

危機とイングランド銀行のバランスシート

——新型コロナ危機対応を中心に——

斉 藤 美 彦

要 旨

2018年8月に政策金利を0.75%に引き上げたイングランド銀行（BOE）であったが2020年3月には月内に2度の政策金利の引下げを行い、その水準を史上最低の0.1%とした。この2度の引下げの間に、ベイリー新総裁の就任があったが、新総裁就任後の3月19日の引下げ発表時には、これまでで最大規模の量的緩和（QE）の拡大（2000億ポンド）が決定された。その後、BOEはQEを従来にない速さで行い、これにより市場の機能不全を封じ込めたとの理解から、QEを「大規模」で「高スピード」で行うことには意味があるとの認識にいたった模様である。

このことは中央銀行のバランスシートを危機対応関連でカウンターシクリカルに変動させることへのポジティブな認識へとつながった。2020年4月のブリハ MPC 委員の講演および8月のジャクソンホール・シンポジウムにおけるベイリー総裁の講演（および提出ペーパー）においても、この認識は示されており、グローバル金融危機（GFC）以前の金融機関の準備需要は過少であったとの見解までが示されている。このことは金利正常化後においてもBOEのバランスシートは元の水準に戻ることはないということであり、出口政策の大幅な変更を意味する。このような政策変更のリスクは何か、不均衡の増大の結末はどうなるかについての観察が必要となるとともに、資本主義の段階としての金融化は転機を迎えているとの認識が必要であるかもしれない。

目 次

はじめに

I. イングランド銀行の新型コロナ危機対応

II. 金融政策とイングランド銀行のバランスシート

III. 政策ツールとしての中央銀行バランスシート

おわりにかえて：金融政策版「底辺への競争」は何をもたらすのか？

はじめに

2020年に入り本格的に流行した新型コロナ感染症（Covid 19）は、地球規模での大問題となってきた。そしてそれは経済活動への大きな影響をもたらし、各国中央銀行もまたそれへの対応を余儀なくされてきている。ただし今回の事態には大きな特徴がある。それは2008年のリーマン・ショック（グローバル金融危機：GFC）後において、先進諸国の中央銀行の多くは非伝統的ないしは非標準的と称される異例の金融緩和政策を採用せざるをえなくなっており、そこから平時において標準とされるような金融政策への復帰がなされないままに新型コロナ危機対応としての新たな金融緩和策が求められているということである。いわゆる非伝統的金融政策の出口がどのようなものになるのか、その際に問題は生じないのか等については、注目されてきたところではあるが、新型コロナ危機により、出口は遥か先にしか見通せなくなってしまった印象がある。それはまた、新たな標準（ニューノーマル）の誕生と見なければならぬのかもしれない¹⁾。

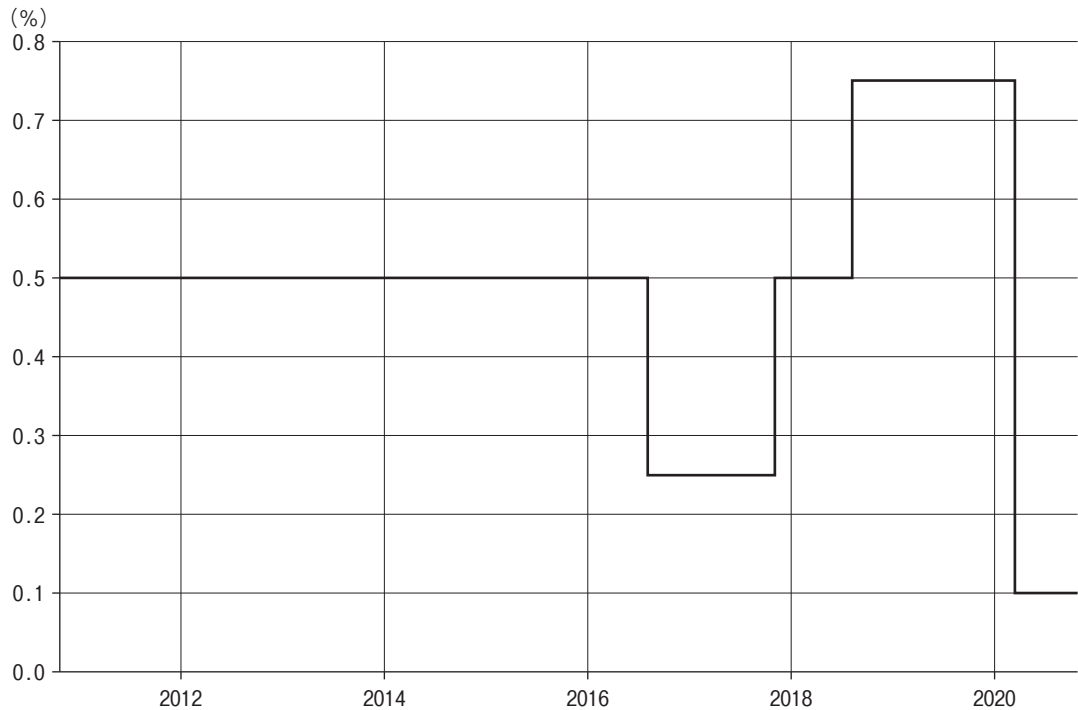
本稿においては、そのような問題意識を持ちつつ、以下でイングランド銀行（BOE）の新型コロナ危機対応策を検討し、その特徴点を明らかにするとともに、2020年8月のジャクソンホール・コンファレンスでのBOE 総裁講演（および提出されたペーパー）において、同行が政策ツールとしての中央銀行バランスシートについてどう考えているかを検討し、今後の金融政策の姿を展望することとしたい。

I. イングランド銀行の新型コロナ危機対応

これまでのところのBOEの新型コロナ危機対策は2020年3月中に決定されたものがほとんどである。まず政策金利についてみると、3月11日のMPC（金融政策委員会）において0.5%の引下げ（0.75%→0.25%）を行ったが（ベイリー新総裁の就任は3月16日）、その約1週間後の3月19日にはさらに0.15%の引下げ（0.25%→0.1%）を行い、政策金利を史上最低水準とした。BOEの政策金利（準備預金への付利金利）は、2009年3月の量的緩和（QE）開始時に0.5%に引き下げられて以来、しばらくこの水準を維持していたが、2016年6月のイギリスのEU離脱を問う国民投票の結果が「離脱賛成多数」となったことによる混乱への対処として同年8月に0.25%の引下げが行われたが、金融市場等が落ち着いてきたことを背景に2017年11月に0.25%の引上げが行われ0.5%に復帰し、さらに2018年8月には0.25%の引上げが行われ0.75%となった。この際には、QEの水準の引下げは行われなかったが、金利面では非伝統的政策からの出口を出始めたかのような外観を呈していたのであった。それが2020年3月に急速に引き下げられたのは、後述するように、金融市場等におけるストレスが非常に強まったとBOEが判断したことによるものであった（図表1）。

