

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

目 次

1. はじめに
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
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
 - (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
(補論1) BISグローバル金融システム委員会の非伝統的金融政策手段に対する見方
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
 - (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
 - (3) 2020年11月の追加緩和—「量的緩和」の導入
(補論2) 豪における過去30年間の長期失業のトレンドと今般のコロナ危機への政策対応の在り方への示唆
5. おわりに

要 約

1. 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。
2. 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。
3. 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、幾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。
4. 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。
5. 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。
6. 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。

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の、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三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、それは拘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（注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、政府側が準備銀行理事会に出席するのは年11回開催される理事会のうちの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（注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）の考え方に基づき、財政運営等の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。

(注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) の二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。

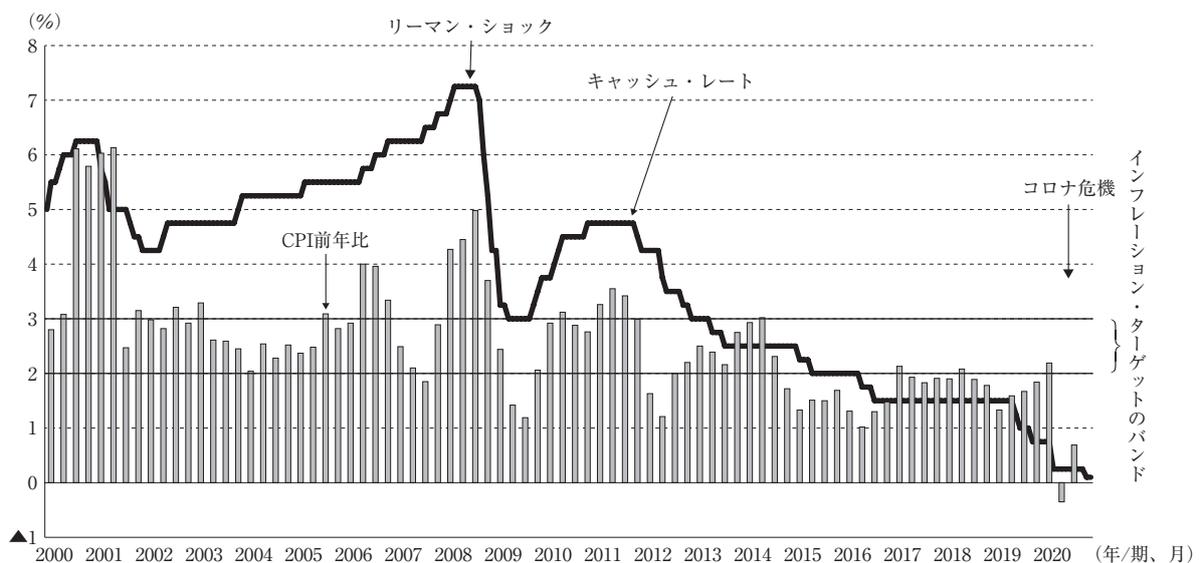
(注2) 例えばわが国では財政法に、中央銀行による国債の直接引き受けを禁ずる規定が存在する。

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



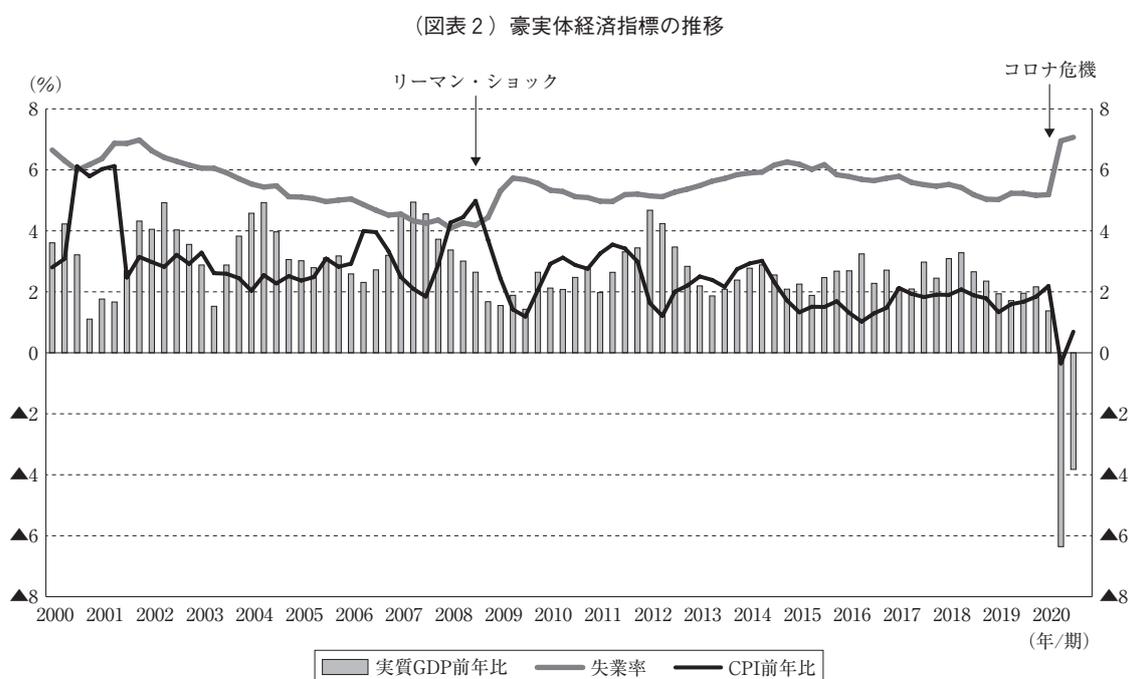
(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成
(原資料) Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of Australia

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。

もともと、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」、とりわけ「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（注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。



(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。リーマン・ショック以降の先進各国の中央銀行の金融政策運営をみると、米連邦準備制度（Fed）、BOE、日銀、欧州中央銀行（ECB）という4主要中銀が相次いで非伝統的な手段を導入したことが目立つものの、そうした動きはそれらの主要中銀にほぼ限られていたのも事実であり（図表3）、それ以外の中央銀行にはこの段階ではあまり広がらなかったのである。RBAもカナダ、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、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4）。

(図表3) 世界各国の中央銀行による資産買入れプログラム一覧 (～2019年)

