

イングランド銀行による バランスシート政策の発見

斉 藤 美 彦

はじめに

- I. イングランド銀行の金融調節の枠組みの推移
- II. ディスカッションペーパー「イングランド銀行の将来バランスシートと金利コントロールの枠組み」
- III. 講演「待たれる出口」
- IV. 新型コロナ危機対応とバランスシート政策
おわりにかえて：出口政策の変化

(要旨)

新型コロナウイルスの影響が金融・証券市場にとって危機的な状況であったのは、2020年3月のことであった。イギリスの中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、この状況に素早く対応し（政策金利の引下げおよび量的緩和（QE）の拡大）、危機の拡大を阻止することに表面的には成功した。このことは中央銀行のバランスシートを危機対応関連でカウンターシクリカルに変動させることへのポジティブな認識へとつながった。また、2009年3月以来採用してきた QE からの出口はかなり遠ざかってしまったかの感がある。

本稿においては、BOE の出口政策は、実は2018年の段階で変化していたことを、同行のディスカッションペーパーおよびハウザー理事の講演から明らかとし、中央銀行のバランスシート政策の展開、QE を準備預金によるファイナンスで行った際の巻き戻し（QT）の困難さ、中央銀行のバランスシート拡大による不均衡の拡大等を検討している。

はじめに

筆者は、日本証券経済研究所の『証券経済研究』第112号（2020年12月）に「危機とイングランド銀行のバランスシート—新型コロナ危機対策を中心に—」という論文を発表した¹⁾。その内容をごく簡単に述べるならば、2020年3月のベイリー新総裁就任直後においてイングランド銀行（BOE）は、量的緩和（QE）の急拡大を決定し、大規模かつ急速度の資産購入は市場の安定に寄与したと自己評価しているというものである。BOE は、ここから QE には理論的面からも実証面からも効果があるという研究が多いとし、さらに従来の出口政策を修正し、正常化後においても BOE のバランスシートは以前の水準に戻る

1) 斉藤 [2020]

わけではなく、市中金融機関の準備需要の増加もあり、それはかなり大きなものとなつた。そして危機対応として中央銀行のバランスシートをカウンターシクリカルに動かすことの効果についても肯定的に評価していることを紹介した。

ただ出口政策の変化については、ベイリー新総裁就任後に急に方針転換されたものであるとは必ずしもいえない。2018年8月に公表された「イングランド銀行の将来バランスシートと金利コントロールの枠組み」(BOE [2018])と題するディスカッションペーパー(無署名)と2019年7月のハウザー理事の「待たれる出口:QTとイングランド銀行の長期的バランスシート」(Hauser [2019])と題する講演において、それは一定程度示されている。本稿においては、以下で前記のディスカッションペーパーおよび講演について検討し、BOEの出口政策の変化およびバランスシート政策がどのように変化したかについて考察することとしたい。

I. イングランド銀行の金融調節の枠組みの推移

BOEは、2006年5月にその金融調節の枠組みを大きく変化させた。それ以前の金融調節方式は、ゼロリザーブ制度であり、金融機関は決済に必要な準備を保有してはいたものの、大枠としては残高をマイナスとはしない同時積み方式であり、資金供給は基本的に2週間物のレポオペにより行われていた(1996年以降)。新方式はこれを変更し、積み期間の直前に金融機関に準備額(平残ベース)を申告させ、これを合算したマクロ的な準備量については期中(約1か月)平残ベースで100%供給することを約束するというものであった²⁾。

金融機関は、期中の準備額については自己申告であるから、教科書的な準備率操作という概念はここには存在しない。なお、その際の準備額の上限は基準日(積み期間の直前)の残高の2%とされていた。このシステムによる準備需要そして準備供給が、2010年代末においては過少であったとBOE自身により評価されることとなったのであるが、ここではこの点にはこれ以上立ち入らないこととする。

それまで、ゼロリザーブであったものを、準備を強制する制度に変更することもあり、制度変更時にBOEは準備預金については付利を行うこととした。そして政策金利(バンクレート)とは、この準備預金への付利金利とされたのであったが、この政策金利は主たる資金供給手段であった期間1週間の短期レポオペの金利とされた。その意味でBOEの政策金利の期間は1週間といわれたわけではあるが、これは必ずしも正確ないい方ではない。準備預金は要求払いであるからである。

それはともかくとして、マクロベースでは100%の準備供給を行ったとしても、個別金融機関ベース(ミクロ)においては過少準備となる場合もあれば過剰準備となることはありうることである。ただしBOEとしては、これにはペナルティを課すこととしていた。その内容は、申告残高を下方にも上方にも1%以上外れた場合には、準備預金への付利は

2) 2006年5月の金融調節方式について詳しくは、斉藤[2015]第2章を参照されたい。

行わないというものであった。そしてそれを防ぐための制度として、スタンディング・ファシリティ（預金ファシリティおよび貸出ファシリティ）を設けたのであった。過少準備となりそうな金融機関は、貸出ファシリティを利用（この他、ファインチューニング・オペも利用可能）することにより、それを解消することができる。一方、過剰準備となりそうな金融機関は、預金ファシリティに預入することによりペナルティを避けることができるのである。

このスタンディング・ファシリティ金利は、政策金利比で貸出ファシリティがプラス 100bp（政策金利が 1% 以下の場合は、その 2 倍）、預金ファシリティがマイナス 100bp（政策金利が 1% 以下の場合は、0%）とされていた。BOE としては、これらの制度によりオーバーナイト金利等の 1 週間以下の短期金利を政策金利上下 100bp 内に誘導することが可能であり、これら金利のボラティリティを従前の制度よりも小さくできると自己評価していた。そしてこの預金ファシリティ金利と貸出ファシリティ金利の間に短期金利を誘導するシステムのことは、廊下になぞらえてコリドーシステムと呼ばれたのであった。

ところでこの枠組みの特徴は、過少準備供給状態とはしないだけでなく、超過準備供給が不可能な制度設計となっていたことであった。しかし、この枠組みは制度変更後 1 年と少し経っただけの 2007 年 9 月のノーザンロック危機において崩れてしまった。ノーザンロック危機とは、住宅金融組合から銀行転換後に急成長したノーザンロックが、資金調達面でホールセール資金や証券化（MBS）に頼っていたのが、同年 8 月のパリバショックの余波から流動性危機に陥った事件である。

