

2025年度

博士學位論文

イングランド銀行の非伝統的金融政策と正常化
～長期金利への影響を中心とした考察～
(概要)

指導教員

福本 智之 先生

大阪経済大学大学院

経済学研究科経済学専攻

麻山 徹太郎

序章

世界金融危機（Global Financial Crisis、以下 GFC）によって、主要国の中央銀行は大規模な金融緩和策を導入した。イングランド銀行（Bank of England、以下 BOE）は、政策金利がゼロ近傍となる中で、量的緩和（Quantitative Easing、以下 QE）を導入した。BOE の QE は、子会社である資産購入ファシリティ（Asset Purchase Facility、以下 APF）が実行主体となっている。GFC 以降、コロナ危機まで経済ショックなどが起きた際、QE は実施されてきた。それに加え、他の金融政策を補完するため、金融機関の貸出を促進するため、貸出促進スキームを導入するなど、政策金利がゼロ近傍となる中で、BOE は非伝統的金融政策を実施してきた。

BOE はコロナ危機対応によって、大規模金融緩和を実施したが、現在は量的引締め（Quantitative Tightening、以下 QT）によって、保有国債残高を削減している。BOE は QT の手法として、満期が到来した国債の再投資を停止することでバランスシートを縮小させるだけでなく、保有資産の売却も実施している。また、BOE が QT を実施したことで、実行主体である APF の収益は悪化している。APF と財務省の協定により、APF が出した損失は財務省によって、補填されることとなっており、2022 年 10 月以降、財務省による損失補填が続いている。

本論文では、BOE の非伝統的金融政策の制度上の特徴に着目しつつ、長期金利や貸出増加額などの指標から、その効果を検証していく。また、QT やそれによって被る損失なども合わせて検討していくことで、非伝統的金融政策の限界への示唆に貢献することを目的とする。

第 1 章は BOE の QE、第 2 章では BOE の金融安定目的の資産購入、購入資産の売却および QT、第 3 章では BOE の貸出促進スキーム、第 4 章では非伝統的金融政策の BOE 財務への影響を述べる。また、終章では第 1～4 章のまとめに加え、日銀の QE を踏まえた BOE の QE の長期金利押し下げ効果、BOE の QT による日銀の QT への示唆を述べる。

第 1 章 イングランド銀行の量的緩和とイールドカーブの変化

BOE は GFC への対応として、政策金利をゼロ近傍とする中、経済ショックの発生時などに QE を実施してきた。BOE の QE は購入残高上限額を設定し、その残高に到達した段階でバランスシートの拡大を停止する。そのため、QE 期（バランスシート拡大期間）と QE 休止期（バランスシート維持期間）が存在する、といった特徴がある。

本論文は、BOEのQE期と休止期における、国債の名目利回り（ノミナル・スポット・レート）および実質利回り（リアル・スポット・レート）を対象とし、QEによる国債利回りへの影響を検討した。

BOEが最初にQEを始めた2009年3月頃から、コロナ危機対応としてのQEを終了した2021年12月頃までの国債利回りには、趨勢的な低下が確認できる。ただし、期間を限定し、QE期およびQE休止期の国債利回りの推移を別々に確認すると、その傾向は必ずしもQE期に強く表れているわけではない。

QE期において、国債の名目利回りの低下が顕著に確認できたのは、QE1およびQE5であった。それ以外のQEでは、名目利回りの低下は小さなものにとどまっている。また、特に利回りが低下していたのは、QEの決定後であり、購入残高上限額を引き上げた際に必ずしも同様の傾向が確認できるわけではない。QEによる短期的な利回りへの影響は、Bailey et al. [2020] や Busetto et al. [2022] において、述べられている。実際、利回りの低下傾向は概して短期的なものであり、名目利回りでは、QEを終了する段階になると、利回りは元の水準に戻っていることが確認できた。実質利回りに関して、QE1およびQE5の利回り低下は名目利回りよりも持続的な低下が確認できたが、QE1およびQE5以外のQEによる利回り低下は名目利回り同様に小さかった。

QE期の利回り低下のみならず、QE休止期での利回り低下も見られた。各QE休止期において、名目利回りの大幅な低下が確認できた。QE休止期の名目利回りに関しては、バランスシート規模を維持している期間にむしろ持続的な利回り低下が確認できたことになる。実質利回りに関して、名目利回りよりも利回りの低下幅は小さなものとなっている。

