

イギリスにおける金融危機と 国債管理政策

Financial Crisis and Debt Management Policy in Britain

齊藤美彦

UK economic growth recovered strongly up to summer 2007. However, Northern Rock's liquidity crisis meant the period of positive economic growth was coming to an end. The UK economy entered a recession, recording negative growth in 2008. The recession led to an enormous increase in the budget deficit and borrowing. Under this circumstance, the UK Government's debt management policy became much more sophisticated. In addition, it was supported by the Bank of England. The Bank has purchased a lot of Gilts. However, neither fiscal policy nor monetary policy have been effective and it is expected that the government will pursue a so-called "financial repression policy".

Yoshihiko Saito

JEL : E52, E58, H63

キーワード : 国債管理政策、量的緩和、金融抑圧政策

Keywords : debt management policy, quantitative easing, financial repression policy

はじめに

2000年代におけるアメリカのサブプライムローン問題に端を発する金融危機は、今日では「世界金融危機」と一般的に呼ばれている。それは、危機がアメリカ国内にとどまらずに証券化商品等を經由して国外へと拡散していったからであった。さらに今次危機の特徴点としては、危機のいわば発火点がアメリカ国内ではなくヨーロッパ諸国であったということであった。イギリスの場合それは、2007年9月のノーザンロックの流動性危機であった。ノーザンロッ

クは、この時点において不良債権比率が高かったわけでもアメリカの証券化商品を大量に保有していたわけでもなかった。ただその資金調達において住宅ローン担保証券に頼る部分が大きかったために、証券化商品市場の混乱により資金調達が困難化したことが、その危機の原因であった。

それはともかくとして、この時期以降、イギリスはリセッションに陥り、経済成長率は低下した。イギリス経済は 1990 年代初頭のリセッション以降、長期間の好調を維持してきたが、危機はこれを逆転させた。金融危機は、企業および家計の資金調達を難しくさせ、その借入れコストを増加させた。特にイギリスにおいては住宅価格の上昇がそれ以前において大きなものがあり、それもあり貯蓄率は低下していた。住宅価格の下落、住宅ローンの落ち込みはイギリス経済に非常に大きな影響をもたらした。資産効果の剥落により、消費は低迷し、需要不足の状態となった。さらに 2007 年以降の原油価格の急上昇もまたイギリス経済に大きな悪影響を及ぼした。イギリスはかつては北海油田により原油の輸出国であったが 2004 年には石油収支は赤字に転落し、その後も赤字幅は拡大してきている。このような状況は、イギリス経済に失業の増加をもたらした。特に長期失業の増加、若年層の高失業率は大きな問題として認識されることとなった。さらにポンドは大きく減価することとなった。

当然のことながら、財政収支は悪化することとなったが、2010 年 6 月に政権の座についたキャメロン保守党・自由民主党連立政権による強力な歳出削減策により、若干の持ち直し傾向にある。それはともかくとして、この財政収支の悪化は、すなわち国債発行額が増加するということであり、これに対応してイギリス政府（債務管理庁：DMO）は、国債管理政策に種々の新機軸を打ち出してきている。さらには、この国債発行額の増加は中央銀行であるイングランド銀行による量的緩和政策（国債の大量購入）によっても支えられている。本稿においては、以下でイギリスの金融危機が、財政にいかなる影響を及ぼし、その下で国債管理政策がいかに変化したか、それが金融政策とどのような関連を持っているのかを検討することとしたい。そして異例の金融政策の出口と財政の関係についても展望することとしたい。

I. イギリス財政赤字の拡大

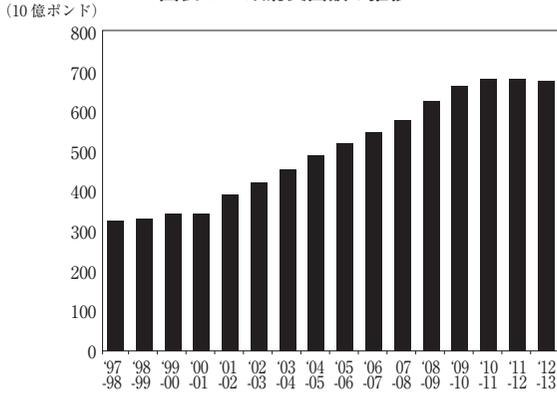
今次危機がイギリス財政にどのような影響を及ぼしたのかを見る前に、1997年以降の労働党政権下での財政状況についてごくごく簡単にみることにしたい。1997年に徐々に政権の座に着いたブレア労働党政権の経済政策は、それ以前の労働党政権の経済政策と大きく異なり、保守党政権との連続性を感じさせるものであった。主要産業の再国有化などは選択肢からは除外されていたのであった。財政政策面でも、政権成立当初は引締め気味の運営がなされ、1998年度から2000年度の3年度は財政黒字の状態であった。保守党政権下で制定された、経常勘定では循環を通して赤字を出さず、赤字は資本勘定のみとするという黄金則（Golden Rule）は引き継がれ、さらに資本勘定の赤字においても債務残高をGDP比40%以内に収めるという慎重則（Prudent Rule）が設定された。

しかし2001年6月の総選挙で圧勝して以降は、財政規律の緩みがみられるようになっていった。ニューレイバーといっても労働党政権らしさを出そうとしたのか、低所得者向けの税額控除を拡大した。1999年に導入した勤労家庭税額控除は、2003年には勤労税額控除および児童税額控除という2種類の低所得者向けの税額控除制度へと拡充された。こうしたことも影響してか2000年代の中葉以降には、税収入の鈍化が観察されていた。また、歳出面では、教育、保健、交通、住宅等の分野での増加が目立っていた。とりわけ2005年以降に求職者給付（JSA）等の社会保障関連給付の増加が目立っていた。こうして政府支出および財政赤字はノーゼンロック危機の起きる2007年まで増加していったのであった。（図表1）

このような財政の流れの中で発生したのが金融危機であり、当然のことながらイギリスの財政赤字は大きく拡大することとなった。2007年度には585億ポンドであった国債発行額は、2008年度には1456億ポンドへと急増し、2009年度には2276億ポンドへとさらに増加した。

これは所得税、法人税、国民保険料（社会保障税）等の税収の落ち込み、および社会保障関連支出の急増によるものであった。特に2007年までの税収の

図表 1 政府支出額の推移



[出所] Fyfe and Threadgould [2013] p.94.

