

英国では中央銀行の損失は政府補填を約束、議論封じの日本

出口戦略実行で中央銀行債務超過の可能性を認めた英国

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 中央銀行の危険な賭け～前代未聞の金融政策は何をもたらすのか

2021.3.12 3:40 会員限定 (今月残り1記事)



英国は、出口戦略の実行によって中央銀行が債務超過に陥る可能性を認めている Photo:123RF

出口戦略の問いかけに “なしのつぶて”の黒田日銀総裁

黒田日銀総裁はこれまで、衆参両院での参考人質疑においては国民の代表である国会議員から、金融政策決定会合後の総裁記者会見においては各メディアの記者から、何回となくどころか何十回となく、出口戦略を問われている。しかしながら、その答えは毎回“時期尚早”の一点張りで、“なしのつぶて”だった。

ところが海外では、大規模に量的緩和を実施した中央銀行が、後々財務運営が悪化して債務超過に陥ることを最初から見通したうえで、国としての対応をしっかりと講じている国がある。英国だ。出口局面で英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）の損失が嵩（かさ）むことになれば、その全額を政府が補償することを明確にし、最終的に納税者である国民が負担せざるを得なくなることを覚悟のうえで、国としてしっかりと中央銀行を支える、そしてBOEには国が支えられる範囲内で金融政策運営をしてもらう、という役割分担を明確にしているのだ。

連載3回目は、金融危機以降、イングランド銀行がどのような金融政策を行い、それを国の側がどのように支えているのかを見ながら、中央銀行の債務超過転落はなぜ放置してはいけないと考えられているのかを、考察しよう。

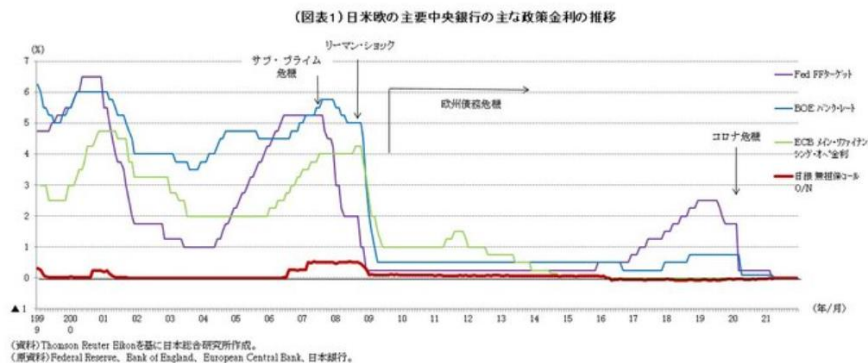
BOEの独立性は「手段」のみ 政府と中央銀行との関係は相対的に強い

BOEは1997年に政府からの独立性を獲得した。寄しくも、日銀が政府から独立性を獲得したのと同じ年だ。ただし、その際にBOEが得た独立性の中身は「手段の独立性」に限られ、米連邦準備制度（Fed）や当時のドイツ連邦銀行（現在の欧州中央銀行の前身の一角）がそれに併せて有する「金融政策運営の目標設定の独立性」までは得られなかった。金融政策運営上の目標設定権限は政府が握るなど、英国における中央銀行と政府との関係は他の主要国と比較すれば相対的に強い。

たとえば、財務大臣からのインフレ目標設定の通知やBOE総裁側からのその達成状況にかかる報告といった、政府側（財務省）とBOEとのやり取りは、「公開書簡」の形で行われる。これは、政府から独立した主体であるBOEは、政府とはまた別の見解や知見を持つことがあり得るという前提に立ち、両者の見解をきっちりと分けて国民に開示し、説明責任を果たさせる、というものだ。

「公開書簡」方式は、中央銀行のケースに限らず、政府から一定の距離を置いた独立した機関に政策運営を担わせる際に共通して採られている、英国流のやり方である。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、政策対応はいわば中央銀行と政府との“二人三脚”のような形で、組み立てられていくこととなった。

