

「中央銀行の役割」第7回 「イングランド銀行の金融危機以降の金融政策運営 —政府の損失補償のもとでの量的緩和実施と “Brexit”への対応」

(株)日本総合研究所調査部主席研究員
河村 小百合

2008年9月のリーマン・ショックに1年以上先立つ2007年夏の時点で、欧州ではいくつかの危機の萌芽が観察されていた。同年6月の米投資銀行大手ベア・スターン傘下のヘッジファンドの経営危機に端を発する形で金融システムの綻びが次第にあらわとなり、同年8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3ファンドを凍結するに至る（いわゆる“BNPパリバ・ショック”）など、欧州にも危機の波が及んだ。そして翌9月には危機の火の粉は英国にも及び、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は同行に急きょ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2008年2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、2008年9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。英国は紛れもなく、危機の震源地の1つだった。

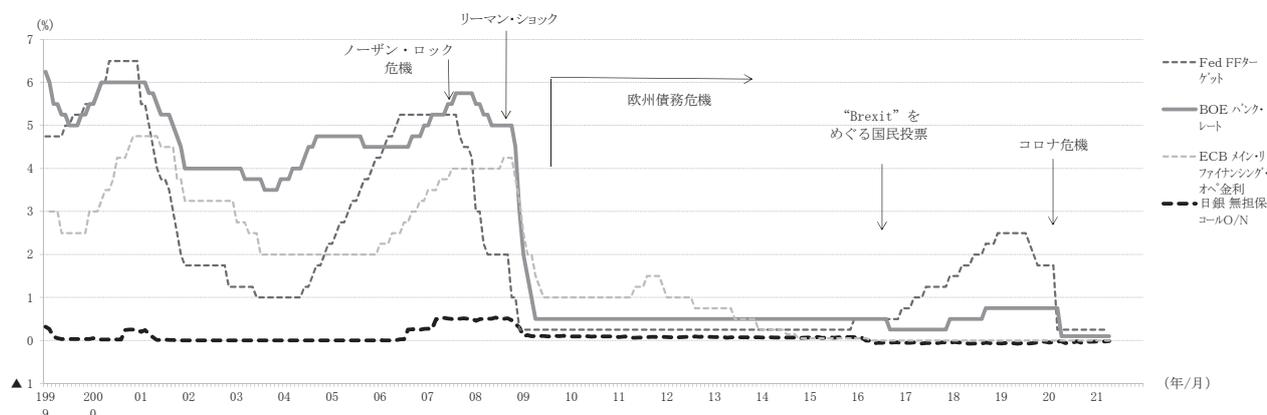
連載第7回の今回は、前回みたように、金融政策運営の「手段の独立性」のみを有し、政府との関係が他の主要国に比べて強いBOEが、この世界金融危機をいかなる金融政策運営によって切り抜けてきたのかをみてみよう。

1. 金融危機で量的緩和へ

2007年9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5.75%の高水準にあった（図表1）。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、2008年9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。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なかで、BOEの場合もバンク・レートは2008年末の時点で3%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2009年1月、英国において、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。1月19日、ダーリング財務大臣（労働党）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」（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（当時）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、危機で傷んだ英国の金融市場の流動性の水準を回復させ

(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。

る点にあり、BOEはそうした目的のもとでまず、質の高い民間セクターの資産を対象に、500億ポンドを上限に買い入れることになったのである。金融危機のもと、各国の中央銀行は、BOEに限らず、従前にはなかった大きなリスクを伴う金融政策運営に追込まれていくことになるが、英国ではこのように、政府とBOEのこうした強い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。

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、英国においては、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約束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、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」などと述べている。

このように、英国では、危機対応としての資産買い入れに着手する時点から、中央銀行であるBOE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った。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APFという別勘定を設けてBOEが実施する¹が、それに伴う将来的な損失は、BOE本体の経理から切り離して政府が負担することとなったのである。

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、BOE

¹ 中央銀行が基金を設けて資産買い入れを実施する方式は、日銀が白川総裁時代に基金を設けて“包括緩和”による国債等の資産買い入れを行っていたのに通ずる方式でもある。

