

イングランド銀行の量的緩和からの 出口戦略の変化と量的引締

斉藤美彦

要 旨

2009年3月以来、量的緩和（QE）政策を行ってきたイングランド銀行（BOE）であるが、2021年12月以降において政策金利の連続的な引上げを行う一方で、2022年2月以降は量的引締（QT）を開始した。このQTは当初は満期到来保有国債の再投資を行わないことによるものであったが、2022年10月からは保有国債等の市中売却も行うとしていた。しかしながら、9月下旬のトラスショックにより、QTではなく臨時の長期国債購入（金融安定目的）を行わざるをえなかった。それでも11月以降は保有国債等の市中売却を行ってきているし、金融安定目的で購入した長期国債についても11月末以降に市中売却を行い、完了した。BOEの非伝統的金融政策からの出口はこれまで様々な形で模索され、挫折を余儀なくされた場合もあったが、BOEの出口戦略をオープンにしている態度は評価できる。また、政策金利がゼロ近傍を離れて以降の、バランスシート政策、異様に膨らんだそれをどの水準に落ち着かせるか、その後の危機対応にどのように対処するか等、BOEの金融政策には注目が集まるところである。その他の中央銀行同様に新時代の金融政策の原則の確立、新たなツールキットの開発等が望まれる。

キーワード：イングランド銀行、量的緩和（QE）、量的引締（QT）、保有国債市中売却

目 次

- | | |
|--------------------------|---------------------------|
| 1. はじめに | 5.1 トラスショックと緊急国債購入 |
| 2. イングランド銀行の量的緩和政策の特徴 | 5.2 保有国債市中売却開始 |
| 3. 出口政策の変化 | おわりに |
| 4. 金利引上げから量的引締へ | (Box) イングランド銀行本体の損失補填について |
| 5. 2022年9月末の市場混乱への対処とその後 | の財務省との覚書 |

1. はじめに

2009年3月以来、量的緩和（QE）を行ってきたイングランド銀行（BOE）であるが、2021年12月以降、連続的に政策金利の引上げを行い、2022年3月以降は量的引締（QT）も行ってきた。このBOEのQTにおいて他中銀と比べての特徴は、当初は満期到来国債等の再投資を行わないことによる資産縮小から始めたが、早期に保有国債等の市中売却の方針を明らかにし、そして実際に実行してきたことにある。2022年9月末のいわゆるトラスショックにより、その計画は短期的には頓挫せざるをえなかったが、11月以降に大きな混乱もなく着実に実施してきている。

このようなBOEの非伝統的金融政策からの出口政策のあり方は、ひとつにはイギリスの国債の平均満期が他国比で長いことを反映してBOEの保有国債の満期も長いことから、市中売却については以前から政策転換後においては行うと明言してきたことにもよっている。BOEの出口政策についてはオープンであることが評価されるが、その一方で情勢の変化により、それ以前に明らかにしたものについて事実上撤回してきたということもある。長期にわたるQEにより拡大してきたBOEのバランスシートは、長期間にわたり以前の姿には戻れないであろう。本稿においては、BOEのQTへの転換を追うことにより、超過準備ゼロの世界には戻れない新しい時代の金融政策について展望することとしたい。

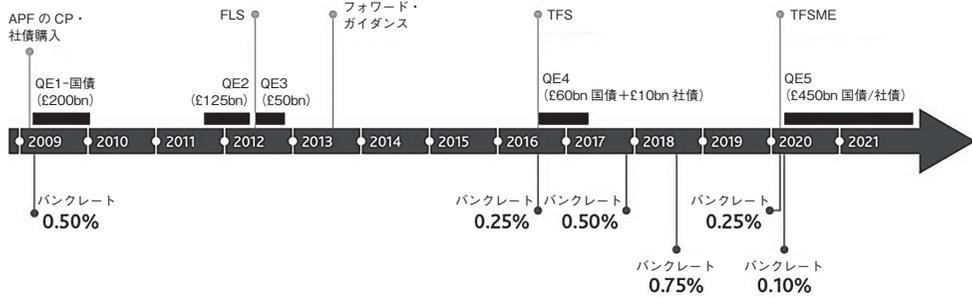
2. イングランド銀行の量的緩和政策の特徴

筆者はこれまで各所においてイングランド銀行（BOE）の量的緩和政策（QE）の特徴について書いてきているので¹、ここにおいてはごく簡単にまとめることとしたい。2009年3月に開始されたBOEのQEの最大の特徴は、QEを実際に遂行している主体がBOE本体ではなく子会社の資産購入ファシリティ（APF）により行われていることである。BOEは購入資金をAPFに融資しているわけであるが（金利は政策金利で対応負債は準備預金）、APFに損失が発生した場合は、財政負担となることが政府（HMT）とBOEの間において合意されている点も大きな特徴である。

さらにAPFによる資産購入は、月間ないしは年間の購入額を決定する方式ではなく、購入上限を決定する方式である点も他中銀には見られないことである。BOEの金融政策委員会（MPC）は資産の購入上限を決定し、APFは任意のペースで資産購入を進め、上限に達した際にはそれ以上の資産購入は行わず、購入国債等の満期が到来した場合に再投資を行うのみである。さらなる緩和は購入上限を拡大することにより行われるわけであるが、それまでの期間における購入停止については、これをマーケットにおいて緩和の縮小と受け止められてはこなかった。その意味ではBOEのQEにおいてはテーパリングという概念は存在しないのである。QEの推移については、図表1のとおりであるが、大きく分けてQE1からQE5の5期間

