

カーニー体制下のイングランド銀行金融政策

齊藤美彦

要 旨

2013年7月にイングランド銀行総裁の座についたのは、その300年以上の歴史で初めての外国籍（カナダ人・現在は英国籍）のマーク・カーニー氏であった。カーニー総裁下のイングランド銀行の金融政策は、キング前総裁時代に下限近くまで引き下げた政策金利の変更は行わず、量的緩和政策における資産購入額の変更も行わずにこれまで推移している。一方、就任後に導入したフォワード・ガイダンスについてはわずか半年後に変更せざるをえなくなり、マイナーチェンジを行った貸出促進策（FLS）もその効果がほとんど出ていないこと等、苦戦が続いている印象が強い。

その一方で、量的緩和政策の当初の単純マネタリスト的な一般向けの説明を事実上撤回し、内生的貨幣供給説を前面に出し、「貨幣乗数」アプローチを否定しつつ、その効果が限定的であるかのような説明に変更している。これが、同行がその時期が近くにはないように市場に印象付けてきた量的緩和政策の出口戦略にどのように影響していくのかが、国債の買取りを行っている子会社の資産買取基金（APF）の損失について財政負担となる規定がどのように作用するかとともに注目される。また、選択肢にあるかもしれない金融抑圧への非難は大きいと予想されることから、金融政策の舵取りはますます難しくなっている。

目 次

- | | |
|--------------------------------|----------------------------------|
| I. はじめに | IV. 量的緩和政策の効果についてのイングランド銀行の説明の変化 |
| II. イングランド銀行による危機対応策としての量的緩和政策 | V. おわりに：出口政策へ向けて |
| III. カーニー体制下のイングランド銀行金融政策 | |

I. はじめに

歴史的にみて世界で2番目に古いといわれる中央銀行であるイングランド銀行（以下BOE）は、2013年7月にその歴史で初めて外国人（カナダ人）のトップ、マーク・カーニー総裁を誕生させた（カーニー氏は現在は英国籍）。新総裁は、これまでのところキング総裁時代の超低金利政策および量的緩和政策を変更することなしに継続してきながら、フォワード・ガイダンスの導入や貸出促進策のマイナーチェンジ等の比較的地味な政策変更を行いつつ、出口戦略を構想しているようにうかがえる。

リーマンショック以降において、世界各国（地域）の中央銀行、とりわけ先進諸国の中央銀行は、いわゆる非伝統的政策の採用を余儀なくされているが、その中でもイギリスのBOEは、その効果はともかくとして大胆な資産購入（主として英国国債）を行い、しかもその措置を明確に量的緩和と位置付けている。アメリカの中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）は、その緩和措置を信用緩和（CE）ないし大規模資産購入（LSAP）と呼び、自らは量的緩和（QE）という言葉を用いていなかったり、黒田異次元緩和以前の日銀が、量的緩和という表現を用いることに禁欲的であったことに比べて特徴的である。

しかしながら、これまでのところその緩和効果は必ずしも明確な形で表れてきておらず、量的緩和とは別に導入された貸出促進政策も効果をあげてはいない。イギリス経済は金融政策が効果をあげたためというよりは、個人消費が賃金上昇等を背景に好調となってきたことや政府の住宅金融促進策の効果により住宅市場が好

調となってきたことを背景に、2013年入り以降、景気が上向いてきていた。しかし2014年後半以降は、その景気回復も減速気味で、物価上昇率もターゲットの下限を割り込むこととなっている。2013年から14年前半にかけて、量的緩和の出口を意識しつつも、その時期が近くにはないことをマーケットに発信していたBOEも、2014年後半以降はマーケットが出口は遠いのではないかと意識し、それが金利予測等にも表れてきている。

本稿ではリーマンショック以降のBOEの金融政策について、カーニー総裁就任後のそれを中心に検討し、さらに量的緩和政策の効果についてのBOE自身の説明の変遷にも触れながら、以下で検討することとしたい。

II. イングランド銀行による危機対応策としての量的緩和政策

今次危機に対応したBOEによる非伝統的金融政策の概要（主としてキング前総裁時代）については別稿（齊藤 [2014]）で詳しく論じた。また、本稿は主としてカーニー体制下のBOEの金融政策について検討することを目的としている。しかしカーニー総裁就任後の金融政策を検討するためには、キング前総裁下においてBOEが如何にして非伝統的金融政策（それ以前の政策が伝統的と呼べるほどの長期間にわたり採用され確立したものであったかについては議論があろうし、用語としては非正統的ないし非標準的といった方が適切かもしれないが、本稿においては他の多くの論考がそう呼んでいることもあり非伝統的という用語を一応採用しておく）の採用に追い込まれたのか、その目的と内容等について若干の説明が必要であることか

