

## ISSUE BRIEF

# 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—

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 784 (2013. 4. 18.)

- |                 |           |
|-----------------|-----------|
| はじめに            | IV 資産買入れ等 |
| I 出口戦略から再び金融緩和へ | 1 FRB の対応 |
| 1 概要            | 2 日本銀行の対応 |
| 2 日米中央銀行の対応     | V 時間軸政策   |
| II ゼロ金利政策等      | 1 FRB の対応 |
| 1 FRB の対応       | 2 日本銀行の対応 |
| 2 日本銀行の対応       | おわりに      |
| III 物価目標政策      |           |
| 1 FRB の対応       |           |
| 2 日本銀行の対応       |           |

2007 年夏に米国でサブプライム・ローン債権の価格暴落が発生して以降、世界各国の中央銀行は各種の金融緩和政策を実行している。日米両中央銀行もその例外ではない。

2013 年 3 月 20 日に、追加緩和に積極的とされる黒田東彦氏が日本銀行の新総裁に就任し、黒田総裁の下での最初の金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」の導入が決定された。

本稿では、金融緩和からの出口を探る動きから再び金融緩和へと流れを変えた 2010 年前半ごろの状況を振り返るとともに、①金利政策、②物価目標政策、③資産買入れ等、④時間軸政策の 4 項目について、日米両中央銀行による措置を概観する。

財政金融課

ゆもと よしまさ  
(湯本 善昌)

調査と情報

第 784 号

## はじめに

2007年夏に米国でサブプライムローン債権の価格暴落が発生して以降、世界各国の中央銀行は各種の金融緩和政策を実行している。日米両中央銀行もその例外ではない。

本稿では、金融緩和からの出口を探る動きから再緩和へと流れを変えた2010年前半ごろの状況を振り返るとともに、①ゼロ金利政策等、②物価目標政策、③資産買入れ等、④時間軸政策の4項目について、日米両中央銀行による措置を概観する。

## I 出口戦略から再び金融緩和へ

### 1 概要

2009年頃、各国の中央銀行は、当時の世界経済が緩やかな回復を見せていたことを背景に<sup>1</sup>、2007年夏以後の金融危機からの脱却を目的とした一連の金融緩和措置の解除に向けた動きを探り始めた。しかし、翌2010年5月にギリシャ財政危機への懸念が高まり、ヨーロッパを中心に、各国の金融資本市場は再び大きく動揺した。そのため、各国の中央銀行は、金融再緩和へと歩みを変えた。

### 2 日米中央銀行の対応

#### (1) FRB（連邦準備制度）

2007年後半から2008年にかけて、FOMC（連邦公開市場委員会）<sup>2</sup>は、各種の流動性緩和策を導入した。例えば、預金取扱金融機関に対し28日間の融資を提供する制度（TAF）<sup>3</sup>や、金融機関の保有する米国連邦機関債や連邦機関発行の住宅ローン担保証券を担保に米国債を28日間貸し出す、従来とは異なるタイプの資金供給策（TSLF）<sup>4</sup>などである。また、2009年には、住宅関連政府機関債<sup>5</sup>や長期国債<sup>6</sup>を総額1兆7500億ドル買入れる政策（第一次量的緩和、QE1）を導入したが、それらの多くは2010年3月までに順次終了した（表1）。

しかし、2010年8月10日、FOMCは、景気回復のペースが予想よりも遅れていることを踏まえ、先の流動性緩和策を通じて購入されていた政府機関債等で満期を迎えるもの

---

※本稿は、2013年4月5日時点までの情報を基にしている。なお、インターネット資料の最終アクセス日も同日時点である。

<sup>1</sup> 内閣府『世界経済の潮流 2010年下半期 世界経済報告』p.3.

<sup>2</sup> FRBは、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board）を指すが、一般的には米国の中央銀行制度である連邦準備制度（Federal Reserve System）を指して使われることが多い。本稿では後者の意味でこの語を用いる。また、FRBの金融政策決定機関がFOMC（Federal Open Market Committee）である。

<sup>3</sup> Federal Reserve press release, 2007.12.12.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm>>

<sup>4</sup> Federal Reserve press release, 2008.3.11.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311b.htm>>

<sup>5</sup> Federal Reserve press release, 2008.11.25.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>>

<sup>6</sup> Federal Reserve press release, 2009.3.18.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>>