中央銀行	資産買入れプログラムの名称	略 称	公表日
ユーロシステム	カバード・ボンド買入れプログラム1	CBPP1	2009年5月
	証券市場プログラム	SMP	2010年5月
	カバード・ボンド買入れプログラム2	CBPP2	2011年10月
	アウトライト金融取引	OMT	2012年8月
	資産担保証券買入れプログラム	ABSPP	2014年9月
	カバード・ボンド買入れプログラム3	CBPP3	2014年9月
	公共セクター買入れプログラム	PSPP	2015年1月
	企業セクター買入れプログラム	CSPP	2016年3月
リクスバンク	量的緩和	QE	2015年2月
イングランド銀行	資産買入れファシリティ-CP	APF1-CP	2009年1月
	資産買入れファシリティ-社債	APF1-CB	2009年1月
	資産買入れファシリティ-担保付CP	APF1-SCP	2009年7月
	量的緩和1	QE1-gilt	2009年3月
	量的緩和2	QE2-gilt	2011年10月
	量的緩和3	QE3-gilt	2012年7月
	量的緩和4	QE4-gilt	2016年8月
	量的緩和4-社債	QE4-CB	2016年8月
スイス国立銀行	外国為替介入	FX	2009年3月
	債券買入れ	Bond	2009年3月
連邦準備制度	エージェンシー割引債券	ADN	2008年9月
	大規模資産買入れ1	LSAP1 (agency debt)	2008年11月
	大規模資産買入れ1	LSAP1 (agency MBS)	2008年11月
	大規模資産買入れ1	LSAP1 (Treasuries)	2009年3月
	大規模資産買入れ2	LSAP2 (Treasuries)	2010年11月
	満期拡張プログラム	MEP	2011年9月
	大規模資産買入れ3	LSAP3 (agency MBS)	2012年9月
	大規模資産買入れ3	LSAP3 (Treasuries)	2012年12月
日本銀行	CP買入れ	CPs purchase	2009年1月
	社債買入れ	CBs purchase	2009年2月
	包括金融緩和	CME	2010年10月
	量的・質的金融緩和	QQE	2013年4月
	イールドカーブ・コントロール付き量的・質的金融緩和	QQE with YCC	2016年9月
メキシコ銀行	外国為替介入	2 FX	2008年10月
	エージェンシー負債IPAB買入れ	IPAB purchases	2008年10月
	外国為替介入	2 FX	2009年3月

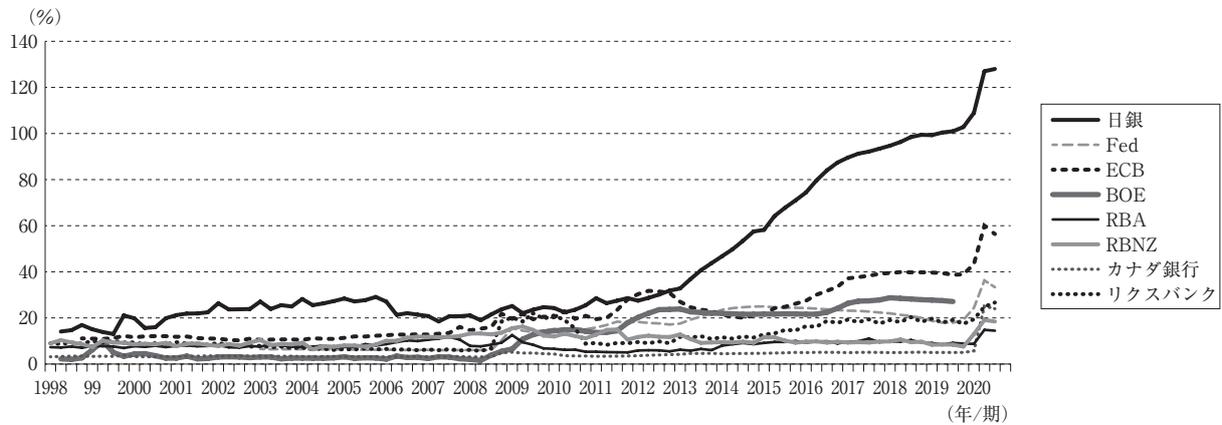
(資料) Committee on the Global Financial System, "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis", Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank), CGFS Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019, Annex Table 1, pp72～73を基に日本総合研究所作成

(原資料) Survey of Central Banks

(原資料注) 日本銀行は2001～2006年に量的緩和を実施しているが、同プログラムは本表には含まれていない。

(注) 本表にはユーロシステムのOMTのように、これまでのところ実際には発動されていないプログラムも含まれている。

(図表4) 主要中央銀行の資産規模の推移 (名目GDP比)



(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

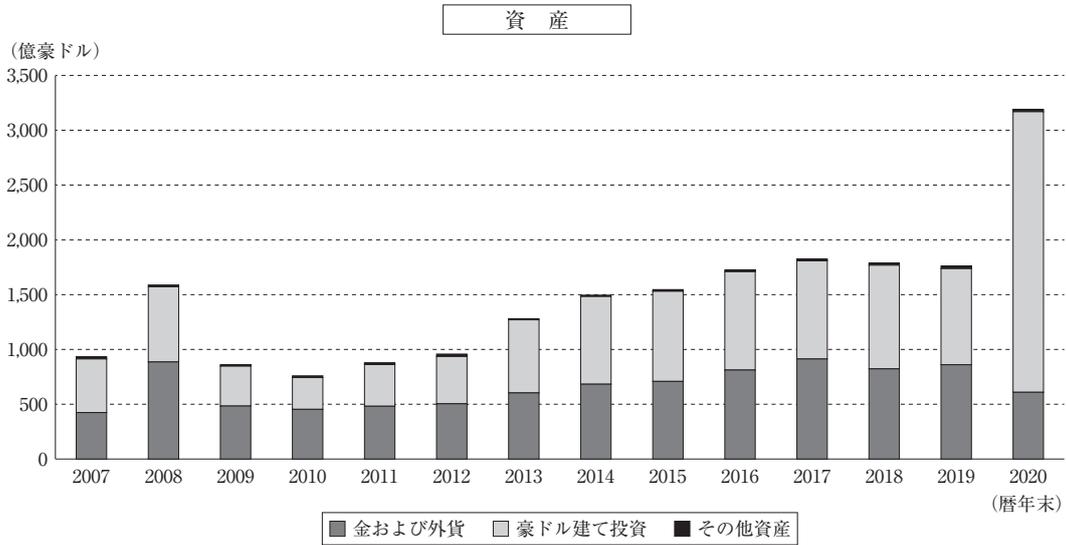
(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2021年1月現在、2019年9月値までしか公表されていない。

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2015～2016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5-1、2)。さはさりながら、豪においても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5月には早くも、リーマン・ショック時のボトムの水準であった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。

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(注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、ロウ総裁が議長を務めるBIS(国際決済銀行)のグローバル金融システム委員会(CGFS: Committee on the Global Financial System)による非伝統的金融政策の評価に関する報告書(注5、補論1で詳述)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(注6)。

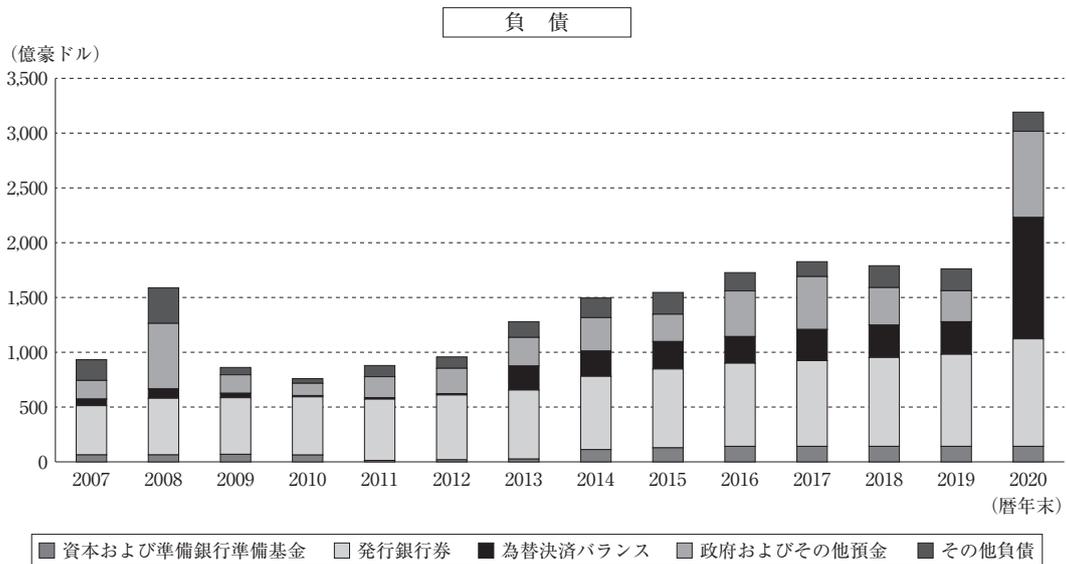
1. 市場にストレスがかかった際、様々な手法による流動性供給や、ターゲットを絞った介入は、首尾よく事態を鎮静化させ、経済を支援することができた。
2. 様々な非伝統的手段には、いくつかの副作用が伴う。
具体的には、

