



## 立つ鳥跡を濁さないためには：異例の中央銀行政策からの脱却に伴う危険性

---

2013 年 4 月 11 日

この春、金融政策が人々の話題をさらっている。どの国に目を向けてもこれまで見たことのないような光景が展開されている。ユーロ圏でも日本でもイギリスでもアメリカでも、ここ数年にわたり短期金利はゼロに張り付き、中央銀行のバランスシートは国債などの資産で膨れ上がっている。

しかし、かつてならおよそ無味乾燥なこの話題の人氣がいつまでも続くはずもない。こうした非伝統的な政策はいつか終了を迎えることになり、長期にわたり広範な施策がとられていたがゆえに、政策の終了が金融の不安定化に繋がるリスクがある。政策当局はそうしたリスクを意識し、予測可能な形で段階的に対応をとることでリスクを抑えていくべきである。

### 金利の急激な上昇リスク

最新の「国際金融安定性報告書」では中央銀行が近年採ってきた政策が金融安定性にどのような影響を及ぼしうるかを考察するとともに、こうした政策をどのように終了させ、通常の政策に復帰するかについても触れている。「エクジット（退出）」といわれる政策転換をどう図るかは、市場環境とそれぞれの中央銀行の政策目的（具体的には低位で安定したインフレと一部の中銀では低い失業率の維持）に応じたものとなる。

市場の状況は重要である。エクジットの最大のリスクは金利、特に長期金利が予想外に急激に上昇することに伴って生じる。エクジットにあたって中央銀行は金利を引き上げ始めるとともに、金融危機時に購入した債券の一部を売却し始めることを決めるかもしれない。もし民間投資家が中央銀行によるエクジット政策に伴って債券価格が下落すると恐れて一斉に債券売却に動くとなれば金利が跳ね上がり、以下のような悪影響が生じる可能性がある。

- 中央銀行も含む銀行などの金融機関の保有する固定金利資産にキャピタルロスが発生する。金利上昇は（最大の収益源である）利ざやを拡大させる方向に働くので銀行にとってプラスだが、同時に保有債券については直ちに損失を被ることになる。利ざやの拡大による収益向上には時間がかかる一方で、こうした損失は直ちに生じるため、自己資本が薄い銀行が苦境に陥る可能性がある。こうしたリスクが存在するため、リストラと自己資本の充実が必要な銀行がある場合、出来るだけ早く手当てしておくことがとても重要である。
- 銀行が負っている信用リスクが上昇する可能性がある。これは金利上昇により借り手の返済負担が高まるからであり、特に金利上昇が景気の改善ではなくインフレ懸念の高まりによる場合にはそうしたリスクが大きい。

---

This iMFDirect post: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/11/how-to-make-a-graceful-exit-the-potential-perils-of-ending-extraordinary-central-bank-policies/>

iMFDirect blog home: <http://blog-imfdirect.imf.org/>

- 新興市場国への波及もある。先行きの金利見通しにシフトが生じ、とりわけ中央銀行間で引き締めタイミングが異なると、各市場や各国間の資金の流れが突然変化し、問題が生じる恐れがある。

### 資産売却のマイナス面

中央銀行がバランスシートを縮小しようとするに伴うリスクもある。金融政策を引き締めるにあたって過去数年にわたって大量に購入した資産を市場で直接売却する必要は必ずしもなく、売却すべきか否かは諸条件による。実際、中央銀行は資産売却以外の方法でも流動性を吸収することが出来るが、例えば政治的な圧力などの結果、資産売却を余儀なくされる可能性がある。そのような資産売却により悪影響が生じ得る。

- 中央銀行が保有する大量の国債等の資産を売却する必要があるのか、売却にどの程度積極的であるかが不確かな場合、中央銀行が売却を開始すると市場が過剰に反応する可能性がある。中央銀行による売却により債券価格が下落するとの恐れから民間投資家が債券を投げ売りすると、上に述べたような金利急騰が生じ得る。
- 拙い政策対応の結果、市場に混乱が生じる可能性もある。政策当局が市場の潜在的な脆弱性に事前に対応することないまま中央銀行が資産売却を開始すると、金融危機時に見られたような市場の機能不全が再現されるかもしれない。中央銀行が発行残高の大きな割合を保有している場合やマーケットメークで重要な役割を果たしていた場合に、このような事態が生じるリスクが高い。中央銀行の介入により市場の機能不全が隠されている場合は尚更である。
- 銀行の資金調達が困難化する可能性もある。金融政策の有効性を回復させるべく中央銀行が超過準備の縮小を図ると、銀行はインターバンク市場で資金調達する必要が高まるが、こうした転換は難しい面もある。

### 立つ鳥跡を濁さないためには

こうしたリスクが金融の安定性を大きく脅かすことがないようにするためには、政策当局は何をなすべきであろうか。

最も重要なのは、いずれ来る政策転換をできるだけ予測可能な形で段階的に実施することである。より平常な政策環境では、最低限、金利は相当程度上昇することになる。超低金利状態がこれまで長期にわたって続いたことから、そうした大幅な金利上昇に対して市場、企業、金融機関のいずれにおいても多くの調整が必要となる。予測可能な段階的なエクジットを図ることでそうした調整をより円滑に進めることができる。

従って、中央銀行は混乱が生じないようエクジット戦略を慎重に立案し、市場や金融機関、他の中央銀行に対し、十分な時間的猶予をもって、情報発信していくべきである。中央銀行が異例の政策対応からエクジットした際にも銀行が発展できるよう銀行監督当局は、前例の

---

This IMFdirect post: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/04/11/how-to-make-a-graceful-exit-the-potential-perils-of-ending-extraordinary-central-bank-policies/>

IMFdirect blog home: <http://blog-imfdirect.imf.org/>

ない政策が継続されている間にこそ、銀行がバランスシートを修復し、健全性を高めておくようにすべきである。