

量的緩和とイングランド銀行財務

齊藤美彦

要 旨

リーマンショック後においてイギリスの中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、他の主要中央銀行と同様に非伝統的ないしは非標準的といわれる金融政策の採用を余儀なくされてきた。BOEの量的緩和政策の最大の特徴は、実際の資産購入(主として国債)は、子会社のAPF(Asset Purchase Facility)がこれを行い、BOEはこれへの貸付を行うという方式をとっていることである。そしてAPFの収益については財政収入、損失が発生した場合には財政負担とするという取り決めが政府とBOEの間でなされているという点も大きな特徴点である。本稿においては、量的緩和期のBOE本体およびAPFの財務状況を分析したが、両者共に収益を挙げてきている。特にAPFは資産購入額の増加とともに収益増傾向となってきた(国債評価損が発生している年度もある)。

ただし今後において正常化を本格的に目指し、資産売却を行う場合には、損失が発生し、それが巨額となることも考えられる。それはBrexitの帰趨にも影響されるであろうが、不透明ではある。しかしながら、BOEはこうした点についても情報発信を行い、それなりの説明責任を果たしている。

目 次

はじめに

I. 1844年銀行法と勘定分離

II. 平時における収益構造からの変化

III. 量的緩和以降のイングランド銀行財務

1. イングランド銀行本体の財務

2. APFの財務

IV. プレクジットの影響

おわりに

はじめに

日本銀行は1990年代末から、その他の主要中

央銀行はリーマンショック後において非伝統的ないし非標準的と呼ばれる金融政策を採用せざるをえない状態となった。日本銀行が2001年から約5年間継続された量的緩和政策は、その終

了後において比較的短期間で超過準備を解消することができた。しかしながら、リーマンショック後に展開された主要中央銀行による大規模資産購入（LSAP）等からの出口は短期間では終了しない様相をみせていた。主要中央銀行のなかで最初に出口に向かったアメリカの連邦準備は、テーパリングから政策金利引上げ、そしてバランスシートの縮小へと慎重にそれを行っている。これは非伝統的金融政策が、その有効性が必ずしも明確ではない一方で、その副作用が出口へと向かう時点で顕在化する恐れがあるからであろう。

一方、イギリスの中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、種々の面でユニークな方法を取りつつ、非伝統的金融政策としての量的緩和（QE）政策を実行してきている。その最大の点は、大規模資産購入については子会社のAPF（Asset Purchase Facility）がこれを行い、BOEはこれへの貸付を行うということであり、APFの損失については財政負担とすることが財務省とBOEの間で合意されているということであろう。これは、非伝統的金融政策の副作用として懸念されている中央銀行財務の悪化とそれが及ぼす悪影響を考慮してのことであろう。本稿においては、以下でBOEの主として政策採用以降の財務状況を検討することにより、それがBOEの財務に与えた影響を検証することと、将来において懸念されることさらにはそれが出口政策にどのような影響を与えるか等について以下で検討することとしたい。

I. 1844年銀行法と勘定分離

特に予備知識がなくBOEの財務諸表を見た場合に奇妙に思われるのは、どうして勘定分離

（発券部 [Issue Department] と銀行部 [Banking Department]）がなされているのかということであろう。これは、19世紀における通貨学派と銀行学派の間の論争である通貨論争を経て制定された1844年銀行法（通称ピール銀行法）によるものである。これは通貨学派のトレنزが考え出したものとされているが、同じく通貨学派のロイドが採用し、この考え方を認めた首相のピールものもとで制定された同法において規定された。これはBOEの業務に発券（銀行券の発行）業務と銀行業務が混在していることが、銀行券の発行のコントロールを難しくしているとの考えによるものであった¹⁾。

発券部は、1400万ポンドの証券（うち約1100万ポンドのギルト債）とBOEの金準備（そのうち4分の1までは銀でもよい）を資産として保有し、この合計額と同額の銀行券が発行された（それ以上の発券は認められなかった）。市中保有の銀行券以外の銀行券（銀行券発行総額－市中保有銀行券）は、銀行部に置かれ、日常の業務に必要な鑄貨（約100万ポンド）とともに銀行部の準備を形成することとなった。この銀行部準備の変動を決定するのは、①金準備の増減＝発券額増減と②市中保有銀行券残高増減であるが、西村閑也（西村 [1983]）によれば、②の市中保有銀行券残高はそれほど大きく変動しなかった²⁾。したがってBOEの金準備の増減は、対外および国内の金流入出により生じていた。

ピール銀行法の立案者たちは、「銀行券の増減にのみ注意を集中し、実はすでに40年代ごろから、銀行預金の通貨としての機能が発展しつつあり、預金量も急増しつつあることに気がつかなかった」（西村 [1983] 152頁）のであった。民間の預金銀行は、BOEに準備（BOE預

け金)を保有し、これを自らの支払準備とするようになっていった。このような変化こそがBOEを事実上の中央銀行の地位へと押し上げる動力となったのであろうが、ここではこの点にはこれ以上踏み込まないこととする。このことから明らかなことは、危機時に民間預金銀行が要求するものはイングランド銀行券ではなくBOEからの与信(流動性供給)であったということであろう。金の流出もあり1847年秋に銀行部保有の銀行券が底をついたことからピール銀行法は停止されたが、これを含めて19世紀中に3度停止された。これは同法の致命的欠陥が明らかとなったものであろう。

ところで同法は、BOEの主要資産負債項目を毎週公表することを義務付けたが、そこにおいても発行部と銀行部の勘定は分離されており、最近までこのスタイルでの公表は続けられてきた³⁾。そして管理通貨制度への移行後においても、基本的にこの勘定分離制度は維持されてきているのである。

II. 平時における収益構造からの変化

第1次世界大戦の勃発により国際金本位制は崩壊し、イギリスは金本位制度から離脱した。金本位制に復帰したのは1925年4月のことであったが、この再建金本位制も世界恐慌の影響から1931年9月まで存続したにすぎなかった。これ以後、今日まで管理通貨制が継続してきているわけであるが、1930年代のBOEはマクロ金融政策の遂行主体としての中央銀行の貌を見せるようになってきた。これは19世紀後半におけるBOEは、中央銀行といっても、まだ最後の貸し手としての役割を果たすものとしての中

