



2016年8月22日

## 英中銀も「三次元緩和」：日銀との共通点・相違点、そのインプリケーション

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

英国の中央銀行であるイングランド銀行（以下 BOE）は 8 月 4 日、「量」、「質」、そして「金利」の「三次元緩和」を決定した。前回 7 月会合の声明文や議事要旨を通じ、今回 8 月会合での緩和実施は市場に織り込まれていたが、内容的に予想を大きく上回ったことで、ポジティブ・サプライズとして受け止められている。具体的には、休眠状態にあった量的緩和を再開させ、国債購入額を現行 3750 億ポンドから 4350 億ポンドへ 600 億ポンド拡大（買入れ期間は今月から 6 か月間）。同時に、購入資産として新たに投資適格級の非金融企業のポンド建て社債 100 億ポンドも対象（買入れ期間は今月から 18 ヶ月間）とし、「質」の緩和も打ち出した。更に、2009 年 3 月以来 7 年 5 か月ぶりに政策金利を引き下げた（0.50%→0.25%）他、金融機関への新たな資金供給の枠組み（TFS: Term Funding Scheme、1000 億ポンド規模）を導入し、貸出支援を強化している。

量、質、金利が揃い踏みの「三次元緩和」は、周知の通り、日本銀行（以下 BOJ）が今年 1 月以降、そう銘打ち実施しているもの。先月 29 日には ETF 買入れ額を増額し（保有残高 3.3 兆円→6 兆円）、BOJ はその強化に動いている。他方、BOE は自らの政策を「三次元」と呼んでいるわけではないが、Brexit 決定といういわば国難に際し、異例の全方位型の金融緩和を以って、中央銀行として政策総動員の決意を示したと思われる。もとより、欧州中央銀行（以下 ECB）も今年 3 月に予想を上回る包括緩和を発表しているが、特に先月末以降動きのあった日英中銀の金融緩和の共通点・相違点等に改めて思いを巡らすと、以下の通り、自明だが重要な示唆が浮かび上がる。

### <量的緩和はあくまで「時間を買うため」の限界のある措置>

まず、日英に共通するインプリケーションは、金融政策手段が「決して無尽蔵ではない」こと、そして、異例で大規模な金融緩和策はあくまで構造改革や Brexit への対処など「政府による政策対応が奏功するまでの時間稼ぎ」という、いわば自明の 2 点である。

前者の「無尽蔵ではない」点については、実は BOE による今回の国債購入再開早々、図らずもその限界が露呈されてしまっている。BOE は今月 8 日から国債買入れを再開し、9 日には年限 15 年以上の超長期国債の買入れを実施したが、ここで予定金額を購入できない事態が発生した。グローバルな低金利による運用難で投資家が国債売却を渋っていることが背景にあり、BOE は早くも「国債の売り手不足」の厳しい現実突き

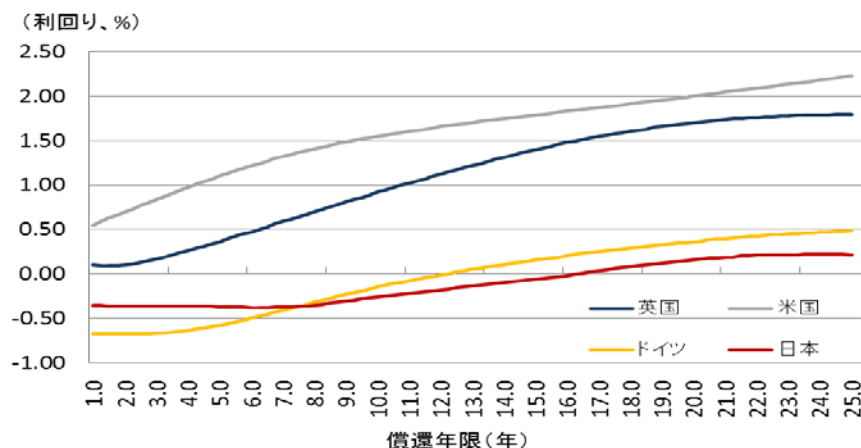
当たってしまった格好だ。BOJ の国債購入についても、来年 2017 年中にも売り手不足の技術的な限界にぶつかる可能性があるとの指摘が IMF 等から予てよりなされている。中央銀行による大規模な資産購入は、市場機能低下やマネタイゼーション等の「べからず論」はさておいても、何よりも技術的に限界のある政策であり、早晚持続可能性の壁に突き当たること＝無尽蔵ではないことを、より広く強く認識することが改めて必要に思われる。

