

論文

2008年以降のFRB・日本銀行・ECBの金融政策運営

湯 浅 由 一

1. 分析の目的

2008年秋のリーマン・ショック以降のアメリカ（FRB）、日本（日本銀行）、EU（ECB）の各中央銀行が採った金融政策の運営スタンスについて考察することが本稿の分析目的である。グローバル化が進行する経済状況において各国の金融政策の有効性は確保可能なのであろうか。観察される事実としては、主要な中央銀行の金融政策に関して、ある一つの運営スタンスに収斂している様子がうかがえる。また伝統的な金融政策だけではデフレ脱却は困難であり、従来とはかなり異なる政策運営が採用されていることも指摘できる。

金融政策の効果が理論的には有効であったとしても、現実の一つの政策によって国民所得を増加させることを保証するものではない。家計と企業が将来の見通しに不安が存在する場合には積極的な消費行動および投資行動を実施することが期待し難い。これが長期に渡ってデフレ脱却が実現しない要因の一つと考えられる。各国の中央銀行が未曾有の量的緩和政策を実施している。しかしながら供給された大量のマネーが家計の消費増加および企業の投資の増加に結びつかないでいると判断されるのである。供給されたマネーがドイツ国債に代表される安全な金融資産の購入に向けられていることが観察される。このことから、金融政策の有効性が確認されてはいないと言えるのである。

主要各国の中央銀行が金融緩和政策を実施している。その結果マネーが多量に供給されている。しかしながら金融当局の意図に反して、多くの投資家および企業の経営者達はリスク回避的な行動を強めており、その結果マイナス金利という異常な事態が発生している。同時に、日本の実質金利は相対的に高い水準になっている。この結果、相対的にかなり高い水準の円高の事態が発生している。

実質金利とは名目金利から物価上昇率を差し引いた金利である。2010年当初に、日米欧で、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質金利がそろってマイナス金利となっている。金融が極めて緩和的な状況で物価上昇を加速させやすい。これに対してデフレ傾向の日本およびスイスの実質金利は相対的に高くなっているのである。このためにアメリカとの実質金利との格差が広がっている。これが円高の原因と推測される。

家計および企業がリスク回避的な行動を選択し続ける場合には期待された实体经济の改善は実現しないことになる。この危険回避的な行動の反映として「マイナス金利」という現象が観察されているのである。

理論的には、財政政策は無効、金融政策は有効であるはず。日本経済は円高および中国経済の影響が無視できないという事情がある。2008年の金融危機後の先進国の低金利が過剰流動性を各国に輸出して、新興国の通貨高とバブル経済を生んでしまったのではないかという指摘がある。

マネーの供給量の適切なコントロールが容易ではなくなっているという懸念がある。マネーが各国の金融市場を容易に移動してしまうというグローバル経済の進展が背景にある。中央銀行が影響を与え得るのは銀行であることから、ヘッジファンド・シャドーバンキングの存在は金融政策の効果を不安定にさせると考えられる要因である。

2. リーマン・ショック以降の各国中央銀行の政策運営

2008年以降に採用された主要中央銀行による金融政策に関して考察を行っている文献としては、地主敏樹・小巻泰之・奥山英司(2012年)と湯本雅士(2011年)を挙げることができる。

マンデル・フレミングモデル¹⁾によれば、現在の変動為替レート制度を採用する国(小国モデル)では、財政政策は無効であるが、金融政策は有効という理論的な分析結果が得られる。

中央銀行が金融市場の安定や景気の刺激を目的として、「金融緩和政策」を採用している。すなわち、金融市場に大量の資金を供給する政策である。金融政策の誘導目標を金利ではなくて日本銀行当座預金残高などのマネーの量に切り替える政策である。日本銀行は2001年から2006年3月までの間、量的緩和政策を実施していた。

表1 GDP (IMF集計, 2011年)

アメリカ	15兆ドル (世界GDPの25%を占める)
日 本	6 兆ドル
ユーロ圏	13兆ドル
中 国	8 兆ドル
イ ン ド	2 兆ドル
ロ シ ア	2 兆ドル

2008年のリーマン・ショック以降、主要国での政策金利の引き下げ余地が縮小してしまったことを踏まえ、各国中央銀行は相次いでこの量的緩和政策を導入していると判断される。FRBおよびECBは金融市場に非伝統的な金融政策²⁾と呼ばれる潤沢な資金供給を続けている。

