



# **BOJ** *Reports & Research Papers*

2009年7月

## 今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について

日本銀行企画局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行企画局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について

### <要 旨>

#### (はじめに)

本稿は、今次金融経済危機の中で世界の主要中央銀行が取り組んできた政策運営について、①具体的にどのような政策措置が講じられてきたか、②主要中央銀行の政策運営に共通してみられる特徴点は何か、という2つの観点から取りまとめたものである。対象とする中央銀行は、日本銀行のほか、米国連邦準備制度（F E D）、欧州中央銀行（E C B）、イングランド銀行（B O E）、カナダ銀行、スイス国民銀行、スウェーデン・リクスバンクの7行である。

#### (主要中央銀行による政策措置の内容)

(1) **政策金利の引き下げ**：いずれの中央銀行も政策金利を1%以下の低水準まで引き下げた。また、いくつかの中央銀行では、ターム物金利など長めの金利を低位安定化させる目的で、政策金利の先行きに関する方針を表明している。

(2) **潤沢な資金供給と金融調節手段の整備**：各中央銀行は、短期金融市場に対して潤沢な資金供給を行い、市場の安定化を図った。その際、金融調節手段について、①資金供給手段の拡充（オペの頻度・規模の引き上げ、オペ期間の長期化、適格担保・取引相手方の拡大等）、②新たな資金吸収手段の導入（中央銀行による債務証券の発行等）、③スタンディング・ファシリティの整備（貸出ファシリティの貸出期間延長、超過準備に対する付利制度の導入等）など、様々な措置が講じられた。こうした取り組みの結果、資金供給・吸収手段とスタンディング・ファシリティの両面で、各国の金融調節の枠組みが共通化する傾向が強まった。このほか、多くの中央銀行が、通貨スワップ協定を活用した外貨資金の供給を開始したほか、クロスボーダー担保スキームの導入・拡充を進めるなど、金融調節面での中央銀行間の国際的な連携を一段と強化した。

(3) **買入れ対象資産の拡大**：これまで一般的に、中央銀行による金融調節の買入れ対象資産は、主として短期国債など短期かつ安全度の高い金融資産に限定されてきた。これに対して、今次局面では、多くの中央銀行が、従来の範囲を越えて買入れ対象資産を拡大した。こうした措置には、①クレジット市場の機能を活性化あるいは補完するため、C P・社債等の民間債務を買入れるケース、②幅広い資産の価格に影響を与えるため、あるいは通貨供給量の増加を図るため、国債やエージェンシー債などの長期債券を買入れるケース、③金融機関を通じた信用仲介機能を維持・強化することを目的に、金融機関から株式等の金融資産を買入れるケースなどがある。

(4) **個別金融機関等に対する流動性支援**：いくつかの中央銀行は、金融システムの安定維持を目的に「最後の貸し手」として個別金融機関等への流動性支援を実施した。このうち、米国においては、預金取扱金融機関以外の先にも流動性支援が行われた。中には、預金・貸出取引先でもオペ先でもない大手保険会社にも流動性支援を実施するケースもみられた。

#### (主要中央銀行の政策運営に共通する特徴点)

(1) **金利引き下げと市場機能維持のバランスの確保**：多くの中央銀行は、政策金利を歴史的な低水準に引き下げるに当たって、非常に低い金利水準あるいはゼロ金利が金融市場の機能や金融機関活動に悪影響を与える可能性があることに言及している。このため、これまでのところ、政策金利をゼロ%まで引き下げる例はみられていない。この間、金融市場に対して潤沢な資金供給を行うと同時に、市場金利の過度な低下を避ける手段として、超過準備に対する付利や中央銀行による債務証券の発行などが活用された。

(2) **非伝統的金融政策の採用**：上記の金融調節手段整備および買入れ対象資産拡大策の一部は、しばしば「非伝統的金融政策」と呼ばれている。今回のような金融経済危機の局面では、金融市場や金融機関の信用仲介機能の低下により、短期金利のコントロールを出発点とする伝統的な金融政策の波及経路の有効性が制約されることとなる。このため、多くの中央銀行は、通常の波及経路を改善したり、別の経路を活用するための新たな政策を実施した。非伝統的金融政策に確立された定義はないが、中央銀行の資産サイドに着目し、従来の範囲を越えてリスク資産を購入することに主眼を置く「信用緩和」(Credit easing) と呼ばれる政策と、同負債サイドに着目し、経済に流通する通貨の供給量を増やすことを重視する「量的緩和」(Quantitative easing) と呼ばれる政策の2類型に整理することができる。信用緩和政策を標榜するFED、信用支援拡充策を掲げるECBのほか、日本銀行を含む多くの中央銀行は、資産サイドの項目である多様なオペ手段や資産買入れを組み合わせる金融環境の緩和を図ることに重点を置いている。一方、BOEは通貨供給量の増加に主眼を置き、自らの政策を量的緩和と呼んでいるが、社債・CPも買入れ対象に含めており、信用緩和的な側面もある旨を説明している。

(3) **非伝統的金融政策の問題点への対応**：非伝統的金融政策の多くは、通常政策と比べ損失の発生を通じて納税者の負担が生じる可能性が相対的に高く、また、ミクロ的な資源配分への関与が強まるという2点で財政政策の領域に近い性格を有する。多くの中央銀行は、こうした点に対応する措置を講じている。第一に、民間の信用リスクをとる場合でも、買入れる金融資産を比較的

信用度の高いものに限定するなど適切なリスク管理に努めている。また、リスクが通常より高い資産の買入れや個別金融機関への流動性支援に当たり、損失が発生した場合について予め政府や民間主体との間での負担の分担を定めておく事例が多い。第二に、金融資産の買入れに当たり、ミクロの資源配分に対してできるだけ中立性を保ちながら実施する方針を対外的に公表したり、入札方式の採用など中立性を担保するために買入れ方式を工夫するケースがみられる。第三に、実施金額や期間を限定したり、最低入札レートを適切に設定することにより市場機能の回復に応じて自動的にニーズが低下する仕組みを設けるなど、施策が必要な期間に適切な規模で実施されることを担保するための工夫を行う先が多くみられている。

**(4) コミュニケーション戦略の充実**：危機対応の政策は異例かつ多岐に亘ることを背景に、各中央銀行は政策の考え方や内容に関してより肌理細かな情報発信を行うように努めている。例えば、ウェブサイトにて危機対応を取りまとめたセクションを設けたり、定期的なレポートを刊行する先が増えている。また、経済・物価見通しについて、通常1～2年とされる金融政策の波及のラグの範囲内だけでなく、それを超えた長めの期間に関する説明を重視する傾向を強めている。

#### (おわりに)

今次危機への各中央銀行の対応を通じて、中央銀行の業務・政策運営のいくつかの重要な特徴が改めて浮き彫りになっている。例えば、①流動性の確保が金融市場・金融システムの安定維持にきわめて重要な役割を果たしていること、②金融政策と金融システム安定化政策（プルーデンス政策）が密接に関連していること、③金融取引の国際化が進む中で、金融市場の安定確保の上で、中央銀行間の連携の重要性が増していること、④中央銀行の目的である物価や経済の安定を図る際、中長期的な観点が重要であること、などである。日本銀行としては、上記の諸点も含め、この間に得られた経験を十分に活かしつつ、海外中央銀行との情報交換など連携をさらに深めながら、今後とも適切な政策・業務運営に努めていく方針である。

## 今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について

(はじめに)

米国を起点に発生した今次金融経済危機は、2007年8月に国際的な金融資本市場の動揺という形で本格化し始め、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻後に影響の範囲と深度を急激に増していった。この間、各中央銀行は、金利の引き下げ、潤沢な流動性の供給のほか、いわゆる非伝統的金融政策などを含め、様々な対応を講じてきた。2009年7月現在、国際金融資本市場や各国経済の状況は一頃に比べて改善の方向にあるが、いまだ先行きの不確実性は高く、危機が過去のものとなったということは出来ない。

本稿では、世界の主要中央銀行が今次金融経済危機の中で取り組んできた政策運営について現時点までの情報を基に取りまとめ、それらに共通してみられる特徴点を整理する<sup>1</sup>。対象とする主要中央銀行として、日本銀行のほか、米国連邦準備制度(FED)、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)、カナダ銀行、スイス国民銀行、スウェーデン・リクスバンクの計7行を取り上げる。

本稿の構成は以下のとおりである。

まず、1. では、それ以降の章における説明の前提として、2007年8月以降の金融資本市場の動揺と最近の動向について簡単にレビューする。次に、2. では主要中央銀行が今次危機への対応として具体的にどのような措置を講じてきたか、いくつかのカテゴリーに整理しながら説明を行う。3. では、主要中央銀行の政策運営に共通する特徴点を紹介する。

### 1. 2007年8月以降の金融資本市場の動揺と最近の動向

米国におけるサブプライム住宅ローンの不良債権化問題に端を発した市場の動揺は、2007年8月、証券化商品を組成していた金融機関等の資金繰り懸念をきっかけとして、米欧を中心に幅広い金融資本市場にまたがる国際的な混乱へと発展した。各国の金融資本市場で程度の差はあるが、資金需給が逼迫するとともに、市場参加者の相互不信から取引量の減少や取引レートの上昇が共通に

---

<sup>1</sup> 本稿は原則として2009年6月末までの情報を基に取りまとめた(ただし、それ以降の情報も主なものについては反映した)。

観察された。流動性リスクおよび信用リスクが強く意識される中、各国市場の銀行間レートは、特にドル、ユーロなどのターム物金利で大幅に上昇した（図表1）。投資家のリスクテイク姿勢が後退し、サブプライム関連商品のみならず、幅広い証券化商品の発行・流通市場ともその機能が著しく低下するとともに、クレジット・デリバティブや社債・CP等の市場では信用スプレッドが拡大した（図表2）。また、株価は先進国市場を中心に軟調かつ振れの大きい展開となった（図表3）。

後述するように各国・地域の中央銀行が流動性供給の拡大など事態の沈静化に努めたこともあって、2008年央頃には金融資本市場の状況は一進一退を繰り返しながら徐々に安定を取り戻しつつあった。しかし、同年9月、リーマン・ブラザーズが経営破綻したことを契機に、世界の金融資本市場の緊張は急激かつ同時に著しく高まった。混乱の影響の範囲はそれまでの米欧中心から、わが国やエマージング諸国にも及ぶこととなった。銀行間市場では取引相手方の選別が厳しくなり、オーバーナイト物以外の取引は減退した。金融機関や投資家は流動性懸念に加え、証券化商品等から生じた多額の損失による資本不足への懸念から、リスクテイク姿勢をさらに後退させ、与信・投資基準を一段と厳格化した（図表4）。その結果、社債・CP市場、銀行貸出など企業金融に関する信用仲介機能が低下し、信用度の低い先を中心に資金調達時に高いプレミアムを要求されたり、調達可能な資金量が制約される傾向が顕著となった。こうした金融収縮が実体経済活動への強い抑制要因となるとともに、金融システムの動揺を背景に世界的に不安心理が急速に高まり、世界的な需要減退と生産・在庫の大規模な調整を招来した。このように、米欧に始まった金融危機の影響はわが国やエマージング諸国にも波及するとともに、実体経済と金融活動がスパイラル的に悪化するといった、金融と実体経済の負の相乗作用がグローバルに拡大することとなった。

2009年央の現時点においても、主要国の金融環境、景気は総じてなお厳しい状況にある。ただし、各国政府および中央銀行による、金融経済情勢の安定化を目的とした種々の施策の効果もあって、銀行間取引やCP・社債に上乘せられるスプレッドがリーマン・ブラザーズ破綻前の水準まで縮小してきていることに加え、金融機関の与信態度にも緩和の動きが窺われるなど、金融市場や金融機関の信用仲介機能は一頃に比べれば改善している（前掲図表1、2、4）。また、実体経済面でも在庫調整の進捗や企業・家計のコンフィデンスの回復など、景気の下げ止まりに向けた動きがみられている。

## 2. 主要中央銀行による政策措置の内容

上記のような金融経済危機のもとで、各中央銀行は、多種多様な措置を講じてきた。これらは、(1) 政策金利の引き下げおよび政策金利の先行きに関する方針の表明、(2) 潤沢な資金供給と金融調節手段の整備、(3) 買入れ対象資産の拡大、(4) 個別金融機関等に対する流動性支援、の4つに分類できると考えられる。以下の各節では、現在までに採られた施策をこの4つの分類に整理して、具体的な措置内容を説明する（施策の実施状況に関する総括は図表5、また海外主要中央銀行の主な資金供給ファシリティ等の解説は別添を参照）。

### (1) 政策金利の引き下げおよび政策金利の先行きに関する方針の表明

#### ①政策金利の引き下げ

各中央銀行は、金融経済危機への対応として、経済主体の資金調達コストを引き下げる観点から、政策金利を引き下げた。まず2007年9月に今回の問題の震源地である米国が利下げに転じ、次いで2007年末に英国およびカナダ、リーマン・ブラザーズ破綻後の2008年10月に日本、ユーロエリア、スウェーデン、スイスが続いた（図表6）。数次に亘る引き下げの結果、各国の政策金利の水準は、いずれも1%以下の極めて低い水準まで低下した<sup>2</sup>。

#### ②政策金利の先行きに関する方針の表明

いくつかの中央銀行では、政策金利の引き下げに加え、ターム物金利など長めの金利を低位安定化させる目的で、政策金利の先行きに関する方針を表明することによって、金融緩和効果を補強している<sup>3</sup>。カナダ銀行は、2009年4月に政策金利である翌日物レートの誘導水準を0.25%に引き下げた際に、それを実質的な下限としたうえで、同時点のインフレ見通しを前提とする限り

---

<sup>2</sup> 異例の低金利政策の先例として、日本銀行は1999年2月～2000年8月に「ゼロ金利政策」、2001年3月～2006年3月に「量的緩和政策」を採用し、これらの期間には翌日物コールレートの水準は概ねゼロ%まで低下した。スイス国民銀行は、2003年3月～2004年9月、政策金利であるLibor3か月物金利の誘導レンジを今次局面と同水準の「上限0.75%、下限0.0%、目標レート0.25%」とする低金利政策を採った。

<sup>3</sup> 明示的に「時間軸効果」を狙った施策としては、日本銀行がゼロ金利政策時に行った「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまではゼロ金利政策を継続する」（1999年4月）、および量的緩和政策時に行った「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する」（2001年3月）とのコミットメントが嚆矢である。

2010年第2四半期末までこの誘導水準を継続する方針であることを表明した。カナダ銀行は、その趣旨について、政策の透明性の向上によって将来の短期金利に関する市場の期待に働きかける効果を狙ったものと説明している。また、リクスバンクは2009年7月に政策金利を0.25%に引き下げ、同水準程度の低金利が2010年秋まで継続するとの見通しを示した<sup>4</sup>。このほか、FEDも、一定の金利水準を継続する期間や金利水準を変更する条件を明示しない定性的表現ながら、2009年3月以降、「経済情勢を踏まえると、極めて低水準のFFレートが長期間に亘って続く蓋然性が高いと考えている」と先行きの金融政策運営に関する基本的な考え方を表明している<sup>5</sup>。

## (2) 潤沢な資金供給と金融調節手段の整備

各中央銀行は、今回の危機の早い段階から通常時以上に積極的な資金供給を行ったが、その後も市場の緊張の状況に合わせて、様々な金融調節手法を導入・駆使して市場の安定維持に努めた。この結果、資金供給・吸収手段とスタンディング・ファシリティの両面で、各国の金融調節の枠組みが共通化する傾向がさらに強まった。本節では、今次危機局面で講じられた施策のうち、(3)で後述する信用リスクを伴う民間債務の買取り等以外のものについて、特徴的な措置内容を概観する。

### ① オペの頻度・規模の引き上げ、オペ期間の長期化

各中央銀行は、通常時から各国・地域における短期金融市場の特性に合わせてオペ（オープン・マーケット・オペレーション＝公開市場操作の略）を中心とする金融調節手法に独自の工夫をこらしている。危機発生後の対応も、具体的な施策はそれぞれ異なっているが、以下でみるようにオペの頻度・規模の引き上げ、オペ期間の長期化といった方向性は概ね共通している。

---

<sup>4</sup> リクスバンクは、同種の低金利政策の継続見通しを、2009年4月に政策金利を0.5%に引き下げた際にも公表している（2011年初頭まで同程度の水準が続くとの見通し）。なお、同行は危機前から政策金利の先行き見通しを定期的に公表しており、これらの措置もその枠内で行われている。

<sup>5</sup> FEDは、今次危機局面においては2008年12月のFOMC以降、「経済状況の弱さを踏まえると、極めて低水準のFFレートが当面の間続く蓋然性が高いと考えている」と、現在と異なる表現ながら先行きの金融政策運営に関する考え方を表明するようになった。その趣旨を、FEDは当該FOMCの議事要旨において、「より長めの金利が、政策運営者が最も蓋然性が高いと考える金融政策のパスと整合的な形で形成されるのに資する措置である」と説明している。



ECB、BOEは、中心的な資金供給手段として週1回のターム物オペを実施することが通常であったが、危機発生後は翌日物オペの頻繁な利用など、より肌理細かい資金供給を実施した。カナダ銀行も、平時においてはオペの実施頻度は低い<sup>6</sup>、危機発生後は、翌日物オペを一日に複数回実施するなど頻度と規模を急激に高めたほか、新たに導入したターム物オペ（後述）を毎週実施した。一方、もともとオペをほぼ毎営業日実施している日本銀行、FED、スイス国民銀行、リクスバンクにおいても、1回当たりのオペの規模を拡大させたり、オペの回数をさらに引き上げるなど、市場のニーズに合わせたオペが実施された。

