

日本総研記者勉強会

「非伝統的手段下での中央銀行と
政府の関係の在り方
ーイギリスにみる政策運営と
日銀新執行部下でのわが国の課題ー」

2018年5月10日

株式会社日本総合研究所
調査部 上席主任研究員
河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

本レポートは、

JRIレビュー (No. 56、2018年5月23日発行予定)収録論文

「イングランド銀行の金融政策運営と課題

－非伝統的手段下での政府と中央銀行の関係の在り方－」

として、4月16日に弊社ホームページにアップいたしております。

お問い合わせ先：調査部 上席主任研究員 河村 小百合

TEL：03-6833-1577 E-MAIL：kawamura.sayuri@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

問題意識

- 政府と中央銀行の距離が相対的に近いイギリスでは、量的緩和(QE)実施後の中央銀行にかかる負担を、着手の段階からどのように認識していたのか
- それに対処するため、政府と中央銀行であるイングランド銀行(BOE)との間で、どのような枠組みを設けたのか
- 英政府は、QEからの正常化局面において、BOEに対する損失補償を確実に実行できるようにすべく、これまでどのような財政運営上の政策対応を行ってきたのか
- 米連邦準備制度や欧州中央銀行は、こうした中央銀行にかかる負担をどのようにとらえて、金融政策運営を展開しているのか
- QE等の大規模な資産買い入れをひとたび実施した後で、それを収束させ、金融政策運営を元通りに正常化できる前の段階で、想定外の事態による金融・経済情勢の急変に見舞われた場合、中央銀行はいかなる課題を抱えるのか

構成

1. イングランド銀行のこれまでの金融政策運営 …5

- (1) イギリスにおける中央銀行の位置付けの経緯
- (2) 2008年の金融危機後の金融政策運営の枠組み
- (3) キング前総裁のもとでの金融政策運営
- (4) カーニー総裁就任とフォワード・ガイダンスの導入

2. 資産買い入れファシリティ(APF)の財務コスト運営をめぐる考え方と政策運営 …19

- (1) 2012年11月、APFの収益(損失)移転方法変更を決定
- (2) 2013年3月、APFの将来的な損益移転に関する試算を公表
- (3) その後のAPFの運営と、現時点における将来的な損益移転の試算結果

3. 2016年6月の国民投票後の状況とイングランド銀行が抱える課題 ……38

- (1) 国民投票結果(“Brexit”)を受けての2016年8月の金融政策運営
- (2) その後のイギリス経済と物価動向
- (3) イングランド銀行が抱える課題

4. 他の主要中央銀行の最近の金融政策運営 ……46

- (1) 非伝統的手段を用いたバランス・シート政策の展開がはらむリスク
- (2) 他の主要中央銀行の対応
- (3) バランス・シート政策は「往路」でどこまで展開可能か

5. わが国が抱える課題 ……60

- (1) 日銀の金融政策運営
- (2) “事実上の財政ファイナンス”で財政運営は改善したのか
- (3) わが国の財政は、日銀の財務基盤をどこまで支えられるか
- (4) 中央銀行と二人三脚でバランス・シート政策を展開した国に本来、求められる政策運営

1. イングランド銀行のこれまでの金融政策運営

(1) イギリスにおける中央銀行の位置付けの経緯

- イギリスでは1990年代半ばまで、金融政策運営は、財務省が決定
- 92年9月のERM(*)危機の際、イギリスはポンド防衛に失敗してERMを脱退
 - 大規模な外国為替市場介入に加え、BOEも公定歩合(政策金利)を15%にまで引き上げるも、ジョージ・ソロス率いるヘッジ・ファンド等による巨額のポンド売りには抗し得ず
 - = 金融政策運営上は「為替レート・ターゲティング」の失敗に相当
- 以後、変動相場制に移行して今日に至る。イギリスはその後、単一通貨ユーロにも参加せず、EUからも2019年3月に脱退の見込み
- ERM危機の直後の92年10月から、「インフレーション・ターゲティング」を採用
 - 政府がインフレ率の目標レンジを決定
 - BOEはその達成を目標に金融政策運営
 - 目標を達成できない場合は、BOE総裁は財務大臣に対して、①乖離した理由、②対応策、③目標値に回帰するまでの期間の見込み等を要報告
 - 財務大臣とBOE総裁とで公開書簡(open letter)を交わし、透明性を確保

- BOEはその後97年に、労働党のブレア政権の下で、金融監督体制改革との絡みもあり、政府からの独立性を獲得
 - 金融政策の決定権限は、財務省から、BOEに新設された金融政策委員会 (MPC: Monetary Policy Committee)に移管
 - 「インフレーション・ターゲティング」の枠組みはそのまま維持され、今日に至る運営は杓子定規ではなく、「柔軟なインフレーション・ターゲティング」
- BOEが獲得した「独立性」は、あくまで金融政策運営の判断にかかる部分、すなわち「手段の独立性」にとどまる
 - 他方、それに加えて「目標設定の独立性」をも有する中央銀行 (FedやECB)も存在
- 実際の金融政策運営は、政府とBOEとでのいわば“二人三脚”のような形

(2) 2008年の金融危機後の金融政策運営の枠組み

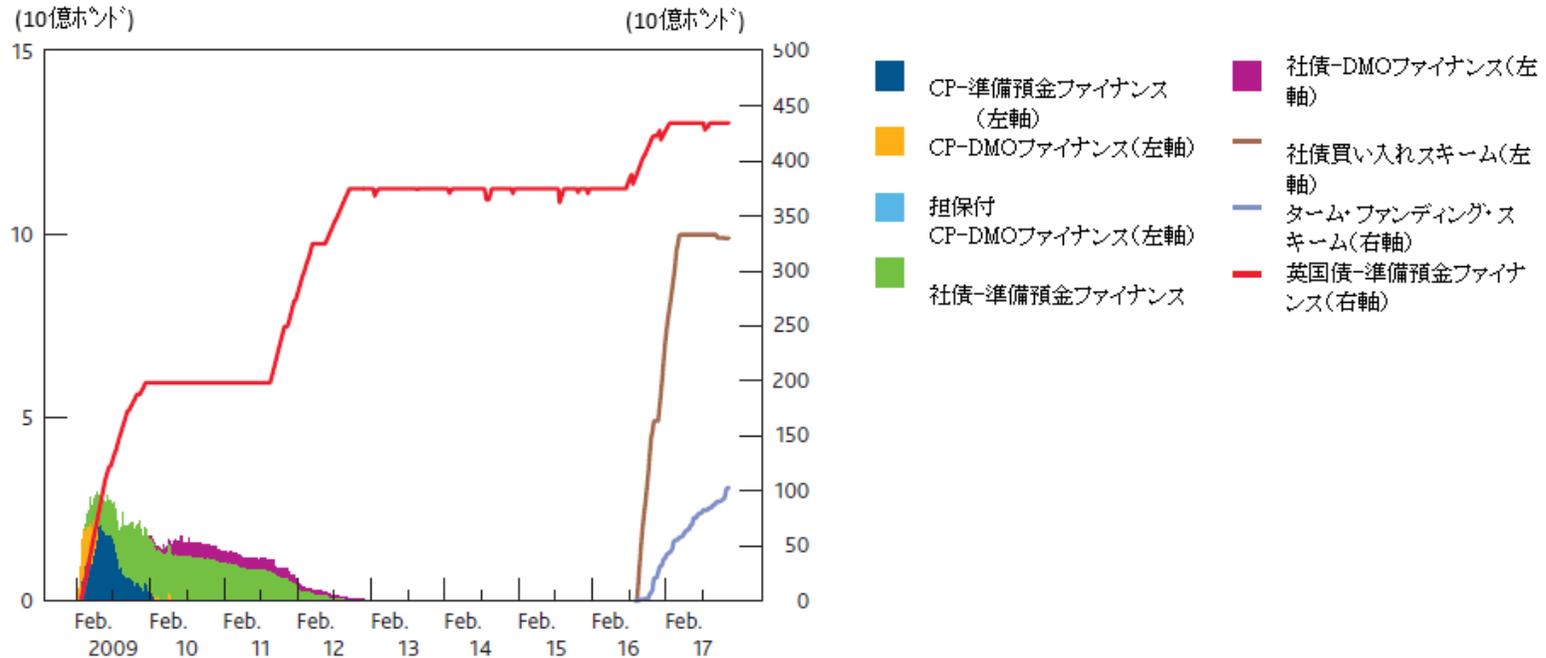
- 2009年1月29日、ダーリング蔵相はキング総裁宛の公開書簡で、BOEが資産買い入れを実施するための基金である「**資産買い入れファシリティ**」(APF: Asset Purchase Facility)の設立を提案
 - 企業が資金調達をしやすくし、危機で傷んだイギリスの金融市場の流動性の水準を回復させることが当初の目的
 - BOEはAPF上で、質の高い民間セクターの資産を500億ポンドを上限に買い入れ
- そしてこの時点において早くも、APFに将来的な損失が発生するであろうことを当然の前提に、それを政府が全額負担するという点を公開書簡のなかで明確に記述

The Government will indemnify the Bank and the fund specially created by the Bank of England to implement the facility from any losses arising out of or in connection with the facility.

政府は、BOEおよびこの機能を実行するためにBOEが特別に設立した基金に対して、この機能によってもしくはこの機能と関連して生じるいかなる損失についても補償する。
(訳は筆者)

- 当初、ダーリング財務相が示した買い入れ対象は、社債やCP等の民間債券のみ
- 同日付の返信の公開書簡で、キング総裁もAPF設置を容認
- 往復の公開書簡が発出された翌日の2009年1月30日にAPF設立
債券買い入れオペレーション開始

(図表1) APFの内訳別保有資産の推移

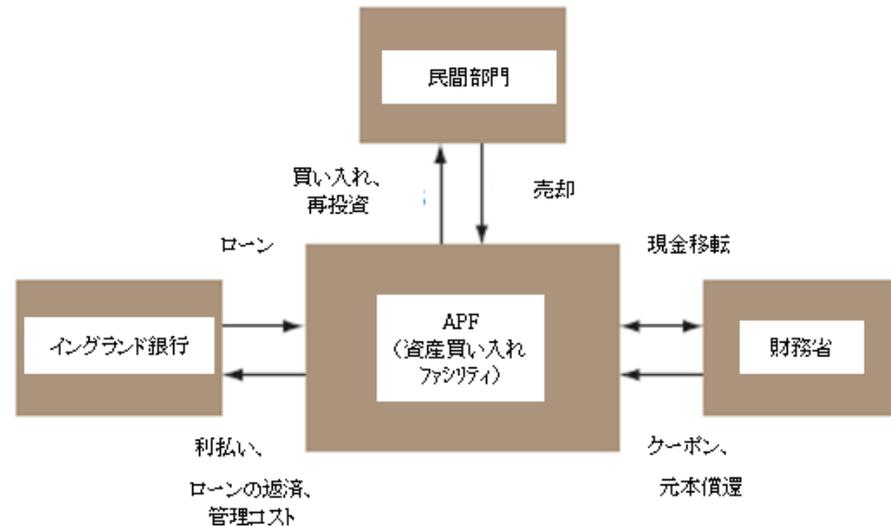


(資料) Bank of England, Asset Purchase Facility Quarterly Report 2017 Q4, January 29, 2018.

(注) DMO(債務管理局)ファイナンスは国による資金調達の意味。

- APFの買い入れ原資は当初、TB発行により政府がファイナンス。ただし、ダーリング蔵相はAPF設立を提案した往復書簡で、中央銀行マネーによるファイナンスに切り替え、量的緩和のツールとして用いる可能性も示唆し、実際に採用するか判断はBOEのMPCに委ねた
- BOEは2009年2月のMPCで、APFを金融政策運営の一環として、量的緩和(QE)のツールとして用いることを決定。同年2月17日付のキング総裁からの公開書簡でオズボーン財務相に申請

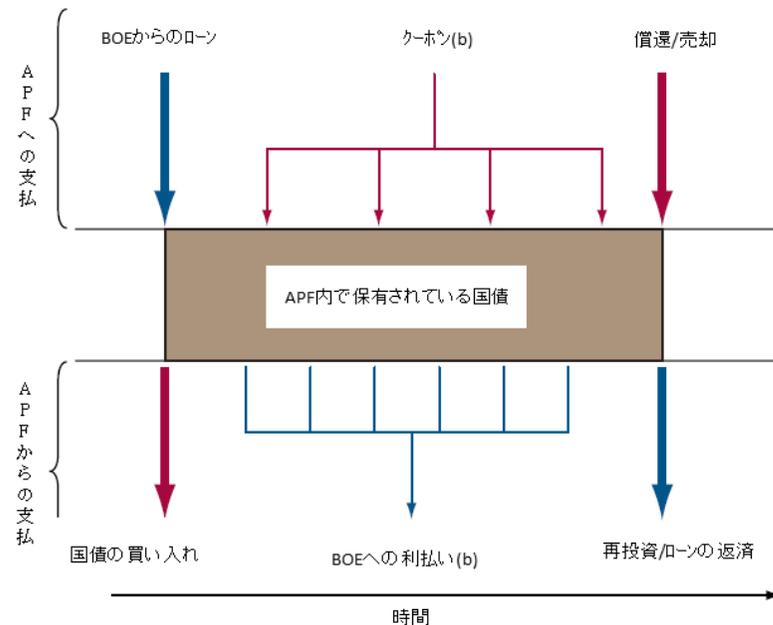
(図表2) APFをめぐるキャッシュ・フローの流れ(2009年3月以降)



(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p30, Figure 1を基に日本総合研究所作成。

- オズボーン財務相は同年3月3日付の公開書簡でこれを認可
- BOEは2009年3月から、APFを通じて、中銀マネーのファイナンスによる量的緩和を開始。財務相の認可を得て、国債も買い入れ対象に追加。以後は買い入れの主力に

(図表3) APFに国債が買い入れられた場合の資金の流れ



(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p30, Figure 2を基に日本総合研究所作成。
 (原資料注a) 赤い矢印は国債絡みの支払いの出入りを、青い矢印は国債購入をファイナンスするローンに関する支払いを示す。
 (原資料注b) (国債の)クーポンの支払は6カ月ごとに行われ、(ローンの)利払は月ごとに行われる。

(3) キング前総裁のもとでの金融政策運営

- その後、APFの残高の上限は、BOEの発議で2012年夏までの間に段階的に引き上げ
 - BOEの量的緩和の場合、さらなる金融緩和が必要な場合は、まず、MPCでAPFの資産残高の上限を引き上げる形で決定
 - それを総裁から財務相に対して公開書簡の形で理由を付して説明し、財務相から認可を得る、という流れで最終決定

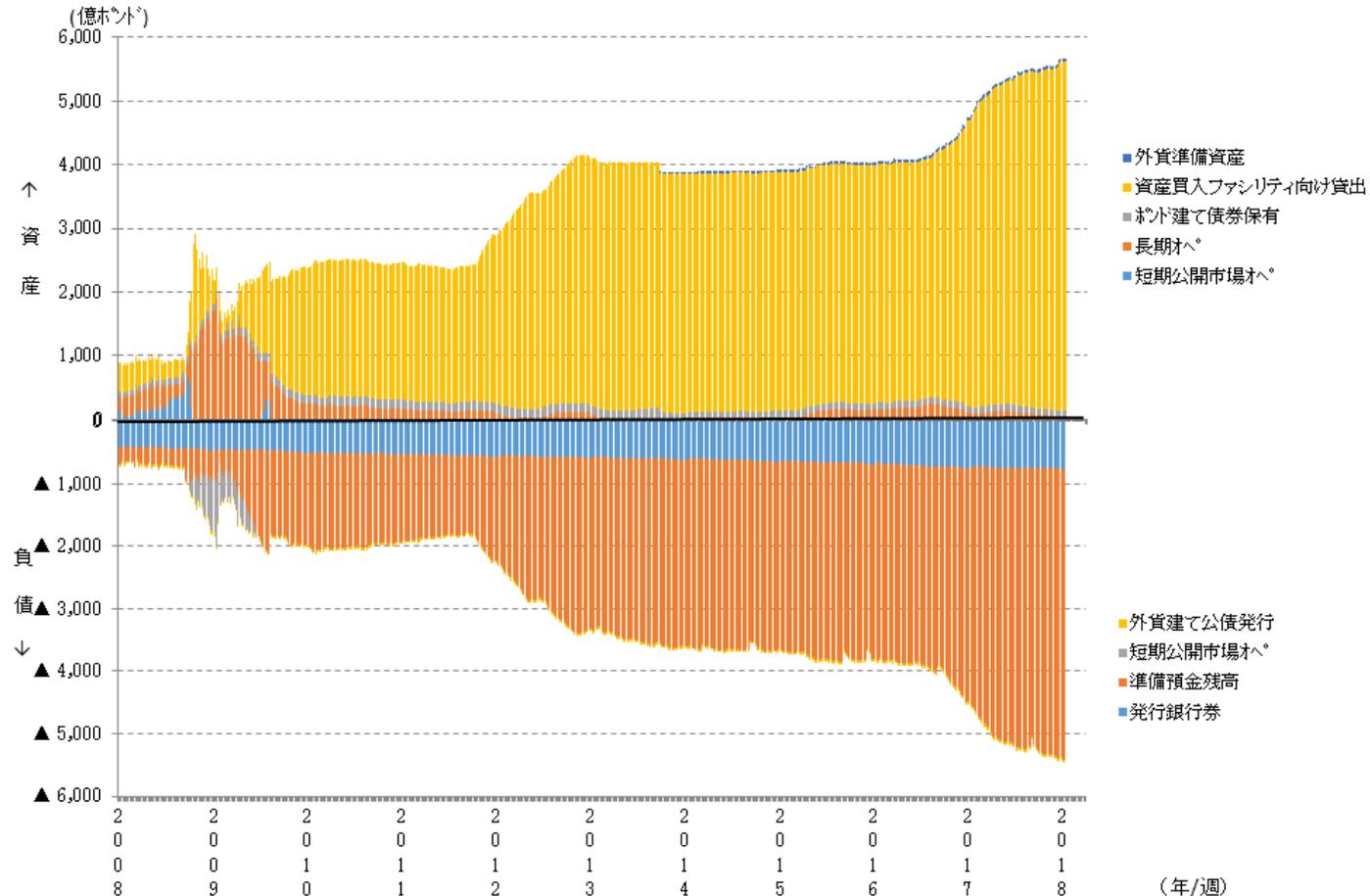
(図表4) APFの買い入れ上限額等の推移

MPC開催年月	BOE総裁	財務相	買い入れ上限額(億ポンド、ファイナンス方法別)		その他の内容		
			中銀マネー	TB			
2009年2月	キング	ダーリング		500			
3月			1500	500			
8月			1750	500			
11月			2000	500			
2011年10月		オズボーン	2750	500			
11月			-	100		財務省側から、中小企業の資金繰り支援のための信用緩和措置を提案。BOE側もこれを受け入れ。	
2012年2月			3250	100			
7月			3750	100			
11月			-	-			財務省側から、APFの損益の帰属方法の変更提案。BOE側もこれを受け入れ。