2008年9月のリーマン・ショック以降、BOE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1参照）。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”が限界と一般的に考えられていた中で、BOEの場合もバンク・レートは08年末の時点で3%と、さらなる引き下げの余地は狭まりつつあった。



そうした中、BOEは09年1月、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。

1月19日、ダーリング財務大臣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別勘定に区分けして実施するために、「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。

そして続く1月29日、同財務大臣はキング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することであるとして、BOEはまず、信用度の高い社債などから買い入れることになった。

「いずれ損失が嵩むのは当然」 政府の損失負担を当初から明確化

注目すべきは、英国ではこの着手の時点において早くも、量的緩和の実施によってAPFはいずれ損失が嵩むことになることが当然の前提として想定され、そのための対応まで明確に考えられていたことである。

APF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、損失が発生するのは当然の成り行きである。それゆえ、その損失分は政府が全額負担するという点が、1月29日のダーリング財務大臣（労働党）からの公開書簡の中で、次のように明確に述べられていた（訳は筆者）。

「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」

出口局面での損失発生が当然の成り行きであるからこそ、量的緩和はBOEのバランス・シート上で実施させることはしない、別勘定にしてその損益は明確にしたうえで、損失が出れば政府がその穴埋めを必ず行う、と最初からはっきりと決め、英国民や市場関係者に向けて対外公表したのである。

ダーリング財務大臣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」「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は財務省側が改めて確認する」などとも述べている。将来的な損失を政府側が負担する以上、買い入れる債券は財務省が認可するものに限られ、当初は危機で発行・流通市場が打撃を受けた社債などに限定され、その後、BOE側の発意で買い入れ対象に英国債が加えられ、それを財務省側が認可する形で買い入れの主力となっていった。

そしてBOEの場合、資産買い入れの限度は、「APFの残高がいくらになるまで買い入れを実施するか」という“残高の上限”の形で示されることとなった（図表2参照）。これは最初から、いずれは損失が高みかねない政策運営であることが明確に認識されていたからこそで、年当たりの買い入れ額だけが示された日銀とは対照的だった。

(図表2) BOEの資産買い入れファミリー(APF)の買い入れ上限額等の推移

| MPC開催年月 | BOE総裁 | 財務大臣 | 中銀マネーによる 買い入れ上限額（億ポンド） |
|----------|-------|-------|---------------------------|
| 2009年2月 | キング | ダーリング | 1,500 |
| 3月 | | | |
| 8月 | | | |
| 11月 | | | |
| 2011年10月 | カーニー | オズボーン | 2,750 |
| 2012年2月 | | | |
| 7月 | | | |
| 2013年7月 | | | |
| 2016年7月 | ハモンド | ジャビド | 4,350 |
| 8月 | | | |
| 2019年7月 | | | |
| 2020年2月 | | | |
| 3月 | ベイリー | スナク | 6,450 |
| 6月 | | | |
| 11月 | | | |

(資料) 英財務大臣・BOE総裁間のAPF関連での各年の公開書簡
(Exchange of letters between HM Treasury and the Bank of England)等を
基に日本総合研究所作成。

Fedよりも2年早く 資産買い入れを停止

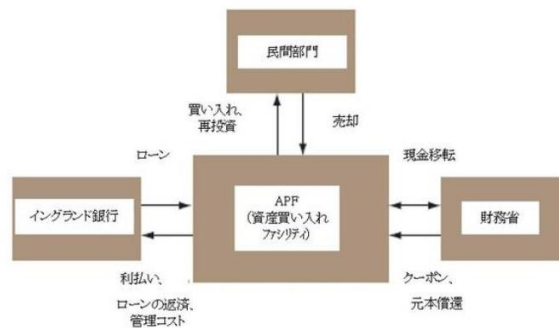
BOEは2012年10月末、国債などの買い入れを停止した。これはFedの新規買い入れの完全な停止（2014年10月末）よりも2年早いものだった。