(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

MPC開催年月	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	キング	ダーリング	
3月	↓	↓	1,500
8月			1,750
11月			2,000
2011年10月		オズボーン	2,750
2012年2月		↓	3,250
7月	↓	↓	3,750
2013年7月	カーニー	↓	↓
2016年7月	↓	ハモンド	↓
8月		↓	4,350
2019年7月	↓	ジャビド	↓
2020年2月	↓	スナク	↓
3月	ベイリー	↓	6,450
6月			7,450
11月			8,950
	↓	↓	↓

(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。

がAPFの枠組みのなかで買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、英国の場合は、これらの民間債券の市場規模は限られるため、その後、BOE側の提案に基づき、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、買入れの主力となり、こうしたオペレーションは同国においては量的緩和 (QE: Quantitative Easing) と呼ばれるようになった。

危機後の大規模な資産買入れは、米連邦準備制度 (Fed) 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²⁾のに対して、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、「APFの残高がいくらになるまで買入れを実施するか」という、“残

高の上限”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)。“残高の上限”とは、いずれ政府側が被ることになる“損失負担の上限”に大きな影響を及ぼす要素である³⁾。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、こうした政策運営は、いずれは損失が高みかねないものであることが明確に認識され、その損失はBOEが買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。

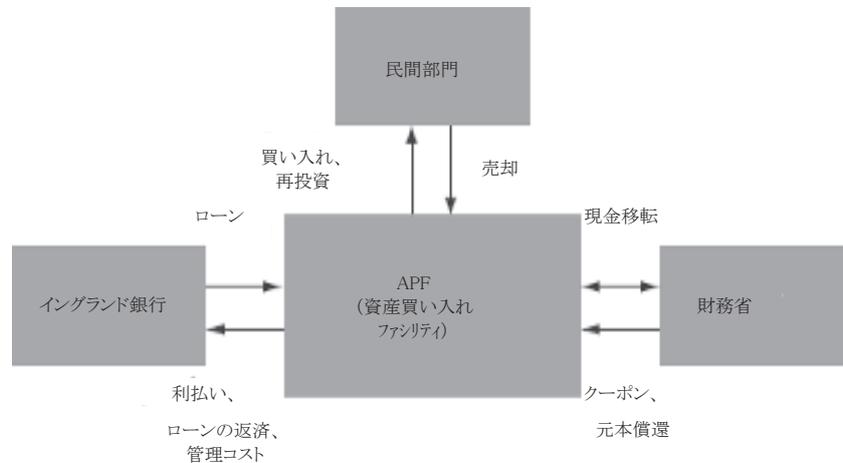
4. いずれ“出口”で食いつぶすAPFの収益をどうするか

BOEは、リーマン・ショック後に多額の国債

2 黒田総裁就任後の日銀の例でみれば、2013年4月には国債等を「年50～60兆円規模で買入れる」、2014年10月の追加緩和時には同じく「年80兆円規模で買入れる」といった表現で買入れ方針が示されていた。

3 政府側の“損失負担の上限”に大きな影響を及ぼすもう1つの要素は、BOEがAPFで保有する国債等の中途売却を実施する時点における金融情勢である。

(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。

等を買入れるQEを開始してから3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2012年10月末、国債等の買い入れを停止した。米FedがイエレンFRB（連邦準備制度理事会）議長のもとで、リーマン・ショック後に数次にわたり実施してきた資産の新規買い入れを完全に停止したのが2014年10月だったことからすると、BOEはその2年も前にQEを停止していたことになる。

その頃、英国では、BOEがQEを実施するために設けた別勘定の子会社であるAPFの買い入れ規模が3,750億ポンド（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、いずれ金融政策の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。

5. 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3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

