

No.996 (2018. 2. 1)

米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向

はじめに

I 非伝統的金融政策とは

II 非伝統的金融政策の経緯

- 1 米国連邦準備制度理事会 (FRB)
- 2 欧州中央銀行 (ECB)
- 3 イングランド銀行 (BOE)

III 各行における非伝統的金融政策の
評価

IV 出口に向けた動き

- 1 米国連邦準備制度理事会 (FRB)
- 2 欧州中央銀行 (ECB)
- 3 イングランド銀行 (BOE)

おわりに

- 米欧英の各中央銀行は、世界金融危機以後、政策金利を段階的に引き下げ、ゼロ金利制約に直面した。これに対応するため、フォワード・ガイダンスや資産の買入れを含む各種の非伝統的金融政策を導入した。
- 米欧英の各中央銀行は、金融政策の正常化（出口）に向けた歩みを始めている。その中で、出口に向けて早期に慎重な情報公開を行っている点、市場機能の低下や中央銀行の財務悪化への配慮が見られる点、経済状況を総合的に考慮した政策の転換を行っている点など、我が国における今後の金融政策の在り方を検討するに当たり、参考となる部分が多く見られる。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 よしなが あきこ 良永 晃子

はじめに

2007年夏に米国でサブプライム住宅ローン危機が発生して以降、世界各国の中央銀行は、金融システムの安定化及び物価の安定を目的として、各種の非伝統的金融政策を実行してきた。そして、近年、経済情勢の改善に伴い、世界各国の中央銀行で金融政策の正常化（出口）に向けた動きが活発になっている。

我が国においては、日本銀行が、アベノミクスの「第一の矢」として掲げられた「大胆な金融政策」を2013年4月から現在に至るまで実行している。日本銀行の黒田東彦総裁は、その出口に向けた議論について、「今の時点で行う段階ではない」と述べているが¹、議論を求める声は今後ますます高まっていくと考えられる。そして、我が国における議論を掘り下げるに当たっては、我が国に先んじて出口に向けた歩みを進めている各国中央銀行の例に学ぶことも肝要となろう。

本稿では、我が国の今後の金融政策への示唆を得るため、米国連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）²、欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）³及びイングランド銀行（Bank of England: BOE）における非伝統的金融政策の経緯を振り返るとともに、金融政策の正常化に向けた動きを概観する。

I 非伝統的金融政策とは

景気後退局面における伝統的な金融政策手段は、政策金利⁴の引下げを通じて金融・資本市場の期待に働きかけ、金融機関の貸出金利等に下降圧力をかけることで、緩和的な金融環境を生成し、景気の刺激を目指すものである。しかし、従来は、政策金利を0%未満に設定することはできないと考えられていた（ゼロ金利制約）。非伝統的金融政策は、景気後退の長期化等により政策金利がゼロ金利制約に直面した局面で、より一層の金融緩和効果を実現するために導入された政策手段である。

非伝統的政策手段には各種の類型があるが、その一例として、「金利政策」と「バランスシート政策」に分類する考え方がある（表1）。「金利政策」には、政策金利の道筋を中央銀行が事前に公表することにより人々の期待に働きかける「政策金利に関するフォワード・ガイダンス」や、政策金利を0%未満に引き下げる「マイナス金利政策」が含まれる。他方、「バランスシート政策」には、長期国債の買入れを含む「公債管理的政策」、民間発行証券の買入れや民

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は2017年12月27日である。

¹ 日本銀行「総裁定例記者会見（10月31日）要旨」2017.11.1. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2017/kk1711a.pdf>

² 米国の中央銀行組織は「連邦準備制度（Federal Reserve System）」と呼ばれ、「連邦準備制度理事会（FRB）」と12地区の「連邦準備銀行（Federal Reserve Banks）」から構成される。しかし、日本では、一般的に、各機関名を厳密には使い分けず、米国の金融政策当局を「FRB」と呼ぶことが多く、本稿でもそのように扱う。

³ ECBは、単一通貨ユーロの中央銀行機能を担う機関として、EU加盟各国の中央銀行の出資によって1998年に設立された。ユーロ圏の金融政策運営に当たっては、ECBが政策の意思決定を担う一方、ユーロ圏各国の中央銀行が政策に基づいたオペレーションの実行を担うこととされている。ECBとユーロ圏各国の中央銀行で構成される組織全体を指して「ユーロシステム」という。

⁴ 中央銀行が金融市場における資金需給の調節手段として用いる金利。通常は短期金利が用いられる。

間金融機関への直接的な資金貸出しを含む「信用緩和政策」等が挙げられる。

表1 非伝統的金融政策手段の類型

政策手段	内容	期待される効果
金利政策→政策金利を操作する。政策金利の将来の予想経路に影響を与える。		
政策金利に関する フォワード・ガイダンス	将来の政策金利の道筋について 中央銀行が事前に公表	短期金利の予想経路のコントロールを通じた長期金利の押下げ
マイナス金利	政策金利を 0%未満に設定	伝統的な政策金利の引下げと同様の効果
バランスシート政策→中央銀行のバランスシートの規模・構成を操作する。その将来の予想経路に影響を与える。		
公債管理的政策	公債市場を対象とするオペレーション（国債の買入れ等）	長期金利の押下げを通じた貸出金利等の押下げ、貸出し・投資等のリスクテイク促進
信用緩和政策	民間証券市場等を対象とするオペレーション（民間発行証券の買入れ、民間金融機関への資金供給等）	金融機関、企業の財務状況の改善を通じた金融システムの安定化、貸出し・投資等のリスクテイク促進
為替介入政策	外国為替市場への介入	通貨安を通じた景気刺激
準備預金政策	中央銀行準備預金を対象とするオペレーション	流動性供給量の拡大を通じた貸出し等の促進
バランスシートに関する フォワード・ガイダンス	将来のバランスシート政策の道筋について中央銀行が事前に公表	バランスシートの予想経路のコントロールを通じた長期金利の押下げ