10%はシティからのものであったとされており¹⁾、金融機関の収益悪化は税収減に直結した。それに加えてノーザンロック、ブラッドフォード・アンド・ベングレー、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド (RBS)、ロイズ・バンキング・グループ等の救済費用は、政府に大きな負担となった。

なお、この過程で 2007 年度において、上記の黄金則は維持されたと労働党政権は強弁したが、それは景気循環の始点と終点を操作することにより行われ、「ゴールポストの移動」と揶揄された。そしてこの黄金則は 2008 年度には放棄されざるをえなくなった。当然のことながら慎重則についても放棄されざるをえなかったわけであるが、これについては少し後でみることにしたい。

ここで危機に対応した税制の変化をみると、ブラウン労働党政権下においては、2008 年 12 月から付加価値税 (VAT 標準税率) の税率を 17.5% から 15%へと引き下げた。これは 2009 年末までの時限措置との位置づけであり、その狙いは名目物価の引下げによる家計支援であるとされた。また所得税率については 2008 年度以降、最低税率 (10%) を廃止するとともに、基本税率を 2%引き下げ 20%とした (図表 2 参照)。なお、2010 年度には、割増税率

1) Fyfe and Threadgould [2013] p.97.

(40%)は据え置いたものの、新たに高額所得者(15万ポンド超)への最高税率を設定し50%とした。なお、法人税率については2008年度から2%引き下げ28%としていた。

図表2 所得税率・付加価値税率

(単位：%)

年	所得税率				VAT
	最低税率	基本税率	割増税率	最高税率	標準税率
1978					8
1979	—	33	83	—	15
1988	—	25	40	—	
1991					17.5
1992	25	25	40	—	
1997	20	24	40	—	
1999	10	22	40	—	
2008	—	20	40	—	15
2010	—	20	40	50	17.5
2011					20
2013	—	20	40	45	

[出所] Fyfe and Threadgould [2013] p.90.

しかし2010年5月に行われた総選挙においては、労働党は敗北し、キャメロン政権(保守党・自由民主党連立政権)が誕生した。キャメロン政権は翌6月に緊急予算案を発表し、そこで財政再建策を明らかにした。その内容としては、まず歳入増を図る目的から付加価値税率を2011年から20%に引き上げる、さらにはキャピタルゲイン税の税率の引上げ、銀行税の導入といった増税措置が採られた。一方で、公務員給与凍結、福祉支出削減等の歳出削減策を明らかにした。ここにおいて明らかにされた大学学費値上げについては、同年11月に大規模な反対デモ等の抗議活動があったし、翌年の8月のロンドン等における暴動も、政府の経済政策とは無縁とはいえないであろう。

また、増税や歳出削減の一方で、法人税の税率は2011年度には26%へと引き下げられたが、減価償却制度の見直し等の課税ベースの拡大があり企業全体として負担がそれほど軽減されたわけではなく、これに銀行税をあわせて考えるならば企業部門全体ではネット増税となった。この他、所得税の基礎控除額

の引上げや国民保険料の最低限度額の引上げといった措置も行われ、これらは当然歳入減の要因となる。結果として、財政赤字は 150 億ポンド程度削減されるとされていた。

このキャメロン連立政権成立時の 2011 年度およびそれ以降のイギリス経済および財政収支等の楽観的様相は、現実には達成できなかった。2013 年 12 月に発表された財務省のオータム・ステートメントでは、2010 年 6 月時点の予想における 2010 年第 1 四半期から 2013 年第 3 四半期までの GDP の成長率が 9.6%であったのに対し、実際は 4.0%であり、その差のマイナス 5.6%は何により生じたかについて分析している。(図表 3) もっとも予想と乖離していたのは投資(企業部門)であり、その差はマイナス 4.2%となっている。これについて差が大きいのは貿易であり 2.8%の輸出超過を予想していたのが、現実には 0.2%の輸入超過であり、その差はマイナス 3.0%となっている。要するに企業の投資が低迷して、一方で消費や住宅投資も伸びなかったが、資源価格の高騰やポンド高の影響で輸入超過となってしまったということであろう。結果としては政府支出はマイナス 2.3%の予想が 0.3%のプラスとなり、その差は 2.6%のプラスとなってしまった。

図表 3 実質 GDP 成長率の寄与度 (2010Q1-2013Q3) (単位: %)

	個人消費	設備投資	住宅投資	政府支出	輸出入	在庫投資	GDP
2010.6 予算時予測 (A)	3.7	3.4	1.2	- 2.3	2.8	0.8	9.6
実績 (B)	2.7	- 0.8	0.7	0.3	0.2	1.4	4.0
(B) - (A)	- 1.0	- 4.2	- 0.5	2.6	- 3.0	0.6	- 5.6

[出所] HM Treasury [2013b] p.13.

これは結局はイギリスの景気が 2011 年および 2012 年においては低迷したことによるものであるが、2012 年のロンドン・オリンピックもあまり景気に貢献することはなかった。その原因は、資源価格高騰やユーロ危機といった海外要因の他、国内的には構造的な製造業不振、サービス部門の回復の遅れ、住宅市場の低迷といった要因が考えられるが、緊縮財政の影響もまたあったといえる。もっとも 2013 年以降については持ち直し傾向もみられており、サービ

ス業、金融ビジネスを中心に景気は好転しているようである。

それはともかくとして、金融危機およびその後の経済状況はイギリスの国債発行額を急増させた。2007年度の国債発行額は585億ポンドであったのに対し、2008年度には1465億ポンドとなり、2009年度にはさらに増加し2276億ポンドとなった。その後の発行額は若干減少したものの、依然として高水準が続いている。(図表4) また、残高ベースでも2008年度には前述の慎重則の水準(GDP比40%)を超え、さらに2010年度にはユーロの収斂基準(これ自体無意味なものとなりつつあるが)であるGDPの60%の水準を超えることとなっている。2014年度以降の発行額については漸減が予想されているが、イギリスの国債については長期債の比率が高いこともあり、残高のGDP比については高止まったままとなることが予想されている。(図表5)

