

量的緩和政策の日英比較

齊藤美彦

要 旨

2001年から約5年間採用された日本銀行の量的緩和政策は、さしたる効果を上げることはなかった一方で短期金融市場の機能不全という副作用をもたらした。今次危機に対応した各国中央銀行は、この日銀の経験を参考としてか自らの採用した非伝統的・非正統的と呼ばれる政策について量的緩和政策と呼ぶことには禁欲的である。そのなかでイギリスの中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、2009年3月以降採用している政策を明確に量的緩和政策と位置づけている。

本稿では、日銀とBOEの量的緩和政策を比較することにより、後者が子会社(APF)による資産購入額を目標(ただしそのファイナンスは準備預金により行う)とするという方式としたこと、そしてその準備増は準備預金への完全付利という方式により可能となったことを明らかにした。

ただし、BOEの量的緩和政策はこれまでのところさしたる効果を上げておらず、インフレーション・ターゲティングの枠組みとの関係でも、レンジを上方に離れた段階においても引締め政策に転換できないなど、その限界が明らかとなっている。また、一般向けの説明についても単純なマネタリスト的な説明を巧妙に変化させ、効果の無さを認めつつも「それがなければ経済には大きな痛みが生じたであろう」的な説明を行わざるをえないほどに追い込まれている。さらには、量的緩和の効果がないことを認め、より直接的に銀行に貸出増加のインセンティブを与える制度(FLS)を導入したが、その効果もこれまでのところ確認できてはいない。

一方、日銀についても今次危機対応で種々の措置をこれまで採ってきてはいるが、2001年からの時期と決定的に異なるのは超過準備に付利を行う制度(補完準備預金制度)を導入したことである。これにより供給した資金を事実上「吸収」することで市場機能維持のための潤沢な流動性供給と金利機能維持を両立させることを可能としたのである。

しかしながら、今次危機対応の金融政策は、日本においてもさしたる効果を上げていない。日本においては政府の意向に忠実な新総裁体制により異次元緩和を推進しつつあるが、イギリスにおいては外国人の中央銀行総裁を招いてのレジーム・チェンジということになるかもしれない。しかしながら両者の今後は不透明であるといつてよいであろう。

目次

はじめに

- I. 2001年からの日銀の量的緩和政策からの教訓
- II. イングランド銀行の危機対応と量的緩和政策

- III. 日銀のリーマン・ショック後の危機対応の特徴
 - IV. 日英両国の中央銀行の対応の相違と論点
- おわりに

はじめに

2008年9月のリーマン・ショック以降、先進諸国の中央銀行は、その政策金利の名目値をゼロ近傍とせざるをえなくなっている。一般的には名目金利には非負制約が働くため、さらなる緩和措置のためには、必ずしも効果が明確ではない非伝統的・非正統的といわれる諸措置を採らざるをえなくなっている。それ以前の時期において、このような措置を採らざるをえなくなった中央銀行としては日本銀行が存在する。2001年初めから約5年間にわたり採用した量的緩和政策は、操作目標を日本銀行当座預金残高とするものであった。今次危機に対応しては、必ずしもこのような形での量的緩和政策を標榜している中央銀行はないといつてよい。アメリカの連邦準備制度は、当初は信用緩和と称するこれまで買入れ対象としなかった資産の購入を行い、その後国債購入を中心とする量的緩和といつてよい領域の政策を採ってきてはいるが、自らその政策を量的緩和と呼ぶことには

禁欲的である。アメリカの中央銀行と同様にバランスシートを拡大してきているヨーロッパ中央銀行においても、量的緩和という用語の使用には慎重である。

こうしたなかで、イギリスの中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、明確に自らの政策を量的緩和と位置づけ、子会社(APF)経由の国債を中心とする資産購入を行っている。本稿においては以下で、2001年からの日銀の量的緩和政策と、今次危機へのイングランド銀行の危機対応、特に量的緩和政策を比較した後に、今次危機への日銀の対応を検討し、危機対応策としての中央銀行の非伝統的・非正統的政策の問題点等を検討することとしたい。

I. 2001年からの日銀の量的緩和政策からの教訓

周知のとおり日本銀行は2001年2月から約5年にわたり量的緩和政策を実施した。その内容は、金融調節の操作目標を従来の政策金利(無担保コールレート)から日銀当座預金残高に変

更し、準備預金制度が要求する以上の目標とするというものであった。その意味では、これは超過準備ターゲティングと呼んで差支えないということになろう。中央銀行のバランスシートの負債項目の当座預金を拡大させるための主たる手段として用いられたのが、長期国債の買切りオペの増額であった。量的緩和政策の採用に際して日本銀行は、その長期国債の保有残高を日銀券の発行残高を上限とするという「日銀券ルール」を明らかにした。これは非正統的・非伝統的政策を採用せざるをえなくなった中央銀行の最後の規律の表明とでもいうものであった。

このいやいやながら採用したものと評価できる異例の政策に日銀が追い込まれたのはなぜであろうか。それは1999年2月から採用したこれまた異例の政策であるゼロ金利政策の解除時期が、おそらくは若干早かったことによるものである。後知恵的というならばゼロ金利政策（それは超過準備を約1兆円供給することにより達成された）の採用は誤りであり、準備預金への付利等の方策により名目短期金利をゼロとすることは回避すべきであった。それはともかくとして、異例の政策であるゼロ金利政策の早期解除に当時の速水総裁はこだわった。ゼロ金利解除が提案された2000年8月11日の「金融政策決定会合」においては、政府委員（議決権はない）から初めての議決延期請求がなされた。この請求については、政策委員会において否決した後、執行部提案について採決されたわけであるが、この過程自体が日銀と政府の間に政策決定に関して緊張が走った証拠となっている。当時の審議委員のうち一貫してゼロ金利以上の緩和措置を主張していた中原審議委員およびもう少し解除時期を遅らすことのデメリットは大

きくないと主張した植田審議委員はゼロ金利政策解除に反対したが、賛成多数で解除が決定された。¹⁾

現時点で考えれば、植田審議委員の見解が妥当で、その後ITバブルの崩壊による景気減速があったことから、日銀としてはゼロ金利への復帰ないしはその他の緩和措置を採らなければならないように追い込まれたというのが量的緩和政策の採用に至る経緯であった。翁 [2011] は、ゼロ金利政策の解除時期を誤ったことに関して当時の速水総裁の経歴およびパーソナリティーが理由であったとの評価を行っている。²⁾ 当然のことながら、ゼロ金利政策への復帰という選択肢もあったであろう。しかしいわば日銀無謬性論へのこだわりであるのか、決定されたのは操作目標を短期金利に代えて日本銀行当座預金残高とするものであった。しかも2001年3月にそれが導入された時の操作目標の残高はゼロ金利政策期と同じ超過準備1兆円の約5兆円であった。この段階では、敢えて操作目標の変更を行わなくてもよいのではとの感があったのも事実であった。

その後、同年8月に残高目標を6兆円に増額した後に、9.11事件への対応等を理由として9月に6兆円超と残高目標を調整した。この時期以降、超過準備相当額の保有主体がゼロ金利政策当時の短資会社等の準備預金制度非適用先から適用先の大銀行へとシフトした。³⁾ その後、緩和措置は徐々に拡大され、特に2003年3月の福井総裁就任後は残高目標が急拡大した。その最大値は2004年1月以降の30~35兆円であった。

