

金融危機下のイングランド銀行金融調節

斉藤 美彦

はじめに

ただいまご紹介いただきました獨協大学の斉藤

と申します。私、この「証券セミナー」でお話を

させていただきますのは、今回で二度目のことと

なります。前は二〇〇七年の三月に「FSA体

制下の補償制度とオンブズマン制度」という題で

お話をさせていただきました。実はその話は、日

本証券経済研究所でサンセット方式の研究会であ

りますイギリス資本市場研究会という研究会で

『イギリスの金融規制』という報告書を二〇〇五年の七月にとりまとめられておりまして、その報告書の内容をそれ以後の動きとともにお話しさせていただきますました。

個人的な話で恐縮ですが、前回の講演の直後から一年間ほど北京の中国社会科学院というところで在外研究の機会を得ることができましたが、その間の二〇〇七年八月にパリバ・ショック、九月にイギリスのノーザンロックの流動性危機と、金融危機がまずヨーロッパで火を噴いたというのが、今回の危機のひとつの特徴であると思われるま

す。ノーザンロックの取り付け騒ぎの映像を私は北京でテレビで観ておりました。帰国は二〇〇八年の三月でありましたが、その年の九月にはご存じのとおりリーマン・ショックに見舞われ、世界の金融資本市場が大混乱に陥ったわけでありません。

日本証券経済研究所では、常設に近い形の研究会として「ヨーロッパ資本市場研究会」というのがあり、月一回のペースで研究会を行っておりませんが、二〇〇八年以来、私とその研究会の主旨をやらせていただいております、本日はその研究会における研究内容の一部を紹介させていただくという趣旨で、「金融危機下のイングランド銀行金融調節」という題でお話をさせていただきたいと思います。本年末に刊行される日本証券経済研究所の『証券経済研究』におきまして、同研究会のとりまとめを発表することとしております。

なお、「証券セミナー」につきましては、ヨーロッパ資本市場研究会の前の主査であります専修大学前教授の小林襄治先生が昨年一月に「英国銀行危機と金融規制改革」という講演を行っており、講演録が『証券レビュー』の昨年一二月号に掲載されております。また、『証券レビュー』の昨年一月号および一二月号には日本証券経済研究所の須藤時仁主任研究員が「英米における国債買取スキーム」という論文を発表されています。お二人ともにヨーロッパ資本市場研究会の現メンバーでありまして、私の本日のお話で多少なりとも興味をもたれた場合は、そちらの方もご参照いただけたらと思います。すでに講演をお聞きになった、あるいは講演録や論文を読まれた皆様には余計なことを申したかもしれませんが、その点につきましてはご容赦いただきたいと思います。

(1) 日本における一九九〇年代前半のマネー

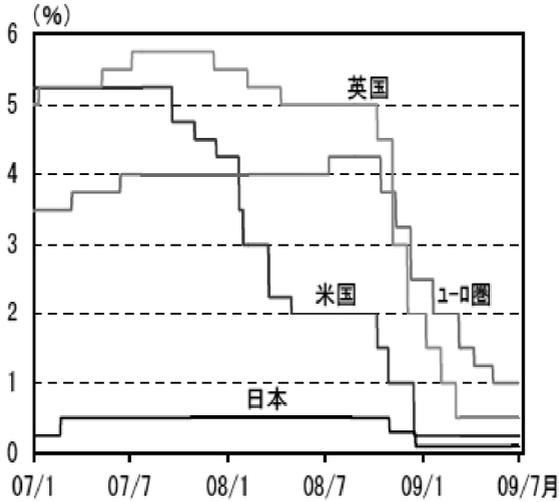
サプライ論争

それではイギリスの金融調節の話に入る前段階として、日本における一九九〇年代前半のマネーサプライ論争の確認からお話しさせていただきますと思います。なぜにこのお話から入るかといいますと、イングランド銀行は昨年三月以降、いわゆる量的緩和政策をとり、ベースマネーを増加させる政策をとっているからです。マネーサプライ論争についてごく簡単に説明させていただきますと、論争の一方の当事者でありました岩田規久男氏は当時の日本においてマネーサプライの増加率が低いのは日銀がベースマネーを供給しないからであり、日銀は積極的にベースマネーを供給すべきとしていたわけです。そして一方の当事者であった翁邦雄氏は、現行の準備預金の後積み制度を前提とする限り、月末時点でマクロ的準備需要

