

イングランド銀行の量的緩和からの 出口政策について

斉 藤 美 彦

要 旨

今次金融危機後において、主要中央銀行は名目金利の引下げ余地が無くなったこともあり、非伝統的と一般に呼ばれる金融政策を採用せざるを得なかった。イギリスの中央銀行であるイングランド銀行（BOE）も2009年以来、量的緩和政策を採用してきているが、他の中央銀行と異なり、それを子会社である資産買取ファシリティ（APF）を通じて行い、それに損失が発生した場合には財政負担とするとの取決めがなされていた。その取決めの下における APF と財務省の間の資金移転の方式については、当初の APF の解散時における一括清算から、四半期毎の資金移転へと変更された。そしてこの時点で BOE は、APF の損益の将来予想についての論文を『イングランド銀行四季報』に発表し、透明な出口政策を志向している。

アメリカの FRB に続いて、出口を出ると予想されていた BOE は、2016年の国民投票の結果からの経済情勢の変動を受けて、2016年8月に追加緩和措置を発表し、出口は遠のき、APF における損失発生の可能性も高まることとなった。しかしながら、出口政策の概要やリスクについて説明した論文の公表は、将来予測を容易化するし、中央銀行のバランスシートの毀損を回避するように設計されたイギリスの非伝統的な金融政策における工夫が、実際の出口においてどのように作用するかについては注目されるべきであろう。

目 次

はじめに：主要中央銀行の金融政策の現段階

I. イングランド銀行の非伝統的金融政策の特徴

II. 出口政策の構想と変化

III. Brexit と金融政策

おわりに：神話が崩壊する時

はじめに：主要中央銀行の金融政策の現段階

本稿のテーマは、イングランド銀行が2009年3月以来採用している非伝統的金融政策である量的緩和政策からの出口をどのように構想しているのかというものである。非伝統的金融政策とは、いわば危機モードの金融政策であり、伝統的な通常時の金融政策としての短期金利の操作が、緩和方向においてゼロ金利制約に到達したことから採用された政策であった。当然のことながら、この政策は危機が終了したのであれば平時モードのそれに戻らなくてはならないものであり、それがいわゆる出口政策なのである。

本稿では、イングランド銀行の非伝統的金融政策が他の主要中央銀行のそれと如何に異なり、それと出口政策との関連性はどうかについて検討しようとするものであるが、その前に本稿執筆時点（2017年4月）における、主要中央銀行の金融政策の状況について確認することとしたい。

まず、今次危機の震源地であったアメリカの中央銀行である連邦準備制度（FRB）は、主要4中央銀行の中で最も早く非伝統的金融政策である大規模資産購入（LSAP：外部においては通称「量的緩和（QE）」）を2014年10月に終了した。ただし、その後の利上げには慎重であり、2015年12月になってようやく政策金利（FFレート）を0-0.25%から0.25-0.50%に引き上げた。そして、その後の利上げにおいても慎重であり、第1回目の引上げの1年後の2016年12月に同金利を0.50-0.75%に引き上げた。さらに、雇用情勢等の実体経済が比較的堅調であ

ることから、2017年3月に同金利を0.75-1.00%へと引き上げ、2017年度中における複数回の政策金利の引上げを視野に入れているとした。ただし、FRBのバランスシートの規模は縮小しておらず（2017年中に開始するとの観測もある）、政策金利の上昇に合わせて準備預金への付利金利が引き上げられていることには注目してよいであろう。

次に、ユーロ圏の中央銀行であるヨーロッパ中央銀行（ECB）の動向を見るならば、2014年6月にマイナス金利政策（預金ファシリティ金利：-0.1%）を導入し、同年9月にこれをさらに引き下げた（-0.2%）後に、2015年1月に量的緩和政策（QE）の導入を決定し、3月から実施した。なお、この時点ではQEによる買入れ額は月600億ユーロ、期間は2016年3月までとされていた。その後、預金ファシリティ金利は、2015年6月および2016年3月に2度にわたり引き下げられ、-0.4%となった。2016年3月には政策金利の引下げも行われ、QEの買入れ額も月800億ユーロへと引き上げられた。しかしながら、2016年12月には、この買入れ額を2017年4月から月600億ユーロへと引き下げるが、テーパリング観測を打ち消すためか、QEの期限自体は2017年12月まで延長することとした。ただし、ECBの資産買入れの結果としての超過準備はそれほど大きなものではなく、購入価格にしても預金ファシリティ金利を上限と明示している点等は、注目すべきであろう。

これらに対して、日本の中央銀行である日本銀行は、2013年4月の「量的・質的緩和（QQE）」の導入後、2014年10月に追加緩和策を発表し、さらには2016年1月には「マイナス金利付き量的・質的緩和」の導入を決定し、日

銀当座預金の一部に対しマイナス金利(−0.1%)を導入することとした。そして、その8か月後の2016年9月には、それまでの政策の「総括的な検証」を公表し、これを踏まえて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。この際においても、国債等の資産買入れ額を減少させることはないとのメッセージを日本銀行はマーケットに対して発している。しかしながら、決定的に他の中央銀行と異なるのは、出口戦略への言及が皆無といってよいことである。このことが、日本銀行の将来的な財務の悪化への予想や、ヘリコプターマネー導入への疑念へとつながっているといっていよいであろう。

本稿においては、FRBやECBと比べて取り上げられることの少ない、イギリスの中央銀行であるイングランド銀行(BOE)が、その量的緩和政策からの出口を如何に構想してきたかについて検討し、それがイギリスのEU離脱によりどのように変化してきたかについて、以下で検討することとしたい。

I. イングランド銀行の非伝統的金融政策の特徴

まず、BOEが今次金融危機以降の事態への対応策として採用してきた金融政策とその特徴について簡単にみてみることにしたいが、これについては既に別稿(齊藤[2014], 齊藤[2015], Saito[2016])で述べているため、他の中央銀行との相違を中心に簡単に述べることにしたい。BOEが非伝統的な金融政策としての量的緩和(QE)を採用したのは、2009年3月のことであるが、その最大の特徴は資産の買い取りについてはBOEの子会社である資産買取ファシリティ(APF)が行い、BOEはAPF

に資産買取のための資金を融資するという方式をとったということであった¹⁾。そしてその時点において、APFに将来的に損失が発生した場合においては、財政資金によりその穴埋めが行われるということが、政府とBOEの間で取決めがなされていたということである。このことは、イギリスにおいては非伝統的金融政策の開始時において既にその出口が十分に意識されていたと考えられるということである。通貨の発行主体である中央銀行のバランスシートの毀損については、十分な配慮が当初からなされていたといっていよいであろう。