(資料) 英財務大臣・BOE総裁間のAPF関連での公開書簡を基に日本総合研究所作成。

- 「資産残高の引き上げ」で金融緩和は、他の主要中央銀行(米連邦準備制度<Fed>、日銀、欧州中央銀行<ECB>)が、いずれも月当たりないしは年当たりの資産買い入れペースの形で金融緩和政策を表現することが多かったのとは対照的
 - 当初から、政府によるAPFの損失補償が明確に定められるなど、先行きの損失発生の可能性が明確に意識されていたこともその背景ではないか
- 当時のキャメロン政権は財政再建路線を強化し、金融政策は緩和基調を維持
- 2012年7月13日には、APFの枠外ではあるが、BOEと財務省との共同で、証券貸し出しスキーム(FLS：Funding for Lending Scheme)も創設(民間金融機関の資金調達コストの低減による貸し出し促進策)
- APFの買い入れ上限枠は2012年7月に3,750億ポンドにまで引き上げ
- キング総裁は、その後2013年2月以降、自らの退任前の同年6月までの間の5回のMPCを通じて、資産買い入れ枠の250億ポンド引き上げ(4,000億ポンドへ)を提案しつつも、5回連続で否決
 - 賛成3(キング総裁、フィッシャー市場担当理事、マイルズ委員) 対 反対6
 - APFの資産買い入れ枠は3,750億ポンドのまま、2016年夏まで据え置き

(図表5) BOEのバランス・シートの資産・負債の主要項目の推移



(資料) BOE, Weekly Report, Central Bank's balance sheet (Bank of England 'Bank return') until 24 September 2014の計数を基に日本総合研究所作成。

(注1) データの制約上、資産および負債の主な計数のみから作成しており、資本の計数も含まないため、資産と負債の合計は一致しない。負債の項目の計数は便宜上マイナス表示。

(注2) 資産の項目のうち、「ボンド建て債券保有」および「資産買入れファシリティ」向け貸出の2008年1月～2013年9月18日週の計数はn.a.のため、それぞれ、BOE統計の旧系列(2014年9月14日までの「中央銀行バランス・シート」)の「市場買入債券その他証券」、「その他資産」の計数を代入して作成。

(4) カーニー総裁就任とフォワード・ガイダンスの導入

- 2013年7月、キング総裁の後任として、オズボーン財務相は、カナダ中央銀行の総裁であったマーク・カーニー氏を任命
- カーニー総裁就任翌月の2013年8月、MPCはカーニー総裁がカナダ中央銀行時代にも採用していた“フォワード・ガイダンス”をBOEの金融政策運営にも早速採用

失業率が7%を上回る限り、(イ)政策金利を0.5%に据え置き、
(ロ)必要であればMPCはさらなる資産購入を行う用意があるが、
APF内で保有する資産(国債)の満期到来分は再投資し、残高を減らさないこと、を
約束する。

ただし、(イ)18カ月から24カ月先のCPI上昇率が2.5%を超えそうである、
(ロ)中期的なインフレ期待が十分に抑えられそうもない、
(ハ)金融政策スタンスが金融システムの安定に重大な脅威を与える、
と判断される場合にはその限りではない(=「ロックアウト条項」)。

- ちなみに、オズボーン財務相は、新総裁の就任に先立つ2013年3月20日の財政演説において、BOEの権限を見直し、MPCはインフレ目標以外の「中間基準」を設定し、低金利の長期化を図ることを明らかに
 - Fedが2012年1月から「アウトカム・ベースのフォワードガイダンス」(物価、失業率)を採用していたことが影響か

(図表6) イギリスの失業率および消費者物価指数前年比の推移と政策金利(ベース・レート)、量的緩和実施期間との関係



(資料) Datastream、Bank of England資料を基に日本総合研究所作成。
(原資料) Office for National Statistics.

- ところが、それから半年も経過しない2014年明けの時点で、イギリスの失業率は、このフォワード・ガイダンスの閾値(しきいち、threshold)である7%をあっさり下回ることに(図表6)。
- 2014年2月には、前年8月の内容を軌道修正するフォワード・ガイダンスを発表
 - GDPギャップを重視
 - BOEとしてのQEからの出口戦略の観点も一部、含む

MPCは2%のインフレ目標を達成するために、政策を運営する。そしてそのために、成長や雇用のための政府の経済政策をサポートする。

- 失業率は著しく低下しているが、バンク・レート(政策金利)を引き上げる前に、余分なキャパシティを吸収する余地がなお、残存している。
- ひとたびバンク・レートが上昇を始めれば、その後2~3年をかけてスラック(緩み)をなくし、インフレーションをターゲット近くに保つための適切なパスは、緩やかなものになると見込まれる。
- しかしながら、向こう数年間のバンク・レートの実際のパスは、経済情勢次第である。

- もし経済が平常の水準の稼働率の状態に戻り、インフレーションがターゲットに近づいたとしても、バンク・レート水準は、危機前にMPCが設定した水準の平均である5%を相当に下回ることとなる。
- MPCは少なくとも最初のバンク・レートの引き上げまで、買い入れ資産の残高を維持する。
- 金融政策には、金融の安定に対するリスクを根絶する役割もあるが、それは、Financial Policy Committeeやその他の規制当局による、相当なレンジの政策の実行によっても封じ込めることのできないリスクが発生した場合に、最後の防衛線として、ということである。

- BOEは主要中央銀行のなかでは最も早く、2012年10月をもって新規の資産買い入れを事実上停止
- しかしながら、この頃、ECBがデフレ懸念への対処のため、2014年6月からマイナス金利政策を導入し、積極的なバランス・シート(BS)政策に転換
- Fedは2014年1月から、テーパリング(新規の資産買い入れ額の縮小)を開始し、同年10月で新規買い入れは停止
- BOEとしては、為替相場への影響等を考えれば、FedやECBに先んじる形での正常化には動きづらく、様子見をしている間に、2016年6月のEU脱退をめぐる国民投票を迎える結果に

次世代の国づくり

2. 資産買い入れファシリティ(APF)の 財務コスト運営をめぐる考え方と政策運営

(1) 2012年11月、APFの収益(損失)移転方法変更を決定

(2012年11月9日、オズボーン財務相のキング総裁宛公開書簡
「APFの余剰キャッシュの財務省への移転」) 【参考資料1】

- 前任の労働党のダーリング財務相がキング総裁と合意した
「財務省がAPFから生じるすべての損失を補償し、ゆえにAPFの損益はいかなるものも財務省に帰属する」
点を確認したうえで、
- APFの残高はすでに3,750億ポンドに達し、設立時点よりもその規模は巨大化。かつ、存続期間も長期化する見込みになっている、とし、
- APFの損益について
「解散時の財務省への一括移転方式」→「四半期ごとに移転する通常的方式」
に変更することを提案

- さらに、「今後、金融環境が好転し、政策金利であるバンク・レートが引き上げられれば、国債の売却時にキャピタル・ロスが発生するなど、APFから財務省へのキャッシュ・フローの流れは反転し、財務省がAPFに対して損失補償を行わざるを得ない」ことを認めたらうえで、
 - ゆえに、「現段階でAPFから財務省に移転される国債のクーポン収入は、他の歳出の財源に充当してしまうことは許されず、ひとえに、国債残高を削減するために用いられなければならない」と明言
- ＝将来的に、財務省がAPFへの損失補償を行わざるを得ない局面では、BS政策の「往路」における“貯金”で蓄えた国債発行の余力を活用して、国として責任を持って対応することを明らかに

- キング総裁も同日付のオズボーン財務相宛て公開書簡でこれを了解【参考資料2】

APFのネット利益を財務省に移転するという事は、当初はAPFから財務省に資金移転が行われることになる一方で、それは将来、バンク・レートが引き上げられ、APFによる英国債保有がMPC(金融政策委員会)によって巻き戻されることによって、財務省からAPFへの資金移転が必要となることにつながるものである。事実、リーズナブルな前提のもとでは、政府に対する資金移転の大部分は、結局は(訳出者注:APF側に)払い戻される必要がありそうである。我々が合意に達した重要な部分は、政府によるこうした払い戻しは、タイムリーに行われるということである。それゆえ私は、この行動によって、イングランド銀行のバランス・シートに何らかのリスクがもたらされることは一切ないことに満足している。

11月7-8日のMPCにおいて、私はこの合意について説明した。MPCとして、この行動によって、金融政策の適切なスタンスを設定するMPCの能力が影響を受けることはないことに満足した。…後略…

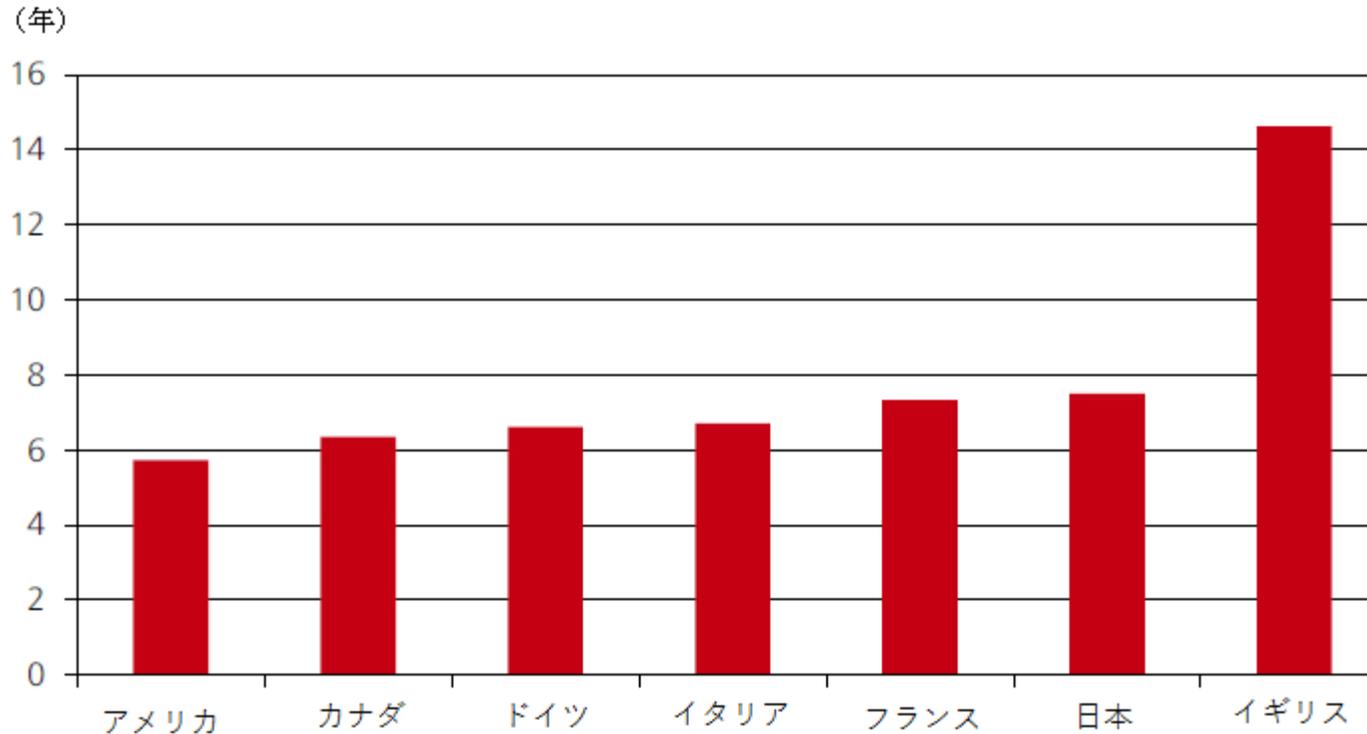
(抄訳、および太字・下線は河村)

=BOEのQEからの「復路」において、財務省からの損失補てんが必要に応じてタイムリーに行われない限り、中央銀行の適切な金融政策運営の遂行能力に悪影響が及びかねない、とのBOEの見方を明確に示すもの

(APFのポートフォリオ構成の特性)

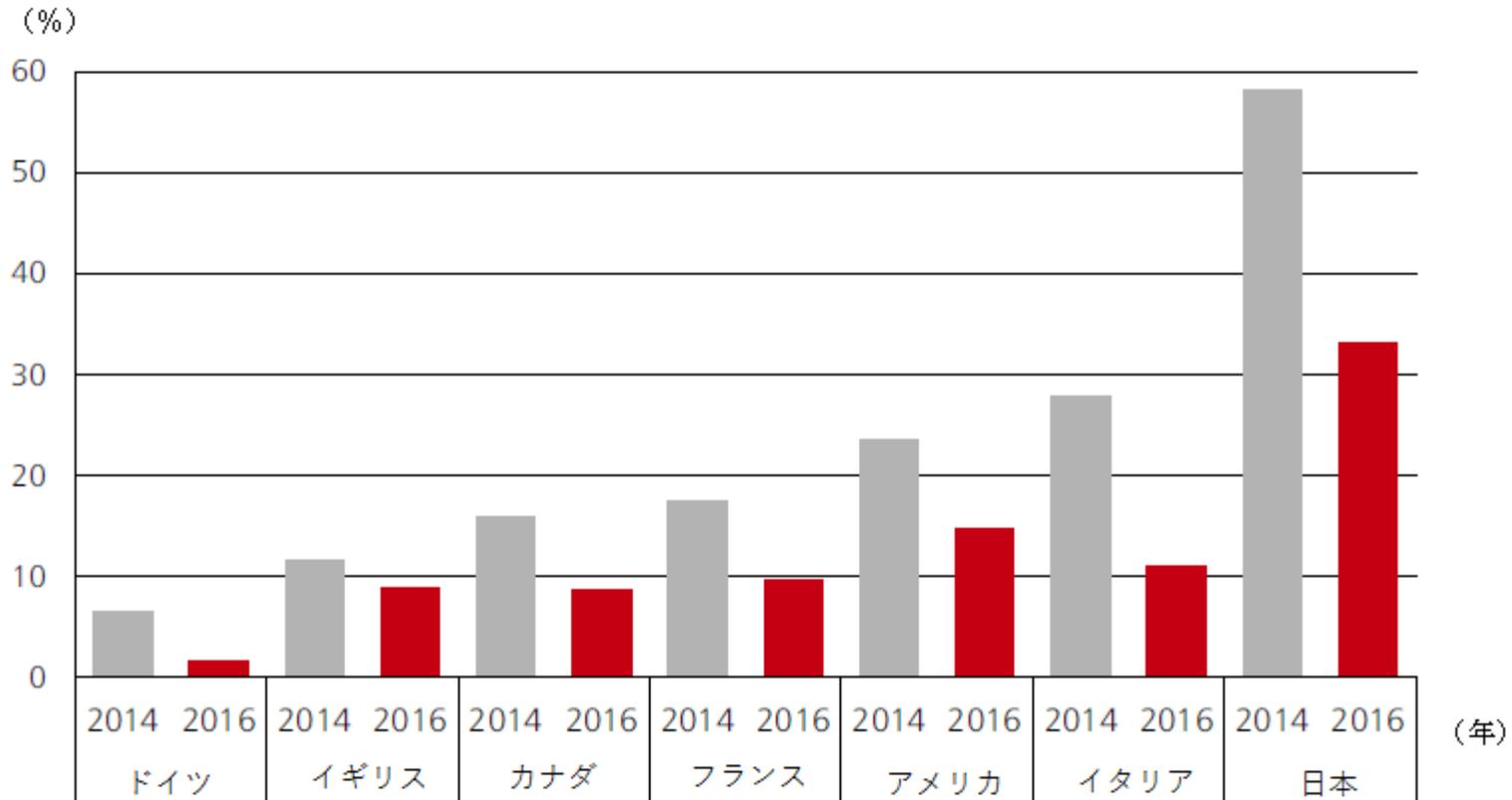
- イギリスは従来より、国債管理政策上、資金調達のコストよりも長期的な資金調達の安定を重視
 - － 国債の平均満期は他の主要国対比で相対的に長く(図表7)
 - － 財政運営上の年当たり所要資金調達額の規模もかなり低水準に抑制(図表8)
- 結果的に、APFが買い入れた国債の銘柄は長期債や超長期債が中心(図表9、2018年2月20日時点)
 - － 加重平均残存期間は約11.4年
 - － 日銀の場合の7.5年(2018年2月末時点、後掲図表36)より相当に長い
- イギリスの場合、Fedが2017年10月から着手した、保有債券の満期到来を待って残高を縮小する手法(以下「満期落ち」)では、仮に今後、満期到来分の全額を再投資せずBSから落とすとしても、規模の半減までに約11年半を要し、正常化までには20年以上という長い年月を要する計算
- このため、BS縮小の主な手段として「**買い入れ債券の中途売却**」を想定
- 当然、APFが売却時点の金利情勢次第で売却損を被らざるを得ないことも十分に認識。その前提で財務省がAPF(BOE)に対し、損失補償を行うことを明確に

(図表7) 主要国の国債の平均満期



(資料) HM Treasury, Debt management report 2017-18, March 2017, p20 Chart A.5を基に日本総合研究所作成。
 (原資料注) 名目加重平均ベース。インフレによる押し上げ分は除く。

(図表8) 主要国の財政運営上の年あたり所要資金調達額の規模(名目GDP比)



(資料) HM Treasury, Debt management report 2017-18, March 2017, p23 Chart A.10を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) IMF, Fiscal Monitor, October 2014/2016, Bloomberg L.P.