（出典）Claudio Borio and Anna Zabai, “Unconventional monetary policies: a re-appraisal,” *BIS Working Papers*, No.570, 2016.7. <<https://www.bis.org/publ/work570.pdf>> を基に筆者作成。

II 非伝統的金融政策の経緯

1 米国連邦準備制度理事会（FRB）

サブプライム住宅ローン問題が顕在化し、リーマン・ショックが発生した 2007 年後半から 2008 年にかけて、国内外における金融システムの安定を取り戻すため、FRB は、各種の流動性供給策⁵を実施した。これと併せて、連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee: FOMC）⁶は、政策金利を段階的に引き下げ、2008 年 12 月には 0～0.25%とした。これにより、FRB は事実上のゼロ金利制約に直面したが、米国内の物価と労働市場の見通しが低調だったため⁷、FOMC は同月に「大規模な資産買入れ（Large-Scale Asset Purchases: LSAP）」（通称「量的緩和（Quantitative Easing: QE）」）及び政策金利に関するフォワード・ガイダンスの導入を決定した。その後の経緯は表 2 のとおりである。⁸

このような非伝統的金融政策の実施を背景に、FRB のバランスシートの資産規模は、金融危機前（2007 年 5 月末）の約 0.9 兆ドルから、資産買入れ停止時（2014 年 10 月）の約 4.5 兆ドル

⁵ 流動性供給策とは中央銀行が「最後の貸し手」として、破綻の危機に瀕した金融機関に資金供給を行うものである。例えば、FRB は、金融機関に対し 3 か月間の担保付貸付けを行う「ターム物証券貸出ファシリティ（Term Auction Facility）」（2007 年 12 月～2010 年 3 月）を実施した。

⁶ FRB の金融政策を決定する機関。

⁷ FRB は、金融政策の運営に当たって、「物価の安定」及び「雇用の最大化」の 2 つの法的使命を担っている（デュアル・マンデート）。他の主要国の中央銀行は「物価の安定」のみを使命としており、デュアル・マンデートは FRB 特有のものである。ただし、近年、他の経済指標の改善に伴って起こるべき物価上昇が生じない例も少なからず見られたことなどから、他国の金融政策においても、失業率等を含めた総合的な政策判断を行う傾向にある。

⁸ 2010 年前半～2013 年 4 月における FRB による金融政策の経緯については、湯本善昌「日米中央銀行の金融緩和措置等—主に 2010 年春以降について—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.784, 2013.4.18. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8198312_po_0784.pdf?contentNo=1> を参照。

にまで拡大した。2017年9月末時点における資産残高の内訳は、国債が約2.5兆ドル、住宅ローン担保証券（Mortgage-backed Securities: MBS）が約1.8兆ドル等であった。（図1）

表2 FRBにおける非伝統的金融政策の概要（2008年12月～2014年10月）

実施時期	内容
金利政策	
2008.12	FOMC 声明「異例の低金利を一定期間続ける。」
2009.3	FOMC 声明「異例の低金利を長期にわたり続ける。」
2011.8	FOMC 声明「異例の低金利を少なくとも2013年半ばまで続ける。」
2012.1	FOMC 声明「異例の低金利を少なくとも2014年終盤まで続ける。」
2012.9	FOMC 声明「異例の低金利を少なくとも2015年半ばまで続ける。」
2012.12	FOMC 声明「異例の低金利を失業率が6.5%を上回り、1～2年後のインフレ率の見通しが2.5%を上回らず、長期的なインフレ予想が十分に抑制されている限り続ける。」
2014.3	FOMC 声明「異例の低金利をLSAP終了後もかなりの期間続ける。」
バランスシート政策	
2008.12～ 2010.3	大規模な資産買入れ第1弾（LSAP1、通称QE1） 総額1兆7250億ドルの政府機関債、MBS、長期国債の買入れ
2010.11～ 2011.6	大規模な資産買入れ第2弾（LSAP2、通称QE2） 6000億ドルの長期国債の買入れ
2011.10～ 2012.12	残存期間延長プログラム（MEP） 長期国債を4000億ドル買入れ、短期国債を同額売却
2012.9	FOMC 声明「資産の購入を、物価が安定した状況で、労働市場の見通しが十分改善するまで続ける。」
2012.9～ 2014.10	大規模な資産買入れ第3弾（LSAP3、通称QE3） 毎月850億ドルの長期国債とMBSの買入れ (2014年1月から買入れ額を段階的に減額、2014年10月に買入れ停止、その後は再投資を継続)

