

# 博士學位論文

内容の要旨  
および  
審査結果の要旨

第 22 号  
2025 年度

大阪経済大学

本号は学位規則（昭和 28 年 4 月 1 日文部省令第 9 号）第 8 条の規定による公表を目的として令和 8 年 3 月 14 日に本学において博士の学位を授与した者の論文内容の要旨および論文審査の結果の要旨を収録したものである。

学位番号に付した甲は、学位規則第 4 条第 1 項（いわゆる課程博士）によるものである。

大阪経済大学



# 目 次

学位記番号	学位の種類	フリガナ氏名	論文題目	頁
甲 第 22 号	博士 (経済学)	アサヤマテツタロウ 麻山徹太郎	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～	1

氏名	麻山 徹太郎
学位の種類	博士（経済学）
報告番号	甲 第22号
学位授与年月日	令和8年3月14日
学位授与の要件	学位規則（昭和28年4月1日 文部省令第9号） 第4条第1項該当
学位論文題目	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～
審査委員	主査：福本智之 教授 副査 黒坂 真 教授 副査 福本幸男 教授 副査 斉藤美彦 元教授

## 論文内容の要旨

### I. 論文の構成

#### 序章

1. 序論と構成
2. 先行研究

#### 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

1. はじめに
2. イングランド銀行のQEの概観
3. QEと国債利回りの変動
4. おわりに

#### 第2章 イングランド銀行の政策金利引き上げと量的引締め

1. はじめに
2. BOEのQT決定前の資産削減のガイダンス
3. 引締めに向かうBOEとトラス・ショック
4. 金融安定目的の資産購入とその出口
5. BOEによるバランスシートの削減
6. おわりに

#### 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－

1. はじめに

2. イングランド銀行の貸出促進スキーム
3. 日本銀行の貸出促進スキーム
4. BOE および日銀の貸出促進スキームの比較
5. おわりに

#### 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

1. はじめに
2. APF 設立と資産削減のガイダンス
3. QE 期およびQT 期の APF と財務省間の資金移転
4. 非伝統的金融政策によるイングランド銀行財務への影響
5. 先進国中銀の QE および QT の概説
6. QE および QT による主要国中銀の財務への影響
7. おわりに

#### 終章

1. 本論のまとめ
2. 日英中銀の QE による長期金利への影響の考察
3. 日英中銀の QT についての考察
4. おわりに

#### 参考文献および使用データ

## II. 論文の要旨

本論文の目的は、英国の中央銀行であるイングランド銀行（以下、BOE）が行った非伝統的金融政策について、その特徴、効果、影響を明らかにすることにある。21世紀に入り、先進主要国の中央銀行は、量的緩和（以下、QE）を中心とする非伝統的金融政策に次々足を踏み入れた。日本の場合は、1990年代のバブル崩壊、その他主要国の場合はリーマンショックを契機とする世界金融危機によって、政策金利引下げによる伝統的金融政策がゼロ金利制約に直面し、量的緩和、信用緩和、貸出促進スキームなど非伝統的な金融政策によって、デフレから脱却ないしデフレを回避しようとした。本論文は、こうした主要中銀のうち、BOEの非伝統的金融政策について焦点をあてたものである。

第1章は、BOEの非伝統的金融政策の主要ツールであるQEがもたらした効果について、長期金利への影響に焦点を当てて分析している。まず、BOEのQEが他の主要中銀と異なる点として、一定期間中の国債購入額というフローではなく、国債購入残高というストックをターゲットとしている点を指摘した。このため、QE期には国債購入残高が積み上がる一方、QE休止期には残高は維持されるという特徴を持つとした。BOEは、2009年3月～2021年12月の間、5度のQEを実施し、最初のQEと最後のQEの間には4度のQE休止期が存在するとした。

次に、QE期とQE休止期における代表的な長期金利である国債利回りの変化を、主な年限別に分析している。BOEのエコノミストや政策委員による先行研究を踏まえつつ、①国債利回りの変化について、QE期間中のQE直後の変化とその持続性に注目している点、②QE休止期の国債利回り変化にも注目している点、③名目利回りだけでなく、実質利回りの変化にも注目して分析している点、が本論文の特徴といえる。