まず金融緩和の規模および水準を判断するための判断基準として各国GDPを示したい。

FRB (米連邦準備理事会)、ECB (欧州中央銀行)、BOE (イングランド銀行) という主要中央銀行は物価目標政策を採用していると判断できる。金融政策の最終目標である物価に関して、ある設定水準を直接目指して政策を運営するということである。この物価目標政策が世界の中央銀行の共通の手法となったということを意味する。

日本銀行は2006年3月における「中長期的な物価安定の理解、英訳では“understanding”」具体的には「2%以下のプラスの領域、中心は1%程度」という物価安定目標を変化させている。2012年2月、「中長期的な物価安定の目途、英訳では“price stability goal”」と変化し、「2%以下のプラスの領域、当面は1%をめど」となっている。

なおニュージーランドでは1988年に厳格な枠組みでインフレ目標 (ターゲット) 政策を採用している。目標数値は1~3%で、これを達成できない場合には中央銀行に説明責任が発生する。またカナダの中央銀行 (BOC) は1991年2月、インフレ目標 (ターゲット) を採用している。

以下では主要国中央銀行による2008年以降の金融政策運営の状況を概観していく。

表2 アメリカ・日本・EU・イギリスの中央銀行の物価安定目標と政策運営スタンス

	FRB	日本銀行	ECB	BOE
名称	長期的な物価目標 longer-run goal	物価安定の目途 price stability goal	物価安定の量的定義 definition	インフレ目標 target
内容	個人消費支出の物価指数で前年比2%上昇	消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスで、中心は1%程度	消費者物価指数で前年比2%未満	消費者物価指数で前年比2%。上下1%を超えると財務相に報告義務
時期	2012年1月	2012年2月	1998年6月	1992年10月
金融政策	物価安定と雇用最大化を追求	物価安定が展望できるまでゼロ金利政策を継続すると約束	物価安定を最重視	

(1) アメリカ

2008年12月、事実上のゼロ金利の導入。1%の政策金利を0～0.25%に。

2009年3月、量的緩和政策第1弾（QE1）、2010年3月まで。

総額1兆7,000億ドルの規模。

2010年11月、量的緩和政策第2弾（QE2）、2011年6月まで。

総額6,000億ドルの規模。

2011年8月、異例の低金利を2013年半ばまで続ける方針。

2011年9月、長期国債の保有比率を高めるツイスト・オペを開始。

2012年1月、異例の低金利を2014年終盤まで続けると期間延長。

長期の物価目標を前年比2%上昇に。

2012年6月、ツイスト・オペを半年延長。

2012年9月、量的緩和政策第3弾（QE3, QE ∞ ）、期限および総枠を設定しない。

毎月400億ドル。総額1,400億ドルの規模。

アメリカの金融政策の責任当局であるFRB（Federal Reserve Board, 米連邦準備理事会）は2012年1月に、「物価目標政策」を採用したということを指摘できる。

2012年1月25日、バーナンキFRB議長は「ターゲットとは異なる」と説明している。FRBは物価安定とともに雇用増大もその使命に掲げているからである。物価上昇率が2%を超えても、失業率が高止まりしていればすぐに機械

的に、金融引締めに動くわけではないと理解されている。

QE (Quantitative Easing) という用語はFRBによる金融緩和政策をさしている。FRBの公式名称は「大規模資産購入 (LSAP)」である。FRBは2008年のリーマン・ショックを受けて、2009年3月に住宅ローン担保証券の買い入れを柱とする3,000億ドル規模のQE1 (金融緩和策第1弾) を開始している。総額は1兆7,000億ドルに達した。更に2010年11月には2011年6月末までの間、追加的に6,000億ドル規模の長期国債を購入するQE2 (金融緩和策第2弾) を実施している。

2012年9月13日、QE3 (金融緩和策第3弾) の実施を決定した。住宅ローン担保証券 (MBS) を月当たり400億ドルずつ、年末までは購入するという運営が柱である。この量的緩和には期限および総枠を設けないということも決定した。この点を根拠にQE ∞ (無限大) とも呼ばれることになった。事実上のゼロ金利政策を2015年半ばまで継続するというものである。QE2とは異なり購入資産に米国債を含まない。

QE政策によって米金利が低下して日米金利差に影響して、円高ドル安が生じる。

2011年9月、FRBは短期国債を売却して同額の長期国債を購入するという「オペレーション・ツイスト」を導入している。償還期限が短い国債を売却する一方で、同じ金額の長期国債を購入するという「ねじれ (ツイスト)」を利用して長期金利の低下圧力を期待する市場金利操作の手法である。投資や消費の刺激を狙った措置であり、国債金利が低下すると米財政の負担が軽減される。FRBの資産規模を増加させずに済むことになり、マネーの供給が膨らんでインフレ圧力が高まるというリスクを減らせる。将来のインフレ懸念を回避するために、総資産を増加させない戦略の採用である。