は確定しており、無理に超過準備を供給しても無意味であると主張していました。

ところでその後ご存じのとおりゼロ金利政策の採用、解除を経まして量的緩和政策が採用されたわけですが、量的緩和政策が採用され超過準備が供給されたわけがあります。ここからマネーサプライ論争時の翁氏の主張は間違いであったかという点、私はそうではないと思っています。翁氏の主張は現行制度において無理に超過準備を供給すると名目短期金利はゼロとなってしまう。一方、準備を過少供給するならば短期金利は跳ね上がってしまうことになる。このように短期金利がボラティルになることを通常の中央銀行は好まず、ベースマネーコントロール的なことは行わないのだと主張していたと思えるからです。実際に量的緩和政策期におきまして、確かに超過準備供給は可能でありましたが、名目短期金利はゼロとなり

図表1 政策金利の推移



(注) 08/12/16 日以降の米国の政策金利は、誘導目標の上限。

ました。そして量的緩和政策採用前にいわれていたポートフォリオ・リバランス効果なるものは発現しませんでしたし、「量」そのものの緩和効果は否定されていると思います。そして名目短期金利がゼロとなることの副作用が意識されたのではないかと思っています。

(2) 今回の金融危機に対する各国中央銀行の対応

その観点から今後の金融危機への各国中央銀行の対応を見ていきますと、図表1にお示ししますようにまずは政策金利の引下げが、当然のことですがなされています。しかしながら名目金利はゼロにはしていません。アメリカのFRBはゼロ金利政策を採用したと新聞等では書いていますが、あれはフェデラル・ファンド・レートの誘導水準を〇・〇・二五%としているわけでありまして、これはゼロとしていないということが重要

であると私は考えています。

その他ではインターバンク市場における流動性供給であります。これはリーマン・ショック以前と以後では大きく異なっていることに注意が必要です。リーマン・ショック以前は、各国中央銀行はある種の流動性供給の一方で、その他の資産を減らし、ネットでバランスシートを大きく膨らませたわけではありませんでした。リーマン・ショック以降は各国中央銀行はバランスシートを急膨張させていますが、アメリカや日本の場合は準備預金に付利を行うことによりそれを行っていますし、本日お話しするイギリスの場合は通常の制度を変更することにより対応しています。いずれにしても今回の対応においては準備預金制度が鍵となるのではないかと私は考えております。

さらに金融資本市場における資産買取りの範囲

や規模の拡大を行っています。結果として中央銀行のバランスシートが膨らんでいるわけですが、資産買取りの範囲の拡大、すなわち従来であれば購入しなかったような資産を買い取ることによる、中央銀行のバランスシートの資産側の構成が変化することを通常信用緩和 (Credit Easing) と呼んでいるようです。これに対してバランスシートの負債側を膨張させることに重点を置いた調節を量的緩和 (Quantitative Easing) と呼ぶのが通例であるようにして、本日お話しするイングランド銀行は量的緩和を行っていると言っている少数派の中央銀行になります。

一、二〇〇六年五月のイングラ ド銀行の金融調節方式の変更

それでは本題に入らせていただきたいと思いま

すが、すでにお話したことですが各国中央銀行は今次金融危機に対応して異例なといいますか、非伝統的、非正統的な金融調節手段をとってきています。まして、イングランド銀行も例外ではありません。しかしその話をする前に、いわば危機モードの金融調節ではない平時モードの金融調節とはどのようなものかについてお話をさせていただきたいと思います。それを確認することが危機対応とは何であったかが明確になると思われるからです。

このいわば平時モードの金融調節方式でありませんが、イングランド銀行はそれを二〇〇六年五月に大幅に変更しております。これをごく簡単に説明させていただきますと、変化の最大のものは、完全後積み方式の準備預金制度の新規導入です。それ以前は、イングランド銀行の運営費の捻出を目的としたCRD (Cash Ratio Deposit) とする

制度はありましたが、これは凍結勘定でして金融調節に使うものではなく、実態はゼロリザーブ制度でありました。この新制度の特徴としては各種み期間（これは月に一度開催されるイングランド銀行の最高意思決定機関である金融政策委員会〈MPC〉の間の期間ということ）で約一か月です。MPCというのは正確には第一月曜日の後の水曜日および木曜日に開催されることになっていきます。の直前（二日前）に対象金融機関が準備額を自ら決定して、これをイングランド銀行に通知するという制度であることです。したがって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す。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%以内であることが求められます。その条件のもとで、この準備預金には付利がされます。この付利水準が政策金利となります。そし

て、このターゲットを外れた場合は、これは上にも下にもですが、付利はされないといいペナルティが課されるということになります。したがってまし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すが、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ります。なお、イングランド銀行として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しています。