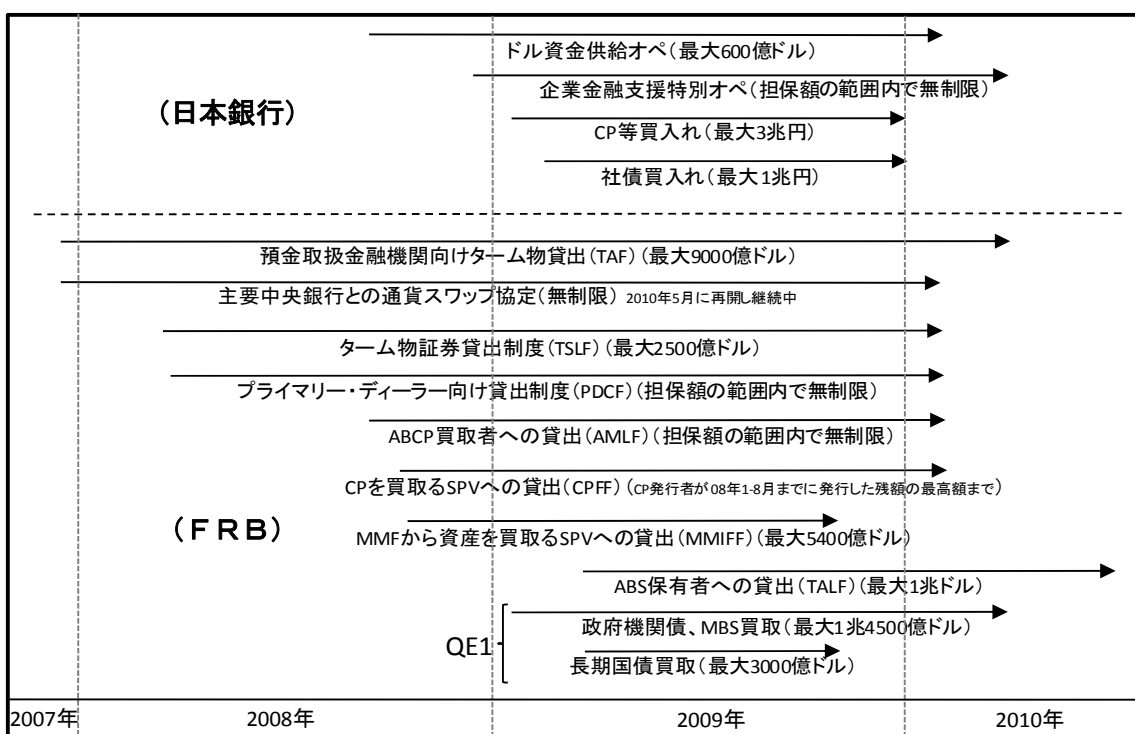
を長期国債に再投資し、FRB が保有する債券の規模を維持することを決定した<sup>7</sup>。さらに、同年 11 月 3 日には、長期国債を総額 6000 億ドル追加購入する措置（QE2）の導入を決定した<sup>8</sup>。

## （２）日本銀行

2008 年 9 月 18 日、日本銀行は、短期金融市場においてドル資金調達が困難になっていたことから、FRB と総額 600 億ドルの通貨スワップ協定を結び、民間金融機関に対し直接ドルを貸し出す措置（ドル資金供給オペ）の導入を決定した<sup>9</sup>。その後も、企業金融支援特別オペや CP・社債買入れ措置を導入したが、これらは、金融環境に改善の動きが広まっていたことを踏まえ、2010 年 3 月末までに順次終了した<sup>10</sup>。

しかし、2010 年 10 月 5 日には、海外経済の減速や円高による企業マインドの悪化を背景に景気改善の動きが弱まっていることを踏まえ、日本銀行は、それまでの動きから転じ、金融市場調節の目標である無担保コールレート（オーバーナイト物）の引下げ及び資産買入等の基金の創設等からなる包括的な金融緩和政策の実施を決定した<sup>11</sup>。

表 1 日米中央銀行による流動性緩和策等のうち 2010 年前半までに終了したもの



(出典)FRB、日本銀行ホームページ等より筆者作成。

<sup>7</sup> Federal Reserve press release, 2010.8.10.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm>>

<sup>8</sup> Federal Reserve press release, 2010.11.3.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>>

<sup>9</sup> 日本銀行「短期金融市場における調達圧力の高まりへの協調対応策」2008.9.18.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2008/un0809c.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2008/un0809c.pdf)>

<sup>10</sup> 日本銀行「当面の金融政策運営について」2009.10.30.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/k091030.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/k091030.pdf)>

<sup>11</sup> 日本銀行「『包括的な金融緩和政策』の実施について」2010.10.5.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2010/k101005.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/k101005.pdf)>

## II ゼロ金利政策等

### 1 FRB の対応

米国の FF レート（フェデラル・ファンド・レート）<sup>12</sup>誘導目標は、2004 年 6 月 30 日から 17 回連続で引き上げられ、2006 年 6 月 29 日からは 5.25%となっていた。

2007 年 9 月 18 日、FOMC は、サブプライムローン・バブル崩壊に伴う住宅市場の混乱が経済全体にまで波及する可能性があるとし、その悪影響を緩和するため、FF レート誘導目標を 4.75%に引き下げた<sup>13</sup>。その後も引き下げが続き、2008 年 10 月 29 日には 1.0%へと引き下げられた<sup>14</sup>。

さらに、同年 12 月 16 日、FOMC は、FF レート誘導目標を「0%～0.25%」のレンジに設定することを決定し、事実上のゼロ金利政策を採用した<sup>15</sup>。

### 2 日本銀行の対応

2007 年夏に米国でサブプライムローン・バブルが崩壊した当時、日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）が 0.5%前後で推移するよう金融市場調節を行うとしていた。その後、リーマン・ブラザーズの破綻等を原因とする国際金融市場の混乱を背景に、2008 年 10 月 31 日に、これを 0.3%へ<sup>16</sup>、同年 12 月 19 日に 0.1%へと引き下げた<sup>17</sup>。そして、2010 年 10 月 5 日、日本銀行は、同レートが「0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定し、「実質ゼロ金利政策を採用していることを明確化」した<sup>18</sup>。

さらに、2013 年 4 月 4 日、日本銀行は、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うとした<sup>19</sup>。

---

<sup>12</sup> 一般の銀行が、FRB に預託が義務づけられている準備金を調達するために、銀行同士で資金を貸借する際の利率。

<sup>13</sup> Federal Reserve press release, 2007.9.18.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070918a.htm>>

<sup>14</sup> Federal Reserve press release, 2008.10.29.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081029a.htm>>

