

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

英国における非伝統的金融政策と今後の課題

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 研究員
井上 裕介
inoue@iima.or.jp

<要約>

- 現在、イングランド銀行は、量的緩和（QE：Quantitative Easing）やフォワードガイダンスなどの非伝統的な金融政策を導入している。その目的には、2%のインフレ目標達成という一次目標の達成とともに、二次目標として経済や雇用の成長に配慮することが含まれている。
- QE には非銀行部門からの国債買い入れによるポートフォリオ・リバランス効果、フォワードガイダンスには市場参加者の金融政策に対する期待を安定させリスクを採りやすくする効果が期待されている。これらの非伝統的な金融政策には資産価格の上昇による資産効果や資本市場における資金調達コストの低下を通じて、インフレ目標達成のために必要な経済全体の支出を増加させる意図がある。
- 一方で、これらの非伝統的な金融政策は、その波及経路を市場の低金利、低ボラティリティによる資産価格の上昇に依存していることから、行き過ぎた場合には、金融危機の原因となるマクロ経済不均衡の蓄積につながる可能性も包含している。
- そのためイングランド銀行が非伝統的な金融政策を運営するにあたって、金融システムの安定を担保するマクロ・プルーデンス政策との協調がよりいっそう重要になるだろう。また、英国経済に回復がみられ、国内需要が高まるなか、今後は政府による構造改革など供給力強化のための取組みも必要となるだろう。

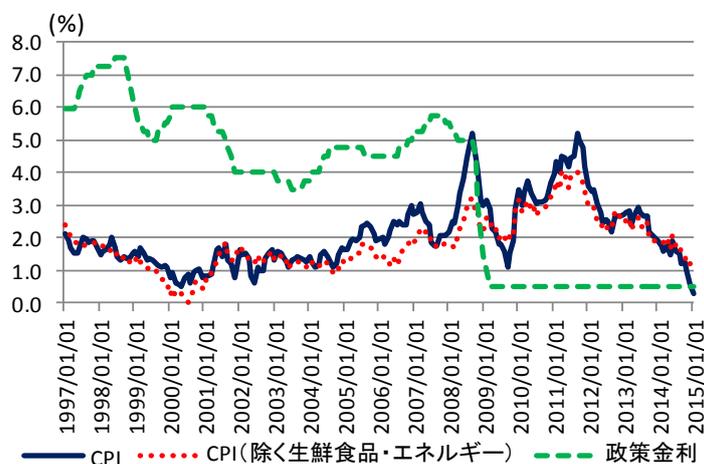
<本文>

1. 世界金融危機後のイングランド銀行の金融政策

英国では、中央銀行（イングランド銀行）の金融政策において、年率 2%のインフレ目標を掲げたいわゆるインフレーションターゲット政策が導入されている。イングランド銀行のインフレーションターゲット政策は、金利調節による金融政策の効果が出るのが数年先（few years later）であるという考えから数年先のインフレ見通しをもとに金融政策を行っていることや、二次目標として挙げられている成長と雇用に配慮する必要があることから、比較的弾力的な政策運営が行われている。仮に中央銀行が、2%±1%の範囲から乖離した場合は、財務大臣宛にインフレ目標を達成できなかった旨のレターを書くことが決められている。

英国の足元のインフレ率（CPI 対前年比）は、世界的なエネルギー価格の下落を受けて、低下している。2015 年 1 月のインフレ率は、前年同月比+0.3%とインフレ目標のレンジの下限を下回った。また 2015 年 2 月の四半期インフレ報告において、イングランド銀行のカーニー総裁は、インフレ率のマイナス転換および年内のゼロ近辺での推移の見通しを発表した。

図表 1 英国の CPI（前年比）と政策金利



(出所) 英国国家統計局、イングランド銀行

イングランド銀行は、金融政策の実施にあたって、金融政策のインフレに対する効果に時間がかかることや、成長と雇用にも配慮する必要があることから、必ずしもある時点でのインフレ率が 2%±1%に収まっていないからといって金融政策を変更するわけではない。たとえば最近では、リーマンショック前の 2008 年中盤やアラブの春の影響

