

いちからわかる中央銀行と金融政策⑬

## イングランド銀行（BOE）の金融政策②

金融危機と量的緩和

河村小百合

二〇〇八年九月のリーマン・ショックに一年以上先立つ〇七年夏の時点で、欧州では危機のいくつかの萌芽が観察されていた。金融システムの綻びは、〇七年六月の米投資銀行大手ベア・スターンズ傘下のヘッジファンドの経営危機に端を発するものであったが、同年八月にはドイツのIKB産業銀行が経営危機に陥ったほか、フランスの大手金融グループであるBNPパリバが傘下の三ファンドを凍結するに至るなど（いわゆる「BNPパリバショック」）、欧州にも危機の波が及んだ。そして翌九月には危機の火の粉はイギリスにも及び、住宅金融大手の民間銀行である

ノーザン・ロックの資金繰りが行き詰まった（いわゆる「ノーザン・ロック危機」）。同行はMBS（住宅ローン担保証券）発行で得た資金を元手に住宅金融業務を展開していたが、前月の「BNPパリバ・ショック」を受けてMBSの発行が困難となり、流動性危機に陥ったのである。イングランド銀行（BOE）に支援を要請したことが信用不安の引き金となり、同行には預金を引き出そうとする人々が殺到し、取り付け騒ぎが発生した。BOEは同行に急ぎ多額の資金を貸し付けて何とかその場を凌いだものの、同行は翌〇八年二月、一時的に国有化される事態に至った。

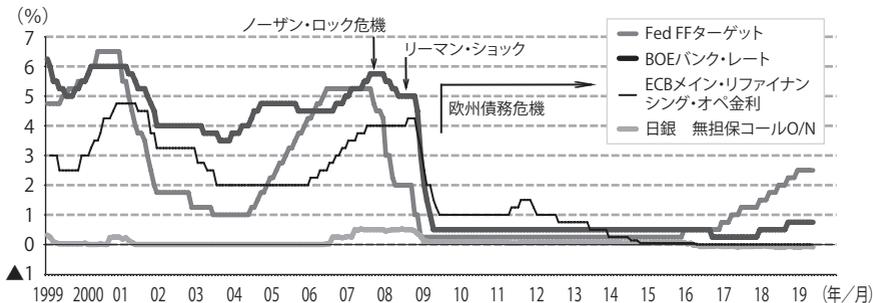
その後も、危機の火種は欧米各地のいくつかの金融機関に転々と飛び火する形でくすぶり続け、〇八年九月にはついに、米投資銀行大手であるリーマン・ブラザーズが経営破たんし、世界は金融危機に陥った。イギリスは紛れもなく、危機の震源地の一つだったのである。

### 1 金融危機で量的緩和へ

前回みたように、イギリスでは中央銀行であるBOEが政府から得ている独立性の自身は「手段の独立性」に限られる。金融政策運営の目標設定権限は政府が握っているなど、中央銀行と政府との関係は他の主要国に比較すれば相対的に強い。

金融危機に際しても、両者のこうした関係が色濃く反映され、いわば中央銀行と政府との「二人三脚」のような

図表 1 日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

(原資料) Federal Reserve、Bank of England、European Central Bank、日本銀行

形で、危機対応としての金融政策が組み立てられていくこととなった。

二〇〇七年九月のノーザン・ロック危機の時点で、BOEの政策金利であるバンク・レートは五・七五%の高水準にあった。金融システムの不調が次第に深刻化するなかで、BOEはバンク・レートを断続的に引き下げ、〇八年九月のリーマン・ショック以降は、他の主要中央銀行と同様、金利引き下げのペースを加速した(図表1)。当時はまだ、中央銀行が短期金利を引き下げられるのは、ゼロ%近傍<sup>①</sup>が限界と一般的に考えられていたなかで、BOEの場合もバンク・レートは〇八年末の時点で三%と、さらなる引き下げの余地が狭まりつつあることは誰の目にも明白となっていた。

そうした状況にあった〇九年一月、イギリスにおいて、BOEは危機対応

として異例の金融政策運営に踏み切った。最初のアクションは、まず、政府(財務省)側から起こされた。一月十九日、

ダーリング財務相は議会向けの声明のなかで、BOEが危機対応としての資産買い入れを実施するために、「資産買い入れファシリティー」(APF: Asset Purchase Facility)という新たな基金を設けることを認可したことを明らかにしている。そして、続く一月二十九日、同財務相はキングBOE総裁向けの公開書簡のなかで、APFの設立認可に際してのスキームを通知し、対外的に公表した。それによれば、APFの当初の目的は、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点にあった。BOEはまず、質の高い民間セクターの資産を五〇〇億ポンドを上限に買い入れることになったのであ

る。

## 2 政府の損失負担を当初から明確化

注目すべきは、中央銀行が危機対応としての資産買い入れに着手しようというこの時点において早くも、イギリスにおいては、A P F が債券を買い入れるものである以上、危機下の金利の低い（＝債券の価格は高い）状態で買い入れた債券を将来的に景気が回復して金利が上昇（＝債券の価格は下落）した状況下で手放すことになれば、損失が発生するであろうことを当然の前提としていたことである。そして、それを政府が全額負担するという点がこの日の公開書簡のなかで、次のように明確に述べられていた（訳は筆者）。

