

世界金融危機とイングランド銀行の量的緩和政策

春井久志

要 旨

「100年に1度の金融危機」とさえ称される今次の金融危機は、サブプライムローン問題に代表される、2007年の米国の住宅バブルの崩壊を契機にした未曾有の金融危機であり、1930年代の「世界大不況」以来の経済危機にまで発展した。2000年代前半は先進諸国の景気が順調に拡大する一方で、インフレーション率は総じて低水準にとどまった。このため、米欧の中央銀行は、それ以前に行なった金融緩和の解除を緩やかに進めたが、長期金利は安定し金融市場のボラティリティー（変動率）も抑えられた。これが「グレートモダレーション（大いなる安定）」と呼ばれた。このような緩和的な金融政策と金融市場の安定性が、世界金融危機の背景になった。

各国金融当局は、2008年9月の「リーマン・ショック」以降の世界金融危機に対して、①金融機関の流動性支援や②不良債権処理・資本増強、③金融機関の国有化などの対応策を講じた。国際金融センター・シティを抱える英国はこの世界金融危機の影響を直接受け、国内金融機関のバランスシートが大きく毀損した。英国政府は、他の欧米諸国と協調して、危機対策に乗り出した。2009年に政府の指示によりイングランド銀行資産買取り基金を設立し、金融機関が抱える民間部門の資産や国債を購入して、信用市場の流動性を改善するために、総額2,000億ポンドの資産を順次購入し、2010年秋現在もその額を維持している。この政策は「量的緩和策」とよばれ、買取り資金はほぼ全額が中央銀行準備の創出によって賄われた。英国の金融システムの安定性は回復されつつあるが、景気後退からの回復基調はいまだ十分ではない。他方、「出口政策」も重要な政策課題である。以下では、英国の量的緩和策の実態やその特徴、およびその効果波及の経路などを実証的に検証する。

目次

- I. はじめに
 - 1. 「グレートモダレーション」と「100年に1度の金融危機」
 - 2. 政府・中央銀行の危機対策としての超低金利政策
- II. 国際的な金融システム安定化への金融当局の対応
 - 1. 各国金融当局の政策対応
- 2. 国際的な規制・監督制度を巡る改革論議
- III. 英国の金融危機対応とイングランド銀行
 - 1. イングランド銀行のバランスシート
 - 2. 量的緩和政策
 - 3. イングランド銀行の『量的緩和解説パンフレット』
- IV. 結びに代えて

I. はじめに

1. 「グレートモダレーション」と「100年に1度の金融危機」

「100年に1度の金融危機」とさえ称される今次の金融危機は、サブプライムローン問題に代表される、2007年の米国の住宅バブルの崩壊を契機にした未曾有の金融危機であり、それこそ1930年代の「世界大不況」以来の経済危機にまで発展した。

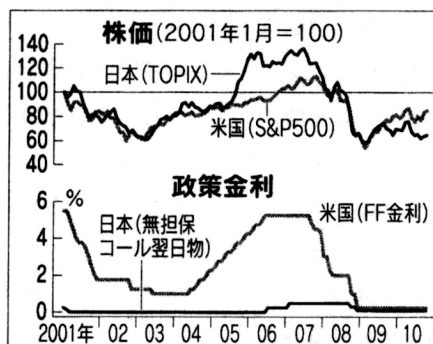
しかしながらこの危機に先行する約10年間は2000年のいわゆる「ITバブル」の崩壊とその後の景気後退からの米国経済の回復過程であった。このITバブル崩壊により、情報通信技術(ITC)関連企業の株式上場が多い米国NASDAQ市場が大暴落した。その影響で米国GDPは3四半期連続してマイナス成長を記録した。これに伴う失業率の増加、財政赤字の拡大により米国経済は景気停滞に陥った。これに対して、米国政府は大規模な所得税減税を実施し、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会(FRB)は2000年末から段階的に政策金利を引き下げる金融緩和政策を実施した(図表1参

照)。

その中で2001年9月11日に米国で同時多発テロ事件が発生し、多くの金融機関を擁していたワールドトレードセンターが攻撃され、超高層ビルは瓦解した。金融・証券などの業務の遂行が支障をきたすことが危惧されたため、ニューヨーク証券取引所は太平洋戦争以来という「市場閉鎖」を行なった。この事件発生までに、すでに7回の政策金利引下げを実施していたが、この事件後の9月17日にFRBは金利引下げを行い、同年末までにさらに4回の利下げを実施して、本格的な金融緩和政策への転換を鮮明に公表した。この結果、FRBは2001年初めの6.5パーセントから12月の1.75パーセントまで政策金利を引き下げた。これは米国金融史上最も低い金利水準となった。しかし最終的には、2004年5月まで1パーセントという低金利政策が継続されることになった。

2000年代前半は先進諸国の景気が順調に拡大する一方で、インフレーション率は総じて低水準にとどまった。このため、米欧の中央銀行は、それ以前に行なった金融緩和の解除を緩やかに進めたが、長期金利は安定し金融市場のボラティリティー(変動率)も抑えられた。これが「グレートモダレーション(大いなる安定)」

図表1 日米の株価と政策金利



〔出所〕『日本経済新聞』，2010年10月25日付け。

と呼ばれた。このような緩和的な金融政策と金融市場の安定性が世界中でリスク・アベタイトを増大させて投資家や金融機関のリスクテイクを促したことが、世界金融危機の一因になったことは否定できない事実であろう。しかしながら金融危機以前は、物価水準が安定している限り緩和的な金融政策を継続するというのが中央銀行家や投資家などの一般的な認識であった。危機を経た現在では、中央銀行が物価安定だけを目標とすることで十分なのか、それとも金融システムの安定にも目配りするべきではないか、という議論が広く指摘されるようになった。

しかしながらこのような考え方は決して目新しいものではない。1997年に労働党政権が誕生したことを契機にして、英国の中央銀行であるイングランド銀行から銀行監督業務を分離し、金融サービスや金融機関を一元的に規制・監督する金融当局として金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) が設立された。また1998年には欧州中央銀行が設立され、その唯一の政策目的として物価安定に専念することが明確にされた。しかしながら、これ

以前には、中央銀行が銀行の行動や流動性、貸出状況などを注視することから得られる情報や知見を重視して金融市場の健全性を常時監視するべきである、とする意見が有力であった。1980年代以降の金融の自由化・国際化の進展により金融システムにおける銀行のプレゼンスが低下する一方、金融市場に多様な投資家が参加するようになった。金融取引は複雑化し、かつグローバル化した。また金融機関相互の連携や関係の複雑化が急進展し、いわゆる国際金融ネットワークにおけるインターコネクティドネス (緊密化) が拡大した¹⁾。金融市場や金融機関に対する規制・監督システムは新しい対応を迫られる事態が生じていった。

他方で、2000年代前半における史上稀に見る低金利政策はITバブル崩壊後の当初は正当化されていたものの、その後不動産価格、住宅価格、債券価格などが上昇して「資産バブル」が顕在化すると、ITバブル崩壊後の行き過ぎた低金利政策が資産バブルの温床となったとの批判にさらされるようになった。米国では2004年6月30日に開催された連邦公開市場委員会 (FOMC) は政策金利の引上げに転じ、さらに

住宅価格の上昇率が停滞し始めた2006年ごろからサブプライムローンの借り手の破綻が話題に登り始めた。しかし2004年-2006年にかけて米国では住宅ブームが続き、金利水準が低い間に低利の2段階変額金利の住宅ローン²⁾によって募集された不動産担保ローン (Asset-backed Securities: ABS) が大量に組成された。また、住宅価格の上昇による担保価値の上昇分を担保にしてさらにクレジットローンを提供するサービスなども登場し、数多くの住宅ローン利用者が住宅価格上昇の恩恵に浴した。また、この種の住宅ローンの個別債権は不動産担保証券 (Mortgage-backed Securities: MBS) などに商品化され、高利回りの金融商品として世界中の投資家・金融機関に販売された。一方では、この種の MBS 商品の販売には、格付け機関が信用力の調査情報を提供し、他方で、貸し倒れに対する保証としてクレジット・デリバティブ (債務担保証券: すなわち, CDO) やクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) などの金融派生商品が多数利用された。

この住宅ローンは借り換え時期の4年目以降に、住宅ローン金利が上昇する商品設計となっていたため、当初からこの種の金融派生商品の危険性が指摘されていた。しかしながら、住宅価格が上昇傾向を示す住宅価格ブームの局面ではその警鐘は十分に国民に広く理解されるには至らなかった。そしてついに住宅ブームが3年目に差し掛かった2006年1月ごろから、ようやく不動産担保証券の貸し倒れリスクが注目され始めた。