加えて、各中央銀行はターム物金利の跳ね上がりに対応するため、通常よりも期間を延長したターム物オペを活用した（図表7）。カナダ銀行は、危機前には原則として翌日物オペのみを利用していたが、危機発生後は、ターム物レポ・オペの実施頻度を当初は臨時措置として高め、その後、定例的に実施することとした（オペ期間は最長1年間）。また、スイス国民銀行およびリクスバンクでは、平時におけるオペ期間は1週間であるが、それぞれ、3か月物、3～12か月物のオペを導入・実施した。ECBは危機前から長めの資金供給手段として、予め定めた資金量に対して入札で金利を決定する3か月物オペを有しているが、定例の実施に加えて臨時のオファーを行ったほか、固定金利かつ金額無制限とする措置を講じたうえで、最長1年物までタームを延長した<sup>7</sup>。この間、FEDは、入札型ターム物資金供給ファシリティ（TAF）の導入により、ターム物資金をより積極的に供給するとともに、既存のオペの枠組みの中においても、平時におけるオペは14日物までであったが、28日物のオペを定例的に実施するなどの対応を採った。日本銀行とBOEは、危機以前より翌日物から最大1年物までの多様なオペ手段を有し、実際にその多くを比較的頻繁に利用していたが、危機発生後は年末越え資金の供給などに際して長めのオペを通常よりも多用した。また、日本銀行が導入した企業金融支援特別オペは、期間は最長3か月と既存のオペの範囲内であるが、翌日物コールレートの誘導目標水準の固定金利で、民間企業債務の担保範囲内であれば金額に制限を設けずに資金供給することにより、ターム物金利の低下を促す効果が期待されている。このほか、日本銀行は、積極的な資金供給を行っていく観点から円滑な金融市場調節を実施するため、長期国債の買入れ額を増額した（FED、BOE

---

<sup>6</sup> カナダ銀行の資金供給手段であるレポ・オペと吸収手段であるリバース・レポを合わせて（ともに翌日物）、2001～05年の平均実施回数は年間14回に止まった。

<sup>7</sup> 同様の固定金利かつ金額無制限とする特例措置は、週次で行われる1週間物オペにおいても適用された。

による国債買入れ策とこれらの措置の位置付けは、2. (3) および3. (2) で後述する)。

## ② オペ等の適格担保拡大・債券貸付ファシリティの拡充

多くの主要中央銀行は資金供給力を強化する観点から、オペ等の適格担保の範囲を拡大する措置を講じた(図表8)<sup>8</sup>。

危機前の対応をみると、オペの適格担保が国債など極めて安全度の高い債券に限定されていたFED、BOE、カナダ銀行と、民間債務を含む幅広い資産を適格担保として認めていた日本銀行、ECB、リクスバンク、スイス国民銀行に大きくグループ分けできる。

危機発生後、前者のグループに属するBOEはCMB S<sup>9</sup>など証券化商品等を適格担保に加えた。カナダ銀行は、①でみたターム物レポ・オペの適格担保の範囲をCP・社債・ABCPといった民間債務を含む全てのスタンディング・ファシリティ向け担保が含まれるよう拡張したほか、銀行貸出を担保とするターム物貸出ファシリティ(TLF)を導入した。FEDが導入した上述のTAFは、民間債務や銀行貸出を含む、全てのスタンディング・ファシリティ向け担保を適格とするものであり、既存のオペと比べて担保範囲が格段に拡大した。一方、後者のグループに属する日本銀行、ECB、リクスバンクも、民間債務の外部格付け要件を緩和するなど適格担保の範囲を拡大した。例えば、日本銀行では、民間企業債務の外部格付け要件の引き下げのほか、国債現先オペの対象玉拡大、一部投資法人債の適格化、政府に対する証書貸付債権の適格範囲拡大などを行った。

また、FEDおよびBOEは、新型の債券貸付ファシリティをそれぞれ導入し、市場流動性の低下したモーゲージ関連証券化商品等を担保に国債を市場参加者に貸し出す措置を講じた(図表9)。これらの措置は、証券化商品等に流動性を付与することにより、それらの保有者の資金調達力を高めることに寄与したとみられている。

## ③ オペ等の相手方の拡大

---

<sup>8</sup> 本節および図表8は、後述するクロスボーダー担保を除く一方、適宜、オペだけでなくスタンディング・ファシリティの担保も含めて記述する。

<sup>9</sup> Commercial Mortgage Backed Securities (商業用不動産向けローンを裏付けとする証券化商品)の略。

金融市場が機能不全に陥っている状況下では、中央銀行が総量として十分な資金量を供給しても、幅広い主体に流動性が行き渡らない可能性が高まる。こうした中で、いくつかの中央銀行は、より多様な主体へ直接的に資金供給を行うために、これまでに比べてオペの相手方の範囲を拡大した（図表 10）。

F E D、カナダ銀行は、危機前の通常時においては、日本銀行やE C Bのように幅広く金融機関等をオペの相手方とせず、限定的な先数のプライマリー・ディーラーと呼ばれる大手証券会社をオペの主たる相手方としていた。危機発生後にF E Dが導入したT A Fは、上述のように、オペと同様の入札型の資金供給の範囲を商業銀行など預金取扱金融機関に拡大した措置である。このほか、F E Dは、(3) で述べるように買入れ対象資産を実質的に拡大したが、その際、買入れ先を既存のオペ先以外にも拡げることで、MMMFほか適格要件を備えたファンド、事業法人を含むC Pの発行体、適格A B Sを保有する米国人など、極めて多様な主体への直接的な資金供給を行った。また、カナダ銀行は、ターム物レポ・オペの相手方として、通常時のプライマリー・ディーラー以外に大口決済システム参加者（大手銀行等が含まれる）を加えたほか、さらにそれらの主体以外の金融市場参加者も対象に含めた新たな資金供給手段を導入した。

B O Eにおいては、通常のオペ先以外の預金取扱金融機関への入札型ターム物資金供給を行ったほか<sup>10</sup>、(3) でみる資産買取りスキームのうち、国債およびC Pについては、銀行・証券会社以外の金融会社（保険会社、年金ファンド等）からの買入れも可能なスキームとした。また、リクスバンクの場合、オペの相手方は大口決済システム参加者である 16 先の金融機関等に限られていたが、同決済システムへ実際に参加しなくても、その参加要件を満たす金融機関等であればオペの相手方となれる措置を講じた。

一方、通常時から幅広い金融機関等をオペの対象としている中央銀行の中でも、E C Bはファイン・チューニング・オペ<sup>11</sup>の対象先を当面の間、定例オペの対象先の多くが含まれるように拡大した<sup>12</sup>。

---

<sup>10</sup> 2007 年 9～10 月に計 4 回オファーされたが応札実績がなかった。

<sup>11</sup> 資金過不足を微調整するために、通常翌日物で、必要に応じて実施されるオペ（実施頻度は高くない）。クイック・オペとも呼ばれる。定例で実施される主要リファイナンス・オペ（MRO）および長期ターム物リファイナンス・オペ（L TRO）との対比で、危機前においてはオペの相手方数は相対的に限定的であった（100 先程度）。

<sup>12</sup> このほか、トリシェ E C B 総裁は、定例オペについても、相手方先数の増加によって、資金供給力が向上している旨説明している（同総裁の 2009 年 4 月 27 日の講演）。同講演によると、定例オペの選定基準を満たした先数は危機前の 1700 先から 2008 年 10 月には 2200

#### ④中央銀行間のスワップ協定および外貨建て資金供給等

今次危機に直面し、各中央銀行では、国際金融資本市場の安定確保を目指し、金融調節面での国際的な連携を一段と強化した。

具体的には、まず、各中央銀行は、国際金融資本市場の緊張の高まりに対し、通貨スワップ協定により自国通貨を他国の中央銀行に供給するなど、協力して取り組む姿勢を強めた。危機が深まるにつれ、カウンターパーティ・リスクへの警戒感の高まりなどを背景に、各国におけるドル市場の流動性は収縮し、金融機関のドル調達が困難となった<sup>13</sup>。こうしたドル市場の緊張は、各国の自国通貨建て市場を不安定化させる要因ともなった。こうした事態に対応するため、F E Dとそのほかの中央銀行は、関与する中央銀行の数と資金量を次第に拡充させながら、2007 年末以降数次に亘り米ドル資金に関するスワップ協定を締結・更新した（図表 11）。このスワップ協定により取得したドル資金を原資として、日本銀行、B O E、E C B、スイス国民銀行、リクスバンク等において米ドル資金供給オペが実施された。このほか、スイス国民銀行とE C Bの間でユーロおよびスイスフランのスワップ協定、リクスバンクと中欧諸国等の中央銀行との間でユーロないしスウェーデン・クローナに関するスワップ協定が取り交わされるなど、様々な中央銀行間で外貨建て資金の融通策が講じられた。

また、いくつかの中央銀行は、「外貨建てで、国外で発行され、外国に所在する証券」を担保として資金供給を行う、いわゆるクロスボーダー担保スキームの導入・拡充を行った。すなわち、日本銀行が、米国、英国、ドイツ、フランスの現地通貨建て国債を適格担保化したほか、B O E、カナダ銀行でも既存のスキームで認められていた外国国債の範囲を拡大する措置が講じられた（図表 12）<sup>14</sup>。これらの措置により、国際的に活動する金融機関は、保有する金融資産をより効率的に担保として活用することができるようになった。

---

先に増加しており、実際にオペに参加実績のある先も 2007 年 7 月の 450 先から 2009 年には 750 先に増加した。

<sup>13</sup> 邦銀は当初ドル資金繰りに相対的に余裕があり、米欧金融機関のドル建て与信を肩代わりしていたが、その後スワップ市場が機能不全となることで、やはりドルの流動性不足に陥った。

<sup>14</sup> 危機前から、F E Dは日本国債を含む主要国の国債を、B O Eはユーロエリアの国債および米国債（後者は緊急時のみ適格化）を、リクスバンクは日本・米・英・ユーロエリアの国債を、スイス国民銀行は米・英・ユーロエリアの国債をそれぞれ適格担保としている。また、E C Bは、2010 年末までの時限措置として、ユーロエリア内で発行されたものに限って外貨（米ドル、英ポンド、日本円）建ての市場性資産（国債を含む）を適格担保に加えている。

## ⑤スタンディング・ファシリティの拡充と利用促進策

各中央銀行は、平時より、オペによる資金供給または吸収の金融調節を補完し、短期の市場金利を安定させる仕組みを設けている。具体的には、金融機関からの申し込みを受けて、短期間、予め定められた金利により受動的に資金貸出もしくは預金受入を行うもので、スタンディング・ファシリティと総称されている。通常、貸出ファシリティの適用金利は政策金利よりも高く、また、預金ファシリティの適用金利は政策金利よりも低く設定され、これらがそれぞれ、短期の市場金利の上限・下限金利を画することが期待されている。

本分野における危機発生後の主な施策（図表 13）については、以下の2つの点が特徴的である。1点目は、貸出ファシリティの利用促進策である。危機発生後、特に米国、英国において、短期市場金利が貸出ファシリティの適用金利を上回っても同ファシリティの利用が進まず、短期市場金利の跳ね上がりが収まらない現象が顕著に窺われた。これらの国においては、通常時から貸出ファシリティの利用が相応にみられている日本やユーロエリアと異なり、利用の事実が他の市場参加者に知られると当該金融機関の資金調達力の評判に傷が付くとされる、いわゆる「烙印 (stigma) 問題」が同ファシリティの利用が進まない背景にあったものとみられる<sup>15</sup>。こうした中、貸出ファシリティの利用促進を図るため、FEDは、同適用金利とFFレートの誘導目標とのスプレッドを縮小した（危機前は100bps→25bps）ほか、貸出期間を延長した（危機前は1日→最大90日）。また、BOEも既存のファシリティの利用が進まない問題に対処するため、①貸出・預金ファシリティの適用金利と政策金利のスプレッドを±100bpsから±25bpsに縮小すること<sup>16</sup>、②従来日次で公表されていた利用実績を翌月にまとめて月中平均利用額として公表すること、③国債等の貸付制度であるディスカウント・ウインドウ・ファシリティを新設することなどを骨子とした制度の衣替えを図った<sup>17</sup>。

---

<sup>15</sup> 上述③のFED、BOEによる、預金取扱金融機関を相手方とする入札型資金供給の導入は、こうした烙印問題に対応する措置と考えられる。これらの資金供給手段については、多くの金融機関が同時に資金の借り入れを行うため、貸出ファシリティでみられたような烙印問題が生じにくいという効果が期待される。

<sup>16</sup> なお、BOEは、本年3月に政策金利を0.5%に引き下げるとともに「量的緩和政策」を導入した際、預金ファシリティの適用金利をゼロ%にしたうえで、準備預金総額に政策金利で付利することとした（したがって、預金ファシリティの金利に代わり、政策金利が市場金利の下限金利を画する）。一方、貸出ファシリティと政策金利のスプレッドは引き続き25bpsとしている。

<sup>17</sup> BOEが新設したディスカウント・ウインドウ・ファシリティは、市場がストレス状況

2点目は、日本銀行およびF E Dにおいては、従来貸出ファシリティのみが存在していたが、他国の預金ファシリティと同様の機能を果たす、超過準備ないしリザーブ（以下、超過準備等）への付利を相次いで導入したことである<sup>18</sup>。これは、積極的な資金供給の反射的効果として、市場金利に下押し圧力がかかりやすい状況となるため、そうした状況のもとでも適切なレートコントロールが可能となるよう制度の導入が図られたものである。

そのほかの主な措置として、F E Dは、既存の貸出ファシリティは対象が預金取扱金融機関に限られているため、プライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ（P D C F）を新設した。③でみたオペ先の拡大と同様、資金供給の相手方の範囲を広げる措置であるとともに、プライマリー・ディーラーが中央銀行から与信を受ける際の適格担保を大幅に拡大する効果を持つものである。

## ⑥資金吸収手段

主要中央銀行の中には、資金供給手段だけでなく、資金吸収手段についても拡充策を講じた先が多くみられた（図表 14）。リーマン・ショック後の昨年 10 月には、B O E、リクスバンク、スイス国民銀行が相次いで日本銀行の「売出手形」に相当する中央銀行債務証券の発行開始を発表した。これらの措置は、積極的な資金供給を行う一方で、そのまま資金を放置すると短期金融市場に過剰な流動性が滞留し、レートコントロールに支障が生じるため、余剰資金を吸収する目的で導入されたものである。

このほか、E C Bは、ユーロシステム下の各中央銀行への預入により資金を吸収する、1週間物の固定ターム預金制度を導入した。この間、米国では、昨年 9 月、財務省がF E Dの資金吸収支援を目的として、補完ファイナンスング・プログラムの一時的な導入を発表した。これは、F E Dの要請に応じる形で財務省が実施を決めたものであり、財務省が短期財務省証券を発行し、調達した資金をN Y連銀の財務省名義の預金に置くことで市場から資金を吸い上げるものである。また、F E Dのバーナンキ議長は、新たな資金吸収手段とし

---

に陥った場合に、銀行等が、流動性が低下した債券・証券化商品等の資産を見合いに国債（B O Eの裁量によりキャッシュの場合もある）を一定の手数料で借りられる制度。烙印問題の観点からは、原則としてキャッシュの移動を伴わないので、リザーブの変動などから同ファシリティの利用を市場参加者等に推測されにくいという利点がある。

<sup>18</sup> 預金ファシリティと超過準備等への付利は、金融機関の余資が預金ファシリティに預入されることで付利されるか、リザーブのままで付利されるかの違いがあるが、本質的な機能は同じである。

てターム物預金を導入する可能性に言及している<sup>19</sup>。

### (3) 買入れ対象資産の拡大

これまで一般的に、中央銀行による金融調節の買入れ対象資産は、主として短期国債など短期かつ安全度の高い金融資産に限定されてきた。これに対し、危機発生後、特にリーマン・ブラザーズの破綻以降、金融資本市場や金融機関の信用仲介機能が低下する中で、多くの中央銀行は従来の範囲を越えて買入れ対象資産を拡大した。

こうした措置は4つの類型に大別できる。第一の類型は、クレジット市場の機能を活性化あるいは補完するため、CP・社債等の民間債務を中央銀行が買入れるものである。民間主体のリスクテイク能力が低下するもとの、CP・社債市場や資産担保証券市場は多くの国・地域で発行市場・流通市場とも取引が細り、市場流動性が失われた。中央銀行によるこれらの金融商品の買入れ策は、単に民間が本来負うべきリスクを中央銀行が肩代わりする補完的な役割に止まるものではない。まず、中央銀行の買入れによって民間主体のリスク負担が軽減され、他のリスク資産に資金を振り向ける余力が生じる。また、中央銀行が実際に買入れに至らなくても、必要があれば中央銀行に売却できるとの安心感を醸成することで、民間主体による当該金融資産の保有や取引を促す効果を期待できる。中央銀行の買入れ策は、これらのルートを通じて市場機能を活性化させることも狙いとされている。

この類型に属する措置の例としては、図表15(1)にあるように、FEDが2008年9～11月に矢継ぎ早に発表した一連のスキームが挙げられる。これらは、それぞれ金融資産を担保としたFEDの与信の形態を採っているが、担保価額でカバーされる以上には与信先に請求権が及ばないノンリコース型与信（AMLFおよびTALF）であるか、当該金融資産以外には資産を保有しない特別目的ビークルへの与信（MMIFFおよびCPFF）であるので、対象資産の価格下落リスクがFEDに移転する点で、実質的には当該金融資産の買入れと同等の経済効果を持つものと解釈できる（以下、本稿では図表も含めて単に買入れと記述する）<sup>20</sup>。米国のように、金融機関を通じた間接金融よりも直接金融の

---

<sup>19</sup> 2009年7月21日付のThe Wall Street Journalへの寄稿。

<sup>20</sup> TALFについては、ABS等の対象資産の価格変動リスクは上下両方向に大きいと考えられるが、資金の与信先に対象資産の所有権が残っており、当該資産の価格が上昇した場合の利益は与信先が享受し、資産価格が下落した場合にのみ担保権の行使を通じてFEDに所有権が移る点において、買入れの場合とは相違がある。

ウエイトが高い国では、金融資本市場を通じた信用仲介機能の活性化による経済全体への影響が大きいと考えられている<sup>21</sup>。一方、日本では間接金融のウエイトが高いが、同時に金融資本市場がグローバルな資本市場の混乱の影響を受けたため、日本銀行でも2009年1～2月にCP・社債の買入れを開始した。このほかの中央銀行でも、BOEによるCP・社債の買入れ、ECBのカバードボンド<sup>22</sup>の買入れ、スイス国民銀行の民間債券（社債、カバードボンド等）の買入れが開始された。

第二の類型は、幅広い資産の価格に影響を与えるため、あるいは通貨供給量の増加を図るため、国債やエージェンシー債などの長期債券を買入れるケースである（図表15(2)）。FEDは、エージェンシー債・エージェンシーMBSおよび長期国債の買入れ策は、特定の金融資産ではなく広範な長期債券の利回りの低下を促すことによって、企業や家計を取り巻く信用状況を緩和する目的であると説明している。一方、BOEは自らの長期国債を中心とする資産買入れ策を、通貨を経済に直接的に供給することで、その通貨を保有することになった主体がリスク資産を購入する経路や、民間投資家の流動性不安を軽減することで企業の資金調達を容易にする経路を通じて、経済に刺激効果を与えるものと説明している。

