

「非伝統的金融政策」の評価 — 「金融市場パネル」の議論に基づく「メッセージ」

議論の趣旨

今回の金融危機が発生してから2年が経過した。この間に、多くの金融市場が次々に危機に巻き込まれるとともに、国際貿易が急減し、雇用情勢も悪化するなど、世界経済は深刻な事態に見舞われた。これに対し、各国の中央銀行は、極めて大量の資金を供給したり、民間企業の債務を買入れたりするといった異例な政策を行ってきた。こうした多様な政策は、政策金利の変更による通常の金融政策とは異なるので、しばしば「非伝統的金融政策」と総称されている。同時に、今回の危機が世界的広がりを持つだけに、世界の中央銀行の多くが「非伝統的金融政策」を同時かつ大規模に実施してきた点も異例である。

各国の中央銀行は、声明や講演、参考資料といった手段を駆使して、自らの政策の意図を明らかにするよう努力してきた。もっとも、個々の政策は、金融危機や景気後退の急展開に対応するために逐次実施された性格を有している。このため、「非伝統的金融政策」の全体像を正しく理解するためには、グローバルな視点から系統立てて検討を加えることが望まれる。また、こうした政策の効果やリスクに関する考察には、暗黙に「通常時の金融システム」を前提するといった不適切な評価も混在している。従って、前回の金融危機で、金融システムの機能が低下した状況での政策に実体験を有するわが国から、当時の分析を踏まえつつ冷静な評価を行うことは、議論の適切な方向付けの上で有意義な貢献をなすと期待される。

「金融市場パネル」は、こうした考え方にに基づき、今回の危機での「非伝統的金融政策」を取り上げ、3回の会合を通じて議論を行った。その成果を集約したのが「メッセージ」である。「非伝統的金融政策」の効果とリスクをより良く理解することは、今後、各々の政策の維持や解除に関する的確な判断を下す上で不可欠である。同時に、次の金融危機を予防したり、その影響を抑制したりする上でも重要な知見となる。

「金融市場パネル」と「メッセージ」

「金融市場パネル」は、金融市場の動向を的確に把握するとともに、市場に関わる適切な政策のあり方を考えることを趣旨として、野村総合研究所(金融市場研究室)が事務局となって、2009年3月に設置された定例の会議である。議論の内容を公表することを通じて、国内外の実務家や研究者による議論を促すとともに、政策当局者に対して働きかけを行うことを目的としている(会合の詳細は別添資料「金融市場パネルの概要」14ページ以下をご参照下さい)。このため、各会合における議論は日英双方の版による議事概要に取りまとめられ、野村総合研究所のホームページ(<http://www.nri.co.jp>)を通じて公表されているほか、内外の関係者との間で議論の成果に基づく意見交換が行われている。今後も、内外での会議や出版物などを通じて議論のアピールに努めていくこととしている。

本会議では、各メンバーの意見を尊重することとしており、特定の結論を得ることをア priori に目的とするものではない。従って、今回発表する「メッセージ」も各メンバーの意見の「最大公約数」との性格を有しており、いくつかの点で意見の違いを残している点に注意されたい。

「金融市場パネル」のメンバー

加藤 出（東短リサーチチーフエコノミスト）
高田 創（みずほ証券金融市場調査部長）
福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
宮尾龍蔵（神戸大学経済経営研究所長）
柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）
渡部敏明（一橋大学経済研究所教授）
井上哲也（野村総合研究所金融市場研究室主席研究員〈事務局〉）

本件に関するご照会先

「金融市場パネル事務局」

(Mail : fmp@nri.co.jp)

「メッセージ」：本文のサマリー

（「非伝統的金融政策」とは）

1. 一般に、金融政策は、金融機関との短期取引という手段を用いて、短期金利を調節することを目的に行われる。これに対し、短期金利を起点とする効果の波及が損なわれた場合に、異例の手段や目的によって効果の確保を図る政策を総称して「非伝統的金融政策」と呼ぶ。
2. 「非伝統的金融政策」と総称される政策には様々なバリエーションを考えることができるが、前回の日本の金融危機や今回の危機で実際に採用された政策は、「量的緩和」、「時間軸政策」、「信用緩和」の3種類である。

