

『証券経済学会年報』第59号別冊  
第96回全国大会  
学会報告論文

「イングランド銀行の政策金利引き上げと量的引き締め」

# 「イングランド銀行の政策金利上げと量的引締め」

麻山 徹太郎

大阪経済大学大学院経済学研究科博士後期課程

## 1. はじめに

イングランド銀行 (BOE) は 2009 年 3 月より量的緩和 (QE) を開始し、2021 年 12 月までに断続的な資産購入を行ったが、2022 年より量的引締め (QT) によるバランスシートの削減を開始した。また 2021 年 12 月にバランスシート拡大の停止と同時期に、政策金利の引上げも開始している。2022 年 9 月末頃からは国債の売却も予定していた。

しかし、トラス元首相の成長計画発表により、国債市場の動揺 (トラス・ショック) が広がったことで、QE によって保有した国債の売却が遅れが生じてしまう。その上、BOE は市場機能を維持するため、再び資産購入を開始することとなった。トラス・ショック時の資産購入の際には、今まで金融政策を決定してきた、金融政策委員会 (MPC) ではなく、金融監督委員会 (FPC) によって金融安定目的の資産購入を決定していた。こうして行われた金融安定目的の資産購入は 13 営業日で終了し、早期の売却によって翌年の 1 月半ばには購入した資産を全て削減するに至った。

量的引締め (QT) に関しては、前述のとおりトラス・ショックの影響もあって、国債の売却が遅れていたものの、2022 年 11 月より開始された。BOE は 1 年を通して、どの程度資産を削減するのかを事前に決め、それを達成するよう QT を進めており、国債の売却は現在も続けられている。

QE の効果の一つとして、資産の購入を行うことで、長期金利 (10 年物国債利回り) を低下させる効果が挙げられる。QT は逆に購入した国債の償還、売却を通して、長期金利ひいては国債利回りを上昇させる可能性がある。そうした前提のもと、本論文では、本稿執筆時も続けられている QT、金融安定目的の資産購入および購入資産の売却を概観し、国債利回りの変動から、その影響を検討することを目的としている。

## 2. 先行研究について

BOE の金融政策委員会のメンバーおよび理事は講演を行っており、資料を公開している。Hauser [2022] および Ramsden [2023] はその資料である。Hauser [2022] では、トラス・ショックが引き金となり行った、BOE の金融安定目的の資産購入について、その要因も含めて述べている。また、Alexander et al. [2023] では金融安定目的の資産購入時にコンベンショナル債だけでなく、インデックス債を購入するに至った理由や資産削減についても併せて述べている。Ramsden [2023] では、国債の売却による国債利回りへの影響について、政策金利の引上げ予想を主眼に置きながら、否定的な主張を行っている。

斉藤・高橋 [2020] では、BOE が早期に QE の出口戦略について検討していることを評価しつつ、英国の EU 離脱後に再び拡大したバランスシートを踏まえ、出口戦略について分析を行っている。斉藤 [2021] では、コロナ危機への対応として開始された QE5 による更なるバランスシート拡大を踏まえ、BOE の出口戦略について述べている。河村 [2022b] は BOE が行っているガイダンスやバランスシートの削減について、資産売却を通して行うことに着目しつつ、QT についての分析を行っている。

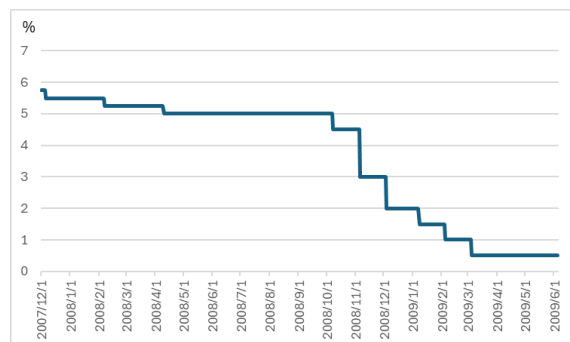
## 3. BOE の QE と出口ガイダンス

### 3.1 BOE の QE と政策金利操作

ここでは、BOE が引締めに転換するまでに行っていた政策金利の操作や QE などの金融政策について、麻山 [2024] を参照しつつ、述べていく。図 1 から分かるように、BOE は 2009 年に QE を始める前、ノーザンロック危機や世界金融危機 (GFC) への対応として、政策金利の引下げを 9 度も行っていた。特に、2008 年 10 月 8 日の引下げからは、ほとんど 1 カ月に 1 度のペースで引下げを行っており、非常に速いペースで金融緩和に取り組んでいたことが窺える。だが、そうした措置を行っていたにもかかわらず、GFC の影響もあって、BOE は更

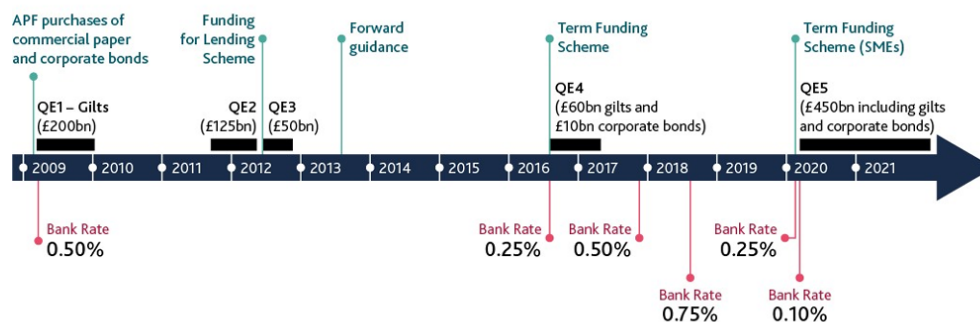
なる緩和措置として、QE へと取り組むこととなる。

**図 1 2007 年 12 月 1 日～2009 年 6 月 5 日までの政策金利の推移**



(出所) Bank of England, 『Official Bank Rate history data from 1694』より筆者作成。

**図 2 イングランド銀行の 2009 年以降の QE プログラムと選択された政策介入**



(出所) Bank of England [2021]、11 頁。

BOE の QE には、先進諸国が行う QE と違う点はいくつか存在している。BOE は QE を行う前に購入上限額を設定し、その金額に到達するまで資産購入を行っており、購入上限額に到達した段階で、満期到来によって償還された分の再投資を除き、資産購入を行わない形式を取っている。また、QE 時の債券購入自身は、同行の子会社である資産買取ファシリティ (APF) が行っており、BOE から資金を借り入れ、それを元手に資産を購入しているため、QE によって購入した資産は BOE のバランスシート上には存在しない。また、APF と財務省間で資金移転の協定が結ばれており、収益が発生した際には財務省に移転され、損失が発生した際には財務省が補填することとなっている。APF が QE の実行主体となっている点や財務省が損失を補填する点などは、BOE のバランスシートに配慮した取り組みと言えるだろう。

上記のような特徴を要する BOE の QE は、図 2 にもあるように、これまで合計 5 度行われており、その度にバランスシートの規模は拡大していた。コロナ危機の対

