

英蘭銀行の公開市場操作について

1. は し が き

公開市場操作は公定歩合の変更とともに古くから英蘭銀行によって運営されている伝統的金融調整手段であつて、現在においても金融政策の中心として重要な地位を占めている。両者はいずれも一般的信用調整手段であることが特色であるが、現在公定歩合の変更が金融情勢の基本的変化に対応する手段であるのに対し、公開市場操作は主として季節的および毎日の金融調整を目的とする手段であつて、常時弾力的に運営されている。

第2次大戦を中心とする低金利時代には、公開市場操作は金融調整を目的として久しく活用されることはなかつたが、1951年秋保守党内閣（蔵相バトラー氏）が成立し、同年11月戦後初めて公定歩合の引上げが行われると同時に復活され、以後再び弾力的に運営されることとなつた。特に1955～57年のブームに際し、政府は主としてこれら伝統的金融調整手段によつてインフレーションを克服せんと意図し、英蘭銀行は積極的に公定歩合の引上げ、公開市場操作による引締めを行つた。しかしこれらの政策はそれだけでは十分な成果を挙げることができず、当局はこのほか市中銀行貸出制限、資本発行委員会審査の強化などの直接統制手段、および賦払購入の規制などの選択的統制手段によつて金融政策を補強し、さらに国有企業投資の抑制、投資控除制(investment allowance)の廃止のほか、支出削減による財政の均衡化など財政面の引締めを強化し、結局総合的政策を実施してインフレーションの収束を図つた。

これら金融・財政面の総合対策の効果もあつて現在英国経済は一応の安定をみているが、反面国

内における景気後退の進行に伴い、漸次引締め政策から緩和政策への転換が行われつつある。しかし金融・財政面における緩和政策の実施に伴い、「第2次コーエン報告書」にも指摘されているごとく、再びインフレーション問題は最も慎重な配慮を要する問題となりつつあるので、この機会に1955～57年に採られた伝統的金融政策の経験に基いて英蘭銀行の公開市場操作に検討を加えてみたい。

2. 公開市場操作の制度的要件

英国において古くから公開市場操作が主要な金融調整手段として、弾力的に運営されているのは、その金融制度が次のごとき制度的要件を備えているためである。

(1) 金融市場の存在

ロンドンにはニューヨークと並んで世界で最も発達した金融市場 (money market) が存在している。現在市場は12の割引業者 (discount houses) を中心として、市中銀行 (ロンドン手形交換所加盟銀行 clearing banks)、商人銀行 merchant banks または acceptance houses)、スコットランド銀行 (scottish banks)、アイルランド銀行 (irish banks)、ロンドンに本店のある旧植民地銀行 (oversea banks)、外国銀行 (foreign banks)、その他保険会社、投資信託 (investment trust)、建築組合 (building society) などの金融機関および一般企業、個人がこれに参加して構成されている。割引業者は市中銀行その他金融機関からコール・ローン of the 放出を受け、これを大蔵省証券その他短期国債に投資しているが、同時に相互にシンジケートを構成し大蔵省証券発行の際共同入札を行つている。市中

銀行その他の金融機関は流動資産として割引業者に対するコール・ローンとともに大蔵省証券を保有している。市中銀行は割引業者との協定に基づき大蔵省証券の入札に参加せず、割引業者から供給を受けているが、市中銀行以外の金融機関、一般企業、個人の大蔵省証券入札は自由である。このようにロンドンの金融市場はいわゆる「公開市場」であつて、大蔵省証券を中心とする短期資金の取引が比較的自由に行われており、英蘭銀行が公開市場操作を弾力的に行いうる場が成立している。

(2) 市中銀行の現金準備率

英国において市中銀行は古くから安定した現金比率 (cash ratio) を維持する慣習が確立しており、毎日この比率を維持することが銀行経営上の目標となつている。現金比率は総預金に対する手元現金および英蘭銀行預け金合計額の比率であつて、伝統的に10%とされていたが、1946年末市中銀行が英蘭銀行と協議の上、現金準備に関するいわゆる window dressing を廃止すると同時に8%とすることに変更をみた。英蘭銀行はこの比率を任意に変更して金融調整を行う権限は有していないが、公開市場操作によつて市中銀行の現金準備の増減を通じ、市中銀行預金に影響を与えることが可能である。すなわち市中銀行の現金比率を維持する慣習は、公開市場操作によつて市中銀行信用を調整することを可能とする基礎を提供していると言ふことができる。

