

「トラス・ショック」で浮き彫り、中央銀行が分かつ日本と英国の財政の命運

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 政策・マーケットラボ

2022.11.17 5:05 会員限定



大減税で政権が崩壊した英国 総合対策に日本国債市場は“無風”

英国の政治・経済情勢で9月末以降、国際金融市場は大揺れとなった。

“財源なき”1050億ポンド規模（約17.9兆円、1ポンド＝170円換算）の財政拡張策を掲げて保守党総裁選を勝ち抜いたはずのトラス前首相は、ポンド急落と英国債暴落（長期金利急上昇）の形で反応した市場に追い込まれ、1カ月ともたずに退陣した。

後任には財政再建派のスナク新首相が就任し、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつあるものの、予断を許さない状況だ。

他方、財政事情が主要国で最悪の日本では、岸田政権が、物価高対策を名目に英国を上回る規模の総合経済対策で、大盤振る舞いの補正予算編成を打ち出した。

歳出規模は28.9兆円で、そのうち22.9兆円、約8割を赤字国債で賄う算段だ。それでも日本の財政運営は目下のところ、日本銀行が10年国債金利を完全に押さえ付けていることで表面上は無風だ。

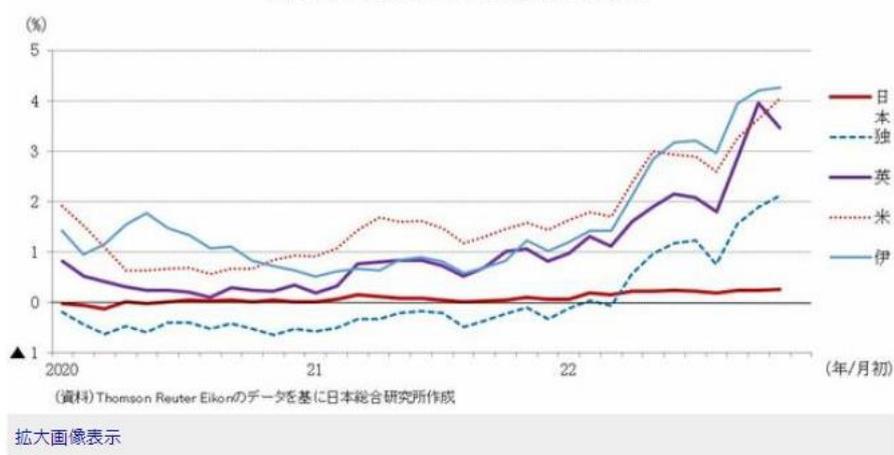
ただし背後では円安が不気味に進展しつつある。

この日英両国の財政運営が今後たどる道筋は、おそらく大きく分かれることになるだろう。その最大の鍵は両国の中央銀行の、これまでの、そしてこれからの政策運営姿勢が握っている。

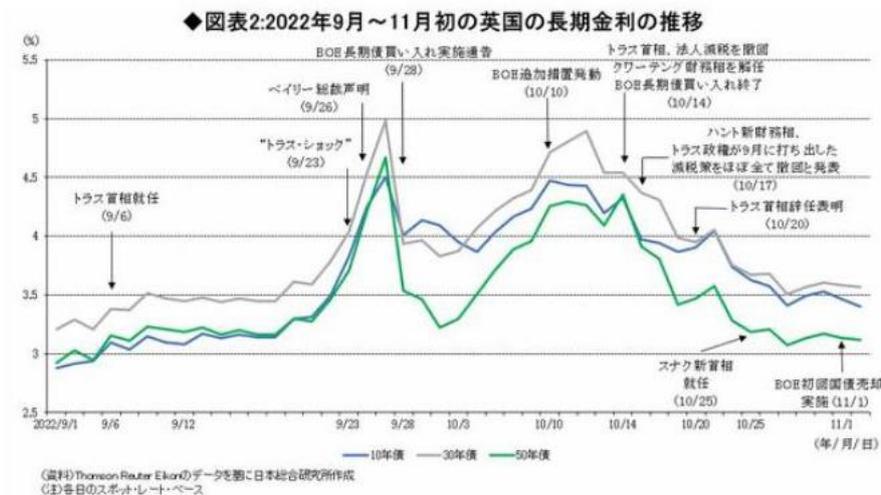
高インフレで金融引き締め局面に トラス・ショックが追い打ち

世界各国がコロナ危機に見舞われた2020年春以降、日英両国の中央銀行は、国債などの大規模な買い入れを実施した。英国の長期金利（10年物）は、コロナ危機前には1%台だったが、この頃には日本の長期金利と大差ないゼロ%近い水準まで低下していた（図表1）。