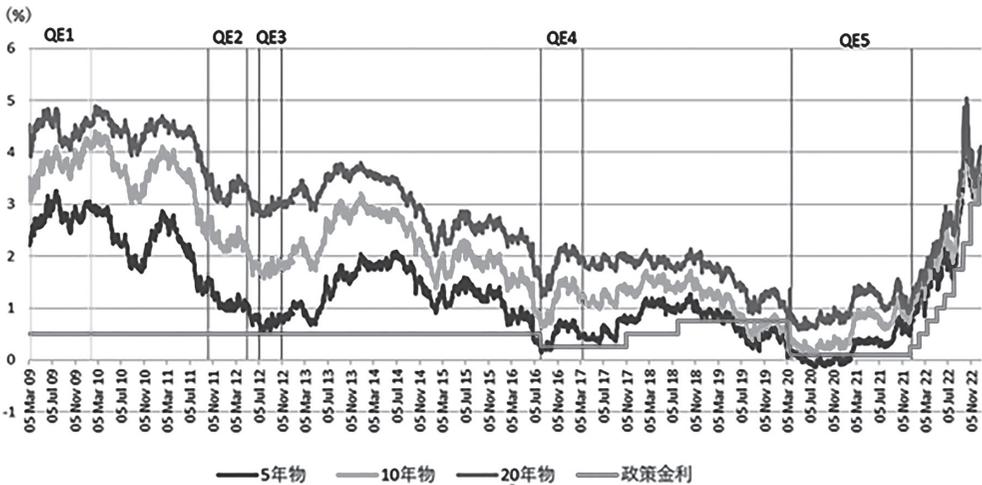
1 齊藤（2015）、齊藤・高橋（2020）、齊藤（2021）を参照されたい。

図表1 BOEのQEプログラム等



(出所) Bank of England (2021) p.10.

図表2 政策金利および国債金利の推移



(出所) BOE ホームページ統計資料より作成。

の購入資産拡大期（緩和期）があり，その間に購入停止期間（休止期）があることがわかる。

図表2は，BOEのQE開始後の政策金利（バンクレート），国債金利の動きをみたものであるが，長期で見ると国債金利は低下傾向にあるが，量的緩和実行時に金利が低下し，休止期に金利が上昇しているといった単純な図式とはなっていないことがわかる。そして，休止期（この期間期は国債購入は行われていない）に必ずしも金利が上昇しているわけではないとい

うことは重要なことであろう。BOE内部の研究等²においては，QE1およびQE2にはそれぞれ50～100bp程度国債金利を引き下げる効果があったということであるが，これはQE開始前と上限に達した際のイールドカーブを比較してのことではなく，もしQEを行わなかった場合との比較であることには注意が必要であろう。なお，確認しておきたいのはQEのベースラインとなるバンクレートは0.5%であるということであり，イギリスにおいてはマイナス金利政

2 Joyce et al. (2011), Haldane et al. (2016), Christensen and Rudebusch (2012) を参照されたい。

策は採用されなかったということである。

3. 出口政策の変化

BOEによるQEの最大の特徴は、その実行主体が子会社のAPFであることであるが、このAPFは設立当初から恒久的組織として設立されたわけではなく、あくまで時限的な組織であるとの認識であり、それは現時点においても変化はしていない。ただしその設立当初においては、短期間での解散が予想されていた。それについてのはっきりとした証拠はないものの、APFとHMTの間の資金移転が解散時のみ行われる規定となっていたことから明らかであろう。

これが明確に変化したのがQE3が上限に達して以降の時期であった。QE3が上限に達したのは2012年11月初めであるが、11月9日にBOEとHMTの間で、収益または損失の移転について四半期毎に移転がなされるように合意が結ばれた。実際に資金移転がなされたのは2013年1月からであるが、まずはそれまでに蓄積されたAPFの収益が月に一度、9か月にわたりHMTへと移転され、それ以後は四半期に一度の収益移転がなされてきている。これは当初考えられていたよりもQEが長期化し、購入資産も多額となり、APFの解散にも時間を要するようになったと認識されるに至ったからに他ならないであろう。

そしてQE3が上限に達して以降の休止期の2013年2月の『イングランド銀行四季報』に「APFと財務省との間の資金移動の概略」(McLaren and Smith (2013)) という興味深

い論文が掲載された³。同論文においては、四半期毎に収益移転（損失の場合には補填）がなされるようになった経緯（APFに相当の収益が累積）のほか、QEの出口戦略とそれともなうAPFの収益の変化予想等が示されている。

そこに記されているメインシナリオは、2016年3月頃にバンクレートの引上げ（0.75%程度）が開始され、同年9月にはAPFの資産売却についてのアナウンスがなされ、その後において資産売却がなされ、2019年中頃には資産売却が完了し、APFは解散するというものであった。そして解散時点でのAPFの通算損益は170億ポンド程度のプラスというものであった。同論文は、メインシナリオ以外の種々のケースの想定も行っており、その中には通算損益がマイナスとなるケースもあった。また、BOEのホームページには出口の状況によりAPFの収益がどのように変化するかについてのスプレッドシートがあり、誰もがシミュレーションを行えるようになっていたわけであり、出口に関しては透明性が高くなるような工夫がなされていた。

この戦略が崩れたのが、周知のとおり2016年6月のイギリスのEU残留・離脱を問う国民投票が離脱多数となったことによる市場混乱であり、BOEはそれへの対処を迫られることとなった。具体的にはBOEは同年8月のMPCでバンクレートの引下げ（0.5%→0.25%）およびQEの拡大（QE4：700億ポンド増、社債を含む）を決定した。QE4は、国債が2017年3月に社債が同年5月にそれぞれ購入上限に達し、その後は、金融市場が落ち着いたこともあり、BOEは2017年11月にはバンクレートをベース

3 同論文については齊藤・高橋（2020）の第3章（齊藤稿）において詳しく解説している。

ラインの0.5%へと戻した。さらに2018年8月には0.75%に引上げ、政策金利面においては出口へ向かう動きを見せていた。

この時点での APF の資産残高は、4450億ポンドとなっており、BOE は超過準備をゼロとする従来の出口戦略を見直さざるをえなくなったものと推察される。バンクレートが引き上げられた2018年8月に発表されたのがディスカッションペーパー「イングランド銀行の将来バランスシートと金利コントロールの枠組み」(Bank of England (2018)) であった。同ディスカッションペーパーは、APF の資産縮小を見込み、それを開始するバンクレートの水準を従来の2%から1.5%へと引き下げている。その詳しい内容については他で紹介していることから⁴、ここでは簡単に紹介することとするが、QE 以前の超過準備をゼロとするシステム（コリドーシステム）には戻れないとの認識を示したうえで、QE 以降のフロアシステムは当面継続せざるをえないとの認識が示されている。そして QT 開始後の BOE のバランスシートの大きさ、民間金融機関の準備需要の決定要因等についてのパブリックコメントを求めている。