FRBの総資産額は約3兆ドルとなっており、リーマン・ショック前の3倍強に膨張している。このQE政策に対しては「あふれたマネーが、FRBと基軸通貨であるアメリカ・ドルの信託を犠牲にしている」との批判が為されている。実際、QE2によって株価の上昇が生じた時期に原油価格が20～30%も上昇していたということが観察されている。

「流動性相場」と呼ばれる。金融市場にマネーが潤沢にある状況で余剰資金が株式、商品、外国為替市場に流れ込むことによって起こる相場のことである。

先進国の株式や債券にとどまらず、新興国の株式、通貨、原油などリスクの高い金融商品も買われている状況を指している。原油価格の上昇が生じて消費の低迷という副作用が懸念される。無限の量的緩和政策の限界とも指摘される。

(2) 日本銀行

日本銀行は2010年10月5日に「包括的な金融緩和政策（包括緩和策）」の実施を決定した。さらに、2012年9月までに5回にわたって緩和策の強化（追加）を実施している。その内容は次の3つである。①無担保コール翌日物金利を0～0.1%程度に誘導する事実上のゼロ金利政策の採用。②物価の安定が見通せるまで事実上のゼロ金利政策を続けると約束する「時間軸政策」の採用。③国債・社債・CP・ETF・REITの購入などのための基金を創設。

さらに、日本銀行は2012年2月、デフレ脱却の意図をより明確にするために、それまでの物価見通しに関する「理解」を「目途（めど）」に変えて1%程度と公表し、実質的な物価目標政策を採用したのである。

中長期的に持続可能な水準を「消費者物価指数の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域」と定め、当面は1%としている。物価安定の「目途」は「goal（ゴール）」と英訳し、FRBと同じ表現になっている。「target（目標）」としない理由については、「一定の物価を目指して機械的に金融政策を運営すると受け取られる」ためであると説明している³⁾。

日本銀行の政策は「ゴールに向けた機械的な政策運営」を否定している。イギリスのような厳格な枠組みではなくて、一定期間で特定の物価上昇率を目指すターゲット方式ではないとしている。2006年から政策委員が中長期的に見て物価が安定していると理解する数値を公表している。

日本銀行は金融緩和の強化として、2012年2月に国債買い入れ枠を10兆円増額した。量的緩和政策は政策金利がゼロとなって下げ余地がなくなった日本銀行は2000年代前半から実施している。日本銀行は買い入れる資産の量を増加させるとともに、買い入れ資産の残存期間を長期化する方法などの手法が採られている。長期金利の低下を促して景気刺激を目指すと考えられる。しかしながら、量的緩和政策の景気刺激効果は十分には実証されてはいない。量的緩和が国債の購入を主な手法ということは、財政赤字の穴埋めに合致している。

「資産買い入れ基金」とは、日本銀行が金融市場に資金を潤沢に供給するた

めに2010年10月に創設した基金である。金利を引き下げ、企業の資金調達コストを抑制して景気を下支えすることがその目的とされる。買入れ対象資産としては残存期間が1～2年の国債のほかコマーシャルペーパー（CP）、上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（REIT）などのリスクを伴う資産を買っている。また年利0.1%の固定金利で3～6ヶ月の短期資金を貸し付けるというものである。当初は総額35兆円だったが、東日本大震災や円高に対応するために、6回にわたって段階的に80兆2,200億円にまで増額されている。すなわち、日本銀行は2012年9月19日の金融政策決定会合において、資産買入れ基金の総額を10兆円増額して約80兆円とする追加の金融緩和策を決定した。基金の総額は2012年末で約65兆円、2013年末に約80兆円に達す見通しになったのである。2012年10月30日の金融政策決定会合では、追加の金融緩和を決めた⁴⁾。基金を11兆円程度増額して91兆円程度にするという内容である。長期国債と短期国債を5兆円ずつ増額する。上場投資信託（ETF）なども購入するというものである。同時に「貸出支援基金」を新たに創設することになった。これは銀行などが貸し出しを増加させた場合に、希望すれば日本銀行がその増加分の全額を低金利（年利0.1%）で長期間（最長4年間）融資するという趣旨の新制度である。基金には上限を設けない（無制限）ということであり、過去1年間の実績から推計した場合、15兆円という規模になる。