この他では、実際には大規模資産購入(LSAP)であるQEについて、毎月もしくは年間購入額を決定するという方式ではなしに、買取上限を決定し、その上限の引上げ(可能性としては引下げもありうる)を金融政策委員会(MPC)で決定するという方式としたことである。そしてこの上限に買入れ残高が達した場合には、満期到来の場合に減少した分を買い入れるのみということになるのである。実際APFの資産購入限度は2012年7月に3,750億ポンドに引き上げられたが、この上限については据置きかれたまま、2016年のイギリスのEUからの離脱を問う国民投票の時期まで来たのであった。

なお、BOEの量的緩和は、その購入国債が導入の当初から長期債の割合が高いことも、その特徴のひとつであるといえよう。これはイギリスの国債発行市場の特性が反映したものではあるが、であるからこそ量的緩和からの出口への意識が当初からあったということにもなる。2013年7月に就任した、マーク・カーニー総裁は、その翌月にフォワード・ガイダンスの導入を決定し、量的緩和は失業率が7%を下回

るまでは継続すると表明した。ただし、その導入時点では、失業率が7%以上の場合でも緩和が継続されないロックアウト条項を公表するなど、どちらかといえば出口を見通した制度設計となっていたといえる。しかし、マーケットはアメリカより先に量的緩和の解除を行うとはみなしておらず、BOEはFRBの出口の出方を観察してから、出口を探るものとみなしていたといえよう。

イギリスにおける失業率は、フォワード・ガイダンス導入後から低下傾向を続け、7%どころか直近では5%を下回る水準となっている。これはEU離脱派が主張していた「移民が雇用を奪っている」という主張とは逆の事態ではあるが、それはともかくとして、それは量的緩和の出口を予想させるものとはなっていない。それは、インフレ率がターゲットレンジの下限(1%)を下回る時期が続いたからであり、そのような状況において引締め方向への政策転換は予想されなかったからである。そして低インフレの理由としては、日本と同様に失業率の低下が賃金上昇に結びついていないことがあり、この点についてはイギリスにおいても関心が持たれている²⁾。それはともかくとして、BOEが導入したフォワード・ガイダンスは基本的に機能してこなかったといってよく、同様にインフレーション・ターゲティングについても近年においては、フレキシブルな運用という詭弁で防御せざるを得ないような状況となっているといえるであろう。

今次金融危機への対応策としてBOEが採用した政策としては、拡大タームファシリティ(ECTR)等があるが、注目されるのは証券貸出スキーム(FLS)である³⁾。FLSは2012年7月に創設され、翌月より運用が開始された制度

であるが、QEが必ずしも貸出の増加・マネーサプライの増加へとつながらなかったことから、貸出促進のためにTBを低い手数料で銀行等に貸し出すという制度であった。TBを借り入れた銀行等は、これを担保に低金利の資金調達が可能となることから、そのファンディングコストの低下が貸出を促進するものとして導入されたわけである。銀行等のファンディングコストを削減するために、このようないわば間接的手段が採られるというのがイギリスらしいといえるかもしれないが、この制度はBOEと財務省の密接な連携の下で導入された。

しかしながら、FLSは大手銀行が参加しなかったこともあり、その利用は一向に増加しなかった。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、効果が出ていないにもかかわらず期間の延長がなされ、2014年2月からは、制度のマイナーチェンジが行われた。ここにおいては、中小企業向け融資について優遇される制度とされたが、これによっても制度利用は増加せず、結局、2015年11月に制度を段階的に縮小し、2018年1月をもって終了されることが発表された。FLSについては、効果がないことがはっきりしたことから、出口を出たという結果となったといえるであろう。

FLSについてはこのような形でいわば出口を出たわけであるが、それではQEからの出口は如何に構想されてきたかというのが、次のテーマであるが、これについては次節で検討することとする。

Ⅱ. 出口政策の構想と変化

BOEの量的緩和からの出口政策については、『イングランド銀行四季報』に2013年2月に興

味深い論文 (McLaren and Smith [2013]) が掲載されている。「APF と財務省の間の資金移動の概略」と題されたこの論文は、BOE がどのように出口を検討し、その不確実性についてどのように考えているのかがわかる興味深いものであり、何よりもこのような論文が公表されているということが、日本との大きな違いであるといえよう。もちろん、論文公表時点は APF の購入資産残高が上限の3,750億ポンドに達して少し経った時期であり、その後において資産購入の上限は、2016年8月まで変更されることはなかった。この時点では、出口がかなり意識されていたといつてよいのである。そして何よりも、イギリスの EU 離脱が想定されてはいなかったのである。このようなことを考えたうえで、以下では同論文の内容を紹介しつつ、解説を行っていきたい。

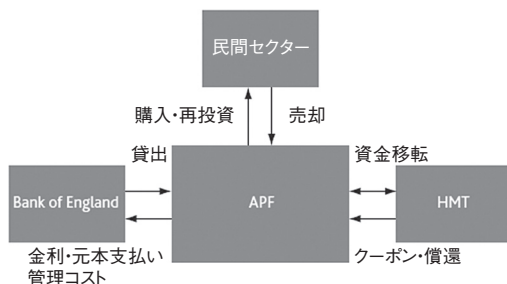
APF は、BOE の100%子会社として2009年1月に設立された。APF に関連する基本的な資金の流れは、図表1に示されているとおりであるが、ここで注目されるのが、APF の設立時点において、それに損失が発生した場合においては、財政負担となることとされていた点である。もっともこの言い方は、若干不正確であり、利益が出た場合においては、それは APF すなわち BOE の収入とはならず財政収入と

なるとされていたのである。そして、当初は APF の収益ないし損失については、その解散時に一括清算がなされることとされていた。

それが2012年11月9日に、BOE (APF) と財務省の間で、収益または損失について四半期毎に資金移動がなされるように合意がなされたのである。これには、この時点において出口が意識されたことや相当に APF に金利収入が溜まってきたことが挙げられようが、このような決定が公表され、出口についてのこの時点における見通しや、考え得るリスクについてまで触れられている論文が公表されることは、金融政策の透明性の観点からは望ましいことであろう。

両者の合意の内容は、2013年以降は APF から財務省へは四半期毎に収益が移転されるということであった。当然のことながら、APF に損失が生じたケースにおいては、資金の流れは逆方向とはなるわけである。APF の収入は、主として国債から得られる利子収入であり、これは親会社の BOE からの借入れにより購入しているわけであるが、これについては政策金利が適用されている。保有国債の平均利回りは、政策金利よりはかなり高く、こうして APF は利鞘収入を得ている。なお、APF は BOE に管理コストを支払っているが、これについては大きなものではない。また、これはすぐ後に詳しく検討するが、APF による国債購入は、そのほとんどがオーバーパーで行われており、償還時には償還損が発生する。さらには、将来的に政策金利が上昇し、国債の売却により BOE (APF) のバランスシートが縮小する際には、金利上昇により国債価格は低下することになり、APF には売却損が発生することがほぼ確実に予想される。

図表1 APF 関連のキャッシュフロー



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.30.