央銀行であったに過ぎないのと比べるならば大きな変化であるといつてよいであろう。

BOEは第2次世界大戦後の1946年に国有化されたが、当時の資本金は1460万ポンド、株主数は約17000(そのほとんどは零細株主であり3分の2が1000ポンド以下の株主であった)であり、株式はすべて政府(財務省[HM Treasury])により購入された。これ以後は、BOEの全株式を政府が保有しているわけであり、株式会社の配当金を財務省が受け取っている。BOEは依然株式会社であるといつても、政府の全株式所有であり、その株式が証券取引所に上場されているわけではない。これは、日本銀行の出資証券(資本金1億円)の45%が民間保有(55%は政府保有)であり、JASDAQ市場への上場銘柄として売買されているのとは異なる。

国有化により、発券部の収益は、国家に所属すべきシニョレッジということになるが、これは国家貸付基金(National Loans Fund)へと納付されている。一方、銀行部の収益は、政府(財務省[HM Treasury])へと納付されている⁴⁾。なお、BOEの運営費捻出のための仕組みとしてCRD(Cash Ratio Deposit)という、市中銀行が拠出する無利子の凍結預金口座がある。この運用益により、BOEの人件費・物件費等が賄われているという説明が一応はなされている⁵⁾。なお、BOEにおいては、今日においてもごく少額ではあるものの対政府貸付(Ways and Means)の残高が維持されている。

ところでBOEは、2006年5月に金融調節方式の変更を行った。その変更点についてごく簡単に述べるならば、それ以前のゼロバランスの準備預金制度に代えて、金融機関の申告ベースの完全後積の準備預金制度の導入したことが最

大の点であった。この準備預金には付利がなされ、この金利が政策金利とされた。BOEは市中金融機関の準備需要に対してはマクロベースでは過不足なく供給することを約束していた。資金供給の中心は短期（1週間）のレポオペであり、その金利は政策金利が適用されていた。また、長期のレポオペによる資金供給も行われていた⁵⁾。ただしこのいわば平時の体制の運営方式は、2008年9月のノーザンロックへの流動性供給、そして2009年3月の量的緩和（QE）の採用により、大きく崩されることとなり、現時点においても平時への復帰の道筋は見えていないとは言い難い状態にある。

本稿においては、それがBOEの財務にどの

ような影響を以下で検証することとしたい。まずは、あまり大きな影響がないと思われる発券部の収益状況をみたのが図表1である。金融調節方式の変更が2006年5月であり、ノーザンロックへの資金供給が2007年の9月であるから、その方式における平時とってよい期間はごく短期間であった。2006年度（2006.3-07.2）を平時における収益状況とするならば、その前後における変化はほとんどないように見える。しかしながら、図表2で発券部資産の内訳を見るならば、そこには大きな変化を見ることが出来る。2007年2月末において発行部資産における「国債等」と「その他証券・資産」の割合は大まかに言って1対2であるが、

図表1 発券部の損益状況

(単位：100万ポンド)

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09
(収益)				
国債利息等	619	628	735	499
その他証券・資産利息	1,124	1,082	1,636	1,768
収益計	1,743	1,710	2,371	2,267
(費用)				
銀行券製造費	28	36	23	48
銀行券関係費用	14	17	17	24
その他費用	3	4	4	7
費用計	45	57	44	79
⇒ NLFへ（純利益）	1,698	1,653	2,327	2,188

[出所] Annual Report and Accounts (BOE)

図表2 発券部資産の内訳

(単位：100万ポンド)

	2006.2	2007.2	2008.2	2009.2
国債等	13,370	13,370	8,168	9,585
国債	0	0	798	5,443
対政府貸付	13,370	13,370	7,370	4,142
その他証券・資産	23,550	25,079	36,810	39,023
銀行部預け金	53	49	19,211	29,225
リバースレポ（短期）	17,497	10,030	17,599	9,798
リバースレポ（長期）	6,000	15,000		
資産合計	36,920	38,449	44,978	48,608

[出所] Annual Report and Accounts (BOE)

「国債等」といっても「国債」はゼロであり、すべてが「対政府貸付」である。そして「その他証券・資産」においては「銀行部預け金」はほとんどなく、その大半が「リバースレポ」である。

これがノーザンロック危機を経た2008年2月末以降においては、大きく変化することとなった。まず「国債等」と「その他証券・資産」の比率は、後者がその大半を占めるようになった。また前者（「国債等」）においては、「対政府貸付」は減少し、ようやく「国債」が登場してきている。また大半を占めるようなった後者の「その他証券・資産」においては、「リバースレポ」が後退し、「銀行部預け金」が主体となってきている。これについては政策金利による利息を発券部は銀行部から受け取っているわけであるが、シニョレッジの内実が、市中金融機関からの受取利息から、銀行部からの受取利息（政策金利）と無利息債務としての銀行券との間の利鞘という外観を呈する（あくまで外観だけであるが）ように、この時期において変化したといえそうである。もちろん、これはシニョレッジとは、銀行部の運用益（というよりはBOE全体の）であるということであると、言い換えてもよいのかもしれないが、勘定分離によりこのような財務諸表上の外観を呈するようになってきたということなのかもしれない。

次に、銀行部のこの間の収益状況を見ることとしたいが、アニュアルレポートからは非常に

限られた情報しか得ることができない（図表3）。準備預金がゼロバランスであった2006年度から2007年度には収益が増加し、ノーザンロック危機のあった2009年度にはさらに収益が増加したことぐらいしか、ここからは読み取ることができない。

これをバランスシートの変化（図表4）から類推することとしたいが、まず確認しておきたいのがバランシートの規模が急拡大していることである。2006年2月と2009年2月のその規模を比較するならば約6倍となっているのである。2007年2月のバランスシートが前年に比べて拡大しているのは、完全後積みの準備預金制度の導入により、「金融機関預金」が増加していることによるものであり、その後はノーザンロックやその他の金融機関に対する流動性の供給により、資産側では「対金融機関貸付金等」、負債側では「金融機関預金」が急拡大しているのである。負債側では、「金融機関預金」のマイナーな部分がCRDという無利息預金ではあるが、それ以外のほとんどの部分には政策金利での付利がなされている。「その他預金」のほとんどが発券部預金であり、これにも政策金利による付利がなされている。そのため、この間の銀行部の収益の増加は、ボリューム効果によるものといえそうである。

図表3 銀行部の損益状況

(単位：100万ポンド)

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09
税引前利益	99	191	197	995
法人税等	5	25	36	162
税引後利益	94	166	161	833