(図表 5 - 1) 2007年以降のRBAの資産の内訳別推移



(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。

(図表 5 - 2) 2007年以降のRBAの負債の内訳別推移



(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。

- (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ではなく、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、人口面でのプロファイル（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、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いことがあるとすれば、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。それには次の二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こ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、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。あわせて、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。

(補論1) BISグローバル金融システム委員会の非伝統的金融政策手段に対する見方

RBAのロウ総裁が議長を務めるBISのグローバル金融システム委員会では、米ニューヨーク連銀で市場グループのヘッドとシステム公開市場勘定のマネージャーを兼務していたポッター副総裁(当時)とECBのスメッツ経済担当局長(注7)の両名を委員長とするワーキング・グループ(注8)を設け、リーマン・ショック以降に各中央銀行が展開した非伝統的な手段による金融政策運営の評価に関する検討が行われた。各手段の評価に際しては、①各中銀に対して新たなサーベイが実施されたほか、②関連する学界および中央銀行の文献における非伝統的な金融政策手段(UMPTs: Unconventional Monetary Policy Tools)に関する評価、③学者および市場参加者により開催されたパネル(注9)で示された見方が参考にされた。そして2019年10月に「非伝統的金融政策の手段: 各国横断的分析」(前掲注5)という報告書を公表している。その概要は以下の通りである。

非伝統的な金融政策手段(UMPTs)は2008年のグローバル金融危機(GFC: Global Financial Crisis)以降、①金融政策の伝播の鎖の切断という事態(DTC events: disruptions in the monetary policy transmission chain)への対処、および②主な伝統的手段である政策金利がゼロ金利制約(ELB: eligible lower bound)によって制約された際の追加的な金融面での刺激、という二つの目的のために導入された。UMPTsは、GFC以降の経済・金融情勢に対処するうえで、各中央銀行にとって有益であっただけでなく、その後、中央銀行が活用できる金融政策の価値ある追加的な手段として道具箱に入れられることになった。ただし、課題もある。

UMPTsには①マイナス金利政策(NIRP: negative interest rate policies)、②新たな中銀貸出オペレーション(LO: new central bank lending operations)、③資産買い入れプログラム(APP: asset purchase programs)、④フォワード・ガイダンス(FG: forward guidance)の四つがあり、それぞれに関する詳細な評価は図表6の通りである。

各手段にはそれぞれ副作用や課題があり得る。副作用はこれまでのところ限定されているものの、その長期的なインプリケーションの一部について完全に評価することは時期尚早である。

UMPTsの効果を完全に評価することは、各中央銀行がそれらを巻き戻す(引用者注: = 正常化させる)うえでさらなる進展をさせない限り不可能である。

これまでの経験から考えれば、将来的に例えば次のようなシナリオが現実のものとなった場合、中央銀行はUMPTsを有効に用いることができる可能性がある。すなわち、①国内総需要ショックの発生、②スモール・オープン・エコノミーに対する海外からのスピル・オーバー、③金融政策の伝播を損ねる金融市場の崩壊、といった場合である。

また、金利が今後、ELBに到達する将来的な頻度は増加し得る。その背景には、①均衡実質金利の明確な長期的低落、②人口動態の展開、③金融イノベーション、④グローバル化、といったトレンドがある。こうしたサプライサイドの動きの少なくとも一定の部分は、直接的には構造政策や財政政策によってよりうまく対処され得るもので、それらの政策対応が行われれば、金融政策に過度な負担をかけるリスクは小さくなる。なお、ブルーデンス(金融監督)面での改革によって、金融システムの頑健さは増強され、金融危機が生じる可能性は減少している。

UMPTsを成功裏に用いようとするのであれば、中央銀行は断固とした姿勢を示して政策運営を行う

(図表6) BISグローバル金融委員会報告書が示した、非伝統的金融政策手段の評価

非伝統的金融政策手段の名称 UMPTs unconventional monetary policy tools	具体的な評価の概要
マイナス金利政策 NIRP negative interest rate policies	<p>【動機】 デフレ的な影響を及ぼす自国通貨高に対抗する必要性に迫られて。</p> <p>【効果】 全体として“ゼロ金利制約”(ELB)への対処としては有用。長期金利は将来の短期金利予想に合わせて低下し、景気拡大の刺激として作用。</p> <p>【副作用】 銀行の金利マージンの圧縮。その他の収益や不良債権の減少といった銀行ポートフォリオの改善によって相殺され、銀行業の安定のうえでの主な問題とはなるには至らず。</p> <p>【長期的な評価】 長引くマイナス金利による、金融仲介主体に対する長期的にみた潜在的な効果は、現下の経験からでは完全に評価し得ず。</p>
新たな中銀貸出オペレーション LO new central bank lending operations	<p>【目的】 各中央銀行は、①DTC(金融政策の伝播の鎖の切断)および、②ELB(ゼロ金利制約)という双方の問題への対処として実施。</p> <p>【種類】 ①特定の貸出オペレーションの満期の拡張、②適格担保のセットおよびカウンターパーティのセットの拡大、③貸出条件の変更、④貸出への明確な条件の付加、があり。</p> <p>【効果】 LOsは民間セクターへの信用のフローを支援し、市場の金利見通しを安定させるうえで助けとなった。</p> <p>【副作用】 ①何らかの非効率な信用の割り当てが行われたり、②民間セクターが過度なレバレッジを減少させるインセンティブを弱体化させられたりするなどの副作用を免れることはできず。</p>
資産買い入れプログラム APP asset purchase programs	<p>【目的】 長期金利を押し下げ、幅広い金融条件を緩和すること。</p> <p>【効果】 全体として、APPsはすべての国において極めて効果的な手段であったが、そのパフォーマンスは不均一。新たなUMPTsに組み合わせたり、補完させたりする中銀の例も存在。</p> <p>【副作用】 ①中央銀行のバランス・シートの質の弱体化のリスク、②資産評価におけるプレミアムの過度な圧縮、③レボ市場における一時的な玉不足効果、④商品価格や新興経済圏(EMEs)の民間セクターのレバレッジの押し上げの形態によるスビルオーバー。これらの点に関する懸念は、総需要の弱さに対処するうえでのAPPsのプラスの貢献を打ち消すのに十分であるとは評価されていない。</p>
フォワード・ガイダンス FG forward guidance	<p>【意義】 GFC(世界金融危機)後の経済見通しと中央銀行の課題に対処する能力が極めて不透明だった期間、とりわけ金利がELBに達した際、不可欠の役割を發揮。①将来的な金利の設定に関する中銀の意図や、マナド追求のための中央銀行のコミットメントを伝えるうえで有用であり、②他の異なるUMPTsを全体的なパッケージに統合する接着剤としての役割も發揮。</p> <p>【効果】 経験上、FGは全体として極めて効果的であったが、時折、その設計に課題があったり、たまたま災難に見舞われたことも。</p> <p>【課題】 例外的な環境において、①メッセージの明確さやフォローアップ行動に対する信認と、②環境変化の際の将来的な政策対応のフレキシビリティとの間のトレード・オフをいかにバランスさせるか。</p>

