

グローバル金融システム委員会報告書

「非伝統的金融政策手段：クロスカントリー分析」

要旨（日本銀行仮訳）

中央銀行は、グローバル金融危機とその余波への対応として、与えられたマンデートを果たすため、既存の法制との整合性を保ちつつ、新たな政策手段を導入し、金融政策の枠組みを変更した。いわゆる非伝統的金融政策手段が様々な組み合わせで実施され、各国の状況に応じてオペレーションにも調整が加えられた。10年にわたる非伝統的金融政策手段の経験を経て、また、それらの政策手段の多くが今なお実施されているもとの、本報告書では、非伝統的金融政策手段の活用とその効果、意図せざる副作用にかかる中央銀行の共通の理解を取りまとめる。また、本報告書は、将来においても、非伝統的金融政策手段が中央銀行にとって有用であるか、また、どのような環境下で有用となるかについても論じている。ただし、本報告書は、政策の戦略的設計や金融政策の調整にかかる課題への対処について論じるものではない。政策の目的や目標の選択、政策の戦略的設計における非伝統的金融政策の位置付け、適切な政策スタンスをいかに決定するかといった論点は、本報告書の対象外である。

本報告書のメッセージは、総括すると、非伝統的金融政策手段は、それを採用した中央銀行が金融危機とその後の景気後退によりもたらされた困難に対処するのに役立つ、課題を伴いつつも中央銀行の政策手段の選択肢を拡充するものであった、ということである。非伝統的金融政策手段の活用は、段階的に、またある程度実験的な運用も交えながら進められてきた。その主たる目的は大まかに分けて2つ、すなわち(1)金融政策の波及経路（トランスミッション）に生じた障害に対処すること、(2)主要な伝統的金融政策手段（政策金利の調整）が金利の実効下限制約に直面するもとの、更なる金融緩和効果をもたらすことである。中央銀行は、非伝統的金融政策手段は、これらの目的に照らして有効であったが、限界もあると評価している。非伝統的金融政策は、その副作用を軽減し、効果を高めるべく、他の公共政策と組み合わせて実施されることで、その有効性が顕著に高まる。

本報告書は、4つの非伝統的金融政策手段に焦点を当てている。すなわち、マイナス金利政策、レンディング・オペレーション、資産買入れプログラム、フォワードガイダンスである。本報告書は、4つの政策手段の概要やこれらが実施されるに至った背景、伝統的金融政策手段との比較についても述べる。この比較から得られる主たるメッセージは、非伝統的金融政策手段の多くは、いくつかの点において、中央銀行が従来から用いてきた政策手段と根本的に異なる訳ではないというものである。従来との違いは、非伝統的金融政策手段が広く活用され、またその規模が大きかったことである。これらの点が、グローバル金融危機以前に伝統的な金融政策と考えられていたものとの重要な違いとなっている。

また本報告書は、各国における様々な非伝統的金融政策手段の経験やその導入順序、組合せのあり方についても考察している。各政策手段の有効性はいくつかの異なる材料をもとに評価している。すなわち、(1)各中央銀行の経験について新たに実施したサーベイ、(2)非伝統的金融政策手段に関する学界や中央銀行の既往の評価・研究、(3)学者と市場参加者による議論を通じて得られた見解である。総括すると、本報告書の主たるメッセージは、非伝統的金融政策手段は、政策当局に追加的な政策対応の余地と柔軟性をもたらすことで、グローバル金融危機の非常に深刻な被害に効果的に対応し、中央銀行が伝統的金融政策による対応が制約される中でマンデートの達成に取り組むうえで役立つということである。特に、非伝統的金融政策に対する金融環境（各種金利、期間構造、与信の規模等）の良好な反応が、中央銀行のポジティブな評価の背景にある。こうした反応は、程度に差はあり、また多少の遅れを伴うものではあったが、マクロ経済を安定化し、さらには活性化した。デフレのリスクは、人々のインフレ期待が低位に定着しなかったことで回避された。ただし、実際のインフレ率は、反応が緩慢で中央銀行の目標を継続的に下回ることとなった。