<sup>15</sup> Federal Reserve press release, 2008.12.16.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081216b.htm>>

<sup>16</sup> 日本銀行「金融政策の変更等について」2008.10.31.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2008/k081031.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2008/k081031.pdf)>

<sup>17</sup> 日本銀行「金融政策の変更について」2008.12.19.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2008/k081219.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2008/k081219.pdf)>

<sup>18</sup> 日本銀行 前掲注(11)

<sup>19</sup> 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」2013.4.4.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf)>

### Ⅲ 物価目標政策

#### 1 FRB の対応

##### (1) 暗黙のインフレ目標レンジ

FOMC は、年 4 回、向こう 3 年間及び長期的な物価上昇率等の経済見通しを公表している。その中で、個人消費に関連した財・サービスの物価動向を示す指標である「個人消費支出 (PCE) デフレーター」の長期見通しは、FRB が具体的にどの程度のインフレ率を念頭に置いて金融政策を行っているか判断するための「暗黙のインフレ目標レンジ」として、市場関係者の間で理解が共有されていた<sup>20</sup>。

FOMC が 2011 年 11 月に公表した経済見通しでは、個人消費支出 (PCE) デフレーターの長期見通しを、「1.7～2.0%」と示していた<sup>21</sup>。

##### (2) インフレ率の長期目標

2012 年 1 月 25 日、FOMC は、「インフレ率の長期目標及び金融政策 (longer-run goals and monetary policy strategy)」についての原則に関し合意に至ったことを公表した。

その中で FOMC は、長期的な物価上昇率は主に金融政策によって決定されるとし、したがって、FOMC は長期的な物価上昇率の目標 (goal) を特定する能力を保持していると述べた。さらに、FRB の法的使命<sup>22</sup>に最も合致する物価上昇率として 2% という値を示した。このような政策を導入するに至った理由として、FRB は、長期的な物価上昇率目標が、市場のインフレ期待がぶれないよう錨の役割を果たすことで、物価の安定に寄与し、緩やかな長期金利をもたらすとしている。<sup>23</sup>

#### 2 日本銀行の対応

##### (1) 「中長期的な物価安定の理解」及び「中長期的な物価安定の目途」

2006 年 3 月 9 日、日本銀行は、新たな金融政策運営の枠組みとして「中長期的な物価安定の理解」を導入した。これは、日本銀行法 (平成 9 年法律第 89 号、以下「日銀法」) が定める理念に基づいて適切な金融政策運営に努めるとの観点から、「物価の安定」についての考え方を整理した上で、日本銀行政策委員が、中長期的に見て物価が安定<sup>24</sup>していると理解する物価上昇率を示し、その考え方や理念に基づいて金融政策運営を行うというものである。そして、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率は、消費者物価指数の前年比で 0～2% 程度であると示された (表 2)。<sup>25</sup>

<sup>20</sup> 「米 FRB 当局者、明確なインフレ目標の採用について協議」『ブルームバーグ』2011.6.15.

<<http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90970900&sid=aYXGIsocQEfe>>;

井上哲也「米国の金融政策の枠組みとその課題」『月刊資本市場』322 号, 2012.6, pp.4-5.

<sup>21</sup> Federal Reserve, “Minutes of the Federal Open Market Committee,” November 1–2, 2011.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/fomcminutes20111102.pdf#page=12>>

<sup>22</sup> 連邦準備法では、「物価の安定」及び「雇用の最大化」等を FRB の使命として定めている。

<sup>23</sup> Federal Reserve press release, 2012.1.25.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>>

<sup>24</sup> 「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況であると定義された。

<sup>25</sup> 日本銀行「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」2006.3.9.

さらに2012年2月14日、日本銀行は、上記の枠組みに変えて「中長期的な物価安定の目途」を導入した。これは、日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と総合的に判断する物価上昇率を示し、それを念頭に置いた上で、金融政策を行うというものである。同日、その具体的な水準は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域であり、当面は1%を目途と示された。<sup>26</sup>

日本銀行が「目標」ではなく「目途」という用語を用いたことに関しては、曖昧な表現であり消極的であるとの報道が見られた<sup>27</sup>。これに対し日本銀行は、金融政策は機械的に運営されるのではなく、中長期的にみた物価や経済の安定を重視して柔軟に運営される必要があるが、「目標」という言葉には固定的な印象があり、金融政策が機械的に行われるとの印象を与えがちであると述べていた<sup>28</sup>。

また「1%」という水準が低すぎるとの批判<sup>29</sup>に対し日本銀行は、日本の消費者物価指数は海外と比べ一貫して低く、国民の物価感から乖離した数字を提示すると、その数字を文字通り国民が信用した場合、不測の長期金利上昇を招きかねないと述べていた<sup>30</sup>。

## (2) 「物価安定の目標」の設定

2013年1月22日、日本銀行は、上記の「中長期的な物価安定の目途」に変えて、「物価安定の目標」を導入した。「物価安定の目標」は、「日本銀行として、持続可能な物価の安定と総合的に判断する物価上昇率を示したもの」であり、日本銀行は、その具体的な水準を、「消費者物価の前年比上昇率で2%」と示した。<sup>31</sup>

従来の「中長期的な物価安定の目途」では、金融政策運営にあたって念頭に置かれる物価上昇率の水準を「2%以下のプラスの領域、当面は1%」と示していたが、これを今回の新たな枠組みでは、「2%」と改めた。その理由として日本銀行は、日本銀行が2%という物価目標を掲げることが、様々な経済主体の予想物価上昇率に対してプラスの影響を与える効果を挙げている<sup>32</sup>。また逆に、成長力強化の取組み以外の要因で物価が上がっていく場合には、2%という上限が、予想物価上昇率の急上昇を防ぐ効果もあるとしている<sup>33</sup>。

