

# 未踏の領域に入る金融政策の現状と今後の展望

2020年 9月30日

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 橋本 将司

# 目次

---

## 1. 主要国の金融政策の現状

- (1) 全体.....P3
- (2) 米国.....P4
- (3) 日本.....P5
- (4) ユーロ圏..... P6

## 2. 非伝統的な金融政策

- (1) 金融政策の波及経路.....P7
- (2) 量的金融緩和政策(QE).....P8
- (3) フォワードガイダンス..... P9
- (4) 貸出オペレーション.....P10
- (5) マイナス金利政策.....P11
- (6) イールドカーブ・コントロール..... P12

## 3. 金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化

- (1) インフレ目標の意義.....P13
- (2) インフレ目標未達の長期化懸念.....P14
- (3) 名目均衡利子率の低下など.....P15

## 4. 新たな金融政策の枠組みの行方

- (1) FRB金融政策枠組み見直し.....P16
- (2) FRBの対応余地.....P17
- (3) 金融システム安定との両立.....P18
- (4) 財政政策との協調..... P19

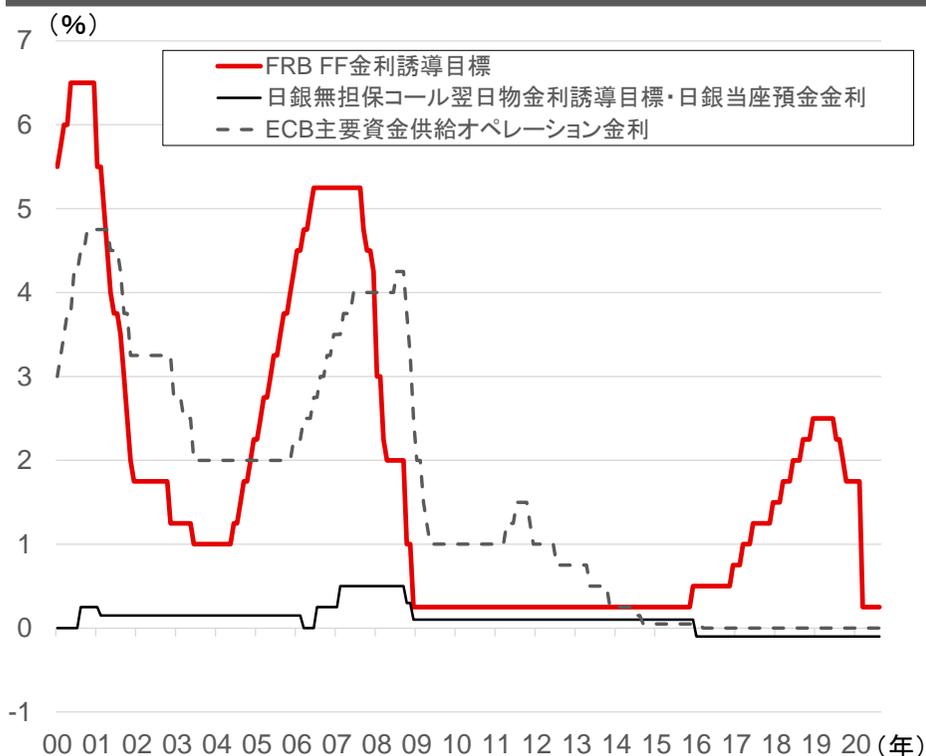
まとめ.....P20

主要参考文献.....P21

# 1. 主要国の金融政策の現状～(1)全体

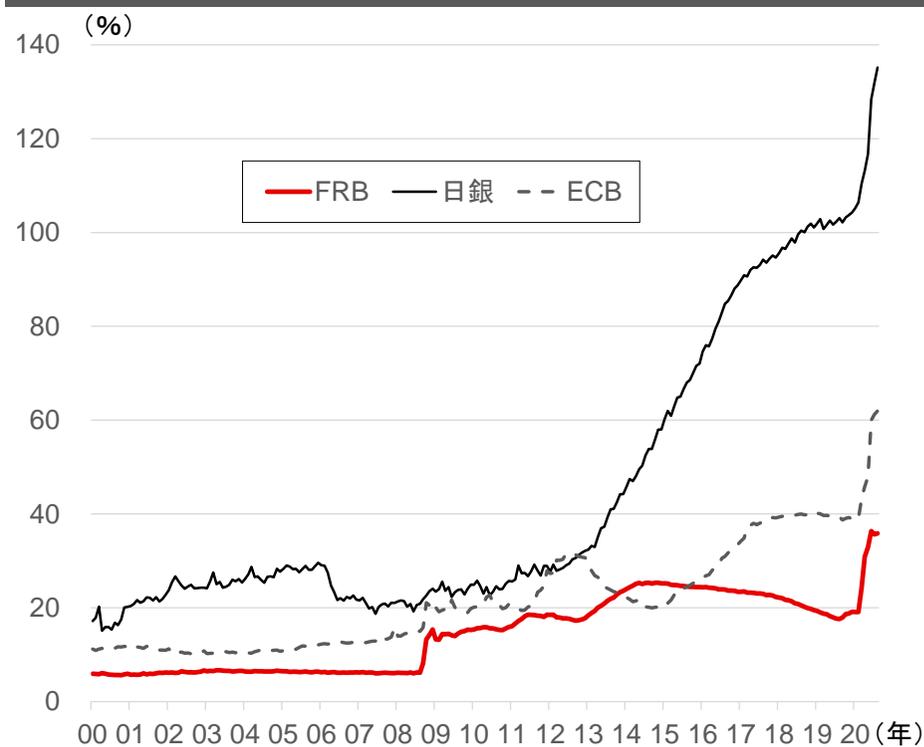
- 日米欧の中央銀行の政策金利は、2008年の金融危機後にゼロ金利水準まで引き下げられた。その後FRBは2015年末から政策金利を引き上げたものの、2019年に調整的な利下げを行い、さらに2020年のコロナショックを受けてゼロ金利政策が復活。ECBは2017年から2018年にかけて利上げを模索したものの、世界景気の減速などを受けて利上げバイアスが後退。日銀は2016年にマイナス金利政策、イールドカーブ・コントロール政策に突入し、利上げは全く見通せない状況。
- 2010年代以降ゼロ金利政策に突入し、伝統的な政策金利による金融緩和が限界を迎えつつある中、日米欧中銀は非伝統的な金融緩和を導入。国債やリスク資産の購入などによりバランスシートを拡大させて来た。米欧中銀は、2010年代後半にバランスシート規模拡大ピッチを鈍化させ、特にFRBは規模の縮小まで至っていたが、2020年のコロナショックによる景気急減速を受けて、一転バランスシート規模を再拡大させた。日銀は2013年の黒田総裁就任による異次元緩和政策から大幅なバランスシートの拡大が続いていたが、コロナショックによりさらに拡大し、2020年8月末時点で名目GDP比140%近くまで到達した。

日米ユーロ圏の中央銀行政策金利の推移



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

日米ユーロ圏中央銀行バランスシート残高の対名目GDP比の推移



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

# 1. 主要国の金融政策の現状～(2)米国

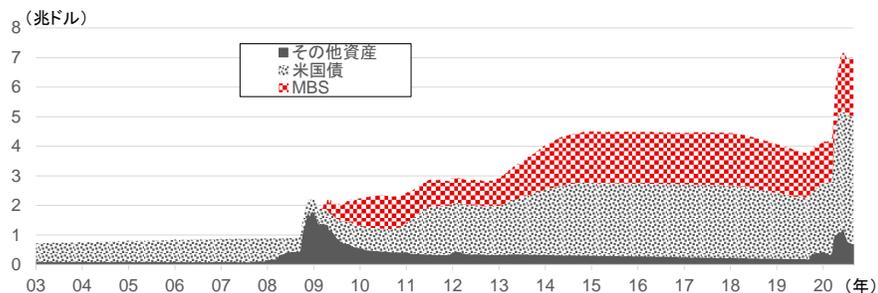
- FRBはコロナショックを受けて、3月にゼロ金利政策を復活。8月27日に発表された新たな金融政策の枠組みで、平均物価上昇率2%の目標を導入し、雇用最大化に到達し、インフレ率が一定期間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで、現状のFF金利誘導レンジを維持することが適切であろうという趣旨の、フォワードガイダンスを導入。
- 米国債市場の混乱などへの対処のため、米国債とMBSを必要なだけ(≒無制限)購入するとして量的金融緩和政策(QE)も再開、FRBのバランスシート規模は一気に7兆ドルへと増大した。その後6月開催のFOMCより、今後数カ月は毎月少なくとも米国債を800億ドル、MBSを400億ドル購入するとしており、ドル供給レポの減少もありバランスシートの急拡大は一先ず一服。
- 金融市場の機能不全や経済における資金フローの目詰まりへの対処から、リーマン・ショック以来となる各種貸出オペレーションを再始動。ケースによっては事実上FRB自ら民間主体に資金供給する措置を導入。
- 一方、マイナス金利政策や、イールドカーブ・コントロール政策の導入には現時点では慎重。

FRBによる非伝統的金融政策

非伝統的政策	概要
政策金利のフォワードガイダンス	FOMCが評価する雇用最大化に到達すると共に、インフレ率が2%に到達し、さらに一定期間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで、現状のFF金利誘導レンジを維持することが適切であろうと予想する。
量的金融緩和	今後数カ月は毎月最低米国債800億ドル、MBSを400億ドル購入。
貸出オペレーション	右表
マイナス金利政策	現状ゼロ金利に止まる。

(資料)FRBより国際通貨研究所作成

FRBバランスシート残高と内訳概要の推移



(資料)FRBより国際通貨研究所作成

FRBによる貸出オペレーション

オペレーション名	概要
Municipal Liquidity Facility	地方公共団体向け。合計枠5,000億ドル。
Main Street Lending Program	中小企業向け貸出債権買い取り。合計枠6,000億ドル。
Commercial Paper Funding Facility	ドル建て3ヵ月物CP買い取り。
Primary Dealer Credit Facility	プライマリー・ディーラー向け有担保融資。
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	MMF向け資金供給を行った金融機関への有担保融資。
Primary Market Corporate Credit Facility	発行市場や流通市場で社債など買い取り。合計枠7,500億ドル。
Secondary Market Corporate Credit Facility	
Term Asset-Backed Securities Loan Facility	ABSなどを担保に融資。合計枠1,000億ドル。
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	PPPローンを担保にした金融機関向け融資。
Central Bank Liquidity Swaps	主要5中銀とのドルスワップ
Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility	海外中銀とのドル供給レポ。