ら、以下で簡単に触れておくこととする。¹⁾

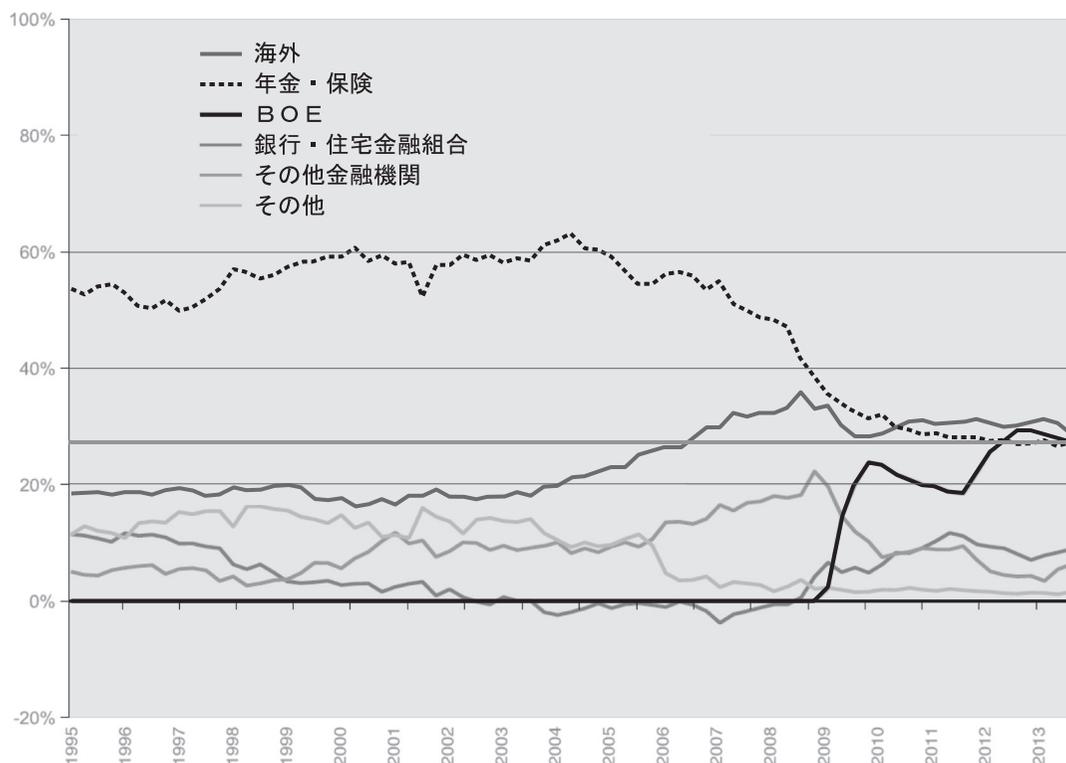
2006年5月にBOEはその金融調節方式を大きく変更した。その最大の特徴は完全後積み方式の準備預金制度の新規導入であった。しかも準備預金額（所要準備）については金融機関の自己申告制でその準備預金には付利を行う（この付利金利が政策金利）というユニークなものであった（もちろんコールレートも考え方によっては準備預金にたいする付利金利であり、後述のとおりBOEでは一般的な説明としても政策金利とは準備預金への付利金利であるとしている）。BOEでは積み期間の期初で確定しているマクロ的準備需要については100%で供給する一方で、個別金融機関においては準備額（平残ベース）を申告額の上下1%の範囲内とすることを求め、これから外れた場合、すなわち過少準備となった場合および過剰準備となった場合には、準備預金には付利を行わないというペナルティを課すこととしていた。この制度においては、過少準備の場合だけでなく、過剰準備の場合にもペナルティが課せられるという点が重要である。個別の金融機関は当然のことながらペナルティを課せられないように行動するわけであり、BOEの側からは超過準備供給が事実上不可能な制度となっているということである。

危機対応時には中央銀行には流動性の供給（超過準備供給）が求められる。しかしながらイギリスの制度設計においては超過準備供給はできない。BOEは2007年9月のノーザンロック危機以降において、準備預金の付利範囲を上下に拡大する（最大60%）ことで対応していた。しかしながらこれによる準備供給には限界があったことから、2009年3月に政策金利を0.5%に引き下げると同時に、付利範囲の制

限を撤廃し、準備預金にはすべて付利することとしたのであった。

これによりBOEは、超過準備供給すなわち量的緩和政策が可能となったのであった。BOEは2009年1月30日に資産買取ファシリテイ（APF）を子会社として設立した。当初は民間資産の購入を目指したものであり、資金調達についてはTB発行により行う（これによりマーケットからは資金吸収を行うわけであり、その後に資金供給を行ってもマクロ的な資金供給はプラスマイナスゼロである）としていたが、同年3月には国債購入を行うこと、およびそのための資金調達手段を準備預金増により行うことが決定された。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のバランスシートの資産部分をみるならばそれはAPFへの貸付金となっている。そしてAPFにおいて将来的に損失が発生した場合には、財政資金により補填され、BOEに損失は発生しないこととされた。この量的緩和政策は、国債の大量購入により準備預金増を目指す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入れはあるものの）となり、MPCにおいてこの買取枠の増額は行われずに据え置かれたままであったが、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。ただしその後は買取枠は据え置かれたままである。この量的緩和の過程でBOE

図表1 英国国債の保有者の推移



〔出所〕 DMO [2014] p.11.

の国債保有割合は急上昇したが、これは事実上政府の大量国債発行を支えるものとなっている(図表1)。その意味で状況証拠的には、BOEによる大量国債購入は財政ファイナンスを目的とした疑いはぬぐいきれないものがあるといっ
てよいであろう。

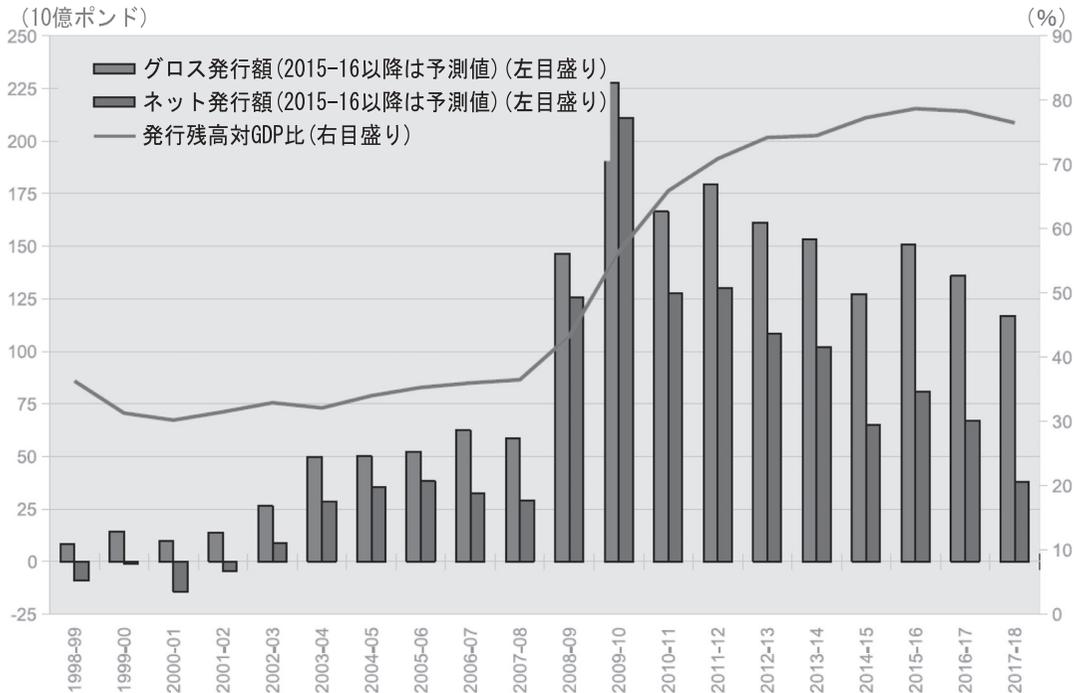
Ⅲ. カーニー体制下のイングランド銀行金融政策

イギリスでは2010年5月に下院選挙があり、1997年以來の労働党政権からキャメロン保守党・自由民主党連立政権への政権交代があった。キャメロン政権の経済政策におけるポリシーミックスは、いわば大胆な金融緩和と緊縮