分析の結果、QE期において、一時的な名目利回りおよび実質利回りの低下が確認できた

ものの、それは QE を決定した直後に低下するケースがほとんどであった。QE の実施期間を通して名目および実質利回りを確認すると、その長期金利の低下幅は小さいか、むしろ上昇しているケースすら確認された。また、QE 休止期においても、名目利回りは低下しているほか、実質利回りも 4 度の休止期のうち 2 度において低下している。これらの観察を踏まえ、本論文は、BOE の QE について、QE 決定直後の一時的な利回りの低下の効果はあったものの、利回り低下の効果は持続的ではなかったと結論づけている。QE 休止期も含めて長期間傾向的な利回り低下に寄与していたのは、均衡実質利子率（自然利子率）の低下であったとする。

第 2 章は、BOE の量的引締め（QT）とその長期金利への影響に焦点を当てて分析をしている。コロナ危機後の経済物価情勢の変化を踏まえ、BOE は、2022 年 3 月から QT を開始した。BOE は、QE 実施時には購入残高をターゲットとしたのに対して、QT にあたっては、残高削減額をターゲットとして実施している。

BOE の QT 開始後、2022 年 9 月に首相に就任したトラス氏が財源なき減税等成長計画を打ち出したことから、国債利回りが急上昇するいわゆるトラス・ショックが発生した。BOE は一時的に QT を停止し、金融安定目的の一時的な国債購入を実施した。同目的による国債購入は 13 営業日で終了、その後購入した国債を 2 か月弱かけて売却した。

本論文は、QT 期間入り後にトラス・ショックが発生したことも踏まえ、BOE による金融安定目的で購入した国債の売却による国債利回りへの影響と QT による国債利回りへの影響をそれぞれ分析している。

まず、トラス・ショック後の金融安定目的で購入した国債の売却の国債利回りへの影響について、名目および実質利回りの国債売却開始前と終了時の利回りを比較し、いずれも上昇していることを確認している。10 年国債利回りは、名目では 0.22%ポイント、実質では 0.58%ポイント上昇した。もっとも、本論文は、①売却期間中に政策金利の引き上げ（0.5%ポイント）行われていること、②金融安定目的の購入とは別に QE によって購入した国債の売却も同時期に行われていること、③購入を終えてからは利回りが再び低下し、最終的に資産の売却を終える段階の名目利回りは、トラス・ショックが起きる以前の水準に戻っていること、を総合的に勘案し、金融安定目的で購入した国債売却の国債利回りへの影響は大きなものではないとしている。

一方、QT による国債の利回りの変化については、QT 期間中、国債利回りは、名目利回り、実質利回りともに上昇したものの、QT 期間中であっても、政策金利の引き上げが行われている期間に比べ、引き上げを行っていない期間の国債利回りの上昇は軽微にとどまっていることを確認している。この事実に加え、BOE による先行研究も引用し、国債利回りに関しては、政策金利の引き上げ予想による影響が強く、QT による影響は大きくない、としている。

第 3 章は、BOE が非伝統的金融政策として、QE を補完する意味で打ち出した貸出促進スキームの特徴とその効果について、日本銀行の同様のスキームとの比較も行い、考察している。BOE は QE による貸出促進効果に限界があることを自認していたため、民間金融機関の貸出に直接働きかけるツールとして貸出促進スキームを打ち出したとする。

BOE の貸出促進スキームは、2012 年導入の FLS（Funding for Lending Scheme）から 2016 年導入の TFS（Term Funding Scheme）、2020 年導入の TFSME（Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs）へと進化した。本論文は、それぞれのスキームの特徴を詳述している。FLS が、担保となる TB を低利で貸与することで金融機関の資金調達をサポートする手法であったのに対し、TFS、TFSME は、BOE が金融機関に資

金を貸し出す方式に転換した。FLS は貸出促進スキームとして間接的であったのに対し、TFS、TFSME はより直接的に貸出促進に働きかけるスキームだとする。そして、各スキームの貸出促進効果について、金融機関合計のスキーム利用額と貸出純増額、個別行の利用額と貸出純増額にとどまらず、新規貸出金利の変化や銀行への信用供与のアーベイラビリティに関するアンケート調査結果なども参照し、多角的に検証している。