2013年末の資産買入れ基金の上限金額の内訳は以下の通りである。長期国債が42.4%、国庫短期証券が18.1%、CPおよび社債が6.2%、不動産投資信託などが2.1%、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションが31.2%となっている。特に長期国債の買入れ上限は29兆円と、導入時の1.5兆円から大きく膨らんでいる。

2012年11月末時点における日本銀行の保有する総資産残高は以下の通りである。前年比9%増加の156兆円と過去最高額となっている。総資産の残高の内訳では日本国債が111兆円となっており全体の70%以上を占めている。ETFは1兆4,000億円。REITは1,100億円。株式および社債等との合計額は7兆9,000億円となっており、2005年の約4倍という規模の金融緩和が実施されていることを示唆している。

以上の様に日本銀行はこれまでになかった水準の金融緩和政策を実施していると判断できる。これに関して、さらなる強力な金融緩和運営を主張する「リ

フレーション政策 (reflation policy)」がある。これは積極的な金融緩和を通じて景気の回復を図り、緩やかな物価上昇を生み出すことを目指すというものである。具体的には、(1)外国債の日本銀行による購入。(2)建設国債の日本銀行による直接引き受けを含む積極的な運営を求めている。

(3) E C B

ドラギECB (European Central Bank, 欧州中央銀行) 総裁の政策。2011年12月と2012年2月に総額1兆ユーロ (約98兆円) を民間銀行に供給し、経営破綻を回避する努力を行った。ECBが国債などを担保として3年間、年利1%で無制限に流動性を供給する措置を実施している。このようにEUの金融機関は累計で約100兆円以上の巨額な資金が供給された。しかしながら6月時点では、家計および企業の資金需要は増加せず、銀行貸出は低迷している。

ECBは2012年9月6日、南欧国債の買い取り策を発表している。無制限に国債を買い入れるという手法である。

「ユーロシステム」は欧州中央銀行 (ECB) を中核に通貨EUユーロを採用する17カ国の中央銀行で構成される金融政策当局である。物価の安定を第一の目的とするとともに、金融システムの安定を担っている。ユーロ圏内の資金移動を効率的に実施するために「TARGET2」と呼ばれる銀行間の即時決済システムを持っている。各国中央銀行を通じてEU域内の貿易や資本取引など銀行口座によるユーロ決済を実施している。ドイツ連邦銀行はこのユーロシステムに多額の資金を貸し付けている。2012年1月で約6,000億ユーロという規模である。

流動性の供給を高めている。ECBは2011年12月と2012年2月に総額1.2兆ユーロという規模の資金供給を実施している。これは債務危機発生前の2.6倍の規模である。

各中央銀行による金融緩和政策の実施の結果、マネーが多量に供給されることになる。しかしながら金融当局の意図に反して、多くの投資家および企業の経営者達はリスク回避的な行動を強めており、その結果マイナス金利⁹⁾という異常な事態が発生していることを指摘できる。

「欧州安定メカニズム (ESM, 救済基金)」が創設されたことを無視することはできない。2010年5月にユーロ参加国が欧州金融安定メカニズム (EFSM) とユーロ参加国政府の保証を裏付けとする欧州金融安定基金 (EFSF) という

二つの救済の枠組みを3年間の期限付きで創設されたものがある。2011年5月までに合意されたアイルランド・ポルトガルの両国支援にはこの二つが活用された。また2012年3月に合意された第2次ギリシャ支援にはEFSFが使われた。それぞれの支援に国際通貨基金（IMF）が加わったのである。

2011年10月にはギリシャの債務危機が他の国々に及ばないようにするためにEFSFの支援能力が条件付き融資だけでなく予防的信用枠の設定、銀行増資の支援、国債の買い入れもできるように改善された。

資金繰りが困難になった国を支援するための、恒久的なユーロ圏の金融安全網を意味する「欧州安定メカニズム（ESM）」が、ドイツ・フランスなどのユーロ圏17カ国が出資して2012年10月8日に発足した。資金規模は5,000億ユーロ（約50兆円）である。新たに発生する支援策は原則としてESMが担うことになる。ユーロ圏17カ国に約6,000ある全銀行を2013年から段階的に一元的に監督下に置くことが予定されている。各国政府を経由しないで直接、個別の銀行に資本注入することが可能となる。財政危機に陥った国を、融資や国債の買い取り等で支援する安全網である。2010年12月の欧州連合（EU）首脳会議において設立が決まった救済基金である。欧州版のIMFと位置付けられる。安全網としては、時限的な4,400億ユーロ（約44兆円）の「欧州金融安定基金（EFSF）」が存在する。これは6カ国の出資したファンドであるが、ユーロ圏の国内総生産合計の4.5%に相当するにすぎなかった。新規の融資可能額は欧州金融安定基金（EFSF）の使い道が決まっていない分との合計で、2013年半ばまでに段階的に7,000億ユーロ（約70兆円）の基金が想定されている。このうち、ドイツが負担するEMS拠出額シェアは27.14%である。2012年9月12日、ドイツ憲法裁判所が合憲の判断を示した。またフランスの負担は20.4%、イタリアが17.9%、スペインが11.9%である。この他の国々の負担は6%以下となっている。ドイツ・フランス・イタリアの3つの国の負担が大きな仕組みということ