このほか市中銀行は流動比率 (liquidity ratio)、すなわち総預金に対する現金、コール・ローン、大蔵省証券および商業手形の合計額の比率を最低30%に維持する慣習があり、現在英国においてはむしろ流動比率が当局の市中銀行信用調整の基礎と考えられているが、この点については後述する。

(3) 英蘭銀行公定歩合と大蔵省証券市場利回りの関係

英蘭銀行の金融市場に対する貸付は割引業者に

対してのみ行われるが、この際適用される公定歩合は常に大蔵省証券市場利回りを上回つている。割引業者は主として市中銀行からコール・ローンを受け入れ、大蔵省証券に投資することを業務としているから、割引業者が大蔵省証券利回りを上回る公定歩合で借入れを行うことは逆鞘となる関係上一時的かつやむをえない場合に限られており、借入れに依存した場合にも可能な限り早期に返済されることになる。

3. 公開市場操作の方法

英蘭銀行の公開市場操作の対象証券は現在ほとんど大蔵省証券に限られており、割引業者の一つ (Secombe, Marshall & Compion) を代理人 (agent) に指定し、これを通じ金融市場において売買操作を行つている。

英蘭銀行が市中信用を引き締めようとする場合、通常市場からの大蔵省証券の買入額を減少させるか、英蘭銀行保有の満期到来分大蔵省証券の償還を受ける方法によつて行われ、大蔵省証券を直接市場に売却するのは一時的財政資金の散超など金融が著しく緩慢となる時期に限られているようである。したがつて市場からの大蔵省証券の買入額を減少させることにより、割引業者をして英蘭銀行借入れに追い込むことになる場合が多い。また逆に英蘭銀行が市中信用を緩慢にしようとする場合、市場からの大蔵省証券買入額を増加させるか、または英蘭銀行が銀行部勘定により直接大蔵省証券入札に参加する方法で行われている。

このように英蘭銀行代理店は金融市場で大蔵省証券を買い入れる場合が常態であるためしばしば special buyer とも称されるが、その大蔵省証券買入れの方法は二つある。第1は、金融市場すなわち割引業者から買入れを行う通常の場合であつて、金融市場に対し直接資金援助を与える意味で direct help と称される。第2に、英蘭銀行の買

入対象となる大蔵省証券のうちきわめて短期に満期の到来するもの、または財政支払などの理由で市場が緩慢となる特定日に満期の到来するものはすでに割引業者により売却され、市中銀行により保有されている場合が多いから代理店が直接市中銀行から買入れる場合がある。大蔵省証券を売却した市中銀行は資産の流動性を保持するため割引業者に対しコール・ローンを放出することになるので、英蘭銀行の買操作は市中銀行を通じ間接に金融市場を援助することになる。この方法は *indirect help* と称される。

4. 公開市場操作のメカニズム

英蘭銀行が公開市場操作を行つた場合、その信用調整効果が市中銀行信用に波及するメカニズムについては、1931年のマクミラン報告中に古典的な説明があるが(注)、これを補足敷衍すれば以下の通りである。

すなわち、英蘭銀行が公開市場操作によつて金融市場を引き締めれば、大蔵省証券の市場利回りが上昇し、投資家にとって大蔵省証券保有が市中銀行預金に比べ相対的に有利となるから市中銀行預金が引き出され大蔵省証券に投資されることとなる。預金の引出しによつて市中銀行の現金比率は低下し、それを回復するため割引業者に対するコール・ローンが回収される。割引業者は一時的に英蘭銀行からの公定歩合借入れに依存して資金不足を補填するが、公定歩合が大蔵省証券市場利回りを上回るペナルティ・レートであるため大蔵省証券手持の削減によつて借入れを返済することになり、大蔵省証券の市場利回りはさらに上昇をみることになる。結局、市中銀行は英蘭銀行の吸収した資金の数倍(現金比率の逆数倍)の信用収縮を行うことを余儀なくされる。逆に英蘭銀行が金融市場を緩和すれば、市中銀行預金増を通じ現金準備が増加し、数倍の信用拡張が行われることとなる。