を受けて地政学リスクが高まっていた 2011 年には、原油価格の高騰のためインフレ率が大幅にインフレ目標のレンジ（1～3%）を上回っていたが、同時期に経済成長の減速や雇用環境の悪化がみられたことから、政策金利の引き上げは実施されなかった。これは、同時期に、いずれも利上げを実施した欧州中央銀行（ECB）の金融政策とは対照的である。

イングランド銀行の金融政策は、2008 年 9 月のリーマンショック以降、歴史的低水準の政策金利に加えて、量的緩和政策やフォワードガイダンスなどのこれまでに前例のなかった政策を次々と採用している。2008 年 9 月時点では 5.0%だった政策金利は、リーマンショック後の需要の大幅な減少を受けて、6 カ月連続で引き下げられ、2009 年 3 月には 0.5%と過去最低の水準となった。同時に、これ以上の金利引き下げ余地のなくなったイングランド銀行は、国債を中心とした 750 億ポンドの資産買い入れによる量的金融緩和（QE：Quantitative easing）の導入を決定した。その後も英国経済の停滞が続くなか、資産買入基金の規模は順次拡大され、2012 年 7 月には 3,750 億ポンドとなった。

図表 2 イングランド銀行による金融政策の推移（2009 年以降）

2009年1月	財務大臣が中銀による資産買い入れプログラム設立を発表
2009年2月	BOE政策金利1.5%から1.0%に引き下げ 資産買入基金がCPを初購入
2009年3月	BOE政策金利1.0%から0.5%に引き下げ 750億ポンド相当の資産買い入れを発表 資産買入基金が国債を初購入
2009年5月	基金の規模を1250億ポンドに拡大
2009年8月	基金の規模を1750億ポンドに拡大
2009年11月	基金の規模を2000億ポンドに拡大
2011年10月	基金の規模を3250億ポンドに拡大
2012年7月	基金の規模を3750億ポンドに拡大
2013年8月	「失業率が7%を下回るまで利上げしない。」というフォワードガイダンスを導入
2014年2月	当初の想定よりも早く失業率が7%に近付いたため、フォワードガイダンスを修正

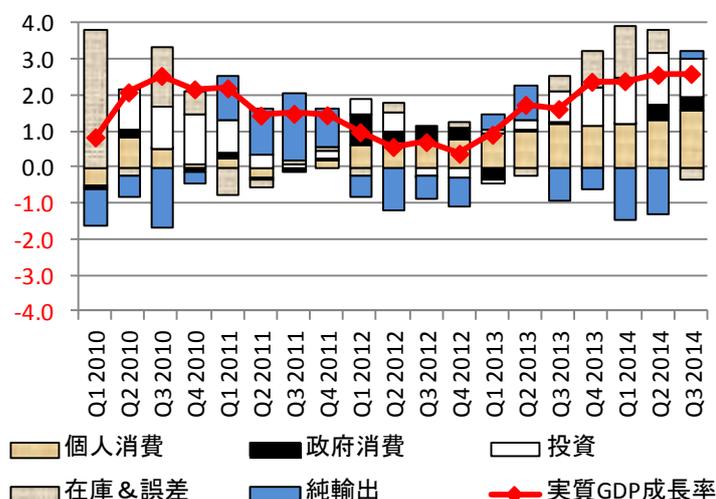
（出所） イングランド銀行 “Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3”を基に作成

景気回復の兆しが見え始め、金融政策の正常化の議論が浮上していた 2013 年 8 月には、「失業率が 7%に達するまで、利上げはしない。」というフォワードガイダンスを導

入し、直近のインフレ率の水準よりも持続的な景気回復を優先する姿勢を鮮明にした。2014年2月には、失業率の低下がイングランド銀行の想定以上のペースで進んだ一方で、需給の緩みが依然として残るとの見解から利上げを見送ったことを受けて、フォワードガイダンスの修正が余儀なくされた。