◆図表1:主要国の10年国債金利の推移



ところが21年夏からは英国ではインフレ基調が強まり、長期金利も上昇ピッチを強めて22年入り後には2%台に到達していた。9月23日、そこにいわゆるトラス・ショックが起き、英国の長期金利は各年限とも、わずか1カ月のうちに実に1.5%ポイントも急上昇（国債価格は急落）することになった（図表2）。



折しも中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、高インフレを抑え込むべく、金融引き締め・正常化を強化している局面だった。

9月22日に開催した、金融政策を決定する通貨政策委員会（MPC）で、BOEは政策金利であるバンク・レート（1.75%→2.25%）の追加利上げに加え、BOE自身の資産規模を縮小する量的引き締め（QT）の強化策を決めたばかりのタイミングだった。

具体的には、これまで金融政策運営の一環として、BOE本体とは別勘定の子会社である資産買い入れファシリティー（APF）上で買い入れてきたギルト債（英国の長期国債）を、満期到来を待たずに中途売却するオペレーションに10月3日から着手するとともに、3月から始めている、満期が到来した国債の元本の再投資を停止する“満期落ち”方式による分と合わせて、年当たり800億ポンド（13.6兆円相当）というペースで資産を縮減していくことをBOEは決めていたのだ。

国債の“中途売却”というのは、危機下の低金利局面（債券の価格は高い）で買い入れた国債を、金利上昇局面（債券の価格は下落）で満期到来を待たずに売却するもので、中央銀行といえども当然、売却損を被らざるを得ない。

加えて、国債市場の需給は当然ながら悪化し、長期金利にも相応の上昇圧力がかかることになる。難易度の高い正常化の手法だ。

そうした局面でこのトラス・ショックが起きた。

国債を中途売却して手放す理由 日本と違う着実な国債管理政策

BOEがそこまでして、“中途売却”を実施しようとするのは、英国政府の国債管理政策が背景にある。

英国では国債の発行に際しては、利払い費の最小化よりも、できるだけ借り換えの回数を減らす安定調達を優先させる考え方を採るため、他の主要国に比較して超長期債の発行割合がとりわけ大きい。

ひたすら利払い費の最小化を追求して、短期国債を山のように発行し続けている日本とは対照的だが、それゆえにBOEの金融政策運営上も、量的緩和（QE）で買い入れてきたギルト債は超長期債ばかりになっているのが現実だ。

BOEが今後、資産規模の縮減を進めていく際に、元本の再投資を見送る形での“満期落ち”方式だけでは、資産規模を必要なだけ縮減できるまでに何十年とかかることにもなりかねない。

それではとても中長期的な物価安定というミッションは達成できないため、“中途売却”に踏み切るわけだ。

英国では、リーマン・ショック後の2009年にBOEが量的緩和に着手した時点で、いずれはこうした正常化が必要になることを見越し、BOEが量的引き締め過程で被る損失は全額、政府が補償することを、財務相とBOE総裁との間で取り決め、公表していた。

正常化の過程で通貨ボンドの信認が揺らぐことのないように、万全の枠組みが整えられていたからこそ、BOEは自らの財務悪化を心配せず、中長期的な物価安定というミッションの達成に向けて、量的引き締めなどを進めることができるわけだ。