(資料)FRBより国際通貨研究所作成

# 1. 主要国の金融政策の現状～(3) 日本

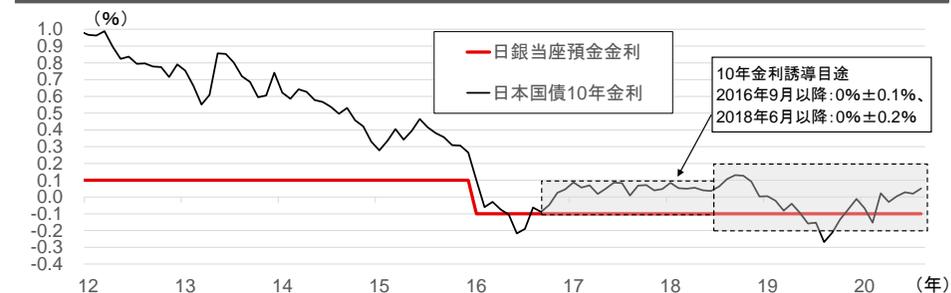
- 日銀は2013年4月に量的・質的金融緩和政策(QQE)を導入。長期国債やETF(上場投資信託)の購入増により、マネタリーベースを年間60～70兆円(その後80兆円へ)増加させることで、2年を目途にインフレ率目標2%の達成を目指したが、原油価格の下落や消費税導入後の景気減速などから実現に至らず。
- その後2016年1月に日銀当座預金のうち、政策金利残高にマイナス金利を付与するマイナス金利政策を導入。さらに同年9月には、マイナス金利政策と合わせ、日本国債10年金利を0%±0.1%(その後2018年6月に0%±0.2%に弾力化)へ誘導することによる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」(イールドカーブ・コントロール)を導入した。イールドカーブ・コントロールに必要な国債の購入と共に、リスクプレミアムに働きかけるため、ETF、J-REIT、社債、CPなどの購入を継続中。
- 金融機関による信用供給への支援を通して、金融緩和効果を一段と浸透させるため、「貸出増加支援資金供給」や「成長基盤強化支援資金供給」などの貸出オペレーションも実施中。

## 日銀による非伝統的金融政策

非伝統的政策	概要
イールドカーブ・コントロール(YCC)	短期金利を▲0.1%、10年国債金利を0%程度(±0.2%)に誘導し、イールドカーブ全体をコントロール。
政策金利のフォワードガイダンス	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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。政策金利については、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定。
量的金融緩和	上限を設けず必要な金額の長期国債を購入し、イールドカーブ・コントロールを実施。ETFおよびJ-REITを、当面それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に購入。CP等、社債等について、それぞれ約2兆円、約3兆円の残高維持に加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に、追加の購入を実施。マネタリーベースについて、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続。
貸出オペレーション	貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給、被災地金融機関を支援するための資金供給オペ、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ
マイナス金利政策	日銀当座預金のうち、政策金利残高に▲0.1%の利率を設定

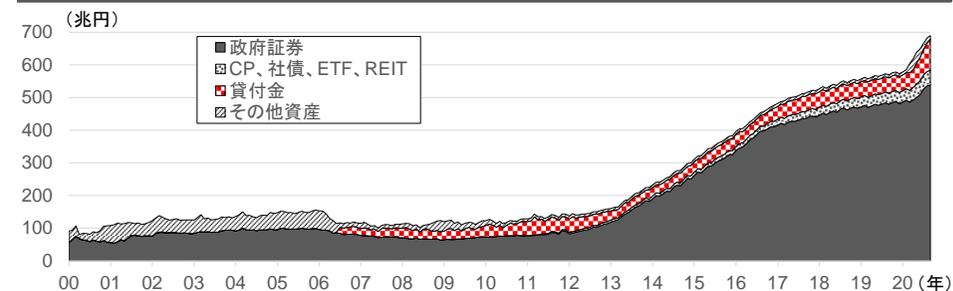
(資料) 日銀より国際通貨研究所作成

## 日銀によるイールドカーブ・コントロール政策



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 日銀バランスシート残高と内訳の概要



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

# 1. 主要国の金融政策の現状～(4)ユーロ圏

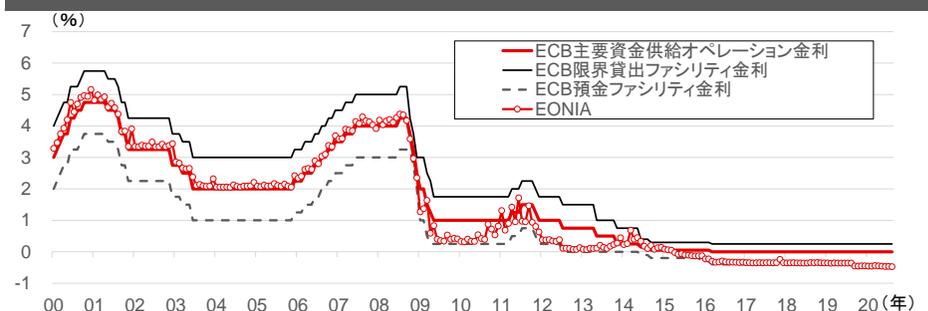
- 金融危機後、ECBは預金ファシリティ金利を▲0.5%まで引き下げてマイナス金利政策を行うと共に、2015年より本格的にAPP(資産購入プログラム)による量的金融緩和政策を導入。その後2017年から2018年にかけて毎月の買入証券額を逡減(テーパリング)させて新規買入停止まで至り、利上げも模索したが、2019年より世界景気減速を受けて再び量的金融緩和政策を再開した。さらに2020年のコロナショックを受けて、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)を導入して量的金融緩和政策を大きく拡大させた。この間、金融機関経由の資金フローを支援するため、金融機関向けの貸出支援政策であるTLTRO1～3(ターゲット型長期流動性供給)による非伝統的な金融緩和策なども実施した。
- インフレ目標は中期的に前年比2%に十分近いが2%未満であり、目標への確実な収斂がみられるまで、政策金利は現行水準かそれ以下にとどめるとのフォワードガイダンスも導入中。
- FRB同様、金融政策枠組みの見直しを実施中だが、コロナショックを受けて結果公表は今年末から来年半ばへ後ずれ。

## ECBによる非伝統的金融政策

非伝統的政策	概要
政策金利のフォワードガイダンス	インフレ見通しが我々の予測期間内に2%に十分に近いが、2%未満のレベルに確実に収斂するまで、またそのような収斂が基調的なインフレ動向に継続的に反映されるまで、政策金利が現状の水準かそれよりも低い水準にとどめると予想。
量的金融緩和	PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)による総額1兆3,500億ユーロの公的・民間部門の資産購入(少なくとも2021年6月末まで)。APP(資産購入プログラム)による毎月200億ユーロの公的・民間部門の資産の購入(少なくとも政策金利による緩和措置の強化が必要な限り続き、政策金利引き上げの少し前に終了)。APPIによる総額1,200億ユーロの民間資産などの購入(2020年末まで)。
貸出オペレーション	TLTRO1～3(ターゲット型長期流動性供給)、PELTRO(パンデミック緊急長期流動性供給)
マイナス金利政策	預金ファシリティ金利を▲0.5%に設定。

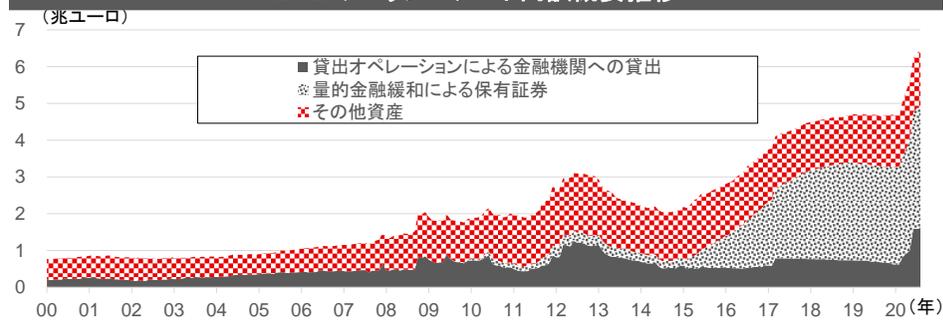
(資料) ECBより国際通貨研究所作成

## ECBの各種政策金利推移



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## ECBのバランスシート内訳概要推移

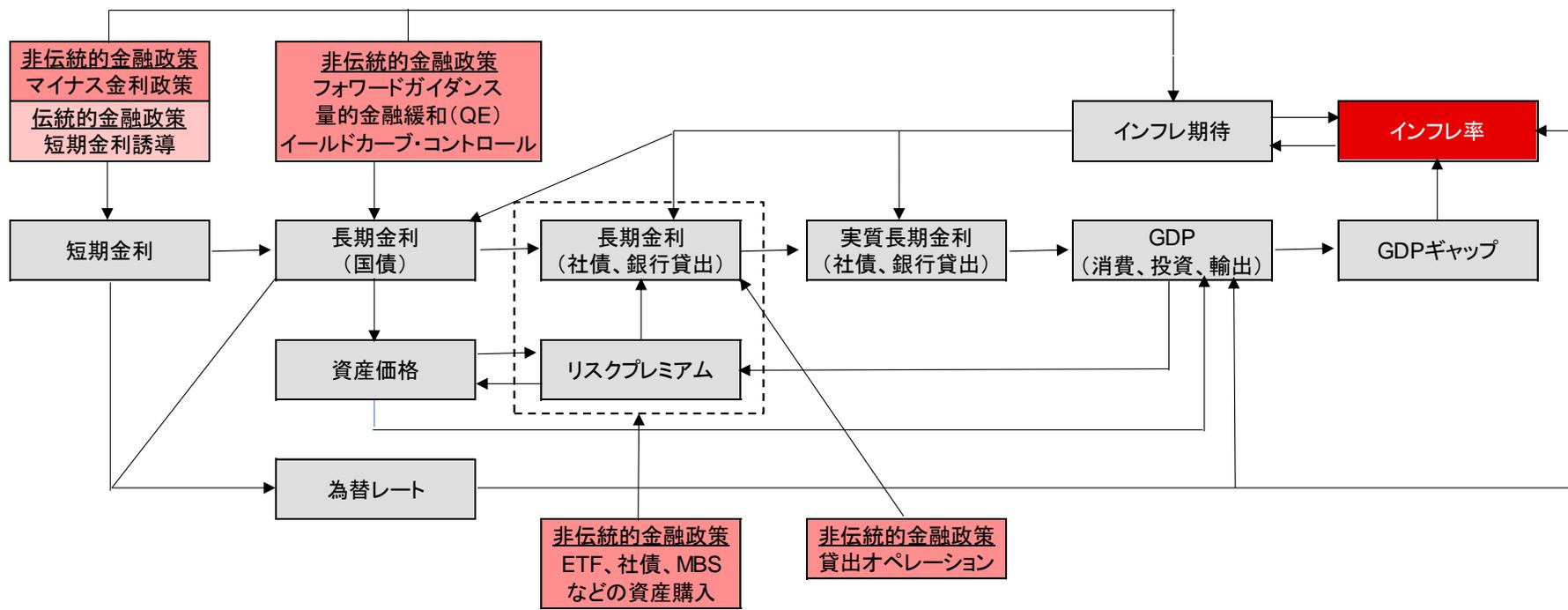


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 2. 非伝統的な金融政策～(1)金融政策の波及経路

- 伝統的な金融緩和政策では、短期金利の引き下げにより、これに一定の連動性がある国債長期金利や社債・銀行貸出の長期金利、実質長期金利を引き下げ、マイナスのGDPギャップを縮小させ、インフレ率の引き上げを試みる。資産価格上昇による資産効果や、為替レート減価を通じた純輸出の増加を通して、GDPギャップを縮小させるルートもあり得る。景気改善や資産価格上昇は、市場金利や銀行貸出金利のリスクプレミアムを縮小させる効果も期待できる。さらに、中銀がインフレ率目標の達成にコミットすることを通してインフレ期待に影響を与え、インフレ率の目標への回帰を促すと考えられる。
- 非伝統的金融政策では、政策金利が0%近辺に達しそれ以上引き下げられない場合、政策金利誘導に関するフォワードガイダンス、量的金融緩和(国債買入)、及びイールドカーブ・コントロールにより、短期金利よりも川下にある国債の長期金利を直接引き下げを試みる。社債などの中銀によるリスク資産の購入や貸出オペレーションは、信用不安などで社債金利や銀行貸出金利が高止まりしている場合などに、さらに川下にあるこれらの金利を直接引き下げるもの(リスクプレミアム潰し込み)。