(図表9) 資産買い入れファシリティ(APF)が保有する国債の内訳(2018年2月20日時点)

ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買い入れ額(百万円)	ISINコード	銘柄	クーポン	満期到来年	残存期間概算(年)	総買い入れ額(百万円)	
【満期到来前の銘柄】												
GB00B1VWPC84	UKT_5_070318	5.00	2018	0	15,766	GB0002404191	UKT_6_071228	6.00	2028	10	8,907	
GB00B8KP6M44	UKT_1.25_220718	1.25	2018	0	2,871	GB00B24FF097	UKT_4.75_071230	4.75	2030	12	20,247	
GB00B39R3F84	UKT_4.5_070319	4.50	2019	1	17,809	GB0004893086	UKT_4.25_070632	4.25	2032	14	19,793	
GB00BDV0F150	UKT_1.75_220719	1.75	2019	1	3,769	GB00B52WS153	UKT_4.5_070934	4.50	2034	16	10,526	
GB00B4YRFP41	UKT_3.75_070919	3.75	2019	1	13,535	GB0032452392	UKT_4.25_070336	4.25	2036	18	7,928	
GB00B058DQ55	UKT_4.75_070320	4.75	2020	2	15,438	GB00BZB26Y51	UKT_1.75_070937	1.75	2037	19	834	
GB00BN65R198	UKT_2_220720	2.00	2020	2	6,077	GB00B00NY175	UKT_4.75_071238	4.75	2038	20	9,881	
GB00B582JV65	UKT_3.75_070920	3.75	2020	2	6,099	GB00B3KJDS62	UKT_4.25_070939	4.25	2039	21	8,297	
GB00BY5F581	UKT_1.5_220121	1.50	2021	3	6,756	GB00B6460505	UKT_4.25_071240	4.25	2040	22	7,929	
GB0009997999	UKT_8_070621	8.00	2021	3	11,285	GB00B1VWPJ53	UKT_4.5_071242	4.50	2042	24	7,720	
GB00B4RMG977	UKT_3.75_070921	3.75	2021	3	13,757	GB00B84Z9V04	UKT_3.25_220144	3.25	2044	26	3,585	
GB00B3KJDQ49	UKT_4_070322	4.00	2022	4	24,947	GB00BN65R313	UKT_3.5_220145	3.50	2045	27	5,309	
GB00BD0PCK97	UKT_0.5_220722	0.50	2022	4	2,891	GB00B128DP45	UKT_4.25_071246	4.25	2046	28	5,955	
GB00B7L9SL19	UKT_1.75_070922	1.75	2022	4	5,702	GB00BDCHBW80	UKT_1.5_220747	1.50	2047	29	1,697	
GB00BF0HZ991	UKT_0.75_220723	0.75	2023	5	266	GB00B39R3707	UKT_4.25_071249	4.25	2049	31	5,585	
GB00B7Z53659	UKT_2.25_070923	2.25	2023	5	10,138	GB00B6RNH572	UKT_3.75_220752	3.75	2052	34	7,205	
GB00BHBFBH458	UKT_2.75_070924	2.75	2024	6	11,885	GB00B06YGN05	UKT_4.25_071255	4.25	2055	37	8,641	
GB0030880693	UKT_5_070325	5.00	2025	7	18,987	GB00BD0XH204	UKT_1.75_220757	1.75	2057	39	228	
GB00BTHH2R79	UKT_2_070925	2.00	2025	7	6,816	GB00B54QLM75	UKT_4_220160	4.00	2060	42	8,684	
GB00BYZW3G56	UKT_1.5_220726	1.50	2026	8	6,844	GB00BYVMZX75	UKT_2.5_220765	2.50	2065	47	1,134	
GB00BDRHNP05	UKT_1.25_220727	1.25	2027	9	5	GB00BBJNQY21	UKT_3.5_220768	3.50	2068	50	2,360	
GB00B16NNR78	UKT_4.25_071227	4.25	2027	9	17,643							
							合計				371,728	
							加重平均クーポン	4.03				
							加重平均残存期間			11.41		

(資料) Bank of England, “APF Gilt Purchases in Nominal Terms” (2018年2月20日時点) から、満期到来済みの銘柄を除いた計数を基に、日本総合研究所が算出。
 (注) 各銘柄の残存期間は、2018年に満期が到来するものを0年、2019年到来分を1年、などとする形で、1年未満の残存月数は切り捨てる形で概算。

(2) 2013年3月、APFの将来的な損益移転に関する試算を公表

- APFの損益移転方法の変更を受け、BOEは翌2013年3月に公表した四季報で、なかで、論文「APFと財務省の資金移動のプロファイル」を公表
 - APFの損益が今後どのように発生していくのか
 - それに伴い政府との間での資金移転がどのように行われることになるのか、
- その主な内容は、
 - ① APFと財務省との間で実際に行われる資金移動の規模やタイミングは、いくつかの不確定要因によって大きく左右される
 - 具体的には(イ)先行きのバンク・レート(政策金利)がたどる道筋
 - (ロ) APFが買い入れた資産が売却される際の価格
 - ② 当初はAPFから財務省に対して資金移転が行われるものの、将来的には逆方向の移転が行われることによって、当初の資金移転は相殺される
 - ③ 最終的なネット資金移転額がどうなるのか(APF→財務省の資金移転と、財務省→APFの資金移転のどちらが大きくなるのか)は予見し難く、最終的な結果の想定幅はかなり幅広いものとなる可能性がある

- BOEは四季報へのこの論文掲載と同時に、BOEのWEBサイトに、誰でもこのAPFと財務省との間の資金移転が今後どうなるのかを、様々な前提条件において自由に試算できるExcelファイルのスプレッドシートを掲載
 = 「スプレッドシート・ベースの枠組み」
- 「スプレッドシート・ベースの枠組み」においては、①バンク・レートの道筋(シナリオ)、②国債売却の道筋(シナリオ)、③売却開始のアナウンスによるターム・プレミアム(市場金利)への影響という3つの主な変数について、一定の前提条件(「例示シナリオ」)を設定

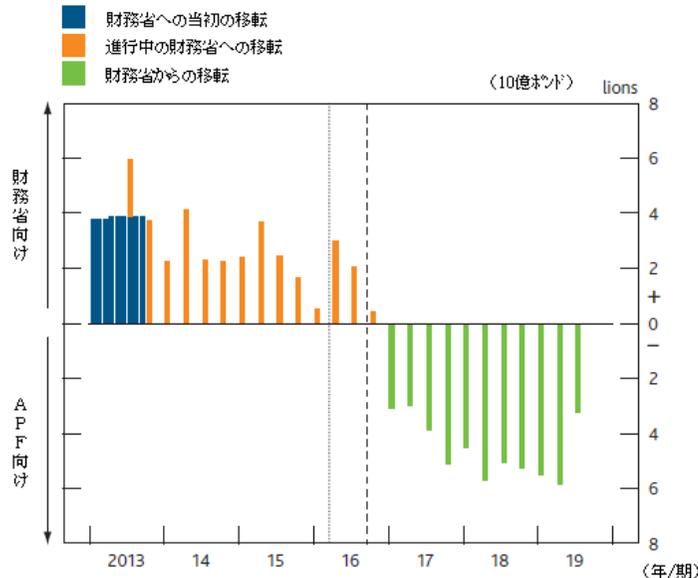
(図表10)「スプレッドシート・ベースの枠組み」で用いられる変数の内容

変数	APFのバランス・シートへの主な影響	例示シナリオにおける前提
バンク・レートの道筋	APFからBOEへの利払いを決定 国債のイールド・カーブや国債のポートフォリオの時価に影響	2013年2月28日時点のインプライド市場レートに基づく。バンク・レートは2016年初に四半期当たり10ベーシス・ポイントのペースで上昇を開始し、4%に到達するまで上昇を継続。
国債売却の道筋	資産買い入れスキームが終了するまでの時間を決定 売却のタイミングは国債が売却される際の価格に影響	2016年9月以降、四半期ごとに250億ポンド(時価ベース)のペースで売却
売却開始のアナウンスのターム・プレミアムへの影響	国債のイールド・カーブや国債のポートフォリオ全体の時価に影響	ターム・プレミアムのプロファイルを200ベーシス・ポイント押し上げ

(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p32, Table Aを基に日本総合研究所作成。

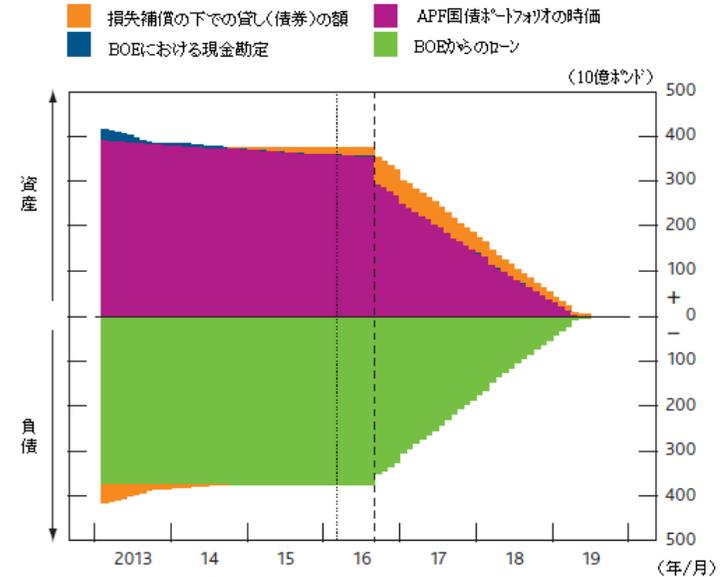
- 「例示シナリオ」のもとで、先行きの損益の移転額等がどのように推移するとみられるのか(図表11)、APFのBSがどのように推移するのか(図表12)、APFと財務省との間での損益移転の累積額がどのようになるのか(図表13)、という点に関する見通しを示す

(図表11)「例示シナリオ」におけるAPFと財務省の損益移転の推移見通し(2013年3月時点)



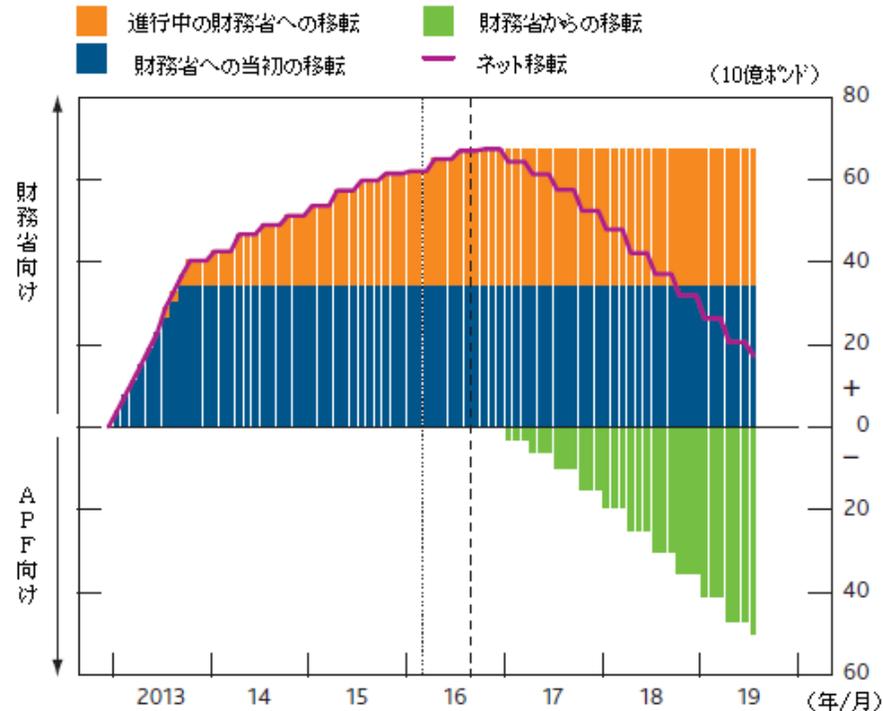
(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p32, Chart 1を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) BloombergおよびBOE試算。
 (原資料注) 点線は、バンク・レートの引き上げ誘導開始の想定される時期、破線は国債の売却開始が想定される時期をそれぞれ示す。

(図表12)「例示シナリオ」におけるAPFのバランス・シートの推移見通し(2013年3月時点)



(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p33, Chart 2を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) BloombergおよびBOE試算。
 (原資料注) 点線は、バンク・レートの引き上げ誘導開始の想定される時期、破線は国債の売却開始が想定される時期をそれぞれ示す。

(図表13)「例示シナリオ」におけるAPFと財務省の損益移転の累積額の見通し(2013年3月時点)



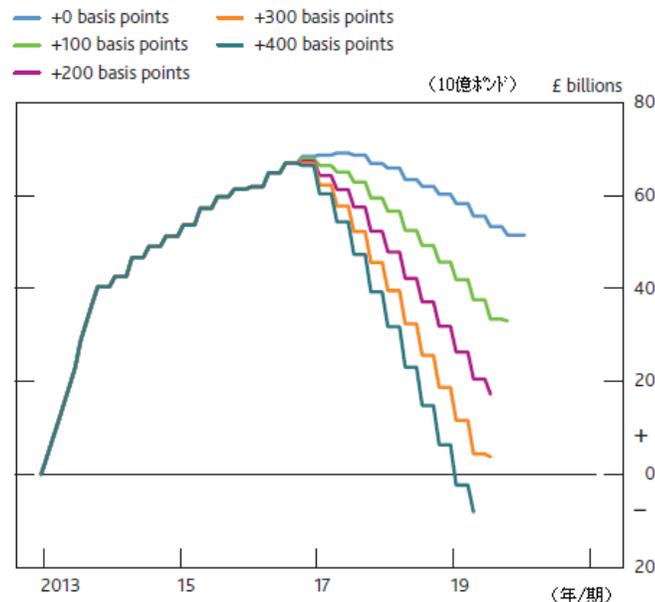
(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p33, Chart 3を基に日本総合研究所作成。

(原資料) BloombergおよびBOE試算。

(原資料注) 点線は、バンク・レートの引き上げ誘導開始の想定される時期、破線は国債の売却開始が想定される時期をそれぞれ示す。

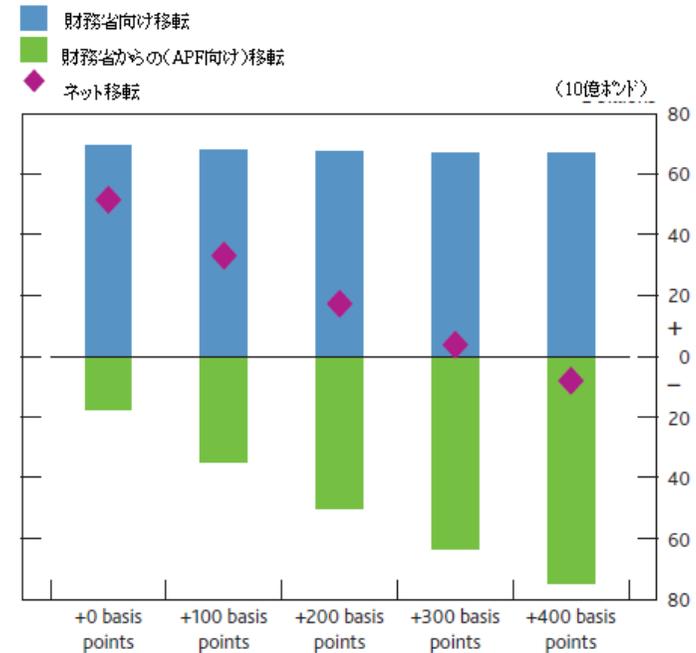
- 「例示シナリオ」以外の複数の異なる前提を置いたもとの試算結果も(図表14) – APFから財務省へのネットの損益移転の累積額は、市場金利への影響が大きくなればなるほど悪化(図表15)