長期債緊急買い入れは信用秩序維持策 金融政策とは明確に区別して実施

話を9月末の緊迫した局面に戻すと、債券急落と長期金利急騰という事態に直面し、BOEはまず9月26日にベイリー総裁が以下のような声明を発表した（抄訳は筆者）。

「BOEとしては、金融資産の相当な価格再評価（repricing）が起こっていることを鑑み、金融市場の展開を極めて緊密にモニタリングしていく」

「金融政策の役割は、中期的にさらなるインフレにつながりかねない形で需要が供給に先んじてしまうことが確実に“ない”ようにすることだ」

「MPCはその負託に首尾一貫する形で、インフレーションが持続可能な形で2%のターゲットに戻っていく上での必要に応じ、金利を変更することに躊躇することはない」

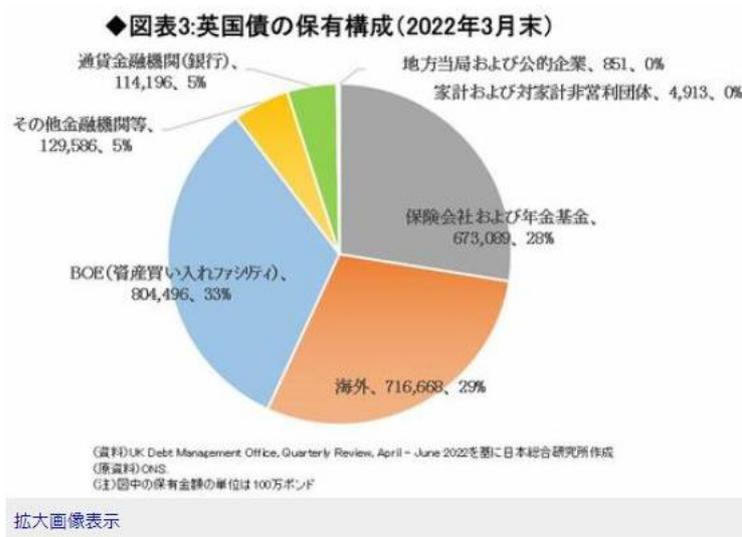
しかしその後も英長期金利の上昇は止まらず（前掲図表2）、BOEは9月28日、10月14日までの2週間半という期間限定で、金額無制限での長期債の買い入れオペレーションによる資金供給に踏み切ることを発表した。

日本国内では当初、これを「BOEは正常化や量的引き締めどころではなくなった」と受け止める向きもあったが、その解釈は正確ではない。

BOEには通貨政策（いわゆる金融政策）を担当するMPCのほかに、金融システムの安定を担う金融政策委員会（FPC）と、金融規制を扱うプルーデンス規制委員会（PRC）という3つの政策委員会がある。

異例の長期債の買い入れオペは、金融政策ではなく、FPCが金融システム安定化の一環として行うものだった。

ギルト債の保有構成を見ると（図表3）、全体の3割弱を、保険会社や年金基金が占めている。



年金基金は近年、LDI（債務主導投資）と呼ばれる投資戦略を取りデリバティブを多用しているが、その取引の担保として差し入れているギルト債の価格が今回、急落したことで、差し入れ担保のいわゆる“値洗い”（時価に応じた担保価格の評価替え）を迫られた。

しかも今回のような短期間で急激な価格急落となると、市場参加者がポジション調整をしたくとも、なかなか相手方が見つからず、“売りが売りを呼び”、長期金利はさらに上昇しかねない展開になりつつあった。

そこでBOEは、金融システムの安定を守るため、そうした市場参加者のポジション調整に応じる相手方となるべく、この長期債の買い入れオペをFPCの政策として発動したのだ。MPCがこれまで資産買い入れファシリティー（APF）上で実施してきた金融政策運営の一環としての量的緩和とは明確に区別された形で実施されたのだ。

実際、その後の2週間半にわたるオペレーションでは、オペ期間中に市場参加者がポジション調整を完了できるように万全を期す措置が取られる一方で、高値での入札は落札させないなど、オペの意図が、長期金利水準が上昇しないように抑えつける“財政ファイナンス”ではないことをBOEはオペに臨む姿勢で明確に示していた。

そして、オペ最終日の10月14日が近づくなかで、市場参加者からの応札額が1日当たりの買い入れ上限には届かない状態が続いたことから、BOEは市場参加者のポジション調整は完了したと判断し、買い入れは当初の予定通り10月14日で打ち切られた。

そして翌週以降の英国の長期金利は、その後の政治情勢の展開もあって低下している（前掲図表2）。

金利急騰は市場の「価格再評価」 価格発見機能を重視するBOE

BOEは今回の英国市場の動揺をどのように受け止めていたのか。キーワードは、9月26日のベイリー総裁の声明にもあった「価格再評価（repricing）」だろう。

トラス政権が打ち出した経済政策は、それまでのジョンソン政権の財政運営からはそれだけ大きな変化があったのだから、そのリスクを価格に織り込むことは、市場の価格発見機能が健全に発揮されていることの裏返しでもある。