この量的緩和政策は、さしたる効果を発揮することなく2006年3月に終了した。インフレ期待に効果があったとの議論も一部にはある

が⁴⁾、「量」についての「比例的な緩和効果」などは断じてなかったと言い切れるであろう。そして短期金融市場関係者からは、量的緩和政策というものは「ギミック」すなわちインチキであるとの見解が一般化するまでとなっていたのであった。⁵⁾

それではなぜ量的緩和には効果がなかったのであろうか。それはこの時期の量的緩和政策とは、超過準備ターゲットングであったということに関連する。1990年代初めのいわゆるマネーサプライ論争（岩田・翁論争）において、物価上昇率がマイナスになっている状況への対応としてベースマネー増を求めた論者（岩田等）に対して、論争の一方の当事者であった翁は「現在の準備預金制度を前提とする限りは、超過準備供給を行えば短期金融市場金利はゼロになってしまう」という趣旨の議論を行っていた。それははからずもその後のゼロ金利政策、量的緩和政策で実証されたわけである。そして、その翁がゼロ金利政策期に発表した「ゼロ・インフレ化の金融政策について」（翁 [1999]）においては、「ゼロ金利を通過しないと量的緩和はできない」という論点は、現実にゼロ金利が発生するまで実務家以外にはほとんど理解されなかったが、逆に、日本銀行が金利を操作目標としているとはいえ翌日物コールレートをゼロ近傍に誘導している現時点では、量的指標を金融政策の尺度にすることの現実性は遥かに増している」（翁 [1999] 146頁）としている。

現時点においてはこれについては若干の補足が必要である。というのは当時においては準備預金に付利がなされていなかったからであり、これはその条件下における事態だったのである。確認すれば、準備預金に付利がなされない状況下においては、所要準備を超えて超過準備

を供給すると、短期金融市場金利の名目値はどんどんとゼロへと近づいていくということである。

それはともかくとして、同論文において翁は超過準備ターゲットングに対して以下のとおりの疑問を表明している。

（疑問は）「中央銀行の当座預金にとどまっている限りは、何のリターンも生まない超過準備にどのような働きを期待し得るのか、という点である。超過準備が生きるかどうかは、運用機会の有無にかかっている。この点、金融論の教科書にある最もシンプルな信用乗数論の世界では、銀行にとって貸出機会が無限にあるにもかかわらず、準備預金の制約で十分資金が貸せない、ということ想定しているのだから、中央銀行が準備を供給するとすぐ貸出が増え、結果として所要準備額が増えて超過準備がゼロになる。しかし、超過準備が恒常的に発生し、準備預金の量や銀行の調達金利が銀行行動の制約でなくなっている状況、あるいは、準備預金でなく銀行の自己資本や企業の健全性が銀行与信の制約になっている状況では、超過準備の積み上げが貸出を増やすというメカニズムは担保されていない。」（翁 [1999] 147頁）

この状況が現実にその後の量的緩和政策期に発生した。銀行行動の制約は準備預金（リザーブ）量などではなかったのである。したがって量的緩和政策はさしたる効果を発現させることはできず、短期金融市場が機能停止に追い込まれるという副作用が発生した。

結局、量的緩和政策は、経済の自律的回復とともに「消費者物価指数の前年同月比の上昇率が安定的にゼロ%以上」となるという同政策の解除条件が達成されたとみなされたために、2006年3月に解除された。この時期において

は、いわゆる出口政策についての予想もあり、段階的な操作目標(日銀当座預金残高)の削減の他にも、「準備率の引上げ」や「日銀当座預金への付利」といったものもあった。しかしながら実際の出口は、金融政策運営上の操作目標を「日本銀行当座預金残高」から「短期金融市場金利(無担保コールレート(オーバーナイト物))」に変更し、それをゼロ近傍とするというゼロ金利政策への復帰であった。

この結果、超過準備は短期間で解消に向かい、その後政策金利は、0.25% (2006年7月)、0.5% (2007年2月)と金利正常化が意識されたが、世界的な金融危機の発生により危機モードの金融政策の採用を余儀なくされていることは周知のとおりである。それはともかくとして、この短期間での超過準備の解消、すなわち日銀当座預金残高の減少には強い引き締め効果は発現しなかった。前述の量的緩和期における期待インフレ率の変化を指摘する議論も、短期間でのリザーブの急減少の影響での期待インフレ率の急低下を指摘してはいない。⁶⁾ ここでの強い引締め効果がなかったのは、そもそも銀行の貸出が伸びなかったのはリザーブが制約要因ではなかったことを考えると当然のことであった。これを日銀の説明責任という面から捉えるならば、当座預金残高目標の引上げを緩和といていたことに対する責任はどうであったのかということが問題とされざるをえないと思われるが、今日に至るまでこの点についての納得できる説明はなされてはいないように思われる。多少の期待を込めて言えば、量的緩和政策が期待された効果をほとんど発揮できず、副作用があったということは、それ以降の政策に反映していった部分があったのではないかと思われる。

II. イングランド銀行の危機対応と量的緩和政策

他の主要中央銀行と同様にイギリスの中央銀行であるイングランド銀行(BOE)も世界金融危機への対応として危機モードの非伝統的・非正統的といわれる金融政策を採用せざるをえない状況へ追い込まれている。BOEの場合は2006年5月にその金融調節方式を大きく変更しているが、このいわば平時モードの金融調節方式を放棄せざるをえなくなっているのである。

2006年5月のBOEの金融調節方式の変更については別稿において詳しく論じているので⁷⁾、ここではその最重点だけを簡潔に述べることにするが、それは完全後積み方式の準備預金制度の導入であった。そしてここにおいて注目されるのは準備額は積み期間開始の2日前に金融機関(銀行)の側からBOEに通知する制度となっていることである。ここでは準備率操作という概念自体が消失しているのである。この準備預金には付利がなされ、これがBOEの政策金利とされていた。そしてこの政策金利が基本的な資金供給手段である短期レポオペ(期間1週間)の適用金利とされていた。ただし銀行は自ら申告した準備額を平残ベースで1%を超えて下回った場合には、ペナルティとして準備預金には付利されない。それだけではなく同じく1%超の超過準備を持った際にも付利はされない制度設計となっていた。

銀行は準備預金に付利されなければ超過準備を持つとはしない。それは現金保有をできるだけ少なくしようとすると同様に、資産側に無利息資産を持つとはしないからである。例外はゼロ金利政策がとられた場合であり、短

期金融市場に資金を放出しようが超過準備を保有しようが同じことだからである。これを逆に言うと超過準備に付利がなされなければ前述のとおりゼロ金利を通過しない限り超過準備供給は難しいということになる。さらにいえば準備に付利がなされれば銀行の超過準備保有の可能性は各段に高まることとなる。これが今次危機対応において各中央銀行が準備預金への付利を行っている理由であるが、銀行の立場からはそれは安全な運用機会であり、中央銀行手形や中央銀行債券の保有（このような場合は超過準備保有とはならない）と同様の意味を持つものである。

このため BOE としては銀行が超過準備を持つインセンティブを無くすために超過準備に対するペナルティを設けたわけであるが、それは完全後積みの準備預金制度を導入しても銀行が安易に超過準備を保有することになれば準備需要が不安定化してしまうからである。BOE は積み期間に必要とされる準備を基本的にはオペを通じて100%供給することにより超短期の金利を政策金利近辺に誘導する仕組みとしてこの準備預金制度を導入したのである。主として積み期間の終わりに量的な面での微調整のためにファインチューニングオペを設け、金利水準の誘導のためにはスタンディング・ファシリティ（貸付ファシリティ・預金ファシリティ）を設けるというのが、平時の金融調節の姿として想定されていたものであった。