それはともかくとして、APF の創設以来、2012年末までの APF の収益は、約310億ポンドであり、先の合意においては2013年に9回に分けて毎月財務省へと資金移転がなされることとされた。そして2013年以降においては、APF の四半期毎の期間損益が財務省との間で資金の移転がなされることとなったのであった。

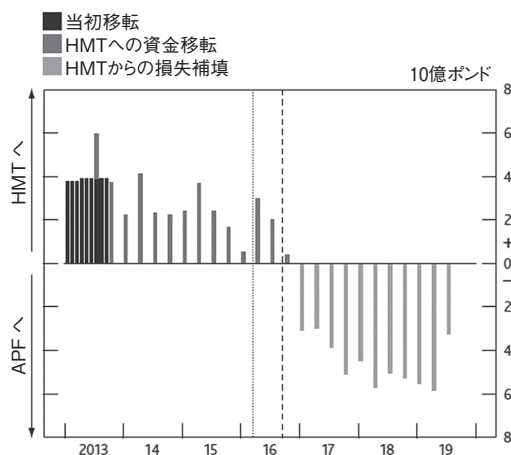
このような状況下で、APF の損益はどのような経路を辿るのかについての要因について、同論文は明らかにしている。まず第1は、政策金利が市場の予想よりも長期間、低位に据え置かれたままであったので、APF の利鞘収入が当初予想以上に膨らんできていることが指摘されている。第2は、APF による国債購入のほとんどがオーバーパーにより行われているということであり、償還時には償還損が発生せざるを得ないこととなる。また、APF の保有国債の期間は、イギリスの国債市場の構造を反映して（詳しくは後述）非常に長く、出口においては満期まで保有するということでは、金融政策の正常化は長期間行えないこととなる。したがって、金融政策の正常化のためには、APF の保有国債の売却は不可避となってくる。その際には、イールドカーブが上方にシフトするであろうことから、国債の売却損は膨らむ一方、利息収入は減少し、BOE への支払利率は上昇するということがある。したがって、出口においてはこの APF の赤字補填のための財務省から APF への資金移動が必然化すると予想されている。

同論文では、APF の損益が2013年以降にどのような経路を辿るのかについてのシミュレーションを行っているわけであるが、まずはそこにおける前提からみてみることにする。①まず

は、APF の資産残高はしばらくの間不変である（この前提はもうすでに崩れているが、それはこの時点では予想されていなかった）。②資産売却による APF のバランスシートの縮小が開始される以前においては、国債の償還分について再投資がなされる。そして、資産売却開始後においては、償還額については BOE からの借入金の返済に回される。③政策金利の将来予測については、当時のマーケットの予想に従うこととし、特に大きなサプライズは考慮しない（これまた、大きく異なる事態、すなわちサプライズが2016年において発生したわけである）。④国債のイールドカーブと政策金利の将来予測の差から成るタームプレミアムは、2013年2月末におけるデータから得られるものを使用する。

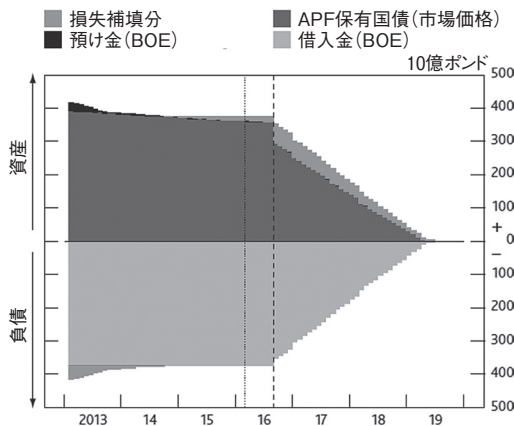
以上のような前提の下において、APF の損益を予測したのが図表2である。そしてその結果、APF のバランスシートがどのように変化するかを予測したのが図表3である。まず第1に図表2における当初移転とされているのが、2013年3月までに APF に蓄積される利益約350億ポンドが、APF から財務省に9か月に

図表2 APF・HMT 間の資金移転



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.32.

図表3 APFのバランスシート推移予測



(注) 点線は政策金利上昇開始時点、破線は資産売却開始時点

〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.33.

わけて移転されるものであり、いわば確定部分である。これは図表3では上部の濃い色の部分の資産減少分に当たる（対応負債も減少する）。

2013年7月からは、四半期ごとにBOEへの金利支払・償還損・管理経費をマイナスしたネットの金利収入がAPFから財務省へと移転される。なお、売却決定前の償還国債分については再投資されるが、ほとんどの国債がオーバーパーで購入されており、償還額は購入額を下回る。このため再投資額が不足することになるわけであるが、APFに現金がある場合はそれが使用されるが、そうでない場合には財務省から補填がなされる。たとえば2016年1月の上部のバーが小さくなっているのは、そのような事情を反映したものである。

同論文における想定としては、出口政策は、まずは政策金利の引上げから開始される。現時点から見れば全く逆ではあるが、2016年3月頃に政策金利は0.75%引き上げられる。BOEからAPFへの貸出金利は政策金利が適用されるわけであるから、この時点でAPFの収益は悪化し、財務省への資金移転額は減少し始

