

## イングランド銀行の量的緩和政策の評価と今後の展望

斉藤 美彦

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました獨協大学の斉藤でございます。

本日は、大変に暑い中おいでいただきまして、ありがとうございます。

私、この証券セミナーでお話しする機会をいただきますのは三回目のこととなります。いずれも、イギリス関連のことでお話しさせていただきます。いろいろあるわけでございますが、日本証券経済研究所

では、ヨーロッパ資本市場研究会という研究会を月に一度開催しております。現在、私とその主査をさせていただいております。

このヨーロッパ資本市場研究会は、前身がロン・ドン資本市場研究会という名でありまして、一九七三年以来のものであります。そして、二年ないし三年に一度、その研究成果を発表させていただいたり、古くは、イギリスのウィルソン委員会の報告書の翻訳などを出版させていただいたりもしております。

先月末にも、その成果を、日本証券経済研究所

の機関誌『証券経済研究』の第八二号において発表させていただいております。この『証券経済研究』におきまして、私は、「量的緩和政策の日英比較」という題名の論文を発表させていただきました。

本日は、日英比較も若干は念頭に置きつつも、主として、イギリスの近年の金融政策及び今後の展望についてお話しさせていただきたいと思いません。

イギリスの金融政策は、アメリカの中央銀行であるFRBやヨーロッパ中央銀行であるECBの金融政策と比べますと、注目されることが少ないと思います。しかしながら、今次金融危機への対応として、先進諸国の中央銀行は、非伝統的もしくは非正統的と言われる金融政策を採用せざるを得ない状況となつてきています。イングランド銀行は、みずからの金融政策を明確に「量的緩和政

策」と公言して、その政策を遂行してきています。これは、黒田総裁の異次元緩和政策が量的・質的緩和としているのと並んでユニークであると思います。日本においては、二〇〇一年から五年間、量的緩和政策ということで政策がとられてきました。

また、これまでのキング総裁からカナダ人のカーニー総裁へと総裁がかわったということが注目されているわけでございます。そのカーニー総裁のもとでイングランド銀行の金融政策がどのように変化するか、大変に注目される場所であると思います。

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しております。ただし、かつての日本銀行の量的緩和政策採用時のように、限りなくゼロに近いということではないというのが一つの特徴ではありますが、

かなりゼロ近傍になっている。それ以降、いわゆる金利の非負制約という問題もございまして、非伝統的・非正統的政策の採用を余儀なくされているという状況にあるかと思えます。

繰り返しになりますが、日本銀行は、二〇〇一年初めから約五年間、量的緩和政策を採用し、その主な手段は長期国債の買い切りオペでした。

今次危機は、一般的に「量的緩和」という用語の採用には慎重であります。FRBは「信用緩和」と言ったり「大規模資産購入」と言ったりしています。一般的に「QE1」「QE2」「QE3」と言われていますが、みずからは「量的緩和」という言葉を使っていません。ただ、外部がそう呼ぶことに対しては、特に異議は申し立てないような形になっているかと思えます。

他方、イングランド銀行は、二〇〇九年三月以降、みずからの政策を「量的緩和」と標榜して政

策を遂行してきております。その内容は、日本銀行が二〇〇一年からやったように、当座預金残高を操作目標とするということではなくて、APFという子会社による資産購入額を決定する。実際には、その大半が国債購入ということになります。

ただ、非伝統的・非正統的政策の効果のほどは不明確であります。そんな中、証券貸出スキーム、TBの貸出スキームであります。これにより貸出増加を狙うということがされています。これをどう考えたいのかということについて、本日はお話しさせていただきたいと思うわけでありませぬ。

## 一、イングランド銀行の危機対応と量的緩和政策

### (二〇〇六年のBOEの金融調節方式の変更)

非伝統的政策の中で、いわば危機モードの政策をとっているわけですが、その前に、平時モードはどういうものであったかについて、ごく簡単にお話しさせていただきます。

二〇〇六年五月、イングランド銀行は金融調節方式を大きく変更しております。その全てをここではお話しできませんが、重要な一点は、完全後積みの準備預金制度の導入でした。当時、私が驚いたのは、準備額が金融機関による申告制であったということにあります。一般的に、金融政策というものは、基本的に市場との取引で、そこには強制性はないと言われます。昔でいう公定歩合によ

る貸出というのは、金融機関の側では絶対に借りなければならぬということはないわけですし、オペについても、応札義務は別にないわけであります。

しかしながら、準備預金制度というのは、そういった中ではかなり異質で、一種の強制性を持つものではないかというような議論がされたこともあろうかと思いますが、このイギリスの制度は、準備額を金融機関の側から申告するということで、ここにおいても既に準備率操作という概念がなくなっているわけです。

金融機関は、申告した準備額（平残）の上下一定の範囲内で準備預金を積むことを求められます。この範囲にある限り準備預金には付利される。その金利を、通常でいう一週間の短期レポの金利として使うということで、一般的には、イギリスの政策金利の期間というのは一週間とされる

わけですが、正確には、準備預金への付利金利が政策金利ということになります。先ほどの強制性ということでは、従来は準備預金には金利がつかなかったわけでありますから、その意味でも準備預金制度の強制性が問題になったのですが、付利ということ、強制性は非常に薄くなっているということだろうと思います。今回、危機対応で各国において準備預金に付利をするということが行われておりますが、これがまた非常に大きな意味を持っているのではないかと私は思うわけであります。

過少準備についてペナルティがあるというのは、比較的誰にでも理解できることだと思います。では、超過準備についてもペナルティを設けるといえるのかということなのかというと、これは恐らく、準備需要を不安定化させないためであろうと思います。

そういう中で、資金供給は基本的にレポオペ（短期・長期）によるということでした。そして、二〇〇六年、イングランド銀行は、それまで通常はやっていなかった国債等のアウトライトオペを行うと発表しました。すぐやるかと思っていまして、実際は二〇〇八年一月以降の実施となっております。

では、それ以前、そのような制度は全くなかったかという点、似たような制度でCRD (Cash Ratio Deposit) という制度がありました。これはイングランド銀行の運営のための凍結預金口座で、無利子であります。その対応資産としての国債があつて、その利ざやでイングランド銀行の運営のためのお金を儲けるといような制度であります。

とりあえず簡単に、平時モードの調節において重要なこととして説明させていただきました。

(超過準備保有にもなせペナルティを設けたか)

二〇〇六年の金融調節方式の変更において超過準備保有にもペナルティを設けたのは、先ほど申しましたとおり、準備需要を安定化させるためでありませんが、より具体的な制度というのは、金融政策委員会(MPC)から次のMPCの間というのは約一カ月ですが、積み期間の二日前に各金融機関はBOEに自行の準備額を申告する。後積み制度ですから、この段階で完全な準備需要が確定するわけであります。その中で、各行は申告の上下一%の範囲内で準備を積むことを要請されるということであります。その意味で、付利されることにより銀行が安易に超過準備を放置するということになれば、準備需要が不安定化し、イングランド銀行の金融政策の遂行上、障害となるおそれがあるということを懸念したと思われれます。