（「非伝統的金融政策」の3つのパターン）

3. 「量的緩和」は、金融市場に資金を大量に供給することである。日本の経験は、金融システムが不全であると景気や物価の改善には限界がある点を示唆する。しかし、経済環境の異なる今回の危機の下で、世界の中央銀行による大量の資金供給が物価に与える効果が注目される。
4. 「時間軸政策」は、現在の政策を維持すると約束することである。日本の「時間軸政策」は中期金利を安定させた一方、過度な期待に伴う副作用も散見された。今後の「非伝統的金融政策」からの解除の際には、こうした副作用を抑制しつつ活用することが展望される。
5. 「信用緩和」は、金融市場のストレスを緩和しようとするものである。今回の危機では大規模な「信用緩和」が実施され、金融取引の回復に寄与している。「信用緩和」は資産価格の過小評価を修正する効果を持つが、市場には、資産価格を引き上げるとの誤解もみられる。

（「非伝統的金融政策」における中央銀行の役割とリスク管理）

6. 「信用緩和」は、金融政策の波及を助ける効果を持つので、中央銀行の役割と位置づけられる。しかし、「信用緩和」に伴う金融資産の買入れによって個別の金融機関や企業を救済することは、中央銀行の役割を逸脱するので、これらは政府に委ねられるべきである。
7. 「信用緩和」に伴う社債やCPのようなクレジット資産の買入れは、適切なリスク管理の下で行うべきであるだけでなく、個別の金融機関や企業に対する金融市場の監視機能を弱めるといった問題点にも配慮して、必要最小限に止めるべきである。
8. 国債の買入れは、「量的緩和」を補強したり、「信用緩和」として国債の需給懸念を抑制したりする効果を持ちうる。もっとも、財政規律への不安を増幅したり、中央銀行に損失を蒙らせたりするといった副作用も持ちうるため、平時から、そのあり方を考えておくことが重要である。

（「非伝統的金融政策」の今後の運営）

9. 金融機能の回復によって「信用緩和」の必要性が低下する一方、景気後退リスクに対して金融緩和を継続する必要があるとすれば、「非伝統的金融政策」の解除は2段階となる。その具体的な進め方は、市場との対話に基づく中央銀行の判断に委ねることが適当である。
10. 今回の危機を通じ、中央銀行が金融政策に関する説明を充実させてきたことは、市場による適切な理解と政策効果の発揮に寄与している。「非伝統的金融政策」の解除に関しても、その条件や期間といった戦略を市場と共有することが大切である。

「メッセージ」：本文

1. 「非伝統的金融政策」の手段と効果

< 「非伝統的金融政策」とは >

- (1) 一般に、中央銀行が行う金融政策は、金融機関に対する短期金融資産の売買あるいは短期与信という手段を用いて、短期金利を調整することを目的として運営される。そして、短期金利の調節は、中央銀行の目標である「物価安定を通じて経済活動を円滑化すること」を目指して行われる。このような手段や目的による金融政策は、70年代の高インフレ期やその後のマネーサプライ重視の政策運営が終了して以降、先進国を中心に広く採用されてきた枠組みであって、「伝統的金融政策」と呼ばれることがある。
- (2) もっとも、深刻な景気後退に伴う「ゼロ金利制約」や、金融危機による金融システムの機能低下などのために、短期金利を起点とする政策効果の波及過程が損なわれる局面もありうる。こうしたケースにおいて、異例の手段や目的によって目標達成を図る政策を総称して「非伝統的金融政策」と呼ぶ。実際、過去20年余りの期間における金融政策をとってみても、各国の法的な枠組みの下で様々な工夫が試みられてきた。
- (3) 「非伝統的金融政策」が各国の中央銀行による創意工夫の産物である以上、少なくとも理論的には、多様なバリエーションを考えることが可能である。もっとも、前回の日本の危機や今回のグローバルな金融危機における政策対応の実例を踏まえると、「非伝統的金融政策」としては、「量的緩和」、「時間軸政策」と「信用緩和」の3つを念頭に置くことが適当であろう。