（出典）“Monetary Policy.” FRB Website <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>> を基に筆者作成。

図1 FRBのバランスシート（資産サイド）の見取図



（出典）Federal Reserve Economic Data Website <<https://fred.stlouisfed.org/>> を基に筆者作成。

2 欧州中央銀行（ECB）

リーマン・ショックに端を発した世界金融危機及び2010年に発生した欧州債務危機⁹への対応として、ECBは、金融システムの安定化を目的とした流動性供給策¹⁰を実施した。あわせて、ECB政策理事会は、政策金利を段階的に引き下げ、その結果、政策金利のうち預金ファシリテ

⁹ 2009年にギリシャの国家財政の粉飾決算が明らかになったことを契機に発生した、ユーロ圏における金融危機。

¹⁰ 例えば、ユーロ圏における公債・民間債の流通市場に限定的に介入する「証券市場プログラム（Securities Markets Programme）」（2010年5月～2012年9月）や、欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism. ユーロ圏加盟国の金融支援機関）に支援を要請した国の国債を市場から無制限に買い入れる「国債買切り措置（Outright Monetary Transactions）」（2012年9月～、実施実績なし）を導入した。

イ金利¹¹が2012年7月に0%まで低下した。その後、金融危機は終息に向かったものの、2013年から消費者物価の伸びが鈍化する傾向が見られた。これを受けて、ECB政策理事会は、2013年7月に政策金利に関するフォワード・ガイダンスの導入を、2014年6月にはマイナス金利政策及び信用緩和政策の導入を決定した。その後の経緯は表3のとおりである。

表3 ECBにおける非伝統的金融政策の概要（2013年7月～）

実施時期	内容
金利政策	
2013.7	政策理事会声明「政策金利が長期にわたり、現状又はそれ以下の水準にとどまると予想する。」
2014.6	政策金利のうち預金ファシリティ金利に▲0.1%を適用
2014.9	政策金利のうち預金ファシリティ金利を▲0.2%に引下げ
2015.9	政策金利のうち預金ファシリティ金利を▲0.3%に引下げ
2016.3	政策金利のうち預金ファシリティ金利を▲0.4%に引下げ 政策理事会声明「政策金利が長期にわたり、また、資産買入れ終了後から十分な期間が経過するまで、現状又はそれ以下の水準にとどまると予想する。」
2017.6	政策理事会声明「低金利が長期にわたり、また、資産買入れ終了後から十分な期間が経過するまで、現状の水準にとどまると予想する。」
バランスシート政策	
2014.9～ 2016.6	ターゲット型長期資金供給オペレーション（TLTRO） 貸出条件付きの固定金利・応札額全額供給方式の長期資金供給（2014.6発表）
2014.10～	債権担保付社債買入れプログラム第3弾（CBPP3）（2014.9発表）
2014.11～	資産担保証券買入れプログラム（ABSPP）（2014.9発表）
2015.1	ECB政策理事会声明「資産の買入れを2016年9月まで続け、その後も物価目標の達成を可能にするような物価上昇の道筋が見通せるようになるまで続ける。」
2015.3～	公債買入れプログラム（PSPP）の導入 資産の買入れ額を月600億ユーロに決定（2015.1発表）
2015.12	満期が到来する債券の再投資を決定、地方債を買入れ対象に追加 政策理事会声明「資産の買入れを2017年3月まで続け、その後も物価目標の達成を可能にするような物価上昇の道筋が見通せるようになるまで継続する。」
2016.3～	資産の買入れ額を月800億ユーロに増額
2016.6～	社債買入れプログラム（CSPP）の導入 ターゲット型長期資金供給オペレーション第2弾（TLTRO II）（～2017.3） 貸出条件付きの固定金利・応札額全額供給方式の長期資金供給、貸出実績に応じた金利設定（一部にマイナス金利を適用）（2016.3発表）
2016.12	政策理事会声明「資産の買入れを2017年12月末まで続ける。その後も物価目標の達成を可能にするような物価上昇の道筋が見通せるようになるまで続ける。」
2017.4～	資産の買入れ額を月600億ユーロに減額（買入れ額の再増額があり得る）（2016.12発表）
2017.10	政策理事会声明「資産の買入れを2018年9月まで続け、その後も物価目標の達成を可能にするような物価上昇の道筋が見通せるようになるまで続ける。」、「資産買入れ終了後、長期にわたって満期が到来する債券の元本を再投資する。」
2018.1～	資産の買入れ額を月300億ユーロに減額（買入れ額の再増額があり得る）（2017.10発表）