図表4 中央政府純資金需要(CGNCR)と国債発行額

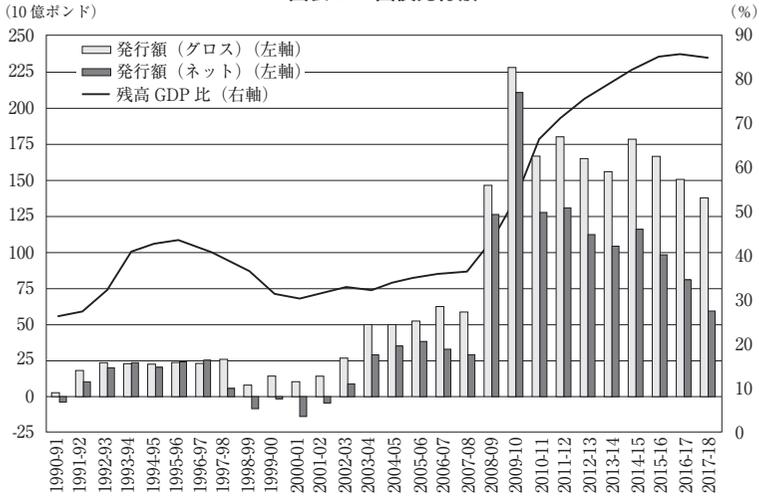
(単位 10億ポンド)

	CGNCR	国債発行額(グロス)
1998-99	- 4.5	8.2
1999-00	- 9.1	14.4
2000-01	- 35.6	10.0
2001-02	2.8	13.7
2002-03	21.8	26.3
2003-04	39.4	49.9
2004-05	38.5	50.1
2005-06	40.8	52.3
2006-07	37.1	62.5
2007-08	32.6	58.5
2008-09	162.4	146.5
2009-10	198.8	227.6
2010-11	139.7	166.4
2011-12	126.5	179.4
2012-13*	102.4	164.8
2013-14*	111.0	151.0

注) *2013年度予算による予測

[出所] HM Treasury [2013a] p.21.

図表 5 国債発行額



[出所] DMO [2013] p.63.

II. 国債管理政策面での対応

国債管理政策とは何かというのは回答が難しいが、ここでは一応財政状況を所与とした上での発行政策および償還政策、さらには流通市場対策と定義して以下の検討を進めることとしたい。前節でみたような環境下において、イギリスの国債管理を担う債務管理庁 (DMO) は、種々の対策を講じてきている。まずは発行市場関連においては、2009 年 5 月からプライマリー・ディーラーである GEMM のうちの優良入札者に対する 10% の追加割り当て (平均落札価格による) を導入した。また、2005 年に一度だけ行われたシンジケート発行についても 2009 年度以降、頻繁に行ってきている。このシンジケート発行については、財務省の説明によるならば長期国債 (コンベンショナル・ギルト債) およびインデックス債の発行額を通常の入札発行によるよりも多くすることができるのとことである。²⁾ 2012 年度についてこれを少し詳しくみるならば、総発行額が 1650 億ポンドであったのに対し、シンジケート発行は 328 億

2) HM Treasury [2013a] p.22.

ポンドであり、約 20%とかなり大きな割合となっている。銘柄数は 8 で、新規のものが長期国債（コンベンショナル・ギルト債）1、インデックス債 2 で、その他の 5 銘柄は以前にシンジケート発行された銘柄と統合（リオープン）され発行された。（図表 6）なお、このシンジケート発行の消化はほとんどが国内機関投資家によるものとなっているのがその特徴である。

図表 6 シンジケート発行（2012 年度）

発行日	銘柄	発行額（額面） （£mn）	発行価格 （£）	発行利回り （%）	調達額 （£mn）
2012.4.24	3.75% Treasury Gilt 2052	4,750	106.587	3.446	5,053
2012.5.29	0.375% IL Treasury Gilt 2062	4,000	116.52	0.04	4,750
2012.7.24	0.125% IL Treasury Gilt 2044	4,000	100.311	0.115	4,004
2012.9.25	0.25% IL treasury Gilt 2052	4,000	96.062	0.357	3,833
2012.10.23	3.75% Treasury Gilt 2044	4,250	99.594	3.271	4,225
2012.11.22	0.125% IL Treasury Gilt 2044	3,250	93.874	0.331	3,064
2013.1.29	3.75% treasury Gilt 2044	4,000	96.795	3.4185	3,865
2013.2.26	0.25% IL treasury Gilt 2052	3,750	105.312	0.111	4,018

[出所] DMO [2013] p.23.

さらに、このシンジケート発行の補完等を目的として、特定の銘柄を少額発行する際にはミニ・テンダー発行という手法を 2008 年 10 月以降用いるようになってきている。テンダー発行は、入札を行った後に一律に最低落札価格により発行されるもので、一般的には流動性の低い銘柄、流動性の低い時期に発行されるのに適した方式であるとされる。リーマン・ショック後の時期はまさに市場流動性が低下していた時期であり、いわば緊急避難的に実施されたものであった。しかしその後のミニ・テンダー発行は、シンジケート発行の補完としての役割を持つように変質してきている。すなわちシンジケート発行が当初予定よりも多かった場合には少なめに、少なかった場合には多めに発行されるわけである。具体的には 2012 年度については、予算段階においては 75 億ポンドの発行が予定されていた。しかしまず 4 月の段階で 70 億ポンドに目標が修正され、さらに 5 月のインデックス債（シンジケート発行）の発行が当初予定よりも多かったことから 65 億ポンドへと目標が修正された。その後、12 月のオースタム・ステートメント公表時に 60 億ポンド、2013 年 1 月には 53 億ポ

ドへと予定が修正され、実際の発行額も 53 億ポンドとなった。発行は 4 銘柄であり、2012 年 5 月、8 月、12 月、そして 2013 年 3 月に発行された。ミニ・テンダー発行については基本は短期債であり、一部中期債が発行されている。

図表 7 により 2012 年度の期間別、発行方式別およびコンベンショナル・ギルト債とインデックス債の発行状況がわかるが、インデックス債の多いことがイギリスにおける特徴となっているが、金利状況にもかかわらず長期債（コンベンショナル・ギルト債）の割合が高いことも特徴となっている。

