

英蘭銀行の公開市場操作について

1. は し が き

英蘭銀行の金融政策は弾力的運用をその特色とし、またその弾力性によつてはじめてその効果を保持し得るものとされているが、金融調節手段中最も弾力的に操作し得るのは公開市場操作であり、1955 年来の金融引締め政策においても、その果している役割は極めて大きいものがある。この間の推移には金融政策について多くの示唆を与えるものがあると認められるので、以下その操作の実態、影響およびそれに関連した論議をみるとともに、その金融政策上の意義を検討する。

2. 公開市場操作と大蔵省証券入札制度の意義

(1) 公開市場操作

最近における英蘭銀行の公開市場操作は、主に金融市場における大蔵省証券の売買という形で行われている。これは当面の問題が金融市場の調整と市中銀行の信用供与抑制にあること、および金融市場の資金運用の大部分が大蔵省証券となつてゐることを示すものである。

ここに金融市場とは、コールをとつて大蔵省証券に運用する 12 社の割引業者を中心とし、それとコール・ローンおよび大蔵省証券などの流動資産を保有する 11 行のロンドン手形交換加盟銀行（以下市中銀行という）、植民地銀行、外国銀行およびその他金融機関によつて構成されているが、一般企業、投資者も一部参加している。ロンドン金融市場が形成されたのは、同地が国際金融の中心たる地位を長く保持し、海外の短期資金が多量に流入したこと、英国国内の資金がロンドンに集中したことなどに基くものであるが、現在の金融市場の資金もこの二つに大別できる。

ロンドン金融市場の特色はこの資金源という点にもみられるが、割引業者がその総資金量の半ば以上をコールに依存し、一方的なコールの取り手であること、市中銀行は割引業者にコールを出し、

また必要に応じて割引業者を通じて大蔵省証券を買入れておき、現金手当を大蔵省証券の償還代金ないしはコールの引揚げで行い、コールの取り手とはならないことも著しい特徴といえよう。植民地銀行、外国銀行なども割引業者に対してコールを出している。このような事情から、金融市場の資金の繁閑は割引業者に直ちに響くようになっている。英蘭銀行の金融市場に対する貸付、割引は割引業者に対してのみなされるが、これは金融市場が以上のように構成されていることに基くものである。

英蘭銀行の公開市場操作もこの割引業者の資金状態をみて操作をしており、割引業者の資金ひつ迫の際、割引業者から大蔵省証券を買入れる場合を英蘭銀行の直接的援助といい、割引業者が英蘭銀行の適当と認める償還期の大蔵省証券を保有していないような場合などに、市中銀行より大蔵省証券を買入れ、それによつて市中銀行のえた資金を割引業者に流させる場合（この資金を“made money”という）を間接的援助という。

割引業者がコール・マネーを引揚げられ、その資金手当を英蘭銀行に求めたとき、その資金需要を正常なものとみれば市場金利で大蔵省証券の買入れに応ずるが、その資金需要を抑制すべきものと判断すれば買入れに応ぜず、公定歩合による 1 週間（期限前返金を認めない）の貸付を起す。金融引締めは大蔵省証券の売却による余剰資金の吸上げというかたちでも行われるが、これは金融緩慢の時期、ないし一時的な政府資金の散布をみたときに行われ、資金需要が増大し金融がひつ迫しているときには上記のごとき買入れに応じないで公定歩合による貸付を起すかたちで行われる。割引業者の手許が絶えずひつ迫するようとき英蘭銀行が全く大蔵省証券の買入れに応ぜず、公定歩合による貸付のみで市場に資金を供給するとすれば、市場金利はついに公定歩合同一水準まで上昇することとなるが、英蘭銀行は絶えず市場で売買を行つて市場資金の緩急を調整しながら、資

金需要の一部についてのみ公定歩合による貸付を起すので、市場金利は常に公定歩合よりも低くなっている。英蘭銀行としては、この差を維持しつつその幅を拡大ないし縮小せしめ、また必要に応じて公定歩合を変更することにより、公開市場操作の機能を保持するのである。