ゆえに、BOEとしては当然、市場が再評価をして形成した価格（市場金利水準）を尊重するが、急激な価格変化が市場参加者の取引継続に重大な影響を及ぼす事態を未然に防ぐ目的のオペレーションに限定して実施したということだろう。

MPCのメンバーでもあるピル金融分析局長（チーフ・エコノミスト）も、市場が緊張のピークにあった9月29日に行った講演で、次のように述べている（抄訳は筆者）。

「最近、数日間にわれわれが目にしていてことの大部分は、本当に価格再評価（repricing）だ。例えば、財政政策の中期的な見通しの変化といった新たな情報がリリースされた際、関連する資産—この文脈では国債—の価格は再評価されることが期待される。それは、ファンダメンタルなニュースに対して金融市場が反応していることの健全な兆候だ」

「昨日BOEがアナウンスした介入（長期債の買い入れオペ）は、市場の一部で機能不全を生じさせかねないことが懸念されるポジションや構成の調整を秩序立った形で行うように促すことを意図したものだ」

「（昨日の介入は）長期金利に上限をはめたりコントロールしたり、政府の資金調達条件をより好転させようとするものではない」

また、ピル局長はその前々日の27日には、長期債の買い入れオペの実施の一方で、量的引き締めなどの正常化を続ける理由にも触れ、次のように述べたとも報じられている（9月28日付ロイター通信報道）。

「BOEは機能不全の市場で英国債を売却することはないが、ファンダメンタルズの変化を反映した急激な価格変動は英国債の売却を一次的に停止する理由にはならない」

「現在の市場環境が多くの人々にとって厳しいものであることは理解しているが、ファンダメンタルズを反映した秩序ある価格決定である限り、量的引き締めを継続できる環境であり、続けるべきだ」

中央銀行たるもの、正常化に向けてのこれくらいの断固たる覚悟がなければ、そもそも量的緩和に踏み込む資格などないだろう。日銀の姿勢との差はあまりにも大きい。

11月には資産圧縮で1回目の売却 規律を維持した財政運営続ける

BOEはこうした考え方に立ち、長期債の買い入れオペ実施を発表した9月28日のプレス・リリースで併せて、国債市場の混乱によっても、「年当たり800億ポンド規模での資産縮減」方針が影響を受けることがないことを表明。

そして、実際には、当初、10月3日に予定されていた英国債の初回の売却の入札は約1カ月延ばされたものの、約1カ月遅れで半期の売却額が当初の計画対比で未達となる分は、2023年明け以降の売却額の上積みで対応し、「年当たり800億ポンド規模」というペースは堅持することや、今回の市場の混乱の中心となった超長期債は、当面の売却の対象から外すなどの対応をしながら、11月1日には、ギルト債の第1回売却を実施した。

さらにBOEは11月3日のMPCで、高インフレの抑制のため0.75%の追加利上げを実施したが、こうしたBOEの金融政策運営方針に、英政府の側から横やりが入ることは一切、なかった。

それだけBOEの独立性が国全体として尊重されているということだろう。

そして前掲の図表2から明らかのように、英のギルト債市場がBOEの売却を目下のところは円滑に消化できていることを示している。

YCCで統制された日本国債市場 円安は放漫財政と日銀への“警告”