直近では、ロンドンを中心とした不動産市場の活況を受けて、堅調な家計消費や低水準の失業率など、国内景気は堅調に推移しており、利上げや資産買入基金の規模縮小などの金融引き締めへの意識が強まるようになったが、2014年終盤以降の原油価格の急落を受けてインフレ率が低下したことから、金融引き締めの先延ばしが見込まれている。

図表3 実質 GDP 成長率の推移



(出所) 英国国家統計局

2. 非伝統的金融政策のポイントは資産価格の上昇

前述の通り、2009年3月に政策金利を0.5%まで引き下げて以降、金利調節による伝統的な金融政策手段を採れなくなったイングランド銀行は、さらなる緩和的な金融環境を作るために、現在QEやフォワードガイダンスなどの非伝統的な金融政策を採用している。

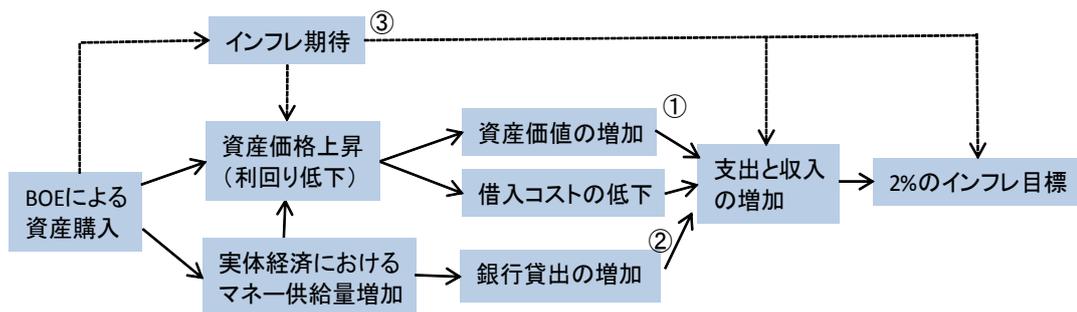
イングランド銀行は、これらの過去に前例のない金融政策の実体経済に対する効果を高めるために、パンフレットやワーキングペーパー、四半期レポート(Quarterly Bulletin)などを通じて、政策の意図や波及経路について説明することに力を入れてきた。

その一方で、時間が経過し実際の効果が観測されるようになるなか、政策意図や波及経路について当初の説明からの修正がみられるようになっている。

なかでも QE は、政策導入時と現在の政策の波及経路に関する説明が異なっている。QE 導入時に、公表されたパンフレット“*Quantitative easing explained - putting more money into our economy to boost spending*”によれば、イングランド銀行は、QE による実体経済における支出増加やインフレ率 2%達成のメカニズムについて、図表 3 のような波及経路を想定していた。

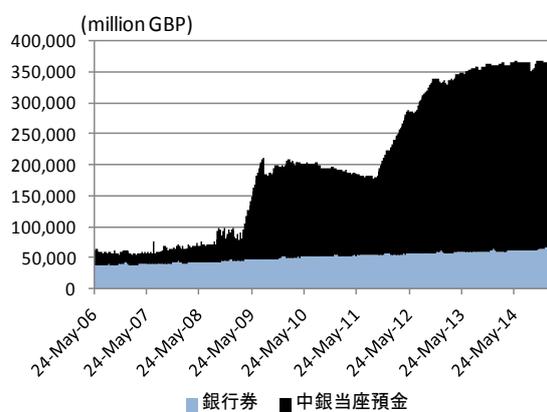
QE は、イングランド銀行が民間の非銀行部門（年金基金、保険、事業会社など）が保有する国債を買い入れることを目的とした政策である。QE を通じて、①民間の非銀行部門が売却資金を元手に別の資産に投資することで資産価格を上昇させ、資産効果による富の増加および資金調達コストの低下を促すこと、②実体経済におけるマネー供給量増加や民間銀行が中銀当座預金の増加を受けて銀行貸出を増加させること、③量的緩和により人々のインフレ期待を高めたりすることで、経済全体の支出を増加させ、2%のインフレ目標を達成することを意図していた。