〔出所〕 *Annual Report and Accounts* (BOE)

図表 4 銀行部資産の内訳

(単位：100万ポンド)

	2006.2	2007.2	2008.2	2009.2		2006.2	2007.2	2008.2	2009.2
(資産)					(負債)				
他中銀預け金	185	99	226	1,516	ポンド建手形			-	42,212
対金融機関貸付金等	14,506	31,552	62,855	136,829	他中銀預金	11,380	11,519	18,594	24,356
その他貸付金等	6	5	4	815	金融機関預金	3,208	20,778	24,872	42,186
有価証券	5,663	3,298	3,742	3,334	その他預金	1,081	1,083	21,297	31,638
デリバティブズ	291	121	122	287	ユーロノート等	6,512	3,328	3,377	2,965
有価証券(売却可能)	3,705	3,755	3,852	3,937	デリバティブズ	98	72	727	81
子会社への出資	18	13	-	-	当期税効果負債	17	-	10	235
動産	26	26	26	26	繰越税効果負債	-	30	170	134
不動産等	193	247	217	176	年金関連債務	371	243	184	178
無形資産	17	19	19	17	その他負債	354	450	477	622
当期税効果資産	-	31			負債計	23,021	37,503	69,708	144,607
繰越税効果資産	12	-			(資本)				
年金関連資産			404	294	資本金	15	15	15	15
その他資産	131	197	534	697	内部留保	1,305	1,417	1,821	2,748
					その他準備金	412	428	457	538
					資本計	1,732	1,860	2,293	3,321
資産計	24,753	39,363			資本・負債計	24,753	39,363	72,001	147,928

[出所] Annual Report and Accounts (BOE)

Ⅲ. 量的緩和以降のイングランド銀行財務

1. イングランド銀行本体の財務

2009年3月以降、BOEは量的緩和政策を採用してきているわけであるが、その後のBOEの財務はどのように変化し、またそれは出口に向けてのリスクを増幅することはないのであろうかという点が次に検討すべきことであろう。具体的にBOEの財務状況の変化を追う前に、まずBOEによる非伝統的金融政策の特徴について簡単に確認することとしたい。BOEの非伝統的金融政策の他の中央銀行と比較しての最大の特徴は、大規模資産購入をBOE本体ではなく子会社であるAPF (Assets Purchase Facility)が行っていることである。そしてAPF

に損失が発生した場合においては、その損失については財政負担とする(収益が出た場合には財政収入)ということが政府とBOEの間であらかじめ合意されていることもまた特徴点であろう。その他では、量的緩和の目標がフローベースではなくストックベースで設定されていることもまた特徴であり、ストックベースでの資産購入額が維持されていれば、フローベースでの資産購入が減少(テーパリング)ないしはストップしたとしても、それは緩和の縮小とマーケット等からは受け取られないということは重要であろう。

イギリスにおいても、非伝統的金融政策が危機の深化を防ぐ役割を果たした面はあるものの、实体经济に目立ったポジティブな影響を与えたとはいえない。BOE自身の説明もまた、当初の一般向けの単純なマネタリスト的な説明は別としても、その後の説明は極めて限定的な

ものであるというようになっている⁶⁾。

ストックベースの緩和は、資産購入額が上限に達した以降は、満期到来の債券の買換えぐらいいしか実際の行動はなされないこととなる。そのこともあり考え出されたのが、金融機関の融資促進策としてのFLS (Funding for Lending Scheme : 2012年8月導入) であるが、これはあまり効果を挙げることなく終了することとなった⁷⁾。また、2013年8月に導入された失業率を参照値とするフォワードガイダンスについても、想定外の失業率の低下により半年後には撤回を余儀なくされるなど、失敗とってよい施策も目立ってはいるのも事実である。

以上のようなことも念頭に置きながら、以下では量的緩和導入以降のBOE本体の財務につ

いて見ていくこととする。まず、あまり量的緩和の影響を受けないであろう発券部の収益状況から見ていくと(図表5)、2012年度の増加と2018年度の減少を除くならば比較的安定していると見てよいであろう。そしてこの間の発券部資産の動向を見たのが図表6であるが、最初に確認しておきたいのはイギリスにおいてはデビットカード利用の急伸を背景として、銀行券の使用回数・使用金額のシェアが大きく低下してきているにもかかわらず、銀行券の発行残高は増加しているということである。これは、BOEが銀行券増加をさせるようなオペレーションを行ったというわけではなく(それは不可能である)、金利低下により銀行券保有のオポチュニティコストが低下したからとの説明が

図表5 発券部の損益状況

(単位: 100万ポンド)

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
(収益)									
国債利息等	160	292	666	330	238	288	243	281	121
その他証券・資産利息	403	255	258	262	275	288	299	257	240
収益計	563	547	924	592	513	576	542	538	361
(費用)									
銀行券製造費	38	40	36	40	36	33	43	66	90
銀行券関係費用	26	23	26	27	25	27	27	29	31
その他費用	8	9	9	8	9	10	10	11	11
費用計	72	72	71	75	70	70	80	106	132
⇒ NLFへ(純利益)	491	475	853	517	443	506	462	432	196

(注) 2018年度は、将来における費用のために3300万ポンドを引き当てている。

[出所] *Annual Report and Accounts* (BOE)

図表6 発券部資産の内訳

(単位: 100万ポンド)

	2010.2	2011.2	2012.2	2013.2	2014.2	2015.2	2016.2	2017.2	2018.2
国債等	5,679	5,687	5,749	5,263	4,594	4,451	3,604	3,194	2,836
国債	5,309	5,317	5,379	4,893	4,224	4,081	3,234	2,824	2,466
対政府貸付	370	370	370	370	370	370	370	370	370
その他証券・資産	44,541	46,507	49,172	52,759	55,604	59,338	64,214	70,004	70,414
銀行部預け金	26,655	36,284	47,562	52,744	55,109	57,873	50,870	63,049	69,079
リバースレポ	17,886	10,223	1,610	15	495	1,465	13,344	6,955	1,335
資産合計	50,220	52,194	54,921	58,022	60,198	63,789	67,818	73,198	73,290

[出所] *Annual Report and Accounts* (BOE)