表3 欧州債務危機対応の枠組み

	支援枠（億ユーロ）	期 限
EFSM（欧州金融安定メカニズム）	600	2013年6月
EFSF（欧州金融安定基金）	4,400	2013年6月
ESM（欧州安定メカニズム）	5,000	無期限（常設）

である。

(4) B O E

1992年からイギリスの中央銀行であるイングランド銀行はインフレ目標を採用している。財務相が設定した2%の目標から上下1%を超えた場合には、BOE総裁は釈明の公開書簡を財務相に送らなければならない。

しかしながら、イギリスの物価がターゲットから外れがちであるために、インフレ目標は厳格なターゲットから中長期的な政策運営の目安であるゴールへと変化してきている。

3. 考 察

量的緩和政策に対する批判を以下にまとめると次の通りである。中央銀行に国債を引き受けさせていることになる。日本の場合では2008年秋の米金融危機後の3年半で政府債務は130兆円増加したが、この間日本銀行の国債保有残高は40兆円と政府債務増加分の30%に相当している。アメリカの場合には2008年第2四半期から2012年第2四半期までの4年間にFRBの資産は年率34%増やしている。

経済成長への貢献では名目成長率を2%増加に留まっている。

また国際商品相場の高騰はガソリン価格および食品価格の上昇を通じて低所得者層の購買力を減少させてしまい、消費支出の低迷の原因となっていると考えられる。

株価の上昇による資産効果の恩恵を享受するのは所得上位者層に限られる。所得格差の拡大をもたらすということが指摘される。

マネーの供給量の適切なコントロールが容易ではなくなっているという懸念がある。マネーが各国の金融市場を容易に移動してしまうというグローバル経済の進展が背景にある。中央銀行が影響を与え得るのは銀行であることから、ヘッジファンド・シャドーバンキング[®]の存在は金融政策の効果を不安定にさせると考えられる要因である。

非伝統的な金融政策として「時間軸政策」を採用している。これは経済主体の期待に影響を与えることを意図していると考えられる。中央銀行が政策金利を将来も引き上げないことを内外に公表し約束することで、将来の短期金利に

関する金融市場の予想値が下がり、このために長期金利も低下することが予想される。

現実には効果が大きくないのに大胆な政策を打ち出すことは問題があるという批判がある。

理論的には、財政政策は無効、金融政策は有効であるはず。日本経済は円高⁷⁾および中国経済の影響が無視できないという事情がある。2008年の金融危機後の先進国の低金利が過剰流動性を各国に輸出して、新興国の通貨高とバブル経済を生んでしまったのではないかという指摘がある。

4. 結 語

2008年秋のリーマン・ショック以降のアメリカ (FRB)、日本 (日本銀行)、EU (ECB) の各中央銀行が採った金融政策の運営スタンスについて考察することが本稿の分析目的である。主要各国の中央銀行が金融緩和政策を実施している。その結果マネーが多量に供給されている。しかしながら金融当局の意図に反して、多くの投資家および企業の経営者達はリスク回避的な行動を強めており、その結果マイナス金利という異常な事態が発生している。家計および企業がリスク回避的な行動を選択し続ける場合には期待された実体経済の改善は実現しないことになる。この危険回避的な行動の反映として「マイナス金利」という現象が観察されているのである。

グローバル化が進行する経済状況においては一国の中央銀行が実施する金融政策の効果は予測することが従来に比べて容易ではなくなっていることを指摘できる。

注

- 1) Robert Mundell (1932～) と John Fleming (1911～) が想定している「マンデル・フレミングモデル」は以下の4つの仮定を前提としたマクロ経済分析の結果である。(1)小国。輸出入財の外国通貨建て価格と世界利子率は所与であり、自国の経済活動によって影響されない。(2)資本移動の完全性。自国と外国の債券が完全に代替的であり、両者の利子率が相違する場合には瞬間的に裁定取引が行われる。(3)為替レートに関する静学的期待。為替レートは現在のレートが将来も続く