「政府は、B O E およびこの機能を

実行するためにB O E 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。」

また、ダーリング財務相はこの公開書簡において、「A P F は、金融市場が平常の状態を回復すれば、もはや必要はなくなるため清算される」、「以降の予算編成の都度、当該会計年度におけるA P F のオペレーションを認可するか否かは財務省側が改めて確認する」などと述べている。

このように、イギリスでは、危機対応に着手する時点から、中央銀行であるB O E と政府との間で、あらかじめ定められた中央銀行の独立性の範囲に忠実な形で、危機対応の政策運営における役割とその結果将来的に生じるであろうコストや責任の分担の在り方が

慎重に検討され、対外的にも明確に説明されたうえで進められていたのである。要するに、資産の買い入れという役割は、金融政策運営の一環としてA P F という別勘定を設けてB O E が実施するが、それに伴う将来的な損失はA P F という別勘定を設けて明確化しつつ、B O E から切り離して政府が負担することとなった。こうしたあたりは、近年、政府と日銀が事実上一体化するような財政・金融政策運営が行われているにもかかわらず、それに伴う将来的なコストや責任の在り方が、一切、対外的な情報開示や議論の対象となっていない日本の状況とは、きわめて対照的であるといえよう。

## 3 資産買い入れは残高方式で

将来的な損失を政府側が負担する以上、B O E がA P F の枠組みのなかで

買い入れる債券は財務省が認可するものに限られることになった。当初は危機で打撃を受けた社債等の民間債券のうち、質の面で一定の基準を満たす投資適格級のものが想定されていた。ただし、イギリスの場合は、これらの民間債券の市場規模は限られるため、その後、BOE側の発意で、それを財務省側が認可する形で、買入れ対象に英国債が加えられ、買入れの主力となっていた。

危機後の大規模な資産買入れは、米連邦準備制度(Fed)や日銀等の他の主要中央銀行でも実施され、資産買入れの方針は、大半の中央銀行では、月当たり、ないしは年当たりの買入れ額として示されることが多かったの<sup>(注1)</sup>に対して、BOEの場合は、金融政策運営の方針を決定する毎回の金融政策委員会(MPC)において、「AP

Fの残高がいくらになるまで買入れを実施するか」という、<sup>2</sup>残高の上限<sup>3</sup>を示す形で資産買入れ方針が示されることとなった(図表2)。これは同国の場合、危機直後にBOEが資産買入れに着手する時点から、いずれは損失が高<sup>かさ</sup>みかねない政策運営であることが明確に認識され、その損失はBOEが買い入れる資産の規模に比例して膨らむことが国全体として理解されていたからこそ採られた方針であったように見受けられる。

APFのオペレーションは公開で、かつ透明な形で行われることとされ、四半期報や年報の形で、買入れ債券などの時価などの情報を含む定期的な情報公開が行われることとなった。

図表2 BOEの資産買入れファシリティ(APF)の買入れ上限額等の推移

年月	BOE総裁	財務相	中銀マネーによる買入れ上限額(億ポンド)	
2009年2月	↓	↓	1,500	
3月				ダーリング
8月				↓
11月				↓
2011年10月				オズボーン
2012年2月				↓
7月				↓
2013年2月				↓
~6月				↓
2013年7月				カーニー
2016年7月	↓	ハモンド	↓	
8月	↓	↓	4,350	
(2019年5月)	↓	↓	↓	

(BOE執行部による買入れ上限の4,000億ポンドへの引き上げ提案を、MPCで5回連続で否決)

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

(注1) 黒田総裁就任後の日銀の例でみれば、二〇一三年四月には国債等を「年五〇〇兆円規模で買い入れる」「二〇一四年一〇月の追加緩和時には同じく「年八〇兆円規模で買い入れる」といった表現で買い入れ方針が示されていた。

#### 4 量的緩和の効果の当初の認識と現実

実は、そうしたイギリスにおいても、当時、まだ「未知の領域」にあった資産買い入れという金融政策運営について、それがどのような経路で、どのような効果や影響を实体经济に及ぼすものなのかについて、十分に検討し尽くされていたわけではなかった。

キングBOE総裁(当時)は、BOEがAPFによる資産買い入れに着手する直前の二〇〇九年二月一七日付の公開書簡のなかで、量的緩和の効果

の波及経路に関して、「量的緩和開始に伴うマネタリーベースの拡張が、広義マネー<sup>(注2)</sup>と信用を押し上げ、民間セクターが保有する金融資産の流動性を高めて、名目支出を引き上げる」と述べている。

これに対して、BOEとほぼ同じ時期に大規模な資産買い入れに踏み出したFedの効果の波及経路についての理解は、BOEとは対照的なものであった。Fedは大規模な資産買い入れの実施を検討した二〇〇八年末のFOMC(連邦公開市場委員会)において、二〇〇一〇六年に日銀が世界で初めて実施した量的緩和の効果を綿密に検証し、中央銀行が、短期金利をゼロ%近傍まで下げてしまったもとで政策金利の誘導に必要なレベルを大幅に上回る規模でベース・マネーを供給しても、短期金利がプラス圏にあるときのよ