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ました。日本においては一九九一年一〇月以来、約二〇年間変更されていませんし、量的緩和政策は準備率不変のままで行われたわけです。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、それは引締め政策であったはずですが。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す。また準備預金に付利をするというのは世界的な潮流で、以前におきまし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・タックスと説明されることも多かったです。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といえます。

そして資金供給は基本的に期間一週間のレポオペにより行うこととしました。そしてこのレポオペの金利に政策金利を使用することから、イングランド銀行の政策金利の期間は一週間であるといつてよいことになりました。この他の資金供給手段としては、長期といいますが三・六・九・一二か月ですが、長期のレポオペで供給するというのが基本的な姿ということでした。

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・ファシリテイを活用することとしました。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ります。イギリスではこれが政策金利プラス一〇〇ベーシスポイントとされてきました。預金ファシリティは、日本では二〇〇八年一月に導入された補完当座預金制度にあたりますが、同じくマイナス一〇〇ベーシ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したわけです。

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、金融調節方式の発表とほぼ同時期に行いました。国債（ギルト債）については、二〇〇六年度から三年間で一二〇億ポンド行くと発表されていましたが、実際の開始は二〇〇八年一月に

なりました。

二、金融危機下のイングランド銀行金融調節

以上、いわば平時モードのイングランド銀行の金融調節とはどのようなものであったかを確認させていただいたうえで、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お話しさせていただきます。

(1) ノーザンロック危機への対応

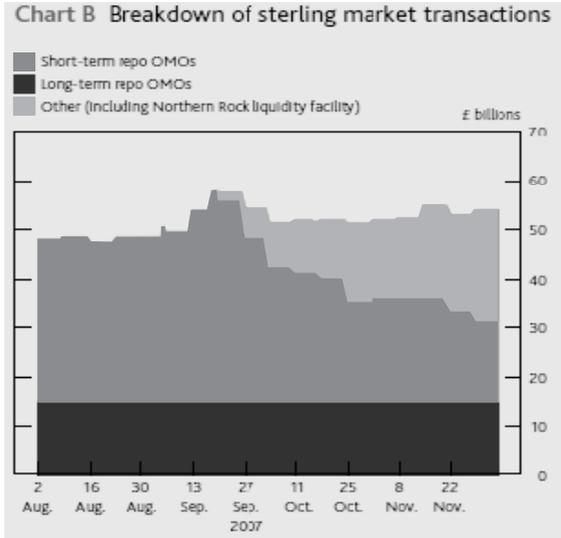
平時モードの金融調節からの転換は、二〇〇七年九月のノーザンロック危機への対応から始まりました。ノーザンロックは、イギリスにおける代表的な貯蓄金融機関である住宅金融組合から一九九七年に銀行転換した金融機関で、その後急成長

を遂げ、二〇〇六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四位でありました。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ました。これが八月のパリバ・ショック以降の市場混乱の影響を受けてMBSは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す。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のですが、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す。イングランド銀行は、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イ)を行いました。なお、この貸付に關しましては二〇〇八年二月に同行が一時国有化された際に回収されています。ただ、この資金供給はノーザンロックに対する

ものではありませんが、マクロ的には市場全体への資金供給となつてしまいます。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イングランド銀行は素早く吸収しなければなりません。先ほど説明しましたように超過準備に対してもペナルティが課せられるわけですから、イングランド銀行が吸収しなければならぬわけです。しかし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りません。市場の混乱を緩和しなければならなかったからでもあります。イングランド銀行は準備預金制度における付利範囲を上下一%の水準から大幅に(最大六〇%)拡大しました。これにより超過準備供給を可能とする措置をとった、金融機関の側からは超過準備保有が可能となったことができます。

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ましたが

図表2 BOEの資金供給



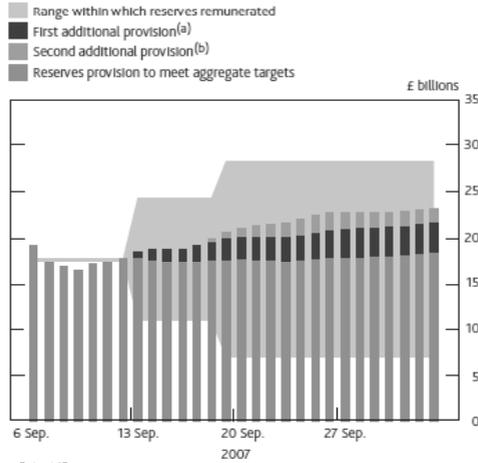
[出所] BEQB 07Q4

が、応札はありませんでした。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、九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きました。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いました。なお、これはイングランド銀行の金融調節ではありませんが、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りました。

図表2はノーザンロックの流動性危機前後のイングランド銀行の資金供給の姿をみたものですが、一番上の部分がノーザンロックへの資金供給です。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一方で、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しました。