伝統的・非伝統的金融政策の位置づけと波及経路

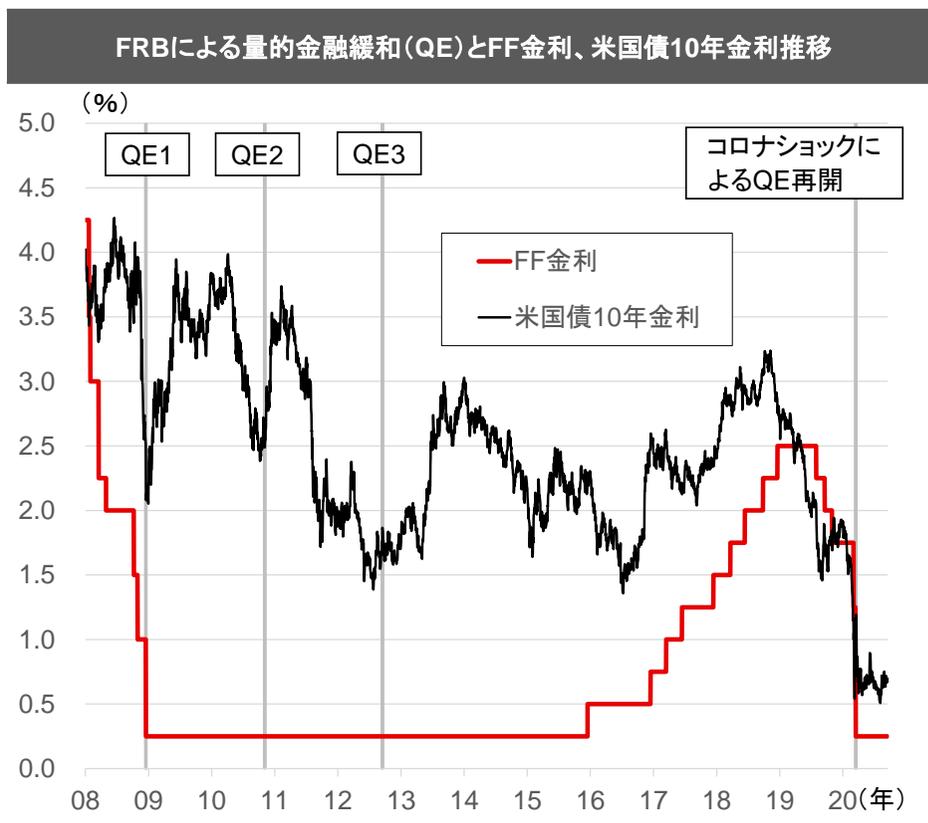


## 2. 非伝統的な金融政策～(2)量的金融緩和政策(QE)

- 量的金融緩和政策(QE)は、次頁でみるフォワードガイダンスと並んで広く採用されている主要な非伝統的な金融緩和手段。
- 伝統的な金融緩和政策では、政策金利引き下げの影響が長期金利に及ぶことが期待される。しかし、政策金利が事実上の下限である実効下限制限(Effective Lower Bound: ELB)に達しても景気下支えのためさらなる長期金利の引き下げが必要な場合、中銀が国債を購入して国債長期金利を低下させる。ポートフォリオ効果から社債や銀行貸出金利の低下と消費・投資活動の刺激を試みるもの。経済や市場のリスク回避スタンスが強く、社債や銀行貸出などの金利が低下し難い場合は、中銀がこうしたリスク資産を直接購入してリスクプレミアムを縮小させ、社債や銀行貸出などの金利を直接引き下げることも行われる。金融危機時などで市場が機能不全に陥った際に、市場への緊急流動性供給のために、量的金融緩和が行われる場合もあり。
- 一方で、市場での過剰なリスクテイクの助長や市場機能の棄損など、副作用のリスクもあり得る。
- Bernanke(2020)は、QE実施直後に米長期金利が低下していない事例は、市場が事前に織り込んでいるためと指摘。

量的金融緩和の想定される効果と副作用	
想定される効果	概要
国債長期金利の押し下げ	中銀の国債購入によりタームプレミアムを圧縮し国債長期金利を直接引き下げることで、ポートフォリオ効果によりこれと一定の連動性がある社債や銀行貸出などの実質長期金利を引き下げ、消費や投資を刺激する。
社債などの金利の押し下げ	中銀が社債やCPなどリスク資産を直接購入し、リスクプレミアムを縮小させ、社債やCPなどの実質金利を引き下げ、消費や投資を刺激する。
金融緩和継続期間に関する期待への働きかけ	中銀が量的金融緩和を継続している間は、政策金利の引き上げは行われないという期待形成を市場に促し、一種の時間軸効果の作用をもたらす(シグナリング効果)。また、インフレ期待に働きかける要素もあり得る。
金融市場の機能不全への対処	金融危機発生時などの金融市場の機能不全への対処として、中銀が最後の貸し手機能の観点から、市場で対象資産を購入し流動性を供給する。
想定される副作用	概要
過剰なリスクテイク	市場参加者に過剰なリスクテイクを促してしまう側面あり。
市場機能の棄損	市場における中銀の購入シェアが上昇してしまうと、当該市場の自然な流動性が損なわれ、市場の価格発見機能などを棄損してしまう側面がある。
金融機関収益悪化	イールドカーブの過度なフラット化が、金融機関の減収要因となる。
出口の難易度上昇	緩和策終了の際の中銀による含み損計上や市場金利急騰のリスク

(資料) BIS(2019a)などより国際通貨研究所作成



(資料) FRB、Bloombergより国際通貨研究所作成

## 2. 非伝統的な金融政策～(3)フォワードガイダンス

- フォワードガイダンスは、政策金利(短期金利)の今後の見通しに関して提示されるケースが主流であるが、QEの見通しや金融緩和政策全般などについて、実施される場合もある。
- 政策金利に関するフォワードガイダンスは、今後一定期間政策金利が低位に据え置かれることを宣言することで、長期金利の構成要素である、短期金利の先行き予想とタームプレミアム(=先行き不確実性)の双方の面から、長期金利を引き下げる。また、金融緩和が一定期間継続するとの予想形成から、経済におけるインフレ期待の引き上げ効果もあると考えられる。
- フォワードガイダンスが効果を発揮するには、その内容が明示的であるなどにより、市場がこれを正しく理解して信頼することがポイントだが、踏み込み過ぎると、先行きの政策の柔軟性の制約になる副作用もある。
- 以前は出口の条件を明示しないもの(①)もあったが、最近では出口における経済状況を示すもの(③)が主流になって来ている。

フォワードガイダンスの想定される効果と副作用	
想定される効果	概要
国債長期金利の押し下げ	中銀が一定期間短期金利を低位で据え置くことや、QEを継続することを宣言することで、短期金利の先行き予想部分とタームプレミアム(先行き不確実性)からなる国債長期金利を、双方の要因から引き下げる。
金融緩和継続期間に関する期待への働きかけ	中銀が一定期間金融緩和を継続することを宣言することで、インフレ期待の引き上げに寄与する可能性がある。
想定される副作用	概要
過剰なリスクテイク	市場参加者に過剰なリスクテイクを促してしまう側面あり。
市場の誤解による混乱	2013年のFRBによるQE巻き戻しを示唆するメッセージが長期金利の急騰を招いたように、中銀によるフォワードガイダンスの内容を、市場が誤解して混乱が発生するリスクがある。
金融機関収益悪化	イールドカーブが過度にフラット化すると、金融機関の減収要因となる。
将来の政策変更への制約	踏み込んだフォワードガイダンス(=市場との約束)は将来の政策運営の柔軟性にとり制約となる恐れ。
市場の中銀依存	市場が中銀のフォワードガイダンスへ強く依存するようになると、市場参加者の金融政策に関する先行き予想が一様化して群衆行動を起こし易くなり、市場を不安定化させる遠因となる。

(資料) BIS (2019a) などより国際通貨研究所作成

フォワードガイダンスの類型		
出口の条件	概要	
①明示なし	フォワードガイダンスの該当期間などについて明示なくオープンエンド。	
②時間	フォワードガイダンスに従った政策対応の具体的な期限を提示。	
③経済状況	フォワードガイダンスに従った政策対応を終了する場合の具体的な経済状況(インフレ率、失業率など)を提示。	
具体例	概要	該当
FRB	FOMCが評価する雇用最大化に到達すると共に、インフレ率が2%に到達し、さらに一定期間緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで、現状のFF金利誘導レンジを維持。	③
日銀	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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。	③
ECB	インフレ見通しが我々の予測期間内に2%に十分に近いが、2%未満のレベルに確実に収斂するまで、またそのような収斂が基調的なインフレ動向に継続的に反映されるまで、政策金利が現状の水準かそれよりも低い水準にとどまると予想。APP(資産購入プログラム)による毎月200億ユーロの公的・民間部門の資産の購入は、少なくとも政策金利による緩和措置の強化が必要な限り続き、政策金利引き上げの少し前に終了。APPによる総額1,200億ユーロの民間資産などの購入は2020年末まで。	②③

(資料) FRB、日銀、ECB、BIS (2019a) より国際通貨研究所作成

## 2. 非伝統的な金融政策～(4)貸出オペレーション

- 貸出オペレーションは、まず金融危機発生時における金融市場の機能回復、銀行システムを経由した資金(信用)供給の目詰まり解消などのため、対象を絞って資金供給を行い、状況緩和のために使用される場合がある。コロナショック以降も、日米ユーロ圏で、実際にこうした目的で使用されている。
- また、日本やユーロ圏など、金融システムにおける間接金融の比重が大きい国・地域では、政策金利が実効下限制約(ELB)に達して金融緩和効果が高まり難い状況で、緩和支援措置として使用される。実際、世界金融危機以降、日本とユーロ圏では以下の通り金融機関へその貸出増加に見合う形で低利の資金供給を行い、金融緩和措置の支援に使われている。
- 過度に緩和的な条件で資金供給を続けると、市場や金融機関の過度なリスクテイクを助長したり、金融機関の流動性管理が中銀の特別な措置に依存してしまう弊害が発生し得る。また、本来資源配分に中立であるべき中央銀行が、特定の市場や産業に偏った支援を行うことにもつながり得る。