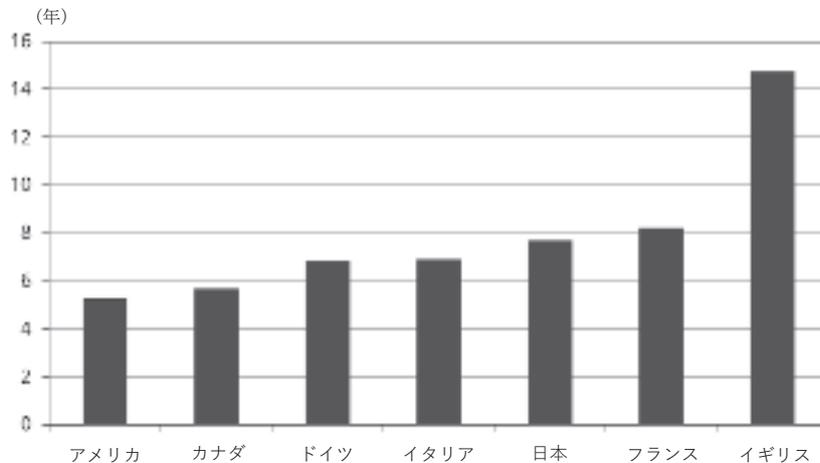
財務省から国債の利払いを受け取る一方となるため、収益が蓄積される。

他方、英国でもいずれは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。

ただし、英国の場合は、先行きの財政運営の継続が危ぶまれるような事態に至るリスクを低減させるべく、満期が20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4）。財政運営の安定志向がとりわけ根強い英国では、超長期債中心での資金調達となれば、短・中期債中心で行う場合に比較して、当然、利払費のコストが重くなることは重々承知のうえで、借り換えの回数を減らして安定的な資金調達を確実にすることを最優先させるという考え方が貫かれている。

すでに述べたように、危機下の金利の低い（＝債券の価格は高い）状態で買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るれば、多額の売却損を被らざるを得ない。米Fedの場合であれば、本連載第3回でも説明したように、そうした事態を避けるために、買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

(図表4) 主要国の国債の平均満期 (2020年末時点)



(資料) HM Treasury, Debt management report 2021-22, March 2021, 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。インフレーションによる押し上げ分を除く。短期国債を含む。

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の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不足、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、聡明な英国ではQEに着手する最初の時点から想定されていたのである。

6. APFの収益は国庫に繰り入れ

2010年の総選挙による政権交代後の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发出している。

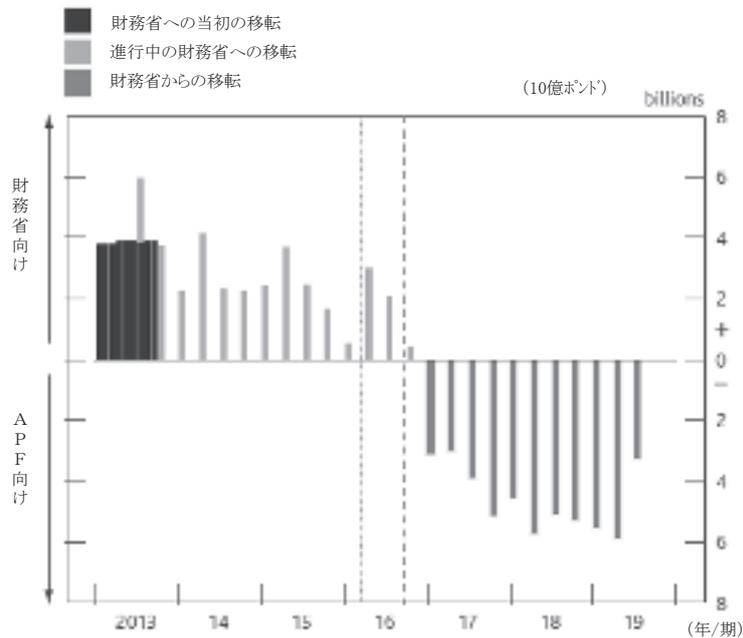
それによれば、オズボーン財務大臣は、QEへの着手の時点で、前任の労働党のダーリング財務大臣がBOEとの公開書簡のやりとりを通じて合意した「財務省がAPFから生じるすべての損失を補償し、ゆえにAPFの損益はいかなるものも