本論文は、BOE の 3 つの貸出促進スキームのうち、最も効果的に作用したのは、TFSME であったとする。間接的な資金の供給であった FLS に対し、TFS は、BOE が資金を供給する直接的な資金供給に変化したこともあって、TFS の利用状況は FLS 対比で改善した。コロナ危機時に導入された TFSME は様々な指標で貸出促進効果が最も高かったとする。

次に本論文は、日本銀行の貸出促進スキームとして、2010 年導入の成長基盤支援資金供給、2013 年導入の貸出増加支援資金供給、2020 年導入の新型コロナ対応特別オペの各スキームの特徴を説明し、それぞれの貸出促進効果を分析している。日本銀行の貸出促進スキームは貸出増加額と利用額が紐づけられており、貸出を増やさなくともスキームを利用できる BOE の貸出促進スキームに比べ貸出増加への効果は大きかったとする。特に、新型コロナ対応特別オペは危機時であったこともあり頻繁に利用され、貸出増加に寄与したとする。

そして、日英両中銀の貸出促進スキームの効果について、2 つの面から整理を行っている。第一は、資金需要の大小である。資金需要が大きい場合、例えば、コロナ危機時のような場面では、スキームの貸出促進効果は大きかったとする。第二に、スキームの設計も貸出促進効果に影響するとする。FLS のような間接的に貸出増加に働きかける仕組みよりも、BOE のその他のスキームや日銀のスキームの方が、貸出促進効果が大きいとした。

第 4 章は、BOE が QE から QT に移行することにより、BOE の財務にどのような影響が及ぶのか考察している。BOE は QE 実施にあたり、完全子会社である APF (Asset Purchase Facility) を設立した。APF は BOE 本体から借り入れた資金で国債を購入する。QE および QT による損益をその他の BOE の損益と分けて示すことで、可視化したものといえる。また、APF と財務省の間では、損失補填の協定が結ばれており、APF に損失が発生した場合には財務省が補填する (APF に利益が発生した場合は財務省に納める) 仕組みであるとする。

QE 実施期間中は、APF は利益を計上し、同利益を財務省に納めていた。その後 QT 期に入り、国債利回りが上昇 (国債価格は下落) する中、国債売却による実現損の発生に加え、オーバーパードで購入していた国債の償還損、政策金利の上昇による BOE 本体からの借入コストの上昇も加わって、APF の収益は大幅に悪化し、財務省による APF への損失補填が続いているとする。BOE の試算を引用し、APF の保有国債残高をゼロまで削減すれば、累積の利益以上に損失補填額が積み上がると指摘する。

本論文は、財務省による APF の損失補填の仕組みについて、中央銀行が財務に左右されずに金融政策を遂行するための仕組みとして、また、中央銀行の信認を損なわない仕組みという意味で、肯定的な評価をしてよいとしている。

BOE の保有国債の償還期間までの年限は、米国中央銀行 FRB (Federal Reserve Board)、欧州中央銀行 ECB (European Central Bank)、日本銀行の同年限よりも長い。このため、BOE は、QT にあたって、国債の償還だけに頼らず、国債を売却する手法をとっているほか、国債償還時に再投資を一切行わない。これらの要因も APF の収益悪化を顕著なものにさせているとしている。他の主要中銀の QT については、売却損が発生するわけではなく、再投資収益も見込めるため、BOE ほど収益悪化は顕著にならないとみられるものの、それでも財務への影響は避けられないとする。

終章では、これまでの総括に加え、日英中銀の QE による長期金利への影響と QT について比較考察している。本論文の第 1 章は、BOE の QE による長期金利への影響は一時的なものであり、持続的な長期金利の引下げ効果は限定的であったと結論づけた。これに対して、日本銀行は 2024 年 12 月に発表した「金融政策の多角的レビュー」において、日本銀行による 2013 年以降の量的質的金融緩和 (QQE) は、長期金利の押し下げに持続的な効果を発揮したとしている。日英中銀の QE (日本銀行の場合は QQE) の効果の違いをどのように理解すべきなのか。この点は、本論文の最も重要な考察といえる。本論文は、日英両中銀の QE について、以下の違いを指摘する。