(資料) 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, pp2~3の記述を基に日本総合研究所作成

ことが重要である。躊躇したり逡巡する姿勢をみせてしまえば、UMPTsを用いる意思がないか、もしくは適切な政策手段を持ち合わせていないと世間から誤解されてしまいかねない。他方、中央銀行がそのように断固たる姿勢でUMPTsを用いる政策運営を行うことは、民間セクターが金融ストレスに対して十分なバッファーを維持するインセンティブを悪化させるリスク(引用者注：=過剰なリスク・テイクを行う)を孕むほか、他の政策当局者に「行動しないこと」を促してしまいかねない。例えば、規制当局、ブルーデンス当局、および財政当局は、もし彼らが政策介入の負担を中央銀行に押し付けられると信じるのであれば、すべてのネガティブな結果に対して中央銀行がUMPTsを使ってくれるだろうという、根拠のない期待を膨らませてしまい、本来望ましい金融規制や財政政策運営を行うことを怠ってしまいかねない。

(注3) わが国でいえば、日銀の当座預金残高に相当。

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

- (注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.
- (注6) CGFSの報告書が、非伝統的手段を採用した中銀とそうでない中銀がともに参画して検討されているためか、功罪の双方にバランスをとった形でまとめられている印象がある（詳細は補論3で後述）のに比較して、ロウ総裁の非伝統的な手段に対する評価や見解は、それよりもかなり厳しいスタンスをとっているように見受けられる。
- (注7) Director General Economics。ECBおよびユーロシステムのインフレ見通し策定プロセスを含め、通貨、金融、構造、その他の経済情勢を分析・予測し、政策委員会での金融政策の決定を起草する役割を担う。
- (注8) BIS事務局のほか、次の19中央銀行がメンバーとして参画している。RBA、ベルギー国立銀行、カナダ銀行、中国人民銀行、ECB、フランス銀行、ドイツ連邦銀行、インド準備銀行、イタリア銀行、日本銀行、韓国銀行、ルクセンブルク中央銀行、オランダ銀行、スペイン銀行、スウェーデン・リクスバンク、スイス国立銀行、BOE、米連邦準備制度理事会、ニューヨーク連邦準備銀行。
- (注9) 2019年2月にニューヨーク連銀がホストとなって開催。

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、コロナウイ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（注10）に追い込まれることとなった。

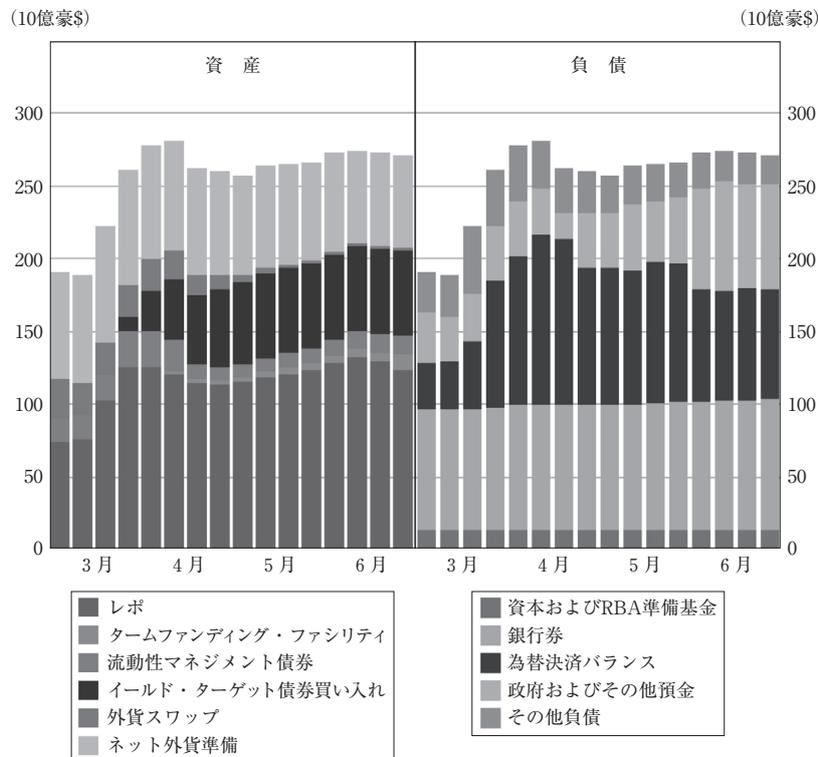
こうしたコロナ危機への初期の対応として、RBAは2020年3月、以下の内容から成る金融政策パッケージを打ち出した。

- 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7）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）。

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8）。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

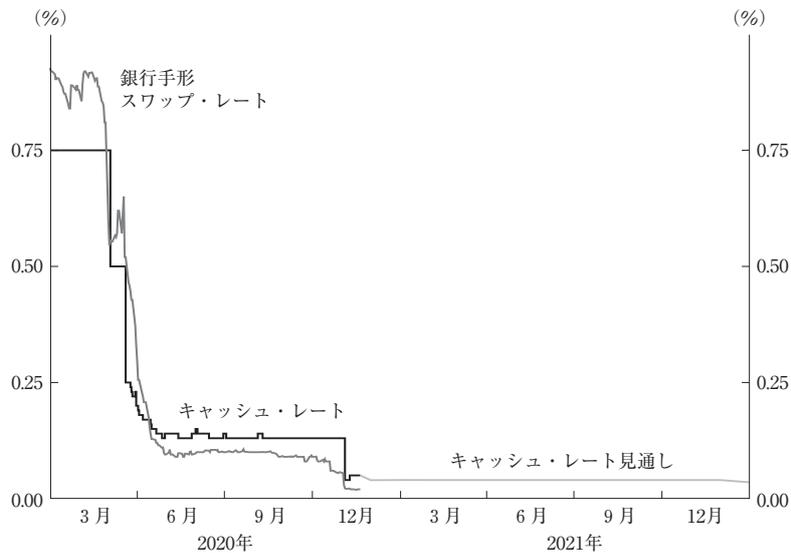
(図表 7) コロナ危機下 (2020年中) でのRBAのバランス・シートの内訳別推移



(資料) Gut Debelles, "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

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を数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し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付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 8) 2020年以降の豪の短期金融市場金利の推移と見通し