うに、市中に供給されるマネーストックの大幅な増加、言い換えれば民間銀行から企業や家計等への貸出の大幅な増加につながることはない、という点を明確に認識していたのである(本連載第八回(第二〇六六号)参照)。

そして実際に、BOEがイギリスにおいて英国債等を大規模に買い入れる量的緩和を進めた結果は、この認識とまったく同じものに帰着することになった。キング総裁の当初の説明とは異なる結果もたらされていることに對して、イギリスの場合は大手メディアなどの世論から批判されたこともあり、BOEは量的緩和に着手してから五年後の二〇一四年(BOE総裁は前年にカーニー氏に交代)の四半期報における論文公表を通じて、量的緩和の効果の波及経路の説明を、当初のマネーストック、ひいては貸出の大幅増加によ

る説明から、多額の資産買い入れにより金利が低下し、それが個人消費や設備投資を刺激するという説明に変更することを余儀なくされた。

(注2) 民間銀行が市中向けに供給するマネーストック(マネーサプライ)のこと。

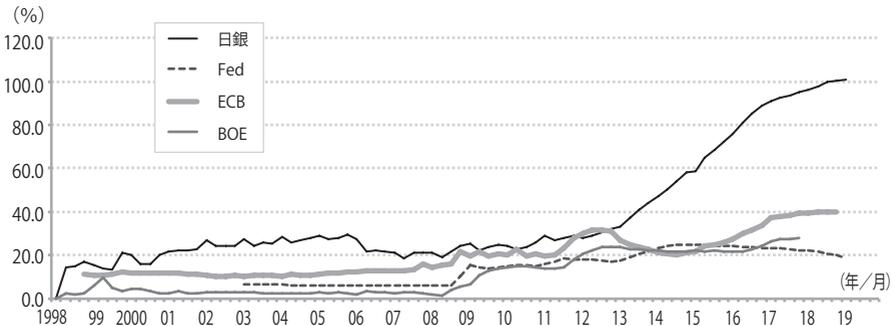
## 5 キング総裁下で五回連続否決

ちなみに、APFの買い入れ上限額は、二〇一二年七月に三七五〇億ポンドにまで引き上げられた後、据え置かれ、同年一〇月以降新たな買い入れ余地が乏しくなっていた。当時はキング総裁の在任期間の末期に当たるが、同総裁は二〇一三年二月以降、自らの退任直前の六月までの間の五回の金融政策委員会を通じて、資産買い入れ上限を四〇〇〇億ポンドまで二五〇億ポンド引き上げる提案を執行部側から行い

ながら、五回連続で、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の多数決で退けられるという結果に陥った。二〇一三年三月のMPC議事録によれば、キング総裁の提案に反対し、資産買い入れ枠の維持を主張した委員からは、「貸入金や価格の設定での不都合な結果を伴い、インフレ期待が上振れするリスクがある。一段の金融緩和はそのリスクを高める可能性がある」、「ポンドの不当な下落を招きかねない」と懸念する意見が出されたと報じられている。<sup>(注3)</sup>

金融政策とは、いかに机上で理論を組み立てても、現実の経済がそのとおりに動くかどうかは、実際に試してみないとわか

図表3 主要中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(資料) Thomson Reuter Eikon、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2019年5月現在、2017年12月値までしか公表されていない。

らない、という筋合いのものである。現在の日銀も、まさに同様の状況に置かれていたともいえよう。BOEにおけるこうした経験や現在の日銀の政策運営からは、セントラル・バンカーとは、実際の効果や副作用やコストをあまり鑑みることなく、こうした「実験」をしたがる人たちなのかもしれない、という感すら禁じ得ない。しかしながら、当時のBOEと現在の日銀を比較すれば、そうしたセントラル・バンカーたちの意向を、中央銀行の外から任命された審議委員の力で止めることができたかどうかにより、大きく異なる結果がもたらされることになった。主要中央銀行の資産規模（対名目GDP比）の推移をみると、BOEの資産規模は日銀のように徒に拡大することなく、抑制されていることがわかる（図表3）。イギリスの場合、BOEは金融政策

運営の「手段の独立性」しか有しないとはいえず、政府との間でよい意味での緊張関係があり、安倍政権の財政運営と日銀の金融政策運営が、明示的な議論がない事実上一体化している現在の日本の状況とは大きく異なっている。BOE総裁の任命権を有するオズボーン財務相は、キング総裁を再任することはなく、二〇一三年七月には、前カナダ中央銀行の総裁であったカーニー氏をBOE総裁に任命した。カーニー総裁の下、APFの資産買い入れ枠は三七五〇億ポンドのまま、イギリスが国民投票でEUからの離脱を選択する二〇一六年夏まで据え置かれることとなったのである。

（注3）二〇一三年三月二〇日付時事通信

（株）日本総合研究所調査部上席主任研究員