こうした観察を踏まえると、長期金利の低下は、QEによる持続的な押し下げ効果によるものとは言い難いと考えられる。また、政策金利の引下げなどをQEと同時期に実施しているケースも多く、国債利回りの低下の要因として、QEのみが大きく寄与しているとは言えない。国債利回りの趨勢的な低下には、他の要因によるものも考えられる。Tenreiro [2023] は国債利回りの低下（資産価格の上昇）について、均衡実質金利の低下を要因として挙げている。Bleaney [2025] は、QEによるタームプレミアムへの影響などを指摘しつつ、英国の長期金利の趨勢的な低下は主として世界的な実質金利の趨勢的な低下という構造的な要因を反映したものであるとしている。QE休止期の利回りの変動などを踏まえると、QEによって、国債利回りが趨勢的に低下してきたのではなく、均衡実質金利の低下による影響が大きいと考えられる。QEによる長

期金利への押し下げ効果は、短期的なものであり、持続的なものではなかったと考えられる。

第2章 イングランド銀行の政策金利引上げと量的引締め

BOEは、2021年12月より利上げを開始し、2022年3月よりQTを開始した。当初は満期が到来した国債の再投資を停止する形で保有国債残高を削減していたが、2022年10月より売却による削減も予定していた。しかし、トラス・ショックの発生により、売却による保有国債残高の削減は延期（2022年11月に開始）された。また、トラス・ショックによる国債利回りの急騰を深刻視したBOEによって、金融安定目的の資産購入が実施されることとなった。金融安定目的の資産購入は早期に購入を終了し、購入資産の売却を通して、数か月で完全な出口に到達した。購入資産の売却による、国債利回りの急騰も確認はされなかった。

本章では、トラス・ショックを受けた金融安定目的の資産購入による国債利回り（名目および実質）への影響を確認した後、金融安定目的購入資産の削減およびQTの2つの事例を対象とし、購入資産の削減による国債利回りへの影響を検討した。

金融安定目的の資産購入開始によって、開始前に急騰していた国債利回りは落ち着き、一時再び上昇したものの、最終的には、短期間で急騰前の水準に戻っていった。金融安定目的で購入した資産は早期に残高をゼロまで削減しており、削減期間中の国債利回りの急騰はなかった。

BOEは、QEを行っている段階から、QEによって購入した資産の削減について、ガイダンスを行っていた。しかし、コロナ危機対応によって大規模金融緩和が実施され、QTからは遠のいていた。2021年8月にQTのガイダンスを再び示し、満期が到来した資産の削減だけでなく、売却を通じた資産の削減方針を明示し、現在のQTは、そのガイダンスに沿った形で行われている。また、BOEは2022年9月頃に年間の残高削減目標を示しており、以降、年間の残高削減目標を示し続けている。2025年9月まで、残高削減目標を達成する形でQTを進めており、QT開始以降は順調にバランスシートの縮小を実施している。

BOEはQT開始前にインフレへの対応として、2021年12月、利上げを開始した。2020年3月、BOEはコロナ危機対応によって、0.75%であった政策金利を短期間の連続利下げによって0.1%まで引き下げた。その後、BOEは英国のインフレ率が上昇を続けたことを踏まえ、利上げに転じ、結果として、政策金利は2023年8月、5.25%まで引き上げられた。2023年8月の利上げを最

後に、以降は政策金利の据え置きが続いていたが、2024年8月より利下げに転じている。

2022年3月のQT開始以降、国債利回りは上昇した。特に、政策金利の引上げ局面では、利回りの上昇は顕著であった。しかし、政策金利を維持していた期間、2023年8月～2024年8月までの国債利回りは上昇傾向にはない。この間もBOEはQTを実施しており、購入資産の売却も実施している。その後の利下げ局面でも、5年物や10年物などは利上げ局面でのピーク時を大きく超える利回りの上昇は起きていない。Ramsden [2023] は、QT開始以後の10年物国債利回りの上昇について、インフレ期待による政策金利の引上げ予想を要因として挙げている。

BOEは、QT実施に当たって、満期が到来した資産の償還だけではなく、売却を通して購入資産を削減している。しかし、QT実施期間のうち政策金利の維持期間において、国債利回りの低下傾向が確認できなくなったことを踏まえると、国債の売却による長期金利への影響は大きくないと考えられる。QT開始以降の国債利回りの変化は、政策金利が引き上げられたことによる影響が中心であり、QT実施による国債利回りへの影響は限定的なものであると推測される。