米国では2006年ごろまで住宅価格の上昇傾向が持続していたが、2006年に入り漸くその伸び率が急速に鈍化し始めた。この伸び率鈍化の影響が、信用力が低い借り手のための住宅ローン

商品であるサブプライムローンに及んだ。サブプライムローンの借り手の一部は、住宅価格の継続的な上昇を見込んだ甘い返済計画を立てていた。そのため、住宅価格が下落し始めると、その影響を受け支払い延滞率が急激に増大し始めた。借り手=債務者の利払いの延滞が顕著になってくると、サブプライムローンの直接の貸し手である住宅金融専門会社に対する金融機関の融資態度が慎重になり、住宅金融専門会社の中には、資金繰りが悪化したために経営破綻する事例が出始めた。その上、サブプライムローンは貸し手のリスクを分散化するために分割・証券化されて、世界中の金融機関の組成した数多くの金融商品に組み入れられていた。この結果、この種の金融商品そのものに対する信用リスクが連鎖的に世界中に拡大することになった。このような経緯の中で2008年春に投資銀行の一角であるベアスターンズの経営危機が明らかになると、メディアにより金融危機が本格的に世界中に報道され始めた。同年9月には、米国政府の支援機構 (GSE) であるフレディ・マックとファニー・メイの2社が実質的な破綻状態に陥り、さらに投資銀行のリーマン・ブラザーズの経営破綻が生じた。この「リーマン・ショック」により、世界中で信用収縮 (credit crunch) が爆発的に発生し、世界金融危機へと発展した。

2. 政府・中央銀行の危機対策としての超低金利政策

2008年9月15日にリーマン・ブラザーズが連邦倒産法の適用を申請し、倒産したことにより米国の金融システム自体が混乱に陥り、これに対処するために米国政府・中央銀行 (FRB) は緊急経済安定化法案を議会に提出した。しか

し米国下院はこの法案を否決し、ニューヨーク証券取引所のダウ平均株価は史上最大の下落幅を記録した。その1週間後の10月3日に、7,000億ドル（約70兆円）にのぼる公的資金を注入する同法案は一部の修正を加えて可決・成立した。このことにより、1930年代の「世界大不況」の再来という事態は一応回避することができた。しかしその後、世界の主要な株式市場で大幅な株価の下落が続き、世界的な金融危機の連鎖反応が生じた。ロシアやインドネシアなど新興国の株式市場が閉鎖に追い込まれるなど、深刻な事態が発生した。

この世界的な金融危機の連鎖に対して、10月には欧米の中央銀行が協調利下げに踏み切り、さらに当時の米国財務長官ポールソンが記者会見で主要金融機関への資本注入を示唆したものの、株価下落の流れを変えることはできなかった。

これと平行して世界の基軸通貨、米ドルに対する信認が揺らぎ、米国に一極集中的に流入していた国際的な資本移動にも変調をきたした。リーマン・ショックの直後に民間ドル資金の貸出が極端に不足し、国際決済通貨でもある米ドルが枯渇した。それを受けて、2008年9月18日には、日米欧の主要中央銀行の6行が「通貨スワップ協定」を緊急に結び、大量のドルを金融機関に供給せざるを得なくなった。

上述の欧米の主要中央銀行が同年10月8日に0.5パーセント幅の政策金利の一斉利下げを実施した。この利下げにより米国の連邦準備制度理事会（FRB）はFFレートを1.5パーセントに、欧州中央銀行（ECB）は3.75パーセントに、イングランド銀行（BoE）は4.5パーセントにそれぞれ政策金利を引き下げた。すでに0.5パーセントの低水準にまで低下していた日

本銀行（BoJ）は金利を据え置いた。それにもかかわらず世界金融危機が世界経済の実体面にまで悪影響を及ぼすに至った。景気の二番底リスクを恐れた各国政府・中央銀行はその後も政策金利を引き下げ続けざるを得なくなった。その後FRBは2008年12月に政策金利を0-0.25パーセント（事実上の「ゼロ金利」水準）に、ECBは2009年1月には2パーセントに引き下げたが、同年5月には1パーセントにまで段階的に引き下げた。一方、BoEも段階的に政策金利を引き下げ続け、2009年3月にはついに0.5パーセントに、そしてBoJもついに政策金利を0.1パーセント（「ゼロ金利」は辛うじて回避）まで引き下げた。つまり世界の主要な中央銀行は世界金融危機対策として、超低金利政策を協調して採用するに至った。

II. 国際的な金融システム安定化への金融当局の対応

1. 各国金融当局の政策対応

各国金融当局（政府および中央銀行等）が、2008年9月の「リーマン・ショック」以降に生じた国際金融市場における緊張の高まりや金融システム不安の増幅に対応して講じた措置は、大きく4つに整理することができる。すなわち、①金融機関の流動性・資金調達面での対応、②不良資産処理および資本増強面での対応、③金融機関の一時国有化や政府管理、④金融のグローバル化の進展と各国の施策の影響の波及への対応、である。

①金融機関の流動性・資金調達面での対応：
いうまでもなく、金融機関における流動性不

足 (Illiquidity) の問題と資本不足あるいは支払い能力不足 (Insolvency) の問題とをリアルタイムで識別することは難しい。しかし各国金融当局が金融システム安定化のために講じた措置を敢えて大別して見ると、金融機関の流動性不安や資金調達難に焦点を当てた措置と金融機関の不良資産処理、およびそれに伴い必要となる資本増強に焦点を当てた措置とに分けることができる。まず、流動性・資金調達面では、当初、中央銀行が積極的に流動性を金融機関に供給したが、金融機関の資金調達環境の厳しさが継続する中で、各国政府は金融機関の市場性資金調達に対する「政府保証」や「預金保険制度の拡充」といった措置を採用した。他方、不良資産処理や資本増強の面では、各国政府が、公的資本注入や不良資産に関する損失金額を確定するための資産買取りなどの措置を採用している。

前者に関する具体的例としては、カウンターパーティ・リスクが強く意識され、「市場流動性」が逼迫する状況の下で、担保範囲や供給通貨、期間、供給対象先金融機関等を拡大した。このうち供給対象先金融機関の拡大について、米国では連邦準備制度 (FRB) が投資銀行 (証券会社) や保険会社等の非預金取扱金融機関への「緊急融資」を実施したほか、MMF 等への流動性供給を実施した³⁾。さらに、欧米諸国を中心に、金融機関の流動性不安や資金調達難への対応として、金融機関の市場性資金調達に対する政府保証の付与や預金保険制度の拡充が実施された。より具体的には、金融機関債の発行を中心とする市場資金調達環境の安定化が図られた。また、金融システムに対する預金者等の不安が増大し、「銀行取付け」等の收拾不可能な混乱に陥るおそれを回避し、預金による

安定的な資金調達を確保するために、多くの国で、預金保険制度における預金保護上限額の引上げや、特に個人預金を中心とした「全額保護」等の措置が講じられた。

②不良資産処理および資本増強面での対応：

上記の流動性・資金調達での政府の対応は「システミック・リスク」の顕在化を防ぎ、金融市場の安定を確保するために必要不可欠な手段と考えられる。しかし金融システム問題を根本的に解決するためには、金融機関が直面する不良資産にかかわる損失金額を確定し、その措置に加えて金融機関が不足する資本を調達・増強する措置も必要となる。このため、各国政府は公的資本注入措置や損失金額の上限を確定するための「不良資産の買取り」や不良資産に関する「損失保証」といった措置を導入した。公的資本注入の形態は各国の事情により異なっていた。たとえば、健全行を含めて一斉かつ予防的に注入を行なうケースがある一方、多額の損失を抱え自己資本が大きく毀損した金融機関の救済を主目的に実施されるケースもあった。

また、公的資本注入に当たっての出資形態 (優先株・劣後債) や商品性 (議決権・配当率の設定、普通株への転換の有無など)、付帯条件 (役員報酬の制限、普通株の配当制限、貸出の維持・増額へのコミットメントなど) についても様々な対応が採られた⁴⁾。

さらに金融と実体経済との間に「負の相乗作用」が働く状況では、いったん公的資本注入を受けた後も、不良資産に関する損失金額がさらに拡大する懸念が払拭されず、市場における信認や金融仲介機能の回復がはかられない事態も生じた。そうした事態に対応するために、米欧諸国では損失金額の上限を確定するための措置

