

# 金融危機下のイングランド銀行金融政策

齊藤美彦

## 要 旨

今次金融危機に対応してイギリスの中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は政策金利の引下げ以外の種々の非伝統的・非正統的政策を活用してきている。ゼロ金利制約近辺に陥り、量的緩和政策の採用に追い込まれたが、準備預金制度を活用し、短期名目金利をゼロとすることなしに量的緩和を実施したという点は注目されるべきである。ただし、イギリスにおいても量的緩和政策において「量」そのものの緩和効果があるかどうかについては疑問符が付けられざるをえない。イギリスにおいても量的緩和の効果が限定的であると考えられるのは、イギリスにおいても銀行貸出の制約要因がリザーブであるとは考えられないからである。

景気低迷下においては長期金利の上昇を抑える必要があることから、中央銀行に国債購入への圧力がかけやすくなってきている。中央銀行の買いオペで国債の利回りを低下させるには、中央銀行が国債市場における価格形成を支配できるほどの圧倒的に巨大な購入者となるということと、中央銀行が巨額の国債を購入しても人々にそれが財政赤字の貨幣化（マネタイゼーション）と思わせないことが重要であろう。BOEは、非常に大量の国債を購入したということで前者の条件を満たした。一方、政府の緊縮財政は後者の条件を満たしたとはいえるが、それが最適なポリシーミックスであったかどうかは疑わしい。BOEの金融政策が2010年以降、身動きが取れなくなっているように見えるのは、これまたイギリスの危機の深刻さを表しているように思われる。

## 目 次

- |                               |                             |
|-------------------------------|-----------------------------|
| はじめに                          | II. 金融危機下のイングランド銀行金融調節      |
| I. 2006年5月のイングランド銀行の金融調節方式の変更 | III. 量的緩和政策の評価と出口戦略<br>おわりに |

## はじめに

今次金融危機は「世界金融危機」とも「グローバル金融危機」とも呼ばれるのが一般的であるが、一部には「北大西洋金融危機」という呼び方もなされている<sup>1)</sup>。それは金融機関の危機という意味においては、危機がこの地域に集中しているからでもあろう。そしてイギリスは金融システムが危機の過程で最も動揺した国のひとつであり、中央銀行としてのイングランド銀行 (BOE) および統合的金融監督当局としての金融サービス機構 (FSA) 等が、異例の金融機関救済策を採らざるをえなかった国である。本稿においては、BOE が危機対応のために採った政策について、政策金利の引下げ以外の非伝統的・非正統的といわれる措置を採らざるをえなかった背景とその評価を行い、他の中央銀行の戦略との相違がなぜ生じているのか等の点についても検証することとしたい。

## I. 2006年5月のイングランド銀行の金融調節方式の変更

各国中央銀行は、今次金融危機に関連して、非伝統的・非正統的と呼ばれる金融調節手段を採用せざるをえなくなっており、イングランド銀行 (BOE) も例外ではない。しかしながらその前に危機モードの金融調節ではない平時モードのBOEの金融調節とはどのようなものであったかについて確認する作業から始めることとしたい。平時モードの金融調節の確認により危機対応の特殊性がより明確となると思われるからである。

金融調節というより、金融政策の大枠としては、1992年10月以来BOEはインフレーション・ターゲティングを採用している。これは直接的には同年9月の欧州通貨危機によりイギリスが欧州通貨制度 (EMS) 離脱を余儀なくされ、金融政策の運営目標も変化せざるをえなくなり、金融政策の信認を維持すること等を目的として導入されたものであった。また、それ以前はマネーサプライ・ターゲティングを採用していた時期もあったが、マネーと物価の関係の安定性に疑問符が付けられるような事態となったことも影響していた。

さらに1997年には労働党ブレア政権が誕生し、同政権下で統一的金融監督規制機関としての金融サービス機構 (FSA) を設立し、これにBOEの銀行監督部門も移行することとなった。そしてその一方で、BOEには独立性を与えるように金融政策の枠組みは変化したのであった (改正イングランド銀行法は1998年6月に施行された)。改正BOE法の下では、インフレ目標値については政府が設定する (BOEに目標設定における独立性はない) もの、この目標達成のための政策手段についての独立性をBOEは有している。インフレ目標値については、当初は小売物価指数 (RPIX) 1~4% (92.10 - 95.6)、その後は同2.5% (95.3 - 03.12) とされていたが、2004年1月以降はインフレ指標自体を消費者物価指数 (CPI) 総合に変更するとともに、目標値を2%としてきている。そして目標値を上下1%ポイント乖離した場合は、BOE総裁は財務大臣に、①乖離した理由、②対応策、③目標値に回帰するまでの期間の見込み等を内容とする公開書簡を提出しなければならないこととなっている。この公開書簡の提出は、独立性を獲得したBOEとしてはスティグマ (恥辱) として認識されるものようである。なお、インフレーション・ターゲ

ン・ターゲティングを採用している。これは直接的には同年9月の欧州通貨危機によりイギリスが欧州通貨制度 (EMS) 離脱を余儀なくされ、金融政策の運営目標も変化せざるをえなくなり、金融政策の信認を維持すること等を目的として導入されたものであった。また、それ以前はマネーサプライ・ターゲティングを採用していた時期もあったが、マネーと物価の関係の安定性に疑問符が付けられるような事態となったことも影響していた。

ティングの導入とともにBOEは四半期ごとに「インフレーション・レポート」を公表し、先行き2年間のインフレ率やGDP成長率の見通し等を示している。

こうした大枠の下での、具体的なBOEの金融調節方式は2006年5月に大きく変更された<sup>2)</sup>。その内容において大きなものは、完全後積み方式の準備預金制度の新規導入であり、それには付利され、準備額も対象金融機関が任意で設定できるというのが特徴である。これによりBOEはマクロ的な準備需要の予測をより高い精度により行うことができるようになった。この準備預金制度は、付利されることからレギュラトリイ・タックスではなく、制度設計から準備率操作という概念も消失している。あるのは準備預金制度という枠組みである。そしてその枠組みの下においてBOEが過不足なく資金を供給するというようになっていた。またこの制度においては超過準備にもペナルティが課されることにより量的緩和は実行がほぼ不可能な制度設計となっていた。

政策金利は準備預金への付利金利であるが、これを期間1週間のレポオベの適用金利として、BOEは期間1週間の金利の決定権限を有している。そしてペナルティレートおよびスタンディング・ファシリティの金利により短期金利の上下限が画されるという制度の下で、オーバーナイトレートはほぼこれと同水準となるように調節されてきていた。資金供給の中心は短期レポオベであるが、銀行券の対応資産として長期資産の割合を増やしてきており、その流れを維持するようにしていた。ただしギルト債のアウトライトオベについてはBOEは非常に慎重な導入方針をとっていた。

なお、この完全後積み方式の準備預金制度の

新規導入以前にも、BOEにはCRD (Cash Ratio Deposit)という制度があったが、これは凍結勘定であり金融調節に使うものではなくBOEの運営費の捻出を目的としたものであり、新方式導入後も存続している。したがって新方式導入以前のBOEはゼロリザーブ制度であったといつてよい。

この新制度の特徴としては各積み期間(月に1度開催されるBOEの最高意思決定機関である金融政策委員会 <MPC>の間の期間で約1か月。MPCは正確には第1月曜日の後の水曜日および木曜日に開催される。)の直前(2日前)に対象金融機関が準備額を自ら決定して、これをBOEに通知するという制度であることが挙げられる。したがって、繰り返しになるがこの準備預金制度には、準備率操作という概念がそもそも存在しないのである。そして各対象金融機関は、積み期間中の準備預金平残が自ら決定した所要準備の1%以内とすることが求められる。その条件のもとで、この準備預金には付利がなされる。この付利水準がBOEの政策金利となる。そして、このターゲットを外れた場合は、付利はされないというペナルティが課されるということになる。注意しなければならないのは、このペナルティは過少準備についてだけでなく、過剰準備の場合にも課せられるということである。したがって各対象金融機関は、過少準備とならないようにするのは当然であるが、超過準備があればこれを放出するようにするよう行動することとなる。当然のことながら、この制度のもとでBOEは、マクロ的には過不足のないように準備供給を行うことになる。