第三の類型（図表15(3)）は、金融機関を通じた信用仲介機能を維持・強化するものである。特に、信用仲介に占める間接金融のウエイトの高い国で重視されている。この類型には、日本銀行が行った、金融機関保有株式の買入れの再開および金融機関向け劣後特約付貸付の供与が該当する<sup>23</sup>。前者は金融機関が抱える株式保有リスクの削減、後者は資本増強をサポートする措置である。い

---

<sup>21</sup> ただし、FEDによる本類型の施策の中にも、下記第三の類型と同様、金融機関を通じた信用仲介機能を促進する狙いが含まれているものもある。例えばTALFのもとで買入れ対象となるABSの裏付け資産の中には、自動車ローン、クレジット・カード・ローン、政府保証付き中小企業向け貸付が含まれている。また、米政府が公表した不良資産処理プログラムの中においても、民間と政府が共同出資するファンドが金融機関から不良資産化した証券化商品を買取るに際して、TALFによりFEDから借り入れる資金を活用できる仕組みとなっている。

<sup>22</sup> カバードボンドは、欧州各国で金融機関が発行する、公共部門向け貸付または不動産貸付を裏付けとする担保付債券。ABS等と異なり、発行体が担保資産を自らのバランスシート上に残したまま債券を発行する「オンバランスの証券化」である点が特徴。

<sup>23</sup> 前者の金融機関保有株式の買入れは、金融機関による株式保有リスクの削減努力を支援する措置として、2002年11月から2004年9月にかけて実施され、その後、買入れた株式の売却処分を行っていたが、今般の危機発生後の2008年10月に売却を停止し、2009年2月に買入れを再開したものである。



れも金融機関に対して経営基盤の強化に資する手段を提供することにより、円滑な信用仲介機能を確保し、金融システムの安定を確保することを目的としたものである。現時点においてわが国の金融機関経営は全体として安定しており、システミック・リスクを伴う問題はみられていない。しかし、金融機関が先行きの株価の下落等に対する懸念から自己資本制約を強く意識する場合には、円滑な信用仲介機能の維持に支障が生じる恐れがあることから、一種の安全弁として両措置が講じられた。このほか、第一の類型でみたECBによるカバードボンドの買入れは、本類型の性格も合わせ持つ。カバードボンドは金融機関にとっての資金調達手段であり、その中央銀行による買入れは、金融機関のカバードボンドの発行環境を緩和し、企業や家計の資金調達を容易にすることも資する措置と位置付けられている<sup>24</sup>。なお、(2)で紹介した各中央銀行のオペの長期化、適格担保の拡大、および相手方の拡大の施策は、金融資産の買入れではなく、あくまで担保付き与信の拡充策であるが、本類型と同じく金融機関を通じた信用仲介機能の強化という政策意図を含むものが多い。同様に、日本銀行の企業金融支援特別オペも、前述のようにターム物金利に対して働きかけるものであると同時に、本類型と同じ目的も有するものと位置付けることができる。

このほか、第四の類型として、スイス国民銀行による外貨の買入れ策（為替介入）が挙げられる（図表 15(4)）。スイス国民銀行は、金融危機発生後のスイスフランの増価が金融環境の不適切な引き締め効果を生じさせており、同施策はスイスフランの対ユーロ高の進行を防止することを目的としていると述べている。

#### (4) 個別金融機関等に対する流動性支援

各中央銀行は、金融システムの安定が脅かされそうになった場合、信用秩序の維持を目的に「最後の貸し手」(lender of last resort)として、金融機関等に対する流動性支援を行う。個別金融機関の救済を目指したものではなく、金融システム全体に強い悪影響が及ぶか否かという観点から必要不可欠な場合に限って実施される。今次危機発生後、2007年9月に英国、2008年3月に米国で実施されたあと、リーマン・ブラザーズ破綻後の国際金融資本市場が著しい

---

<sup>24</sup> ECBはカバードボンド買入れ実施要領に関する公表文（2009年7月2日付）で、買入れの趣旨を、①短期金融市場のターム物金利をさらに引き下げること、②金融機関および企業の資金調達環境を緩和すること、③金融機関による顧客への信用供与の維持・拡大を促すこと、④重要な民間債券市場部門における市場流動性の状況を改善すること、と説明している。

緊張に見舞われた局面においては、米国のほか、スウェーデン、ドイツ、スイスでも実施された（図表 16）。

この中で、米国の大手証券会社ベア・スターンズと大手保険会社A I Gへの流動性支援は、F E Dの預金・貸出取引の相手向けではないという点で、米国では通常行われていない施策である。とりわけ、ベア・スターンズと異なり、A I Gはオペの相手方でもない<sup>25</sup>。これまで一般論として、保険会社は銀行や証券会社のように資金・証券の決済を業とするものではなく、また、基本的にはその経営破綻が金融システム全体を危機に陥れるリスク（いわゆるシステムミック・リスク）を惹起することは考えにくいとされていた。このため、従来は、中央銀行の預金取引およびオペの相手方ではなく、中央銀行の流動性支援の対象とは想定されてこなかった。しかし、近年、銀行や証券会社以外の広義金融機関が金融システム上に果たす役割が非常に大きくなってきた。こうした中、F E Dおよび米財務省は、A I Gへの支援に際して、当時の金融資本市場の状況や、同社がクレジット・デリバティブなど他の市場参加者のリスク管理にとって重要な取引市場で中心的な役割を果たしていたこと、同社のバランスシートの規模や内容を勘案すると、無秩序な破綻に至った場合、世界的な金融システムの安定や米国経済を危険に晒すことになるかと判断した旨を説明している。

### 3. 主要中央銀行の政策運営に共通する特徴点

#### （1）金利引き下げと市場機能維持のバランスの確保

既にみたように主要中央銀行は軒並み、歴史的な低水準まで政策金利を引き下げているが、これまでのところ政策金利を完全にゼロ%までは引き下げない。その理由として、多くの中央銀行は、非常に低い金利水準あるいはゼロ金利とした場合、短期金融市場の取引量が減少し、市場機能が低下するといった副作用が生じることを指摘している<sup>26,27</sup>。これに加え、B O Eは、既に預金金

---

<sup>25</sup> ただし、中央銀行が預金取引先やオペ先以外に流動性支援を行う例が過去にない訳ではない。わが国においても、バブル崩壊後の局面で、日本銀行の取引先・オペ先ではない信用組合の経営破綻に際して特融が発動された例がある。

<sup>26</sup> F E Dは、2008年12月のF O M Cの議事要旨において、超低金利の副作用として「一部の金融市場や金融機関の機能の観点からコストを生む可能性」に言及している。また、トリシェE C B総裁は、2009年3月の政策理事会後の記者会見質疑応答において、「ゼロ金利には多くの欠点があると考えている」と述べている。

<sup>27</sup> E C Bは、リーマン・ブラザーズの破綻後の金融市場の緊張が高まった昨年10月に、短期市場金利を政策金利のより近傍に誘導するために、貸出・預金ファシリティの適用金利

利の引き下げ余地は限られているので、さらなる金利の引き下げは金融機関の貸出利鞘を縮小させることとなり、貸出能力を低下させるので経済に悪影響を及ぼすとの懸念を表明している。

この間、各中央銀行は金融市場の安定確保のために資金供給を拡大しており、特に2008年秋以降、中央銀行のバランスシートないしリザーブの拡大が顕著となっている（図表17）。このように資金供給を拡大するもとの、短期金利に対するコントロール力を確保しゼロ金利を回避するためには、金融調節上、特別の工夫が必要となる。実際、日本の量的緩和政策時の経験では、所要準備額や決済需要を大幅に上回る資金供給が行われると短期市場金利はゼロ%近くまで低下する。今次局面で各国・地域とも金利がゼロ%とならないのは、**2.** でみたような預金ファシリティ、超過準備等付利、および中央銀行による債務証券の発行などの資金吸収手段が活用されているためである。具体的には、預金ファシリティがある場合には<sup>28</sup>、金融機関が余資を同ファシリティの適用金利以下で資金放出する誘因をなくすので市場金利がゼロ%まで低下しない一方、必要であればいつでも同ファシリティからリザーブに資金を移し替えて利用できるという安心感が確保される。また、長めのタームによる資金供給と短期の資金吸収が併用されている場合にも、リザーブの増加を抑制することができるため、市場金利がゼロ%まで低下することを避けることが可能となる一方、仮に金融機関に資金ニーズが生じれば中央銀行による資金吸収のロールに依らないことを選択できるので、やはり流動性に関する安心感は醸成される。このようにして、各中央銀行はレートコントロールと、潤沢な流動性供給による市場参加者の安心感の確保を両立させている。

## （2）非伝統的金融政策の採用

上記の金融調節手段および買入れ対象資産拡大策の一部は、しばしば「非伝統的金融政策」と呼ばれている。今回のような金融危機の局面では、金融市場や金融機関の信用仲介機能の低下により、短期金利のコントロールを出発点とする伝統的な金融政策の波及経路の有効性が制約されることとなる。このため、

---

と政策金利のスプレッドを時限的に±100bps から±50bps としたが、同ファシリティの利用に過度に依存することのないようインターバンク市場の取引を活性化させる観点から、昨年12月に元の水準に戻した。また、その後、本年5月に政策金利を1%に引き下げた際には、預金ファシリティの金利がゼロとなることを避け、貸出・預金ファシリティの適用金利と政策金利のスプレッドを±75bps とした。

<sup>28</sup> 日本銀行やFEDのように、預金ファシリティではなく、超過準備等に付利が行われる場合でも以下の議論は同様に妥当する。

多くの中央銀行は、通常の波及経路を改善したり、別の経路を活用するための新たな政策を実施した。非伝統的金融政策に、国際的あるいは学術的に確立された定義はないが、敢えて単純化すれば2つの類型に整理することができる。第一は、中央銀行の資産サイドに着目し、社債やCPといった民間債券の購入など、中央銀行が従来より踏み込んで各種のリスクをとることに主眼を置く政策であり、「信用緩和 (Credit easing)」と呼ばれるものである。第二は、中央銀行の負債サイドに着目し、経済に流通する通貨の供給量を増やすことに主眼を置く政策であり、「量的緩和 (Quantitative easing)」と呼ばれるものである。

FEDのバーナンキ議長は、FEDが行う流動性供給の拡充策および前述の買入れ対象資産拡大の第一の類型、第二の類型の施策を合わせて「信用緩和政策」と総称している。日本銀行でも、政策金利の引き下げと潤沢な流動性供給を通じた金融市場の安定確保以外に、信用緩和的な施策として、CP・社債の買入れなどの市場の機能回復を図るための措置や、適格担保の拡大や企業金融支援特別オペなどの銀行等の信用仲介機能強化を図るための措置を講じている。ECBも自らの施策について「信用支援拡充策」との性格付けを行っている。これに対して、BOEは長期国債を中心とする資産の買入れにより通貨の供給量を増やす政策を「量的緩和政策」と呼んでいる。もっとも、BOEにおいても、買入れの対象に国債のほか社債・CPを含めている趣旨をこれらの市場の流動性の低下に対処するためとしており、信用緩和的な側面もある旨を説明している<sup>29</sup>。

また、非伝統的金融政策は、伝統的金融政策の手段が国・地域により異なることを反映し、ある国では非伝統的金融政策と位置付けられる手段が、他国では伝統的金融政策となること、また、非伝統的金融政策の中の類型化についても、各中央銀行の政策意図によって異なる場合があることに注意が必要である。

例えば、長期国債の買入れを行っている日本銀行、FED、BOEは、財政ファイナンス支援を目的としたものではない点で共通しつつも<sup>30</sup>、買入れの目的

---

<sup>29</sup> BOEが量的緩和政策を解説したパンフレット（“Quantitative easing explained”）では、同行の購入対象には国債と民間債の2種類があり、前者は経済に流通する通貨量を速やかに増加させることを狙いとする一方、後者は企業金融環境を改善し企業の資金調達コストを引き下げることが目的としていると説明している。

<sup>30</sup> 日本銀行では「長期国債の買入れを財政ファイナンスのために増額したり、そのように市場で受け止められずると、金融政策運営に対する信認が損なわれ、長期金利は却って上昇し、国債の発行環境が悪化する」との見方を明らかにしている（例えば、2009年4月30日総裁記者会見）。同様に、FEDも「連邦準備制度が政府債務のマネタイゼーションを行うことは決してない」旨明言している（2009年6月3日バーナンキ議長議会証言）。

や性格付けは三者三様である。すなわち、FEDとBOEは非伝統的金融政策として実施しており、その目的を、FEDは民間の信用状況を緩和する「信用緩和政策」のため、BOEはマネーを経済に供給する「量的緩和政策」のためと説明している。これに対し、日本銀行の長期国債買入れは円滑な金融市場調節を目的に従来から行っているものであり、その意味で非伝統的金融政策に分類されるものではない。

別の例として、BOEもそれ以外の主要中央銀行も潤沢な資金供給の結果、リザーブあるいはバランスシートが拡大していることは共通しているが、その点をもってBOE以外の中央銀行の政策を「量的緩和政策」と位置付けることは必ずしも適切とは言えない。例えば、前述のように「信用緩和政策」を標榜しているFEDでは、バーナンキ議長が、「1ドルの長期債券の買取りと、1ドルの銀行への貸出と、1ドルのCP市場への資金供与はそれぞれ効果が異なるものであり、FEDの政策スタンスをひとつの数字に集約することは容易でない」旨述べている<sup>31</sup>。また、ECBや日本銀行を含む他の多くの中央銀行も、特定の単一指標で政策スタンスを表すのではなく、政策手段ごとに導入や拡充の意図を説明している。こうした考え方のもとでは、中央銀行の資産サイドの項目である多様なオペや資産買入れの各手段をどのように組み合わせて金融環境の緩和を図るかが重要であり、それらを単純に足し上げたバランスシートの「量」の大きさや拡大ペースは、政策の緩和度を表すものとならない。

これに対し、「量的緩和政策」を掲げているBOEでは、毎回の金融政策委員会で、資産買取りファシリティの総額を決定することとしている。買取りファシリティの額は、所要準備額と合算されてBOEのリザーブ量を規定するものであり、量的緩和政策時の日本銀行が日銀当座預金残高という中央銀行の負債サイド項目の量を毎回の金融政策決定会合で決定していたことと類似している。

### (3) 非伝統的金融政策の問題点への対応

今次危機の局面で中央銀行の採ってきた施策には、個別企業に関する信用リスクや金利変動などの市場リスクを伴う措置が多く含まれている。典型的には、非伝統的金融政策の多くの措置や個別金融機関への流動性支援がこれに該当するほか、伝統的金融政策の範囲に属する場合でも適格担保の要件緩和などによって通常以上のリスク負担が生じることがある。各中央銀行は、それぞれの金融経済情勢に照らし、こうした施策が行われなかった場合に流動性が枯渇した

---

<sup>31</sup> 2009年1月13日講演。

り、決済・信用仲介機能が毀損されることの国民経済的なコストとの兼ね合いで、どこまでリスクを負うべきかの難しい判断を行ってきたものと考えられる。

これらの措置は、損失の発生により納税者に負担を生じさせる可能性が相対的に高く、また、ミクロ的な資源配分への関与が強まるという2つの点で財政政策の領域に近いという性格を有する。むろん、通常時に行う業務についても程度の差こそあれリスクを伴うものであり、危機時の対応と連続的な側面を有している。しかし、財政政策の領域により近い施策に踏み込むに当たり、各中央銀行は、それぞれの国・地域の問題状況や財政当局との関係など、経済・社会的な環境を踏まえつつ、以下のような対応を採っている。

第一に、民間の信用リスクをとる場合でも、取引の相手方や買入れる金融資産を比較的信用度の高いものに限定するなど適切なリスク管理に努めている。また、リスクが通常より高い資産の買入れや個別金融機関への流動性支援に当たり、損失が発生した場合について予め政府や民間主体との間での負担の分担を定めておく事例が多い。例えば、FEDのABSの買入れ(TALF)は、損失の一定割合をまず政府が負担する仕組みとなっている。また、ベア・スターンズ、AIG向けの流動性支援について、民間主体との損失分担が定められたうえで<sup>32</sup>、FEDの損失が生じた場合について財務長官からNY連銀総裁宛てに「当該与信から生じるいかなる損失も、国庫に連銀が納付する収益を減少させる支出として取り扱われることを承知している」との書簡が出されており、FEDの財務の健全性の毀損を招かないように一定の配慮がなされている。BOEの資産買取りファシリティは、損失が出た場合には政府により全額補償される取決めとなっている。日本銀行の場合、企業金融に係る金融商品の買入れについて、「日本銀行の決算において、損失が生じた場合の処理や自己資本の確保を適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく」との方針を明らかにしており、政府も金融政策決定会合の席上、リスクが顕現化した際には、決算上の対策の中で、日本銀行と協議のうえ対応する考えを表明している<sup>33</sup>。

第二に、ミクロ的な資源配分への関与が強まることへの対応である。一般に、所得や資源の再配分は財政政策の役割である一方、金融政策はそうしたミクロ

---

<sup>32</sup> 図表16にあるFEDのベア・スターンズ、AIG向けの流動性支援のうち、両社の資産等を買取る受け皿会社への貸出に関しては、各受け皿会社においてFEDの貸出に劣後する債権をJPモルガンチェース、AIGがそれぞれ保有しているため、受け皿会社を買取った資産から生じる損失がその範囲内に収まればFEDの損失は生じない。

<sup>33</sup> 日本銀行政策委員会金融政策決定会合議事要旨（2009年1月21、22日開催分）。

的な資源配分に対してできるだけ中立性を保つべきであるとの考え方が広く共有されている。いくつかの中央銀行は、こうした考え方について、実際の施策に即した形でより具体的な方針を表明している。F E Dは上記の財務省との共同声明の中で、「F E Dの施策は幅広く金融・信用環境を改善する目的で行われるべきであり、狭い範囲のセクターや借り手に信用を割り当てることを目指すべきではない」旨を明らかにしている。カナダ銀行も、これと同様の見方を示したうえで「買入れの対象となる市場は可能な限り広く設定され、買入れの実務も入札など中立性を維持した方法で行われるべきである」としている。日本銀行においても、C P・社債等の買入れが個別企業への恣意的な資金配分とならないよう、①発行体からの直接買入れではなく金融機関等を通じた買入れとすることや、②入札方式による買入れとすることなど、適切な買入れ方式を採用する考えを表明している。