このディスカッションペーパーへのコメントも反映した重要なスピーチが、BOE のハウザー理事により行われたのが、バンクレートが0.75%であった2019年7月のことであった。同スピーチの題名は「待たれる出口」(Hauser (2019))⁵というものであったが、そこに示された出口政策は、それ以前のものとは異なるものであった。QT 開始後においても超過準備ゼロの世界には戻れない前提で構想された準備預金残高の水準として提示されたのが好適最低準備

レンジ (PMRR) という概念であり、その間に準備預金残高があれば短期金融市場金利を政策金利近辺に誘導できる水準とのことであった。その時点での大まかな推定としては PMRR は1500~2500億ポンドであり、QE4の上限の4450億ポンドの半分程度の水準であった。

ただこの出口政策は、2020年3月のコロナ危機により実行不可能となり、同月中にバンクレートは2度にわたり引き下げられ、史上最低の0.1%となった。量的緩和 (QE5) もこれまでの最高額の4450億ポンドであり、総額では8950億ポンドまで増加した。そしてこの上限に達したのは2021年12月のことであった。

4. 金利引上げから量的引締へ

BOE は2021年12月16日の MPC (公表日ベース、以下同じ) において、0.15%の政策金利の引上げ (0.1%→0.25%) を公表し、2022年中に開催された8回会合すべてにおいてバンクレートを引き上げ、年末におけるその水準は3.5%にまで上昇した。このようなバンクレートの連続引上げを行った理由は、当然のことながら2022年2月のロシアのウクライナ侵攻にも影響を受けたエネルギー価格の上昇等によるインフレ率の上昇である。2022年初頭に5%程度であったインフレ率は春以降に大きく上昇し、年末には10%を超える水準にまで上昇してきている。周知のとおり、BOE は1992年以降、インフレーション・ターゲティングを採用しており、現在の CPI の目標値は2%でその上下1%にインフレ率を取めることが求められているわけであり、その枠組みの下においては当然にバ

4 同ディスカッションペーパーの内容について詳しくは齊藤 (2021) 第2章を参照されたい。

5 同スピーチの内容についても詳しくは齊藤 (2021) 第2章を参照されたい。

ンクレーートの引上げが求められることとなる。インフレ率の引下げは即時に求められるわけではなく、景気等への配慮も求められるわけではあるが、バンクレーートを低位に据え置くという選択肢はありえなかったわけである。ただ、BOEのバンクレーートの引上げペースは、もう少し速めの方がよかったのではとの批判があったことは事実であった。

QTについては、QEの出口として当然に要請されるものではあるが、2021年8月の段階でBOEはQTを開始するバンクレーートの水準を1.5%から0.5%に引き下げ、そして国債の市中売却については最低限それが1%の水準となるまで行わないとしていた。BOEがQTの開始を発表したのは、バンクレーートを0.5%に引き上げた2022年2月3日のMPCであった。ただしその内容は国債の満期償還分の再投資を行わないというものであり、市中売却については、まだ行わないとしていた。もっとも社債については、満期償還分を再投資しないだけでなく、市中売却についても近い将来に行うとし、その保有残高を2023年中にゼロとするとしていた。

BOEが保有国債の市中売却の計画を明らかにしたのは、2022年8月4日のMPCであった。具体的には9月のMPC終了後に開始するとし（無条件ではないとの留保は付けたが）、一方で金融機関の流動性対策としての短期レポファシリティ（STR）を創設することを明らかとした。この予定どおりに9月22日のMPCにおいて、保有国債の売却予定を発表し、具体的には10月3日に初めてのオークションを行うとした。計画によれば国債のその後1年間の残高の削減額は800億ポンドであり、市中売却による削減額は400億ポンドとされていた。このBOE

のQTの特徴は、保有国債等の市中売却に積極的なところ（アメリカ等の中央銀行と比較して）である。これはひとつにはイギリスの国債の満期構造が他の諸国と比べて長期のものが多く、これを反映してBOEの保有国債の期間も長く、満期償還を待つだけであればBOEの資産の削減には非常に長い期間が必要であるということも影響していると考えられる。

しかしながら、BOEの保有国債等の市中売却計画は、当初予定どおりには進まなかった。次章ではその経緯について追うこととしたい。

5. 2022年9月末の市場混乱への対処とその後

5.1 トラスショックと緊急国債購入

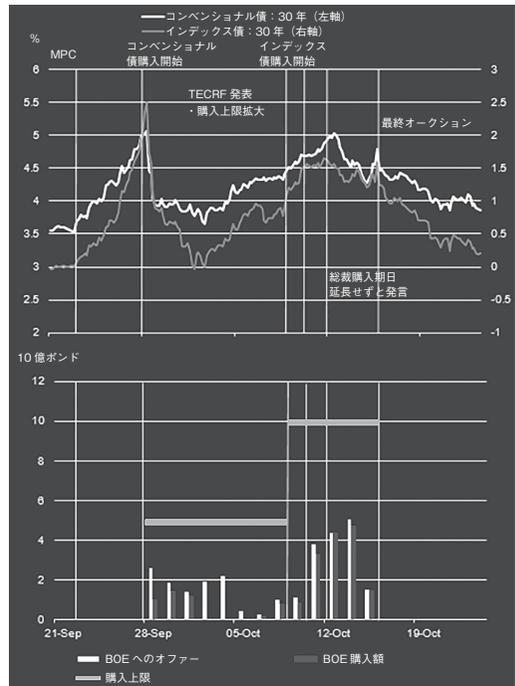
イギリスでは、2022年7月にジョンソン首相が種々の不祥事の影響から退陣表明をせざるをえなくなり、9月6日にトラス首相が就任した。トラス新政権は、BOEのMPCが保有国債の市中売却を11月から開始すると発表した翌日の9月23日に所得税の最高税額の引下げ、法人税率の引上げ凍結、所得税の最低税率および最高税率の引下げ、配当課税・フリーランス課税の強化の取りやめ等の大型減税案を発表し、これに加えて銀行員の賞与の上限規制の撤廃等も発表した。この減税案自体はトラス首相が保守党の党首選挙において主張していたものであったが、金持ち優遇等の批判が舞い上がり、財源についても結局のところ国債の増発になるしかないのではないかと懸念から、国債安（金利上昇）となり、さらに株安・ポンド安も進展した。このため同政権は10月に入り、発表した減税策のほとんどを撤回せざるをえなくな