財政の組み合わせである。前者はアベノミクスと同様であるが、後者については大きく異なる
といってよい。

イギリスにおける財政政策の推移についてみると、労働党ブラウン政権は2008年末から2009年末までの間、付加価値税(VAT)の税率を2.5%引き下げ15%としたが、2010年1月には17.5%に復帰した。キャメロン政権は政権獲得の翌月の2010年6月には緊急予算案を発表し、VATの税率引上げ(2011年から20%)、銀行課税等の増税(法人税率については段階的引下げ)および公務員給与凍結、福祉支出削減等の歳出削減策を明らかにした。ここにおいて明らかにされた大学学費値上げについては、同年11月に大規模な反対デモ等の抗議活

図表2 英国国債発行額



〔出所〕 DMO [2014] p.60.

動があったし、翌年の8月のロンドン等における暴動も、政府の経済政策とは無縁とはいえないであろう。しかしキャメロン政権は以後も財政政策については緊縮政策を採り続けている。とはいっても国債発行残高については、その発行期間が長期であることから高水準のままとはなっている（図表2）。

この高水準の国債発行残高を支えているのがBOEによる量的緩和政策ということになるのではあるが、BOEにおいても2013年7月にトップの交代があった。キング総裁の後任となったのは、カナダの中央銀行であるカナダ銀行の総裁であったマーク・カーニーであったが、この人事については世界的な注目を集めることとなった。BOEの歴史上はじめての外国人総裁（現在は英国籍）であることと、その選出過程において募集が雑誌広告（エコノミスト

誌）においてもなされたということも驚きではあった。

2013年7月1日の就任以前においては、新総裁が就任後に量的緩和政策の基本に直ちに手をつけてこれに重大な変更をもたらす可能性は少ないものの、何らかのフォワード・ガイダンスを導入するのではとの観測が有力であった。就任直後の金融政策委員会（MPC）においては、金融政策の現状維持が決定された。この決定は9人の全員一致であったが、それ以前の5回がキング前総裁を含む3人が追加緩和（APFの買取額の増額）に賛成したことからの変化が話題となった。そして現時点に至るまでカーニー体制下において量的緩和政策（資産買取額）の変更は行われていないのである。また、政策金利（準備預金への付利金利）もまた変更されてはいない。

総裁就任の翌月の2013年8月の『インフレーション・レポート』発表時において、フォワード・ガイダンスとして失業率目標が導入された。具体的には、失業率（目標導入時のそれは8%程度）が7%を下回るまでは量的緩和政策は継続するとのものであった。これは財務大臣により何らかのフォワード・ガイダンスの導入要請を受けてのものでもあった。2012年金融サービス法は1998年イングランド銀行法を改正し、理事会非執行理事で構成される「監視委員会」を設置することを求めている。同委員会はBOEのパフォーマンスを常に監視することとされているのである。BOEの独立性強化・権限強化の一方でこのような事態も発生しているのである。

ただしこの失業率目標は、アメリカのそれが法的根拠（目的規定に最大雇用の達成が明記されている）があるのにたいして、それが存在しない（経済成長および雇用を含む政府の経済政策を支援という規定はある）という違いはある。また、失業率目標の発表と同時に、いわゆるロックアウト条項についても明らかとされた。これは失業率が7%以上であったとしても、以下の状態となっている場合には、金融緩和は継続しないというものである。具体的には、①18-24か月先のインフレ率予想が2.5%を上回ること、②中期インフレ期待が十分にコントロールされていないと判断されること、③金融政策が金融の安定性に対して重大な脅威になっていると金融監督政策委員会（FPC）が判断することのうち、ひとつにでも抵触した場合とされている。しかしながらロックアウト条項に抵触は、即利上げということではないとも説明されている。その後の会見においてもカーニー総裁はFRBと同様に早期利上げ観測の打

ち消しに懸命になっている印象があった。

実際、失業率の数値が低下し7%に近づいてきた一方、金利引上げ等の出口政策を採りうる情勢に実体経済、金融部門の状況ともにならないことから、BOEは2014年2月の『インフレーション・レポート』発表時において、フォワード・ガイダンスの見直しを発表せざるをえなかった。具体的には、まずインフレーション・ターゲティングの枠組みにおいて物価目標を達成するために、①GDPギャップを重視し、②BOEは利上げ（出口）の前にGDPギャップの縮小が必要であるのと認識を明らかとした。そして③APFによる資産購入額は利上げまで維持することを表明し、さらに④利上げのペースについても急激なものとはしないと、⑤中期的な政策金利の水準についても危機前の平均水準（5%）を下回るのであろうとした。これもまた量的緩和政策の出口はそれほど近い将来ではないとの表明であり、出口を出た後においても引締めスピードは緩やかなものとするとの表明である。しかしながらフォワード・ガイダンスを初導入してわずか半年でそのコミットメントを変更しなければならないというのは、中央銀行としてかなりみっともない事態であるといわざるをえないであろう。

BOEの金融政策はカーニー総裁就任後、基本的には現状維持が続いてきている。この間イギリス経済は持ち直し傾向を見せ、為替レートもポンド高となっている。これは、金融政策が効いた結果であるか、キャメロン政権のポリシーミックスの効果であるか等については不明である。少なくとも民間企業への銀行貸出の大きな伸びは観察されていない。救いは住宅価格が低下していないこと、および住宅ローンが比較的好調なことであろうか。この住宅市場、住