図表 3 当初想定されていた QE の政策効果の波及経路

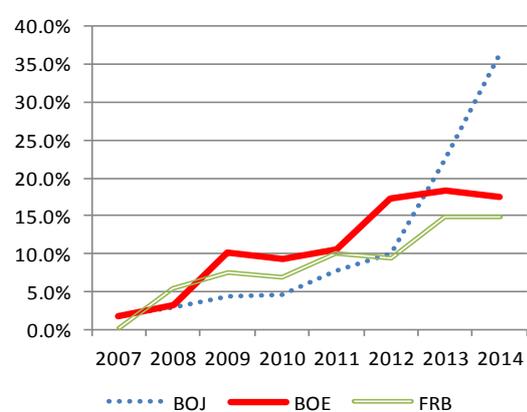


(出所) イングランド銀行 “Bank of England Quarterly Bulletin 2009 Q2”を基に作成

図表 4 マネタリーベース



図表 5 中銀当座預金の規模 (対 GDP 比)



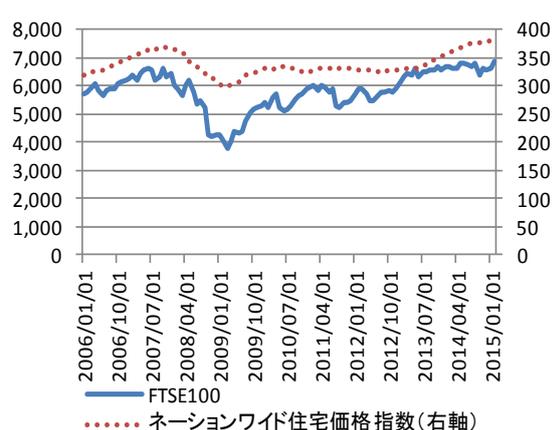
(出所) イングランド銀行、日本銀行、FRB、IMF データより筆者作成

①の資産価格に関する経路については、イングランド銀行の当初の目論見通り一定の効果が表れたと考えられる。英国の財政赤字が拡大したにもかかわらず、10年国債利回りは大幅に低下した結果、民間の投資資金が国債以外の資産に向かい株価指数や不動産価格は危機前の水準まで上昇している。

図表6 英国10年国債利回り



図表7 株価と住宅価格指数



(出所) Thomson Reuters, FTSE, Nationwide Building Society,

しかし、②のQEによる実体経済におけるマネー供給量や銀行貸出の増加については、持続的な効果が出ているとは言い難い。

マネーストック (M4) の指標をみると、資産買入基金による最初の国債買い入れが実施された2009年いっぱいには伸びを示していたが、2010年以降は、2011～2012年にかけてQEの規模が拡大されたにもかかわらず、イングランド銀行の目論見通りに実体経済におけるマネー供給量が増加していないことがわかる。

イングランド銀行は、世界金融危機後の実体経済におけるマネー供給量が伸びない理由について Quarterly Bulletin において検証している。Quarterly Bulletin 2011Q1 に掲載されている“Understanding the recent weakness in broad money growth”によれば、世界金融危機後のマネーストックの伸びが弱い原因について、金融危機後のリセッションを原因とした銀行貸出の停滞や、銀行部門が金融危機で傷んだバランスシートを修復することを目的に資本市場において株式や債券などを通じて資金調達を行った結果、銀行預金が減少したことなどを挙げている。

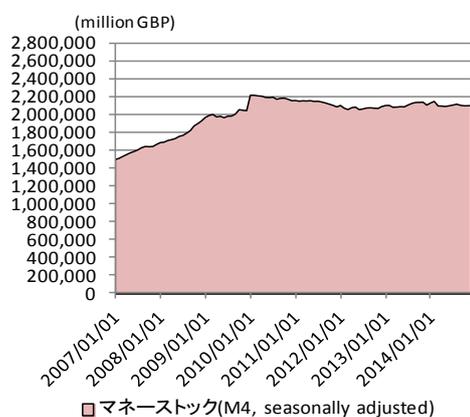
Quarterly Bulletin 2012Q4 に掲載されている“*What Can the money data tell us about the impact of QE?*”では、QEによるマネーストック減少への影響について言及されている。QEを通じて民間の非銀行部門に直接的にマネーが供給された一方で、資本市場におけ