先進資本主義諸国の中央銀行においては、準備率操作という金融調節手段は使われない制度

となってきた。日本においては1991年10月以来、約20年間変更されておらず、量的緩和政策というのは準備率不変のままで実行された政策である。準備預金増が準備率の引上げにより行われたのであれば、それは通常は引締め政策となるはずであるが、量的緩和は緩和政策として導入された。それはともかくとして、イギリスの制度は準備率操作を政策手段としては使わないという状態をさらに推し進めたものとみなすことが可能である。また準備預金に付利をするというのは世界的な潮流で、以前においては準備預金には付利されないことから、準備預金制度を預金保険料負担と同様にレギュラトリイ・タックスと説明されることも多かったが、それは必ずしもそうとはいえない状況になってきている。

そしてこの制度のもとで資金供給は基本的に期間1週間の短期レポオペにより行うこととされた。そしてこの短期レポオペの金利に政策金利を使用することから、BOEの政策金利の期間は1週間であるといつてよいことになる。この他の資金供給手段としては、長期のレポオペ(3・6・9・12か月)で供給するというのが平時の基本的な姿として想定されていたものであった。

短期金利誘導のためのツールとしては、それ以前から導入されていたスタンディング・ファシリティを活用することとした。貸付ファシリティは、日本でいうならば補完貸付制度の金利、すなわち基準貸付金利にあたる。イギリスではこれが政策金利プラス100ベースポイントとされていた。預金ファシリティは、日本では2008年11月に導入された補完当座預金制度にあたるものであるが、超過準備の運用のためのファシリティであり、その付利水準は政策金利

マイナス100ベースポイントということとし、この範囲内で短期金利が誘導されるような制度設計とされたことになる。

この他、より長期の資金供給手段としてそれ以前は行っていなかった国債(ギルト債)および高格付け外貨建債券のアウトライトオペを行う計画について、BOEは金融調節方式の発表とほぼ同時期に公表した。国債(ギルト債)については、2006年度から3年間で120億ポンド行うと発表されていたが、実際の開始は2008年1月になった。先取的に述べるならば、危機対応としてBOEは国債購入を基本とする量的緩和政策を2009年3月以降導入したわけであるが、これはBOEにとっては非伝統的・非正統的政策ということになる。日本銀行や米FRBにとっては、国債のアウトライトオペは通常政策であることと対比すると興味深いものがある。

また、ここで2006年5月の金融調節方式の変更の目的についてBOEがどのように説明していたかを確認すると、①オーバーナイトの市場金利がBOEの公定レート(1週間)と整合的に形成されること。イールドカーブはフラットで日々・日中の変動もあまりないほうが望ましい。②銀行組織の流動性管理のための効率的で安全かつフレキシブルな枠組み。通常時においても、混乱時においても競争的な短期金融市場とそれが適切な場合には中央銀行通貨が使用できること。③簡素でわかりやすく透明な運営上の枠組み。④競争的で公平なポンド建短期金融市場の4点が挙げられていたのであった。

## II. 金融危機下のイングランド銀行金融調節

前章では、平時モードのイングランド銀行

(BOE)の金融調節とはどのようなものであったかを確認したわけであるが、本章では今次金融危機に同行がどのように平時とは違う対応をしたかについて検討することとした。

平時モードの金融調節からの転換は、2007年9月のノーザンロック危機への対応から始まった。ノーザンロックは、イギリスにおける代表的な貯蓄金融機関である住宅金融組合から1997年に銀行転換した金融機関で、その後急成長を遂げ、2006年においては年間住宅ローン供与額においてはイギリス国内第4位であった。この急成長を資金調達面で支えたのは、住宅ローン担保証券(MBS)その他の市場性の資金であり、同行のリテール預金への依存度は非常に低いものであった。これが8月のパリバ・ショック以降の市場混乱の影響を受けてMBSが販売できなくなったこと等から流動性危機に陥ったのであった。住宅金融組合というのは、貯蓄性のリテール預金を集め、これを住宅ローンで運用するという金融機関であったわけであるが、ノーザンロックは伝統的な資金調達とは異なることを行い、金融混乱の余波を受け、流動性危機に陥ったのであった。BOEは、ノーザンロックに対し緊急の流動性供給(緊急貸付ファシリティ)を行った。なお、この貸付に関しては2008年2月に同行が一時国有化された際に回収されている。

ただ、この資金供給はノーザンロックに対するものではあっても、マクロ的には市場全体への資金供給となってしまう。超過準備を抱える金融機関は、カウンターパーティー・リスクゆえに、過少準備状態となっているノーザンロックに資金供給は行えない。ここでBOEがノーザンロックに資金供給を行えば、マクロ的には超過準備が発生することとなるからである。そ

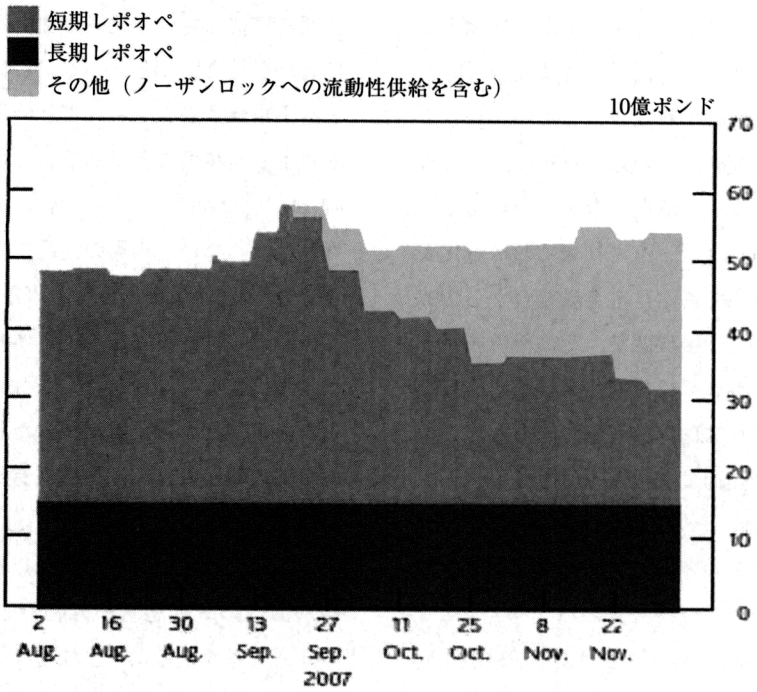
うするとBOEは、ノーザンロック以外の金融機関に滞留している超過準備を素早く吸収しなければならないこととなる。これは超過準備にはペナルティが課せられるという制度設計である以上、当然のことである。しかしながら緊急時にはまずマーケットへの資金供給を優先しなければならない。市場の混乱を緩和しなければならないということから、BOEは準備預金制度における付利範囲を上下1%の水準から大幅に(最大60%)拡大した。これにより超過準備供給を可能とする措置を採ったわけであり、金融機関の側からは超過準備保有が可能となったわけである。

このほかでは通常のオペ先以外の預金取扱金融機関への入札型ターム物資金供給を試みたが、応札はなかった。全体的な資金供給の姿としては、平時では中心となる短期レポオペによる供給を削減し、9月の積み期間以降は準備預金の付利範囲は拡大したままとしておいたが、実際のマクロ的な資金供給はターゲット通りという金融調節を行った。なお、これはBOEの金融調節ではないが、政府はノーザンロックの預金等の全額保護を決定し、預金保険(FSCS)の限度額についても拡大するなど危機の波及をとどめるための諸措置をと採らざるをえなかった。

ここで、ノーザンロックの流動性危機前後のBOEの資金供給の姿を詳しくみると、危機後にはノーザンロックへの資金供給があり、そして危機前後で長期レポオペによる資金供給量は変化がないことが確認できる。一方、短期レポオペによる資金供給は危機発生時には一時的に増額されたものの、その後は削減されていることがわかる(図表1)。