宅ローン市場の好調の背景には、2013年度予算（イギリスの会計年度は日本とほぼ同様）で導入されたヘルプ・トゥ・バイという制度が効いた可能性も考えられる。これは当初2014年1月から導入されることとされていたのを2013年4月から前倒し導入されたものである。これは個人が新築住宅（上限は60万ポンド）を購入しようとした場合に、政府が住宅価格の20%の融資（当初5年は金負担なし等の条件）を行うというものである。この制度は、同年10月には第二弾として住宅買替えの際の住宅ローン（LTV（住宅価格対比の住宅ローン借入額）の高いもの）にたいして政府保証を付けるというものである。具体的には高LTVローンの85-95%（住宅価格対比）部分の95%について政府保証を付けるというものであり、この制度の対象となる住宅の価格の上限も60万ポンドである。このような住宅市場、住宅ローン市場への政府の積極的な姿勢は、これらを直接・間接に下支えた可能性はある。そしてそれは当然のことながら金融政策（量的緩和）の貢献とはいえない。

量的緩和政策の効果が必ずしも明確に出てこないなかで、BOEは金融機関の資金調達コストの逡減による貸出促進策としての証券貸出スキーム（FLS）を導入した。キング総裁時代に導入された、この中央銀行の金融政策として異例な政策（それは財務省と連携の下でのものでもある）の具体的な内容は、貸出増加額に応じてTBを低コストで貸出すというものである。各銀行は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保有している。さらに貸出増加額分（上限はなし）だけのTBの借入が可能で、これについては0.25%の手数料となっている。このTBはこのスキームのた

めに特別に発行されるものであり、銀行としてはこのTBを担保に資金調達が可能であることから、その資金調達コストの引下げが期待され、そこから貸出が促進されることが期待されていたわけである。また、銀行の貸出残高が減少した場合には、TB貸出の手数料率は漸増し5%以上減少した場合には1.5%というペナルティ・レートのな手数料が課されるという制度設計となっていた。もちろん貸出をそれほど増加させたくない、ないしは減少が予想されるという銀行はこの制度に参加しなければよいわけではあるが（実際にHSBCは参加していない）、このようなペナルティも課すことにより貸出促進を目論んだわけである。しかしながらこの制度により貸出が増加したかといえ、その効果はあまりなかったといってよい状態であった。特に企業向け貸出については貸出の伸びは低迷状態のままであったし、個人向け貸出については若干増えたものの住宅投機を助長し、ロンドン等の住宅価格の高騰を招く一因ともなったとの指摘もあった。

このFLSは、当初2012年8月から2014年1月までの制度とされていたが、2013年4月にその1年延長（ノンバンクを対象に加える）が決定された。カーニー総裁就任後も2014年12月にさらに1年の延長（2016年1月まで）が決定された。

2014年2月からのFLSの第2ステージにおいては、若干の制度変更がなされた。まずは参加金融機関は2013年4月から12月までの貸出データに基づき、中小企業向け融資については増加額の10倍までの、その他への貸出の増加額についてはそれと同額までのTBの借入が可能とされ、その手数料も一律に0.25%とされた。さらに、2014年1月から12月の貸出データに基

図表3 FLS (2014年)

(単位：100万ポンド)

金融機関	TB 借入 (2014.12.31)		貸出増減	貸出残高	当初枠	追加枠	総貸出枠
		2014	2014	2014.12.31			
Lloyds BG	20,000	10,000	-9,109	93,441	15,996	0	15,996
Nationwide BS	8,510	—	-1,828	16,030	0	0	0
RBS Group	—	—	-5,092	89,101	0	0	0
Santander	2,175	2,175	323	25,056	0	2,190	2,190
その他共計	55,674	15,653	-15,816	247,552	36,772	10,371	47,143

〔出所〕 Bank of England

づいて、中小企業向け融資についてはその5倍まで、その他の貸出についてはそれと同額までのTBの借入が可能とされ、ここでも手数料は一律に0.25%とされた。ただしここにおいては、制度の対象から住宅ローン等は後述のとおり除外されていることは注目される。

中央銀行としては異例のこのような貸出促進策を採用したにもかかわらず、実際の貸出の伸びは大きくはなく、2013年までにおいては企業向け貸出は減少し、伸びたのは住宅ローンであった。さらに2014年のデータにおいても、貸出残高は減少しており、BOEが目指した貸出の増加、特に中小企業向け融資の増加は達成されてはいない状態である。(図表3参照)

そして住宅ローンの好調は、プラス面の一方でリスクも上昇することを意味する。特にイギリスの場合、長期固定金利の住宅ローンがほとんどないことから、量的緩和政策の出口が意識される段階においては、そのリスクが意識されざるをえないこととなる。カーニー総裁就任後の2013年11月にBOEは、FLSにおいて前述のとおり中小企業金融を優遇する一方で、住宅ローン等の個人向け貸出についてはその対象からはずすこととしたのである。

さらに2014年には、BOEは住宅市場の過熱について警戒感を明らかにするようになり、

BOE内部の新健全性監督機関であるFPCは、10月に住宅ローン規制のための新たな権限が与えられるべきであり、住宅ローンについての新規の規制を導入することを検討するという声明を発表した。具体的には、FPCは、BOEの子会社である健全性監督機構(PRA)および独立当局としての金融行為監督機構(FCA)に対し、住宅ローンにおいてLTVの上限や収入対比の債務残高の上限に対する規制を定め、これを指令する法令上の権限を有するべきであるとのものである。金融政策の舵取りは、リスク管理との関連でも難しい課題を突き付けられてきているのである。

IV. 量的緩和政策の効果についてのイングランド銀行の説明の変化

BOEの迷走ぶりが明らかとなっているのが、その量的緩和政策の効果についての説明である。量的緩和政策の採用とはほぼ同時期に、BOEは一般向けの広報用のパンフレットを作成し、それは同行のホームページからも入手できた。そしてその内容は、一般向けを意識したとはいえ「量的緩和によりベースマネーを供給すれば、マネーストックが増加し、経済は活性

化し、物価はインフレ目標値内に収まる。」といった極めて単純なマネタリスト的なものであった。

しかし、当然といえば当然であるが現実はこのパンフレットどおりには進展しなかった。このため BOE は、量的緩和政策の効果についての説明を変えざるをえなくなった。2012年頃のキング前総裁のスピーチ等で量的緩和政策の効果についての説明をこのパンフレットとは異なった仕方で行ってきた。²⁾ そして当初のパンフレットはいつのまにか撤回され、ホームページ上その他での確認はできなくなった。その内容については後ほど詳しくみることにするが、ごく簡単にあらかじめいっておけば、BOE (APF) が国債を非銀行民間部門 (年金基金・保険会社等) から大量に購入することにより、国債価格は上昇する (金利は低下する)。BOE に国債を売却した年金基金等はその代り金を銀行預金として受け取る (マネーストックの増加) が、それをそのまま置いておくことはせずに他の債券・株式といった利回りのよい民間部門の金融商品に投資することが期待される。そうするとこれらの金融商品の価格が上昇し、発行企業の資金調達コストは低下することとなり、それによって投資・消費が拡大することが期待されるというものである。当初のマネタリスト的な説明は事実上撤回されているのである。

