

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—

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに（問題意識）
2. 金融危機後のイングランド銀行の金融政策運営の経緯
 - (1) 危機前までの中央銀行の位置付けと金融政策運営の経緯
 - (2) 2009年以降の資産買い入れファシリティ（APF）の枠組み下での量的緩和等
 - A. 政府側によるAPFの当初の設計
 - B. BOEのMPCの判断に基づき、APF下で量的緩和を開始
 - C. BOE側の発議でAPFの買い入れ残高の上限を段階的に引き上げ
 - (3) 2013年7月のカーニー総裁就任とフォワード・ガイダンスの導入
3. APFの財務コスト運営をめぐる考え方
 - (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
4. 2016年6月の“Brexit” 国民投票後の状況
 - (1) 国民投票結果を受けての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
5. イングランド銀行が抱える課題とわが国への示唆
 - (1) イングランド銀行が抱える課題
 - (2) わが国への示唆

要 約

1. イングランド銀行（以下BOE：Bank of England）は、2008年秋の金融危機を受け、2009年入り後に量的緩和（以下QE：Quantitative Easing）という非伝統的な手段による金融政策運営に乗り出した中央銀行の一つである。BOEは金融政策の「手段の独立性」のみを有する中央銀行であり、「目標」は政府によって与えられる制度設計のもとにあるため、主要中央銀行のなかでは、相対的に政府との関係が近い中央銀行であるとみることできる。
2. 金融危機後の金融政策をいかに展開していくのかに関しても、イギリスでは、BOEの「手段の独立性」は尊重しつつ、実際には政府とのいわば“二人三脚”のような形で金融政策運営が展開されてきた。ただし、政策形成の過程は、財務相とBOE総裁との間での「公開書簡」によって、対外的な透明性が確保されたものとなっている。
3. 2009年入り後にBOEが非伝統的な金融政策手段としての量的緩和に着手するのには際しては、国債等を多額に買い入れるいわば「往路」の局面だけではなく、いずれは必ず到来するであろう、そうした政策を手仕舞いするための「復路」の局面において、必ず損失が嵩むであろうことを見越し、BOEが量的緩和を実施する勘定をバランス・シートからは切り離して子会社（APF：資産買い入れファシリティ）とした。そして量的緩和およびその手仕舞いのオペレーションによって将来的に発生するであろう損失は、すべて政府が負担するとの損失補償の考え方が、財務相の「公開書簡」によって、当初から明確に示されていた。
4. BOEはこのAPFにおいて、「往路」で蓄積された利益の政府への会計上の移転方式が2013年から変更されたのを機に、APFと財務省との間での利益および損失補てんによる資金移転の見通しに関する論文を四季報に掲載した。同時に、イギリス国民や市場関係者が誰でも、シナリオによって変化するこの資金移転の見通しを自由に試算できるスプレッドシートをホームページに掲載し、金融政策運営の先行きや財政運営への影響をも含めた透明性が確保されている。
5. イギリスの場合、2016年6月の国民投票によって“Brexit”（EUからの離脱）が決定されたことを受け、急激なポンド安が進行するなど、経済・金融情勢に混乱が生じた。BOEはこれに対し、先行きのインフレ懸念よりも国内経済の下支えを優先させるべく、2016年8月に追加金融緩和を実施した。その効果もあって、イギリスの国内経済情勢は落ち着きを取り戻しつつあるものの、EU離脱交渉の先行きは一段と不透明になっているほか、物価上昇率が目標の2%を大きく上回る3%近傍での推移が続いているにもかかわらず、金融引き締めへの転換が遅れている状況にある。大規模な量的緩和を展開してきた後の金融情勢のなかで、インフレの加速をBOEが首尾よく抑制していくことができるか、注視していく必要がある。
6. ひるがえってわが国の状況をみると、政府と中央銀行の関係が近いという面では、イギリスに通ずる面もあるが、実際にこれまで展開されている金融政策運営の展開や政府の対応はイギリスとは大き

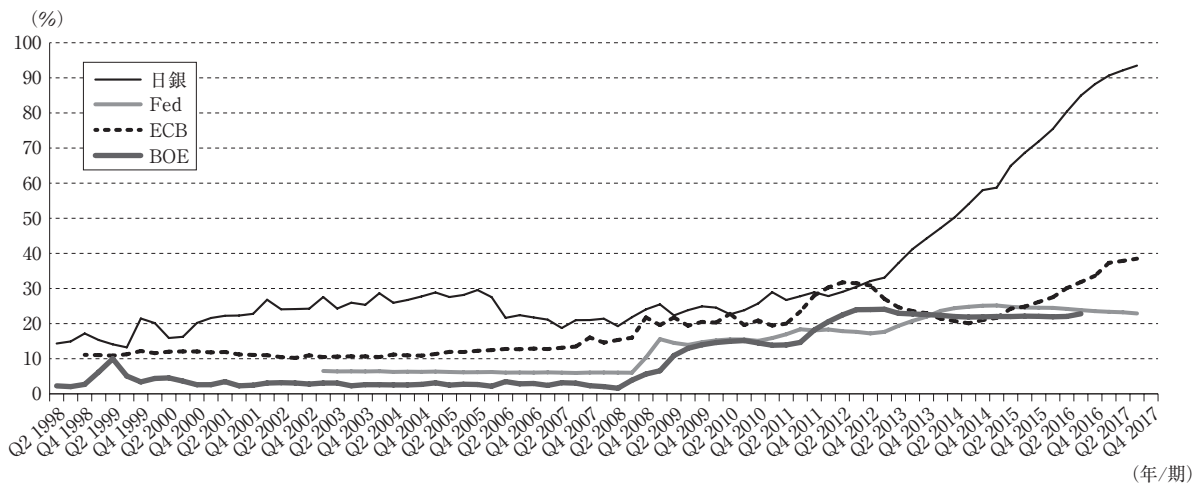
く異なっているのが現実である。政府・日銀は、イギリスの例にならい、BOEよりもすでにはるかに大きいリスクを抱えるに至っている日銀の金融政策を今後いかに進めていくのか、正常化の過程で必ず発生する日銀の財務コスト、ひいては財政負担にどう向き合っていくのか、透明性を確保しながら責任ある対応をとっていくことが求められている。

1. はじめに（問題意識）

イングランド銀行（以下BOE：Bank of England）は、2008年秋の金融危機を受け、アメリカの連邦準備制度（以下Fed：The Federal Reserve System）に続いて、2009年入り後に量的緩和（以下QE：Quantitative Easing）という非伝統的な手段による金融政策運営に乗り出した中央銀行である。

ただしBOEはその後、量的緩和による新たな資産買い入れを2012年10月末をもって停止した。これは、Fedが新規の資産買い入れを停止した2014年10月よりも2年早いものであった。その後約3年半にわたり、BOEは買い入れた資産残高を3,750億ポンドとして横ばいで維持し、資産規模の対名目GDP比も2割強程度では横ばいで推移させてきていた（図表1）ところ、2016年6月にはイギリスが国民投票でEUからの離脱（以下“Brexit”）を選択するという事態に見舞われた。イギリス内外の金融市場は急変し、外国為替市場でポンド安が急速に進展したことなどから、物価情勢は国民投票以前の低インフレ基調とは一変し、イギリスのインフレ目標である2%を大きく上回る状態が継続している。BOEは景気支援のため急遽、追加緩和措置を講じたものの、Fedや欧州中央銀行（以下ECB：European Central Bank）が正常化に向けた動きを着々と進めるなか、BOEは自国の経済情勢と物価情勢、そしてEU離脱を巡る不透明な情勢のなかで身動きがとりにくく、金融政策運営に苦慮している状況にある。

（図表1）BOEと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。

本稿では、①政府と中央銀行の距離が相対的に近いイギリスにおいて、量的緩和実施後の中央銀行にかかる負担が、QEに着手した当初の段階からどのように認識され、それに対処するために政府との間でどのような枠組みが設けられていたのか、②ひとたび大規模な資産買い入れを実施した後で、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（“Brexit”）による金融・経済情勢の急変に見舞われた中央銀行はいかなる課題を抱えたのか、という点を中心に、金融危機以降これまでのBOEの金融政策運営やその背後にあるイギリス政府の対応を検討することを通じて、わが

国への示唆を探ることとしたい。

2. 金融危機後のイングランド銀行の金融政策運営の経緯

(1) 危機前までの中央銀行の位置付けと金融政策運営の経緯

イギリスにおいては、1990年代半ばまで、金融政策運営の決定権限は財務省（以下HMT：Her Majesty's Treasury）が握っていた。92年9月のERM危機の際には、イギリスはジョージ・ソロス率いるヘッジ・ファンド等によって、巨額のポンド売りを仕掛けられた。BOEも公定歩合（政策金利）を15%にまで引き上げる金融政策運営を行ったものの、イギリスはポンド防衛に失敗してERMを脱退し、変動相場制に移行して今日に至っている。

これは金融政策運営の立場からみれば、「為替レート・ターゲティング」に事実上かなり近い政策運営が失敗したことを意味し、ERM危機の直後の92年10月から、イギリスでは「インフレーション・ターゲティング」が採用された。これは、政府がインフレーションの目標レンジを決定し、BOEはその達成を目標に金融政策を行い、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報告しなければならない、というもので、財務大臣とBOE総裁との間のこうしたやり取りは、公開書簡（open letter）で行われる、という設計になっている。

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（注1）、政府からの独立性を獲得した。具体的には金融政策の決定権限が、それまでの財務省から、BOEに新設された金融政策委員会（MPC：Monetary Policy Committee）に移管された。ただし、上述のような「インフレーション・ターゲティング」の枠組みは、BOEが独立を獲得した後も維持され、今日に至っている。

このように、BOEが獲得した政府からの「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、中央銀行のなかには、FedやECBのように、「手段の独立性」にとどまらず、金融政策運営上の目標をも中央銀行自らが設定できるという「目標設定の独立性」を有する中央銀行も存在する。このように考えれば、BOEは今もなお、相対的に政府との距離が近い中央銀行のグループに属するとみることができよう（注2）。

(2) 2009年以降の資産買い入れファシリティ（APF）の枠組み下での量的緩和等

2008年秋のリーマン・ショックの震源地の一つであったイギリスにおいては、前述のような従前からのBOEと政府との間の関係が色濃く反映され、いわば“二人三脚”のような形で、役割と責任の分担を明確にしつつ、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。

A. 政府側によるAPFの当初の設計

2009年1月19日、ダーリング蔵相は議会向けの声明のなかで、BOEが「資産買い入れファシリティ」（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、これに1月29日、同蔵相はキングBOE総裁向けの公開書簡のなかで、APFの設立認可に際し

ての設計を通知し、対外的にも公表した。

1月29日付のダーリング蔵相の公開書簡によれば、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る。BOEは質の高い民間セクターの資産500億ポンドを上限に買い入れる。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が公開書簡のなかで明確に述べられていたのである（訳は筆者）。

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。

また、ダーリング蔵相はこの公開書簡において、APF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、とも明確に述べている。そして以降の予算編成の都度、当該会計年度におけるAPFのオペレーションを認可するか否かを改めて確認する、とした。

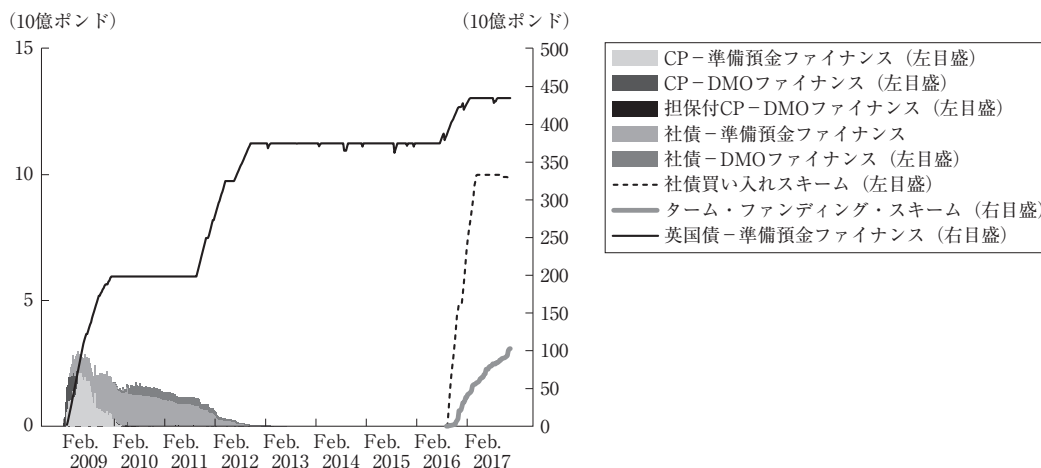
APFの枠組みのなかでBOEが買い入れるのに適格な債券は財務省が認可することとされ、この2009年1月29日付の公開書簡のなかで列挙されていた。具体的には、信用保証スキーム（CGS：Credit Guarantee Scheme）のもとで発行された債務証券、社債、CP、シンジケート・ローン、および有効な証券化ストラクチャーを用いた資産担保証券（ABS）である。BOEはこのリストの修正を財務省に申請することができる。なお、BOEが買い入れることができるのは、このリストのうちの質が高く、投資適格級の商品に限られる。またBOEは、このファシリティで買い入れられた資産が適切に管理されるようにすべく、財務省と合意したリスク管理の枠組みに服さなければならない。また、APFのオペレーションは公開かつ透明な形で行われなければならないとされ、企業の負債市場の情勢評価と合わせて、四半期報や年報の形で定期的な情報公開が行われることとなった。