2020年3月のBOEの対応をより詳しく見るならば、前述の通り3月10日には政策金利の0.5%引下げを決定したわけであるが、これと同時に主として中小企業向けの資金供給策であるTFSME（期間4年、バンクレート近傍での

図表1 政策金利 (BOE) の推移



〔出所〕 Bank of England

貸出、実施期間1年)の採用が発表された。BOEがこれまで行ってきた資金供給制度 (FLS・TFS) と同様に参照期間の金融機関の融資残高の5% (プラス期間中の貸出増加額) までの貸出が可能であるというスキームとなっていた²⁾。

この3月10日の決定においては、量的緩和の増額 (買入額の上限の改定) 決定はなされなかったが、3月19日には、その2000億ポンドの増額 (国債および社債: 4450億ポンド⇒6450億ポンド) の増額が決定された。さらに TFSME についても貸出上限の当初算定額を融資残高の5%から10%へと引き上げられた。なお、この決定に先立つ3月17日には、政府 (財務省) は、新型コロナ危機対策のパッケージを発表したが、その中には政府によるコマーシャルペーパーの買入スキーム (CCFF) が含まれてお

り、BOEは財務省のエージェントとして活動することとされていた。さらに3月中に決定されたものとしては、BOEの対政府貸付枠 (Ways and Means) の増額が挙げられる (BOEと政府の合意は3月9日)。

なお、BOEによる大規模資産購入 (量的緩和) は、実際には子会社のAPFがこれを行うわけであるが、APFは3月19日に発表 (Market Notice) を行い、3月20日に51億ポンドの国債購入 (短期・中期・長期にほぼ等分) を実施するとした。また、APFは3月19日以前に保有国債の満期到来分 (175億ポンド) の再投資を進めていたが、3月20日および23日に102億ポンドの再投資を行いこのプロセスを完了させると発表した。このように3月におけるBOEの対応は、巨額かつ迅速なものであった。

その後においては、BOEは6月17日のMPC

において、量的緩和の1000億ポンドの増額を決定し、その上限を7450億ポンドとした。

II. 金融政策とイングランド銀行のバランスシート

BOE の2020年3月の対応を見るならば、3月10日の MPC の決定以降において、金融市場等の動揺があり、これに加えて政府の対応策も発表されたことから、3月19日には金融政策の大きな変更がなされたことがわかる。その中心は、政策金利の引下げよりも APF による資産購入上限の大幅な引上げであろう。結果として BOE のバランスシートはさらに大きく膨らむこととなったわけであるが、これについては4月23日の MPC プリハ委員による興味深い「金融政策とイングランド銀行のバランスシート」(Vlieghe [2020]) というスピーチがあるので、以下ではこのスピーチについて紹介することとしたい。

プリハ委員は、まず今回の危機が経済に非対称的なショックを与えていること、および財政・金融政策による対応が必要であることを述べたうえで、まずは「中央銀行のバランスシートと伝統的金融政策」の関係について述べている。平時における中央銀行のバランスシートの姿は図表2のようなものであり、独占的な準備の供給者としての中央銀行は、公開市場操作

(買切りオペ・レポオペ等)により準備を供給(創造)していると説明している。そして公開市場操作で供給された準備の一部を民間銀行は銀行券に変換しているわけであるが、これらのこと、すなわち民間銀行には準備需要があるということは、中央銀行が短期金利の水準に影響を与えることができるということになる。このことを表しているのが図表3ということとなり、準備の供給曲線は垂直となっているのである。

それに続けて説明されているのが、「中央銀行のバランスシートと非伝統的金融政策」についてである。量的緩和(大規模資産購入)政策の導入により、中央銀行のバランスシートは図表4のように変化する。この際でも資産購入は準備により行われるわけであり、大規模となっていることを除けば伝統的金融政策と異なるものではない。ただし短期金利の引下げ余地がなくなった際に導入されるのが非伝統的金融政策であり、供給される準備は超過準備である。この際に準備預金に付利されるということは重要であり、中央銀行はこれにより短期金利の調節力を失わないでいられると説明している(これについての説明の図は省略)。さらにこの準備預金への付利により民間銀行は大量の超過準備を保有することになるが、その結果として貨幣乗数が低下することを指摘している。

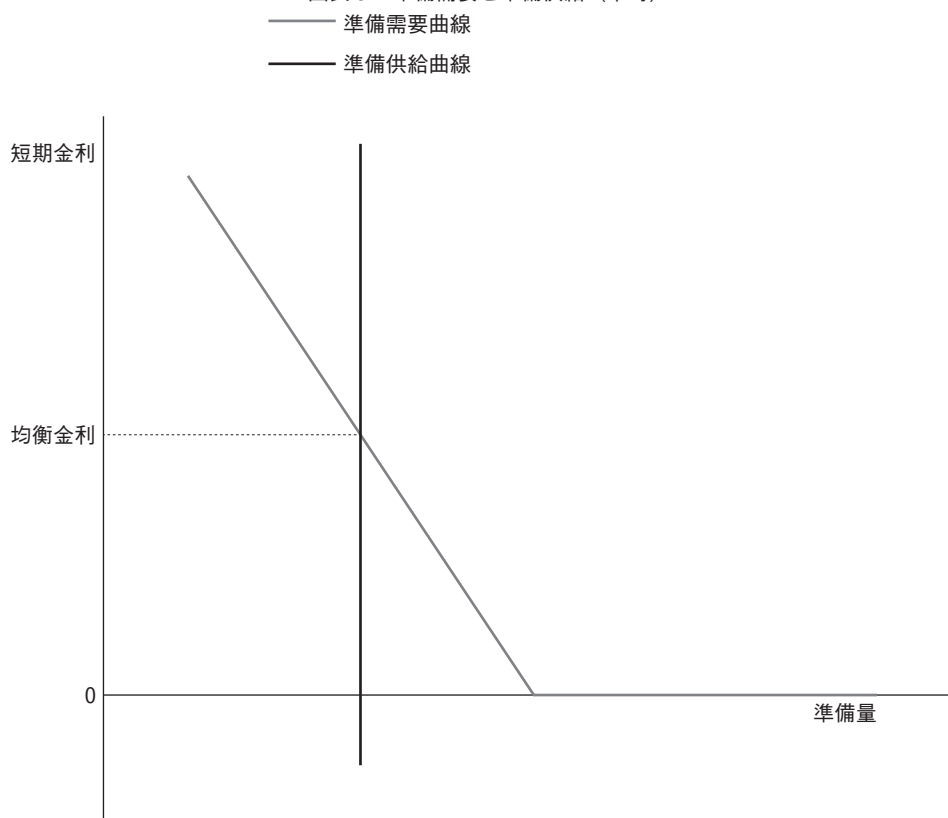
そして今回の BOE の緩和措置の説明へと入っていくわけであるが、その際のキーワードは、「状況依存」(State Dependence)であり、「量的緩和のインパクトの状況依存性」について語られている。プリハ委員は、量的緩和の効果としては、短期金利が引下げ余地がなくなった際の中央銀行の緩和方針を表すものとしての期待チャネルの重要性があるとしているが、これは BOE の見解としてはこれまであまり前面

図表2 伝統的金利政策下の中央銀行 B/S

資 産	負 債
国債等 (+)	準備預金 (+)
	銀行券 (+)
貸出・証券(民間部門)	資本金・その他負債
海外資産(ネット)	

[出所] Vlieghe [2020] p. 4.