(ノーザンロックの流動性危機対応)

この体制が動揺を余儀なくされたのが、二〇〇七年のノーザンロックの流動性危機の頃であります。ノーザンロックは旧住宅金融組合であります。一九九七年の銀行への転換後、急速にその業容を拡大しました。それに加えて、資金調達面でも、証券化への依存が非常に強かったことで有名な銀行でありました。それが二〇〇七年に、それほど不良資産は多くなかったとされていますが、パリバショック等の影響から流動性危機に陥ったわけであります。つまり、資金が流出して、なおかつMBSが全く売れなくなったということになります。そのときにイングランド銀行はどうしたかという点、先ほどの上下一%という付利範囲を上下に拡大するという作業をしたわけであります。

## (預金流出と中央銀行の流動性供給)

それを図式的にあらわすとどうなるかというところで考えてみたのが図表1であります。図表中のA銀行をノーザンロック、B銀行をその他銀行と考えてもよろしいかと思いますが、A銀行から預金が一〇逃げてしまったというようなケースです。そうすると、A銀行の準備はゼロになってしまいます。これは準備率一〇%の想定ですので、準備は九要ることになります。AもBも、とりあえず最初のバランスシートの構造は同じと仮定します。そうすると、過少準備の九に対して中央銀行が流動性の供給を行うと、もとに復するということです。そのときB銀行に変化はありません。では、逃げた一〇はどこに行ったのかというと、ほかの銀行に行かないで、銀行券の形で保有されるといことが考えられます。そうすると、準備預金はさして変わらず、銀行券がふえるとい

うような形で、中央銀行のバランスシートが変化するかと思います。これが想定される第一ケースです。要するに、資金が流出して、それが銀行券で持たれるというケースです。

想定される第二ケースは、B銀行、つまりその他銀行ということで、流出した預金が他銀行に預入されるといことであります。そうすると、B銀行に超過準備が発生します。通常、こういう場合にはインターバンク市場で調整されるということになるので、A銀行が危ないわけですから、B銀行はインターバンク市場に資金を放出しない。それゆえに流動性危機になるわけですから、そこに対して中央銀行が流動性を供給するということになります。そうすると、とりあえずA銀行は何とかなる。しかし、B銀行は超過準備が発生しているという状況です。通常は中央銀行がこれを吸収することは可能ですが、危機時にはそ

図表1 預金流出と中央銀行の流動性供給

①想定される第1ケース

A銀行

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

B銀行

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

A銀行から預金流出 10 (準備率10%)

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

B銀行に変化なし

②想定される第2ケース

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		
貸出金	80	預金	100
		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ふ意味

図表2 ノーザンロック危機時の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
C R D	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

\*ケース①は発生せず、ケース②が発生した！！

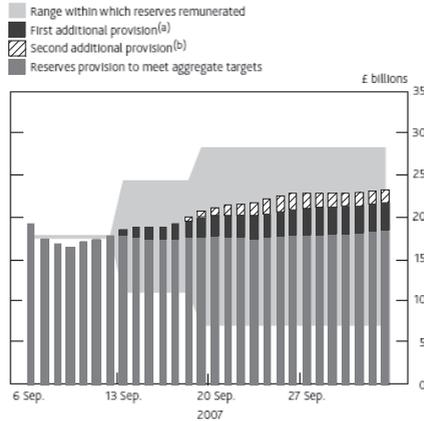
ういうことはなかなかできないのではないかと。これが想定される第二ケースということになるわけでありませう。

では、現実にはどうだったか。図表2はイングランド銀行のバランスシートです。ホームページで一週間ごとに確認できますので、当時のものを見てみると、負債項目の銀行券がほとんど変わっていません。ノーザンロックの危機は九月でしたので、九月に準備預金がふえているということがおわかりいただけると思います。要するに、想定される第二ケースが発生したということになります。

では、イングランド銀行はこれにどのように対応したか。非常にビジュアルに見えるのが図表3であります。図表左側の水平の非常に細い帯、これが上下1%という規制の枠であります。通常はここにおさまるようになっていきます。しかし、こ

図表3 ノーゼンロック危機時の付利範囲拡大

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



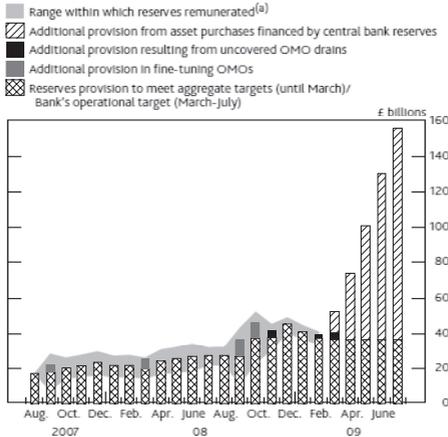
[出所] BOE BEQB 2007Q4

のままにしておく。超過準備保有行にはペナルティが発生してしまう。ゆえに、片方だけというわけにはいかないので、短期的に付利範囲を双方向に広げるといことをします。もう少し超過準備が発生するという状況を考えて、さらに付利範囲を広げるとい形で混乱を防ごうとしたということが見えるわけです。

これをもう少し長期間で見たのが図表4です。水平に伸びた帯の部分が付利範囲であります。こういう形で二〇〇九年二月まで準備預金への付利範囲が定められていました。しかし、これでは付利範囲の上限がいわばシーリング（天井）になってしまうということで、量的緩和ができないということになります。ゆえに、量的緩和をするためには付利範囲を取り払わなければならないということです。三月以降、現実的にイングランド銀行はそれをやったというわけです。

図表4 量的緩和への道

Chart 40 Aggregate reserves targets and reserves provision



[出所] BOE BEQB 2009Q3

## 二、量的緩和政策の効果と証券貸出スキーム（FLS）

（量的緩和政策採用とその後の経緯）

二〇〇八年秋のリーマン・ショック、それ以降の混乱を受けまして、さらに緩和措置を講じなければならぬということ、二〇〇九年一月にAPF（Asset Purchase Facility）をイングランド銀行の子会社として設立しました。当初の買取枠は五〇〇億ポンドで、民間資産を購入、そしてTB発行によりファイナンスということであり、また、外為介入の非不胎化であるとか、そういうときによく議論になりますが、日本の外為の介入も、FB（T-bill）を発行して、市場から資金を吸収した後に資金を出せば、そもそも不胎化介入しかないというような議論がありますが、

イギリスの場合もTBを発行するのであれば、市場から資金を吸収するわけですから、資金を供給するという事にはなっていないわけです。その意味では量的緩和にはならないということです。