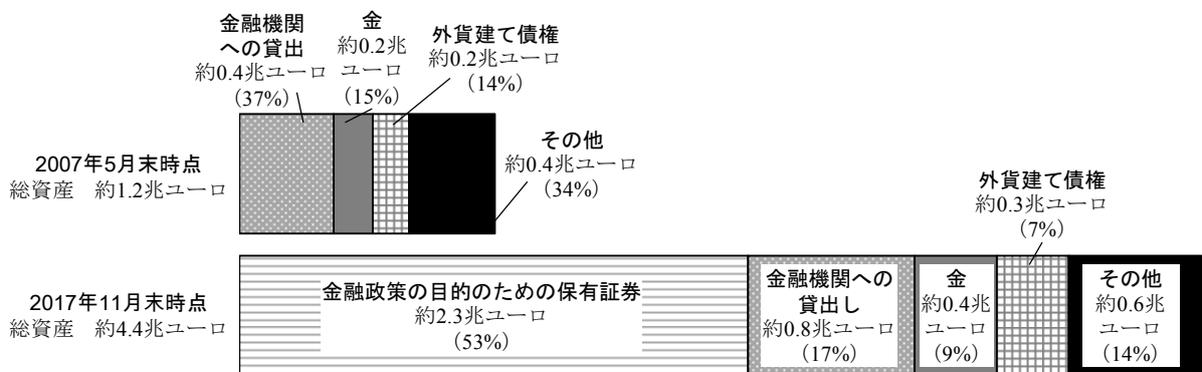
（出典）“Governing Council decisions.” ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/html/index.en.html>> を基に筆者作成。

¹¹ ECBでは、政策金利として、「限界貸付ファシリティ金利」、「主要資金供給オペ金利」、「預金ファシリティ金利」の3つの金利を掲げている。実際の誘導目標は「主要資金供給オペ金利」であり、「限界貸付ファシリティ金利」と「預金ファシリティ金利」はそれぞれ市場金利の上限と下限を形成する機能を持つとされる。（“Standing facilities.” ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html>>）

国債の買入れを伴う公債管理的政策の導入には、ユーロ圏の主要国から反対の意見も根強かったが¹²、2015年1月に実施が決定された。国ごとの買入れ額の配分は、各国中央銀行のECBへの出資比率に応じて決定され、その決定額の92%を各国の中央銀行が、8%をECBが買入れることとされた。また、各証券の買入れに当たっては、発行残高に占める買入れ額の割合の上限及び買入れ価格の上限が定められており、証券価格の形成にゆがみが生じないよう、また、ECBや各国中央銀行の財務基盤が過度に悪化しないよう配慮されている¹³。

ユーロシステムのバランスシートの資産規模は、金融危機前（2007年5月末）の約1.2兆ユーロから、2017年11月末時点の約4.4兆ユーロにまで拡大した。2017年11月末における資産残高の内訳は、金融政策のための保有証券が約2.3兆ユーロ、金融機関への貸出し（長期資金供給オペ等）が約0.8兆ユーロ等となっている。（図2）

図2 ユーロシステムのバランスシート（資産サイド）の見取図



（出典）ECB Statistical Data Warehouse Website <<http://sdw.ecb.europa.eu/>> を基に筆者作成。

3 イングランド銀行（BOE）

世界金融危機に対応するため、BOEは各種の流動性供給策¹⁴を実施した。あわせて、BOE金融政策委員会（Monetary Policy Committee: MPC）は政策金利を段階的に引き下げ、2009年3月に0.5%としたことで、事実上のゼロ金利制約に直面した¹⁵。これを受けて、MPCは自ら「量的緩和（Quantitative Easing）」と呼ぶ非伝統的金融政策を導入し、現在まで継続している（表4）。

BOEの非伝統的金融政策の特徴は、BOEの子会社として設立された「資産買取りファシリ

¹² 特に、財政規律を重視する立場から、ドイツが強く反対した。例えば、2014年11月、ドイツ連邦銀行（中央銀行）のイェンス・バイトマン（Jens Weidmann）総裁は、「国債の購入は、構造改革への意欲を減退させる一方で、国債発行への新たなインセンティブを生み出しかねない。」と述べた（“Weidmann: “Government bond purchases harbour major moral hazard”,” 2014.11.17. Bundesbank Website <https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Topics/2014/2014_11_13_weidmann_passau.html>）。

¹³ 買入れ国債に損失が生じた場合、ECBが自ら保有する国債（全買入れ国債の8%）及び各国の中央銀行が保有する国債の一部（全買入れ国債の12%）にかかる損失は、ECBが負担（ユーロシステムでリスクを共有）し、残りの国債（全買入れ国債の80%）にかかる損失は、各国の中央銀行が自ら保有する国債について負担することとされた。

¹⁴ 例えば、2008年4月、証券市場の流動性喪失への対策として、MBS等を担保として金融機関に財務省証券（TB）を貸し出す「特別流動性スキーム」を実施した。

¹⁵ 2016年8月、MPCは、英国のEU離脱の影響を考慮してさらなる金融緩和を行うため、政策金利を0.25%に引き下げた。

ティ (Asset Purchase Facility: APF) ¹⁶が資産の買入れを担っている点である。その買入れの方式は、資産買入れ額の上限を MPC が決定し、BOE が資産買入れのための資金を APF に融資して、APF において買入れを実施するというものである。また、APF に損失が生じた場合には、政府の負担となることが政府と BOE との間で取り決められている¹⁷。当初は、資産買入れ終了時に最終的な損益を確定して国庫に移転させることが想定されていたが、買入れ規模の拡大と長期化を受けて、2013 年 7 月以降、四半期ごとに APF と国庫との間で損益を移転する取決めが行われた¹⁸。これらは、BOE のバランスシートの保護を重視した制度設計であると言える。

2017 年 10 月時点で APF のバランスシートの資産規模は約 5300 億ポンドとなっており、国債・社債ともに買入れ限度額のほぼ上限に達している。

表 4 BOE における非伝統的金融政策の概要 (2009 年 3 月～)