図表3 準備預金付利範囲拡大

Chart 35 Cumulative average reserves provision in September–October maintenance period



[出所] BEQB 07Q4

が、その後は削減されています。

図表3は、二〇〇七年九月六日に始まる積み期間における日時ベースの準備預金の推移をみたものです。イギリスの準備預金制度は完全後積み制度ですから、九月六日時点でマクロ的準備需要は確定しています。本来であれば平残ベースで細い間に収まらなければいけないわけで、これはマクロベースの話ですが個別金融機関は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ります。しかしながら危機時にはマーケットへの資金供給をしなければなりません。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します。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います。この事態の解決のためにイングランド銀行は準備預金への付利範囲を拡大したのだと私は考えています。イングランド銀行は、

九月一三日の三八〇億ポンド強の短期レポオペを行いました。リザーブターゲット対比で二五%多めの資金供給でした。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）は上下三七・五%に拡大されました。そして九月一八日には通常では行わない期間二日間のファインチューニングレポオペが行われ四億ポンドが供給されました。これよりリザーブターゲット対比で二五%多めの資金供給でした。そしてこの時点でターゲットレンジは上下六〇%まで拡大されたのです。

(2) ノーザンロック危機から二〇〇八年初めまでのイングランド銀行の金融調節

次に、ノーザンロック危機以降の二〇〇八年初めくらいまでのイングランド銀行の金融調節をみますと、まずは一二月になりようやく政策金利を〇・二五%引下げ、五・五%としました。現時点

の政策金利の水準は〇・五%で、二〇〇九年三月以降同水準であるわけですが、金利についてはこの時点では微調整といったものでありません。ただし資金供給面では、一月に年末対策として五週間物レポオペを実施したり、一二月および二〇〇八年一月に臨時実施した三か月物レポオペの対象としてRMB S・ABS等を追加するなど一種の信用緩和措置を行いました。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ました。したがってこの時点ではイングランド銀行のバランスシートは拡大はしましたが極端に大きく膨らんだわけではないということを確認させていただきたいと思えます。

二〇〇八年に入ってから、一月に国債（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四月には特別流動性スキーム（S

L S)を導入しました。これは流動性が失われた証券化市場対策としてM B S等を担保にT Bを貸し出す制度でして、二〇〇九年一月に終了するまでのT Bの貸出額は一八五〇億ポンドに上りました。担保証券の額は二八七〇億ポンド、ちなみに二〇〇九年一月末時点のそれらの時価は二四二〇億ポンドでありました。それはともかくとしてリーマン・ショック以前のイングランド銀行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ありませんでした。

(3) リーマン・ショック以降の金融調節の変化

皆様ご存じとは思いますが、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りま

す。政府は、一〇月に資本注入や信用保証スキ

ム(C G S)等からなる金融機関の救済パッケージを決定しましたが、イングランド銀行はドル流動性対策としてアメリカの連邦準備(F R B)との間で通貨スワップ協定を結びました。その枠は当初は四〇〇億ドルでありましたが、すぐに八〇〇億ドルまで拡大され、一〇月には金額制限が撤廃されています。

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を取りました。具体的には一〇月に長期オペのうちの三か月ものの適格担保を拡大し、二〇〇九年二月にはこれを再拡大しました。

また一〇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オペを導入しました。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ります。

さらに二〇〇九年一月にはC P買取ファシリテイを三月には国債買取ファシリテイを非銀行金

融機関に対する資金供給のために開設しました。

その他、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ます。スタンディング・ファシリティは、先ほど説明しましたとおり、政策金利の上下二〇〇ベーシスポイントの水準で、イングランド銀行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）するものです。このうち特に貸付ファシリティにつきましてはステイグマ問題というのがイギリス以外にも問題とされることがあります。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います。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ました。この問題を解決するためイングランド銀行としては、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二五ベーシ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一〇月に導入しました。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ました。これは先に述べましたステイグマ問題を意識したものと見え、思います。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ますが、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と思います。

さらにイングランド銀行は、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ました。このデイス
 カウント・ウインドウにおいてはキャッシュの貸
 付（準備増）も可能ではありませんが、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ま
 す。なお、この制度は恒久的措置として導入され
 ており、先に述べました特別流動性スキーム（S
 L S）が時限的措置であったのとは違っていま
 す。

(4) イングランド銀行による量的緩和政策の

内容

① CP購入

そして今次金融危機におけるイングランド銀行
 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）の採用です。これ
 はまず二〇〇九年の一月三〇日に資産買取ファシ