一応は可能であるが、マイナス金利が採用されているキャッシュレス化先進国のスウェーデンでは、銀行券残高が減少しているということが起きているのである。

最新のアニュアルレポートにより、発券部の収益状況を見るならば、収益としては、「国債利息等」が2017年度においては1.21億ポンドあり、「その他証券・資産利息」(2.40億ポンド)を加えると、年度の収益は、3.61億ポンドとなる。一方、費用は「銀行券製造費」が0.90億ポンド、諸管理費用である「銀行券関係費用」が0.31億ポンドで、その他費用(0.11億ポンド)を含めて費用の合計は1.32億ポンドであり、単純な差額は2.29億ポンドであるが、国家貸付基金(NLF)への納付は1.96億ポンドとなっている。これは、将来の費用発生に備えて0.33億ポンドが引き当てられたことによるものである。

さらに発券部資産の内訳を見るならば、それ

が量的緩和の採用以来、大きく変化しているのを見てとることができる。それは、「銀行部預け金」が発券部資産の大半を占めるように変化してきたということである。2010年2月に、その資産における割合は53.1%であったのが、2018年2月には94.3%と発券部資産は「銀行部預け金」とほぼイコールであるという状況となってきたのである。この比率はBOEの金融調節方式変更前の2006年2月の0.1%、そして変更後でノーザンロック危機以前である2007年2月の0.1%と比べるならば極めて大きな変化であるといってよいであろう。もちろんこの発券部の資産構成の変化をもって、シニョレッジの内実が金融機関からの受取利息から銀行部からの受取利息(政策金利による付利)へ変化したと解釈することは誤りであるのだが、勘定分離されたなかで発行部の資産構成はともかく大きな変化を見せてきているのである。

一方、銀行部の収益・バランスシートの構造

図表7 銀行部の損益状況

(単位：100万ポンド)

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
(収益)									
純利鞘						12	15	15	14
手数料収入						155	182	169	132
その他収益(金融資産関連)						192	214	210	177
管理関連手数料						181	191	214	140
監督業務関連収入							-	-	280
その他収入						29	24	26	42
収益計					506	626	626	634	785
(費用)									
人件費						330	354	357	399
インフラ関連費用						84	84	84	92
物件費等						96	111	122	156
PRA 関連コスト(控除)						-139	-156	-151	-
費用計					326	371	393	412	647
税引前利益	231	132	100	125	180	198	233	222	138
法人税等	37	5	15	15	20	19	24	20	9
税引後利益	194	127	85	110	160	179	209	202	129

[出所] Annual Report and Accounts (BOE)

はさらに大きな変化を見せている。銀行部の税引前利益の状況を見るならば(図表7), 2009年度の急増を除くならば比較的安定しているといつてよい。2009年度の収益の急増は、量的緩和の影響ではなく金融機関への資金供給(レポによる)の急増によるものである。量的緩和の開始以降において、銀行部の収益は安定しているといつてよいが、それをもたらすバランスシートの構造は大きく変化してきている。

2009年3月の量的緩和の開始以降に急増しているのが、「その他貸付金等」でありそのほとんどは子会社であり実際に国債を中心とする資産購入を行っているAPFへの貸付である。このAPFへの貸付金利は政策金利が適用されてきている。後に詳しく見るが、APFの収益もしくは損失は、財政収入もしくは財政負担となることとなっており、BOE本体の収益には影響しない仕組みとなっている。それはともかくとしてBOEの量的緩和は2009年3月の開始以来、その資金は準備預金により賄われることになっており、金融機関の全ての準備預金には政策金利による付利が行われることになっている。そうするとバランスシートがいくら拡大しても、その利鞘はゼロであり、銀行部したがってBOE本体の収益には影響しない仕組みとなっているのである。このことは、先取的にしておくならば、出口において政策金利の引上げが行われる場合(実際に、BOEは政策金利を2017年11月および2018年8月に各0.25%、計0.5%引き上げた)、資産側および負債側の金利が同幅で引き上げられるため、BOE本体の財務には影響が及ばないのである。

その他におけるバランスシートの構成上の変化を見るならば、レポオペ(短期・長期)のほぼゼロ水準までの減少が挙げられる。このうち

短期のレポオペの適用金利は政策金利であったため、収益には影響しない。一方で、長期レポオペについては、政策金利よりも高い水準であったため、収益的にはマイナスの影響を与えたと見ることができるであろう。これらのことが、銀行部の収益が比較的安定的に推移していることの原因であるとみなすことができよう。

次に、アニュアルレポートで比較的細かなデータが得られるのは図表7でわかるとおり2015年度以降のことである。2017年度の銀行部の損益状況を見るならば、同年度の「純利鞘」は0.14億ポンドとなっている。「手数料」収入(1.32億ポンド)の大半は、貸出促進策としてのFLS(Funding for Lending Scheme)関連のものである。FLSにおいては、金融機関に対して安価な手数料によりTBを貸出し、これを担保に金融機関が安価な資金調達を行うことにより、貸出が促進されることを狙いとしたものであった。FLSは、必ずしも成功したとは言えなかったが、この点についてはここではこれ以上言及しないこととする。「その他収益(金融資産関連)」は、1.77億ポンドであるが、その大半は国債の売却益である。「管理関連手数料」の1.40億ポンドは、大半は政府(財務省)からのものであり、この他に金融サービス補償機構(FSCS)からの事務代行関連のものもある。これに「監督業務関連収入」の2.80億ポンド等を加えた収入全体は7.85億ポンドと発券部よりも大きくなっているが、「人件費(3.99億ポンド)」等が銀行部負担となっていることもあり、「税引前利益」は1.38億ポンドと発券部のそれよりも小さいものとなっているし、2016年度においては両者の差(発券部4.32億ポンド、銀行部2.22億ポンド)は、さらに大きなものとなっている。

ここで問題となるのは、銀行部における「純利鞘」の構造であるが、これをバランスシートから推定することとする（図表8）。2017年度末の資産における最大の項目が「その他貸付金等」（5720.17億ポンド）であるが、これは基本的にAPFへの貸付金であり、APFからは政策金利での支払いを受けている。これに対応する負債が、「金融機関預金」（5017.94億ポンド）であり、その大半は準備預金でありこれには政策金利による付利がなされており、ここにおいては前述のとおり基本的に利鞘は発生していない。ただし、ここには47.08億ポンドのCRDという無利息の凍結口座預金が含まれている。しかしながら、その運用益だけでは実際にはBOEの運営コストが賄われていないことは明白であろう。また、「その他預金」（765.36億ポンド）のほとんどが発券部預金であるが、これについても政策金利による付利がなされている。こうした構造から、銀行部における「純利