財務省に帰属する」点をまず、確認した。英国では、中央銀行の金融政策のように中長期的な意味で国家にとって極めて重要な政策は、政争の具とされてしまうことのないように政府から独立した機関に委ね、実際に政権交代があっても、このように継続性を保ちつつ、粛々と政策運営が行われている。そのうえでオズボーン財務大臣は、APFの規模が設立時点の想定よりも巨大化し、かつ、存続期間も長期化することが見込まれるようになったため、QE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ところを、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5）。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。

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とは、英国においても決して容易ではないため、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てAPFへの損失補てんの原資

(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。

をねん出しようと考えられていたことを意味する⁴。

7. 中央銀行の債務超過はなぜ問題なのかーキング総裁の見方

これに対して、キング総裁も同日付で返信の公開書簡を発出し、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ぬ限り、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⁵。

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2013会計年度から2020会計年度に至るまでの間、実際にAPFから、約1,100億ポンド(1ポンド=150円として換算すれば16.5兆円)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(図表6)。

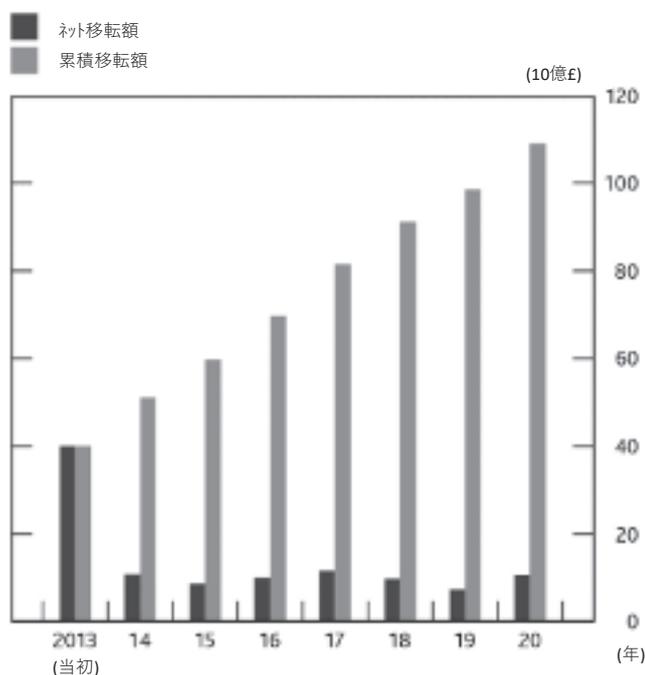
8. WEBサイトでコスト試算が可能

2012年11月のこの合意を受け、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

4 わが国においては、中央銀行である日銀からの国庫納付金に関してこうした考え方は、これまでのところ一切とられておらず、一般会計の歳入として繰り入れられ、様々な歳出に充当されてしまっているのが実情である。

5 これは、わが国のいわゆる「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、国会での参考人質疑を含めて示したことがあるのとは、極めて対照的であるといえる。

(図表6) 資産買い入れファシリティ (APF) から英財務省への移転額および累積額の推移 (2013~2020年)



(資料) Bank of England. *IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing*, January 13, 2021, Figure 3.3, Panel 1を基に日本総合研究所作成。

(「APFと財務省の資金移動のプロファイル」⁶)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、論文のなかで一定の前提のもとでの試算結果(前掲図表5)を示すだけにとどまらず、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、様々な前提条件を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⁷。

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、現時点においては2017年9月版⁸が最新のものではあるが⁹、あらかじめ用意された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

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(図表7)。これらのスプレッドシートは、今ももちろん、BOEのWEBサイトに掲載されており、ご関心をお持ちの向きはぜひご覧いただければ、また操作はごく簡単なため、実際に金利シナリオを選択して試算結果を確認していただければと思う。

この14本のシナリオのうち、シナリオ1(バンク・レートが2%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(図表8)、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APF→財務省への繰入額が、途中から財務省→APF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。

6 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.

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

8 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>).

