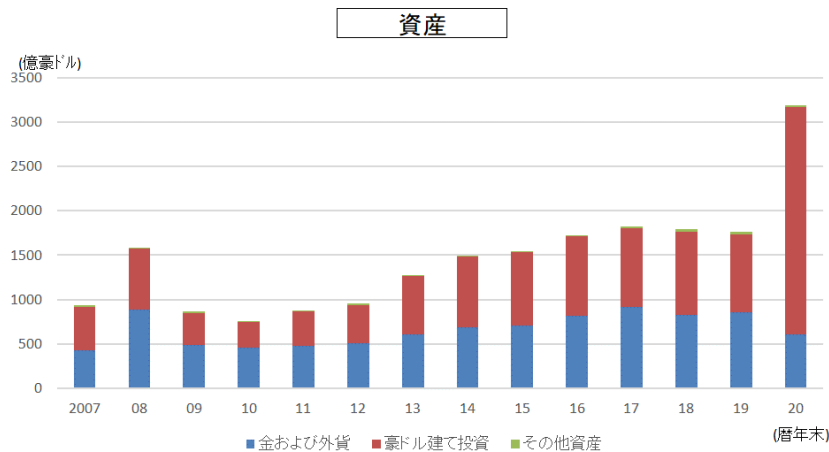


(資料) Thomson Reuter Eikon, 日本銀行『金融経済統計月報』, FRB, *Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks*, ECB, *Statistical Bulletin*, BOE, *Monetary and Financial Statistics*を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、Reserve Bank of Australia、Australian Bureau of Statistics、Reserve Bank of New Zealand、Statistics New Zealand、Bank of Canada、CANSIM - Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB - Statistics Sweden。

(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2020年12月現在、2019年6月値までしか公表されていない。

(図表4) 2007年以降のRBAのバランス・シートの内訳別推移



(資料) RBA, "Liabilities and Assets -Summary-"データを基に日本総合研究所作成。

(注) 2020年末は12月16日時点。

この頃から RBA としてはその先、金融政策運営の伝統的な手段である政策金利の引き下げ余地が狭まり、“ゼロ金利制約”に直面した際の政策対応について検討し始めていた模様である。ロウ総裁は 2019 年 11 月、2020 年が世界各国がコロナ危機に見舞われる年になろうとはまだ誰にも予想がつかなかった時期に、「非伝統的金融政策：海外からのいくつかの教訓」と題した講演⁴を行っている。同総裁はその冒頭でまず、「低金利は一時的な現象ではない。むしろ、豪においてもしばらくの間継続しそうである。それは、何らかのグローバルで強力なファクターが、ありとあらゆるところの金利に影響を及ぼしている結果でもある」と述べたうえで、RBA もその検討に参画した BIS のグローバル金融システム委員会による非伝統的金融政策の評価に関する報告書⁵に言及しつつ、海外主要国の中央銀行による非伝統的手段に関する自らの所見、評価として次の 3 点を挙げている。

1. 市場にストレスがかかった際、様々な手法による流動性供給や、ターゲットを絞った介入は、首尾よく事態を鎮静化させ、経済を支援することができた。
2. 様々な非伝統的手段には、いくつかの副作用が伴う。
具体的には、
 - (1) 非伝統的な手段を過度に用いてしまうと、システム内の他の主体（民間金融機関、金融監督当局、財政当局）のインセンティブを、おそらく好ましくない方向に変えてしまい、金融政策への過度な依存が生じかねない。
 - (2) 銀行貸出と資源の効果的な配分に悪影響を与えてしまう。
 - (3) 金融政策と財政政策との境界が曖昧になり得る。
3. 非伝統的手段のパッケージは、中央銀行による明確なコミュニケーションによって信認が高められた際に最もよく機能する。

そのうえで、ロウ総裁は、海外の経験からのこうした教訓を踏まえつつ、豪において、RBA としては、非伝統的手段を将来的に採用する可能性をいかに考えるかについての所見として、次の 5 点を挙げている。

1. RBA は長らく、柔軟な市場オペレーションを行ってきた。過去、世界的な金融危機の際にもその柔軟性を活用したが、今後再びストレスがかかるような局面があれば、RBA は再びこの柔軟性を発揮するつもりである。
2. マイナス金利政策の導入は豪においては極めて考えにくい。豪は日欧のような状況にはなく、経済成長率の見通しはより高く、銀行システムはより良好な状態にあり、人口面でのプロフィール（引用者注：年代別構成の意味）も良好であり、デフレーションに陥ったこともない。
3. 民間セクターの資産を QE（量的緩和）の一環として買い入れる意向は RBA には全くない。
4. あくまで仮定の話であるが、「もし」RBA が量的緩和のプログラムをとり入れるとすれば、

⁴ Philip Lowe, “Unconventional Monetary Policy: Some Lessons From Overseas”, *Address to Australian Business Economists Dinner*, Sydney, November 26, 2019.

⁵ Committee on the Global Financial System, “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”, Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), CGFS Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019.

流通市場から国債を買い入れる。国債を選ぶ理由は、それが他のすべての資産や経済における金利に対して、リスクフリー・レートを提供するものであることによる。

そして「もし」、金融政策運営が QE を実施する方向に入らなければならなくなる可能性があるとするれば、イールド・カーブに沿ったリスクフリー・レートを下げるという意図をもって行うことになる。それには次の2つの経路が考えられる。

(a) 国債買い入れによる直接的な価格へのインパクト

(b) 市場の期待、もしくはシグナル効果を通じて

— 国債買い入れは、RBA がキャッシュ・レートを拡張された期間について低水準で維持するというコミットメントの信認を強化することになる。

5. 豪において、QE を導入する閾値 (threshold) にはまだ到達していない。近い将来に到達するとも期待してはいない。

個人的には、金利の引き下げから量的緩和へと、スムーズに連続していくものではないと考えている。

ただし、QE が救いの一手となる状況もあり得る。国際的な経験からは、市場の状況にストレスがかかった際、中央銀行は国債を買い入れることによって市場を安定させることができる。経験上いえることは、QE は金利と為替レートの双方に追加的な押し下げ圧力をかけるということだ。QE を採用すべきケースかどうかを考えるうえでは、これらのプラスの効果と副作用のバランスをとることが求められる。合わせて、市場の機能を考慮する必要もある。豪において、何が QE を導入する閾値 (threshold) となり得るかを正確に言うことは難しいが、われわれの目標達成が中期的に難しい、という証拠が累積してきた場合に、QE の採用が検討されることになるだろう。