として、政府による不良資産の買取りや不良資産に関する損失保証等が実施された。これらの措置はいずれも、保有資産に関する不確実性を除去して金融機関の財務の健全性に対する懸念を払拭する効果を狙いとしている。今回の金融危機対策として、後者の措置が公的資本注入よりも遅れて実施された背景として、対象となりうる資産の多くがモーゲージ関連等の複雑な「証券化商品」などであるため、市場機能が著しく低下している中で、売却価格や保証水準の設定が容易でない点が指摘されている。

③金融機関の一時国有化や政府管理：

今次の金融危機対策として、金融機関を一時的に公的所有の下に置いたり、政府の管理下に置いたりする措置が採用され、政府が金融機関経営への関与を強めるケースも見られた。具体的には、金融機関の自己資本基盤の強化に主眼を置く公的資本注入（典型例として、議決権を伴わない優先株による注入）のみならず、政府が支配的な議決権を取得して、旧経営陣を退任させ、新経営陣を選任するなど政府が金融機関経営への関与を強める事例も見られた。このような金融機関の一時国有化・政府管理措置の目的としては、各国においてシステミック・リスクが懸念される主要な金融機関に関して、債券・インターバンク取引・デリバティブ取引等を含むすべての債務の円滑な履行を確保しつつ、金融仲介機能を維持することなどが挙げられる。これらの措置では、各国の法制度や個別の事例に応じて、既存株主の取扱（株主権・配当の制限にとどまるケースから、特別法に基づいて政府が株式を強制取得するケースまで存在）や、旧経営陣の経営責任（報酬返還、更迭）等について差異が見られる。

④金融のグローバル化の進展と各国の施策への影響：

今次の金融危機では、国境を越えて活動する金融機関が増加し、金融業態・金融商品間の垣根が低下しているもとの、一国における政策対応が、他国の金融機関や他の金融商品・サービスに影響を及ぼす事象が見られた。具体的には、金融機関の市場性資金調達に対する政府保証に関しては、各国における当該制度の導入の有無や導入した場合における対象債務の範囲の相違が、各国金融機関の資金調達にかかわる競争条件に影響を及ぼしていることなどが指摘されている。

また、預金保険制度の面でも、各国における預金の保護範囲の相違や同じ国内での他の金融商品・サービスとの保護内容の相違が、相対的に保護の厚い国への資金移動や、他の金融商品・サービスから預金への資金移動を招来した事例も見られた。なお、こうした点を踏まえて、EUではその域内における制度の統一の促進に向けて、たとえば、EU加盟国での銀行救済に関する共通ルールとして、公的資本注入時の条件等を明確化しているほか、不良資産処理（資産買取りや損失保証等）にかかわる共通指針を策定している⁵⁾。

2. 国際的な規制・監督制度を巡る改革論議

上述のような各国の金融当局による金融危機への対応と並行して、国際的な規制・監督制度の見直しを巡る論議も種々の国際会議体で精力的に続けられている。これらの論議では、金融機関自身によるリスク評価・管理の高度化、金融市場における透明性の向上に向けた取り組みをいかに誘導・促進するのかといった視点のみ

ならず、自己資本比率規制によって銀行行動が実体経済の振幅を拡大する方向に作用していないか、との視点からの検討も続けられている。

7カ国首脳会議(G7)では、2008年10月10日に5項目の行動計画を発表し、このなかで、金融商品・サービスの適正な評価と透明性の確保に向けてあらゆる政策手段を活用することが表明された。またG7諸国やG20加盟国では、同年11月15日に首脳会合を開催し、金融市場改革のための「共通原則」⁶⁾に基づき、2009年3月31日を期限とする優先度の高い措置と、中期的な措置について、行動計画を取り纏めることとなった。この行動計画では、①規制政策が景気循環を増幅する効果(「プロシクリカリティ」)の緩和、②金融市場混乱時における「国際会計基準の見直し」、③クレジット・デリバティブ市場の透明性の強化とシステムリスクの軽減、などについて対応策を取り纏める予定となっている。これらを受けて、金融安定化フォーラム(現在の金融安定化理事会)やバーゼル銀行監督委員会(以下、バーゼル委員会)では、精力的な作業が続けられている。

バーゼル委員会では、2009年1月に新しい自己資本比率規制、いわゆる「バーゼルⅡ」における3つの柱の強化に向けた市中協議文書(Consultation Paper)を公表した。この中で、第1の柱(最低所要自己資本比率)については、今次金融危機によって明らかになった脆弱性に照らした見直しが提案されている。具体的には、トレーディング勘定における所要自己資本比率の見直しを含む市場リスク規制の強化や再証券化商品のリスクウェイトの引上げ、などが検討されている。また、第2の柱(金融機関の自己管理と監督上の検証)をめぐることは、資本の十分性を検証する狙いから、銀行グループ

全体のリスク管理に関する事情について、バーゼルⅡの規定を補完する追加的なガイダンスが検討されているほか、「ストレステスト」についても公表されたガイダンスに沿った実務の改善を促している。さらに、第3の柱(情報開示を通じた市場規律)については、第1の柱での所要自己資本の算出に関係しない事項を含め、情報開示の大幅な強化が検討されている。具体的には、オフバランスシート・ビークルのスポンサーに関する情報、トレーディング勘定における証券化商品や証券化途上にある証券化商品へのエクスポージャーに関する情報、証券化商品の価値評価に関する情報を一段と拡充することが検討されている。

以上の3本の柱の見直しに加えて、バーゼル委員会やその他の国際的な会議体では、銀行行動のプロシクリカリティを軽減できるような方針の検討が行なわれているほか、自己資本比率をリスクベース以外の簡便な金融・経済指標によって補完する必要性を巡っても検討が続けられている⁷⁾。

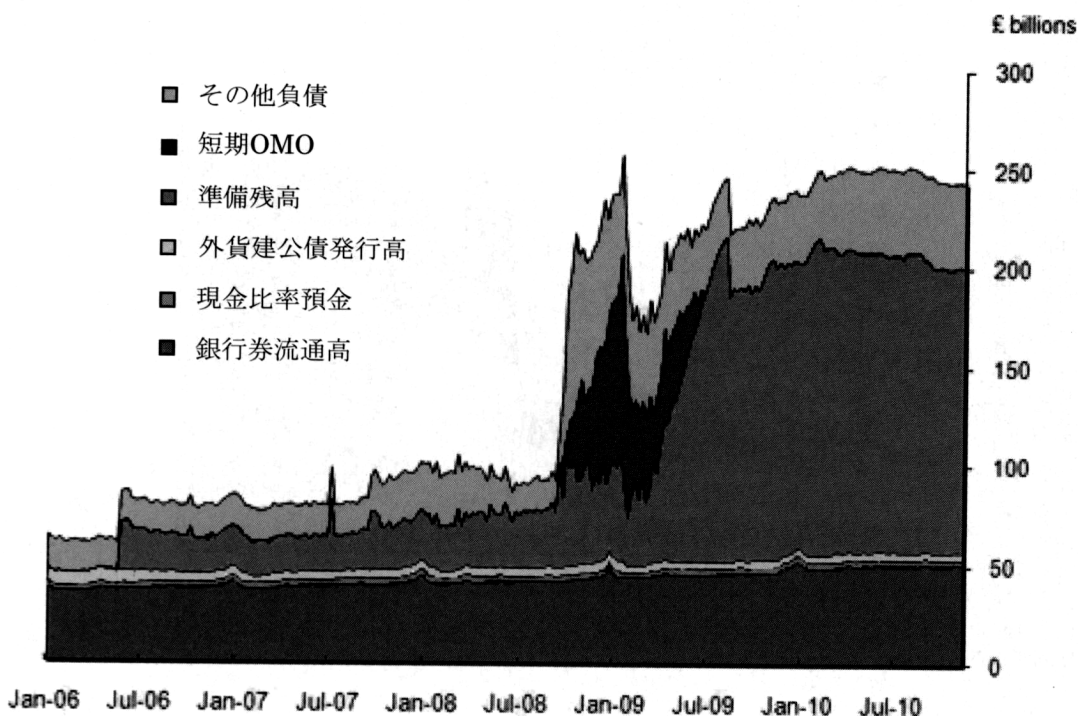
Ⅲ. 英国の金融危機対応とイングランド銀行

1. イングランド銀行のバランスシート

イングランド銀行は中央銀行政策を遂行する目的でそのバランスシートを利用する。そのバランスシートは、2007年以降、特に2008年以降はいっそう拡大したが、それはイングランド銀行が採用した非伝統的な政策手段を反映していた。