リティ（APF）をイングランド銀行の子会社と
 して設立しました。当初のAPFの資産買取枠は
 五〇〇億ポンドであり、これはCP等の民間資産
 の購入を目指したものでした。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まし
 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りま
 す。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
 入であるというのと同じです。それはともかくと
 しまして、APFは二月一三日に初めてCPを購
 入しました。

② 国債購入

これが変化したのは二〇〇九年三月のことになります。三月五日のイングランド銀行の最高意思決定機関であります金融政策委員会(MPC)は、APFによる国債購入を決定しました。この金額としては総枠一五〇〇億ポンド、うち民間資産は五〇〇億ポンドの枠とされました。そしてそのファイナンスの手段としてはイングランド銀行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わけです。

イングランド銀行は、量的緩和政策の採用を公表した後、三月一日に国債を初購入しまして、その後国債の購入額を急拡大させました。なお、三月二五日には社債を初めて購入していますが、買取りの基本は国債となっています。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すか

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ります。その後の経緯を申し上げますと、八月六日に購入限度額を一七五〇億ポンドに、一月五日に二〇〇〇億ポンドに増額されています。なお、この国債購入につきましては、上限に達したことから、本年一月二六日を最後に停止中です。

(5) イングランド銀行による量的緩和政策の

特徴

ここでイングランド銀行の量的緩和政策の特徴をみることにしたいと思います。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ですが、各国中央銀行の中で唯一明確に自らの政策的量的緩和政策であると位置付けていることが挙げられます。FRBの場合は信用緩和政策であるとの基本的なスタンスですし、日本銀行も昨年一二

月の金融政策決定会合で期間三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ましたが、イングランド銀行ほどその政策意図を明確に打ち出してはいません。

イングランド銀行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しますと、決定しているのは資産の買取額の上限でありまして、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ありません。また、当初の買取額は定額に近いものでしたが、途中から減額し、週毎に買取額が違ってきています。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ります。

そしてイングランド銀行は、今回の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

を取りやめました。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します。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すが、ここにいたってターゲットの設定自体をやめてしまいました。そして全ての準備預金に対して付利を行うこととしました。なお、このときのMPCにおいては政策金利を0・5%へと引き下げました。この結果貸付ファシリテイ（オペレーショナル）の金利は0・七五%となりましたが、預金ファシリテイ（オペレーショナル）の金利は0・二五%ではなく、ゼロとされました。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すから、預金ファシリテイの意味はなくなるわけであり、当然のことだろうと思います。

この量的緩和政策の採用後、イングランド銀行のバランスシートは急拡大しておりますが、これにはこのような準備預金制度の変更が技術的なことではありますが、大変重要なことであると思います。そしてこのような量的緩和政策の採用には、準備預金への付利がなされるということが重要であるということになります。ちなみにアメリカでは、二〇〇八年一〇月以降、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ます。繰り返しになりますが、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二〇〇八年一月一六日以降、〇―〇・二五%とすることとしましたが、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ります。これはゼロには通常はしないということが大事だと思っています。そして政策金利をゼロとしなくても、準備預金への付利により

超過準備が供給できるという体制であることが重要であると思っています。

日本においても、二〇〇八年一月一六日以降、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しました。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のです。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ります。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なっ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ますし、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しています。

イングランド銀行に話を戻すことにいたしますと、同行では今回の量的緩和政策につきまして一般にもわかるようにとの観点からでしょうか、そ

れについての簡単なパンフレットを発行して、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出来ます。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ているようです。そして結果としてインフレ率をターゲットとしている二%プラスマイナス一%の水準にすることを目指しているようです。ご承知のことと思いますがイギリスは一九九二年に当時の欧州通貨制度であるERMから離脱せざるをえなくなり、それとほぼ同時期にイングランド銀行はインフレーション・ターゲットイングを採用しました。今次危機への反省としてはこのインフレーション・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、この枠組みにマクロ・プルーデンスシャル・ポリシーであるとか国際協調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ります。

(6) イングランド銀行による量的緩和政策の

効果

それでは具体的に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すが、イギリスにおいてもこれが確認できているという話はないようです。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ませんし、家計への住宅ローンや消費者信用も伸びてはいません。イングランド銀行の国債購入の景気への影響は限定的という見方が市場では増えているという記事も目にすることがあります。

イールドカーブのフラット化については、先ほど紹介させていただいた須藤時仁氏の論文により

ますと、ほぼ同時期に国債の大量購入を開始したFRBと比べれば、イングランド銀行の方が効果はあるとのことであるようです。しかしそれと「量」との間の比例的な関係があるということではないようです。なお、FRBは国債の大量購入については効果があつきりとしないうことから昨年一〇月に停止しています。もちろんイングランド銀行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しょう。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す。二〇〇九年中のイギリスのグロスの新規国債発行額は、二三二七億ポンドであり、これに対してイングランド銀行が買入れた国債の累計は二〇〇