(注) 1931年のマクミラン報告は「英蘭銀行は公開市場操作によつて購買力の大きさを直接増減せしめる支配力を有している」と述べ、公開市場操作のメカニズムを次のように説明している。すなわち、「英蘭銀行が市場で証券を購入すれば、その取引は証券を売却した割引業者その他の取引先の英蘭銀行勘定における預金の貸記によつて決済されるが、結局市中銀行の英蘭銀行預金が増加することになる。……市中銀行はその預金に対する通常の割合を越えて現金を保有することとなり、顧客に対する貸出の増加その他の方法で追加信用を創造しうる立場に立つ。市中銀行全体として預金に対する現金の比率は10ないし11%であるから、市中銀行は英蘭銀行の創造した現金の10倍ほど預金を増加させることができる。逆の過程を通じて英蘭銀行が証券を売却し、または貸付を回収すれば市中銀行の現金を減少せしめ、預金を減少させることとなる。このように英蘭銀行は市中銀行の現金準備量および……総預金量をほとんど完全に統制しうる立場にある。」(Report of the Committee on Finance and Industry, 71)

このように公開市場操作のメカニズムが有効に作用するためには、市場短期金利が自由に変動することが必須の条件であることが明らかである。しかるに第2次大戦中政府は戦費調達を安価に行うため、「3%戦争」政策の下に長期公債の市場利回りを3%に安定させ、さらに戦後労働党内閣ドールトン蔵相はこれを2½%へ引き下げる国債価格支持政策を断行した。英蘭銀行もこの方針に従い、公定歩合を引続き2%に据置く一方、大蔵省証券の市場利回りを1%に固定し、さらに½%へ引き下げて、この利率で市場から無条件買入操作を行つた。これがいわゆる“open back door practice”であつて、このため公定歩合貸付は皆無となると同時に、公開市場操作は全く有名無実となつてしまつた。

1951年の伝統的通貨政策の復活に際し、英蘭銀行は固定金利による大蔵省証券の無制限買入操作を廃止し、割引業者が資金不足をきたした場合にも必ずしも大蔵省証券を買い入れるとは限らず、懲罰的公定歩合借入れを行わせる権利を留保することとなつた。この事実は英蘭銀行がある程度弾

力的に公開市場操作を行いうるようになったことを示すものであるが、しかし当初は必ずしも金本位時代の伝統的方法に復帰したわけではなかった。すなわち、英蘭銀行は可能な限り市場短期金利を変動させないように公開市場操作を行つたため、割引業者は以前と変わらないほど容易に資金が利用でき、公定歩合貸付を受けなければならない場合があつても、それは割引業者に借入手続を忘れさせない程度に行われたにすぎない。

1955年以降英蘭銀行の公開市場操作は強化されているが、それでもなお英蘭銀行は銀行部勘定による大蔵省証券入札などの方法により、市中銀行が常時現金比率を8%に維持できる程度に金融市場に現金を供給しているようである。このため現金比率は市中銀行信用調整の基礎としての性格を失い、市中銀行はいかなる金融情勢の下でも現金比率を8%に維持することが可能である。現在市中銀行の流動比率が現金比率に代つて市中銀行信用状態の指標とされ、市中銀行信用調整の基礎と考えられているのはこのような理由によるものである。

5. 公開市場操作の実績

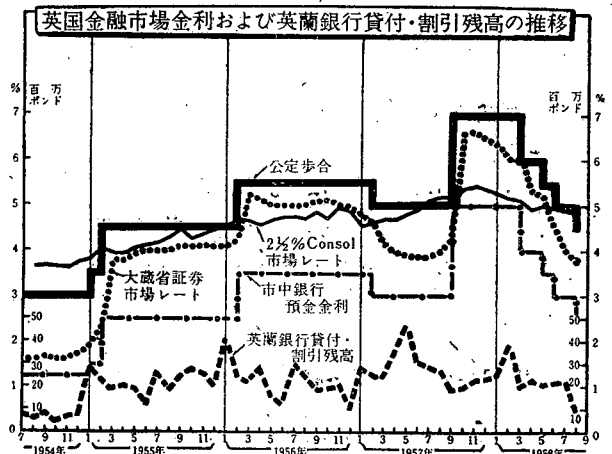
英蘭銀行の公開市場操作に関し大蔵省証券の売買量、売買価格など正確に知りうる資料はない。しかし公開市場操作によつて金融市場に引締め圧力が加われば、大蔵省証券の市場利回りが上昇傾向を示すと同時に英蘭銀行の貸付残高が増加するのが原則である。もちろん市場短期金利の動向はこのほか市場を支配する心理的要因によつても左右されることが多く、また英蘭銀行の貸付残高もたとえば6月末、12月末など一時的に急増する場合もあるが、この二つの推移によつて公開市場操作の大体の方針を推測することは可能である。