この平時の制度の維持を難しくしたのが今次危機であり、イギリスにおいてはノーザンロックの流動性危機がその始まりであった。2007年9月に発生したノーザンロックの流動性危機については別稿において詳しく論じたので⁸⁾、ここではノーザンロックに対する BOE の流動性

供給がその金融調節方式にどのような影響を与えたのかを中心にみることにしたい。

バリバショックの影響でイギリス国内での MBS 販売が不能となったノーザンロックは資金調達に行き詰まることになり、リーク報道もあったことから2007年9月には140年振りといわれる取り付け騒ぎまで発生した。結局、同行は BOE に緊急の資金供給を要請せざるをえず、BOE もこれに応じざるをえなかった。

そしてこの事態に対応して2007年9月に BOE はその金融調節方式を一部修正せざるをえなかった。そのひとつとして準備預金の付利範囲（通常は申告額の上下1%）の拡大がある。具体的には BOE は9月13日に準備預金の付利範囲を上下37.5%に拡大し、9月18日には上下60%とした。

なぜこのような措置が必要となったかについては若干の説明が必要であろう。ノーザンロックからの資金流出は当然のことながら同行の準備減少をもたらす。その結果の他行への影響としては、可能性としては①銀行券増（他行への影響なし）と②他行預金増（＝他行準備増）の2つが考えられる。これを2行モデルで説明したものととして図表1①②を参照されたいが、ここではノーザンロックを A 銀行、その他の金融機関全体を B 銀行ととらえてもよいであろう。①のケースにおいて中央銀行からの資金供給があれば A・B 両行を統合したバランスシートにおいても超過準備は発生しない。市中保有銀行券残高（銀行券発行額）が増加するだけである。②のケースにおいては、中央銀行による A 銀行対する資金供給により B 銀行に超過準備が発生してしまう。A 銀行が中央銀行に流動性支援を要請するというのはインターバンク市場による準備調整が不可能な場合であり、こ

のような緊急時において中央銀行の資金吸収は困難である。したがって B 銀行の超過準備は解消しない。このような状況を中央銀行の A 銀行への資金供給はマーケット全体への資金供給となってしまうと表現するわけであるが、ノーザンロックへの資金供給はこのような事態を発生させたのであろうか。

図表 2 でこの点を確認するために 2007 年 9 月の BOE のバランスシートを確認してみると、銀行券の増加はみられていない一方で準備預金が増加していることがわかるであろう。すなわち図表 1 におけるケース②が発生したわけである。この超過準備を放置するならばノーザンロック以外の銀行において超過準備保有によるペナルティが発生してしまう。また市場混乱時においては資金吸収も難しいことからペナルティ（超過準備）を回避するためにも付利範囲の拡大が必要とされたわけである。

その後、BOE はこの付利範囲を急激に縮小することなしに金融調節を続け、所要準備額も大きな変化はなかった。リーマン・ショック前までの時期までの BOE の金融調節をみるならば、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ってよい。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確認しておきたい。混乱時以外では資金供給の一方で資金吸収が行われていた（短期レポオペの削減を含む）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。その後の量的緩和政策の導入を考えると、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える。⁹⁾

BOE の危機対応策は周知の通り 2009 年に入って以降、新たな段階を迎えることとなった。2009 年に入って 1 月 30 日に資産買取基金（APF）を子会社として設立した。この BOE の子会社の APF の役割はその名の通り資産の購入を意図したものであったが当初の買取枠は 500 億ポンドで民間資産の購入のためのものであり、この段階では信用緩和的であったといえよう。しかもこの購入資金は TB の発行によりファイナンスされていた。TB の発行は市場からの資金吸収になるわけであり、その後に資産購入が行われたとしても資金吸収分の資金供給がなされたということである。したがって市場に与える量的な影響はニュートラルである。この体制の下で 2 月 13 日に CP が初めて購入された。

この状態が大きく変化したのは 3 月 5 日のこ

図表1 預金流出と中央銀行の流動性供給

A銀行		B銀行	
準備預金	10	準備預金	10
国債	20	国債	20
貸出金	80	貸出金	80
		中央銀行信用	10
		預金	100

A銀行から預金流出 10 (準備率10%) B銀行は変化なし

①銀行券増⇒過少準備(9)

国債	20	中央銀行信用	10
貸出金	80	預金	90

①' 中央銀行から流動性供給

準備預金	9	中央銀行信用	10
国債	20	中央銀行信用	9
貸出金	80	預金	90

②B銀行に預金流出⇒過少準備(9)

国債	20	中央銀行信用	10
貸出金	80	預金	90

B銀行に超過準備(9)発生

準備預金	10	中央銀行信用	10
準備預金	10		
国債	20	預金	100
貸出金	80		
		預金	10

②' 中央銀行から流動性供給(通常時は短期金融市場により調整)

準備預金	9	中央銀行信用	10
国債	20	中央銀行信用	9
貸出金	80	預金	90

B銀行の超過準備は解消せず
⇒ A銀行への流動性供給がマーケット全体への
資金供給となってしまう意味

図表2 ノーザンロック危機前後のBOEのバランスシート

(単位 1,000ポンド)

2007年(月・日)	9.05	9.12	9.19	9.26	10.03	10.10	10.17	10.24	10.31
(資産)									
短期リバースレポ	35,690,100	34,480,100	42,798,200	40,950,100	33,649,800	27,579,900	26,589,800	25,619,800	20,609,900
長期リバースレポ	14,999,900	14,999,900	14,999,900	14,999,900	14,999,900	14,999,900	14,899,900	14,899,900	14,899,900
対政府貸付	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847	13,369,847
債券等	7,732,029	7,783,788	7,839,651	7,864,661	7,795,424	7,776,763	7,691,005	7,690,652	7,663,291
その他資産	12,428,488	13,145,461	16,026,789	20,896,908	23,807,367	26,078,699	29,127,352	33,780,817	35,990,532
計	84,220,365	83,779,097	95,034,389	98,081,417	93,622,339	89,805,111	91,677,905	95,361,817	92,533,472
(負債)									
銀行券	40,705,319	40,326,170	40,406,000	40,425,051	40,610,785	40,522,652	40,529,225	40,609,709	40,816,678
準備預金	20,593,753	19,811,977	29,010,021	29,226,353	26,809,006	20,815,505	21,731,204	24,114,542	20,061,920
外貨建債券	4,381,403	4,425,828	4,514,407	4,521,152	4,482,392	4,473,497	4,499,402	4,502,176	4,491,645
CRD	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393	2,716,393
その他負債	15,823,495	16,498,727	18,387,565	21,192,466	19,003,760	21,277,063	22,201,679	23,418,194	24,446,834
計	84,220,365	83,779,097	95,034,389	98,081,417	93,622,339	89,805,111	91,677,905	95,361,817	92,533,472

〔出所〕 Bank of England

とである。3月5日に開催されたMPCにおいてBOEは政策金利を0.5%に引き下げるとともにAPFによる国債購入を中心とする量的緩和策の実施を決定した。この時点における買取基金の総枠は1,500億ポンドであり、うち国債は1,000億ポンド、民間資産は500億ポンドとされていた。ここにおいてのそれ以前からの変化としては、この買取資金のファイナンスは準備預金増によること(BOEの資産側はAPFへの貸付)とされたことである。これがBOEの措置を量的緩和と呼ぶ理由となっている。そしてそのために準備預金の付利範囲の制限はなくなり準備預金にはその額にかかわらずに付利されることとされた。これは前述で分かる通り準備預金への付利範囲があれば準備預金増(による)という量的緩和措置は採ることができないからである。当然のことながら銀行からの積み期間前における準備預金額の申告もこれ以後は必要とされなくなった。そしてこれ以後