なお、設置の時点においてAPFは、TBの発行と政府の債務管理局による国庫金管理のオペレーションを通じて、要するに政府が資金調達を行うこととされていた。そして、APFにおける上述のような買い入れ適格債券のラインナップおよび政府による損失補償の枠組みのもとで、BOEが中央銀行マネー（注3）によるファイナンスの形で、金融政策運営の一環としてこのオペレーションを行う必要があると判断するのであれば、それは財務相の同意が必要になる。その場合は理由を付して申請すること、そしてそれが認可される場合は、財務省は同時に議会に対しても通知するほか、買い入れ適格債券の範囲や買い入れ上限に変更が生じる可能性がある、とも述べている。要するに、イギリスにおいてもAPF設置の当初から、米Fedが一步先に着手したのと同様に、これを中央銀行マネーでファイナンスする形で、金融政策運営上の量的緩和として用いることも明確に意識されていた。ただし、実際にそれを金融政策運営の手段として用いるか否かは、金融危機の直後で経済情勢が緊迫するなかでありながら、財務省側が決めてしまうことなく、BOEのMPCの判断に委ねたのであった。

B. BOEのMPCの判断に基づき、APF下で量的緩和を開始

ダーリング財務相からの公開書簡が発出された翌日の2009年1月30日、APFは設立された。BOEは財務相から公開書簡で示されたAPFの枠組みに則り、金融危機でマヒ状態に陥った信用市場を機能回復させるべく、適格な民間債券の買入れオペレーションを開始した（注4、図表2）。

（図表2）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。

そしてBOE側は、2月のMPCにおいて議論したうえで、APFを金融政策運営の一環として、量的緩和のために用いる必要があるという判断で合意した。MPCがそのような判断に至った理由として、BOEのキング総裁（当時）は2月17日付のダーリング財務相宛ての公開書簡のなかで、危機直後という当時のイギリス経済の状況として、インフレ率が政府から与えられた2%というターゲットを中期的に下回るという相当なリスクがあることを挙げている。そして、MPC側から、「量的緩和の開始に際して、買入れ対象としての適格債券に英国債を追加し、買入れ限度額の上限を1,500億ポンドに引き上げること、ただし、そのうち500億ポンドは、1月29日付の財務相側からの公開書簡にあった通り、質の高い民間セクター債券の買入れに振り向けること」を財務相に対して提案し、申請している。これらはいずれも、翌3月3日付のダーリング財務相からの返信の公開書簡のなかで、明確に認可され、同月からBOEの量的緩和がスタートすることとなった（前掲図表2）。

なお、キング総裁は、2月17日付の公開書簡のなかで、APFの買入れ対象に英国債が追加されることになっても、政府の債務管理政策は引き続き、BOEの金融政策運営と首尾一貫したものであること（注5）の確認を求めている。これに対してダーリング財務相は、3月3日付の返信の公開書簡のなかで、「政府の債務管理政策の目的は引き続き、リスクを考慮し、政府の債務管理政策が金融政策の目的と首尾一貫したものであることを確実なものとしつつ、政府の所要資金調達額に見合うコストを、長期的な見地から最小化することである」と、明確に確認している。

ちなみに、キング総裁は量的緩和の効果の波及経路に関して、2月17日付の公開書簡のなかで、「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（注6）と信用を押し上げ、民間セクターの

ポートフォリオの流動性を高めて、名目支出を引き上げる」としている。しかしながら波及経路に関するこのような見方は、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が、その実施を検討した2008年末のFOMC（連邦公開市場委員会）において、2001～2006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てとった考え方（注7）とは大きく異なるものであった。そして実際にも、BOEがこの後展開する量的緩和によっても、「ゼロ金利制約」のもとでは、中央銀行がいかにマネタリーベースの供給を増やしても、プラスの金利下におけるような広義マネー（マネーストック）の増加（注8）にはつながらないという、2000年代に日銀がすでに経験済みであったのと同じ結果がもたらされることとなった。BOEは2014年の四半期報における論文（注9）公表を通じて、量的緩和の効果の波及経路の説明を、当初のマネタリスト的な信用乗数効果による説明から、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10）。

C. BOE側の発議でAPFの買い入れ残高の上限を段階的に引き上げ

その後、APFの残高の上限は、BOE側の発議でその後も2012年夏までの間に段階的に引き上げられていった（図表3）。BOEの量的緩和の場合、MPCでさらなる金融緩和が必要な場合は、APFの資産残高の上限を引き上げる形での決定がなされ、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、という流れで政策運営が決定されていった。なお、このような資産残高の引き上げによるアプローチは、リーマン・ショック以降に類似の非伝統的手段による金融政策運営を行ったFed、日銀、ECBという他の主要中央銀行が、いずれも月当たりないしは年当たりの資産買い入れベースの形で、金融緩和政策を表現することが多かった（注11）のとは対照的である。その背景には、APF方式で量的緩和政策に着手した当初から、政府によるAPFの損失補償が明確に定められ、こうした非伝統的な手段による金融政策運営によって、将来的に抱えるリスクの大きさが最初から明確に意識されていたためであるように見受けられる。

その後、2010年5月には、労働党ブラウン政権から保守党・自由民主党連立のキャメロン政権への政権交代があった。保守連立政権になってからは、2011年11月に、金融危機の後遺症に苦しむ中小企業の

（図表3）APFの買い入れ上限額等の推移（～2012年）

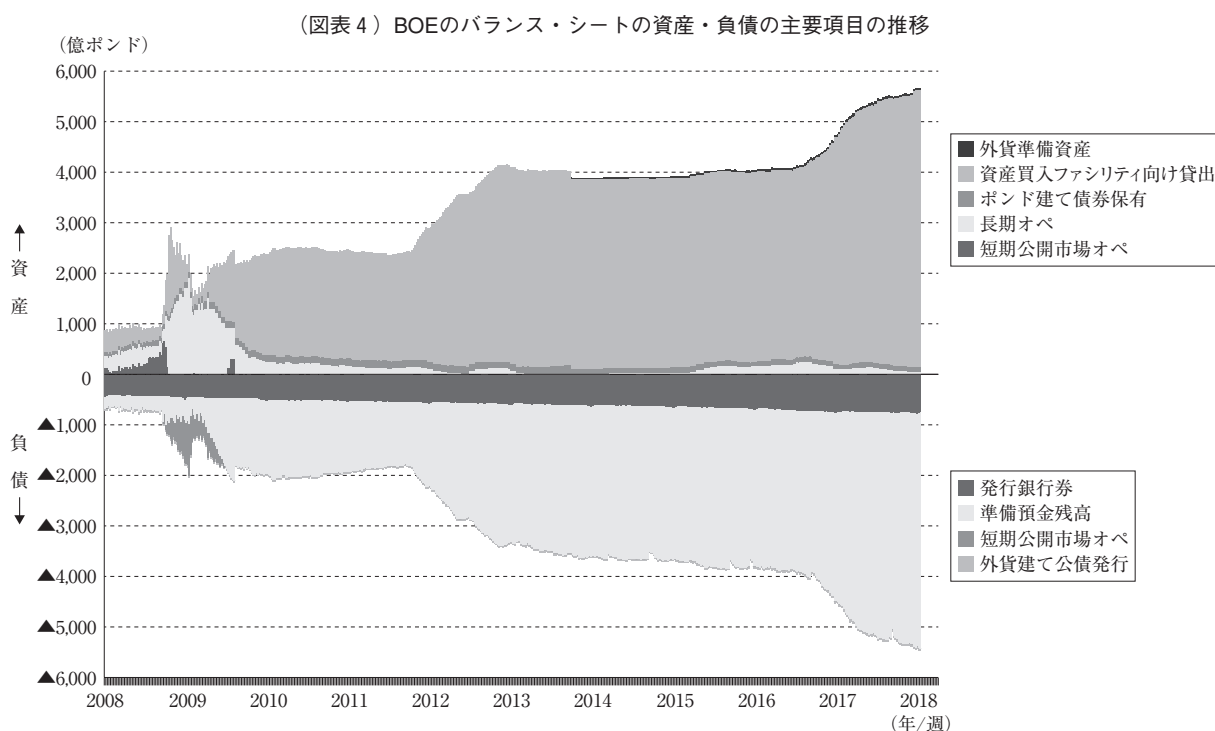
MPC開催年月	BOE総裁	財務相	買い入れ上限額（億ポンド、ファイナンス方法別）		その他の内容
			中銀マネー	TB	
2009年2月	キング	ダーリング	-	500	財務省側から、中小企業の資金繰り支援のための信用緩和措置を提案。BOE側もこれを受け入れ。
3月			1500	500	
8月			1750	500	
11月			2000	500	
2011年10月			オズボーン	2750	
11月		-		100	
2012年2月		3250		100	
7月		3750		100	
11月		-		-	

（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

資金繰り支援のための信用緩和措置として、オズボーン財務相側から公開書簡によって、全国ローン保証スキーム（National Loan Guarantee Scheme）の設置が提案された。これは特定セクターへの支援であるため、中央銀行の準備預金でのファイナンスは適切ではなく、財務省側が責任を持つべきとの見地に立ち、APF内に設けられていた民間債券買い入れ枠を400億ポンド減額した。財務省によるAPFへの損失補償枠もこれで400億ポンド減額されることになるため、そのうち200億ポンドを全国ローン保証スキームに、10億ポンドをビジネス・ファイナンス・パートナーシップにそれぞれ拠出することとされ、BOE側も、キング総裁が同じ頃、中小企業の資金繰り問題をスピーチ等で指摘していたこともあり、これを受け入れた。

その後、キャメロン政権は、金融危機で悪化した財政の再建を図るべく、緊縮方向での財政運営に舵を切っていったことと併せて、金融政策は緩和基調が維持されることとなり、2012年2月、7月にはAPFの資産買い入れ上限額が引き上げられた。ちなみに、これと同時期の2012年7月13日には、APFの枠外でのBOEと財務省との共同のスキームではあるが、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として、証券貸し出しスキーム（FLS：Funding for Lending Scheme）も創設されている（注12）。

なお、2012年7月に3,750億ポンドにまで引き上げられたAPFの買い入れ上限枠は、同年10月末までに買い入れ余地が乏しくなったため、キング総裁は、その後2013年2月以降、自らの退任前の6月まで



(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、「ポンド建て債券保有」および「資産買い入れファシリティ」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。

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、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ている（注13）。APFの資産買い入れ枠は結果的に3,750億ポンドのまま、2016年夏まで据え置かれることとなった（図表4）。

この間、2012年11月には、オズボーン財務相側から、APFの損益の帰属方法を、解散時一括精算方式から、四半期ごとの移転方式に変更する提案が公開書簡でなされ、BOE側もこれを受け入れている（詳細は第3章で後述）。

(3) 2013年7月の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、任期切れとなるキングBOE総裁の後任に関して、オズボーン財務相は経済誌の“The Economist”に公募を掲載するなどヘッドハンティング活動を行った結果、それまでカナダ中央銀行の総裁であったマーク・カーニー氏を後継の新総裁に任命した。

カーニー総裁は就任後、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し、就任翌月の2013年8月、MPCは、次のようなフォワード・ガイダンスを導入したのである（注14）。

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（＝「ノックアウト条項」）。

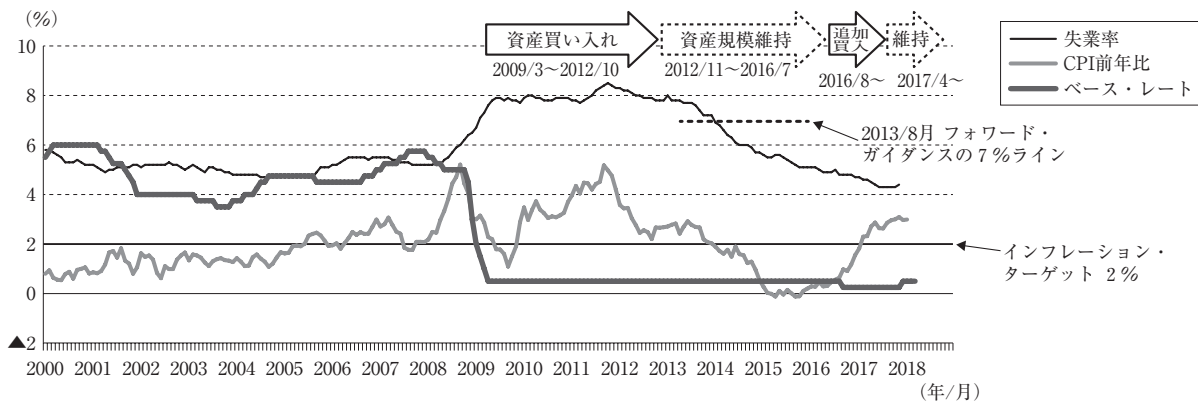
ちなみに、カーニー総裁を指名したオズボーン財務相は、新総裁の就任に先立つ2013年3月20日の財政演説において、BOEの権限を見直し、MPCはインフレ目標以外の「中間基準」を設定し、低金利の長期化を図ることを明らかにした。次期総裁の就任前から、財務省との間で、金融政策運営上の目標設定の在り方について検討が行われている様子がみとれる（注15）。同財務相は、この中間基準の具体的な内容は、カーニー新総裁就任後初めて“Inflation Report”が公表される8月に明らかにされる見通しだと述べている。これを受けて、「失業率7%」という中間目標を含む、いわば、「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」がカーニー総裁就任後に掲げられることになった。

さらに、このフォワード・ガイダンスには、後段部分に「ノックアウト条項」（後段部分）を付している。そこからは、BOEがQEによる政策運営を積み上げることによって、先行き高インフレを招来したり、金融システムの安定に重大な脅威をもたらしかねないというリスクがあることを明確に認識している様子が窺われる。

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（threshold）である7%をあっさり下回り、その後も低下傾向をたどった（図表5）。

2014年2月には、前年8月の内容を軌道修正する、次のようなフォワード・ガイダンスが発表されている（注16）。それは、GDPギャップを重視するもので、BOEとしてのQEからの出口戦略の観点も一部、含まれているものであった。

（図表5）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.