図表 7 発行方式別国債発行額

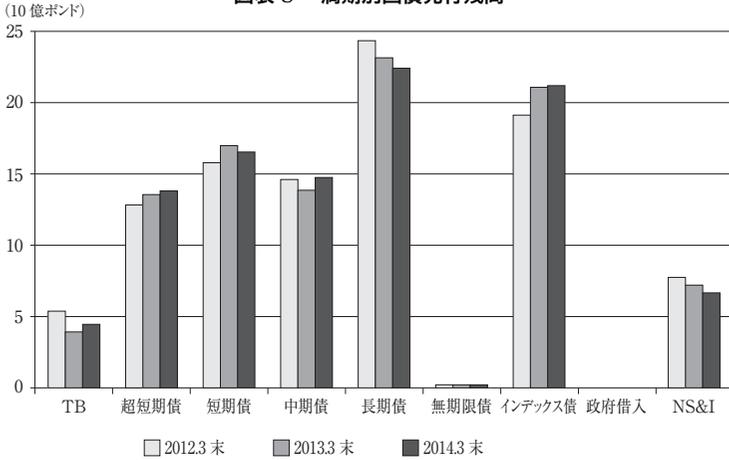
(単位 100 万ポンド)

	短期債	中期債	長期債	インデックス債	計
総発行額	55,752	35,958	37,511	36,855	165,076
予定額					164,200
差額					876
公募入札	50,754	34,654	24,368	16,186	125,962
予定額	50,400	34,500	24,450	16,300	125,650
差額	354	154	- 82	- 114	312
シンジケート			13,143	19,669	32,812
予定額			13,050	19,500	32,550
差額			93	169	262
ミニテンダー	4,998	1,304			6,302
予定額					6,000
差額					302
比率	33.8%	21.8%	22.7%	21.7%	

[出所] DMO [2013] p.25.

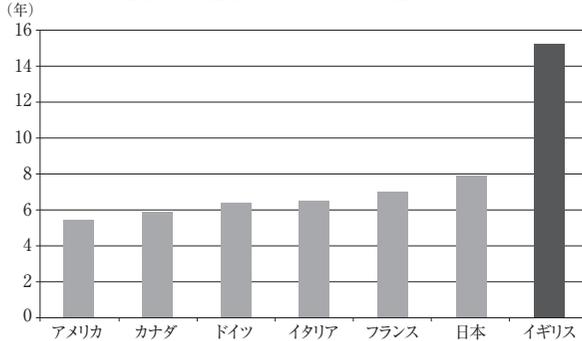
単年度ではなく、イギリスにおける国債の発行状況をもう少し詳しく見るならば、コンベンショナル・ギルト債においては長期債の割合が多いのが特徴となっている。また、イギリスはインデックス債を 1981 年に世界に先駆けて発行開始し、その発行額・シェアも大きいのが特徴であり、同債券の平均残存期間も長くなっている。これにより国際比較をしても、イギリスの国債の平均残存期間は 15 年以上となっており、他国よりもそれが長い日本が 8 年弱であることから、非常に長いのが、その特徴となっている。(図表 8・9) これがイングランド銀行による量的緩和による保有国債の期間が長いことの一つの理由であり、出口政策を難しくしている理由ともなっているわけであるが、この点に

図表 8 満期別国債発行残高



[出所] HM Treasury [2013a] p.18.

図表 9 国債平均残存期間の国際比較

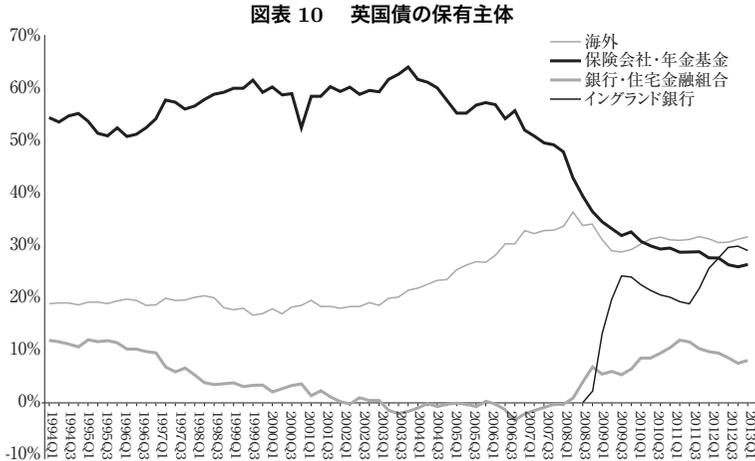


[出所] HM Treasury [2013a] p.19.

については後に検討することとする。

ここで国債の保有構造がどのように変化したかを長期トレンドおよび金融危機後の状況に分けてみることにしたい。図表 10 をみるならば、金融危機以前は保険会社・年金基金といった機関投資家が圧倒的であったが 21 世紀入り以降は徐々に保有シェアを低下させてきた一方、保有シェアが 10%程度であっ

た銀行・住宅金融組合といった預金取扱金融機関は 21 世紀入り以降その保有シェアを低下させていたことがわかる。なお、図表 10 において銀行・住宅金融組合の保有シェアがマイナスとなっている時期があるのは奇異に映るかもしれないが、これはレポのネット・ポジションがマイナスであることを反映したものである。

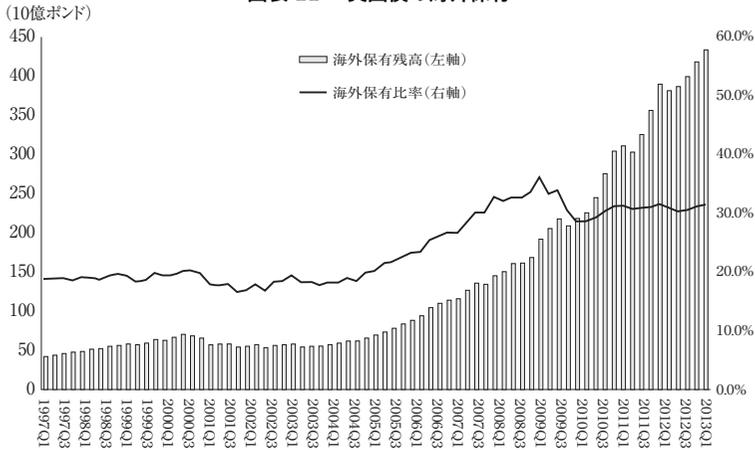


[出所] DMO [2013] p.13.