BOE は、危機対応として過少準備状態のノーザンロックに資金供給を行ったわけであるが、このことはインターバンク市場で本来的には供給する部分があったわけであるから、他の金融機関に超過準備が発生することを意味した。そうすると超過準備を保有する金融機関にはペナルティが発生してしまうこととなる。これは当然ながら BOE の望むところではなく、これへの対応としては BOE は準備預金の付利範囲を通常の上下 1% から大幅に拡大することで対応した。

この枠組みは、2009 年 3 月の量的緩和（QE）政策の採用とともに廃棄された。この時点で政策金利は 0.5% に引き下げられるとともに、準備預金には全額政策金利による付利がなされることとなった。この政策金利の 0.5% という水準は、QE 採用時の BOE の政策金利のとりあえずの最低水準とされ、実際にもその後長期間継続した。また、QE と準備預金への全額付利という枠組みのもとでは、預金ファシリティとその金利は意味を失うこととなった。政策金利（準備預金の付利金利）は、オーバーナイト金利等のフロア金利として機能することとなっている（フロアシステム）³⁾。

ところで QE 導入後において、BOE（QE の実際の運用は子会社の「資産購入ファシリティ（APF）」により行われてきている）による資産購入額の上限については引上げが行

3) BOE のノーザンロック危機対応から QE の採用に至るまでの経緯について詳しくは、斉藤 [2015] 第 3 章を参照されたい。

われたが、2016年6月まで0.5%の水準が維持されていた。また、資産購入額の上限についても、2012年7月の引上げ（上限3750億ポンド）以降はその水準が維持されていた。このため2013年2月の『イングランド銀行四季報』の論文（McLaren and Smith [2013]）においては、QEの出口についてのメインシナリオが示された。それは2016年初めに政策金利の引上げを開始し、同年後半には資産売却を開始し、2019年中には資産売却を完了し、APFは解散するというものであった⁴⁾。

しかしながらBOEは2016年前半において政策金利の引上げを開始することはできなかった。それどころか、同年2016年6月のイギリスのEU離脱を問う国民投票の結果が「離脱賛成多数」となったことによる混乱への対処として同年8月に政策金利は0.25%引き下げられ、史上最低水準の0.25%とされるとともに、QEの上限も700億ポンド引き上げられ4450億ポンドとされたのであった。その後、イギリス経済・金融市場等の落ち着きを背景に、政策金利は2017年11月に0.25%の引上げが行われ、QEの基準値ともいえる0.5%に復帰した。さらに、BOEは2018年8月に政策金利を0.25%引上げ0.75%とし、金利面においては出口を出たような外観を呈していたのであった。そしてこの政策金利が0.75%であった時期に公表されたのが上記のディスカッションペーパー（BOE [2018]）なのであり、そこではBOEの出口戦略の変化が示されていたのであるが、次節においてはそれについて検討することとする。

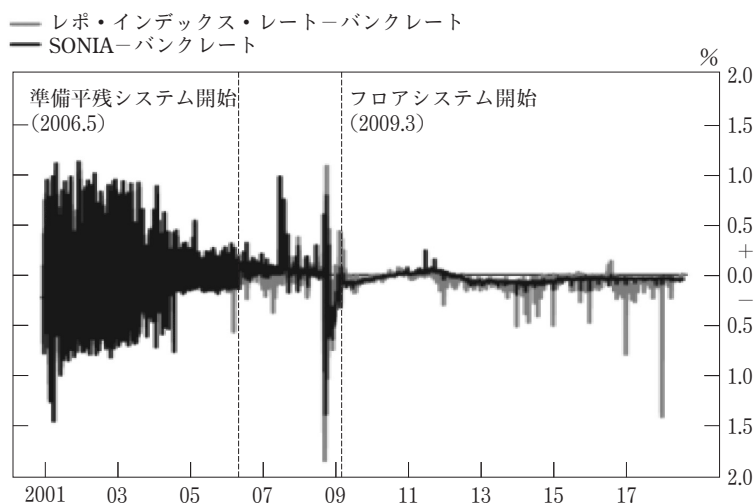
II. ディスカッションペーパー「イングランド銀行の将来バランスシートと金利コントロールの枠組み」

2018年8月に公表されたディスカッションペーパー「イングランド銀行の将来バランスシートと金利コントロールの枠組み」は、無署名ではあるが「序文」にブロードベント・ラムズデン両副総裁の署名があり、さらにパブリックコメントを求めるというものであった。「序文」では、2018年6月にBOEの金融政策委員会（MPC）が、資産規模の減少を開始する政策金利の水準を2%としていたのを、1.5%に変更したことを述べ、さらに短期金利コントロール方式としてフロアシステムはしばらく継続することを明らかにした。このことは市中金融機関の準備需要に対して、政策金利により完全に供給することであると説明されている。そしてこの6月のMPCの議事録の「時間の経過とともに、イングランド銀行は準備需要、すなわち市場参加者の関与を含め、中期的にバランスシートのサイズの可能性についてさらに学ぶことを期待するようになった」との部分を紹介した。

再度強調しておくが、この時期は政策金利が0.5%から引き上げられ0.75%となっていた時期のものであり、資産規模の削減を開始する1.5%との間のいわばのりしろは0.75%であった時期のものである。その意味で、この時期のディスカッションペーパーは、それが開始される以前において市場との会話を開始したいとの考えから公表されたものであり、

4) 2013年初時点におけるBOEの出口戦略・予想について詳しくは、齊藤・高橋 [2020] 第3章を参照されたい。

図表1 短期金利とバンクレート



〔出所〕 Bank of England [2018] p. 4.