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・レートの水準は、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。

このようにして、カーニー総裁下のBOEは金融政策運営を続けていったが、これと同じ頃、アメリカではバーナンキ元FRB議長の2期目の任期が満了した2014年2月に、イエレン氏がFRB議長に就任した。Fedは2014年1月よりいわゆる“QE3”による米国債やMBSの買い入れ額をおおむね月当たり100億ドルずつ、断続的に減額していく“tapering”のプロセスに入っていた。Fedは2014年10月をもって、新規の資産買い入れを停止し、2017年9月までの間、Fedの保有資産の満期到来分は同額が再投

資され、横ばいで維持されることとなった。その後、Fedが政策金利であるFFレートの最初の引き上げ誘導に踏み切ったのは2015年12月であり、正常化プロセスの進め方は極めて緩やかなものであった。

BOEは、Fedよりはるか前の2012年10月末をもって、同年7月のMPCで設定された3,750億ポンドという資産の買い入れ枠を使い果たした。その後、2013年2月～6月のMPCにおいて、キング総裁をはじめとする執行部が、買い入れ額の上限引き上げを提案しながらも、5度の会合にわたり連続で否決されるという経緯のなかではあるが、新規の資産買い入れは2012年10月末以降、事実上停止されることとなった。

また当時は、欧州の大陸側では債務危機後のデフレ懸念が強まっていたこともあり、ECBが債務危機時には消極的だったバランス・シート政策を、2014年6月以降積極的なスタンスに転換させ、マイナス金利政策も先行させるなどして、信用緩和政策を強めていた時期でもあった（注17）。そうしたなか、BOEとして、FedやECBよりも正常化プロセスを先行させれば、外国為替市場でポンド高を招くなどして景気を失速させかねず、BOEはこうした海外情勢をもにらみつつ、慎重に自らの正常化着手の時期を探っていたように見受けられる。しかしながら、そうしたなか、2015年5月に保守党単独政権の首班となったキャメロン首相は、イギリスのEU離脱に関する国民投票を2016年6月に実施することを決定し、イギリス経済と金融市場はその大波にさらされることになる（第4章で後述）。

（注1）齊藤美彦 [2014] は、「BOEの独立性獲得は、その銀行監督権限の分離とのパートナーとみなすことが可能」（p.27）と述べている。

（注2）なお、「インフレーション・ターゲティング」方式をとる多くの国の場合においては、中央銀行にはこの「目標設定の独立性」は与えられていないことが多い。

（注3）中央銀行が発行する銀行券、および民間銀行から受け入れる当座預金の意味で、中央銀行が民間銀行に向けて供給するマネタリーベースのこと。

（注4）これらのオペレーションは、それぞれ次の時期まで継続された。

CPファシリティ（CPF：Commercial Paper Facility）：2011年11月5日に終了（close）

担保付CPファシリティ（SCPF：Secured Commercial Paper Facility）：2016年8月4日に終了

社債流通市場スキーム（CBSMS：Corporate Bond Secondary Market Scheme）：2016年8月4日に終了

（注5）「BOEの金融政策運営と首尾一貫したものであること」が具体的に何を意味するのかが、公開書簡のなかで記述されているわけではないが、財務相からBOEに対して毎年、与えられている物価安定という目標（CPI前年比2%という上下双方向に対照的なインフレーション・ターゲット）と首尾一貫したものを意味し、BOEが量的緩和の一環として英国債を買い入れても、安易な国債増発に走ったりしないことを意味していると考えられる。

（注6）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。

（注7）2008年末の時点において、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーは、先行していた日本銀行による量的緩和の経験から、中央銀行が、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、一般的な金融論の教科書に出てくるように、それがマネタリスト的な考え方に基づく信用乗数経路によって、市中に供給されるマネー・サプライ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。そして、「量的緩和」（Quantitative Easing）は2004年の時点で、この経路が有効に機能するであろうことを前提として考えられた金融政策運営の手法の呼称であったため、FOMCとしては、2008年末から、QEとは異なる政策を採用する、という点を明確にする意味で、「大規模な資産買い入れ」（LSAP：Large Scale Assets Purchases）と呼称した。Fedとしても今日に至るまで、スピーチ、論文発表等の機会を通じ、公式にはこのLSAPという呼称を必ず用いており、量的緩和（QE）という呼称は決して用いていない。詳細は拙論 [2014] の第3章(2)を参照。

（注8）マネーストックは、マネタリーベースを信用乗数倍した分だけ増加するというもの。

（注9）Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas, “Money creation in the modern economy”, *Quarterly Bulletin*, 2014 Q1, Bank of England, March 14, 2014.

（注10）当時の状況については、拙論 [2014] の第4章(2)を参照。

（注11）Fedの場合は、資産の買い入れベースの金額の形で金融政策運営方針が表現されたのはいわゆる“QE3”（月当たり450億ドルペース）のときのみである。

(注12) このFLSはその後、数次にわたるスキームの手直しが行われたものの、イギリスの大手民間金融機関がこのスキームに不参加であったなど、制度の利用はあまり伸びず、2018年1月をもってプログラムは終了した。

(注13) 例えば、2013年3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」としたほか、「ボンドの不当な下落を招きかねない」と懸念した、と報じられている（2013年3月20日付時事通信）。

(注14) 当時の状況に関しては、拙論 [2014] の第4章(3)も参照。

(注15) イギリス政府とBOEとによって、金融政策運営の目標設定に関するこのような決定がなされた背景には、米Fedが2012年末から、失業率と物価上昇率にいくつもの閾値を設けた「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」を公表していたことが多分に影響しているように見受けられる（詳細は拙論 [2014] の第6章参照）。

(注16) 市場ではこの政策変更を、2013年7月にフォワードガイダンスで設定したばかりの失業率目標を事実上、撤回するもの、との見方もきかれた（時事通信2014年2月12日付記事「英中銀、失業率目標を事実上撤回＝経済にお余剰、金利据え置き継続」）。

(注17) 詳細は拙論 [2016] の第2章参照。

3. APFの財務コスト運営をめぐる考え方

(1) 2012年11月、APFの収益（損失）移転方法変更を決定

2009年3月のAPFによる量的緩和開始から3年半余りが経過し、キング前総裁の任期末が近づいていた2012年11月9日、オズボーン財務相は「APFの余剰キャッシュの財務省への移転」に関する公開書簡をキング総裁宛に発出している。

それによれば、オズボーン財務相は、前任の労働党のダーリング財務相が合意した「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の残高がすでに3,750億ドルに達し、巨額のキャッシュ残高が累積しているなど、設立時点よりもその規模が巨大化し、かつ、存続期間も長期化することが見込まれているため、APFの損益の解散時の財務省への一括移転方式から、四半期ごとに移転するという、通常の方式に変更する（normalise the cash management arrangements）ことを提案している。

具体的には、当面は、APFが得る国債等からのクーポン収入から、準備預金を原資にAPFに資金を貸し付けているBOEへの利払費を除いたAPFの利益が、四半期ごとに財務省に移転される。ただし今後、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くなる。ゆえに、現段階でAPFから財務省に移転される国債のネット・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、と同財務相は述べている。

オズボーン財務相はこの公開書簡において、「QEから脱却する際には、英国債市場の混乱を回避し、MPCが出口戦略を遂行できるようにすることが重要である。BOEは出口の局面で資産を売却するに当たっては、政府の債務管理局（DMO）と協議し、重大な混乱が発生しないようにする必要がある」とも述べている。

これに対して、キング総裁も同日付で返信の公開書簡を発出し、APFの損益の財務省への移転方式を、解散時の一括移転方式から、四半期ごとの移転という通常の方式に変更するという財務相の提案に同意している。そのうえで、同総裁は次のように述べている（抄訳は筆者）。

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るであろう。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…

オズボーン財務相とキング総裁との公開書簡によるこのようなやり取りからは、金融危機後の異例の対応として、QEという非伝統的な手段による金融政策を行ってきたイギリスにおいては、この政策を展開している期間（いわば「往路」）には、中央銀行側に相応の利益が生じるものの、それを将来的に正常化させる期間（いわば「復路」）には逆に、相当な損失が発生することが見通され、その厳しい現実がイギリス国民に明確に示されていることが読み取れる。キング総裁の書簡には（注18）、そうした復路において、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たい限り、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、との見方も明確に示されている（注19）。こうした認識は、他の主要中央銀行や国際金融市場の参加者の認識にも通ずるものである。イギリスの場合、APFの枠組みのもとでのQEの実施に際し、それを将来的に正常化して終了させるまでの間に要すると考えられるコストについても、政府がしっかりと負担するということが、この時点でも明確に確認されていることがみてとれよう。

(2) 2013年3月、APFの将来的な損益移転に関する試算を公表

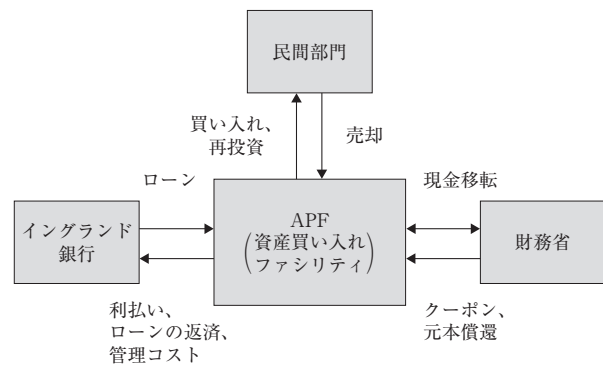
2012年11月に財務省とBOEがAPFをめぐる損益の移転方法を、当初のAPF清算時の一括清算方式から四半期ごとの移転方式に変更することを決定し、損失発生時の政府による損失補償についても改めて確認したことを受け、BOEは翌2013年3月に公表した四季報のなかで、APFの損益が今後どのように発生していくのか、また、それに伴い政府との間での資金移転がどのように行われることになるのか、という見通しに関する論文を公表した。「APFと財務省の資金移動のプロファイル」（注20）と題されたこの論文（以下、「論文」）においては、①APFと財務省との間で実際に行われる資金移動の規模やタイミングは、いくつかの不確定要因、具体的には（イ）先行きのバンク・レート（政策金利）がたどる道筋と、（ロ）APFが買い入れた資産が売却される際の価格によって大きく左右されること、また、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ことになること、さらに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ことが述べられている。BOE

はこの論文を公表するのに際し、「スプレッドシート・ベースの枠組み」を採用し、四季報へ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した。同時に、複数の一定の前提条件を置いて実際に試算を行った際の結果がどのようなものとなったのかを、四季報の論文のなかで明らかにしている。なお、論文においては、APFが保有する民間債券の額は国債に比較すればかなり少額にとどまるため、単純化のため、国債保有分のみを用いて試算が行われている。

この論文のなかでBOEはまず、危機後の資産買い入れという異例の金融政策運営を行うためにBOEの子会社として設立されたAPFが、BOEや民間金融機関とどのような取引を行い、財務省との間ではどのような資金移動が起こるのかを図示したうえで（図表6）、APFで国債を買い入れた場合のその後の具体的な資金の流れも示されている（図表7）。そこではまず、買い入れ原資がBOEからAPFに融資されることから始まり、買い入れられた後は最終的に満期が到来する、もしくは中途売却されるまでの間に、財務省からAPFに対して国債のクーポンが支払われる一方で、APFからBOEに対し、借り入れた原資の利息が支払われるという流れが描かれている（注21）。

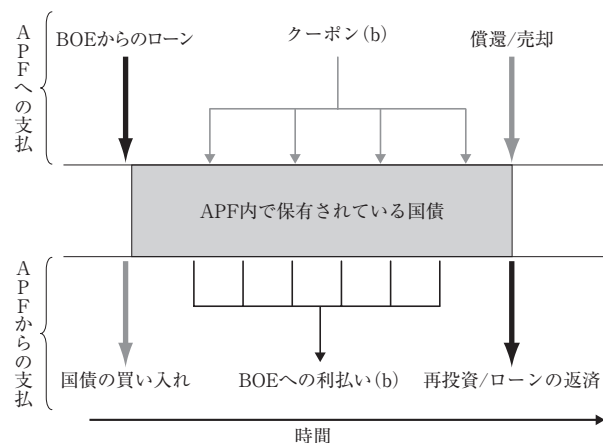
なお、イギリスにおいては、国債管理政策上、資金調達のコストよりも長期的な資金調達の安定が重視された国債発行が行われている。わが国を含めた他の主要国対比でみると、イギリスの国債の平均満期は相対的に長く（図表8）、財政運営上の年当たり所要資金調達額の規模はかなり低水準に抑制されている（図表9、注22）。その結果、APFが買い入れた国債の銘柄をみても長期債や超長期債が中心となっており（図表10、2018年2月20日時点）、加重平均の残存期間は約11.4年と、日銀の場合の7.5年（2018年1月末時点、注23）などに比較すればかなり長くなっている。イギリスの場合、Fedが正常化策の一環として2017年10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

（図表6）APFをめぐるキャッシュ・フローの流れ



（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 1を基に日本総合研究所作成

（図表7）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）灰色の矢印は国債絡みの支払いの出入りを、黒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。