イングランド銀行の負債のうち、イングランド銀行券は日々の経済取引に使用されている。

図表2-1 Bank of England consolidated balance sheet: liabilities^(a)



(注) (a) Excludes loans and associated deposits in course of settlement

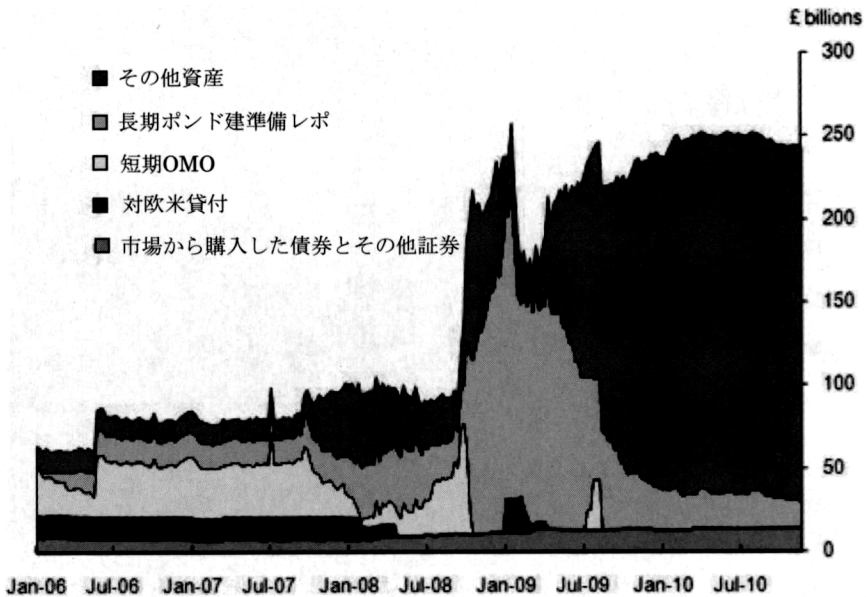
イングランド銀行券は、その需要に応じて供給されている。この需要は休日の前後などの時期に変動することがあるが、そのトレンド（一般的な傾向）は、図表2-1が示すように、恒常的な増加である。

1844年のピール銀行法の制定以来、イングランド銀行券とその発行準備となる資産はイングランド銀行の2つの部局のうちの一つである発行部で保有されている。イングランド銀行が発行部と銀行部とに分割されていることは、イングランド銀行の銀行業務が金融市場、ひいては実体経済に与える作用にはなんら影響を及ぼすものではない。そのため、2つの部局のバランスシートを結合した「連結バランスシート」を図表2-1や図表2-2のように示すことができ

る。しかしながら資産と負債の2つの部局への配分はリスクの分布状態やイングランド銀行の財務に影響を及ぼす。大蔵省は発行部で生じた剰余金を受け取り、損失を補填する。その他の銀行業務から生じるリスクを補填するために、イングランド銀行は銀行部に資本金を保有している。

イングランド銀行は、その金融政策委員会が下した決定に従って金融政策を遂行するためにポンド建て金融市場で金融調節を行い、銀行システムに対して流動性供給を実施する。イングランド銀行の負債の一つが「銀行準備残高」、すなわち商業銀行が中央銀行に保有する当座預金残高である。イングランド銀行券と同じように、この銀行準備残高は「中央銀行貨幣」を構

図表2-2 Bank of England consolidated balance sheet: assets^(a)



(注) 図表2-1と同様。

〔出所〕 BoE, *Quantitative Easing Explained*.

成している。イングランド銀行はこの準備残高に対して「公定歩合 (Bank Rate)」の水準の利息を支払う。これは、金融政策を実行する上で主要な部分を構成している。この準備残高を使って商業銀行は支払を実行することができ、商業銀行が保有するきわめて質の高い（優良な）流動資産を構成している。2006年5月以降、商業銀行は自らが保有する準備残高の目標額を自主的に選択することになった⁸⁾。2007年および2008年には、商業銀行はそれぞれの準備残高の目標を引き上げた。2009年3月以降の更なる急激な準備残高の増加は、金融政策委員会の「量的緩和」政策の下で実施された資産購入がこの準備残高を増大させることによって賄われたという事実を反映している。この期間中、商業銀行は個々の準備残高の目標を設定することを要請されてない。

イングランド銀行がポンド建て金融市場で取引を行うと準備残高の総額に影響を与えることになる。この準備残高総額をイングランド銀行が望ましいと考える目標金額へ誘導するために、同行は公開市場操作を積極的に活用する。この公開市場操作を用いて、イングランド銀行はそのカウンターパーティー（主として銀行などの取引相手）に対して、期限が1日から12ヵ月までの満期の範囲の有担保で資金を貸し付けることがある。一方、ポンド建て証券を買い切ることにより長期の資金を供給することもある。このような目的のために購入される証券は、上記図表2-2の連結バランスシートの資産の1つとして「市場から購入された証券」の中に含まれている。他方、イングランド銀行がこの準備残高総額を減少させる必要がある場合には、同行はそのカウンターパーティーから期

限が1日から7日までの満期で資金を借り入れる。

2007年以降、イングランド銀行は銀行システムに追加的に流動性を供給するための3カ月の貸付けオペレーションを平行して実施するようになった。この追加的なオペレーションは、商業銀行が民間の金融市場で取引が困難になった資産を含め、従来よりも幅広い範囲の担保を対象にした借り入れを許容するようにしたからである。

2. 量的緩和政策

2009年1月、大蔵大臣の付託により、イングランド銀行は子会社、イングランド銀行資産買取りファシリティ基金 (Bank of England Asset Purchase Facility Fund: BEAPFF) を設立した。その当初の目的は、民間部門の優良な資産を購入することによって企業の資金調達のための信用市場の流動性を改善することであった。2009年3月にこの付託は拡大されて、イングランド銀行の金融政策がその目的を遂行するために資産買取りファシリティを利用して (現在は「金縁証券」に含まれている) 資産を購入することを金融政策委員会に許容した。

基金の勘定は、イングランド銀行の勘定と連結されていない。しかしながら、基金はイングランド銀行からの貸付で資金調達しており、この貸付は上掲の図表2-2のバランスシートの資産側に「その他資産」として含まれている。この基金の勘定が、2009年3月以降の「その他資産」の増加額の大半を占めている。同基金に対するイングランド銀行の貸付は、その当初、政府の公的債務管理庁がイングランド銀行に預託している預金によって資金調達された。しかしながら、前述のとおり、2009年3月からはイ

ングランド銀行の同基金への貸付はイングランド銀行のバランスシート上の銀行準備残高 (負債項目) の増加によって資金調達されるようになった。同基金の取引は、イングランド銀行の取引とは区別して、別途報告されている。なお、同基金の購入資産の大半は金縁証券、すなわち英国国債である。

2008年4月に導入された「特別流動性スキーム (Special Liquidity Scheme)」は、商業銀行および住宅金融組合が優良な不動産担保証券やその他証券を英国大蔵省証券 (Treasury Bills) と、最長3カ年に限り、交換 (スワップ取引) することを許容して、銀行システムの流動性ポジションを改善することを目的としていた。これらのスワップ取引は在庫として保有している証券の貸借取引である「オフバランスシート取引」として、イングランド銀行のバランスシートには計上されていない (図表3)。

イングランド銀行は、英国政府および外国の中央銀行に対しても、ポンド建ておよび外国通貨建ての銀行サービスを提供している。これらの銀行サービスの一部として提供された勘定は、上記の図表2-1の「その他負債」の項目の中に計上されている。イングランド銀行はまた、金融サービス補償機構や英国政府にも貸付を行い、同機構から預金者への預金の払い戻しを迅速に行うことができるようにとの便宜を図っている。

イングランド銀行の政策遂行業務は、英国に所在する商業銀行がイングランド銀行に預託している非付利の「現金比率預金 (Cash Ratio Deposit)」によって賄われている。

主要国の中央銀行の主要な資産の概要を図表4で見よう。米国のFRBが総資産の47パーセントをサブプライムローン関連の資産担保証

図表3 BoE (銀行部) Balance Sheet 2003-2010 (各年 Feb. 28のデータ)