しかも、公定歩合による貸付を起すか、市場金利による買入れに応ずるかは、割引業者にとつてその資金コスト上重大な問題であり、コール、大蔵省証券の市場金利に強い影響力をもつものであるが、その時々判断が全く英蘭銀行の自由な判断にゆだねられていることが極めて特徴的なことである。

公開市場操作の弾力性とその効果というものは、このような割引業者に対して圧力を加え、市中金利を左右する手段が日々の英蘭銀行の判断にゆだねられていることに基礎をおくものであり、これによつて公開市場操作に英蘭銀行の金融政策が常に反映されることとなるのである。

(2) 大蔵省証券の入札制度

英国の国債発行方法は極めて自由で、財政の資本勘定の不足資金を大蔵省証券で調達することも、中・長期国債の発行によつて調達することも自由である。また大蔵省証券については、入札制による市中公募と政府機関に対するトップ発行の方法がある。このうちどの方法をとるかによつて、金融および証券市場に及ぼす影響が異なるが、公開市場操作と密接な関係を有するのが大蔵省証券の入札発行である。大蔵省証券の増減は、主として季節的な財政収支の変動に応ずるものであるが、市中資金を特に吸上げるためにその発行を増加することもあり、また市中の資金ひつ迫を緩和するために発行額を減少して償還超過を生ぜしめることもある。この入札制度は金融調整手段として公開市場操作ほどの弾力性はないが、発行が毎日行われ、したがつてまた、毎日 91 日前に発行された大蔵省証券の償還があるということから、相当弾力的に運用し得るものであり、また市中金利の動きが毎週の入札金利に反映される点に大きな意義を有している。

3. 最近における運営状況

(1) 公開市場操作

英蘭銀行の公開市場操作がどのように行われているかを正確に知る資料はないが、同行の週報によつて主要勘定の推移をみると、大体の方針は推測することができる。英蘭銀行の公定歩合は、コールおよび大蔵省証券の市場金利よりも高いから、割引業者が公定歩合による借入れをするときはやむを得ざる場合であり、また英蘭銀行としても、金融引締めなどの意図に基いて貸付を起すのである。したがつて、貸付増加のときが公開市場操作を引締めている時とみてさしつかえないであろう。

1955 年に貸付増加が顕著であつた時として、6 月、12 月の決算期以外で、2 千万ポンド以上の貸付増加をみた時をとり、その時の政府証券、貸付割引、金融機関預金の勘定の動きをみると第 1 表のごとくである。

2 月 23 日の場合は、翌日に公定歩合の引上げ(3.5→4.5%)が行われていることからみて、明らかに市場資金の引締めと市場金利引上げの意図に基くものであつたといえよう。その際政府証券、金融機関預金の減少が著しい。政府証券の減少の中には、英蘭銀行保有の大蔵省証券が償還されたことによるものも含まれているが、この時期は財政資金の引揚げとそれに伴う大蔵省証券の償還超過の多い年初の時期をすぎており、したがつて、政府証券の減少の多くは売オペレーションによるものとみてさしつかえないであろう。その結果金融機関預金も減少し、貸付が増加したものである。ただこの動きは 2 月 23 日に終る 1 週間に生じたことで、売却と貸付が同時に起きたものではなく、貸付は割引業者の手許がひつ迫したときに大蔵省証券の買入れを行わないで、公定歩合による貸付を起すというかたちで増加したものであろう。

このような推移を 3 月以後の動きについてみると、貸付は減少し、政府証券は増加している。3 月はすでに銀行券の増発をみる時期であり、また財政も赤字を示し、それに伴つて大蔵省証券の入札発行額が増加したという事情から、英蘭銀行が大蔵省証券の買入れに応じたという面も指摘されようが、その買入れによつて割引業者の借入返済

が可能となつた点も認められよう。これは英蘭銀行が当初強く引締めておき、その後返済資金手当の困難とみられるものについて、少しずつ援助する方法をとつていることを示すものである。

4月、7月の場合にも同様の推移がみられる。ただ政府証券と貸付の増加が同時に生じている場合もあるが、これは買オペレーションを若干手控えて貸付を起したものであろう。

英蘭銀行の年報は、1956年2月までの1年間に貸付を起した日が100日、貸付残高のあつた日が335日におよんだことを記しているが、これは以上のような操作が絶えず繰り返されたことを示すものである。

