

いちからわかる中央銀行と金融政策⑭

イングランド銀行（BOE）の金融政策③

量的緩和の財務コストをめぐる政府と中央銀行の対応

河村小百合

イングランド銀行（BOE）は、多額の国債等を買入れ入れる量的緩和を開始してから三年半余りが経過し、キング前総裁の任期満了が近づいていた二〇一二年一〇月末、国債等の買入れを停止した。

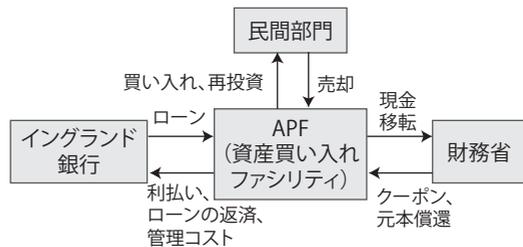
それと同じ頃、英国では、BOEが量的緩和を実施するために設けた別勘定の子会社、「資産買入れファシリティ」（APF：Asset Purchase Facility）の買入れ規模が三七五〇億ポンド（当時の為替レート（二ポンド＝約一三〇円）で換算すれば四九兆円弱）に膨れ上がっていた。そしてAPFが、保有する英国債の利払いを半年ごとに英財務省か

ら受け取ることによって蓄積してきた収益を、いずれ正常化局面に入れば食いつぶさざるを得なくなることを見越したうえでどうするか、という検討が財務省主導で始まっていたのである。

1 超長期国債中心で正常化のコストは大

BOEの子会社であるAPFをめぐる資金の流れは、図表1のようなものである。APFはまず、BOEから資金を貸し付けてもらい（ローン）、それを元手に民間部門から英国債を買入れる。その国債を保有している間は、APFは半年ごとに財務省から国債の

図表1 APFをめぐるキャッシュ・フローの流れ

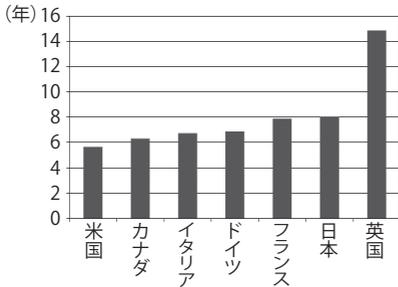


(資料) Nick McLaren and Tom Smith, "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty's Treasury", *Quarterly Bulletin*, 2013 Q1, Bank of England, March 14, 2013, p30, Figure 1を基に日本総合研究所作成

利払いを受け取る一方となるため、収益が蓄積される。

他方、英国でもいずればAPFが保有する国債を市場で売却して民間部門に戻し、BOEの金融政策運営を正常化させることが当然の前提として想定されている。

図表2 主要国の国債の平均満期



(資料)HM Treasury, Debt management report 2019-20, March 2019, p19 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。

ただし、英国の場合は、先行きの財政リスクを低減すべく、満期が二〇年を超えるような超長期債を中心とする国債発行政策が採られて久しい。日本を含む他の主要国に比較すれば、英国債の平均満期は相当に長い(図表2)。

前回にも述べたように、量的緩和を正常化させようとする際、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)した状況下で売却することによって中央銀行が資産規模を縮小し正常化させようとすれば、多額の売却損を被らざるを得ない。米連邦準備制度の場合であれば、そうした事態を避けるために、買い入れた国債を満期到来前に売却するのではなく、満期が到来するまで持ち続けて手放す(売却損は発生しない)という「満期落ち」の方法で正常化を進めてきた。

ところがBOEの場合は、買い入れた英国債が超長期ものばかりであるため、満期落ちを待つと正常化までに二〇年以上を要してしまうことにもなりかねない。そこで最初から、買い入れた国債はいずれ、満期到来を待たず中途売却して正常化することが想定されていた。正常化局面に入れば、それ

までとは一転して、APFは国債の売却損を埋めるために蓄積した利益を取り崩さざるを得ず、場合によってはそれでは足らず、政府からの損失補てんが必要になるかもしれないことが最初から想定されていたのである。

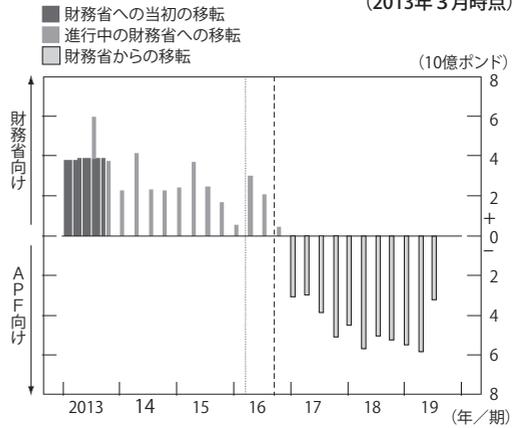
2 APFの収益は国庫に繰り入れ

二〇一〇年の総選挙による政権交代後の二〇一二年一月、当時のオズボーン財務相(保守党)は、BOEのキング総裁宛てに「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发出している。