£m	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
貸出 (銀行 他)	6,747	5,891	12,904	14,506	31,552	62,855	136,829	12,510
金融資産	-	-	-	5,663	3,298	3,742	3,334	4,685
その他貸出	-	-	5	6	5	4	815	199,935
売却証券	-	-	-	3,705	3,755	3,852	3,937	4,390
① 総資産	16,824	15,513	22,269	24,753	39,363	72,001	147,928	223,104 [224,167 2010.11.10]
MM 商品					-	-	42,212	
CB 預金	5,104	4,684	9,817	11,380	11,519	18,594		
銀行準備残高	2,578	2,059	2,343	3,208	20,778	24,872	42,186	169,926
その他預金	1,297	1,027	1,290	1,081	1,083	21,297	31,638	32,333
金融負債	5,859	5,739	-	6,512	3,328	3,377		
② 総負債	15,318	13,953	20,878	23,021	37,503	39,708	144,607	218,883
資本金	15	15	15	15	15	15	15	15
留保利益	1,357	1,387	1,213	1,305	1,417	1,821	2,748	3,621
その他準備	134	158	163	412	428	457	558	588
③ 総資本	1,506	1,560	1,391	1,732	1,860	2,293	3,221	4,224
④ 合計	16,824	15,513	22,269	24,753	39,363	72,001	147,928	223,105
①=②+③=④								

[出所] BoE, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 各号。

券、国債を35パーセント、エージェンシー債を7パーセントそれぞれ保有している。これに対して日本のBoJは総資産の大半の63パーセントを国債で保有し、資産供給(貸出金)も30パーセントを占めている。欧州連合のECBは総資産の28パーセントが資産供給(貸出金)であり、民間証券の保有も16パーセントと高い。これに比較して、英国のBoEは総資産の圧倒的部分をその他資産(87%)で保有しており、資産供給(貸出金)はわずか7パーセントにとどまっている。ただしBoEのその他資産のほぼ全額がイングランド銀行の子会社(BEAPFF)

への英国国債の買取り資金の貸付である。

次に主要国の中央銀行の主要な資産規模を対名目GDP比で比較しよう。2010年10月時点におけるイングランド銀行の資産規模は図表4からも明らかのように、約32.5兆円で日本銀行(約121兆円)の約4分の1、FRB(187兆円)の約6分の1であり、金額としてはそれほど大きくはない。しかしながらイングランド銀行の資産規模の対名目GDP比で見れば、BoEは15パーセントを超え、FRBにほぼ匹敵する。但し、イングランド銀行の場合は、子会社への貸出金、約2,000億ポンド(約26兆円)がオフバ

図表4 主要中央銀行の主要資産 (2010年9月末, 兆円)

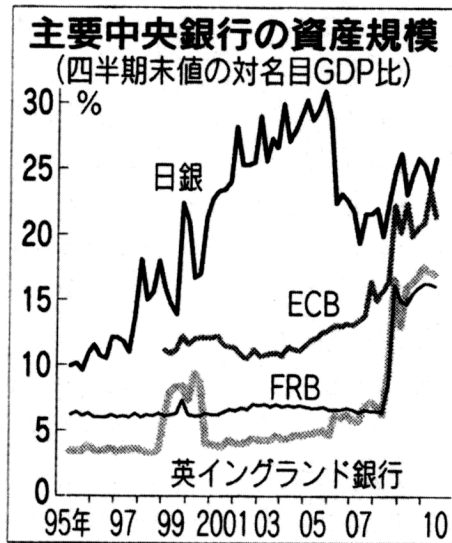
	BoJ (日本)	FRB (米国)	ECB (欧州連合)	BoE (英国)
総資産	121.1	187.0	213.6	32.5
資産供給 (貸出金)	36.1	-	58.8	2.2
有価証券	国債 76.7	国債 65.9	国債 4.0	国債 1.9
	株式 1.5	エージェンシー債 12.5	民間証券 49.4	その他資産 28.4
		ABS 87.6		

(注) 1: 米欧は2010年11月15日、英は11月10日の為替レートで換算

2: 英の資産は2010年11月10日現在

[出所] 『日本経済新聞』, 2010年10月16日付け, BoE (2009) *Quarterly Bulletin* より作成。

図表5 主要中央銀行の資産規模 (対 GDP 比, %)



[出所] 『日本経済新聞』, 2010年10月16日付け。

ランス化されていることに留意する必要がある。

3. イングランド銀行の『量的緩和解説パンフレット』

① イングランド銀行による「量的緩和政策」の解説

イングランド銀行はそのホームページ上に

『量的緩和解説パンフレット』をアップロードしている。以下、そのパンフレットの解説を参考にして、量的緩和政策を考察しよう。

2009年3月にイングランド銀行は、政策金利である公定歩合 (Bank Rate) を1694年の創設以来の史上最低水準の0.5パーセントに引き下げるとともに、英国政府がイングランド銀行に付与している政策目的である「インフレーション目標水準」を達成するために経済一般に広くかつ直接に資金を注入する新しい政策の枠組みを公表した。これはイングランド銀行の金融政策手段が資金の価格である金利、すなわち公定歩合から資金の供給量へとシフトしたことを意味する。しかしながら、英国政府がイングランド銀行に対して付与したマンドートの消費者物価のインフレ率2パーセントを達成する「インフレーション目標」という金融政策の目標は変更されていない点に留意する必要がある。資金の数量を直接的に左右することは、基本的には、同じ目的を異なった手段で達成しようとすることに他ならない。

イングランド銀行による公定歩合の大幅な引き下げは英国経済への大きな刺激策を意味した。しかし公定歩合がゼロに近づくに連れて、更なる公定歩合の引き下げが市場金利や需要、インフレーションに与える刺激作用は徐々にその効果が小さくなる傾向が生じる。しかも金利自体はゼロ以下に低下することはありえない (非負制約)。従って、広く経済一般の需要を支えるためには、イングランド銀行の金融政策委員会は更なる刺激策を追加的に実施する必要に迫られる。もし総支出が不十分のまま減少すると、インフレーションはその目標水準以下にまで低下するおそれがある。

そこで金融政策委員会は、国債や社債などの

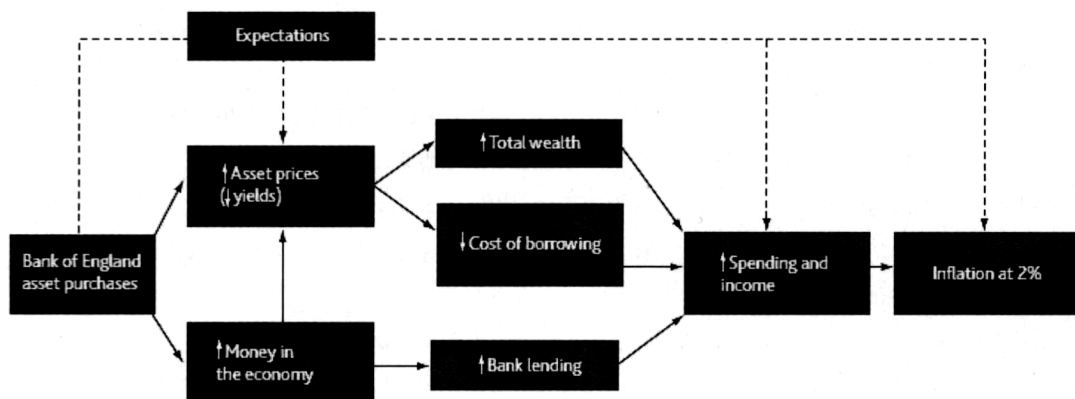
資産を購入する政策、しばしば「量的緩和策」と呼ばれる政策によって貨幣供給を増大させようとした。経済に流通する貨幣量を増加させるために公定歩合を引き下げる代わりに、イングランド銀行は追加的な貨幣を直接的に経済に供給した。この政策はイングランド銀行券を増刷することを伴うことはなかった。イングランド銀行券の増発に代えて、イングランド銀行は電子的に貨幣を創出することによって上記の資産を購入し、イングランド銀行へ資産を売却した取引相手の企業の銀行勘定に貸し方記帳する方法を採用した。このようにして追加的に供給された貨幣は経済における支出を増加させる役割を果たし、将来のインフレーションをその政策目標に引き戻す作用を果たす。

② 資産買取りファシリティの効果波及経路
金融政策委員会は毎月の会合で、インフレーション目標を達成するのに必要と判断される資産の買取り額を投票によって決定する。同委員会は、公定歩合の適正水準についても、これまでどおり、投票によって決定している。

資産の買取りは広く経済一般に流通する貨幣の供給量を増加させることによって、総支出を増大させることを目的としている。たとえば、もし年金基金や生命保険会社等がその保有資産をイングランド銀行に売却すれば、経済に流通する貨幣量は増加する。資産をイングランド銀行に売却した売り手は、新しく入手した貨幣を財・サービスの購入に支出することができるし、そのことが総支出を直接的に増加させることになる。また、その貨幣をその他の資産の購入にあてることもできる。この場合には、より広範な種類の資産の価格を増加させる傾向が生じ、総支出を間接的に増大させることになる。

図表6 資産買取りファシリティの効果波及経路

Stylised transmission mechanism for asset purchases



〔出所〕 BoE [2009] *Inflation Report*, May, p.17.