この頃、APFの買い入れ規模は3750億ポンド（当時の為替レート〈1ポンド=約130円〉で換算すれば49兆円弱）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、この政策をどう收拾するか、という検討が財務省主導で始まっていたのである。

超長期国債中心で 正常化のコストは諸外国より大

BOEの子会社であるAPFをめぐる資金の流れは、（図表3）のようなものだ。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い入れる。その国債を保有している間、APFは半年ごとに財務省から国債の利払いを受け取る一方となるため、収益が蓄積される。そして、いずれはAPFが保有する国債を（買い入れ時よりも安い値段で）市場に売却して、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。

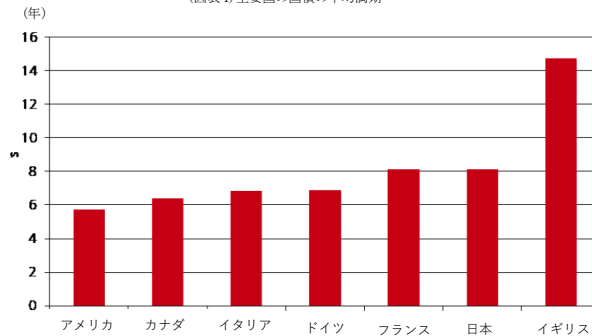
（図表3）APFをめぐるキャッシュ・フローの流れ



（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。

もともと、英国では国債管理政策上、先行きの財政リスクを低減すべく、発行されている国債は満期が20年を超えるような超長期債が中心となっており、日本を含む他の主要国と比較すれば、英国債の平均満期は相当に長い（図表4参照）。

(図表4) 主要国の国債の平均満期



(資料) HM Treasury, Debt management report 2020-21, March 2020, 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。入札方式で発行した短期国債を含む。

中央銀行が買い入れた国債を売却して正常化させようとするれば、多額の売却損を被らざるを得ない。Fedの場合であれば、[連載第2回](#)で見たように、そうした事態を避けるため、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」によって資産規模を縮小する方法が、実際にも採られてきた。

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20年以上を要してしまう。そこで最初から、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。ゆえに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だけではならず、政府からの損失補てんが必要になるかもしれない、ということが最初から想定されていたのである。

APFの収益は 国債残高削減に充当

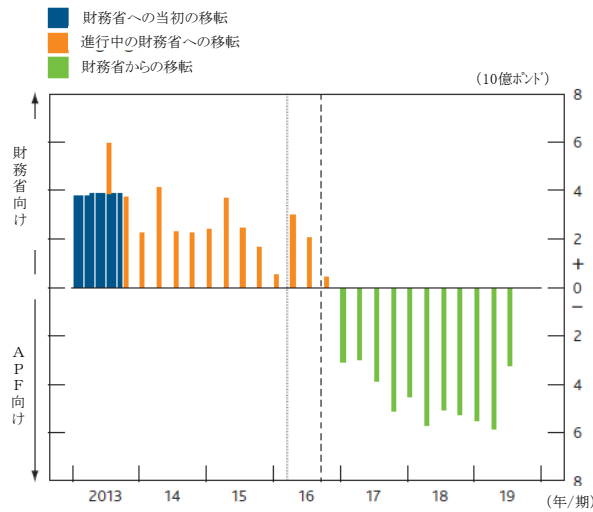
英国では、2010年の総選挙によって労働党から保守党連立政権へと政権交代が行われた後の2012年11月、当時のオズボーン財務大臣（保守党）は、BOEのキング総裁宛てに「APFの余剰キャッシュの財務省への移転」に関する公開書簡を発出している。

それによれば、オズボーン財務大臣は、量的緩和に着手した時点において、前任の労働党のダーリング財務大臣が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の損益はいかなるものも財務省に帰属する」点をまず確認している。

要するに、英国では中央銀行の金融政策運営といった国の重要事項は、政権与党が変わろうと決して政争の具にしない、という認識があるということだ。同財務大臣はそのうえで、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、量的緩和に着手した時点では、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ところを、以後は四半期ごとに移転することを提案した。