り、財務大臣も更迭したが、政権基盤が揺らぎ10月20日にはトラス首相は辞任表明をせざるをえなかった。そして10月25日にはスナク新首相が就任した。

この9月末の国債市場等の混乱にBOEは当然のことながら対処せざるをえなかった。9月23日の「減税プラン」の発表後、30年物国債の名目金利は急上昇（価格は下落）し、28日午前中までに130ベースポイントの上昇となった。そしてここで危機に陥ったのが確定給付型年金の運用を種々のレバレッジをかけて行っていたLDIファンドであった。そういったLDIファンドにはいわゆるマージンコールが発生し、そのため保有国債（特に長期ゾーンのもの）の大量投げ売りの瀬戸際にまで追い込まれていたのがあった。これが発生するならば、国債市場の大混乱だけでなく、他の金融市場への波及、為替相場への悪影響も予想される事態となった。このためBOEは9月28日午後には同日以降10月14日までの毎営業日において上限を50億ポンドとして長期ゾーン（20年超）の国債を購入すると発表した。ここで注目すべきは、この決定はMPCの決定ではなくFPC（金融安定政策委員会）の勧告により行われたことである。これ以降、これにより購入された国債にかかるAPFへの貸付分については「金融安定化目的分」として分離されて計上され、従来からの保有分にかかる貸付分については「金融政策目的分」として計上されている。そしてこの「金融政策目的分」の保有国債については10月3日からの市中売却を公表していたが、これについては中止するとした。

図表3を見ればわかるとおり、BOEの対策発表後国債金利は大きく低下した。ただし実際の購入額は、当初の上限とされた1日50億ポ

図表3 イールド変化とBOEの対応



(出所) Hauser (2022) p.4.

ンドを大きく下回っており、開始後4営業日後においては、BOEへのオファーはあるもののBOEの実際の実際の購入はほとんどない状況が続いていた。このため、国債金利も上場傾向となっていた。

このような状況から、10月10日には、国債の金融安定化目的での臨時購入について当初表明していた10月14日までという期限を延長しないとした一方で、1日の購入上限については50億ポンドから100億ポンドに増額すると発表した。またそれまでの購入国債は通常の国債（コンベンショナル債）のみであったが（これは金融政策目的の購入においても同様）、新たに物価連動債（インデックス債）についても購入すると発表した。この時期においても、国債購入額は1日の上限を大きく下回っていたが、購入額自体は大幅に増加した。結局、臨時国債購入

額は、総額で192億ポンド超となったが、そのほとんどが上限変更後の時期のものである。そして、国債臨時購入終了後においては、国債金利は緩やかに低下した。

これに加えてBOEは、臨時拡張レポファシリティ (TECRF) を創設したが、これはLDIファンドに融資する銀行に資金供給を行う (適格担保も拡大した⁶) というものであった。さらにBOE自身も長期レポオペをLDIファンドにたいして行うとした。

この間の諸措置については、BOEのハウザー理事が11月4日に「10月の13日間」と題する講演⁷ (Hauser (2022)) を行い、概要・目的等について説明している。それによると10月の緊急国債購入 (実際には9月28日から) は、中央銀行のバランスシートを金融の安定をサポートするために用いたものと位置付けられている。このような措置に踏み切ったのは、LDIファンドの財務上の脆弱性を放置できなかったからであり、10月10日の1日の購入上限の拡大やインデックス債を加えたことについても、LDIファンドやマーケット全体の状況等を判断してのことであったとしている。

ここでこれまで通常の金融政策目的のQEにおいてコンベンショナル債のみを購入し、インデックス債を購入してこなかったことについて、そもそもBOEにインデックス債の運用能力がなかったからであるとしている。というのは長期の機関投資家にとって魅力的なインデックス債はバイアンドホールドの傾向があり、その流動性は非常に低いものであった。このよう

な市場構造は、価格設定を複雑にし、BOEの購入は価格をバックストップではなくフロントストップとするリスクがあったと説明している。しかしこの時期にLDIファンドがインデックス債を売る動きを見せたため、BOEはインデックス債の購入を決定した。なお、10月10日以降にBOEがインデックス債を購入した際には、前日の終値よりも低い利回りで購入 (これがバックストップ価格の実質的な意味である) することとしたと同理事は説明している。インデックス債金利は、ほぼコンベンショナル債金利と同様の推移を辿り、10月14日以降においては低下傾向を辿っていった。

なお、今回の臨時購入については金融安定目的であったと確認したうえで、その購入国債の売却については市場機能を阻害しないように配慮しながら、タイムリーかつ秩序だてで行われるとし、事前計画を公表して行うことはしないと。ただこの段階 (11月4日) で国債の臨時購入分については早期に売却するとし、後述のとおり実際に11月29日以降売却したことには注目すべきであろう。

さらに、今回事態からの中期的な課題としては、ノンバンクへの貸付のためのツールの開発 (中央銀行バランスシート・ツールキットの改良) や中央銀行バランスシートの長期的観点からの適当な形態が挙げられるとしている。これはかつてハウザー理事が講演で明らかにし、BOEの公式見解となった好適最低準備レンジ (PMRR) をQEの巻き戻しが進行する過程において、どのように計測し実行するか、そして

6 トリプルB格まで拡大した。

7 原題は、*Thirteen days in October: how central bank balance sheets can support monetary and financial stability* であり、サブタイトルのandにわざわざ下線を付けていることが注目される。なお、前の部分におけるBOEの諸措置の説明については、同講演に多くを依っている。