資産買取りファシリティによる資産購入は、資産を売却した民間部門の投資家に信頼を提供し、流動性に関する不安を和らげ、投資活動を活発化させる。この作用により、企業が資本市場から直接に資金調達することを容易にする。新しい資金供給の可能性は企業の新規投資意欲を刺激し、そのことがさらに総支出を増加させる作用をもたらす。

以下では、図表6を参照しながら、英国経済に及ぼす資産買取りファシリティ (APF) の効果波及経路をもう少し詳細に考察しよう。

(1)中央銀行準備による資産購入は資産価格を引き上げ、その利回りを引き下げる。この作用が資産総額を増大させ、企業や家計の借入れコストを低下させる。この3つの作用はともに両経済主体の支出を増大させる。

(2)イングランド銀行の資産購入はいくつかの作用経路を経て、資産価格を引き上げ、その利回りを引き下げる。たとえば、第1に、投資家が金融市場に資産を売却すれば、投資家の貨幣(流動資産)保有額が増加する。その保有額が

投資家が望ましいと考える水準を超過する場合には、彼はその他の資産を購入して彼のポートフォリオをリバランスさせる。さらに、イングランド銀行の資産購入が国債や社債の利回りをその他の資産に比べてより低い水準へ低下させる場合には、その低下の程度に応じて、投資家と家計は利回りのより高い資産へと投資対象を乗り換える。この資産の乗り換えによって生じる広範囲の資産への需要の増加は、資産価格を引き上げ、利回りを引き下げる効果を生じる。

一方、外国に所在する投資家はこの貨幣を英国のポンド建て資産ではなく、外国の資産に投資するかも知れない。しかしそのためには、投資家はポンド建ての貨幣を外国通貨に交換する必要が生じる。他方、外国通貨を売却して、ポンドを受け取る投資家は、それを使ってポンド建ての資産を購入するかもしれない。さらに、海外投資家の「ポンド売り、外貨買い」はポンドの為替レートを減価させる方向に作用する。このポンドの為替レートの減価は、国内のインフレーションや資産価格に影響を及ぼす。

第2に、社債やコマーシャルペーパーの購入は社債市場を円滑化させて、企業の借入れコストを引き下げる。資本市場の停滞は潜在的な社債の購入者が社債を至急売却したと考えても買い手を容易に見つけることができないのではないかと不安を抱かせるため、流動性プレミアムの上昇が資本市場の借入れコストを引き上げるからである。イングランド銀行による社債購入の施策は、必要な時に容易に買い手となりうることを意味するので、投資家に社債の保有を促す大きな安心感（信頼）を提供することになる。

第3に、資産購入が資産価格に及ぼす影響と同様に、中央銀行準備の創出で賄われた資産購入は、商業銀行の中央銀行における準備金（銀行準備残高）を増加させる。この銀行準備残高の増加は市場への流動性の供給を増加させ、従って流動性コストを低下させる。商業銀行の流動資産残高が増加すれば、銀行は企業や家計への貸出しにより積極的になる。一般的に言えば、貨幣保有残高が増加すれば、「資産効果」を通して、企業や家計は支出を増加させる。たとえば、運転資金の調達容易性を懸念して当面、現金を保有している企業があるでしょう。しかし現金残高の保有が増加すれば、その企業は支出の拡大により積極的になる。

第4に、通常の金融政策の場合と同様、「期待」が重要な役割を果たすことがある。資産購入による刺激がない場合には、企業や家計はインフレ目標以下の低インフレの時期が長期化すると予想する。しかし資産購入策が低インフレのリスクが縮小または消滅することを意味するので、その結果生じる「インフレ期待」の上昇は、実質金利を引き下げ、支出をいっそう増加させてインフレーションを高める作用を及ぼ

す。また、期待は企業の価格設定行動をも促進して、インフレーションへの影響を直接強める作用に繋がる。

③ APFの有効性に影響を与える諸要因

資産購入は、時間の経過とともに、名目的支出とインフレーションを増大させるが、その作用の規模とスピードは多くの要因によって決定される。

もしイングランド銀行がノンバンクから資産を購入すれば、その結果、そのノンバンクの商業銀行における勘定に貸し方記帳（保有資産の増加）される。つまり、ノンバンクからの資産購入は商業銀行の預金を直接的に増加させる。しかし名目的支出への最終的な影響は、投資家がある後彼のポートフォリオをどのようにリバランスするのかに依存する。この「ポートフォリオ・リバランス効果」は、投資家が入手した商業銀行預金を英国の社債や株式に投資してこれらの資産の需要を増加させて価格を引き上げる場合には、大きな効果を及ぼすことが期待される。他方、もし投資家がある現金を商業銀行に預金として留める場合には、その効果ははるかに小さくなる。

次に、資産購入の有効性に影響するもう1つの要因は、商業銀行が獲得した預金という追加的な流動性を退蔵することを選ぶか、あるいは貸出を増加させることを選ぶかである。この商業銀行の選択は新しい銀行預金をとる預金形態に依存する。もし預金が極めて短期性の高い預金として預け入れられた場合には、銀行は貸出の増加にあまり積極的にはならない。また、銀行が自己資本面で制約を受けている場合にも、たとえ預金が増加しても貸出の増加には積極的にはならない。

最後に、経済政策一般の場合と同様、企業や家計の決定は資産購入の効率性に影響を与える。もし企業や家計が劣化したバランスシートを修復することを目的としている場合には、保有資産総額が増加したとしても、支出を増加させようとはしない。このようなバランスシート調整局面や景気の先行き不安の存在する局面では、信用に対する需要が低下した状態が続き、その結果、たとえ銀行が貸出(銀行信用)を増加する用意があるとしても、借り手の需要が生じないので、銀行貸出は増加しない。

APF 政策の主眼は信用市場、特に企業が直面している資本市場の緩和、正常化である。社債などの民間企業の負債の購入はこれらの信用市場の機能を回復することがその目的とされている。従って、APF の効果はこれらの信用市場の今後の回復の程度によって判断する必要がある。金融政策委員会は今後とも企業の借入れコストをモニターし、企業負債に対する流動性プレミアムが低下しているかどうかを丹念に注視し続ける。イングランド銀行は、企業部門が全体として信用制約を受けている程度を、市場サーベイの結果や銀行、イングランド銀行の各地の支店、および金融市場への参加者からの情報収集によって評価を続ける⁹⁾。

イングランド銀行はインフレ期待の指標についても、丹念に観察を続ける。資産購入の規模は政府が設定した2パーセントのインフレ目標を達成するという金融政策委員会の意図に基づいた堅実な指針によって決定される。インフレーションがその目標値を下回ることが予想される場合には、イングランド銀行は経済の総支出を増大させるために新しい貨幣を供給する。

最後に、金融政策委員会は名目需要の増加の

今後の展開を丹念にモニターする。しかしながら、APF 政策の刺激効果が公表される最終需要の推定値としてははっきりと確認できるにいたるには、まだ数カ月を要するであろう。

インフレーション目標に対するこの金融政策委員会のコミットメントが、同委員会が提示する「慎重に計算された規模の刺激策」の提供にも適用されるので、貨幣供給が資産買取りファシリティに必要な額を超過して供給されることはない。もしインフレーションがそのインフレーション目標額を超過することが予想される場合には、イングランド銀行は公定歩合の引上げと過去に購入した資産の市場への売り戻しとの組み合わせによって金融政策を引き締める。

④ 資産買取り金額

英国大蔵大臣による2009年1月19日付けの議会への声明文の中で、政府はイングランド銀行が新しい基金、資産買取りファシリティを創設することを認可した、と公表した。

これを受けて、同日の市場通達 (market notice) で、大蔵大臣がこの資産買取りファシリティの下で、イングランド銀行が500億ポンドを上限に優良な民間部門の資産を購入することを認可する、と発表した。同時に、政府は購入対象となる民間部門の資産を特定し、適格資産のリストおよび購入対象資産のリスクの下限を公表した¹⁰⁾。また、この資産買取りファシリティの買取り資金の財源として、大蔵省証券(TB: 政府短期証券) および政府債務管理局の現金管理操作によって資金調達される。