(表1：非伝統的金融政策のカテゴリーと事例)

(図1：非伝統的金融政策の手段と目的)

< 「量的緩和」の概観 >

- (4) 「量的緩和」は、資産買入れなどの手段によって、大量の資金供給を行うことを目的とする。「伝統的金融政策」と同じように、金融機関からの短期金融資産の買入れという手段によって実施することも可能であるし、長期国債やクレジット資産の買入れという手段によって実施することも可能であるので、手段の面では、「伝統的」にも「非伝統的」にもなりうる。もちろん、「量的緩和」による資産買入れの規模は、定義により「伝統的金融政策」より大きいはずである。これに対し、政策金利が事実上ゼロであるといった状況の下で資金供給量自体が追求されるので、目的の面では常に「非伝統的」である。
- (5) 日本銀行は、2001～2006年に「量的緩和」を実施した。当時は、「量的緩和」の実施によって、企業や家計のインフレ期待が醸成されることで、設備投資や消費に伴う支出が前倒しされる効果や、中央銀行による資産買入れに伴って資金を入手した金融機関によって、リスク資産の買入れが生ずる効果(しばしば「ポートフォリオ・リバランス効果」と呼ばれる)が生ずることで、物価下落や景気後退を抑止することが期待されていた。もっとも、現在までに行われた様々な実証分析は、こうした効果は必ずしも明確には

検出できていない。一方で、「量的緩和」が金融機関の資金繰りにおける不安を軽減することで流動性リスクを抑制したとの評価は、日本銀行や実務家を中心に少なからず見られるのは事実であるが、流動性リスクの低減には日本の金融機関のこの間の健全化が寄与した面が少なくないことも考えられる。

(図 2: 日本の「量的緩和」時の経済状況)

- (6) 日本の「量的緩和」に関するこうした評価は、金融システムが機能不全に陥っている状況では有効な議論である。また、今回の危機の下で、銀行システムの役割が大きい国々が、政策効果に限界があっても「量的緩和」の機能を活用しようとしていることにも、前回の日本と類似した面がある。ただし、今回の局面では、主要国の中では英国のみが自らの政策を「量的緩和」と称している。

その一方で、日本の「量的緩和」の結果が、今回の危機でもグローバルに再現されると考えることには慎重であるべきであろう。例えば、当時の日本では、景気後退による GDP ギャップの拡大もさることながら、中国など新興国からの輸入物価下落によるデフレ圧力も強かったのに対し、現在は、多くの国が巨額の財政刺激を行うだけでなく、コモディティ価格がボトムから反発するなど、デフレ圧力だけが支配的という訳ではない。技術的には、主として短期金融資産の買取りによる「量的緩和」の面が強かった前回の日本に比べ、米欧諸国は長期資産も大量に買入れているだけに、インフレ期待の醸成に対する効果が異なることも考えられる。また、前回の日本では、ゼロ金利の下での「量的緩和」によって、為替介入が事実上は非不胎化介入となったが、こうした点を含めて、「量的緩和」による為替レートへの減価圧力などの面では十分な検証がなされていないとの指摘もみられる。