鞘」は小さなものとなっているのである。

もっとも、政策金利で借入れを行い、それにより主として国債への投資を行っているAPFにおいては、これまでのところは収益が発生してきているわけであり、BOEの収益構造を見る場合には、これも視野に入れなければならないわけであるが、これについては次に検討することとする。

2. APFの財務

繰り返しになるが、BOEの量的緩和の他の中央銀行と比べての最大の特徴は、大規模資産購入（LSAP）をBOE本体ではなく子会社のAPFが行っているということである。そしてAPFは設立当初から、そこに収益が発生した場合は財政収入に、損失が発生した場合には財政負担となることが、BOEと財務省との間において確認されていた。

APFが設立されたのは、2009年1月のこと

図表8 銀行部資産の内訳

（単位：100万ポンド）

	2015.2	2016.2	2017.2	2018.2		2015.2	2016.2	2017.2	2018.2
(資産)					(負債)				
他中銀預け金	1,005	637	1,641	776	他中銀預金	15,601	15,355	15,094	15,809
対金融機関貸付金等	11,662	12,706	9,843	14,195	金融機関預金	318,576	324,546	415,488	501,794
その他貸付金等	375,198	375,198	485,154	572,017	その他預金	60,432	55,583	73,313	76,536
有価証券	5,160	7,190	9,157	7,993	外貨建債券	3,898	4,333	6,450	5,797
デリバティブズ	1,251	488	308	122	デリバティブズ	46	476	108	423
有価証券（売却可能）	6,994	7,944	8,402	8,571	当期税効果負債	10	34	-	-
子会社への出資	-	-	-	-	繰越税金負債	128	341	377	319
動産	-	2	4	4	年金関連資産	208	194	229	219
不動産等	341	392	400	404	その他負債	275	306	1,866	1,435
無形資産	12	18	21	31	負債計	399,174	401,168	512,925	602,332
当期税効果資産			34	34	(資本)				
年金関連資産	540	932	917	866	資本金	15	15	15	15
その他資産	410	251	1,798	1,860	内部留保	2,607	3,011	3,036	3,033
					その他準備金	777	1,564	1,703	1,435
					資本計	3,399	4,590	4,754	4,481
資産計	402,573	405,758	517,679	606,813	資本・負債計	402,573	405,758	517,679	606,813

〔出所〕 Annual Report and Accounts (BOE)

であるが、当初においてはCP等の民間資産の買取を目指したものであり、その資金調達はTBの発行により賄われることとなっていた。しかし、設立からそれほど時間も経過していない同年3月にBOEの金融政策委員会(MPC)は、政策金利を史上最低の0.5%に引き下げるとともにAPFによる資産購入を国債中心とし、そのファイナンスについてもBOEの準備預金増により行うと決定した。そしてAPFはBOEからの借入れ(その適用金利は政策金利)により資産購入の資金を調達することとされたのである。

ところでAPFの収益は財政収入、損失は財政負担との当初からの取り決めではあったが、具体的にはAPFがその役割を終えた時点、すなわち解散時点において一括清算されるというのが、当初におけるBOE(APF)と政府の間の合意であった。これは、APFの設立当初の想定が、その存続期間について比較的短期であったのではないかと思わせるものであるが、その存続期間がかなり長期となることが明らかとなったことの影響もあろうか、2011年11月にはBOE(APF)と政府の間において、収益または損失について四半期毎に資金移動がなされる旨の合意が成立した。これは、この時点でAPFに金利収入が相当程度累積していたことや、この時点において量的緩和の出口が意識されたことも影響しているように思われる⁹⁾。

より具体的な両者における合意の内容は、2013年以降はAPFの収益は四半期毎に財務省へと移管される(損失が発生した場合には逆方向の資金フロー)というものであった。なお、創設以来2012年末までのAPFの収益は約310億ポンドであり、これについては2013年入り以降において9回に分けて毎月APFから財務省

へと資金の移管がなされた。

以上のことを前提としたうえで、以下ではAPFの収益について検討することとする。APFの収益は基本的に投資した国債からの利息収入(受取利息)であり、これに保有国債等の評価損益が加えられる(もしくは減額される)。これに対して費用の方は基本的にBOEへの支払利息(適用金利は政策金利)である。そして収益が発生した場合においては、それは損失準備金として繰り入れられ、APFとしての当期利益は発生せずに、したがって法人税の納付等は行われていない。

図表9を見るならば、2015年度以降は損益状況がアニュアルレポートにより以前より細かく分かるようになってきているが、BOEへの「支払利息」よりも「有価証券利息」がかなり多くなっていることが分かるであろう。なお、2017年度には多額の「金融商品関連損失」(213億ポンド)が発生し、結果として「損失準備金繰入額」がマイナス(73億ポンド)となっているが、これは主として国債の評価損によるものである。APFの保有国債の多くがオーバーパー購入であることから償還時には償還損が発生するが、資産売却開始以前においても、このような形で損失が発生することについては、留意すべきであろう。

APFの実際の収益を見るためには、「損失準備金」を見ればよいわけであり、それは図表10で確認することができる。前述のとおり、2014年1月以降、APFの収益の政府(財務省)への移管がなされているわけであり、2014年1月から9月にかけては、それまでの収益が分割して移管されたわけである。このため、2015年度に「財務省への支払」が急増しているのである。また、APFの設立以来、2017年度末まで

図表9 APFの損益状況

(単位：100万ポンド)

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
(収益)				
受取利息	17	18	14	13
金融商品関連利益	27,085	6,652	8,408	-
有価証券利息	14,287	14,032	14,274	15,499
TFS 関連手数料			17	300
その他収益			-	-
総収益	41,389	20,702	22,713	15,812
(費用)				
支払利息 (BOE)	1,876	1,881	1,410	1,759
金融商品関連損失			-	21,354
諸費用	2	2	4	5
損失準備金繰入	39,511	18,819	21,299	-7,306
総費用	41,389	20,702	22,713	15,812

〔出所〕 Annual Report (APF)

図表10 損失準備金の推移 (APF)

(単位：100万ポンド)

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
損失準備金残高 (年度初)				41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325
損失準備金繰入額				7,675	-6,128	39,511	18,819	21,299	-7,306
財務省への支払				-7,515	-34,860	-10,737	-8,528	-10,316	-10,027
損失準備金残高 (年度末)	-1,752	9,832	41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325	32,992