そんな中で、二月にCPを初購入し、三月五日にはつきり変わるわけがあります。金融政策委員会(MPC)がAPFによる国債購入を決定します。ファイナンスは準備預金増によるということでもあります。量的緩和(Quantitative Easing)を行うということをはっきり言ったことになりません。この量的緩和の総枠、当初は一五〇〇億ポンド、民間資産は五〇〇億ポンドということで、即国債の購入、社債購入となりまして、八月に購入限度額が一七五〇億ポンドに増額され、一月には二〇〇億ポンドに増額されております。

ここまでを一応、イングランド銀行自身が四季報の論文で「QE1」と呼んでおります。いわゆ

るアメリカのものとは違いますが、イギリスにおける「QE1」という形で呼んでいるということです。

その後、約二年間、限度額が凍結されます。そこにおいても余りはつきりとした緩和効果があらわれなかったことから、二〇一一年一〇月、購入限度額が二七五〇億ポンドに増額されます。そして、二〇一二年二月には三二五〇億ポンドに増額。ここをイングランド銀行としては「QE2」と呼んでいるわけでありませう。

そして、昨年七月には購入限度額が三七五〇億ポンドに増額されています。「QE3」ということになるのかならないのか、そこは微妙なところです。一部のMPCの委員は増額を希望していましたが、今年に入ってもそれは否決されたまま今日に至り、七月にはカーニー新総裁の就任ということになりました。

その他の措置としては、二〇一一年一二月に拡大タームファシリティ（ECTR）の創設が決定され、二〇一二年六月から運用が開始されました。それから、先ほど少し申し上げました証券貸出スキーム（FLS）が創設され、八月以降運用が開始されました。これは銀行の資金コスト軽減による貸出増が狙いですが、この点については後ほどまた少し詳しくお話しさせていただきます。

#### （量的緩和政策の効果について）

量的緩和政策、すなわち非伝統的政策の効果は、すぐにはわかりづらいということかと思いますが、その効果についてはいろいろな説明がありますが、わかりやすいものではキング前総裁の講演があります。ほかにもいろいろあるのですが、現時点でのホームページの一般的な説明、また四季

報での説明等々というのはどのようなようになっていくかという点、基本的には、たくさん買うので国債価格が上昇する、すなわち国債の利回りが引き下げられる。そうすると、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。資産価格の上昇、借入コストの低下、支出・産出増、こういったようなことが期待できるということを言っています。量そのものの効果については述べていません。

ただ、量的緩和政策を始めたところに、イングラード銀行は一般向けのパンフレットを作成しました。その頃はホームページでもそのパンフレットを見ることができ、そこでは、量的緩和政策によりマネーサプライがふえると物価が上がるといふかなり単純な説明をしていたのですが、いつの間にかそのパンフレットは消えてしまいました。また、期待インフレ率の上昇という説明も今のところ

ろありません。

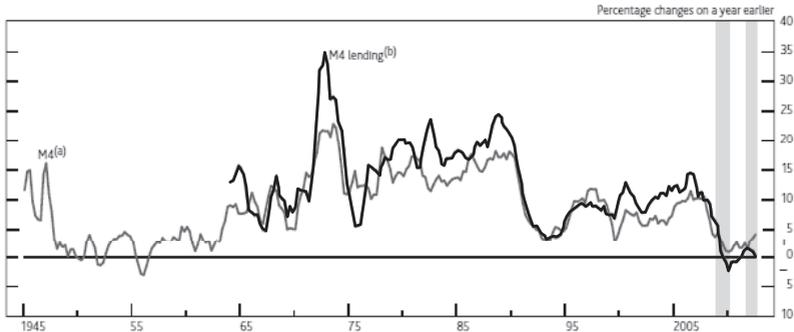
では、キング前総裁は講演でどんなことを言ったのか。さすがに効果があるとは言えないのですが、この効果のほどは不透明であると率直に認めています。しかし、もしこれがなければ経済に痛みが生じたであろうと言っています。かなり苦しいなと私などは思うわけですが、そういう弁明をしています。

ただ、やはり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ので、FLSが必要で、この結果、資金調達コストは明らかに低下したと言っています。これは去年のことですが、オリンピックがあつたにもかかわらずと言うべきか、GDP等の数値は良好ではないけれども、失業率は低下している。そして、イギリスの場合、インフレ率がずっと上離れをしていました。二%がターゲットで上下一%。三%を超えるとという時期が随

分続いてしまつて、普通は、三%を超えたら、インフレーション・ターゲットの枠組みの中では金融引き締めに入らなければならないはずですが、それはしていかないといういわば妙な状況になつていたにもかかわらず、インフレ率が二%ターゲットに近づいてきたというようなことを言っているわけがあります。

では、量的緩和政策の効果をどう見るかということですが、マネーストックの伸びは大変低い状況にあるということでもあります。これは恐らく、消費の弱さとか、銀行及び企業のバランスシート修復というようなものがあるだろうと思われるます。図表5は、長期的なマネーストックの前年同月比の推移のグラフですが、戦後の一九五〇年代ごろのような低い伸びになっているということがあります。

図表5 マネーストック前年同月比の推移



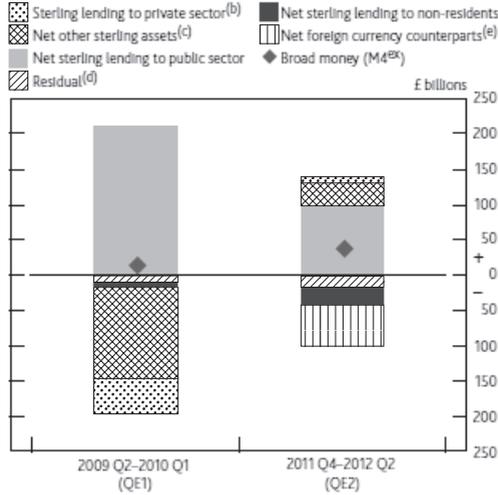
[出所]Butt et al.[2012]p.322.

（イングランド銀行の四季報における分析）

買った分だけマネーストックがふえていいはずなのに、なぜふえないのかということに関して、イングランド銀行の四季報に論文が出ております。そこではどういう分析をしているかというのが次の話であります。

一つは、社債等の利回り低下から銀行貸出への需要が減少しているということです。国債の大量購入により金利が下がることが社債等にも影響して、銀行貸出の需要が減少する。それに加えて、社債で調達して銀行の融資を返済すればマネーは減る。さらに、銀行にとっても別な形での資金調達がふえるので、投資家が銀行発行の債券・株式を購入すればその分は減る。また、銀行自身の国債売却、それから、投資家が非居住者から資産を購入するというようなことにより減ったということをおっしゃいます。

図表6 マネーストックの変化

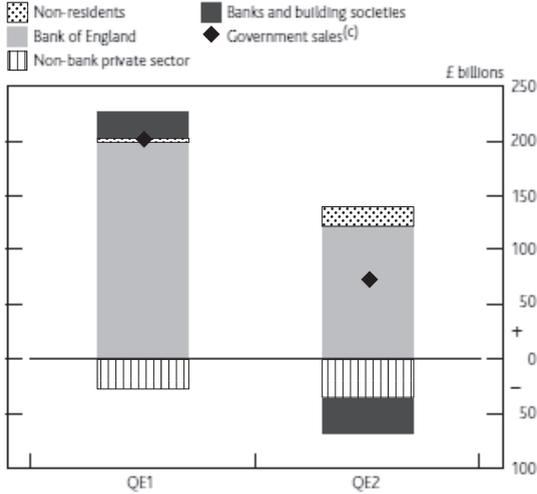


[出所]Butt et al.[2012]p.325.