英国では今後も紆余曲折はそれなりにあるにしても、国債市場の価格形成を尊重するBOEの姿勢の下で、財政運営も規律を維持しながら行われることになるだろう。

かたや日本はどうか。

岸田政権が打ち出した総合経済対策の2022年度一般会計補正予算案の歳出規模は29兆円と、トラス前首相が打ち出した政策の規模を大きく上回る。

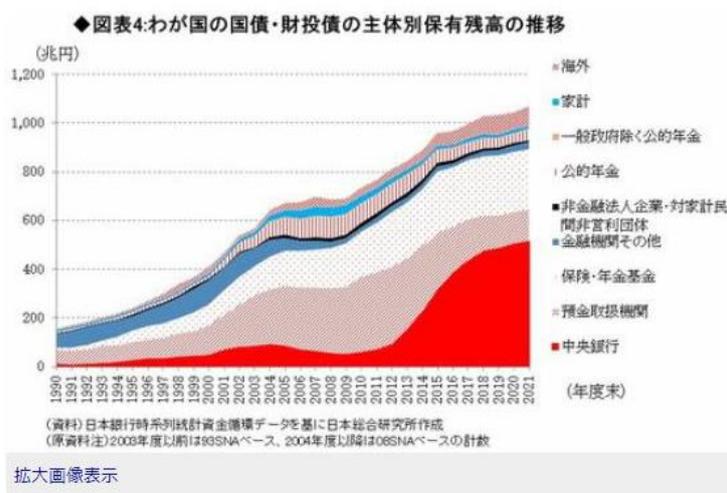
にもかかわらず、日本国債の市場からは目立った反応はない。

もともとの財政事情は日本の方がはるかに英国よりも悪いにもかかわらず、英国のように、市場からの警告によって放漫財政にストップがかかることはおよそない。

日英両国のこの差はどこから来るのか。その答えは中央銀行が市場の価格発見機能をどれほど尊重するか、という両中銀の姿勢の差に尽きる。

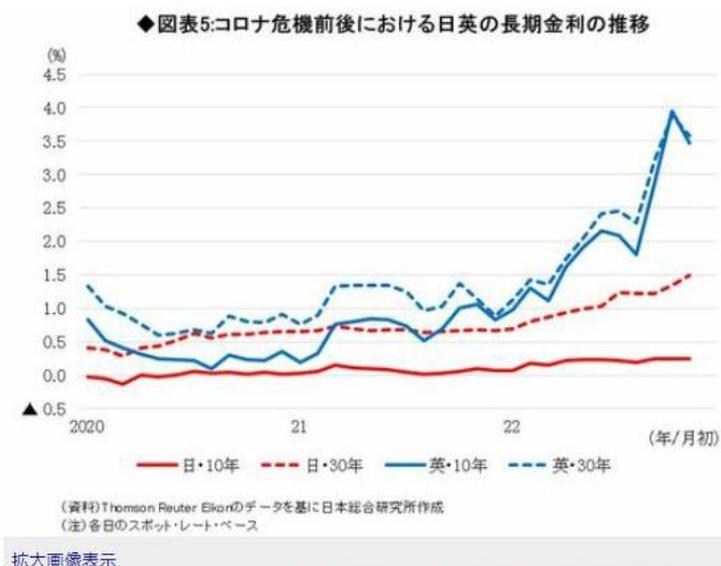
英国ではBOEがコロナ危機下で大規模な量的緩和を実施したとはいえ、それでもギルト債の発行残高に占めるBOEの保有シェアは3割強にとどめていた（前掲図表3）。

これに対して日銀は、国債の発行残高の5割をすでに買い占めるに至っている（図表4）。



コロナ危機下で、BOEも日銀も、ともに大規模な国債の買い入れを実施したが、今日に至るまでの両

国の長期金利の推移は対照的だ（図表5）。



英では長期金利の推移に市場の“動意”が読み取れる一方、日本では日銀のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）政策の下、いわば“ベタなぎ”状態がずっと続いている。市場は反応など見せようがないのだ。

英国ではこうした政策運営の下地があったからこそ、いざというときに、この市場の価格発見機能が健全に、最大限発揮され、財政運営の軌道修正につながった。

そしてBOEもこの市場金利の水準を尊重し、半年前とは打って変わった高金利環境ながら、決してひるむことなく、粛々と量的引き締めを進めている。

長期金利は経済の体温、ともいわれる。市場が決定する金利水準を尊重するからこそ、英国では、日本よりはるかに多い利払い費負担を甘受しつつ、これからも“締まった”財政運営を展開していくのだろう。

BOEもしかりで、利上げや量的引き締めを粛々と進め、中期的には物価安定の回復を図っていくものとみられる。

これに対して日本では、足元で進行している急激な円安こそが、価格発見機能を失って久しい国債市場に代わる、市場からの“最後の警告”に他ならない。

超低金利に甘えた放漫な財政運営と、いつまでたっても正常化の議論すらしようとならない金融政策運営に対する警告なのだ。

市場の警告を政策当局者が真摯に受け止め、財政再建と金融政策の正常化に向けて腹を据えて大きくかじを切ることができない限り、日本の財政運営の命運は、英国とは真逆の方向に転落していかざるを得ない。

私たち国民には遠からず重い負担が急激にのしかかることになるだろう。

(日本総合研究所調査部主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2022年11月17日 5:05 公開から抽出し作成