(図表14) 国債売却アナウンスを受けた市場金利への影響にかかる複数シナリオ下での財務省へのネット累積損益移転額の見通し



(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p34, Chart 4を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) BloombergおよびBOE試算。
 (原資料注) バンク・レート的前提および資産売却のタイミングは図表10のとおり。

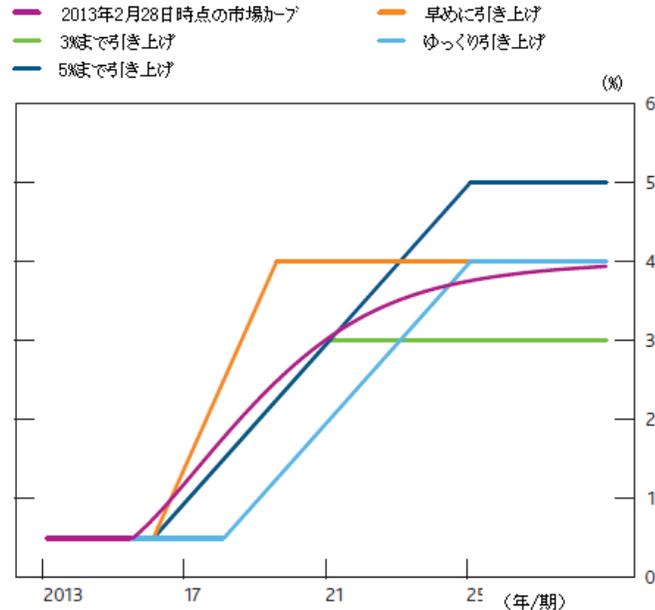
(図表15) 国債売却アナウンスを受けた市場金利への影響にかかる複数シナリオ下での財務省向け、およびAPF向けの累積移転額の見通し(2013年3月時点)



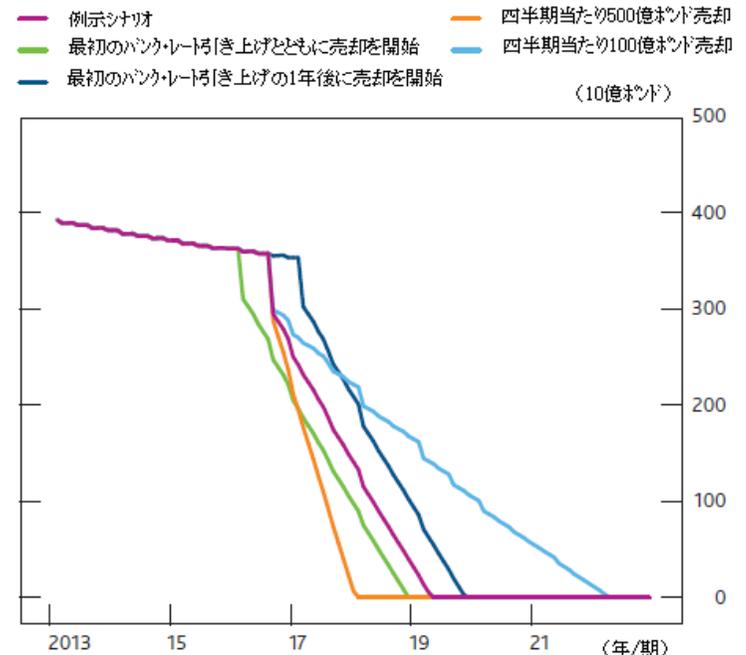
(資料) Nick McLaren and Tom Smith, “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury”, *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p35, Chart 5を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) BloombergおよびBOE試算。
 (原資料注) バンク・レート的前提および資産売却のタイミングは図表10のとおり。

- APFと財務省との間での損益の移転はさらに、政策金利であるバンク・レートがたどる道筋や、国債の中途売却を開始するタイミングやペースによっても左右される(図表16、17で示すシナリオ)

(図表16) バンク・レートの見通しの複数のシナリオ
(2013年3月時点)



(図表17) APFの残高の複数のシナリオ
(2013年3月時点)



(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p35, Chart 6を基に日本総合研究所作成。
(原資料) BloombergおよびBOE試算。
(原資料注) 資産売却アナウンスの際のインパクトおよび資産売却のタイミングは図表10のとおり。

(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p35, Chart 7を基に日本総合研究所作成。
(原資料) BloombergおよびBOE試算。
(原資料注) バンク・レートのたどる道筋および資産売却アナウンスの際のインパクトは図表10のとおり。

- ①売却開始のアナウンスによる市場金利への影響が大きければ大きいほど、
 - ②バンク・レートの引き上げ時期が早くなればなるほど、引き上げる金利水準が高くなればなるほど、
 - ③国債売却のペースが早いほど、売却着手の時期が遅いほど、
- APFから財務省へのネット利益のプラス幅は縮小抑制

(図表18) 3変数の前提が変化した場合の、APFから財務省向け、および財務省からAPF向けの移転額等の変化の見通し(2013年3月時点)

(10億ポンド)

	APFから財務省への移転の最終累積額	財務省からAPFへの移転の最終累積額	APFから財務省へのネット移転の最終累積額(a)	損益移転の完了時期
例示シナリオ	67	50	17	2019年7月
売却開始アナウンスのインパクト(b)				
+0ベース・ポイント	69	18	51	2020年1月
+100ベース・ポイント	68	35	33	2019年10月
+200ベース・ポイント	67	63	4	2019年7月
+300ベース・ポイント	67	75	▲ 8	2019年4月
バンク・レートのたどる道筋(c)				
3%まで引き上げ	69	46	23	2019年7月
5%まで引き上げ	68	53	15	2019年7月
早めに引き上げ	68	57	11	2019年7月
ゆっくり引き上げ	69	44	26	2019年7月
資産売却のたどる道筋(d)				
早いペースで売却	67	51	16	2018年8月
ゆっくりとしたペースで売却	68	47	21	2022年7月
早期に売却に着手	63	48	16	2019年4月
遅れて売却に着手	71	56	15	2020年1月

(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p36, Table Bを基に日本総合研究所作成。

(原資料) BloombergおよびBOE試算。

(原資料注a) ネット移転額のプラスの計数はAPFから財務省への資金移転額、マイナスの計数は財務省からAPFへの移転額を示す。

(原資料注b) バンク・レートと資産売却のタイミングの前提は図表10のとおり。

(原資料注c) 資産売却アナウンスのインパクトと資産売却のタイミングの前提は図表10のとおり。

(原資料注d) バンク・レートと資産売却アナウンスのインパクトの前提は図表10のとおり。

(3) その後のAPFの運営と、現時点における将来的な損益移転の試算結果

- これまでの「往路」の局面で、APFから財務省に、すでに約720億ポンド（≒約10.8兆円）を繰り入れ
- 財務省はこの繰り入れ額をもっぱら国債元本の償還に充当。他の歳出には決して流用せず、いずれ来たる「復路」の局面における損失補償に備える
 =「復路」でBOEやポンドの信認に影響が出ることのないよう、政府が責任をもって支援

(図表19) 損失補償のもとでの資産買い入れファシリティ(APF)の英財務省に対する貸借の推移と資金移転の実績

	(百万ポンド)								
	2010	11	12	13	14	15	16	17	
補償のもとでの3月1日時点での英財務省に対する借り(債務)				41,105	41,265	277	29,051	39,342	財務省への 支払累計額 ▲ 71,956
補償の時価評価による変化額				7,675	▲ 6,128	39,511	18,819	21,299	
財務省への支払い(▲)金額				▲ 7,515	▲ 34,860	▲ 10,737	▲ 8,528	▲ 10,316	
補償のもとでの2月28日時点での英財務省に対する借り(債務)	▲ 1,752	9,832	41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325	

(資料) Bank of England, *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report* 各号(2009/10~2015/16), Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report and Accounts 1March 2016 - 28 February 2017.

(注1) APFの会計年度は毎年3月1日から翌年2月末日まで。例えば、本表での「2015年」は2014年3月1日から2015年2月28日までの会計年度の計数。

(注2) 2010会計年度末の時点では、APFは損失を計上し、財務省に対して貸し(債権)がある状態であった。

(注3) 2013会計年度より、APFから財務省に対して四半期ごとに資金移転が行われる会計方式に改められた。

- 2013年のAPF→財務省への利益の移転開始時点より、BOEはホームページ上に、この両者の間での将来的な損益移転を、英国国民や市場関係者が誰でも簡単に試算できるスプレッドシートを掲載し、透明性を確保 【参考資料3】
- “都合の悪いシナリオ”も含めて、様々な前提条件を、利用者が設定可能

(図表20) BOEの「スプレッドシート」(2017年9月末版)において用意されている14の先行きシナリオの内容

シナリオ 番号	シナリオの内容	バンク・レートの想定		
		最高値 (%)	到達時期	2%への 到達時期
1	ベースライン・シナリオ:バンク・レートは市場想定金利(*1)に追随	1.8105	2030年4月	(到達せず)
2	バンク・レートは平らなパスをたどる(*2)	1.7830	2032年6月	(到達せず)
3	バンク・レートを上方(+25bp)平行シフト	2.0600	2029年6月~31年3月	2027年9月
4	バンク・レートを下方(▲25bp)平行シフト	1.5600	2029年6月~31年3月	(到達せず)
5	バンク・レートは急な傾きで2%にまで上昇(*3)	2.0000	2021年5月~	2021年5月
6	シナリオ5に加え、国債の残高縮小の最小値のペースを高め設定(*4)	2.0000	2021年5月~	2021年5月
7	シナリオ5に加え、国債の残高縮小の最小値のペースを低めに設定	2.0000	2021年5月~	2021年5月
8	シナリオ5に加え、国債残高縮小が国債のイールドに与える影響は皆無と設定	2.0000	2021年5月~	2021年5月
9	シナリオ5に加え、国債残高縮小が国債のイールドに与える影響は大きいと設定	2.0000	2021年5月~	2021年5月
10	バンク・レートは急な傾きで4%にまで上昇	4.0000	2026年12月~	2021年5月
11	シナリオ10に加え、国債の残高縮小の最小値のペースを高め設定	4.0000	2026年12月~	2021年5月
12	シナリオ10に加え、国債の残高縮小の最小値のペースを低めに設定	4.0000	2026年12月~	2021年5月
13	シナリオ10に加え、国債残高縮小が国債のイールドに与える影響は皆無と設定	4.0000	2026年12月~	2021年5月
14	シナリオ10に加え、国債残高縮小が国債のイールドに与える影響は大きいと設定	4.0000	2026年12月~	2021年5月

(資料) Bank of England, The path of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury : scenarios

(<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/apf-cash-transfers-update-oct-17.xlsx?la=en&hash=F894D666D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FB6DA>)を基に日本総合研究所作成。

(注*1) 最初の30年間はOISフォワード・レート。その後は横ばいで推移。

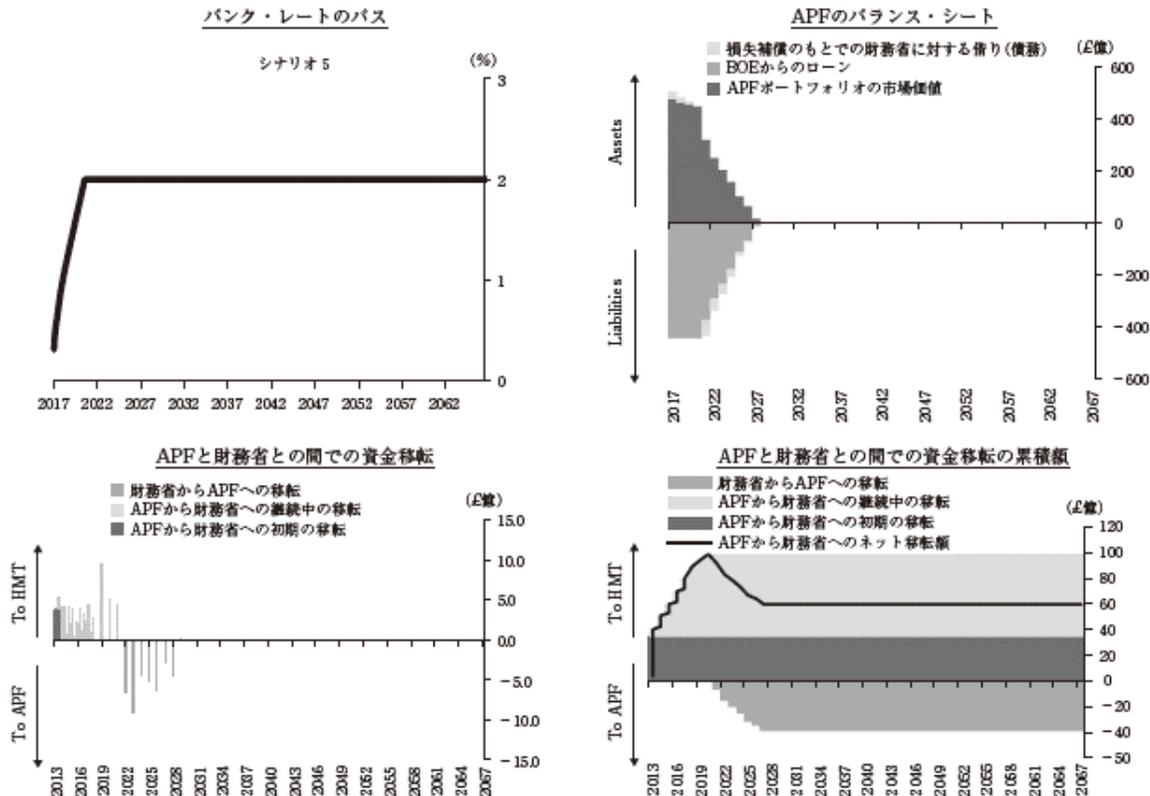
(注*2) 5年先のバンク・レートが市場想定金利(シナリオ1)より25bp低くなるように金利シナリオの傾きから一定値を減算。

(注*3) 2年先のバンク・レートが市場予想金利(シナリオ1)より50bp高くなるように、金利シナリオの傾きに一定値を上乗せ(シナリオ5~14に共通)。

(注*4) 国債の残高縮小は、2015年11月の“inflation Report”で示されたMPCの考え方に沿い、バンク・レートが2%に到達した時点から開始(シナリオ5~14に共通)。シナリオ1、2、4においては、バンク・レートは2%には到達しないため、試算対象の期間中は国債の残高縮小は行わないと仮定。

- 国債の残高縮小は、「バンク・レートが2%に到達した時点から開始」(2015年11月の“Inflation Report”で示されたMPC)という考え方に従い、試算を行う組み立てに

(図表21)BOEの「スプレッドシート」(2017年9月末版)を用いた試算結果の例(シナリオ5)



(資料) Bank of England, The path of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury : scenarios (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/apf-cash-transfers-update-oct-17.xlsx?la=en&hash=F894D666D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FB6DA>)を基に日本総合研究所作成。

(注)シナリオの内容は図表4を参照。

- なお、その後も、カーニー総裁とハモンド財務相との間で、公開書簡をやりとりする機会に、政府の損失補償について“念を押す”記述がみられるところ
- 例えば、2017年8月3日の公開書簡では【参考資料4・5、訳は河村】

カーニー総裁からハモンド財務相宛て

透明性と説明責任を果たすために、政府が引き続き、BOEとAPFに対して、その機能から、もしくはそれと関連して生じるいかなる損失も補償していただければありがたく存じます。

ハモンド財務相からカーニー総裁への返信

私は、政府が引き続き、BOEとAPFに対して、その機能から、もしくはそれと関連して生じるいかなる損失も補償することを確認します。

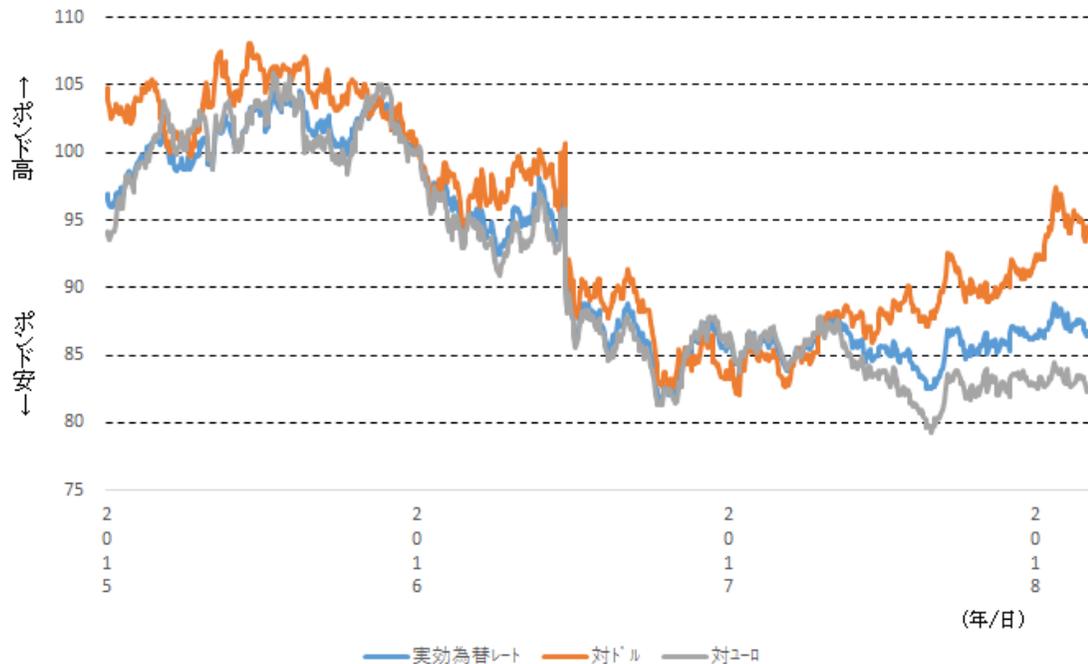
＝BOEが今後、金融政策運営を継続していくうえで、政府による損失補償がいかに重要であると考えられているのかを物語るもの