< 「時間軸政策」の概観 >

- (7) 「時間軸政策」は、中央銀行が、「一定の条件を満たすまでは、金融政策スタンスを現行のまま維持する」ことを対外的に約束することで実施され、目的は中期までの金利を安定化することにある。長期金利は短期金利の予想経路に依存するので、「時間軸政策」によって、現行の金融政策スタンスが一定の期間維持されるとの期待が醸成されれば、その期間に対応する金利が安定化することが期待される。「時間軸政策」は、金融政策スタンスの維持に関する約束を伴う点で、手段の面で「非伝統的」な性格を有する。また、中期金利の安定自体を目的としているので、目的の面でも「非伝統的」である。
- (8) 2001～2006 年に「量的緩和」とともに実施された日本の「時間軸政策」に関する実証分析の中には、当時の市場が「ゼロ金利政策が維持される」と期待した期間(最長で 2～3 年程度)に対応する金利を安定化させることに貢献したとの評価がみられる。また、米国が IT バブルからの景気回復期において“measured pace”での利上げを続けたことも、弱い形での「時間軸政策」という側面を有しており、米国の中長期金利の安定に寄与したとの見方がある。その一方で、中央銀行の意図する以上の過度な期待が生ずるリスクも存在する。例えば、「時間軸政策」を解除する条件が整っても、政策金利の正常化は緩やかなペースとなるはず」といった期待は、債券価格のオーバーシュート(中長期金利の過度な低下)

やその後の修正に繋がるリスクがある。前回の日本の危機で、2003年に中長期金利のボラティリティが大きく高まる事態が見られたことは、こうしたリスクが顕現化した実例であったとの見方がある。また、「時間軸政策」によるイールドカーブのフラット化は金融機関の収益にもマイナスとの指摘が聞かれる。

(図3:日本の「時間軸政策」のステートメントとイールドカーブ)

- (9) 「時間軸政策」は、内外市場において中期金利までの安定化効果が観察されているだけに、コミットメントの方法に関する工夫などによって副作用のリスクを抑制することで、今後も活用してゆく可能性が存在する。特に、「非伝統的金融政策」の解除、なかでも国債買入れの減額などを進める上では、政策の意図に関する市場の理解をサポートし、中短期金利の不安定化を抑制するために、「時間軸政策」を利用することが考えられる。中長期金利の激しい上下動は、債券のみならず、幅広い金融資産におけるボラティリティを高めるリスクがあるだけに、こうした配慮は重要となりうる。

< 「信用緩和」の概観 >

- (10) 「信用緩和」は、市場流動性が低下するなど機能が損なわれた市場で、中央銀行が資産買入れ等を行うことで実施される。具体的な買入れ対象は、市場機能の毀損次第であるので、「伝統的金融政策」と同じくTBのような資産となることもあるし、国債の中でも市場機能の低下したクラスを含むことがありうる。しかし、今回の危機を通じて多くの中央銀行がCPやMBSのようなクレジット資産の買入れも行っていることを踏まえると、一般には「非伝統的」資産の買入れと考えることができよう。「信用緩和」の目的は、対象となる市場での機能の回復あるいは機能の代替を通じて、流動性リスクや信用リスクによるプレミアムを抑制したり、金融取引を回復させたりすることにあるので、明らかに「非伝統的」な内容である。

(表2: 今回の危機における主要先進国による「信用緩和」の例)

- (11) 日本の前回の危機でも、日本銀行はCP、ABCP、ABSといったクレジット資産の買入れなどを通じて「信用緩和」を既に実施していた。もっとも、クレジット市場で中心的役割を占める銀行貸出への対策が別途行われる中で、これら措置の実績は比較的小規模に止まったし、その効果について必ずしも明確な評価は見当たらない。これに対し、今回の危機を通じて、先進国の中央銀行が大規模な「信用緩和」を実施してきた点は特徴的である。金融危機は完全に終息した訳ではないし、市場機能の回復は金融機関の健全性の回復に依存する面も大きいいため、現時点で各国の「信用緩和」の評価を行うことには慎重であるべきである。それでも、「信用緩和」の対象となった多くの市場でリスクプレミアムの低下が観察されてきたことは事実である。

(図4:日米欧のクレジット市場の状況)

- (12) 「信用緩和」が成功すれば、リスクプレミアムの抑制を通じて資産価格を回復させることが期待される。しかし、これは資産価格の過小評価の是正による結果に過ぎず、資産のファンダメンタルな価値自体を