ここで海外の国債保有シェアをみるならば、かつては 20%程度で安定していたのが、21 世紀入り以降はそのシェアを徐々に上げ金融危機以前に 30%超となっていた。そして危機以後においては保有シェアを若干低下させたものの 30%程度の保有シェアを維持している。もっとも金融危機後は国債発行額が急増したわけであり、そうした環境下において保有シェアが低下していないということは、保有額では急増したということを意味する。これをみたのが図表 11 であり、海外の国債保有額が金融危機以後急増していることがわかる。

なお、もう一度図表 10 をみるならば金融危機以降において保険会社・年金基金といった機関投資家はその国債保有シェアを急減させている。これは周知のとおりイングランド銀行による量的緩和政策の影響であり、事実同行は国債

図表 11 英国債の海外保有



[出所] DMO [2013] p.12.

の保有シェアを急増させ、発行残高対比で約 30%と大変に高い保有シェアとなっているわけであるが、この点については次節で細かく検討することとする。

III. 国債発行の急増を支える金融政策

イギリスにおける金融危機後の財政事情の悪化からくる国債発行額の急増は、国債の保有構造面からみるならば、中央銀行であるイングランド銀行（子会社）による国債の大量購入により支えられてきたといえる。ある国で国債発行額の急増があり、それが中央銀行の大量購入により支えられた場合、問題とされるのは中央銀行の行動が財政赤字のマネタイゼーションであるか否かということである。ほとんどの場合においてそれは財政赤字のマネタイゼーション（財政ファイナンス）であるが、中央銀行自身がそれを認めることはあまりないといつてよい。それは物価安定や経済成長や雇用確保のためであるといわれる場合があるし、大量に購入する資産としては国債くらいしか適当なものがないというのが近年のイギリスそして日本において共通することであろう。また、イギリスのキャメロン連立政権のポリシーミックスは、金融緩和の一方で

の緊縮財政であり、その面からはアベノミクスとは異なり財政ファイナンスが目的との批判は生じにくい。しかしながら財政当局および金融当局の双方は、金融緩和が財政ファイナンスとマーケットから評価されないように気を配らなければならない。もしそう判断されるならば国債価格の急落すなわち長期金利の急騰という事態が発生しかねないからである。

本節ではイングランド銀行の量的緩和政策が大量の国債購入を行ってきた過程とその問題点を検討するわけであるが、近年のイギリスの金融政策については別稿（齊藤 [2011] および齊藤 [2013a]）で詳しく論じているので、それ自体の推移についてはごく簡単に検討することとし、かつ観点を若干変えて検討することとしたい。

イングランド銀行が、自らの調節を明確に量的緩和政策と明言したのは 2009 年 3 月以降のことである。同行は、2009 年に入って 1 月 30 日に資産買取基金（APF）を子会社として設立した。この APF の役割はその名の通り資産の購入を意図したものであったが当初の買取枠は 500 億ポンドで民間資産の購入のためのものであり、この段階では信用緩和的であったといえよう。しかもこの購入資金は TB の発行によりファイナンスされていた。TB の発行は市場からの資金吸収になるわけであり、その後に資産購入が行われたとしても資金吸収分の資金供給がなされたということである。したがって市場に与える量的な影響はニュートラルである。この体制の下で 2 月 13 日に CP が初めて購入された。

この状態が大きく変化したのは 3 月 5 日のことである。3 月 5 日に開催された金融政策委員会（MPC）においてイングランド銀行は政策金利を 0.5% に引き下げるとともに APF による国債購入を中心とする量的緩和政策の実施を決定した。この時点における買取基金の総枠は 1500 億ポンドであり、うち国債は 1000 億ポンド、民間資産は 500 億ポンドとされていた。ここにおいてのそれ以前からの変化としては、この買取資金のファイナンスは準備預金増によること（イングランド銀行の資産側は APF への貸付）とされたことである。これが同行の措置を量的緩和と呼ぶ理由となっている。そしてそのために従来あった準備預金の付利範囲の制限はなくなり準備預金にはその額にかかわらず

に付利されることとされた。

この点についての若干の説明を行うならば、2006年5月にイングランド銀行は金融調節方式の変更を行い、完全後積方式の準備預金制度を導入した。この準備預金制度はユニークなものであり、準備預金額は各金融機関が自主的に決定することとされた。そして積み期間の平残ベースで当該申告額の上下1%の間の準備預金残高とすることを各金融機関は要請された。この範囲にある限り準備預金には付利がなされるが（この付利金利が政策金利）、過少準備の場合はもちろんのこと超過準備の場合においても、ペナルティとして当該金融機関の準備預金には付利がされないこととされた。これにより準備需要を安定化させることが目的であり、イングランド銀行はマクロ的準備需要に対しては基本的に100%供給するということが約束されていた。問題はこの方式においてはマクロ的な超過準備の供給が行えないということである。また、金融危機以降、混乱への対処の観点から同行は準備預金への付利範囲を1%から上下に拡大するという措置をとってきた。しかしながらそこにおいても超過準備供給の上限問題は存在したのであった。

そこで2009年3月の量的緩和の導入時においては、全準備預金への付利が決定された。当然のことながら金融機関からの積み期間前における準備預金額の申告もこれ以後は必要とされなくなった。そしてこれ以後はかつての日銀の量的緩和政策における日銀当座預金残高も目標の引上げが追加緩和措置とされたように、イングランド銀行においてはAPFの購入限度額の増額が追加緩和措置として発表され、マーケットもそのようなこととして認識するようになったのである。

なお、イングランド銀行が量的緩和政策を採用するにあたり自らのバランスシートに国債等を保有することとせずに子会社であるAPFに保有させ、同行のバランスシートの資産側はAPFに対する貸付としたことについては若干の説明が必要であろう。実は、APFに将来的に損失が発生した場合には、この損失については政府が負担することとされている。これは中央銀行の損失が国庫納付金の減少、さらには中央銀行の債務超過となるという事態と比べてどのように違うかというのは難しい問題である。どちらにしても財政負担となるこ