応として行われた QE5 を終了する段階では、QE によって保有した資産は 8950 億ポンド程度、2021 年の名目 GDP 対比で約 39.2%にまで膨らんでいた 1)。特にバランスシートの規模を拡大させたのが、コロナ危機対応で行われた QE5 であり、その際には合計 4500 億ポンド近くの資産を購入しており、その額は QE1~4 までに購入した額を上回っている 2)。

QE5 は規模において圧倒的であるが、各資産購入で、実際の国債利回りへの影響はどのようなものであったのだろうか。Busetto et al. [2022] の 18 頁に掲載されている、図 5 : QE 発表後の 10 年国債利回りの変化と国債購入サプライズによれば、主に 10 年物国債利回りに効果があったのは QE1 と QE5 の最初の QE の発表後であり、他の発表の際には利回りが最大で 0.2%程度の低下しか見られなかった。これは、Tenreyro が 2023 年 4 月に行った講演の資料 (Tenreyro [2023]) の 6、7 頁で指摘する

ように、流動性が不足している状況での、流動性および市場機能チャネルを通じた効果として短期的に利回りへと影響を及ぼしているのだと考えられる。

BOE は GFC 後に政策金利を 0.5%にまで引き下げ、この水準が長く続いた。転機は 2016 年 8 月 (英国の EU 離脱の国民投票後) であり、BOE は 7 年以上維持していた政策金利を 0.25%へと引き下げた。その後、2017 年 11 月に 0.5%、2018 年 8 月に 0.75%へと政策金利を上昇させ、緩和から引締めへと政策が転換していく。こうして、金融政策が引締め基調となる中、コロナ危機が起きる前の BOE では QE の出口構想が検討されていた。しかし、2020 年にコロナが蔓延したことで、政策金利は 0.1%にまで引き下げられ、引締めへの転換は遠のいた。

### 3.2 QT 決定前の資産削減のガイダンス

前節にもあるように BOE は出口構想を検討していた。BOE のエコノミストが出した論文、McLaren and Smith [2013] にて、資産削減の推移についての将来予想を出している。実際には、この想定通りに資産削減が行われたわけではないが、2013 年の段階で QE からの出口構想が

なされていた点は、注目すべき点であろう。

その後、2015年11月に、BOEが四半期ごとに出している報告書である『Inflation Report』（現在は『Monetary Policy Report.』）にて、資産削減のガイダンスが行われた。そこでは、金融政策の主要な手段が政策金利であるとしつつ、政策金利を自由に操作できる状態になった時、政策金利が2%前後になるまで資産削減を行う可能性は低いとしていた。2018年6月にはMPCによって、資産削減のガイダンスが再び行われた。その際には、削減の水準となる政策金利の水準が1.5%に改定され、資産削減についての方針がより具体的なものとなり<sup>3)</sup>、その後の2019年7月に行われたHauserの講演（以下、Hauser[2019]）にて、BOEがQTを行う際の手順について、4点にまとめられている。①政策金利が1.5%前後の水準になって以降、QTは開始される、②長期間を通して、段階的で予測可能なペースで行われる、③QTは債務管理庁との連携の下、国債および社債市場の機能維持を考慮して行う、④インフレ目標達成のため、修正もしくは反転させる可能性がある、としていた。

このようにBOEでは、QE4が終了した後、政策金利の引上げを行いつつ、出口構想が示されていたのである。しかし、その後のコロナ危機により、BOEは政策金利を0.10%にまで引き下げられ、QE5を開始することとなった。それに伴い、出口に関するガイダンスも改定されることとなった。

コロナ危機後の出口に関するガイダンスとして、2021年8月の『Monetary Policy Report.』にて、改めて出口のガイダンスが示された。そこでは、経済環境が適切であれば、政策金利が0.5%に到達した段階で資産の再投資を停止する形での削減を検討し、政策金利が1.0%に到達すれば資産残高の売却を積極的に検討するとしている。政策金利を0.1%まで引き下げたためか、資産削減を検討する際の政策金利の水準を大幅に引き下げている。

BOEはQE開始以降、出口を意識したガイダンスを提示している。しかしながら、英国のEU離脱やコロナ危機などが起きたことも影響し、QE開始からQTへの移行は容易ではなく、それが実行に移されたのは2022年からであった。

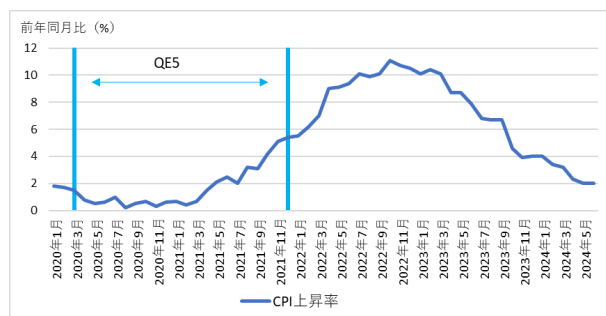
#### 4. 引締めに向かうBOEとトラス・ショック

##### 4.1 引締めに向かうBOE

コロナ危機後の2021年12月まで購入上限額を目処として、資産購入を続けたBOEであったが、資産の残高が

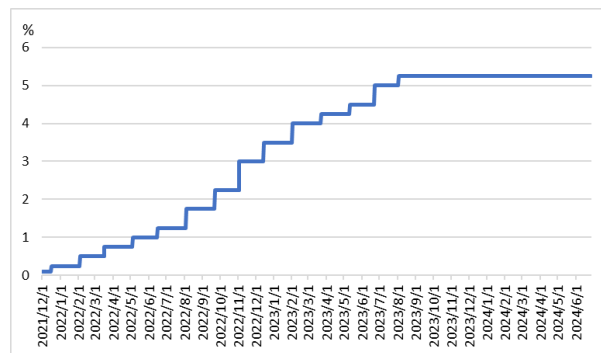
購入上限額に到達した後、政策金利の引上げにより、金融引締めへと舵を切った。その要因として、図3にもあるように、QE5を行う期間にインフレ率が上昇しており、1~3%のインフレ目標の範囲を超えていたことが挙げられる。BOEはその対応として、0.1%とほぼゼロであった政策金利の引上げを行った。インフレがなかなか鎮静化しなかった影響もあり、図4にもあるように、最終的に5.25%になるまで段階的な利上げを行った。

図3 2020年1月～2024年6月までのCPI



（出所）Office for National Statistics, 『Consumer Prices Index including owner occupiers' housing costs (CPIH), occupiers' housing costs (OOH) component and Consumer Prices Index (CPI) annual inflation rates, UK, July 2014 to July 2024』より筆者作成。

図4 2021年12月1日から2023年12月30日までの政策金利の推移



（出所）Bank of England, 『Official Bank Rate history data from 1694』より筆者作成。

そして、政策金利の引上げから3ヶ月も経たぬうちに、BOEは金融政策を更に引締めの方向へと進展させていくこととなる。2022年2月2日に終了したMPCにて、満期資産の再投資の停止が決定されたのである。また、社債の削減に関しては、早ければ2023年末までに社債の売却プログラムを完了する予定であったとした<sup>4)</sup>。