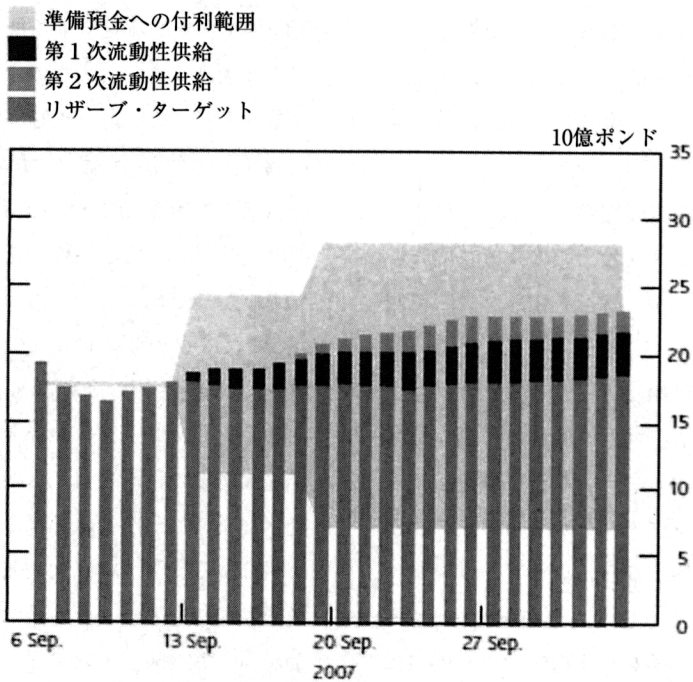
図表2は、2007年9月6日に始まる積み期間

図表1 BOEの資金供給(2007年)



〔出所〕 BEQB 2007Q4

図表2 準備預金の付利範囲の拡大



〔出所〕 BEQB 2007Q4

における日時ベースの準備預金の推移をみたものである。前述の通り完全後積み制度の準備預金制度であるということは、9月6日時点でマクロ的準備需要は確定しているということを意味する。本来であれば平残ベースで上下1%の枠内に収まらなければいけないわけであり、個別金融機関としてもこの範囲に準備預金平均残高を収めなければ付利がなされないこととなる。しかしながら危機時にはマーケットへの資金供給を優先しなければならない。一方で個別金融機関は超過準備を保有するインセンティブを持たないというジレンマが発生する。それと同額の資金吸収をしなければ超過準備が発生してしまうからである。BOEは、9月13日の380億ポンド強の短期レポオペを行ったが、リザーブターゲット対比で25%多めの資金供給であった。そしてこの段階で準備預金のターゲットレンジ（付利範囲）は上下37.5%に拡大されたのであった。そして9月18日には通常では行わない期間2日間のファインチューニングレポオペが行われ44億ポンドが供給された。これもリザーブターゲット対比で25%多めの資金供給であった。そしてこの時点でターゲットレンジは上下60%まで拡大されることとなったのであった。

次に、ノーザンロック危機以降の2008年初めくらいまでのBOEの金融調節をみると、まずは12月になりようやく政策金利を0.25%引下げ、5.5%とした。2009年3月以降の政策金利の水準は0.5%であるが、金利についてはこの時点では微調整といったものであったといつてよい。ただし資金供給面では、11月に年末対策として5週間物レポオペを実施したり、12月および2008年1月に臨時実施した3か月物レポオペの対象としてRMBS・ABS等を追加するな

ど一種の信用緩和措置を行った。さらに長期レポオペを拡大し、平時の資金供給の基本である短期レポオペを急激に削減した。したがってこの時点ではBOEのバランスシートは拡大はしたものの極端に大きく膨らんだわけではないということを確認しておきたい。外部には資金供給を行ったことのみが強調されて伝えられるが、その一方で資金吸収等が行われていることを見逃してはならないのである。

2008年に入ってから、1月に国債（ギルト債）のアウトライトオペを開始し、危機が深化していく過程で4月には特別流動性スキーム（SLS）の導入を行った。これは流動性が失われた証券化市場対策としてMBS等を担保にTBを貸し出す制度で、2009年1月に終了するまでのTBの貸出額は1,850億ポンドに上った。担保証券の額面は2,870億ポンド、ちなみに2009年1月末時点のそれらの時価は2,420億ポンドであった。それはともかくとしてリーマン・ショック以前のBOEの金融政策は危機モードのもので平時モードとは異なるとはいえ、まだその程度は平時のそれから限りなく乖離するといったものではなかったという評価は可能であろう。

これが急激に変化したのがリーマン・ショック以降のことである。政府は、10月に資本注入や信用保証スキーム（CGS）等からなる金融機関の救済パッケージを決定したが、BOEはドル流動性対策としてアメリカの連邦準備（FRB）との間で通貨スワップ協定を締結した。その枠は当初は400億ドルであったが、すぐに800億ドルまで拡大され、10月には金額制限が撤廃された。

その他では、オペ等の適格担保の拡大や相手方の拡大等の措置が採られた。具体的には10月

に長期オペのうちの3か月ものの適格担保を拡大し、2009年2月にはこれを再拡大した。また10月には資金供給の反対の資金吸収手段としての手形売出手オペを導入した。これは金融調節上すみやかな資金吸収が必要とされる場合がある際に対応するための措置であるといえる。さらに2009年1月にはCP買取ファシリティを3月には国債買取ファシリティを非銀行金融機関に対する資金供給のために開設した。

この他、重要なものとしてはスタンディング・ファシリティの改善等の措置が挙げられる。スタンディング・ファシリティは、前述のとおり、政策金利の上下100ベースポイントの水準で、BOEから貸付を受けたり（貸付ファシリティ）、超過準備を預金したり（預金ファシリティ）するものである。このうち特に貸付ファシリティについてはスティグマ問題というのがイギリス以外においても問題とされることがある。それはスタンディング・ファシリティのうち貸付ファシリティを利用したということがわかると、それは当該金融機関の評判を大きく傷つけ、その後の資金調達等に悪影響を及ぼすことから、その利用が進まないという問題のことをいう。そのため短期金融市場金利が制度の想定とは異なり、貸付ファシリティの金利を上回る事態も発生していた。この問題を解決するためBOEとしては、利用をしやすい制度であるということを明言して政策金利の上下25ベースポイントの水準での新制度としてオペレーショナル・スタンディング・ファシリティを従来制度に変えて10月に導入したわけである。そして従来、ファシリティ利用については日時ベースで公表していたのを積み期間中の平残ベースの公表に切り替えた。これはスティグマ問題を意識したものといえると思われる。

また、政策金利からの乖離幅を縮めたことは、これはしばしばコリドー（廊下）を狭くしたと表現されるが、短期金利のボラティリティを小さくしようとの意図が読み取れるわけである。

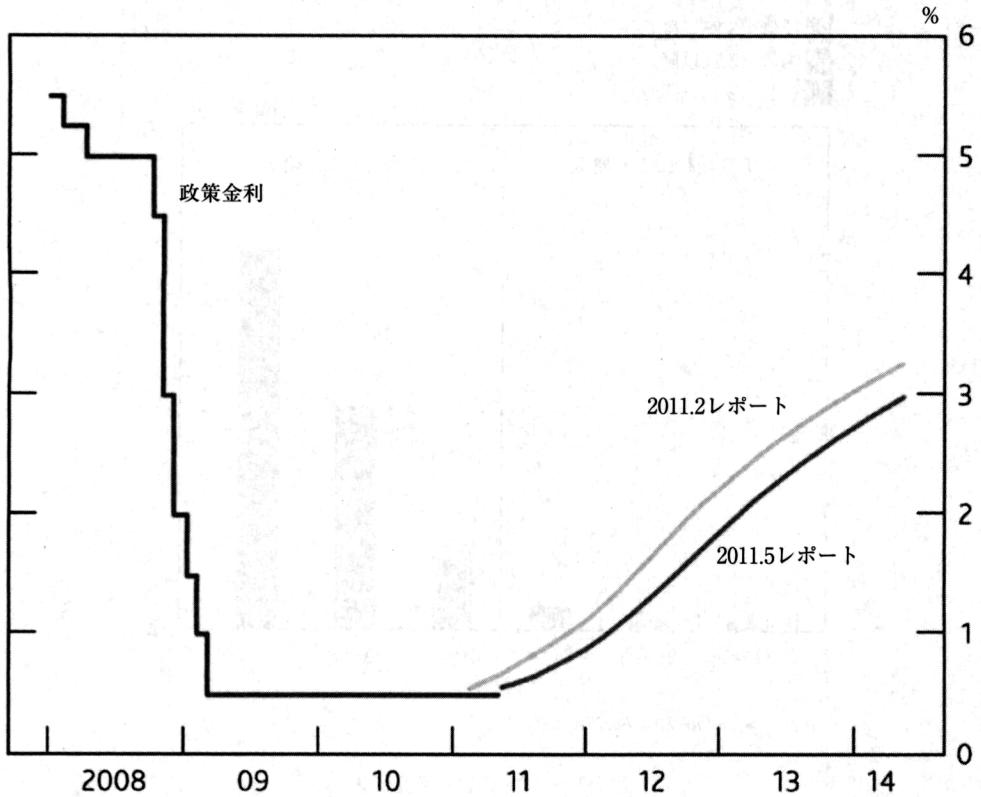
さらにBOEは、同時期にディスカウント・ウィンドウという多様な担保に対して国債を貸し付ける制度を創設した。このディスカウント・ウィンドウにおいてはキャッシュの貸付（準備増）も可能ではあるが、基本は国債の貸付制度であることから、その利用が準備預金から知られることはないことが利点とされている。なお、この制度は恒久的措置として導入されており、特別流動性スキーム（SLS）が時限的措置であったのとは異なっている。