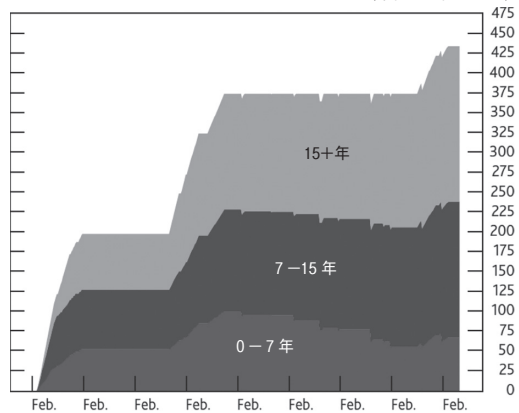
〔出所〕 Annual Report (APF)

の累積の収益は約1,150億ポンド（政府への移管約820億ポンド+2017年度末損失準備金残高約330億ポンド）となっている。

今後、出口に向けて政策金利が上昇するならば、APFのBOEへの「支払利息」が増加していくこととなる。さらには、APFの国債購入はオーバーパー購入が多いことから、償還時には償還損が発生する。さらには、図表11からわかるとおり、APFの購入国債の残存期間は長期のものが多いことから、償還時まで国債保有を続けるとするならば、金融政策の正常化には非常に長い期間を要することになってしまう。このため、BOEはその四季報において量的緩和からの出口と、それがBOEの財務に与える影響について、メインシナリオを提示した上

図表11 APF保有国債の満期構成

(単位：10億ポンド)



〔出所〕 Bank of England Quarterly Bulletin (2017Q2) p.137.

で、その予想を明らかとしているわけであるが、そこにおいては満期到来以前のAPFによる国債売却が当然のこととして前提されている

のである¹⁰⁾。そうすると当然のことながら、金利上昇局面において国債の売却損が APF において発生することが予想されるのである。もっとも、先に量的緩和を終了したアメリカの連邦準備制度 (FRS) は、2019年に入り利上げを停止し、資産圧縮を一定程度以上は行なわないこととしており、超過準備が存在しないという状況には今後しばらくはならないことが明らかとなった。BOE においても超過準備が解消し APF が解散するという状態はかなり先となるかもしれない、資産売却は行われぬ可能性はあると見てよいわけであるが、これについては後述する。

ところで、2016年6月のイギリスの EU 離脱の是非を問う国民投票の結果は、各方面に大きな影響を及ぼし、当然のことながら BOE の金融政策にも影響を与えた。政策金利の変更等については次節で検討することとして、新しく導入された社債購入制度や金融機関の融資促進策としての TFS (Term Funding Scheme) は、APF により行うこととされ、その APF 財務への影響が2017年度において「TFS 関連手数料」が計上されるなどの変化が生じている。

IV. ブレクジットの影響

前節において若干触れたが、いわゆるブレクジットに関する国民投票の結果はイギリス経済そして BOE の金融政策にも大きな影響を与えてきている。当然のことであるが、このことは BOE の財務にも影響を与えている。BOE は、四季報における論文 (McLaren and Smith [2013]) においては、出口の開始時期 (当時において政策金利のフロアとられていた0.5%からの利上げの時期) を2016年3月 (政策金利

0.75%引上げ) と想定していた。さらに、その6か月後の2016年9月には APF の資産売却アナウンスが行われ、これによりイールドカーブが2%上方シフトするという想定がなされていた。

BOE は、2016年8月4日の金融政策委員会 (MPC) の終了後に金融緩和の政策パッケージを公表した。その最大のものは従来フロアと考えられていた政策金利をさらに0.25%引き下げ0.25%としたことであった。マーケット等では、出口が遠ざかることが認識された。それ以外のものは、APF に関連したものであり、APF による①国債購入限度引上げ (3750億ポンド→4350億ポンド)、②新規の社債購入 (限度100億ポンド、期間18か月) 制度の導入、③新規の貸出促進策としての TFS (Term For Lending: 期間2016.9.9-2018.2.28) の導入というものであった。

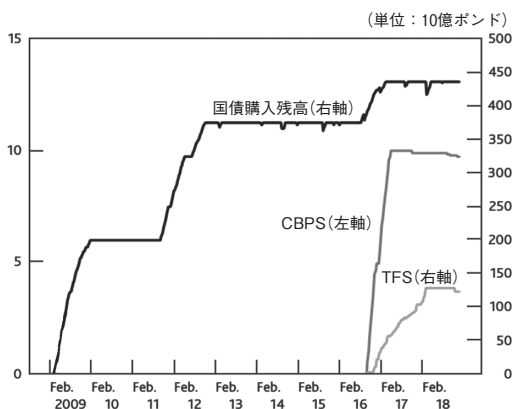
このうち②の新規の社債購入については、これにより社債利回りを低下させ企業の資金調達コストを引き下げることが目的のものである。これを APF の財務の視点から見ると、社債利回りは国債利回りより高いことから若干のプラスであるといえよう。勿論、これについてはそれを狙いとしたものではない。③の新規の貸出促進策としての TFS については、以前の FLS (Funding for Lending Scheme) と似ているものであるが、FLS が TB を安い手数料で貸出し、それを金融機関が担保として利用することにより資金調達コストを引き下げることが狙いとしていたのに対し、TFS は直接的に金融機関に低金利の貸出を行うものである。また、FLS は BOE 本体が行っていたのに対し、TFS は APF がこれを行うという違いもある。具体的には、金融機関は基準時の貸出残

高 (Base Stock) の 5% に加えて基準時以降の貸出増加額まで APF からの借入れが可能である。期間は 4 年で適用金利は基本的に政策金利であるが貸出増の場合は求められないが、貸出減の場合には事後的に追加的な金利負担が求められる仕組みとなっている。これについても APF の財務の視点から見ると、適用金利が基本的に政策金利であることから、ニュートラルであるといえよう。

緊急的な追加金融緩和政策の導入後の実際の動きを図表12によって見るならば、①の国債購入残高については2017年3月においてほぼ上限に達し、それ以降は購入は基本的には行われなくなっている。再三述べていることではあるが、BOE の場合は緩和の度合いはストックベースであるということもマーケットも認識していることから、これは引き締めへの転換とは思われないのである。