図表3 準備需要と準備供給（平時）



〔出所〕 Vlieghe [2020] p. 4.

に出るものではなかった印象がある³⁾。さらに量的緩和には短期的な流動性効果があり、ここにおいて「状況依存」が存在するとの説明が行われている。

金融市場のストレスが非常に高まったのが3月中旬であり、「現金へのダッシュ」が発生

図表4 量的緩和（QE）後の中央銀行 B/S

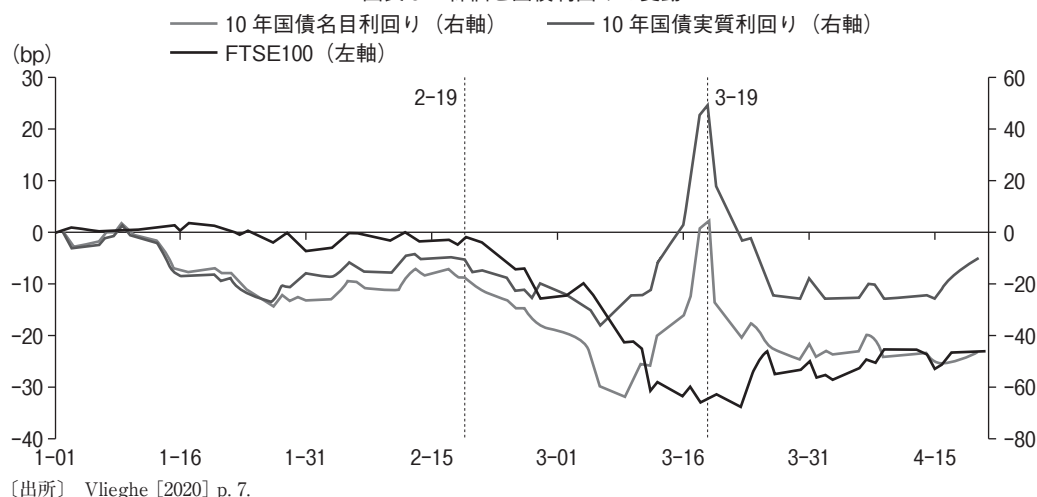
資 産	負 債
国債等（+）	準備預金（+）
国債等	準備預金
	銀行券
貸出・証券（民間部門）	資本金・その他負債
海外資産（ネット）	

〔出所〕 Vlieghe [2020] p. 5.

し、最も流動性が高いはずの市場である国債利回りは上昇し、株価は下落した（図表5）。国債利回りの上昇は、実質金利の上昇によってもたらされたのであり、インフレ率の変化によるものではなかったとの説明がされ、3月18日のイールドカーブの変化（実質：5年超）は、1997年のBOEの独立以来最大の1日の変化幅であると述べ、3月19日のMPCの決定の背景を示している。そして2000億ポンドの国債・社債の（急速度での）追加購入のアナウンスメントは、非常に効果的であったと述べている。この結果、金融市場におけるストレスは低減されたとしている。

さらにグリハ委員は、今回の量的緩和は、こ

図表5 株価と国債利回りの変動



れまでのものとは①国債と社債の購入割合を事前にアナウンスしないこと、②購入ペースについても事前にアナウンスしないことが異なると説明し、そのことが市場の機能向上に有効であったとしている。また、その目的は、いつもと同じようにインフレーション・ターゲットの達成であるとも述べている。

なお、前述の対政府貸付 (Ways and Means) 枠の拡大であるが、これについてもブリハ委員は関説しており、これについては中央銀行の準備預金により支えられるという意味では国債等の資産購入とバランスシートの見かけ上は同様ではあるが、イニシアティブの相違は重要であると指摘している。すなわち、国債購入は中央銀行側のイニシアティブで行われるのに対して、対政府貸付は(枠内において)政府のそれにより行われるのである。

対政府貸付については、一般的には中央銀行が行ってはいけないこととされている。しかしながらイギリスにおいては、この項目は以前からバランスシートにおいて保持されてきた⁴⁾。もっとも1998年の債務管理庁 (DMO) 発足以

後は、このバランスは削減され2008年前半にはほとんどネグリジブルなものとなっていた。もっとも2008年秋には預金保険 (FSCS) 関連で若干の貸出が発生したが、これもほぼ年内に完済されている。今回の措置も発行市場 (特にTB) が混乱した際の受け皿 (ファインチューニング) との位置づけである。

この他、ブリハ委員は、政府のコロナ対策の特別貸付ファシリティ (CCFF: BOE はエージェントとして活動) についても説明している。CCFFは適格企業の発行したCPを買い取るというものであるが、その資金はBOEの準備預金により賄われる。しかしながらBOEはここにおいて信用リスクは負わないというスキームとなっている。ただしこのスキームにおいても、BOEのバランスシートが拡大することは注目してよいであろう。

講演の最後において、ブリハ委員は、今回BOEが採用した種々の措置により、そのバランスシートが拡大したわけであるが、それらは財政ファイナンスにあたるのではないかと議論に反論している。中央銀行が国債を購入する

と、政府から金利の支払いを受ける一方、準備預金に対して金利を支払う。中央銀行は政府所有（BOEは100%）であるため、統合（ネット）コストは準備預金への付利部分となる。統合政府で考えるならば、長期金利が短期金利に代わっているとの説明を行っている。問題は、これらの措置が過剰であるか否かであるが、それについては水準がどうなればそう判断されるかはわからないとしている。ワイマール期のドイツやジンバブエのようなハイパーインフレーションとなれば、それは過剰であるといえるであろう。ここで重要なのは、誰がどのような目的で決定を下すかである。BOE（MPC）によるバランスシートの拡大は、そうしなければ経済が弱くなりインフレーション・ターゲットの目標を達成できないと考えたからである。もし、政府が財政目標を優先し、中央銀行の独立性を弱めるような対応した場合は、その危険は大きくなるが、今回の対応はそのようなものではないとの説明を行っている。

Ⅲ. 政策ツールとしての中央銀行 バランスシート

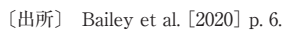
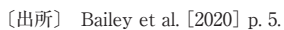
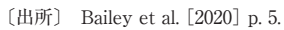
前節で検討したブリハ MPC 委員のスピーチは、新型コロナ危機対応を契機として、BOE が量的緩和（大規模資産購入）の意義を従来よりも高く評価し、中央銀行のバランスシート政策の効果を積極的に認める内容のものであった。

この評価は、2020年8月に行われたジャクソンホール経済政策シンポジウム（リモート開催）における、BOE ベイリー総裁のスピーチ「政策ツールとしての中央銀行バランスシート：過去・現在・未来」（Bailey [2020]）でも同様である。本節においては、以下で、同じ題