これに加えて BOE は、量的緩和によっても、最低限年金基金等からの国債購入分だけでも増加してよいはずなのに、なぜマネーストックが期待通りに増加しないかについて分析した論文 (Butt et al. [2012]) を2012年末に『イングランド銀行四季報』に掲載した。「マネーのデータは QE のインパクトについて我々に何を

語っているのか？」と題するこの論文によればマネーストックが増加しないのには何らかの「漏出」があったからであるとのことである。具体的には、①社債等の利回り低下から銀行貸出への需要が減少 (銀行の貸出減少)、②投資家が銀行発行の債券・株式を購入 (銀行の負債構成の変化)、③銀行自身の国債売却、④投資家が非居住者から資産購入 (ボンド建てのマネーストックの減少) 等が原因であるとしているのである。

この論文は、キング前総裁時代に発表されたものであるが、BOE はカーニー総裁就任後の2014年初めに「現代経済における貨幣創造」と題する、当初のマネタリスト的な説明を完全に否定する論文 (McLeay et al. [2014b]) を『イングランド銀行四季報』に発表した。以下では、その内容をやや詳しく紹介することとしたい。なお、BOE では外部の者に委託して、「イングランド銀行史」を自由に書かせることが慣行になっているが、同行のオフィシャル・ヒストリアンのキャビーが2010年に刊行した『イングランド銀行：1950-1979年』³⁾によれば、『イングランド銀行四季報』に掲載される論文については、同行内部で議論され、その内容が BOE の公式見解として適当かどうか吟味されるということである。この論文はカーニー総裁も了解のうえで掲載され、ホームページ上においても BOE の量的緩和政策の説明として示され、さらに簡単な紹介ビデオもみられるようになっている。その意味でもこの論文の内容をみることは意義のあることであろうと考えられるのである。

この論文は研究論文ではなく、一般向けではないものの金融の知識がある程度ある読者に金融政策や量的緩和政策の意味を説明するもので

ある。なお、『イングランド銀行四季報』の同じ号には、同じ著者による「現代経済における貨幣：イントロダクション」という論文も掲載されている。この論文は、一般向けに現代における貨幣とは何かについて易しく説明するという内容であり、具体的には、今日の貨幣（通貨・銀行預金・中央銀行準備）は、すべて債務証券（IOU）であり、その大宗をなす銀行預金は、銀行の貸出により創造されると説明されている。すなわち銀行は預金を集めて貸出す機関ではないと説明されているのである。

そして、これから詳しくみる論文においては、まず始めに「貨幣創造についての2つの誤解」というのが取り上げられ、一般に考えられている誤解として以下の2つを挙げている。そのひとつは銀行を預金を受け入れてこれを貸し出す金融仲介機関とするものである。しかしながら実際は、銀行は貸出により預金を創造しているものであり、この銀行により創造された貨幣（預金）が現代における貨幣の大宗をなしていると説明されている。銀行が貸出を行う際にはいつでも、それと同時に借入人の銀行口座にそれと同額の預金が形成され、これにより新たな貨幣が創造されるのであるということが強調されており、預金を何かわからないがすでにあるものし、それが預金されることから始まる金融論が否定されているのである。

同論文がよくあるもうひとつの誤解として指摘するのが、中央銀行が供給した準備が乗数倍の預金を形成するという考えである。これは中央銀行は、中央銀行貨幣の量をコントロールすることにより経済における貸出および預金の量を決定するというものであり、これは一般的に「貨幣乗数」アプローチと呼ばれるものであるがこれについても完全な誤解であると説明され

ている。この理論を適用すると、準備の総額は貸出の制約条件となっていることから、中央銀行は直接的に準備の総額を決定しなければならない。貨幣乗数理論は、経済学の教科書において貨幣および銀行業についての導入的説明としては有益な方法かもしれないが、それは現実に貨幣がどのように創造されるかについて正確に説明したものではないと断言し、今日においてどのように貨幣が創造されるかという現実とともに、何冊かの経済学の教科書にみられる説明は誤ったものであるとの中央銀行としての見解を披露しているのである。今日の中央銀行は、準備の量をコントロールするのではなく、通常は準備の価格である金利を調整することにより金融政策を遂行しているであると説明されている。

一応確認しておけば、ここで量的緩和採用当初の一般への説明は完全に否定されている。実際の世界においては、中央銀行は準備量を目標にすることはなく、通常時は金利をコントロールし、それにより銀行の信用創造の総量（預金量）をコントロールしているとし、「貨幣乗数」アプローチを完全に否定しているのである。

こういった見解は内生的貨幣供給説そのものであるが、論文では次に内生説によくぶつけられる非常にシンプルかつ金融の基本を理解しない質問・誤解にたいする回答を行っている。それは預金が銀行の信用創造によるもので貸出が預金量による規制を受けないとするならば、銀行による信用創造は無限に行えるのかといった類の疑問である。

同論文は、当然のことながら銀行が貸出により貨幣を創造できるからといって、それらが限度なしに自由にそれを行いうるわけではないと説明している。銀行は、それらがどれだけ貸出

を行えるかについては、競争的な銀行システム内において収益性が維持できるかということにより制約されているというのが第一の理由である。健全性規制もまた、金融システムの回復力を維持するためのものとして、銀行行動を制約するものとして働いているとしている。また、必要もない貸出を銀行が行った場合、創造された貨幣を受け取る家計および企業は、貨幣ストックの量に影響を及ぼす行動をとることが可能であるとも説明されている。たとえば、家計および企業は現存する債務を支払うために貨幣を使用することにより、貨幣を即座に「消滅させる」ことができるのである。預金通貨は銀行の貸出により創造され、その返済により消滅するという内生説の基本がここにおいても確認されている。