それによれば、オズボーン財務相は、量的緩和への着手の時点で、前任の労働党のダウリング財務相がBOEとの公開書簡のやりとりを通じて合意した「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

図表3 「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) 図表1 資料p32, Chart1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。

ろを、以後は四半期ごとに移転することを提案した。

英国でもいずれ正常化局面に入れば、財務省がAPFに対して損失補てんを行わざるを得なくなる(図表3)。ゆえに、同財務相は、「APFから国庫に繰り入れられる収益は、他の歳出の財源に充当してしま

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の規模が設立時点よりも巨大化し、かつ、存続期間も長期化することが見込まれている

ため、量的緩和への着手時点では、APFの損益は解散時に一括して財務省に移転することが想定されていたこと

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」と公開書簡の中で明確に述べている。

これは、正常化局面に入った段階で、APFへの損失補てんのために、国民に増税の負担を求めることは容易では

ないため、正常化前の局面では、APFが得た収益を発行済みの英国債の償還に充当して国債残高を削減していき、いざ正常化局面に入った際には、そのようにして温存しておいた国債の発行余力を活用して国債を増発してAPFへの損失補てんの原資をねん出しようと考えられていることを意味する。

3 キング総裁の見方

これに対して、キング総裁も同日付で返信の公開書簡を發出し、BOEとしてもオズボーン財務相の提案を受け入れた。そのうえで、キング総裁は、「正常化局面において財務省からのBOEないしはAPFに対する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、中央銀行は債務超過に陥りかねず、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」との見方を明確に示している。こうした考え方は、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もある。

他方、日本のいわゆる「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。

英財務省とBOEとの間でのこのような合意に基づき、その後二〇一三会計年度から二〇一九会計年度に至るまでの間、実際にAPFから、約九一七億ポンド（一ポンド＝一四〇円として換算すれば一三兆円弱）が国庫に繰り入れられ、英国債の発行残高がその分削減されている。

4 WEBサイトでコスト試算が可能

二〇二二年一月のこの合意を受け、BOEは翌二〇二三年三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（「APFと財務省の資金移動のプロファイル」^(注1)）を公表した。

APFと財務省との資金移転がどうなるかは、実際の金融情勢次第でいかようにも変わり得る。そこでBOEは、この論文のなかで、一定の前提のもとでの試算結果（前掲図表3）を示すだけではなく、同行のWEBサイトに、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

において誰でも自由に試算できるExcelファイルのスプレッドシートを掲載した。^(注2)

その後もスプレッドシートの試算用のデータ等のアップデートが行われており、最新版（二〇二七年九月版^(注3)）では、あらかじめ用意された一四種類の金利シナリオ（短期金利が二%、四%といった、足許^(注4)の超低金利情勢からすれば、相当に厳しい金利シナリオも含む）のうちからどれかを選ぶ形で、国民が誰でも試算を確認できるものになっている。

この一四本のシナリオのうち、シナリオ1（バンク・レートが二%に到達しないため正常化が遅れるシナリオ）に基づく例で試算結果をみると、APFのバランス・シートの今後の推移（シナリオ1のもとでは収束せず）、APFと財務省との資金移転がどうなるか、その累計額がどうなるか（シナリオ1のもとでは

A P F ↓財務省への繰入額が、途中から財務省↓A P Fへの損失補てんによって徐々に食いつぶされていく、という形で示されている。

こうした状況からは、B O Eが、すでに足かけ一〇年を超えた長丁場に入っている量的緩和による国の財政運営への将来的な影響に関して、比較的早期の段階から、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が誰でも簡単に試算を行って把握することができると態勢を整えてきたことを見てとれる。

こうした透明で誠実な情報開示姿勢は、出口戦略や先行きのコストの試算状況を国会や記者会見等の場で何度間わかれても、「先行きの金利情勢次第で変わり得る」ことを理由に一切、答えようとしない現在の日銀とは極めて対

照的でもある。

B O Eは他の主要中銀に比較すれば早い段階で量的緩和のための国債等の買い入れを基本的に打ち止めとし、その後、二〇一六年六月のEUからの離脱をめぐる国民投票直後に一時的に追加の国債買い入れを行うにとどめている。量的緩和による先行きのコストに関するこうした透明な情報開示があるからこそ、B O Eが慎重な金融政策運営スタンスを採り続けていても、国民の側からも、安易に追加緩和を催促する声が強まることもなく、理解が得られているといえよう。

(注一) 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.

(注二) <https://www.bankofengland.co.uk/>

quarterly-bulletin/2013/q1/the-profile-of-cash-between-the-afp-and-hmt

(注三) 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/afp-cash-transfers-update-oct-17.xlsx?ia=en&hash=F894D6661D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FB6DA>)

(株)日本総合研究所調査部主席研究員)