名で提出されたペーパー（Bailey et al [2020]）の内容を詳しく検討することにより、BOE の見解の変化および今後の政策を展望することとしたい。

まず同ペーパーは、イントロダクションにおいて、約10年前のグローバル金融危機（GFC）と今回の新型コロナ危機のショックの相違について述べたうえで、GFCにより採用された政策ツールが、今次危機においても効果的に使用されたとし、ペーパーの概略を説明しているわけであるが、その中で「GFC 以前において銀行システムにより保有されていた高質の流動資産（HQLA）の量は不十分であった」（p.2：以下では煩雑を避けるため引用ページは示さず内容を紹介することとする。）としていることは注目される。

ペーパーの第1節は、「過去からの教訓」とされ、GFC以降のBOEのバランスシート拡大の主な推進要因とその経済効果について概説するとされている。図表6、7は、BOEによる量的緩和等の非伝統的金融政策の結果としてBOEのバランスシートがどのように変化したのかを見たものであるが、資産側では子会社のAPF（実際に国債等の購入を行う）への貸付金がほとんどであり、これを支える負債は準備預金であることがわかる。BOEの量的緩和の特徴の一つは、毎月の資産購入額を公表し実行するのではなく、資産購入の上限額を公表しそれに向けて資産購入を行い、上限に達して以降は償還分の再投資を行うのみであるということにある。図表8は、2009年以降のBOEの量的緩和の推移を見たものであるが、時期的には当初のQE1（2009年）から今次新型コロナ危機対応のQE5（2020年）に分けることができる。これを見るとQE5は、最大規



模(3000億ポンド)であり、短期間で大量の資産購入が行われたことがわかる。

同ペーパーは、この量的緩和はBOEだけでなくヨーロッパ中央銀行(ECB)、連邦準備制度(FRB)、日本銀行等も行っているわけであるが、その理論的根拠とマクロ経済効果に関する実証的証拠に関する研究が蓄積されているとしている。

そこでまずは、「理論的面におけるQEのマクロ経済的インパクト」において、かつて研究はQEの効果に懐疑的なものが多かったが、近年の研究においてはQEがマクロ経済効果をもたらす理論的枠組みが確立されたと評価している。QEの効果として認められるのは、①シグナリング、②ポートフォリオ・リバランス・チャンネル、③市場流動性関連である。そしてこれらの効果は、相互に排他的ではないとの評価を行っている。

同ペーパーは、QEの①シグナリング・チャンネルは、それがなかった場合よりも長期にわたり金利を低く抑えるコミットメント類似のものがあるとしている。さらに②ポートフォリオ・リバランス・チャンネルについても、多くの文献を挙げ、肯定的な評価を行っている⁵⁾。そして③流動性チャンネルについては、特定の市場における取引を促進するものであり、これは2009年にBOEが民間部門の資産(社債・CP等)を購入する際に重要であったとの評価をしており、これは信用緩和的效果であるとみなすことができよう。全体として、同ペーパーは、QEについてのバーナンキの「QEは理論的には有効かどうかはわからない」という有名なフレーズを否定しているといっていよいであろう。

同ペーパーが次に検討しているのが「実際のQEの効果」である。これはバーナンキの前述

のフレーズの後半である「しかしQEは実際には効果がある」というのを、実証研究により明らかにされたものとして支持している。

まず、QEの実際の効果として広範にコンセンサスが得られているものとしては、国債利回りの低下を挙げている。イギリスについてはQE1およびQE2において、それぞれイールドカーブを50-100bp引き下げる効果があったとしている⁶⁾。さらにQEは、より一般的な金融状況の緩和効果があったとの研究が多いとしている。一方で、QEの銀行貸出に与えた効果については、研究の結論は様々であるとしている。ただし、QEに関する多くの研究は、その金利、金融市場の変数、資産価格等への影響を検証しているが、GDPであるとかインフレに与える影響の研究は少ないとしている。ただ少数の研究は、QEのマクロ経済に与えたポジティブな影響はあるとしており、GFCの負の影響を相殺する方向に働いたとしていることを指摘している。

同ペーパーは、これに続けて持続的なQEのトランスミッションの証拠について検討している。一部の研究においては、①危機を脱出して以降のQEの効果は大幅に減少した、もしくは②QEの金融市場に与える効果は一時的なものに過ぎないという理由で、QEはマクロ経済に持続的な効果をもたらすものではないと評価されていることを紹介したうえで、これに対して反論を加えている。

すなわち危機を脱出して以降においても、QEへの期待を管理することは、国債のイールドに対する影響力があるとしているのである。さらには、危機脱出後のポートフォリオ・リバランス効果についても、これを認める研究の存在を指摘している。そしてそれらが実体経済に

この時期においてもプラスの効果をもたらしたとの研究についても紹介している⁷⁾。ただし、QEのどのチャンネルが、どのような状況でどのように効果を挙げているかについての証拠は明確ではないとの限定は付けている。

次に、同ペーパーは、QE（量的緩和＝大規模資産購入）を支える準備預金の役割について検討している。QEの副産物としての準備預金の大規模な創造は、その量自体が全体的な金融政策のスタンスを表すものではないとしている。ここでは「貨幣乗数」モデルを否定したうえで、金融政策のスタンスとしての量的尺度として重要なものは、広義貨幣ないしは銀行貸出であると確認している。もっとも、準備預金の金融の安定性に果たす役割については軽視されるべきではないとし、準備預金の創造によりそれへの需要を満たすことは重要であるとしている。さらにはGFCの経験は、銀行システムに流動性を供給する中央銀行の重要性を再確認させるとともに、ここでもそれ以前においては銀行システムが保有する高質の流動資産(HQLA)の量は不十分であったとし、その保険的価値を強調している。このことはGFC後においては、商業銀行システムの準備預金需要が高止まりしたままとなることを示唆していると指摘している。

同ペーパーの第2節の表題は「現状からの教訓」であり、まずBOEのバランスシートが、危機対応後の3か月間で3分の1程度拡大し、2020年末までにGDP比で40%強に達すると予測されているとしている。図表9は、BOEのバランスシート規模の対GDP比を歴史的に見たものであるが、現時点のそれは史上最大であることを認めている。そして他の中欧銀行もまたバランスシートを拡大させていることから、