そして同論文は、金融政策は、貨幣創造を究極的に制限するものとして作用しているとしている。BOEはインフレーション・ターゲットを採用しているわけであるから、銀行による貨幣創造の総額が低く安定的な物価上昇率を確実なものとすることを目指しているとし、平時において、BOEは中央銀行準備への付利金利を操作することにより金融政策を遂行していると説明している。2006年以降、BOEの政策金利は準備預金への付利金利である。平時においては、これが短期のレポオベ金利（期間1週間）とされることから、政策金利の期間については1週間としても大きな間違いではないが、正確には準備預金の付利金利が政策金利なのである。そして量的緩和政策採用後は、このことが明確に認識できるようになってきているのである。それはともかくとして、同論文は政策金利の操作は、銀行の貸出金利を含めた経済の各種の金利へ影響を及ぼしていくと説明し、それが

貨幣創造の総額をコントロールしているとしているのである。

以上のような説明に続けて、同論文は再度「貨幣乗数」アプローチを否定している。すなわち金融政策と貨幣についてのこのような説明は、多くの初級の教科書とは異なっているであろうとしているのである。「貨幣乗数」アプローチにあつては、中央銀行は準備量を能動的に動かすことにより「貨幣乗数」を通じて広義貨幣の量を決定すると説明されている。このような見解によるならば、中央銀行は準備量を決定することにより金融政策を実行することになる。そして、広義貨幣とベースマネーの比率が安定的であるとの仮定の下で、これらの準備はその後、銀行が貸出と預金を増加させることにより「乗数倍され」銀行預金のより大きな変化へと結びつくというのが「貨幣乗数」アプローチであろう。

しかし同論文は、このストーリーのどのような段階も現代経済における貨幣と金融政策との間の関連の正確な描写とはなっていないと「貨幣乗数」アプローチを批判している。そして「中央銀行は、望ましい短期金利の水準を達成するために通常は準備量を操作することはない」と明言しているのである。中央銀行は、準備の量ではなく価格、すなわち金利を決定しているものであり、準備および通貨（この両者がベースマネーを構成する）両者の供給は、支払決済のためおよび顧客からの通貨の需要に応える両方の需要から来る銀行の準備需要により決定されるのであり、中央銀行は通常はこの需要に受動的に対応すると説明されている。

そうするとベースマネーにたいするこのような需要は、それゆえに銀行が貸出を実行することおよび広義貨幣を創造することの原因という

よりは結果ということになる。先にベースマネーが供給されるということは、平時においては発生しようがないのである。

中央銀行が決定するのは、準備の量ではなく価格であるということは、銀行の信用拡張の決定が任意の時点での収益性のある貸出機会の有無に基づいているということの理由となっている。銀行の貸出の収益性に大きく影響するのは、銀行が直面する資金のコストであるが、それは準備に支払う金利すなわち政策金利に密接に関連しているからである。

同論文は、システム内に既に存在する準備の量は、金利とは異なり貸出の結果として生じる広義貨幣の量の制約とはならないと確認している。この貨幣乗数の分母には、銀行が保有する預金の一定割合と同額の最低準備額の保有を銀行が強制される中央銀行の準備率規制が要求することによりしばしばの需要が生じる。しかし準備率規制は今日のほとんどの先進国における金融政策の枠組みにおいて重要なものではないとしている。

そうすると金融政策の緩和気味のスタンスとは、貸出金利を引き下げ、貸出量を増加させることであり、それは広義貨幣のストックを増加させることになる可能性が高い。そして、経済における支出水準の増加を伴った広義貨幣のストックがより大きくなるということは、銀行およびその顧客がより多くの準備および通貨を需要する原因となるかもしれないと同論文は指摘する。したがって、現実の世界では、貨幣乗数の理論は通常説明されているのと逆の方向で働いていると指摘されている。ベースマネー供給から乗数倍のマネーストックとなるのではなく、銀行の貸出により決定されるマネーストックがベースマネーを決定するのである。

このように金融政策が銀行の信用創造への制約として働くと説明する以上、量的緩和政策の効果の説明として、当初のパンフレットの説明は事実上撤回されざるをえないこととなる。同論文では、量的緩和政策の効果について当初のパンフレットとは全く異なる説明を行っている。

同論文は、商業銀行はインフレ目標を達成する経済と整合的な水準に比べて過少な貨幣の創造しか行わない場合もあるとしている。平時においては、BOE (MPC) はより多くの貸出を行わせ、それにより多くの貨幣創造を行わせるために政策金利を引き下げるという行動をとることができる。しかし、金融危機に対応して、BOE (MPC) はバンクレートを0.5%という、いわゆる実質最低限度の水準まで引き下げたが、それ以上の緩和は金利の引下げによって行うことはできない。ここにおいて可能な政策のひとつとして量的緩和政策 (QE) が挙げられている。

通常の金融緩和政策 (金利引下げ) と QE では貨幣の役割は同じではない。QE は金融政策の焦点を貨幣の量へとシフトさせるものである。中央銀行は一定量の資産を、広義貨幣の創造およびこれに対応して中央銀行準備量を増加させることにより裏付けられることにより、購入すると説明されている。ここで説明される QE の効果とは、資産 (国債) の売り手である年金基金等は、国債を売却することで銀行預金を取得する。それらは通常それにより保有したいと望んでいる以上の銀行預金を保有することになるであろうことから、そのポートフォリオをリバランスさせようと望むことになる。期待されるのは、社債や株式といったより利回りの高い資産の購入である。この 'ホットポテト'

効果は、これらの資産の価格を引き上げ、企業にとってこれらの市場からの資金調達コストを引き下げることが期待される。このようなことはさらに経済全体の支出水準を高めることが期待されるのであり、これがQEに期待される効果であるというのである。

そうするとQEの効果は非常に限定的であるように思えるし、この説明に「期待の変化」なるものは一切登場していないことは注目されるが、その点はしばらく措くこととして、同論文はQEについても2つの誤解があると指摘している。その誤解とは、ひとつはQEは銀行に‘フリーマネー’を与えるというものである。そしてもうひとつの誤解とはQEの鍵となる目的は、貨幣乗数理論が説明しているように、銀行システムにより多くの準備を供給することにより銀行貸出を増加させることであるというものであるというのである。