変えたわけではない。また、「信用緩和」が景気刺激につながるとすれば、市場機能の回復を通じて、経済活動に必要な資金が円滑に融通されることによるものであり、資産価格の引き上げによる支出刺激によるものではない。もっとも、これまで「信用緩和」の本格的な事例が少なかったこともあって、中央銀行と市場が、こうした正しい理解を共有することも必ずしも簡単ではない。実際、一部の中央銀行が実施している国債買入れについては、その本当の目的とは別に、市場には「国債価格の支持＝長期金利の抑制」を意図したとの解釈が根強く存在する。「信用緩和」は、「時間軸政策」の場合と同じく、資産価格のオーバーシュートとその修正を通じて、ボラティリティを上昇させるリスクを伴うことがありうる。

2. 「非伝統的金融政策」に関する中央銀行の役割

- (1) 「量的緩和」や「時間軸政策」は、上に見たように、手段や目的に関して「伝統的金融政策」とオーバーラップする面も少なくないほか、前回の危機で日本銀行が実施したこともあって、内外の政策当局や研究者による分析や評価が蓄積されている。この結果、金融経済が危機的な状況にあって「伝統的金融政策」の効果が期待できない状況では、中央銀行が「量的緩和」や「時間軸政策」の実施に踏み切ることは、必要かつ望ましいとの考え方がある程度共有されるに至っている。
- (2) これに対し、「信用緩和」が本格的に実施されたのは今回の危機が事実上初めてであり、中央銀行の金融政策としての位置付けに関しても、これまでは必ずしもコンセンサスが確立されていなかった。この点を考える上では、「信用緩和」がリスクプレミアムの抑制や金融取引の回復をもたらすことができれば、中央銀行によるオペの実施を円滑化したり、金融政策の効果の波及を強めたりできるという事実注目することが有用である。すなわち、「信用緩和」は金融政策の効果の発揮を円滑化しうる。従って、中央銀行が平時に短期金融市場や国債市場の機能強化に取り組んでいることとのいわば延長線として、同じ意味で、中央銀行が「信用緩和」の手段を有し、必要に応じて実施することも一定の合理性を有する。
- (3) ただし、各中央銀行による「信用緩和」の具体的な対象は、各国の金融システムの中で個別の市場が担う役割の重要さやその機能の毀損状況によって判断されるべきである。この結果、各国間で「信用緩和」の対象となる市場が相互に異なることは十分ありうるし、逆に、対象となる市場を機械的に統一しようとすることは一般に望ましくない。各国間で「信用緩和」の対象となる市場が事後的に同一となりうるのは、各国独自の判断が一致するか特定の市場の機能低下がグローバルに広がった場合である。
- (4) また、クレジット資産の買入れという手段だけに着目して、中央銀行がクレジット資産の買入れを行うことが一般に正当化されると考えるのも誤りである。特に、こうした手段を使って中央銀行が個別の金融機関や事業法人の救済を行うことは避けるべきである。中央銀行が金融システムの安定性維持の上で果たすべき役割は、システムリスクの防止である。これは、マクロ的な市場機能の維持を目指すものであって、ミクロ的な市場機能の維持を目指す「信用緩和」の考え方とも整合的である。今回の金融危機

では、破綻処理法制や公的資金投入の枠組みが未整備であったなどの事情で、中央銀行が個別の救済策を実施せざるを得ないケースもみられたが、中央銀行はこうした役割からできるだけ早期に脱し、政府の中で本来こうした機能を担う機関へと委譲すべきである。

—中央銀行によるシステミックリスクの防止に関しては、事前の監視機能のあり方も含めて多くの重要な論点が存在する。「金融市場パネル」は、今後、こうした論点に関する議論を進めることとしている。