最大の違いは、BOE の QE は一時的な経済ショックに対して実施していることが多いのに対し、日本銀行の QQE は、慢性的なデフレに対して実施している点である。このため QE 実施期間も異なるとする。この違いは、日英中銀の QE が長期金利を押し下げる 3 つのチャネル、すなわち、流動性および市場機能チャネル、シグナリングチャネル、ポートフォリオバランスチャネルのどのチャネルが機能したかに差異をもたらしたとする。

一時的な経済ショックにより金融市場にストレスがかかっている状況で比較的短い期間実施された BOE の QE は、流動性および市場機能チャネルを通じて、一時的に長期金利を押し下げる方向に作用したとする。ただし、その効果は、経済ショック解消に伴い、比較的短期間でなくなっていった。これに対して、日銀の QQE は、慢性的なデフレに対応するために 2013 年 4 月から長期間にわたり持続的に行われたとする。日本銀行スタッフによる先行研究も引用し、QQE では、ポートフォリオバランスチャネルがストック効果として長期に作用し、持続的な長期金利押し下げ効果に繋がった、とする。

QE の規模の違いも、長期金利押し下げ効果の大きさに影響した可能性があるとする。BOE の国債保有残高の対名目 GDP 比は、2021 年末のピークで 38%であったのに対し、日本銀行の同比率は、2020 年末のピーク時には 99%まで上昇した。両者の規模には格段の違いがある。

本論文は、日英中銀の QE の長期金利押し下げ効果に違いがあるということは、QT による長期金利上昇圧力にも違いが生じる可能性があるとして指摘する。BOE の QE に持続的な長期金利押し下げ効果がなかったとすれば、QT において、経済的ショックさえ起らなければ、流動性および市場機能チャネルが逆に作用して QT が長期金利上昇を招く懸念はないことになる。実際、第 2 章で本論文が考察したとおり、QT による長期金利上昇の影響は限定的だったとみられる。

しかし、日本銀行の場合は状況が異なるとする。QQE の実施期間中に持続的なポートフォリオバランス効果によって長期金利が押し下げられていた分、日本銀行の QT によって逆の効果が働き、長期金利が押し上げられる可能性があるとする。特に、日本銀行の QQE は英国と比べて規模が格段に大きかっただけにその懸念が大きいとする。

## 最終試験審査の概要

### I. 最終試験審査の概要

審査委員会では、本論文が次のような特徴を持つことを確認した。

#### 1. 問題意識と研究目的の妥当性

本論文は、BOE の非伝統的な金融政策に焦点をあて、その効果や財務面への影響など多角的に明らかにすることを目的としている。先進主要国の非伝統的な金融政策の内容やその効果や限界は、比較的新しい研究テーマであり、研究成果も増えつつある。しかし、わが国では、非伝統的な金融政策について日本銀行の政策に関する研究が中心となっている。

BOE の非伝統的金融政策については、日本では、斉藤美彦と河村小百合の両者の先行研究がいくつかあるが、限られており、また状況が絶えず変化するだけにアップデートも必ずしもされていない。本論文は、両氏や BOE その他の先行研究を踏まえながら、コロナ危機対応、トラス・ショック、QT など最新の状況も含めて分析を試みている点、意義深いものである。

本論文のもう一つの重要な点は、BOE と日本銀行の非伝統的金融政策の内容やその効果の違いを分析することによって、BOE の非伝統的金融政策の特徴、効果、影響を浮き彫りにしようとした点である。それは、結果として、日本銀行の非伝統的金融政策の中身や効果、影響の客観的な理解向上にも繋がるものである。

以上のように、本論文における問題意識と研究目的は明確で妥当なものである。

## 2. 先行研究を踏まえたうえでの本論文の独自性、独創性

本論文は、BOE エコノミストや学界における BOE の非伝統的金融政策に関する先行研究を踏まえたうえで、いくつか、新たな独創性、独自性のある分析も行っている。

第一に、BOE の QE の長期金利押し下げ効果を分析するうえで、先行研究が国債の名目利回りのみに着目した変化を分析対象としたのに対し、本論文は、実質利回りの変化にも着目して分析している。また、先行研究が、国債利回りの変化を QE 期間中に限って分析しているのに対し、本論文は、QE 休止期中の国債利回りの変化も分析対象とし、同期間中にも利回り低下がみられたことを理由に、国債利回りの趨勢的な低下には、自然利子率が寄与している可能性が高いとしている。分析対象を広げたことにより、QE の国債利回りへの影響に関する主張の説得力が高まったと考えられる。