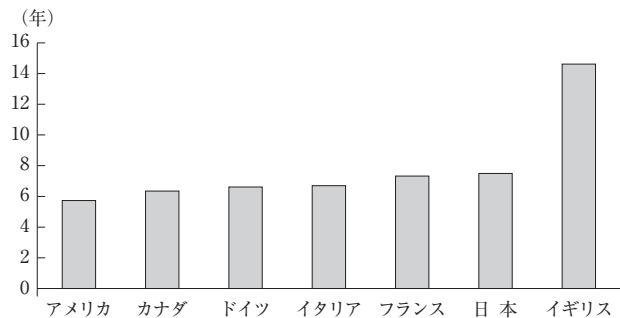
額を再投資せずバランス・シートから落とすとしても、規模の半減までに約11.4年を要し、正常化までには20年以上という長い年月を要することを意味する。このためイギリスにおいては、正常化の機が熟したところで、買い入れ債券の中途売却を主な手段として、その場合、当然のことながら売却時点の金利情勢次第ではAPFが売却損を被らざるを得ないことは十分に認識したうえで、APFの規模を縮小し、異例の金融政策運営の枠組みとしてのAPFを収束させていくことが想定されている。論文においても、その前提で、将来的な損益移転がどうなるかについての試算が行われており、将来的な金融情勢の想定次第では、財務省からAPFへの損失補償の金額が嵩む姿が描かれているのである。

論文が示す、2013年2月時点における、一定の前提条件（以下「例示シナリオ」）のもとでの試算結果をみてみよう。「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）への影響という三つの主な変数について、一定の前提条件（「例示シナリオ」）を設定した場合（図表11）、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12）、APFのバランス・シートがどのように推移するのか（図表13）、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14）、というそれぞれについて結果としての見通しを示している。

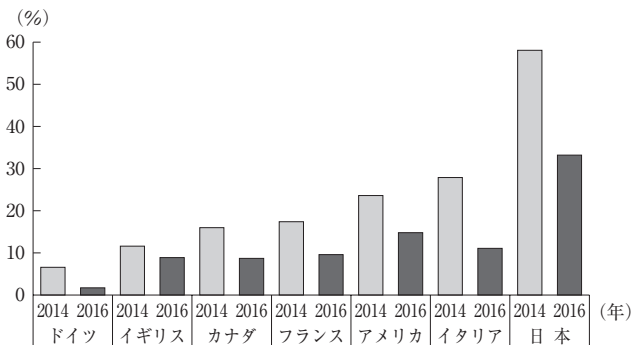
なお、このスプレッドシートにおいては、利用者が簡単に試算でき、また理解しやすくするために、①さらなる新規の資産買い入れは行わず、国債の再投資や中途売却が行われる際には、APFのポートフォリオのなかで保有している国債の各銘柄について均一となる形で（特定の銘柄に片寄せることなく）行うこと、②MPCが国債の中途売却を開始するとアナウンスする前の段階では、国債の満期到来分はすべて再投資を行うこと、ひとたび中途売却開始がアナウンスされれば、満期が到来した国債の元本償還額は、そのまま同額でBOEからの借入の返済に充当し、APFのバランス・シートを両建てで縮小していくこと、③バンク・レートに対する期待は常に想定される道筋通りに形成されており、サプライズはないこと、④ターム・プレミアムのプロファイルはあまり変化するものではないと想定され、2013年2月28日時点のバンク・レートと英国債のイールド・カーブとの差として設定すること、という

（図表8）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9）主要国の財政運営上の年当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10) 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)
【満期到来前の銘柄】					
GB00B1VWPC84	UKT_5_070318	5.00	2018	0	15,766
GB00B8KP6M44	UKT_1.25_220718	1.25	2018	0	2,871
GB00B39R3F84	UKT_4.5_070319	4.50	2019	1	17,809
GB00BDV0F150	UKT_1.75_220719	1.75	2019	1	3,769
GB00B4YRFP41	UKT_3.75_070919	3.75	2019	1	13,535
GB00B058DQ55	UKT_4.75_070320	4.75	2020	2	15,438
GB00BN65R198	UKT_2_220720	2.00	2020	2	6,077
GB00B582JV65	UKT_3.75_070920	3.75	2020	2	6,099
GB00BYY5F581	UKT_1.5_220121	1.50	2021	3	6,756
GB0009997999	UKT_8_070621	8.00	2021	3	11,285
GB00B4RMG977	UKT_3.75_070921	3.75	2021	3	13,757
GB00B3KJDQ49	UKT_4_070322	4.00	2022	4	24,947
GB00BD0PCK97	UKT_0.5_220722	0.50	2022	4	2,891
GB00B7L9SL19	UKT_1.75_070922	1.75	2022	4	5,702
GB00BF0HZ991	UKT_0.75_220723	0.75	2023	5	266
GB00B7Z53659	UKT_2.25_070923	2.25	2023	5	10,138
GB00BHBFBH458	UKT_2.75_070924	2.75	2024	6	11,885
GB0030880693	UKT_5_070325	5.00	2025	7	18,987
GB00BTHH2R79	UKT_2_070925	2.00	2025	7	6,816
GB00BYZW3G56	UKT_1.5_220726	1.50	2026	8	6,844
GB00BDRHNP05	UKT_1.25_220727	1.25	2027	9	5
GB00B16NNR78	UKT_4.25_071227	4.25	2027	9	17,643
GB0002404191	UKT_6_071228	6.00	2028	10	8,907
GB00B24FF097	UKT_4.75_071230	4.75	2030	12	20,247
GB0004893086	UKT_4.25_070632	4.25	2032	14	19,793
GB00B52WS153	UKT_4.5_070934	4.50	2034	16	10,526
GB0032452392	UKT_4.25_070336	4.25	2036	18	7,928
GB00BZB26Y51	UKT_1.75_070937	1.75	2037	19	834
GB00B00NY175	UKT_4.75_071238	4.75	2038	20	9,881
GB00B3KJDS62	UKT_4.25_070939	4.25	2039	21	8,297
GB00B6460505	UKT_4.25_071240	4.25	2040	22	7,929
GB00B1VWPJ53	UKT_4.5_071242	4.50	2042	24	7,720
GB00B84Z9V04	UKT_3.25_220144	3.25	2044	26	3,585
GB00BN65R313	UKT_3.5_220145	3.50	2045	27	5,309
GB00B128DP45	UKT_4.25_071246	4.25	2046	28	5,955
GB00BDCHBW80	UKT_1.5_220747	1.50	2047	29	1,697
GB00B39R3707	UKT_4.25_071249	4.25	2049	31	5,585
GB00B6RNH572	UKT_3.75_220752	3.75	2052	34	7,205
GB00B06YGN05	UKT_4.25_071255	4.25	2055	37	8,641
GB00BD0XH204	UKT_1.75_220757	1.75	2057	39	228
GB00B54QLM75	UKT_4_220160	4.00	2060	42	8,684
GB00BYYMZX75	UKT_2.5_220765	2.50	2065	47	1,134
GB00BBJNQY21	UKT_3.5_220768	3.50	2068	50	2,360
	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

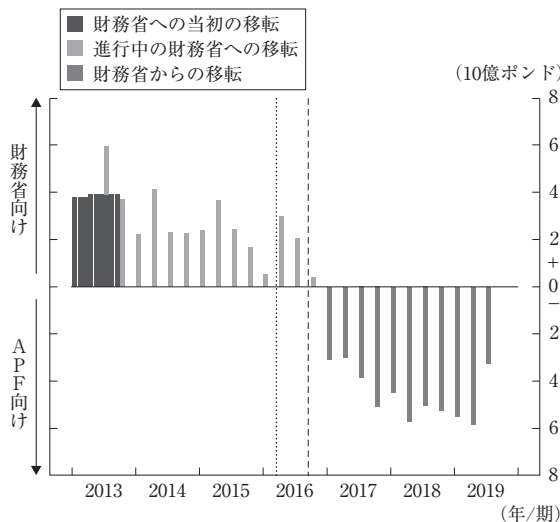
(注) 各銘柄の残存期間は、2018年に満期が到来するものを0年、2019年到来分を1年、などとする形で、1年未満の残存月数は切り捨てる形で概算。

(図表11) 「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・レートの変動	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。
国債売却の変動	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

(図表12) 「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)

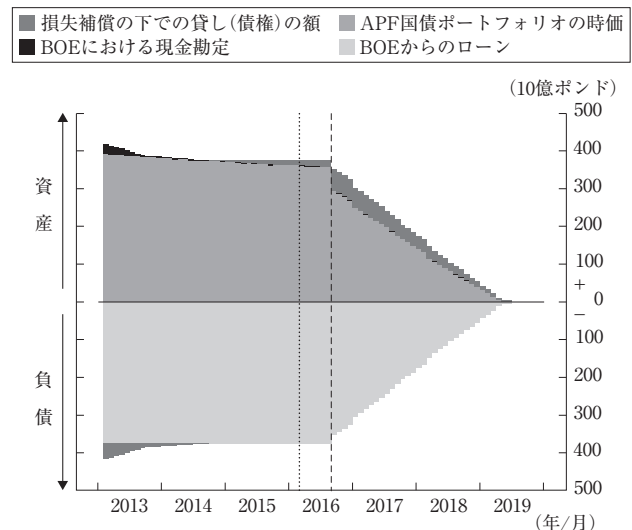


(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p32, Chart 1を基に日本総合研究所作成

(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13) 「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

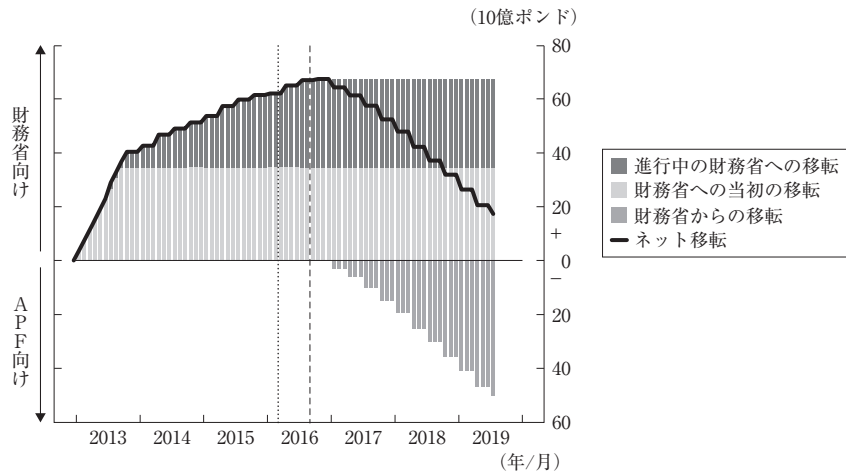
(原資料) BloombergおよびBOE試算。

(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。

前提が置かれていることが明らかにされている。

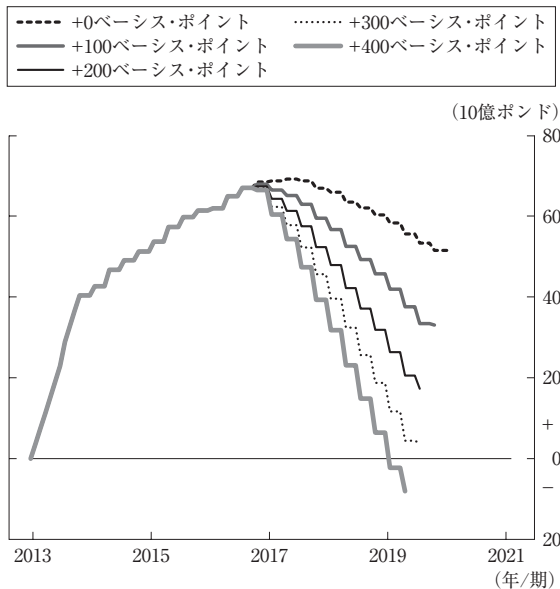
そして、「例示シナリオ」のもとでの損益の移転の試算にとどまらず、前述の各変数について、「例示シナリオ」以外の複数の異なる前提を置いたもとでの試算結果も示されている。具体的には、MPCが国債の中途売却開始をアナウンスした際の市場金利（具体的には名目市場金利のうちの「ターム・プレミアム」の部分）への影響が（イ）不変だった場合、（ロ）+100ベーシス・ポイント（=bp。100分の1%）上昇した場合、（ハ）+200bp上昇した場合、（ニ）+300bp上昇した場合、（ホ）+400bp上昇した場合のそれぞれについて、APFから財務省へのネットの損益移転の累積額について、市場金利への影響が大きくなればなるほど悪化する姿が描かれている（図表15、16）。

(図表14) 「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)



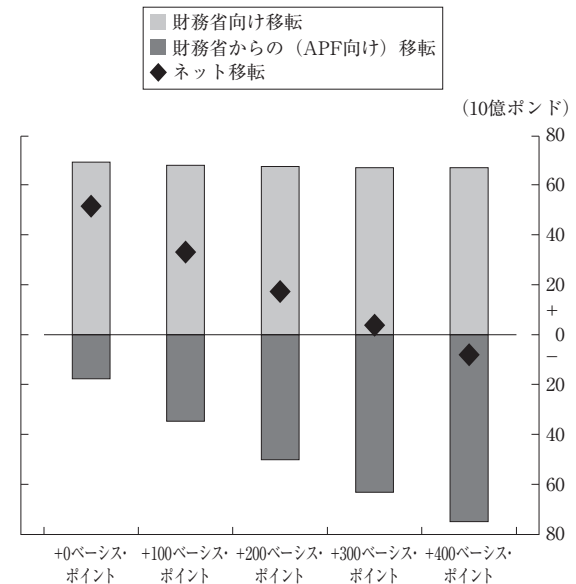
(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p33, Chart 3を基に日本総合研究所作成
(原資料) BloombergおよびBOE試算。
(原資料注) 点線は、バンク・レートの引き上げ誘導開始の想定される時期、破線は国債の売却開始が想定される時期をそれぞれ示す。