1955～57年における英蘭銀行貸付・割引残高および大蔵省証券市場利回りの月平均を対比すれば第1図の通りであつて、英蘭銀行の公開市場操作の運営に関し次の事情が明らかとなる。

(1) 1955～57年のインフレーションに際し英蘭銀行は伝統的金融政策による引締めを意図し、公定歩合の引上げ（1月3→3½%、2月3½→4½%）とともに、その直前から公開市場操作による引締めを強化した。このことは1955年1月以降の英蘭銀行の貸付・割引が急増しそれ以降の残高が以前に比べ高水準にあること、大蔵省証券の市場利回りも急激に上昇していること、さらに公定歩合との幅も著しく接近していることにより明らかである。

(2) 公開市場操作による引締め圧力は1955年中強力に加えられ、1956年に至り若干緩和されたように思われる。この事實は、英蘭銀行の割引業者に対する貸付を起した日および貸付残高のあつた日が、1956年2月までの1年間にそれぞれ100日および335日、1957年2月までの1年間に61日および272日であつた旨の英蘭銀行年報によつて裏付けられるが、同時に大蔵省証券市場利回りと公定歩合との金利差が1955年中には漸次接近していたのに対し、1956年中は2月の公

〔第1図〕



定歩合5½%への引上げ以降7月スエズ運河国有化宣言後の数か月を除いて漸次拡大する傾向にあつたことから明らかである。このように1956年に至り公開市場操作の運営方針に若干変更が加えられたのは、公定歩合再引上げ、賦払信用抑制、国有企業投資の抑制、投資控除制の廃止など一連の引締め措置が総合的に行われた結果によるものと思われる。

- (3) 1957年初め公開市場操作は若干緩和され2月には公定歩合の引下げ(5½→5%)も行われたが、4月および5月には公開市場操作は再び強化されている。この間の事情は、年初来スエズ動乱後のポンド危機が国際通貨基金、米国輸出入銀行借款により一応解消し、それまでの引締め措置の効果により英国経済の見通しも好転しつつあつたが、その後3月の鉄道組合の大幅賃上げ、造船機械工ストライキなどインフレーション再燃が懸念され英蘭銀行の公開市場操作の方針転換が行われたものとみられる。この結果年初来金融市場緩和の見通しのもとに低下していた大蔵省証券市場利回りは5月6日を底として再び上昇に転じた。
- (4) 1957年9月のポンド危機に際し公定歩合の大幅引上げ(5→7%)をはじめ一連の引締め強化措置が断行され、公定歩合と大蔵省証券利回りは再び接近したが、これは主として割引業者が保有証券の価格下落の損失を補填するため大蔵省証券入札に際し低値で入札することを反映するものであつて、英蘭銀行の公開市場操作はそれほど強化されていない。このように公定歩合引上げ直後大蔵省証券利回りとの差が一時的に縮小することはそれ以前の公定歩合引上げ直後にもみられるところである。