さらに、従来の枠組みでは「目途」と表記していたものを、「目標」との表現に改めた。この点について日本銀行は、様々なリスクを点検しながら柔軟に金融政策を運営する必要性については、わが国においても理解が浸透してきており、「目標」と表現することが、日本銀行の考え方を伝える上でわかりやすく適当であると判断したとしている<sup>34</sup>。

2%を達成する時期については、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現

---

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2006/k060309b.htm](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2006/k060309b.htm)>

<sup>26</sup> 日本銀行「「中長期的な物価安定の目途」について」2012.2.14.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2012/k120214b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/k120214b.pdf)>

<sup>27</sup> 例えば、「大機小機 日銀の金融政策と政府の役割」『日本経済新聞』2012.4.14.

<sup>28</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2012.2.15, pp.3-4.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2012/kk1202b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2012/kk1202b.pdf)>

<sup>29</sup> 前掲注(27)

<sup>30</sup> 日本銀行 前掲注(28), p.11.

<sup>31</sup> 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」2013.1.22.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122b.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122b.pdf)>

<sup>32</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2013.1.23, pp.7-8.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2013/kk1301a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1301a.pdf)>

<sup>33</sup> 日本銀行「「物価の安定」についての考え方に関する付属資料」2013.1.23, p.4.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/data/rel130123a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/data/rel130123a1.pdf)>

<sup>34</sup> 日本銀行 前掲注(31)

するとの方針が示されている<sup>35</sup>。

なお、日本銀行が「物価安定の目標」を採用するまで、日本銀行は早期にインフレ目標政策を導入するべきだとの指摘があった<sup>36</sup>。これに対し日本銀行の白川方明総裁（当時）は、インフレ目標政策に反対しているわけではなく<sup>37</sup>、日本銀行を含め世界の主要な中央銀行の金融政策の枠組みは、物価安定に望ましいと判断する物価上昇率を示し、経済や金融の安定を意識しながら中長期的な視野で金融政策を行っていくという点で収斂してきており、インフレ目標政策に当たるかどうかは本質的な論点ではないと述べている<sup>38</sup>。

表2 日本銀行の金融政策の枠組みの変遷

	「物価安定」とは	金融政策の枠組みの名称	具体的な内容	水準
2006.3.9.	家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかると意思決定を行うことができる状況	中長期的な物価安定の理解	中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率	0～2％程度で、大勢は1％程度（各政策委員の判断）
2009.12.18.				2％以下のプラスの領域、大勢は1％程度（各政策委員の判断）
2012.2.14.		中長期的な物価安定の目標	中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率	2％以下のプラスの領域、当面1％（日本銀行の判断）
2013.1.22.		物価安定の目標	持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率	2％（日本銀行の判断）

（出典）日本銀行ホームページより筆者作成。

また、金融政策の「目標」については、FRBが、物価の安定と並んで雇用の最大化を任務としていることに加え、失業率が6.5%を上回っている限りゼロ金利政策等を続けるという条件を設定している（「V 時間軸政策」を参照）ことを参考に、日本においても、いわゆる失業率目標を導入すべきとの意見がある<sup>39</sup>。もっともこの点についてバーナンキFRB議長は、金融政策で長期的な失業率をコントロールすることはできないとの見解を示しており、失業率6.5%という値は目標ではなく、その水準に到達したら緩和的な政策を縮小し始める目安のようなものであると述べている<sup>40</sup>。

## IV 資産買入れ等

### 1 FRBの対応

#### （1）QE1実施及び終了後の措置

FRBは、2009年1月から、リーマン・ショック後の市場の混乱を抑えるための信用緩和策の一環として、住宅関連政府機関債、資産担保証券<sup>41</sup>や長期国債<sup>42</sup>を総額1兆7500億

<sup>35</sup> 日本銀行 前掲注(19)

<sup>36</sup> 例えば、岩田規久男「エコノミスト賞受賞者が考える「日本経済 私の処方箋」『エコノミスト』4260, 2012.11.27, pp.72-75.

<sup>37</sup> 第174回国会参議院予算委員会会議録第11号 平成22年3月12日 p.15.

<sup>38</sup> 白川方明「講演 デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」2012.2.17, pp.7-8.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2012/data/ko120217a1.pdf#page=8](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120217a1.pdf#page=8)>

<sup>39</sup> 例えば、「政府・日銀の共同声明、民主・維新から評価の声、みんなは不満」『日本経済新聞』2013.1.23.

<sup>40</sup> Federal Reserve, “Chairman Bernanke’s Press Conference,” 2012.12.12.