9 足許ではコロナ危機対応としてBOEは一段の量的緩和を実施し、バランス・シートを大幅に拡大させているが、それを踏まえた再試算結果は2021年中に公表されることになっている。

(図表7) 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~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に設定(*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。

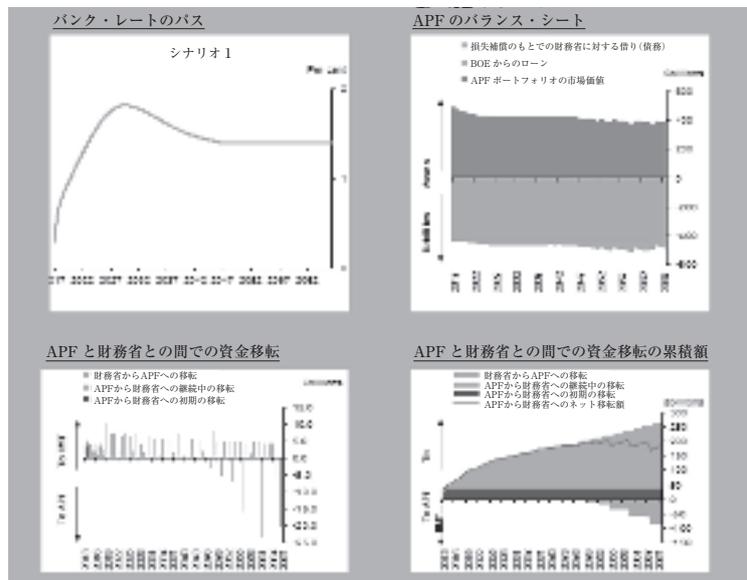
こうした状況からは、すでに足かけ10年を超えた長丁場に入っているQEによる国の財政運営への将来的な影響に関して、英国ではBOEが比較的早期の段階から、都合の良いシナリオばかりではなく、都合の悪いシナリオも含めて公表したうえで、最新のデータに基づき国民が誰でも簡単に試算を行って将来への影響を把握することができる態勢を整えてきたことがみてとれる。こうした透明で誠実な情報開示姿勢は、現在の日銀とは極めて対照的でもある。英国国民や市場関係者は、BOEのWEBサイト上で提供されているスプレッドシートを実際に操作することを通じて、先行き

の金利が上がれば上がるほど、BOEが被る損失は大きくなることを、実感をもって理解することができる。だからこそ、金融緩和の追加を必要以上に催促することもなく、また、市場金利が大幅に上昇する前に正常化を進めなければたいへんなことになるということを理解できるのだろう。

9. 量的緩和実施後の中央銀行が怖れる事態—自国通貨安

国債等の買い入れによる大規模な金融緩和を行った中央銀行は、その後の金融政策運営におい

(図表8) 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4を参照。

て相当な困難に直面することになる。これはBOEに限らず、米Fedや日本銀行にももちろん共通する課題である。最も怖いのは、正常化を進める前に、「低成長・低インフレ率・低金利」という構図が崩れてしまうことだ。その大きなきっかけとなり得るのが、外国為替市場における自国通貨安である。大幅な自国通貨安が進むような事態になると、あっという間に輸入物価高を通じて国内物価全体のインフレが進行してしまう。そして英国では2016年に、こうした事態に実際に見舞われることになってしまったのである。

2010年5月、英国では保守党が総選挙で勝利し、自由民主党との連立の形で労働党から政権を奪還した。その後、保守党のキャメロン首相(当時)は2015年5月の総選挙において、EU離脱(=いわゆる“Brexit”〈ブレグジット〉)を決する国民投票の実施を公約に盛り込んで勝利し、以降は保守党の単独政権となった。同国の法制度上、EU離脱の是非を決するうえで、国民投票の実施は不可欠の手続きでは決まらなかったが、英国のEU残留を信念とする同首相は、あえて国民投票を実施してEU離脱を否決に持ち込み、自らの政治的な求心力を高める賭けに打って出たのである。

しかしながら、この賭けは完全に裏目に出た。2016年6月に実施された国民投票で英国国民が示し

た判断は、EU離脱が52%の支持を獲得した一方で、残留支持は48%にとどまったのである。その背景には、長年にわたるEU側の官僚的な政策運営に対する反発や、英国が負うEUの分担金の負担の重さ、さらには近年、大陸各国経由で英国にも押し寄せてきていた大量の移民をめぐる問題があったものとみられる。この結果を受け、キャメロン首相は辞任し、代わって内務大臣であったメイ氏が次の首相に就任した。