(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へのネット累積損益移転額の見通し
(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, 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・レートの前提および資産売却のタイミングは図表11の通り。

(図表16) 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)

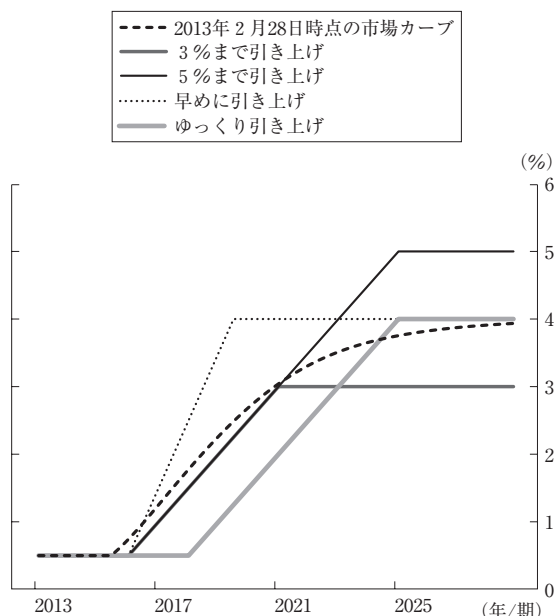


(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p35, Chart 5を基に日本総合研究所作成
(原資料) BloombergおよびBOE試算。
(原資料注) バンク・レートの前提および資産売却のタイミングは図表11の通り。

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ことになる。このうち、バンク・レートがたどる道筋に関しては、(イ)「例示シナリオ」で用いた、2013年2月28日時点における市場予測が示すもの（バンク・レートは最終的に4%まで引き上げ）のほか、(ロ)3%までしか引き上げられないシナリオ、(ハ)5%まで引き上げられるシナリオ、(ニ)「例示シナリオ」より早いタイミングで引き上げが始まり、同じく4%まで引き上げられるシナリオ、(ホ)「例示シナリオ」より遅いタイミングで引き上げが始まり、同じく4%まで引き上げられるシナリオ、が示されている（図表17）。さらに、国債の中途売却を開始するタイミングやペースに関しては、(イ)「例示シナリオ」（2016年9月から中途売却を開始し、四半期当たり250億ポンドのペースで売却を進める。前掲図表11参照）、(ロ)最初のバンク・レートの引き上げに合わせて国債売却を開始、(ハ)最初のバンク・レートの引き上げの1年後に国債売却を開始、(ニ)売却開始時期は「例示シナリオ」と同じながら、四半期当たり500億ポンドのペースで国債を売却、(ホ)同じく四半期当たり100億ポンドのペースで国債を売却、という五つのシナリオの下で、APFの残高（時価ベース）がどのように減少していくのかが示されている（図表18）。そのうえで、①売却開始のアナウンスを行った際の市場金利への影響、②バンク・レートの引き上げシナリオ、③国債売却の開始時期やペースという三つの変数がそれぞれ変化した場合、APFから財務省への損益移転のネット額がどのように変化するかを示したのが図表19である。ここからは、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、また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、さらに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し、①の売却開始のアナウンスによる市場金利への影響が最大の+400bpに達するケースでは、APFから財務省へのネット利益はマイナス（▲80億ポンド）に転落する（通算のネットベースでも、APFの被る損失を国費で負担せざるを得なくなる）との試算結果が示されている。

なお、2013年3月にBOEのホームページにアップされたスプレッドシートにおいては、利用者がまず、①バンク・レートの前提条件として市場予測値を用いるか否か（用いない場合は、バンク・レートの最初の引き上げ誘導の時期、引き上げ誘導のペースは四半期ごとに何bpか、バンク・レートを最終的に何%の水準まで引き上げ誘導するのか、を自分で入力）を選択したうえで、②国債の中途売却の開始時期（○年○月）とペース（四半期ごとに○十億ポンド）を入力し、③国債の売却開始のアナウンスによるイールド・カーブへの影響（金利の押し上げ幅。○百bp）を入力すれば、同じシート上で①損益の移転の完了時期と、②それまでの間にAPFから財務省に対して、また財務省からAPFに対して移転される損益の累積額、および両者をネット・アウトした最終的な損益額が瞬時に計算され、また損益移転の推移の見通しやAPFのバランス・シートの推移の見通し、APFと財務省との間での累積での損益移転のネット・アウト額の推移の見通しのグラフも瞬時に変化して表示されるというつくりになっている。利用者であるイギリス国民や国内外の市場関係者にとって、スプレッドシートの利用はごく簡単で馴染みやすく、分かりやすい情報開示が行われているといえよう。

(図表17) バンク・レートの見通しの複数のシナリオ
(2013年3月時点)

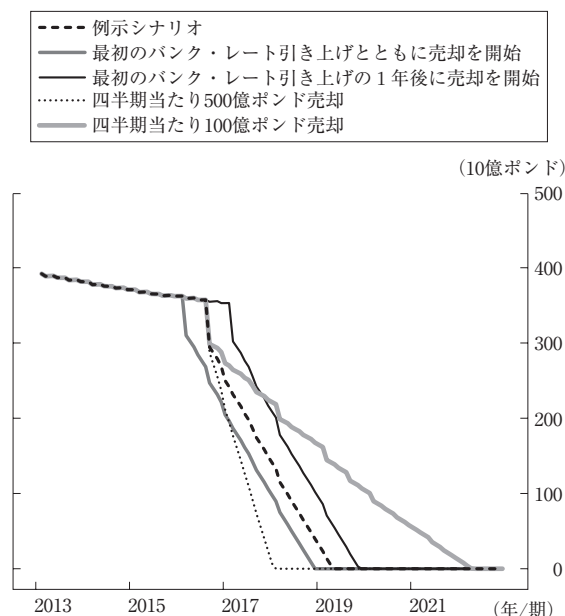


(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p35, Chart 6を基に日本総合研究所作成

(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11の通り。

(図表18) 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 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11の通り。

(図表19) 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)

	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 ベーシス・ポイント	69	18	51	2020年1月
+100 ベーシス・ポイント	68	35	33	2019年10月
+200 ベーシス・ポイント	67	63	4	2019年7月
+300 ベーシス・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11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11の通り。

(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11の通り。

(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

APFによる資産買い入れは2012年10月で停止された後も、資産規模は横ばいのままで維持されていたが、2016年6月にはイギリスが国民投票でEUからの離脱を選択する（いわゆる“Brexit”）という事態に見舞われ、BOEはベース・レートの0.25%への引き下げとともに一時的な追加の買い入れを実施し、今日に至っている。この間、APFのバランス・シートは図表20のように推移し、2013会計年度からは財務省との間での損益移転が四半期ごとに行われる方法に変更され、図表21（損益移転方式の変更前）、図表22（同変更後）のように運営されている。これまでのところはAPFによる「資産買い入れ」および「横ばい維持」の局面であり、バンク・レートの水準も未だ0.25%～0.5%にとどまっているため、APFから財務省への利益の繰り入れが行われてきている。2013会計年度から2017会計年度までの累計額は約720億ポンド（1ポンド=150円として換算すれば10兆8,000億円）に達している（図表23）。

(図表20) 資産買い入れファシリティ (APF) のバランス・シートの各項目の推移

(百万ポンド)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<資産>								
現金	3,761	11,784	20,714	24,052	1,040	1,185	1,322	6,217
補償のもとでの、英財務省に対する貸し（債権）	1,752	-	-	-	-	-	-	-
負債証券	194,481	197,902	308,547	392,512	374,549	403,182	413,346	487,965
TFSローン	-	-	-	-	-	-	-	42,267
その他資産	7	3	6	7	-	-	-	2
総資産	200,001	209,689	329,267	416,571	375,589	404,367	414,668	536,451
<負債>								
ローンおよびその他借り入れ	200,000	199,856	286,659	375,306	375,311	375,316	375,326	485,238
補償のもとでの、英財務省からの借り（債務）	-	9,832	41,105	41,265	277	29,051	39,342	50,325
その他負債	1	1	1,503	-	1	-	-	888
総負債	200,001	209,689	329,267	416,571	375,589	404,367	414,668	536,451
<エクイティ>								
資本	-	-	-	-	-	-	-	-
内部留保	-	-	-	-	-	-	-	-
株主に帰する総エクイティ	-	-	-	-	-	-	-	-
株主に帰する総負債とエクイティ					375,589	404,367	414,668	536,451

(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 1 March 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「2017年」は2016年3月1日から2017年2月28日までの会計年度の計数。

(注2) APFの会計方針は2013年度から変更。

(注3) APFの資本は100株（1株は1ポンド）で、法人としてのBOEと総裁がその全額を保有している。

(図表21) 資産買い入れファシリティ (APF) の包括収入の推移 (旧会計方式：2010会計年度~2015会計年度)

(百万ポンド)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
クーポン収入および同様の収入	8	44	85	132	47	17
金融商品の時価ベースでのネット損 (▲) 益	▲2	▲41	▲83	▲130	▲45	▲15
総収入	6	3	2	2	2	2
管理費用	▲6	▲3	▲2	▲2	▲2	▲2
税引前利益	-	-	-	-	-	-
課税	-	-	-	-	-	-
税引後利益および株主に帰する総包括収入	-	-	-	-	-	-

(資料) Bank of England, *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report* 各号 (2009/10~2015/16)

(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) APFの資本は100株（1株は1ポンド）で、法人としてのBOEと総裁がその全額を保有している。

(図表22) 資産買い入れファシリティ (APF) の包括収入の推移
(現会計方式：2015会計年度以降)

(百万ポンド)

	2015	2016	2017
利息収入	17	18	14
金融商品のネット利益/損失 (▲)	27,085	6,652	8,408
金融商品のクーポン収入	14,287	14,032	14,274
TFISの手数料収入	-	-	17
総収入	41,389	20,702	22,713
BOEからのローンの金利支払い	▲1,876	▲1,881	▲1,410
管理費用	▲2	▲2	▲4
英財務省に対する (▲) /からのネット補償	▲39,511	▲18,819	▲21,299
総費用	▲41,389	▲20,702	▲22,713
税引前利益	-	-	-
課税	-	-	-
税引き後利益および株主に帰する総包括収入	-	-	-

(資料) Bank of England, *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report 2015/16*, *Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report and Accounts 1 March 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「2017年」は2016年3月1日から2017年2月28日までの会計年度の計数。

(注2) APFの資本は100株 (1株は1ポンド) で、法人としてのBOEと総裁がその全額を保有している。

(図表23) 損失補償のもとでの資産買い入れファシリティ (APF) の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	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
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
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 1 March 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。

BOEの場合、このAPFによる政策運営の損益移転に関して、2013年3月時点でのデータや前提条件に基づくスプレッドシートをホームページに掲載しただけではなく、その後も追加の資産買い入れ等の政策変更が行われる都度、スプレッドシートにおけるAPFの保有資産データ等をアップデートしたうえで、従前版に追加する形でホームページ (注24) に掲載する、という対応を採っている。こうしたアップデート版はこれまでに、2016年8月、2017年4月、同年9月に掲載されている (注25)。こうした状況からは、BOEが、すでに足かけ10年目という長丁場に入っているQEによる国の財政運営への将来的な影響に関して、都合の良いシナリオばかりではなく、都合の悪いシナリオも含めて、最新のデータに基づき国民や市場関係者が誰でも簡単に試算を行って把握することができる態勢を整えているという、透明で誠実な情報開示姿勢がみてとれる。

なお、このスプレッドシートは、2016年8月末版までは、2013年3月の公表した当初のものと同じつ

くりで、利用者が各前提条件を自由に設定できるようになっていた。しかし、2017年4月版以降は、2015年11月のInflation Reportで示された正常化の道筋の考え方に沿い、あらかじめ用意された14種類のシナリオ（図表24）のうちからどれかを選ぶ形で、国民や市場関係者が試算できる、という形に変更されている。ちなみに2015年11月のInflation Reportにおいては、①経済情勢の変化に応じて実質的に引き下げることが可能になるベース・レート水準（注26）をMPCが2%と判断していること、そして②ベース・レートがこの2%に達するまでは、APFの資産売却に着手することは考えにくいこと、が示されている。そこで、現在公表されているスプレッドシートにおいては、バンク・レートが2%に達するシナリオにおいてのみ、2%に到達した時点以降で資産売却が実施される、という前提で、シナリオが組まれている。14のシナリオのうち、例えば1番、5番、10番、14番のシナリオを選んだ試算結果はそれぞれ、図表25-1～4のようになっており、5番、10番、14番のシナリオではいずれもAPFのバランス・シートはいずれ両建てで縮小されていくものの、最終的なAPFの損益は金利情勢次第となり、「最も都合の悪いシナリオ」とみられる14番では、財務省側が得るネットでの利益幅が最少となる姿が示されている。他方、1番のシナリオにおいては、バンク・レートが2%に到達しないゆえ、APFのバランス・シートも資産・負債が高水準で推移し、収束しない姿が描かれている。

（図表24）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）パラレル・シフト	2.0600	2029年6月～2031年3月	2027年9月
4	バンク・レートを下方（▲25bp）パラレル・シフト	1.5600	2029年6月～2031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ベースを高め設定（*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ベースを低めに設定	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ベースを高め設定	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ベースを低めに設定	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