### Ⅲ. 量的緩和政策の評価と出口戦略

前章でみたとおり、イングランド銀行（BOE）は危機対応の諸措置を採用したわけであるが、今次金融危機で傷ついたイギリス経済・金融システムはBOEにさらに一歩進んだ非伝統的・非正統的な金融政策の採用を余儀なくさせた。

その前にBOEが伝統的政策である政策金利の引下げをどのように行ったかをみることにしたい。ノーザンロック危機の時点で5.75%であった政策金利を、BOEは2007年中には12月に0.25%引き下げ5.5%とした。2008年に入ってから、その引下げのスピードは速くはなく、2度の引下げによりリーマン・ショック前には5.5%としていた。さすがにリーマン・ショック後は、それを急速度で引下げ、6次の引下げにより2009年3月には、その水準を0.5%とした。ここにきてBOEもまたゼロ金利制約というか、政策金利の引下げ余地がない

図表3 政策金利の推移とインフレーション・レポートによる予測



〔出所〕 Inflation Report May, 2011

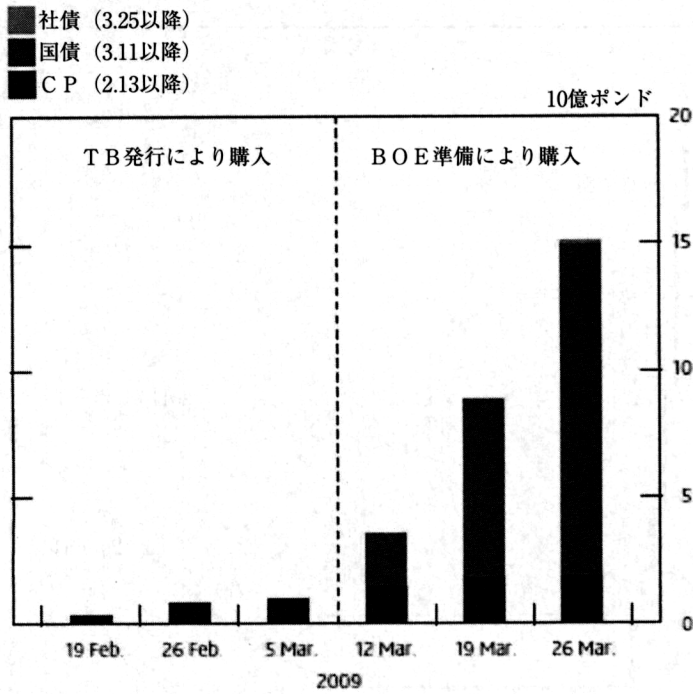
という状況に直面することとなったのであった。ここにきてBOEはそのバランスシートを拡大する量的緩和政策に踏み込むこととなった(図表3)。

今次金融危機への対応策としてのBOEによる金融調節において、最も重要で最も特徴的なのは量的緩和政策(APF)の採用である。これはまず2009年の1月30日に資産買取ファシリティ(APF)をBOEの子会社として設立したことに始まる。ただし、当初のAPFの資産買取枠は500億ポンドであり、これはCP等の民間資産の購入を目指したものであった。そしてこの資産購入はTBの発行により賄われること

としていた。このTB発行による資金調達というのは資金吸収となるわけであり、その後CP等を購入することにより資金を供給したとしても、マーケット全体に与える影響は中立的ということになる。これは日本においても外国為替市場におけるドル買い介入が、かつてのFB(現在のT-Bill)の発行によりなされたならば、それは市場からの資金吸収となり、介入後に準備を吸収しなくても、それは不胎化介入であるということと同じことである。APFによる資産購入の最初は2月13日のCPの購入であった。

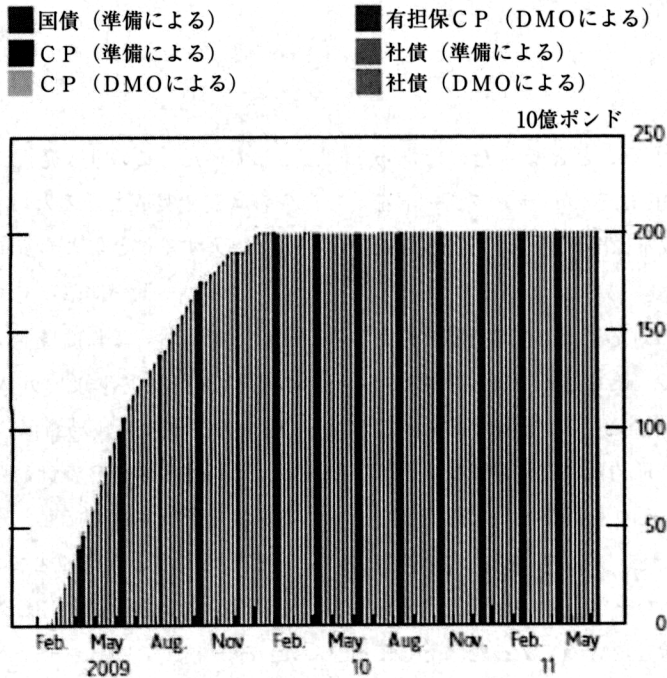
これが変化したのは2009年3月のことであっ

図表4 APFの変化



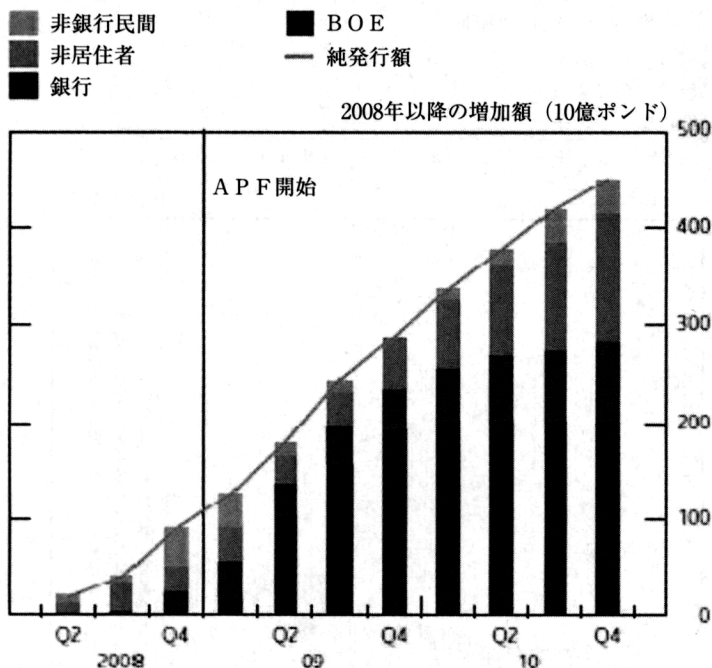
〔出所〕 Asset Purchase Facility 2009Q1

図表5 APFによる資産購入



〔出所〕 Asset Purchase Facility 2011Q2

図表6 国債保有構造の変化



〔出所〕 Bridges et al [2011] p.29.