とに違いはないからである。おそらくは通貨の発行主体である中央銀行のバランスシートを守ることの重要性をイギリスの場合は重視しているということなのであろう。この点については、その政策を量的緩和と明確に位置付けている黒田異次元緩和の出口において日銀のバランスシートの毀損が危惧されているのとは対照的ではある。しかしこれを通貨の信認ではなく財政の観点からみるならば、国庫納付金の減少（日銀）と財政赤字（BOE）であり、財政のマイナス要因であることには違いはない。出口における混乱はイギリスの方が小さいようには思えるが、これもまた実際の推移を観察する必要があるだろう。

それはともかくとして、黒田異次元緩和以前において、今次金融危機への異例の対応について、それを明確に「量的緩和」と自らが位置付けていたのは先進諸国の中央銀行においてはイングランド銀行のみであった。日銀は包括緩和導入時に「一種の量的緩和」と表明したくらいで「量的緩和」という呼称を用いることには禁欲的であった。また、アメリカの連邦準備制度は、自らの措置を外部が量的緩和（QE）と呼ぶことについては禁止はしてこなかったが、自らは信用緩和そして大規模資産購入（LSAP）と呼んできたのであった。

その意味で今次危機への対応策の外部への説明の仕方としては、イングランド銀行のそれはユニークであるのだが、ただ 2001 年からの日銀の「量的緩和」政策は、日銀当座預金残高、すなわち負債の「量」を操作目標とするものであったのに対し、イングランド銀行のそれは資産購入額、すなわち資産の「量」を操作目標とするものである。そして、日銀が量的緩和政策期に当座預金残高目標額を引き上げていったように、イングランド銀行も APF による資産買取額を 2009 年 8 月に 1750 億ポンドに、同年 11 月に 2000 億ポンドに増額した。そしてこの買取額増額の過程で APF は国債買取機関化せざるをえないことが明らかとなったが、興味深いのが量的緩和策の効果についての同行による一般への説明である。量的緩和政策実施時に作成された同行による一般向けのパンフレットでは単純なマネタリズムに則ったような説明がなされていた。³⁾

そこにおける説明としては、イングランド銀行による国債購入等によりマ

3) BOE [2009]

ネーが供給されるということは、売却者の預金が増加するということであり、同時に銀行の準備が増加すると説明されている。このことは売却者の消費増、銀行の貸出増へと結びつき、経済にプラスの効果を生じせると説明されていた。これは「輪転機を回してお札を刷る」というほど単純ではないが、かなり単純なマネタリスト的な説明である。そして APF による資産購入限度は 2009 年 11 月以降約 2 年間凍結されたが、2011 年 10 月に 2750 億ポンドに増額され、その後 2012 年 2 月に 3250 億ポンド、同年 7 月に 3750 億ポンドに増額された。しかしながら、このパンフレットで説明されたような効果は実際には発現しなかった。かつての日銀の量的緩和政策における日銀当座預金残高目標額の増額が金融面・実体経済面でほとんど効果がなかったのと同様に、イギリスにおいてもこの間ポジティブな効果は確認されていない。何よりも当初の説明においてなされていた流動性の供給がマネーストックの増加に結び付くという事態が発生していないのである。すなわち準備が供給されても銀行の貸出は増加せずに、したがってマネーサプライも増加しなかったのである。

これについてはイングランド銀行内部においても、その『四季報』においてその理由を分析した論文を発表せざるをえなくなった⁴⁾。同論文は、2009 年 3 月から 2009 年 11 月までの APF による資産買取額が 2000 億ポンドまでであった時期（これを BOE 自身が量的緩和第 1 期：QE1 と呼んでいる）および新規買取り停止後に 2011 年 10 月から 2012 年 2 月までの APF の買取額が 2750 億ポンドから 3250 億ポンドまで増加した時期（QE2）に分けて、どうして資産買取にもかかわらずマネーストックが増加しなかったのかについての分析を行っている。同論文によれば、APF が非民間銀行部門から債券（そのほとんどは国債）を買い取れば（BOE のバランスシートは資産側で APF への貸出が増加し、負債側では準備預金が増加する）、その分だけ銀行預金（マネーストック）が増加してしかるべきである。しかしながらマネーストックが増加しないのには何らかの「漏出」があったからであるとし、それは①社債等の利回り低下から銀行貸出への需要が減少（銀行の貸出減少）、②投資家が銀行発行

4) Butt et al. [2012]

の債券・株式を購入（銀行の負債構成の変化）、③銀行自身の国債売却、④投資家が非居住者から資産購入（ポンド建てのマネーストックの減少）によるとしている。そして QE1 においては①の影響が大きく、QE2 においては④にくわえて③の影響が大きかったとしている。結局、ここでもアウトサイドマネーを投入すれば貸出増＝マネーストック増が生じるといった理論は否定されざるをえない。これが金融超緩和の帰結として（出口の混乱があるかないかにかかわらず）確認されることである。ネックはりザーブが潤沢でないことなどではないのである。

そうすると量的緩和政策採用当初の説明をイングランド銀行自身に変更せざるをえなくなってしまう。当初のパンフレットはイングランド銀行のホームページでも閲覧できていたのだが、いつのまにかそれはみることができなくなった。そしてそれ以前とは異なる説明がホームページ上等でみられるようになった。その内容は、量的緩和政策の効果は、①国債の利回りを引き下げる（国債価格は上昇する）、②国債の売却主体は他の資産を購入し、それらの価格が上昇する、③資産価格の上昇や借入コストの低下から、支出増・産出増が期待できるというものである。イングランド銀行前総裁のキングも講演でそのような説明をしたうえで、この効果のほどは不透明であると率直に認めている。ただしこの量的緩和政策が行われなければ経済には痛みが生じたであろうと述べている。⁵⁾ もしなければ的な説明を行う中央銀行総裁はどうかという議論はあつてしかるべきであると思われるし、チーフトークを繰り返す中央銀行関係者というのに適性はあるのかということも、非伝統的・非正統的といわれる金調節手段が採用される際にはもう少し真剣に議論されるべきであったと将来において振り返られるかもしれない。再度確認しておけばネックはりザーブではなかったのである。ただしイギリスの量的緩和政策については、その効果は長期金利の押下げ効果であり、「この視点で展開すると、量的緩和はリスクプレミアムへ働きかける信用緩和や日本銀行の包括緩和に近接してくる」⁶⁾ という評価があり、この評価は妥当なものと思われる。

5) King [2012].