る資金調達が有利になったことから企業の資金調達が銀行貸出から資本市場に代替された可能性、銀行による株式や債券による資金調達が行われ銀行預金が減少した可能性、銀行が民間の非銀行部門に国債を売却した可能性、投資家がマネーストック統計に計上されない非居住者から資産を購入した可能性などが挙げられている。

さらに、イングランド銀行のマネタリーベースと、銀行の民間向け貸出残高を比較すると、期待されていた波及経路のひとつである QE による銀行貸出を促す効果についても働いていないことがわかる。

イングランド銀行が公表するレポートのなかでも、QE を通じた銀行が保有する中銀当座預金の増加が、銀行の貸出増加につながらないことを認める記述がみられるようになってきた。たとえば、Quarterly Bulletin 2014Q1 に掲載されている”Money creation in the modern economy”では、QE の効果に関する一般的に広がっている誤解について、①銀行は中銀当座預金を民間企業に直接的に貸し出すことができないことから、QE により銀行内に創出された中銀当座預金自体は、QE の主要な役割を果たすわけではないこと、②QE により創出された中銀当座預金が機械的に乗数効果により、貸出や預金を増加させるわけではなく、QE により創出された中銀当座預金自体が銀行に貸出のインセンティブを与えるわけではないことの2つが挙げられている。

図表 8 マネーストック(M4)



図表 9 民間銀行貸出残高



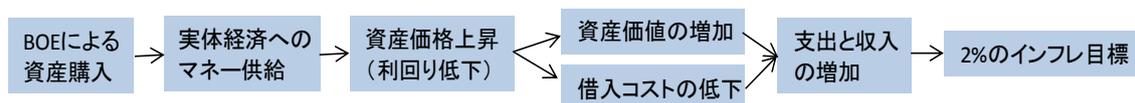
(出所) イングランド銀行

こうしたことを背景に、現在のイングランド銀行により説明されている QE による需要喚起およびインフレ目標 2%のための波及経路は、資産価格の上昇による資産価値の増加と借入コストの低下という資産価格に働き掛ける経路が中心となっており、QE によるマネーストックや銀行貸出の増加については言及されていない。

QE は中銀当座預金の増加が銀行貸出の増加につながらない一方で、資産価格上昇に

よる資産の利回りの低下が、資本市場での株式や債券による資金調達を銀行貸出よりも魅力的な資金調達手段にしたとみられ、間接金融主体の国よりも直接金融主体の国の方が QE の効果が高いのではないかという仮説の一因になっている。

図表 10 現在想定されている QE の政策効果の波及経路



(出所) イングランド銀行 “Quantitative easing (QE) - injecting money into the economy”を基に作成

2013年8月に導入されたフォワードガイダンスについても、導入以降、政策運営において試行錯誤が続いている。前述の通り、インフレ圧力が落ち着くなか、想定以上の失業率の低下ペースを受けて、半年後の2014年2月には、「失業率は低下したが、利上げする前に解消すべき需給の緩みが依然として残っている。仮に利上げをする段階が来ても、利上げペースはゆっくりで利上げ幅も限定的に留まるだろう。」と修正を余儀なくされたのがその典型である。

フォワードガイダンスが金融政策に導入された背景には2013年8月の経済状況があった。当時の英国では、経済成長や雇用環境に回復の兆しがみられるようになった一方で、インフレ率が2%を上回る状況が続くなか、ロンドンを中心に不動産市況の活発化がみられ不動産価格の上昇が顕著になっていた。このため、フォワードガイダンスには景気回復に水を差す金融引き締めに対する金融市場の懸念を後退させる狙いがあった。

しかし、現在では、2014年終盤以降の原油価格の急落を受けて、インフレ率が0%に近付いたことから、英国の物価見通しもインフレ率が2%を大幅に上回っていたフォワードガイダンス導入当時とは、大きく変わってきており、導入時にイングランド銀行が懸念した市場参加者による金融引き締め観測は後退している。