この誤解を解くために、同論文はまず、QEと貨幣量の関係について図(図表4)を用いて説明している。年金基金がBOEに国債を売却する場合、年金基金はBOEに預金口座を保有していないことから商業銀行が仲介機関として利用される。年金基金の取引銀行は、年金基金の口座に国債の売却代金の10億ポンドの預金を記帳する。BOEはこの購入資金を年金基金の取引銀行の準備を増加させることにより調達する。そしてそれは商業銀行にIOUを渡すことなのである。商業銀行のバランスシートは拡張するのであり、新たな預金債務は新たな準備という形態の資産に対応しているのであると説明されている。

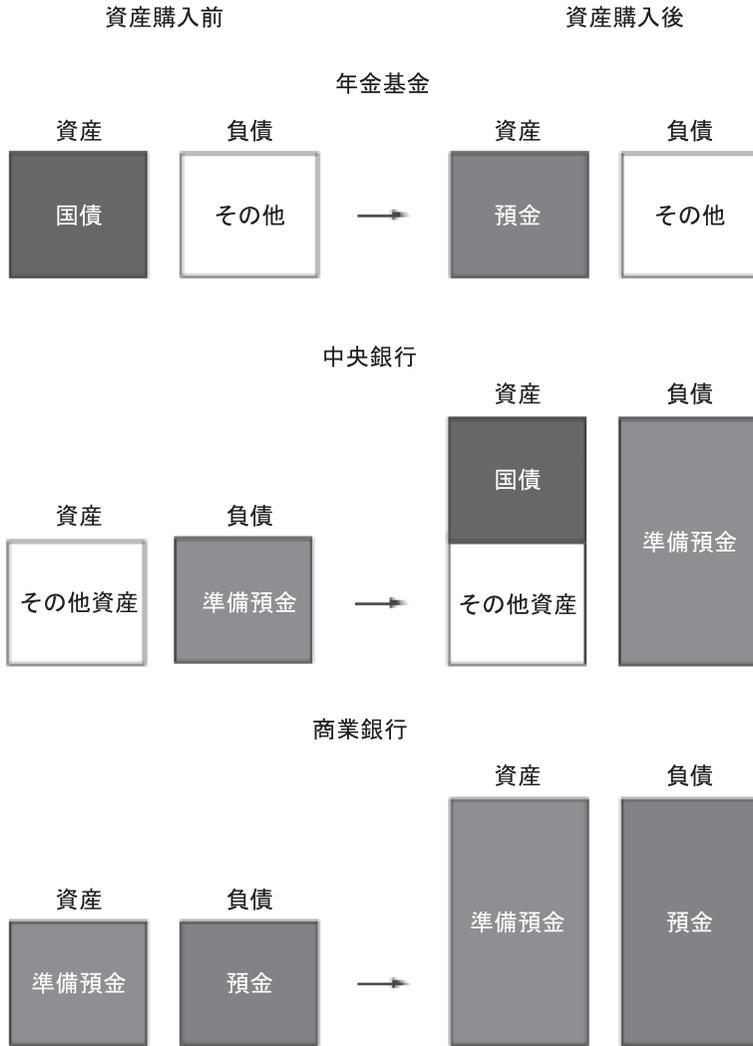
このような説明の後に、同論文は「誤解」についてそれを解くべく説明している。まず「どうして追加的な準備は銀行にとって‘フリーマ

ネー’ではないのか」という点については、中央銀行の資産購入は商業銀行のバランスシートに作用するが、これらの銀行の第一の役割は中央銀行と年金基金の間の取引を容易にするための仲介機関として働くことである。図表4に示されている追加的な準備は単にこの取引の副産物に過ぎないというのである。準備預金は商業銀行により保有される利子を生む資産であるから、それらの準備は銀行にとっての‘フリーマネー’であるというような議論がしばしばなされることがある。しかし、銀行は新たに創造された準備から利子を受け取るわけではあるが、QEは年金基金の預金という形態での銀行にとっての負債もまたその際には創造している。銀行は通常は金利をそれにたいして支払わなければならないのである。QEは銀行に中央銀行からの新たなIOUだけでなく、同額の年金基金へのIOUの両方を生じさせるのであり、双方の金利はパンクレートに依存するのでであると説明されている。

イギリスの場合は、資産購入が基本的に年金基金等から行われており、年金基金が保有する銀行預金は‘フリーマネー’であっても、銀行にとってはそれは負債(IOU)であり、資産としての準備預金が増加したとしてもそれは‘フリーマネー’ではないのであるという説明であろう。なお、日本の場合は主として銀行から国債が購入されるわけであるが、それは銀行の資産側において国債が準備預金に変更されるわけである。したがって対応負債に変化はないわけであり、ここでも銀行は‘フリーマネー’を手にしたわけではないのであろう。

もうひとつの誤解への回答は、「なぜ追加的な準備は新たな貸出および広義貨幣へと乗数化されないのか」についての説明である。QEの

図表4 BOEの資産購入によるB/Sの変化



〔出所〕 McLeay et al. [2014b] p.24.

伝播経路は新たに創造された広義貨幣ベースマネーではないへの影響に依存する。伝播のスタートは政府債務と交換されることにより発生する資産保有者のバランスシートにおける銀行預金の創造である。ここで重要なのは、銀行セクターで創造される準備は中心的な役割を果たさないとすることが強調される。なぜなら銀行はこの準備を直接的に貸出すこと

はできないからである。準備は商業銀行にとって中央銀行からの IOU である。これらの銀行は、それをお互いの間の支払いに用いることはできるが、それを実体経済における消費者に‘貸出す’ことはできない。消費者は準備口座を持っていないからである。銀行が追加的な預金を発生させることにより追加的な貸出を行う場合において、準備量は変化しないと説明され

ている。

そしてここでも「貨幣乗数」アプローチについて、新規の準備はそれが展開しているような新たな貸出および新たな預金という具合に機械的に乗数化されるわけではないと批判している。QEは直接的に貸出増加を導くあるいは要請することなしに広義貨幣を拡大させるものであるとし、金融政策の方針が機械的に準備の量を決定するというQEの期間中においては、貨幣乗数理論の第一の軸が存在しないうえに、新たに創造された準備は、それだけでは銀行にとって貸出により新たな広義貨幣を創造するインセンティブを大きく変化させることはないのであるとしている。QEは、たとえば銀行の資金調達コストを低下させないしは景気浮揚効果により信用量が増加することにより銀行が新規の貸出を行うインセンティブに間接的に影響を与えるということは可能かもしれない。しかし同時に、もし新規の債券もしくは株式の発行を行い、その資金を用いて銀行からの借入の返済を行った場合には、QEは企業の銀行信用の返済へと誘導することになってしまうと指摘している。そうすると、QEはそれゆえに経済における銀行貸出を増加させることも減少させることも可能なのであると同論文は指摘している。これらのチャネルはその伝播の経路としては重要なものとは考えられてはいないのであり、そうではなくてQEは銀行セクターを介することなしに民間セクターの支出を直接的に増加させることを目的とし実施されているのであると最後を締めくくっている。