3. 「非伝統的金融政策」に伴う中央銀行のリスク管理

- (1) 「非伝統的金融政策」の実施において最も重要な点は、金融経済に関する的確な状況判断に基づいて、目的に即した適切な手段を選択することである。これは自明ではあるが、今回の危機に対する各国の中央銀行による政策対応の中には、必ずしも合理的な説明が示されていないものも散見される。ここで、政府の他の機関による対応における制約や、金融危機が急激に展開する中での緊急的対応といった事情には十分配慮すべきであろう。それでも、事後的であっても、政策対応に至った判断やその目的に関する適切な説明を行っておくことは、解除を円滑化する上でも重要である。
- (2) また、「非伝統的金融政策」に伴う取引から損失を生ずることは避けられるべきであり、中央銀行自体が赤字に陥る事態は尚更に防止されるべきである。過去の地域的な金融危機においては、中央銀行が赤字に陥ることで、通貨や決済に対する信認の低下を生じ、資本市場からの資金流失や為替を含む資産価格の下落を招くケースもみられた。先進国の場合は、これが自国の経済や金融市場の破綻に直ちに繋がることはないとしても、「非伝統的金融政策」が必要とされるほどに経済や金融が脆弱になっている状況では、無視しえないインパクトをもつこともありうる。
- (3) 中央銀行が損失を蒙った場合には、金融政策の適切な運営に対する支障ともなり得る。なぜなら、中央銀行が自力で損失をカバーしようとするれば、金融政策の運営は自らの収益を意識したものに偏ることが懸念されるからである。また、政府の支援によって損失をカバーしようとするれば、中央銀行の金融政策運営に制約が課されることがありうるからである。また、政府との間で「非伝統的金融政策」による損失負担について事前に合意したとすれば、中央銀行における損失のリスクを抑制するというメリットはあるものの、実際に損失補填が必要となった場合は、上と同じく政府や議会によって金融政策運営に制約が課されることになるので、あくまでも次善の策でしかない点にも留意すべきである。
- (4) 所期の政策効果を得るためだけでなく、「非伝統的金融政策」による損失を防止する観点でも、クレジット資産の買入は、「信用緩和」のように具体的な目的に照らして合理化されるものに限られるべきである。各国の中央銀行が、今回の危機の中でクレジット資産を買入れる際に、担保の徴求や保守的な掛け目の設定、買取り資産の分散化など、損失の発生を抑止するための適切な対応を採っている点は評価される。それでも、クレジット資産に関するリスク管理を適切に行うことは、民間の専門家であっても

必ずしも容易ではなく、こうした資産を、十分な情報や知識の蓄積を有していない中央銀行が保有することのリスクは小さくない点には変わりがない

(表 3: 主要先進国の「信用緩和」における与信リスク管理の例)

- (5) 中央銀行が、クレジット資産のうちで個別企業の社債や株式を買入れることは、ガバナンスや恣意性の面でも問題を生じうる。企業の再建や整理といった機能を持たない中央銀行が、特定の企業の社債や株式を保有すると、結果的には、企業へ無条件な資金供給が行われることになる。この結果、企業の再建をむしろ遅延させたり、マクロ的に見て退出すべき企業を存続させたりする惧れがある。また、社債や株式の買入れを入札のような透明な枠組みで行ったとしても、結果として特定企業への資金供給が集中した場合には、中央銀行の対応が恣意的で、裁量的な資源配分に加担しているとの批判を招くことも考えられる。
- (6) 日本での国債買入れは、前回の危機の際には、少なくとも結果的には「量的緩和」の一翼を担ったことは事実である。加えて、需給懸念の払拭や長期金利の安定化を通じて国債の円滑な市中消化に寄与した面があるとの指摘もあり、その意味では「信用緩和」に近い面もある。今回の危機への対応の中で、日本銀行が変動利付債の買入れを開始した点も、こうした「信用緩和」としての意義を有するものと理解できる。また、日本では、長期間に亘る低インフレなどのためにインフレ期待が高まりにくいのであれば、上のような問題を伴うクレジット資産の買入れよりも、国債買入れの方がベターとの考え方もある。
- (7) それでも、日本に限らず一般的な議論として、中央銀行による国債買入れが財政規律の弛緩を招くことが懸念される場合は、長期金利の水準やボラティリティが上昇するリスクがある。同じく一般的な議論として、景気が回復し、長期金利がすれば、中央銀行が保有する国債にキャピタルロスが生ずる。国債買入れは、「非伝統的金融政策」には限定されず、多くの中央銀行が平時にも実施していることも踏まえると、中央銀行のバランスシートにおける銀行券等との ALM 的な視点も含め、国債保有に係るリスク管理を考えておくことは重要である。
- (8) 今回の危機を通じて、各国の中央銀行がバランスシートに関する情報開示を内容や速報性の点で充実させるとともに、金融政策に関する声明や講演などを通じてインプリケーションに関する説明に努めている点は、政策の意図に関する市場の適切な理解を助けるとともに誤解を抑止し、資産価格のボラティリティの不要な上昇を防止する上で役立っている。さらに進んで、中央銀行の損失発生に対する市場の過剰な不安を抑制したり、市場におけるインフレ懸念の拡大を防止したりするためには、「非伝統的金融政策」のいずれの政策対応に関しても、解除の条件や期間といった戦略を示すことで、円滑で適切な解除に関する理解を市場と共有しておくことが望まれる。