これは、先ほど言いたいわけゆるQE1とQE2では異なります。QE1の時期は、どちらかというとな Netto の貸出減少。QE2については、Netto の非居住者資産・外貨建資産の影響、それに加えて銀行自身の国債売却というようなものがあると説明されております。

図表6のグラフの「公共部門向け貸出」(Net sterling lending to public sector) がふえている分ですが、下の部分はマイナスに働く諸要因ということで、QE1のときは貸出の減少が大きいうことだろうと思います。隣がQE2ですが、ひし形の部分がネット、少しだけふえている。公共部門向け貸出はQE2の時期の一二五〇億ポンドより少なくなっています。これは図表7をみると、QE1では銀行が国債を買っている。一方、QE2の時期については、銀行が国債を売却しているということの影響で、マネーストックがふえ

図表7 英国国債保有構造の変化



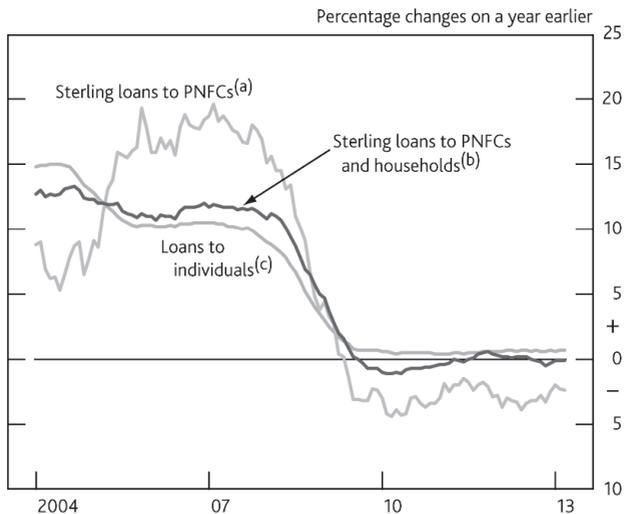
[出所] Butt et al. [2012] p.325.

ない理由となっているということだろうと思われます。

(実際の量的緩和政策の効果)

この種のもは効果というものが見つけづらいですが、マクロ経済指標にはポジティブな効果はどうも与えていない。銀行貸出の伸びは観察されていない(図表8)。そして、イギリスの特徴なのですが、インフレ率は、最近ターゲットレンジ内に入っていますけれども、かなり長期間においてターゲットレンジを上方に外れている、すなわち三%以上になっているという状況です(図表10)。先ほど申し上げましたとおり、本来なら引き締めに転換しなければならないような事態であります。そういう中で、総裁は、財務大臣に公開書簡を何回も書かなければならない事態になっていたということでもあります。

図表8 貸出増加率の推移



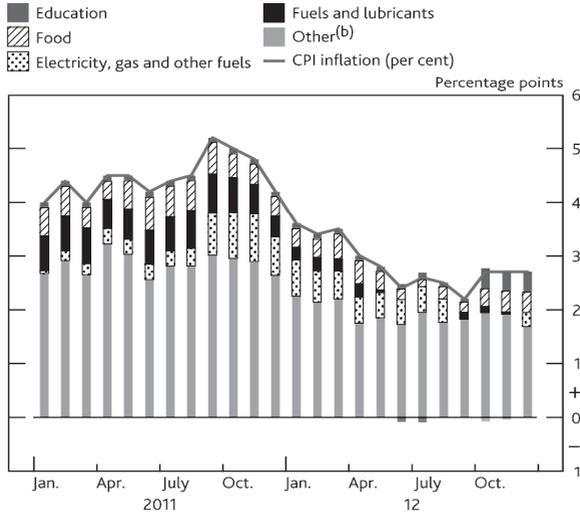
[出所]BOE Inflation Report 2013.5

図表9 国債・OISスプレッド



[出所]APF Quarterly Report  
 2012Q1, この図は12Q1まで

図表10 インフレ率



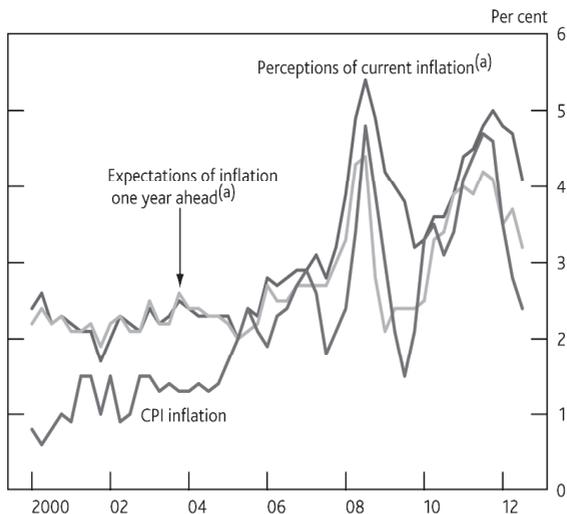
[出所]BOE Inflation Report 2013.2

上離れのもとでの追加緩和は、量的緩和の目的が、ターゲットレンジよりもインフレ率が低くなることを警戒してのものであることによるということだろうと思います。ただ、イギリスは国債のインデックス債が非常に多い国であります。それで測るブレイクイーブン・インフレ率ではなく、調査ベースの期待インフレ率は昨年以來低下傾向にあります（図表11）。

こういった中、量的緩和の効果が不明確であるということ、銀行貸出のための新たなスキームが要請されたということになるかと思えます。

図表8は実際の貸出増加率の推移です。特に企業への貸出（Sterling loans to PNFCS）ですが、そこが弱いということであります。家計への貸出のほうがまだいいということになるかと思えます。

図表11 期待インフレ率



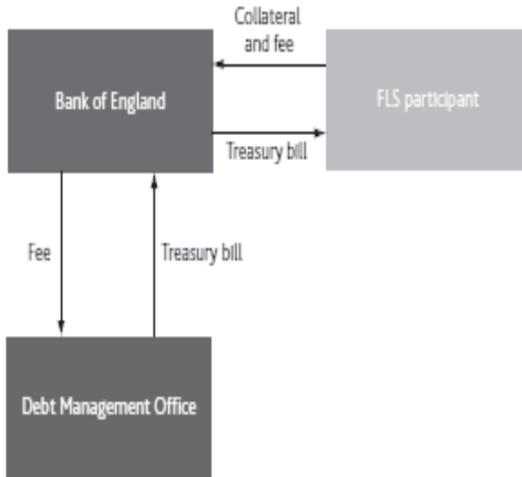
[出所]BOE Inflation Report 2012.11

(証券貸出スキーム (FLS) の導入)