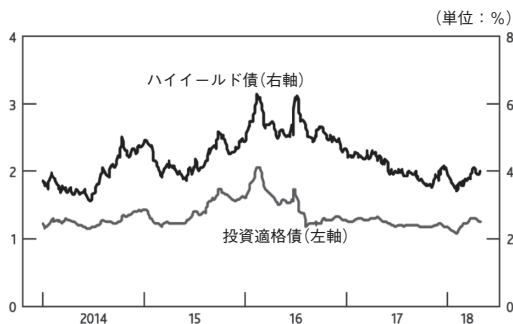
次に、②の社債購入 (CBPS) であるが、これもまた導入後早期 (2017年4月末) には購入額の上限に達している。社債の金利の推移を図表13で見ると、ハイイールド債の対国債のスプレッドは低下したが、投資適格債で見ると

図表12 CBPS および TFS



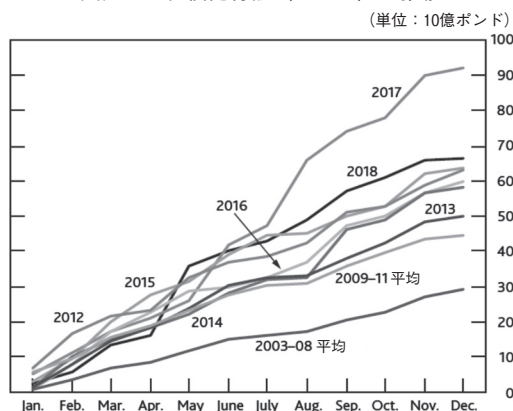
〔出所〕 Asset Purchase Facility Quarterly Report (2018Q4) p 3. (一部変更)

図表13 社債金利の対国債スプレッド



〔出所〕 Inflation Report (May 2018) p. 9.

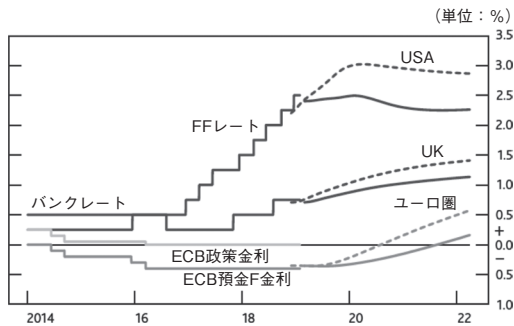
図表14 社債発行額 (グロス) の推移



〔出所〕 Asset Purchase Facility Quarterly Report (2018Q4) p 4.

らばそれほどでもない。ただし、2017年の社債発行額は一定程度増加している。(図表14: 図表は毎月の発行額が前月までの発行額に加えられている) また、③の TFS については、当初予定の1000億ポンドを上回る1270億ポンド (2018年2月末) の利用残高となり、FLSよりは成功したようには思われる (図表12)。しかしながら、基準時時点の貸出残高 (Base Stock) は、1.27兆億ポンドであり、その5%は3180億ポンド程度であり、これを遙かに下回る水準である。制度設計においては貸出残高が5%を上回れば、その分だけ貸出枠が拡大されるようになっていたわけであるから、それほど成功とはみなせないであろう。そもそもビッグ

図表15 政策金利の推移と将来予測



(注) 実線は19.2, 点線は18.11のレポートのもの。

〔出所〕 *Infulation Report* (Feb. 2019) p. 2. (一部変更)

フォーと呼ばれる大手4行のうち、HSBCおよびパークレイズが不参加であったということが、この制度の限定的な性格を表している。このこともあってか、TFSは、何度か制度の実施期間を延長し、その度に制度の有効性に疑問符が付けられるようになったFLSとは異なり、制度の期間延長はなされなかった。もっとも、国民投票後に実施された緩和パッケージは、緊急避難的なものであったわけであるから、その意味では制度の実施期間の延長がなされなかったのは、当然のこととみなせるかもしれない。

国民投票後のイギリス経済の動向は不透明感の中で好調とは言えないものの、直後における急落予想とは異なり比較的安定しているといっ
てよい。一方で、ポンド安により輸入物価が上昇したことを主因に、2017年に入り消費者物価の上昇率はターゲットである2%を上回るようになり、3%近辺にまでなった。このこともあり、BOEは2017年11月に政策金利を0.25%引き上げ、0.5%とした。これをもってBOEの量的緩和の出口の出発点であるとみなしてよいかはその判断が難しいところである。量的緩和の開始時の0.5%という政策金利の水準は、BOEもマーケットもフロアと認識していた水準であったからである。0.25%への引下げは、

緊急避難的なものであり、0.5%からの引上げこそが量的緩和の出口への出発点とみなすのが妥当であろう。

BOE (MPC) が政策金利を0.25%引き上げ0.75%としたのは、2018年8月のことであった。物価上昇率が目標の2%を上回っていることと、需要が強いことがその理由とされていた。この利上げこそが実質的な量的緩和からの出口の一步であるとみなすことができよう。BOEは、インフレーション・レポートにおいて、今後の政策金利のマーケットによる動向予想を(FRB・ECBのそれとともに)示している(図表14)。2019年2月のそれによれば、2021年においても、BOEの政策金利の水準は1.5%を下回っており、2019年に入って以降その予想は低下している。一方で、BOE (MPC) は、政策金利が1.5%の水準となるまでは、APFの資産売却は行わないとの方針を示している¹¹⁾。これは、2013年の四季報の論文(McLaren and Smith [2013])におけるメインシナリオとは大きく異なるものであり、これによりBOE本体の財務には影響はないものの、APFの財務はメインシナリオから大きくずれることとなる。収益は積みあがっていくものの、将来損失は大きくなる可能性も考えられるのである。

ただし、量的緩和からの出口において子会社であるAPFの財務が悪化(場合によっては損失超過)することが、例えば通貨ポンドの信認にどの程度の影響をもたらすかは、Brexitの実際等の他の要因もあり現時点で予想することは難しい。しかしながら、量的緩和を行う子会社を中央銀行本体から分離し、そこに損失が生じた場合には財政負担とするという取り決めにより混乱が防げたとするならば、スレドニー