める。

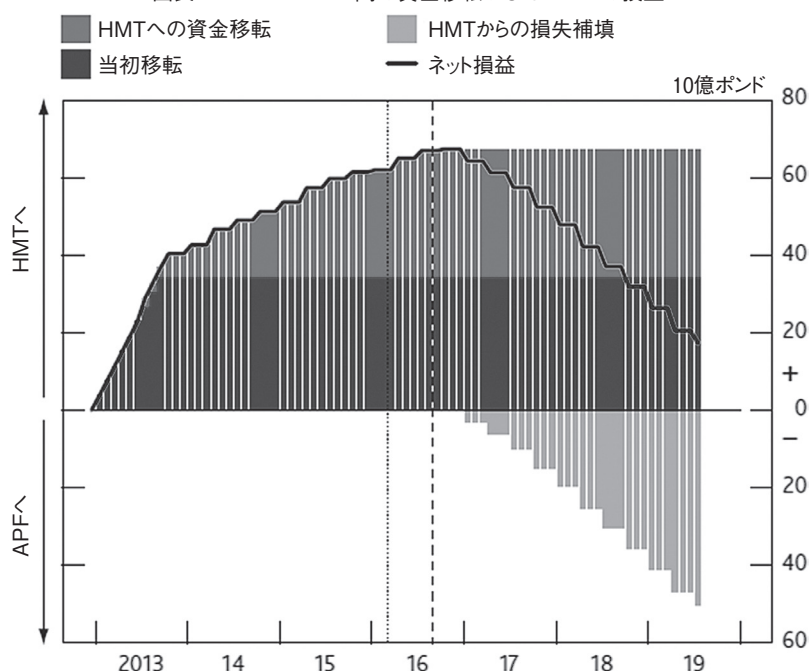
その後、これも現実とは異なるが、2016年9月にAPFの資産売却がアナウンスされるが、これにより国債のイールドカーブは上方に2%シフトすることが、メインシナリオとして予想されている。このことは国債価格が急激に値下がりするということであり、図表3のAPF保有国債部分の2016年9月の急激な落ち込みは、このことを表している。そしてその後のAPFによる実際の売却により、資産は縮小していくが、償還損・売却損は増加し、財務省による補填（表3の資産の損失補填部分）は拡大する。これを図表2でみるならば、2016年9月以降の下方へ延びるバーであるということになる。

これをネットで見たのが図表4（折線）であり、2013年以降はAPFから財務省への資金移転があったが、2016年以降は資金の流れは逆転する。そしてBOEの資産購入プログラムが終了する時点（2019年中頃：APFの解散時点）における、APFの最終的な損益は170億ポンドの収入超過であり、それだけの財政収入がAPFの活動によりもたらされることになることとされていたのである。

当然のことながら、このようなシュミュレーションどおりに現実が進行するということは、通常はありえないことであり、現に2016年8月にはBOEは量的緩和の拡大を含む種々の追加的な金融緩和策を発表し、詳しくは次節で述べるが、その多くはAPFにより執行されることがとされた。それはともかくとして、同論文の発表時点においても、上記のメインシナリオ以外のルートについても検討されるべきことは、当然に認識されていた。

将来予測において難しいのが、APFによる資産売却の発表が国債のイールドカーブに与え

図表4 APF・HMT間の資金移転およびAPFの損益



(注) 点線は政策金利上昇開始時点、破線は資産売却開始時点
 [出所] McLaren and Smith [2013] p.33.

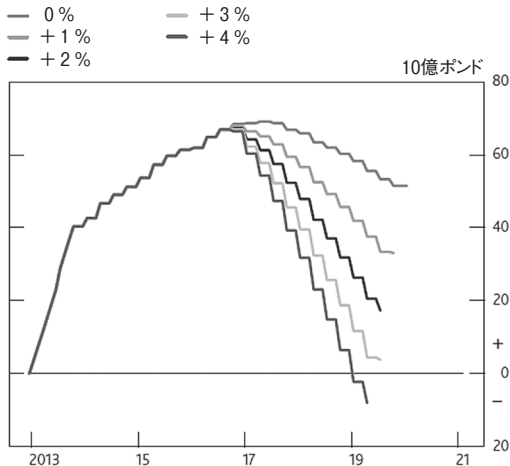
る影響であろう。『イングランド銀行四季報』における過去の論文 (Joyce et al. [2011]) においては、当初の APF による 2,000 億ポンドの資産購入はイールドカーブを約 1% 押し下げたとされている。なお, McLaren and Smith [2013] は, 3,750 億ポンドの資産購入はイールドカーブを 2% 弱押し下げたと推計している。そして同論文執筆時点の国債価格は将来の資産売却を完全に織り込んで形成されているとしている。そのため資産売却のアナウンスメントやそのタイミングにおいて、予想外の出来事があったとしても、そのイールドカーブに与える影響はそれほど大きなものとはならないと予想していた。この予想が、あまりに楽観的であったと現時点で批判することは可能であるが、とりあえずは同論文の内容を追うこととしたい。

まず、同論文は、BOE (APF) による資産

売却の発表が、国債のイールドカーブに与える影響について、メインシナリオ (2% 上昇) 以外にも、4つの可能性 (不変, 1% 上昇, 3% 上昇, 4% 上昇) を想定してシミュレーションを行っている。その結果が図表5および図表6であるが、図表5でみるならば、国債のイールドカーブの上昇幅が大きいほど、APFの収益は減少し、4% 上昇となった場合においては 80 億ポンドの損失となることが示されている。

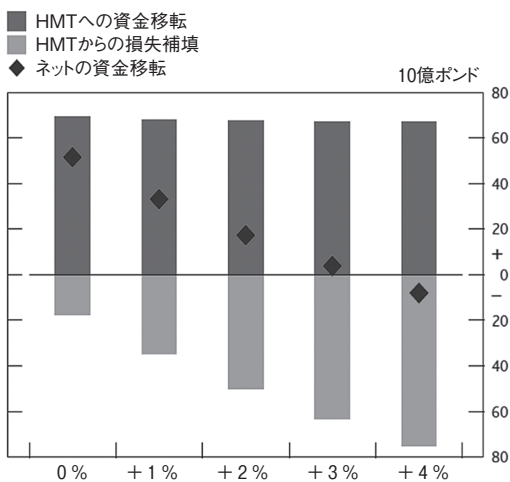
これを図表6でみるならば、どの想定においても APF から財務省への支払総額 (主として金利収入) は、650–700 億ポンドの間で大きくは異なるものの、財務省から APF への支払総額 (国債売却損・償還損等の補填) は、イールドカーブが不変の場合の 200 億ポンドから、4% 上昇の場合の 750 億ポンドまで大きく異なることとなる。それにより APF の最終的

図表5 国債のイールドの変化と APF の損益 (1)



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.34.

図表6 国債のイールドの変化と APF の損益 (2)



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.35.