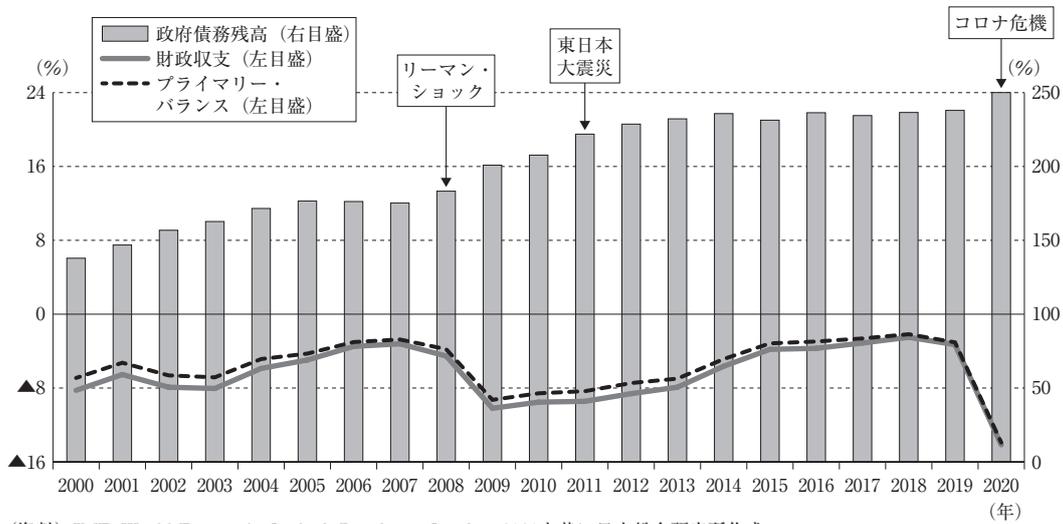
(資料) Guy Debelle, "Monetary Policy in 2020", Speech at Australian Business Economists Webinar, Online, November 24, 2020, p6, Graph 3を基に日本総合研究所作成
(原資料) Bloomberg, RBA

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こと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（注11）。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い入れは、州債等を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9）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10）ことから、RBAが買い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。

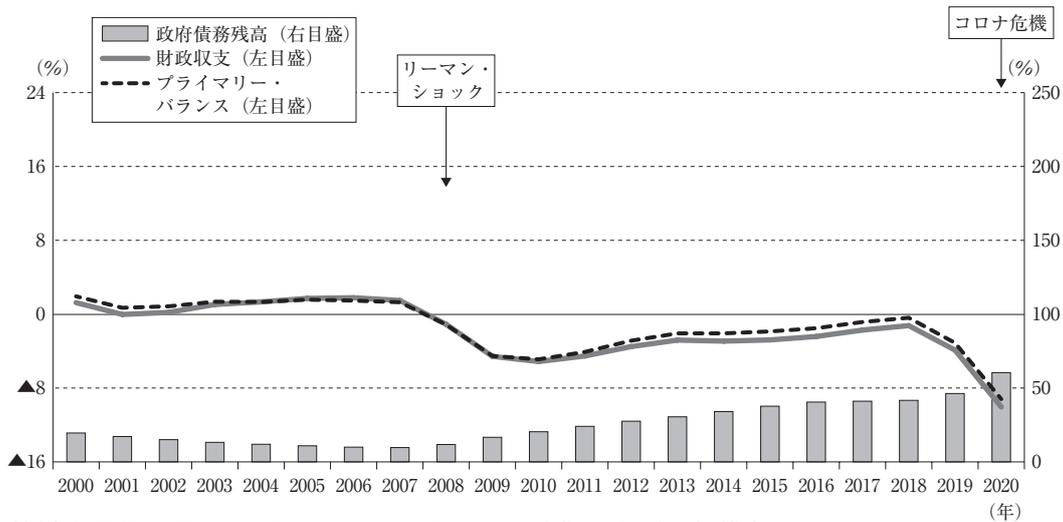
RBAはあくまで、国債等は民間金融機関から買い入れ、連邦政府や州政府等から直接、買い入れることは決してしないことを明確にしている。また、買い入れた国債のかなりの部分は期近物以外の債券（off-the-run bonds）であり、RBAが指標銘柄ともいえる期近物（on-the-run bonds）には決して手は出さず、市場の健全な価格発見機能を尊重し、維持しようとする意図がみとれる（注12）。実際、RBAの買い入れによって、ディーラーのBSの制約は相当に改善し、債券市場の機能回復のペースを速めることに貢献したとみられている。

(図表9) 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を基に日本総合研究所作成
 (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。

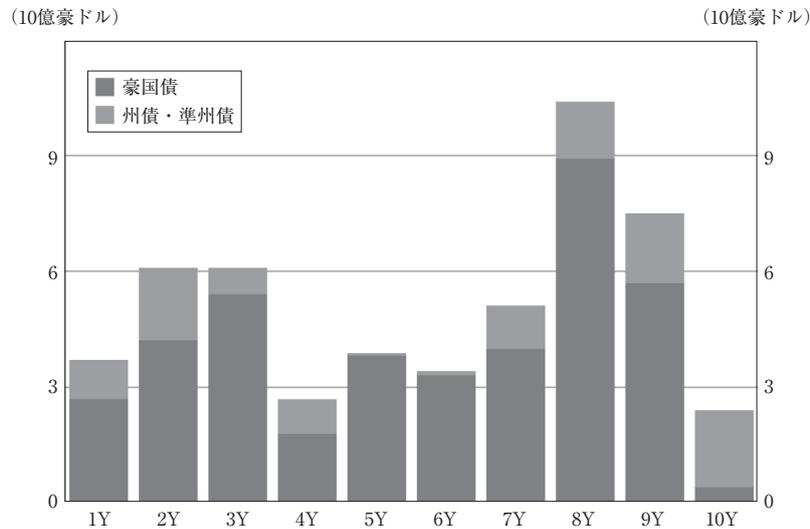
(図表10) 2000年代以降の豪の財政指標（一般政府ベース、いずれも名目GDP比）の推移



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2020を基に日本総合研究所作成
 (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。

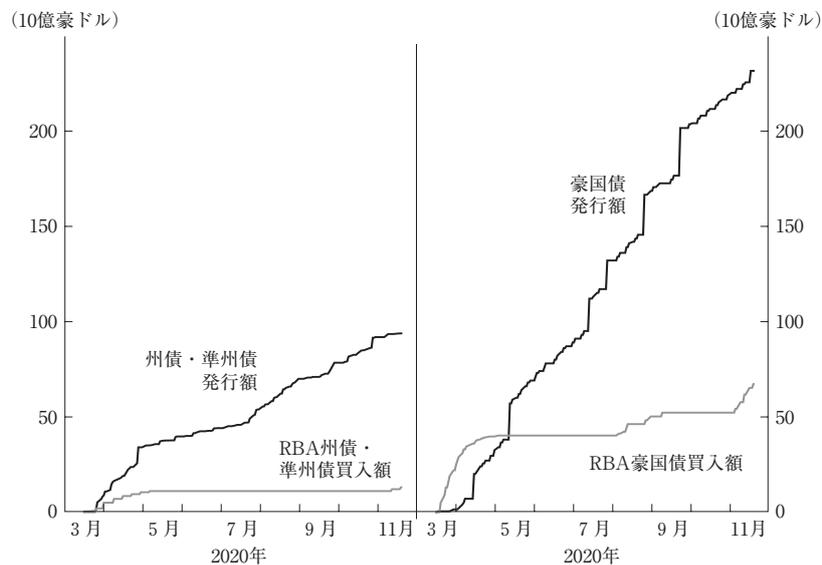
なお、RBAとしてはこの段階では、「こうした豪国債等の買い入れは、RBAのBSの拡大を意味するものの、その焦点はあくまで債券のイールドであって、債券買い入れの量やタイミングではない」、また「RBAのBSがどの程度膨張したかには意味はなく、米英欧日の中銀がとっているような『バランス・シート政策』には該当しない」ことを明らかにしている。実際、このターゲットを達成するため、3年物の国債等ばかりではなく、イールド・カーブにまたがる幅広い年限の豪国債等が買い入れられた(図表11)が、3年物で0.25%というイールド・ターゲットは2020年4月までの国債等の買い入れ等でほぼ達成され、その後2020年の秋口にかけて買い入れは見送られていた(図表12)。