4. コロナ危機下での金融政策運営と RBA の考え方

(1) 2020 年 3 月の金融政策運営

そして、ロウ総裁のこの講演からわずか4カ月経過後の2020年春、豪も世界各国と同様、コロナ危機に見舞われることとなった。豪の場合、実体経済の面では、失業率が急上昇したのはリーマン・ショック時と同様ながら（前掲図表2）、2020年第2・第3四半期の実質GDP成長率は大幅マイナスに転落し、リーマン・ショック時には景気後退には陥らずに済んだのとは対照的な事態となった。これは、コロナウィルス感染症の拡大防止のために経済活動のかなりの部分が停止を余儀なくされたことによる。また同時に、豪の金融市場においても急激な機能不全状態⁶に追い込まれる

⁶ RBA のデベル副総裁は2020年6月30日の講演 (Guy Debelle, “The Reserve Bank’s Policy Actions and Balance Sheet”, *Speech at The Economic Society Australia, June 30, 2020*) において、米国債市場における機能不全を引き起こしたのと同様の、以下の5点にみられるようなダイナミクス (力学) が、豪国債市場や他の先進経済債券市場でも起こっていると述べている。①キャッシュの絶望的な奪い合い、②リバランシング (アセット・マネージャーによる債券売り・エクイティ買い)、③レパレッジ取引の巻き戻し、④新興諸国中銀による外国為替介入 (外貨準備ポートフォリオ内の米国債・豪国債等の先進国国債売り)、⑤ディーラーのBSの制約。□ 市場の機能不全は、債券市場における金利のボラティリティとなって表れる。さらに、市場の機能不全は、債券市場における金利のボラティリティとなって表れている、とも述べている。

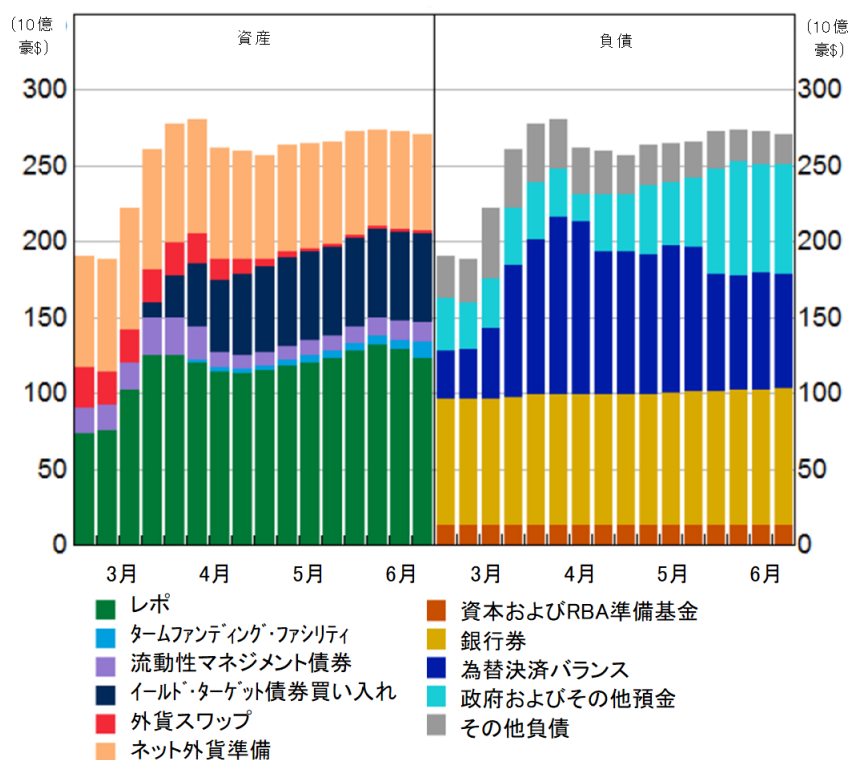
こととなった。

こうしたコロナ危機への初期の対応として、RBAは2020年3月、以下の内容から成る金融政策パッケージを打ち出した。

- ① キャッシュ・レートのターゲットを0.25%に引き下げ。
- ② 3年物豪国債のイールドのターゲットを0.25%に設定。
- ③ RBAの日々のオペレーションの量および満期をともに拡張。
- ④ 銀行システムを対象とするタームファンディング・ファシリティ（以下TFF）を、3年物0.25%で供給。
- ⑤ RBAにおける為替決済（ES）残高に対する付利を0.1%に設定。

①のキャッシュ・レートのターゲットの引き下げは、危機前から用いられてきた標準的な金融政策手段である。ただし、②の3年物イールド・ターゲットの導入に合わせて、RBAによる国債等の買い入れが開始され、その見合いとして民間金融機関に供給される資金の一定の部分がRBAに預け入れられ、為替決済残高に積み上がること（図表5）を見越し、RBAはその残高に対する10bpの付利を開始した（上記⑤）。

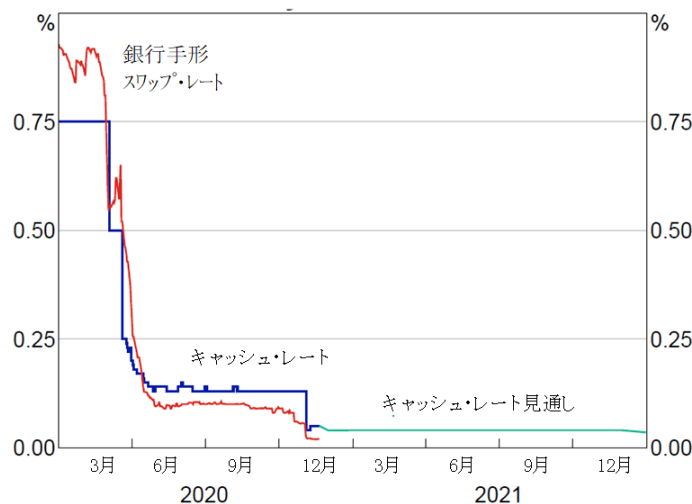
（図表5）コロナ危機下（2020年中）でのRBAのバランス・シートの内訳別推移



（資料）Gut Debelle, “The Reserve Bank’s Policy Actions and Balance Sheet”, *speech at The Economic Society Australia*, June 30, 2020, Graph 1, p3を基に日本総合研究所作成。
 （原資料）Reserve Bank of Australia.