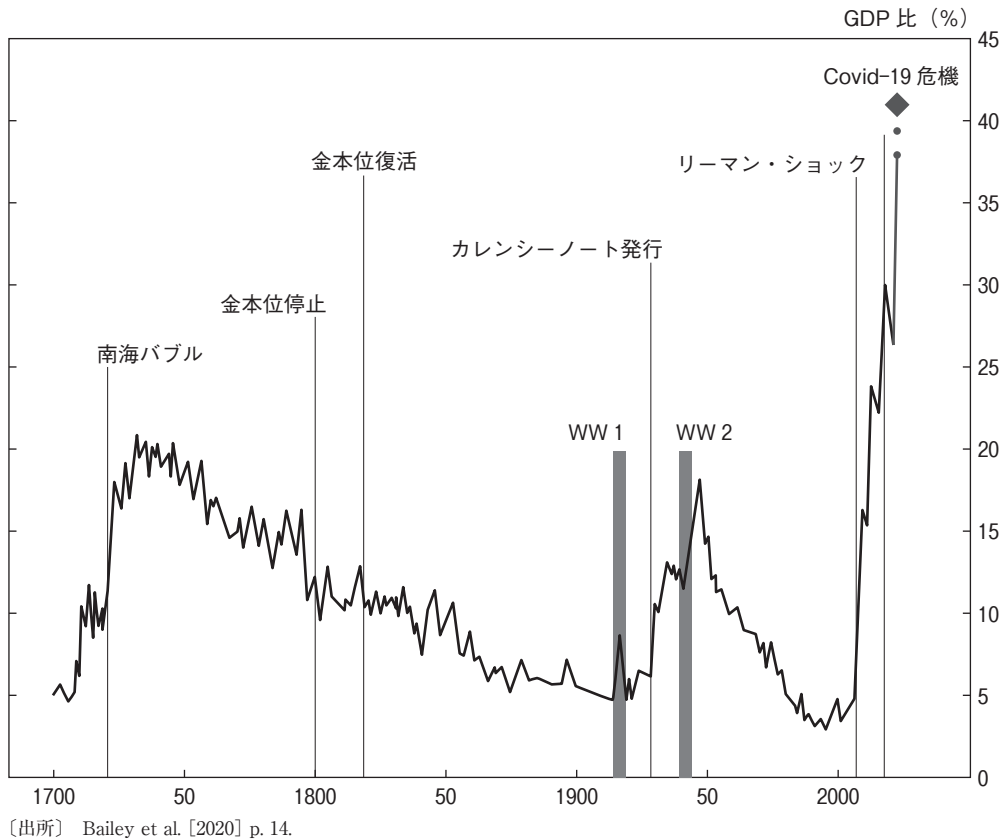
今次危機は中央銀行のバランスシートと、より広範な政策ツールキットとの間の相互作用に関する追加の教訓を提供するとしている。

2020年3月に発生した事態を、ブリハ委員の講演と同様に「現金へのダッシュ」と表現し、ここにおける適切な対応（主としてQEの拡大）が金融市場を安定化させたと評価している。QEの量および速度、TFSMEについてもブリハ委員の講演とほぼ同様の説明を行ったうえで、今次危機対応の特徴点として、①ドルスワップの国際協調、②イギリスにおいては、新たな流動性供給手段としての条件付きタームレポファシリティ(CTRF)の導入等が行われたことを挙げている。さらに、政府のコロナ対策の特別貸付ファシリティ(CCFF)についても、BOEが協力してこれを行ったことについても説明している。

この2020年3月以降のBOEの対応の観察から、市場機能が不全の時期においては、①「QEを大規模に行うこと」は、特に有効であること、および②「QEを急速度で行うこと」はその有効性を高めることが明らかとなり、さらに③QEの役割はシステムのどこで流動性ストレスが発生するかによって異なることが明らかになったと同ペーパーは指摘している。

まず①の市場機能が不全の時期における「QEを大規模に行うこと」の効果については、流動性効果を指摘している。QEが状況依存的であることは、最近明らかとなったわけではないし、限られたサンプルからは市場が機能不全の状況でQEを大規模に行うことの効果が本当にあるかについては不明瞭であるものの、政策金利（短期金利）の変化よりもそれが大きな効果を持つこと（ポートフォリオ・リバランスおよび流動性チャンネルに関して）はありうるとして

図表9 イングランド銀行のバランスシートの歴史的推移



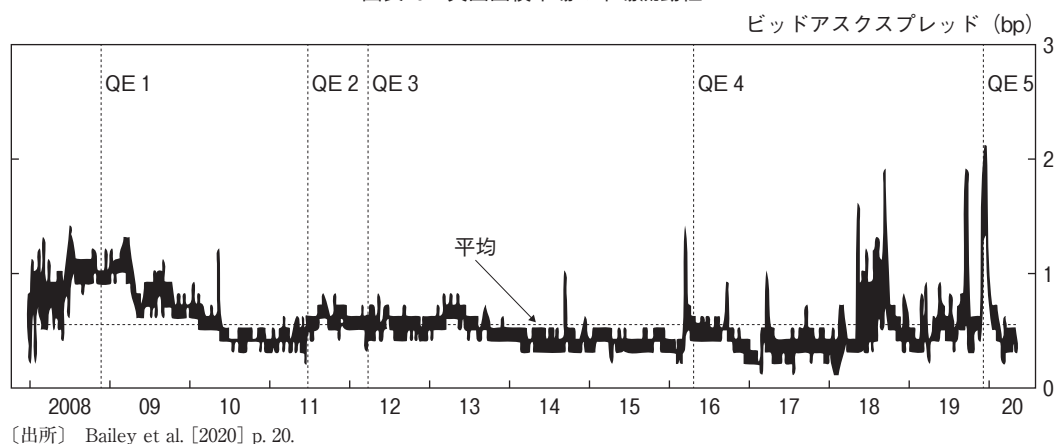
いるのである。

図表10は、英国国債の10年物のビット・アスク・スプレッドの変化をみたものであるが（年次は半年程前ずれしているように思われるが、原資料のママで掲載する）、まずはQE1のアナウンスメントの時期においては、市場の機能不全は国債市場に集中していたわけではなく、ABS、銀行の資金調達、社債等の市場において深刻なストレスが生じていたと指摘している。しかしながら、QE2・3・4がアナウンスされた時期においては市場機能は比較的正常であったものの、今次新型コロナ危機においては、「現金へのダッシュ」が生じたために、英国国債のビット・アスク・スプレッドは前例のない水準まで跳ね上がったことが分かるとして