準備預金の水準だけでなくバランスシートの構造全体をどのように構想するかという問題であろう。

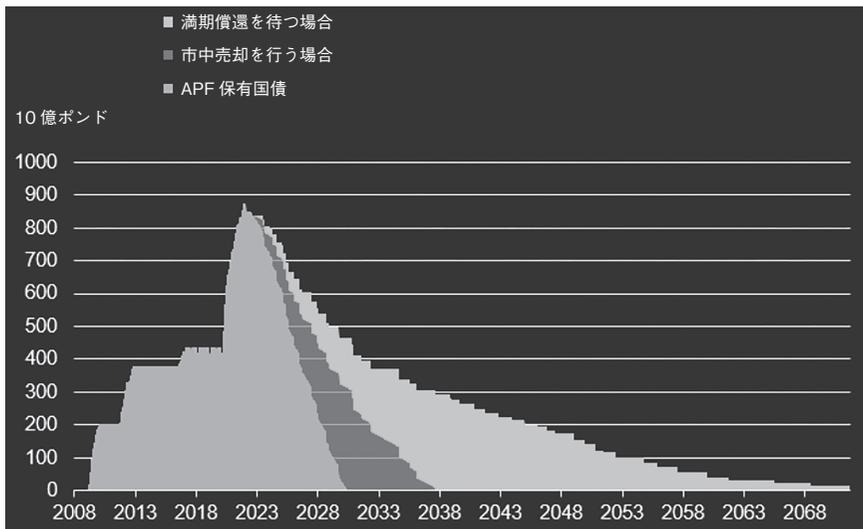
イギリスの国債の平均満期が長いことを反映して APF の保有国債の満期も長いものとなっており、満期償還をひたすら待つことによる削減では49年後によく残高がゼロとなる（図表4）。社債の場合は、それは96年後となるということである。したがってBOEの場合、保有国債の売却は既定路線であったといえる。図表4に示されているのは、年間売却額が200億ポンドから600億ポンドまでのケースである。しかしながら今後のBOEのバランスシートは、超過準備をゼロとする水準にまで縮小することが構想されているわけではない。将来的に望ましい水準とBOEが判断しているのが、前述したPMRRであり、それは基本的には市中銀行等の準備需要を反映した水準である。準備量がPMRRの水準に収まっていれば短期金融市場金利はバンクレート近傍に誘導されるが、

その準備量がPMRRより小さく過少であれば同金利はバンクレートから上方に乖離するとBOEは判断しているのである（図表5）。

図表6は、準備預金の残高予測であるが保有国債対応分だけでなく、中小企業向けの貸出促進策であるTFSMEについても削減し、2026年頃には現時点で想定されるPMRRの水準に到達するものとされている。

ハウザー理事は、通常のQEが①金融緩和目的で、②その目的のために上限設定を行い、QTについてもMPCの決定により行われ、③金融政策のゴール達成のために、広範な資産を買い入れ、④購入価格についてもMPCが決定した量的目標を達成するための価格設定が行われるのに対して、今回の臨時購入は金融安定目的であり、①LDIファンドの脆弱性からくるリスクを回避するためであり、②金融安定目的のための臨時のものとの位置付けであり、巻戻しについてもタイムリーかつ秩序だてで行われ、③購入対象資産は金融安定目的のために絞

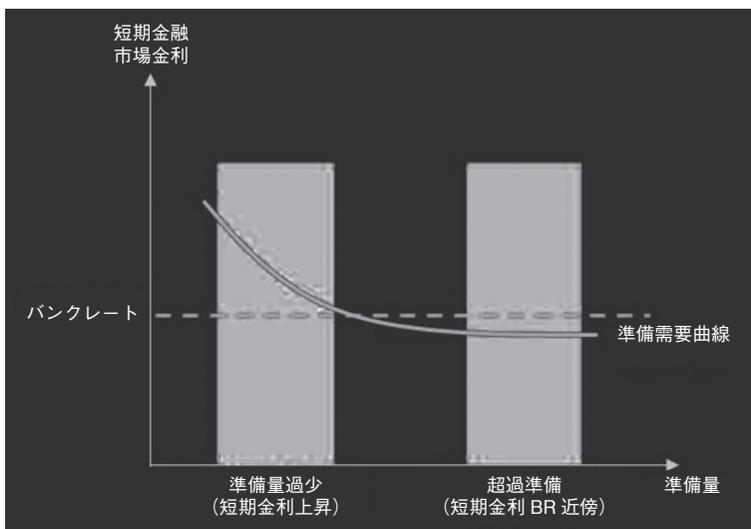
図表4 APFの保有国債の削減ペース



(注) 市中売却は年間200-600億ポンドを想定。

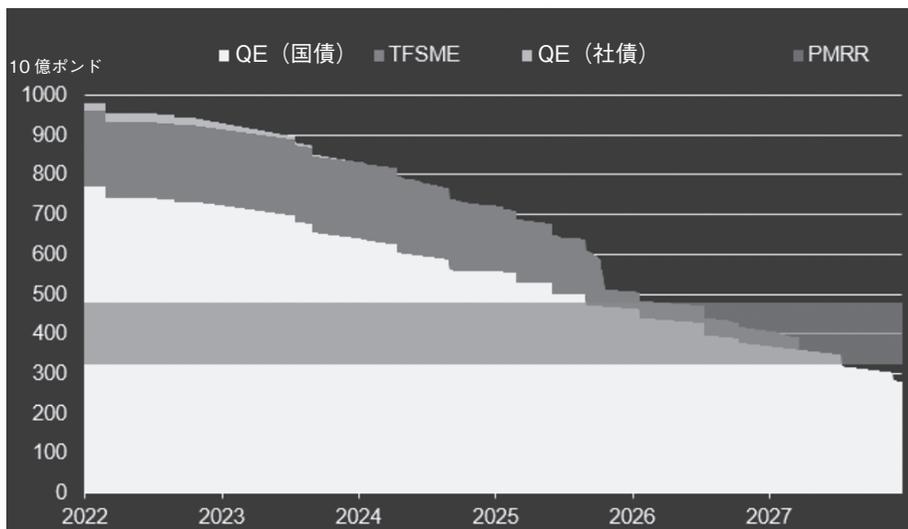
(出所) Hauser (2022) p.11.

図表5 準備需要とQEの巻戻し



(出所) Hauser (2022) p.15.

図表6 準備預金の将来予測



(出所) Hauser (2022) p.17.