(表 4: FRB、日本銀行、ECBのバランスシートの推移)

4. 「非伝統的金融政策」の今後の活用可能性

- (1) 先進諸国において、政策課題の焦点が「金融システムの不安定性」から「景気後退」へシフトするとともに、インフレ率の大きな低下が見込まれるのであれば、政策金利の事実上のゼロ制約の下で、「量的緩和」を活用することが考えられる。もっとも、多くの先進国では、これまでに実施してきた「信用緩和」の副次的効果として大量の超過準備が生じており、既に相当程度の「量的緩和」が実現しているのが実情である。
- (2) こうした状況で重要なのは政策割当である。もちろん、景気回復とクレジット市場の機能回復がともに順調に進むようであれば、「信用緩和」を解除していくことで、同時に「量的緩和」からも脱却すれば良いので、解除の戦略は単純となりうる。これに対し、大手金融機関の健全化などを背景にクレジット市場の機能回復が進む一方で、景気回復は依然として捗々しくないようであれば、中央銀行はクレジット資産に代って「伝統的」資産を買うことを通じて、「信用緩和」から「量的緩和」へとシフトすることが望ましい。逆に、財政赤字の膨張等を背景にインフレ懸念が先行すれば、中央銀行は「信用緩和」の削減などにより、「量的緩和」としての資金供給を抑制する必要が生ずることもありうる。
- (3) 実務的に難しい課題はオペレーションの選択や組み合わせである。こうした具体的な戦術は、市場動向に関する情報や知識に依存する面が大きく、アプライオリに規定することは現実的ではないので、市場との対話に基づく中央銀行の適切な判断に委ねることが適当である。例えば、クレジット市場の機能が回復したと判断される場合でも、各中央銀行が保有している相当規模のクレジット資産を一気に市場売却すれば、市場機能を再び毀損することになりかねない。各中央銀行には、売却する資産の順序や資産売却の段階分けなどの面で慎重な対応が求められる。また、市場流動性がより高く、潜在的な投資家もより多い国債の場合も、市場への売却を通じて長期金利のボラティリティを不必要に高めることで、資産価格全般を再び不安定化したり、实体经济に悪影響を及ぼしたりすることがないようにする戦術が求められる。
- (4) 国債買入れの解除を円滑なものとする上では、中央銀行が保有する国債を政府が市場を通さずに引き取ることが考えられるほか、上記のように「時間軸政策」を限定的に活用することも考えられる。「時間軸政策」については、例えば、コミットメント期間の限定や解除後の「正常化」パスの明示といった工夫を伴うことで、副作用を抑制しながら「量的緩和」の実施ないし解除をスムーズにするという望ましい効果を得ることが期待される。

(添付資料)

「参考図表」、「金融市場パネルの概要」