各政策手段の経験にかかる議論では、より詳細な評価が示されている。

- マイナス金利政策：マクロ経済が悪化した際に、いくつかの中央銀行は、マイナス金利の適用を決定した。その中には、デフレに繋がる自国通貨高を回避する必要性に迫られた中央銀行もあった。これらの中央銀行は、金利の実効下限制約に対処するうえで、マイナス金利政策が総じて有効であった——すなわち、長期金利が、先行きの短期金利の見通しの変化に沿って下方に調整され望ましい景気刺激効果をもたらした——と評価した。銀行の貸出利鞘の縮小といった副作用もみられたが、他の収益源や不良債権の減少等による資産価値の回復に相殺され、これまでのところ、銀行システムの安定性に深刻な問題をもたらしてはいない。とはいえ、長引くマイナス金利が、潜在的に金融仲介機関にどのような長期的な影響を及ぼし得るかをこれまでの経験だけで完全に評価することはできない。
- レンディング・オペレーション：中央銀行は、金融政策の波及経路に生じた障害（金融危機の初期段階では、機能不全に陥ったインターバンク市場や短期金融市場を迂回して、金融仲介機関に十分な流動性を供給することが極めて重要であった）や金利の実効下限制約に関連する問題（レンディング・オペレーションは、金利が制約を受けるもとで、より明確に景気刺激を意図したものであった）に対処するため、流動性供給の枠組みを拡張した。非伝統的金融政策としての対応には、代表的な貸付オペの年限の長期化、適格担保やオペ対象先の拡張、貸付条件の変更（例えば、固定金利方式による全額割当て等）、最終的に望ましい結果が得られるよう貸付に明確な条件を付すこと（例えば、調達した資金を非金融機関企業向けに貸し付ける等）が含まれる。レンディング・オペレーションは、民間部門への与信を下支えし、金利にか

かる市場の予想の安定化に寄与したが、非効率な与信の配分や、民間部門の過剰なレバレッジを削減するインセンティブの低下といった副作用がない訳ではなかった。

- 資産買入れプログラム：金融政策の波及経路に生じた障害や金利の実効下限制約に対処するため、レンディング・オペレーションとともに多様な資産買入れプログラムが導入された。両者が相俟って、中央銀行のバランスシート的大幅な拡大に寄与した。これらは、主として長期金利を引き下げ広範な金融環境を緩和することを企図していた。また時として（主に民間資産を買い入れる場合において）、投げ売りに見舞われた資産の価格を下支えしたり、ローンの証券化を促すことで最終的な借り手に追加的な資金を供給した。資産買入れの効果は一様ではなく、中央銀行はその運用方法を調整したり、他の、時には新たな、非伝統的金融政策手段により補完することを求められたが、総じてみれば、全ての地域で非常に有効な手段であった。中央銀行のバランスシートの質が低下するリスクや、資産のバリュエーションにおいてプレミアムが過度に圧縮されるリスク、レポ市場において一時的に債券の希少化の影響が及ぶリスク、コモディティ価格の上昇や新興国における民間部門のレバレッジの拡大といった形でスピルオーバーが生じるリスク等にかかる懸念は、総需要の弱さに対処するうえで資産買入れプログラムが及ぼしたプラスの効果打ち消すほどに十分とは認められなかった。
- フォワードガイダンス：経済の先行きや、様々な課題に対する中央銀行の対応力にかかる不確実性が高まると——特に金利が実効下限制約に直面した際には——、フォワードガイダンスが欠かせない役割を果たした。フォワードガイダンスは、将来の政策金利に関する中央銀行の意図を明確化するとともに、中央銀行のマンデートに対するコミットメントを示す機能を担った。また、フォワードガイダンスは、他の個々の非伝統的金融政策手段を意義付けるとともに、異なる非伝統的金融政策手段をひとつのパッケージとしてまとめる役割を果たした。多くの非伝統的金融政策では、前例のないオペや、複数の政策手段が同時に展開されたことから、フォワードガイダンスは政策当局の取組みの意図をより明確にするために活用された。フォワードガイダンスが、時にその設計上の課題を抱え、また時として困難に直面することもなかった訳ではないが、過去の経験は、総じてみれば非常に有効に機能したことを示している。特別な状況下でのフォワードガイダンスにかかる重要な課題は、メッセージの明確さ、その後の政策運営に対する信認確保と、環境変化に対する政策対応の柔軟性との間でのトレードオフをいかにバランスさせるかということである。

グローバル金融危機の複雑な広がりと共に伴う非伝統的金融政策の重要性ゆえに、中央銀行は、政策実施のタイミングをうまく計るとともに、政策手段の相乗効果を最大化すべくオペレーションを設計する必要がある。また、複数の政策手段を組み合わせることが、単独で実施した場合にみられる副作用を軽減するために重要であった。大抵の場合、政策を実施する順序や組合せを考えるうえで、経験に依ることはできず、非伝統的金融政策手段とその効果にかかる理解が深まるにつれて調整を加える必要がある。