その結果、実際のキャッシュ・レートは 0.13~14%で推移している（図表6）。これは、キャッシュ・レートのターゲットは 0.25%と為替決済残高に対する付利の 0.1%よりも高く設定されたためである。そのもとで、民間金融機関は、RBA に余剰資金をいわば“超過準備”として為替決済残高に預けておくよりも貸し出しに回すインセンティブを与えられているものの、実際には貸し出しの取引コストや信用リスクを勘案して、為替決済残高の付利の数 bp 上回るリターンが得られない限り、民間銀行は一般的には貸出には回さないことによる。RBA は為替決済残高への付利を政策金利として位置づけてはいないものの、実際の短期金融市場金利はこの付利の水準へのサヤ寄せされる形で形成されている。これは、豪においても徐々に短期金融市場で余剰資金が積み上がるなかで、同様の状況下にある短期金融市場、例えば ECB のお膝元のユーロ圏の短期金融市場におけるのと同様のメカニズムが作用して、短期金融市場金利が形成されるようになりつつあることを意味する。すなわち、ユーロ圏の短期金融市場においては、ECB が 2014 年半ばにバランス・シート政策に踏み出して以降、実際の短期金融市場金利は、ECB が金融政策運営上用いる 3 本の政策金利の真ん中に位置し本来は政策金利としての役割の中心を担うはずの「メインリファイナンス・オペ金利」ではなく、現在は ECB の当座預金への付利に適用され市場金利の下限を画する役割を担う「預金ファシリティ金利」の近傍にサヤ寄せされる形で形成されている。短期金融市場金利が、中央銀行による当座預金への付利水準の近辺で形成されるようになるというのは、非伝統的な金融政策手段が用いられた結果として余剰資金が流入してきた場合に共通して認められる状況といえ、豪の短期金融市場においても同様の状況が成立しつつあるとみることができよう。

（図表6）2020年以降の豪の短期金融市場金利の推移と見通し



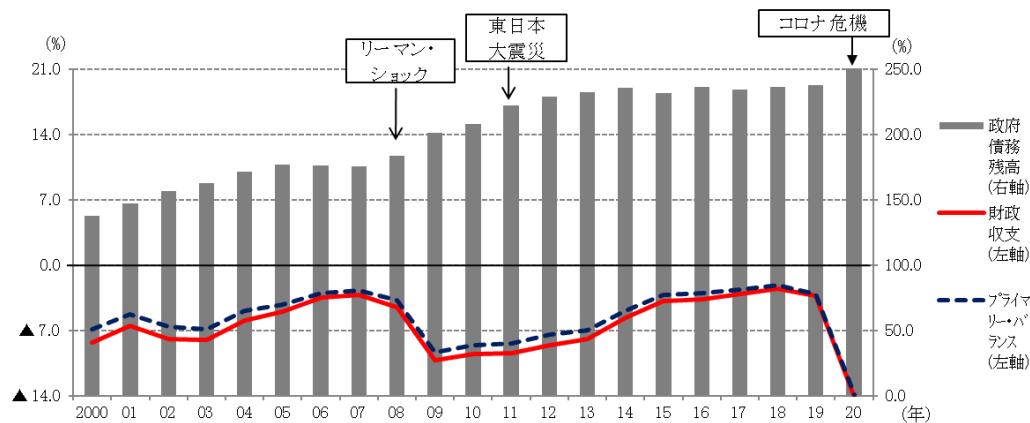
（資料）Guy Debelle, “Monetary Policy in 2020”, Speech at Australian Business Economists Webinar, Online, November 24, 2020, p6, Graph 3を基に日本総合研究所作成。
（原資料）Bloomberg, RBA.

なお、RBA はキャッシュ・レートのターゲットの 0.25%への引き下げと合わせて、「完全雇用に向けての進展があり、インフレーションが持続可能な形で 2~3%のターゲットのバンド内に収まる事が確信できるようになるまで、キャッシュ・レートのターゲットを引き上げることはない」と表明している。これはすなわち、RBA が政策金利の引き下げと合わせて、非伝統的な金融政策手段