〇億ポンド近くになります。このことから考えるならば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ません。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ります。ありますが、これについては後ほど述べさせていただきます。

(7) イングランド銀行のバランスシートの変化

イングランド銀行はリーマン・ショック以降、特に昨年三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きています。歴史的にみますとGDP対比でみたイングランド銀行のバランスシートの水準は第二次世界大戦中に急膨張し、戦後は低下傾向が続いていました。しかしながら今次金融危機の過程でそれは急上昇し

ています。これはアメリカ（FRB）においても同様ですが、国際比較をしてみます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れの対GDP比の水準はイングランド銀行や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います。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ようですが、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えます。私自身はこのような言方は好きではなく、また間違った考え方であるとは思いますが、日本銀行は充分に「お札を刷って」おり、そのバランスシートの規模はイングランド銀行やFRBに比べてまだまだ大きいのです。そしておそらくはそう遠くない時期においてイングランド銀行においてもFRBにおいても

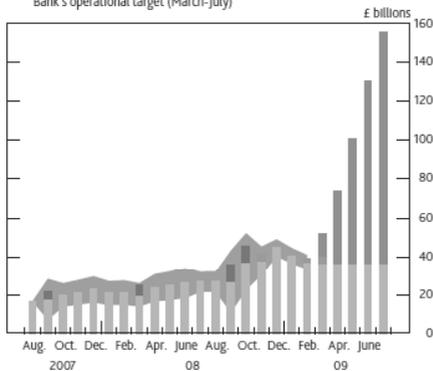
現在の金融政策からの出口が問題とされるように思えます。現にFRBは二月一八日に公定歩合（貸付ファシリテイ）の金利を〇・二五%引き上げ、〇・七五%としたというのが話題となりました。政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導水準については変更されませんが、公式には引締めへの転換ではないとされています。しかしながらこれは出口へ向けての戦略であることは明らかであると思います。

図表4は危機発生以降のイングランド銀行の準備預金額の推移をみたものですが、付利範囲の拡大以降、準備預金額は増加しましたが比較的マイルドな増加であったこと、多くの積み期間においては超過準備が供給されたわけではなかったことがわかると思います。そしてその状況が量的緩和政策の採用後において急変したことがわかりいただけます。

図表4 準備預金額の推移

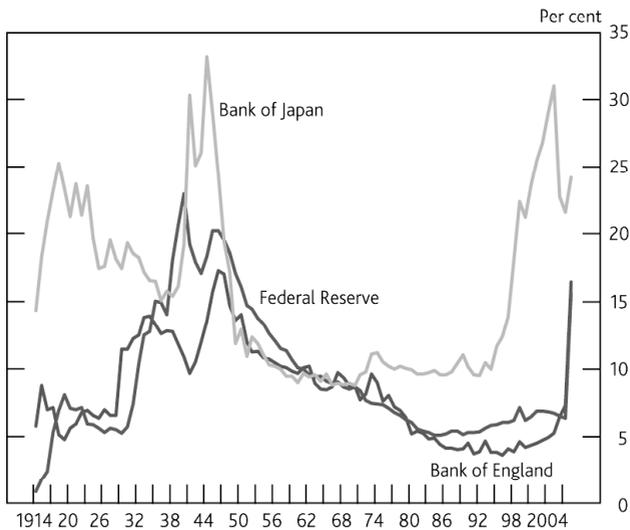
Chart 40 Aggregate reserves targets and reserves provision

- Range within which reserves remunerated^(a)
- Additional provision from asset purchases financed by central bank reserves
- Additional provision resulting from uncovered OMO drains
- Additional provision in fine-tuning OMOs
- Reserves provision to meet aggregate targets (until March)/ Bank's operational target (March-July)



[出所] BEQB 09Q3

図表5 中銀B/S対名目GDP比



[出所] FSR(BOE) No.26, Dec.2009

図表6 国債利回り

Chart 1.4 Five-year nominal spot gilt yield and equivalent-maturity OIS rate



[出所] IR(BOE) 10Q1

図表5は、先ほどお話しさせていただきました中央銀行のバランスシートを各国のGDP対比でみたものです。日本につきましても戦後インフレがひどかった理由の一端がわかるように思えますし、量的緩和政策により日本銀行のバランスシートが急激に拡大したことがわかります。イギリス、アメリカは破滅的なインフレを経験していない国ではありますが、そのようなことは年金制度の維持等にとっても大切なことだと思います。また、リーマン・ショック以降のバランスシートの拡大は確かに急速ですが、それでもまだGDP対比でみたバランスシートの規模は日本銀行に及ばないというのは、再度強調させていただきたいと思います。