3. 2016年6月の国民投票後の状況と イングランド銀行が抱える課題

(1) 国民投票結果(“Brexit”)を受けての2016年8月の金融政策運営

- 2016年6月23日の国民投票は、EU離脱(約52%)がEU残留(約48%)を上回るとい結果
- 国際金融市場は大きく反応。外国為替市場ではポンドは全面安となり、2015年終わり頃のピークから、一気に15~20%程度減価

(図表22) ポンドの外国為替レートの推移(2016年1月4日=100)



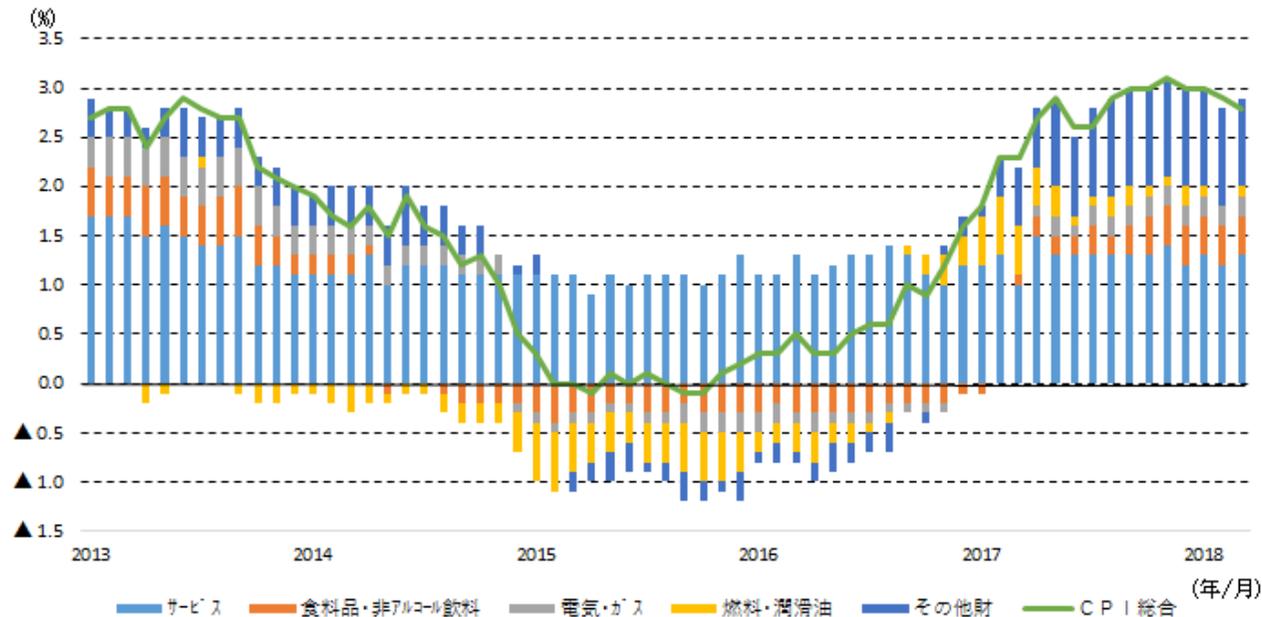
(資料) Bank of England, Inflation Report, November 2017, Chart 1.9, p6、および Bank of England, Databaseを基に日本総合研究所作成。

- BOEは2016年8月のMPCにおいて、ポンドの急激な減価によって消費者物価上昇率が近々、2%の目標を上回る可能性が高い一方、EU離脱となればイギリス経済に大きな打撃が及ぶことは避けられず、金融政策運営上のトレード・オフに直面していることを認め、MPCとしては次のような経済への追加刺激策を採ることを決定
 - ①政策金利であるベース・レートを0.25%に引き下げ
 - ②政策金利の引き下げの銀行貸し出しへのパス・スルー効果を高めるため、APFの枠組みのなかでTerm for Lending (TFL、*)を導入
 - ③APFの枠内で、非金融企業の投資適格社債の買い入れ (CBPS : Corporate Bond Purchase Scheme)を開始
 - ④同じくAPFの枠内で、国債の買い入れ上限を600億ポンド引き上げて4, 350億ポンドとし、国債買い入れを一時的に再開
- (*)民間銀行および住宅金融組合 (building societies) が適格担保を差し入れることを条件に、期間4年の資金をベース・レートとほぼ同様の条件で、APFから資金を借り入れる可能、というもの。ベース・レート近傍のごく低水準の金利での企業や家計への貸出促進を企図

(2) その後のイギリス経済と物価動向

- 国民投票前までは伸び悩み傾向が顕著であった物価動向はその後、一転して上昇
 – 「物価が上昇しても目標の2%を若干上回る程度」と踏んでいた2016年8月時点でのBOEの見立てを超える形で、前年比3%程度での伸びを継続
 – 食料品、エネルギー、その他財といったセクターが物価上昇の中心

(図表23) 英CPI上昇率(前年比)の要因分解



(資料) Bank of England, Inflation Report, February 2018, Chart 4.2, p28.

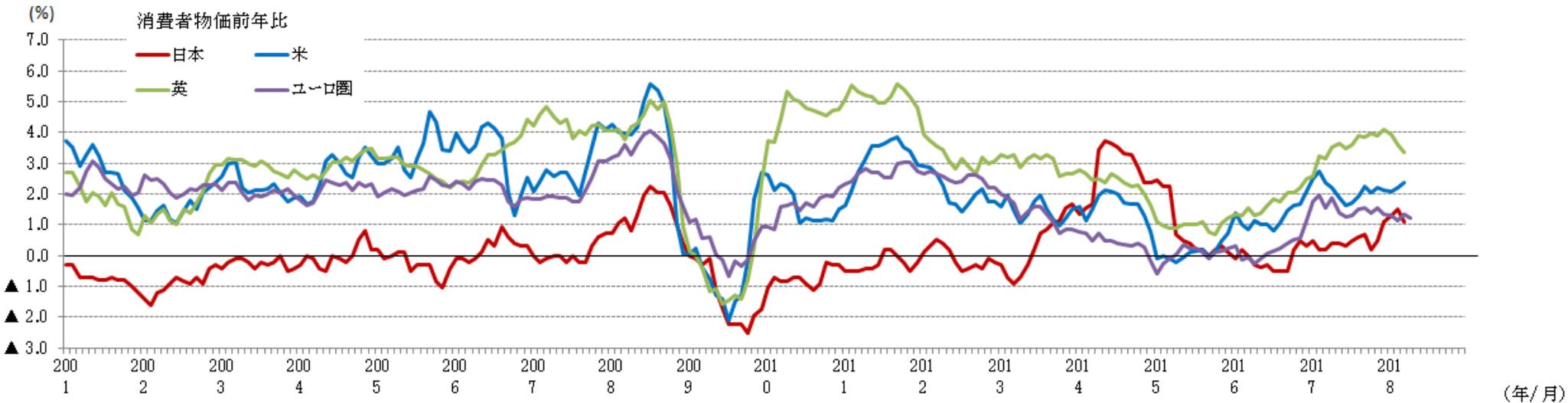
(原資料) Bloomberg, Department for Business, Energy and Industrial Strategy, ONS、およびBOE試算。

(注) 2018年1月以降はBOEスタッフによる予測値。

(3) イングランド銀行が抱える課題

- BOEは2017年11月のMPCにおいて、ベース・レートを、国民投票前の水準である0.50%に引き上げ
- しかしながら、2019年3月に予定されるEU離脱を控え、先行きは不透明。一本調子での金融引き締めや正常化はなかなかとりにくい状況
 –カーニー総裁「今後2、3年で2、3回の利上げが必要」(2018年4月BBCインタビュー)

(図表24) 主要国・経済圏の消費者物価(総合、前年比)の推移

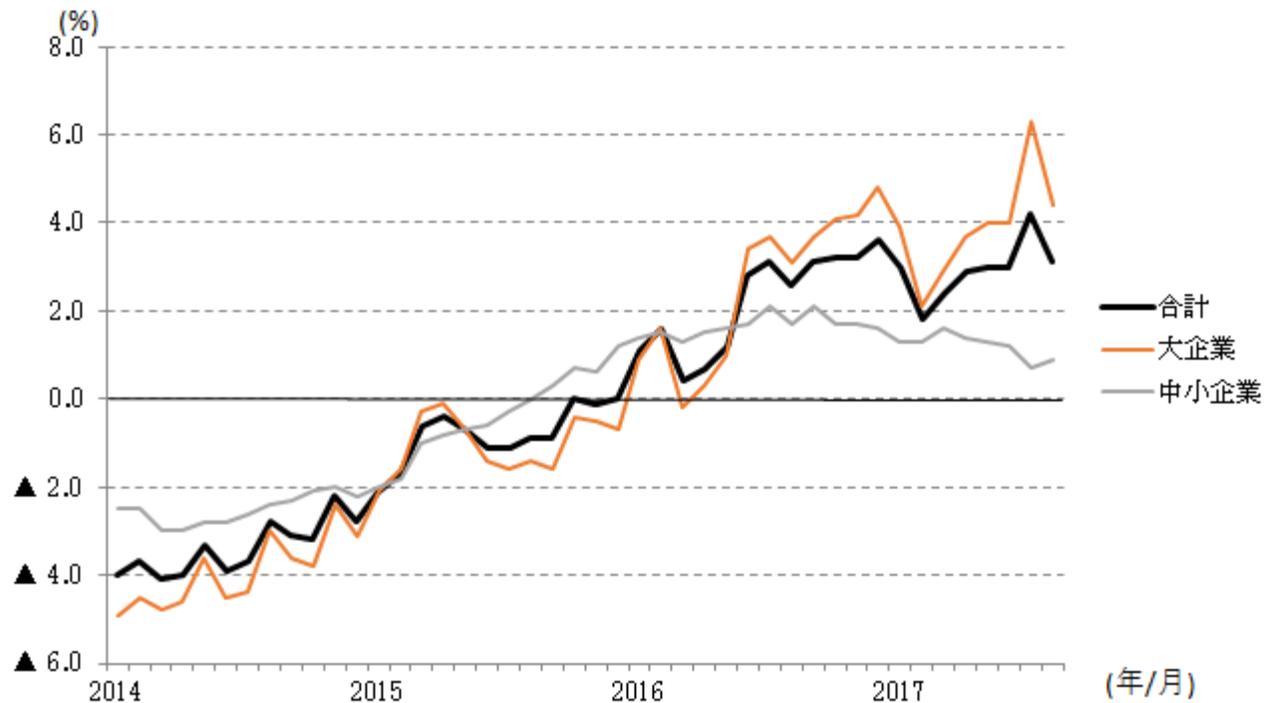


(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

(注) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース。

- 超金融緩和状態の長期化を映じ、民間銀行の貸出は、大企業中心に高い伸び。物価上昇を加速する方向に作用

(図表25) イギリスにおける事業法人向け貸出(前年比)の推移



(資料) Bank of England, Credit Conditions Review: household and corporate credit conditions data
- 2017 Q3を基に日本総合研究所作成.

- イギリスの物価上昇率と政策金利の水準は、大きく乖離した状態。
 Fedに比較すれば、BOEの金融引き締めは後手に回っていることは明らか

(図表26) BOEの政策金利と英CPI前年比の推移



(図表27) Fedの政策金利と米CPI前年比の推移

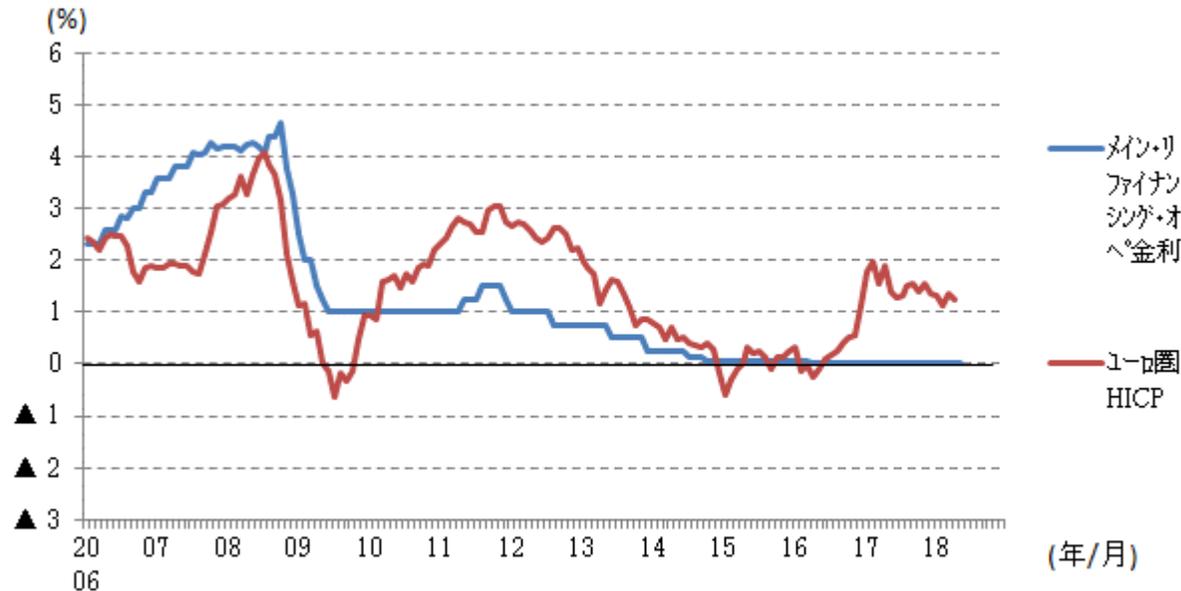


(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成.

(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成.

- 目下、0.5%しかBOEによって付利されていない準備預金を、民間銀行が付利水準が低すぎるゆえに取り崩そうとする動きは今のところ目立っては認められず
- しかしながら、量的緩和というBS政策を用いて大規模な金融緩和を行った直後の局面では、中央銀行はすでに巨額のマネタリーベースを民間銀行部門に供給。そうした巨額の余剰資金が、経済・金融情勢の展開次第で徒に引き出され、市中向けの与信の加速に回ることがないか、十分な注意が必要

(図表28) ECBの政策金利とユーロ圏HICP前年比の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成。

4. 他の主要中央銀行の最近の金融政策運営

(1) 非伝統的手段を用いたバランス・シート政策の展開がはらむリスク

(危機前の「平時」の中央銀行の金融政策運営)

- 限定的な金額のオペレーションによって、短期金融市場金利を誘導
- 中央銀行の負債(銀行券、当座預金)は無利子
- 中央銀行に財務コストは発生せず

(バランス・シート<BS>政策展開<「往路」>後の「復路」における金融政策運営)

- 「往路」の手段として、とりわけ「大規模な資産買い入れ」の手法をとった場合、「復路」で短期金融市場金利を引き上げ誘導する際、当座預金への付利、およびその水準の引き上げが必要に。合わせて、大規模な資金吸収オペレーションも必要。
- 当座預金の見合いとなる、買い入れ資産の収益性次第では、中央銀行に財務コストが発生
- BS縮小の過程で、買い入れ資産を売却する場合にも、中央銀行に財務コストが発生
- 正常化完了までに、この財務コストを中央銀行が自力で賄い切れるかどうかは課題に

(2) 他の主要中央銀行の対応

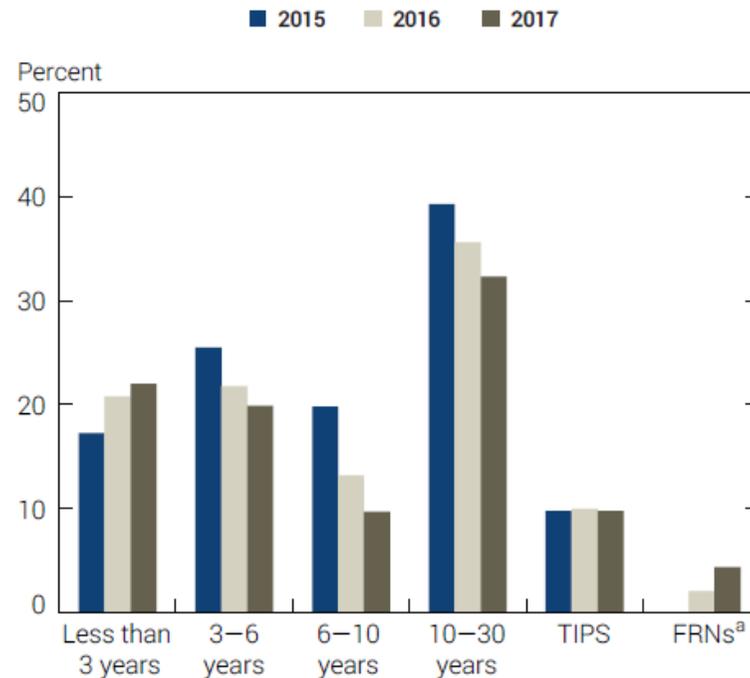
- いずれの国においても、膨張させたBSをいずれ縮小させ、正常化させることが大前提