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5参照）。ゆえに同財務大臣は、「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、公開書簡の中で明確に述べている。

(図表5)「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。

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、英国においても簡単に通る話では決していない。その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おき、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、APFへの損失補てんの原資をまずねん出して、対応しようと考えられたのである。

BOEの債務超過が放置されれば適切な金融政策運営はできない

これに対して、キングBOE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大臣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。

それは、中央銀行が債務超過に陥ってしまったら、本来であれば、すでに買い入れた国債を売却してAPFの資産規模を縮小しなければならない局面でもそれがやりにくくなったり、インフレが高進しても、BOEに民間銀行が預けている当座預金への付利水準を引き上げて市場金利の引き上げ誘導^(※1)をすることは難しくなってしまうりする、ということだろう。

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。これは、わが国のいわゆる“リフレ派”の学者や、その中から日銀の執行部や審議委員に選ばれた人々の一部が、「中央銀行は民間銀行とは立場が異なるゆえ、先行きでどれほどの債務超過に陥ったとしても問題ではない」という見解を、国会における参考人質疑の場を含めて述べているのとは、極めて対照的である。

わが国の“リフレ派”がそのように主張する理由は、「中央銀行が赤字に陥り、その状況が継続して債務超過に陥ったとしても、いずれ低い金利水準のクーポンしかついでいない国債の満期が到来して手放すことができ、それを高い金利水準のクーポンのついでている国債に入れ替えていくことができるようになれば、中央銀行の単年度の赤字は解消して黒字の利益（通貨発行益）を計上できるようになり、追加の国民負担なしに、いずれは累積した債務超過も解消できる」というものだ。確かに、せいぜい2～3年程度で中央銀行が赤字や債務超過を自力で解消できるのであれば、そうかもしれない。

しかしながら、現在の日銀の場合、これほど異次元緩和に深入りしてバランス・シートを巨大な規模に上げた状態から正常化に向かうことを想定すると、債務超過の規模およびその持続すると想定される年数は相当に長いものとならざるを得ないのはまず間違いない情勢だ。

ちなみに、2017年時点で示された試算^(※2)ながら、「仮に、（試算時点から2年後の）2019年度に物価目標2%を達成し、正常化局面入りすると仮定すれば、日銀の収益は急速に悪化し、以後20年間赤字が継続し、日銀の累積損失（債務超過幅）は60兆円に達する。そしてこの累積損失を日銀が自らの通貨発行益によって自力で解消できるのは、実に2133年度（単年度赤字解消から94年後）になる」との結果が示されている。

足もとでは日銀は2017年時点よりもさらに大きくバランス・シートを膨張させているうえ、国債のみならず、上記の試算の対象となっていないETFも“高値掴み”する形でさらに巨額に抱え込んでいる。この状態から日銀が正常化に着手した場合に被ることになる損失の規模および債務超過状態が持続する年数は、とてもこの2017年時点での試算結果の比ではないだろう。

果たして日銀のこれほどの債務超過の規模を、これほどの長年にわたり、国が補てんすることもなく放置しても、円の信認に一切影響は出ない、などと言い切れるものだろうか。だからこそ黒田日銀は、“出口”の話から逃げ続けているのだろう。“パンドラの箱”をひとたび開けてしまえば、状況は一変し、たいへんなことになるからだ。

BOEのウェブサイトで 国民の誰もがコスト試算可能

話をBOEに戻そう。APFの収益を四半期ごとに国に移転するという2012年11月の合意を受け、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（「APFと財務省の資金移動のプロファイル」）を公表した。

APFと財務省との資金移転がどうなるか、要するに出口におけるBOEの損失がどうなるかは、実際の金融情勢次第でいかようにも変わり得る。この点は、日銀について問われた際の黒田総裁の返答と同じだが、違うのはそこからの対応だ。