第1表 英蘭銀行主要勘定の増減 (単位百万ポンド)

月 日	政府証券	貸付割引	金融機関預金
1955年			
2・23	- 55	+ 48	- 12
3・2	+ 36	- 27	- 5
9	+ 20	+ 2	+ 10
16	+ 9	- 8	- 2
23	+ 11	- 10	- 3
4・20	- 28	+ 27	+ 2
27	+ 2	- 17	- 23
5・4	+ 3	+ 2	- 9
11	- 9	+ 9	+ 7
18	+ 11	- 16	+ 6
7・6	- 14	+ 24	-
13	+ 24	- 2	- 8
20	+ 30	+ 1	- 10
27	+ 12	+ 8	- 5
8・3	- 1	- 11	- 24
10	- 32	+ 17	+ 14
17	- 18	- 17	- 6
21	- 40	+ 21	+ 9

備考 英蘭銀行週報により前週比増減を示す。

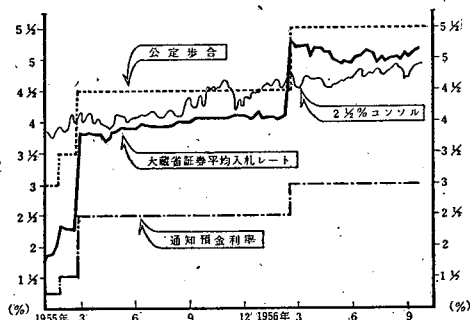
1956年に入つてもほぼ同様の政策がとられ、英蘭銀行における金融機関預金は引続き圧縮される傾向を示しているが、貸付の起される回数は若干減少し、貸付残高も3千万ポンド前後であつたのが最近では1~2千万ポンド台に落ちている。これは金融政策の効果浸透のほか、経済政策が財政政策、賦払信用抑制、直接的投資抑制措置など総合性をもつことにより、金融政策の負担が若干軽減されてきたことを反映するものである。

(2) 大蔵省証券の入札金利

大蔵省証券の入札金利の推移を他の金利と比較してみると第1図のごとく、大蔵省証券の金利の

上昇が特に顕著である。

第1図 市中金利の推移



大蔵省証券の入札金利は、一般の短期資金の需給事情および経済情勢の見通しを反映するが、割引業者が英蘭銀行に資金援助を仰がねばならない場合が極めて多いという事情から、公開市場操作の方針は支配的な影響力をもっている。1955年の年初においては、大蔵省証券の金利は公定歩合を1.1%も下回っていたが、同年9月にはそれが0.4%まで縮小している。これは主に英蘭銀行の公開市場操作の引締め、すなわち貸付を起す回数増加を反映したものにほかならない。

大蔵省証券の金利がこのような上昇したのに対し、預金、貸出金利は公定歩合の引上げの際に上昇しただけであつたから、大蔵省証券の金利は預金、貸出などの金利に比して相対的に高くなり、本年2月以降は長期国債の利回りよりも高くなっている。1956年になつてからの動きとしては、2月の公定歩合引上げ(4.5→5.5%)後、公定歩合をわずか0.23%しか下回らない水準まで上昇したが、4月以降は若干低下ないし横ばいに推移している。これは前記の公開市場操作引締めの若干の緩和と、これ以上の金利引上げは行われないうという観測などを反映するものである。

(3) 大蔵省証券の入札発行状況

大蔵省証券入札状況を第2表によつて見ると、次の点が指摘されよう。1954~6年を通じて1、2月は財政の揚超を反映して償還超過額の大きいこと、1955年は下半期に国有企業の債券引受資金調達のための発行増加があつたにもかかわらず、金ドル準備の減少とそれに伴う為替平衡勘定におけるポンド資金の増加から、同勘定の大蔵省証券の発行の引受けが多く、それだけ入札発行が

少なくなり、年間の発行超過額は前年のそれを2億ポンド以上下回つたこと、1956年は上半期は償還超過額が多く、8、9月は発行超過額が多いが、これは3、4月に長期国債が発行され、8月には長期国債の償還があつたことを反映するものである。