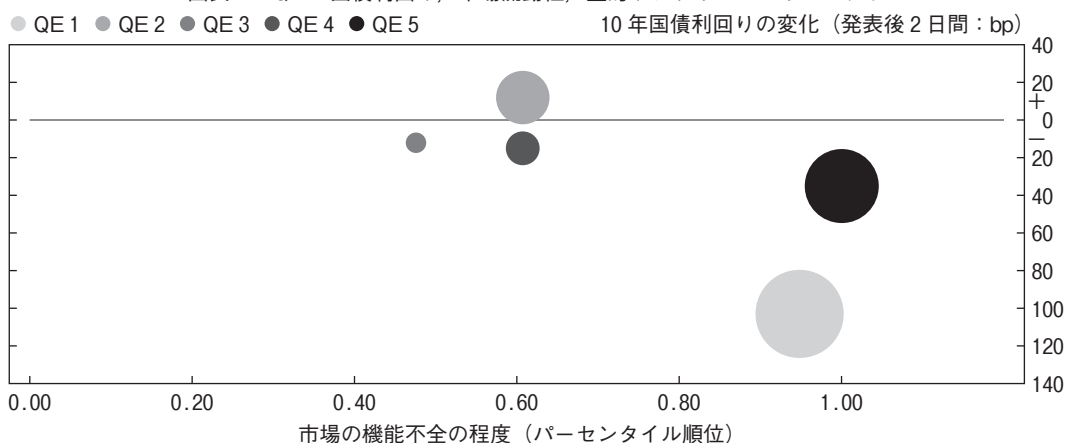
いる。

次に示されているのが図表11であり、この図表はy軸が各QEのラウンド毎の10年国債のイールドの変化（発表後2日間）、x軸が各発表時点における市場の機能不全の程度（パーセントイル順位0.00-1.00：図表10のビット・アスク・スプレッドに基づく）、円形の大きさがQEの量的面でのサプライズが表されたものであると説明されている。これによれば、円形が大きく、国債イールドが低下しているのがQE1およびQE5である。QE1の国債イールドの大幅な低下は、それがQEの初めての導入であったことと国債イールドが当時において高かったことが反映している。また、QE1とQE5は、その規模が大きく、これらの時期が市

図表10 英国国債市場の市場流動性



図表11 QEの国債利回り、市場流動性、量的サプライズへのインパクト



場の機能不全が大きかった時期であることが表されたものと説明されている。したがって、これらの観察から、市場の機能不全の時期においてQEが大規模に行われることが効果的である可能性が高いと結論付けられるとしている。

同ペーパーが、QEの規模と同様に重視しているのが、そのスピードである。これは、若干の説明が必要であろう。BOEのQEの特徴の一つは、それが購入上限(残高ベース)が目標値とされていることである。したがって緩和の追加とは、購入上限を変更するということであ

り、その条件の下でBOE (APF) がどのように国債等を購入するかは月にどれだけという具合には決定されていないのである。

BOEの金融政策委員会(MPC)は、2020年3月19日に、APFによる国債等の資産買取枠(残高)の上限を一挙に2000億ポンド増額するという決定を下した。同ペーパーは、QEの有効性の決定にとって資産購入のペースの役割は何かという問いを設定している。この点については、良く分からない点が多いものの、市場にストレスが生じている際には、資産購入のペー

スを速くするということは追加的な意味があるのではとしている。実際、3月のMPCの決定後において、APFは毎週135億ポンドの資産購入を行ったわけであるが、これはQE1のアナウンスメント後のペースの2倍以上であった。

この資産購入ペースの速さが、市場が機能不全を起こしている際に、QEの伝播についての追加的な効果を発生させているだろうというのが同ペーパーの立場である。資産購入を高速で行うというアナウンスメントおよび実施により、国債のイールドは低下し市場機能はすぐに正常化したというのが同ペーパーの立場である。当然、MPC (APF) の行動が違うものであったなら、市場のコンディションがどうなっていたのかは分からないということは認めつつも、市場の機能不全はスパイラル的に悪化していたかもしれないとしているのであるが、これがうまく論証できてはいない印象がある。ただ2020年6月のMPCの資産購入上限の1000億ポンドの引上げは、インフレーション・ターゲットを達成するために必要なマクロ経済的な刺激を与えることを目的としたわけであり、その購入ペースは3月よりは緩やかなものであり、この辺を考慮に入れるならば、現場感覚的なものといえるかもしれない。

これに続けて、同ペーパーは③QEの役割はシステムのどこで流動性ストレスが発生するかによって異なるという点について検討している。2020年3月に発生した事態は、すなわち「現金へのダッシュ」は、国債市場における投資家に発生した事態であった。GFCの時期とは異なり、商業銀行に大きな流動性危機は生じていなかったわけであるが、BOEはこの際においてもQEを拡大させたことにより市場の機能不全を防ぐことができたとして自己評価している

のである。

過去、現在に続く同ペーパーの第3節の表題は「未来への教訓」となっている。この節においては、まず2つの問題点が検討されている。その第1は、カウンターシクリカルな政策ツールとしての中央銀行バランスシートである。

政策金利をカウンターシクリカルに変化させることは、これまで行われてきたことではあるが、中央銀行のバランスシートを同様に变化させることの当否については、必ずしも十分なコンセンサスが得られていないことは、同ペーパーにおいても認めてはいる。しかしながら、市場の機能不全の時期には、流動性需要を満たすためにオペレーションによっても資金が供給され（バランスシートは拡大）、マーケットが落ち着いた際にはそれらは返済されることとなる（バランスシートは縮小）。そしてQEを通じて供給された準備預金の増加は、銀行システムにおける流動性ニーズを満たすのに役立った可能性があるとして、同ペーパーは指摘している。

そして危機の時期においては、政策の余地を残すようなことはすべきではなく、中央銀行は積極的に資産（国債）を購入すべきであるとしている。将来のQE政策の余地を残すようなことは、中央銀行が国債のストックの圧倒的な部分を保有している場合のみ問題となると指摘している。ただし、それ以前のQEの巻き戻しは、政策金利がある水準に達するまでは開始されず、そしてその水準に達する以前にネガティブなショックが発生した場合には、政策金利は下方に押し戻され、場合によっては追加のQEが必要とされるとしている。QEのこのような極端な持続は、長期にわたる保有資産のラチェットアップ（戻らないこと）につながる可能性のあることを同ペーパーは認めている。こ

れは、均衡実質金利が長期間低いままである場合に起こるとしている。

BOEのMPCは、2018年6月に政策金利が1.5%に達して以降にQEの残高の削減を開始することが適当であると表明した。しかし同ペーパーは明確ではないものの、正常化のプロセスにおける適切なポリシーミックスは、以前に考えられていたよりも少し変化している（more nuanced）としている。

「未来への教訓」の第2は、オペレーションの枠組みのデザインの意味することである。BOEがそのバランスシート調整を長期的観点からどのように行うべきと考えているかがまず示されている。その第1は、QEの結果としての資産のストックは、インフレーション・ターゲットを達成するための金融情勢についてのMPCの判断に基づき決定されるべきということである。そして第2は、商業銀行のリスク選好の変化と流動性に関する健全性規制の変化は、商業銀行システムの準備需要を、GFC以前に観察されたものよりは大きなものとしているのではないかとということである。これらから、金融政策運営の枠組みとして望ましい姿は、金融政策目的で保有する資産のストックを調整する決定とは独立に、金融安定目的で最低レベルの準備が要請されることを示しているとしている。

これが「好適最低準備レンジ（PMRR）」とされるもので、その範囲と準備の需要曲線等との関連は図表12に示されている⁸⁾。これはいわば平時における姿であり、その時点のBOEのバランスシートは現在の水準よりは小さいであろうが、かといってGFC以前のレジームに戻るわけではないとしている。これは注目すべき点であり、出口後の定常状態はかつてにおける

ものではないと明言しているのである。これらの準備供給は、種々の公開市場操作（OMO）により行われるわけであるが、これによる準備の取得は商業銀行にとってバランスシートコストがかかることも同ペーパーは説明している。