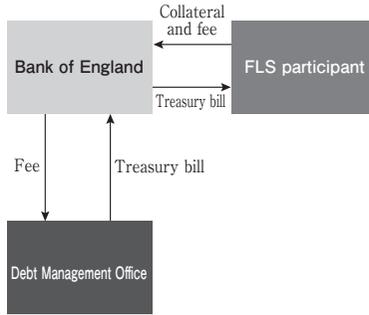
6) 翁 [2011] 202 頁。

そうすると量的緩和政策の限界に直面したイングランド銀行は、次なる手段を講じなければならなくなった。幸いにも財政赤字は緊縮財政の効果もあってか若干の持ち直し傾向にあり、金融政策がこれを無理して支え、さらに国債購入額を増加させなければならないという状況にはならなかった。もっとも前総裁のキングは、退任前の金融政策委員会（MPC）において5か月連続で追加緩和（APFの買取額の増額）を提案して、いずれも3対6で否決されている。そして2013年7月のカーニー新総裁就任後は全会一致で追加緩和なしが決定されているのである。イングランド銀行の追加的な策とは、金融機関の資金調達コストを引き下げること狙いとしたTBの貸出政策である。

それは2012年7月に創設した（8月以降運用開始）証券貸出スキーム（FLS）であり、その概要は、銀行に対し貸出増加分に相当する金額のTBを低い手数料（0.25%）で貸し出すというものである。この貸出を受けた銀行はこれを担保に利用することで、その資金調達コストを削減でき、そこから貸出増＝マネー増を期待したものである。FLSはイングランド銀行と財務省が連携して設計した制度であり、より具体的には、2012年6月末現在の貸出残高の5%相当額のTBを借り受ける権利を各銀行は保有している。さらに貸出増加額分だけのTBの借入れが可能でこれについては0.25%という手数料となっている。逆に貸出残高が減少した場合には、手数料率は漸増し5%減以上の場合には1.50%の手数料が徴求されることになっている。（図表12・13参照）これによりリザーブが制約要因ではなかった銀行の貸出を増加させることを目論んだわけ（TBを担保として低金利の資金調達を行うことにより）であるが、そのポジティブな効果はこれまでのところにおいては確認されていない。この点について詳しく分析するのは本稿の目的ではないのでこの程度とするが、この制度においてはTBはこの制度のためにのみ別途発行され、イングランド銀行と財務省の連携の内容とはそのようなものであるということについては指摘しておきたい。

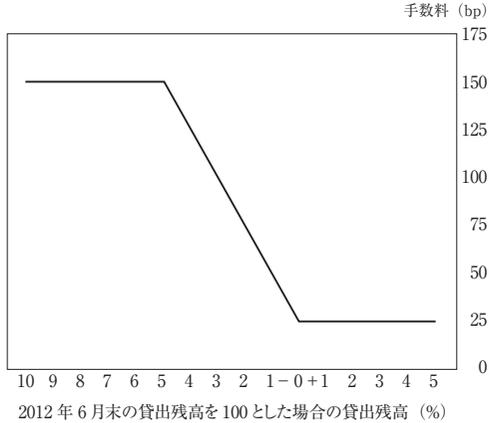
2013年7月のカーニー新総裁就任後のイングランド銀行の金融政策の動向そのものについては本稿における主たるテーマではないが、上述のとおりAPFによる資産買取額の増額は行われてはいない。そして政府（財務大臣）の要請

図表 12 FLS の仕組み



[出所] John et al. [2012] p.60.

図表 13 FLS の手数料



[出所] BOE BEQB 2012Q3, p.195.

に応じて 2013 年 8 月の『インフレーション・レポート』発表時において、フォワード・ガイダンスとして失業率目標が導入された。具体的には、失業率（目標導入時のそれは 8%程度）が 7%を下回るまでは量的緩和政策は継続するとのものであった。これは財務大臣により何らかのフォワード・ガイダンスの導入養成を受けてのものでもあった。2012 年金融サービス法は 1998 年イング

ランド銀行法を改正し、理事会非執行理事で構成される「監視委員会」を設置することを求めている。同委員会は BOE のパフォーマンスを常に監視することとされているのである。BOE の独立性強化・権限強化の一方でこのような事態も発生しているのである。⁷⁾

ただしこの失業率目標は、アメリカのそれが法的根拠（目的規定に最大雇用の達成が明記されている）があるのにたいして、それが存在しないという違いはある。また、失業率目標の発表と同時に、いわゆるロックアウト条項についても明らかとされた。これは失業率が7%以上であったとしても、以下の状態となっている場合には、金融緩和は継続しないというものである。具体的には、①18-24 か月先のインフレ率予想が2.5%を上回ること、②中期インフレ期待が十分にコントロールされていないと判断されること、③金融政策が金融の安定性に対して重大な脅威になっていると FPC が判断することのうち、ひとつにでも抵触した場合とされている。しかしながらロックアウト条項に抵触は、即利上げということではないとも説明されている。その後の会見においてもカーニー総裁は米 FRB と同様に早期利上げ観測の打ち消しに懸命になっている印象があった。

そして景気回復により失業率が低下してきた（ここでは労働参加率が低下していることを考慮しなければならないが）ことから、2014年1月にはフォワード・ガイダンスの見直しを表明せざるをえなかった。半年も経たないうちにガイダンス内容を見直すのはかなりみっともない事態であるように思えるが、イギリス経済が危機から完全に立ち直ったといえるような状況からは程遠いことがその原因であろう。異例の金融緩和からの出口の負担に耐えられないと判断しているからに他ならないのである。

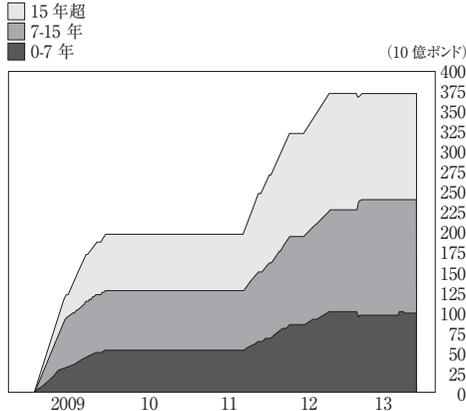
翌2月に発表されたイングランド銀行によるガイダンスの変更はかなりわかりにくい内容となった。まず表明されたのが、今後2~3年間、GDPギャップの完全な解消を模索するというものであった。これは需要不足からのデフレを懸念したものであろう。そして利上げの前に GDP ギャップの縮小が必要と