第二に、BOE の非伝統的金融政策において QE に比べると注目度は低い貸出促進スキームについて、FLS、TFS、TFSME の 3 種類の特徴を明らかにして、その効果を論じた点である。FLS や TFS それぞれ単一のスキームについては、BOE エコノミストや斉藤美彦の研究により制度の特徴や貸出促進効果が分析されているが、本論文は分析対象に TFSME まで含めている。また、貸出促進効果の検証として、金融機関全体の貸出純増額を調べるだけでなく、個別行の貸出純増額、金融機関に対する信用アベイラビリティに関するアンケート調査結果、貸出金利なども確認している。さらに、日本銀行の貸出促進スキームとの比較を通じて、BOE の貸出促進スキームの特徴を浮き彫りにした点も本論文の独自性といえる。田中隆之の貸出促進スキームに関する類型化も踏まえつつ、さらに危機対応目的と貸出（さらには企業の投資）増加目的、その両方と 3 種類に目的別の類型化を試みたのも本論文の独創性といえる。

第三に、終章において、日英中銀の QE の長期金利押し下げ効果の違いとその背景について考察した点である。本論文は、BOE の QE の長期金利押し下げ効果について一時的にはみられたものの、持続的な効果は限定的であったとしている。一方で、日本銀行の QQE について日本銀行の「金融政策の多角的レビュー」またはその背景となるスタッフによるワーキングペーパーは、持続的な押し下げ効果があったとする。

本論文は、日英中銀の QE（日本銀行の場合は QQE）は、対応する経済事象や実施期間が異なるとする。BOE が主として経済ショック時に危機対応目的から実施期間の短い QE を繰り返したのに対し、日本銀行の QQE は、慢性的なデフレからの脱却を目的にして長い期間実施されたとする。そのため、BOE の QE は、金融市場にストレスがかかる状況で、流動性および市場機能チャネルを通じて一時的に長期金利を押し下げる効果はあったものの、持続性はなかったとする。これに対して、日本銀行の長期間にわたるしかも国債保有残高の名目 GDP 比でみて BOE に比べ遥かに大規模で実施された日本銀行の QQE には、ポートフォリオバランス効果が働き、持続的な押し下げに寄与したとする。

日英中銀のQEの比較は、本論文の独創的な部分であり、特に、QEの長期金利押し下げ効果のメカニズムを理解するうえでも意義深い比較分析であり、論旨は説得的でもあった。

### 3.課題

本論文について、課題も指摘せねばならない。QEの長期金利押し下げ効果というテーマについて、分析しているが、長期金利を低下させる要因は、QEだけでなく、政策金利の変更、経済物価情勢の市場見通しの変化、機関投資家等の行動変化による需給の変化、他国長期金利の動向など様々である。欲をいえば、こうした要因を加味した多変量回帰分析などによって、QEが長期金利低下に寄与した要素を定量的に推計できれば、より説得的であった。さらにいえば、QEの効果を長期金利押し下げに限定するのではなく、経済成長率やインフレ率への影響にも広げて定量的に考察することができれば、さらに本論文の価値は高まったであろう。この点は、本人も自覚しており、本論文の最後に課題として挙げている。

また、本論文が、BOEがQEを実施するにいたった背景となる政治経済情勢—世界金融危機時の英国の経済金融状況、ブレクジットの影響など—との関係についてももう少し詳しい言及が欲しかった。

それを差し引いても、QE期とQE休止期での長期金利の変化を丹念に分析した点や日英中銀のQEや貸出促進スキームの特徴と効果について比較研究を行った点にはやはり本論文の学術的価値を認めるべきであろう。

## II. 口頭試験の結果と学力の確認

本論文の内容及び関連する科目について、令和八年二月四日午前九時半から十時半にわたって口頭試験を実施し、学識と研究能力を有する事を確認した。

## III. 結論

本委員会は提出された麻山徹太郎氏の 博士（経済学）学位請求論文が、博士（経済学）学位を授与されるに値するものであり、かつ、最終試験を通して論文提出者がその専門分野における十分な学識と研究者としての自立した能力を有することを確認し、博士（経済学）学位を授与するにふさわしいと判断した。

以上