また、2022年8月のMPCのサマリーには資産削減のガイダンスとして、①政策金利を委員会が金融政策の姿

勢を調整する積極的な手段とし、②売却は金融市場の機能を妨げないよう、③一定期間にわたって段階的かつ予測可能な方法で実施されるといったことが示されている。これらは前述したガイダンスやその要点などを踏襲した内容であると考えられ、売却に関しては慎重な姿勢を常に示していることが窺える。

満期資産の再投資を停止したことで、僅かではあるものの、APF が保有する資産は減少していた。そして、2022 年 9 月 21 日に終了する MPC にて（発表は 9 月 22 日）、APF が保有する国債を今後 12 カ月で 800 億ポンド削減することを目標とするとしていた。しかしながら、後述するとおり、同年 9 月 23 日にトラス政権の成長計画が発表され、英国の国債市場が不安定となったため、BOE は 9 月 28 日に国債売却の延期を発表することとなる。

#### 4.2 トラス・ショックと国債市場の動揺

2023 年 9 月 6 日に就任したトラス元首相は、同年 9 月 23 日に成長計画の発表を行った。その際の主な内容は、所得税の減税および追加税率の削除、エネルギー料金に上限を設定、法人税率の引上げ撤廃、国民保険料の引上げ撤廃であった。これらの政策は財源の裏付けがなく、結果として、いくつかの市場にショックを引き起こした。

その中でも、国債市場のショックが起きた要因として、LDI ファンドの運用も深く関係している。英国では、公的年金の一部を職域年金が代替しており、サラリーマンなどを対象とした確定給付型の企業年金 (DB) は LDI との関わりが深い。『INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2021-2022.』の 13 頁によれば、LDI を行っている多くが DB であるとしている。

2022 年 11 月に行われた講演の資料 (Hauser [2022]) の 3,5 頁によれば、LDI ファンドは長期の国債を用いて、レバレッジを効かせた運用を行っていたため、トラス・ショックによる国債利回りの急騰が起きた際には、追加の証拠金を求められた。また、追加の証拠金を求められた際、DB などの投資家から LDI ファンドに資金の供給が行われるが、トラス・ショック時には、投資家から LDI ファンドへの資金の供給は追いつかず、純資産価値の下落を止めるべく LDI ファンドは保有する国債を売却して、レバレッジを縮小せざるを得なくなったとしている。Breedon が 2022 年 11 月に行った講演の資料 (Breedon [2022]) の 3 頁によれば、こうした追加の証拠金が追いつかなくなったのは、主に中小

規模の DB が出資していた資金を一括で運用していた、LDI ファンドであったとしている。

その上、Cunliffe 副総裁 (当時) が 2022 年 10 月 5 日に Stride 財務委員会の委員長 (当時) へと送った書簡の 3 頁によれば、LDI ファンドの国債売却の規模は £500 億 (1 日あたりに行われる売買金額の平均は £120 億) であると見込まれていた。

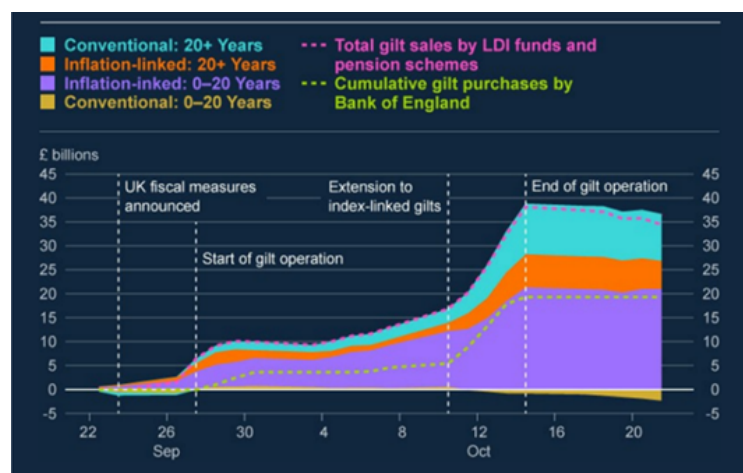
国債市場にさらなる混乱が起きることが予想でき、BOE はトラスの成長計画発表によって引き起こされた国債市場のショックへの対応として、BOE は金融安定のための資産購入に乗り出すこととなるのである。

### 5. 金融安定目的の資産購入とその出口

#### 5.1 金融安定目的の資産購入と国債利回りの変動

まず初めに、トラス・ショック時に行われた、金融安定目的の資産購入を概観していく。BOE は FPC の決定の元、2022 年 9 月 28 日に国債市場のショックに対応するための資産購入を発表した。この資産購入、金融安定目的の資産購入は市場の機能維持を目的に行われている。この購入も、これまで行った QE と同様に、実行主体は APF となっている。購入する国債は当初、コンベンショナル債のみが対象となっていたが、2022 年 10 月 11 日からの購入では、インデックス債も含まれることとなった。

図 5 2022 年 9 月 22 日から 10 月 21 日までの、国債レポートまたは金利デリバティブのポジションを持つ LDI ファンドおよび年金スキームによる累積純英国国債売却額と、イングランド銀行による累積英国国債購入額

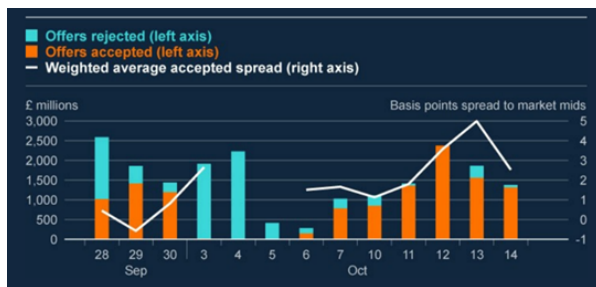


(出所) Alexander et al. [2023]、25 頁。

Alexander et al. [2023] の 24 頁によれば、インデックス債の大部分は LDI ファンドに集中しており、LDI ファンドおよび年金スキームが 10 月 10 日までに売却した

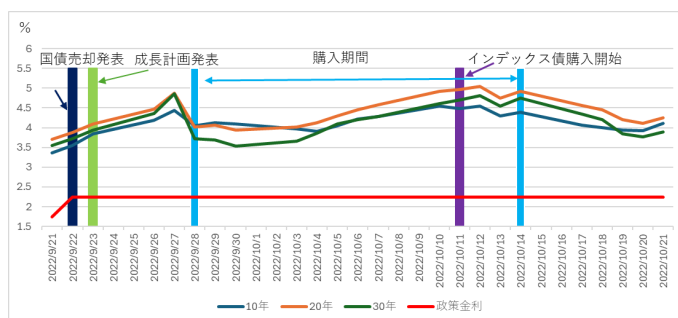
国債は、80%がインデックス債であった、としている(図5)。売却がつつがなく行われていけば、インデックス債の購入には至らなかったと考えられるが、同論文の24頁によれば、当初はGilt-edged Market Makers (GEMM)が売却された国債の買い手となっていたが、LDIファンドの売却ペースに追い付かず、買い手が枯渇することとなり、市場の取引能力が欠如していた。そうした背景もあり、BOEは市場の機能維持を目的に、インデックス債の購入に着手することとなる。また、インデックス債の購入を最初に踏み切らなかった理由として、同論文の20頁には「インデックス債の市場では、中位の利回りが曖昧で明確に示されておらず、取引価格に大きなばらつきがあった」といった記述がある。