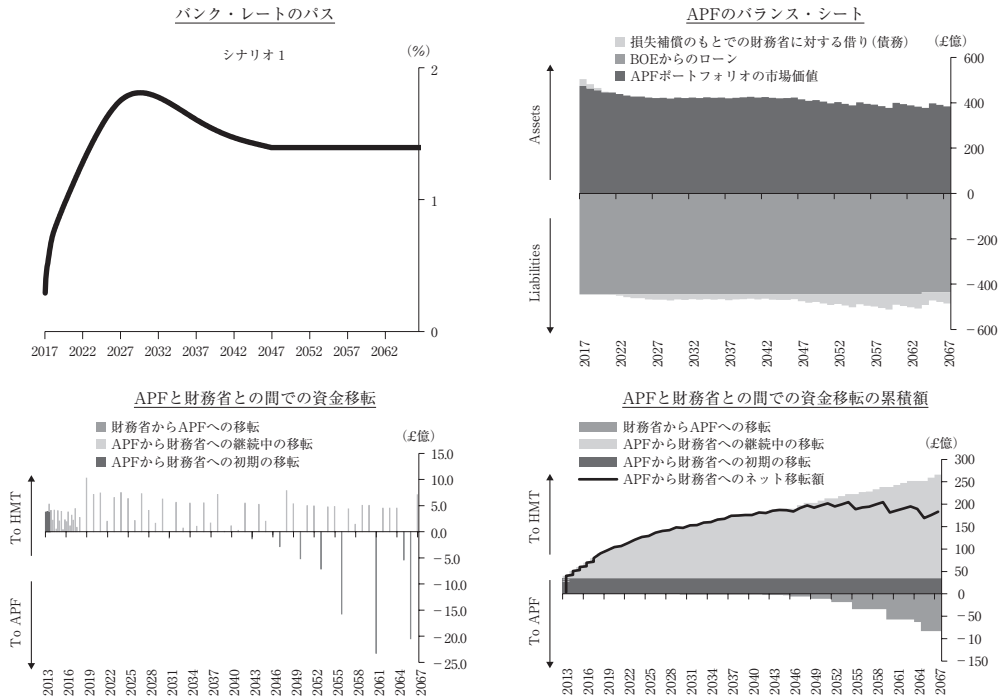
（注*1）最初の30年間はOISフォワード・レート。その後は横ばいで推移。

（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）。

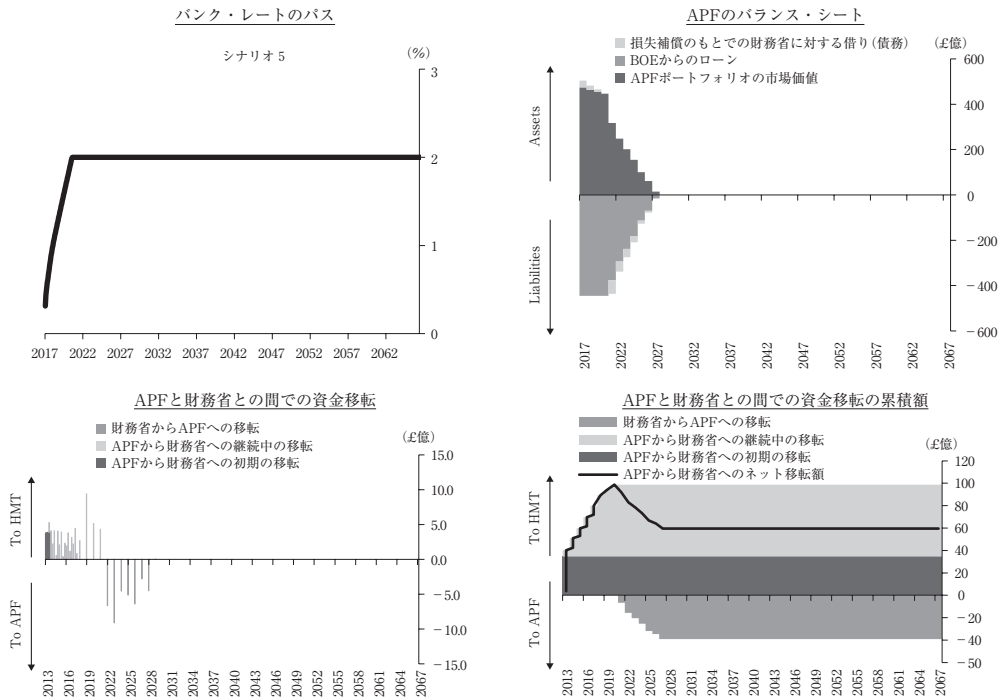
（注*4）国債の残高縮小は、2015年11月の“Inflation Report”で示されたMPCの考え方に沿い、バンク・レートが2%に到達した時点から開始（シナリオ5～14に共通）。シナリオ1、2、4においては、バンク・レートは2%には到達しないため、試算対象の期間中は国債の残高縮小は行わないと仮定。

(図表25-1) 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1)



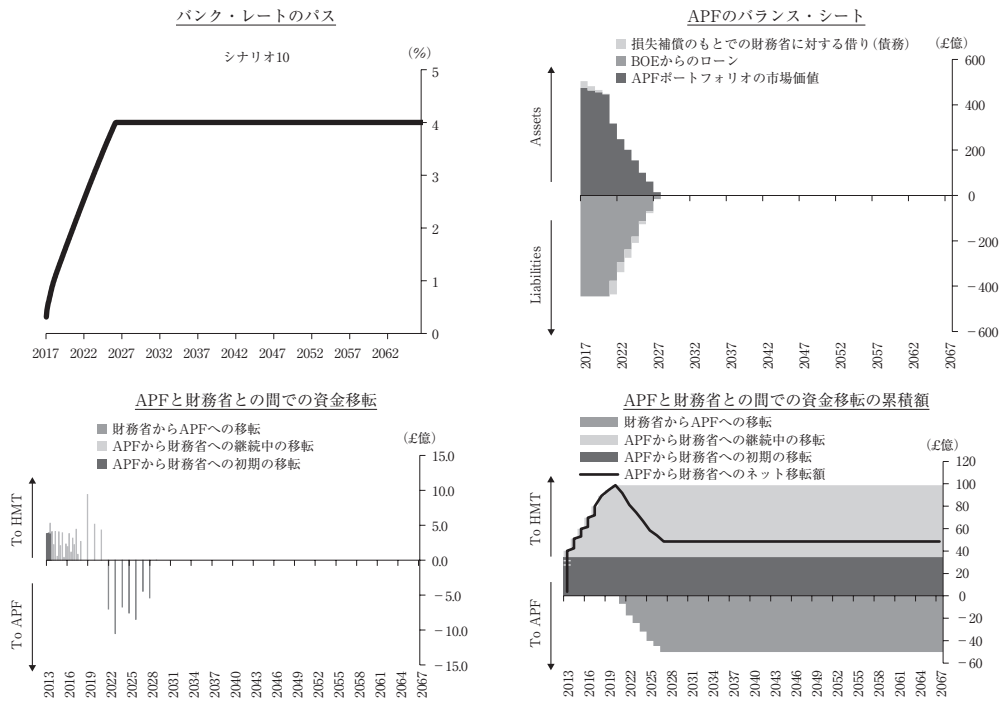
(資料) Bank of England, The path of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury : scenarios (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/apf-cash-transfers-update-oct-17.xlsx?la=en&hash=F894D666D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FB6DA>) を基に日本総合研究所作成
 (注) シナリオの内容は図表24を参照。

(図表25-2) 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)



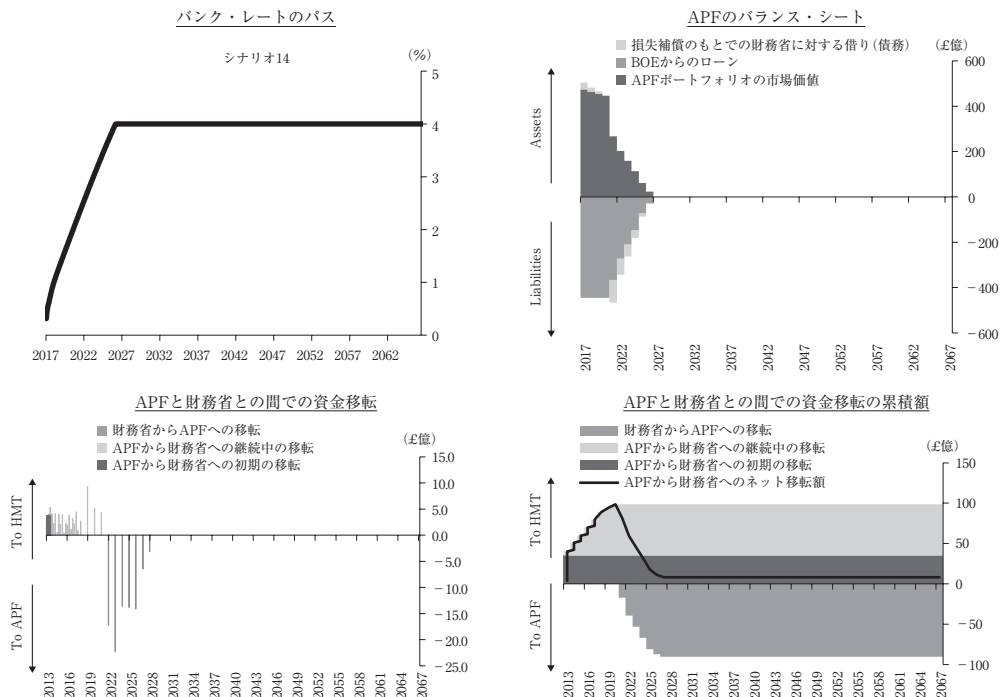
(資料) Bank of England, The path of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury : scenarios (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/apf-cash-transfers-update-oct-17.xlsx?la=en&hash=F894D666D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FB6DA>) を基に日本総合研究所作成
 (注) シナリオの内容は図表24を参照。

(図表25-3) 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10)



(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24を参照。

(図表25-4) 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14)



(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24を参照。

(注18) キング総裁の公開書簡においては、後段で、次のような点も述べられている。

APFから移転された資金を財務省が国債償還に充当するという行動は、小幅の金融緩和に相当する。なぜなら、市場では国債償還に伴い、財務省（実際にはその国庫代理人であるBOE）から市中により多くの資金が供給されることになるためである。

また、APF保有の国債について、2013年3月からは満期が到来するものがある。償還された元本の分は財務省に移転されることはない。MPCはBOEから新たな資金を借りることなく、APFの規模を維持するオプションを有する。今、行われているのと同じように、資産買入れプログラムの適切な規模は、MPCの毎回の会合において、インフレーションの中期的な見通しの観点から見直され、決定される。いかなる資産の買入れや売却についても、その規模は満期到来債券の元本償還を考慮して行われる。

(注19) このような見方は、わが国において、いわゆる「リフレ派」の学者や、日銀の執行部や審議委員の一部が、中央銀行は民間銀行とは立場が異なるゆえ、先行きどれほどの債務超過に陥ったとしても問題ではない、といった見方を示しているのとは、極めて対照的であるといえよう。

(注20) 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.

(注21) こうした説明振りからは、BOEが本論文の公表を通じて、必ずしも金融市場関係者だけではなく、金融にあまり馴染みのない一般的なイギリス国民をも対象に、APFという枠組みを通じて行っている異例の金融政策運営に関して、丁寧に説明しようとする姿勢が窺われる。

(注22) これは、仮にある年にイギリスが金融危機や財政危機に見舞われたとしても、財政運営を滞りなく継続するために必要な国債発行による資金調達額の規模が、他の主要国対比で相対的にかなり小さく、危機の影響を受けにくい財政構造になっていることを意味する。

(注23) 風間直樹参議院議員向け日本銀行開示資料「日本銀行が保有する利付国債の残高等」（2018年3月6日）による。

(注24) <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2013/q1/the-profile-of-cash-between-the-apf-and-hmt>

(注25) ただし、2017年4月版は、2017年12月6日に行われたBOEのホームページのリニューアル以降は掲載されなくなっている。

(注26) いわゆる「中立金利」ないし「自然利子率」に相当する金利水準。

4. 2016年6月の“Brexit” 国民投票後の状況

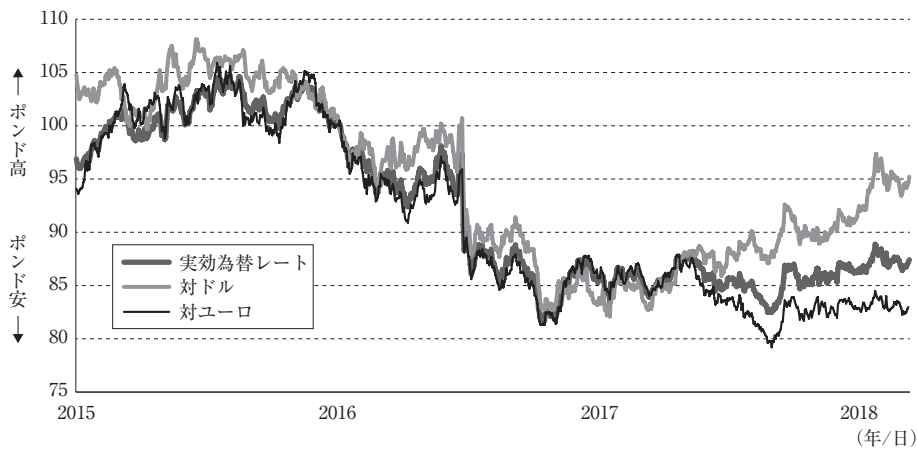
(1) 国民投票結果を受けての2016年8月の金融政策運営

2010年5月の総選挙で、労働党から政権を奪取したキャメロン政権は、当初は保守党と自由民主党との連立政権であったが、2015年5月の総選挙では、2017年末までにイギリスのEU離脱の是非を問う国民投票を実施することを公約に掲げて勝利し、保守党単独政権を樹立した。EU離脱の是非をめぐるイギリス国内の世論が大きく割れるなか、キャメロン首相は2016年6月23日の国民投票実施に打って出た。同首相自身はEU残留派であり、国民投票で残留派が勝利すれば求心力を高められるという目算があったものの、実際の結果はEU離脱（約52%）がEU残留（約48%）を上回るというものであった。