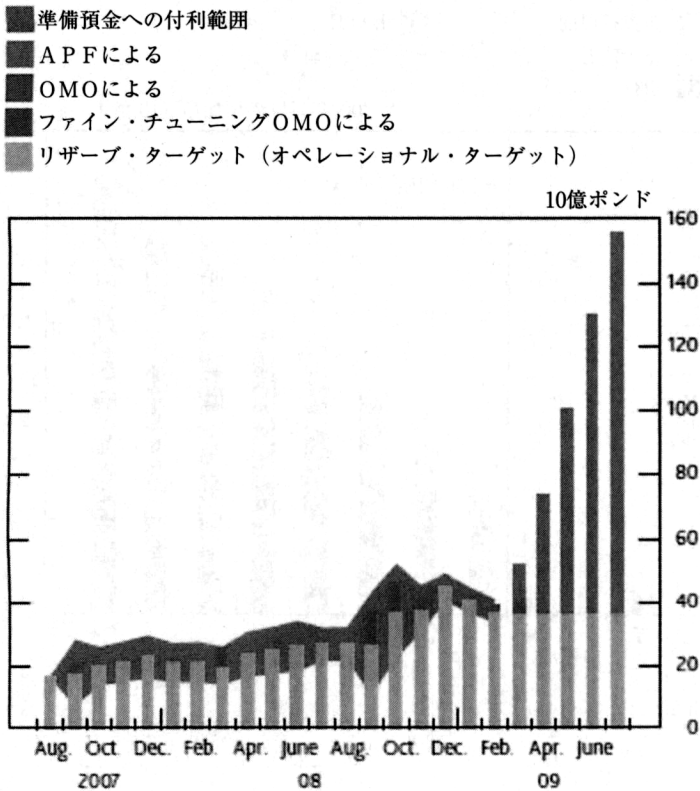
た。3月5日のBOEの最高意思決定機関である金融政策委員会(MPC)は、APFによる国債購入を決定した。この金額としては総枠1,500億ポンド、うち民間資産は500億ポンドの枠とされた。そしてそのファイナンスの手段としてはBOEの準備預金増により行うということが明言され、ここにAPFは質的・量的転換を遂げ量的緩和政策遂行のためのツールとなった。

BOEは、量的緩和政策の採用を公表した後、3月11日に国債を初購入し、その後国債の購入額を急拡大させた。なお、3月25日には社債を初めて購入しているが、買取りの基本は国債となっている。国債の大量購入により準備預金増を目指す(資産側はAPFへの貸出債権)とい

う政策であることから、マーケットの関心は当初の購入限度額が増額されるか否かということになる。その後の経緯は、8月6日に購入限度額が1,750億ポンドに、11月5日に2,000億ポンドに増額されている。ただしこの資産の買入れは、2010年1月を最後に実質上の停止状態(ごくわずかな民間資産の償還に対応する買い入れはあるものの)にあり、MPCにおいてこの買取枠の増額は行われずに2011年10月まで据え置かれた(図表4・5・6)。

ここでBOEの量的緩和政策の特徴をみることにしたい。まずこれは必ずしも量的緩和政策の特徴というわけではないが、各国中央銀行の中で唯一明確に当初から自らの政策を量的緩和政策であると位置付けていることが挙げられ

図表7 準備預金額の推移



〔出所〕 BEQB 2009Q3

る。FRB の場合は、当初は信用緩和政策（従来は購入しなかった資産を購入）であるとの基本的なスタンスで、結果的にバランスシートが拡大したとのものであった。そしてその後、自らの政策を量的緩和政策と位置付けるように変化してきたのであった。日本銀行も2008年12月の金融政策決定会合で期間3か月の新しい資金導入手段の導入を決定した際に、これは一種の量的緩和措置であることを認め、その後も包括緩和政策等を打ち出してきてはいるが、BOEほどその政策意図を量的緩和であると明確に打ち出してはいない。

また、BOE の量的緩和政策とかつての日本

銀行による量的緩和政策とを比較すると、決定しているのは資産の買取額の上限であって、日本銀行のような当座預金の残高目標を掲げ、これを達成するように金融政策運営を行うというやり方ではない。また、当初の買取額は定額に近いものであったが、途中から減額し、週毎に買取額が違ってきている。これは月毎の長期国債の買切りオペ額を決定している日本銀行とは異なる。

そしてBOEは、量的緩和政策の開始に伴い、リザーブターゲットの設定自体を取りやめることとした。これは平時モードのシステムを当面停止するということを意味する。すなわち

リザーブターゲットの上下1%という平時の付利範囲を、ノーザンロック危機以降拡大するという措置を採ってきていたわけであるが、ここにいたってターゲットの設定自体をやめることとしたわけである。そして全ての準備預金に対して付利を行うこととしたのである(図表7)。なお、このときのMPCにおいては政策金利を0.5%へと引き下げた。そして、この結果貸付ファシリティ(オペレーショナル)の金利は0.75%となったが、預金ファシリティ(オペレーショナル)の金利は0.25%ではなく、ゼロとされた。これはどのような水準であれ準備預金には政策金利による付利がなされるわけであるから、預金ファシリティの意味はなくなることを反映したものである。

この量的緩和政策の採用後、BOEのバランスシートは急拡大しているが、これには準備預金制度の変更が技術的なことではあるものの、大変重要な要素となっていることに注目すべきである。短期金利をゼロとせず量的緩和政策を行うためには、準備預金への付利がなされる必要がある。ちなみにアメリカでは、2008年10月以降、準備預金への付利を開始し、それ以後FRBのバランスシートは大きく膨らんでいる<sup>3)</sup>。FRBの政策金利としてのフェデラル・ファンド・レートの誘導水準を2008年12月16日以降、0-0.25%とすることとしたのではあり、これをマスコミではゼロ金利政策と報道するケースもあるものの、これはゼロには通常はしないということが重要なことなのである。

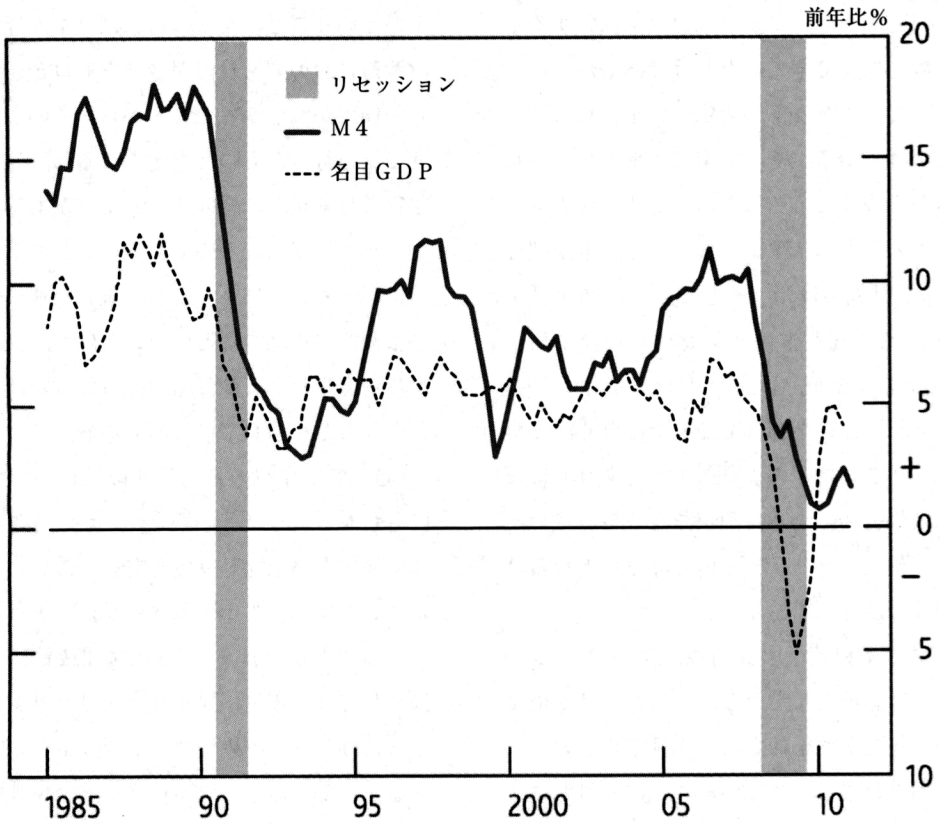
日本においても、2008年11月16日以降、補完準備預金制度が導入され超過準備に対して付利を行うこととなった。これにより政策金利をゼロとしなくても超過準備を供給できるという体制となったわけである。逆にいうならば超過準備