【米連邦準備制度(Fed)】

- 2017年10月より資産規模の縮小開始(「満期落ち」方式)
- 今後の金利情勢次第ながら、連邦政府財政には迷惑をかけず、自力で撤退の見通し
- この間、政権交代(民主党・オバマ政権→共和党・トランプ政権)や、FRB(連邦制度理事会)議長の交代(バーナンキ元議長→イエレン前議長→パウエル議長)等をはさみつつも、Fedの正常化路線や取り組み姿勢に揺らぎやブレは一切なし

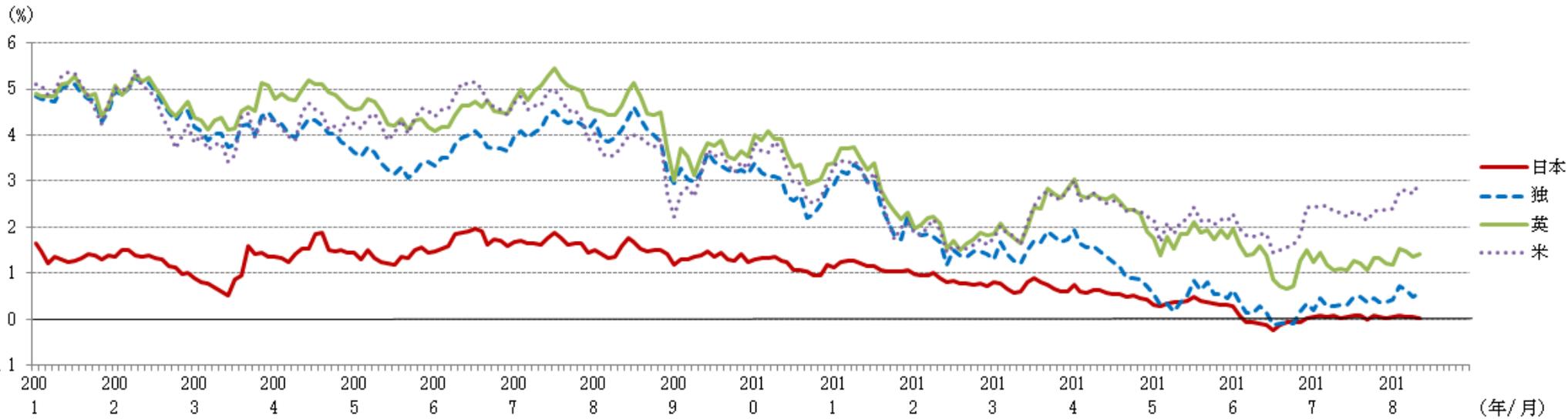
- Fedの国債保有シェアは低下傾向
- 米国の債券市場は健全に機能
 - 最近では、トランプ政権の大型減税発表を受けて、長期金利は上昇していること (図表30)がその証左

(図表29) SOMAが保有する財務省証券の年限別シェアの推移
 (年末ベース、利付債のみ)



(資料) FREDY, *Open Market Operations during 2017*, p25 Chart 18を基に日本総合研究所作成。
 (原資料) FREDY, U.S. Treasury Department.
 (原資料注) 2015年末のSOMAの変動利付債の保有シェアは1%未満。
 (注) TIPSは物価連動債、FRNsは変動利付債。

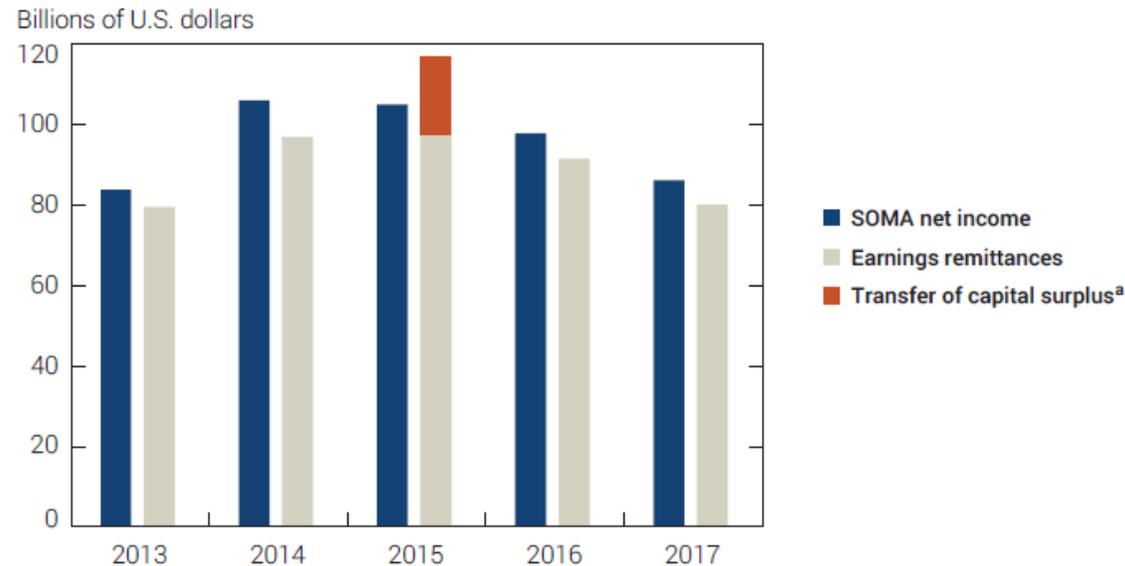
(図表30) 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成。

- SOMA(*)のネット収入、財務省への納付金とともに、2014～15年頃がピーク(納付金は970億ドル前後)で、その後は減少傾向(2017年は同802億ドル)
 - その主因は付利の引き上げ
 - ちなみに、危機前の納付金は200～300億ドル程度で推移
- (*)システム公開市場勘定。Fedの金融調節オペレーションをNY連銀が一元的に実施する勘定

(図表31) SOMAのネット収入と連邦財務省への納付金の推移



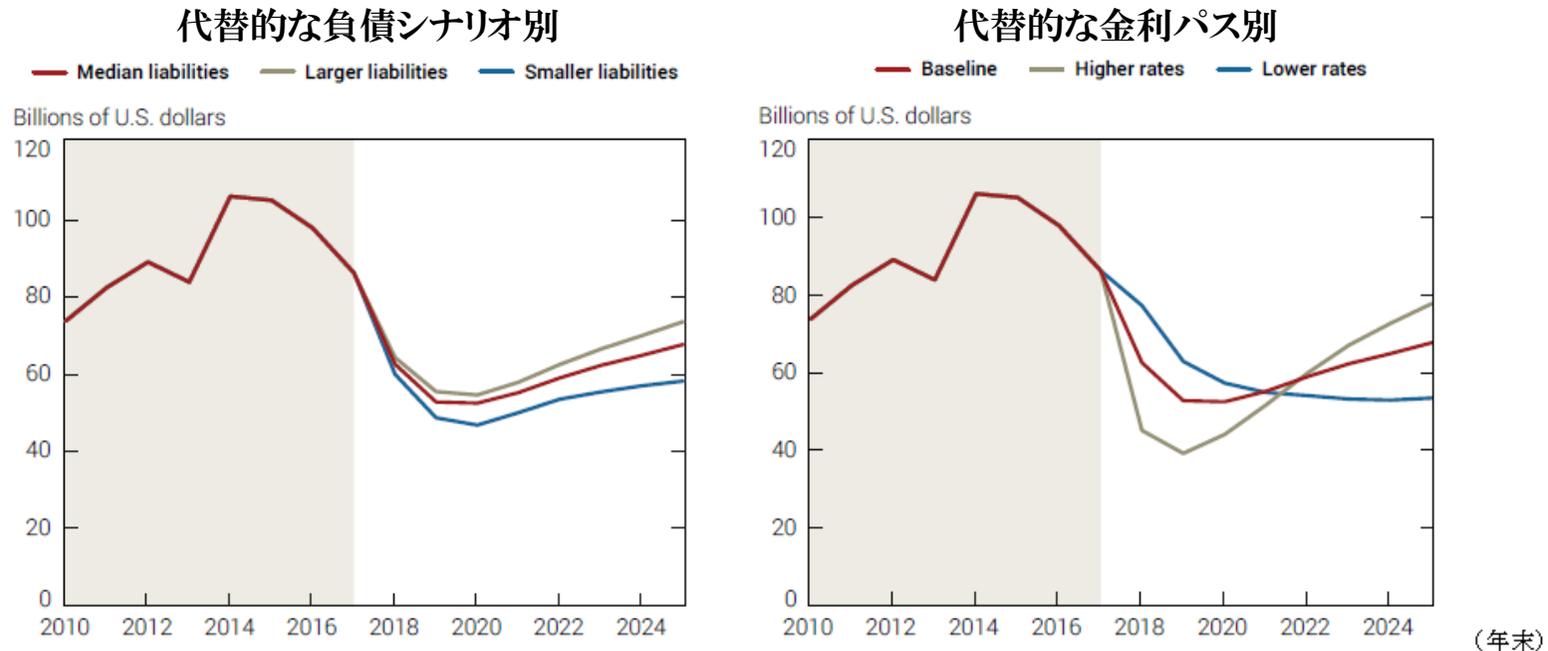
(資料)FRBNY, *Open Market Operations during 2017*, p32 Chart 26を基に日本総合研究所作成。

(原資料)FRBNY, Federal Reserve System.

(原資料注a) 資本の移転は準備銀行全体の余剰を100億ドルの上限までに収めるためのもので、連邦準備法を改正するFAST法(the Fixing America's Surface Transportation Act)によって定められたもの。

- 正常化の進展につれて、納付金は今後も減少していく見通し。ただし、市場参加者の見通しに基づくNY連銀の試算では、先行きの金利シナリオ等にも依存するものの、SOMAのネット収入は資産規模縮小完了まで確実にプラスで推移する見通し

(図表32) SOMA (システム公開市場勘定*)のネット金利収入の予測 (2018年4月時点)
(* Fedの金融調節オペレーションをNY連銀が一元的に実施する勘定)



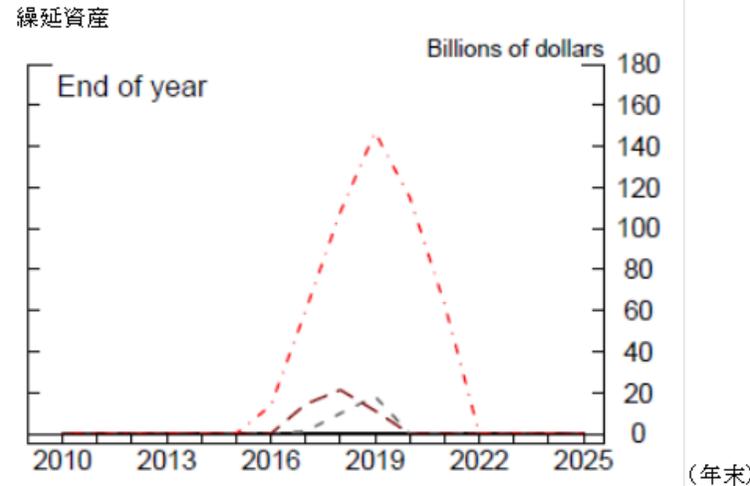
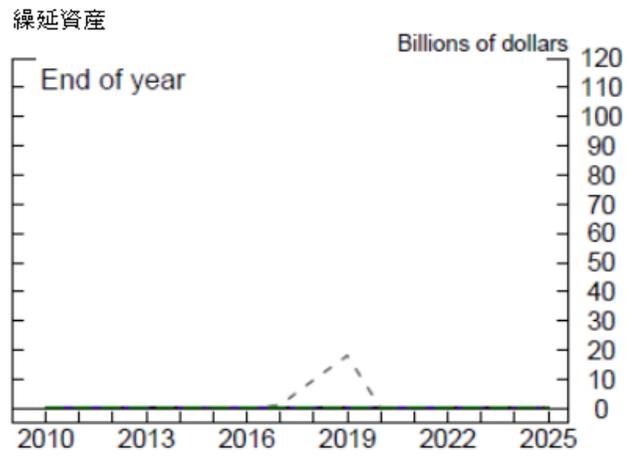
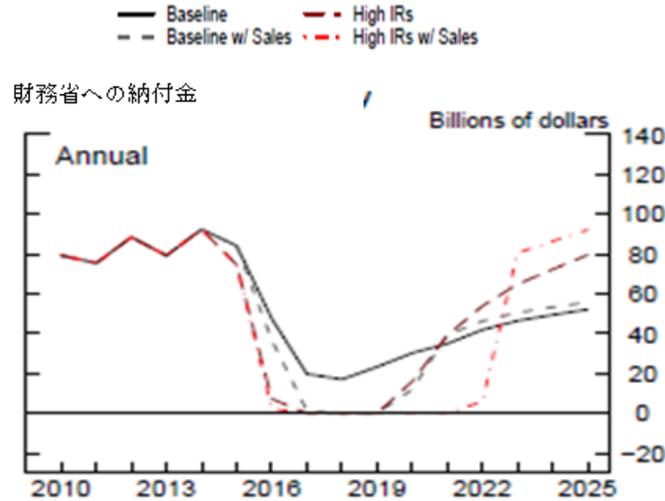
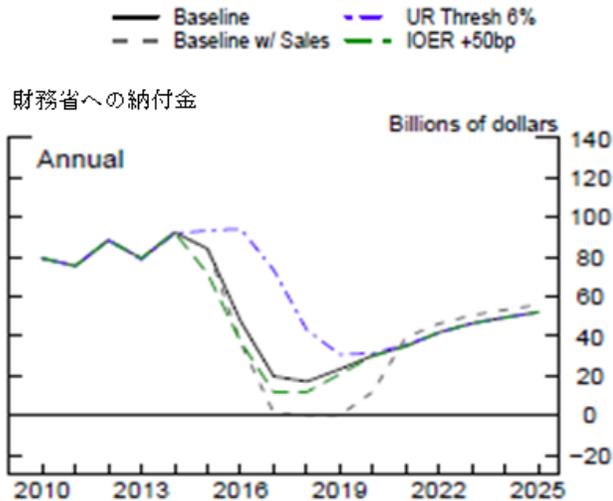
(資料)FRBNY, Open Market Operation during 2017, April 2018, p39 Chart 33, 34.

(原資料)FRBNY.

(原資料注1)シャドー部分は実績値。

(原資料注2)負債シナリオ別の「少なめ」「多め」はそれぞれ、FRBNYが2017年12月に実施したプライマリーディーラー・サーベイおよび市場参加者サーベイの、25パーセンタイル値および75パーセンタイル値に基づく。

(参考) Fedが2013年時点で示していた財務運営の見通し



(金利シナリオの内容)

<左上のグラフ>

ベースライン

ベースライン+MBS売却

引き締め後ずれ(失業率6%まで低下待ち)

超過準備付利水準FFレートに+50bp上乘せ

<右上のグラフ>

ベースライン

ベースライン+MBS売却

高金利

高金利+MBS売却

(資料) Seth B. Carpenter et al, "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections", *Finance and Economics Discussion Series* 2013-01, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, September 2013, p26 Figure 3, p28 Figure 5を基に日本総合研究所作成。

2013年3月のFOMCで示されたメンバーの見方

(Minutes<議事要旨>より抜粋。抄訳、太字・下線は河村)

- 参加者は総じて、資産買い入れにはまた潜在的なコストとリスクがあることで合意した。とりわけ、金融システムの安定性や特定の金融市場の機能、いずれそのうち適切となった際の金融緩和からのスムーズな撤退、連邦準備のネット収入に関する潜在的なリスクがあることを指摘した。
- 何人かの参加者は、納付金が相当に減少することは、世間の反応が逆になることにつながるか、もしくは連邦準備の信認や有効性を潜在的に揺るがしかねない点に懸念を示した。そうした結末に至る可能性があることから、連邦準備のネット収入の見通しに関する明快なコミュニケーションが必要とされているとみられる。
- 何人かの参加者は、そうしたリスクがあるからといって、FOMCが、インフレーションと雇用に関するマンドート化された目標を追求することを禁じられてはならないと述べた。

- いずれにせよ、経済が力強さを増したことによる財政面でのベネフィットは、短期的には納付金の振れがいかにあれど、それよりも遥かに大きいということが示され、2~3人の参加者は、財務省への納付金の累計は、資産買い入れを何ら行なわなかった場合よりも高くなるだろうと述べた。
- 数人の参加者は、資産買い入れを追加的に行なえば、結果的に、政策の引き締めを複雑化させかねない、例えば、FOMCのFFレートのコントロールを損ないかねないことに懸念を示した。少数の参加者は、望まざるインフレーション上昇の可能性を指摘した。しかしながら、他の参加者は、FOMCの出口のツールや、インフレーションをFOMCのより長期的な目標の近くに保つという決意の固さについての自信を表明した。

(抄訳は以上)