パブリックコメントも求められたのである。その後の展開は、2020年に入り新型コロナ危機対応のために、3月には政策金利は2度にわたり引き下げられ、史上最低水準の0.1%となり、逆方向への動きとなり、QEの残高上限については3000億ポンドの大幅引上げが行われたわけであるが、問題はこの段階（ペーパーの発表時期）でBOEの出口戦略の変化があったということであり、本稿の問題意識もそこにあるわけである。

以下で、ディスカッションペーパーの内容を検討することとするが、全体は2節からなり第1節は「将来のAPFの残高縮小期間における短期金利のコントロールの枠組み」、第2節は「どのような要素が将来のイングランド銀行のバランスシートのサイズの影響を及ぼすのか」とされ、それぞれの節には3問ずつのパブリックコメントを求める質問が記されている。

まず第1節の内容から見ていくと、BOEのポンド建て短期金融市場におけるオペレーションについては、スターリング・マネタリー・フレームワーク（SMF）として知られているが、その経緯についてまず説明している。その内容は、2006年以前においては参加者（市中金融機関）は最小限の、付利されない準備バランスを保有しているのみであり、それらは主としてポンド建ての支払いの管理のために用いられていた。BOEは日中数度にわたり資金供給を行っていた。このシステムにおいては、市場参加者は営業日の終了間際の時点において予期せぬ流動性の流出に見舞われることがあり、このためオーバーナイト金利のボラティリティは非常に大きかったと説明されている。

このことが前節で紹介した2006年の金融調節の枠組みの変更の理由であったわけであるが、とりあえずは短期金利のボラティリティは低下した（図表1）。この期中平残維持、準備預金への付利システムはの下でBOEは参加者が必要とする準備供給は行ったが、金融危機時には参加者間で流動性を融通し合うシステムは動揺し、これも前述したがBOE

は準備預金制度のフレキシブルな運用を行ったが、短期金利のボラティリティは高まることとなったと説明されている。

2009年のQE導入後においては、準備預金の水準は主としてMPC（実行はAPF）による資産購入量により決定されるようになった。そして全ての準備預金に政策金利で付利されるわけであるから短期金融市場金利は政策金利近傍で決定されるようになっている。これをBOEはフロアシステムと称しているのである。

このフロアシステムの下で、BOE（APF）が資産購入残高を減少させる際に、BOEは以下の3点に留意するとしている。

- ① 現在の枠組みは、政策金利に沿った市場金利を維持するのに効果的であることが証明されている。それは、大量の準備を供給し、それらすべてに政策金利で付利することにより達成されている。
- ② 現在のフロアシステムの重要な要素を維持することは、SMF参加者とBOEの両者に運用の継続性と簡素化を提供する。
- ③ 提案されているフロアシステムの変種は、以前のコリドーシステムよりも、将来の幅広い経済シナリオに対して堅牢である。特に、準備の供給が、将来の資産購入またはBOEの流動性保険ファシリティによるかどうかにかかわらず、政策関連で増加した場合でも、それは引き続き有効である。

要するに、APFの資産残高が減少したとしても、しばらくはフロアシステムは有効であるということであるが、一定程度まで減少した場合には短期金融市場金利が政策金利を上回る可能性があることは認めている。その場合には、BOEはSMF参加者の追加的準備需要に対しては通常のOMOによる供給を行うとしている。この資金供給は高品質の担保（レベルA）に対して政策金利により行われ、また、全ての準備に政策金利による付利が行われるというシステムは維持されるとしている。そして、市中金融機関の準備需要が、BOEのバランスシートのサイズを決定する主要因であるとしている。

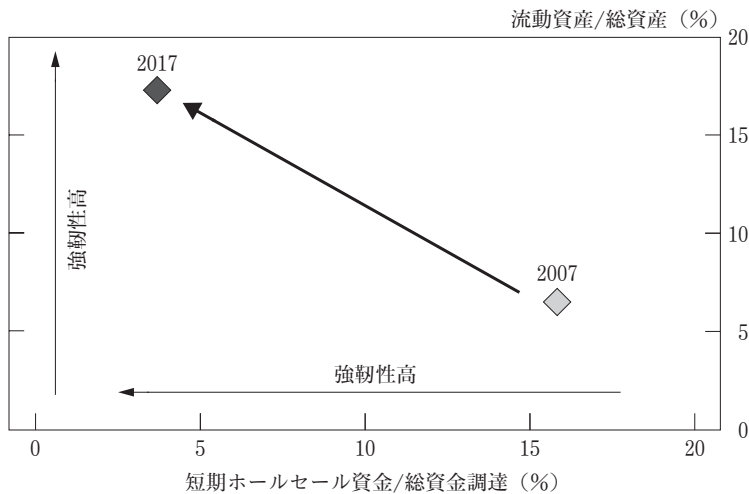
この後、同ディスカッションペーパーは、3つの質問を挙げているが、これについては本節の最後でまとめて検討することとしたい。

次に、ディスカッションペーパーの第2節の内容であるが、これは準備需要とBOEのバランスシートのサイズの間の関係が、どのように変化するかを考察したものである。銀行の構造・規制・行動の変化から、将来的に準備需要がどう変化するかを予想するのは難しいと、同ペーパーは表明している。

将来的にBOEの資産規模が縮小に向かう場合（当時においてはこのように予想されていた）、そのバランスシートの規模は、SMF参加者の準備需要のレベルおよび流通銀行券量、すなわちBOEの負債に対する需要により決定されるとしている。そしてここで注目されるのが、金融機関の準備需要について、金融危機以前よりも構造的に増加している点であり、さらに銀行券発行残高についても増加してきているとしている。

このうち準備需要については、金融機関は金融危機以前よりも流動性バッファを大幅

図表 2 流動資産と資金調達



[出所] Bank of England [2018] p. 10.