10. “Brexit”を選んだ国民投票後、市場で何が起きたか

英国ではかねてより欧州大陸各国の統合に向けた風潮に懐疑的な論調が根強く、EUへの加盟も大陸側の主要国からは遅れる結果となった。さはさりながら、今日の英国経済は、ロンドンがニューヨークと並ぶ国際金融センターとして、とりわけ欧州大陸との金融取引の入口として栄えてきたほか、財やサービスといった物流や人的な交流の面でも、欧州の大陸各国との間で深く結ばれた関係にあり、それを土台に国全体として経済活動を活性化させてきている、という事情にある。

その英国において、国民投票でEU離脱支持、という国民の意思が示されたことは、英国経済の

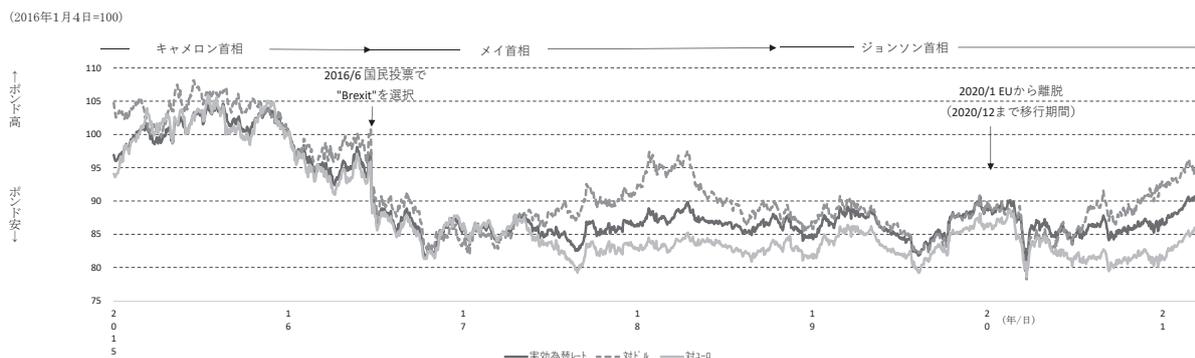
将来に重大な打撃を及ぼしかねない事態であり、国際金融市場は直ちに反応して、外国為替市場では英ポンドが売られた。2015年末頃のピーク時との比較で見れば一気に15~20%程度減価するという、急激なポンド安が進展したのである(図表9)。一国にとって、自国通貨が大幅に減価すれば、それは輸入物価の大幅な上昇につながることを意味する¹⁰。実際、この国民投票をはさんだ英国の物価動向を振り返ってみても(図表10)、同国においても2015年や16年前半までは、日本や欧州大陸各国と同様、デフレが懸念されるような状況であったものが、国民投票後は一変した様子が見てとれる。主に国内要因で決定されるサービス価格の伸びは国民投票をはさんでもほぼ一貫して横ば

いである一方で、輸入物価動向に大きく左右される食料品や燃料等の価格が消費者物価全体を大きく押し上げ、消費者物価全体は2017年から18年にかけて、英政府がBOEに与えた2%の物価目標を大きく上回るようになったのである。