貸出オペレーションの想定される効果と副作用	
想定される効果	概要
金融市場の機能不全への対処	金融危機発生時などの金融市場の機能不全への対処として、金融機関に対して、貸出ファシリティを通して流動性を供給するルートを設定。ドル資金供給ファシリティもこれに該当。
信用供給の促進	銀行を始めとした金融機関から、企業や個人などに対する貸出を促進し、間接的に企業などに対する資金繰り支援を行ったり、一般的な金融緩和効果を側面支援する。
想定される副作用	概要
過剰なリスクテイク	金融機関に過剰なリスクテイク・信用創造を促してしまう側面あり。非効率な企業が淘汰され難くなる面もあり。
金融機関の中銀への依存	金融機関が流動性調達を中銀に依存するようになってしまうリスク。
特定の資源配分への関与	金融政策が特定の業種や企業への資源配分につながる懸念あり。

(資料) BIS(2019a) などより国際通貨研究所作成

日銀とECBの主な貸出オペレーション	
日銀	概要
貸出増加支援資金供給	日銀の定める一定の規則に基づき計算した金融機関の貸出増加額相当分を、適格担保の差し入れを条件に、利率0%、期間最大4年で、当該金融機関へ資金供給する。
成長基盤強化支援資金供給	成長基盤強化につながる貸出相当分について、適格担保の差し入れを条件に、利率0%、期間最大4年で、当該金融機関に資金供給する。
被災地金融機関支援供給	東日本大震災、平成28年熊本地震の被災地で貸出業務を行う金融機関に対し、利率0%、期間2年以内で資金供給する。
新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ	新型コロナを受けた緊急経済対策における無利子・無担保融資を含む企業や一部家計向け債務を担保に、利率0%、期間1年以内で、当該金融機関に資金供給する。
ECB	概要
TRTLO1～3(ターゲット型長期流動性供給)	金融機関による非金融機関への一定の貸出増加に対して、ECBが低利の長期資金を供給。TRTLO3(第3弾)は、期間3年で主要資金供給オペ金利(一定以上の貸出増には預金ファシリティ金利)を適用。尚、2020年6月から1年間は、コロナショック対応で各金利-0.5%を適用。
PELTRO(パンデミック緊急長期流動性供給)	金融機関に対する流動性バクストップとして、金融機関に対し、2020年5月より12月末にかけて最長満期2021年9月で流動性を供給。主要資金供給オペ金利-0.25%の金利を適用。

(資料) 日銀、ECBより国際通貨研究所作成

## 2. 非伝統的な金融政策～(5) マイナス金利政策

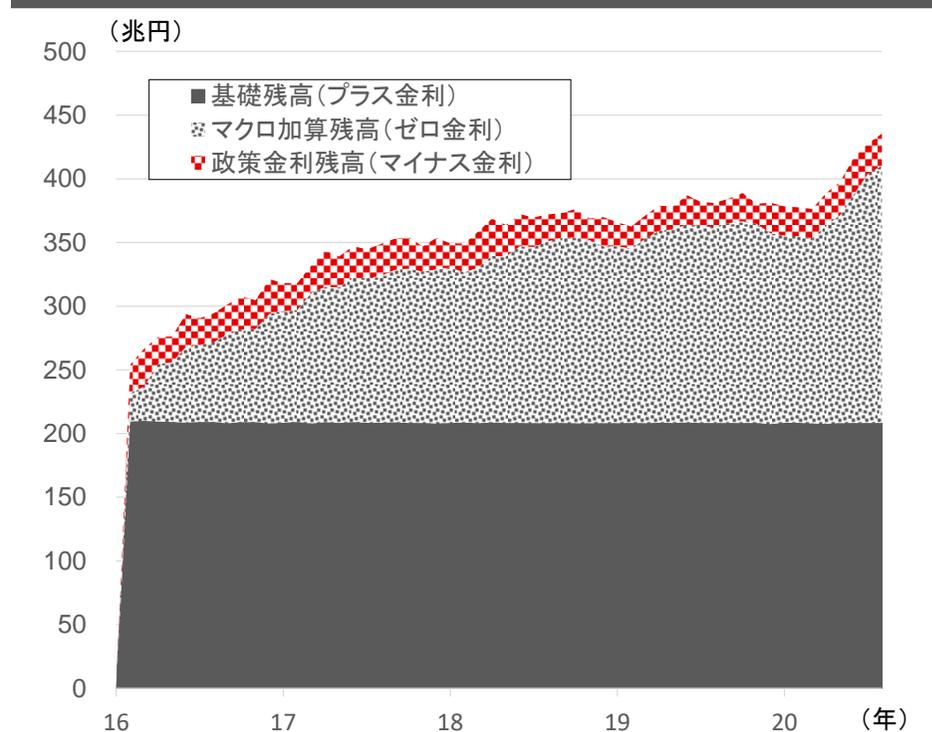
- マイナス金利政策は、政策金利をマイナス領域まで引き下げ、短期金利部分を起点に長期金利部分を含むイールドカーブ全体をさらに引き下げることで、さらなる金融緩和効果を狙うもの。また、政策金利が0%近辺に達していても通貨高・デフレ圧力が根強い局面で、さらなる金利の引き下げを行うことで、一定の為替レート減価圧力になり得る。
- 一方、リテール向け預金にはマイナス金利の付与をし難いことなどから、金融機関の利鞘圧迫要因となることが多く、リバーサルレートなどを越えた一定以上のマイナス金利政策の深掘りは、金融システムへの悪影響から金融緩和効果を相殺してしまうリスクもある。また、金融機関が中央銀行に持つ当座預金にマイナス金利(手数料)を課すことになることから、量的金融緩和政策の推進に反する側面もあり。これらへの対応として、同時に金融機関が中央銀行に持つ当座預金へのマイナス金利の適用対象を絞る措置(階層構造)が適用されることが多い。
- 日本やユーロ圏では、当座預金階層構造と共にマイナス金利が採用されている。一方、米国はMMFへの悪影響などから慎重。

マイナス金利政策の想定される効果と副作用

想定される効果	概要
<b>短期金利誘導による金融緩和余地の拡大</b>	政策金利をマイナス領域までさらに引き下げることで、短期金利を起点に長期金利を含むイールドカーブ全体をさらに引き下げ、金融緩和圧力を強めることが可能となる。
<b>為替レートへの一定の減価圧力</b>	政策金利のマイナス領域へのさらなる引き下げが、特に通貨高・デフレ圧力が根強い際に、一定の為替レート減価圧力になり得る。
想定される副作用	概要
<b>過剰なリスクテイク</b>	金融機関に過剰なリスクテイク・信用創造を促してしまう側面あり。非効率な企業が淘汰され難くなる面もあり。
<b>金融機関の収益悪化要因</b>	リテール向け預金金利にはマイナス金利の付与をし難いことなどからも、金融機関の利鞘圧迫要因となることが多い。特にリバーサルレートを越えたマイナス金利政策の深掘りは、むしろ金融システムに悪影響となり、金融緩和効果が相殺されてしまうリスクがある。
<b>量的金融緩和政策と相反する側面</b>	量的金融緩和政策は、マネタリーベースの一部である金融機関の中銀当座預金を増加させる側面を持つが、マイナス金利政策はこれにマイナス金利、つまり手数料を課すことになり、量的金融緩和の推進に反する側面がある。マイナス金利政策を導入している中銀は、マイナス金利の適用対象となる当座預金を絞る措置(階層構造)をとることが多い。

(資料) BIS(2019a)などより国際通貨研究所作成

日銀当座預金残高の内訳



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 2. 非伝統的な金融政策～(6) イールドカーブ・コントロール

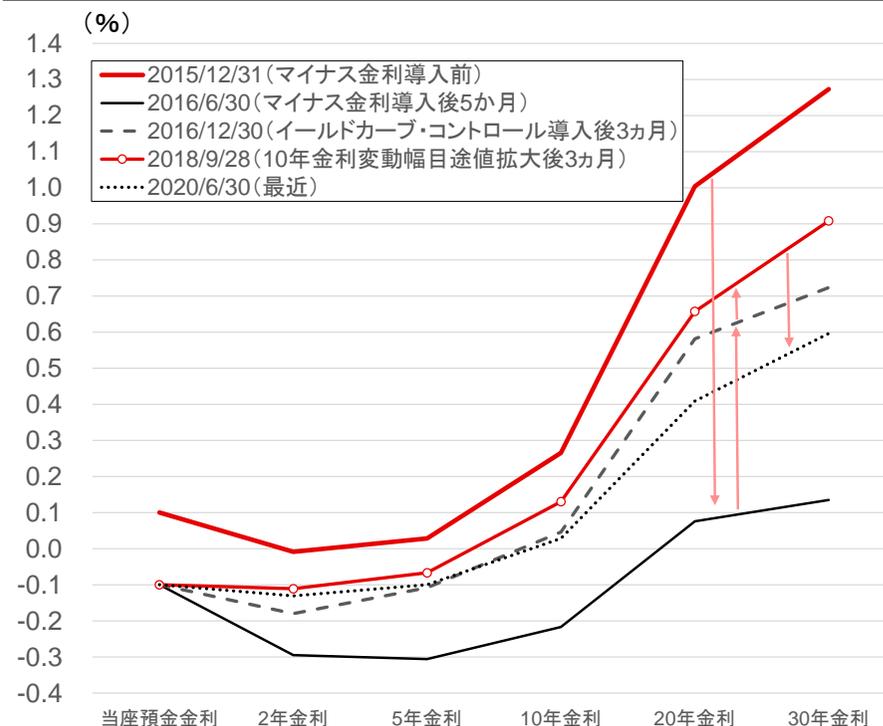
- 量的金融緩和政策(QE)では通常一定の金額の国債を購入することを表明するものの、具体的な長期金利の誘導水準までには踏み込まないが、イールドカーブ・コントロールは、ある年限の国債金利を一定の水準(レンジ)に誘導することを表明するもので、より踏み込んだ金融緩和措置と言える。また、誘導対象とする年限の設定などによって、超長期ゾーンの金利の低下による過度なイールドカーブのフラット化を抑制できる面もある。
- 但し、対象となる年限の金利の変動を抑制してしまうため、市場機能の棄損の副作用は、QEよりも大きくなるリスクあり。また、財政赤字拡大時には、長期金利の急上昇を防ぐために金融政策上の判断で出口に向かうことができなくなり、事実上の財政支援に金融政策が動員され、金融政策の独立性が失われるリスクも指摘されている。
- 現状日銀は日本国債10年金利を0%±0.2%程度に誘導することを表明している。先進国ではRBA(豪州準備銀行)が豪国債3年金利を0.25%程度に誘導する政策を採用している。