損益は大きく異なることとなるわけであるが、実際にどのようなイールドカーブの変化が生じるかを予測することは難しいことを、同論文は認めている。そしてその難しさは、国民投票後において追加緩和が行われて以降、さらに難しくなっていることは当然のことであろうし、APFの最終損失の可能性は一段と高まっていることは確実であろう。

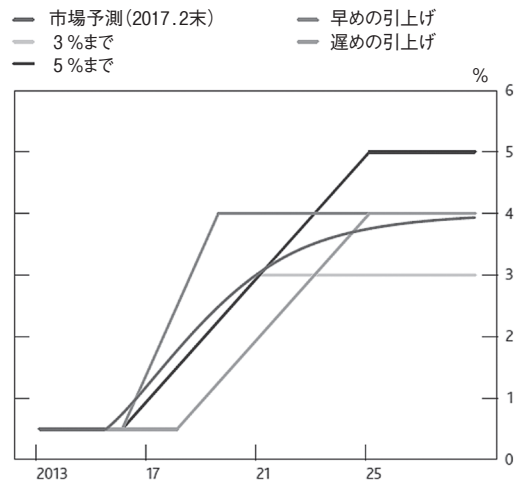
同論文は、次に、政策金利の引上げを実際に

どのレベルまで行うか、さらにそのタイミングがどうなるかの違いについて、メインシナリオと異なる状況を検討している。メインシナリオが想定しているのは、2013年2月末時点のOISレートから予想される政策金利の推移であり、将来的には4%まで上昇するものとされている。そしてこれについては、将来的に5%まで上昇するケースと3%までしか上昇しないケースが検討されている。さらに同論文で検討しているのは、政策金利の引上げのタイミングがメインシナリオより早まる場合および遅れる場合である（図表7参照）。

そして図表8で示されているのが、APFの資産売却の開始が政策金利の引上げ後にメインシナリオどおりに行われる場合とその1年後となる場合、および四半期毎の資産売却額が100億ポンドと500億ポンドのケースで、資産規模がどのように推移するかである。

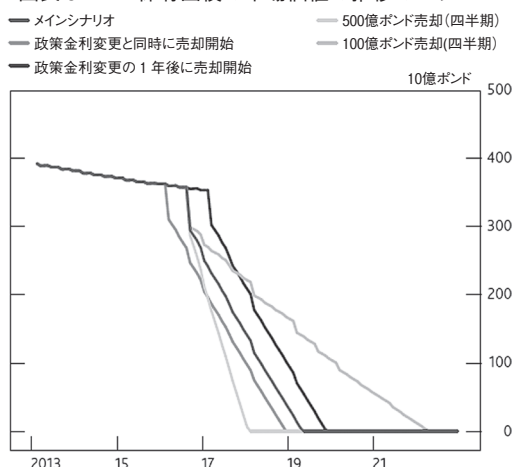
以上の異なる想定に、先にみたイールドカーブの上昇幅の違いのケースをまとめたのが図表9であるが、どの想定においてもAPFから財務省への支払総額は670-710億ポンドと大きな

図表7 政策金利の引上げ幅・時期のパターン



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.35.

図表8 APF 保有国債の市場価値の推移のパターン



〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.35.

違いはない。一方、財務省からAPFへの支払総額は、イールドカーブの変化を除けば、440–570億ポンドとなっており、やはり前者よりは大きな違いが出てくることはなっている。ただし政策金利の引上げのレベルおよびその引上げのタイミング、資産売却の資産売却のスピードおよび開始時期の違いは、最終的な

APFの損益に非常に大きな違いをもたらすわけではないという想定がなされている。何よりも影響が大きいのは国債のイールドカーブの上昇の度合いなのである。最後に確認しておきたいのは、メインシナリオが想定しているAPFの解散時点は2019年7月であるわけであるが、図表9における種々のシナリオのうち、その解散時期が最も遅くなるのが2022年7月（四半期毎の資産売却を100億ポンドとするケース）であるということである。

以上が、BOEが非伝統的金融政策としての量的緩和を終了し、出口を出た際に予想される（2013年初時点）APFの損益状況であるが、現実には様々な不確定要素がある。繰り返しになるがイギリスのEU離脱を問う国民投票の結果後の経済情勢を受けて、BOEは2016年8月に政策金利の引下げ等の金融緩和措置を決定した。これによりAPFの将来的な損失発生の可能性は、大きく高まることとなったといえるであろう。同論文は、金融政策の評価については、資

表9 種々の想定におけるAPFの損益

（単位：10億ポンド）

	APF ⇒ HMT	HMT ⇒ APF	ネット	最終支払（年・月）
メインシナリオ	67	50	17	2019. 7
イールドカーブ・シフト				
変化なし	69	18	51	2020. 1
+ 1 %	68	35	33	2019.10
+ 3 %	67	63	4	2019. 7
+ 4 %	67	75	- 8	2019. 4
政策金利の引上げ幅・時期				
3 %まで	69	46	23	2019. 7
5 %まで	68	53	15	2019. 7
早め	68	57	11	2019. 7
遅め	69	44	26	2019. 7
資産売却の開始時期・スピード				
£50（Q）	67	51	16	2018. 4
£10（Q）	68	47	21	2022. 7
早め	63	48	16	2019. 7
遅め	71	56	15	2020. 1

〔出所〕 McLaren and Smith [2013] p.36.

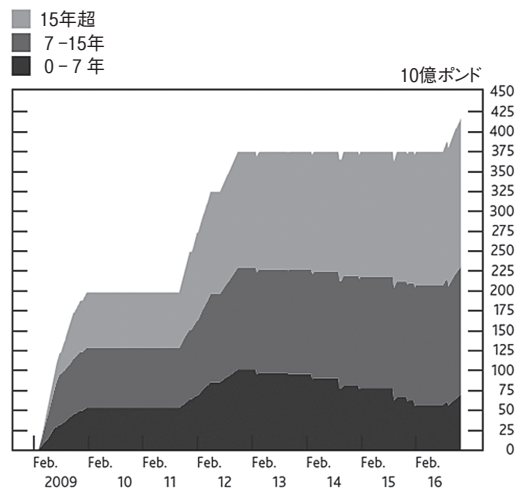
産購入が成功したかであるとか、全体の財政収支に与える影響で評価されるべきではなく、中期的にみてインフレーション・ターゲットを達成するために、企業信用の条件が好転するであるとか、名目支出が増加したといったことが達成されるか否かが重要であるとはいっている。しかしながら、このような論文を公表し、想定しうるシナリオを提示しているという事実は重要である。異例の金融政策を採用しながら、「出口は論ずるべき時期ではない」とし、出口論議を封印している日本銀行との相違を考えると、どちらが丁寧に市場との会話を試みているかは、明らかなことであろう。

なお、同論文は政策金利が引き上げられた後に、比較的早期に APF の資産が縮小（したがって BOE の資産が縮小）するという想定を行っている。これは、FRB が2015年12月に政策金利の引上げを行っても、すぐにはバランスシートの縮小へとは向かわず、資産の満期到来分については再投資がなされ、バランスシートの規模は維持されてきていることと対照的である。また、2001年から約5年間継続された日本銀行の量的緩和政策は、その終了後に短期間でそのバランスシートの規模を縮小させたが、これは買入手形の期日落ちや、短期国債の満期償還により達成されたのであり、この間も長期国債の買い切りオペは継続されていた。そしてこの時期においては長期国債の保有額は、日銀券の発行額を上回らないという「銀行券ルール」の存在があり、長期国債の市中売却（売りオペ）は行わないというのが暗黙の了解事項となっていた。この「銀行券ルール」は白川前総裁の任期において、実質的にはすでに破られてはいた（「資産買入等の基金」による別枠での長期国債の購入増による）が、2013年4月のい