<<http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20121212.pdf>>

<sup>41</sup> FRB 前掲注(5)

<sup>42</sup> FRB 前掲注(6)

ドル買入れる措置（QE1）を講じた。これらの措置は金融市場の改善により必要性が薄れたとの判断から、2010年3月末までに順次終了した。

しかし2010年8月10日、FOMCは、経済の回復ペースが予想よりもさらに緩やかなものに留まるとの判断から、QE1で購入された住宅関連政府機関債等で満期を迎えるものを長期国債に再投資し、FRBによる債権の保有残高を同年8月4日時点での約2兆540億ドルに維持することを決定した<sup>43</sup>。

## （2）QE2 実施及び終了後の措置

2010年11月3日、FOMCは、2011年6月末までに月750億ドルペースで合計6000億ドルの長期国債を購入することを決定した（QE2）。これは、雇用環境の改善の遅さや、インフレ率の鈍化が続いていることから、雇用の拡大やインフレ率の上昇ペースを加速させるために更なる金融緩和が必要であるとの判断に基づくものである。また同日、QE1で購入した住宅関連政府機関債等で満期を迎えるものを長期国債に再投資する措置の継続も併せて決定した。<sup>44</sup>

2011年6月22日、QE2を当初の予定通り同月末をもって終了するとともに、QE1及びQE2で購入した住宅関連政府機関債等で満期を迎えるものを長期国債に再投資する措置については今後も継続し、FRBの債券保有残高を約2兆6540億ドルに保つことを決定した<sup>45</sup>。なお、同措置は現在まで継続中である。

## （3）ツイスト・オペ

2011年9月21日、FOMCは、2012年6月末までに、残存期間6年～30年までの長期国債を4000億ドル分購入し、同時に残存期間3年以下の保有国債を売却することにより、保有国債の平均残存期間を長期化する措置（ツイスト・オペ）の導入を決定した。これは、米国経済の成長ペースが緩やかなものにとどまり、失業率の低下も緩慢であると予想されることから、保有証券の平均残存期間を長期化することで、長期金利の低下を促し、より広範囲に金融緩和の影響を及ぼすことを目的としたものである。<sup>46</sup>

また2012年6月20日、FOMCはツイスト・オペの期限を同年末まで延長し、その間に2670億ドル相当の保有債券の残存期間の長期化を行うことを決定した<sup>47</sup>。

## （4）QE3 実施及び強化策

2012年9月13日、FOMCは、住宅ローン担保証券を毎月400億ドルのペースで、終了時期を定めず、労働市場の見通しが著しく改善するまで無期限に購入することを決定した（QE3）。これにより、満期を迎えた保有債券を長期国債に再投資する措置及びツイスト・オペと併せてFRBが保有する長期国債の額は毎月850億ドルペースで増加すること

<sup>43</sup> FRB 前掲注(7)

<sup>44</sup> FRB 前掲注(8)

<sup>45</sup> Federal Reserve press release, 2011.6.22.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622a.htm>>

<sup>46</sup> Federal Reserve press release, 2011.9.21.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>>

<sup>47</sup> Federal Reserve press release, 2012.6.20.

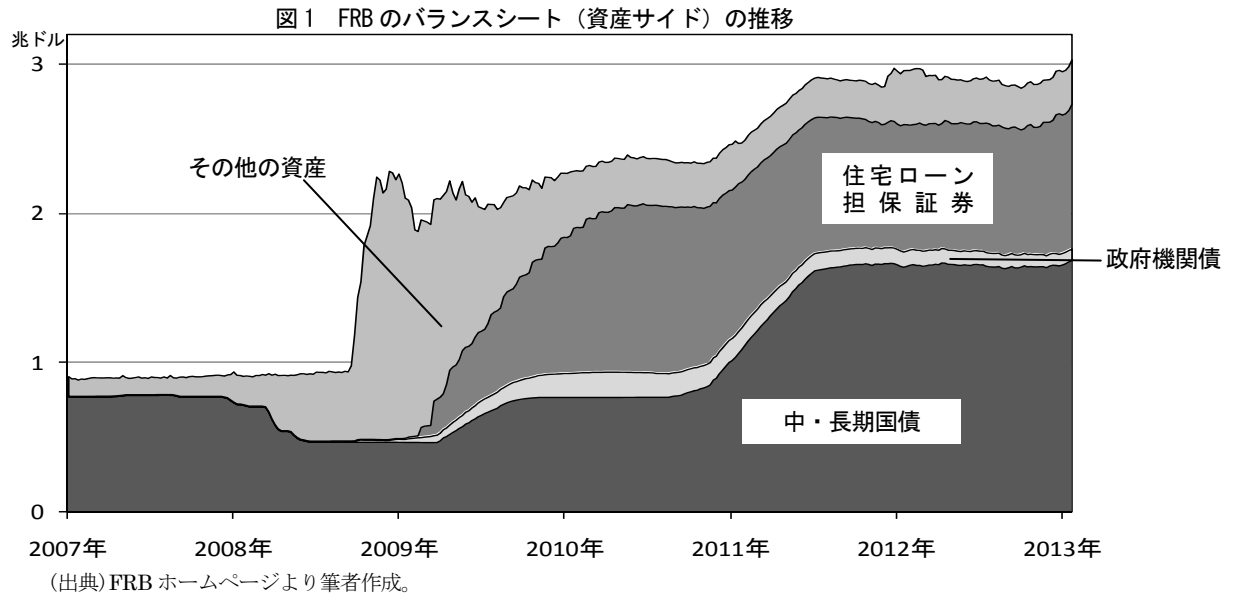
<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120620a.htm>>



となる。<sup>48</sup>

また2012年12月12日、FOMCは、実施中のツイスト・オペが同年12月末に終了した後、2013年初頭から、長期国債を月450億ドルペースで購入することを決定した。この措置も終了期限は明示されておらず、労働市場の見通しが大幅に改善しない場合、物価が安定した状態で労働市場の状況が改善するまで継続される。<sup>49</sup>

以上の措置等によりFRBのバランスシートは2008年夏以降、大幅に拡大している（図1）。



## 2 日本銀行の対応

### (1) 資産買入等の基金

2010年10月5日、日本銀行は、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するため、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すこととし、臨時措置として、多様な資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペを行うための基金を日本銀行のバランスシート上に創設することを決定した<sup>50</sup>。当初の買入れ上限は35兆円程度であったが、8度の上限引上げを経て、買入れ上限は101兆円程度まで拡大された。