られ、④価格設定についてはバックストップ・プライシングにより行われるが、市場の価格発見機能を過度に妨害せず、市場参加者が中期でそのリスクを管理する必要を代用しないようにするものであると説明している。

このようにハウザー理事は、今回の金融安定目的の資産購入と金融政策目的のそれは明確に

峻別されているとしている。実際に、政策決定プロセスやBOEのバランスシートにおいても区別されているし、その巻戻し(QT)戦略・方法に相違があるのは、一応事実ではある。

しかしながら一方で、それは完全に明確に分けられるものかについては、疑問が残らざるをえない。特に2020年3月のコロナショックの時

期には、「ダッシュ・フォア・キャッシュ」という事態が生じ、国債金利は上昇した。そしてこの時も危機に陥ったのはノンバンク（LDIファンドではなかったかもしれない）であった。これに対応して、BOEは量の面だけでなくスピード感をもって国債等の資産購入を行ったということは、ベイリー総裁自身が講演および論文⁸で主張したことである。実際には両者の違いを明確化することは難しく、金融政策決定会合（MPC）の守備範囲をどこまでのものにするかは、難しい点があるといえよう。

かつて日本銀行は、2002年11月から2004年9月までおよび2009年2月から2010年4月までの間において、金融機関の保有株式の購入を行ったが、この決定を政策委員会の金融政策決定会合ではなく、通常会合において行った。これは、この措置の当否は別にして、さすがにこれは金融政策であるとはいえない（銀行等の不良債権処理の促進を目指したもの）ことは明確であったからであるといえる。しかしながら、その後において2010年10月に導入された包括緩和においてはETFの購入が開始され、これも当初は「資産買入等の基金」により行われていたものが、2013年の黒田異次元緩和以降は、同基金は撤廃され区別はなされなくなった。このような異例な政策も金融政策（金融政策決定会合での決定を受けての）として行われていることをどう評価するかという問題点も存在する。

この点については、臨時の国債購入が終了して以降の2022年11月23日に行われたBOEのMPCのピル委員の講演⁹において、コアバンキングシステムへの規制が強化されてきたこともありノンバンクによる金融仲介が増加してきた

という状況において、市場混乱が発生した場合に、中央銀行はどう対応すべきかの原則が示されている。そして、中央銀行が市場機能を維持するための支援を提供することと、金融の安定性を維持することに貢献することの間には、自然な補完関係があると認めている。そして、その方向性は、市場の機能不全を引き起こす市場の失敗の特定の発生率や金融システムの構造、さらには経済のより広範な柔軟性に依存するとしている。このため、金融安定目的の介入は特定の市場セグメントを対象とすることから、中央銀行の支援の形態も変化するとしている。

しかしながら、ピル委員は、中央銀行の政策の限界もまた認識する必要があると強調している。それは最終的に市場を形成し維持するのは民間部門の役割であり、中央銀行は追求する手段を持たない目標にたいして責任を負うことには慎重であるべきと強調している。さらには、中央銀行が市場機能をサポートし、バックストップを提供するためのツールを設計することは重要なことではあるが、BOEはまだこのプロセスの学習段階にあることを率直に認めているということ、ここにおいては強調しておきたい。

なお、もう一度ハウザー理事講演に戻るならば、同理事は政策金利がゼロ近傍を離れて以降は、金融政策のメインはバンクレートの水準であるとしている。しかし、現実の金利誘導はバランスシートのサイズ、主として準備預金量と大きく関係してくる。PMRRとは短期金利をバンクレート近傍に誘導しうる準備量の水準であるが、それがBOEの現時点の想定どおりであるかはまだ実証されているわけではない。さらに危機対応の際には、政策金利がゼロ近傍で

8 Bailey et al. (2020)

9 Pill (2022)

はなくとも、バランスシートを増幅させる政策が採用されるであろうことは、ほぼ確実に予想できるが、それが資産購入により行われるかオープン・マーケット・オペレーションによって行われるか（BOEはその原則を一応は明かにしているが）、もしくは他の方法が開発されるかは不明であるというのが現状であろう。2022年秋にイギリスにおいて発生した事態は、新時代における金融政策を占ううえで重要な例を提供してくれたといえるであろう。

5.2 保有国債市中売却開始

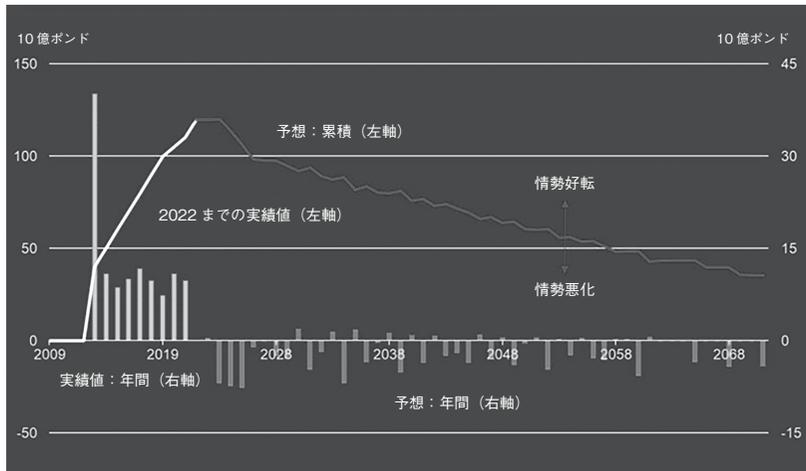
BOEは2022年10月14日で緊急国債購入は当初表明どおりに停止し、延期していた国債市中売却を11月1日から開始すると発表した（10月18日）。それによると、年末までのオークションの回数は8回で1回あたりの売却額は7.5億ポンド、計60億ポンドということであり、実際にこのとおりに実施された。これは四半期ペースで100億ポンドという当初目標よりは少ないが、市場混乱があったことからやむをえないといえよう。ただこの期間の国債市中売却の特徴としては、長期物（20年超）の売却は行わず、短期物（3-7年）および中期物（7-20年）のみの売却となっているのが特徴である。これは9月末以降の緊急国債購入が20年超のものであったことが影響している。そしてこの緊急購入国債については、早くも11月29日以降、売却が開始され、これについては週3回ペースで市場の状況をみながらタイムリーかつ秩序だって売却するとされている。なお、2023年第1四半期の売却スケジュール（金融政策目的分）については、計15回のオークションを行うとし、各回は6.5億ポンド、総計97.5億ポンドと約100億ポンドの売却を行うと発表された。15回の内訳