に多く保有しているとしている。これは危機後において流動性規制（健全性目的）が導入されたことと金融機関自身が流動性リスク対応のための自己保険を望んだことが影響していると説明している。そして最も重要なこととしてバーゼルⅢの流動性カバレッジレシオ（LCR）規制を挙げている。この規制は、ほぼ全ての SMF 参加者に、30日間にわたる資金流出をカバーするための高品質流動資産（HQLA）を保有することにより、種々の流動性リスクに対応するための事前的保険を要求しているのである。このことは金融機関の資金調達および資産構成に大きな影響を与えたとしている。図表 2 で2007年と2017年を比較するならば、金融機関の短期のホールセール資金調達比率は大きく低下する一方で、総資産対比での流動性資産比率は大きく上昇しているのである。

中央銀行準備預金は、銀行にとっての最も流動的な資産であるが、BOE による資産購入により近年の大量供給がなされているものである。また、BOE は SMF 参加者を増加させてきており、2008年の43から2018年の194へと準備預金口座の保有機関が増加している。これは、BOE が取引相手を銀行・住宅金融組合のみから、投資関連業者やセントラル・カウンター・パーティーにも拡大したことによっている。同ペーパーの公表時点において、これらの新規参加者は全準備預金の約 3 分の 1 を保有しており、その面でも準備需要は拡大しているということであろう。そのため、BOE としては準備の望ましい水準は、大規模資産購入とは無関係に増加した可能性があるとの見解を表明している。

その準備預金への総体的な需要は、時期によって異なり、金融機関の流動性需要一般の変化と大きく関連していると同ペーパーは指摘している。流動性資産需要に影響を与える構造的要因としては、①SMF 参加者のリスク選好、②リスクが顕現化する可能性の認識、③流動性資産ストックのサイズと性質、④将来的な関連金融セクターへの規制の動向を挙げている。SMF 参加者間においても準備預金への選好は異なるわけであり、それは金融

機関のビジネスモデルの相違、バランスシートの構造、リスク選好等の影響を受けるとしている。特に大金融機関においては、イールドカーブの形状がポンド建て HQLA の一部としての準備預金への選好に影響を与えているとしている。

また、BOE が SMF 参加者にどのような手段を用いて準備預金を供給するかも需要に影響すると指摘している。APF は買い切りの資産購入であり、OMO はレポ方式による供給であることから、取引方法は異なることとなる。そして両者は、会計処理方式および健全性規制面からも異なることとなる。これらが OMO により得られる準備預金への需要へ影響を及ぼす可能性を指摘しているのである。

以上のことを指摘したうえで、同ペーパーは各節において3つずつの質問を提示し、それらにパブリックコメントを求めているわけであるが、以下ではそれらをまとめて紹介することとしたい。

質問1-OMO を介して供給される可能性のある BOE の準備預金のレベルに影響を与える運用上またはその他の考慮事項はあるか？ OMO の新しいプログラムは、BOE の既存の流動性ファシリティ（ILTR など）の需要にどのように影響するか？

質問2-ここで説明する運用フレームワークは、SMF 参加者の準備預金ポジションの日常的な管理にどのように影響するか？

質問3-ここで説明する運用フレームワークは、現在のフロアシステムと比較して、銀行間およびその他のマネーマーケット活動と価格設定にどのように影響するか？

質問4-BOE の準備預金に対する需要の原動力は何であり、それらの相対的な重要性は何か。

質問4 a-日々の流動性ニーズの管理は、準備預金の需要にどのように影響するか？

質問4 b-健全性規制は準備預金の需要にどのように影響するか？

質問4 c-準備預金への需要は、他の資産で利用可能な相対的なリターンによってどのように影響を受けるか？

質問4 d-長期的に埋蔵量の需要を促進すると予想される構造的要因は何であるか？

質問5-OMO を介した準備預金の供給は、供給が主に資産の購入を介する現在のフレームワークと比較して、需要にどのように影響するか？

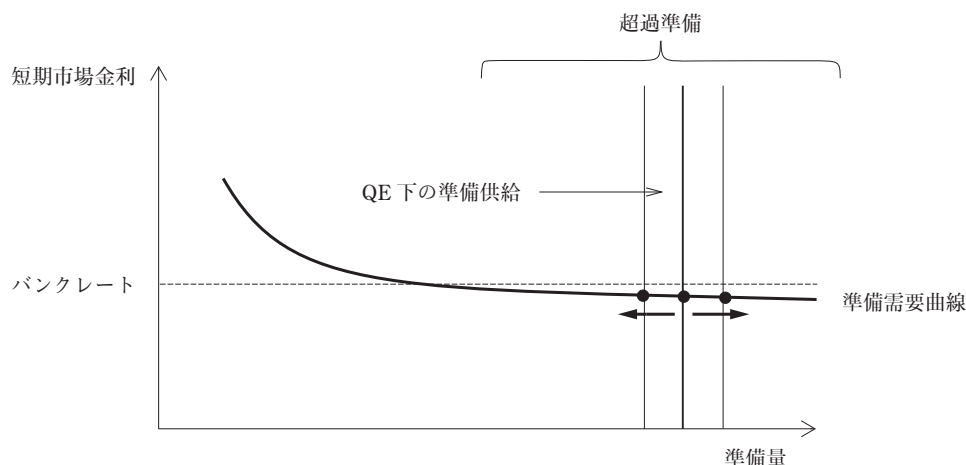
質問6-準備預金への予想される総需要を推定するためにどのようなアプローチを取ることができるか？

Ⅲ. 講演「待たれる出口」

前節で紹介したディスカッションペーパーおよびそこにおける質問へのパブリックコメントを反映したと思われる重要な講演が「初めに」で紹介した2019年7月のハウザー理事の「待たれる出口：QT とイングランド銀行の長期的バランスシート」（Hauser [2019]）である。これもまた政策金利が新型コロナ危機以前の政策金利が0.75%の時期におけるものであったことは考慮に入れつつ、以下で紹介・検討することとしたい。

まず、講演の冒頭において、同理事は、中央銀行のバランスシートについて、それが大

図表3 現行フロアシステムの枠組み下の中央銀行準備市場



〔出所〕 Hauser [2018] p. 6.