の一つである「フォワード・ガイダンス（以下FG）」を用いていることを意味する。

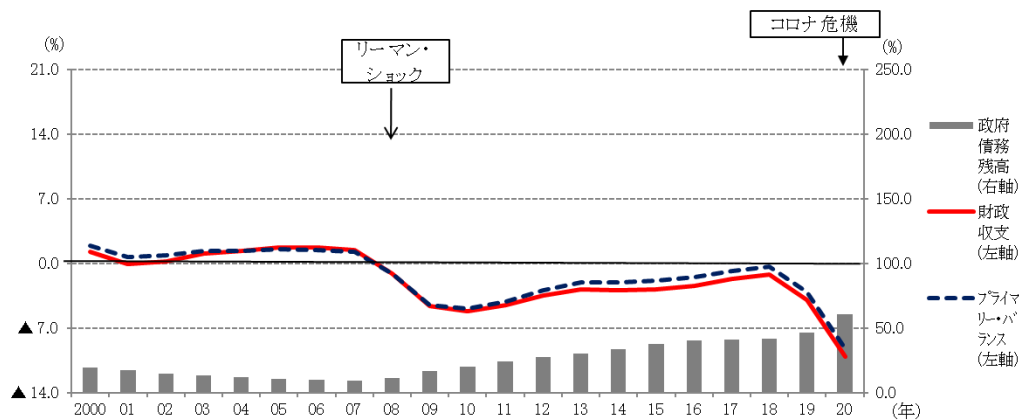
さらに、RBAは今回初めて、②豪国債の3年物イールドに関しても0.25%のターゲットを設定した。これは他の主要国の中央銀行を見渡しても他にあまり例のない金融政策運営であり、その意図や効果に関しては、米Fedからも注目されている⁷。RBAはその意図は何よりも、①豪経済全体の資金調達コストの低減にあるとしており、3年物という年限を選んだ理由としては、豪国内の貸出金利の多くが3年物国債のリスクフリー・レートに連動していることを挙げている。さらに、3年物国債金利のターゲットを実現するためにRBAが行う豪国債等の買入れは、州債等も含めた豪の公債市場がコロナ危機下で陥った機能不全への対応策でもあることが強調されている。このほか、RBAが明示的に述べていることではないものの、豪の場合はこれまで長年にわたり、わが国（図表7）とは極めて対照的に、先進各国のなかでも屈指の健全な財政運営が行われてきた（図表8）ことから、RBAが買入れの対象とするうえで、国債のみでは市場規模に制約があった可能性もあるように見受けられる。

（図表7）2000年代以降のわが国の財政指標（一般政府ベース、いずれも名目GDP比）の推移



（資料）IMF, World Economic Outlook Database, October 2020を基に作成。
（注）2018年以降は、2020年10月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見通し。

（図表8）2000年代以降の豪の財政指標（一般政府ベース、いずれも名目GDP比）の推移



（資料）IMF, World Economic Outlook Database, October 2020を基に作成。
（注）2019年以降は、2020年10月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見通し。

⁷ 2020年6月9~10日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨（Minutes）参照。

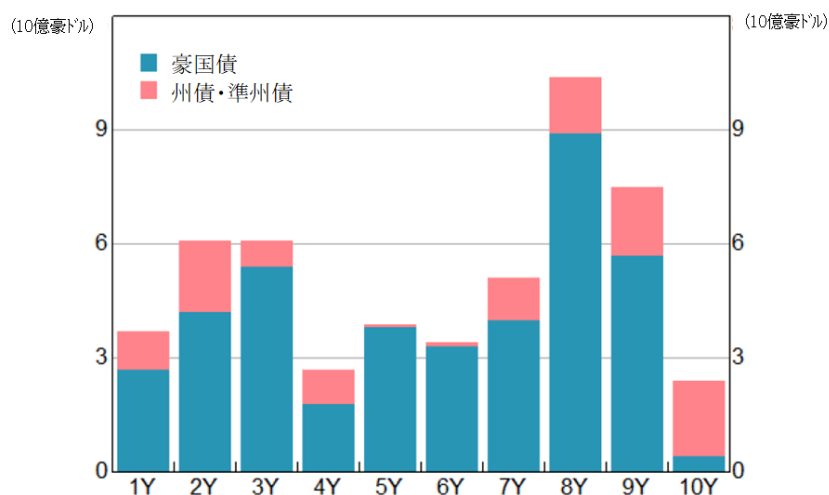


RBA はあくまで、国債等は民間金融機関から買い入れ、連邦政府や州政府等から直接、買い入れることは決してしないことを明確にしている。また、買い入れた国債のかなりの部分は期近物以外の債券（off-the-run bonds）であり、RBA が指標銘柄ともいえる期近物（on-the-run bonds）には決して手は出さず、市場の健全な価格発見機能を尊重し、維持しようとする意図がみてとれる⁸。実際、RBA の買い入れによって、ディーラーの BS の制約は相当に改善し、債券市場の機能回復のペースを速めることに貢献したとみられている。

なお、RBA としてはこの段階では、「こうした豪国債等の買い入れは、RBA の BS の拡大を意味するものの、その焦点はあくまで債券のイールドであって、債券買い入れの量やタイミングではない」、また「RBA の BS がどの程度膨張したかには意味はなく、米英欧日の中銀がとっているような『バランス・シート政策』には該当しない」ことを明らかにしている。実際、このターゲットを達成するため、3 年物の国債等ばかりではなく、イールド・カーブにまたがる幅広い年限の豪国債等が買い入れられた（図表 9）が、3 年物で 0.25% というイールド・ターゲットは 2020 年 4 月までの国債等の買い入れ等でほぼ達成され、その後 2020 年の秋口にかけては買い入れは見送られていた（図表 10）。

ちなみに RBA は 3 年物のターゲットについても、完全雇用とインフレーションのターゲットの目標達成に向けての進展があるまで維持するつもりであること、およびイールドのターゲットは、キャッシュ・レートの引き上げの前に解除される見通しであることを明らかにしており、この政策もまた FG の一環としての色彩が濃いことがみてとれよう。

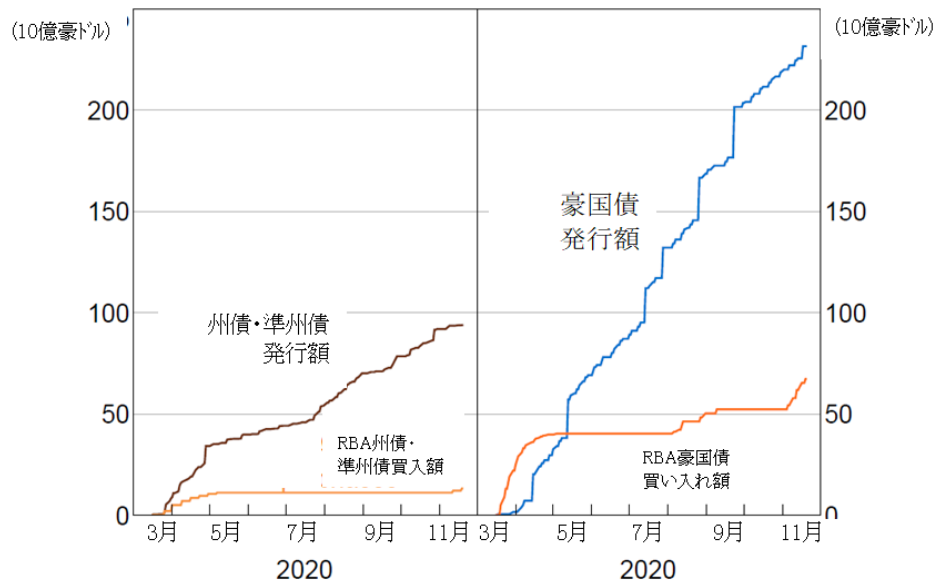
（図表 9）コロナ対応初期局面における RBA の年限別買い入れ額
（2020 年 3 月 20 日～6 月 25 日）