証券貸出スキームであります。銀行貸出が量的緩和にもかかわらず伸びない理由は何だろうというところで、イングランド銀行による分析では、やはり資金調達コストにあるのではないかと。資金調達コストを低めれば、貸出がふえ、マネーストックもふえるのではないかとということであります。そこで、昨年七月、財務省と共同でTBの貸出スキームの創設を決定し、八月以降、運用を開始しました。当初は二〇一四年一月までということとで設定されたものであります。

この財務省と共同で発表したTBの貸出スキームがFLSというものであります。これはどういう制度かといいますと、二〇一二年六月末時点の貸出残高の五百分のTBを〇・二五%で借り入れられるというところであります。貸出の増加分については無制限にこの手数料の水準で借りられ

図表12 FLSの仕組み



[出所] BOE BEQB 2012Q3

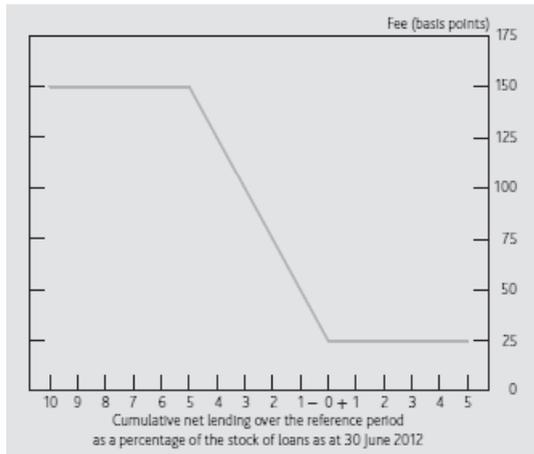
る。もう一つ、インセンティブとして、貸出残高減少の場合には手数料が高くなるということがあります。

図表12は、ごく簡単なFLSの仕組みであります。FLSの手数料は(図表13)、ふえれば安のまま、減れば高くなるということでご了解いただければと思います。簡単に言うと、貸出残高が一〇〇あつたとすれば五まで借りられる。それが一〇五にふえれば、五プラス五で一〇、一一〇にふえれば、五プラス一〇で一五という形で、とりあえずは無制限にこの恩恵を受けることができるという制度の設計にはなっています。

しかしながら、現実には厳しくて、貸出は伸びておりません。それはまた御紹介しますが、ただ、今年の四月に、実施期間の一年延長と対象機関のノンバンクへの拡大等を発表しております。

貸出が伸びていないことは一目瞭然です(図表

図表13 FLSの手数料



[出所] BOE BEQB 2012Q3

14)。昨年の六月末の貸出残高が約一兆三六〇〇億ポンドであります。その5%ですから六百数十億ポンドということだろうと思います。しかし、全くそこまで行っていない水準であるということがわかりますし、もくろみと違って貸出は減っているということですから、効果がなかったと思われるわけがあります。

ただ、住宅ローン金利が若干下がってきておりまして、モーゲージがふえるということは今後あるかもしれません。

### 三、量的緩和政策と国債市場

(APFによる国債購入の特徴)

量的緩和というのは、今現在の日本もそうですが、イギリスの場合、ほかに大きなマーケットがないということもあり、中央銀行が何かたくさん

図表14 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	TB借入	貸出増	TB借入
TOTAL	1,364,511	923	4,360	-2,425	9,472
Barclays	188,453	3,803	1,000	1,898	5,000
Clydesdale	33,172	-23		-394	
Co-operative	31,768	-5		-294	
Lloyds Banking Group	443,255	-2,518	1,000	-3,118	2,000
Nationwide BS	152,155	1,834	510	1,766	1,500
RBS Group	214,793	-677	750	-1,681	
Santander	189,339	-3,473	1,000	-2,835	

[出所] Bank of England

買うということになると、どうしても国債になります。

では、APFによる国債の購入にはどのような特徴があるかという点、発行残高対比での大量の国債購入ということでもあります。また、日本銀行は既に停止しましたが、日本銀行がやっていたような銀行券ルールのような歯止めが設けられていないということがあります。それから、イギリスは物価連動国債の発行額が多い国で、一番最初に発行した国でもあります。伝統的な国債 (conventional gilt) の購入であるということ。さらに、日本との違いで言うと、購入国債の残存期間が非常に長い。当初は五年から二五年でしたが、二〇〇九年八月には残存期間の制限を撤廃しております。そして、非銀行民間部門からの購入が中心であるということです。日本の場合は銀行からが多いですが、主力は、年金基金や生命保険会社

といった機関投資家です。

その点については、図表15をごらんください。一番右がイギリスですが、他国に比べて国債の残存期間が非常に長い。これがイギリスの国債市場の特徴です。また、APFによる国債購入も、非常に長いものが多いということが図表16からおわかりいただけると思います。

(APFによる国債購入による国債市場の変化等)

非常に大量の国債を購入するという一方で、APFによる国債購入で国債市場にはどのような変化が起きたのかというと、どうしても特定年限の国債を多額に購入することになるので、回数によっては非常に少なくなるものも出てくるということ、二〇〇九年八月には国債貸出制度が導入されております。

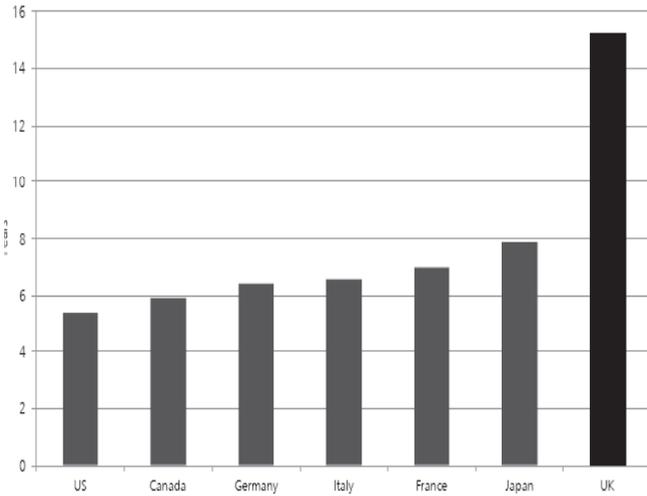
国債保有構造の変化ということでは、機関投資

家から多く買っていますので、機関投資家が減少し、海外部門の割合は不変ということであります。

APFの保有は二九%ということで、日本よりも大きいと思います。GDP対比では、他中央銀行より大きい割合を保有しています。また、物価連動債が残高の二〇%程度を占めておりますので、コンベンショナルギルトにおいては、かなりの部分を買っているということになるかと思えます。