イールドカーブ・コントロールの想定される効果と副作用

想定される効果	概要
<b>国債長期金利の押し下げ</b>	中銀が、国債長期金利を一定の水準に誘導することで、QEによる場合よりも、国債長期金利の引き下げをより強く市場に対してコミットし、ポートフォリオ効果によりこれと一定の連動性がある社債や銀行貸出などの実質長期金利を引き下げ、消費や投資を刺激する。
<b>金融緩和継続期間に関する期待への働きかけ</b>	中銀がイールドカーブ・コントロールを継続している間は、政策金利の引き上げは行われないという期待形成を市場に促し、一種の時間軸効果の作用をもたらす(シグナリング効果)。また、インフレ期待に働きかける要素もあり得る。
想定される副作用	概要
<b>過剰なリスクテイク</b>	市場参加者に過剰なリスクテイクを促してしまう側面あり。
<b>市場機能の棄損</b>	市場における中銀の購入シェアが上昇してしまうと、当該市場の自然な流動性が損なわれ、市場の価格発見機能などを棄損してしまう側面がある。
<b>出口の難易度上昇</b>	緩和策終了の際の中銀による含み損計上や市場金利急騰のリスク。QEよりもさらに出口の難易度が上昇する可能性が高い。
<b>中銀の独立性への影響</b>	財政赤字の大幅拡大時に導入すると、長期金利の急上昇を防ぐために、金融政策上の方針で出口政策に向かうことができなくなり、事実上の財政支援に金融政策が動員されてしまうリスクも排除できない。

(資料) Bernanke(2020)などより国際通貨研究所作成

日本国債イールドカーブの推移



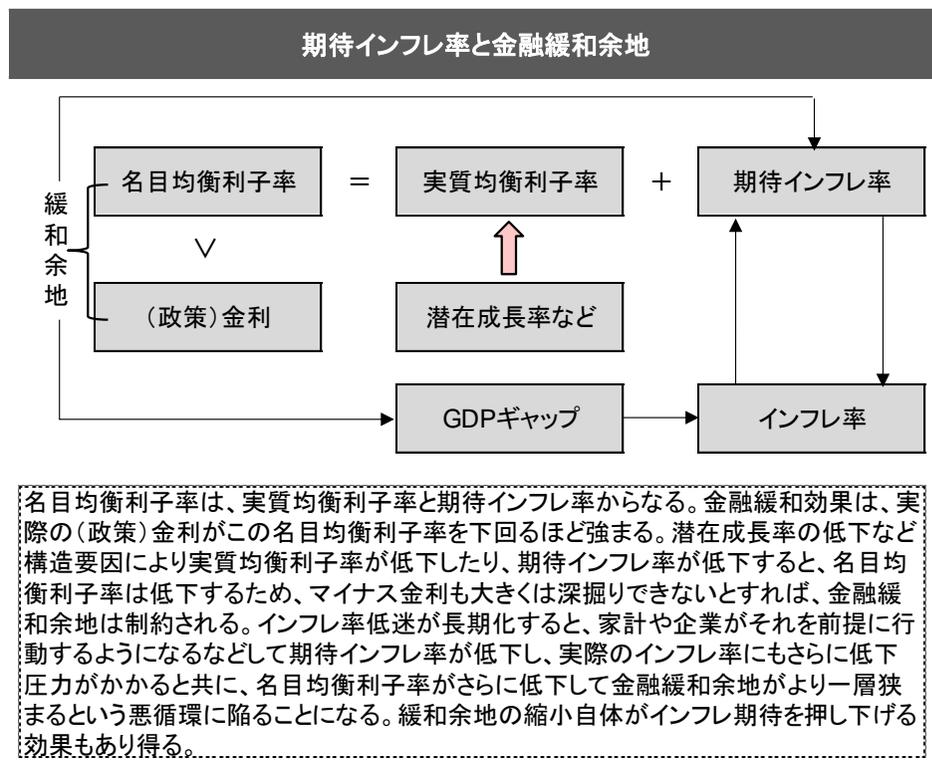
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

### 3. 金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化～(1)インフレ目標の意義

- 資源配分の効率性や先行き不確実性低下などのため、物価水準の安定は必要。その上で、消費者物価指数の上方バイアスの可能性や、景気後退時の政策金利引き下げによる金融緩和余地確保などのため、先進国を中心に多くの世界の中央銀行は2%程度をインフレ率の目標としている。互いに2%程度のインフレ率目標を維持することは、購買力平価的な観点から為替レートの安定にも寄与すると考えられる。
- 多くの中央銀行はインフレ率期待を2%程度に維持することを重要視している。期待インフレ率が2%を割り込んだ状況が続くと、景気に対して中立な名目均衡利子率を低下させ、政策金利引き下げによる金融緩和余地が縮小。景気刺激、インフレ率引き上げの手段が限られ、さらなるインフレ率や期待インフレ率の低下へと悪循環につながり得るためである。欧米諸国では、Japanificationとして、既に日本は少なからずこうした状況に陥っているとみている模様。各国中銀は、コロナショック後もインフレ率の速やかな目標への回帰とインフレ期待の維持(回帰)のため、QEなど非伝統的金融政策を総動員している。

インフレ率目標2%が必要な理由	
物価安定の必要性	概要
価格による資源配分機能の向上	物価が安定することで、家計や企業が相対価格やその限界的な変化を正確に把握することができ、価格のシグナル機能が安定的に働き、効率的な資源配分を達成することができる。
将来の不確実性の低下	将来の物価変動に関する不確実性が低下することで、家計や企業が長期的な視野に立った経済活動の意思決定を下すことが容易になる。
資産や所得の意図せざる再配分の回避	物価が安定することで、インフレやデフレによる債権者・債務者など間における意図せざる資産や所得の再配分を回避できる。
2%の必要性	概要
物価指数の上方バイアス	消費者物価指数は、基準年の消費バスケットに基づく5年間の固定ウェイトで計算されるため、価格低下品の需要増によるウェイトの増加が反映されないなど、上方バイアスがあることが指摘されている。インフレ率目標0%では、実際はデフレに陥るリスクがある。
金融緩和余地の確保	名目均衡金利は、実質均衡金利に期待インフレ率を加えたものであることから、一定のインフレ率、インフレ期待を確保することで、政策金利引き下げによる金融緩和余地を確保することにつながる。
為替レートの安定	多くの主要国と同様にインフレ率目標を2%に設定することで、購買力平価的な観点から為替レートの安定に寄与し得る。

(資料) 白川(2008)などより国際通貨研究所作成

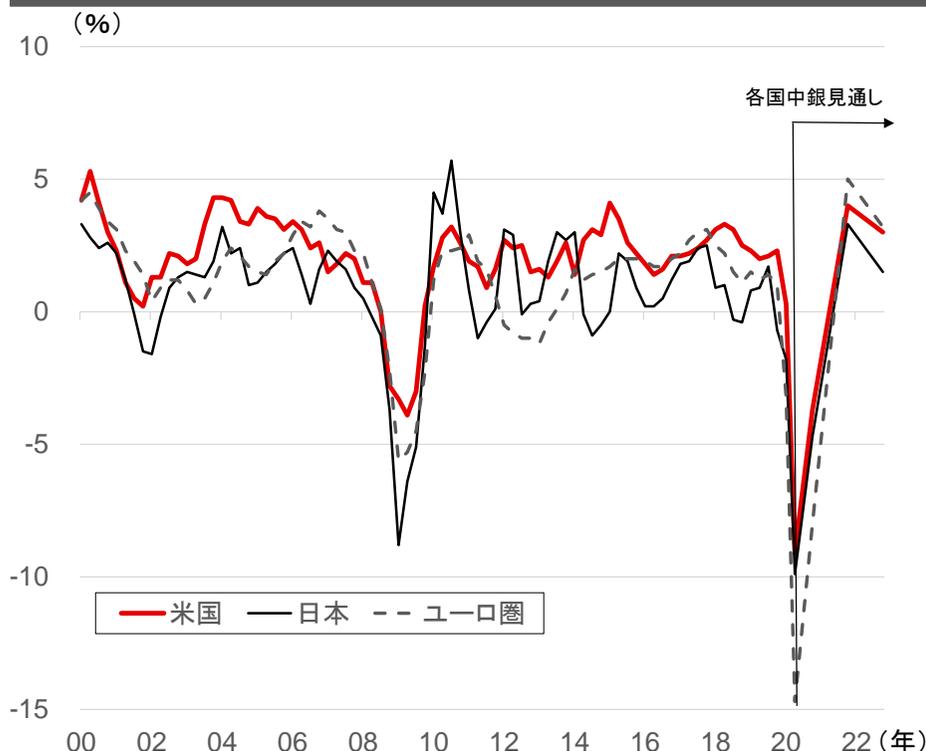


(資料) 国際通貨研究所作成

### 3. 金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化～(2)インフレ目標未達の長期化懸念

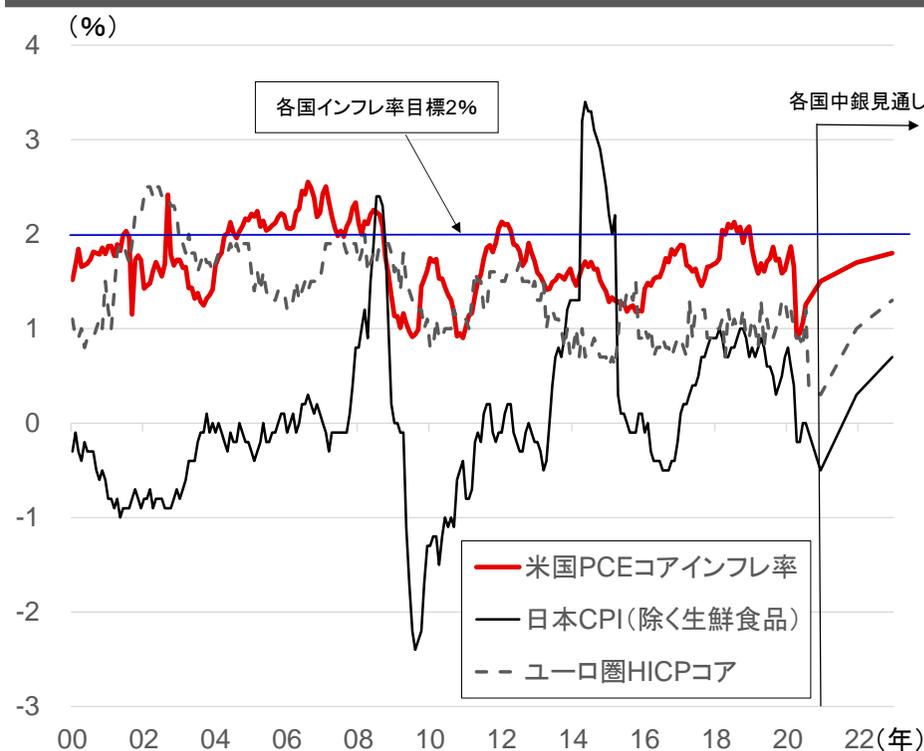
- 日米欧の実質GDP成長率の趨勢は、2008年の金融危機後に危機前よりも幾分低下。これに対し、インフレ率の趨勢は、米欧で金融危機後に顕著に低下。景気がある程度拡大していた期間においても、恒常的なインフレ率目標2%への到達が難しくなりつつある。特に米国よりもユーロ圏のインフレ率の停滞は顕著。日本は2013年からの量的・質的緩和によりむしろ以前よりは若干インフレ率の水準が切り上がっているが、インフレ率目標2%への到達は3極の中では依然として最も厳しい状況。
- こうした中、2020年のコロナショックで各国・地域の景気は大きく落ち込み、需給ギャップ拡大見通しから、インフレ率は当面低迷して推移する見通し。前頁まででみたように、各国中銀は非伝統的金融政策に再び大きく踏み込んでおり、インフレ率の目標2%への早期到達を実現できるかが焦点となっている。長期に亘ってインフレ目標を達成できない場合、インフレ率期待が2%から下振れて来ることに加え、中央銀行の金融政策への信認にも悪影響を与え、インフレ率目標の達成がさらに難しくなる悪循環に陥るリスクが高まる。