6. 公開市場操作の効果

英蘭銀行の公開市場操作が市中銀行信用にどの

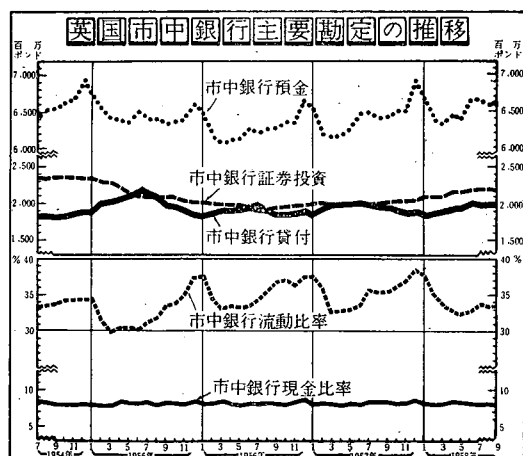
ような影響を及ぼすかの確に知ることは困難である。特に1955～57年のインフレーションにおいては金融・財政両面の引締め措置が相次いで採られたため、このうち公開市場操作の効果のみを抽出することは不可能に近い。しかし公開市場操作の実績が前述のごとくであつたとすれば、市中銀行の預金、貸出、証券投資および現金・流動両比率の推移によつて、おおよその効果を推定しうる。1955～57年における毎月の市中銀行勘定の推移は第2図の通りであつて、これにより英蘭銀行の公開市場操作の市中銀行信用に及ぼす効果に関し次の事情が明らかとなる。

- (1) 1955～57年のインフレーションを通じ英蘭銀行の公開市場操作は、市中銀行の現金準備に対しほとんど圧迫を加えることなく、市中銀行の現金比率は引続き8%に維持されている。この事実は英蘭銀行が公開市場操作によつて引締めを強化した時期にも、市中銀行が現金比率を8%に維持できる程度に現金供給を続けていたことを示している。
- (2) しかし市中銀行の流動比率にはかなりの影響を与えた。市中銀行の流動比率は大蔵省証券の市場発行自体が減少する1～3月に季節的低下を示すのが通例であるが、1955年3月には29.9%と伝統的最低率とされている30%を割り、さらに6月まで季節性に反し低水準にあつた。これは年初来公開市場操作による引締めが著しく強化された結果、大蔵省証券市場利回りが1½%から4%まで3½%程度上昇したのに対し、市中銀行通知預金金利は1¼%から2½%まで1¼%の上昇にとどまつたため(1月の公定歩合½%引上げに際し、市中銀行の通知預金の通知期間が21日から7日に短縮されるとともに金利は½%の引上げにとどめられたことも影響している)、市中銀行預金が大量に引き出され大蔵省証券に投資された事情を反映するものである。

(3) 1955年下半年以降市中銀行の流動比率は比較的高水準にあり、公開市場操作の流動比率に及ぼす影響は比較的少なかった。これは、①財政収支が引続き赤字を続けていたほか、1956年4月以降国有企業の社債発行による設備資金調達方式が国庫からの借入れに切り換えられたこともあつて、大蔵省証券の市場発行が増加したこと、②1955年7月以降市中銀行貸出削減ないし抑制要請によつて市中銀行は貸出需要に応じえず、また金利の上昇、長期債価格の下落傾向によつて証券投資を増加することを欲しなかつた事情、すなわち市中銀行の流動性増加意欲が強かつたことを反映するものである。

(4) 銀行預金は季節性を調整すれば、1955年中著しい減少を示し、その後の増加もかなりの程度抑制されている。これは、1955年上半年中は公開市場操作の流動比率を通ずる引締め圧力によるものであり、その後は市中銀行貸出削減および抑制要請ならびに市中銀行の流動性増加意欲によるものである。

〔第2図〕



7. 公開市場操作の問題点

すでに述べたごとく1955~57年のインフレーションに際し、伝統的金融政策はそれだけでは十分

な成果を挙げることはできなかつた。これは当時のインフレーションが、投資ブームに基く根強い性格のものであつたこと、金ドル準備の絶対的不足のためしばしばポンド投機が発生したこと、さらに強力な労働組合の賃上げ圧力によつて賃金・物価の悪循環を生じたことなどの事情を反映するものであつて、当初意図された程度の公定歩合の引上げ、公開市場操作のみによつて克服できる性格のインフレーションではなかつたためと思われる。しかし公定歩合政策はさておき、公開市場操作に関しては、なおその効果的運営を妨げる要因が存在している。