第3章 イングランド銀行の貸出促進スキームの影響－日本銀行の貸出促進スキームとの比較において－

GFC以降、主要国中銀が行った非伝統的金融政策はQEが中心であったが、これに加えて中銀が金融機関の貸出増加に直接働きかける貸出促進スキームを実施するケースが見られた。BOEは、2012年に開始したQE3以降、貸出促進スキームを導入している。日本銀行（日銀）も同様の趣旨から貸出促進スキームを実施している。本章では、日英中銀の貸出促進スキームを対象とし、主としてスキームの貸出促進効果について検討する。

BOEが最初に実施した貸出促進スキームは当初のFLS（Funding for Lending Scheme）からTFS（Term Funding Scheme）、そしてTFSME（Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs）へと変化していった。FLSは、財務省短期証券（Treasury bills、以下TB）を低い利率で貸し出すことで、金融機関の資金調達コストを下げることを目的として実施された。これに対して、FLS後に実施されたTFSおよびコロナ危機対応で実施されたTFSMEは、BOEが金融機関に政策金利という低い利率の資金を貸し付ける形をとる。

BOE の貸出促進スキームの利用額を確認すると、FLS と比較して、TFS や TFSME の利用が伸びていた。また、制度を利用した金融機関の貸出純増額を確認しても、TFS や TFSME の方が増加傾向であることが確認できる。

齊藤・高橋〔2020〕は FLS 実施時に貸出純増額が伸びなかったことを踏まえ、貸出促進効果について否定的な見解を示している。FLS が実施された期間における英国の金融機関による企業への貸出残高の推移を確認すると減少傾向にあった。FLS の貸出促進効果が限られていたのは、当時の資金需要の影響を受けていた可能性がある。一方、TFSME の実施時期は、コロナ危機によって資金需要が一時的に高まった時期であることが貸出促進効果を高めた。ただ、それだけでなく、TFSME 期間中は、中小企業向け貸出金利の低下や金融機関の信用供与アベイラビリティ改善が見られており、低利の資金を金融機関に直接供給する制度設計も貸出促進効果に寄与したと見られる。

日銀が実施した貸出促進スキームは、成長基盤支援資金供給、貸出増加支援資金供給、新型コロナ対応特別オペのいずれも日銀が金融機関に低利で資金を貸し付ける供給方法で実施された。特に 2013 年に導入された貸出増加支援資金供給は、実施期間中の地方銀行の貸出増加実績などを踏まえると、金融機関の貸出増加に寄与していたと考えられる。また、新型コロナ対応特別オペも、コロナによって逼迫する状況の中で、一時的ではあるが、貸出増加に寄与していたと考えられる。

日英中銀の様々な貸出促進スキームとその効果を確認した結果、貸出促進スキームの中でも資金を金融機関に直接貸し付ける手法のスキームは金融機関に多く利用され、貸出増加の促進効果が強く見られた。また、資金需要が高まったコロナ危機時には、貸出促進スキームは多く利用された。これらを踏まえると、貸出促進スキームの貸出促進効果には、制度設計や資金需要の大小が影響すると考えられる。

第 4 章 非伝統的金融政策のイングランド銀行財務への影響

BOE は、完全子会社である APF を通して、QE を実施した。QE を開始する前に、APF と財務省間で損失補填の協定を結んでおり、利益が発生した際には APF が財務省にそれを移転することになるが、損失が発生した際には財務省が補填することとされた。2022 年 7 月までは利益の移転が続いたが、2022 年 10 月より財務省による APF への損失補填が開始した。QT による中央銀行財務の影響について、APF の収益を主たる対象として検討した。

財務省から APF への損失補填の主因は、BOE の QT によるものであるが、2021 年 12 月～2023 年 8 月にかけての利上げによる影響もある。これは APF

がQEを実施する際には、BOE本体から融資を受けて資金を調達しており、その金利には政策金利が適用されているからである。損失補填開始以降は、QTに伴うオーバーパー購入による償還損および売却損やBOE本体への金利支払いによって、APFの収益は悪化した。

APFが得た利益は1,283億ポンドであったが、2022年より開始された損失補填額は既に1,000億ポンドほどとなっている。2022年以降の損失補填額とQTの推移を踏まえると、収益への影響はQTによる資産売却によるところが大きいと考えられる。事実、2024年第4四半期以降、BOEが売却による購入資産の削減を抑制して以降、同時期のAPFへの損失補填額は減少していった。