と予想する。(4)物価水準の固定。物価は将来も不変である。

4つの分析結果が得られている。

- (1) 変動為替レート制度の下では、拡張的な財政政策は自国通貨の増価をもたらすだけであり、国民所得に有効な効果を及ぼさない。財政政策は無効である。
- (2) 変動為替レート制度の下では、拡張的な金融政策は自国通貨の減価と国民所得の増加をもたらす。金融政策は有効である。

拡張的な金融政策→利子率の低下→資本の流出→外国為替市場における外貨の超過需要→自国通貨の減価→国内財に対する需要の増加→利子率が元の水準に戻るまで国民所得が増加する。

- (3) 固定為替レート制度の下では、拡張的な財政政策は、国民所得と外貨準備の増加をもたらす。財政政策は有効である。

拡張的な財政政策→国民所得の増加→貨幣の取引需要の増加→貨幣供給量は不変であるので、貨幣需給を均衡させるために利子率の上昇→金利裁定により資本の流入→外国為替市場での外貨受け取りの超過→自国通貨の切り上げ圧力→通貨当局は為替レート維持のために自国通貨と効果に外貨を購入→自国通貨の需給が再び均衡して利子率は元の水準に戻る。

- (4) 固定為替レート制度の下では、国際収支と無関係な独立的な貨幣供給量の増加は、外貨準備の同額の喪失をもたらして、貨幣供給量を変化させず、国民所得には効果を及ぼさない。金融政策は無効である。

さらに「2国モデル」への拡張が為されている。変動為替レート制度および固定為替レート制度のどちらでも財政および金融政策は自国の国民所得を増加させるという意味で有効となる。しかし、外国の国民所得に対する影響は異なる。

表4 2国モデルの分析結果

		自国	外国
変動為替レート制度	財政政策	有効	有効
	金融政策	有効	無効
固定為替レート制度	財政政策	有効	不確定
	金融政策	有効	有効

また「オーバーシュート・モデル」への拡張も為されている。このモデルでは、金融政策は国民所得に一時的にしか影響を及ぼさない。為替レートは購買力平価から決まる長期均衡為替レートに近づいていくという期待と、短

期的には価格は一定であるが長期的には変化するという財市場における緩やかな需給調整，そして資産市場における瞬間的な需給調整を仮定しているモデルである。

経常勘定+資本勘定=BP=0となるような，名目利子率と国民所得との関係を示す曲線。資本の流動性が極大，すなわち自由である。これはBP（balance of Payments）曲線が水平という形状にあること。

不胎化とは中央銀行がマネーサプライを一定に保つこと。非不胎化はこれを行わないことを意味する。

2）非伝統的な金融政策

短期金融市場金利を政策金利として，目標水準に誘導するという手法が従来の政策運営である。これに対して非伝統的な金融政策運営とは政策金利が事実上ゼロとなり，さらなる下げる余地が無い場合の非伝統的な手段として大規模な量的緩和政策のことである。

FRBがこれまで利用してこなかった手法を駆使し，しかもそれを長期的かつ大規模に実施するという意味で非伝統的な政策運営となる。具体的には，貸出・貸付と証券購入の2タイプに大別される。

(1) 貸出・貸付

① 金利入札貸出，TFA（Term Auction Facility）（2007年12月）

連銀が一定額の資金をオファーして金利を応札に付するという形態。通常の連銀貸出（primary credit）は一定の金利で貸し出しを実施するロンバード型貸付である。

② 証券化商品担保付貸出，TALF（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）（2008年11月）

CMBSおよびABSを担保に期間3年という長期に渡って連銀が貸し出しを行う。

③ プライマリー・ディーラー向け貸出，PDCF（Primary Dealer Credit Facility）（2008年3月）

連銀が指定する主要国債ディーラーに対してオーバーナイトの貸付を行う。

④ 国債の貸付，TSLF（Term Securities Lending Facility）（2008年3月）

民間債を含む全ての投資適格証券を担保として主要国債ディーラーに国債を貸し付ける。金利は入札方式。

⑤ 資産証券担保付CP買取資金貸出，AMLF（Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）（2008年9月）

銀行が資産証券担保付CPを投資信託運営法人から買い取る場合に，その資

金を貸し出す制度。実質的には連銀によるCPの買い取りである。

- ⑥ 特別目的組織向け貸出, MMIFF (Money Market Investor Funding Facility) (2008年10月)