（資料）Guy Debelle, “The Reserve Bank’s Policy Actions and Balance Sheet”, Speech at The Economic Society Australia, June 30, 2020, p9, Graph 6を基に日本総合研究所作成。
（原資料）RBA.

⁸ わが国においても、白川日銀総裁の時代には、国債買い入れオペレーションに際して、同様の配慮がなされていた。

(図表 10) 豪の公債発行額と RBA 買い入れ額の推移
 (2020 年 3 月～11 月の累積額ベース)



(資料) Guy Debelle, “Monetary Policy in 2020”, Speech at Australian Business Economists Webinar, Online, November 24, 2020, p10, Graph 7を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) Bloomberg, RBA, Yieldbroker.

このほか、RBA がコロナ危機への初期対応として着手した政策には、③日々のオペレーションの量・満期の拡張や、④銀行システムを対象とするタームファンディング・ファシリティの供給（3年物 0.25%）があり、これらはいずれも、コロナ危機で銀行システムからの流動性需要が大規模に増加したことへの対応であった。後者に関しては、豪財務マネジメント局によるノンバンク支援プログラムによる信用補完が付されており、欧米主要国の場合と同様、コロナ危機下にあっても、危機対応のオペレーションの結果、中央銀行である RBA の財務を傷めてしまうことのないよう、政府が責任をもってコスト負担を行う体制が整えられていることがわかる。

(2) コロナ危機下での非伝統的、もしくは異例の金融政策手段に関する RBA の考え方

その後 2020 年夏にかけて、豪においても実体経済が、コロナ危機から短・中期で V 字型に回復することは現実的には難しいことが次第に明らかになるなかで、RBA はさらなる金融緩和が必要になった際の手段の検討を行っていた。その具体的な内容は、2020 年 7 月のロウ総裁の講演⁹や、同年 9 月のデバル副総裁の講演¹⁰で明らかにされている。追加緩和のオプションとしては以下の 4 つが RBA の検討対象とされており、実際の採用の可能性を RBA がどのように判断しているのかにつ

⁹ Philip Lowe, “COVID-19, the Labour Market and Public Sector Balance Sheets”, *Address to the Anika Foundation*, Online, July 21, 2020.

¹⁰ Guy Debelle, “The Australian Economy and Monetary Policy”, *Speech at Australian Industry Group Virtual Conference*, September 22, 2020.

いても言及されている。

①イールド・カーブに沿ってのさらなる債券の買い入れ

これはさらに長めの年限の国債金利の引き下げを期待できる。しかしながら、豪の場合、そうした長めの年限の国債金利に連動する金融商品はほとんどなく、これは 10 年国債金利がモーゲージ金利の鍵となっており不動産市場を通じて実体経済への強い影響力を持つアメリカとは対照的であり、豪の実体経済を底上げするうえで、どの程度の意味があるのかには疑問も残る。2020 年 3 月の危機対応パッケージにおいて、RBA が 3 年物金利にターゲットを定めたのは、豪の金融商品の大部分がイールド・カーブの短い年限に連動していることによる。

他方、債券買い入れには、上述の「金利効果」に加え「ポートフォリオ・バランス効果」がある。中銀による国債買い入れとは、民間金融機関が中央銀行を相手に、デュレーションの短い資産（キャッシュ）と長い資産（国債）を交換する取引を行うことに相当し、キャッシュを得た投資家は、長めのデュレーションのエクスポージャーを得るために、外貨建て資産を含めて他の資産に乗り換えるように促されることに。実証分析上、この 2 つの効果を分離して把握することは困難である。

②外国為替市場介入

豪ドルの足許の外国為替相場はほぼファンダメンタルズと合致して推移していることからすれば、RBA が外国為替市場介入を行うとして、現下の環境で有効かどうかは定かではない。過去 10 年間のスイスの経験（2015 年のスイス・フランの上限導入前）は、ある通貨がファンダメンタルズ上の価値からそう大きくは乖離せずに推移している際に、当該国の通貨当局が外為介入を実施した場合、得られる効果には限界があるという問題が生じ得ること¹¹を物語っている。また、為替とは相対価値であることを肝に銘じる必要がある。

③経済における現行の金利体系のマイナス圏内に入らない範囲でのさらなる引き下げ

現行の ES 残高への付利は 0.1% で、3 年イールド・ターゲットは 0.25% で、TFF の借入金利も同じく 0.25% であるがゆえ、現行の金利体系にはさらなる引き下げの余地がある。

④マイナス金利

デベル副総裁は、マイナス金利に関する主要中銀や国際機関等による実証分析結果はまちまちとなっていることを指摘したうえで¹²、「マイナス金利は、短期的には為替の押し下げに寄与することが可能であるが、中期的には、金融システムに対する効果を通じて、その有効性は色あせてしまう」と喝破している。さらに、「マイナス金利は、家計が貯蓄の価値に関心を向けるのにつれて貯蓄をよ

¹¹ デベル副総裁は講演に際してこのような表現を用いているが、具体的には、通貨当局の外国為替市場介入によっても、ファンダメンタルズを反映しない方向に外国為替相場を動かすことは難しい、と示唆しているものとみられる。