わゆる黒田異次元緩和の導入と同時に停止されている。しかしながら、日本銀行は出口局面における保有長期国債の市中売却には慎重なスタンスで臨むものと予想されている。

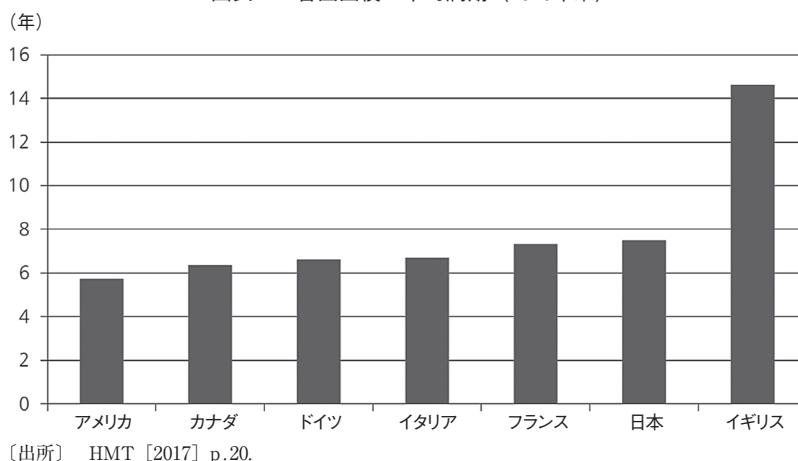
これに対して、BOE が『イングランド銀行四季報』に掲載された論文において、比較的早期の国債の売却を想定しているのはなぜであろうか。それは何よりも BOE (APF) の保有国債の年限が長いことが挙げられる。図表10でわかるとおり、15年超の割合が多く、償還時まで待つということになると金融政策の正常化、APF の解散はいつまでたっても行えないということになりかねないからである。この BOE (APF) の保有国債の期間が長いということは、多分にイギリスの国債の発行市場の状況を反映したものである。イギリスにおける国債発行は伝統的に期間の長いものの割合が多く、またリオープン（銘柄統合）が頻繁に行われることもあり、国際的に見ても期間の長いものが多いことが特徴となっている⁴⁾。図表11をみるとわかるとおり、イギリスの国債の平均満期は他の諸国よりかなり長くなっているのである。こ

図表10 PF 保有国債の年限別構成

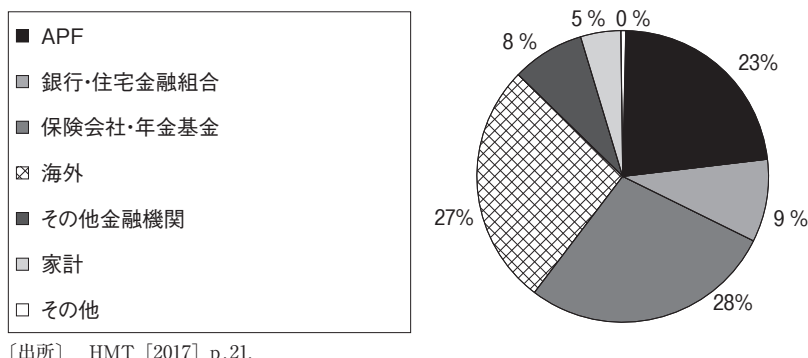


〔出所〕 BEQB2016Q4 p.220.

図表11 各国国債の平均満期（2016年末）



図表12 国債保有構造（市場価格ベース：2016年9月末）

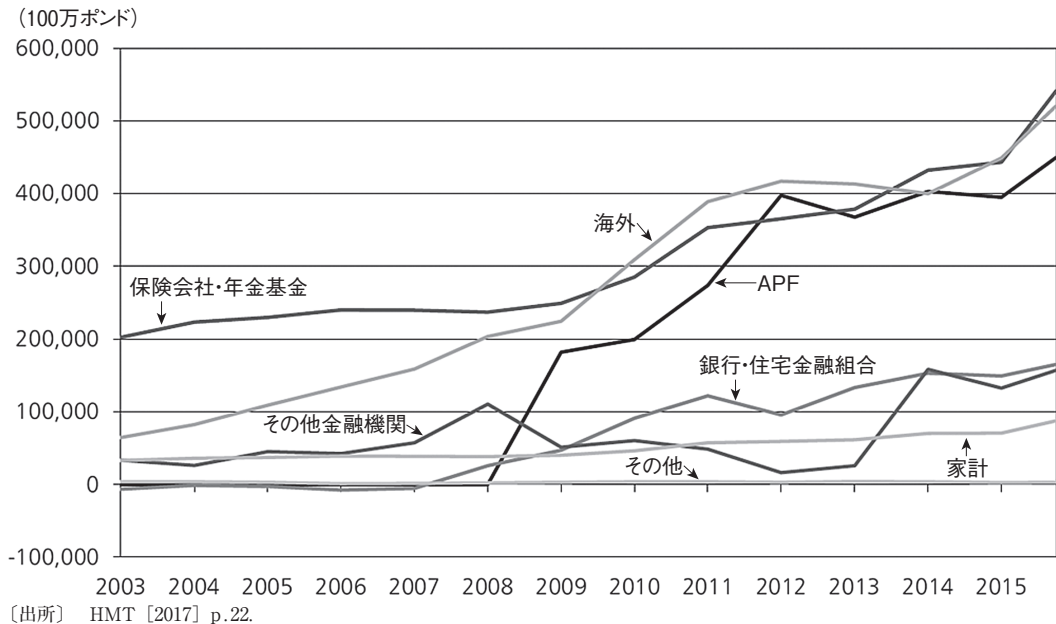


のため、BOE（APF）の保有国債については、政策金利の引上げ後における早期の売却が想定されていたわけである。それゆえに、同論文の楽観的な予想とは逆に、BOEが子会社を通じて量的緩和を行い、その損失は財政負担とする（収益が発生した場合は財政収入となる）こととしたのは、将来的に資産（国債）を売却せざるをえない（それにより損失が発生する）との予想ゆえの工夫であったのではないと思われるのである。そしてこのことは、イギリスにおいて通貨の発行主体である中央銀行のバランスシートが毀損することについて、その悪影響が懸念されている証拠ではないと思われるので