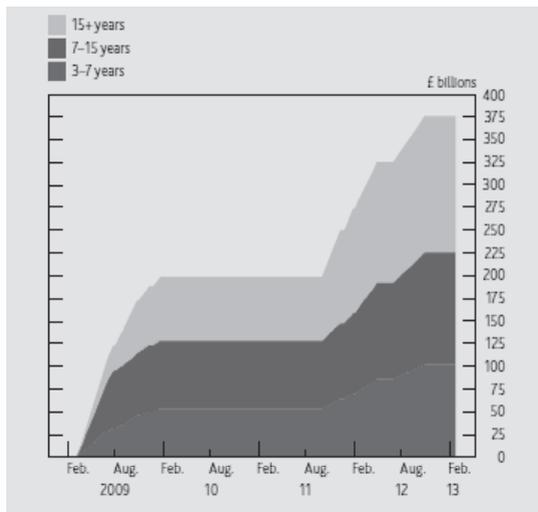
では、逆に発行市場のほうはどうかというと、リーマン・ショック以降、国債発行額は急増しております。それ以前は五〇〇億ポンド程度でしたが、今は三倍の一五〇〇億ポンド以上になっています。ただ、イングランド銀行では、マネタイゼーションと見られることについては非常に警戒しています。

図表15 国債の残存期間(2012)



[出所]DMO[2013]p.19.

図表16 APFによる国債購入(残存期間別)



[出所] BOE BEQB 2013Q1

そこで、保有構造の変化です(図表17)。二〇〇七年の第3四半期で一番大きかったのが機関投資家(Insurance companies and pension funds)ですが、二〇一二年の第3四半期では大きく減っています。その分、APFが約三割。これはAPFだけで、イングランド銀行がほかで持っているものは銀行に入っています。とにかく、どういう形で買ったかというのは一目瞭然です。

今までイングランド銀行は、基本的にはアウトライトオペをしていなかったわけですから、余り国債を持っていませんでした。ところが、GDP対比で見ると、結果として、非常に多く買った日銀よりも大量の国債を購入しています(図表18)。それにもかかわらず、効果が出ないということだろうと思います。

## おわりに

イングランド銀行の量的緩和政策は、いろんな経済指標を見る限り、これまでのところ、实体经济及び金融にポジティブな効果を与えているようには見えないわけでありませう。かつての日本銀行の量的緩和政策もそうでありましたが、金融面に關しては、銀行融資の低迷はリザーブが制約要因ではなかったからだろうと思われませう。

今のところですが、調達コスト低下を狙ったFLSもポジティブな効果は観察されておりませう。ですから、本当に調達コストは制約要因であったのかということについては、今後議論になるかと思ひます。

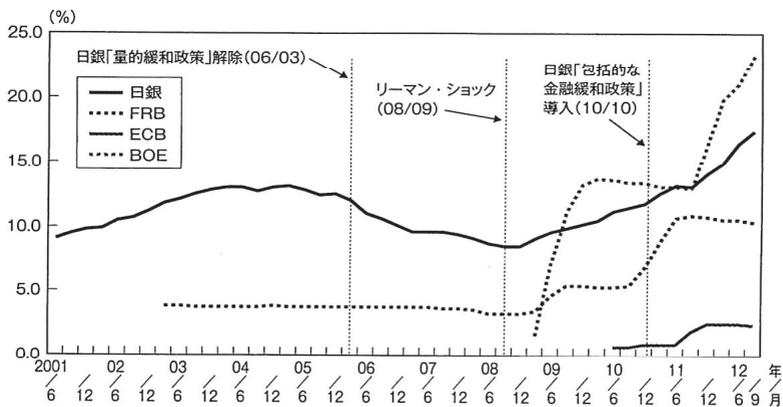
また、インフレーション・ターゲットという枠組みにも疑問が生じています。はっきり言う

図表17 国債保有構造の変化



[出所]DMO[2013]p.20.

図表18 中央銀行国債保有額対GDP比



[出所]梅田[2013]p.21.

と、八〇年代のマナーサプライ・ターゲティングが失敗して、その後の為替レート・ターゲティングも失敗して、やむなく一九九二年にインフレ・ション・ターゲティングを導入せざるを得なかった。イングランド銀行はその成果を誇ってきたわけですが、上離れをしながらも引き締めができませんというのは、フレキシブルではあると思います。が、ある種の裁量性を排除するという当初のつもりみからはおかしなことになっているし、わかりやすさを減殺していることになっているのではないかと思います。

そして、カーニー総裁がこの七月から就任されたわけですが、キング前総裁は、この二月以来退任まで、A P F の購入額の二五〇億ポンド増額を提案しておりました。しかしながら、ずっと六対三で負けてきたわけです。総裁がずっと負け続けているというのは日本では余り考えられないこと

ですが、そういう状況です。議事録を読んでみますと、インフレ率は一応レンジ内には戻ってきただけども、直近ではまだ二・七%くらいでしょうか、非常に高い状況にあるということが影響しているのではないかと私は思うわけでありませう。

(新総裁を迎えての新たな動きはあるか?)

今後の問題としては、まだ出口政策には早いと思いますが、F R B が出口を意識しているということだと思いますと、イングランド銀行はこれだけ多く買っていて、残存期間も長いことから、出口における国債売却がスムーズにできるのだろうかということが考えられます。

さらに、新総裁のもとで新機軸が打ち出されるのか。カーニー総裁は、就任前にG D P ターゲティングというような言葉を言ったとされておりますが、何らかのフォワード・ガイダンスが打ち

出されるのではないかとということが予想されません。これ自身は政府も要請しています。

御承知のとおり、この七月一日にカーニー新総裁（前カナダ銀行総裁）が就任しました。学位はオックスフォード大学で取ったようでありませんが、ゴールドマン・サックス出身で、日本にもいた方です。カナダ人であることもそうですが、エコノミスト誌に公募の広告が出たことも不思議であります。イギリスは王様も外国から来る国ですので、そういう意味では違和感がないのかもしれませんが、日本人の感覚では非常に驚くところでもあります。

七月四日に新体制での第一回金融政策委員会（MPC）が行われましたが、政策の変更はありませんでした。ここは黒田新体制との相違であり、MPCの政策変更がない場合、声明を発表するということとは

りませんでした。変更なしということでは異例の声明が発表されました。どちらかというと、出口は遠いというような形で出されて、ポンドが安くなったということがニュースになりました。