¹² デベル副総裁は、①ECB の 2020 年 3 月の Economic Bulletin 掲載論文、②2017 年の米 Fed のワーキング・ペーパー (FEDS)、③2019 年 10 月の BIS のグローバル金融システム委員会 (CGFS) の報告書 (前掲脚注 5 参照)、④2019 年 4 月の IMF のワーキング・ペーパーを引き合いに出している。

り奨励してしまうことがあり得る。とりわけ、すでに消費するよりも貯蓄する傾向にある環境下ではなおさらである。それは、所得効果が代替効果より大きくなり得ることを意味する。今日までのところ、マイナス金利を採用した経済圏では、さらなる引き下げは行ってはおらず、他の手段を用いて金融政策の手段を緩和している」とも述べている。

またロウ総裁は、RBAの連邦銀行理事会として、2020年夏時点でもなお、「マイナス金利は豪では極めてありそうにないオプションである」という見解に変わりはないことを明らかにしている。

(3) 2020年11月の追加緩和—「量的緩和」の導入

そしてRBAは2020年11月3日の連邦銀行理事会において、以下のような追加緩和策のパッケージを決定した。

- ① キャッシュ・レートのターゲット、3年物イールド・ターゲット、TFFの新規引き出し金利を現行の0.25%から0.1%に引き下げ。
- ② 為替決済残高の金利を現行の0.1%からゼロに引き下げ。
- ③ 政府債券買い入れプログラムの導入し、以後6カ月間で1,000億豪ドルの豪連邦政府債および州政府、準州債を買い入れ。

RBAは2020年夏場に検討していた追加緩和の選択肢のうち（前節参照）、実際には「イールド・カーブに沿ってのさらなる債券の買い入れ」と「経済における現行の金利体系のマイナス圏内には入らない範囲でのさらなる引き下げ」を採用したことになる。これは、(1)目先の経済成長率見通しを引き上げたタイミングで行われた追加緩和であること、および(2)RBAとして初めて「量的緩和」(QE)の域に足を踏み入れたことを明確にしたこと、という意味で注目に値する内容といえる。この決定について、ロウ総裁は当日実施した講演¹³のなかで、次のように詳細かつ丁寧に説明している。

このパッケージは、金利引き下げと6カ月間にわたる政府債券1,000億ドルの買い入れによって、人々が職を得、豪経済が回復するのを支援しようとするものである。イールド・カーブの短めの部分に関して3月からすでに実施していた「価格ベースのターゲット」と、長めの部分には「量的なターゲット」を組み合わせるものであり、豪における金利全体を引き下げようとするものである。金利構造の低下は、金融政策の通常の伝播メカニズムを通じて経済を支援すべく作用する。それには、(1)借入れコストの低減、(2)為替レートの低減、(3)資産価格高が含まれる。

連邦銀行理事会は、実際のインフレーションが安定的にターゲット・レンジのなかに入るまでは、キャッシュ・レートは引き上げない。それだけでは十分でなく、賃金上昇率も現状を大きく上回らなければ、インフレーションが安定的にターゲット・レンジのなかに入ることはないだろう。そのためには失業率が低下し、タイトな労働市場に戻る必要がある。現在の見通しでは、そのためには数年かかるだろう。この点を鑑み、ボードはこの先少なくとも3年間はキャッシュ・レートを引き上げることはないの見込んでいる。連邦銀行理事会は2020年3月の決定時と同様、将来的にキャ

¹³ Philip Lowe, “Today’s Monetary Policy Decision”, *Speech*, Reserve Bank of Australia, Sydney, November 3, 2020.

ッシュ・レートのターゲットを引き上げる前に、3年物イールドのターゲットを解除することを意図している。

債券買い入れは週3回実施し、月木は豪連邦政府債（AGS）で1回当たり20億豪ドル、水は州債および準州債（semis）で1回当たり10億豪ドル、合計で週50億豪ドルの買い入れを予定している。8割はAGSで2割はsemisを買い入れることを想定しており、各州の債務残高や各州債の相対的な市場価格を参考に、様々な州債や準州債を買い入れる予定である。

これらの債券買い入れは、RBAが今や、他の多くの中銀と同様に、QEを実施していることを意味する。しかしながら、RBAのBSはすでに大幅に拡大しており、この先TFFで利用可能な資金が民間銀行によってすべて引き出されると仮定すれば、2021年半ばには2020年初に比較して3倍の規模にBSが拡大することになる。なお、今回着手する債券買い入れは、3年物イールド・ターゲットを達成するために2020年3月から行ってきた債券買い入れとは別のものである。この先も3年物イールド・ターゲットの維持のために国債等の買い入れが必要であれば、その買いオペレーションは1,000億ドルとは別に行われる。

また、ロウ総裁は、2021年6月にかけての成長率見通しを、3カ月前の4%成長から6%成長に引き上げたにもかかわらず、こうした追加緩和策を決めた背景として、豪経済の長期的な見通しに関する判断が大きかったこと、すなわち、パンデミックによる豪経済へのダメージの大きさや、そのダメージから回復するには相当な長期間を要するほか、回復は不均質なものとなり、長引く可能性が極めて高いと判断するに至ったことを挙げている。RBAは豪の雇用市場の先行き見通しに関する極めて詳細な分析を行い、その内容は2020年12月の四半期報のなかの論文¹⁴で明らかにしている。その概要は、この先、豪では失業や、熟練労働者が低賃金の仕事に就かざるを得ない“不完全就業”（underemployment）が高い水準に達する状態が長期化する、というもので、RBAの中心シナリオの見通しでは、向こう数カ月間の雇用創出は緩慢で、失業率は2022年末まで6%前後の状態が継続する。その一つの結果として、賃金上昇率とインフレ率の伸びがともに低水準にとどまり、向こう年間にわたり、賃金上昇率は2%未満、潜在的なインフレ上昇率は2021年は1%前後どまり、2022年は1.5%にとどまるとみられ、インフレーション・ターゲットの達成がこのままでは中期的に困難とみられることが、2020年11月に追加緩和の実施を判断したの主な根拠の一つとなっているのである。ロウ総裁はこのほか、初期のパンデミック拡大局面を過ぎ、経済活動の面での制約が徐々に緩和され、人々がお金を使う機会が増えつつある現在の局面においては、今回決定した追加策によるさらなる金融緩和策が、豪政府による財政面での対応等を後押しする意味でより効果を上げ得ると判断した、とも述べている。