さらに、2013年1月22日、日本銀行は、上記の方式で買入れが完了した後も、2014年初めから、期限を定めず毎月一定額を買入れることとし、当分の間、長期国債2兆円程度及び国庫短期証券10兆円程度を毎月買入れることを決定した。<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Federal Reserve press release, 2012.9.13

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>>

<sup>49</sup> Federal Reserve press release, 2012.12.12.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>>

<sup>50</sup> 日本銀行 前掲注(11)

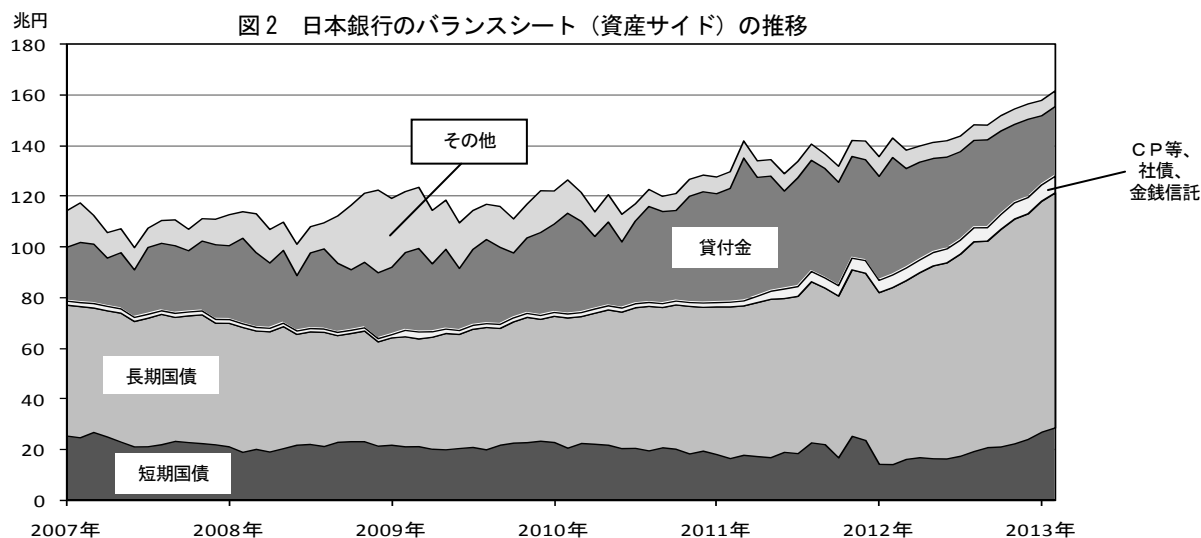
<sup>51</sup> 日本銀行「「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について」2013.1.22.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/k130122a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122a.pdf)>

## (2) 長期国債買入れ

日本銀行は、上記の資産買入等の基金とは別に、金融調節上の必要から行う通常のオペレーションとしても長期国債の買入れ（輪番オペ）を行っていた。その額は、年々増額され、2009年3月からは、年21.6兆円ペースとなっていた<sup>52</sup>。

これらの措置により日本銀行のバランスシートは近年拡大を続けている（図2）。



(出典)日本銀行ホームページより筆者作成。

## (3) 資産買入等の基金の廃止及び輪番オペとの統合

2013年4月4日、日本銀行は、上記の資産買入等の基金を廃止し、輪番オペと統合することを決定した。同時に、買入れの質・量ともに拡大させることとし、買入額については、長期国債の保有残高が年間約50兆円ペースで増加するよう買入れを行い（表3）、買入れの対象となる長期国債についても、40年債を含む全ゾーンの国債とした上で、買入れ国債の平均残存期間を、現状の3年弱から7年程度に延長することとした。<sup>53</sup>

さらに株価指数連動型上場投資信託(ETF)およびJ-REITについても買入れを拡大し、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととした<sup>54</sup>。

表3 日本銀行のバランスシートの拡大見通し

(単位：兆円)

	長期国債	CP等	社債等	ETF	J-REIT	貸出支援基金	その他※	合計
2013年3月末	91	1.2	2.9	1.5	0.12	3.7	63.6	164
2013年末(見通し)	140	2.2	3.2	2.5	0.14	13.0	59.0	220
2014年末(見通し)	190	2.2	3.2	3.5	0.17	18.0	72.9	290

※国庫短期証券、貸付金など (出典)日本銀行ホームページより筆者作成。

<sup>52</sup> 日本銀行「当面の金融政策運営について」2009.3.18.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/k090318.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/k090318.pdf)>

<sup>53</sup> 日本銀行 前掲注(19)

<sup>54</sup> 同上

#### (4) 資産買入れ等に関連する論点

##### (i) 残存期間のより長い国債の買入れ

従来、日本銀行が資産買入等の基金に買入れていた長期国債は残存期間が3年以下のものであった。その理由として日本銀行は、わが国の資金調達構造は期間3年以下貸出の割合が高く、それに対応するゾーンの金利低下を促すためと説明していた<sup>55</sup>。

ただ、2013年2月に開催された金融政策決定会合でも、委員から「残存年限のより長い国債を対象とする判断を行うこともあり得る」との発言が出ていた<sup>56</sup>。そして同年4月、黒田東彦総裁の下での最初の金融政策決定会合において、上記の通り、買入れる国債の平均残存期間を7年程度に延長することとした。