投資信託運営法人が保有する金融機関発行のCD・CPを買い取ることを目的として設立された組織 (SPV, Special Purpose Vehicle) に対して, それらの証券を担保として貸し出しを実施する。実質的には連銀による当該証券の買い取りである。

- ⑦ CPFF (Commercial Paper Funding Facility) (2008年10月)

金融機関から期間3ヶ月のCPを買い取ることを目的として設立された組織に対して, それを担保として貸し出しを実施する。

- ⑧ 個別金融機関等への流動性支援貸出, Maiden Lane Facility (2008年3月)

貸出を実施したニューヨーク連銀の所在地の道路の名前からこのように呼ばれる。ベア・スターンズ, シティ・グループ, バンクオブアメリカグループに向けた貸出のことである。

(2) 証券の買い入れ

- ① 長期国債の買い入れ (2009年3月)

2009年10月までに最大3,000億ドルを買い入れる。

- ② 政府支援機関発行債券の買い入れおよび同機関が保証する住宅担保付抵当証券の買い入れ (2008年11月)

政府支援機関発行債券はエージェンシー債と呼ばれる。住宅資金貸付機関等の準政府機関が発行する債券を連銀が最大2,000億ドルまで買い入れる。住宅担保付抵当証券 (MBS, Mortgage Backed Securities) については最大1兆2,500億ドルまで買い入れる。

3) 2012年3月16日, 「金融政策決定会合の議事要旨を発表」

2月13日の会合。FRBが1月に長期的な物価目標を導入したことを契機として, 「中央銀行の物価安定に対する姿勢」に関心が高まってとして, 日本銀行も物価の目途の採用を決定したことが明らかになっている。会合では多くの委員が「日本銀行の政策姿勢が伝わりがたいとの指摘が一部にある。目指すべき物価上昇率を公表する方針を決定した。」会合では, 「目標 (ターゲット)」および「目安 (ベンチマーク)」という使用する用語についても検討されている。「機械的な政策運営の印象を与える」「政策姿勢を示していくうえで曖昧さが残る」という理由で採用が見送られたということである。

4) 2012年7月, 内閣府公表の「経済財政白書」

金融政策について例年にない詳細な分析を加えている。日本経済のデフレ脱却

に向けて金融政策の重要性を強調しており、「果敢な金融政策運営を期待する」と明記している。物価上昇を受けて金融政策を転換する際には、デフレ脱却に失敗した2007年の教訓を踏まえて慎重に対応することを求めている。日本銀行の2006年7月のゼロ金利解除について検証を行い、利上げが早すぎたという判断を行っている。また日本銀行が採用した2012年2月の事実上の物価目標運営について大きく評価している。金利および物価の見通しについてその数値や表現を明確した場合には金融政策の効果が長く残ると分析している。

日本銀行は金融政策運営の目的に物価の安定を掲げ、消費者物価指数（CPI）を政策判断の重要な指標としている。現在はCPIの前年比上昇率1%が見通せるようになるまで金融緩和を維持することを公表文に明記している。2006年に量的緩和政策を解除した際には、解除後のCPIの基準改定によって上昇率が大幅に圧縮されたために、解除判断が拙速すぎたとの批判が為されている。

現在の金融緩和政策の推進条件を記した公表文には、「生鮮食品を除く」との表記がない。アメリカでは生鮮食品およびエネルギーなどを除いたCPIを重視する場合が多いとされる。

5) マイナス金利の実例

債券取引では債券の売買価格と流通利回りととは逆の動きをする。例えば、債券の市場価格が上昇した場合には流通利回りは反対に低下することになる。金融市場の混乱などで特定の国債に需要が集中すると売買価格には上限が存在しないので、一定の水準を超えると流通利回り（債券の償還時まで保有した場合の最終利回り）が0%を下回る状態に陥ることになる。すなわちマイナス金利が発生するのである。この場合、国債を購入した投資家は金利を支払っても国債を保有したいということ意味する。マイナス金利であると償還まで金利収入を得ても、投資金額を下回って損をすることになる。投資家は実損をしてでも安全資産である国債を保有するという行動を採っているという極端なリスク・オフの状態である。

深刻なデフレとなってしまった2000年代前半の日本およびリーマン・ショック時のアメリカにおいて2008年年末にマイナス金利が発生した。ヨーロッパのドイツでも2011年12月30日、通貨ユーロ導入後、初めてとなる短期国債利回りがゼロを下回った。1年物国債利回りが-0.09%に低下した。

2012年5月、ニューヨーク債券市場で米国債への買い需要が膨らんでいる。米長期金利の指標となる表面利率1.750%の10年物国債の利回りは1.64%前後となり過去最低水準を更新した。