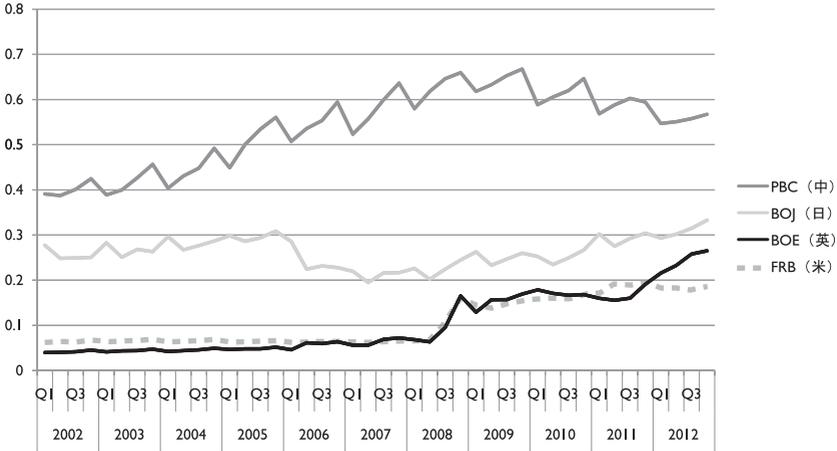
（論点）

最後に、論点として、量的緩和をどう考えたらいいのかということについて、私なりにお話しさせていただきます。

リーマン・ショックのときの中央銀行のバランスシートを一〇〇として、そこを出発点としながらグラフを描いて、日銀はいかに緩和に不熱心であったかというような議論がよくなされます。私は、その議論は二重の意味で間違っているのではないかと考えております。

図表19をごらんください。二〇〇八年のところ、グラフの角度が大変急になっています。角度が

図表19 中銀BS対GDP比(国際比較)



急なわけですから、バランスシートを一〇〇とすればどどん上に行ってしまうですが、GDPで対比したバランスシートというのは、日銀のほうがはるかに大きい。ですから、リーマン・ショックのときを全部一〇〇にしてやるという議論が当たるのか。そのさらに上にあるのが中国の人民銀行であります。中国の人民銀行というのは、二〇一〇年、二〇一一年に準備率の引き上げを行った銀行でありまして、金融引き締めを行った中央銀行のほうがバランスシートが大きい、これをどう考えるのかということがあります。

ですから、そういう非難は当たらないのではないかとということではありますが、そもそも、今回のように中央銀行の準備預金に付利がされたというような状況で、バランスシートの大きさを緩和度と結びつける議論に意味があるのかということをやはり考えなければならぬのではないかと。それ

が基本的には、量的緩和に関する本質的な疑問と  
いうことになるのではないかと思われるからであ  
ります。

これは、九〇年代初めのいわゆるマネーサブラ  
イ論争のときの一方の当事者であった翁邦雄先生  
の議論にどちらかというと寄りかかっているわけ  
ですが、その前に、なぜ日本銀行の量的緩和政策  
では短期金利がゼロに張りついてしまったのかと  
いうと、準備預金に付利がされていないので、ま  
ずゼロになってから量的緩和に行かざるを得な  
かったのではないかということがあります。とい  
うことは、準備預金に付利がされない限り、ゼロ  
金利を通過して以降でなければ超過準備供給はで  
きないということの逆は、準備預金に付利がされ  
ていれば、短期金利が完全にゼロにならなくても  
超過準備供給はできるということになろうかと思  
います。

そうすると、そういう状況のもとでの中央銀行  
のバランスシートの拡大は、金融緩和の指標とな  
り得るのかということでもあります。特に準備預金  
に付利がある場合、本当にそうだろうかというこ  
とをきちんと考えたほうがいいのではないかとい  
うことです。中央銀行の準備預金に金利が付いて  
いる場合は、何もインターバンク市場に放出しな  
くてもいいわけでありますから、中央銀行が安全  
資産を提供しているわけであります。ということ  
は、これは一種の資金吸収ではないかということ  
になります。

翁先生の二〇一一年の本では、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  
を批判しています。その際に、「この議論は、今  
回の各国中央銀行のバランスシート拡大が超過準  
備への付利を伴っていることを見落としていた」  
と明確に言っています。そして、「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」と言っているわけであります。

さらに、「日本の単純な量的緩和の効果（注…ポートフォリオ・リバランス効果）はネグリジブル（ないに等しい）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」と言っています。

「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の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としている」とあるのですが、これ

は、イングランド銀行の当初の説明がそのような形だったものだから、それを受けたものだろうと思います。

また、「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」ということで、キング前総裁の話を先取りするような形になっています。そうすると、「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に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」ということで、これが現時点のイングランド銀行の説明ということになるわけであります。

そういうことから考えまして、イングランド銀行のAPFによる資産購入というのは、「量的緩和」と呼ぶよりも、これは私の考えですが、どちらかというところ、FRBの公式説明のとおり「大規模資産購入」と呼ぶほうが適当ではないか。量の

緩和効果を狙っているわけではないのではないかと。もう少し言いますと、準備預金への付利は、場合によっては売出手形と一緒にではないか。あるいは中国などの中央銀行債券と同じだと考えれば、売出手形という形で中央銀行の負債サイドになる、もしくは中央銀行債券という形で負債サイドになって、その分、準備預金が減る。つまりそれは、マネタリーベースが減るということであり、ますから、準備預金の付利は資金吸収手段であると考えられるわけです。したがって、そういう形でのマネタリーベース・コントロールに意味があるのかというのが、現在私の考えているところでもあります。

中央銀行の準備預金に付利がされるということ、負債サイドがマネタリーベースを構成する準備預金のように見えて、実は売出手形もしくは中央銀行債券と同じように考えるならば、こうした

ファイナンスによる長期国債の大量購入は、オペレーション・ツイストと同じ意味を持つものではないかとも考えられるわけです。ただ、このオペレーション・ツイストにどの程度の意味があるかというのはよくわからないということ、私自身は今現在考えているということでございます。

以上で終わらせていただきます。

**高坂常務理事** 齊藤先生、どうもありがとうございます。  
 いました。

イングランド銀行の金融政策の動向や量的緩和を巡るいろいろな議論につきまして、大変興味深いお話を伺うことができました。

それでは、お時間が若干ございますので、御質問等をお受けたいと思います。どなたからっしゃいませんでしょうか。

質問者 A カーニー新総裁が何をやるかというのはまだはつきりしませんけれども、みんな注目していると思います。

一つは、何らかのフォワード・ガイダンスということですけども、具体的に何かアイディアがあるのかどうか。時間軸みたいな発想が主なものなのか、それとも、もう少し違うことがあるのかということです。

もう一つは、カーニーさんは、GDPターゲットイングを示唆というか、そういう考え方もあるというコメントをしたということで、本当にそれを採用するかどうか、採用すると本人が言っているわけではないというコメントもあります。

今やインフレーション・ターゲットイングは、状況によって、有効なときもあるけれども、有効性が失われたということもある。特に、物価の上昇と景気の過熱がワンセットになっているようなと

きは比較的筋の通った政策ですけれども、これが乖離して低成長と物価上昇、スタグフレーションみたいなことになったときには、むしろ有害でこそあれ、余り指標にならない。それがレジュメにもお書きになっているように、そもそも疑問が生じているというようなことなのだろうと思います。