11. ジレンマに直面したBOE

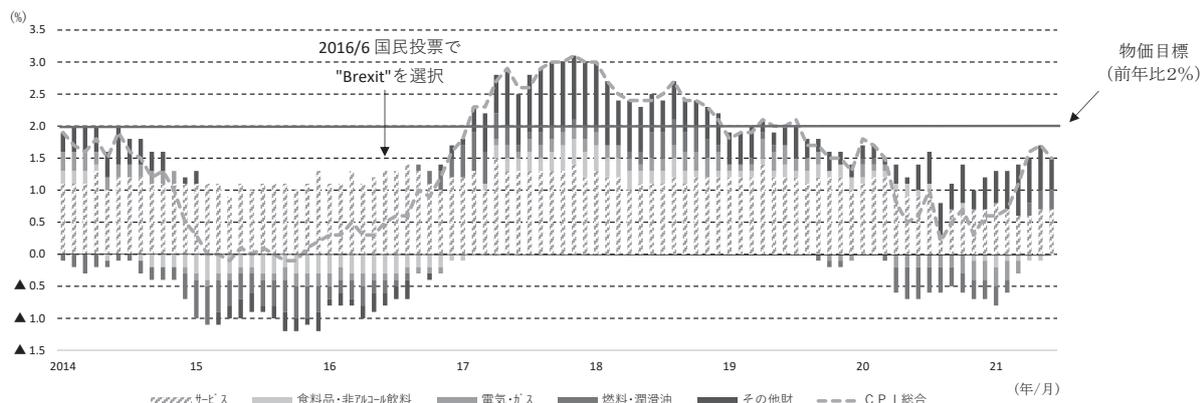
カーニー総裁(当時)が率いるBOEは国民投票実施後の2016年8月のMPCにおいて、ポンドの急激な減価によって消費者物価上昇率が近々2%の目標を上回る可能性が高い一方、EU離脱となれば英国経済に大きな打撃が及ぶことは避け

(図表9) ポンドの外国為替レートの推移



(資料) Bank of England, Database を基に日本総合研究所作成。

(図表10) 英消費者物価上昇率(前年比)の要因分解



(資料) Bank of England, Monetary Policy Report, November 2019のChart 2.32のデータ、および同資料February 2021のChart 4.9のデータを基に日本総合研究所作成。

(原資料) Bloomberg Finance L.P., Eikon from Refinitiv, ICE/BoAML Global Research, およびBOE試算。

(注) 2021年1月以降は、2020年2月時点でのBOEスタッフによる予測・推計値。

10 ポンドを円に置き換え、例えば円の価値が、1ドル=100円から1ドル=120円一気に減価すれば(=円安が進めば)、米国から同じ1ドルの商品を買うのに、かつては100円でよかったものが、120円必要になることから、この点は明らかであろう。

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。言い換えれば、今後の物価情勢を考えれば金融引き締めが必要になる一方、実体経済が悪化する可能性が高いことを考えれば金融緩和が必要になる、という深刻なジレンマに陥ったのである。そのうえで、MPCとしてこのタイミングでは経済への追加刺激策（＝金融緩和策）のほうを採ることを決定した。

具体的には、BOEは①リーマン・ショック以降も一貫して0.50%で維持してきた政策金利であるベース・レートを0.25%に引き下げたほか（前掲図表1）、②2012年10月以降、新規の買い入れを停止していた国債について、その買い入れ上限を600億ポンド引き上げて4,350億ポンドとし（前掲図表2）、国債買い入れを一時的に再開する、といった金融緩和に踏み切った¹¹。

しかしながら、その後の国際金融市場や英国の実体経済の状況を見ると、ポンドの実効レート¹²が2017年末頃にはほぼ下げ止まった（前掲図表9）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。他方、物価動向は国民投票後、急激な上昇に転じ、一時は前年比が目標の2%を大きく上回る3%に達したことから、BOEは2017年11月のMPCにおいて、政策金利であるベース・レートを、国民投票前の水準である0.50%に戻し、その後2018年9月からコロナ危機に見舞われた2020年3月初まではさらに0.75%にまで引き上げていた¹³。

物価は一時は前年比3%強にまで達したものの、何とかそのレベルで収まったのである。

12. Fedより後手に回ったBOEの利上げ

本連載でもこれまで繰り返し説明してきたように、中央銀行は国債等を民間銀行から買い入れる見返りとして、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いる。民間銀行はそうした余剰資金の大部分を、今は他に持って行き場がないからと自国の中央銀行の当座預金に預けているが、それらは、金融情勢の展開によっては、いつ何時、民間銀行によって引き出されるかもしれない、という筋合いのものである。仮にそうした余剰資金が、民間銀行によって徒に引き出されることがあれば、市中向けの与信が加速され、実体経済の過熱やインフレの加速を煽ってしまうことになりかねない。