は、短期・中期・長期が各5回であり、ここで初めて金融政策目的保有分の長期物の売却が行われることになる。

なお、社債については初の売却が9月27日に実施されていたが、10月11日にその一時停止が公表され、その後10月25日に売却された。社債については、基本的に2023年中に保有残高をゼロにすることが目標とされている。

また、前述のとおりAPFは損失が発生した場合は財政負担、収益は財政収入というBOEとHMTの間の取り決めがあるわけであるが、その収益については2013年以降APFからHMTへの移転がなされてきた。APFはその後4半期毎に収益をHMTに移転し続けてきていたわけであり、2022年9月までの資金移転総額は1230億ポンドに達していた。しかしながら2022年中のバンクレーートの引上げは、APFからBOE本体への金利支払いは、そのレートが適用されることから支払金利が上昇したことやAPFの保有国債はオーバーパーで購入してきたものが多いことから償還損が嵩んだことも影響してか、2022年10月にはAPF設立以来で初めてのHMTからの損失補填（8.28億ポンド）が行われた。この金額はこれまで蓄積してきた金額に比べては少額ではあるが、2023年にはさらなるバンクレーートの引上げに加えて、国債等の売却損が多額となることが予想される。BOEの関係者のAPFの収益予想は従来は楽観的なものが多く、バンクレーートが引き上げられ、QTが開始された後の2022年5月の『イングランド銀行四季報』に発表された論文（Busetto et al. (2022)）においてさえ、APFの将来収益はマイナスとはなるものの、その設立以来の累積値においてはプラスを維持するとの予想であった（図表7）。しかしながら2022年11月に

図表7 APFの収益予想(2022年春時点)



(出所) Busetto et al. (2022) p.53.

公表された『APF 四季報』（2022Q3）においては、2022年10月に初のHMTからの損失補填があったことを公表するとともに、先の『イングランド銀行四季報』の論文の将来予測が修正されている（図表8）。これについては市場金利の動向やQTのスピード¹⁰によりどのようになるかは異なるものの、2023年以降、APFの赤字は連続すると予想されている。結果としてHMTからの損失補填が増大することから、APFのトータルの収支はほぼマイナスとなることが予想されている。HMTによる損失補填があるためにBOE本体の自己資本が毀損されることがないわけではあるが、財政負担は増大するわけであり、こうしたニュースが債券相場や長期金利に悪影響を与えることがないかどうかについては不透明であるといえよう。

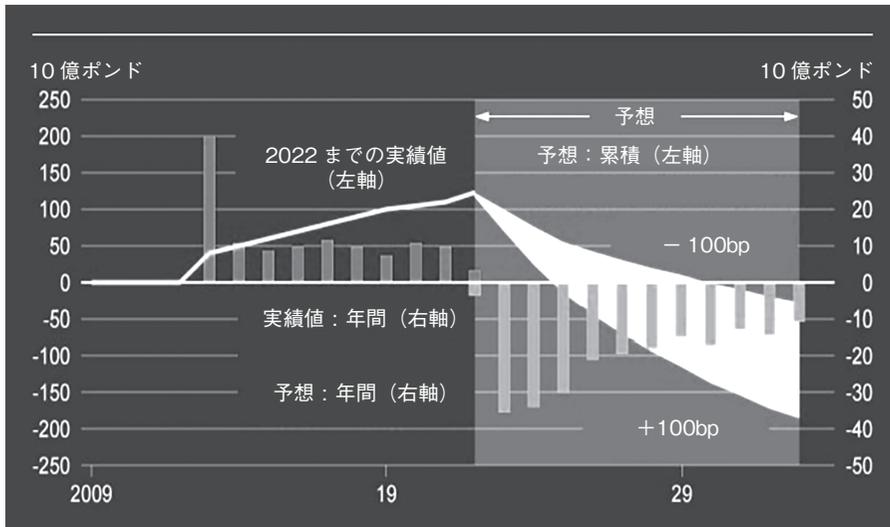
おわりに

本稿で説明したように、BOEは2021年12月および全8回開催された2022年中のMPCすべてにおいて、すなわち9回連続でバンクレートを計3.4%引き上げ、2022年末時点でのその水準を3.5%とした。そして2022年3月のMPC後においてはQTの実施を発表した。当初は満期到来国債の償還分を再投資しないこととしたが、保有国債の市中売却による残高の削減も検討するとした。そして10月1日からの売却計画を明らかにしたものの、9月末の国債市場等の混乱からそれを延期せざるをえなかったところか、緊急の長期国債購入まで行った。この緊急国債購入（金融安定目的）は13営業日で終了し、11月末からは購入分の売却も行われている¹¹。また、従来分は金融政策目的分と表現されるようになってきたが、それについては

10 同四季報においては、国債については2023年9月までに800億ポンド（売却は450億ポンド）削減し、社債については残高をゼロとするまでの期間を従来より後ろ倒しとし2024年9月末としている。

11 BOEは2023年1月12日に、緊急購入分の国債について売却を完了したと発表した。

図表8 APFの収益予測(2022Q4時点)



(出所) APF Quarterly Report-2022Q3, p.8.

2023年については年間400億ポンド超を目標に売却が進んできている。

このようにBOEは主要中銀の中では初めて量的緩和により購入してきた債券を売却したわけであるが、それがどの水準まで行くかは不透明であるといつてよい。BOEは、QEの出口政策については、従来からオープンにしてきた。一方で、情勢の変化により、その出口政策は撤回され、挫折が続いてきたとも評価しうる。それをスティグマと捉えるか、出口について常にオープンであることをむしろ評価するかについては判断は分かれるであろう。筆者としては、「出口は論ずべき時期ではない」といいながら大規模緩和を継続し、その点については市場との対話を拒否するような態度を取り続けている中央銀行よりは評価してよいのではないかと考えている。

ベイリー総裁も、ハウザー理事同様に政策金利がゼロ近傍を離れて以降は、BOEの balan

シートの量的水準は政策目標とはならないと発言している¹²が、その水準は検討されざるをえないといえる。また危機対応においては、政策金利がゼロ近傍でなくとも、市場介入政策は、結果として中央銀行のバランスシートを変化させることになるであろう。BOEのバランスシート政策の今後の展開はどのようになるのかについては一層の注視が必要となろう。