日本ではまだインフレーション・ターゲットイングというものに対して、当初のというか、プリミティブな状況での支持が多いわけですけども、さんざんやってきたイギリスでは、反省があって、それがGDPターゲットイングという発想になっているとすれば、私は、GDPターゲットイングというのは一つの面白いアイディアではある、ぜひイギリスで採用してみたいくらいじゃないかと期待はしているんですが、そのGDPターゲットイングの採用の可能性などについてど

んな議論があるか、可能であれば教えていただきたいと思います。

**斉藤** 自身は細かな情報を持っているわけではございませんが、そもそも、インフレーション・ターゲットリングを九〇年代に導入した国は大体みんなそうだと思うのですけれども、高インフレに苦しんでいた国が、政治等の圧力から自由に、いわば政策金利を引き上げるためのツールとしてインフレーション・ターゲットリングが導入されたということだろうと思います。日本の場合は、どちらかというと、調整インフレといえますか、インフレ率を引き上げるといような形でずっと議論がされてきたということで、インフレーション・ターゲットリングに対する議論は、九〇年代に導入していた国と日本とでは大きく違うのだろうと思います。それが「期待」という議論になってくるのだろうと思います。

論文にも書いたのですけれども、白川前総裁がその「期待」ということに関して、期待に働きかけるということが、中央銀行が言葉により経済を思い通りに動かすという意味であれば、そういう市場観に私は違和感、危機感を感じるというようなことをおっしゃったのは、結構重要なことではないかと思います。

例えば、FRBが失業率ターゲットリングのようなものとしてフォワード・ガイダンスを導入しましたが、それはいつか出口がある。しかし、イングランド銀行の場合はまだそこまで行っていないと思いますので、政府のほうから何らかのフォワード・ガイダンスを、もしくは時間軸政策をとることだろうと思います。

加えて、旧来的なインフレーション・ターゲットリングの枠組みとしては、ちょっとおかしなことが生じているというのも事実です。そういう中

で、GDPターゲティング、要するに、ここまでは量的緩和は出ないんだということでGDPターゲティングというふうになっているとは思いますが、恐らく、GDPターゲティングかどうかは別として、出口を意識した何らかのフォワード・ガイダンスだろうと思うということしか、現状、私からは申し上げることはないということでございます。

**質問者A** 観点が全然違うのですけれども、超過準備に付利しているという事実が、ある意味、資金吸収の結果になっているのは御指摘のとおりだと私も前から思っています。最近行われている議論の中で、日銀が国債を大量に購入することによって、銀行はポートフォリオについて考え直さないと経営が成り立たないというようなことからポートフォリオのリバランスを促す、そういうことを言い出しています。長い間そういう事態

は観察されなかったけれども、ここへ来て、徹底的に国債を買うということによって、何らかの運用先を銀行は探さなくてはいけないので、〇・一％程度の付利であれば少しはリスクをとるのではないかということ、そこに本当の動意が感じられるのかどうか、まだちよつと疑問ですけれども、そういう議論があります。

ところが、この問題は、実は銀行経営と非常に密接に絡んでいて、リスクウエート・ゼロの国債からリスクウエートのある資産に変わることによって、どこまで自己資本比率が低下するかということがありますけれども、銀行経営上の問題がかなりある。今直ちに自己資本不足に陥ると思いませんけれども、そういうことをやっていくというのは、ある意味、乱暴な政策だと思うのです。要するに、金融機関経営に対しては全く無関心でいいのかということがある。そこまで行く

と、中央銀行というのはそれをどう考えたらいいのかということが話題となると思うのですけれども、BOEではそういう議論というのはあるのでしょうか。それとも、関心は余りないのですか。

**斉藤** 直接のお答えになるかどうかわかりませんが、日本の場合は、国債を銀行が持っている、質的・量的緩和という際に、買う対象は銀行です。本日お話ししたように、イギリスの場合は機関投資家から買っているということが大きな違いだろうと思います。

日本の場合については、従来、ポートフォリオ・リバランスは余りなかったということでしょうが、これだけ大量に買えば、やはり何らかの動きが起きてくるだろうと思います。今は長期金利が落ちついておりますけれども、ちょっと前のようなことで乱高下、もしくは逆に上がるといふことになれば、私、それほどしっかり分析している

わけではありませんけれども、一般的には、地方銀行の経営に問題が起きるだろうというようなことが言われています。ただ、イギリスについては、正直、その議論は存じておりません。

**高坂常務理事** ほかにどなたかいらっしゃいますか。

それでは、ほぼ時間になりましたので、以上をもちまして本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

改めまして、斉藤先生、ありがとうございます。(拍手)

(参考文献)

- King, M. [2012] *Speech(2012.10.23)*, Bank of England  
 Butt et al. [2012] 'What can the money data tell us about the impact of QE?' *BEQB* Vol. 52, No4.  
 DMO [2013] *Debt and reserves management report 2013-14*  
 梅田雅信 [二〇一三] 『超金融緩和のジレンマ』 東洋経済新報

イングランド銀行の量的緩和政策の評価と今後の展望

社

翁邦雄「二〇一一」『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本  
経済新聞出版社

翁邦雄「二〇一三」『金融政策のフロンティア』日本評論社

斉藤美彦「二〇一一」『金融危機下のイングランド銀行金融政  
策』『証券経済研究』第七六号

斉藤美彦「二〇一一」『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）第二五号

斉藤美彦「二〇一三」『量的緩和政策の日英比較』『証券経済研  
究』第八二号

（さいとう よしひこ・獨協大学教授  
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二五年七月十二日に開催されました。）

齊藤美彦氏

略歴

- 1979年3月 東京大学経済学部経済学科卒業（経済学士）  
1979年4月 全国銀行協会連合会入社  
1983年4月 預金保険機構出向（1985年3月まで）  
1986年10月 ロンドン大学（LSE）大学院研究生（1987年7月まで）  
1990年7月 財団法人日本証券経済研究所入所  
1992年2月 ロンドン大学（SOAS）客員研究員（1992年6月まで）  
1995年10月 オックスフォード大学セント・アントニーズ・カレッジ・シニア・アソシエイト・メンバー（スワイヤ・キャセイ・パシフィック・フェロー）（1996年9月まで）  
1995年11月 博士（経済学）〔武蔵大学〕  
1997年10月 広島県立大学経営学部・大学院経営情報学研究科助教授  
2001年4月 獨協大学経済学部教授  
2007年3月 中国社会科学院日本研究所客員研究員（2008年3月まで）  
2012年4月 獨協大学経済学部長

【主要著書】

- 『リーテイル・バンキング—イギリスの経験—』（単著）時潮社、1994年  
『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』（単著）日本経済評論社、1999年  
『金融自由化と金融政策・銀行行動』（単著）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、2010年  
『イギリス住宅金融の新潮流』（築田優との共著）時潮社、2011年