図表6は国債利回りの推移をみたものですが、量的緩和政策の採用後に利回りが低下したという証拠は得られていないと解釈できると思います。

特に量的緩和といっているわけですから、五〇〇億ポンドから「量」を増やし二〇〇〇億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ぬ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と思います。

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がとった措置についてお話しさせていただいたわけですが、まとめるそれは政策金利の引下げ以外の種々の非伝統的政策を活用したということができません。その際に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ると思います。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私は勝手に推察しているわけですが、翻って一九九〇年代前半のマネーサプライ論争において準備預金の付利の可能性が論じられ、そのことによる超過準備供給の効果が論じられてもよかったのかなという気もするわけです。

ただし私は、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に思っています。「量」の緩和効果があるようにみせているだけのような気がするからです。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でしょうか。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が日本との違いで考えておいた方がよいかもしれません。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

きもありました。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きました。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す。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のでしょうか。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と私が考えるのは、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す。

最後に、イギリスにおけるイングランド銀行の大量国債購入をどう考えるかについてですが、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ます。一方で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ります。当然のことながら国債価格の急低下についてもこれを抑える必要があります。そのため中央銀行に国債購入への圧力がかけやすくなります。これは東短リサーチの加藤出氏が週刊誌のコラムに書いていたことの受け売りですが、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額な購入者となるということと、先に述べましたとおり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す。イングランド銀行は、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ました。また加藤氏は政府が一九九七年以降イングランド銀行の独立性を尊重し続けた実績

が効いており、将来の財政赤字の削減方針が明確であることを評価しています。そして財政赤字の削減方針の見通しが立たない日本においては日本銀行に国債購入圧力がかかる場合はマーケットの

反応が違う可能性がある、すなわち国債価格が急落する可能性があるとしています。財政規律と中央銀行の独立性とは大きな関連があるという点は確かにその通りであると思います。ついでにいえば現在の民主党政権は、中央銀行の独立性への配慮について若干の懸念があります。自民政権もひどかったではないかと思われる方も多いでしょうし、実際にそれへの配慮が感じられない政治家もいたわけです。しかし宮沢元総理などは、金融政策について発言する際には「金融政策は日本銀行の専管事項だが」と必ず断った上で発言されていたわけで、そのようなインテリジェンスのある政治家も存在していたわけです。そのような環境

下で、中央銀行に対して国債購入圧力が財政規律を守るであろうと国民が考えられない政府によりかかるとしたならば、マーケットの反応がどうなるかが若干心配ではあります。

この一方、イギリスでは一時的に一五％に引下げられていた消費税が今年から一七・五％に引き上げられ、昨年末のプレバジェットでは財政赤字を縮小させる方針は示されまして法案も提出されたようでありますが、やはり今後は不透明であるといえると思います。最新の調査では保守党に対して労働党の支持が接近してきているようですが、今年の総選挙では今のところ政権交代が予想されており新政権のもとでのどのような財政政策がとられるかは不透明です。また新政権の金融規制改革がどのようなことになるかも注目されますが、量的緩和政策等のイングランド銀行の金融政策の今後も大いに注目されると思います。

若林常務 斉藤先生、どうもありがとうございます。イングリランド銀行の金融調節につきまして、幅広い観点から複雑な問題を大変わかりやすくお話しいただきました。ありがとうございます。

それでは、ここで皆様方から御意見や御質問をお受けたいと存じますが、いかがでございますでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、皆様にお考えいただいている間に、私のほうから一点。イングリランド銀行の金融調節に関連しまして、我が国の金融調節を学んだ点があるのではないかと先生のお指摘もございましたが、日本側がイングリランド銀行の金融調節について学ぶべき点の中で最大のポイントは何かという点からとらえたときに、どういうふうにかえたらよろしいのでしょうか。その辺、お考えがあればお教えいただければと思います。

斉藤 日本の場合は、一般的には量の効果はなかった。ですから、ポートフォリオ・リバランス効果というのは発生しなかったということ。それから、短期名目金利がゼロとなったことの短期金融市場等に与えるマイナスの効果が意識されたというふうに思います。それにもかかわらず、イングリランド銀行が量的緩和を行ったのは、やはりそれだけ危機が深刻であったことによると思っています。しかしながら、日本から学んだという点でいうと、反面教師としたのは、短期名目金利をゼロとするような形とはしていないということであろうかと思えます。