以上のごとく大蔵省証券の入札発行は主として財政収支、国際収支、長期国債の発行、償還に伴つて増減し、財政の払超、金ドル準備の増加、長期国債の償還などによる資金散布が多いときには発行額の増加によつて資金を吸収し、逆の場合は償還超過を生ぜしめて資金を散布している。この事情が端的に示されているのは1、2月の租税収納期に償還超過額が多いということで、市中銀行としては、4～12月間の財政の払超の時に発行される大蔵省証券を多額に購入しておいて、租税支払による預金減少に備えるのである。このように大蔵省証券の入札発行の制度は、財政政策上重要な意義を有するとともに、絶えず金融を平準化する機能を果しているが、金融政策という観点からすれば、より弾力的に行い得る公開市場操作が中心となつているといえよう。

第2表 大蔵省証券の入札発行残高の増減と中長期国債の発行ないし償還額

(単位百万ポンド)

月	1954年		1955年		1956年	
	大蔵省証券	中長期国債	大蔵省証券	中長期国債	大蔵省証券	中長期国債
1	- 50		- 150		- 180	
2	- 10		- 120	- 83	- 120	
3	+ 80	- 68 (17)	+ 40		-	300
4	+ 100		+ 60		+ 30	250
5	+ 90		+ 10		- 30	
6	- 30	300	- 40	(34)	+ 50	
7	- 20		+ 60	(100)	+ 70	
8	- 10	(100)	+ 70	(168)	+ 110	- 167
9	+ 70	- 27	+ 130		+ 160	
10	+ 110		- 40	250		
11	+ 40	- 96	+ 80	- 97 (15)		
12	- 60		-	(20)		
年間	310	109 (117)	+ 100	70 (337)		

備考 中・長期国債欄中括弧内は国有企業債券の発行ないし償還額(-)。

4. 割引業者、市中銀行への影響

割引業者に関する統計は極めて不備であるが、概略の推移は第3表によつて判断される。

第3表 割引業者10社の主要勘定 (単位百万ポンド)

	1953—4	1954—5	1955—6
大蔵省証券、 商業手形債	682.9	706.8	707.5
計	1,051.3	1,074.2	1,022.2
借入および 手形再割引 コールおよび預金	76.0	101.3	96.0
	1,047.4	1,071.8	1,010.7

備考 各会社の決算時における主要勘定、ただし決算日が会社毎に異なつて12月末ないし5月末の期間にわたつている。

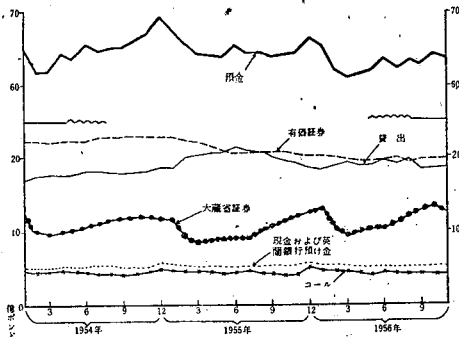
資料 The Banker July 1955

すなわち1955年中に割引業者の主要な資金源であるコール・マネーおよび預金が減じ、資産勘定では公債が減少している。割引業者は大蔵省証券、国債の売買差益を主な収入とし、これら証券を償還時まで保有することは少ない。したがつて、金利の上昇とそれに伴う証券価格の低落によつてかなりの損失を被るが、長期国債の場合の方が価格の低落が大幅であり、その売却が困難な場合が多いので、その保有は削減される傾向にある。また大蔵省証券にしても、ほとんど増加をみせていない。割引業者として英蘭銀行よりの借入を余儀なくされた後、その借入れを返済するためには、コール・マネー、預金の増加を望み得ないとすれば、その保有資産を減じなければならない。そのために割引業者は買入れた証券を市中銀行などに早期に売却しているものと認められる。市中銀行が手許資金強化のためコールを引揚げ、しかも割引業者よりの証券売却に応じないときは、割引業者は市中銀行以外から資金を獲得しなければならない。一般に金融が引締つているときは、結局それを英蘭銀行に仰がねばならない場合が多い。英蘭銀行としてはその場合、割引業者の破産も意に介しないという態度をとらない限り、結局その資金の面倒をみてやらねばならない。これは割引業者の立場が極めて弱いことに基くものであるが、このような事情から英蘭銀行は、1955年来の金融引締め時期においても割引業者から多額の大蔵省証券を買入れたのである。英蘭銀行券の1955年中にお