第三に、実施金額や期限を限定したり、最低入札レートを適切に設定することにより、市場機能の回復に応じて自動的にニーズが低下する仕組みを設けるなど、施策が必要な期間に適切な規模で実施されることを担保するための工夫を行う先が多くみられている。例えば、F E Dは、C P等の買入れに際して、市場機能が低下しておりプレミアムが高い時には中央銀行の買入れに応じる方が有利だが、市場機能が回復してプレミアムが平時の水準に戻れば市場で売却した方が有利となる水準に買入れレートの市場金利対比のスプレッドを設定することによって、市場の回復に応じて買入れ額が自動的に減少する仕組みを採用している。同様の措置は、日本銀行を含め他の中央銀行でも、資金供給や資産買入れのレート水準、手数料などを適切に設定することによって行われている。

#### (4) コミュニケーション戦略の充実

今次危機への対応にあたり、政策運営の考え方を国民や市場に的確に説明することの重要性が従来以上に増しており、主要中央銀行は、以下の2つの方向で政策の透明性向上に向けたコミュニケーション戦略上の取り組みを充実させている。

第一に、危機対応の政策は異例かつ多岐に亘ることを背景に、各中央銀行は政策の考え方や内容に関してより肌理細かな情報発信を行うようになっている。主たる政策スタンスを政策金利により代表させることができる平時とは異なり、上述のとおり、非伝統的金融政策のもとでの政策運営は、多様な手段を組み合わせ実施していることなどから複合的な性格を有するとともに、外形的な政

策の実施状況からだけでは、その意義を的確に把握することが難しい。

具体的には、各主要中央銀行は、国会での説明、記者会見、スピーチといった様々な機会を捉えて今次危機局面における対応を詳細に説明している。また、ウェブサイトにて危機対応を取りまとめたセクションを設けたり、定期的なレポートを刊行する先が増えている<sup>34</sup>。

第二に、中央銀行が経済・物価見通しについて、通常1～2年とされる金融政策の波及のラグの範囲内だけでなく、それを超えた長めの期間に関する説明を重視する傾向を強めていることも、近年の特徴である。

その背景として、ひとつには、危機による経済への負の影響が大きく、また金融政策の波及経路の有効性が制限される中で、通常のラグの範囲内では、経済・物価が望ましい姿に復帰することが難しくなっていることが挙げられる。こうしたもとの、例えばFEDは、本年2月から、先行き3年間の見通しに加え、経済成長率や物価上昇率等について、中長期的に収斂すると予想される数値の公表を開始しており、その実現に5～6年を要するとしている。また、日本銀行においては、金融政策決定会合の公表文等で「やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる」と見通し期間を超えた先行きに関する言及を行っている。さらに、インフレーション・ターゲティングを採用しているBOEにおいても、中期的に物価上昇率がターゲットである2%を下回る可能性が高いことを認めた上で、より長い目でみてターゲットを達成する考えを表明している。

ふたつめとして、今回みられたような金融経済の不均衡の蓄積とその崩壊による経済・物価の不安定化を防止するためには、より長期的な視点を踏まえた金融政策運営が大切であるとの見方が強まっていることが挙げられる。中央銀行が長期のリスクに目を配ることなく、先行き1～2年程度の物価上昇率だけに着目した政策運営を行うと、却って長い目でみた経済・物価の安定を損なうことになりかねない。こうした認識は、例えば、ビーンBOE副総裁が、「十分長い時間的視野でインフレ率と産出量を安定化させることを目指す中央銀行は、

---

<sup>34</sup> 日本銀行、FED、BOEの今次危機下の対応を取りまとめたウェブサイトは、それぞれ下記を参照。

[http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku\\_cfc/index.htm](http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku_cfc/index.htm)

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/assetpurchases.htm>

また、危機対応に関連して刊行された定期的なレポートとしては、FEDの信用・流動性プログラムに関する月次報告書や、BOEが刊行している資産買取りファシリティに関する四半期報告書がある。



資産価格バブルがどのような有害な帰結をもたらすかについて長い目でみた考慮を行う必要がある」旨、講演で述べるなど<sup>35</sup>、インフレーション・ターゲットを採用している中央銀行も含めて、世界的に共有が進んできている。

### （おわりに）

以上みてきたように、今次の金融経済危機に対応し、各中央銀行は、非伝統的とされるような手段も含め様々な政策措置を講じてきた。こうした政策対応もあって、国際金融資本市場や世界経済の状況は一頃に比べ改善の方向にあるが、依然、先行きの不確実性は高い。このため、各中央銀行とも、異例な政策からの脱出（いわゆる出口戦略）について言及しつつも、なお慎重な政策姿勢を変えていない。また、金融面だけでなく、最終需要や物価に対する影響も含め、これまでの政策の効果を検証することも将来の課題として残されている。したがって、この間の中央銀行による政策対応を総合的に評価するには、なお時期尚早である。しかし、現段階でも、これまでの経験を通じて、以下のとおり、中央銀行の業務・政策運営に関するいくつかの重要な特徴が改めて浮き彫りになっている。

第一に、流動性の確保が金融市場・金融システムの安定維持にきわめて重要な役割を果たしていることである。平時において金融政策運営は政策金利の操作とほぼ同義に捉えられている。しかし、今回も含め、これまでの金融危機は、殆どの場合流動性の逼迫から始まってきた。こうした状況に対応するうえでは、必要な量の流動性を必要とする主体にどのように供給し、金融市場を安定化させるかが金融政策の重要な役割のひとつとなるとともに、金融システムの安定化に資する政策（プルーデンス政策）ともなっている。このように、市場に流動性を供給するための金融調節手段（オペ手段）の設計やその枠組みのあり方は、政策金利の設定やその実現と同様に、中央銀行の政策遂行にとって重要なものと位置付けることができる。

第二に、金融政策と金融システム安定化政策が密接に関連していることである。上述したように、危機時に採られた非伝統的金融政策は同時に金融システム安定化策の側面を有している一方、金融システムの安定確保を目的とした施策も、金融政策の波及経路を維持・補強する側面を有している。両政策はともに金融市場および金融機関を通じて経済・物価に作用するものであり、その効

---

<sup>35</sup> 2008年11月22日の講演。また、こうした観点を踏まえ、ギープBOE前副総裁も、「インフレーション・ターゲティングは非常に重要であるが、現在の枠組みは十分ではない」旨、講演で述べている（2009年2月19日）。

果が相互補完的であるだけでなく、一方の政策のために得られた情報や分析を活用することによって、もう一方の政策の有効性を高めることができるという関係にある。

第三に、金融取引の国際化が進む中で、金融市場の安定確保の上で、中央銀行間の連携の重要性が増していることが挙げられる。今次金融経済危機の局面で、中央銀行は様々なレベルにおいて金融市場の状況や金融機関行動に関する密接な情報交換を従来以上に緊密に実施した。また、国際的な連携強化の一環として通貨スワップ協定の締結およびクロスボーダー担保スキームの導入・拡充が行われた。このほか、互いに自国の経験や事例に関する知識を共有した上で、それぞれの国の経済や市場の状況に適合するように金融調節手段の拡充等を図るといったことも大きな成果を挙げている。

第四に、中央銀行の目的である物価や経済の安定を図る際、中長期的な観点が必要であることが改めて確認された。この理由としては、今回の危機の規模が大きく、経済が望ましい姿に復帰するまでに相当の時間を要するとみざるをえないことに加え、こうした事態に至った大きな背景として、金融・経済活動の行き過ぎが長期にわたって蓄積されたことへの反省が挙げられる。このため、多くの中央銀行が、より長めの期間や様々なリスク要因を意識した金融政策運営とコミュニケーション戦略を行うようになっている。加えて、金融システムの持続的な安定性を確保することが、長い目でみた物価・経済の安定にとって欠かすことのできない基盤となることも、今次危機を通じて改めて認識されている。

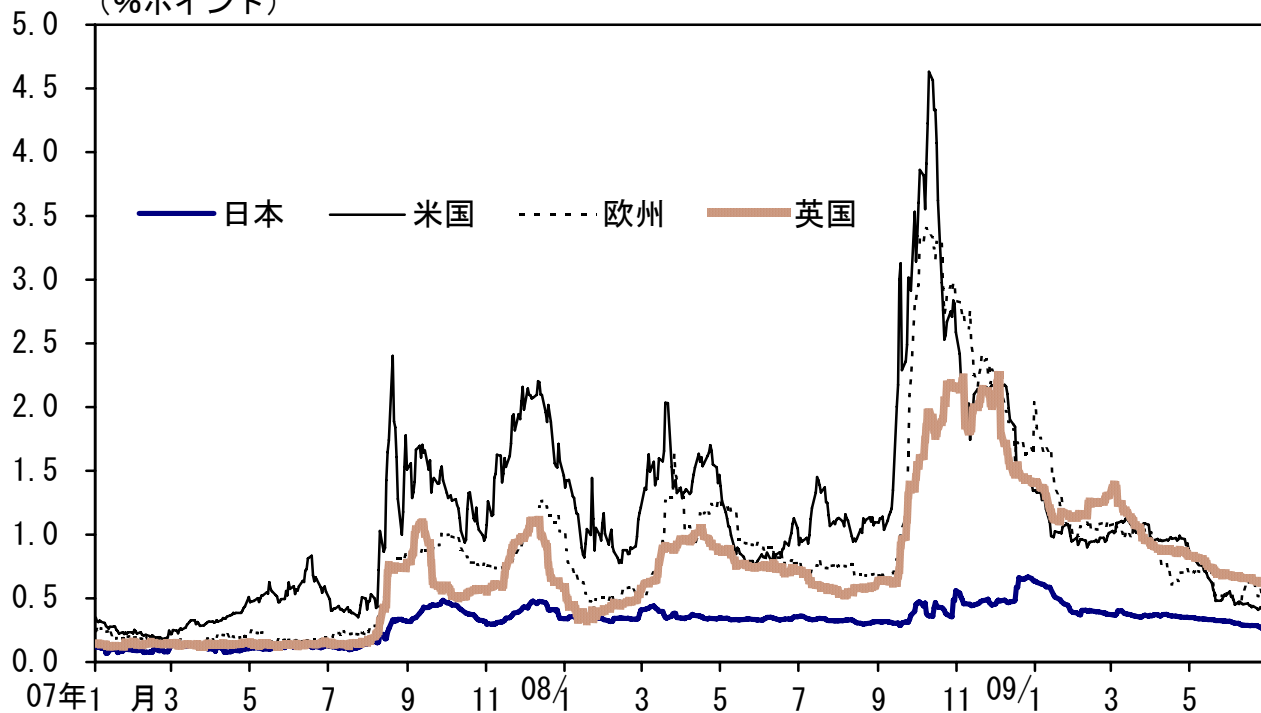
日本銀行としては、上記の諸点も含め、この間に得られた経験を十分に活かしつつ、海外中央銀行との情報交換など連携をさらに深めながら、今後とも適切な政策・業務運営に努めていく方針である。

以 上

(図表 1) 銀行間レートと短期国債レートのスプレッド (3か月物)

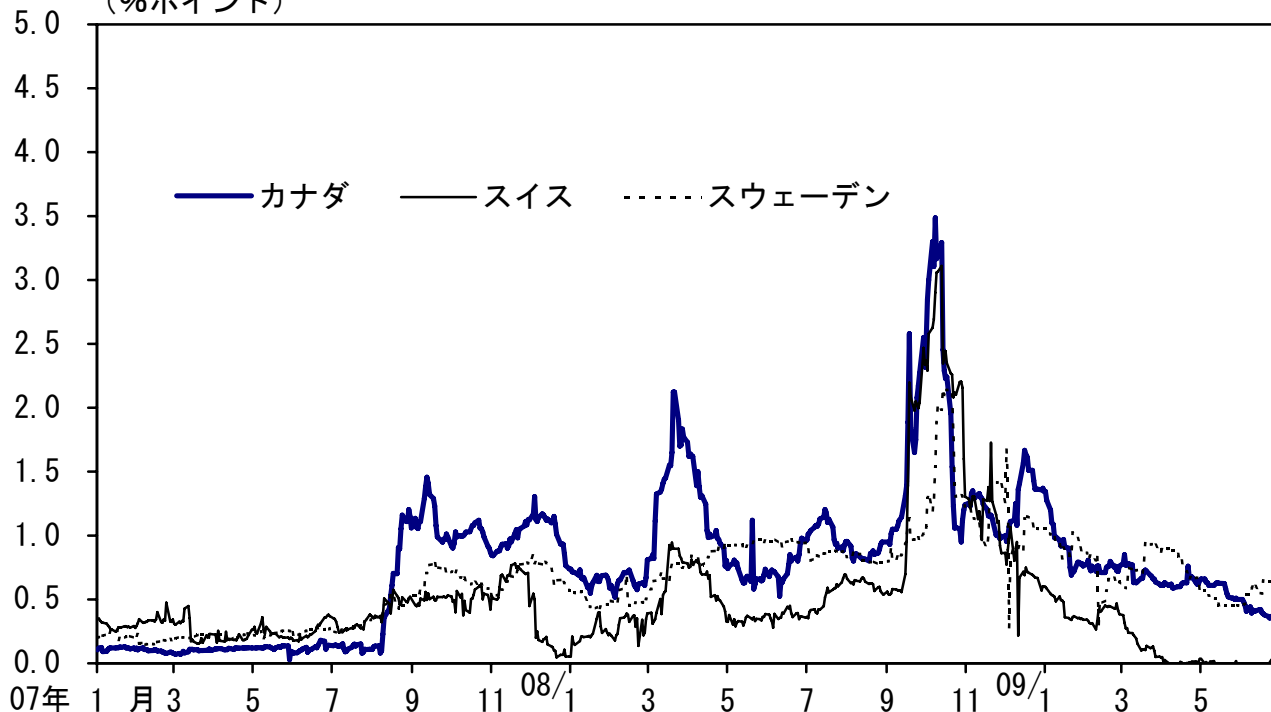
(1) 日本・米国・欧州・英国

(%ポイント)



(2) カナダ・スイス・スウェーデン

(%ポイント)



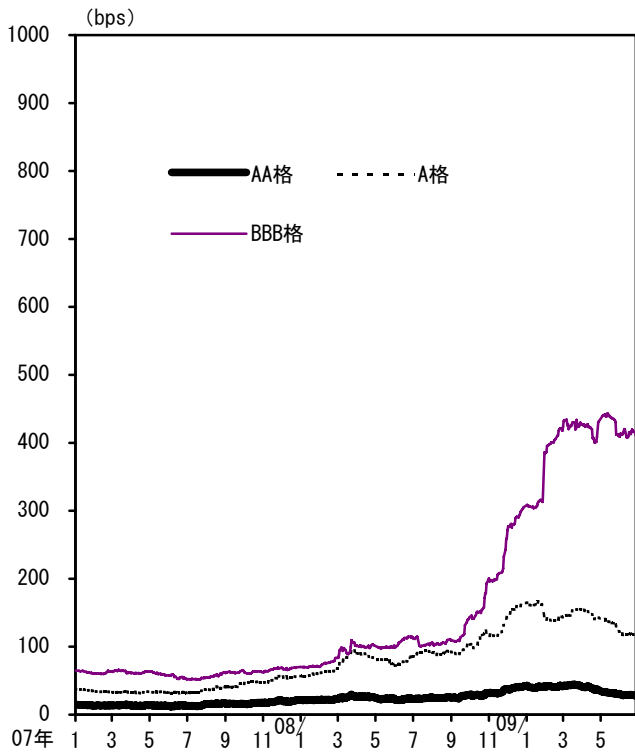
(注) 1. 英国については短期国債レートの代わりにレポレートを、欧州についてはドイツの短期国債レートを使用。

2. 各国の銀行間レートはBritish Bankers' Associationが公表しているLIBOR3か月物のレート。

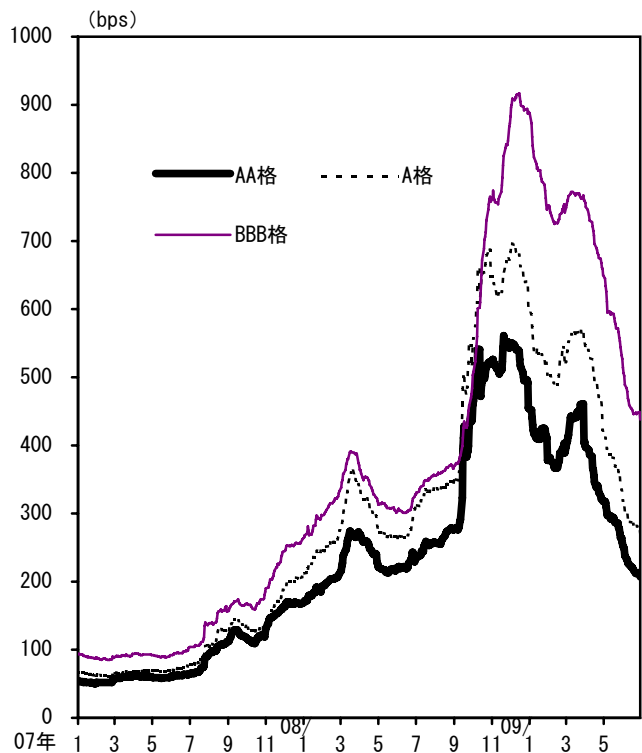
(資料) Bloomberg, British Bankers' Association