日銀は、「金融情勢次第でいかようにも変わり得るから、出口の試算は示さない」と言う。それに対してBOEは、この論文の中で、一定の前提のもとでの試算結果（前掲図表5参照）を示すだけではなく、同行のウェブサイトはこの論文と併せて、APFと財務省との間の資金移転が今後どうなるのかを、様々な前提条件を置いて誰でも自由にシミュレーションできるExcelファイルのスプレッドシートを掲載した。

しかも注目されるのは、そうしたスプレッドシートの掲載をそのとき1回限りとはしなかったことだ。その後BOEは“ブレグジット”をめぐる国民投票で金融市場が荒れた局面において、追加的な量的緩和を実施した際には、それに合わせてデータなどをアップデートした国民向けのシミュレーション用ファイルの改訂版を、その都度公開している。たとえば2017年9月版では、予め用意された14種類の金利シナリオ（短期金利が2%、4%といった、足許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）の選択肢からどれかを選ぶ形で、国民が誰でもシミュレーションの結果を確認できるものになっている（図表6参照）。

（図表6）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・レートの市場想定金利(*)に追随 | 1.8106 | 2030年4月 | (到達せず) |
| 2 | バンク・レートを平らなパスをたどる(**) | 1.7890 | 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～31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～31年3月 | (到達せず) |
| 5 | バンク・レートを急なペースで2%にまで上昇(**) | 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に設定(**) | 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、国債の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、国債の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・レートを急なペースで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に設定 | 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、国債の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、国債の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=F894D666D6619AEDCD2D839312ED7C5B4C1FE6DA>)を基に日本総合研究所作成。
 (注*)最初の30年間はOIS7フォワード・レート、その後は横ばいで推移。
 (注**)5年先のバンク・レートの市場想定金利(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***)2年先のバンク・レートの市場予想金利(シナリオ1)より50bp高くなるように、金利シナリオの傾きから一定値を上乗せ(シナリオ5～14に共通)。
 (注****)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

日銀と対照的なBOEの政策運営 わが国はこのままでいいのか

このように、英国では当初から、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BOEが実施するが、それに伴う将来的な損失はAPFという別勘定を設けて明確化しつつ、BOEから切り離して国が負担する、という設計になっている。その際に生じる損失がどのくらいの規模になり得るかは、確かに専門的で一般には分かりにくい話ではあるものの、それを噛み砕いて、国民の誰もが容易に把握し、理解できるようにするための情報開示の仕組みが、責任をもって整えられているのである。

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について、今日に至るまで一切詳細な議論に踏み込むことなく、対外的な情報開示の対象ともなっていない日本の状況とは、極めて対照的であるといえよう。

BOEも2020年春からは、コロナ危機に瀕し国債などの大規模な買い入れを再開している。ただし同年6月22日にはバイリー総裁が、「この買い入れ水準は常に当然視されるべきものではない」「金融刺激策を撤回する時期が来れば、ある程度の金利引き上げを待たず、まずは資産の水準の調整を検討するほうがよい」「膨れ上がった中銀のバランス・シートは、将来的な手段の余地を限ってしまう可能性がある」などと述べたと報じられている。^(※3)

加えてBOEは、内部監査機関である独立評価局からの勧告を受け、コロナ危機での大規模な追加買い入れ分を含めた量的緩和による将来的な損失額がいくらに膨張する可能性があるのかについて、2021年中に新たな試算結果を公表することを明らかにしている。

主要中銀によるコロナ危機対応としての大規模な金融緩和を映じた世界的な株高基調は、米国の長期金利上昇をきっかけに揺らぎつつある。前回みたFedと同様BOEも、そうした金融情勢の変化に対応し、BOEの場合は国からの明示的なバックアップも得て、今後も必要な金融政策運営を機動的に行っていくだろう。そしてこの先、わが国のみが現実の経済・金融情勢に即し、理路整然とした金融政策運営を行えないということになれば、それこそ私たちの通貨「円」の信認が脅かされることになるだろう。

(※3) 2020年6月23日付時事通信報道による

(日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2021年3月12日 3:40 公開から抽出し作成