当然ながら、非伝統的金融政策手段がもたらし得る副作用について、広く懸念が示されるようになってきている。本報告書は、そのいくつかについて、各政策手段の効果とともに論じている。その際、中央銀行の所管の範囲内に留まる副作用と、他の政策当局、経済主体や国に影響が及び得る副作用とを区別している。後者のうち、副作用の国際的なスピルオーバーに特に注目が集まっているが、その影響の程度については常に合意が形成されている訳ではない。総じてみれば、本報告書は、副作用について、長期的なインプリケーションに関する最終的な評価を下すには時期尚早であるが、これまでのところその影響は限定的と結論付けている。

本報告書は、非伝統的金融政策手段に関するポジティブな経験に鑑み、先行きも、これらの政策が特定の環境のもとで必要に応じて使用されるものとして中央銀行のツールボックスに追加されることが望ましいと論じている。本報告書は、こうした政策手段の効果を最終的に評価することは、中央銀行による政策の正常化が更に進展するまでは不可能であろうとの認識に立っているが、これまでの経験に基づき、将来、非伝統的金融政策の実施が必要となるシナリオもいくつか提示している。網羅的なリストを示している訳ではないが、例えば、国内での総需要ショックや小国開放経済への海外からのスピルオーバーの発生、金融政策の波及経路を毀損する金融市場の機能不全といったシナリオのもとで、非伝統的金融政策手段が有効に活用される可能性を指摘している。本報告書は、金融面の健全性向上に向けた改革が金融システムの頑健性を高めており、金融危機が発生する可能性を低下させているが、数々の趨勢的な変化により、将来金利が実効下限制約に抵触する頻度はほぼ間違いなく高まるとの見方を示している。こうした趨勢的な変化としては、例えば、均衡実質金利の明確かつ長期的な低下、人口動態、金融面での技術革新、グローバル化が挙げられる。この点、こうした経済の供給サイドの変化の影響のうち少なくともいくつかについては、直接、構造・財政政策を通じてより適切に対処することができると考えられ、そのことは金融政策に過度な負荷がかかるリスクを低下させるであろう。また、金利の実効下限制約に直面する局面以外でも、非伝統的金融政策手段の利用が、中央銀行がその使命を追求するうえでより適切な対応を可能にする場合があるかもしれない。

中央銀行が、非伝統的金融政策手段を、その政策の枠組みに組み込む際には、こうした政策手段を、各国の具体的な法制やニーズに合わせて調整する必要がある。本報告書は、中央銀行が、非伝統的金融政策手段の活用に関心をもち、さらには実際に活用

することもできるということを広く一般に伝えることは、その効果を高め、また実際にそうした手段を使用する必要性を低下させると論じている。例えば、市場が混乱に陥るリスクを低下させ、自己実現的な負のダイナミクスが生じることを未然に防ぎ、インフレ期待の安定を補強すること等を通じてである。同時に、中央銀行が、新たなシステミックな危機の発生に対処するための柔軟性と備えを確保しておくことも重要である。非伝統的金融政策手段の実施に際しては、断固たる行動が、その成功を左右する重要な要素となる。不必要に躊躇すると、非伝統的金融政策手段の実施にかかる意思がない、もしくは適当な政策手段が不足していると誤解される可能性がある。

非伝統的金融政策手段を用いて断固たる行動をとるというアプローチの前提として、透明性と実際に行動をとるための備えが必要となるが、それは民間部門が金融面のストレスに備えて適切なバッファを保持するインセンティブを削ぐリスクをはらんでいる。同様に、他の政策当局、例えば規制・監督・財政当局等が、政策対応の負担を中央銀行に任せられることができると考え、あらゆるタイプの有害な事象に対して、中央銀行が非伝統的金融政策手段で対応するかもしれないとの根拠なき期待が生じれば、それらの当局が行動を起こさなくなるバイアスが生じるかもしれない。他の政策主体が金融システムの脆弱性の高まりに対し適時に対応すべく備えていれば、中央銀行による非伝統的金融政策手段の効果もより高まり、またそもそも非伝統的金融政策手段が求められるリスクを低下させることになるだろう。同様に、大規模なシステミックな危機が生じた際に、その対処のため、中央銀行とともに他の政策主体が行動をとることは、非伝統的金融政策手段への過度な依存を避けるとともに、中央銀行が各々のマンデートを追求する手助けとなるだろう。

以 上