(Box) イングランド銀行本体の損失補填についての財務省との覚書

BOEのQEの最大の特徴は、その実行主体がBOE本体ではなく子会社のAPFであるということであり、APFの損失については財政負担となる(収益は財政収入)という取り決めがなされていることも注目される。これはおそらくは中央銀行の自己資本が毀損され、最悪債務超過になることを避ける工夫であるともみなすことができるであろう。中央銀行が倒産することなどありえず、一時的に債務超過となることがあ

12 Bailey (2022)

でも気にする必要などないという立場はありえようが、仮にそうした事態となった場合に、為替相場その他の経済状況にどのような影響を与えるかは不透明であることも事実であろう。

イギリスにおいては、それだけでなくBOE本体の自己資本水準に関するBOEとHMTの間の取り決め合意 (Financial Relationship between HM Treasury and the Bank of England) が2018年6月に締結されている。以下では、その内容について紹介することとしたい。

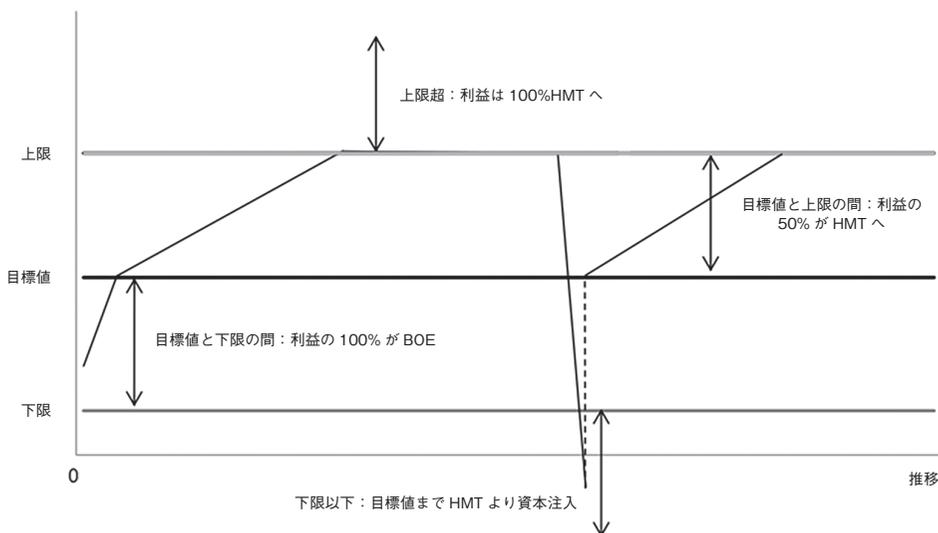
ここにおける合意の内容は、目標とする資本金水準がまず定められ、これと同時にその下限および上限についても定められるというものである。この目標値については、BOEがその活動にともなうリスクを吸収できる水準に設定されるが、定期的に (基本は5年毎) 見直しが行われる。下限は、それを下回るとBOEがその使命を遂行する能力に懸念が生じる水準に定められ、株式配当 (政府が全株を保有) は停止されるとともに、政府からの資本注入が行われることになっている。上限は、5年間にわたり

目標値を下回ることなく、大幅な損失に耐えられる水準に定められ、上限を上回る収入は国庫に納付 (配当金) される。なお、上限と目標値の間の距離 (差額) は、目標値と下限の距離の3分の2以上で、前者は後者を超えてはならないとされている。そしてBOEの自己資本が①上限以上の場合は、上回る分すべてがHMTへ、②上限と基準値の間の場合は、収益の50%がHMTへ、③基準値と下限の間の場合は、収益はすべてBOEへ、④下限以下の場合は、基準値に戻すためにHMTによる資本注入が行われることとなっている (図表9参照)。

2018年時点での具体的水準については、財務大臣からBOE総裁への公開書簡において目標値が35億ポンド、上限が55億ポンド、下限が5億ポンドと定められた。なお、当時におけるBOEの資本金は23億ポンドであり、下限を下回っていたわけではなかったが、合意の初年度ということもあり、目標値とするために12億ポンドの資本注入が2018/19年度中に行われた。

このように、イギリスでは中央銀行の自己資

図表9 BOEの資本金と利益分配の枠組み



(出所) HM Treasury (2018) p.3.

本の水準が重視されている。これは戦後において数度にわたりポンド危機に襲われた国のトラウマとの評価ができるかもしれないが、そうしたことよりも不測の事態を予想したうえで、政府と中央銀行の間でこの点についての取り決めを行い、それをオープンにしていることは評価してよいように思われる。また、これについて中央銀行の独立性の面からポジティブに評価する議論¹³も存在する。最後に、BOEのQEについて評価した独立評価委員会（IEO）の報告書（Bank of England（2018））においては、この合意はAPFの損失補填（収益移転）のやり方にも影響するかもしれないとの指摘があることについても指摘しておきたい。

参 考 文 献

- 斉藤美彦（2015）『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会。
- 斉藤美彦（2021）『ポスト・ブレグジットのイギリス金融』文眞堂。
- 斉藤美彦・高橋亘（2020）『危機対応と出口への模索』晃洋書房。
- 高橋亘（2022）「中央銀行の独立性と「この国のかたち」～中央銀行の協業的独立性の提案～」『基礎研レポート』2022-10-14。
- Bailey, A. et al. (2020) *The central bank balance*

- sheet as a policy tool: past present and future* (speech).
- Bailey, A. (2022) *Monetary policy and financial stability interventions in difficult times* (speech).
- Bank of England (2018) *The Bank of England's future balance sheet and framework for controlling interest rate* (Discussion Paper).
- Bank of England (2021) *IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing*.
- BOE/HMT (2018) *Financial Relationship between HM Treasury and the Bank of England*.
- Busetto, H. et al. (2022) "QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness" *Bank of England Quarterly Bulletin* 2022Q1.
- Hauser, A. (2018) *Waiting for the exit: QT and the Bank of England's long-term balance sheet* (speech).
- Hauser, A. (2022) *Thirteen days in October: how central bank balance sheets can support monetary and financial stability* – (speech).
- 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.
- Pill, H. (2022) *Monetary policy and central bank asset purchases: Substitutes and complements* –(speech).
- (大阪経済大学経済学部教授・当研究所客員研究員)

13 高橋（2022）を参照されたい。