を供給しても、短期金利をゼロにしなくてもよいということになる。これは日本の量的緩和政策期において名目短期金利をゼロとしたことの副作用が大きかったことから、そのような制度変更を行ったものと考えられるし、各国中央銀行も日本銀行の経験を学んだ点があるのではないかと推察されるのである。そして準備預金へ付利することにより安全で有利な運用機会を金融機関に提供するという事は、中央銀行による資金吸収が資金供給の一方で行われているということを示しているのである。

BOEでは今回の量的緩和政策について一般にもわかるようにとの観点からか、それについての簡単なパンフレットを発行している(それについては同行のホームページからダウンロードすることができる)。量的緩和政策による効果としては、ポートフォリオ・リバランス効果さらにはイールドカーブのフラット化が考えられるとしているし、マネーストック増加をもたらすオペレーションが期待や信認に好ましい影響をもたらすことが期待できるともしている。そしてBOEではこのようなオペレーションにより、結果としてインフレ率をターゲットとしている2%プラスマイナス1%の水準にすることを目指しているようである。今次危機への反省としてインフレーション・ターティングの枠組み自体も見直そうという動きにはなっていないようであるし、この枠組みにマクロ・ブルーデンシャル・ポリシーであるとか国際協力を加えていくというような議論が優勢であるような印象がある。

量的緩和政策の効果についてBOEは、他の個所でも(例えば「インフレーション・レポート」やMPCの「議事録」)マネーストック増につながるののマネタリスタ的な説明を行って

図表8 マネーストック (M4) と名目 GDP

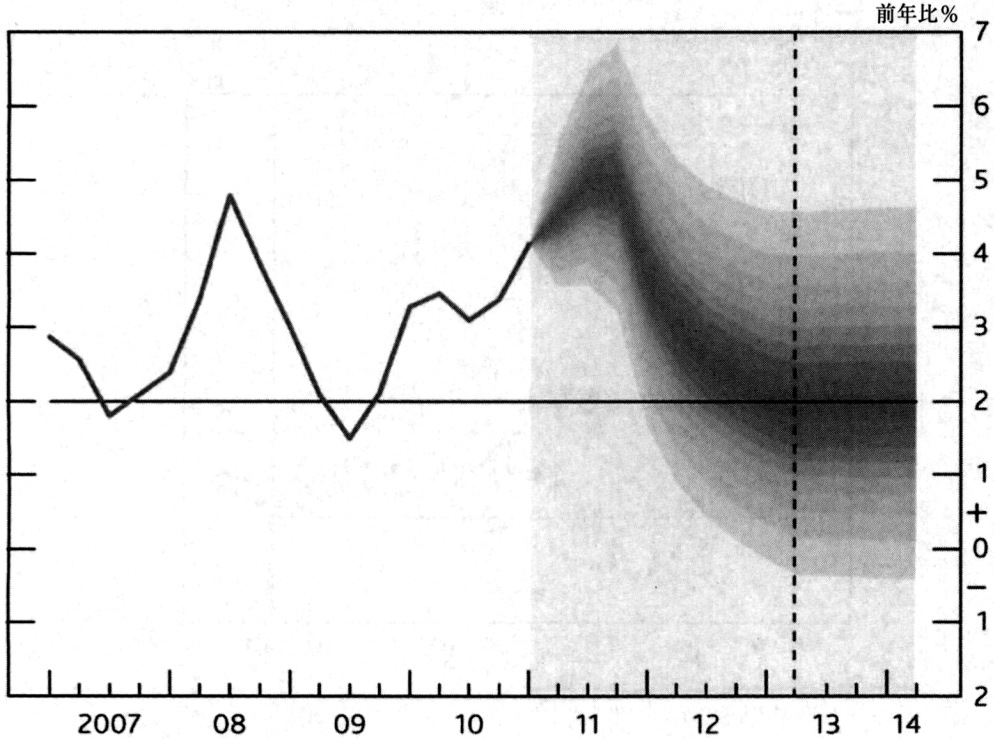


〔出所〕 Inflation Report May, 2011

いる。しかしながらマネーストック（広義通貨量：M4<sup>4)</sup>）の増加率は、量的緩和導入後、またその後の買入れ枠増加があっても低迷している（図表8）。この点について「インフレーション・レポート」は、2009年5月の量的緩和政策導入直後においては、ポートフォリオ・リバランス効果の発現等の期待が表明されていたものの、そのトーンは徐々に変化していき、ポジティブな変化はみられないものの、量的緩和がなかったならば事態はさらに悪化した可能性が否定できない等の言い訳的な記述がみられるようになってくる。

マネーストックの伸びの低迷は、要するに銀行および住宅金融組合といった信用創造が可能な預金取扱金融機関の貸出等が低迷していることであるが、銀行等にとって、超安全な付利される準備預金という運用資産がある一方、リスクな貸出を行えば信用リスクを抱え、かつ自己資本比率が低下してしまうという状況のもとでは、融資基準を厳しくするというのが合理的な選択であろう。さらに、銀行は自己資本の強化のために増資を行ったり、後述のとおり量的緩和は若干ではあるがイールドカーブをフラット化させる効果があることから債券発行を増加

図表9 インフレ率および将来予測



(注) 将来予測は、政策金利を市場予想ベース・APF2000億ポンドが前提  
 [出所] Inflation Report May, 2011

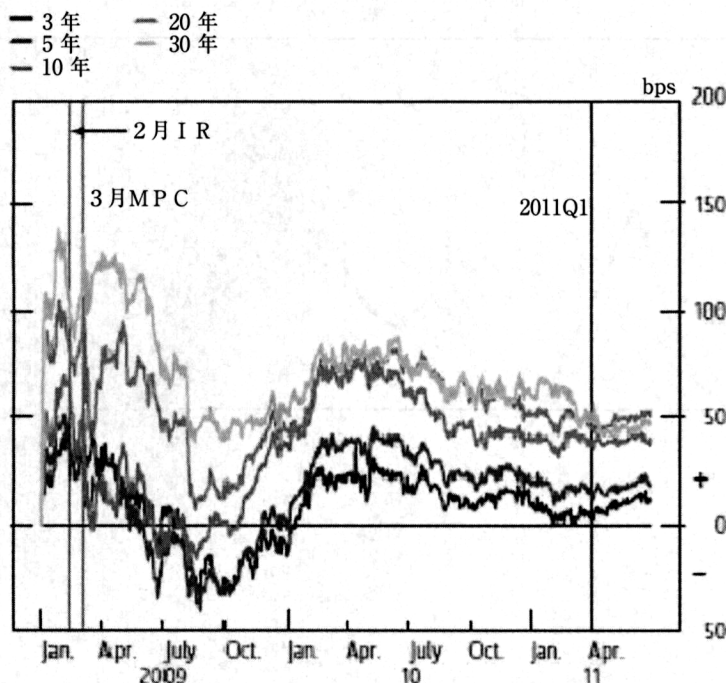
させてきている。こうした銀行による増資や債券の発行は、それが非銀行部門により保有された場合は、預金量（マネーストック）が減少することになる。またイールドカーブのフラット化により、民間非銀行部門の債券発行が活発化し、それにより得られた資金（預金）により銀行貸出が返済された場合には、これまた預金量（マネーストック）が減少してしまうのである。量的緩和によるマネーストック増というマネタリスト的な期待は実現していないのである。