実施時期	内容
金利政策・バランスシート政策	
2009.3～ 2016.8	国債・民間証券の買入れ 資産購入限度は当初 1500 億ポンド。段階的に引き上げ、2012 年 7 月に 3750 億ポンドまで拡大。
2012.8～ 2018.1	貸出しのための資金供給スキーム (FLS) 貸出し促進のために財務省証券 (TB) を低金利で金融機関に貸し出す (BOE による貸出し)。銀行はこれを担保に資金調達が可能。
2013.8	MPC 議事要旨「失業率が 7%を上回る限り、政策金利を据え置き、APF が保有する資産の満期到来分を再投資する。ただし、インフレ率の予測が 2.5%を上回る場合、金融システムの安定に重大な脅威を与える場合等はこの限りではない。」
2014.2	MPC 議事要旨「今後数年間にわたる政策金利の実際の道筋は、経済情勢に応じて決定される。経済情勢が回復し、インフレ率が目標に近づいたとしても、政策金利の水準は、危機前の水準を下回るだろう。最初の政策金利の引上げまでは、買入れ資産の残高を維持する。」
2016.8～	国債購入限度を 4350 億ポンドに引上げ 社債の最大 100 億ポンドの購入 長期資金供給スキーム (TFS) 銀行等に政策金利相当の金利で資金を貸し出す (APF による貸出し)。貸出し減少の場合には、手数料を徴収。(2016.9～2018.2 延長の可能性あり)

(出典) BOE Website <<https://www.bankofengland.co.uk/>> を基に筆者作成。

III 各行における非伝統的金融政策の評価

非伝統的金融政策の導入以降、FRB、ECB、BOE の各行において、その効果や副作用の調査・分析が行われている。ここでは、その評価に関する各行の議長・総裁の発言を紹介する。

FRB のジャネット・イエレン (Janet Yellen) 議長は、フォワード・ガイダンスと長期国債の買入れにより、長期金利を低位に抑えたことが、「家計の消費と企業の支出を促し、失業率を下

¹⁶ 2009 年 1 月の設立当初は、政府の TB 発行によって調達された資金を利用して、民間資産の買入れを行うことを目的としていた。APF が金融政策手段としての資産買入れを担うこととなったのは、2009 年 3 月からである。

¹⁷ “Letter from the Chancellor to the Governor,” 2009.1.29. BOE Website <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2009/chancellor-letter-290109.pdf>>; “Asset Purchase Facility: Letter from the Governor to the Chancellor,” 2009.1.29. *ibid.* <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2009/governor-letter-290109.pdf>>

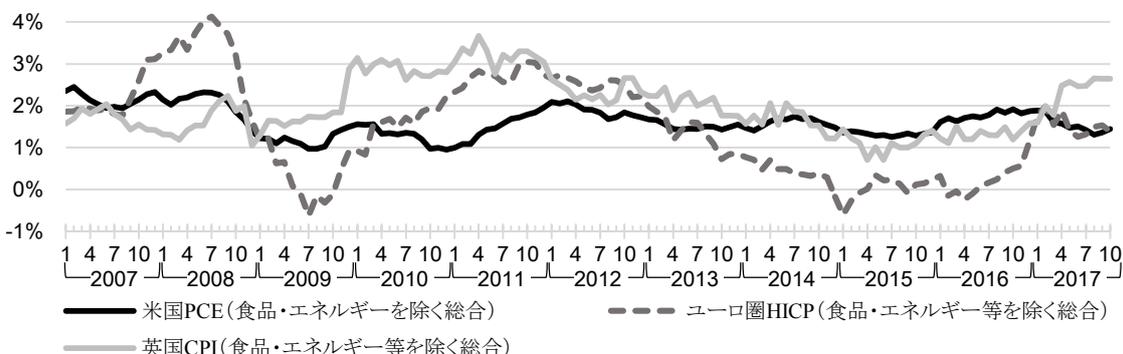
¹⁸ “Correspondence: Asset purchase facility - cash management operations,” 2012.11.9. GOV.UK Website <<https://www.gov.uk/government/publications/asset-purchase-facility-cash-management-operations>> なお、2013 年 3 月までに積み立てられた収益は、2013 年 1 月から 2013 年 9 月までの間に毎月分割して国庫へ移転された。

げ、物価下降圧力を退けるのに役立った」と述べている¹⁹。ただし、米国のインフレ率は、FRBが目標とする2%をいまだ下回っている（図3）。これについてイエレン議長は、インフレ予想を沈静化させるような労働市場のゆがみや原油価格の低下がなくなった中で「インフレ率が2%を下回っているのは不思議だ」²⁰と述べ、その要因を把握しきれていないことを認めている。

ECBのマリオ・ドラギ（Mario Draghi）総裁は、非伝統的金融政策が、貸出金利の低下や銀行の貸出姿勢の改善を通じたインフレ率の引上げ、ユーロ圏の実質GDP成長率の引上げとそれに伴う雇用の創出に効果を発揮したとしている²¹。しかし、ユーロ圏のインフレ率はECBが目標とする「2%以下だがその近傍」には十分に近づいていない（図3）。その考え得る要因として、ドラギ総裁は、①過去の低インフレの影響が引き続き名目賃金上昇の重荷となっていること、②金融危機後の時代において金融緩和と名目賃金上昇の関連性が弱まっていること、③グローバル化やデジタル化に伴う経済構造の変化が各国内のインフレ喚起を難しくしていること、を挙げている²²。