図6 金融安定購入時のコンベンショナル債の日々の需要と配分



(出所) Alexander et al. [2023]、23頁。

図7 金融安定目的の資産購入前後の名目利回りの推移 (2022/9/21~10/21)



(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (nominal):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

金融安定目的の資産購入は、13営業日の間(9月28日~10月14日)に行われており(図6)、1日あたりの入札上限は50億ポンド(10月10日からは100億ポンド)とした。ただし、実際の購入額はコンベンショナル債が約121億ポンド、インデックス債は約72億ポンド、合計金

額が約193億ポンドとなっていた。入札上限には届いていないものの、1週当たり70億ポンド程度の購入を行っており、これまでのQEの購入ペースと比較すると、ハイペースでの購入を行っていると言える5)。しかし、非常に短い期間での購入であり、購入額そのものは、過去のQEと比較して巨額というわけではない。

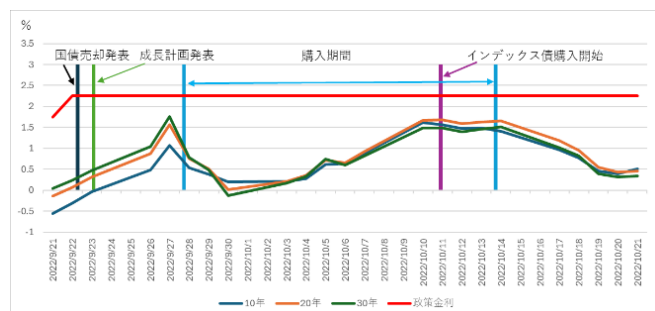
続いて、トラス・ショック前後の国債利回り(名目および実質)について確認していく6)。名目利回りについては、政策金利の引上げおよび国債売却発表、成長計画発表の後、利回りが急激に上昇していたが、資産購入を開始してから反転して、急激に低下しているのが分かる(図7)。より詳細に見ていくと、トラス・ショック前の9月21日から金融安定目的の資産購入前の9月27日にかけて、名目利回りが10年物は約1.06%、20年物は約1.17%、30年物は約1.31%上昇している。また、9月27日と金融安定目的の資産購入を開始した9月28日の名目利回りを比較すると、10年物は約0.38%、20年物は約0.85%、30年物は約1.13%低下している。購入期間中に名目利回りは再び上昇したが、その後購入を停止した後に低下している。

続いて、国債の実質利回りについて確認していく。実質利回りも名目利回りと同様に、政策金利の引上げおよび国債売却発表、成長計画発表に伴い、利回りが急激に上昇していたが、資産購入を開始してから反転して、急激に低下しているのが分かる(図8)。トラス・ショック前の9月21日から金融安定目的の資産購入前の9月27日にかけて、実質利回りが、10年物は約1.61%、20年物は約1.70%、30年物は約1.72%上昇している。9月27日と金融安定目的の資産購入を開始した9月28日の実質利回りを比較すると、10年物は約0.53%、20年物は約0.81%、30年物は約0.98%低下している。またインデックス債の購入を開始してから1日後(2022年10月12日)の実質利回りは、購入を開始した日と比べ、10年物で約0.14%、20年物で約0.08%、30年物で約0.09%と僅かに低下している。名目利回り同様、購入期間中に実質利回りが上昇しているが、再び低下している。

図7、8からも分かるように、購入期間中に名目利回りおよび実質利回りにおいて、利回りの低下が確認された。後半の購入では、購入が伸びており、その間の名目利回りの上昇が抑えられていることから、利回りに作用していたと推測される。しかし、インデックス債の購入を開始してからの、実質利回りの上昇はそこまで減衰していない。購入当初こそ大きく利回りが低下したが、その後上昇し、

終了する段階では元の水準に戻っていることから、資産購入のアナウンスメントの効果が大きく、1日ごとの資産の購入が利回りに大きくは寄与しないと考えられる。

図8 金融安定目的の資産購入前後の実質利回りの推移 (2022/9/21~10/21)



(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (real):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

## 5.2 金融安定目的購入資産の売却と国債利回りの変動

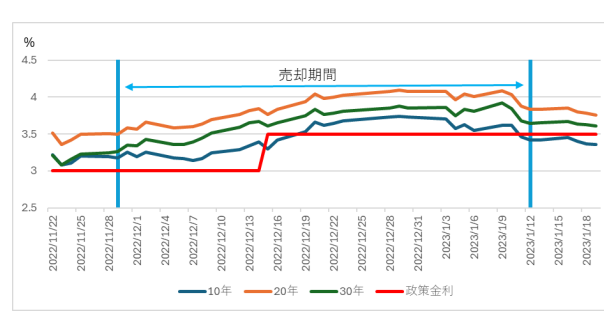
ここでは金融安定目的購入資産の売却とその期間の国債利回りの変動について述べていく。

BOEが購入した資産を削減する際には、2つの手法を用いている。1つ目は、満期が到来した資産の再投資を停止し、償還によって資産を削減する手法である。2つ目は、満期が到来する前の資産を売却することによって削減する手法であった。満期が到来した資産の再投資の停止は後者の手法と比べ、市場への影響が少ない、他中銀でも取られている手法である。BOEがリスクのある中、資産の売却を手法として取り入れている理由として、購入した国債の年限が長く、償還までの期間が長くなることが挙げられる。金融安定目的の資産購入によって保有された国債を削減する際には、2つ目の手法である、資産の売却によって行われた。

金融安定目的によって購入された資産の売却は、2022年11月23日の『Market Notice』にもあるように、火曜日、水曜日、金曜日に行われており、売却する際の価格はBOEによって最低価格が設定されている。また、市場の水準と比較してより良い額を提示した場合に売却を行うが、前取引日の価格の終値よりも大幅に低い価格の場合には売却しないこともあり得るとしており、入札はBOEの電子入札システムを通して、最低入札額は500万ポンド、増額は100万ポンドから可能となっている。金融安

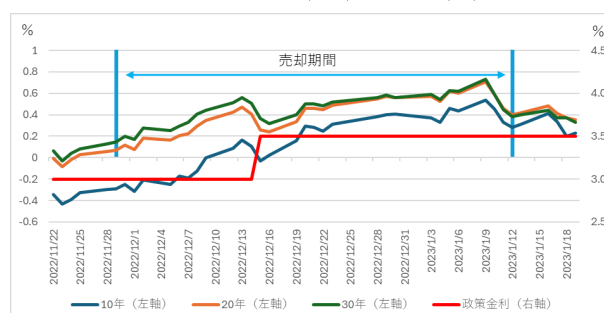
定目的によって購入された資産の売却のペースは、取引相手に委ねられる、需要に主導されたアプローチによって行われた。

図9 金融安定目的で購入された国債の売却が行われた前後の名目利回り (2022/11/22~2023/1/19)



(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (nominal):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

図10 金融安定目的で購入された国債の売却が行われた前後の実質利回り (2022/11/22~2023/1/19)



(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (real):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