はかつての日銀の量的緩和策における日銀当座預金残高も目標の引上げが追加緩和措置とされたように、BOEにおいてはAPFの購入限度額の増額が追加緩和措置として発表され、マーケットもそのようなこととして認識するようになったのである。

日銀が量的緩和策期に当座預金残高目標額を引き上げていったように、BOEもAPFによる資産買取額を2009年8月に1,750億ポンドに、同年11月に2,000億ポンドに増額した。そしてこの買取額増額の過程でAPFは国債買取機関化せざるをえないことが明らかとなったが、興味深いのが量的緩和策の効果についてのBOEによる一般への説明である。量的緩和策実施時に作成されたBOEによる一般向けのパンフレットでは単純なマネタリズムに則ったような説明がなされていた。

そこにおける説明としては、BOEによる国債購入等によりマネーが供給されるということ

は、売却者の預金が増加するということであり、同時に銀行の準備が増加すると説明されている。このことは売却者の消費増、銀行の貸出増へと結びつき、経済にプラスの効果を生じさせると説明されていた。これは「輪転機を回してお札を刷る」というほど単純ではないが、かなり単純なマネタリスト的な説明である。実はこのマネタリスト的な量的緩和政策の効果についての説明を、BOEは変更せざるをえなくなるわけであるが、それはともかくとしてAPFによる資産購入限度は2009年11月以降約2年間凍結されたが、2011年10月に2,750億ポンドに増額され、その後2012年2月に3,250億ポンド、同年7月に3,750億ポンドに増額された。

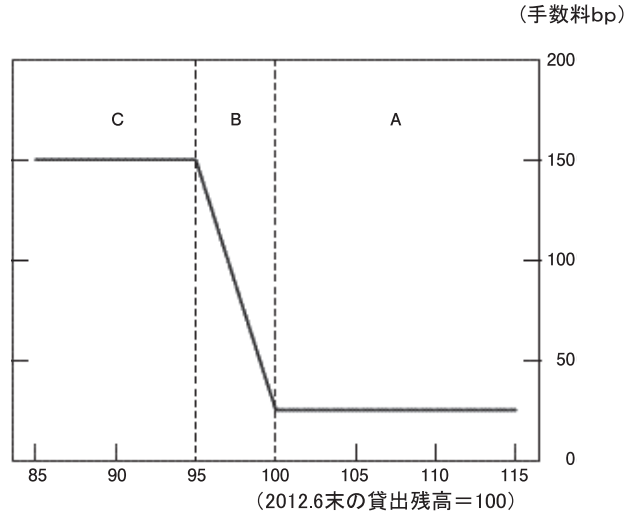
しかしながらかつての日銀の量的緩和政策における日銀当座預金残高目標額の増額が金融面・実体経済面でほとんど効果がなかったのと同様に、イギリスにおいてもこの間ポジティブな効果は確認されていない。何よりも当初の説明においてなされていた流動性の供給がマネーストックの増加に結び付くという事態が発生していないのである。¹⁰⁾ さらにイギリスにおいては2010年1月から2012年3月の間、CPIの前年同月比の増加率がインフレーション・ターゲティングのターゲットレンジの上限である3%を上回る状態となっていた。このような状況においては本来であれば金融引締め措置が採られてしかるべきであろうが、逆にこの間緩和措置が採られた。実体経済や銀行部門の状況を考えれば引締め措置は採りづらいことは理解できるものの、それはインフレーション・ターゲティングという枠組みのポジティブな面と思われてきたわかりやすさや裁量性の少なさといった面を後退させるものであった。

しかしながらマネーサプライの増加は、銀行

の貸出が増加しなかったことから発現しなかった。ここにおいても制約要因はリザーブや中央銀行のバランスシートの大きさなどではなかったのである。このような状況から、BOEではAPFの資産購入限度額の増額以外の措置を導入せざるをえない状況となった。そのひとつは2011年12月に発表し、翌年6月から運用を開始した拡大タームファシリティ（ECTR）である。これは通常のオペに用いられる資産よりも幅広いABSや中小企業向け融資等についても含まれる資産を担保とする流動性供給の仕組みである。より具体的には、期間6か月、金利は政策金利プラス25ベーシスポイントの入札方式による資金供給であるが、このポンド流動性の供給への銀行側の需要はそれほど強くはなく、実際に札割れも発生している。

もうひとつの措置は2012年7月に創設した（8月以降運用開始）証券貸出スキーム（FLS）である。これは量的緩和すなわち流動性の供給だけでは銀行の貸出増へとつながらず、マネーサプライも増加しないことから、より直接的な銀行貸出増加策を目指したものである。FLSはBOEと財務省が連携して設計した制度であり、その概要は、銀行に対し貸出増加分に相当する金額のTBを低い手数料（0.25%）で貸し出すというものである。より具体的には、2012年6月末現在の貸出残高の5%相当額のTBを借り受ける権利を各銀行は保有している。さらに貸出増額分だけのTBの借入れが可能でこれについては0.25%という手数料となっている。逆に貸出残高が減少した場合には、手数料率は漸増し5%減以上の場合には1.50%の手数料が徴求されることになっている。（図表3参照）これによりリザーブが制約要因ではなかった銀行の貸出を増加させること

図表3 FLSの手数料率



〔出所〕 Churm et al. [2012] p.309.

を目論んだわけであるが、そのポジティブな効果は本稿執筆時点においては確認されていない。銀行の貸出額は一部の銀行においては多少増加しているものの、むしろ全体では減少しているのである。(図表4)

インフレーション・ターゲティングの枠組みのもとで導入されたBOEによる量的緩和政策は、結局のところリスクプレミアムへの働きかけといった方向のものであることをBOE自身が認めている。実は当初の単純なマネタリスト的な説明は、ホームページにおいても消え、別の説明がなされている。それによると量的緩和政策の効果は、①国債の利回りを引き下げる、②国債の売却主体は他の資産を購入し、それらの価格が上昇する、③資産価格の上昇や借入コストの低下から、支出増・産出増が期待できるとしている。BOE 総裁のキングも講演でそのような説明をしたうえで、この効果のほどは不透明であると率直に認めている。ただしこの量的緩和政策が行われなければ経済には痛みが生

じたであろうと述べている。¹¹⁾「もしなければ」的な説明を行う中央銀行総裁とはいかがなものかとの感想をもつが、その点は措くとしてキングは流動性の供給だけでは傷ついた銀行システムは救えないことからFLSを導入したとしている。しかし銀行の資金調達コストの低下を狙いとした財務省との連携による貸出増加策もこれまでのところ効果はあげていない。あとは為替安の誘導くらいしか策はない状態となっていると分析することが可能であろう。

Ⅲ. 日銀のリーマン・ショック後の危機対応の特徴

白川総裁時代の日銀のリーマン・ショック後の危機対応については、別稿(Saito [2010])において論じているので、ここにおいては2001年からの量的緩和政策のいわば失敗をどのように生かして危機対応を行ったかということを中心にみていくこととしたい。¹²⁾ 今次危機に対

図表4 FLS利用と貸出増減

(単位 100万ポンド)