ける増発は137百万ポンド(8%)におよんだが、その原因は財政面にあつたとしても、経路はこのような割引業者に対する資金供給というかたちをとつたものが少なくないものと認められる。

次に市中銀行の主要勘定についてみると第2図によつてうかがわれるごとく、預金は1955年初来低下傾向をたどり、同年6月には前年水準を下回るに至り、1956年は大体その水準に止まつている。運用資産中貸付は1955年半ばまでは上昇を示したが以後減少に転じ、1956年には前年水準をかなり下回るに至つている。有価証券は1955年上期中に減少し、その後も減少傾向を示している。流動資産ではコールの減少傾向が著しく、現金も低水準にあつて1956年においては前年水準をかなり下回つている。ただ大蔵省証券のみは1955年下半年より増加傾向をたどつている。

第2図 ロンドン手形交換加盟銀行主要勘定の推移



このような動きは、金融引締め政策がほぼ所期の成果を収めていることを物語つているが、それぞれの動きについては次のごとく判断される。

- (イ) 市中銀行の手許が窮屈でコールを引揚げている。
- (ロ) 1955年上期には国債を売却し、その代り金で貸出増加を図つていたが、国債の値下りでそれが困難となり、さらに大蔵大臣の貸出削減要請もあつて、貸出残高は減少ないし横ばいに推移することとなつた。
- (ハ) 大蔵省証券は政府の発行額が増加したうえ、市中銀行にとつてもその金利、流動性の点で有利な資金運用手段となり、その保有額が増加している。
- (ニ) 預金の減少は貸出、国債の減少にもよるが、預金者が有利な大蔵省証券投資のために預金を

引出したことも影響している。

以上のことはそれぞれ相関連し合つて生じたものであるが、この間公開市場操作の効果と見られるところは次の点である。

- (イ) 割引業者の資産売却を促進し、それが証券市場を圧迫するとともに、市中銀行の手許をひつ迫せしめたこと。
- (ロ) 証券市場の圧迫は市中銀行の資産の流動性を高める意欲を強め、それが貸出、有価証券など運用資産の増加を抑制することになつたこと。
- (ハ) 大蔵省証券の金利を預金、貸出金利に対して相対的に高め、それが市中銀行、一般投資者の余剰資金の大蔵省証券への投資を促進したこと。

5. 公開市場操作に関する論議

本年になつてから市中銀行の大蔵省証券保有額の増加とそれに伴う流動比率(預金に対する流動資産の比率)の上昇が、将来信用膨脹を促す要因となることが指摘され、これに対して強制的な可変流動比率制度導入の必要性が議会で問題とされるに至つた。この制度に対し金融界は強く反対し、英蘭銀行および政府も、市中銀行の大蔵省証券保有増加については、政府が財政の赤字を圧縮することおよび国債の発行は主に中・長期国債とし、大蔵省証券の発行は抑制するという根本的な解決策で臨むべきであり、特に新たな制度を導入する必要はないという見解をとつた。このためこの制度は実現しなかつたが、この間の論議において金融政策についての反省がなされており、公開市場操作の効果という点で注目される主張がなされている。

すなわちバンカー誌編集者のキング(注1)は、英蘭銀行が銀行信用を抑制するには銀行の流動資産を減少せしめること、ならびに銀行の流動比率引上げ意欲を強めることが必要であり、その手段として公定歩合の引上げ、公開市場操作による引締め、および大蔵省証券入札発行の減少の三つがある。最初の二つの手段は、かつては預金を引出して商業手形に運用する者を増加せしめるとともに、銀行に対する商業手形の供給量を減少せしめる点で市中銀行の流動性に影響を及ぼしていたが、現在では市中銀行の流動資産の大部分が大蔵省証