こうして売却を通した、資産削減は2022年11月29日から2023年1月12日と、2ヶ月足らずの間に行われた。表1からも分かるように、1週ごとの資産売却のペースはまちまちである。また、総額193億ポンドのうち、139億ポンドは11月29日~12月16日の間に売却が済んでいた。

続いて、売却による国債市場への影響を検討するため、資産を売却する間の国債利回りの変動について確認していく。まずは名目利回りであるが、10、20、30年物のそれぞれの利回りの上昇が見られるが、売却が終了する間際には、逆に利回りの低下が見られる(図9)。売却開始前日の2022年11月28日と売却終了日の2023年1月12日の名目利回りを比べると、10年物は約0.22%、20

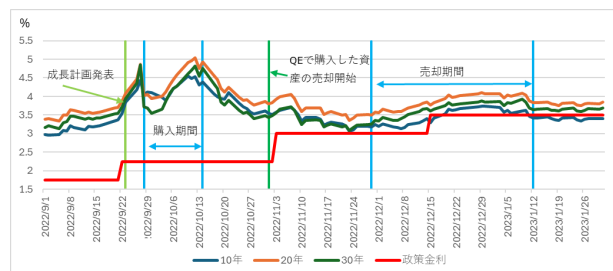
年物は約0.33%、30年物は約0.40%上昇している。また売却開始前の11月28日と12月16日の名目利回りを比較すると、10年物は約0.22%、20年物は約0.33%、30年物は約0.41%上昇している。

続いて、実質利回りの確認へと移る。実質利回りも名目利回り同様に、売却期間中に利回りが上昇しており、終了間際に利回りが低下している(図10)。売却開始前日の2022年11月28日と売却終了日の2023年1月12日の実質利回りを比べると、10年物は約0.58%、20年物は約0.34%、30年物は約0.25%上昇している。また、売却開始前の11月28日と12月16日の実質利回りを比較すると、10年物は約0.32%、20年物は約0.18%、30年物は約0.19%上昇している。

名目および実質利回りの開始前と終了時の利回りを比較した際、上昇しているのが確認できる。しかし、売却期間中に政策金利の引上げが行われている点や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から、売却の影響は大きなものではないと推測される。また、売却終了間際には、両方とも利回りが低下しているのも確認できる。

### 5.3 まとめ

図11 国債(10、20、30年)の名目利回りの推移(2022/9/1~2023/1/31)



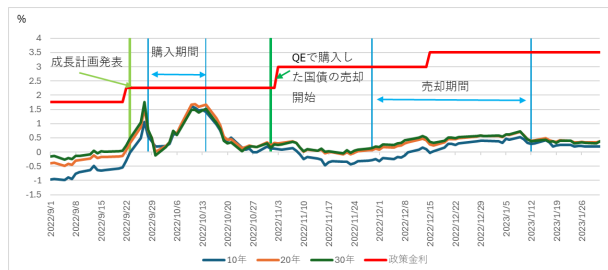
(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (nominal):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

ここでは、金融安定目的の資産購入および購入資産の売却を総括的に検討していく。

金融安定目的の資産購入は国債利回りの急騰を緩和したと考えられる。図11、12からも確認できるように、名目利回りはトラス・ショック時に一時急騰したものの、その後は元の水準に戻っている。しかし、図12を確認すると、実質利回りに関してはトラス・ショック前と比較して資産売却を終了した段階においても、依然として利回り

が高い水準にある。

図12 国債(10、20、30年)の実質利回りの推移(2022/9/1~2023/1/31)



(出所) Bank of England, 『Daily government liability curve (real):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』、Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

図13 金融安定目的の資産購入と売却終了までの残高の推移



(出所) Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report 2023Q1』、7頁。

資産購入の期間に比べて、売却を行った期間は長いものの、購入は13営業日、売却は2ヶ月未満と短期間で終わっている(図13)。購入および売却が早期に終わっている点から、BOEが述べているように、市場機能を維持するために行われた政策だと、解釈することができるだろう。

金融安定目的による資産購入は、国債市場のショックに対応するための一時的なものであり、購入する資産も限定されている。そうしたこともあってか、需要に主導される手法ながら、2ヶ月未満で資産の売却が終了した。金融安定目的の資産購入は13営業日という短い期間の中で、かなりの額の資産を購入したと言える。ただ、購入自体による効果よりも、資産購入を行うことを発表した直後の国債利回りの変動から、発表そのもののインパクトによる効果が大きいと考えるのが妥当であろう。資産削減に関しても、3週間に満たない期間で139億ポンドもの売却を終えている影響もあってか、利回りの上昇は見



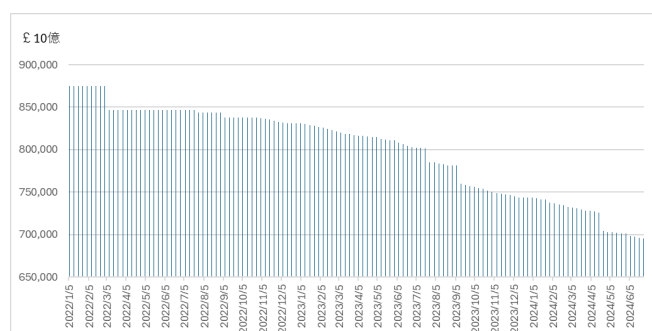
られた。売却期間中に利回りの上昇が確認されたものの、名目利回りはトラス・ショック前と比較して、そこまで利回りの差はないことが確認されている。それに対して、実質利回りにおいて、特に10年物では利回りが高い水準で維持されている。しかしながら、利回りの変動に関して、売却終了後の利回りの動きから、金融安定目的購入資産の売却による影響は大きなものではなかったと考えられる。

## 6. BOEによるバランスシートの削減

### 6.1 BOEの量的引締め

ここからは量的引締め(QT)について、検討していく。QTは金融安定目的の資産購入によって購入した資産の削減とは異なり、売却と償還による2つの手法で、削減が行われる。2022年9月1日の『Market Notice』によれば、QEによって購入された国債の売却は、オークションによって行われており、四半期ごとの売却の予定および1日あたりの売却額を事前に公開している。売却は、短期(3~7年)、中期(7~20年)、長期(20年超え)と、残存期間によって区分しており、それぞれ別の日に行っている。また、入札に関しては金融安定目的によって購入した資産を売却した時と同様に、BOEの電子入札システムが用いられている。

図14 2022年1月~2024年6月27日までのQEによって購入された国債の削減の推移(1週間ごと)



(出所) Bank of England, 『Asset Purchase Facility Quarterly Report』より筆者作成。

2022年9月21日のMPCで、今後1年で800億ポンドの削減を目標として定め、実際に国債の売却が始まった、2022年11月~9月の間は各四半期で60~97.5億ポンドの水準で予定されていた。2023年第3四半期の売却額は特に低い水準となっており、これは償還される国債の額が大きくなることが予想されたため、売却の規模を小さくしたものと推測される7)。実際、図14を確認する

と、急激に残高が減少している週があるが、これは満期が到来した国債の償還による影響が大きい。2023年9月20日のMPCでは、2023年10月~2024年9月の間に1000億ポンドの削減を目標として定め、各四半期で74~81.5億ポンドの売却が予定されている。この間も予定額が最も少ないのは第3四半期となっている。以上のことから、第3四半期に償還の予定も踏まえ、目標の水準に達するように調整を行っていると考えられる。