BOEのマーク・カーニー（Mark Carney）総裁は、低金利政策と量的緩和によって、雇用が創出され、名目賃金が上昇し、実質GDPが上昇したと評価している。その一方で、国民に経済回復の実感が伴っていない要因として、生産性が上がらず、実質賃金が低位にとどまっていることによって、国民の将来への不安が高まっている可能性を挙げている。その上で、生産性や実質賃金に関しては、金融政策が影響を与えることは難しいとして、政府による構造改革の必要性を主張している。²³

図3 米欧英のインフレ率の推移（前年同月比）（2007年～）



(注) 米国については食品・エネルギー価格の影響を除いた個人消費支出指数（PCE）、ユーロ圏については食品・エネルギー・タバコ・アルコール価格の影響を除いた統合消費者物価指数（HICP）、英国については食品・エネルギー・タバコ・アルコール価格の影響を除いた消費者物価指数（CPI）を示した。

(出典) “National Data.” U.S. Bureau of Economic Analysis Website <https://www.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm>; “Database.” Eurostat Website <<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>>; “Inflation and price indices.” U.K. Office for National Statistics Website <<https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices>> を基に筆者作成。

¹⁹ Janet Yellen, “A Challenging Decade and a Question for the Future,” 2017.10.20. FRB Website <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20171020a.htm>>

²⁰ “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference September 20, 2017,” 2017.9.20, pp.6-7. *ibid.* <<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20170920.pdf>>

²¹ Mario Draghi, “Working together for growth in Europe,” 2016.9.28. ECB Website <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160928_1.en.html>

²² Mario Draghi, “Monetary policy and the outlook for the economy,” 2017.11.17. *ibid.* <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171117.en.html>>

²³ Mark Carney, “The Spectre of Monetarism,” 2016.12.5. BOE Website <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2016/the-spectre-of-monetarism>>

一方、非伝統的金融政策の副作用についても、各行で指摘されている。FRBのベン・バーナンキ（Ben Bernanke）議長（当時）は2012年8月の講演の中で、資産買入れのコストとして、①証券市場における市場機能の低下、②出口の困難化を人々が予期すること（中央銀行への信認の低下）によるインフレの発生、③投資家の過度なリスクテイクによる市場の不安定化、④中央銀行の財務に損失が生じることによる国庫負担の増加、の4点を挙げた²⁴。また、ドラギ総裁は、低金利政策の長期化により、金融機関の収益悪化等のコストが増大する可能性を指摘している²⁵。

IV 出口に向けた動き

1 米国連邦準備制度理事会（FRB）

FRBは世界の中央銀行に先駆けて非伝統的金融政策の出口戦略に着手している。まず、2014年1月から資産の買入れ規模を縮小（テーパリング）し、2014年10月には新規資産の買入れを停止した。そして、2016年12月に政策金利の引上げに踏み切った。政策金利は2017年12月までに5回引き上げられ、現在は1.25～1.50%となっている。さらに、2017年10月からは、バランスシートの規模の縮小が開始されている。

米国のインフレ率が依然目標を下回っているにもかかわらず金融政策の正常化を進める理由として、イエレン議長は、①労働市場の改善をポジティブに捉えていること、②インフレ率が2018年には2%に近づくと予想していること、③将来的にインフレが発生した場合の急速な利上げを避ける必要があること、を挙げている²⁶。

FRBの出口戦略については、早い段階から公式の場で議論がなされてきた。2010年3月にはバーナンキ議長（当時）によるこの問題についての最初の議会証言²⁷が行われ、2011年以降は、FOMCの場でこのテーマが繰り返し取り上げられている。加えて、この問題に関する市場への情報公開も行われてきた（表5）²⁸。そして、現在では、2014年9月に公表された「金融政策正常化の原則と計画」²⁹及び2017年6月に公表された「補足資料」³⁰に基づいて正常化が進められている。その過程においては、市場に特に大きな混乱は生じておらず、市場に金融政策の道筋を十分に織り込ませるべく努めたFRBの対応が功を奏したと評価されている³¹。

²⁴ Ben Bernanke, “Monetary Policy since the Onset of the Crisis,” 2012.8.31. FRB Website <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>> ちなみに、バーナンキ議長（当時）はいずれもが必ずしも大きなコストではないとも指摘している。

²⁵ Mario Draghi, “Stability, equity and monetary policy,” 2016.10.25. ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/press/ky/date/2016/html/sp161025.en.html>>

²⁶ “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference September 20, 2017,” *op.cit.*(20)

²⁷ Ben Bernanke, “Federal Reserve’s exit strategy,” 2010.3.2. FRB Website <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100325a.htm>> FRB議長は、年に2回、経済情勢や金融政策について米連邦議会の上下両院で証言を行うこととされている。その場で、バーナンキ議長（当時）は、経済状況が十分に改善した際には、適時に金融政策を正常化することを明言した。

²⁸ 2013年5～6月には、バーナンキ議長（当時）が議会証言及び記者会見で出口戦略に触れたことをきっかけに、市場の警戒が高まり、世界的な株価下落や新興国通貨下落が発生した（バーナンキ・ショック）。このため、その後、FRBは、正常化戦略の実行に当たり、より慎重なコミュニケーションを図っている。

²⁹ FRB, “Policy Normalization Principles and Plans,” 2014.9.17. <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20140917c1.pdf>>

³⁰ “Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans,” 2017.6.13. FRB Website <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.20170613.pdf>

³¹ 例えば、田中隆之「出口に向かうFRB（下）柔軟・慎重な政策運営 奏功 日銀、資産購入の撤退探れ」『日本経済新聞』2017.10.3.