＝FOMCメンバーのなかには、

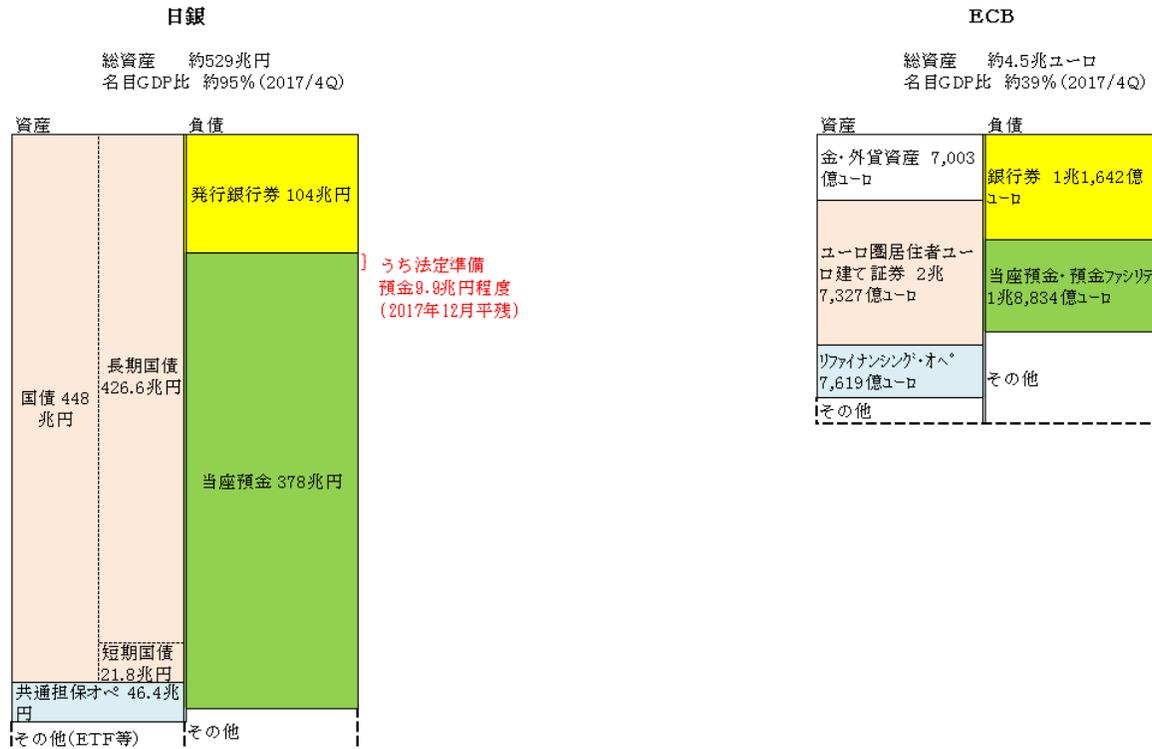
「中央銀行であるFedは、民間銀行とは立場が異なるゆえ、バランス・シートをいくら広げて、いくらリスクをとっても問題ない」

などという考えの持ち主は、一人も存在しない

【欧州中央銀行(ECB)】

- まず、全面的なマイナス金利政策を導入(2014年6月)後、9カ月後の2015年3月より国債買い入れを開始。日米英中銀に比較すれば、超過準備の発生を相当に抑制
- マイナス金利導入後も短期金融市場は従前とほぼ同様に機能しており、市場金利を形成。正常化局面でも当座預金への付利はおそらく不要。中銀の財務悪化とも無縁

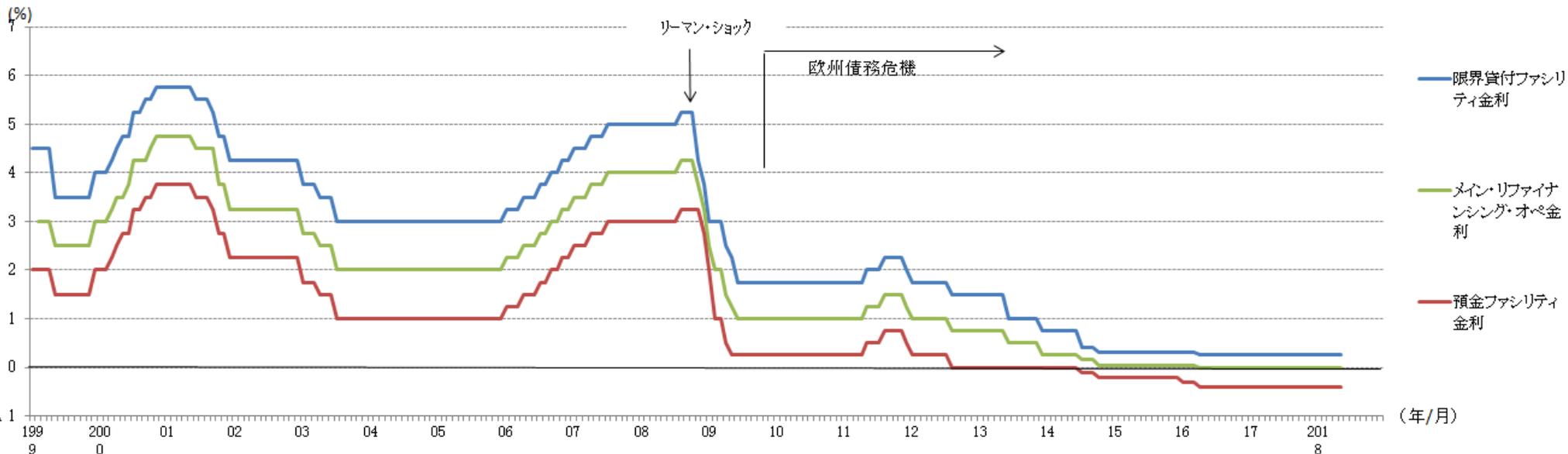
(図表33) 日銀とECBのバランスシートの大まかな見取り図の比較(2018年3月末時点)



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』、ECB, Statistics Bulletinの計数を基に日本総合研究所作成。

- 現行の資産買い入れプログラム(APP)は2018年9月まで継続の予定
- その後の正常化の進め方は今後の政策委員会で明らかに
 - 保有資産の減額が先か、政策金利の引き上げが先か
- ユーロシステムの場合、2014年6月に改定された規程に従えば、預金ファシリティ金利がゼロ%に戻った段階で、当座預金金利はゼロ%に戻り、預金ファシリティ金利とは連動しないことに

(図表34) ECBの政策金利の推移

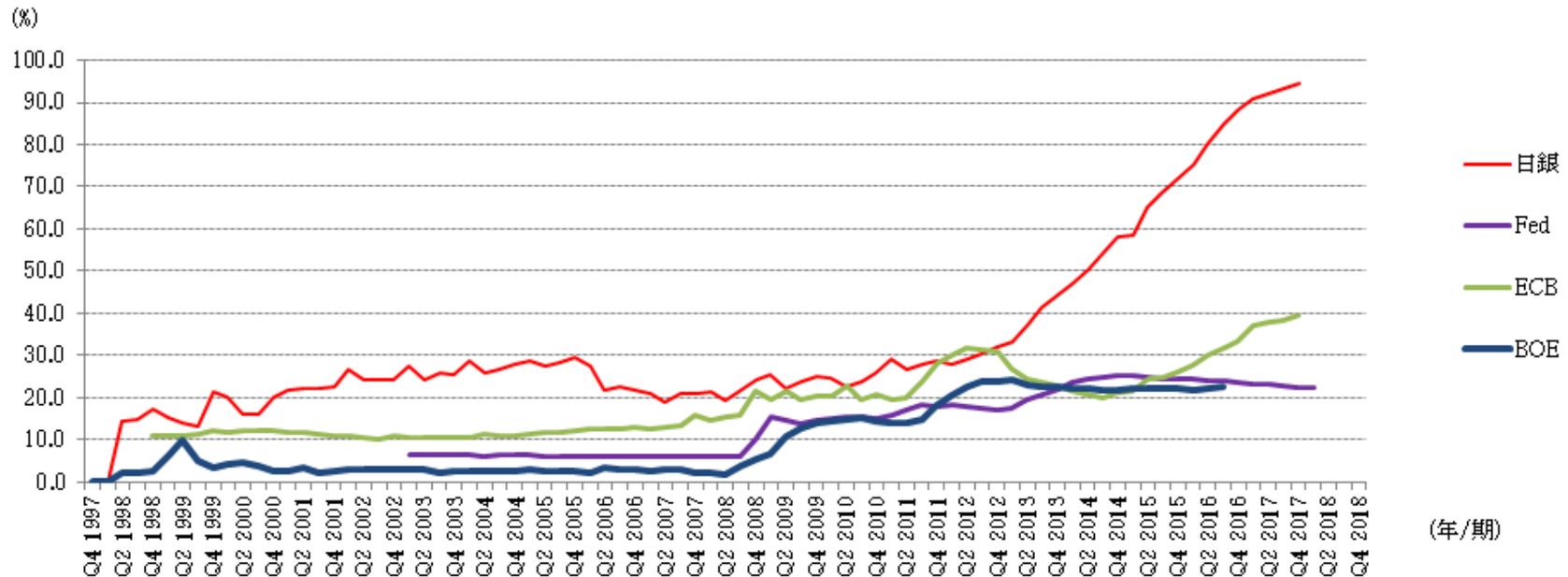


(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成。
 (原資料) European Central Bank

(3) バランス・シート政策は「往路」でどこまで展開可能か

- 最終的に「復路」を全うして、正常化できることが大前提＝金融政策の限界
- だからこそ、他の主要中央銀行は、BS規模を青天井で膨張させることなく、周到に計算のうえ、抑制

(図表35) 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(資料) Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, *Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks*, ECB, *Statistical Bulletin*, BOE, *Monetary and Financial Statistics*を基に日本総合研究所作成。

(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S. BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS。

(注) BOE Consolidated Balance Sheetのデータは2016年9月値までしか公表されていない。

- BS政策の手法として、とりわけ、「大規模な資産買い入れ」を採った場合、「往路」でどれだけ“貯金”できるかは、BS着手時点までの当該国の金融情勢（前掲図表30）によって大きく左右されるところ
 - －英国ではAPFから財務省への繰り入れはすでに10兆円超相当
- わが国の場合、超低金利状態が長期化した時点で「量的・質的金融緩和」(QQE)に着手。「復路」における正常化を責任をもって進めることを前提とすれば、QQEの量的な規模や期間の面でみたBS政策の発動の余地は、本来、欧米中銀ほどにはなかったのではないか
 - －「大規模な資産買い入れ」の効果は、危機時の流動性供給を除けば、長期金利の低下が中心
 - －わが国の場合、QQE着手の時点ですでに低金利状態にあり、長期金利の低下余地の面でも、期待できる効果には限界があったのではないか

5. わが国が抱える課題

(1) 日銀の金融政策運営

- 日銀はすでに、名目GDP比9割超の規模にまでBSを拡大。「オーバーシュート・コミットメント」でなお継続の構え
- その“**事実上の財政ファイナンス**”が、“**再建無き**”財政運営を支えている状況
- 足許は“**静かな無風状態**”ながら、その陰では**財政運営上の巨大なリスクが日銀に転嫁され、蓄積**

(図表36) 日本銀行が保有する利付国債の残高とシェア(2018年2月28日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高、%)	残存年数 (加重平均、年)
2年債	303,638	52.0	0.9
5年債	1,130,965	69.3	2.4
10年債	1,611,151	51.5	6.1
20年債	743,348	32.2	12.3
30年債	274,021	26.4	25.7
40年債	58,876	29.9	36.5
変動利付債	50,129	21.8	2.3
物価連動債	15,321	18.0	6.3
合計	4,187,449	45.5	7.5

(注1) 残高は額面金額ベース。

(注2) 国債の発行残高は、流動性供給入札および買入消却入札による残高の変動を含む。

(資料) 風間直樹参議院議員あて日本銀行開示資料(2018年4月6日)。

- 今後、いずれかの時点で正常化局面入りすれば、
 - ①当座預金の付利水準引き上げによる逆ざや転落、
 - ②とりわけマイナス金利採用後の、国債のオーバーパー(額面超え)買い入れ分の償却処理
 - ③株価の動向次第では、ETFの減損処理等の要因が日銀の財務を大きく圧迫。政府からの財政支援がなければ日銀は債務超過に転落し、その状態が長期化する可能性が高い
- QQE開始後の日銀の納付金(2013~16年度)は累計で2兆2,053億円(引当金を含めても3兆1,169億円)止まり。1980年度以降の累計でも29兆4,397億円
- 今後の正常化局面で想定される債務超過幅の大きさ(日銀が抱える当座預金の規模に比例)、正常化完了までに要するとみられる期間の長さを勘案すれば、正常化局面での債務超過幅の累計が、QQE開始後正常化着手までの納付金(+引当金)の累計を大きく上回ることは必至の情勢

(図表37) 日銀の国庫納付金の推移

(億円)

年度	日銀・国庫納付金			日銀総資産	年度	日銀・国庫納付金			日銀総資産
	一般会計決算ベース	対日銀総資産比率(%)				一般会計決算ベース	対日銀総資産比率(%)		
1980	昭和55	6,166	n.a.	n.a.	1999	11	10,859	1.0	1,062,017
1981	56	8,887	n.a.	n.a.	2000	12	12,581	1.1	1,150,959
1982	昭和57	11,674	n.a.	n.a.	2001	13	13,905	1.0	1,385,648
1983	58	13,128	n.a.	n.a.	2002	14	5,053	0.4	1,411,674
1984	59	13,404	n.a.	n.a.	2003	15	472	0.0	1,493,819
1985	60	16,323	n.a.	n.a.	2004	16	1,691	0.1	1,505,173
1986	61	10,016	3.1	325,672	2005	17	3,172	0.2	1,448,629
1987	62	3,840	1.1	347,398	2006	18	7,415	0.7	1,127,409
1988	63	3,709	0.9	396,435	2007	19	6,087	0.5	1,134,262
1989	平成元	1,847	0.4	451,307	2008	20	2,552	0.2	1,238,886
1990	2	3,240	0.7	491,566	2009	21	3,488	0.3	1,218,241
1991	3	15,159	3.1	495,913	2010	22	443	0.0	1,423,631
1992	4	21,121	4.4	479,890	2011	23	5,026	0.4	1,394,569
1993	5	16,522	3.3	501,709	2012	24	5,472	0.3	1,648,127
1994	6	9,821	1.9	504,117	2013	25	5,767	0.2	2,415,798
1995	7	6,690	1.2	542,958	2014	26	7,568	0.2	3,235,937
1996	8	10,746	1.7	619,631	2015	27	3,905	0.1	4,056,481
1997	9	7,475	1.0	714,584	2016	28	4,813	0.1	4,900,893
1998	10	14,360	1.8	797,450	2017	29	n.a.	n.a.	5,285,200

(参考)
引当金
4,501
4,615
n.a.