日米ユーロ圏の実質GDP(前年比)実績と中銀見通し



(資料) Bloomberg、各国中銀より国際通貨研究所作成

日米ユーロ圏のインフレ率実績と中銀見通し

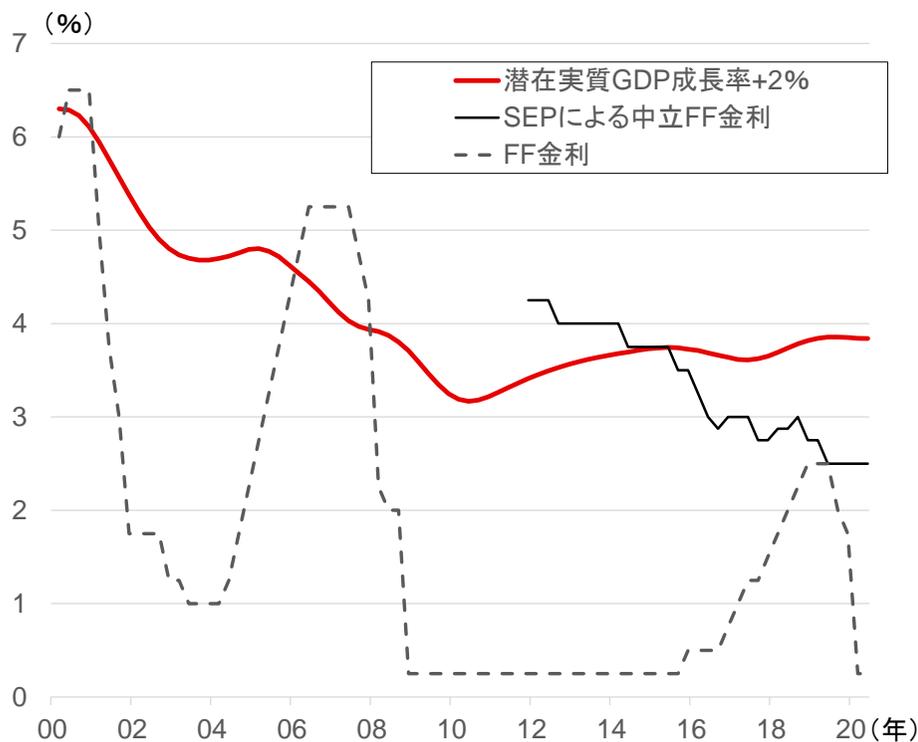


(資料) Bloomberg、各国中銀より国際通貨研究所作成

### 3. 金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化～(3) 名目均衡利子率の低下など

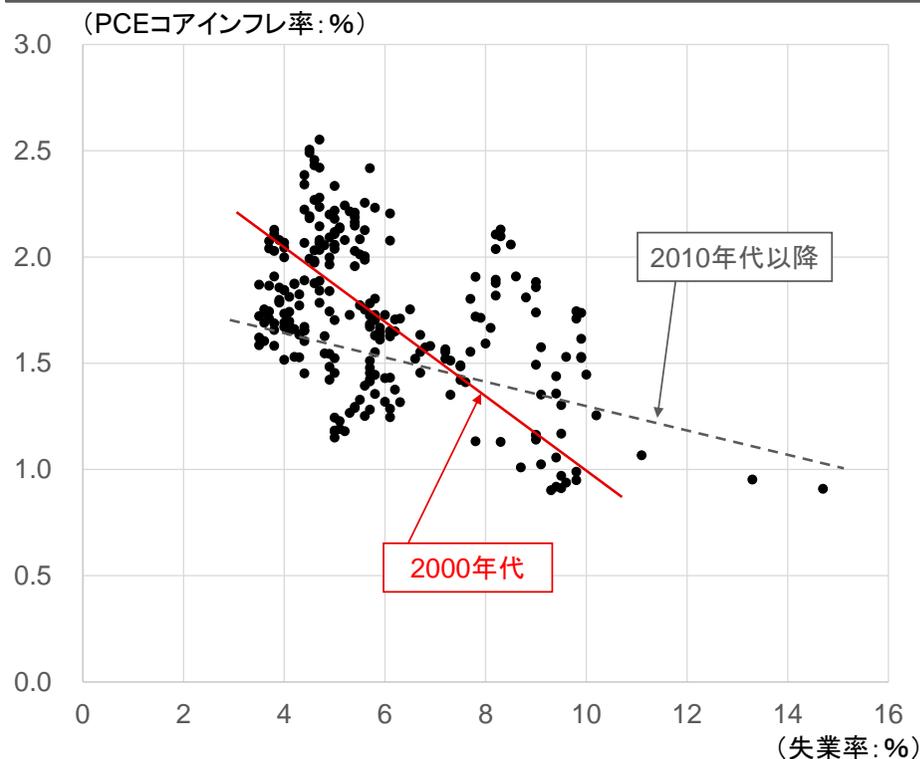
- 各国でインフレ率が低迷し易くなった背景として考えられるのは、まず景気を刺激も抑制もしない名目均衡利子率(自然利子率)が趨勢的に低下基調となっている現象。実際米国では、FOMCが四半期ごとに公表する景気に中立なFF金利(Summary of Economic Projection [SEP]における中長期のFF金利見通し)が2012年以降低下基調にある。利下げによる金融緩和効果が従来よりも限られつつあり、インフレ率押し上げ効果が減退している可能性がある。こうした現象の背景としては、各国における労働人口の減少や生産性上昇率の減速などから、潜在成長率が趨勢的に低下していることが考えられる。
- さらに、グローバル化による経済構造の変質などを反映して、失業率低下や景気拡大にも拘わらず、これに対してインフレ率が上昇し難くなるという、いわゆるフラットなフィリップス・カーブの傾向が強まっていることも、インフレ率低迷の要因と考えられる。
- 主要国におけるインフレ率低迷と非伝統的金融緩和への依存度上昇は、こうした世界経済の構造的変化が背景の可能性大。

米国の潜在成長率、中立FF金利の推移



(資料) Bloomberg、FRB、CBOより国際通貨研究所作成

2000年以降の米国フィリップス・カーブ



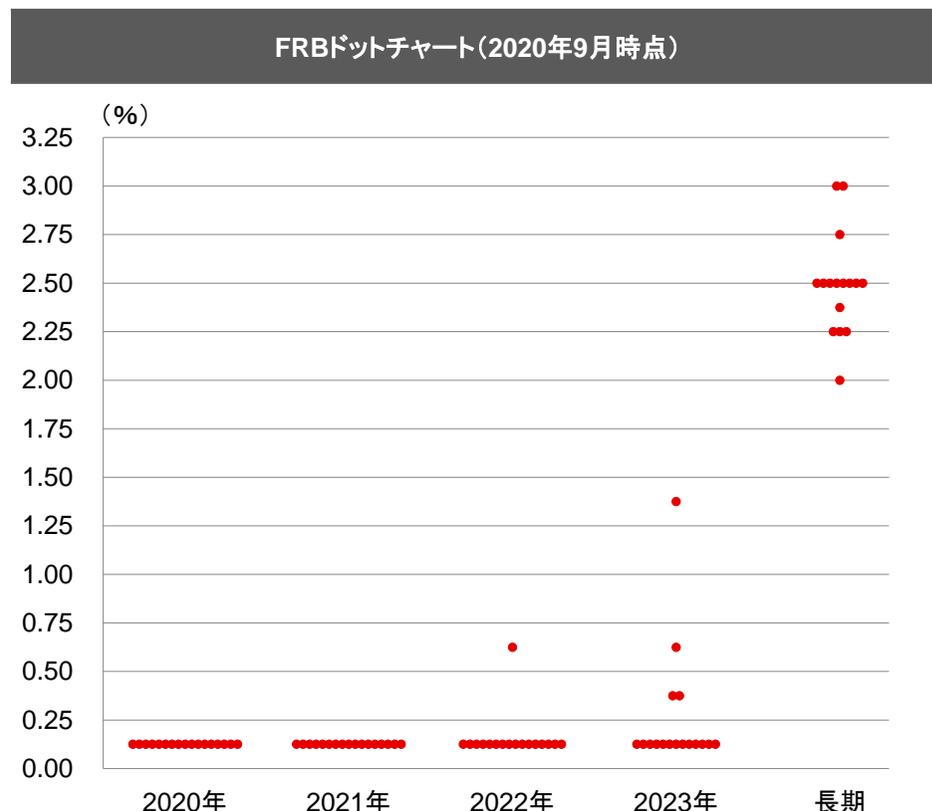
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 4. 新たな金融政策の枠組みの行方～(1)FRB金融政策枠組み見直し

- 金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化を受けて、FRBは既にコロナショック前の2019年より金融政策の枠組み見直しの検討を開始していた。その結果を2020年8月にFRBの「中長期目標と金融政策戦略」の改訂という形で発表した。
- 名目均衡利子率の趨勢的な低下による金融緩和余地の低下や、失業率の低下に対する名目賃金や物価の上昇率の反応度の低下により、構造的に景気・インフレ率の下振れリスクが増大したとの認識を表明。インフレ率の目標を、一定期間の平均で前年比2%に変更すると共に、最大雇用からの雇用の一定の上振れはインフレリスクが顕在化しない限り容認とした。これを受け、2020年9月のFOMCでは、SEP上のFOMC参加者FF金利見通しも2023年までゼロ金利の継続を示唆。
- FRBの新しい枠組みは、世界経済の構造変化と足元のディスインフレ・リスクにより一層配慮し、インフレ率及び期待インフレ率を2%につなぎ留めることに強いコミットメントを改めて示すものとなった。但し、さらに金融緩和が必要になった際に、どのような追加政策手段がある得るか、財政政策とのポリシーミックスをどのように考えるかなど、より踏み込んだ内容には言及なし。