2012年7月6日、欧州でリスクの小さい安全資産と判断されたドイツの2年物国債の流通利回りがマイナス金利となった。7月13日には、一時-0.055%と過去

最低となった。3年物国債もマイナスとなっている。ECBが民間銀行からの余剰資金を預かった場合に支払う金利を、0.25%から0%に引き下げたことが切っ掛けである。これまでECBへの預金で利息収入を得ていた欧州の銀行がゼロ金利を契機に資金をドイツ国債にシフトさせていると推測される。フランスでも7月9日に入札した短期債（24週間物）の平均利回りが-0.006%となった。

コストを支払っても安全資産の国債を保有したいと考える投資家が多いためにドイツ・フランスの国債利回りがマイナス金利圏にあるという異常事態が発生したということである。オーストリアやベルギー、オランダの国債利回りも過去最低水準にある。

2012年12月10日、スイス大手金融機関であるクレディ・スイスは預金金利をマイナスに引き下げるという異例の措置を導入した。その目的はリスク・オフの行動を反映したユーロ圏から流入する大量の資金の流れを抑え込む点にある。欧州危機が深刻になるなかで、安全資産であるスイス・フランを求めて、大量の資金が流入している。その結果、通貨スイス・フランが対ユーロで増価している。中央銀行であるスイス国立銀行は、2011年9月からスイス・フラン相場の上限を1ユーロ=1.2スイス・フランと定めて無制限の為替介入を開始している。クレディ・スイスはマイナス金利を、決済取引などの使用する口座を対象として、一定額以上の残高がある金融機関に限定して適用するというものである。一般の個人顧客には影響はない。

6) シャドー・バンキングの基本型

商業銀行機能を代替する基本的な形成を住宅ローンのケースで説明する。第1段階で住宅ローンという長期で危険な金融資産を発行した後、第2段階でリスクを変換して長期で安全な資産に変形して、第3段階で満期変換して短期で安全な資産に変形し、最後に銀行預金に匹敵するほどに利便性の高い金融資産に変形するのである。

長期性で危険な金融商品である住宅ローンの貸出を担当するのは住宅金融会社である。住宅金融会社は預金を受け入れられないので住宅ローン債権を販売することによって資金を調達する。第2段階で住宅ローン債権を購入する代表は投資銀行である。投資銀行は住宅ローン債権を大量に購入して、長期性で安全な仕組み債に加工して販売する。リスクが変換されたことになる。

第3段階で仕組み債を購入したのは内外の投資ファンドである。投資ファンドは購入した仕組み債を担保にして安全な短期社債(ABCP, Asset-Backed Commercial Paper)を発行して資金を調達する。さらなる証券投資を実施する。レバレッジを高めて収益率を高めるのである。

最後の第4段階でABCPを購入した機関が短期市場投資信託（MMF, Money Market Mutual Fund）であり、一般投資家からの出資によって資金を調達していた。すなわちMMFはシャドー・バンキングの預金受け入れ機関だったということになる。

7) 政府（財務省）および日本銀行による為替市場への介入

日本では財務省が介入の金額およびタイミングを決め、その指示を受けた日本銀行が代理人として民間銀行に売り買いの注文を出すことになっている。介入の原資は外国為替資金特別会計から引き出して行われる。

2012年2月10日、安住淳財務相は衆議院予算委員会において、2011年10月31日から11月4日までに実施した円売りドル買いの為替介入について、1ドル＝75円63銭の時点で介入を指示し、78円20銭のところでやめたと答弁している。

2011年10月31日には、一日当たりとしては過去最大規模である8兆722億円の円売り介入を実施している。また11月1日から4日までの間に、実施を公表しない「覆面介入」をそれぞれ2,000億円から3,000億円規模の為替介入を繰り返し行い、11月5日には介入総額が9兆916億円に達した。

表5 為替介入の実績

介入時期	介入規模	介入の背景
2010年9月15日	単独介入 2兆1,249億円	アメリカ経済の先行き不透明感からの円高進行。
2011年3月18日	協調介入 6,925億円	東日本大震災後の円高。
2011年8月4日	単独介入 4兆5,129億円	アメリカ連邦債務の上限問題からのドル安円高。

参考文献

- (1) 地主敏樹・小巻泰之・奥山英司『世界金融危機と欧米主要中央銀行—リアルタイム・データと公文書による分析—』晃洋書房 2012年7月
- (2) 湯本雅士『デフレ下の金融・財政・為替政策—中央銀行に出来ることは何か』岩波書店 2011年12月