(図表11) コロナ対応初期局面におけるRBAの年限別買入れ額
(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

(図表12) 豪の公債発行額とRBA買入れ額の推移
(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

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。

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（注13）や、同年9月のデベル副総裁の講演（注14）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四つが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いても言及されている。

A. 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い。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なる。実証分析上、この二つの効果を分離して把握することは困難である。

B. 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（注15）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。

C. 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年物イールド・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。

D. 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（注16）、「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り奨励してしまふことがあり得る。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を導入し、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②RBA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（注17）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1,000億豪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借り入れコストの低減、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と思込んでいる。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1,000億豪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。同総裁はそうした判断材料のうち、とりわけ雇用情勢の長期的な見通しに重点を置き、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、と述べている。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、向こう数年間にわたり、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主な根拠の一つとなっているのである。ちなみにこうした判断の背景として、豪の雇用市場の先行き見通しに大きな影響を及ぼし得る長期失業の動向に関して、RBAのスタッフによる極めて詳細な分析が行われており、その内容は2020年12月の四半期報のなかの論文（注18）で明らかにされている（補論2）。

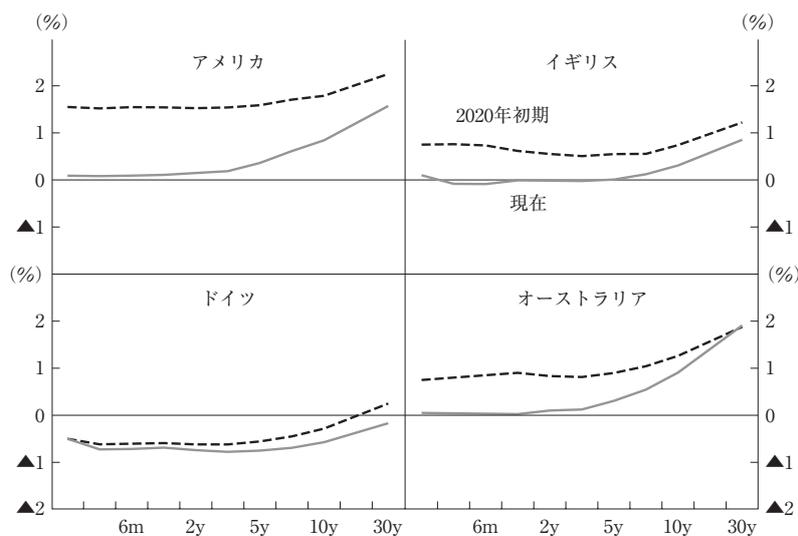
ロウ総裁はまた、初期のパンデミック拡大局面を過ぎ、経済活動の面での制約が徐々に緩和され、

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13）。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

(図表13) 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

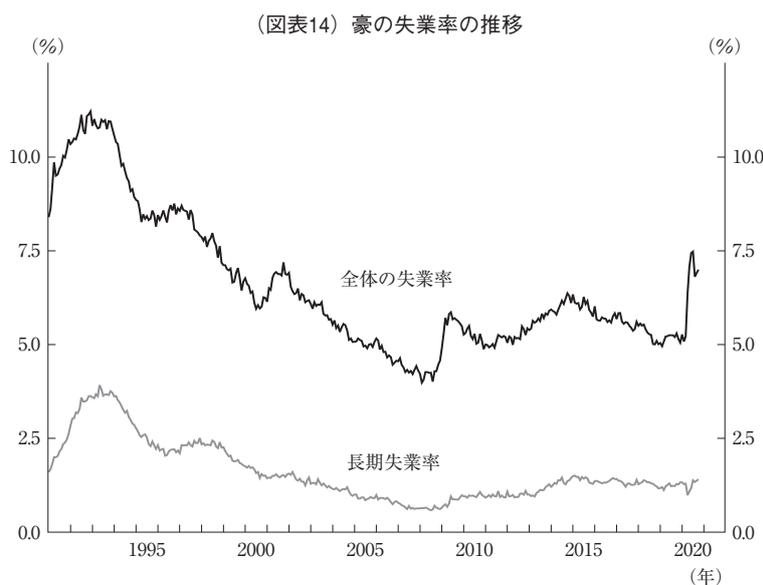
効果がある、という証拠が蓄積されている。中銀が資産を買い入れれば、民間投資家は自らのポートフォリオを調整し、債券売却で得た収益を元手に他の資産を買い入れる。このポートフォリオ・リバランシングが、為替レートばかりでなく、他の資産や国際的な資本フローに影響を及ぼしている。こうした点を考慮し、RBAは3年物イールド・ターゲットに、イールド・カーブの先のQEを組み合わせることが適当、との判断を行った。

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、一部の人々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っており、量が問題になる世界にまた戻っている（注19）、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。

（補論2）豪における過去30年間の長期失業のトレンドと今般のコロナ危機への政策対応の在り方への示唆

RBAは2020年12月に公表した四半期報において、論文「豪における長期失業」（注20）を公表している。その概要は以下のようなものである。

1年以上有給の仕事がなく、職探しをしている状態を「長期失業」と定義すると、豪における長期失業率は、最近5年間ではおおむね1.25%程度で安定的に推移し（図表14）、過去の動向をより詳細にみれば、全体の失業率の推移にラグを伴う形で推移している。90年代のリセッション時には4%に達した



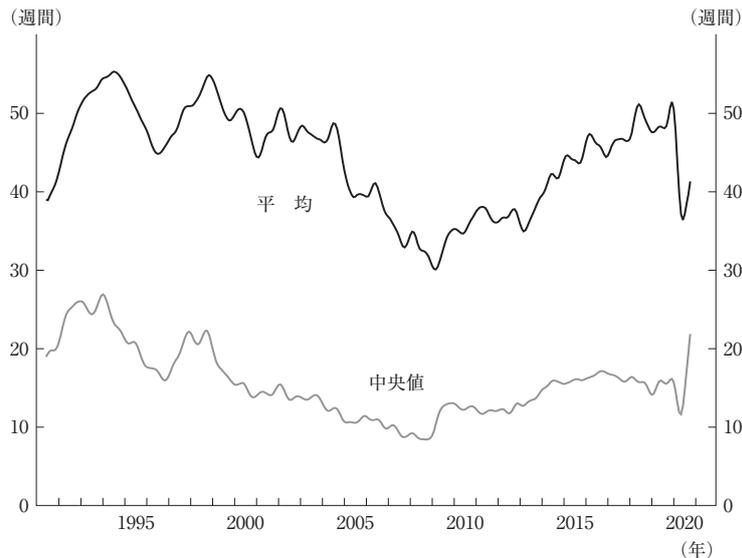
（資料）Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, “Long-term Unemployment in Australia”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p46 Graph 1を基に日本総合研究所作成