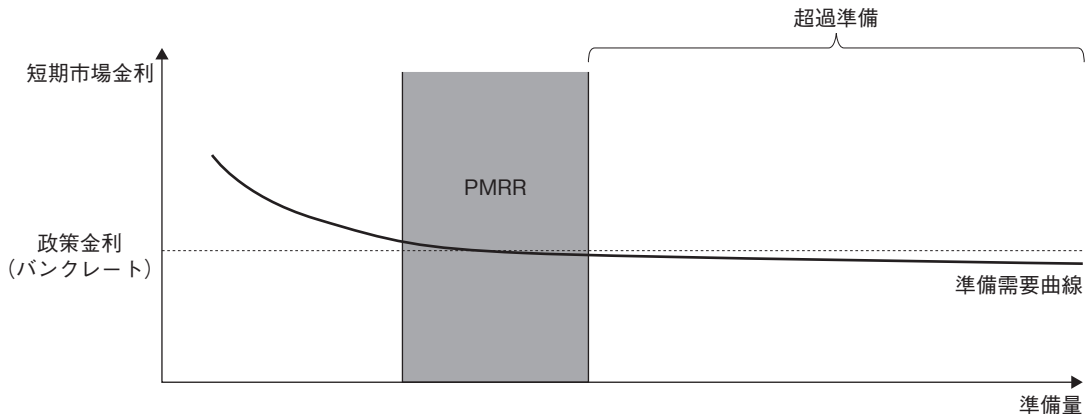
このレジームにおいても追加的準備需要があれば供給されるし、代替のアプローチとして平時においてもPMRRを超える準備を超える供給を行うことは可能であると、同ペーパーは指摘している。QEの経験は、超過準備があっても金利のコントロールは可能であることを明らかにしたというのである。さらに金融の安定の観点からも、平時においても中央銀行は超過準備を供給し、大きなバランスシートを維持する議論があるとの紹介も行っている⁹⁾。

ただし、同ペーパーは、この種の議論のリスクについても指摘している。銀行システムにおける流動性の増加は、国債という流動資産への他の経済主体のアクセスを難しくする可能性があることを指摘している。また、2020年3月の経験は、平時における超過準備の供給が、ストレスが発生した時期における広範な金融市場における流動性を保証するわけではないことについても指摘している。

平時のBOEのバランスシートの状態をまとめたのが図表13（左側のBS）である。これによるとGFCそして新型コロナ危機を経た後においては、銀行システムの準備需要はかつてより大幅に高くなり、これを反映してBOEのバランスシートも大きなものとなっている。準備預金がPMRRの下限を下回った場合には、先に示した図表12からわかるように短期金利の急上昇等が発生し、金融の安定性への懸念が強まるとしている。

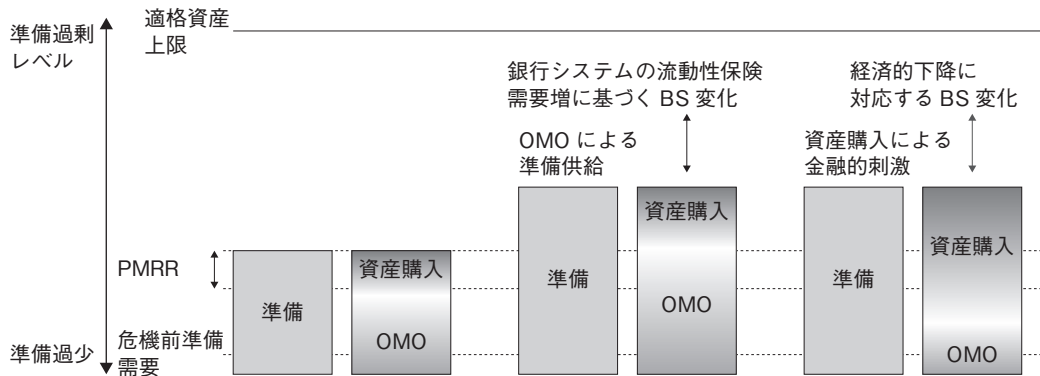
当然のことながらBOEの資産購入には上限

図表12 準備需要とPMRR



〔出所〕 Bailey et al. [2020] p. 30.

図表13 バランスシート調整の類型



〔出所〕 Bailey et al. [2020] p. 33.

があるが、市場の機能不全等に対応するためにBOEがそのバランスシートを拡大する場合には、2つのシナリオが存在すると、同ペーパーは指摘している（図表13）。シナリオA（図表13の中央のBS）は、商業銀行システムにおいて流動性需要が急に高まった場合である。これは市場の信頼が損なわれるような事態が発生した場合や特定の金融機関が危機に陥ったケースであろう。このような場合には、BOEはOMOや流動性ファシリティにより流動性を供給するとしている。シナリオB（図表14の右側のBS）は、経済の先行きがさらなる資産購入

を正当化するとBOE（MPC）が判断した場合を表している。QEの副作用としては超過準備（PMRRを超える準備）が長期にわたり継続することではあるが、この場合においても準備預金への付利（政策金利）によりBOEは短期金利をコントロールすることができる。BOE（MPC）がQEを縮小するのが適当と判断した場合には、満期到来債券分を再投資しないことや資産売却により、システムを平時の状態に戻すことができると説明されている。

以上が、同ペーパーによる、中央銀行のバランスシートをカウンターシクリカルに動かすこ

とによる新しい金融政策による枠組みであるが、これはその他の代替案に比べてロバストであるとの自己評価を行っていることは注目される。また、これにより過去において出口を模索していた（APFの解散：もちろん解散した後もBOE本体による資産購入は可能）BOEが、その可能性についてはとりあえず放棄したものとみなせるであろう。新型コロナ危機対応は、BOEのスタンスを大きく変えることとなったといえるのである。

おわりにかえて：金融政策版「底辺への競争」は何をもたらすのか？

以上で、BOEの新型コロナ危機対応とそこからバランスシート政策の変化的なものをブリハ MPC 委員の講演およびベイリー総裁等の論文を中心に見てきた。かつての通常の出口、すなわち金利がある程度のプラスの値をとり、超過準備が解消することを目指していたBOEの姿はそこには見られない。2020年3月の2回の政策金利の引下げの間にベイリー総裁の就任があり、2度目の利下げ時にQEの大幅拡大があったことから、BOEの変化は新総裁の就任とともに開始され、出口政策もそこにおいて変化したとみなせそうではある。

しかし注8)で示したように、新型コロナ危機以前の2018年8月の段階で「イングランド銀行の将来のバランスシートと金利コントロールの枠組み」(BOE [2020])というディスカッションペーパーにおいては、BOEの将来のバランスシートの大きさはGFC以前よりは大きくならざるをえないとの考え方が示され、この点等についてパブリックコメントを求めている。さらに、2019年7月の段階においてハウ

ザー理事の「出口を展望して：QTとイングランド銀行の長期的バランスシート」(Hauser [2019])と題する講演においては既にPMRRという概念は提示され、ここでも将来的なバランスシートはGFC以前よりも多きくならざるをえないとの見通しが示されている。