FRBの新たな中長期目標と金融政策戦略	
従来比不変の点	概要
金融政策の目標	雇用の最大化とインフレ率の安定。最大雇用は具体的な数値目標を設定せず。インフレ率目標はPCEコアインフレ率で前年比2%。
フォワードルッキングな金融政策の意思決定	金融政策の効果波及はタイムラグを伴うため、FOMCの意思決定は、中長期的な経済見通しや、金融システムの安定性に関するものなどリスク要因を反映したものになる。
今回の修正点	概要
名目均衡利子率の水準	名目均衡利子率は歴史的な平均水準より低下傾向にあることから、金融政策は実効下限制約(ELB)に直面し易くなっており、雇用やインフレ率もダウンサイドリスクが増大した。
雇用最大化目標の扱い	雇用最大化目標とは広範かつ包摂的なものであることを重視。金融政策の判断に際して、従来の最大雇用からの乖離ではなく最大雇用への未達分を勘案するとして、最大雇用からの上振れにはより柔軟に対応する。
インフレ率目標の扱い	インフレ率目標を、従来の前年比2%から、一定期間の平均で前年比2%に変更。インフレ率が2%を下回る時期が続いた後は、一定期間2%を上回ることを容認することを明記。
金融システムの安定	金融政策目標の安定的達成における金融システム安定の重要性を改めて明記。
金融政策戦略見直し	包括的な再検証を約5年に1度行う。

(資料)FRBより国際通貨研究所作成



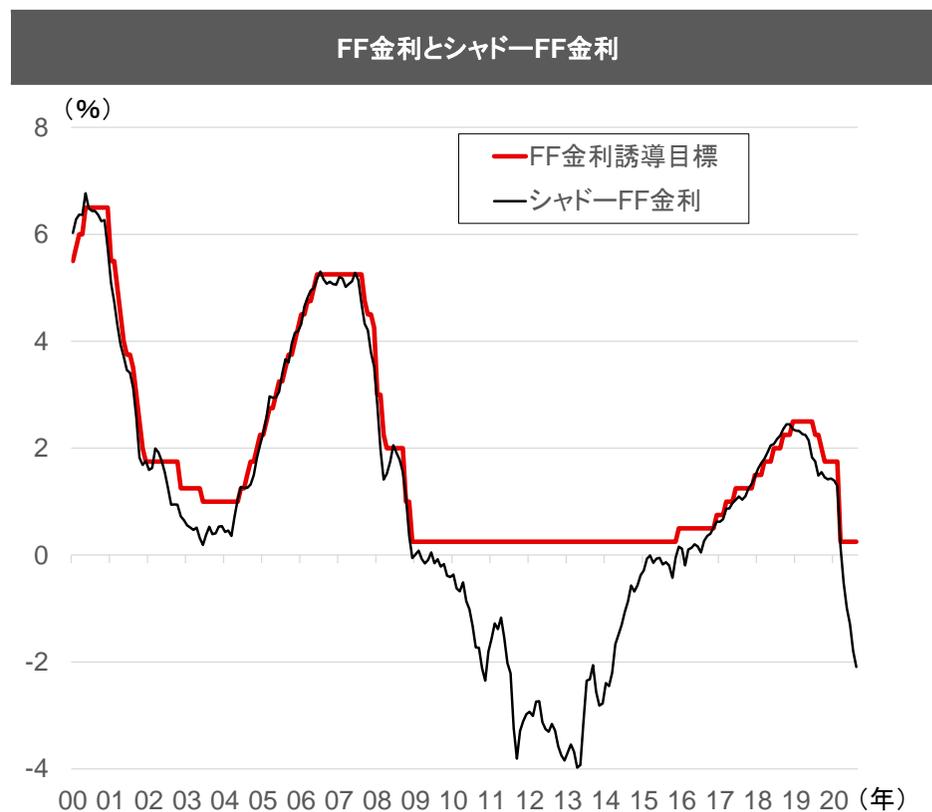
(資料)FRBより国際通貨研究所作成

## 4. 新たな金融政策の枠組みの行方～(2)FRBの対応余地

- 既にみたように、FRBは、コロナショックを受けて、大規模量的金融緩和などの非伝統的な金融緩和政策を再開した。
- Bernanke(2020)では、名目均衡利子率が2～3%程度であれば、フォワードガイダンスや量的金融緩和などの非伝統的金融政策により、政策金利の3%程度の引き下げと同等の金融緩和効果をもたらすことができるとしている。この点、1つの試算ではあるが、Leo Krippner氏のシャドーFF金利の試算では足元▲2%程度とみられることから、相応の金融緩和効果が顕在化しているとみられる。FRBパウエル議長も足元のFRBの金融政策スタンスは現状適切としており、当面FRBは現状のフォワードガイダンス、量的金融緩和政策と貸出オペレーションにより状況を見極める模様。
- 現在のシナリオ通り、景気回復が続くのであればさらなる大規模な追加金融緩和措置は必要にならないシナリオも想定し得る。但し、予想外のダウンサイドシナリオなどが顕在化した場合、また現状の大規模緩和の巻き戻しが終了しないうちに次の景気後退が到来した場合、どのような追加手段が残されているかは、今回の金融政策枠組み見直しからは明確には読み取れない。

Bernanke(2020)によるシミュレーション	
<b>シミュレーションの概要</b>	
以下のいくつかの様々な前提においてそれぞれシミュレーションを行い、インフレ率と失業率の目標への収斂度を比較	
<b>実質均衡利子率</b>	1% (名目均衡利子率:3%)、0% (名目均衡利子率:2%)
<b>インフレ目標</b>	2%、4%、5%
<b>フォワードガイダンス</b>	インフレ率が1.75%、2%、2.25%をそれぞれ上回るまでゼロ金利政策が継続されると宣言する。
<b>量的金融緩和(QE)</b>	GDPギャップが▲5%より悪化している間に四半期ごと250億ドルの資産買入や、▲2.5%より悪化している間に四半期ごと500億ドルの資産買入。
<b>インプリケーション</b>	
①	名目均衡利子率が2～3%であれば、フォワードガイダンスや量的金融緩和などの非伝統的金融政策により、政策金利3%程度の引き下げと同等の金融緩和効果をもたらすことができる。
②	低金利政策が金融システムの安定性にとってのリスクなどにならない限り、インフレ率目標の5%への引き上げよりも、非伝統的金融政策による金融緩和の方が望ましい結果をもたらす。
③	非伝統的金融政策による望ましい効果を確保する上で、名目均衡利子率を2～3%程度に維持することは重要で、これを大きく下回る場合、長期金利のマイナス領域への低下など、無視できない副作用を伴うリスクが高まる。

(資料) Bernanke(2020)より国際通貨研究所作成



(資料) Leo Krippner, Bloombergより国際通貨研究所作成

## 4. 新たな金融政策の枠組みへの行方～(3)金融システム安定との両立

- 米国を中心にかつては景気拡大によるインフレリスク増大を受けたFRBの金融引き締めが景気後退の引き金になるケースが多かったが、2000年代以降は、インフレ率が安定する中で、金融システム不安や金融市場の混乱(信用サイクル)が景気後退の切っ掛けとなるようになった。足元もインフレ率の下振れリスクの高まりにより、大幅な金融緩和政策が長期化する見通しとなったが、こうした政策が投資家の過剰なリスクテイクを促し、金融システムの不安定化につながるリスクがある。
- 金融システム不安のリスクを金融政策運営においてどの程度勘案すべきかについては様々な見解がある中、FRBは今回の金融政策枠組みの見直しでも2%のインフレ率回帰を最重要視し、金融システム安定への対応は第一義的にはプルーデンス政策で対応するとスタンスを維持している。但し、P16でみたように、金融システムの安定にもより配慮するスタンスに修正。
- コロナショックで公的・民間債務が急増、金融システムの脆弱性は拡大する方向にある。FRBも金融安定レポートなどによる監視を継続して行く中で、金融政策運営におけるインフレ目標達成と金融システム安定のバランスの議論の進展が注目される。

FED View vs BIS View	
中銀	概要
FED View	資産価格の動向は、景気やインフレ率にどのような影響を与えるかという観点からモニタリングするものの、バブルの発生を事前に予測するのは容易でなく、実際に資産価格の高騰を金利引き上げで抑制するのにも対応の幅が必要になる。金融政策の目標は物価の安定であるべきで、資産価格の高騰にはプルーデンス政策で対応するべきである。
BIS View	金融政策担当者は、資産価格の上昇が、持続不可能な金融的不均衡の蓄積でないかという観点からも、経済状態が持続可能なものであるか慎重に判断する必要がある。金融的不均衡を防ぐためには、金融政策とプルーデンス政策の両方が必要である。

(資料)白川(2008)より国際通貨研究所作成

主な識者のコメント	
識者	内容
Bernanke(2020)	金融政策と金融システムの安定の関係についての我々の理解はまだ完全なものではない。金融政策の判断にどの程度金融システム安定の観点を考慮すべきかは様々な議論がある。しかし、金融システムの安定には、まずプルーデンス政策が第一線であるべきである点については、概ね合意があるようだ。
白川(2018)	2%の物価上昇率は金融政策運営上、他のすべての考慮事項をオーバーライドするものとして絶対視すると、バブルをはじめとする金融的不均衡を作り出し、経済の持続的成長にかえってマイナスに作用することが懸念される。

(資料)Bernanke(2020)、白川(2018)より国際通貨研究所作成

FRB金融安定レポートの分析項目	
項目	概要
資産価格	資産価格の過大評価は、経済ファンダメンタルズとのバランスや過去の推移との比較によってモニタリングされる。投資家の過剰なリスクテイクによってもたらされ、大幅な価格下落の高いリスクを内包する。
企業と家計による借入	企業や家計による過剰な借り入れは、所得の減少や保有資産価値の下落などの環境悪化に対するそれらの主体の脆弱性を高める。そうした家計や企業が支出を削減すれば、経済全体の落ち込みにつながり得る他、借り入れ金が返済不能となれば、金融機関や投資家にも損失が及ぶことになる。
金融部門のレバレッジ	金融機関による過剰なレバレッジは、負の外部ショックに見舞われた際に、当該金融機関がさほど大きくない損失でさえも吸収できないリスクを高める。そうした状況では、貸出圧縮、資産売却、場合によっては破綻などに至ることにもなり、家計や企業への資金供給に大幅な悪影響を与える。
調達リスク	資金調達リスクが顕在化すると、金融機関は他の金融機関や主体から自らの資金を急遽引き出そうとする。多くの金融機関は、短期的な事前通知での資金返済があり得ることを前提に、市場などから資金を調達しているが、一部の金融機関は、多くの調達資金を流動性が乏しくすぐに売却できない、あるいは満期の長い資産へ投資していることがある。こうした流動性変換や満期変換の広がりは、市場混乱時などに投資家が速やかに資金を回収するインセンティブを作り出す。すると、他の金融機関も、資産の投げ売りに迫られることになり、大幅な損失計上や破綻にまで至る場合もあり得る。