(図表2) 社債流通利回りの対国債流通利回りスプレッド

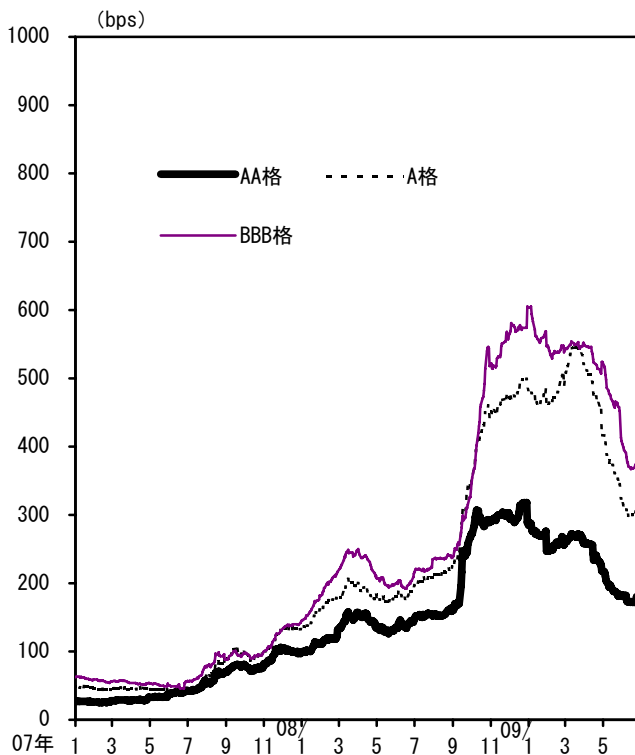
(1) 日本



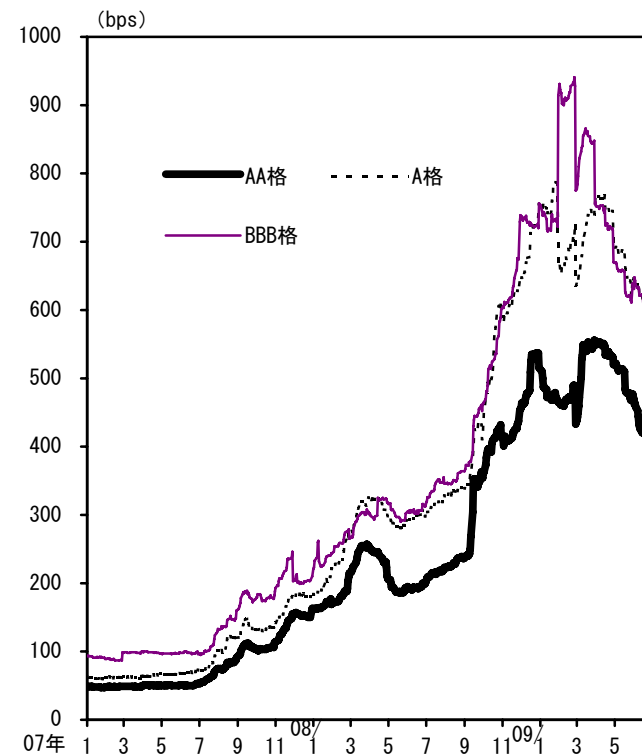
(2) 米国



(3) 欧州



(4) 英国



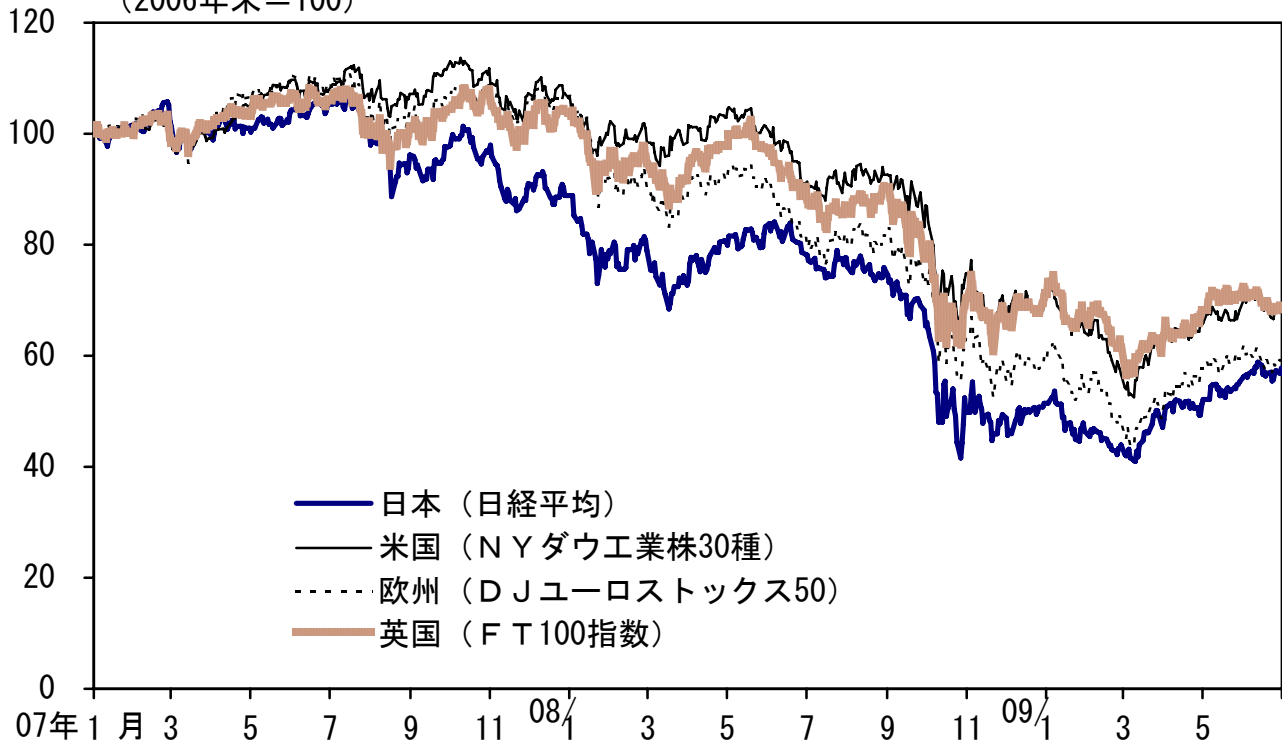
(注) 日本の社債は残存3年以上7年未満、その他の社債は残存3年以上5年未満。

(資料) Bank of America Merrill Lynch、日本証券業協会

(図表3) 株価

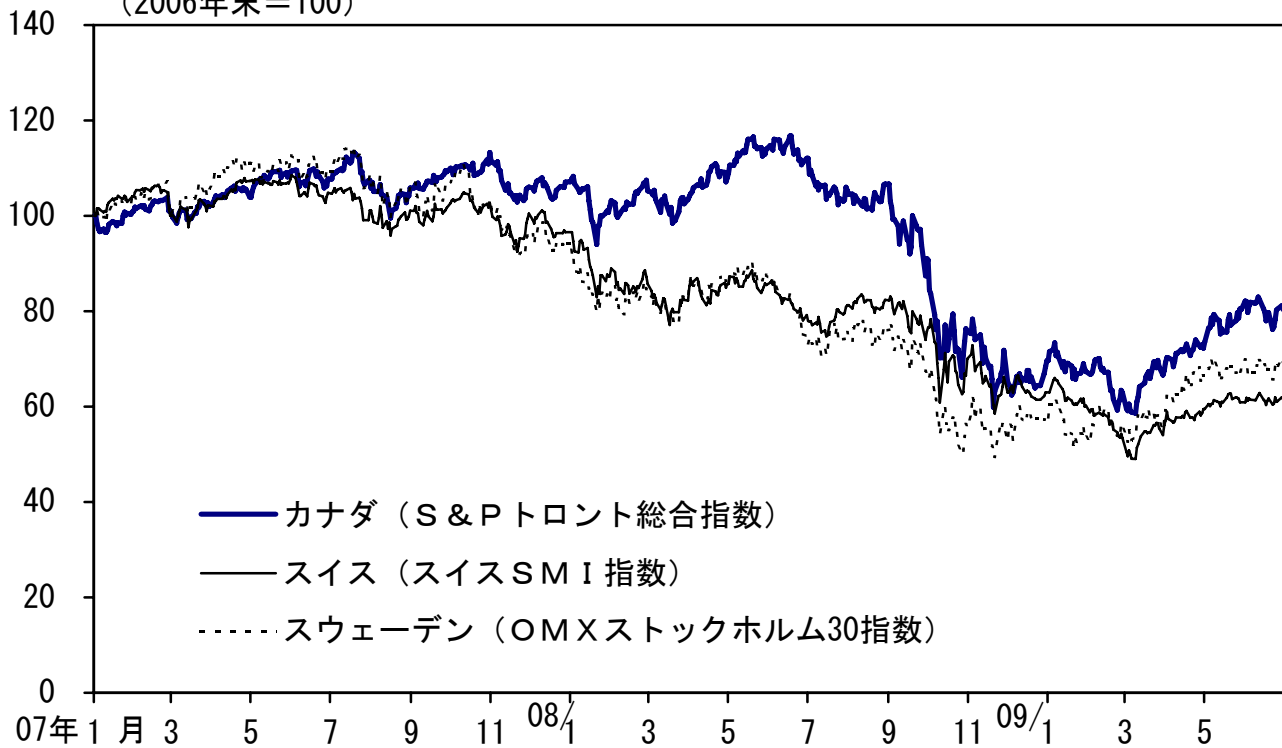
(1) 日本・米国・欧州・英国

(2006年末=100)



(2) カナダ・スイス・スウェーデン

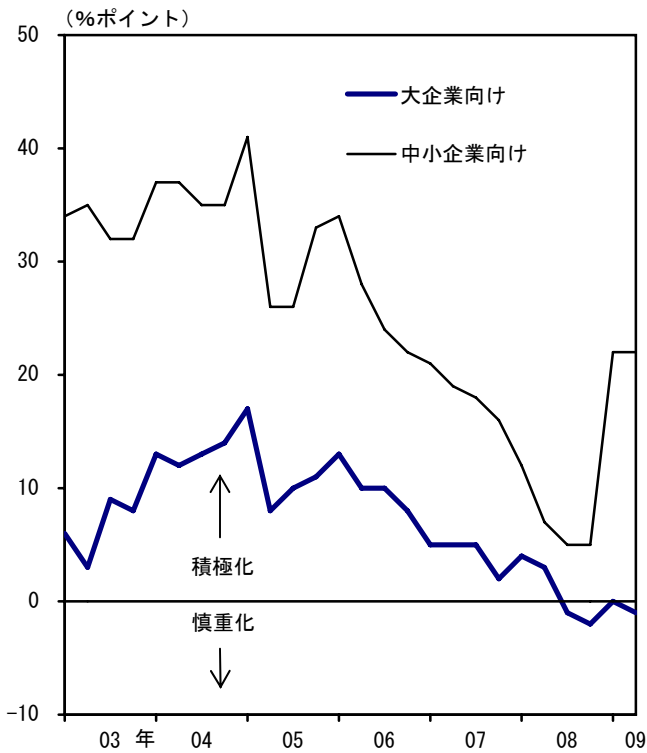
(2006年末=100)



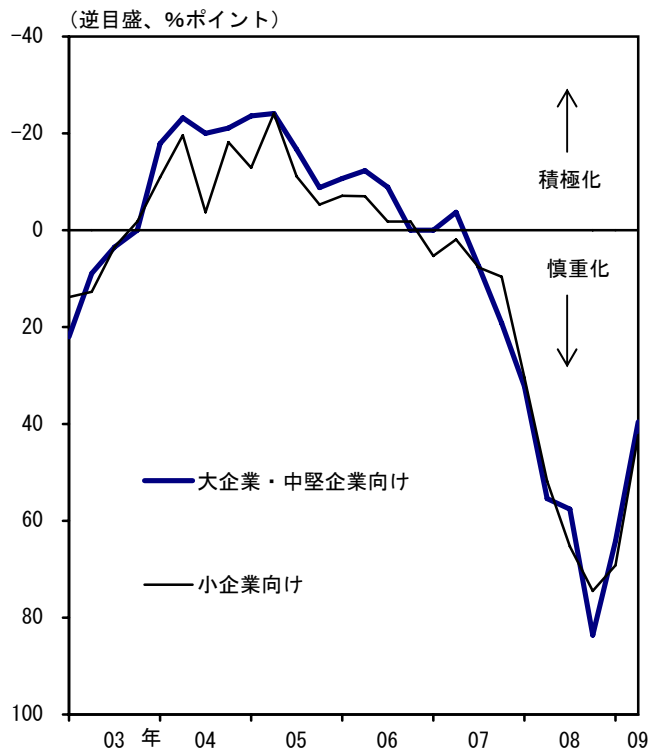
(資料)Bloomberg

(図表4) 貸出態度

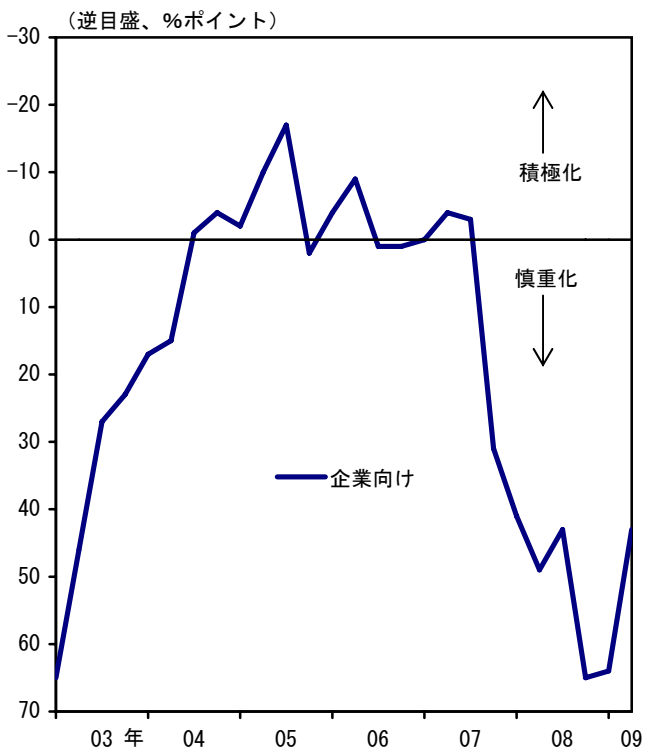
(1) 日本銀行



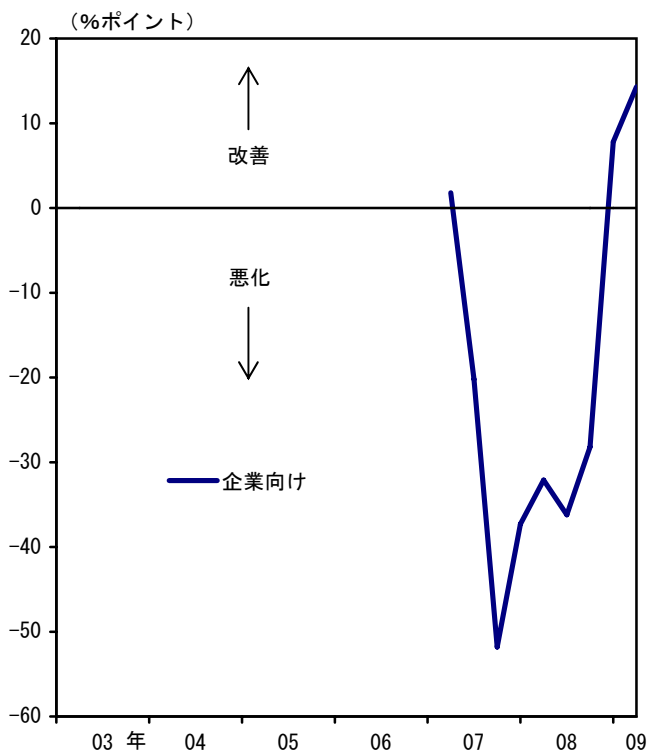
(2) FED



(3) ECB



(4) BOE



(注) BOEは「資金の Availability」について、他は「貸出態度」について、貸し手側に質問したもの。  
(資料) 各国中央銀行

(図表5) 今次危機の局面における主要中央銀行の主な対応(総括表)

		日本銀行	F E D	E C B	B O E	カナダ銀行	スイス国民銀行	リクスバンク
政策金利引下げ		0.50%	5.25%	4.25%	5.75%	4.50%	2.75%	4.75%
(上:直近ピーク、下:09/7月)		0.10%	0-0.25%	1.00%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%
政策の先行きに関する表明			○			○		○
流動性供給拡大策	オペ頻度引上げ	○	○	○	○	○	○	○
	オペ期間長期化(注1)	○	○	○	○	○	○	○
	オペ等適格担保拡大	○	○	○	○	○		○
	債券貸付ファシリティ拡充	○	○		○			
	オペ等相手方拡大	○	○	○	○	○		○
	中銀間通貨スワップ	○	○	○	○	○	○	○
	クロスデフォルト担保拡充	○			○	○		
	スタンディング・ファシリティ拡充	○	○		○			
	資金吸収手段拡充		○	○	○		○	○
B/S拡大(注2)		1.1倍	2.3倍	1.5倍	2.7倍	1.4倍	2.2倍	3.1倍
リザーブ拡大(注2)		1.6倍	76.6倍	1.5倍	6.3倍	120倍(注3)	8.6倍	2.5倍(注3)
買入れ対象資産拡大(注4)		○	○	○	○		○	
個別金融機関等流動性支援			○		○		○	○
政策スタンスの説明		—	信用緩和政策	信用支援拡充策	量的緩和政策	—	—	—