しかしこのディスカッションペーパーは、BOEのQEの出発点であった0.5%という政策金利から0.75%への0.25%の引上げが行われた時点（金利面では出口の端緒と思われた）において発表されたものであり、ハウザー理事の講演が行われたのも政策金利が0.75%の時期であった。この両者の位置付けについては別稿において検討することとしたいが、新型コロナ危機対応は、BOEのQEへの見解をはっきりと変えたことは間違いないであろう。

問題は、このような見解のもとで展開される金融政策にリスクはないのだろうかということである。GFC以前のBOEの金融調節の基本的な姿（2006年5月に制定）は、積み期間（約1か月）の直前に対象金融機関が期中準備額（平残：対象預金残高の2%が上限）を自己申告し、マクロベースではBOEはこれを100%となるように供給するというものであった。その供給の中心は期間1週間の短期レポオペであり、その際に適用される金利が政策金利とされていた。申告準備額を上下1%の範囲で遵守した金融機関には、その準備預金に政策金利による付利が約束されていた（正確にはこの準備預金への付利金利が政策金利）。1週間より短い短期金利については、政策金利の上下に設定されるスタンディング・ファシリティ金利により形成されるコリドー内に収まるように誘導されるというものであった。

現時点でのBOEの見解は、この体制下にお

ける金融機関の準備需要は過小であったというものであるが、これについては本当であろうかという思いを持たざるをえない。そもそもゼロリザーブであったのを完全後積みの自主申告方式（上限2%）としたBOEが、その制限を外しQEを採用、そして一時は出口を展望していたものの、コロナショックを経て別次元の場所へ行ってしまい、それを正当化しようとしているだけでも思われるのである。

金融政策等の経済政策は、政策担当者がその時点ではベストと思われる選択をしたとしても、結果的に不均衡を累積させることとなり、それが将来の大きな混乱の原因となるということはあることである。近年の各国中央銀行の金融政策は国内政策（資産価格対策がそのほとんどであるが）といったつも為替戦争を背後に持つものであり、法人税引下げ競争等の底辺への競争の金融政策版ともみなせるのである。そもそもかつての法人税率は高すぎたというのは本当なのだろうか。ついでながらかつての所得税の最高税率が高すぎたのは本当なのだろうか。これらに関する底辺への競争がそうした意識を蔓延させただけではないのだろうかというのと同様の感想を各国金融政策の近年の状況には持たざるをえないのである。

ジョン・ケイは、著書『金融に未来はあるか』の第I部「金融化—異世界のはじまり」において、2005年のジャクソンホール・シンポジウムにおけるコーンFRB副議長（当時）の講演や2006年のバーナンキFRB議長（当時）の講演において、金融機関のリスク管理能力の前進を称賛し、それにより金融システムの抵抗力が高まったことを宣言したことについて「度肝を抜くスケールの認識ミス」（ケイ [2017] 43頁）と非難した。そして同書の最後において

は、「中央銀行の金融政策は、資産価格を押し上げることを通じて過去の蓄財で楽に暮らせる連中に報い、働いて口を糊する人々を犠牲にしている」（同341頁）と非難し、「現在の政策の軌跡を見ると、金融危機の深刻度が徐々に増しているという特徴が認められる。このことは必ずしも、危機が1回ごとに、前回よりも深刻なものになるであろうことを意味しない。基調としての深刻さの度合いが増しているということだ。」（同351頁）と興味深い指摘をしている。資本主義はGFCそして新型コロナ危機という2度の危機を経て、金融化から新たな段階へと転機を迎えているのかもしれない。BOEの政策転換は、その象徴かもしれないのである。

注

- 1) リーマン・ショック後のBOEの金融政策について詳しくは、斉藤 [2015] および斉藤・高橋 [2020] を参照されたい。
- 2) 正確にはFLSは金融機関にTBを低手数料で貸出す制度である。FLSについて詳しくは斉藤・高橋 [2020] 第2章を参照されたい。
- 3) BOEの従来の量的緩和の効果の説明は、機関投資家の社債等の購入（国債売却資金による）により社債価格等の上昇（金利低下）といった、それほど大きな効果があるとはいえないものであるというものであった。（斉藤 [2015] 参照）。
- 4) なお日本でも国債整理基金特別会計の基金残高が2012年度までは10兆円程度が維持されてきたが、2013年度以降は3兆円程度まで圧縮された。その際にオペレーションリスク対策として、日本銀行からの一時借り入れが制度上は可能となった。
- 5) Bernanke [2010], Brainard and Tobin [1963] 等を参照。
- 6) Joyce et al. [2011], Haldane et al. [2016], Christensen and Rudebusch [2012] を参照。
- 7) Bernanke [2020] を参照。
- 8) PMRRという概念は、2019年7月の段階でハウザー理事のスピーチ（Hauser [2019]）において提示されている。なお、それ以前にも、GFCの後においてはBOEのバランスシートの規模は、従前よりも大きくならざるをえないとのディスカッションペーパー（Bank of England [2018]）が2018年8月段階で発表されている。
- 9) Greenwood et al [2016] を参照。
- 10) 以前のBOEの出口政策および見通しについては、斉藤・高橋 [2020] の第3章を参照されたい。

参 考 文 献

- 齊藤美彦 [2015] 『イングランド銀行の金融政策』 金融財政事情研究会
- 齊藤美彦・高橋亘 [2020] 『危機対応と出口への模索－イングランド銀行の戦略－』 見洋書房
- ジョン・ケイ [2017] 『金融に未来はあるか』 (藪井真澄訳) ダイアモンド社 (Kay, J. [2015] *Other People's Money*, PublicAffairs.)
- Bailey, A. [2020] *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future* (speech).
- Bailey, A. et al. [2020] *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future*.
- Bank of England [2018] *The Bank of England's future balance sheet and framework for controlling interest rates* (Discussion Paper).
- Bernanke, B. [2010] "Opening remarks: the economic outlook and monetary policy," in Proceedings: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bernanke, B. [2014] "A Conversation: The Fed Yesterday, Today and Tomorrow," Interview by Li-quat Ahamed at the Brookings Institution.
- Bernanke, B. [2020] "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Association Presidential Address*.
- Brainard, W. and Tobin, J. [1963] "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls", *American Economic Review*, Vol.53, No. 2.
- Christensen, J. and Rudebusch, G. [2012] "The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2012-06.
- Haldane, A., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T. and Young, C. [2016] "QE: the story so far", *Bank of England Staff Working Paper* No. 624.
- Hauser, A. [2019] *Waiting for the exit: QT and the Bank of England's long-term balance sheet* (speech).
- Hauser, A. [2020] *Seven moment in Spring: Covid-19, financial markets and the Bank of England's operations* (speech).
- Joyce, M., Lasaoa, A., Stevens, I. and Tong, M. [2011], "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, Vol.7 (3).
- Vlieghe, G. [2020] *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet* (speech).
- (大阪経済大学経済学部教授・当研究所客員研究員)