そうした事態を決して招かないようにするためにも、主要国では慎重な金融政策運営が行われてきた。例えばFedの例をみると、2015年末以降の物価上昇を後追いするような形で、徐々に政策金利であるFF（フェデラル・ファンド）レートのターゲットを引き上げてきていることがわかる（図表11）。

仮に物価上昇率が、FFレートを大きく上回るような事態になってしまった場合のことを、単純

（図表11） Fedの政策金利と米CPI前年比の推移



（資料） Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。

11 これ以外に、民間銀行による市中への貸出促進策や社債の一時的な買い入れ等も実施された。

12 対ドル、対ユーロといった主要通貨に対するポンド相場を、当該二国間での貿易量等に比例する形で加重平均して算出した、ポンドの全体的な為替相場を把握するための指数。

13 ただし、コロナ危機による実体経済の急激な悪化を鑑み、ベース・レートは2020年3月11日にはまず0.25%まで、続く同月19日にはさらに、BOEとしての史上最低水準の0.1%にまで引き下げられ、今日に至っている。

化のために、地価を例に考えてみよう。FFレートは、米国の民間銀行がFedに余剰資金を預ける際にFedからつけてもらえる金利でもある。仮にこれが2%でしかないときに、米国の地価の上昇率が前年比10%を超えるようになってしまったと想定する。民間銀行には、おそらく不動産業者からの借入れの申し込みが殺到するだろう。地価が年率10%で上昇し続けるなかで、仮に3%の金利で民間銀行から借り入れできるのなら、その資金を元手に土地を仕入れておき、1年後に1割増しの価格で売却できれば、不動産業者としては確実に7%相当のサヤが抜け、儲けることができる。民間銀行としても、そうした貸出しの申し込みが次々と寄せられるのであれば、Fedの当座預金に2%の金利で預けておいては損で、例えば3%の金利でよいから不動産業者等にもっと貸し出せばもっと儲けられる、となり、Fedに預けていた当座預金は次々と引き出され、市中向けの貸出しを加速することになるであろう¹⁴。こうした事態を招来してしまえば、本来は物価の番人たるべき中央銀行が、先々のインフレを抑制するどころか、逆に“火に油を注ぐ”事態ともなりかねない。そうした事態を断固として回避するために、Fedの場合は、少なくとも2019年夏までは着々と正常化を進め、FFレートも2.5%まで引き上げていたとみることができよう。

これに対してBOEの金融政策運営をみると(図表12)、ブレグジットによる実体経済への下押し懸念もあって、BOEは物価上昇率ほどには、政策金利の引き上げを行えていない。その結果は同

国のこれまでの消費者物価動向にも表れている。

英国ではEU離脱派のジョンソン首相率いる保守党が2019年12月の総選挙で勝利を収め、2020年1月末、英国はEUとの双方の合意に基づきEUを離脱した。ブレグジットをめぐるBOEの経験は、QEを実施済みの中央銀行にとって、自国通貨安が実体経済にもたらす影響の怖さを垣間見ることができる実例となっているといえよう。

そしてBOEはその後、2020年春のコロナ危機発生を受け、国債等の買い入れを再開したが、その上限は事前に明確に示したうえで(本校執筆時点では8,950億ポンドにまで引き上げ)、先行きのあり得べき損失は全額政府補償、という原則を引き続き堅持しつつ、危機対応の金融政策運営が行われている。なお、コロナ危機のさなかの同年3月に就任したベイリーBOE総裁は同年6月には早くも、「この買い入れ水準は常に当然視されるべきではない」、「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¹⁵。さらに、2021年2月のMPCにおいては、早くも事務方に対してバランス・シートを縮小する正常化戦略を再検討するよう指示が下されている。今回はBOEやFedが、コロナ危機のもとでいかなる金融政策運営を行い、それを目下、いかに収束させようとしているのかをみることにしたい。

(図表12) BOEの政策金利と英CPI前年比の推移



(資料) Thomson Reuter Eikon を基に日本総合研究所作成。

14 ちなみに、コロナ危機下にあるにもかかわらず、世界的な株高が進行している今日においては、同様のメカニズムが株式投資向けの与信について働き、いわば“金融相場”として株価を押し上げているとの指摘もある。

15 2020年6月23日付時事通信報道による。