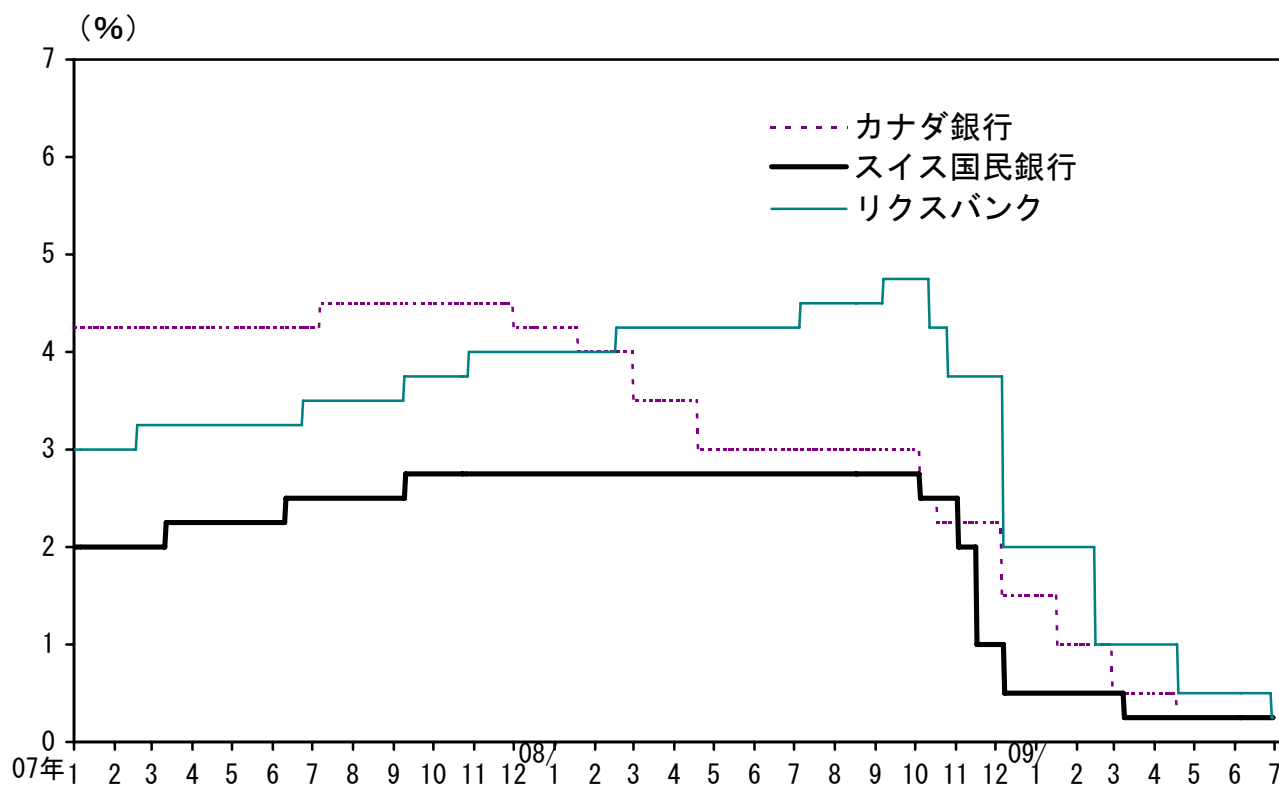
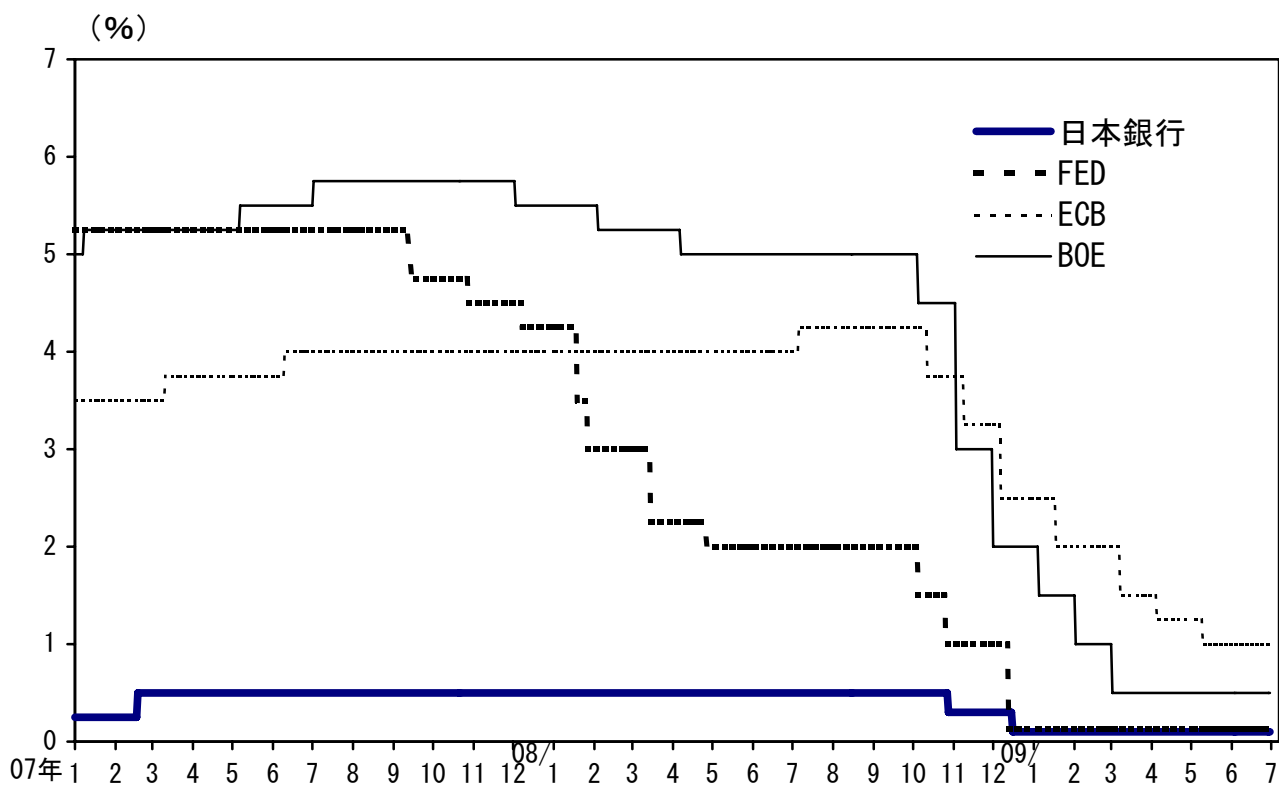
(注1) オペ手段に関する制度変更を伴わないが、長めのオペを駆使して資金供給の長期化を図ったケースも含めて表示。

(注2) 2007年6月との対比でみた、直近計数の倍率。

(注3) カナダ銀行とリクスバンクは危機前後を通じて、リザーブの水準が低いので倍率が極めて不安定(図表17参照)。

(注4) F E Dの各スキームは金融資産を担保とした与信の形態を採っているが、実質的には当該金融資産の買入れに相当。

(図表6) 各国中銀の政策金利



(注) FEDは08年12月16日に政策金利のターゲットレンジを導入しているが、図ではレンジの中心値を用いている。

(資料) 各国中央銀行



## (図表 7) オペ期間の長期化に関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 企業金融支援特別オペの導入：固定金利で民間企業債務の担保範囲内で金額に制限を設けずにターム物資金を供給（08年12月19日、オペ期間：当初1～3か月→3か月物に統一）

### ▼ FED

- 入札型ターム物資金供給(TAF)の導入（07年12月12日、期間：当初28日物→最長84日物まで延長）
- 既存のターム物オペの延長（14日物→28日物）（08年3月7日）

### ▼ ECB

- 長期ターム物リファイナンスング・オペ（LTRO）のオペ期間長期化：通常3か月物→6か月物（08年3月28日）→1年物へと長期化（09年5月7日）、さらに固定金利かつ金額無制限化（08年10月15日）

### ▼ カナダ銀行

- ターム物レポオペを定期的に変更（08年9月25日、オペ期間：当初28日物→最長1年物に長期化）

### ▼ スイス国民銀行

- 長期ターム物オペを実施（07年9月実施：オペ期間3か月、以降、頻繁に通常の1週間を越えるターム物オペを実施）

### ▼ リクスバンク

- 長期ターム物オペを当面定期的に変更（08年10月24日、オペ期間：当初3か月物→最長1年物に長期化）

(注) カッコ内の日付は断りのない限り施策の公表日。当初の措置から期間の延長や内容の拡充措置が採られている場合も、原則として当初の措置の公表日付のみ記載（以下の図表も同じ）。

## (図表 8) オペ等の適格担保拡大に関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 国債現先<sup>ホ</sup>の対象に変動利付債、物価連動債、30年債を追加(08年10月14日)
- ABCPの適格要件緩和(共通担保・CP現先<sup>ホ</sup>の対象として日銀取引先の保証するABCPを適格化)(08年10月14日)
- 民間企業債務の適格要件緩和(A格以上→BBB格以上)(08年12月2日)
- 不動産投資法人の発行する投資法人債等を適格担保化(09年1月22日)
- 政府保証付短期債券(CP)を共通担保・CP現先<sup>ホ</sup>の対象として適格化(09年2月19日)
- 政府に対する証書貸付債権および政府保証付証書貸付債権の適格範囲拡大、地方公共団体に対する証書貸付債権を適格担保化(09年4月7日)

### ▼ FED

- 入札型タム物資金供給(TAF)の導入:全てのスタンディング・ファシリティ向け担保を適格化(07年12月12日)

### ▼ ECB

- ユーロシステムの受入担保<除くABS>について、適格要件緩和(A-格以上→BBB-格以上)のほか、①ユーロエリアで発行された米ドル、英ポンド、日本円建ての市場性資産、②CD等一定の銀行の負債性証券、③一定の保証が付いた劣後債を追加(08年10月15日)

### ▼ BOE

- 臨時実施の3か月物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>の対象として、RMBS、クレジット・カード債権を裏付けとしたABS等を追加(07年12月12日)
- 週次実施で定例化された3か月物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>の対象として、クレジット・カード債権、企業向け貸出を裏付け資産としたABS、商業用モーゲージを裏付け資産としたCMBS・カードボンド等を追加(08年10月3日)
- 3か月物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>、ドル供給<sup>ホ</sup>等の適格担保にとして、政府保証付銀行社債等(08年10月8日)、および特定の外国政府保証スキームに基づく保証付銀行社債等(09年2月3日)を追加

### ▼ カナダ銀行

- タム物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>の対象を地方政府債、政府・地方政府保証債、銀行引受手形等を含むよう拡大(07年12月12日)、スタンディング・ファシリティ適格担保を原則として適格化(08年9月23日)。
- ABCPと米国債をスタンディング・ファシリティの適格担保に追加(07年12月12日)
- 銀行引受手形、約束手形、CP、ABCPを対象とする民間短期金融商品向けタム物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>を導入(08年10月14日)、その後、担保範囲に社債を追加した民間金融商品向けタム物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>に拡充(09年2月23日)
- 非モーゲージ貸付を一時的にスタンディング・ファシリティ担保として適格化(08年10月14日)
- 非モーゲージ貸付を担保とするタム物貸出ファシリティ(TLF)を導入(08年11月12日)。
- タム物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>と民間金融商品向けタム物<sup>ホ</sup>ホ<sup>ホ</sup>担保として社債の適格要件を緩和(A-格以上→BBB以上)(09年3月6日)

### ▼ リクスバンク

- リクスバンクのホ<sup>°</sup>等のカウンターパ<sup>°</sup>ーティやその関連企業が発行する担保付債券、および、銀行等が発行する証券を対象に追加（07年12月13日）
- スタンディング・ファシリティ、ホ<sup>°</sup>の受入担保として長期証券の適格要件緩和（A以上→A-以上）（08年10月8日）
- 従来よりも幅広いCP（A-2格や一部の無格付けのCPを含む）を担保として受け入れる企業金融支援信用供与ファシリティの導入（08年10月29日）

## （図表9）債券貸付ファシリティに関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 国債売現先（国債補完供給）の実施条件緩和（1銘柄につき1先以上<従来：3先以上>からオファーの実施の希望を受けた場合に実施）（08年9月16日）
- 国債補完供給の対象国債に変動利付国債および物価連動国債を追加（09年2月19日）

### ▼ FED

- タム物債券貸出制度（TSLF）の導入：エージエンシー債、RMBS、CMBS、ABS等を担保に国債を貸出す制度（08年3月11日）、担保の対象を全ての投資適格債券に拡大（08年9月14日）
- TOPの導入：TSLFのオプション（08年7月30日）

### ▼ BOE

- 特別流動性供給スキーム（SLS）の導入：モーゲージ関連商品等を担保に国債を貸出す制度（08年4月21日）
- ディスカウント・ウインドウの導入：幅広い適格担保に対して国債（またはBOEの裁量でキャッシュ）を貸出す制度（SLSが臨時制度なのに対して恒久的措置として導入）（08年10月15日）

## (図表 10) オペ等の相手方の拡大に関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 共通担保ホ° (全店貸付)・CP 買現先ホ°・企業金融支援特別ホ° のホ° 先に日本政策投資銀行を追加 (08 年 12 月 19 日)

### ▼ F E D

- 入札型タム物資金供給 (TAF) の導入：預金取扱金融機関を相手方として、入札により決定される金利で資金供給を行う制度 (07 年 12 月 12 日)
- AMLF の導入：MMMF への資金供給 (08 年 9 月 19 日)
- CPFF の導入：CP 発行体への資金供給 (08 年 10 月 7 日)
- MMIFF の導入：MMMF および適格要件を備えたファント° への資金供給 (08 年 10 月 21 日)
- TALF の導入：ABS 等を保有する米国法人への資金供給 (08 年 11 月 25 日)

### ▼ E C B

- ファイン・チューニング°・ホ° の対象先を定例ホ° 先の範囲へと拡大 (08 年 10 月 3 日)
- ホ° 先に欧州投資銀行を追加 (09 年 5 月 7 日)

### ▼ B O E

- タム物資金供給の導入：スタンディング・ファシリティ適用先・準備預金制度適用先を相手方として入札により決定される金利で資金供給を行う制度 (07 年 9 月 19 日)
- CP 買取および国債買取ファシリティ：通常のホ° 先に加え、非銀行金融会社 (金融サービス市場法により認可を受けた先) への資金供給 (CP：09 年 1 月 19 日、国債：3 月 5 日)

### ▼ カナダ銀行

- タム物レボ°・ホ° について大口決済システム (LVTS) の直接参加者を追加 (08 年 10 月 14 日)。
- 民間短期金融商品向けタム物レボ°・ホ° の一時的導入：プライマリー・ディーラーを直接的参加者、その他の短期金融市場参加者を間接的参加者として資金供給を行う制度 (08 年 10 月 14 日)。
- タム物貸出ファシリティ (TLF) の導入：大口決済システムの直接参加者を相手方として資金供給を行う制度 (08 年 11 月 12 日)。
- 民間金融商品向けタム物レボ°・ホ° の導入：短期金融市場・債券市場の大口参加者を相手方として資金供給を行う制度 (09 年 2 月 23 日)

### ▼ リクスバンク

- ファイン・チューニング°・ホ° の対象先の規模に関する要件を一時的に撤廃 (08 年 10 月 2 日)
- 従来、国内で法人登記された大口決済システムの直接参加者のみに限定されていたホ° 先を、同決済システムに参加しないが参加要件を満たす、国内で法人登記された金融機関 (credit institutions) を含むよう拡大 (但し、追加的にオペ先になった先は、売出手形、企業金融支援信用供与ファシリティ及び通常の担保の長期タム物資金供給のみ参加可能) (09 年 4 月 3 日)

(注) E C B は定例ホ° の相手方については特段の制度変更は行っていないが、危機発生以降、ホ° の選定基準を満たす先が大幅に増加していると説明している (脚注 12 参照)。

## (図表 11) 中央銀行間通貨スワップに関する主な措置

- 07年5月16日
  - リクバンクとアイスランド中銀との間で通貨スワップ（5億ユーロ）を締結
- 07年12月12日
  - FEDとECBの間に通貨スワップ（200億ドル）を締結（08年3月11日に300億ドル、同年5月2日に500億ドル、同年7月30日に550億ドル、同年9月18日に1,100億ドル、同年9月26日に1,200億ドル、同年9月29日に2,400億ドルまで増額された後、同年10月14日に金額制限撤廃）
  - FEDとスイス国民銀行の間に通貨スワップ（40億ドル）を締結（08年3月11日に60億ドル、同年5月2日に120億ドル、同年9月18日に270億ドル、同年9月26日に300億ドル、同年9月29日に600億ドルまで増額された後、同年10月13日に金額制限撤廃）
- 08年9月18日
  - 日本銀行とFEDの間に通貨スワップ（600億ドル）を締結（08年9月29日に1,200億ドルまで増額された後、同年10月14日に金額制限撤廃）
  - FEDとBOEの間に通貨スワップ（400億ドル）を締結（08年9月29日に800億ドルまで増額された後、同年10月13日に金額制限撤廃）
  - FEDとカナダ銀行の間に通貨スワップ（100億ドル）を締結（08年9月29日に300億ドルまで増額）
- 08年9月24日
  - FEDはリクバンク、オーストラリア準銀との間でそれぞれ通貨スワップ（各100億ドル）を締結（08年9月29日に各300億ドルまで増額）。
  - FEDはノルウェー中銀、デンマーク中銀との間でそれぞれ通貨スワップ（各50億ドル）を締結（08年9月29日に各150億ドルまで増額）。
- 08年10月15日
  - ECBとスイス国民銀行の間にユーロとスイスフランの通貨スワップを締結。
- 08年10月27日
  - ECBとデンマーク中銀の間に通貨スワップを締結。
- 08年10月28日
  - FEDとニュージーランド準銀の間に通貨スワップ（150億ドル）を締結。
- 08年10月29日
  - FEDはブラジル中銀、メキシコ中銀、韓国銀行およびシンガポール金融管理庁との間でそれぞれ通貨スワップ（各300億ドル）を締結。
- 08年11月7日

- スイス国民銀行とポーランド中銀の間でユーロとスイフランの通貨スワップを締結。

■ 08年12月15日

- リクバンクとスロバキア中銀との間で通貨スワップ（3.75億ユーロ）を締結。

■ 09年1月28日

- スイス国民銀行とハンガリー中銀（MNB）の間でユーロとスイフランの通貨スワップを締結。

■ 09年2月27日

- リクバンクとエストニア中銀の間で通貨スワップ（100億スウェーデン・クローナ）を締結

■ 09年4月6日

- 日本銀行とFEDの間で通貨スワップ（10兆円）を締結
- FEDとECBの間で通貨スワップ（800億ユーロ）を締結
- FEDとBOEの間で通貨スワップ（300億ポンド）を締結
- FEDとスイス国民銀行の間で通貨スワップ（400億スイフラン）を締結

## (図表 12) クロスボーダー担保拡充に関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債を適格担保化（09年5月22日）

### ▼ BOE

- G10 諸国の国債等を適格化（ただし、ユーロリア、米国の国債は危機以前から適格）：ターム物資  
金供給、3 か月物レポホホ、特別流動性供給スキム、ディスカウント・ウィンドウの担保として適格化（最  
初のケースはターム物資金供給の07年9月19日）

### ▼ カナダ銀行

- 米国債を適格化：市場性のある米国債（含むインフレ連動債）をスタンディング・ファシリティの担保とし  
て適格化（08年6月30日実施）

## (図表 13) スタンディング・ファシリティ拡充に関する主な措置

### ▼ 日本銀行

- 補完当座預金制度の導入：超過準備に付利（08年10月31日）

### ▼ FED

- プライマー・ディーラー向け貸出ファシリティ（PDCF）の導入（08年3月16日）
- 貸出ファシリティの期間延長：従来1日→最大30日（07年8月17日）→最大90日（08年3月16日）
- 準備預金付利の導入：所要準備、超過準備に分けて付利（08年10月9日、ただし、08年12月18日以降は所要準備・超過準備とも25bpsで付利）