次に実際の削減について、述べていく。BOEは2022年11月~2023年9月27日にかけて約806億ポンド8)、2023年9月28日~2024年6月27日にかけて622.48億ポンドの国債を削減している。2022年11月~2024年6月までの売却予定額を合計すると約560億ポンドとなっており、2024年6月27日までに削減した(償還および売却による)合計額は1799.23億ポンドとなっていることから、削減における比重は償還による削減の方がかなり大きい。

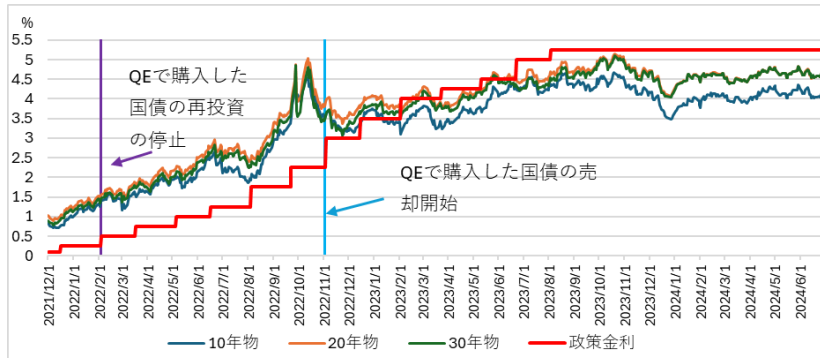
### 6.2 量的引締めと国債利回りの変動

QT(満期到来によって償還した国債の再投資の停止および償還前の国債の売却)を開始したBOEであるが、その間、国債利回りどのように変動しているのだろうか。以下では、QT期の国債利回り(名目および実質)を確認していく。

初めに、QT期の国債の名目利回りの変動について検討していく。政策金利の引上げに伴い、名目利回りが上昇しているのが確認できる(図15)。しかし、政策金利が維持された後の名目利回りの推移を見ると、上昇する基調は見られない。国債売却の開始前日の2022年10月31日と政策金利が5.25%に引き上げられた2023年8月3日の名目利回りを比較した場合、10年物は約0.77%、20年物は約0.83%、30年物は約1.05%上昇している。それに対して、政策金利を5.25%で維持している期間である、2023年8月3日と2024年6月27日の名目利回りを比較すると、10年物は約0.28%、20年物は約0.08%それぞれ低下し、30年物は約0.07%上昇しているに過ぎない。また、政策金利が維持された状況で、1週間当たり212.93億ポンドの国債を削減している週の前日(2024年4月17日)と後日(2024年4月25日)の名目利回りを比較しても、10年物は約0.08%、20年物は約0.10%、30年物は約0.12%の上昇しか確認されない。政策金利の維持がなされている間も、QTは続けられていることから、国債の償還および売却が主たる要因として、名目利回りが上

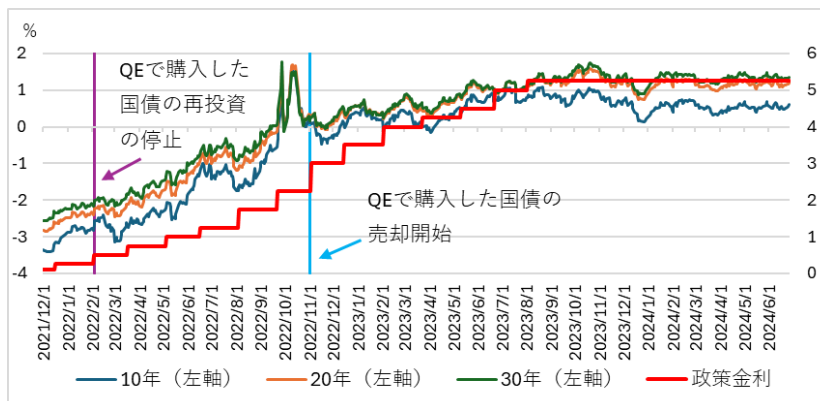
昇しているとは考えられにくい。

図15 国債（10、20、30年）の名目利回り  
（2021/12/1~2024/6/27）



（出所）Bank of England, 『Daily government liability curve (nominal):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』より筆者作成。

図16 国債（10、20、30年）の実質利回り  
（2021/12/1~2024/6/27）



（出所）Bank of England, 『Daily government liability curve (real):archive data』、Bank of England, 『Market Notice』より筆者作成。

続いて、実質利回りについて述べていく。QT期間中、利回りの上昇が随所で見られるが、名目利回りと同様に、この間同時に行われた政策金利の引上げが強く作用していると考えられる（図16）。名目利回り同様、実質利回りも政策金利の引上げが止まってからの推移を見ると、上昇する基調は見られない。国債売却の開始前日である2022年10月31日と政策金利が5.25%に引き上げられた2023年8月3日の実質利回りを比較した場合、10年物は約0.67%、20年物は約0.84%、30年物は約0.92%上昇している。それに対して、政策金利を5.25%で維持している期間である、2023年8月3日と2024年6月27日の実質利回りを比較すると、10年物は約0.26%低下し、20年物は約0.01%、30年物は約0.14%それぞれ上昇し

ているに過ぎない。また、政策金利が維持された状況で、1週間当たり212.93億ポンドの国債を削減している週の

前日（2024年4月17日）と後日（2024年4月25日）の実質利回りを比較しても、10年物は約0.14%、20年物は約0.16%、30年物は約0.16%の上昇しか確認されない。実質利回りも同様に、国債の売却が主たる要因として、利回りが上昇しているとは考えられない。

### 6.3 まとめ

QEは2009年3月より開始され、2021年12月まで断続的ではあるが、続けられた。そのため、QEによって購入された資産の規模は、金融安定目的によって購入された資産の規模と比較にならないほど巨額である。資産削減には慎重さが求められる中、売却と満期と

なった国債の償還によって、BOEは自身が決定した1年で800億ポンドの国債を削減する目標をほとんど予定通り完遂したと言える。また、2023年9月28日~2024年6月27日にかけて622.48億ポンドの国債を削減しており、償還も含めれば、目標に近い水準の削減を行うと推測される。

QTによる国債利回りへの影響について、BOEの副総裁であるRamsdenが2023年7月に行った講演の資料（以下、Ramsden [2023]）の7頁によれば、ゼロ近傍を離れて以降のBOEの金融政策の主要なツールが政策金利の操作である為、シグナリングチャンネルは存在せず、市場が圧迫されていない状況で慎重に行うことで、流動性および市場機能チャンネルを通した影響は最小限にすることができるとしている。そして、Ramsdenは同講演の資料の7頁にて、「むしろ、この期間の利回りの主な上昇要因は、インフレ見通しの変化、ひいてはバンク・レートの予想経路であった」としている。また、同講演の資料の8頁で、国債売却の37日間の入札日と売却開始後の非入札日における国債利回りの変動幅の平均が両方でそこまで違いないことが指摘されている9）。