第1に、割引業者を中心とする金融市場自体に取引の自由を制限する協定が存在し、金融市場における短期金利の自由な変動を妨げていることである。1930年代巨額の国際短期資金がロンドンに流入し、金融市場の大蔵省証券、商業手形の利回りが著しく低下したため多くの割引業者は困難に直面した。これを救済する目的で1933~35年市中銀行と割引業者との間に成立した数次の協定に基づき、①市中銀行の割引業者に対し放出するコール・ローンの金利を協定するとともに、②大蔵省証券の入札には市中銀行は参加せず、12割引業者がシンジケートを結成して統一価格で共同入札し、1週間保有した後市中銀行に供給することに定められている。1957年2月公定歩合の引下げ(5.5→5.0%)を契機として、①市中銀行は割引業者に対するコールのうち従来全体の $\frac{2}{3}$ を公定歩合を1 $\frac{3}{4}$ %下回る基準レートで放出していたが、以後全体の $\frac{1}{3}$ ないし $\frac{1}{2}$ を基準レートで放出することに改め、②大蔵省証券の共同入札に関しても協定入札額のうち $\frac{1}{2}$ 程度まで $\frac{1}{2}$ %だけ低利で入札することを認めるなど、市中銀行と割引業者との協定は若干緩和され、自由化の方向にある。しかし自由化の程度は僅少であり、これら金融市場の取引を制限する協定は、大蔵省証券市場利回りを安定させる利

益のある反面、市場金利の弾力的変動をある程度阻害している。

第2に、より基本的には第2次大戦中の巨額の財政赤字によつて国債発行額が急増した上、その後の赤字財政の期間の財政資金調達に際して、長期債の発行困難から大部分を短期の大蔵省証券の市場発行に依存しているため、大蔵省証券の発行残高が累増する傾向にあることである。このため英蘭銀行は政府の大蔵省証券の市場発行を援助せざるをえず、公開市場操作の運営に当つて、市中信用量の調整という目的は若干後退する傾向にある。この間の事情を1956年10月英蘭銀行コボルト総裁はロンドン市長招待晩餐会における演説で、「不幸にして最近のある時期、政府および国有企業の総資金需要を長期債の発行によつてまかないえなかつた。短期債の発行は時に過剰に陥り、銀行預金も多額にのぼりすぎ、引締め政策を維持することはなかなか困難であつた」と述べている。

8. む す び

以上述べたごとく英蘭銀行の公開市場操作は巨額の大蔵省証券の市場発行に伴い、十分金融調整効果を発揮しえない状態にある。このため市中銀行信用調整の基礎としての機能を失つた現金比率に代り、流動比率を信用調整の基礎とし、大蔵省証券を長期国債に借り換える操作(funding operation)あるいは可変流動比率制度(variable liquidity ratio)の導入が提唱されている。しかし市中銀行の流動比率がそれ自身季節的に変動する性格を有し信用調整の基礎とするには難点があるほか、借換操作はそれを必要とするインフレーションの時期には長期債価格が下落する傾向にあるため言うべくして行われ難いこと、可変流動比

率制度の採用は逆に政府の大蔵省証券による安易な資金調達を助長する懸念があるなど幾多の問題が存する。したがつて英蘭銀行の公開市場操作の金融調整機能を十分発揮させるためには財政の均衡化に努力し、大蔵省証券による過大な市中信用依存を脱却する必要がある。しかし、財政規模は国防費、社会保障費を中心に逐年膨脹を続け、財政の均衡達成は容易ではない。このためとかく財政資金需要が金融市場にしわ寄せられる傾向があるが、これは英国の直面するもろもろの経済的苦悩を反映せるものと言えよう。

1957年9月当局は旺盛な市中の資金需要を抑制するため、貸出制限枠を設けて直接市中銀行貸出を規制する措置に出た。その後58年に入り景気後退の進行とともに、漸次金融緩和策が採られるに至り、かかる直接規制方式は銀行組織を破壊するものとして一般に不評であつたので、7月これを撤廃した。しかし英国経済の現状はインフレ再燃のおそれも多分にあり、従来の公定歩合政策や公開市場操作のみでは万全を期し難いので、英蘭銀行は伝統的金融調節手段を補完する新しい政策手段として「特別預金制度」を導入した。この制度は明春ラドクリフ委員会の勧告案が提出されるまでの暫定的措置として導入されたものであり、市中銀行の過大な流動資産を凍結し、流動比率の低下を意図するものであつて、信用調整の基礎を現金比率に置かんとするものではない。以上のように英国金融市場は累増する政府短期債務のために、伝統的金融調整手段の効果は戦前に比し減少しつつあるので、現在英国金融制度を全面的に検討中のラドクリフ委員会が、英国金融政策の効果的運営に関しどのような勧告を行うか注目されるところである。