なお、今回の追加緩和策におけるイールド・カーブの短めの年限に関する「価格ベースのターゲット」と長めの年限に関する「量的なターゲット」の組み合わせは、他の主要中銀にはみられない、ユニークな考え方でもある。この点に関してロウ総裁は、「価格ターゲットを、イールド・カーブに沿った先の量的ターゲットによって補完させるもの」としたうえで、次のように説明している。イールド・ターゲットに関する議論は今も有効であり、われわれは3年物イールド・ターゲットを継続している。RBAとしてはより長い年限のイールド（例えば5年物）にターゲットを設定すること

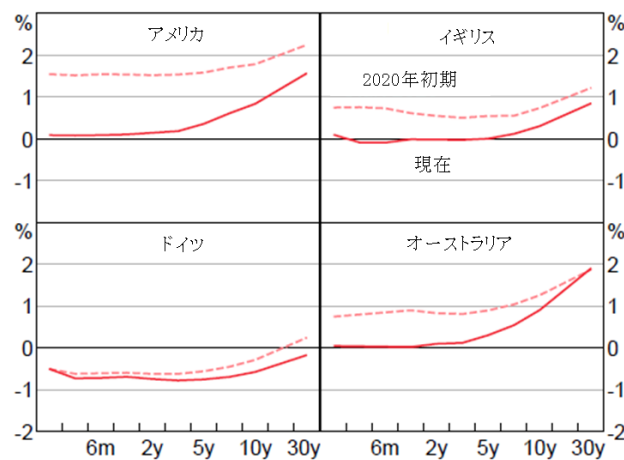
¹⁴ Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, “Long-term Unemployment in Australia”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020.



も検討したが、それは採用しない決定をした。それは、「イールド・ターゲットはキャッシュ・レートに関するわれわれのフォワードガイダンスと首尾一貫するときに最も有効になる」という考え方に基づく。RBAはキャッシュ・レートが少なくとも3年間、今のレベルで推移することを期待するが、その先は不確実である。この先の5年を見通そうとすれば、そのいつかの時期には豪経済は十分に力強くなり、キャッシュ・レートを引き上げるべき状況となることを、ロウ総裁としては望んでいる。ゆえに、イールド・ターゲットの適切な満期は、5年ではなく3年なのである。

また、この量的ターゲットは、パンデミックに国債買い入れプログラムで対応した他の多くの中銀と同様のアプローチでもある。RBAとしても、他の中銀と同様に短期の政策金利を引き下げたにもかかわらず、足許の長期国債金利は他の主要国よりも高いのが現実である（図表11）。債券金利が高いことが豪ドルの為替レートの押し上げ圧力になってしまっていた。また、これまでの他の主要中銀による金融政策運営の実践を通じ、中央銀行のバランス・シートの拡大には、債券金利の低下を超えた景気刺激効果がある、という証拠が蓄積されている。中銀が資産を買い入れれば、民間投資家は自らのポートフォリオを調整し、債券売却で得た収益を元手に他の資産を買い入れる。このポートフォリオ・リバランシングが、為替レートばかりでなく、他の資産や国際的な資本フローに影響を及ぼしている。こうした点を考慮し、RBAは3年物イールド・ターゲットに、イールド・カーブの先のQEを組み合わせることが適当、との判断を行った。

（図表11）コロナ危機対応前後での主要国のイールド・カーブの形状の変化



（資料）Christian Vallence and Peter Wallis [2020]. “The Response by Central Banks in Advanced Economies to COVID-19”, Bulletin, Reserve Bank of Australia, December 2020, p63, Graph 8を基に日本総合研究所作成。
（原資料）RBA, Refinitiv.

さらにロウ総裁は、今後のさらなる金融緩和の余地に関して、マイナス金利政策については、豪ドルを減価させるうえでは助けになるかもしれないが、経済への信用の供給を損ね、一部の人がお金を使うよりも貯蓄するように先導することになるため、得られるものはほとんどない、という連邦銀行理事会の評価に変わりはなく、RBAとしてこれを実際に採用することは極めて考えにくい、と述べている。他方、金融政策は今や、短期金利に関するもの、言い換えれば短期の政策金利の上

げ下げだけの世界ではなくなっており、量が問題になる世界にまた戻っている¹⁵、との見方を明らかにしたうえで、債券買い入れの規模を拡大することは確かにあり得る、と述べている。

5. おわりに

これまでみてきたように、今回のコロナ危機によって、これまで米英欧日の中央銀行のように非伝統的な手段を採用することなく金融政策運営を行ってきた RBA のような中央銀行までもが、ついに「バランス・シート政策」に踏み切らざるを得なくなっていることが明らかになった。