量的緩和政策によりポートフォリオ・リバランス効果的なものが発現しているかといえ、日本の量的緩和期においてもそれはみられな

かったわけであるが、イギリスにおいてもこれが確認できてはいない。銀行部門が大きく傷ついている状況下において、銀行の企業への貸出も伸びてはいないし、家計への住宅ローンや消費者信用も伸びてはいない。BOEの国債購入の景気への影響は限定的という見方が一般化することになってきているのである。

ただしインフレ率（CPIの前年同月比上昇率）は、2010年1月以来本稿執筆時点まで一年半以上3%超の状態、すなわちインフレーション・ターゲティングの枠組みにおける目標レンジを上方に外れるという事態が続いている。また、これまで好評であった「インフレーション

図表10 国債金利とOISのスプレッド



(出所) Asset Purchase Facility 2011Q2

ン・レポート」における物価の将来予測のファンチャートの範囲を実績値が外れてしまうという事態まで発生しているのである。これは確かに付加価値税 (VAT) の引上げ (2010年1月からは15%→17.5%, 2011年1月からは17.5%→20%) や原油価格等の資源価格の上昇といった必ずしも金融政策の責めに帰すことができないものが大きく影響し、さらにはポンド安といった要因はある。しかしながら、これまでインフレーション・ターゲティングの枠組みを自ら賞賛してきた主体としてはかなりみっともない事態であるといえるし、レンジを外れた際のBOE 総裁から財務大臣への公開書簡がそれほど注目されなくなってきているということも、逆に中央銀行のクレディビリティリスクを高め

てきているように思われる。このような事態は、インフレーション・ターゲティングという枠組み自体への疑問へとつながって当然であるように思われるのである (図表9)。

このような一種の手詰まり感の中で、BOEは2010年入り以降は身動きが取れなくなってきているような印象を受ける。インフレーション・ターゲティングの枠組みのもとでは、CPIの上昇率がターゲティングレンジを上方に外れているのであれば、金融引締め (政策金利の引上げ) が当然の選択肢であろう。しかしながら、景気の状態が2010年5月以降のキャメロン保守党・自由民主党連立政権による緊縮財政の影響もあり低迷している中で、金融引締めにはなかなか踏み切れない。このような状態が最適

なポリシーミックスであるのかとの疑問はさておき、他方でそれほど意味のない量的緩和の拡大にも踏み切れないという状態が続いていたとみなせるであろう。実際、2011年の MPC の議事録をみると、据え置き派、利上派、量的緩和拡大派の3通りの意見が出て、結局、据え置きに落ち着くという状態になっているようである。

それでは結局、BOE による量的緩和政策にはどのような意味が見出せるのであろうか。2009年度のイギリスの国債発行額は約2,300億ポンドであり、前年度の約1,500億ポンドを大きく上回ることとなった。このような状況下での BOE による既発債の大量購入は、新発債の発行を容易にし、さらにイールドカーブをフラット化することに貢献した可能性がある。これはもし大量購入がなかったとしたらばどうであったかということとの対比からのものであるが、BOE とほぼ同時期に国債の大量購入を開始した FRB と比べるならば、BOE の方が効果はあるとの分析がある<sup>5)</sup>。しかし、それと「量」との間の比例的な関係はあるということではない。また、図表10は国債利回りの推移(OIS レートとのスプレッド)をみたものであるが、量的緩和政策の採用後に一時的に利回りが低下したものの、それが量的緩和の拡大とともに一層進展したという証拠はえられてはいないと解釈できる。特に量的緩和と叫んでいるわけであるから、500億ポンドから「量」を増やし2,000億ポンドとしたことにより「量」の効果がいわば比例的に表れるということではなければならないというふうに考えるのであれば、そういった効果は表れてはいないといえる。

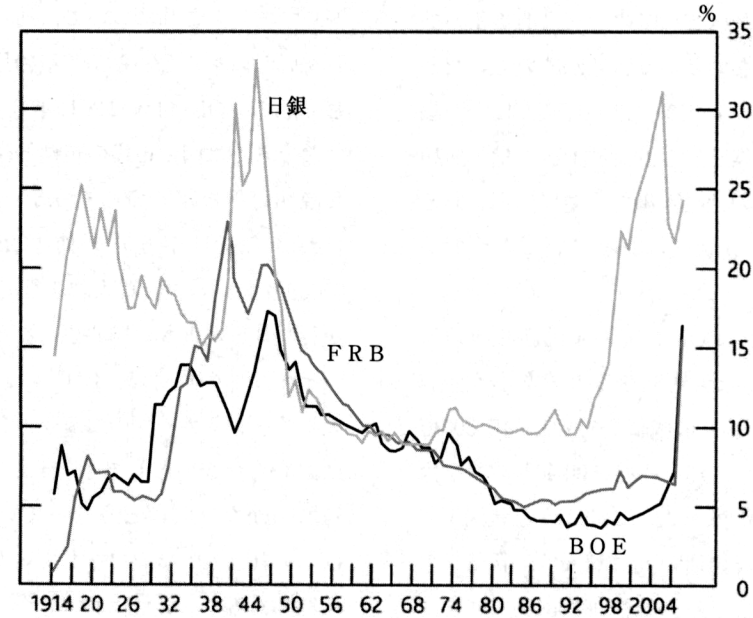
なお、FRB は現在では QE1 と呼ばれている量的緩和政策において総額約1.75兆ドルの債券

の購入を行ったが、このうち国債は約3,000億ドルであり、これについては効果ははっきりとしないということから2009年10月にこれを停止している(QE1自体は2010年3月まで)。これはおそらくは国債市場の規模と購入額の対比から説明可能な事態であろうが、FRB は2010年11月から2011年6月の間、QE2と呼ばれる6,000億ドルの国債買入れを行い、さらに QE3 が行われるか否かが関心事となっている。

イギリスの場合は、BOE による国債購入によるイールドカーブのフラット化は明確な形では認められないとしても、もし APF による大量購入がなければどうなっていたかを考えれば、それは上方にシフトしていたと考えるのが自然であろう。これは日本において日本銀行が長期国債の買切りオペを停止したら何が起きるかを想像すればわかることであろう。すなわちイールドカーブを需要補完により上方にシフトさせなかったという効果は認められるかもしれない。ただし中央銀行による大量国債購入には財政赤字の貨幣化(マネタイゼーション)であると受け取られるならば弊害が発生する可能性がある。これには政府の緊縮財政は効果は一応は認められるのである。結局、BOE による量的緩和の効果はそれほど期待できないし、他の中央銀行の危機対応策との相違点も明確ではなくなってくるといえるであろう<sup>6)</sup>。

BOE は、リーマン・ショック以降、特に2009年3月の量的緩和政策の採用以降、そのバランスシートを大きく膨らませている。これを長期でみるならば、GDP 対比でみた BOE のバランスシートの水準は第2次世界大戦中に急膨張し、戦後は低下傾向が続いていた。しかしながら今次金融危機の過程でそれは急上昇している。これはアメリカ(FRB)においても同様

図表11 中銀 B/S 対名目 GDP 比



〔出所〕 *Financial Stability Report No.26, Dec. 2009.*

であるが、国際比較をしてみると量的緩和期にバランスシートを急膨張させた日本銀行のその対 GDP 比の水準は BOE や FRB よりも大きいのだということは認識しておいた方がよいと思われる (図表11)。

一部ではリーマン・ショック以降の中央銀行のバランスシートの膨張率を比較して日本銀行の緩和措置が不十分であるという非難もあるが、それは今次危機による金融部門の傷つき方の度合いを反映していると考えた方がよいように思われるし、バランスシートの拡大と金融政策の緩和度とは単純に結びつけて考えることは危険であろう。

最後に、BOE の量的緩和からの出口戦略について触れておくこととしたい。BOE の目標は、金利を正常化し、2006年5月の金融調節方式変更時の姿に復帰させ、超過準備を解消する

ことであろう。それへの道のりは種々考えられようが、インフレ懸念がより大きくなりホームメード型へと転化するような事態になれば (実際のインフレ率も上昇するようになれば)、とりあえずは政策金利を引き上げることが先行するようにも思われる。インフレーションを防ぎ、通貨価値を安定化させることができる中央銀行であるか否かが近い将来において問われることとなると思われるのである。