(資料) 日本銀行『時系列統計データ』、『日本銀行統計』、『各回事業年度決算等について』(各年度決算公表資料)を基に作成。

(注) 日銀の総資産は1998年以降は年度末ベース(出所は『時系列統計データ』)、1986～97年は年末ベース(出所は『日本銀行統計』)。

- このように、日銀の財務状況が、FedやBOEに比較して極端に悪いのはなぜか
 - QQE着手までの段階で、超低金利状態がすでに長期化
→ 買い入れた債券の収益性は極端に低い(前掲図表30)
 - にもかかわらず、日銀はFedやBOEとの対比で約4倍の規模にまでBSをすでに拡張
- 足許での買い入れた国債の加重平均利回りをみると、**イングランド銀行(BOE)で約4%、FedはMBSも合わせて3%程度を確保している模様(2017年12月時点)**ながら、**日銀の場合はわずか0.277%、運用資産全体で0.283%(2017年度上半期)**

- 日銀は、こうした事態に何も備えていないのか
- 2015年8月4日の参議院財政・金融委員会における岩田副総裁(当時)の答弁(質問者は風間直樹参議院議員。参議院会議録より抜粋)

○風間直樹君 時期尚早と。一方で、内部ではこれは議論されていらっしゃるんですか。

○参考人(岩田規久男君) 内部では幾つかのシミュレーション、この場合はどうか、この場合はどうか、この場合は金利水準はどういうふうに移動する、移行するだろうかとか、そういうシミュレーションは幾つかしております。検討しております。

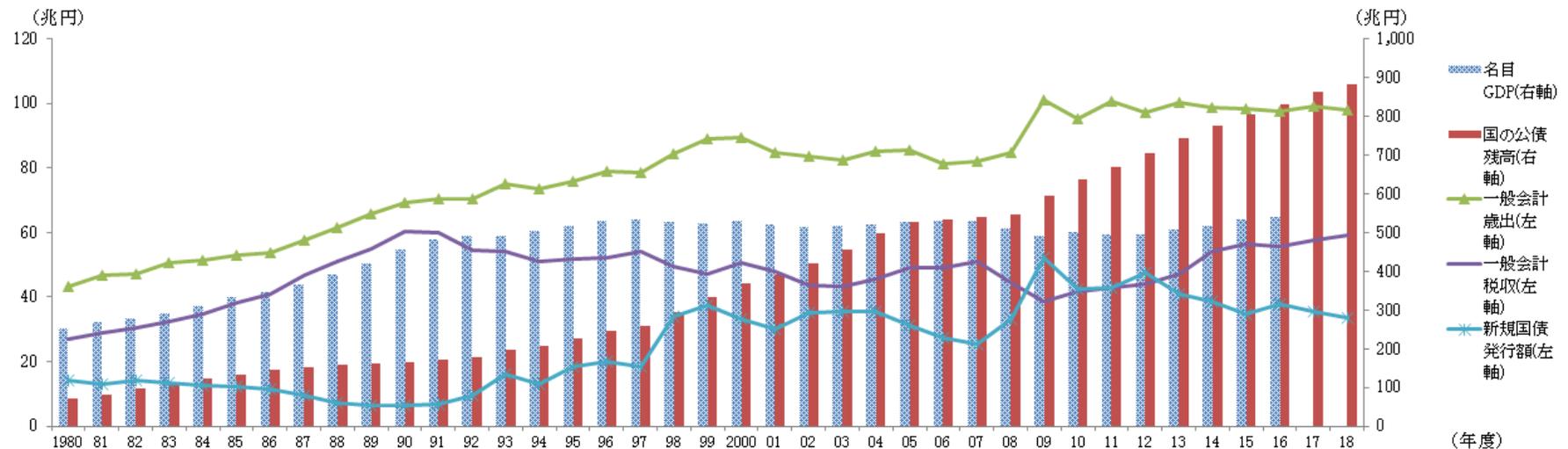
＝少なくとも、この2015年8月の時点で、日銀は内部で先行きのシミュレーションを実施

- にもかかわらず、その後の金融政策運営に活かされている形跡はあまりなく(引当金の積み立て開始程度)、対外的にも一切、説明しようとしなないのはなぜか

(2) “事実上の財政ファイナンス”で財政運営は改善したのか

- アベノミクスで税収は近年、改善したのか
 - 一般会計の租税及び印紙収入(決算ベース)は
2012年度43兆9,314億円→2016年度55兆4,686億円(+11兆5,372億円)
うち+6兆8,778億円は消費税の増収分(同10兆3,504億円→17兆2,282億円)
 - 2014年4月の消費税率引き上げ(5→8%)が大きく作用
- 歳出は100兆円規模で高止まり状態。新規国債発行額はなお30兆円超の状態

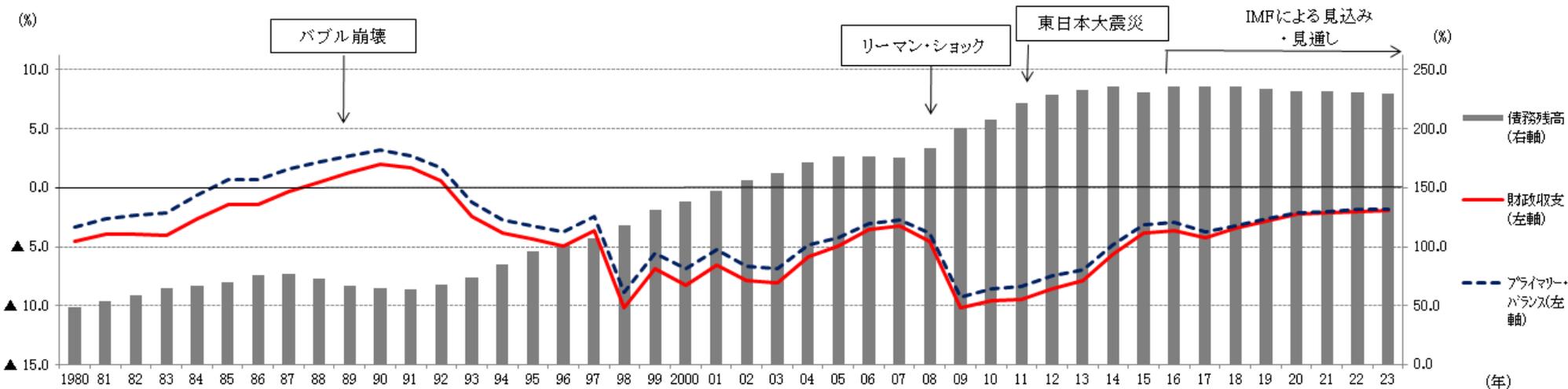
(図表38)わが国の財政・経済の長期推移



(資料) 内閣府『国民経済計算』、財務省『日本の財政関係資料』、2018年3月を基に日本総合研究所作成。
(原資料注1) 2016年度までは決算ベース、2017年度は補正後予算案ベース、2018年度は当初予算政府案ベース。
(注) 公債残高は、建設国債、特例国債(赤字国債)、復興債の合計。

- 毎年度のフロー(プライマリー・バランスおよび財政収支)面、ストック(政府債務残高)面ともに、わが国の財政再建のめどはなお立たず

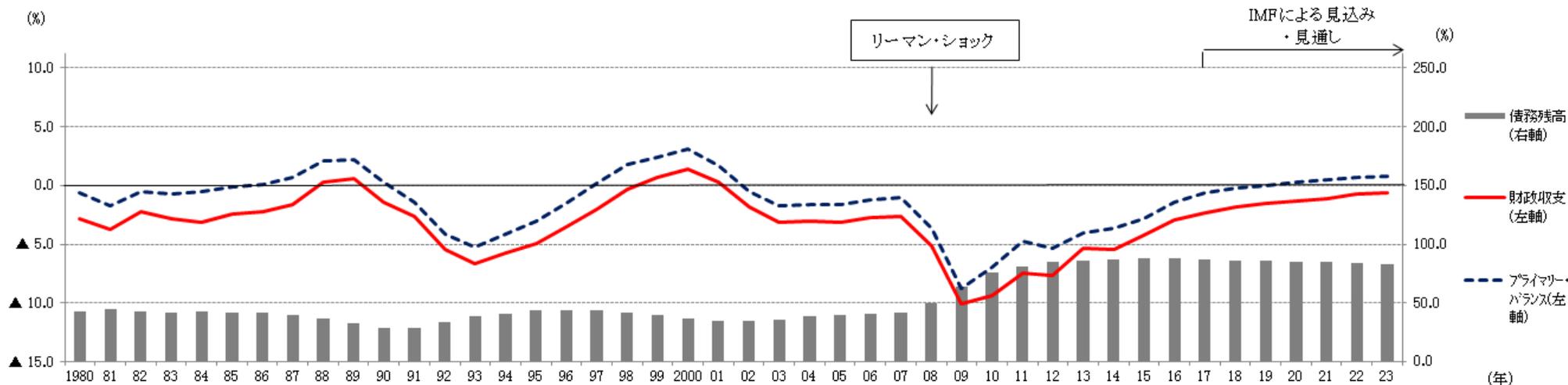
(図表39) わが国の政府債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移(名目GDP比)



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, April 2018を基に作成。
(注) 2016年以降は、2018年4月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見通し。

- ちなみに、イギリスの場合は、わが国よりはるかに健全な財政運営を展開
 – 金融危機後、異例の非伝統的手段を採用し、リスクをとった中央銀行の信用を支えるうえでの財政面での余力は十分

(図表40) イギリスの政府債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移(名目GDP比)

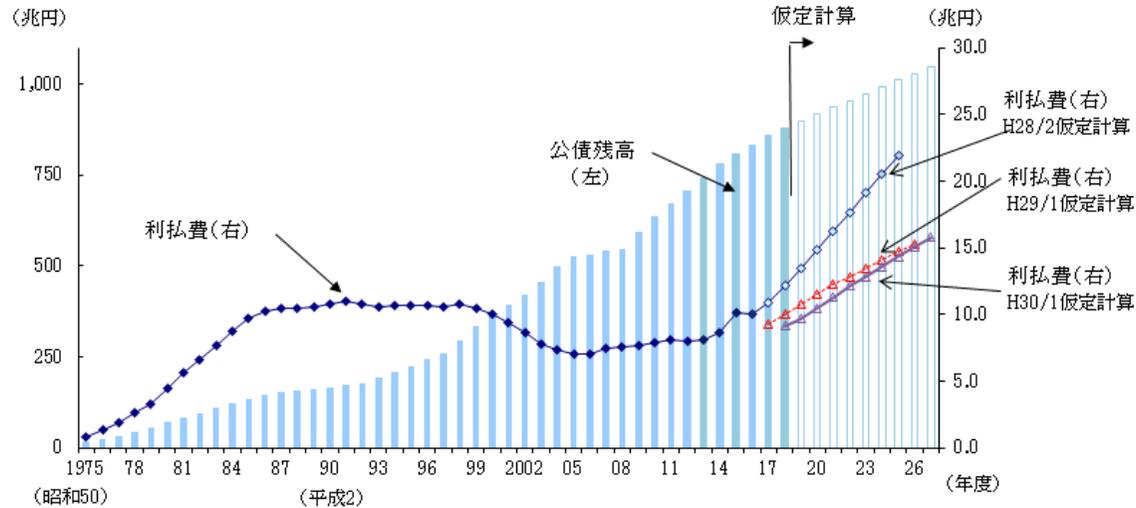


(資料) IMF, World Economic Outlook Database, April 2018を基に作成。
 (注) 2017年以降は、2018年4月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見通し。

(3) わが国の財政は、日銀の財務基盤をどこまで支えられるか

- いざ、“出口”局面となれば、国債の利払費の増加は必至

(図表41) 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



- (資料) 財務省『日本の財政関係資料』、および『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』の平成28年2月版、平成29年1月版、平成30年1月版を基に日本総合研究所作成。
- (原資料注1) 各年度版とも、各年度予算の「後年度歳出・歳入への影響試算」の[試算-1](*)を前提とする。「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。平成30年度版では、平成34年度以降、新規公債発行額は平成33年度の「差額」と同額と仮置きし、金利は平成33年度と同水準と仮置き。
- (原資料注2) 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。なお、年金特例債は計算の対象とし、復興債は計算の対象外とする。
- (注3) 原資料注1の(*)における、平成28年度版における平成28年度から33年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成28年度から順に、1.6%、1.7%、1.9%、2.0%、2.2%、2.4%(33年度)。
- (注4) 原資料注1の(*)における、平成29年度版における平成29年度から32年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成29年度から順に、1.1%、1.2%、1.3%、1.4%(32年度)。
- (注5) 原資料注1の(*)における、平成30年度版における平成30年度から33年度の各年度における10年国債の金利(予算積算金利)は平成30年度から順に、1.1%、1.2%、1.3%、1.4%(33年度)。

- 現在のような歳入・歳出構造のもと、利払費の増加分をどうやって捻出するか
- 合わせて、債務超過に陥る日銀の損失補てん分をどこから捻出するのか
 ー 国債を増発して工面し、日銀に引き受けさせようとするれば、日銀の債務超過幅はさらに拡大＝債務超過転落後には、おそらく採れない選択肢
- 2018年3月2日の衆議院議院運営委員会（再任の所信聴取）における黒田総裁の答弁「将来、当然のことながら、2%の物価安定目標も達成され、出口ということになってくれば、…（中略）…国債費は急増することになる」「それは当然、そういうことは政府として予想しておられることだと思います…」
 → その“覚悟”が現政権にできているのかは疑問

（図表42）わが国の平成30年度当初予算政府案における、一般会計の大まかな歳出・歳入の見取り図

<歳入>		<歳出>	
税収	59.1兆円	社会保障関係費	33.0兆円
その他収入	4.9兆円	地方交付税交付金等	15.5兆円
公債金	33.7兆円	公共事業費ほか	25.9兆円
		国債費	23.3兆円
		うち 債務償還費	14.3兆円
		利払費	9.0兆円
<一般会計歳入・歳出総額>			
	97.7兆円		

（資料）財務省『平成30年度予算のポイント』を基に作成。

- わが国の場合、毎年度の財政運営を円滑に継続するうえで必要な、グロスの所要資金調達額の規模が、諸外国対比で極端に大きい

(図表43) 主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額
 (2018年4月公表時点における、IMFによる2018年見通し、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリ・バランス
日本	236.0	37.2	3.4	40.7	▲ 3.4	▲ 3.2
アメリカ	108.0	18.7	5.3	24.0	▲ 5.3	▲ 3.0
イギリス	86.3	6.7	1.8	8.5	▲ 1.8	▲ 0.2
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	59.8	5.0	▲ 1.5	3.5	+ 1.5	+ 2.3
イタリア	129.7	20.6	1.6	22.2	▲ 1.6	+ 1.9
スペイン	96.7	15.9	2.5	18.4	▲ 2.5	▲ 0.2
キプロス	97.0	n.a.	n.a.	n.a.	+ 2.0	+ 4.2
ギリシャ	191.3	n.a.	n.a.	n.a.	▲ 0.1	+ 2.9
(ユーロ圏外欧州)						
アイスランド	38.4	3.2	▲ 1.2	1.9	+ 1.2	+ 3.5
スイス	41.9	2.1	▲ 0.4	1.6	+ 0.4	+ 0.6

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2018を基に日本総研作成。

(原資料) Bloomberg Finance L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。

(原資料注1) 殆どの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)にかかるもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。

(原資料注2) 満期負債は、2018年および2019年の短期負債残高が、それぞれ、2019年および20209年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2018年もしくは2019年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2017年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。

(原資料注3) スペインのデータは、連結ベースの一般政府にかかるもの。

(原資料注4) キプロス、スペインの収支のデータは、金融セクター支援を含むもの。

(原資料注5) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務にかかる帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。

(注6) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

- 毎年度、実に**150～160兆円**の国債を発行し、資金調達できなければ、**財政運営の継続は不可能**
 - **新規国債のみならず、借換債**の発行も無事に消化されなくなれば、“**デフォルト**”に
 - = わが国の場合、毎年度の財政運営を安定的に継続するためのハードルは極めて高い
- 内外の金融環境がひとたび変化すれば、短期間のうちに財政運営は行き詰まる可能性大
- わが国の国債保有構造に占める外国勢の割合はわずか
 - 債務調整のコストは、最初から国内で負担するより他になし

(図表44) わが国の平成30(2018)年度国債発行予定額

<発行根拠法別発行額>

(単位: 億円)

区 分	29年度当初	29年度補正後		30年度当初		
	(a)	(b)	(b) - (a)	(c)	(c) - (a)	(c) - (b)
新規国債	343,698	355,546	11,848	336,922	▲ 6,776	▲ 18,624
建設国債	60,970	72,818	11,848	60,940	▲ 30	▲ 11,878
特例国債	282,728	282,728	—	275,982	▲ 6,746	▲ 6,746
復興債	15,145	9,889	▲ 5,256	9,563	▲ 5,582	▲ 326
財投債	120,000	120,000	—	120,000	—	—
借換債	1,060,790	1,075,815	15,025	1,032,371	▲ 28,420	▲ 43,445
うち復興債分	19,118	28,790	9,672	18,587	▲ 531	▲ 10,203
国債発行総額	1,539,633	1,561,250	21,617	1,498,856	▲ 40,778	▲ 62,395

(4) 中央銀行と二人三脚でバランス・シート政策を展開した国に本来、 求められる政策運営

- 安部晋三首相が繰り返している発言の例(2017年11月1日記者会見<時事通信>)
「黒田総裁の手腕を信頼している。金融政策については任せている」
- 2018年3月2日の衆議院議院運営委員会における黒田総裁の答弁
- 「出口の議論の本質というのは、…(中略)…、二つの要素がある。一つは、拡大した中央銀行のバランス・シートをどうしていくかということ、もう一つは、短期金利、政策金利をどのように正常化、引き上げていくのかというこの二つ。この二つをどういう手順でどのようにやっていくのかということに尽きると思います」
⇒日銀はこの二つを行うことを、政府からの財政支援なしには到底、できそうにない。
財政支援がなければ、日銀が長期間にわたり、大幅な債務超過に陥らざるを得ない
- 政府として、「金融政策は日銀にお任せ」ではこの先、到底、立ち行かない事態にすでに陥っているのが最大の問題ではないのか

- 日銀が正常化に取り組むことができない理由

- ①2%の物価目標達成が見通せない、このみならず、

- ②日銀の場合、QQEというバランス・シート政策に着手した時点での経済条件が、他の主要中銀に比較して相当に悪かったにもかかわらず、他中銀対比で突出したBS政策をすでに展開。ゆえに、正常化局面においては、**日銀の財務の相当な悪化、および財政支援が必至の情勢**であるにもかかわらず、その点の認識を未だに政府と共有できていないからではないのか

- 財政事情がこれほどに悪いなか、中央銀行のこれほどの過剰なリスク・テイクは間違いなく持続不可能
- 安定的な経済運営を、今後も確実にするためには、景気が良好で世界的にも低金利状態にある今のうちに、正常化に向けてしっかりと舵を切り、同時に本腰を入れた財政再建に着手することが必要
 - － 現在のように良好な経済状況のもとでなければ、正常化はなかなか進めにくいのが現実ではないのか
- 実際に正常化に着手するとしても、そのペースは緩やかなものとするのが現実的
 - － その場合にもなお相当な緩和効果が、引き続き経済には及び続ける。国民や市場に対して丁寧に説明していくことが必要
- 2%の目標達成に過度に拘泥して、その機を逸することのないよう、政府・日銀はまず、物価目標の位置づけを柔軟化させることが必要
- 日銀は最終的な正常化までの道のりの工程や想定される年数、自らが抱える将来的な財務悪化のリスクを、政策委員会で責任をもって議論したうえで誠実に対外的に説明すべき
- 政府とも密接に連携しつつ、正常化にできるだけ早く着手し、今後の5年間で着実に進展させていくことが望まれる。

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp

<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>