ある。

なお、本節の最後にイギリスにおける国債の保有構造をみると、2016年9月末時点において、APFは全体の23%を保有しており、カテゴリー別では保険会社・年金基金、海外に続く3番目の保有主体となっている（図表12）。量的緩和以前においては、50%超のシェアを有していた保険会社・年金基金は、APFによる国債購入の相手方が主としてそれらであったことから、そのシェアを大きく低下させてはいる。しかし、図表13でわかるとおり、量的緩和後においても実額ベースでその保有は増加してきており、その意味ではAPFの購入余

図表13 国債保有額の推移



力はまだあるといってよいであろう。また、海外の保有が多いことは、金利上昇（価格下落）時の売却圧力が急上昇することも予想されるわけであり、この面の注視も必要であろう。やはり、APFの損失の蓋然性は、それほど小さなものではないし、次節で検討するイギリスのEU離脱に関する国民投票後の経済情勢、BOEによる追加緩和は、その可能性をさらに高めていると思われるのである。

Ⅲ. Brexitと金融政策

いうまでもないことであるが、2016年6月23日のイギリスのEUからの離脱を問う国民投票の結果が、離脱支持多数となったことは、非常に大きな驚きであった。当然のことながら、これはBOEの金融政策にも大きな影響を与えることとなった。BOEはECBや日本銀行よりも先に、FRBに続いて非伝統的金融政策からの

出口を出るものと予想されていたわけであるが、これにより市場は出口が遠くなったとみなすこととなった。

BOEは、8月4日の金融政策委員会（MPC）終了後に、金融緩和のパッケージを発表した。まずは、①政策金利の0.25%の引下げ（0.5%→0.25%）であるが、これは2009年3月の量的緩和の導入時に引き下げられて以来のものであり、カーニー総裁就任後初めてのものでもあった。

その他では、これまた2012年7月に引き上げられて以来据え置かれていた②国債購入限度の600億ポンドの引上げ（3,750億ポンド→4,350億ポンド）であり、これについては6か月でこの水準とすることとされた。この通常の量的緩和とは別に、③社債（非金融企業の投資適格債）の100億ポンドの購入も決定された。これについては18か月間での購入額とされたが、その狙いは社債利回りの直接的な引下げであり、

それにより企業の借入れコストを引き下げ、社債価格の上昇によりポートフォリオ・リバランスおよび社債の新規発行を促進することにあるとされていた。

さらには、新たな貸出促進策としての④ターム・ファンディング・スキーム（TFS）が導入された。これは、銀行および住宅金融組合が、期間4年の資金を適格担保の提供を条件に政策金利とほぼ同様の条件で借り入れができるというものであり、銀行等の資金調達コストの削減からの貸出促進を狙いとしたものである。

このTFSの概要をみるならば、制度の運用期間は2016年9月19日から2018年2月末となっており、期間延長を行うことはありうるとされている。参加金融機関は、2016年6月末のベースストック建ての非金融機関向け等の貸出（Base Stock）の5%とその後の純貸出の増加分の貸出を受けることができる（マイナスの場合の減額はしない）。適用金利は、正確には政策金利に手数料を加えたものであるが、これについては参照期間（2016.6.30－2017.12.31）の最後に決定されることになっている。より具体的には、純貸出が増加した場合にはゼロであるが、減少した場合には徐々に増加し、5%まで減少するならば0.25%となり、それ以上減少した場合においても上限は0.25%のままとされている。

なお、前述のFLSの参加金融機関は、それにより借り入れていたTBを返還し、TFSの貸出枠を獲得することは可能とされている。

このTFSを失敗したFLSと比べるならば、両者共に貸出促進を狙いとした制度であることには変わりはないが、TFSは子会社のAPFが行う制度であるのに対し、FLSはBOE本体が行う制度であった。また、FLSはTBを低い手数料で貸出し、それを借入れの際の担保に利用することにより資金調達コストの低下を狙うという、いわば間接的な手法であったが、これに対してTFSは、BOEの子会社であるAPFが貸出を行うという直接的なものであることが異なっているといえよう。

それではこのTFSの利用状況がどのようなものであったかをみてみることにしたいが、この制度にはビッグフォーからはロイズとRBSしか参加していない。HSBCについてはFLSにも参加しておらず、バークレイズについてはFLSには当初しか参加しなかった。TFSの利用状況を図表14でみると、Base Stockは1.27兆ポンドであるが、2016年末時点のTFSの残高は206.9億ポンドであり、その比率は1.6%となっている。また、制度開始（2016.9.16）以来、同年末までの貸出の増加率は全体では1.8%増であるが、ロイズなどはマイナスとなってお

図表14 TFS 利用状況（2016年末）

（単位 100万ポンド）

	貸出残高等			TFS 利用額 2016.12.31
	Base Stock (16.6.30)	2016Q4 貸出増	2016.6.30 以降貸出増	
Lloyds B.G.	398,534	-1,776	-3,168	4,500
Nationwide BS	181,238	2,183	4,507	2,000
RBS Group	223,167	2,922	7,002	5,000
Santander	187,474	95	893	4,500
その他共計	1,272,232	10,276	22,936	20,690

〔出所〕 Bank of England

り、貸出促進という制度の目的が今後達成されるかはよくわからない状況である。FLS 同様に制度利用がそれほど進まない可能性も大きいといえようが、制度設計の工夫や、期間が4年の貸出ということもあり、FLSよりは期待ができるかもしれない。

また、金融緩和策発表後の APF の資産の動向を図表15でみるならば、国債については順調に残高を増やし、2017年末3月時点ではほぼ上限まで達した。この APF による国債購入により、マーケットでは特に2016年末において国債の品薄感が強まった。APF は貸付制度によりマーケットに国債を供給したが、その他の要因もあり国債の利回りは年末にかけて上昇した。社債については、2016年末時点で100億ポンドの買い入れ枠の半分近くが消化され、2017年3月末には9割弱までとなっている。社債の利回

りは、制度の狙いとは逆に2016年第4四半期において上昇したが、社債の発行額自体は2016年8月以降において増加ペースを強めている模様である。TFS については、制度利用は年末において急拡大し、2017年3月までは拡大傾向が続いている。

このように国民投票後の追加緩和策により BOE (APF) の資産はこれまでより拡大することとなったわけであるが、当然のことながら、これは非伝統的金融政策からの出口時点における負担増となる可能性が高くなったことを意味している。イギリスにおいては、APF の損失は財政負担となるという取決めから、中央銀行たる BOE の財務の負担はないわけではあるが、財政赤字が拡大するという意味では、他の中央銀行と同じ悩みを持っているといっている。しかしながら、この通貨の発行主体たる中央銀行のバランスシートの毀損を防ぐための工夫が、現実の出口においてどのような効果を発揮するのかという点には注目しておいた方がよいであろう。