フォワードガイダンスには、①イングランド銀行の物価と経済成長に対する見通しをはっきりさせること、②景気回復後の金融政策に関する不透明感をなくすこと、③物価と金融システムの安定をリスクにさらすことなく、経済成長に配慮した金融政策を採ることを可能とするための枠組みを作ることの3つの政策効果が期待されている。

イングランド銀行は、③の政策の枠組みにおいて、金融政策にフォワードガイダンスを導入することによる物価と金融システムの安定へのリスクに備えるために、ある条件に達した場合にはフォワードガイダンスを停止する事項 (Knockout) を設けている。現在では、マクロ・プルーデンス政策を司る Financial Policy Committee (FPC) が、FPC

の政策ツールだけでは対応できないような金融システムに対する脅威を金融政策が引き起こすと判断した場合が、それにあたる。フォワードガイダンス導入当時は、上記に加えて、イングランド銀行の18~24カ月先のインフレ見通しが2.5%を超過した場合や、同行が中期的なインフレ期待を十分に固定できていない場合も含まれていたが、修正後はインフレ圧力が後退しているため言及されていない。

これまでに述べたようなフォワードガイダンスの枠組みを通じて、イングランド銀行は、市場参加者の過度な金融引き締め観測を抑制し、彼らの期待を長期にわたり緩和的な金融環境が続くだろうという方向に誘導することによって、短期金利および長い年限の金利を低下させることを意図している。

そしてフォワードガイダンスについても、QEと同様に、緩和的な金融環境を強化することにより、資産価格を上昇させることを通じた実体経済への波及経路が期待されている。これは、フォワードガイダンスの導入によって、低金利の長期化を市場参加者に予想させ現在の低金利水準を維持し、金利ボラティリティを低下させ、投資家にリスクを採りやすい環境を提供することにつながるからである。

3. 非伝統的金融政策は金融システムの安定を脅かす可能性も

一方で、非伝統的な金融政策が金融システムの安定を脅かすリスクについて、警鐘を鳴らす声もある。これは、その波及経路が人為的に資産価格を上昇させることに依存していることから、上昇が行き過ぎた場合に、金融危機の原因となるマクロ経済不均衡の蓄積につながる可能性があるからである。

2014年3月の国際決済銀行（BIS）の四半期レビューに掲載されている“*Forward guidance at the zero lower bound*”によれば、フォワードガイダンスが金融システムの安定に対するリスクを高める可能性として、①金融市場の焦点が中央銀行のフォワードガイダンスに集中した場合、金融市場における広い解釈や中央銀行のフォワードガイダンスの修正が、過剰な金融市場の反応を生むこと、②金融政策の正常化のスピードや不均衡の蓄積などが金融市場に懸念されるようになった場合、間接的に金融システムの安定性を脅かすリスクが高まることなどが挙げられている。

その9カ月後にイングランド銀行が公表した“*The Interaction of the FPC and the MPC*”（Quarterly Bulletin 2014Q4 収録）においても、中央銀行における金融政策が金融システムの安定に対するリスクを高める要因として、①低金利により家計や企業が借入をしやすい環境が生まれることから過剰債務につながる恐れがあること、②低金利と金利の低

ボラティリティが、リスクのミスプライシングと、貸出や資本のミスアロケーションを生む可能性があることなどが挙げられている。

これらは、QEによる資産価格上昇を通じた資金調達コストの低下やフォワードガイダンスを通じた人為的な低金利、低ボラティリティの環境が、金融システムの安定を阻害する可能性を指摘したものである。過剰債務は、過去に数え切れないほどの金融危機の原因となっており、2013年5～6月頃に米連邦準備理事会（FRB）のQE3縮小観測の浮上を受けて、新興国資産の売りが発生したことや、2015年1月のスイス中央銀行が市場の意表を突く形でスイスフラン売りユーロ買い介入の停止を発表しスイスフランが急騰したことなどは、金融市場の一方向の期待が金融システムのリスクにつながった例と言えるだろう。