### ▼ BOE

- スタンディング・ファシリティの制度改正：オペレーショナル・スタンディング・ファシリティと改称したうえで、①貸出・預金ファシリティと政策金利のスプレッドを±100bps→±25bpsに縮小、②従来日次で公表されていた利用実績を翌月にまとめて月中平均として公表するよう改正（08年10月16日）



## (図表 14) 資金吸収手段拡充に関する主な措置

### ▼ FED

- 財務省による補完ファイナンス・プログラム (SFP) の導入：財務省が TB を発行し、その代わり金を NY 連銀の口座に留置することにより資金吸収する暫定的制度 (08 年 9 月 17 日)

### ▼ ECB

- 固定term預金 (FTD) 1 週間物の受入開始：1 週間物の預金のユーロシステム下各中央銀行への預入により資金吸収する制度 (08 年 10 月 15 日)

### ▼ BOE

- 手形売出<sup>6</sup>の導入：BOE が手形 (BOE Bills) を発行 (概ね 1 週間物) して資金を吸収する制度 (08 年 10 月 6 日)

### ▼ スイス国民銀行

- 手形売出<sup>6</sup>の導入：スイス国民銀行が手形 (SNB Bills) を発行して資金を吸収する制度 (08 年 10 月 15 日)

### ▼ リクスバンク

- 資金吸収目的で外貨準備を売却：為替市場への影響を狙った売却ではないことを示すために、外貨準備の売却の意図・背景を事前に説明 (08 年 8 月 27 日)
- 手形売出<sup>6</sup>の導入：リクスバンクが 1 週間物の手形 (Riksbank Certificates) を発行して資金を吸収する制度 (08 年 10 月 10 日)
- 手形売出<sup>6</sup>の対象先拡大：対象先をスウェーデン国内に法人登記された金融機関全体を含むよう拡大 (09 年 4 月 22 日)

## (図表 15) 買入れ対象資産の拡大に関する主な措置

### (1) CP・社債等の民間債務の買入れ

#### ▼ 日本銀行

- CP 買入れ (09 年 1 月 22 日)
- 社債買入れ (09 年 2 月 19 日)

#### ▼ F E D (担保付き与信の形態を採っているが、実質的には買入れに相当)

- AMLF: MMMF から銀行が買入れた ABCP を担保として当該銀行に FED が貸出する制度 (08 年 9 月 19 日)
- CPFF: SPV が CP 発行体から CP・ABCP を買取り。FED が当該 SPV に同保有資産を担保に貸出する制度 (08 年 10 月 7 日)
- MMIF: MMMF ほか適格要件を満たしたファンドから銀行発行の CP、CD を SPV が買取り。FED が当該 SPV に同保有資産を担保に貸出する制度 (08 年 10 月 21 日)
- TALF: オートローン、中小企業向けローン等を裏付け資産とした ABS および CMBS の保有者に当該 ABS 等を担保に FED がノンリコース貸出する制度 (このほか、RMBS を対象に含める予定) (08 年 11 月 25 日)

#### ▼ E C B

- カバードポンド買入れ (09 年 5 月 7 日)

#### ▼ B O E

- CP 買入れ: BOE の完全子会社である資産買取りファシリティが CP を買入れる制度 (09 年 1 月 19 日)
- 社債買入れ: 資産買取りファシリティが社債を買入れる制度 (09 年 3 月 19 日)

#### ▼ スイス国民銀行

- スイスフラン建民間債券の買入れ (09 年 3 月 12 日)

### (2) 国債等の長期債務の買入れ

#### ▼ F E D

- エージエンシー債・エージエンシー MBS の買入れ (08 年 11 月 25 日)
- 長期国債の買入れ (09 年 3 月 18 日)

#### ▼ B O E

- 長期国債の買入れ: 資産買取りファシリティが長期国債を買入れる制度 (09 年 3 月 5 日)

### (3) 金融機関を通じた信用仲介機能の維持・強化を企図した措置

#### ▼ 日本銀行

- 金融機関保有株式の買入れ再開 (09 年 2 月 3 日)
- 金融機関向け劣後特約付貸付の供与 (09 年 3 月 17 日)

### (4) 外貨の買入れ

#### ▼ スイス国民銀行

- 外貨の買入れ (09 年 3 月 12 日)

## (図表 16) 個別金融機関等に関する流動性支援に関する主な措置

### ▼ FED

#### ● ベア・スターズ向け措置

- ▶ ディスカウント・ウインドウ貸出：NY 連銀が JP モルガン・チェースへのディスカウント・ウインドウ貸出（ノンコース、有担保）を実行し、同社を通じてベア・スターズに資金供給（08 年 3 月 14 日実行、3 月 17 日に全額回収）
- ▶ ベア・スターズの資産買取り受け皿会社への貸出：JP モルガン・チェースによるベア・スターズ買収を支援する目的で、ベア・スターズの資産を買取る受け皿会社に NY 連銀が貸出（08 年 3 月 24 日）

#### ● AIG 向け措置

- ▶ クレジット・ラインの供与：AIG の事業売却を支援する目的で NY 連銀が流動性支援を実施（08 年 9 月 16 日）
- ▶ AIG 子会社への貸出（08 年 10 月 8 日）
- ▶ AIG の資産等買取り受け皿会社への貸出：AIG 子会社が保有する RMBS を買取る受け皿会社、および AIG 子会社が引き受けた CDS の参照資産である CDO を買取る受け皿会社に NY 連銀が貸出（08 年 11 月 10 日）
- シティ・グループの資産プールへの貸出：同社が保有するモーゲージ関連資産の分離資産プールに FED がノンコース貸出（08 年 11 月 23 日、貸出は未実行）
- バンク・オブ・アメリカの資産プールへの貸出：同社が保有するモーゲージ関連資産の分離資産プールに FED がノンコース貸出（09 年 1 月 16 日、貸出は未実行）

### ▼ ブンデスバンク

- ヒポ・リアル・エステート向け貸出：同社（ドイツの商業用不動産金融の大手銀行グループ）の支援を目的として民間銀行団が設立した SPV にブンデスバンクが貸出（08 年 9 月 29 日）

### ▼ BOE

- ノーザンロック向け貸出：BOE が同社向け緊急信用ファシリティを設定（07 年 9 月 14 日、08 年 2 月 17 日の一時国有化決定に伴い BOE 貸出は全額回収）

### ▼ スイス国民銀行

- UBS の問題資産の受け皿 SPV への貸出：UBS の問題資産の受け皿として設立される SPV に対してノンコース貸出（08 年 10 月 16 日）。

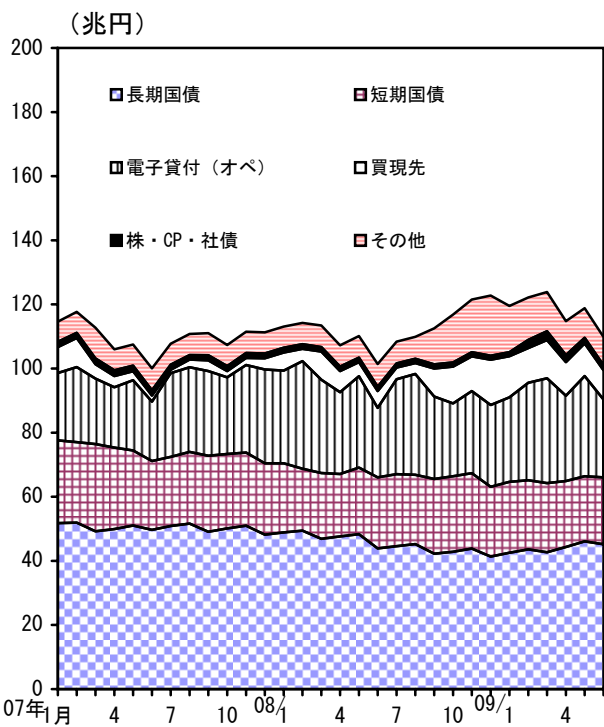
### ▼ リクスバンク

- コープティンク銀行（Kaupthing Bank Sverige AB）向けに流動性特別支援（08 年 10 月 8 日）、後に同行がアラント・ハンセンにより買収され、リクスバンクによる貸出は全額回収（09 年 2 月 16 日）
- カーギー投資銀行向けに流動性特別支援（08 年 10 月 27 日）、後にスウェーデン金融監督当局が同行の銀行免許を剥奪したことに伴い、リクスバンクによる貸出を国が承継（08 年 11 月 10 日）

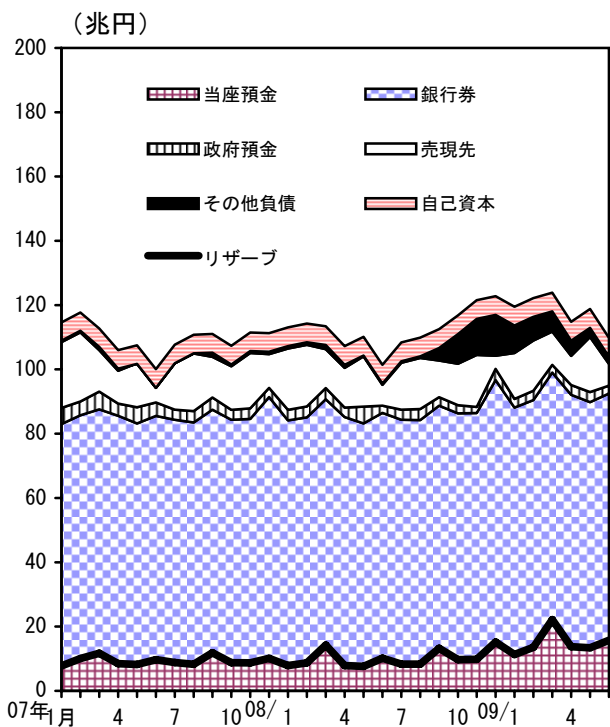
(図表17-1) 各国中銀のバランスシート (1)

(1) 日本銀行

①資産

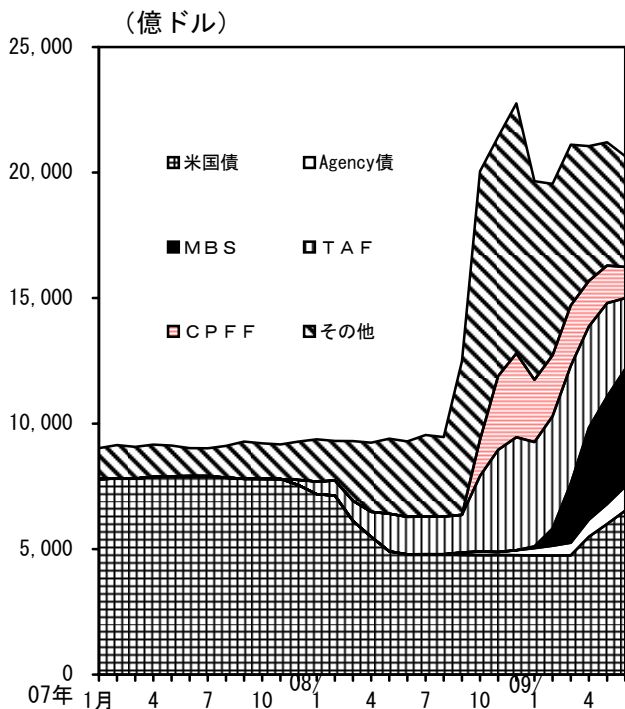


②負債

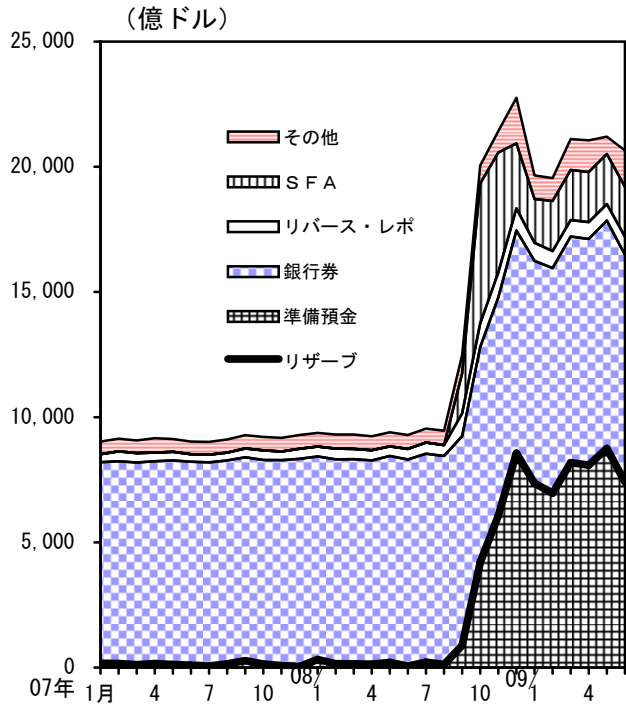


(2) FED

①資産



②負債



(注) 1. 各国のバランスシートの計数は原則、月末に最も近い日のデータ。

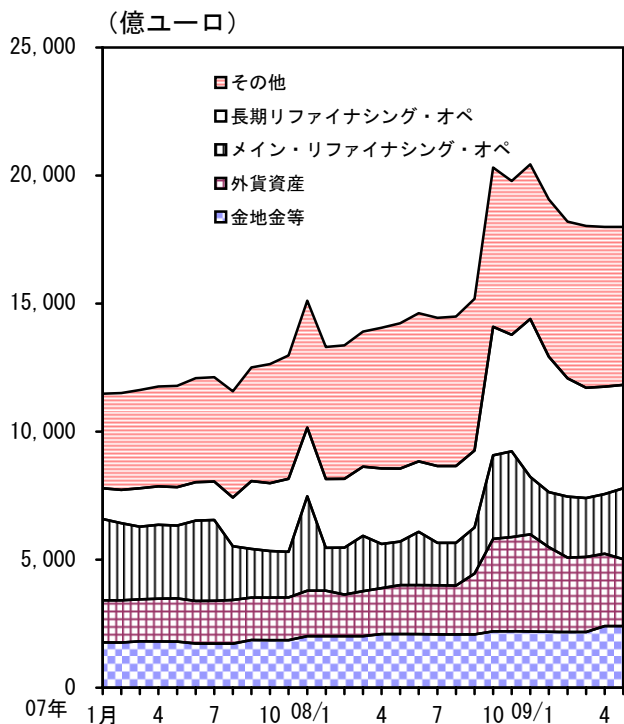
2. FRBのSFAはSupplementary Financing Accountの略。

(資料) 各国中銀

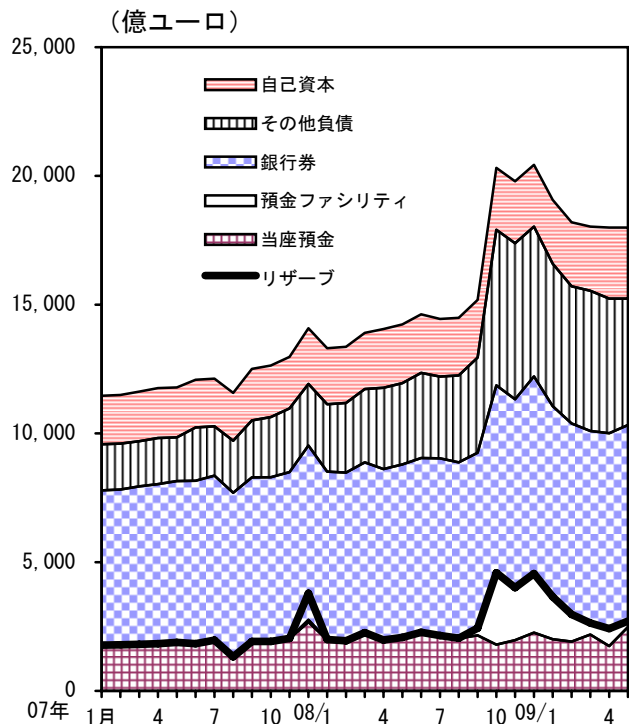
(図表17-2) 各国中銀のバランスシート (2)