前述のとおり、1週間当たり212.93億ポンドもの削減（大部分は償還）を行っていた場合でも、利回りの上昇はかなり小さかった。QE1やQE5でも1週間当たり上記ほどの金額の国債を購入してはいないにもかかわらず、

QE1 と QE5 においては利回りが大きく低下していたことが確認されている 10)。こうしたことから、流動性および市場機能チャネルやシグナリングチャネルは QT では強く機能していない可能性が高く、国債の売却は利回りに大きな影響は与えていないと考えるのが適当であろう。

QT の各期間の国債利回りへの影響が強く出ていない現状を踏まえると、QT が今後も予定通り行われる可能性が高い。

## 7. むすびに

コロナ危機以後、BOE は大規模な金融緩和を行っていたが、インフレーションの影響もあり、2021 年末頃から金融政策を引締めへ転換していた。その際には、政策金利の引上げが先行して行われたが、翌年 2 月より QE によって保有した資産の削減にも着手し始めており、国債の売却も視野に入っていた。しかし、国債市場の動揺（トラス・ショック）への対応として、BOE は新たに金融安定目的の資産購入を行うこととなり、国債売却は延期することとなる。

国債市場の機能維持を目的として行われた金融安定目的の資産購入は開始初期、国債利回りに大きく作用したと考えられる。年限にもよるが、購入開始前と開始後の名目利回りが 1%以上低下する場合も見られ、トラス・ショックによって急騰した利回りは一旦落ち着いた。しかし、その後は利回りが上昇し、購入期間中に元の高い水準に戻っているようにも見える。だが、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。金融安定目的によって行われた資産購入は 13 営業日と、非常に短い期間の購入であり、資産の売却も 2 ヶ月未満で終わっている。資産を売却する期間での、利回りの上昇もそこまで見られていない。ただし、10 年物の実質利回りに関してはトラス・ショック前と比較して、依然として高い水準にある。

金融安定目的で購入した国債の売却に関して、これは容易に行われたと言えるであろう。その理由であるが、短時間で資産購入を終えたこともあり、その規模が小さかったこと、トラス・ショック自体が実体経済へ深刻な影響を与えるほどのものではなかったことが挙げられるだろう。トラス・ショック時に行われた金融安定目的の資産購入は、政策金利の引下げを行わずに、中央銀行への悪影響を小さくしつつ、市場を安定させるための効果的な手法と見なせるのではないかと考えられる。

続いて、QT についてである。QT 時の国債売却は、金融安定目的で購入された国債売却の時よりも遅いペースで行われている。これは、Hauser [2019] で挙げられた要点や資産売却のガイダンスに沿うような形で行われていると言えるだろう。BOE は事前に資産売却の予定を明らかにし、1 年を通して削減する金額の目標も提示しており、市場への影響も考慮した予測可能なペースで行おうとしているのが窺える。2021 年 8 月のガイダンスで提示された削減時の政策金利の水準に関しても、2022 年 2 月に満期到来によって償還した国債の再投資を停止することを決定した MPC にて、政策金利を 0.5%へと引き上げている。これは 2021 年 8 月のガイダンスに沿ったものと言え、2022 年 9 月に国債売却を発表した際には、2.25%にまで引き上げていたことから、ガイダンスから大きく逸脱したものではないと言えるだろう。

続いて、QT 期の国債利回りの変動について検討に移る。QT 期の国債利回りの上昇は確認できた。しかしながら、政策金利の引上げが行われている期間に比べ、引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。Ramsden [2023] の 7 頁の指摘にもあるように、国債利回りに関しては、政策金利の引上げ予想による影響が強く、QT による影響はそこまで大きくないと考えられる。実際に、1 週間で 200 億ポンド以上の国債を削減した場合も、国債利回りは大きく上昇していなかった。こうしたことから、QE と同様に、BOE が行う QT は通常時には、いくつかの波及経路を通じた影響が小さくなる可能性が高い。

QT による影響は現状、大きくはないが、市場への影響を小さくするため、売却は慎重に行う必要がある。そうした中、2024 年 6 月 27 日までに BOE は、QE によって保有した国債を 1800 億ポンド近く削減していることから、現状は順調に資産を削減していると言えるであろう。また、今後、QT は目標を達成するないし、限りなくそれに近い水準でバランスシートを削減し続けることが予想できる。ただし当面の間、GFC 前のような、超過準備のない世界に戻ることはないと考えられる。

BOE は日々の支払いのための準備に金融機関の準備の需要を加えた、好適最小準備レンジ (PMRR) の存在を指摘しており、Bailey が 2024 年 5 月に行った講演の資料 (Bailey [2024]) の 12 頁では、PMRR の水準が 3450~4900 億ポンドになると評価している。ただ、同講演の資料の 12 頁でも指摘されているように、PMRR の定量化は容易ではない。今後、BOE は必ずしもこの範囲の内にまで、超過準備を減少させるとは限らないが、超過

準備を無くすことは現状考えられていないことは間違いなく、QEによって購入した資産を完全に削減しきることはないと考えられる。

BOEは残高ベースでの資産購入、財務省からの損失補填、QT時には購入資産の売却を行うなど、他中銀にはない仕組みが行われていることから、その影響は不透明ながらも、いくつかの波及経路を通じた影響を小さくしている可能性がある。今後の課題として、他中銀と異なる点や利下げが行われた際の影響にも注目しつつ、QTによる影響を検討していきたい。

## 注)

- 1) GDPの数値はONSの『Gross Domestic Product at market prices: Current price: Seasonally adjusted £m』の2021年のものを使用している。
- 2) QE5であるが、購入上限額を3度引き上げており、2000億ポンド、1000億ポンド、1500億ポンド(合計4500億ポンド)の引上げを行っている。
- 3) 2018年6月のMPCで示されたガイダンスは、Bank of England [2018]、3頁を参照。
- 4) 2024年4月3日時点で、QEによって購入した社債は全て削減された。
- 5) QE5開始当初は、これを超えるペースで購入が行われた。
- 6) 名目利回りはノミナル・スポット・レート、実質利回りはリアル・スポット・レートを指している。また、リアル・スポット・レートはインデックス債の利回りを指している。
- 7) 2022年の第4四半期が60億ポンドと最も予定額は少ないが、これは売却が11月1日から開始されたことによるものと推測される。
- 8) 2022年9月21日~2023年9月20日の間に、791.24億ポンドの削減を行っている。
- 9) Ramsden [2023]、9頁の図3の注によれば、国債利回りの変動幅は、日中の最高利回りの水準から最低利回りの水準を差し引いたものとしている。
- 10) 詳しくは、Busetto et al. [2022]の18頁の図5を参照。

## 参考文献およびデータ

麻山徹太郎 [2024]、「イングランド銀行の量的緩和とイールドカーブの変化」、『Journal of Credit Theory』第5号、信用理論研究学会。(https://credit-theory.jp/885/)

伊藤雄一郎, 河西桂靖, 轟木亮太郎, 豊田融世, 堀江里佳子 [2023], 「企業年金の運用戦略からみた金融安定への含意—英国債市場の混乱からの教訓—」、『日銀レビュー』2023-J-2, 日本銀行。