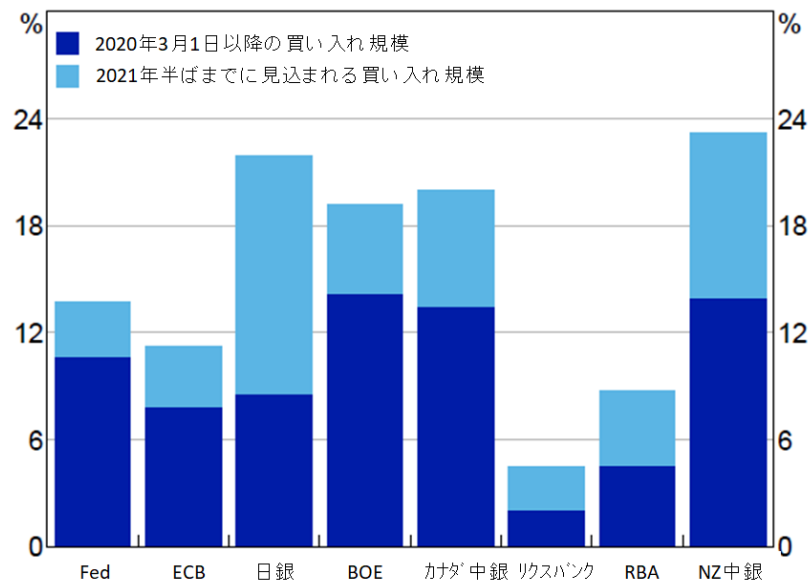
RBA としてはかねてから、通常的手段による金融政策運営から QE の導入に踏み切らざるを得なくなることがあるとすれば、それは、RBA に与えられているインフレーション・ターゲットの中期的な達成が難しくなる、という意味での一種の「閾値」（ないしは「境界」、threshold）を超えた局面に入った場合ととらえ、いわば、不連続な移行を想定していた。今回のコロナ危機はまさに、豪経済と RBA にとって、そうした「閾値の超越（超過）」という事態に相当したことになる。

RBA としてはリーマン・ショック時にも経験せずに済んでいた“ゼロ金利制約”に、今回ついに自ら直面するに至り、「価格」と「量」のターゲット併用、という、他の中銀にみられないユニークな非伝統的な手段による金融政策運営に着手している。RBA はこうした緩和策の波及経路として、①豪国内の幅広い経済主体の借り入れコストの低減のみならず、②為替レートの減価（豪ドル安方向への誘導）、および③資産価格高を想定している。グローバルな国際金融市場で活発な資本移動が行われているもと、コロナ危機下で他の主要中銀が軒並み非伝統的な手段による金融緩和策を大幅に拡充するなかで、RBA もそうした“超金融緩和競争”の波について引きずり込まれた、とみることもできよう。なお、RBA としては 2020 年 11 月の追加緩和で量的緩和（QE）の局面に入ったことを認めているものの、実際には、その局面で同時に、豪の民間金融機関が RBA に預け入れている為替決済残高の付利をゼロに設定できている。これは同国の場合、短期金融市場の余剰資金の規模はまだそれほど多くはなく、現段階ではまだ“バランス・シート政策”の局面にそれほど深入りしてはいないとみることができよう。

もっとも、RBA によるこの先 2021 年半ばにかけての 1,000 億豪ドルという国債等の買い入れ額は、他の主要中銀との比較でも相応の規模とみられている（図表 12）。RBA は、今次コロナ危機の局面において、従来からの伝統的な手段による金融政策運営から、非伝統的な手段による金融政策運営に踏み込んでいくのに際して、その判断の根拠や効果の波及の考え方等を理路整然と、かつ明快に説明しているが、今後、①豪経済が、とりわけ RBA が注視する雇用情勢を中心にどのように推移していくのか、②それを受けて RBA としても、BS の拡大にどのように対処し、金融政策運営を展開していくのか、さらには、③バランス・シート政策を展開する中央銀行がコロナ危機によってこのように先進国全体に拡大していくなかで、グローバルにみた際の流動性の供給は一段と増加する結果となっており、それが資産市場をはじめとする国際金融市場にどのように影響していくのかを注視していく必要があるといえよう。

¹⁵ 金融政策運営上、かつて“量”を問題としていた時期としては、ロウ総裁はおそらく、欧米主要国の中央銀行がマネーストック（マネーサプライ）やマネタリーベースを重視した金融政策運営を行っていた 1990 年代頃までの時期のことを想定しているものと思われる。

(図表 12) コロナ危機下での主要中銀による国債買い入れ規模 (名目 GDP 比)



(資料) Christian Vallence and Peter Wallis [2020]. “The Response by Central Banks in Advanced Economies to COVID-19”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p63、Graph 9を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 各中央銀行、RBA、Refinitiv。

(原資料注1) スイス国立銀行とノルウェー銀行はCOVID-19への対応としての国債買い入れは実施していない。

(原資料注2) 予測は買い入れのターゲットと最近の買い入れ率に基づく。

主要参考文献

- Reserve Bank of Australia [2020]. Annual Report 2020, September 15, 2020.
- Philip Lowe [2019]. “Unconventional Monetary Policy: Some Lessons From Overseas”, *Address to Australian Business Economists Dinner*, Sydney, November 26, 2019.
- Philip Lowe [2020a]. “COVID-19, the Labour Market and Public Sector Balance Sheets”, *Address to the Anika Foundation*, Online, July 21, 2020.
- Philip Lowe [2020b]. “Today’s Monetary Policy Decision”, *Speech*, Reserve Bank of Australia, Sydney, November 3, 2020.
- Guy Debelle [2020a]. “The Reserve Bank’s Policy Actions and Balance Sheet”, *Speech at The Economic Society Australia*, June 30, 2020.
- Guy Debelle [2020b]. “The Australian Economy and Monetary Policy”, *Speech at Australian Industry Group Virtual Conference*, September 22, 2020.
- Guy Debelle [2020c]. “Monetary Policy in 2020”, *Speech at Australian Business Economists Webinar*, Online, November 24, 2020.
- Christian Vallence and Peter Wallis [2020]. “The Response by Central Banks in Advanced Economies to COVID-19”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020.
- Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose [2020]. “Long-term Unemployment in Australia”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020.

- Miguel Boucinha and Lorenzo Burlon [2020]. “Negative rates and the transmission of monetary policy” , ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020-Articles, European Central Bank, May 14, 2020.
- David M. Arseneau [2017]. “How Would US Banks Fare in a Negative Interest Rate Environment?” , Finance and Economics Discussion Series 2017-030r1, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.030r1>, March 2017, revised July 2020.
- Committee on the Global Financial System [2019]. “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis” , Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), *CGFS Papers No 63*, Bank for International Settlements, October 2019.
- Ruchir Agarwal and Miles S. Kimball [2019]. “Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide” , *IMF Working Paper WP/19/84*, International Monetary Fund, April 2019.

以 上