(資料)FRBより国際通貨研究所作成

## 4. 新たな金融政策の枠組みの行方～(4) 財政政策との協調

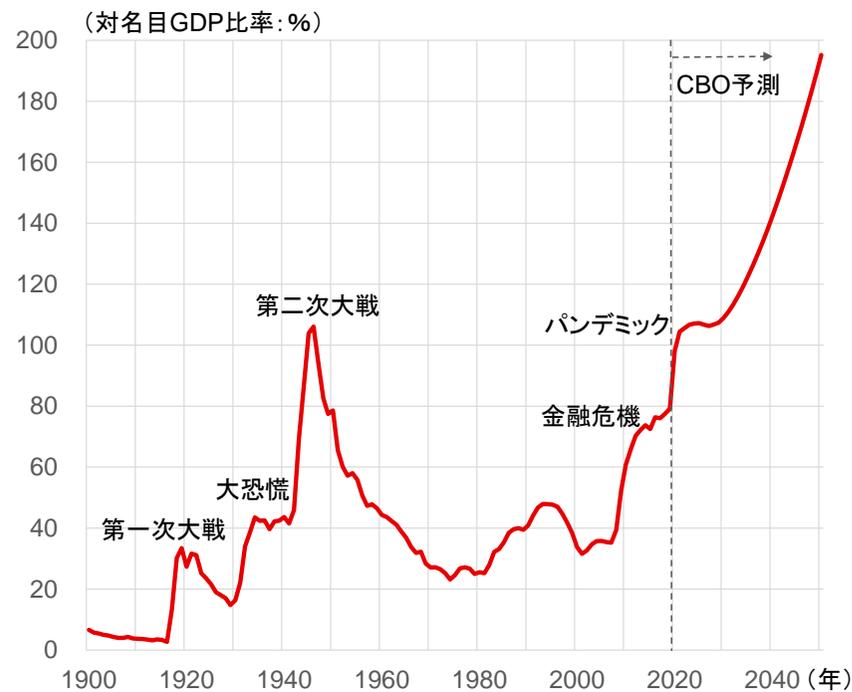
- 金融危機以降、世界の中央銀行が金融政策における実効下限制約(ELB)の問題に直面し、非伝統的金融政策の運用にも限界がある可能性から、次の景気刺激・インフレ率底上げ手段として、財政政策と金融政策との協調が挙げられている。特にコロナショックを受けて、主要国中銀が大規模な非伝統的金融緩和を再開すると同時に、景気支援策のため政府債務残高が大幅に拡大する見通しとなり、中央銀行の独立性、財政規律や財政の持続可能性を担保する枠組みが議論されている。
- 例えば、Fischer他(2019)では、実効下限制約(ELB)下においてインフレ目標の大幅未達を解消するために、中央銀行が稼働開始や金額、稼働終了の条件を設定できる常設緊急財政ファシリティ(SEFF)による限定的で制御された金融政策と財政政策の協調の枠組みを提案している。
- 白塚・河野(2020)は、公的債務が大きい日本を念頭においているとみられるが、金融政策が物価安定よりも財政に配慮した金融安定を重視した体制に移行せざるを得なくなるとして、それに相応しい新たな枠組み構築の必要性を指摘している。

### 金融政策と財政政策の協調政策に関する考え方の事例

提唱者	概要
Fischer他(2019)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常の財政支出政策やビルトイン・スタビライザーに加え、新たな財政政策の枠組みとして、インフレ目標を達成することを目的に常設緊急財政ファシリティ(Standing Emergency Fiscal Facility: SEFF)を創設。</li> <li>・中央銀行は、政策金利がゼロ金利制約に達しても、対象期間内にインフレ率が目標に大幅に未達になると予想される場合、SEFFの稼働開始を決定する。</li> <li>・中央銀行は、インフレ率目標達成に必要な財政規模を計算してSEFFの予算規模を決定すると共に、稼働終了の条件も予め設定する。金融政策はイールドカーブ・コントロールと同様に長期金利を一定の水準に維持することとし、財政当局は財政支出を拡大する。</li> <li>・次の景気後退局面で起こり得る、中央銀行の独立性維持と財政規律の維持に対する懸念にも対処し得るもの。</li> </ul>
白塚・河野(2020)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期金利は当面安定推移すると見込まれるが、長期的には財政の持続可能性に対する懸念の台頭による急上昇など不安定化のリスクがある。中銀はこうした事態を未然に防ぐために、大規模な国債購入により長期金利を安定させる必要がある。これは物価安定と金融の安定という中央銀行の政策目標の中で、より後者を重視せざるを得なくなることを意味する。</li> <li>・金融安定を重視し、財政運営に配慮した金融政策運営は、実態的には政府債務管理政策として機能することになり、結果として財政の金融政策への一段の依存と財政規律の喪失を招きかねない。こうした事態を防ぐために、金融政策と財政政策の一体運営を前提とした新たな枠組みの提示を検討すべきではないか。</li> </ul>

(資料) Fischer他(2019)、白塚・河野(2020)より国際通貨研究所作成

### 米議会予算局(CBO)による米連邦債務残高対名目GDP比率推移と予測



(注)現在の法律がそのまま不変とした場合の予測値

(資料)CBOより国際通貨研究所作成

## まとめ

- 日米ユーロ圏の金融政策は、金融危機以降実効下限制約(ELB)に直面し、非伝統的金融政策への依存度を強めてきた。インフレ率目標2%への到達が以前よりも容易でなくなって来たことが大きい。その背景には、もちろん危機後の経済回復が緩慢であったこともある。しかし、同時に労働人口や生産性の伸び悩みで潜在成長率が趨勢的に低下し、それに合わせて名目均衡利子率(中立金利)も趨勢的に低下、金融緩和余地が次第に縮小して来たという世界経済の構造変化が大きい。加えて、グローバル化の進展による様々な分野・産業におけるクロスボーダーの競争激化などから、景気拡大や失業率低下に対する物価や賃金の上昇感応度が低下(フィリップスカーブのフラット化)したこともインフレ率伸び悩みに寄与していると考えられる。
- 各国中央銀行は引き続き2%のインフレ率目標の速やかな達成と、それによりインフレ率期待を2%近辺で維持することを最重要視している。インフレ率が2%を下回る期間が長引くほど、家計や企業の行動に影響を与えてインフレ率期待も2%近辺でアンカーできなくなり、名目均衡利子率の低下と金融緩和余地のさらなる縮小、そしてインフレ率の2%からのさらなる乖離という悪循環に陥ることが、日本の経験からも警戒されるためだ。未達が続けば金融政策に対する信認が棄損されるという面もある。
- 以上のような金融政策を取り巻く金融・経済環境の変化を受け、FRBは2020年8月に金融政策の枠組みの見直しを発表。平均インフレ率2%目標を導入して目標達成へのより強いコミットメントを示した。しかし、新たな金融緩和手段などに関する言及は無かった。尚、ECBも同様の問題意識から来年半ばに金融政策の枠組みの見直し結果を発表する予定。
- 2020年にコロナショックが発生し、日米ユーロ圏の中央銀行は、金融危機時を上回る規模の非伝統的金融政策の導入に踏み切ると共に、大規模な財政支援策により公的債務残高も大きく拡大した。今後万一景気が想定以上に悪化し、既存の金融政策手段や金融政策の枠組みの延長線上での対処が困難になった場合の対応について、当局からはまだ公式な言及はないが、その行方への関心は高まりつつある。
- この点、まず非伝統的金融緩和政策は、2%のインフレ率目標達成の重要な支援措置ではある一方、資産バブルの発生を促すリスクなど、様々な副作用もある。金融システムの安定性は、最終的な物価の安定を維持する上でも重要な要素となる。金融政策運営におけるインフレ目標達成と金融システム安定のバランスについての今後の議論の進展が注目される。
- また、今後追加金融政策手段が次第に限られて来る中で、金融政策と財政政策の協調政策に焦点が移って来る可能性がある。この点、現代貨幣理論(MMT)がインフレ率が急上昇しない限り、財政支出は中央銀行によるマネタイゼーションで拡大できると主張しているが、問題はそれをどこまで行くとインフレ率や長期金利の急上昇が起きるか予測が容易でない点であり、現実的な政策オプションではない。こうした観点から、インフレ率目標達成という目的や財政支出規模、出口の条件を予め明示した限定的な金融政策と財政政策の協調を提案する経済学者も存在。また、特に日本のように公的債務が非常に大きく増加してしまったケースが念頭と思われるが、金融政策が長期金利を安定させて財政運営に配慮した運営を行い、物価安定よりも金融安定をより重視せざるを得なくなるとして、これを踏まえた金融・財政政策一体運営のための新たな枠組みの必要性を提唱する例もある。
- かつて世界の中央銀行は、高すぎるインフレ率抑制のため、中銀の独立性維持やインフレ率目標の設定といった金融政策の枠組み構築に注力して来たが、世界経済の構造的変化を受け、こうした枠組みも今後歴史的な変遷を遂げて行く可能性がある。

## 主要参考文献

---

- 唐鎌大輔(2017)「ECB 欧州中央銀行～組織、戦略から銀行監督まで」 東洋経済新報社
- 白川方明(2008)「現代の金融政策～理論と実際」 日本経済新聞社
- 白川方明(2018)「中央銀行～セントラルバンカーの経験した39年」 東洋経済新報社
- 白塚重典、河野龍太郎(2020)「財政との一体運営に規律を～危機後の金融政策の枠組み」 日本経済新聞経済教室 2020/6/30
- 竹中正治、会田卓司(2019)「金融政策の限界とMMTの是非」KOKEN 2019.12
- 田中隆之(2014)「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
- 日本経済研究センター編(2016)「激論マイナス金利政策」 日本経済新聞社
- 野口旭(2015)「世界は危機を克服する～ケインズ主義2.0」 東洋経済新報社
- 早川英夫(2016)「金融政策の誤解～壮大な実験の成果と限界」 慶應義塾大学出版会
  
- Bartsch, Elga, Jean Boivin, Stanley Fischer, Philipp Hildebrand, BlackRock Investment Institute (2019) “Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination” SUERF policy note No 105 The European Money and Finance Forum
- Bernanke, Ben (2020) “The New Tools of Monetary Policy” American Economic Association Presidential Address
- BIS (2019a) “Unconventional monetary policy tools: across-country analysis” CGFS Paper No63
- BIS (2019b) “Large central bank balance sheets and market functioning” Market Committee
- BIS (2020) “A monetary lifeline: central banks’ crisis response” BIS Annual Economic Report 2020
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2020) “Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Long-Run Goals and Monetary Policy Strategy”
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2020) “Financial Stability Report”
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2020) “Monetary Policy Report”
- Brainard, Lael (2020) “Bringing the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy into Alignment with Longer-Run Changes in the Economy” At “How the Fed Will Respond to the Covid-19 Recession in an Era of Low Rates and Low Inflation,” an event hosted by the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution, Washington, D.C.

## 主要参考文献(続き)

---

- Clarida, Richard H. (2020) “The Federal Reserve’s New Monetary Policy Framework: A Robust Evolution” At the Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Federal Reserve System (2020) “Fed Listens” Perspectives from the Public
- Leo Krippner Home page <https://www.ljkmfa.com/>
- Powell, Jerome H. (2020) “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review” At “Navigating the Decade Ahead : Implications for Monetary Policy,” an Economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

*Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)*

*All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.*

*Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan*

*Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051*

〒103-0027 東京都中央区日本橋本2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>