きすぎるとするならば、金融市場の役割を奪い取り、イノベーションを阻害し、不健全な行動を助長すると非難されたとしている。さらに金融政策と財政政策の違いを不明瞭とし、「政治的階級に対する危険な誘惑」を提供したり、準備保有者にさしてメリットのない金融的な報酬を与えると非難されたとしている。

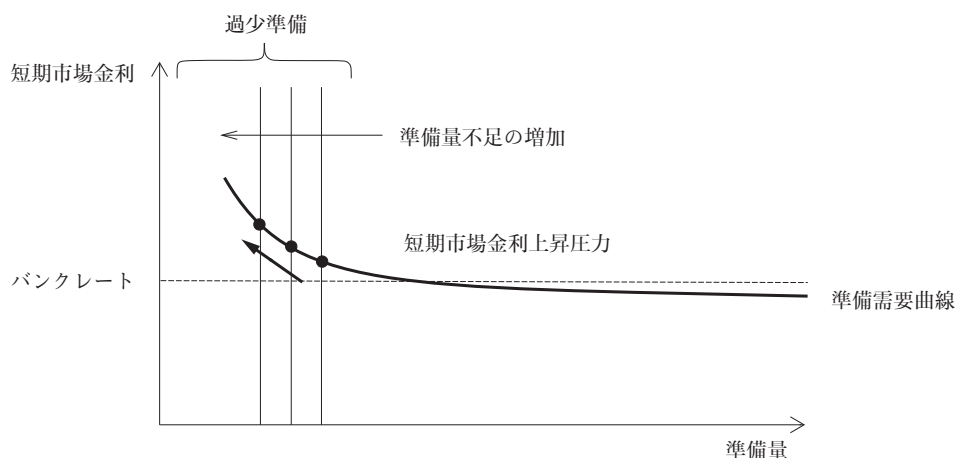
一方、それが小さすぎるとするならば、危機の時期において BOE は動かないと非難されたとしている。すなわち、金融的な安定を維持するために経済にリスクフリーの資産を適切に供給する役割を果たせていないか、金融政策の伝播の有効性を阻害していると非難されたとしている。

さらに同理事は、講演が行われた時期（新型コロナ危機以前の政策金利が0.75%であった時期）を反映して、量的緩和の巻き戻し（以後、QT）をどのように実施し、中期的にどのようなバランスシートの姿になることを予想しているかについて（QE の拡大ではなく）焦点を当てて話すとしている。この講演の1年前にディスカッションペーパーを公開し、中期目標のビジョンを公開した目的もそこにあるとしている。ここでは QT が実施されたとしても BOE のバランスシートは QE 開始前の水準まで小さくはならないであろうとの予測が示されている。

講演は、以下で本論に入るわけであるが、まず「イングランド銀行のバランスシート：理論と実践」について語られている。BOE のバランスシートの負債項目のうちで重要なのは「中央銀行通貨＝銀行券＋準備預金」であり、それは金融上の安定と通貨の安定に寄与しているとしている。

大規模資産購入により BOE のバランスシートは拡大したわけであるが、それを可能にしたのは準備への需要が急増したことが要因として挙げられるとしている。その具体的な内容としては、①SMF を通じて BOE のバランスシートにアクセスできる金融機関等の数が2005年の17から近年においては200超へと拡大していること、②SMF メンバーの流動性

図表4 フロアシステム下の短期金利上昇圧力



〔出所〕 Hauser [2018] p. 9.

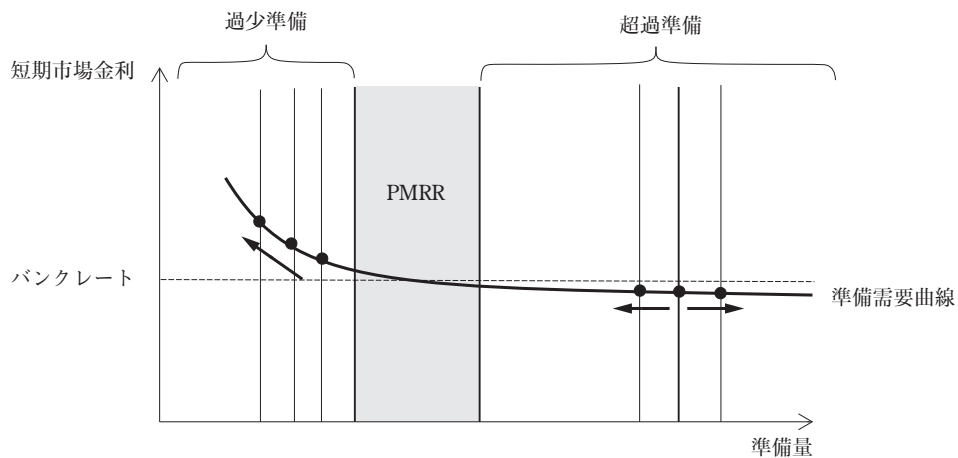
保有ターゲットが危機以降急拡大していることが挙げられている。QE 開始後のいわゆるフロアシステムにおいては、準備供給もしくは需要にかかわらず、オーバーナイトレートは政策金利（バンクレート）近傍に誘導されているが、この状態を示しているのが図表3である。また、実際の金利変動（バンクレートと市場金利の差）も前掲の図表1でわかるとおり QE 採用以後においてボラティリティが縮小している。QE 以前のコリドーシステム（準備平残システム）においても準備量は安定はしていたが、準備需要の急増には対応ができなかったとしている。

同講演はこれに続けて「待たれる出口」という内容に入り、この部分はさらに3つに分かれている。その1つ目は「MPCのQT戦略」である。当然のことながら、BOEのバランスシートの動向はMPCの戦略如何となる。MPCのQT戦略は、①政策金利がある水準（当時は1.5%）となって以降においてのみ開始される、②長期間かけて段階的に行われる、③債務管理庁（DMO）と連携をとって国債市場、社債市場の機能維持を考慮する、④インフレーションターゲットを達成するため、それを修正ないしは逆転することもあるというものである。そして実際に、いつQTが開始されるかについては、当時においては不明であるとしている。

2つ目は、「QTの初期段階における政策目標の達成」である。QTがいつ開始されるかにかかわらずBOEにとって重要なこととして、短期金利を適切にコントロールし、バランスシートを柔軟に調整することが挙げられる。QTの初期段階においては、超過準備は存在し、フロアシステムは機能し続けると説明されている。もしこの段階で過少準備となってしまうのであれば短期金利は急上昇することになってしまうとしている（図表4参照）。

3つ目は、「円滑な移行の保証」であり、このためには金融機関の準備保有の理由を知る必要がある、これを理解するためにBOEとしては先のディスカッションペーパーを公

図表 5 好適最小準備レンジ (PMRR) の位置付け



〔出所〕 Hauser [2018] p. 10.