券であり、大蔵省証券については金利の上昇に伴う供給量の減少がないから、市中銀行の流動性に及ぼす影響は小さくなっている。そこで第3の手段が必要となつているとする。

さらに市中銀行の現金比率を通ずる信用抑制策に触れ、「現金比率が定められている限り、英蘭銀行は金利政策とは別に、市中銀行の現金量への影響力によつて、銀行預金量を量的に統制し得ると広く信じられているが、このことが信用統制の機構に関して多くの人を余りにも単純かつ誤つた見解に導くこととなつた」とし、英蘭銀行の公開市場操作は強力な手段ではあるが、金利政策に付随したものであり、その信用量抑制の効果は、公開市場操作による金利の上昇が、銀行への流動資産の供給量を減少せしめ、また銀行をして流動比率を高めようとする気持にせしめる限りにおいて効果があるとする。通常英蘭銀行が市場金利よりも高い公定歩合で貸付を起すことが信用量を量的に統制するようにみられているが、それは市場金利の低下を抑制し、または上昇せしめることによつて得られる効果であり、金利と離れて信用量を直接規制するものではない。

このように現金比率を通ずる信用の規制が現実には実行できないことを説き、流動比率への影響ということが、信用量を抑制する根本であると主張するのである。そして市中銀行の流動比率を低下せしめるためには、政府が納税準備証券、貯蓄証券の消化を促進するとともに、国債管理委員など政府機関保有の長期国債の売却増加などを図り、それによつて得た資金を大蔵省証券のタップ発行の引受けに当てさせ、それによつて大蔵省証券の入札発行を減少することが必要であると主張している。

キングの見解と全く相対立しているのはオックスフォード大学のバロー氏の主張である。バローは(注2)大蔵大臣の貸出削減要請など統制的措置の意義を高く評価しているが、公開市場操作について次のごとき見解を述べている。

すなわち公開市場操作の現実の運営は明らかにキングの説く通りとなつているが、割引業者は不足資金を英蘭銀行に求めるようなことはしないと、この慣習を確立すべきであると主張する。もしこ

のような慣習が確立されるならば、現金比率を通ずる信用量の規制が可能であり、その方が流動比率を通ずる規制よりも強力なものとなることを指摘している。

キングの見解は金融界の代表的意見とみられるが、その主張は強制的可変流動比率制度に反対し、かつ財政および国債発行の健全化を強く要請したもので、その論拠を強めるために、市中銀行の現金比率の意義を不当に低く評価した嫌いがなくてもないが、現実の運営についてみた場合、キングの見解が妥当する面の多いことも否定できない。さらにまた、それがバローの主張のごとくに改められるなら、公開市場操作の効果が一層高められることも疑いない。金融界がキングのごとき意見をとつているのは、英国における財政金融上の最大の問題が財政にあり、もしその健全化が図られるならば、自由な市場機構を通ずる金融政策をもつて十分に経済を調節し得るという確信に基くものであろう。

(注1) W. T. C. King, Should Liquidity Ratios be Rescribed, The Banker April, 1956

(注2) T. Balogh, Dangers of the New Orthodoxy, The Banker June, 1956

6. む す び

以上の考察によつて明らかのように、英蘭銀行の公開市場操作はその弾力的運営を最も大きな特色とし、その弾力性によつてはじめて実行可能であり、また効果をあげ得るものである。一面割引業者に対してあまり強い圧力を加え得ないという点からの制約も認められるが、それはおおむね財政面の問題が金融の負担を過重にしていることから生ずるもので、財政の健全化が図られるならば、特に問題とはならないのではないかと認められる。反面からいえばそのような負担にもかかわらず、金融面においての信用抑制が市中銀行の主要勘定の推移にみられたごとく極めて効果的に行われてきたともいえるのである。

さらに金融政策が金融および証券市場と密接な関連をもつて弾力的に運営されていること、また金融政策に対して金融界が極めて敏感に反応する関係にあることなどは、その歴史的背景に負うものであるとはいえ、英国の金融制度のすぐれた特色といわねばならない。