このように同論文においては、何度も「貨幣乗数」アプローチは否定されているのである。その意味では、BOEは量的緩和政策採用当初のマネタリスト的な説明を撤回したとってよ

いのであろうと思われる。

同論文をもう一度まとめるとするならば、内生的貨幣供給説に基づき、預金通貨が「貸借関係から生まれる」ことを確認したうえで、教科書にあるような「貨幣乗数」アプローチを完全否定する。そうしたうえで、量的緩和政策(QE)についても、それが銀行に‘フリーマネー’を供給しているわけではなく、したがってそこからベースマネーの乗数倍の預金が形成されるわけでもないことを強調している。そうするとQEの効果なるものは、非常に限定的なものといってよいものとなる。また、この議論からは中央銀行のバランスシートの大きさと金融の緩和度の間にはほとんど関係はないという結論が見いだせる。さらには、ここにおける議論にはQEによる期待の変化なる議論が一切登場していないことにも注目すべきであろう。そうすると、イギリスにおけるQEからの出口戦略としては、資産購入額を減少させることは、QEの緩和効果がそれほどのもものではなかったということであれば、強い引締め効果は発生しないであろうとの結論が一応は導き出せようではある。しかしながら、そのやり方によっては国債価格、長期金利に非常に大きな影響を与えることも考えられる。今後の注目点としては、APFの損失が財政負担となるという制度設計が、どの程度出口戦略に影響するかということも挙げられるであろう。

V. おわりに：出口政策へ向けて

以上でみたとおり、BOEの量的緩和政策はそれほどポジティブな効果を発揮したとは言い難い。2012年7月以降、資産買入れ額の増額は行われていないわけであるが、それによるマイ

ナスが顕現化しているわけでもない。そもそも準備供給による量的な緩和効果自体を BOE 自身が否定しているわけであり、説明の変更は BOE 自身における混乱を感じさせるが、やはり現在の説明がより受け入れられるものではある。また、フォワード・ガイダンスの条件の半年での変更も、中央銀行のレピュテーションを傷つけることとあってよいように思われる。このようなことも影響してか、BOE は2014年11月に、MPC の開催を年8回（現行12回）とすることや、MPC と FPC の合同開催を行う等の改革を、議会からのガバナンス強化等の要請を受けて行わざるをえなくなっている。もっともこれはヨーロッパ中央銀行（ECB）が、2015年1月から、金融政策について議論する政策委員会の頻度をそれ以前の月1回から6週間に1回としたことも影響しているものと思われる（決定は2014年7月）。

こうしたなかで2013年以降の個人消費・住宅市場の好調を主因とする景気回復は、金融政策の引締め方向への転換（おそらくは政策金利の引上げ）の時期がいつであるかをマーケットに意識させるようになってきていた。これにたいして BOE は、出口がそれほど近くはないことを意識させるようにしつつ、出口を出した後についても急激な引締めには向かうわけではないことを表明していた。そうしているうちにイギリスにおいては2014年第4四半期には景気減速傾向が明らかとなってきた。これは出口の時期をさらに不鮮明にする事態であるといつてよい。そして2014年12月には消費者物価指数の前年同月比が0.5%となり、インフレーション・ターゲットの下限の1%を割り込み、カーニー総裁は、翌月に総裁就任後初めての公開書簡をオズボーン財務大臣に書かざるをえなくなった。そ

の公開書簡の内容にはさして注目すべき内容はなく、BOE の苦悩が浮き彫りになっているとの評価も可能であろう。

今後において、出口が見通せる状態になった際の大きな問題としては、BOE が大量に購入した国債を果たしてスムーズに売却できるのか、その際に APF に損失はどの程度発生するのかということがある。損失の発生は、財政赤字の拡大を意味するわけであり、それにより国債価格はさらに低下（金利は上昇）するというリスクも存在する。効果の不鮮明な量的緩和の拡大政策はとりづらく、一方で金融抑圧への非難は大きいと予想されることから、金融政策の舵取りはますます難しくなっている。また、ECB は2015年に入りついに量的緩和政策（ECB 自身は量的緩和という言葉は使用していないが）を採用した。一方、BOE は QE からの出口を模索している。非伝統的金融政策採用後のこのような主要中央銀行間のねじれもまた新たなリスクとなるかもしれないのである。

注

- 1) 本稿は参考文献の齊藤 [2015] を大幅に加筆訂正したものであることをお断りしておく。内容的にはほぼ同一のものであるが、大幅に加筆し、なおかつ文章についてもかなり変更している。
- 2) このような内容の説明はキング前総裁も講演（King [2012]）で行っており、量的緩和政策の効果がそれほど大きなものではなかったことも認めている。そしてこれに加えて、もしそれが行われなければイギリス経済はもっと悪化した可能性が高いとの言い訳的な発言が行われている。
- 3) Capie [2010]参照。

参 考 文 献

- 齊藤美彦 [2014] 『イングランド銀行の金融政策』
金融財政事情研究会
齊藤美彦 [2015] 「混乱しつつも出口を模索するイ

- 「イングランド銀行の金融政策」『CUC View and Vision』No.40.
- Butt, N. et al. [2012] ‘What can the money data tell us about the impact of QE?’, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2012Q4.
- Capie, F. [2010] *Bank of England 1950s to 1979*, Cambridge University Press.
- Debt Management Office (DMO) [2014] *DMO Annual Review 2013-14*
- King, M. [2012] “*Speech (2012.10.9)*”, Bank of England.
- McLeay, M. et al. [2014a] ‘Money in the modern economy: an introduction’, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014Q1.
- McLeay, M. et al. [2014b] ‘Money creation in the modern economy’, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014Q1.
- (大阪経済大学経済学部教授・当研究所客員研究員)