この政府の認可を受けて、イングランド銀行は同年3月の金融政策委員会で、750億ポンドの資産を中央銀行準備の創出によって賄われる資金で購入することを決定した。その後、5月

の金融政策委員会で500億ドルの追加資産の購入を決定した。これで購入総額は1,250億ポンドに達した。

金融政策委員会はその後2度の資産購入を2009年内に追加決定した。8月の金融政策委員会ではさらに500億ポンド、そして11月の会合で250億ポンドの購入を行い、総額2,000億ポンドの資産購入を決定した。これらの購入資産はその大半が英国国債（金縁証券）であったが、企業の資金調達を支援することの重要性を鑑みて、少額の民間部門の優良資産も購入した。

この資産買取りファシリティの影響で留意すべき点は、貨幣供給量へ波及する作用である。資産購入が大蔵省証券（TB）の発行によって得た資金が利用される場合には、英国経済内に流通する貨幣量には変化がない。TB発行によって市場から吸収された資金が、国債や社債等の購入のために使用されて、その資金が再び流通に戻されるからである。これに対して、資産購入がイングランド銀行における中央銀行準備の創出によって賄われる場合には、貨幣量の純追加が生じる。これはイングランド銀行における民間銀行の銀行準備残高であり、現金とともに「ハイパワードマネー」を構成するからである。

一方、EUのルールは加盟国の中央銀行が政府に資金を貸し出すことや国債を引き受けることを禁止している。政府の財政規律の崩壊が政府債務のマネタイゼーションにつながり、中央銀行の政府からの独立性を脅かすだけでなく、将来のインフレーションの懸念を醸成するからである。これに対して、英国政府とイングランド銀行は、国債が資産買取りファシリティの対象となっているものの、それは国債の流通市場からの購入であり、いわゆる「中央銀行引受」、

すなわち新規発行国債の中央銀行による買い切り策ではない点を指摘し、政府債務のマネタイゼーションに繋がる懸念を否定し、EUルールに抵触しないと説明している。2010年5月に成立した英国の連立政権は、10月20日に極めてアグレッシブな歳出削減策を発表した。政府の緊縮財政に対するコミットメントを示し、財政再建に対する市場の信頼を保持している間は、イングランド銀行による国債購入が将来のインフレーション率の目標水準での制御を不可能にして、長期金利を急騰させる確率は低く留まると予想される。しかしながら、ひとたび政府の財政再建方針が動揺し、金融市場が歳出削減への政府のコミットメントを疑問視する事態が生じる可能性は全く否定し去ることはできないであろう。

その後、2010年2月の会合で金融政策委員会は資産購入の総額を2,000億ポンドに維持することを決定した。しかし同委員会は適切な規模の資産買取り計画を今後とも丹念に観察し続けること、そして英国経済が必要とする事態が生じた場合には、追加的な資産買取りを再開することを決定した。

⑤ 資産買取りファシリティの結果

金融政策委員会の資産買取り計画に関する直近の決定と整合するように、資産買取りファシリティは中央銀行準備を創出することによって2,000億ポンドの資産を購入した。資産買取りファシリティは、大蔵省証券の発行と政府債務管理局の現金管理操作によって資金調達された民間資産の購入によって企業金融を支援する操作を継続している。

以下の図表7は、2010年10月21日現在の各ファシリティの資産保有残高（決済ベース、償

図表7 資産買取りファシリティの資産保有残高 (2010年10月21日, 100万ポンド)

Purchases financed by:	Issue of Treasury bills and the DMO's cash management operations	Creation of central bank reserves
Gilts	n/a	£198,275mn
Commercial Paper	£0mn	£0mn
Corporate Bonds	£341mn	£1,175mn
Secured Commercial Paper	£0mn	£0mn

〔出所〕 BoE, *Quantitative Easing Explained*. <http://www.bankofengland.co.uk/>

還分を除く)を示している。なお、企業金融支援ファシリティについては、各資産の資金調達をその財源別に示している。英国国債1,982億7,500万ポンドはその全額が中央銀行準備の創出によって賄われている。コマーシャルペーパー保有額は、ゼロである。社債保有総額は15億2,500万ポンドであり、その内の3億4,800万ポンドがTBによって賄われ、残りの11億7,700万ポンドが中央銀行準備によって賄われている。なお、有担保のコマーシャルペーパー保有額もゼロである。購入財源別では、TBによる購入が3億4,800万ポンド(0.2%)、中央銀行準備による購入が1,994億5,200万ポンド(99.8%)である。両ファシリティの購入総額、すなわち資産買取りファシリティの総額は1,998億ポンドであり、買取り資金のほぼすべてがイングランド銀行の創出した中央銀行貨幣によって賄われている。

⑥ 資産買取りファシリティの効果の評価

金融政策委員会の資産購入がどの程度まで名目総支出を刺激したのか、その影響の大きさを評価するには時期尚早であろう。その効果にある程度の不確実性が伴うことは避けられない。しかし時間の経過とともに、英国経済に注入さ

れた貨幣量の増加は必ず支出を増大させることであろう。金融政策委員会は、企業や家計が経済に注入された追加的な貨幣に対してどのように反応するのかを評価するために今後の状況をモニターしている。同委員会は、広義の貨幣集計量の増加率や企業金融(資金調達コストと利用可能性)、インフレーションやインフレ期待の指標、および名目的総支出増加の先行きを丹念に観察している。

⑦ 資産買取りに関するイングランド銀行の アカウントビリティ

金融政策委員会は、公定歩合に関する決定に関するアカウントビリティと同様、子会社のBEAPFFは資産買取りに関する決定についてもアカウントビリティを有している。後者は、年報としては、Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited (2010) *Annual Report 2009/10*, July を、また四季報としては、Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited (2010) *Quarterly Report 2010 Q3* をそれぞれ公表している。

これら2つのイングランド銀行の業務に関する決定や議事録は、金融政策委員会の会合の2週間後に、通常の方法で公表される。金融政策

委員会は『インフレーション・レポート』および英国議会下院の財務委員会 (House of Common's Treasury Committee) における証言により金融政策の決定を説明し続ける。イングランド銀行は、すでに実行された資産買取りの詳細を開示する上記の四季報を公表している。

IV. 結びに代えて

1. イングランド銀行は2010年11月4日の金融政策委員会で、政策金利を同行創立以来の最低水準である年率5パーセントに据え置いた。英国国債などを買い取って金融市場に資金を供給する量的緩和策は総額2,000億ポンド(約26兆円)の枠を維持した。市場ではイングランド銀行が近く追加的な量的緩和政策に動くとの観測が出ていたが、今回の金融政策委員会では見送られた。

イングランド銀行は2009年3月に量的緩和政策に踏み切り、資産買取り枠を750億ポンドから順次拡大してきた。現行の2,000億ポンドの規模は2009年11月以来、1年間にわたり同額のまま維持されてきている。他方、英国経済の回復で2,000億ポンド(約26兆円)にもぼる買取り資産の金利が上昇し始めると、これら資産(特にリスクの高い民間資産)の価値が低下し、資本損失の恐れが生じる。資本損失が現実のものとなれば、損失負担は国民に押し付けられることになる。政府がイングランド銀行およびその子会社に保証した損失補填についても、その最終的な負担は納税者である国民にシワ寄せされる点は看過するべきではない。量的緩和政策は決して「フリーランチ」ではないことを銘記するべきであろう。

2. 今次の世界金融危機は世界経済危機にまで発展したが、世界の主要国の金融当局の迅速な協議と危機対策の協調により、1930年代の世界大不況への陥落を辛うじて回避しつつある。今年5月の「ギリシャ危機」が単一通貨ユーロを使用するユーロ圏におけるソブリンリスクを発生させ、ユーロ自体の不安定性にまで波及した。EUは国際通貨基金と協調してギリシャ危機に対応し、7,500億ユーロの欧州金融安定基金を創設した。また、2014年からは欧州版IMFの設立も視野に入れた対応を準備している。このような状況下で不動産バブルの崩壊による不良債権問題を抱えたアイルランドの銀行を国有化したアイルランド政府の財政赤字がGDP比で32パーセントに上昇するとの予想が生じ、EU委員会に対して救済資金を要請するに至った。