APFの財務会計上、保有債券は時価評価されており、これまで巨額の評価損が計上されている。ただ、こうした評価損は実現損となり、実際に損失や諸経費が利益を上回った場合には、財務省によって損失補填が行われる建付けとなっている。財務省によるAPFへの損失補填スキームによって、QTの財務的影響はBOE本体には及ばない仕組みとなっている。さらに言えば、BOE本体も財務省からの損失補填を受ける仕組みを導入しており、資本が毀損しない仕組みとなっている。

日銀や米連邦準備銀行（Federal Reserve Bank、以下FRB）、欧州中央銀行（European Central Bank、以下ECB）がQTにおいて国債の売却までには踏み込まず、保有国債の償還によって残高を削減している。これに対して、BOEのAPFは、保有国債の売却によって積極的に残高を削減するタイプのQTを実施している。その背景には、APFが保有する国債の年限は他国中銀と比較して長期であることが指摘できる。保有年限が長いため、償還だけに頼っては資産残高削減に時間がかかりすぎるため、売却による購入資産の削減を実施する必要がある。このため、将来の売却により実現損として顕在化する潜在的な損失を予め時価評価して評価損として計上することに妥当性がある点も確認できた。

終章

BOEがQEを実施してきた期間（2009年3月～2021年12月）、QE休止期における国債の名目利回りおよび実質利回りの推移を確認した結果、BOEが資産残高を増やしている期間に限って、国債利回りが低下しているわけではないことが分かった。むしろ、国債の名目利回りは、資産残高を増やしていないQE休止期に低下している場合すら確認できた。これらを踏まえれば、利回りの低下は一概にQEによるものではないと考えられる。

一方、長田・中澤 [2024] は、日銀の QE による長期金利押し下げ効果を分析し、日銀の QE にはストック効果が強く影響し、持続的な長期金利押し下げ効果があったとしている。

日英中銀の QE による長期金利押し下げ効果に違いが生じたのは、日英中銀が対応する事象の違い、QE の規模の大小、QE によるバランスシートの拡大期間の長短などによるものであろう。日銀の量的緩和政策や包括緩和などは、BOE の QE と同様に一時的な経済ショックへの対応として実施された。日銀の公式見解である「金融政策の多角的レビュー」では、量的緩和政策や包括緩和は流動性不安を軽減する点を評価しつつも、名目金利への影響は限定的であったとしている。

長田・中澤 [2024] は、特に量的・質的金融緩和による長期金利押し下げ効果を示しているが、その効果について、流動性供給によるものではなく、ポートフォリオ・バランス効果によるものを主因として挙げている。量的・質的金融緩和は慢性的なデフレへの対応として、実施され、その規模も非常に大きい。APF と日銀の保有国債残高の名目 GDP 比を比較すると、量的・質的金融緩和以降、日銀の同比率の上昇が、BOE の APF に比べ顕著であった。

BOE の QE の長期金利押し下げ効果が一時的かつ限定的に止まったのは、世界金融危機やコロナ危機などの一時的な経済ショックに対応して実施していることに加え、名目 GDP で見た規模感の日銀ほど大きくなく、バランスシート拡大期間も比較的短かったことなどによるものと考えられる。BOE の QE は流動性不安を軽減する、より短期的に効果を及ぼしやすいチャンネルに対して効果を発揮した。それに対し、日銀の量的・質的金融緩和は、より持続的に長期金利を押し下げようとして作用したと考えられる。

BOE の場合、QE の長期金利押し下げ効果が限られていたため、QT による長期金利の上昇も限定的となっている。しかし、これは必ずしも日銀に当てはまるわけではない。日銀の場合、QE によるストック効果が強く影響し、長期金利が押し下げられていた。その分、QT による逆ストック効果によって長期金利が押し上げられる可能性があるからである。BOE と比較して、名目 GDP 比によるバランスシート規模が大きい日銀の QT の場合は、逆ストック効果によって、BOE の QT と比較すると長期金利上昇に大きく影響すると考えられる。

本論文では、長期金利などを対象として、BOE の非伝統的金融政策による効果を考察した。日銀の非伝統的金融政策との比較を通して、環境や手法による影響、限界などを浮き彫りにできたと考えている。今後のさらなる研究課題と

して、テーパリングやバランスシート縮小をしている **FRB** との比較、非伝統的金融政策の定量的な分析などを通じた包括的な分析を行うことを挙げたい。