平均残存期間の長期化により、長めの債券の市場金利を引き下げる効果が期待されるが、長期金利低下により運用に窮した金融機関が収益悪化を避けようと無理にリスクを取ると、金融システムの安定を脅かしかねないとの指摘もある<sup>57</sup>。

##### (ii) リスク性資産の買入れ拡大

従来、日本銀行は、社債やETF等のリスク性資産を、2013年末までに、約7.63兆円程度まで買入れることとしていた。そして同年4月、黒田総裁の下での最初の金融政策決定会合において、上記の通り、2013年末に8.04兆円程度、2014年末に9.07兆円程度まで買入れを拡大することとした。

リスク性資産の買入れ拡大により、株価や不動産価格を下支えすることで景気刺激や上昇効果が期待できるが、買入れ資産の価額が下がれば日本銀行のバランスシートが毀損するとの意見もある。<sup>58</sup>

##### (iii) 外債買入れ

日本銀行が、主体的に外債を買入れるべきかという議論がある。まず、現行法上、日本銀行による外債買入れが可能かという点について、日本銀行の白川総裁（当時）は、為替介入と同等の効果を狙った外国為替の売買は日銀法上<sup>59</sup>認められないと述べている<sup>60</sup>。一方で、日銀法第43条は、首相と財務相が認可すれば日銀法で規定された業務以外もできると定めており、首相と財務相が判断すれば可能だとの見解もある<sup>61</sup>。

日本銀行による外債買入れが実現した場合の効果については、円高デフレ阻止に向けた強い姿勢をアピールするとのアナウンスメント効果が期待できそうだが、買入れの時期や金額が事前に特定できてしまうと、投機筋の意欲を刺激し、円高阻止効果が得られないばかりか、無用な為替変動を助長する可能性があるとの指摘も出ている<sup>62</sup>。

<sup>55</sup> 例えば、日本銀行「総裁記者会見要旨」2013.3.8, p.11.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2013/kk1303b.pdf#page=11](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1303b.pdf#page=11)>

<sup>56</sup> 日本銀行「政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨（2013年2月13、14日開催分）」2013.3.12, p.13.

<[http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/minu\\_2013/g130214.pdf#page=15](http://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/minu_2013/g130214.pdf#page=15)>

<sup>57</sup> 「加藤出・東短リサーチ・チーフエコノミスト デフレ脱却、容易でない」『日本経済新聞』2013.4.5.

<sup>58</sup> 「大胆緩和 問われる手段 リスク資産購入 円安誘導 副作用の懸念も」『日本経済新聞』2012.11.25.

<sup>59</sup> 日本において、為替介入は財務大臣の権限において行われており、日本銀行は、財務大臣の指示に基づいて為替介入の実務を遂行しているにすぎない。

<sup>60</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2012.10.6, pp.6-7.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2012/kk1210a.pdf#page=6](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2012/kk1210a.pdf#page=6)>

<sup>61</sup> 「日本経済研究センター理事長 岩田一政氏 円高是正へ外債購入を」『日本経済新聞』2012.9.29.

<sup>62</sup> 植野大作「日銀による外債購入の可能性と為替相場への影響」『三菱UFJモルガン・スタンレー証券 外貨投資の視点 (No.039)』2012.10.10. <[http://www.sc.mufg.jp/report/ue\\_report/pdf/ue121010.pdf](http://www.sc.mufg.jp/report/ue_report/pdf/ue121010.pdf)>

#### (iv) 銀行券（日銀券）ルールの撤廃

銀行券ルールとは、日本銀行の長期国債保有額を日本銀行券発行残高以内に抑えるという日本銀行の内部規定のことである。

日本銀行の白川総裁（当時）は、日本銀行の長期国債買入れは、金融緩和効果を最大限発揮するために行っているものであり、財政ファイナンスの容易化や長期金利の人為的な誘導のためではないとの発言を行ってきた<sup>63</sup>。こういった発言から、「日銀は銀行券ルールの撤廃に消極的」などと報道されることもあった<sup>64</sup>。ただ、従来から、資産買入等の基金による国債買入れは銀行券ルールの対象外とされており、これを含めると日本銀行の長期国債買入れ残高は、既に銀行券の発行残高を超えていたため、銀行券ルールは形骸化しているとの指摘もあった<sup>65</sup>。

そして2013年4月4日、日本銀行は、上記の通り、資産買入等の基金を廃止し、輪番オペと統合することを決定した。それに伴い、銀行券ルールを一時適用停止した。この点について、銀行券ルールは日本銀行が政府の財政赤字の尻ぬぐいをしていると疑われないよう中央銀行としての意思を示す役割があったが、黒田総裁の下での日本銀行にはこうした歯止めを設ける姿勢が見られないとの指摘もある<sup>66</sup>。一方、日本銀行は、「長期国債の買入れは、金融政策目的で行われたものであり、財政ファイナンスではない」としており<sup>67</sup>、黒田総裁も、現時点では長期金利が急騰したり資産バブルが発生したりといった副作用が発生する可能性は低いと述べている<sup>68</sup>。

また、この問題に関連して、銀行券ルールの存在がマネー供給の阻害要因となっており、日本銀行の資金供給は欧米のそれと比べ不十分だとの指摘もあったが、白川総裁時代の日本銀行の資金供給が十分か否かは議論の分かれるところである。資金供給が不十分だと指摘する意見は、2008年夏のリーマン・ショック時を基準として日本銀行の保有資産残高や日本のマネタリーベースの増加率が欧米のそれに比べ低いことを根拠としたものが多い<sup>69</sup>。一方、それに反論する意見は、対名目GDP比で見ると、日本の方がそれらの指標が高いことを根拠としたものが多い<sup>70</sup>。

## V 時間軸政策

### 1 FRBの対応

#### (1) 期間の設定

2008年12月16日、FOMCは、FFレート誘導目標を「0%～0.25%」のレンジに設定することを決定し、事実上のゼロ金利政策を採用した。その際FOMCは、いつまでゼロ

<sup>63</sup> 第175回国会参議院財政金融委員会会議録第1号 平成22年9月9日 p.3.