ドル・ストリートのお婦人の先見の明はあったと評価されることとなるかもしれないのである。

おわりに

以上で量的緩和以降のBOEの財務状況について検討してきたわけであるが、BOEは非伝統的金融政策としての量的緩和の開始時点において、その出口における財務悪化を見通した工夫をしていたことが分かる。それが本稿で何度も指摘した、量的緩和（大規模資産購入）の実働部隊としての子会社APFの設立であり、そこに収益が発生した場合は財政収入に、損失が発生した場合には財政負担とするという取り決めがなされたことである。このため今後における政策金利の上昇、APF保有国債の売却による損失等があっても、BOE本体の財務には影響を与えないこととなっている。問題は、子会社のAPFに損失が発生した際に、それが通貨ポンドの信認に影響することはないのかということであろう。このことは単純に財政赤字の拡大がということではなしに、APFの損失は実質的に「通貨の番人」としての中央銀行（BOE）の損失であるとマーケットが判断し、それが悪影響を及ぼすことはないのかということである。もちろん、APFをBOE本体から分離したのは、中央銀行本体のバランスシートの健全性を維持することに価値を見出したからに他ならないであろう。これについては、実際の出口を日本銀行等の他の中央銀行と比較しつつ観察するしかないであろう。

もうひとつの特徴は、出口政策の透明性とでもいうものである。まずは、2013年の時点において四季報に出口におけるメインシナリオ等を

提示した論文を発表したことである。もちろん、このメインシナリオは、2016年6月の国民投票の結果もあり、実現しなかった。これをもって将来が不確定な中で安易な予想を公表することはいたずらに混乱を招くだけであるという批判もありえよう。しかしながら、若干の混乱のリスクはあるにしても、出口の議論を完全封印するといった態度よりはよっぽどマシといえるのではないだろうか。

なお、前述のとおりBOE（MPC）は、政策金利が1.5%の水準となるまでは、資産の売却を行わないとしているが、それまでおよびその後の状況がホームページにおいて試算できるようになっている。これは、前述の四季報論文（McLaren and Smith [2013]）の公表時において、Excelファイルのスプレッドシートを掲載し、外部からアクセスするものが今後APFの財務状況を計算できるようにしているのである。また、その際的前提条件も事態の変化とともに変更してきている¹²⁾。同じことを繰り返すことになるが、これは出口の議論を封印するよりは遥かに優れた手法といえるであろう。

BOEの金融政策の今後は、いうまでもなくBrexitの実際がどうなるか、そしてそれがイギリス経済、ポンド相場等に影響するかに依存しており、それが不透明であることが最大の懸念要因であるといえる。金融政策は、その影響を大きく受けるわけであり、本稿の検討対象であるBOEの財務にも大きな影響が及ぶこととなるであろう。そしてBOEの今次危機に対応しての量的緩和等の採用に関する種々の工夫が他の中央銀行対比でポジティブに作用するような予想も可能であろう。最後に、冒頭の文章に関連して、BOEの財務においては、発券部と

銀行部の分離にはもはや積極的な意味は見いだせなくなっているということを蛇足的に付け加えておくこととしたい。

注

- 1) この記述については、平山 [2015] の「第4章 19世紀イギリスにおける貨幣理論の発展」を参考にしている。
- 2) その理由としては、「当時は銀行券の最低額面が、5ポンド (=純金1.177オンス) と定められていて、このような高額銀行券は民間個人の取引にはほとんど使用されなかった」(西村 [1983] 152頁) ことがある。
- 3) 勘定を分離しない形式での資産負債項目の毎週の公表は現在でも継続している。
- 4) これとは別に法人税の納付がある。
- 5) 2006年5月のBOEの金融調節方式の変更について詳しくは、斉藤 [2014] の第2章を参照されたい。
- 6) BOE自身によるQEの効果の説明の解説について詳しくは、斉藤 [2015] を参照されたい。
- 7) FLSについて詳しくは、斉藤 [2014] の第4章およびSaito [2016] を参照されたい。
- 8) イギリスにおけるリテールペイメントの変化について詳しくは、斉藤 [2017b] を参照されたい。
- 9) この点について詳しくは斉藤 [2017a] を参照されたい。
- 10) この点について詳しくは、McLaren and Smith [2013] およびそれを解説した斉藤 [2017a] を参照されたい。
- 11) 2018年5月のMPC後の声明。土田 [2018] は、この経緯を詳しく解説している。なお、2015年11月のインフレーション・レポートにおいては、均衡金利が2%の水準になるまではAPFの資産売却に着手することが難しいとの見解が示されていた。
- 12) 河村 [2018] は、このBOEの態度を「すでに足かけ10年目という長丁場に入っているQEによる国の財政運営への将来的な影響に関して、都合の良いシナリオばかりではなく、都合の悪いシナリオも含めて、最新のデータに基づき国民や市場関係者が誰でも簡単に試算を行うて把握することができる態勢を整えているという、透明で誠実な情報開示姿勢がみてとれる」(24頁) と評価している。なお、同論文は実際にスプレッドシートに数値を代入した結果を細かく示している。

参 考 文 献

- Asset Purchase Facility, *Annual Report*, various issues.
- Asset Purchase Facility, *Quarterly Report*, various issues.
- Bank of England, *Annual Report*, various issues.
- McLaren, N. and Smith, T. [2013] 'The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury.' *Bank of England Quarterly Bulletin* 2013Q1.
- Saito Y. [2016] 'The Funding for Lending Scheme as the Bank of England's incentive to boost lending.' *Small Business Monograph* No.20.
- 河村小百合 [2015] 「非伝統的手段による金融政策運営をめぐる課題」『経済のプリズム』No.143.
- 河村小百合 [2018] 「イングランド銀行の政策運営と課題」『JRI レビュー』Vol. 5 No.56.
- 斉藤美彦 [2014] 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- 斉藤美彦 [2015] 「カーニー体制下のイングランド銀行金融政策」『証券経済研究』第90号
- 斉藤美彦 [2017a] 「イングランド銀行の量的緩和からの出口政策について」『証券経済研究』第98号
- 斉藤美彦 [2017b] 「イギリスにおけるキャッシュレス事情について」『CCR (Consumer Credit Review)』No. 6.
- 土田陽介 [2018] 「英、景気低迷下で利上げ」『金融財政ビジネス』第10761号
- 西村閑也 [1983] 「[古典案内] ウォルター・バジョット著・宇野弘蔵訳『ロンバード街ーロンドンの金融市場』」『経済学批判』第13号
- 平山健二郎 [2015] 『貨幣と金融政策』東洋経済新報社

(大阪経済大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)