	貸出残高 2012.6末	2012Q3		2012Q4	
		貸出増	T B借入	貸出増	T B借入
TOTAL	1,364,511	923	4,360	-2,425	9,472
Aldermore	1,567	228		251	205
Arbuthnot Latham	507	22		23	
Barclays	188,453	3,803	1,000	1,898	5,000
Bath Investment & BS	193	2			
Buckinghamshire BS	126	12		8	
Cambridge BS	851	20		22	
Clydesdale	33,172	-23		-394	
Co-operative	31,768	-5		-294	
Coventry BS	21,002	541		437	100
Cumberland BS	1,190	17		26	5
Furness BS	626	2		2	
Hinckley & Rugby BS	433	2		-1	
Ipswich BS	412	10		8	
Julian Hodge Bank	372	13		12	18
Kleinwort Benson	8	2		1	
Leeds BS	7,569	212	100	166	100
Leek United BS	606	1		12	
Lloyds Banking Group	443,255	-2,518	1,000	-3,118	2,000
Manchester BS	569	-10		-12	
Mansfield BS	213	-1			
Market Harborough BS	322	1		-7	
Marsden BS	236	-2		2	
Melton Mowbray BS	282	3		5	
Metro Bank	78	39		53	29
Monmouthshire BS	629	15		23	5
Nationwide BS	152,155	1,834	510	1,766	1,500
Newbury BS	554	5		4	
Newcastle BS	2,705	-73		-37	
Nottingham BS	2,123	2		-18	
Principality BS	5,408	53		121	
Progressive BS	1,301	9		9	
RBS Group	214,793	-677	750	-1,681	
Santander	189,339	-3,473	1,000	-2,835	
Shawbrook Bank	453	84		87	
Skipton BS	9,494	21		185	
Teachers BS	172	n/a		n/a	
Tesco Bank	4,826	112		456	
Virgin Money	15,093	598		491	510
West Bromwich BS	4,148	-73		-63	
Yorkshire BS	27,509	113		-33	

〔出所〕 Bank of England

する日銀の対応は、基本的には政策金利の引下げ、ドル資金供給を含む種々の流動性供給、一部資本性資金供給、市場対策等があるわけであるが、最大の特徴は政策金利の名目値をゼロとはしていないということであろう。

それが達成できたのは超過準備に対して付利を行う「補完当座預金制度」によるものであると見てよい。補完当座預金制度は、リーマン・ショック後の2008年10月31日の金融政策決定会合で導入されたものであるが、これは預金ファシリティ、すなわち金融機関に対し中央銀行が安全な運用機会を提供するという位置づけのものであった。これにより政策金利の上限が補完貸付の、下限が補完当座預金制度の適用金利となり、政策金利のボラティリティを小さくすることが期待されていた。当時の政策金利の誘導水準は0.3%であり、補完貸付の金利は0.5%、補完当座預金の金利は0.1%と上下20ベースポイントの幅となっていた。この上下の幅を欧米ではコリドー（廊下）と称する場合があるが、政策金利は最大でもこの幅の中で動くことが期待されていたのである。¹³⁾

ただし補完当座預金制度にはより大きな狙いがあったとみるのが適当であろう。それは本稿で繰り返し述べているように準備預金（超過準備）への付利は、政策金利の名目値をゼロとすることなしに超過準備供給を可能とする。それは銀行は資産側に無利息資産を持ちたくないことから超過準備を運用しようとするインセンティブを持つ存在であるが、超過準備に付利がなされるのであればリスクを伴うインターバンク市場等での運用よりも超過準備をそのまま日銀当座預金で保有しようと思うからである。

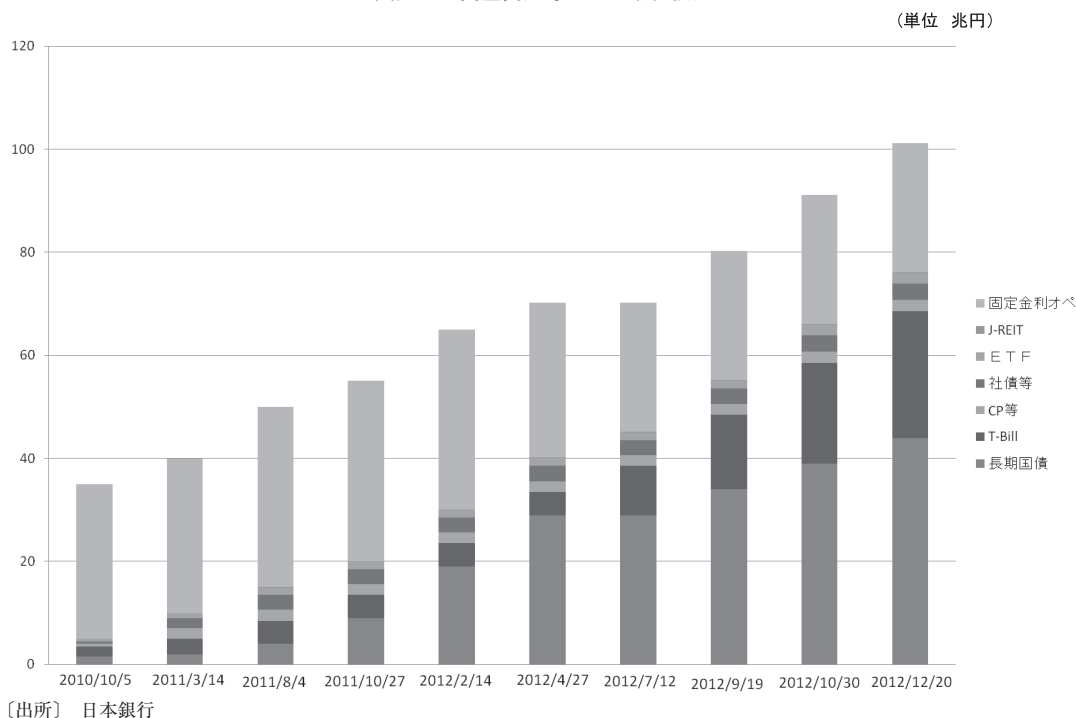
補完当座預金制度は、当初は2008年11月の積み期間から2009年3月の積み期間までとされて

いたが、2009年7月15日には、2009年12月の積み期間まで延長された。そしてその他の危機対応策には時限をもって終了するものも多かったにもかかわらず、同制度は2009年10月30日にはその実施期限を当分の間延長するとの方針が打ち出され、今日まで至っている。

周知のとおり政策金利は、2008年12月19日に0.1%に引き下げられ、その際に補完貸付利率は0.3%に引き下げられたが、すでに0.1%であった補完当座預金の金利は0.1%のまま据え置かれた。そして2010年10月5日の「包括的な金融緩和」の実施により政策金利は0～0.1%とされたが、この時点以降においても補完当座預金制度の適用金利は0.1%のままとなっている。包括緩和実施以後における政策のことを日銀自身は実質ゼロ金利政策と呼び、マスコミの多くもこれに倣っているが、実際の無担保コールのオーバーナイト物の金利はゼロとはならず0.07%ないし0.08%前後の水準で推移してきている。これはいうまでもなく補完当座預金制度の適用金利が0.1%のまま据え置かれている影響であり、このことを別の角度から表現するならば補完当座預金制度の存在により政策金利の名目値をゼロとすることなしに超過準備供給が可能となり、バランスシートの拡大が可能となっているのである。これは短期金融市場金利をゼロとすることの弊害を量的緩和政策期に学んだことによる面が大きいものと推察される。