<sup>64</sup> 例えば、「新日銀脱デフレへの道政策大転換（下）量的緩和、前面に」『日本経済新聞』2013.3.15.

<sup>65</sup> 例えば「焦点：日銀は財政ファイナンスの領域に、銀行券ルールは形骸化」『ロイター』2012.4.12.

<sup>66</sup> 「社説 新たな緩和策 歯止めを壊すだけでは」『朝日新聞』2013.4.5.

<sup>67</sup> 日本銀行 前掲注(19)

<sup>68</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨」2013.4.4, p.9.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2013/kk1304a.pdf#page=9](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf#page=9)>

<sup>69</sup> 例えば、高橋洋一「「デフレの正体」信じる愚劣」『FACTA』59, 2011.3, pp.6-9.

<sup>70</sup> 例えば、白川方明「物価安定のもとでの持続的成長に向けて—きさらぎ会における講演—」2012.11.12, p.15.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2012/data/ko121112a1.pdf#page=16](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko121112a1.pdf#page=16)>

金利政策を継続するかという点について、弱い経済状況が、異例の低金利が「一定期間 (for some time)」継続することを正当化するとの見通しを示した (表 4)。<sup>71</sup>

2009年3月18日には、これを、「長期間 (for an extended period)」との表現に改め、これまでの見通し以上にゼロ金利が長く継続されるとの見解を示した<sup>72</sup>。

そして2011年8月9日には、「少なくとも2013年半ばまで (at least through mid-2013)」との表現を用い具体的な時期を明示した<sup>73</sup>。2012年1月25日には、これを、「少なくとも2014年遅くまで (at least through late 2014)」に延長した<sup>74</sup>。さらに2012年9月13日には、「少なくとも2015年半ばまで (at least through mid-2015)」に再延長した<sup>75</sup>。

## (2) 条件の設定

上述の通り、FOMC はゼロ金利政策導入以後、ゼロ金利政策が継続される「期間」の見通しを示してきた。しかし2012年12月12日、FOMC は、新たに「条件」を設定し、失業率が6.5%を上回り、1～2年後のインフレ率見通しが2.5%を上回らず長期的なインフレ期待が十分に抑制されている限り、ゼロ金利政策等を継続するとした。<sup>76</sup>

## 2 日本銀行の対応

2010年10月5日、日本銀行は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を「0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定し、「実質的にゼロ金利政策を採用していることを明確化」した。その際、いつまでゼロ金利政策を継続するのかという点については、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」との方針を示した。<sup>77</sup>

2012年2月14日には、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」との方針を示した<sup>78</sup>。さらに、2013年1月22日には、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、「それぞれ必要と判断される時点まで継続する」との方針を示した<sup>79</sup>。

2013年4月4日、日本銀行は、マネタリーベース・コントロールの採用や長期国債買入れの拡大等からなる「量的・質的金融緩和」の導入を決定し、同措置を、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続するとした<sup>80</sup>。

<sup>71</sup> FRB 前掲注(15)

<sup>72</sup> FRB 前掲注(6)

<sup>73</sup> Federal Reserve press release, 2011.8.9.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>>

<sup>74</sup> Federal Reserve press release, 2012.1.25.

<<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>>

<sup>75</sup> FRB 前掲注(48)

<sup>76</sup> FRB 前掲注(49)

<sup>77</sup> 日本銀行 前掲注(11)

<sup>78</sup> 日本銀行「金融緩和の強化について」2012.2.14.

<[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2012/k120214a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/k120214a.pdf)>

<sup>79</sup> 日本銀行 前掲注(51)

<sup>80</sup> 日本銀行 前掲注(19)

表4 いつまでゼロ金利政策等を継続するかについての日米中央銀行の見解の変遷

	日本銀行	F R B
2008		(ゼロ金利政策導入) 一定期間(2008.12.16.)
2009		長期間(2009.3.18.)
2010	(ゼロ金利政策導入) (2010.10.5.) 物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで	
2011		2013 年半ばまで(2011.8.9.)
2012	消費者物価の前年比上昇率1%が見通せるまで (2012.2.14.)	2014 年遅くまで(2012.1.25.) 2015 年半ばまで(2012.9.13.) 失業率6.5%超かつインフレ率見通し2.5%以下で ある限り (2012.12.12.)
2013	必要と判断される時点まで(2013.1.22.) 2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで (2013.4.4.)	

(出典)FRB、日本銀行ホームページ等より筆者作成。

## おわりに

本稿では、日本銀行及びFRBの金融緩和策等を比較しつつ概観し、資産買入れに関する点を中心に、若干の論点についても触れた。

2013年3月20日に、追加緩和に積極的とされる黒田氏が日本銀行の新総裁に就任し、黒田総裁の下での最初の金融政策決定会合で、既述の通り、追加の緩和措置が発表されている。引き続き議論の動向を注視したい。