4. 重要性を増すマクロ・プルーデンス政策と供給力の強化

非伝統的な金融政策が包含する金融システムの安定へのリスクに対して、イングランド銀行は、マクロ・プルーデンス政策と金融政策の協調の取組みを強化させている。

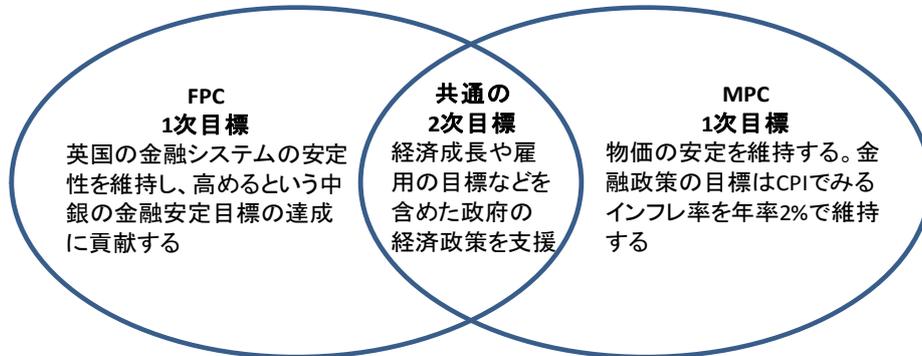
イングランド銀行は、世界金融危機後、それまでの金融システム安定のための監督体制が不十分だったとして、同危機後の保守党政権下において、結果的に危機を回避するために機能しなかった金融サービス機構（FSA : Financial Services Authority）を解体し、イングランド銀行内に金融システムの健全性を監督するFPCを設置し、旧FSAのオペレーション機関としてPrudential Regulation Authority（PRA）とFinancial Conduct Authority（FCA）を設置するなど、金融規制監督体制を変更した。

こうしたマクロ・プルーデンス政策を強化する動きに加えて非伝統的な金融政策が強化されるなか、Monetary Policy Committee（MPC）とFPCの協調および相互理解、つまり金融政策とプルーデンス政策の協調および相互理解の重要性が高まっている。こうした背景には、物価の安定だけでは金融システムの安定につながらなかった世界金融危機の経験に加えて、英国では、金融政策とマクロ・プルーデンス政策は一次目標についてはそれぞれ異なるものの、成長と雇用という二次的な目標は共有していることがある。さらに、両政策とも経済全体のレバレッジや家計・企業・金融機関のバランスシートに働き掛ける政策であるため、それぞれの政策運営にあたり、もう一方の委員会の政策への影響を考慮しなければならなくなるからである。

イングランド銀行では、MPCとFPCの間の情報交換や相互理解のための枠組みが構築されており、両委員会の政策運営にいかすための取組みが行われている。前述のフォ

ワードガイダンスの枠組みにもこうした両政策の相互作用に対する考えが反映されているとみることができる。

図表 11 FPC と MPC の目的

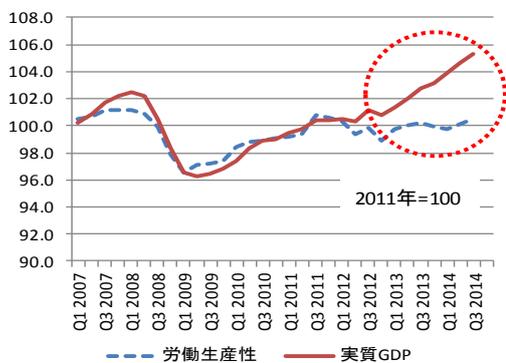


(出所) イングランド銀行 “Bank of England Quarterly Bulletin 2014Q4”を基に作成

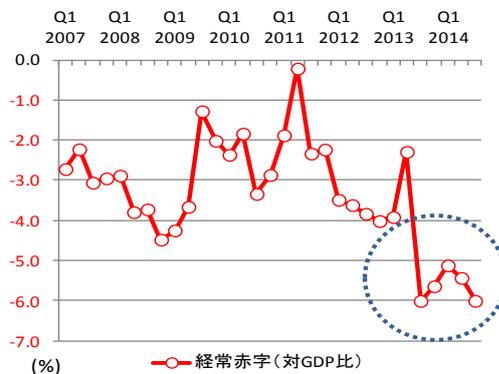
現在のイングランド銀行による超緩和的な金融政策は、経済の需要サイドの刺激を意図したものであるが、英国経済が回復に向かうなか、徐々に供給サイドの問題についても注目が集まるようになってきている。