この国民投票結果に国際金融市場は大きく反応し、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%程度減価した（図表26）。

これを受けてカーニー総裁率いる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たくえで、MPCとしては経済への追加刺激策を採ることを決定した。具体的には、①リーマン・ショック以降も一貫して0.50%を維持してきた政策金利であるベース・レートを0.25%に引き下げるほか、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) を導入し、さらに③APFの枠内で、非金融企業の投資適格社債の買入れ (CBPS: Corporate Bond Purchase Scheme) を開始するほか、④同じくAPFの枠内で、国債の買入れ上限を

(図表26) ボ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

600億ポンド引き上げて4,350億ポンドとし、2012年秋以来休止していた国債買い入れを一時的に再開する、というパッケージで金融緩和を強化するというものであった。ちなみに、新たに導入されたTFLは、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ことができる、というもので、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が促進されることを企図したものであった。こうした新たなパッケージが打ち出された結果、APCの増枠の規模は、上記②のTFLが1,000億ポンド、③CBPSが100億ポンド、④国債が600億ポンドで合計1,700億ポンドに達した。

(2) その後のイギリス経済と物価動向

“Brexit”という国民投票結果を受けて、異例の追加緩和に踏み切ったBOEではあるが、上述①～④の緩和パッケージのうち、④の国債の追加買い入れに関しては2017年第1四半期をもって、③のCBPSに関しては2017年4月27日をもって、それぞれ2016年8月のMPCで設定した上限額一杯までの買い入れを完了し、その後は国債や社債の各残高を横ばいで推移させている（前掲図表2）。CBPSに関しては、各セクターのイギリスの実体経済に占めるシェアに見合う買入れ目標比率にほぼ見合う形で完了している（図表27）。②のTFLはなおプログラムが継続されており、2018年2月末時点での、民間銀行等による当制度を利用したAPFからの借入実績は、当初想定されていた1,000億ポンドを上回る1,124億ポンドに達している（前掲図表2、注27）。

BOEは国民投票後、このような金融政策運営に踏み切った2016年8月の時点では、離脱決定による景気への下押し圧力が一巡し、失業率が再度、低下に転じるまでには3年程度を要するものと想定していた（注28）。しかしながら実際には、ポンドの実効レートが2017年末頃からはほぼ下げ止まった（前掲図表26）ことなどから、実体経済への下押し圧力は当初の想定ほど、強いものではないことが明らかになってきた（前掲図表5）。

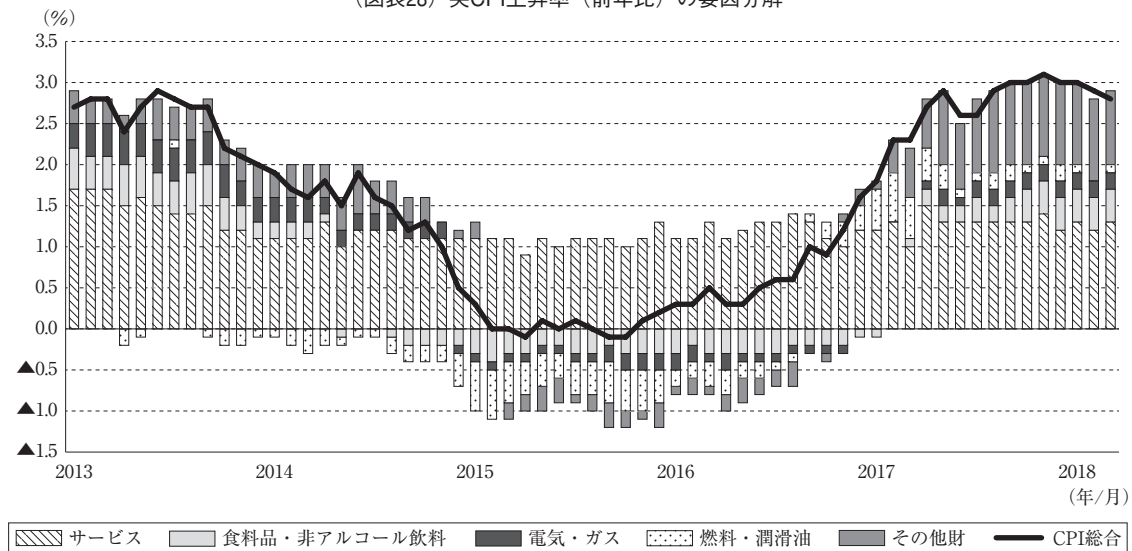
(図表27) APFの社債買い入れスキーム (CBPS) における買い入れ社債の配分

	2017年5月3日取引終了時点におけるCBPSの保有シェア実績	CBPSのセクターごとのシェアのターゲット
電 気	19	19
市況消費財	15	15
通 信	12	12
工業および運輸	13	13
水	11	12
非市況消費財	11	11
ガ ス	8	8
不動産・ファイナンス	6	6
エネルギー	3	3
合 計	100	100

(資料) BOE, Quantitative Easing and Asset Purchase Facility (<https://www.bankofengland.co.uk/markets/quantitative-easing-and-the-asset-purchase-facility#>) の計数を基に日本総合研究所作成

他方、2016年6月の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上昇に転じ、「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(注29)を超える形で、前年比3%程度での伸びを継続している(図表28)。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となっている。

(図表28) 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, p.28
 (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。

こうした経済情勢を受け、BOEは2017年11月のMPCにおいて、2016年8月に0.25%に引き下げていたベース・レートを、国民投票前の水準である0.50%に戻すことを決定した。この時点でカーニー総裁は英BBC放送のインタビューに応じ、「向こう3年間に0.25%の利上げが2回必要になる」との認識を示していた。しかしながら、2018年2月に開催されたMPCにおいては、2017年末以降のアメリカの財

政・金融政策運営の動向等を映じたイギリス国内外の経済・金融情勢の変化を受けて、「物価上昇率は短期的に前年比3%近傍の水準で推移する」との見通しを明らかにした。そしてベース・レートは0.50%で据え置いたものの、今後については「金融政策を従来予想よりやや早期に、やや大きく引き締める必要がある」との見解を明らかにしている。

(注27) ただし、BOEのホームページ (<https://www.bankofengland.co.uk/markets/quantitative-easing-and-the-asset-purchase-facility#>) に掲載されている、民間金融機関ごとのTFLの利用実績をみると、多くの民間金融機関において、APFからの低利での資金調達に見合う形で市中への貸出が増額されているものの、なかにはLloyds Banking Groupのように市中へのネット貸出額はマイナス（回収超過）となっている例もみられる。

(注28) Bank of England, Inflation Report, August 2016, piii.

(注29) 脚注28に同じ。

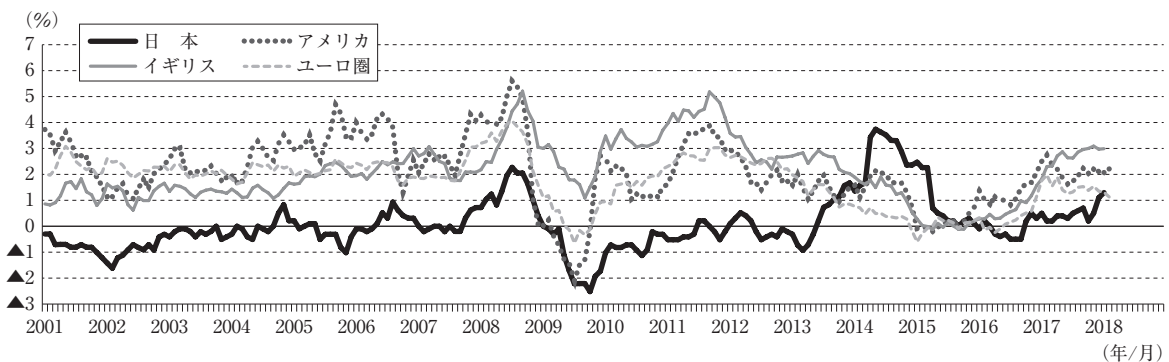
5. イングランド銀行が抱える課題とわが国への示唆

(1) イングランド銀行が抱える課題

これまでみてきたように、BOEは、金融危機後に量的緩和という大規模なバランス・シート政策に踏み出した主要な中央銀行がいずれも経験したことがない“Brexit”という想定外の事態に見舞われた中央銀行である。このためBOEは、米Fedが出口に向けての正常化を着々と進めていた2016年8月の時点において、一時的な策とはいえ、追加緩和をせざるを得ない状況に追い込まれた。足許の経済情勢は比較的、落ち着きを取り戻してはいるものの、イギリスのEU離脱交渉は現在も難航し、混迷している状況にある。BOEは、金融政策運営の基盤となる経済見通しの前提として、EU離脱交渉が「あり得る結果の平均値」に終わることを想定していることを明らかにしている。このため、先行きの離脱交渉の展開次第では、この前提条件が大きく崩れかねない可能性もある。BOEの場合、同国を取り巻く経済情勢のこうした先行き不透明感によって、手足を事実上縛られている状況にある。

その結果、イギリスの場合、“Brexit”の国民投票後における債券急落が引き金となり、さらにはその後の原油市況の影響などもあって、足許のインフレ基調は2%という目標を大きく上回り、主要国のなかでもかなり加速しつつあるにもかかわらず（図表29）、物価上昇率と政策金利（短期金利）を比較してみる限り、引き締めは主要中銀のなかで最も遅れている（図表30-1～3）。そうした影響もあ