このような世界金融危機の背景には、物価の低位安定の下における低金利を伴う緩和的な金融政策による資産価格、特に不動産価格の上昇、および住宅バブルの発生と崩壊があることが指摘されている。この視点に立てば、中央銀行は物価安定のみならず、資産価格の安定をも直接に政策目標にするべきである、との議論も見られる。しかし金融政策を巡る問題はそれほど単純ではない。金融資産の価格がその資産から将来にわたって得られる収益の現在割引価値によって決まる。そのために金融政策は資産の将来収益を現在価値に割引く利回りの変化を通して、資産価格に影響を及ぼすことができる。それだけではなく、金融政策は景気の先行きにも影響を及ぼすので、その資産の将来収益自体を直接に変化させることができる。

しかしながら中央銀行が資産価格を金融政策の直接の目標にすることには弊害も多い。たと

えば足元で資産価格が金融政策の目標としている水準よりも上昇している場合を考えよう。資産価格の上昇が金融市場における投資家の過剰なリスクテイクによるものなのか、あるいは景気の見通しが好転して将来収益の増加期待が強まったことによるものなのかを中央銀行が的確にかつリアルタイムで識別することは極めて困難な作業であろう。また一方で、中央銀行が資産価格の高騰を放置してバブルの発生を許容し、結果として金融危機を招来するリスクが存在する。しかし他方、資産価格の高騰を事前に抑制するために金利を引き上げて景気の腰を折ったり、あるいは景気回復を損なったりするリスクも存在する。このいずれの場合も、金融政策の失敗として中央銀行は非難されることになる。

これよりも微妙で対応が難しいのは、資産価格が金融政策の目標としている水準を下回っている場合である。このような状況で金融政策を緩和すれば、資産価格の下落リスクに対して「保険」機能を投資家に提供することになり、投資家のリスク・アベタイトをいっそう刺激して、金融市場のリスクテイクを過剰に増大させることになりかねない。実際、サブプライムローン危機が発生する以前の米国では、1987年の「ブラック・マンデー」の経験から、株価が下落すると米中央銀行のFRBが金融緩和策を講じて、危機から脱出させてくれるという楽観的な思惑が米国の金融市場に定着したといわれている。いわゆる「グリーンスパン・プット」への投資家の期待である。そしてこの期待が今次の世界金融危機への道を開いたとの観測がある。

つまり、FRBは中央銀行として「ITバブル」崩壊後の金融システム安定化を目指して資

産価格を目標とする金融政策を実施したにもかかわらず、結果として金融システムの安定性を損なう事態を招来するという皮肉な結末となった。いうまでもなく、資産価格は中央銀行の金融政策運営見通しだけではなく、景気や金利の先行き見通しなど、内外の金融市場や経済情勢などの様々な有用な情報を織り込んで決まると考えられている。資産価格の上昇や下落などの背景をよりの確にかつリアルタイムで理解するためには、金融システムのその他のデータや情報などを総合的に分析することが必要とされよう。そのためには、金利のみならず、為替レートや株式価格および不動産価格などの経済・金融に関する量的指標の動向を総合的に常に監視するような客観的かつ量的な指数、たとえば「金融情勢指数」¹⁾などを構築して、その動きから資産価格の変動を常時追跡するような監視体制を創出することも重要な課題であると考えられる。言い換えれば、資産価格を中央銀行の運営する金融政策の直接的な目標にするのではなく、むしろ金融システムを「マクロ・プルーデンス政策」の観点から監視対象として重視することが望まれる。この点に関する今後の理論的かつ実証的な研究の進展を期待して、結びに代えたい。

注

- 1) 日本銀行 [2010], 11 ページ。“Shadow Banking System”の影響も軽視することはできない。
- 2) この2段階変額金利の住宅ローンは、最初の3年間は低利固定型の返済額で、4年目以降になって残金の変額型金利のローンとなる契約のものが中心であった。住宅価格が上昇する限り、短期で住宅を転売することによって有利により高額の住宅を購入することができ、あるいは転売による利益が獲得できるという種類の住宅ローン商品であった。
- 3) 米国において、投資銀行やノンバンクが「銀行持ち株会社」へ移行する動きが見られる。これは連邦準備制度の規制・監督に服することを甘んじて、同制度が提供す

る預金取扱金融機関向け貸出ファシリティへのアクセスを確保することを意図した動きであると考えられる。

- 4) こうした各国における公的資本注入の条件の差異が、各国金融機関の競争条件に影響を及ぼす可能性も指摘されている。
- 5) 金融危機時の対応は、公的資金を活用するなどの財政措置を伴う以上、各国ごとの制度枠組みの相違は残らざるを得ないが、今次金融危機では、他国および他国の金融機関・市場に与える影響をも勘案して、政策を立案していくことの重要性が改めて浮き彫りになった。
- 6) この共通原則には以下の5つが含まれる。すなわち、①金融市場の透明性および説明責任の強化、②健全な金融監督・規制の促進、③国際的な金融市場における公正性の促進、④金融危機の予防・管理・解決に向けた国際連携の強化、⑤加盟国拡大を含めた国際金融機関の改革、である。
- 7) 春井・岩壺 [2011] の “Financial Conditions Index: FCI” (「金融情勢指数」) の活用提案を参照。
- 8) 詳細は、齊藤 [2007] を参照。
- 9) BoE, Financial Stability Report, 各号。
- 10) 購入対象資産は、「信用保証制度 (Credit Guarantee System: CGS)」の下で発行された証券、社債、コマースペーパー、シンジケート・ローン (協調融資)、および資産担保証券である。また、購入対象資産のリスク基準は、優良資産および投資対象基準に等しい資産である。これらの購入資産から生じる損失からイングランド銀行および同行が設立した子会社が免責されることを政府が保証した点は、留意すべき重要な点である。この政府保証の意義は、イングランド銀行および子会社の基金が被る資産買取りおよびそれとの関連で生じる将来の損失を政府が補償することを「事前に」保証することにより、両者のバランスシートが毀損することの悪影響を防止することにある。ダーリング大蔵大臣とキング総裁との往復書簡を参照。www.hm-treasury.gov.uk/d/ck_letter_boe290109.pdf; www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/govletter090305.pdf and www.hm-treasury.gov.uk/d/chxletter_boe050309.pdf

これとの関連で言えば、2010年10月に日本銀行が公表した追加的な緩和策、「包括的金融緩和策」が5兆円の基金を新たに設置して、リスク資産を買取ると公表した。これは日本銀行も認めるように「準財政政策」の領域に属する。これは、本来、政府の役割であり、日本銀行は政府の代理人に徹するべきであろう。それを担保するためには、リスク資産の損失を政府が補償することを事前に日本銀行に保証するべきであろう。これに反して、日本銀行の剰余金からの準備金への繰り入れ比率を高める特例措置を採用して、国庫納付金をその分割減し、日本銀行の自己資本金を増強するのは、日本銀行と政府との独立した適正な関係を維持する観点からは、禍

根を残す懸念がある。基金の規模を自己資本 (約7兆円) の範囲内に留めた観点との整合性についても、日本銀行自身の説明が求められよう。

- 11) 春井・岩壺 [2011] を参照。

参 考 文 献

- 齊藤美彦 [2007] 「イングランド銀行の金融調節方式の変更 (2006年) について」『証券経済研究』, 第58号, 6月。
- 篠原 哲・榎 浩一 [2008] 「サブプライム問題と日本のバブル」『ニッセイ基礎研 REPORT』, 6月。
- 日本銀行 [2010] 『金融システムレポート』, 3月。
- 春井久志 [2007] 「金融のグローバル化と金融規制・監督システム—EUの金融安定化機能—」『証券経済研究』, 第58号, 6月。
- 春井久志 [2009] 「中央銀行と金融システム安定性—グローバル化の下でのイギリスを中心に—」『経済学論究』, 第63巻, 第3号, 12月。
- 春井久志・岩壺健太郎 [2011] 「金融政策とフィナンシャル・コンディショニング・インデックス—マクロ・ブルーデンス政策のための量的指標—」『国民経済雑誌』, 第203巻, 第1号。
- Asset Purchase Facility, *Quarterly Report*, 各号
- Bank of England, *Financial Stability Report*, 各号。
<http://www.bankofengland.co.uk/>
- Bank of England, *Inflation Report*, 各号。
- Bank of England, *Quantitative Easing Explained*.
- Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 各号。
- Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited [2010] *Annual Report 2009/10*, July.
- Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited [2010] *Quarterly Report 2010 Q3*.

(関西学院大学経済学部教授)