逆に、イングリランド銀行を考えますと、先ほど御紹介させていただきました一般向けのパンフレットといいますが、金融調節、金融政策は非常に難しいことですが、それでも一般向けの広報を非常に易しい形で行っているというのが、例えば

日本銀行も学んでよい点ではないかと私は考えております。

質問者 図表5に関連して、少し素人っぽい質問で恐縮ですが、これは日米英のGDPに対する中央銀行のバランスシートですね。これを見て、いちばん上が日本で、一九四〇年前後に物すごく上がって、それが五〇年代半ばぐらいから低水準で、最近上がっている。一つは、最近各国がバランスシートを膨らませているのに、日本がガクンと下がっていますね。これはなぜなのだろうかという質問と、これだけバランスシートを膨らませながらデフレが全く脱却できない。一般的に物価は金融政策が決めるとよくいわれていますね。そこがどうしてなのだろうかと非常に素朴に思うのですが、いかがでしょうか。

齊藤 一つはGDPとの対比ということなので、戦後日本はGDPが成長したということもあるか

と思います。戦争の時期というのは、GDPが伸びない中で、当時は銀行券が伸びたのではないかと思います。

後のほうの質問は比較的簡単で、この伸びた時期はまさしく量的緩和政策でありまして、この量的緩和政策が終わると、その分、しぼんでいくということがあります。最近上昇しているのは補完当座預金制度の導入後に上がったところではないかと考えております。

では、そこと物価との関係はどうかというと、そこはなかなか難しく、要するに、日本も量的緩和政策をとったから、CPIの前年比増加率が安定的にプラスになったとは恐らく考えられないわけです。ほかの事情でCPIの前年比増加率がプラスに転じ、それで量的緩和政策を終了することができたと思釈するのが普通ではないかと思しますので、ここで無理に準備を供給したと

ところで、物価への与える影響は限定的である。要するに、デフレだから景気が悪いのではなくて、やはり景気が悪いからデフレになっているという因果関係で考えるべきではないかと考えております。

質問者 一九四〇年前後のバランスシートが拡大したのは、やはり高橋是清さんの戦時公債の日銀引受けという政策の結果ですよ。それが一つと、最後の御説明は、結果と方法が逆転なのかな。世間一般で言われているように、物価が落ちついているから、物価を上げようとして、量的緩和をしても上がるものではないのだということなんでしょうか。

斉藤 前半の質問は、ここからはきちつとわかりませんが、恐らく戦時経済の影響であろうというのは明確なことだろうと思います。

要するに、少なくとも中央銀行がとにかくくり

ザーブ、バランスシートを膨らませても、いわゆる信用乗数が低下したというのが量的緩和期の経験であります。したがって、リザーブ、いわゆるベースマネーが拡大しても、マネーサプライは増えなかった。もちろんマネーと物価の関係というのは難しく、マネタリストの想定するような関係には、少なくとも一九九〇年代以降はないわけですが、マネーサプライがどんどんふえれば、長期的に見れば物価は上がるかと思えます。しかしながら、ベースマネーとマネーとの関係が安定的ではない。マネーと短期的な物価の関係がいまひとつ安定的ではないわけですから、そういう状況下でベースマネーのうちのリザーブだけを増やすという行動が、物価にどの程度の影響を与えるかというのには、私は非常に懐疑的に思っているということがあります。

若林常務 よろしゅうございますか。ほかにござ

いませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」は閉会させていただきますと思います。

斉藤先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(さいとう よしひこ・獨協大学
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二三年二月二五日に開催されました。)

齊藤美彦氏

略歴

- 1955年 北海道北見市生まれ
1979年 東京大学経済学部経済学科卒業
1979年 全国銀行協会連合会入社
1986年 ロンドン大学（L S E）大学院研究生（1987年まで）
1990年 日本証券経済研究所入所
1992年 ロンドン大学（S O A S）客員研究員
1995年 オックスフォード大学（セント・アントニーズ・カレッジ）スワイヤ・
キャセイパシフィック・フェロー（1996年まで）
1997年 広島県立大学経営学部助教授
2001年 獨協大学経済学部教授（現在に至る）
中央大学経済研究所客員研究員（現在に至る）
2002年 日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）
2007年 中国社会科学院日本研究所客員研究員（2008年まで）

著書

- 『リーテイル・バンキング：イギリスの経験』（時潮社）1994年
『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』（日本経済評論社）1999年
『金融自由化と金融政策・銀行行動』（日本経済評論社）2006年
『国債累積時代の金融政策』（須藤時仁との共著）（日本経済評論社）2009年
『イギリス住宅金融の新潮流』（築田優との共著）（時潮社）2010年