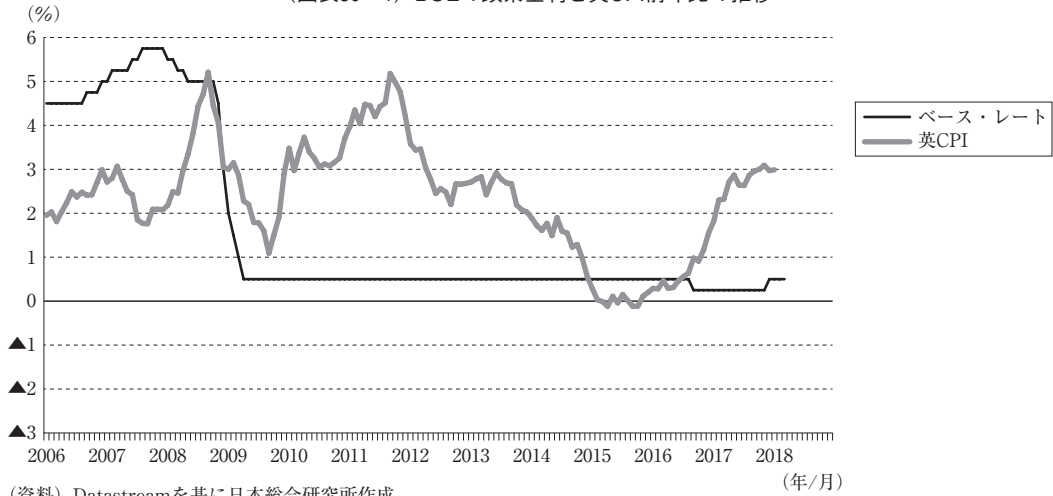
(図表29) 主要国・経済圏の消費者物価（総合、前年比）の推移



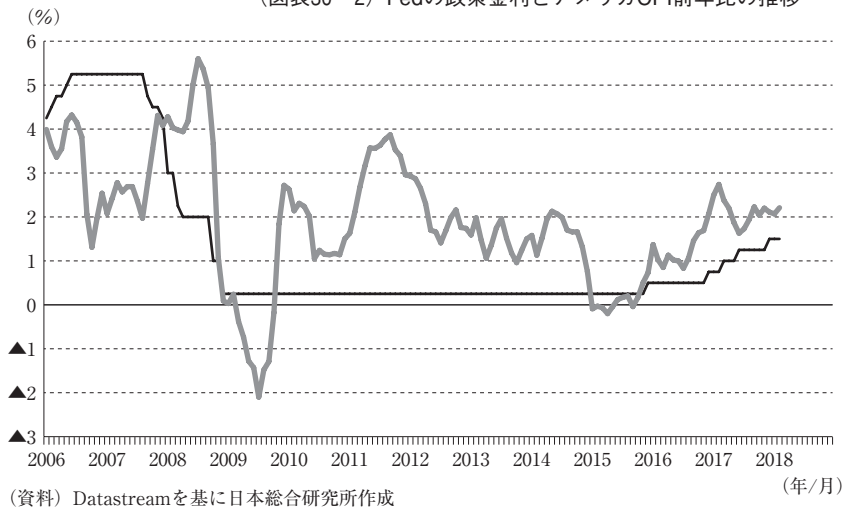
(資料) Datastreamのデータを基に日本総合研究所作成

(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。

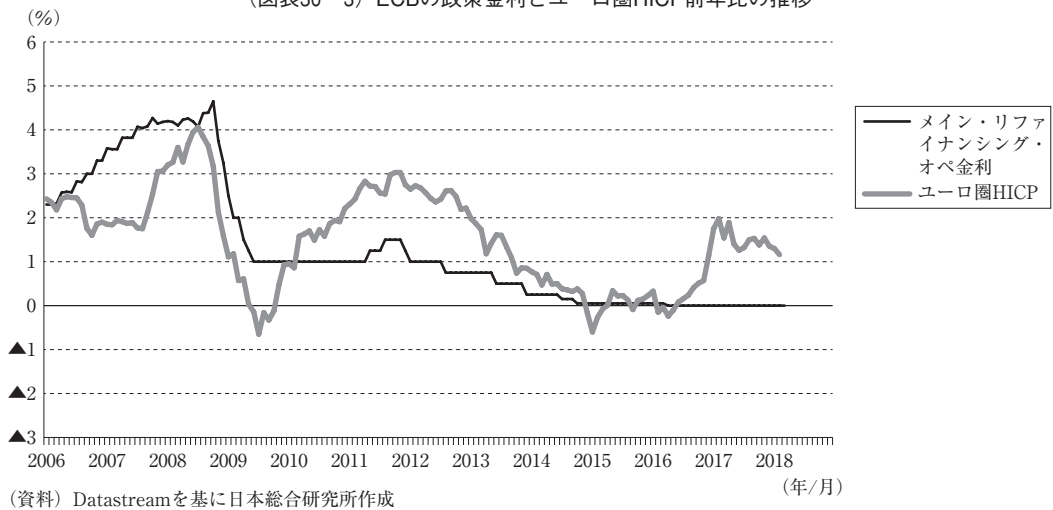
(図表30-1) BOEの政策金利と英CPI前年比の推移



(図表30-2) Fedの政策金利とアメリカCPI前年比の推移



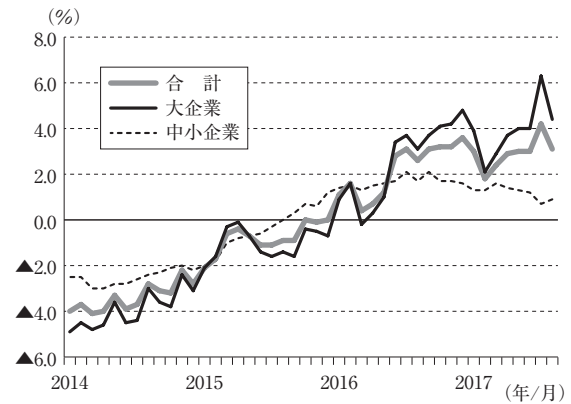
(図表30-3) ECBの政策金利とユーロ圏HICP前年比の推移



って、2016年6月の“Brexit”の国民投票以降も事業法人向けの与信は高い伸びが続いている（図表31）。なお、現状では市中銀行が0.5%しかBOEによって付利されていない準備預金を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てはいない（前掲図表4）。しかしながら、量的緩和というバランス・シート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してしまっているゆえ、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、十分な注意が必要である。

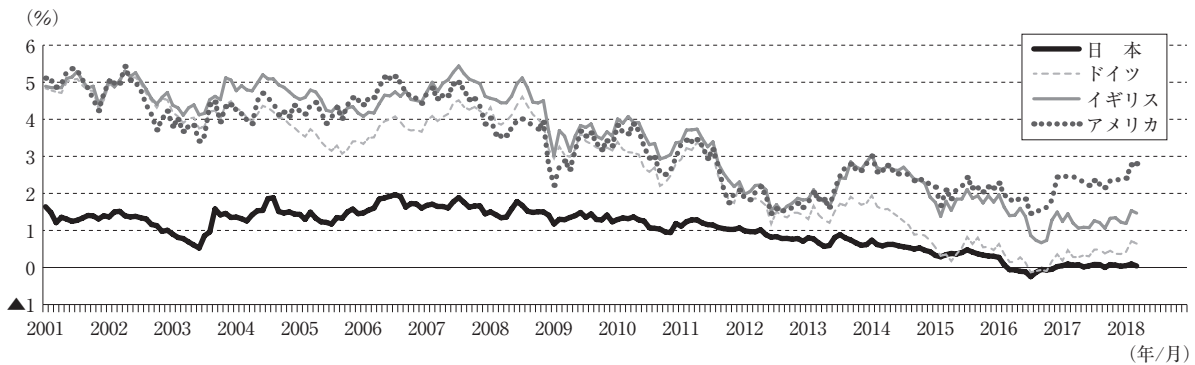
アメリカにおいては、この点を懸念する問題意識から分析を行ったペーパーも、NY連銀のエコノミストによって公表されている（注30）。イギリスにおいては、2016年8月の追加緩和で民間銀行の低利での貸出促進策としてTFLを導入し、現在もなお続行されているなど、BOEは現在もなお市中貸出促進に重点を置いているように見受けられるが、今後の物価動向をコントロールするうえでは、相当な注意を払う必要があると考えられる。折しもアメリカでは、トランプ政権が2017年末に打ち出した設備投資を中心とする大減税・財政拡張策が景気を過熱させ物価の上昇ペースを一段と押し上げかねないとして、財政事情のさらなる悪化が懸念され、長期金利も上昇している（図表32）。Fedの金融引き締めが前倒しで実施される可能性もあり、こうした海外情勢はイギリスの今後の経済・金融情勢にも大きな影響を与えかねず、BOEが今後も、経済や物価情勢が安定軌道から大きく外れることなく金融政策運営を行っていきけるのかどうか、注視していく必要があるだろう。

（図表31）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

（図表32）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

(2) わが国への示唆

本論の冒頭でも述べたように、イギリスでは他の主要国と比較すれば、中央銀行と政府とが相対的に近い関係にあり、この点でわが国の現在の状況に通ずる面がある。

その両国において、政策目的がBOEの場合は金融危機への対応、日銀の場合はデフレ脱却と異なるが、ともに中央銀行が従来にはなかった規模での大規模な国債等の資産買い入れという手段でバランス・シート政策を展開している。しかしながら本稿でみてきたように、実際の政策運営は、日英間では相当な隔たりがあるのが事実である。

まず、イギリスの場合は、BOEは「手段の独立性」のみを有する中央銀行で、政府は「目標」を中央銀行に与える立場、という中央銀行制度の設計になっている。ただし実際には、第2章でも述べたように、政府は危機対応の政策運営の在り方や手段についてもいろいろと口を挟んでいる模様である。しかしながら、このイギリスの“政府と中央銀行の二人三脚”にとも見える政策運営は、対外的な透明性が確保され、議会や国民、市場関係者に対する説明責任を果たす形で行われている。この点は、金融危機後に窮余の策として量的緩和を導入する際の制度設計にも明確に表れることとなった。拙稿 [2017] でも述べたように、いわゆる「往路」（中央銀行がバランス・シートを膨らませる過程）において資産買い入れ方式を採用した中央銀行のバランス・シート政策は、「復路」（バランス・シートを元通りに縮小させる過程）の局面で、中央銀行に財務コストがかかることになる。これは経済的に不芳な状況下で行われる「往路」と、経済が回復してから行われる「復路」とでは、金融情勢（市場金利水準）は大きく異なるのが当然と考えられることによる（注31）。イギリスの場合、いずれはそうした事態に至るであろうことを最初から見越し、BOEが量的緩和を行うための勘定（APF）をBOEのBSから切り離す形で設立し、政府がその将来的なコストを全額負担することを最初から財務相による「書簡」のなかで明言する、という対応を採った。財務省とBOEとの間でのAPFにかかるこの「損失補償」の取り決めは、その後政権交代があっても、中央銀行総裁が交代しても、粛々と引き継がれている。ちなみに、カーニー総裁は最近の財務相宛の「書簡」においても、財務省によるAPFの損失補償について、毎回のように末尾で触れており、政府による損失補償の約束に間違いがないか、念を押し、財務相側も毎回の返信の書簡でそれに「間違いがない」旨、回答している。このようにイギリスの場合、APFについても、政府との間での損失負担をあらかじめ明確にしたうえで、極めて透明な運営が行われている。だからこそ、日本のように先行きが見通し難いようなレベルにまで中央銀行のバランス・シートを膨張させてしまうことなく、相互にけん制しつつ、経済は無論、財政の将来像も念頭に置きながら金融政策運営が展開されてきているようにも見受けられる。

なお、拙論 [2017] で述べた通り、バランス・シート政策の「往路」にどこまで踏み込めるかは、当該国の経済情勢によって異なっているのが現実である。イギリスの場合、危機突入の時点での長期金利水準が日本に比較すれば相当に高く、それがAPFの財務運営上での「往路」においてはいわば「貯金」に相当する、財務省への累積720億ポンド（約10兆8,000億円）の繰り入れにつながっている。イギリスの場合も、今後訪れる「復路」においては、APFに多額の損失が発生することが現実視されている。しかしながら、BOEはそうした先行きの見通しに関して、スプレッドシート方式で情報を公開し、様々なシナリオのもとでのAPFから財務省への「往路」分と「復路」分をネット・アウトした繰り入れ額

がどのように変化し得るかを、誠実に明らかにしている。そして、イギリスの場合は、「往路」で相当な「貯金」ができ、しかもその繰り入れを受けた財務省側は、その繰り入れ額を他の歳出に充当してしまうようなことは決して行わず、専ら国債発行額の減額に充当する、という対応を採っている。いずれは「復路」で財務省側からAPFへの繰り入れが必要になることを見越した、規律ある財政運営が行われているといえよう。

ひるがえってわが国の場合、日銀は、「往路」における所与の条件が、イギリスに比較すれば極端に不利なものである（注32）にもかかわらず、出口に関して、未だに一切語ろうとはせず、政府は日銀にすべて任せている、と繰り返すばかりとなっている。しかしながら、今後も相当な長期間にわたり、現在のように平穏な金融情勢が国内外で継続するという保証はなく、イギリスの例が示すように、ひとたび“想定外”の事態に見舞われることがあれば、国際金融市場や物価情勢が急変することもあり得る。わが国にとってもいずれ、金融政策運営を正常化すべき局面は間違いなく訪れる。その際に発生する中央銀行の財務コスト、ひいては政府、国民が負担せざるを得ない財政コストの問題を今、この段階からでも正視し、イギリスの例にもならいつつ、今後も安定的な経済運営を継続できるようにするためにも、日銀のみならず政府として、責任ある対応をとっていくことが求められているといえよう。

（注30） Jef Boeckx, Maarten Dossche, and Gert Peersman [2017]. “Bank Lending in Times of Large Bank Reserves”, *International Journal of Central Banking*, December 2016. 拙論 [2017] p70、注40参照。

（注31） 例えば、「往路」の低金利下で購入した国債を、「復路」の高金利局面で売却しようとするれば、国債の債券としての価格は下落しているため、中央銀行は売却損を被らざるを得ないことになる。また、買い入れた国債等の中途売却を避け、満期まで保有して手放すとしても、満期到来までの間、短期金利を引き上げ誘導するためには、中央銀行は自らの負債サイドの当座預金への付利水準を引き上げる必要があり、その付利水準が、見合いとして資産サイドに保有する国債等のクーポン水準を上回ってしまう場合は、中央銀行として「逆ざや」状態に陥り、損失が発生することになる。

（注32） 黒田日銀による「量的・質的金融緩和」は、デフレ基調による超低金利状態が20年近くすでに経過した（＝クーポン水準の極端に低い国債しか存在しない）2013年4月時点から開始されている。

(2018. 3. 16)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・河村小百合 [2014]. 「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」『JRIレビュー』 Vol.9, No.19、日本総合研究所、2014年11月
- ・河村小百合 [2015]. 「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験」『JRIレビュー』 Vol.10, No.29、日本総合研究所、2015年11月
- ・河村小百合 [2016]. 「欧州各国の中央銀行にみるマイナス金利による金融政策運営の枠組みと考え方」『JRIレビュー』 Vol.6, No.36、日本総合研究所、2016年6月
- ・河村小百合 [2017]. 「中央銀行のバランス・シート政策と課題」『JRIレビュー』 Vol.7, No.46、日本総合研究所、2016年6月
- ・斉藤美彦 [2014]. 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2014年6月
- ・斉藤美彦 [2015]. 「カーニー体制下のイングランド銀行金融政策」『証券経済研究』第90号、日本証

券経済研究所、2017年 6 月

- ・ 齊藤美彦 [2017]. 「イングランド銀行の量的緩和からの出口政策について」『証券経済研究』第98号、日本証券経済研究所、2017年 6 月
- ・ Bank of England, *Inflation Report*, various issues.
- ・ Michael Joyce, Matthew Tong and Robert Woods [2011] . “The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact”, *Quarterly Bulletin*, 2011 Q3, Bank of England, September 19, 2011.
- ・ Bank of England [2011]. *The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets*, Updated December 2011.
- ・ Bank of England [2012]. “The distributional effects of asset purchases”, *Quarterly Bulletin*, 2012 Q3, September 3, 2012.
- ・ Nick McLaren and Tom Smith [2013]. “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.
- ・ Sarah Ashley and Lea Paterson [2016]. “The Bank of England’s Independent Evaluation Office”, *Quarterly Bulletin*, 2016 Q2, Bank of England, July 12, 2016.
- ・ Philip Seller and Dele Adeleye [2016]. “Recovery planning: preparing for stress”, *Quarterly Bulletin*, 2016 Q4, Bank of England, December 16, 2016.
- ・ Thomas Belsham and Alex Rattan [2017]. “Corporate Bond Purchase Scheme: design, operation and impact”, *Quarterly Bulletin*, 2017 Q3, Bank of England, September 15, 2017.

- ・ HM Treasury [2017]. *Debt management report 2017-18*, March 2017.
- ・ United Kingdom Debt Management Office, *Annual Report and Accounts 2016-17 of the United Kingdom Debt Management Office and the Debt Management Account*, July 13, 2017.