量的緩和期における主たる政策手段は長期国債の買切りオペの増額であったが、今次危機対応としても2008年12月に長期国債の買切りオペの月2,000億円の増額がなされ、さらに2009年3月にも月4,000億円の増額がなされた。結局月1.8兆円、年ベースで21.6兆円の買入れがな

図表5 資産買入等基金の規模拡大



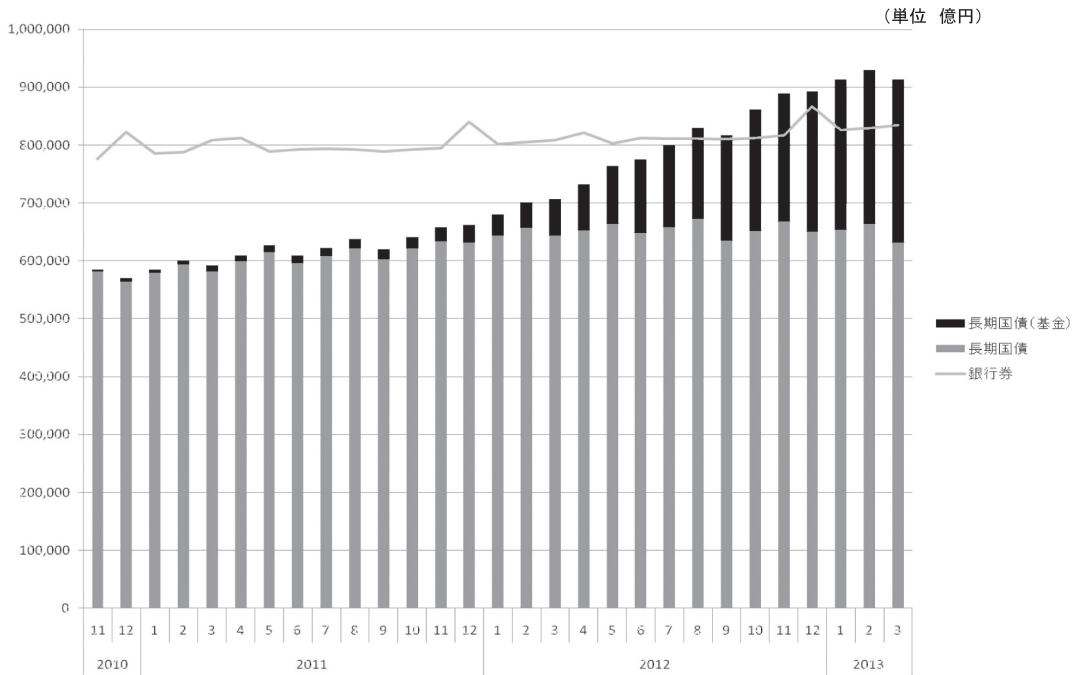
されてきていた。しかし日銀への緩和圧力はFRB等の超緩和が継続したこともあり日に日に強まっていった。

結局、2010年10月の「包括緩和」政策導入時に創設されたのが「資産買入れ等の基金」であった。周知のとおりこの基金はその後国債買入基金化していくわけであるが、まず創設時からこの基金による国債購入は日銀券ルールの特例とされ、いわば最後の規律としての日銀券ルールが骨抜きとされる方向が見えていたのであった。ただし当初は基金による買入国債は残存期間が1年以上2年以下の2年債、5年債、10年債および20年債に限られており、期近債に限るといえば意地を見せたわけではあるが、それも買入額の増加とともに残存期間も長期化していくこととなり、その意味では黒田新

体制との間の連続性さえ見てとれるのである。基金規模の拡大と内訳としての長期国債の買入額の推移は図表5のとおりであるが、残存期間の制限は2012年4月に上限が3年に拡大され、その後の推移が関係者にも予想できる状況となった。そしてついに2012年8月には基金を合わせた長期国債保有額が日銀券発行残高を超え、実質的に日銀券ルールは廃棄されたが(図表6参照)、そのことが大きな注目を集めることは無くなっていった。

その他の日銀の特徴的な今次危機対応策としては、物価安定についてデフレ非容認の姿勢を明確化したことが挙げられる。すなわち従来「消費者物価指数の前年同月比で0-2%の範囲内になり、委員毎の中心地は、大勢として、1%程度となっている」としていた「中長期的

図表6 日銀券ルールの実質的廃棄



〔出所〕 日本銀行

な物価安定の理解」を、2009年12月に「消費者物価指数の前年同月比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大半は1%程度を中心と考えている」とし、一応はデフレ非容認の姿勢を明確化した。当然のことながらこの程度のマイナーチェンジでは圧力をかける外部は納得せず、今次危機でその有効性に疑問符がつけられることとなったインフレーション・ターゲティングの導入が迫られることとなった。

日銀（総裁）は他の中央銀行（総裁）と比べて広報戦略・情報発信能力に劣っているのではないかと指摘されることがある。そのひとつの理由は、FRBが政策転換すると慌ててそれに追随するように見えるところにあるようにも思える。2012年2月に「中長期的な物価安定目途」を急遽発表し、それを「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断し

ており、当面は1%を目途とする」としたのは、その前月にFRBが2%のインフレ率の長期的ゴールを導入したのに追随したものと誰もが判断したのであった。それまでインフレーション・ターゲティングに否定的と思われていた日銀の方針転換であったことから、FRBが導入すればあっさりと方針転換がなされるのかとの感を抱く面が多かった。

そして2013年1月には、アベノミクスへの屈服ともとれる、①2%の物価安定目標の導入、②期限を定めない買入方式の導入が白川総裁体制の下で導入され、黒田新体制へとバトンタッチされたのであった。この間日銀としては国際的な超緩和競争とでもいうべき事態の中で外部からの圧力を受けつつ難しい政策運営を迫られてきたわけである。経済運営がうまくいかないことの責任を中央銀行に押し付ける資本主義は

かなり疲弊した状態にあるとあってよい。そうしたなかでリフレ派の言説が主流となっているのが現状ということなのであろう。

ここでは白川前総裁の退任記者会見から、「中央銀行に対しては、「マクロ経済理論に基づいて政策を行う政策当局である」という見方が根強いように思いますが、中央銀行の銀行業務の重要性について、もっと多くの人に理解して頂きたい」という言葉と同様に印象に残った言葉をこの節の最後に引用することとしたい。

「[期待に働きかける]という言葉が、「中央銀行が言葉によって、市場を思い通りに動かす」という意味であるとすれば、そうした市場観、政策観には、私は危うさを感じます。」

IV. 日英両国の中央銀行の対応の相違と論点

以上、量的緩和政策を標榜した日銀（2001－2006）とBOE（2009－）の政策を検討し、日銀の今次危機対応策の特徴についても検討したわけであるが、ここでは主に日英の量的緩和政策を比較し、そこから出てくる論点について以下で検討することとしたい。

まずは両者を比較すると操作目標であるが、日銀の場合はその負債項目である日本銀行当座預金残高（超過準備）であったのに対してBOEの場合は子会社（APF）による資産購入額である。そして日銀の場合は、それ以前の政策金利の名目値がゼロ近辺となったが（ゼロ金利を通過後の量的緩和となったが）、BOEの場合は政策金利の名目値はゼロとはなっていない。これは準備預金に付利がされているということがその理由である。