図表 6 PMRR の推定 (2018年時点)

推定額 (10億ポンド)

PMRR (ベース)	120-160
PMRR (バッファ)	30-90
総計 PMRR	150-250

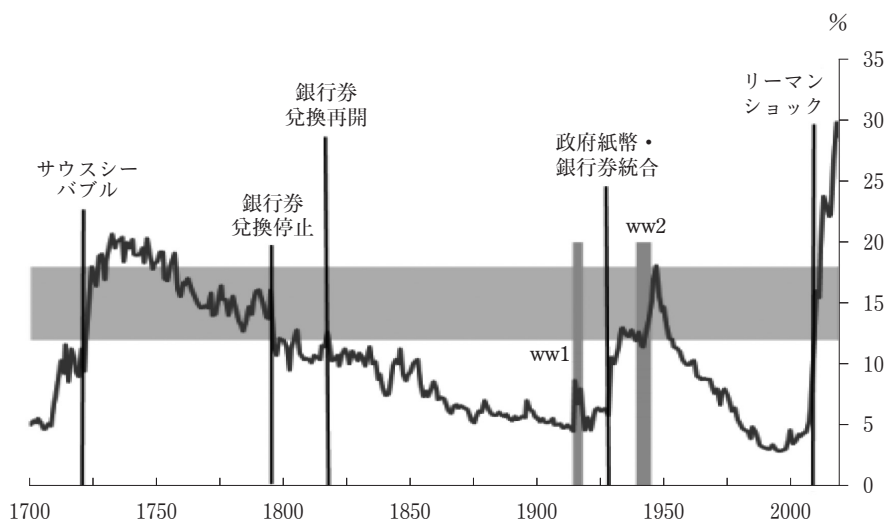
〔出所〕 Hauser [2018] p. 11.

表し、金融機関からのヒアリングも行ったとしている。金融機関の準備保有動機は、①日々の支払いのための準備、②数日レベルでの流動性の流出のための保険、③他の流動資産対比での収益性を理由とするものの3つに大別される。このうち②に関連しては、金融機関は規制により30日間にわたって予想される資金流失をカバーするための流動性の高い資産の保有することを義務付けられており、価値安定性の観点から金融機関は準備預金を保有する需要が存在するとしている。これに①を加えたものが「好適最低準備レンジ (PMRR)」と呼ぶべきものであり、その範囲は図表 5 に示されている。準備預金がこのレベルよりも小さくなるのであれば、短期金利は急上昇することになり、このレベル内に収まっていれば短期金利は政策金利近傍で安定するであろうとしている。

この PMRR には、②の関連で不確実性に対するバッファが含まれるとし、③に関連しては、将来的にはその他の流動資産から得られる収益率も大きく影響するとはしている。以上のことを勘案したうえで、2017年夏時点で金融機関の推定 PMRR は、1500-2000億ポンドであると推定している。その内訳としては基礎的 PMRR が1200-1600億ポンド、バッファ PMRR が300-900億ポンドと推定している（図表 6）。

ただし、ハウザー理事は、PMRR の推定額と QT 開始後に売却する必要のある国債との間には機械的な関連性はないことを強調している。QT 開始後の BOE のバランスシート

図表7 QT後の平時におけるBOEバランスシートの推計（GDP比）



〔出所〕Hauser [2018] p. 12.

の枠組みは、QE および QT の量および構成からは独立に決定されるとしているのである。そして、PMRR に銀行券およびその他の負債を加えた BOE の QT 後の定常状態のバランスシートの規模は 2 兆 7500 億 - 3 兆 7500 億ポンド（GDP の 12-18%）であるとの予測を明らかにし、その規模が BOE の金融政策および金融安定政策の目標を達成するために必要であるとしている。その規模は、当時の BOE のバランスシートの規模の約半分であり、それはディスカッションペーパーへのフィードバックを反映しているとしている（図表 7）。ただしこの見積もりには、不確実性が存在するとも述べている。

このポスト QE の枠組みにおける不確実性について BOE はどのように対応するのかというのが講演の最後のテーマとなっている。一つの可能性としては、アメリカのように PMRR に到達する以前に準備量の削減を行うことをやめること（フロアシステムの維持）があるとの認識がまずは示されている。この場合、当然のことながら超過準備（PMRR 対比での）は解消されないわけである。

しかし、前節で考察したディスカッションペーパーにおいては、準備需要の推定に固有の不確実性を処理するためのこれとは異なるアプローチをしたことについて語っている。そのアプローチとは、QT が開始されてからの適切な時点において、単純なフロアシステムから、金融機関がどのレベルの準備保有を必要としているかを自身で決定する枠組みへの転換である。このアプローチにおいては、BOE は高品質の担保に対して政策金利で無制限に準備供給を行うというものである。供給の手法は定期的な OMO であり、これによりフロアシステムを維持するとしている。

BOE のバランスシートは、このシステムにおいては、超過準備が存在するフロアよりも小さくなると予想している。それは PMRR の不確実性のためのバッファーを組み込む必要がないからであるとしている。他方で金融機関側にとっての OMO により準備を取得

するバランスシートコストがあることは、金融機関側にある程度の準備不足がある可能性が高く、結果として準備量は PMRR 内に収まるとしている。

このアプローチのメリットとして同理事が強調しているのが、QT 期間中において BOE のバランスシートの構成（OMO と買切りオペ）を変化させることができるというものである。また、同時にフロアシステムが将来的にバランスシートを拡大させる場合に、金利調節力があることについても強調している。

ただし、この新システムにおいては短期金利の状況がどのようになるかは、完全に予想することはできない。そして、①短期金利は現状よりもバンクレート対比で若干高め（準備量が現在より少なめになることから）になる可能性が高く、②短期金利の変動も、特に新システム導入の初期においては準備需要を測定するのに試行錯誤がありうることから、若干大きめとなるのではとしている。

これらに対処するためには、①OMO の回数を増やしたり、②OMO の期間を多様化させたり、③スタンディング・ファシリティを改定したりといったオペレーション上の改革が必要となるかもしれないとしている。また、新システムへの参加者は、時間の経過とともに増加する可能性があり、それに応じて市場構造を変化させる必要があるかもしれないとしている。