### おわりに

以上、今次金融危機に対応してイギリスの中央銀行であるイングランド銀行 (BOE) が採った措置について検討してきたわけであるが、まとめるとそれは政策金利の引下げ以外の種々の非伝統的・非正統的政策を活用したとい

うことができる。この際、BOEにおいては国債のアウトライトオペが非伝統的・非正統的政策と位置付けられていることは、日本との比較において重要なことである。また、準備預金制度を活用し、短期名目金利をゼロとすることなしに量的緩和を実施したという点が注目されるべきであろう。これは日本銀行の量的緩和政策に学んだ点があるのではと推察できる。

イギリスにおいても量的緩和政策において「量」そのものの緩和効果があるかどうかについては疑問符が付けられざるをえない。「量」の緩和効果があるようにみせているだけというのが実態であるように思われるのである。結局のところ「量」の増加は出口が遠くにあるとみせかける効果、イコール時間軸効果なのではないだろうか。ここにおいてもイギリスにおいては準備預金に付利されていることをかつての日本との違いで考えておいた方がよいかもしいない。日本においても量的緩和政策の出口が問題となった時点では準備預金への付利を予想する向きもあった。しかし、実際は金融市場調節の目標を日銀当座預金残高から短期金融市場金利とするという変更が行われ、それに伴い日銀当座預金残高は減少していったのであった。奇妙であったのは、量的緩和期に日銀当座預金残高目標の増加および実際の増加を金融緩和と称していたのに、この時期の日銀当座預金残高の減少を引締めと非難する向きが少なかったことである。これが引締めでないのなら量的緩和は緩和ではなかったと考えるべきだったのではないだろうか。それはともかくとして、イギリスにおいても量的緩和の効果が限定的であると考えられるのは、イギリスにおいても銀行貸出の制約要因がリザーブであるとは考えられないからである。

BOEの大量国債購入と、危機対応として世界各国において財政出動がされており、財政赤字が拡大し国債発行が増加していることとの関係をどう捉えたらよいのであろうか。景気低迷下においては長期金利の上昇を抑える必要があることから、中央銀行に国債購入への圧力がかかりやすくなってきている。中央銀行の買いオペで国債の利回りを低下させるには、中央銀行が国債市場における価格形成を支配できるほどの圧倒的に巨大な購入者となるということと、中央銀行が巨額の国債を購入しても人々にそれが財政赤字の貨幣化（マネタイゼーション）と思わせないことが重要であろう。BOEは、非常に大量の国債を購入したということで前者の条件を満たした。一方、政府の緊縮財政は後者の条件を満たしたとはいえるが、それが最適なポリシーミックスであったかどうかは疑わしい。BOEの金融政策が2010年以降、身動きが取れなくなっているように見えるのは、これまたイギリスの危機の深刻さを表しているように思われる。

イギリスは、近年、金融立国路線をとってきた。そして金融政策、金融規制は金融機関の不適切な行動を止めることに失敗した。イギリスは、第二次世界大戦後、ヨーロッパの一小国となる選択肢しか採りえなかった。ポンド危機、英国病というのは停滞を象徴するものでもあった。そこから脱却しようとしたサッチャー改革以降の種々の動きは、現時点で考えるならば、所詮老大国の悪あがきすぎなかったのではとの感を抱かざるをえない。金融立国路線による東の間の見かけ上の好調は、やはり仇花にすぎなかったのであろう。外国系企業以外の産業は消えてしまい、地方は疲弊している印象がある。地方都市に行っても、大都市のミニチュア版の

ショッピングモール以外に人が集まる場所もないような状態である。今次金融危機は、アメリカの覇権の終わりの始まりかもしれないが、長期間にわたるアングロ＝サクソンによる覇権の変化とともに、イギリス経済・金融の相対的な地位低下が一層進むのではないだろうか。おそらくはポンドの減価はさらに進行することとなる。

そう考えるならば、失敗続きの老大国において、金融政策のみが光り輝く成功を遂げてきたなどと考えることには無理があるのは当然である。マネーサプライ・ターゲティングがうまくいかず、その後、ようやくERMに参加したものの、1992年にはジョージ・ソロスにしてやられ、それからの離脱を余儀なくされた。そして、仕方なく高インフレ回避のために導入したのがインフレーション・ターゲティングであったことを考えるならば、それがそれほど自画自賛できるほどのものであるわけもなく、その限界が今次危機において明らかになっただけでも評価できる。ゼロ金利制約からこれまた効果が不明確であることがわかっているにもかかわらず、量的緩和政策を導入せざるをえず、その出口政策も混迷している。量的緩和導入に際してのBOEの説明は、あまりに単純なマネタリスト的なロジックに依拠していたような印象がある。当然のことながらBOEの理論水準はそれほど低くはない。そのような言説は、BOEのクレディビリティリスクにつながらないのであるかと心配ではあるが、これまた危機からの脱出が難しいことの象徴であるかもしれないのである。

注

- 1) たとえば大山 [2011]。
- 2) 2006年5月のBOEの金融調節方式の変更について

は、別稿(齊藤 [2007])で詳細に検討しているため、本稿においてはその概要を記すにとどめることとする。

- 3) FRBは、2006年金融サービス規制緩和法により2011年10月1日から準備預金への付利を行うこととしていたのであるが、危機対応の観点から2008年緊急経済安定化法により、この実施日を2008年10月1日以降に前倒した。それから間を置かず日本銀行は、2008年10月31日の金融政策決定会合で超過準備に付利を行う補完当座預金制度の新規導入(11月16日に始まる積み期間から)を発表した。
- 4) 正確には、M4から「その他の金融仲介機関」(具体的にはセントラル・カウンター・パーティや証券化関連のSVP)の保有する預金を除いたもの。
- 5) 須藤 [2009]を参照。ただしこれも25年超といった長期ゾーンにおけるフラット化であり、それが実体経済に好影響をもたらすといった効果は期待できないといっている。
- 6) 翁 [2011]は、BOEの量的緩和はマネーに影響することはないが、長期金利の押下げ期待が指摘でき、この観点からは「リスクプレミアムの働きかける信用緩和や日本銀行の包括緩和に近接してくる」(205頁)としている。

参 考 文 献

大山剛『パーゼルⅢの衝撃』東洋経済新報社。  
 翁邦雄 [2011]『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。  
 齊藤美彦 [2006]『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社。  
 齊藤美彦 [2007]「イングランド銀行の金融調節方式の変更(2006年)について」『証券経済研究』第58号。  
 齊藤美彦 [2010]「世界金融危機下のイギリス金融機関」『信用理論研究』第28号。  
 齊藤美彦・須藤時仁 [2009]『国債累積時代の金融政策』日本経済評論社。  
 齊藤美彦・築田優 [2010]『イギリス住宅金融の新潮流』時潮社。  
 須藤時仁 [2009]「英米における国債買取スキーム」(上・下)『証券レビュー』第49巻第11・12号。  
 日本銀行企画局 [2006]「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」『日本銀行調査季報』2006年秋。  
 Asset Purchase Facility, *Quarterly Report*, various

issues.

Bank of England [2006a] *The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*.

Bank of England [2006b] *The Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets: Provision of longer-term financing through outright bond purchases*.

Bank of England, *Inflation Report*, various issues.

Bank of England, *Financial Stability Report*, various issues.

Bank of England, *Bank of England Quarterly Bulletin [B.E.Q.B.]*, "Markets and Operations", various issues.

Benford, J. et al [2009] "Quantitative Easing", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2009Q2

Bridges, J., Rossiter, N. and Thomas, R. [2011]

"Understanding the recent weakness in broad money growth", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2011Q1

Tucker, P. [2004] "Managing the central bank's balance sheet: where monetary policy meets financial stability.", *Bank of England Quarterly Bulletin [B.E.Q.B.]*, Autumn 2004.

(追記) 本稿脱稿後の2011年10月6日のMPCでBOEはAPFによる資産買取額を750億ポンド増額して2,750億ポンドとすることを決定した。これはユーロ圏の情勢が不透明なこと等から、イギリスの景気にも不透明感が増していることを反映したものであるが、これにより出口は遠のいた感がある。このAPF増額の影響、今後の状況、将来の出口政策については別稿により検討することとしたい。

(獨協大学経済学部教授・  
当研究所客員研究員)