(https://www.boj.or.jp/research/wps\_rev/rev\_2023/rev\_23j02.htm)

河村小百合 [2018], 「イングランド銀行の金融政策運営と課題—非伝統的手段下での政府と中央銀行の関係の在り方—」, 日本総研。『JRI レビュー』2018 Vol.5, No.56,

(https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10421.pdf)

河村小百合 [2021], 「イングランド銀行の量的引き締め(QT)への取り組み—コロナ禍で決定的になった金融政策の“新常态”の方向性—」, 『Research Report』No.2020-040, 日本総研。

(https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=38581)

河村小百合 [2022a], 「量的引き締め(QT)局面に入ったイングランド銀行—透明なリスク管理の枠組みと政府との連携—」, 『Research Focus』No.2021-55, 日本総研。(https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=102265)

河村小百合 [2022b], 「コロナ危機後の量的引き締め(QT)局面におけるイングランド銀行の金融政策運営—透明なリスク管理の枠組みと政府との連携—」, 『JRI レビュー』2022 Vol.5, No.100, 日本総研。

(https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=102734)

厚生労働省 [2022], 「2022年 海外情勢報告」, (https://www.mhlw.go.jp/content/001105059.pdf)

斉藤美彦 [2014], 『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会。

斉藤美彦, 高橋亘 [2020], 『危機対応と出口への模索—イングランド銀行の戦略』晃洋書房。

斉藤美彦 [2021], 『ポスト・ブレグジットのイギリス金融—政策・規制・ペイメント』文眞堂。

中対剛, 村田 大介 [2018], 「イギリスの平均償還年限とその背景 - 国債の需要と供給両面からの分析 -」, 『PRI Discussion Paper Series』(No.18A-09) 財務省。

田中理 [2022], 「トラスノミクスはなぜ失敗に終わったのか?」, 『月刊資本市場』2022.11 (No.447), 公益財団法人資本市場研究会。

(https://www.camri.or.jp/files/libs/1839/202212090819444689.pdf)

Alexander, P., Fakhoury, R., Horn, T., Panjwani, W., and Roberts-S, M. [2023], “Financial stability buy/sell tools: a gilt market case study,” *Bank of England Quarterly*

- Bulletin*, 2023., Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2023/2023/financial-stability-buy-sell-tools-a-gilt-market-case-study>)
- Bailey, A., Bridges, J., Harrison, R., Jones, J. and Mankodi, A. [2020], “The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future,” Bank of England. (<https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2020/the-central-bank-balance-sheet-as-a-policy-tool-past-present-and-future>)
- Bailey, A. [2024], “*The importance of central bank reserves*,” Bank of England. (<https://wwwtest.bankofengland.co.uk/speech/2024/may/andrew-bailey-lecture-london-school-of-economics-charles-goodhart>)
- Bank of England, *Asset Purchase Facility Annual Report*, various issues.
- Bank of England, *Asset Purchase Facility Quarterly Report*, various issues.
- Bank of England, *Inflation Report*, various issues.
- Bank of England, *Market Notice*, various issues.
- Bank of England, *Monetary Policy Report*, various issues.
- Bank of England [2018], “The Bank of England’s future balance sheet and framework for controlling interest rates,” *A Discussion Paper*, Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2018/boe-future-balance-sheet-and-framework-for-controlling-interest-rates>)
- Bank of England [2021], “*IEO evaluation of the Bank of England’s approach to quantitative easing*,” ( <https://www.bankofengland.co.uk/independent-evaluation-office/ieo-report-january-2021>)
- Bank of England [2022], “*Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 3 August 2022*.” ( <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/monetary-policy-summary-and-minutes/2022/monetary-policy-summary-and-minutes-august-2022.pdf>)
- Breeden, S. [2022], *Risks from leverage: how did a small corner of the pensions industry threaten financial stability?*, Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2022/november/sarah-breeden-speech-at-isda-aimi-boe-on-nbfi-and-leverage>)
- Broadbent, B. [2023], *Monetary policy: prices versus quantities*, Bank of England., ( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2023/april/ben-broadbent-speech-hosted-by-national-institute-of-economic-and-social-research>)
- Busetto, F., Chavaz, M., Froemel, M., Joyce, M., Kaminska, I. and Worlidge, J. [2022], “QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2022 Q1., Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2022/2022-q1/qe-at-the-bank-of-england-a-perspective-on-its-functioning-and-effectiveness>)
- Cunliffe, J. [2022], *Rt Hon Mel Stride MP Sir Jon Cunliffe*, Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2022/october/letter-from-jon-cunliffe-ldi-5-october-2022.pdf>)
- Hauser, A. [2019], *Waiting for the exit: QT and the Bank of England’s long-term balance sheet*, Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2019/andrew-hauser-speech-hosted-by-the-afme-isda-icma-london>)
- Hauser, A. [2022], *Thirteen days in October: how central bank balance sheets can support monetary and financial stability*, Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2022/november/andrew-hauser-keynote-speech-at-the-european-central-bank-conference-on-money-markets>)
- HM Treasury [2022], *THE GROWTH PLAN 2022*. ( <https://www.gov.uk/government/publications/the-growth-plan-2022-documents/the-growth-plan-2022-html>)
- McLaren, N. and Smith, T. [2013], “The profile of cash transfers between the Asset Purchase Facility and Her Majesty’s Treasury,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013 Q1., Bank of England. ( <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2013/q1/the-profile-of-cash-between-the-apf-and-hmt>)
- Ramsden, D [2023], *Quantitative tightening: the story so far*, Bank of England.

( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2023/july/dave-ramsdén-speech-on-quantitative-tightening-chaired-by-money-macro-and-finance-society> )  
 Ramsden, D [2024], *Bond trading, innovation and evolution: a Bank of England Perspective*, Bank of England.

( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2024/february/david-ramsdén-keynote-address-at-association-for-financial-markets-forum> )

The Investment Association [2022], *INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2021-2022*.

( <https://www.theia.org/sites/default/files/2022-09/Investment%20Management%20Survey%202021-22%20full%20report.pdf> )

Tenreyro, S. [2023], *Quantitative easing and quantitative tightening*, Bank of England.

( <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2023/april/quantitative-easing-quantitative-tightening-speech-silvana-tenreyro> )

Bank of England, Interest rates and Bank Rate, 『Official Bank Rate history data from 1694』,

( <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate> ) , (参照日 2024年8月20日) .

Bank of England, Yield curves, Archive yield curve data, 『Daily government liability curve (real):archive data』,

( <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/yield-curves> ) , (参照日 2024年8月20日) .

Bank of England, Yield curves, Archive yield curve data, 『Daily government liability curve (nominal):archive data』,

( <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/yield-curves> ) , (参照日 2024年8月20日) .

Official for National Statistics, 『Consumer Prices Index including owner occupiers' housing costs (CPIH), occupiers' housing costs (OOH) component and Consumer Prices Index (CPI) annual inflation rates, UK, July 2014 to July 2024』,

( <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/july2024> ) , (参照日 2024年8月29日) .

Official for National Statistics, 『Gross Domestic Product at market prices: Current price: Seasonally adjusted £m』,

( <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/timeseries/ybha/pn2> ) , (参照日 2024年8月27日) .