表 5 FRB の出口戦略に関する主な公表資料等とその要旨

2011.6 「出口戦略の原則」
出口の手順は、①保有証券の元本償還分の再投資を縮小・停止する、② ①と同時に又はそれ以降に、政策金利に関するフォワード・ガイダンスを変更し、一時的な超過準備吸収オペレーション（保有国債の売却）を開始する、③政策金利を引き上げる、④保有証券の売却を開始し、最終的に、MBS・政府機関債の保有を皆無にする。
2013.1 FRB スタッフが論文「FRB のバランスシートと収益：入門と予測」を発表
想定される複数の出口のシナリオの過程における、長期金利、準備預金残高、FRB のバランスシート・損益、財務省への納付金額等の推移を試算。（2013年9月に改訂版を公表。）
2013.6 FOMC 後の記者会見にてバーナンキ議長(当時)が出口の方針に言及
FOMC で「出口戦略の原則」の見直しを行った結果、「参加者の大多数は、金融政策の正常化の過程で MBS の売却は原則として行わないと想定している」と発言。
2014.9 「金融政策正常化の原則と計画」
出口の手順は、①政策金利を引き上げる、②保有証券の再投資を縮小・停止する。証券の売却は原則として想定しない。長期的には、金融政策を効率的かつ効果的に運営する上で必要最小限の証券のみ保有する。
2017.6 「金融政策正常化の原則と計画の補足資料」
保有債券の元本償還分について、毎月の償還限度額（保有残高減少の限度額）を超える範囲で再投資する。毎月の償還限度額は、当初は国債 60 億ドル、政府機関債及び MBS 40 億ドルとし、最終的に国債 300 億ドル、政府機関債及び MBS 200 億ドルとなるまで段階的に引き上げる。準備預金残高は、近年よりはかなり低く、金融危機前よりは高い水準まで縮小する。

（出典）“Policy Normalization.” FRB Website <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>>を基に筆者作成。

2 欧州中央銀行（ECB）

ユーロ圏においても、ECB が目標として掲げる「2%以下だがその近傍」のインフレ率は依然達成されていないものの、雇用情勢を含む各国の経済状況の改善に伴う物価の伸びが予想されることや、ドイツやオランダなど国債発行額の少ない国においてその買入れの限界が近づいていること等から、2016 年秋以降、緩和縮小の開始時期が金融市場関係者の間で注目されてきた。

そうした中で、ECB は、2017 年 4 月に資産の買入れ規模を月 800 億ユーロから月 600 億ユーロに減額し、同年 6 月には政策金利のフォワード・ガイダンスを「現状又はそれ以下の水準にとどまる」から「現状の水準にとどまる」に変更した。金融市場関係者からの関心が一段と高まる中で、同年 6 月には、ドラギ総裁による「デフレの力がリフレの力に置き換わった」³²という発言が、市場で緩和縮小を示唆するものと受け取られ、急激なユーロ高が発生する局面もあった³³。

2017 年 7 月、政策理事会後の記者会見でドラギ総裁が、「[政策変更の] 議論は秋に行う」（[] 内は筆者補記）と明言し³⁴、同年 10 月の政策理事会では、資産の買入れ時期を 2018 年 9 月まで延長する一方で、同年 1 月からの買入れ規模を月 300 億ユーロに減額することが決定された³⁵。なお、買入れ額を減額する方針について、ドラギ総裁は「テーパリングではない」と述べ³⁶、金融政策の正常化に向けた緩和縮小ではなく、経済状況に応じた判断であることを強

³² Mario Draghi, “Accompanying the economic recovery,” 2017.6.27. ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170627.en.html>>

³³ 一般に、金利の低い国から金利の高い国へと資金が流れるため、金利上昇が予想される国は自国通貨高となる。

³⁴ Mario Draghi and Vítor Constâncio, “Press Conference,” 2017.7.20. ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170720.en.html>>

³⁵ 政策変更の発表直後、対ドル為替レートはユーロ安に動いた。市場がより大きな緩和縮小を織り込んでいたため、ECB の慎重なスタンスを受けてユーロ売りが行われたと見られる。

³⁶ Mario Draghi and Vítor Constâncio, “Press Conference,” 2017.10.26. ECB Website <<https://www.ecb.europa.eu/press/>>

調している。

ECBによる金融緩和の縮小をめぐる議論については、ユーロ圏各国間における利害調整をどのように行うかが、難しい問題となっている。ドイツやオランダなどの経済が好調な国からは早期の緩和縮小を求める声が高まる一方で³⁷、スペインやイタリアなど、雇用情勢の改善が遅れている国では慎重な対応を求める声が多く見られる³⁸。