おわりに：神話が崩壊する時

以上で、イギリスの中央銀行である BOE の非伝統的金融政策の特徴とその出口政策の構想について検討し、それが2016年の国民投票後においてどのように変貌したかについても検討したわけであるが、当然のことながら現実の出口がどのようになるかは現時点では不明なわけである。しかしながら、BOE が出口をマーケット等が予想できる、ないしは不確定性を認めて種々のケースを想定した論文を『イングランド銀行四季報』において発表した意義は大きいであろう。もちろん、本稿でも触れたところでは

図表15 APF の資産 (2015.8.4-2017.3.29)
(単位 100万ポンド)

月日	国債	社債	TFS
2016. 8. 4	374,907	—	—
8.11	378,365	—	—
9. 1	387,724	—	—
9.21	384,965	—	0
9.28	388,475	0	50
10. 5	391,985	507	70
10.19	399,005	1,559	1,279
11. 2	404,854	2,361	1,382
11.16	409,906	3,070	2,135
11.30	415,906	3,964	5,779
12. 7	418,906	4,447	7,689
12.21	422,905	4,912	20,515
12.28	422,905	4,912	20,665
2017. 1. 4	422,905	4,912	21,172
1.18	427,905	5,287	30,867
2. 1	422,337	6,096	33,920
2.15	427,212	7,055	38,489
3. 1	431,861	7,705	42,931
3.15	434,961	8,222	45,135
3.29	434,961	8,816	53,493

〔出所〕 APF Quarterly Report 各号より作成。

あるが、現実はずでに論文の想定とは逆方向に政策金利等が動いているわけではある。しかし、そこから逆に APF の損失拡大が不可避であることが読み取れるということは重要であろう。これは異例の金融政策を遂行しながら、出口論議を封印している日本銀行よりは遥かに好ましい態度であるといえよう。

日本銀行は、BOE よりも遥かに大量の資産購入を行っていながら、出口については論じるべき時期ではないとの立場をとり続けている。これまでいわゆる反リフレ派と呼ばれる論者たちは、あまり効果・意味があるとは思えず、しかも波及経路が不明（為替のダンピングによる効果を除けば）な政策を、不均衡を累積させつつ長期で行う意味があるのかということを主張してきたといってよいであろう。偽薬効果であるとか、ピーターパンであるとかの比喻が用いられること自体、政策のいかがわしさをうかがわせるように思われる。そして偽薬は本当に害がないかと言え、飲み過ぎの場合の害がひどいことも想定される。

こうした反リフレ派の批判には、多少オオカミ少年的な部分があることは事実であろう。リフレ派からは、これをとらえて岩石理論と揶揄する議論もあるようではあるが、ここで思い出されるのは、原発の絶対安全・低コスト神話であろう。事実として、原発は安全でも低コストでもなかった。ただし、事故が起きてしまえば、それについて糾弾しても、今それを論じる時期かといって、その種の論議は封印されてしまう。そして誰も責任はとらないのである。金融政策については、そのようなことは起こらないといえるのであろうか。神話はいつか崩壊する。株価の右上がり神話、土地神話そして金融機関の不倒神話も崩壊したことは記憶しておい

てよいだろう。

もちろん、金融政策はそれが異例なものであるからと言って非難されるべきものではないし、その評価は、その時点の実体経済にとって真にそれが必要であったか否か、そして政策目的が達成されたか否かという観点から評価されるべきであろう。しかしながら、金融政策の目的が達成されなかったことが明らかとなった際（そもそも目標設定に無理があった際）には、副作用としての中央銀行の財務の悪化であるとか、財政への悪影響等は非難されるべきであろう。ここで「もしそれがなかったらもっと悪い事態が発生していたかもしれない」的な言い訳は、見苦しいものでしかない。そして、追込まれた挙句に、中央銀行の保有国債を無利子（もしくは準備預金への付利金利と同じ金利）の永久国債と交換するような一種のヘリコプターマネー政策が導入された時、その国の通貨はどうなるのであろうか。

中央銀行の独立性という資本主義の叡智が否定されるとするならば、それは資本主義の全般的な危機を表すものであるかもしれないし、その度合いがひどい例において、より大きな困難がもたらされるという事態が発現するかもしれない。また、通貨の発行主体である中央銀行のバランスシートは、経済の他部門のバランスシートが傷んでいるからといって、これと同調して傷めばいいというものではない。イギリスにおける非伝統的金融政策においては、中央銀行のバランスシートが傷むことがないように工夫がみられる。この工夫は、実際の出口において大きな意味を持つことになるのか否かは、現時点では不明であるが、中央銀行にとってこうした工夫が重要であることや、将来の政策についてのマーケットとの対話の大切さを認識せざ

るをえない場合もあるかもしれないのである。

注

- 1) APF は量的緩和の採用前の2009年1月に設立されていた。
- 2) BOE の2017年2月の『インフレーション・レポート』においては、'Why has wage growth remained subdued' (pp.18-20) と題するコラムがあり、そこにおいては失業率が低下しても賃金が上昇しない理由として、①緩慢な生産性上昇率、②(為替の影響も含んだ) 輸入物価の下落、③統計的失業率に低下にもかかわらず労働市場には「ゆるみ (slack)」が存在することが挙げられている。
- 3) FLS について詳しくは、Saito [2016] を参照されたい。
- 4) イギリスの国債発行市場の特徴等について詳しくは須藤 [2007] の第3章を参照されたい。

参 考 文 献

- 翁邦雄 [2017] 『金利と経済』ダイヤモンド社
- 河村小百合 [2015] 「「出口」局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」『JRI レビュー』Vol.7.No.26.
- 河村小百合 [2016] 『中央銀行は持ちこたえられるか』集英社新書
- 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] 「カーニー体制下のイングランド銀行金融政策」『証券経済研究』第90号
- 須藤時仁 [2007] 『国際管理政策の新展開』日本経済評論社
- Assets Purchase Facility, *Quarterly Report*, various issues.
- Bank of England, *Inflation Report*, various issues.
- Bank of England, Markets and operations, *Bank of England Quarterly Bulletin* various issues.
- HM Treasury [2017] *Debt management report 2017-18*.
- Joyce,M.,Tong,M. and Woods,R. [2011] 'The United Kingdom's quantitative easing policy: design,operation and impact.' *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol51-No 3.
- 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.
- Saito,Y. [2016] 'The Funding for Lending Scheme as the Bank of England's incentive to boost lending.' *Small Business Monograph* No.20.
- (大阪経済大学経済学部教授・当研究所客員研究員)