(3) ECB

①資産

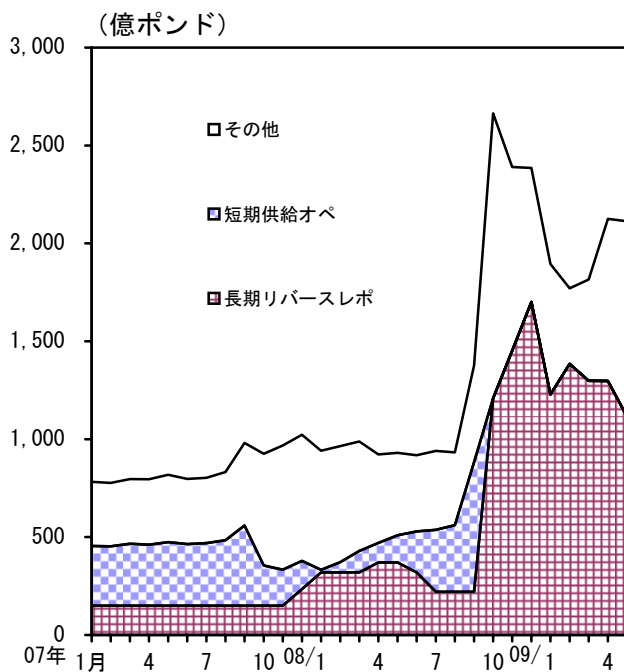


②負債

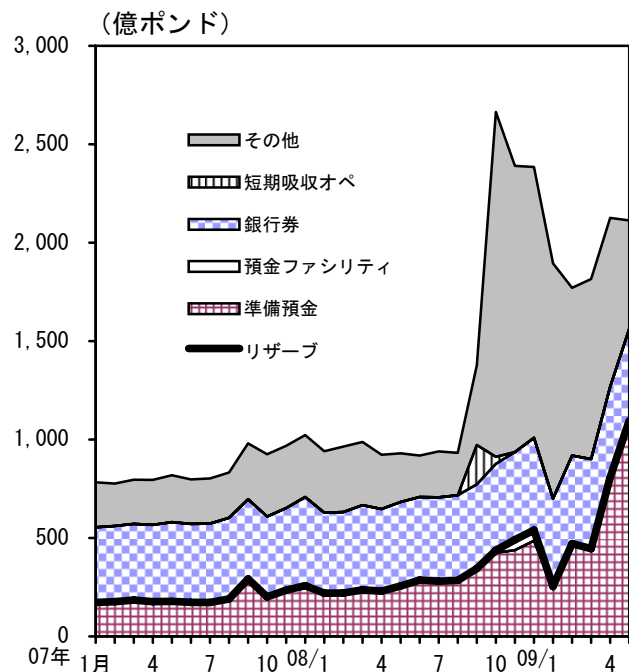


(4) BOE

①資産



②負債



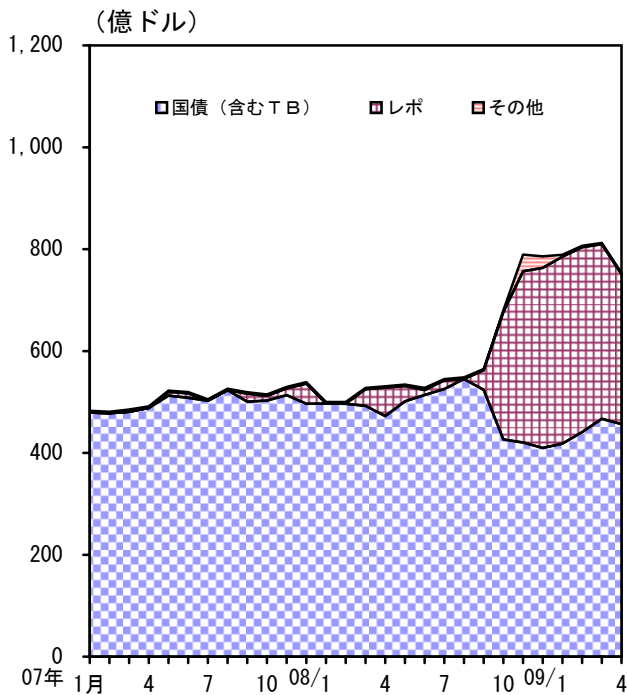
(注) BOEの預金ファシリティの計数はオペレーショナル預金ファシリティを含む。  
なお、オペレーショナル預金ファシリティの計数は積み期の平残。

(資料) 各国中銀

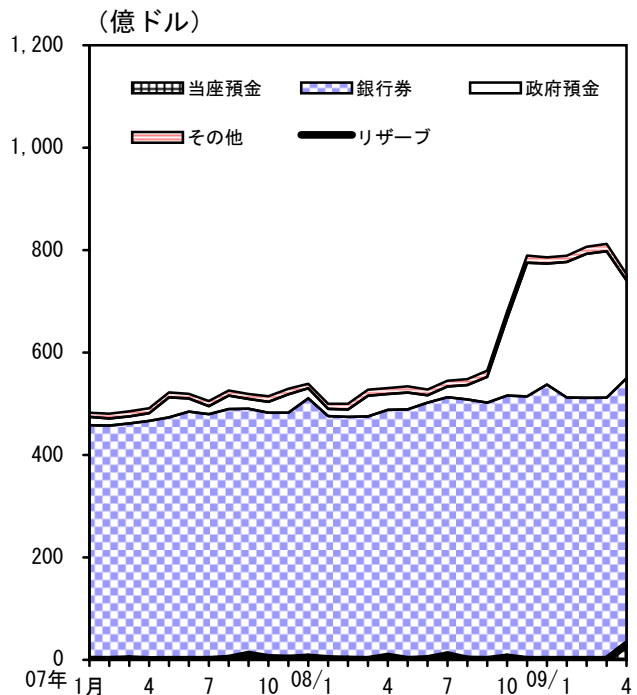
(図表17-3) 各国中銀のバランスシート (3)

(5) カナダ銀行

①資産

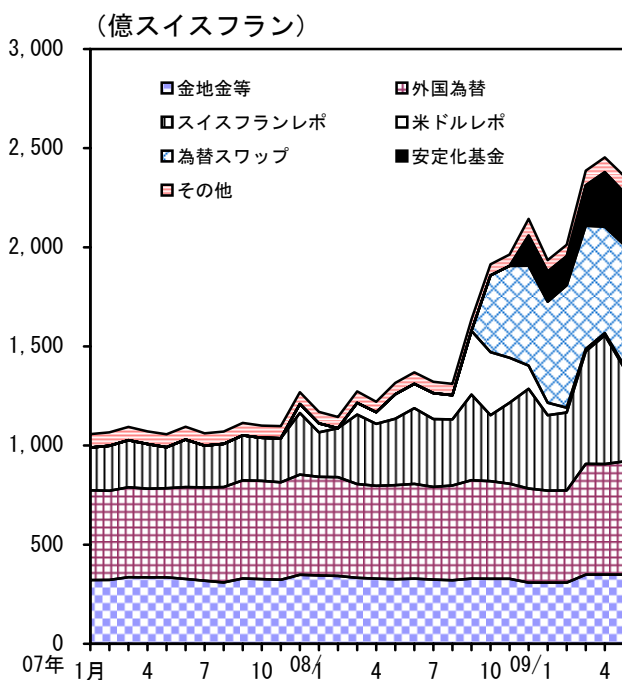


②負債

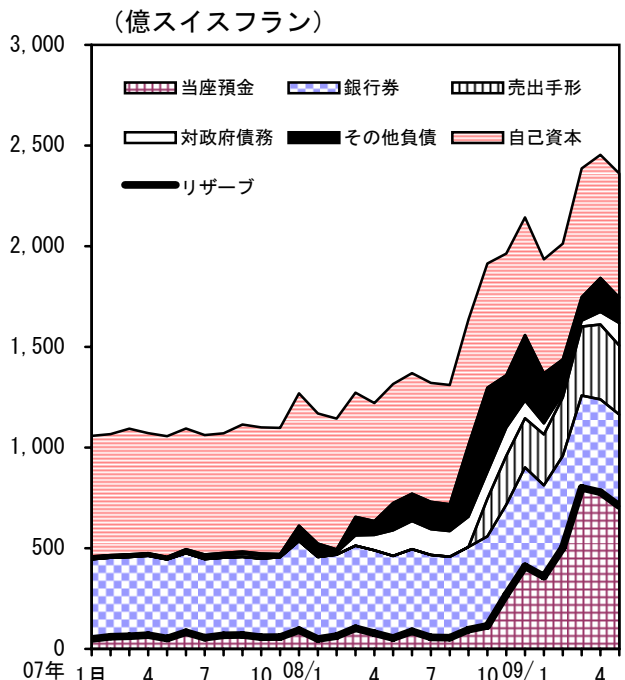


(6) スイス国民銀行

①資産



②負債



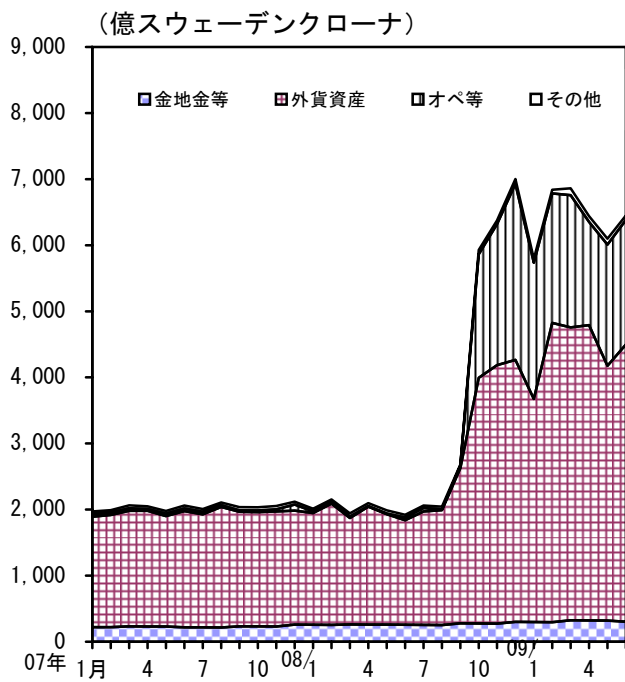
(注) 1. カナダ銀行の当座預金はCanadian payment associationの加入者の預金。  
 2. スイス国民銀行の当座預金は国内銀行と海外機関等（海外の銀行を含む）の当座預金の合計。また、ここでは、リザーブは当座預金と同じとした。

(資料) 各国中銀

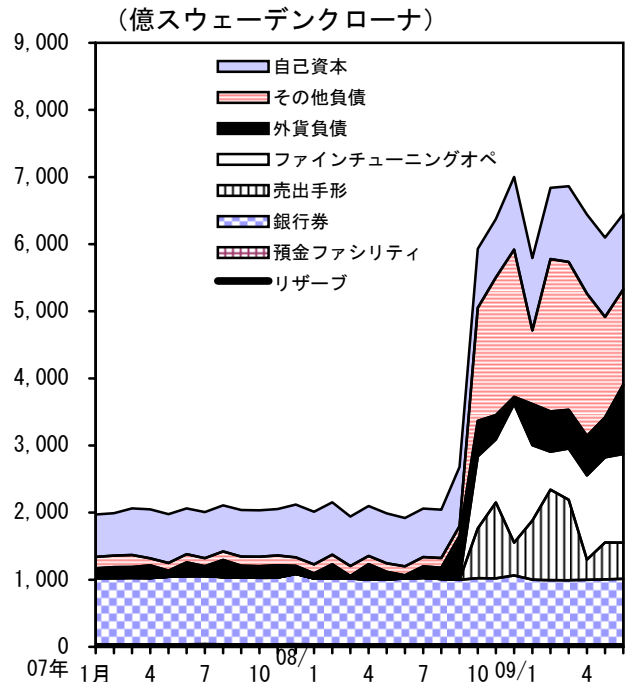
(図表17-4) 各国中銀のバランスシート (4)

(7) リクスバンク

①資産



②負債



(注) リクスバンクの自己資本は引当金、再評価勘定、資本金、準備金を合計したものの。

(資料) 各国中銀

(別 添)

## 今次危機中に海外主要中央銀行が導入した主な資金供給ファシリティ等の解説

### ▽ F E D

#### 入札型ターム物資金供給ファシリティ (Term Auction Facility / TAF)

2007年12月12日公表。スタンディング・ファシリティの適格担保を担保とし、入札により金利が決定される貸出制度。期間は28日物と84日物がある。スタンディング・ファシリティ適用先(預金取扱金融機関)が入札に参加できる。相手方がプライマリー・ディーラー(大手証券会社)に限られていた従来のオペとの対比では、実質的には担保範囲を拡大し、相手方も預金取扱金融機関向けに拡充したオペと解釈できる。

#### ターム物債券貸付ファシリティ (Term Securities Lending Facility / TSLF)

2008年3月11日公表。民間債を含む全ての投資適格証券を担保とし、国債をプライマリー・ディーラーに貸し付ける制度。金利は入札により決定される。期間は28日物。従来の債券貸付制度は国債どうしの交換であり期間は翌日物であったが、担保範囲と期間が拡充された。

#### プライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ (Primary Dealer Credit Facility / PDCF)

2008年3月16日公表。幅広い投資適格証券を担保とし、プライマリー・ディーラーからの要望を受けて資金を貸出す制度。金利はスタンディング・ファシリティの適用金利(公定歩合)と同水準に設定されており、期間は翌日物。従来のスタンディング・ファシリティの相手方が預金取扱金融機関に限られていたのに対し、本ファシリティは実質的にプライマリー・ディーラー向けのスタンディング・ファシリティと解釈できる。

#### ABCP MMMF 流動性ファシリティ (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility / AMLF)

2008年9月19日公表。高格付けのABCPをMMMFから預金取扱金融機関等が買取る資金を、FEDが当該ABCPを担保として貸出す制度。金利はスタンディング・ファシリティの適用金利(公定歩合)。期間はABCPの満期まで(銀行ABCPは120日以内、その他のABCPは270日以内)。担保価額でカバーされる以上に与信先に請求権が及ばないノンリコース型与信であるので、実質的には預金取扱金融機関等を経由したFEDによるMMMFからのABCPの買入れと同等と解釈できる。



#### **CP ファンディング・ファシリティ (Commercial Paper Funding Facility / CPFF)**

2008年10月7日公表。高格付けの3か月物CP・ABCPをその発行体から(プライマリー・ディーラー経由で)特別目的ビークル(SPV)が買取り、FEDがSPVにその保有資産を担保として資金を貸出す制度。SPVが発行体から買取る金利(手数料)は、3か月OISレートに一定のスプレッドを乗せたもの。FEDがSPVに貸出す金利はFFレートの誘導目標金利。実質的にはFEDによる発行体からのCP・ABCPの買入れと同等と解釈できる。

#### **短期金融市場投資家ファンディング・ファシリティ (Money Market Investor Funding Facility / MMIFF)**

2008年10月21日公表。高格付け・残存90日以内の金融機関発行CD・CP等の金融資産を、MMMFほか適格要件を満たしたファンドから特別目的ビークル(SPV)が買取り、SPVの保有資産を担保に買取り額の90%分の資金をFEDが貸出す制度(残りの10%分はSPVがABCPを発行して当該金融資産売却元のファンドから資金調達)。SPVがファンドから買取る価格はMMMF等ファンドの取得価格を期間で調整した価格。FEDがSPVに貸出す金利はスタンディング・ファシリティの適用金利(公定歩合)。実質的にはFEDによるMMMF等ファンドからのCD・CP等の買入れと同等と解釈できる。なお、09年6月時点までに買取り実績はなく、09年10月末までの実施期限を延長しないことが決まっている。

#### **ターム物ABS貸出ファシリティ (Term Asset-Backed Securities Loan Facility / TALF)**

2008年11月25日公表。学生ローン、自動車ローン、クレジット・カード・ローン、政府保証付き中小企業向け貸出等を裏付け資産とする高格付けABSおよびCMBSの保有者に当該ABS等を担保にFEDが資金を貸出す制度。金利は市場金利(長期または短期)に一定のスプレッドを乗せたもの。期間は3年間(一部は5年間)。担保価額でカバーされる以上に与信先に請求権が及ばないノンリコース型与信であるので、FEDにABS等から生じる損失リスクが移転する。ただし、担保掛目が設定されているほか、損失の一定額はまず政府が負担する仕組みのため、FEDの負うリスクはその分軽減されている。

### **▽ E C B**

#### **金額無制限・固定金利の長期リファイナンス・オペ (Long Term Refinancing Operation through a Fixed Tender Procedure with Full Allotment)**

2008年10月15日公表。従来のLTROは、オファー額が示され金利は入札により決定されていたが、これを固定金利(政策金利である主要リファイナンス・オペの金利)で金額を制限しない方式に変更した。期間は通常のLTROは3か月物であったが、最長1年物まで延長(但し、1年物については今後政策金利と異なるレートで資金供給を行う可能性がある)とされている(09年5月7日公表)。

### **カバードボンド買取プログラム (Purchase Program for Covered Bonds)**

2009年6月4日公表。格付基準など一定の要件を満たすカバードボンドを発行市場・流通市場から ECB およびユーロシステム下の各国中央銀行が購入（総額 600 億ユーロ）。カバードボンドは、欧州各国で金融機関が発行する、公共部門向け貸付または不動産貸付を裏付けとする担保付債券。ABS 等と異なり、発行体が担保資産を自らのバランスシート上に残したまま債券を発行する「オンバランスの証券化」である点が特徴。

### **▽BOE**

#### **資産買取ファシリティ (Asset Purchase Facility)**

2009年1月19日公表。一定の要件を満たす国債、CP、社債を BOE の完全子会社であるファシリティが購入。CP は発行市場・流通市場から、国債および社債は流通市場から買入れ。また、国債・CP は通常のオペの相手方のほか金融サービス市場法の認可を受けた金融会社（保険会社、年金ファンド等）からも買入れ。一方、社債は通常のオペの相手方から買入れ。国債・社債は入札で金利（価格）を決定。CP は OIS レートをベースに、格付に応じたスプレッドを上乗せした金利で買入れ。

### **▽カナダ銀行**

#### **ターム物レポ・オペ (Term Purchase and Resale Agreement / Term PRA)**

2007年12月12日公表。通常は季節性の資金変動を均す目的で稀にしか用いないターム物レポ・オペを危機発生後は高頻度で実施。08年7月に市場環境の改善に伴い、いったん実施を終了したが、同年9月に再開、10月以降は週次で実施。期間は当初の28日物から順次長期化され、最長1年物まで延長。担保範囲も順次拡大され、民間債を含むスタンディング・ファシリティの適格担保を全て適格化した。また、オペの相手方も、従来のプライマリー・ディーラー以外に大口決済システム参加者（大手銀行等が含まれる）が加えられた。

#### **ターム物貸出ファシリティ (Term Loan Facility / TLF)**

2008年11月12日公表。非モーゲージ貸出を担保としてカナダ銀行が大口決済システムの参加者を相手方として資金を貸出す制度。期間は1か月物。

#### **民間金融商品向けターム物レポ・オペ (Term PRA for Private Sector Instruments)**

2009年2月23日公表。2008年10月14日に導入した銀行引受手形、約束手形、CP、ABCP を対象証券とするターム物レポ・オペ (Term PRA for Private Sector Money Market Instruments) を、対象証券に社債を追加して衣替え。オペには短期金融市場ないし債券市場の大口参加者がプライマリー・ディーラーを通して参加。期間は1か月ないし3か月。

## ▽スイス国民銀行

### 外貨・民間債券の買入れ措置 (Foreign Currency and Bond Purchases)

2009年3月12日公表。外貨と民間債券（社債、カバードボンド等）の買入れ策を導入。

## ▽リクスバンク

### 企業金融支援信用供与ファシリティ (Programme for SEK Credit with Collateral in Commercial Paper)

2008年10月29日公表。企業金融を支援するために、従来よりも幅広いCP（A-2格や一部の無格付けのCPを含む）を担保として受け入れる信用供与ファシリティを導入。当初、3か月物の固定金利での資金供給であったが、後に3か月、6か月、1年物の変動金利での資金供給に移行した。また、資金供給の相手方については、当初は大口決済システム参加者である通常のオペ先に限られていたが、後に、同決済システムに実際に参加していなくても、その参加要件を満たす金融機関等であれば相手方となれるよう改められた。