また、出口の明示については、日銀は「消費

者物価指数の前年同月比増加率が安定的にゼロ%以上となるまで」量的緩和政策を継続するという形で時間軸政策を採用したが、BOEは出口について特に明示せず、時間軸政策も設定していない。また国債等の買入相手については、日銀は銀行中心なのに対してBOEは非銀行中心である。さらに広報戦略については、日銀はあまり積極的とは言い難かった感がある一方で、BOEはそれがどの程度読まれたかは別にして一般向けのパンフレットを作成している。ただしその説明は前述のとおり巧妙に変更されている。さらにいえば四季報（BEQB）の論文においては、量的緩和による準備増がマネーストックの増加に結びつかない理由について分析するものも掲載されている。

ここでかつての日銀の出口政策がどうであったかを確認しておけば、それは前述のとおり単に操作目標を変更するということであった。繰り返しになるがこれにより短期間で超過準備は解消されたが、これによる強烈的な引き締め効果はなく、それ以前の残高目標の拡大を緩和と称していたことについての反省も聞かれなかった。それはともかくとして、この超過準備の解消が比較的順調に進んだのは、この時期に①世界経済の順調な発展があり、②国債発行額も縮小していた時期であったことによるものであった。¹⁴⁾

一方、BOEは出口についてのコミットメントも行っておらず、GDP対比といった指標で見ると日銀以上の国債の購入を行っているといってよい。そして現在の日銀と同様に出口が凍結されているように見える状況で、国債価格暴落（長期金利上昇）のリスクとどのように向き合っていくかが課題となっている状況であるといえるであろう。

ここで、2001年からのではなく今次の日銀の危機対応策を、BOEのそれと比較してみるならば、今次の日銀（白川体制）は基本的に「量的緩和」という言葉を使わないようにしているが、これはBOEとの相違点として挙げる事ができるであろう。また、コミットメントという点を見るならば、今次の日銀がCPI上昇率の目処を示しそれに向けて強力な金融緩和を推進すると表明せざるをえなかった一方、BOEについては長期間にわたるターゲットレンジからの上方乖離によりインフレーション・ターゲットとの関係は不明確なものとなっている。また今次危機対応としては両行ともに、民間銀行の貸出増加策といった分野にも踏み込んでいる。BOEの場合は証券貸出スキームであり、日銀の場合は成長基盤強化を支援するための資金供給（2010年6月発表）およびBOEを真似たとされる貸出増加を支援するための資金供給（2012年10月発表）である。ここではこのような措置が採られること自体がリザーブが銀行貸出の制約要因ではないことの証明となっていることを確認しておきたい。

そこで超過準備供給の効果が今次緩和に関連して問題とされざるをえなくなってくる。本稿で何度も強調しているように、今次緩和が政策金利の名目値をゼロとすることなしに超過準備供給を行うこと可能となっているのは、準備預金に付利を行っているからである。それでは準備預金に付利を行うことにより超過準備供給がなされ、結果として中央銀行のバランスシートが拡大している状況をどのように考えたらよいのであろうか。すなわち中央銀行のバランスシートの拡大は金融緩和の指標となりうるかという論点である。

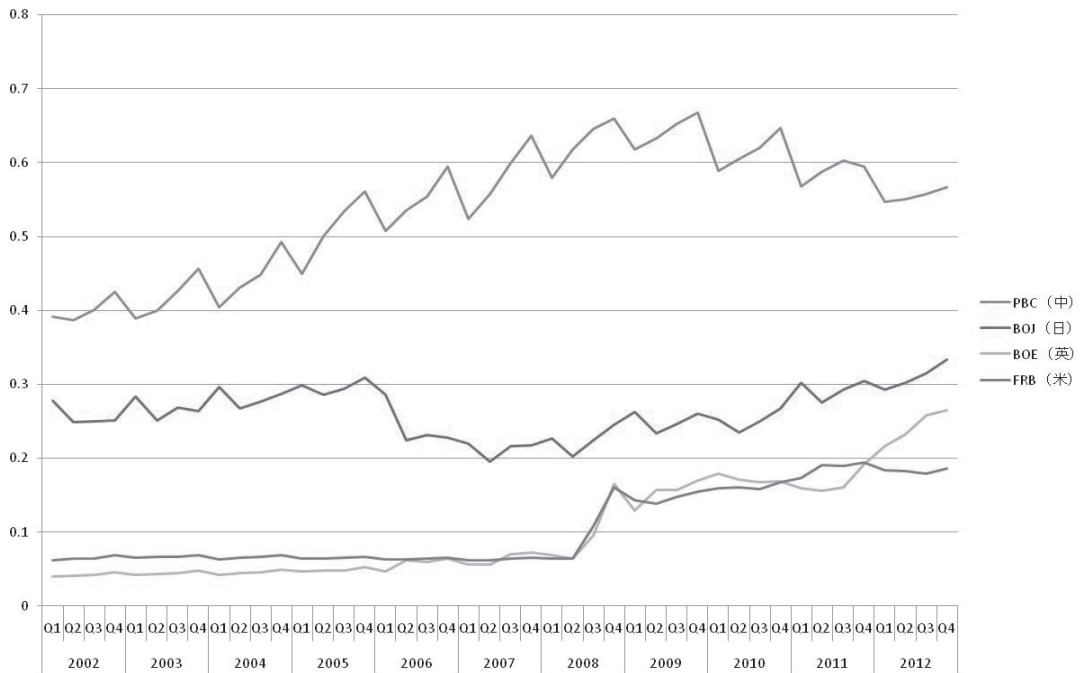
翁 [2011] は、中央銀行の準備預金への付利

は中央銀行が安全資産を民間銀行に提供しているわけであり、一種の資金吸収であるとみなすべきであるとしている。これは仮に超過準備を中央銀行債券の発行という形態とするならば、超過準備はなく中央銀行のバランスシートは拡大することとなる。そしてこの中央銀行債券の発行は、国債の売りオペと同様に資金吸収であると考えれば納得できる。

翁 [2011] は、中央銀行のバランスシートの拡大度を金融緩和の尺度とすることを批判し、準備預金への付利を行っている「BOEも含め、主要中央銀行は、今回の金融危機対応において供給した資金を事実上「吸収」することで市場機能維持のための潤沢な流動性供給と金利機能維持を両立させてきた」（203-204頁）と本稿と同様の評価を行っている。また、量的緩和にポートフォリオ・リバランス効果が期待できるかどうかについても「日本の単純な量的緩和でもこの効果はネグリジブルだったが、中央銀行が市場金利と同じ高さの安全有利な運用機会をセットで提供している今回の方式ではそうした「押し出し」効果は最初から期待できない」（204頁）としている。そして、「このことを反対側からみると、中央銀行はバランスシート規模を保ったまま準備預金等への付利水準を上げたり、定期預金化することで金融引締めが可能となる。・・・バランスシート拡大を中央銀行の緩和努力の指標とみなしたり、BOEの量的緩和を額面どおり受け取っている人たちはこの点を見落している」（204-205頁）と批判している。

なお、最後のBOEの量的緩和云々については、その当初の単純なマネタリスト的な説明についてのものであるが、本稿でみたとおりBOEはその後量的緩和の効果についての説明

図表7 GDP対比の各国中央銀行バランスシート



〔出所〕 各中央銀行他

を変更している。これについても翁は BOE の説明変更の前の時点において、量的緩和の可能性について触れ、それは「長期国債の大量購入による長期金利の押し下げ期待が指摘できるであろう。BOE の量的緩和をこの視点で展開すると、量的緩和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)との評価を行っており、BOE 自身の説明の変化を先取りすることとなっていることは興味深い。