7) 小林 [2013] 参照。

の認識が示された。そして APF による資産買い取り枠は利上げまで維持されることも表明された。さらには、利上げのペースは極めて緩やかであること、政策金利の水準は中期的にも金融危機前の水準を下回ることについても表明された。要するに、出口は近くはないことを必死になって説明し、出口を出てもそこから急激な引き締めは行わないことを必死になって説明しているわけである。

このような表明をする意図は明白であろう。それは長期金利の急上昇という事態を恐れているからである。それは、APF による購入国債の満期が非常に長いということがあり（図表 14）、長期金利の高騰（国債価格の低下）が外国人保有比率が高いこともあり懸念されることがあろう。さらには、景気回復を支えてきた住宅市場・住宅金融市場への悪影響を防ぎたいとの思いもあろう。いずれにせよイギリス経済はまだまだ大きな困難を抱えているのである。

図表 14 APF の買入国債（残存期間別）



【出所】BOE BEQB 2013Q4, p.391.

おわりにかえて：金融抑圧による債務削減の可能性

以上、今次金融危機の結果、イギリスの財政事情が悪化し、国債発行額が増加し、それに対応して国債管理政策においても種々の工夫が凝らされてきた

ことについてみてきた。そして、その国債発行額の急増については金融政策による支えがあったことについても確認した。しかしながら、キャメロン連立政権のポリシーミックス、すなわち超金融緩和政策と緊縮財政の組み合わせは、2012年までは効果を挙げてこなかった。2013年以降に若干の持ち直し傾向がみられてきてはいるが、それは超金融緩和政策の効果とは言い難い。むしろ本稿では触れることがなかった、2013年4月以降採用されている住宅金融促進策（Help to Buy：住宅価格対比で高率の住宅ローンに対して一部を政府が保証する制度）の導入により、住宅市場・住宅ローン市場が回復したことの影響が大きいの指摘もある。景気回復は、超金融緩和政策の出口を意識させるが、イングランド銀行はそれが遠い時点であること、たとえ出口は出ても金融引締めを強烈には行わないとのメッセージを必死になって流している。しかしながら大量の国債保有を続ける正当性は確実に失われてきつつある。そして、イングランド銀行による保有国債の売却は、長期金利の急騰を引き起こしかねず、制度的な取り決めにより財政赤字が拡大することが懸念されるからである。このことは結局、超金融緩和政策としての国債の大量購入は財政赤字のファインダンスであったということの証拠となるかもしれない。

イギリスにおいても残された手段は、今後インフレ率が上昇したとしても長期金利を無理やりに抑え込む、いわゆる金融抑圧政策ということになるのかもしれない。第二次世界大戦直後のイギリスの財政赤字は、GNP比で2.5倍以上であったが、日本ほどではないものの戦後の高インフレを実質債務負担を急減させた。超金融緩和政策、大規模資産購入特に国債の大量購入を行ってきている中央銀行およびその国の政府には、金融抑圧への思いが徐々に強くなっていくことが予想される。しかしインフレーションは、国民各層間での不公平を大きくするし、金融抑圧は預金者や債券保有者への見えない課税となってしまう不公正な政策である。一方でイギリスでは法人税率については先進国中最低を目指す方向が明確に打ち出されている。こうしてイギリスの不平等はさらに拡大していくのであろうか。かつてのアメリカの中央銀行（FRB）の議長であったマーチンが述べた「インフレーションは夜の闇の中の窃盗だ」という言葉が実感を持って確認される時期がそのうち訪れるかもしれない。

参考文献

- Bank of England [2009] *Quantitative Easing*.
- Benford, J. et al. [2009] “Quantitative easing” *BEQB* 2009Q2.
- Black, I. [2010] *The UK Economy 1999-2009*, Anforme.
- Butt et al. [2012] ‘What can the money data tell us about the impact of QE?’ *BEQB* Vol.52. No4.
- DMO [2013] *DMO Annual Review 2012-13*.
- Fyfe, N. and A. Threadgould [2013] *The UK Economy 2003-2013*, Anforme.
- HM Treasury [2013a] *Debt and reserves management report 2013-14*.
- HM Treasury [2013b] *Autumn Statement 2013*.
- John, S. et al. [2012] “The Bank of England’s Special Liquidity Scheme” *BEQB* 2012Q1.
- King, M. [2012] *Speech* (2012.10.23), Bank of England
- 梅田雅信 [2013] 『超金融緩和のジレンマ』東洋経済新報社
- 翁邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社
- 翁邦雄 [2013] 『金融政策のフロンティア』日本評論社
- 小林襄治 [2013] 「英国の新金融監督体制とマクロプルーデンス政策手段」(『証券経済研究』第 82 号)
- 齊藤美彦・須藤時仁 [2009] 『国債累積時代の金融政策』日本経済評論社
- 齊藤美彦 [2011a] 「金融危機下のイングランド銀行金融政策」(『証券経済研究』第 76 号)
- 齊藤美彦 [2011b] 「国債累積と金融システム・中央銀行」『経済研究所年報』(成城大学) 第 25 号
- 齊藤美彦 [2013a] 「量的緩和政策の日英比較」(『証券経済研究』第 82 号)
- 齊藤美彦 [2013b] 「異次元緩和と資本主義の危機」(『情況』5/6 合併号)
- 齊藤美彦 [2013c] 「イングランド銀行の量的緩和政策の評価と今後の展望」『証券レビュー』第 53 巻第 8 号
- 春井久志 [2013] 『中央銀行の経済分析：セントラル・バンキングの歴史・理論・政策』東洋経済新報社
- 森恒夫 [2011] 「労働党 (New Labour) 政権下のイギリス経済の動向とリーマン・ショック」(『宇野理論を現代にどう活かすか Newsletter』第 2 期第 5 号)