足元の英国経済は、堅調な住宅価格を梃子に個人消費も活発化しており、需要サイドの回復が鮮明になっている。一方で、鉱工業生産指数は、リーマンショック前の水準を依然として下回り、住宅投資を除く投資の回復も緩慢である。また英国は、毎年20万人前後の移民により人口が増加しており、全体のGDPを押し上げる一方で、一人当たりの生産性については、足元の経済成長に関わらず、ほとんど伸びていない。その結果として、経常赤字が拡大してきており、マクロ経済の不均衡が拡大する形となっている。

図表 12 生産性と実質 GDP



図表 13 経常収支 (対 GDP 比)



(注) 生産性は労働者あたりの産出量のデータを利用

(出所) 英国国家統計局、イングランド銀行

5. イングランド銀行の柔軟な政策運営に対する期待は大きい

イングランド銀行は、世界金融危機以降、従来のインフレーションターゲット政策を柱としながらも、経済成長や雇用への配慮を優先した金融政策運営を実施してきた。QE やフォワードガイダンスなどの非伝統的な金融政策などを通じて、試行錯誤しながらも、数年先の2%のインフレ目標達成のために十分な需要を創出するために緩和的な金融環境を維持してきた。

非伝統的な金融政策の効果は、資産価格の上昇を通じた富の増加や資本市場における調達コストを低下させ、経済全体の需要を刺激することによる波及経路に依存している。

その一方で、人為的に作り出した低金利、低ボラティリティによる資産価格の上昇は、将来的な金融システムの安定をリスクにさらす可能性についても留意しておく必要がある。

こうしたことから、イングランド銀行はインフレ目標達成のために非伝統的な金融政策を運営するにあたって、金融システムの安定を担保するマクロ・プルーデンス政策との協調および相互理解の取組みを強化し、物価と金融システムの安定の両立を維持することに努めている。また、現在の非伝統的な金融政策は需要の引き上げを意図したものであることから、英国経済が回復をみせるなか、今後は政府による構造改革などの供給力強化のための取組みも必要となろう。

以上

参考資料

- James Benford, Stuart Berry, Kalin Nikolov and Chris Young, “*Quantitative Easing*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2009 Q2, June 12, 2009
- Jonathan Bridges, Neil Rossiter and Ryland Thomas, “*Understanding the recent weakness in broad money growth*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q1, Mar 21, 2011
- Michael Joyce, Matthew Tong and Robert Woods, “*The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3, Sep 19, 2011
- Nicholas Butt, Silvia Domit, Michael McLeay, Ryland Thomas, Lewis Kirkham, “*What Can the money data tell us about the impact of QE?*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2012 Q4, Dec 18, 2012
- Emma Murphy and Stephen Senior, “*Changes to the Bank of England*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q1, Mar 14, 2013
- Bank of England, “*Monetary policy trade-offs and forward guidance*”, August, 2013
- Paul Tucker, Simon Hall and Aashish Pattani, “*Macprudential policy at the Bank of England*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q3, Sep 17, 2013
- Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas, “*Money creation in the modern economy*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1, Mar 14, 2014
- Andrew Filardo and Boris Hofmann, “*Forward guidance at the zero lower bound*”, BIS Quarterly Review, March 2014, March 14, 2014
- Tamarah Shakir and Matthew Tong, “*The Interaction of the FPC and the MPC*”, Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q4, Dec 8, 2014
- Bank of England, “*Quantitative easing explained - putting more money into our economy to boost spending*”
- Bank of England, “*Quantitative easing (QE) - injecting money into the economy*”

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>