（原資料）ABS

（原資料注）「長期失業率」は失業が12カ月以上持続している人が対象。

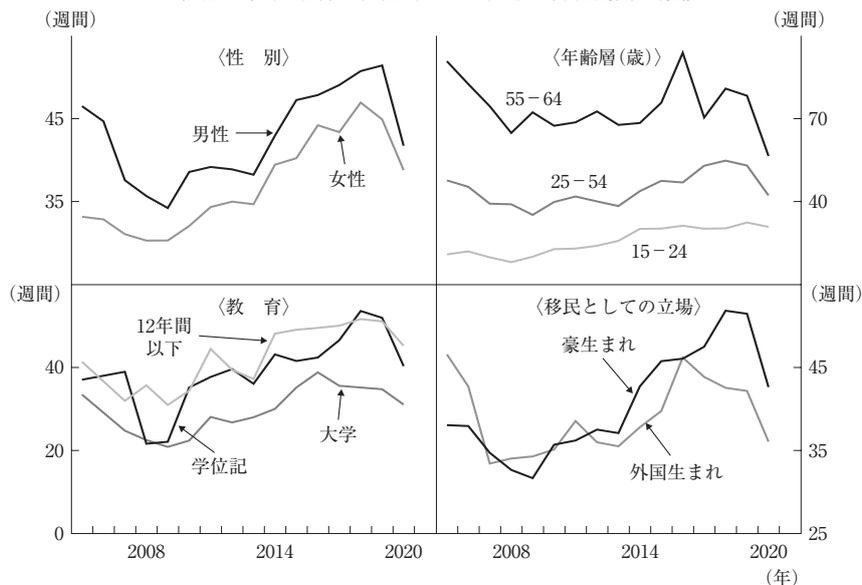
こともあったが、資源ブームのさなかにあった2008年後半（リーマン・ショック前）には0.5%という
 既往最低水準まで低下した。この頃の失業の持続期間の中央値は7カ月にまで低下していたが（図表
 15）、今般のコロナ危機では1年近くまで上昇し始めている。失業者のうち長期失業に陥る割合は、
 約10年前には「ほぼ8人に1人」だったものが、今では「ほぼ5人に1人」になっている。失業の持続

（図表15）豪の失業持続期間（平準化後、smoothed）の推移



（資料）Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, "Long-term Unemployment in Australia", *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p46 Graph 2を基に日本総合研究所作成
 （原資料）ABS, RBA

（図表16）失業者の特性別にみた失業の持続期間の推移



（資料）Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, "Long-term Unemployment in Australia", *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p47 Graph 3を基に日本総合研究所作成
 （原資料）ABS, RBA

期間は、①男性の方が女性よりも、②年配層の方が若年層よりも、また、③大学の学位の非保有者の方が保有者よりも、それぞれ長くなる傾向にある（図表16）。

長期失業に陥っている人々の特性を雇用され続けている人々や短期失業の人々との比較でみると（図表17）、①男性であり、②12年目の教育（日本では例えば高校相当までの教育）を完了しておらず、③家計のネット資産や可処分所得が相当に少なく、④経済的な困窮を多く経験している。長期失業者は短期失業者や雇用労働者に比較して、かつて農業や製造業、小売産業で働いていた人が多い。彼らはまた、低スキルの職業に就いていたことが多い。長期失業は都市部でよりも地方部（郊外）でより一般的に見られる。

（図表17）2001～2018年の労働力の実情

	長期失業者	短期失業者	被雇用者
年齢（平均）	37	31	39
男性の比率（%）	61	51	53
12年間の教育を完了している比率（%）	57	61	79
大学学位の保有比率（%）	11	15	30
豪生まれの比率（%）	67	72	74
非英語圏の出身の比率（%）	23	18	14
家計のネット資産（平均、2018年価格の千豪ドル）	423	492	920
家計の年間可処分所得（平均、2018年価格の千豪ドル）	75	88	115
前年中に金銭不足のためにあった事態			
食料がなかった（%）	14	11	3
自宅を暖房できなかった（%）	9	6	2
友人や家族に金銭面での支援を求めた（%）	29	29	12
福祉/コミュニティ機関に支援を求めた（%）	15	13	2

（資料）Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, “Long-term Unemployment in Australia”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p47 Table 1を基に日本総合研究所作成

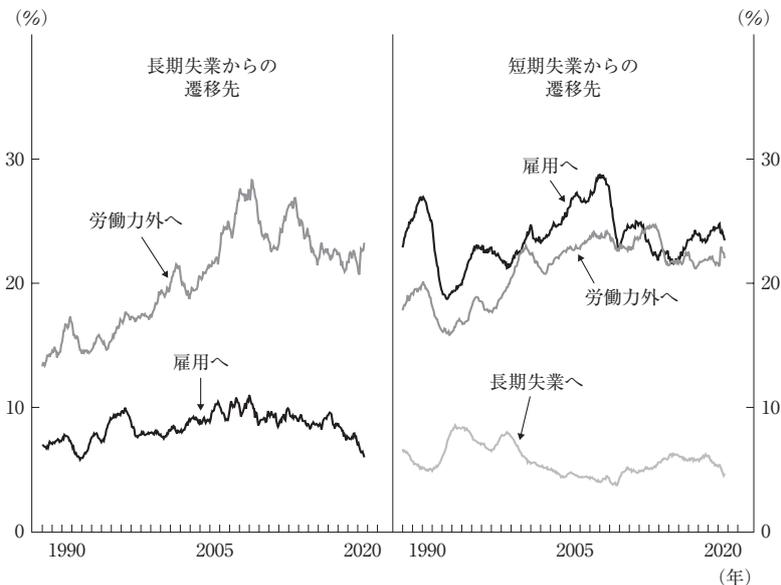
（原資料）Hilda Survey Release 18.0

（原資料注）「長期失業者」は1年以上失業している者の意味。

豪の労働市場は極めてダイナミックであり、多くの人々が労働市場に毎月流出入し、雇用されたり失業したりする。過去30年間の平均データから月ごとの労働者や失業者の動きをみると、雇用されている人々および労働力の外にいる人々の大多数は毎月、同じ状態にとどまる一方、失業者の23%前後は職を見つけて雇用される一方、失業者の21%は毎月、労働市場の外に出てしまう。これはすなわち、失業者の半分を若干上回る層が次の月も失業したままであることを意味する。