3 イングランド銀行 (BOE)

BOEでは、前述のとおり、APFに生じた損失を政府が負担することを取り決めるなど、金融政策の正常化を意識した制度設計が当初からなされている。また、2013年2月には、『イングランド銀行四季報』に、APFと国庫との間における損益の移転について、その道筋を試算した論文が掲載された³⁹。試算に使用したデータ等が論文と併せてBOEのウェブサイトに公開されていることから、BOEが市場とのコミュニケーションを重視していることがうかがえる。

英国においては、2009年以降、インフレ率がBOEの目標である2%を上回る時期が続いた。また、2014年に入ると、失業率が2013年8月のフォワード・ガイダンスで基準と位置付けられた7%を下回った。こうした状況下で、MPCにおいても過度なインフレの発生を懸念する声があり、カーニー総裁は2014年と2015年に利上げを示唆する発言をしたものの⁴⁰、実施には至らなかった。さらに、2016年6月に英国のEU離脱が国民投票において可決されたことで、英国経済の先行きが不透明となったため、BOEは同年8月に追加緩和の実施を決定した。

2017年4月以降、英国のインフレ率は継続的に2%を超えたため、MPCでは利上げを支持する声が高まり、同年11月に政策金利を0.25%から0.5%に引き上げた。また、MPCは今後の政

[pressconf/2017/html/ecb.is171026.en.html](https://www.bankofengland.com/pressconf/2017/html/ecb.is171026.en.html)

³⁷ 例えば、ドイツ連邦銀行のバイトマン総裁は「[ECBは]特定の国だけでなく、ユーロ圏の全体を見なければならぬ。特定の国の財政や個別の金融市場参加者の被る損害に目配りをして、金融政策の正常化を遅らせるようなことがあってはならない。」と述べている(“Do not delay normalisation of monetary policy,” 2017.5.20. Bundesbank Website <https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Interviews/2017_05_20_weidmann_vanguardia.html>)。

³⁸ 例えば、イタリア銀行(中央銀行)のイグナシオ・ビスコ(Ignazio Visco)総裁は、「ECBが金融緩和の方針を変更する前には、確実に自律的なインフレと経済活動の改善が起こっていると確信できることが必要である。現在のところ、金融政策の緩和的なスタンスがユーロ圏の不均衡を引き起こしているという兆候は見られない。」と述べている(European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, “Exchange of views with the Governor of the Bank of Italy Ignazio Visco on the economic and financial situation of Italy and prospects for economic governance in the European Union,” 2017.4.11, p.2. Banca d'Italia Website <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/Visco_20170411_en.pdf?language_id=1>)。

³⁹ Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 53 No.1, 2013 Q1, pp.29-37. BOE Website <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/quarterly-bulletin-2013-q1.pdf>> この論文では、2016年からBOEが利上げを行い、APFが国債を売却するという想定の下、それらの開始時期やペースの異なる複数のシナリオに基づく見通しが示されている。その結論は、数多くの不確定要素に左右されるため、正確な予測は難しいというものである。

⁴⁰ カーニー総裁は、2014年6月に「最初の利上げ時期については、[MPCで]既にかかなりの考慮がされており、合意が形成されつつある。それは、市場が現在予想しているよりも早まる可能性がある。」と述べた(“Mark Carney’s Speech at the Mansion House Bankers and Merchants Dinner, London,” 2014.6.12. BOE Website <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2014/mark-carney-speech-at-the-lord-mayors-banquet-for-bankers-and-merchants-of-the-city-of-london>>)。また、2015年7月には、「一度正常化が始まると、金利が緩やかに上昇し、中期的には歴史的な平均値の半分程度の水準にまで上昇するという予想は、不合理でないように思える。そのような修正のプロセスの開始時期は、年明け頃には、より明確になってくるだろう。」と述べた(Mark Carney, “From Lincoln to Lothbury: Magna Carta and the Bank of England,” 2015.7.16. *ibid.* <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/from-lincoln-to-lothbury-magna-carta-and-the-boe>>)。

策金利の引上げを「緩やかなペースで限定的に行う」ことで一致していると表明した。⁴¹

おわりに

本稿では、米欧英における非伝統的金融政策の経緯と出口の動向を概観した。各行が導入した資産の買入れやフォワード・ガイダンス等の政策手段は、日本銀行が採用するものと類似している。しかし、出口に対する姿勢には大きな違いが見られる。FRBでは、出口について早期の議論を行い、見通しを示してきた。一方、ECBやBOEは、政策をめぐる制度設計の中で、市場機能や中央銀行の財務等への影響に配慮している。また、各行とも、物価目標の達成状況のみならず、経済情勢を総合的に踏まえた政策の転換を行っている。我が国における金融政策の在り方の検討に当たっては、これらの事例も参考にした十分な議論が求められよう。

参考文献

- 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, 2015.
斉藤美彦『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会, 2014.
白井さゆり『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社, 2016.
田中隆之『アメリカ連邦準備制度（FRS）の金融政策』金融財政事情研究会, 2014.

⁴¹ “Bank Rate increased to 0.50%,” 2017.11.2. *ibid.* <<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2017/november-2017>>