講演の結論として、ハウザー理事は、BOE のバランスシートは QT 開始後においても危機以前の水準に戻ることはないと再度断言している。そして当時における見積もりとして平時のバランスシートの規模についても、新システム下において1500-2000億ポンドであうと予想している。そして2018年8月に公表したディスカッションペーパーに関する議論により、BOE の将来的なバランスシートをどのように管理するべきかについての理解は深まったとしている。

そして同理事は、「中央銀行の歴史から、政策の実施に関しては、実践が理論を大きくリードしているように見えることがあります。しかし、実務は常に現実を明確に把握することによって支えられなければなりません。これがイングランド銀行の金融および金融の安定目標を達成する唯一の方法です。そして、それが私たちが今後もイングランド銀行のバランスシートを管理し続ける方法です。」(Hauser [2019] p. 16) と講演の最後を締めくくっている。

IV. 新型コロナ危機対応とバランスシート政策

前々節で紹介したディスカッションペーパーは2018年8月に発表されたものであり、前節で紹介したハウザー理事の講演は2019年7月に行われたものであるが、再度確認しておけば、この時期は政策金利が0.75%であり、QT の開始が予想されていた時期であった。しかしながら、周知のとおり2020年に入って以降、事態は新型コロナ危機の影響で逆方向へと向かった。2020年3月にはBOE (MPC) は、政策金利を2度にわたって引下げ、史上最低の0.1%とした。そして、APF による資産買入上限の引上げ等を行い、そのバランスシートの危機対応としての拡大を行った。

図表8 BOE のオペレーション (2020.3.1以降)

(単位 10億ポンド)

		残高 (5.27)	3.1 対比	ピーク時残高
流動性供給	ILTR	28	+21	28
	CTRF (1・3月)	6	+6	11
	ドルスワップ	23	+23	37
資産購入	国債	556	+121	556
	社債	14	+5	14
貸出促進策等	CCFF	19	+19	20
	TFSME	12	+12	12
	TFS (終了)	107		107
	FLS (終了)	2		2
		769	+207	

[出所] Hauser [2020] p. 13.

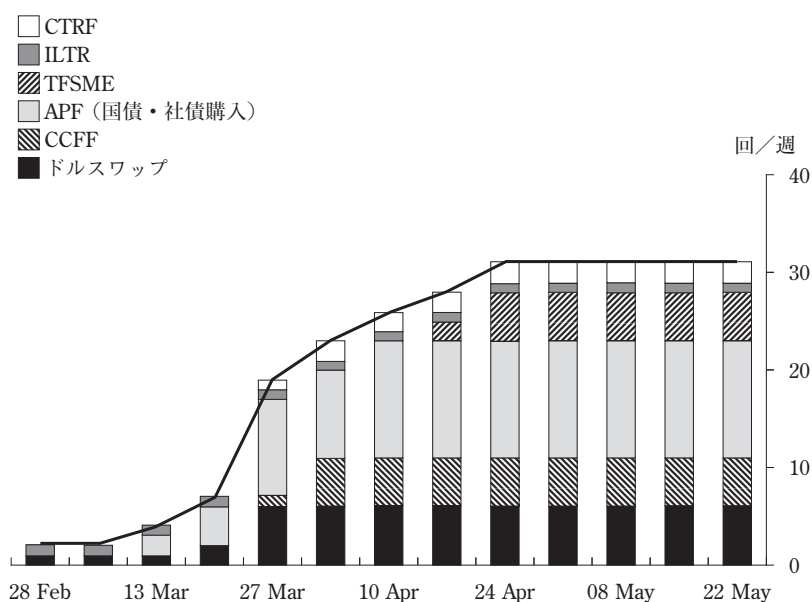
その内容については、斉藤 [2020] において既に紹介しているので、ここではそれについて詳しく解説することは行わない。そこで紹介できなかったハウザー理事の2020年6月の講演「春の7つの瞬間：Covid-19、金融市場とイングランド銀行のバランスシートオペレーション」(Hauser [2020])を、新型コロナ危機対応に関連して中央銀行のバランスシートをカウンターシクリカルに動かすことの意味等についてどう考えているかを中心に、以下で簡単に検討することとしたい。

図表8は、2020年3月1日から5月27日のBOEのオペレーションについて概観したものであるが、この間に2000億ポンド以上の資金供給が行われ、その約60%がAPFによる国債購入であった。そして米ドルスワップ、CCFF(政府主導の社債購入)、TFSME(中小企業融資促進のための資金供給)等もそれなりの規模であったことが分かる。さらにこれをオペレーションの回数ベースで見たのが図表9であるが、3月の2度目のMPCによる緩和措置の決定(3月19日)以降、それらの頻度が急増していることが分かる。

このようなことを確認したうえで、ハウザー理事は、講演の最後で4つの質問(課題)を提示している。それらを簡単に紹介するならば、①危機の決定的な瞬間で、仲介業者が国債市場等で効果的なマーケットを形成するのに苦勞した理由は何か。規制上の制約もその理由か。中央銀行のカウンターパーティーが仲介機能を果たせない場合、根本的なところを修正する必要があるか、またはそのギャップを埋めるためにバランスシートの構造をより大きく変更する必要があるか、②主要な金融市場間の裁定において、レバレッジが大きい一方で資本が少ないノンバンクの果たす役割をどう考えるか、③短期金融市場等に取り付けが起りやすい構造があるときに、公的資金を利用することなしに、金融上の安定にもたらされるリスクにどのように対処すべきか、④危機により弱点が非常にはっきりと浮き彫りになったLIBORからのタイムリーな移行をどのように保証できるか、である。

要するに、危機対応でQTどころではなく、これまでにはないレベルでのQEの拡充に走らざるをえなかった中央銀行として、さらなる危機が発生した際には、さらにバランス

図表 9 オペレーションの回数（週毎）



〔出所〕 Hauser [2020] p. 14.