失業からの遷移（transition）率が失業していた期間によってどの程度の影響を受けるのかを、個人ベースの長期労働力追跡サーベイ（LLFS: Longitudinal Labour Force Survey）を基に分析すると（図表18）、長期失業状態にあった人々が月内に（1カ月以内に）職を得られている割合は、平均して、短期失業にあった人が1カ月以内に職を得られている割合の半分に満たない。短期失業にあった人々が職を見つけれられる機会は経済情勢の影響を受けており、景気拡大期には遷移率が上がり、景気下降期には低下していることがわかるが、長期失業者の遷移率は経済情勢の影響を受けにくい。月当たりで見ると、長期失業者のうち、職を得た人々の倍を上回る人々が労働市場から退出してしまう。これは、長期失業者が職を探すことを諦めてしまうことを意味するほか、他には、引退年齢への到達、病気、介護義務の発生、といった理由があり得る。

(図表18) 長期失業者・短期失業者別にみた遷移率 (transition rates) の推移
(月当たり遷移率、12カ月移動平均)



(資料) Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, "Long-term Unemployment in Australia", *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020, p48 Graph 4を基に日本総合研究所作成
(原資料) ABS, RBA
(原資料注) サンプル欠落部分のデータ調整済み。

長期失業には多くの社会的・経済的結果が伴う。失業してしまった人にとって、失業の期間が長くなればなるほど、職を見つけるのは難しくなる。それは彼らがスキルとネットワークを失うからで、長期間職を失うことにつながる欠点 (stigma) となってしまう、もしくは、彼らが意欲を失ってしまい、労働力から離れてしまうことによる。長期間にわたる失業は低収入や金融面でのストレスにつながるほか、影響を受けた個人や家族、コミュニティを衰弱させ得る。経済全体、国全体としてみても、長期失業は労働者の実効的なプールを狭めてしまい、国や社会による厚生支援のコストを増加させてしまう。

今般のCOVID-19危機による失業期間の長期化が個人、社会、経済全体に及ぼしかねない負の影響を重く受け止めたいうえで、金融政策を含む公共政策の在り方を検討していく必要がある。

(注10) 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レバ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・豪国債等の先進国債売り)、⑤ディーラーのBSの制約。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。

(注11) 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。

(注12) 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。

(注13) Philip Lowe, "COVID-19, the Labour Market and Public Sector Balance Sheets", *Address to the Anika Foundation*, Online, July 21, 2020.

(注14) Guy Debelle, "The Australian Economy and Monetary Policy", *Speech at Australian Industry Group Virtual Conference*, September 22, 2020.

(注15) 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。

(注16) 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。

(注17) Philip Lowe, “Today’s Monetary Policy Decision”, *Speech*, Reserve Bank of Australia, Sydney, November 3, 2020.

(注18) Natasha Cassidy, Iris Chan, Amelia Gao and Gabrielle Penrose, “Long-term Unemployment in Australia”, *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, December 2020.

(注19) 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。

(注20) 前掲注18。

5. おわりに

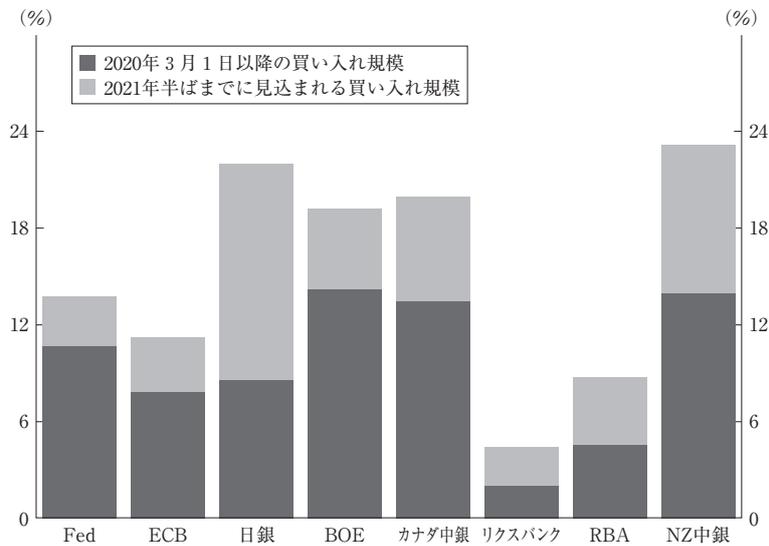
これまでみてきたように、今回のコロナ危機によって、これまで米英欧日の中央銀行のように非伝統的な手段を採用することなく金融政策運営を行ってきたRBAのような中央銀行までもが、ついに「バランス・シート政策」に踏み切らざるを得なくなっていることが明らかになった。

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19）。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

(図表19) コロナ危機下での主要中銀による国債買入れ規模 (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入れは実施していない。

(原資料注2) 予測は買入れのターゲットと最近の買入れ率に基づく。

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。

(2021. 1. 25)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・ Reserve Bank of Australia [2020]. *Annual Report 2020*, September 15, 2020.
- ・ Reserve Bank of Australia, "Unconventional Monetary Policy", explainers (<https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/pdf/unconventional-monetary-policy.pdf?v=2020-12-26-23-45-24>, 2020年12月26日アクセス).
- ・ Philip Lowe [2019]. "Unconventional Monetary Policy: Some Lessons From Overseas", *Address to Australian Business Economists Dinner*, Sydney, November 26, 2019.
- ・ Philip Lowe [2020a]. "Responding to the Economic and Financial Impact of COVID-19", *Speech*, Sydney, March 19, 2020.
- ・ Philip Lowe [2020b]. "An Economic and Financial Update", *Speech*, Sydney, April 21, 2020.
- ・ Philip Lowe [2020c]. "Remarks to FINSIA Forum", *Webinar: The Regulators*, Speech, Online, May 21, 2020.

-
- Philip Lowe [2020d]. “COVID-19, the Labour Market and Public Sector Balance Sheets”, *Address to the Anika Foundation*, Online, July 21, 2020.
 - Philip Lowe [2020e]. *Opening Statement to the House of Representatives Standing Committee on Economics*, Speech, Online, August 14, 2020.
 - Philip Lowe [2020f]. “The Recovery from a Very Uneven Recession”, *Citi’s 12th Annual Australia and New Zealand Investment Conference*, Speech, Sydney, October 15, 2020.
 - Philip Lowe [2020g]. “Today’s Monetary Policy Decision”, *Speech*, Reserve Bank of Australia, Sydney, November 3, 2020.
 - Philip Lowe [2020h]. COVID, “Our Changing Economy and Monetary Policy”, *Committee for Economic Development of Australia Annual Dinner Address*, Speech, Sydney, November 16, 2020.
 - Philip Lowe [2020i]. *Opening Statement to the House of Representatives Standing Committee on Economics*, Speech, Canberra, December 2, 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.
 - Christopher Kent [2020a]. “The Reserve Bank’s Operations – Liquidity, Market Function and Funding”, *Address to Ka q nganews*, Online, July 27, 2020.
 - Christopher Kent [2020b]. “The Stance of Monetary Policy in a World of numerous Tools”, *Address to the IFR Australia DCM Roundtable Webinar*, Online, October 20, 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.

 - Paul Beaudry [2020]. “Our quantitative easing operations: looking under the hood”, *Remarks (delivered virtually) to the Greater Moncton Chamber of Commerce, the Fredericton Chamber of Commerce, and the Saint John Region Chamber of Commerce*, Fredericton, New Brunswick, Moncton, New Brunswick, Saint John, New Brunswick, Bank of Canada, December 10, 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 Environ-

ment?”, 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.