2 点めの「政府による政策対応が奏功するまでの時間稼ぎ」について、詳しい説明は不要であろう。BOE による今回の決定は「離脱派勝利」となった国民投票結果に対するいわば初動としての緊急対応であり、それは、結果判明直後には全く無策・無責任に見受けられた英国政府の対応が軌道に乗るまでの正に「時間を買う措置」に過ぎない。BOE の政策対応によって経済金融情勢が小康を得ている間に、離脱に向けた行程表作りや財政支援策など、政府対応の進展が期待される。この点については、BOJ の異次元緩和が効果を発揮できているうちに、第 3 の矢の成長戦略、及び、財政健全化も含む構造改革推進が切望される日本と全く同じ状況、と言って良いだろう。

### <金利低下余地が残る英国はマイナス金利政策に“NO”>

一方で、BOE と BOJ の決定的な相違点から浮かび上がる示唆もある。双方とも渾身の政策投入を行っている点は同じだが、「政策金利の下限」に対する考え方は、少なくとも表向き、大きく異なっている。BOE カーニー総裁は今回会合後の会見で政策金利の下限について問われ、「MPC（金融政策委員会）は政策金利の実質的な下限がプラス圏内であることを極めて明確にしている。ゼロに近いがプラスだ（close to zero, but a positive number）」とコメント。また、「私自身はマイナス金利に賛同しない」とも述べ、その理由として「低金利環境が長期化した上でマイナス金利政策を導入すると、預金金利の引き下げには制約がある一方で、貸出金利がより大きく低下する。これに伴う利鞘縮小で、金融機関は手数料引き上げなどに動くため、結果的に顧客から見た実質的な借入れ条件はかえってタイト化しやすい」などとしている。

### <日米英欧国債の期間利回り>



(出所 BOE、7/26 迄の 15 営業日平均)

これは、やや思い切った発言と言って良いだろう。もちろん、たとえ一般論であってもマイナス金利政策に肯定的な発言をすれば、市場が一気にその織り込みに動き、混乱を来す可能性があるため、それへの配慮もあったろう。しかし、日本も含め、欧州中心にマイナス金利導入国が少なからずあり、また、米連邦準備理事会（以下 Fed）イエレン議長も今年 5 月「より深い分析が必要だが、（マイナス金利を）政策選択肢として排除しない」と一定の理解を示すなどしている状況下、少なくとも主要中銀の中では少数派の発言と言える。

### <難易度の高い金融政策こそコミュニケーションが重要>

もともと、たとえ少数派であっても、マイナス金利政策の悪影響に関するカーニー総裁の指摘は正しい。それだけに、この発言は BOJ や ECB が直面している困難（＝国内での強い批判）を浮かび上がらせてもいる。重要なことは、ダメージを承知しつつマイナス金利政策を選択・継続せざるを得ない事情が各中銀にあり、短期的・部分的な副作用の非を問われてもなお、マクロでみて最終的に win-win の効果が期待できるのであれば、その選択に躊躇はない、というのが目下の日欧中銀のスタンスだという点であろう。

月並みな結論だが、となれば、やはり大切なのは「コミュニケーション」ということに尽きる。難易度の高い政策を推進中であるからこそ、その政策意図や波及経路、及び、所要期間の目途について、プロ・コン併せ高頻度で判り易い情報開示が肝要になる。一方の受け手側にしても、自らの立場に立った批判だけではなく、マクロ的見地からの提案提示がなされて然るべきに思われる。その意味でも、BOJ による次回会合（9 月 20、21 日）での「総括的な検証」には、大きな注目と期待が集まる。

日米英欧の主要 4 中銀の中で、金融政策推進上の苦悩から目下一番遠い処にいらっしゃる Fed においても、実は根源的な政策論議が投げかけられている。イエレン議長に考えが近く理論派とされるサンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁が今月 15 日、「米国の自然利子率の低さから判断して、政策手法を再考する必要がある」とする論稿を発表。Fed ですら「現在の政策設計は直面する現実には照らしてそもそも正しいのか」という問題提起が身内から掛けになされる百家争鳴の事態になっている。主要中銀の一挙手一投足に関心が集中し、期せずして市場の高ボラティリティの源泉になってしまう状況は、良くも悪くもまだまだ当面続きそうだ。

以上

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、宜しくお願い申し上げます。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。