中央銀行のバランスシートの大きさと緩和度を結びつけるリフレ派の議論は、実際の各国中央銀行のバランスシートをみたり、前述の翁の議論から根拠がないことは明確であろう。実際、各国中央銀行のバランスシートの規模を各国の名目 GDP 対比でみるならば、日銀の値の方が BOE や FRB よりも大きいのである。さ

らにその日銀よりも中央銀行のバランスシートが大きいのが中国人民銀行 (PBC) である。(図表7) その PBC は2010年および2011年に計12回の預金準備率の引上げを行っている。準備率の引上げは改めて説明する必要もないが金融引締政策である。金融引締政策を行った中央銀行のバランスシートが BOE や FRB よりも大きいということは、中央銀行のバランスシートの大きさと金融緩和度との間には因果関係などないということの何よりの証拠となっているように思われる。

その他の論点としてベースマネー (もしくは準備預金量) と期待インフレ率の関係をどうみるべきかという論点が存在する。リフレ派の主張もどちらかといえば両者の間には正の相関関係があるというようなものが増えてきている印象がある。¹⁵⁾ ただしここには期待インフレ率

の指標としては何が相応しいかのという問題が存在する。平時においては普通国債と物価連動国債の利回りの差であるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) がよいようにも思われるが、危機時には物価連動債の取引は縮小してしまうという問題点がある。また、ベースマネーと BEI の相関についての実証研究によれば、長期的には両者には統計的に有意な関係は存在せず、むしろ BEI と金融市場の不安度を示す VIX 指数との間に明確な逆相関の関係があるということである。¹⁶⁾

こうして量的緩和は最低限「量」と「緩和度」の間には明確な関係が見いだせないままであるが、BOE はその説明を巧妙に変更しつつもその看板を下ろすことはできずに追加緩和を逡巡しているうちに、政府から時間軸政策の採用を迫られそうな情勢となっている。そうしているうちに日銀が新体制の下でベースマネー・コントロールの亡霊を持ち出し、BOE も新体制を迎えようとしている。先進諸国の金融政策は混迷の度をますます深めているように思えるのである。

おわりに

本稿では、非伝統的・非正統的といわれる金融政策を採用し、なおかつその政策を「量的緩和」と自称した日銀および BOE の政策を比較検討してきた。その結果明らかとなったことは両者ともその明確な緩和効果は見いだせないということであった。しかしながらこのような政策を採用せざるをえなかったということは、それだけ危機が深刻であるという証拠となるかもしれない。また、そこには大きな錯誤の可能性もある。各国でリフレ派が政治的に勝利したか

のように見えるのは、19世紀イギリスの通貨論争で通貨学派が勝利したのと同様なかもしれない。通貨学派は政治的には勝利したかもしれないが、ピール条例はその後3度の停止の憂き目を見た。現時点におけるリフレ派が勝利したかのような状況も、現実により修正を迫られることがあるのかもしれない。今次危機は、恐慌がいつも好況から転落して発生するように、ある種の絶頂から転落して発生した。それは動学的確率的一般均衡 (DSGE) モデルがいくら精緻であっても現実の世界とは異なることを教えてくれたし、最適金融政策が最適ではないことを教えてくれたのである。

そしてその結果として政策金利の引下げ余地がほぼ無くなった状況で採用されたのが非伝統的・非正統的と呼ばれる金融政策である。これには各国において財政政策の発動余地が限られているという状況下で金融政策に過度の負担が課されているという側面があることが見落とされてはならない。さらに重要なのは非伝統的・非正統的と呼ばれる金融政策はもはや純粋な金融政策ではなく財政政策の分野にも踏み込んでいるということである。そして危機は資本主義の叡智ともいえる「中央銀行の独立性」の侵犯についても考慮の外に置かざるをえないほどの段階となってきている。

この段階における中央銀行の側の説明も、イギリスで典型的なように「効果のほどは不明だが、もし量的緩和がなかったとすれば経済に大変な痛みが生じたであろう」的なものとならざるをえなくなってきている。問題とされるべきはこんな説明に説得力は果たしてあるのだろうかということであるべきなのに、それを問いただす声はほとんど聞かれない。イギリスは量的緩和政策の採用後、成長率が落ち、失業率は改

善していない。インフレーション・ターゲットイング枠組みの下で物価上昇は抑制できてはいない。結果として通貨ポンドは減価し、最近では国債等が格下げされている。外国人の中央銀行総裁を招いてレジーム・チェンジをするかもしれないが、その成否は日本の新体制同様に不透明であるといつてよいであろう。

注

- 1) ゼロ金利政策解除の事情については梅田 [2011] が丹念に議事録を検討している。
- 2) 翁 [2011] 194-195頁。
- 3) 詳しくは齊藤 [2006] 第4章を参照されたい。
- 4) 原田・増島 [2010]、本田他 [2010] 等。
- 5) 加藤 [2004]。
- 6) 岩田 [2012] は一応指摘しているが、それがマイルドであることの説明はない。
- 7) 2006年のBOEの金融調節方式の変更については齊藤 [2007] を参照されたい。
- 8) 齊藤・築田 [2010] 第4章。
- 9) この時期のBOEの金融調節の変化について詳しくは齊藤 [2011] を参照されたい。
- 10) なぜ量的緩和がマネースtock増に結びつかないかについてのBOEによる分析としてはButt [2012]があるが、そこにおいては様々な脱漏があることがその原因として言い訳的に説明されている。
- 11) King [2012]。
- 12) 黒田新総裁体制下の日銀の対応については、本稿においては触れないこととする。
- 13) 英米においては貸付ファシリティの利用が危ない金融機関とみなされるといいうわゆるスティグマ(烙印)問題の存在により、短期金利が貸付金利を超えるケースが指摘される場合がある。
- 14) 梅田 [2013]。
- 15) 代表的なものとして岩田 [2012] がある。
- 16) 梅田 [2013] 137-138頁。

参 考 文 献

- 岩田規久男 [2012] 『日本銀行 デフレの番人』日経プレミアシリーズ
- 梅田雅信 [2011] 『日銀の政策形成』東洋経済新報社
- [2013] 『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社

- 翁邦雄 [1999] 「ゼロインフレ下の金融政策について」『金融研究』第18巻第3号
- [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社
- [2013] 『金融政策のフロンティア』日本評論社
- 加藤出 [2004] 『メジャーリーグとただちや豆で読み解く金融市場』ダイヤモンド社
- 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
- [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
- [2011] 「金融危機下のイングランド銀行金融政策」『証券経済研究』第76号
- [2012] 「国債累積と金融システム・中央銀行」『経済研究所年報』(成城大学)第25号
- 齊藤美彦・築田優 [2010] 『イギリス住宅金融の新潮流』時潮社
- 原田泰・増島稔 [2010] 「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」『デフレ経済と金融政策』内閣府経済社会総合研究所
- 本多祐三・黒木祥弘・立花実 [2010] 「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析—」『フィナンシャル・レビュー』通巻第99号
- Butt, N. et al. [2012] ‘What can the money data tell us about the impact of QE?’, *BEQB*, 2012Q4.
- Churn, R. et al. [2012] ‘The Funding for Lending Scheme.’, *BEQB*, 2012Q4.
- King, M. [2012] *Speech* (2012.10.23), Bank of England
- Saito, Y. [2010] ‘The Bank of Japan’s Monetary Policy during the Global Financial Crisis’ 『証券経済研究』第76号
- (獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員)