シートをカウンターシクリカルに動かすことにより、危機を封じ込めるしかないとの宣言を行っているように思えるわけであるが、かつて考えられていた正常化は遥か彼方に行ってしまったことが、ここにおいても確認できるのである。それは、政策金利が0.75%であった時代の展望とも大きく異なるものであるとの評価が将来において可能となるのかもしれない。

おわりにかえて：出口政策の変化

2009年3月にQEを開始した時点のBOEは、APFの早期解散、すなわちQEの早期の終了を考えていたのではないと思われる。それはQE開始直前に設立されたAPFが、その収益も損失も財務省へ移転されることとされたが、それについてはその解散時期においてなされると規定されていたことから推測できる。しかしながら、当初予測よりはQEの期間が長期化しそうと考えられるようになったのか、2012年11月にBOEと財務省は、APFの収益について四半期毎に資金移動がされる（損失が発生した場合には財務省からの資金補填がなされる）という合意がなされ、2013年以降において実際に資金移動がなされてきている（それ以前の累積収益については、2013年に9回に分けて資金移動がなされた）。

また、2013年2月に刊行された『イングランド銀行四季報』（BEQB）に掲載された論文「APFと財務省の間の資金移動の概略」（McLaren and Smith [2013]）においては、出口のメインシナリオとして、2016年3月以降の政策金利の引上げ、2016年9月の資産売却開始のアナウンスメント、2019年中のAPFと財務省の間の資金移転の資金移転の完了

(APF の解散) といったスケジュールが示されていた。

これは QE3 (2012年7月買取上限の500億ポンド増額決定) が2012年中に上限に達して以降、償還分が再投資されるだけであった時期に構想されたものである。また、政策金利は、2009年3月以降、0.5%で変化がなかった。そろそろ出口について展望してもというタイミングではあったが、現時点で考えるならば APF の資産売却の影響を過小評価していたのかもしれない。もっとも、APF の保有国債の年限は他中央銀行に比べて長いということ (これは英国国債の平均満期の構造にもよるのだが) が考慮されなければならないであろう。

そしてその後の事態の進行は、この時点の予想と大きく異なることとなった。前述のとおり2016年8月に政策金利の0.25%の引上げを行い、APF による資産買入上限の引上げ (3750億ポンド→4350億ポンド) も行った。そして EU との離脱交渉の膠着はともかくとして金融市場は落ち着きを見せてきたことから、2017年11月に BOE は政策金利を0.5%に戻し、さらに2018年8月には同金利を0.25%引き上げ、0.75%としたのであった。なおこの2回の政策金利の引上げ時には、APF の資産購入額の上限の引下げは行われなかった。

繰り返しになるが本稿で検討したディスカッションペーパーおよびハウザー理事の講演は、政策金利が0.75%であった時期のものであり、その時点においては更なる政策金利の引上げが展望されていた時期のものである。新型コロナ危機対応としての2020年3月以降に生じた事態は、逆方向のものであり、政策金利は史上最低の0.1%まで引き下げられ (マイナス金利の導入まで議論されている)、これまででない規模・速度で QE の拡大が行われた。そして BOE 自身が、このようなバランスシート政策により、危機を抑え込めたと自画自賛しているかのようにも思われる。

これにより BOE の金融政策は新たな段階となったように思われ、それがニューノーマルとなった感がある。そしていわゆる出口は遥か彼方に遠ざかったようであるが、出口政策自体は、本稿で見たとおり2018年のディスカッションペーパーの時期において既に変化していたのである。

出口政策の変化自体は非難されるべきものではないが、QE の採用は逆方向の動き、すなわち QT の難しさを確認させることとなってきている⁵⁾。これは米 FRB が QE からの出口に失敗したことからも明らかであり、QE からの出口の難しさは2020年代の多くの中央銀行が直面する課題となるということなのである。

現時点で見通すことが難しいのは、ニューノーマルのもたらすものが何かということである。それはニューノーマルの長期継続なのであろうか、未曾有の危機なのであろうか、それとも資本主義の段階を画するような変化 (ポスト資本主義的な世界である可能性も排除できない) なのであろうかはわからないが、不均衡の累積は何らかの大きな変化を必然

5) 現時点で考えれば2001年から約5年間実施された日本銀行の QE において、「銀行券ルール」(長期国債の保有上限を銀行券発行高とする) が設けられていたからこそ、出口において準備預金対応の資産 (買入手形等) の削減が短期間で可能であったことがわかる。そのような縛りのない QE は出口が極めて難しくなるのである (河村 [2017] 参照)。

化させる可能性が大きいと予想せざるをえないのである。

参考文献

- 河村小百合 [2017] 「中央銀行のバランス・シート政策と課題」『JRI レビュー』Vol. 7-No. 46.
- 齊藤美彦 [2015] 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- 齊藤美彦 [2020] 「危機とイングランド銀行のバランスシートー新型コロナ危機対策を中心にー」『証券経済研究』第112号
- 齊藤美彦・高橋亘 [2020] 『危機対応と出口への模索ーイングランド銀行の戦略ー』晃洋書房
- Bailey, A. [2020] *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future* (speech)
- Bailey, A. et al. [2020] *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future*.
- Bank of England [2018] *The Bank of England's future balance sheet and framework for controlling interest rates* (Discussion Paper)
- Bernanke, B. [2010] "Opening remarks: the economic outlook and monetary policy," in Proceedings: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bernanke, B. [2014] "A Conversation: The Fed Yesterday, Today and Tomorrow," Interview by Liqat Ahamed at the Brookings Institution.
- Bernanke, B. [2020] "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Association Presidential Address*.
- Christensen, J. and Rudebusch, G. [2012] "The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2012-06.
- Haldane, A., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T. and Young, C. [2016] "QE: the story so far", *Bank of England Staff Working Paper* No. 624,
- Hauser, A. [2019] *Waiting for the exit: QT and the Bank of England's long-term balance sheet* (speech)
- Hauser, A. [2020] *Seven moment in Spring: Covid-19, financial markets and the Bank of England's operations* (speech)
- Joyce, M., Lasaosa, A., Stevens, I. and Tong, M. [2011], "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(3).
- McLaren, N. and Smith, T. [2013] "The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and the Her Majesty's Treasury," *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013Q1.
- Vlieghe, G. [2020] *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet* (speech)