

を持つとしても、それが当面予想される輸入増大傾向を打ち消すことはできないとみられるからである。

最後に金融政策との関連については、財政赤字資金を金融機関が引き受けることの可否がかねて問題になっている折でもあり、国内的にはインフレを避けつつ金融を緩和し、対外的には資金流出を避けようとする金融政策を一段とむずかしいものとするとは確かであろう。かような金融政策目的の効果的達成のためには、国内面で国債管理政策とのいっそう緊密な協力が必要とされ、対外面では国際金融協力に依存する度合いがますます高まるものとみねばなるまい。すでに一般教書発表の週に再び金流出(年初来50百万ドル)が生じていることは今後の政策に格段の工夫と慎重さが要請されることを示唆するものといえよう。

英蘭銀行の二重金利政策

採用について

公定歩合引下げの背景

英蘭銀行は1月3日公定歩合を4.5%から4%に引き下げることを選定したが、同時に今後同行は戦前の慣行を復活し、今後は必要に応じて割引市場に対し公定歩合を上回るレートによる貸出を行なう旨を発表した。

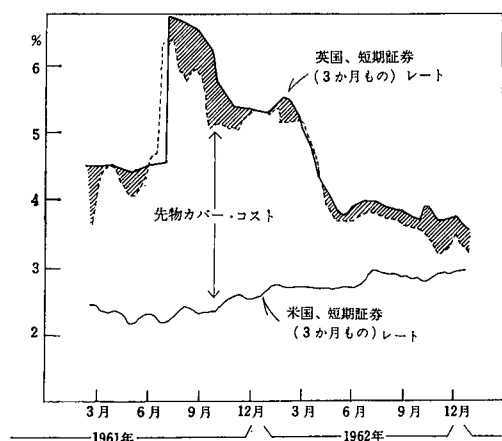
同行公定歩合は一昨年7月ポンド危機対策として7%に引き上げられた後、情勢の好転に伴い逐次旧態に復し、昨年4月には4.5%まで引き下げられたが、その後8ヵ月以上にわたって据え置かれていたものである。

はじめに今回の二重金利政策採用の背景となった最近の英国経済の情勢をみよう。昨年の英国経済は、一昨年夏の緊急引締め対策の結果、上期中経常勘定の好転、短資の還流などで国際収支が一応回復したが、反面国内生産活動の停滞が著しく、このためポンド不安の再来を招くことなくいかにして成長を達成するかが最大の課題となって

いた。政策当局は当初特別預金率の引下げ、賦払信用の規制緩和などでこれに対処したが、設備投資の不振に加えて秋口以降はそれまで上昇傾向にあった消費および輸出需要も頭打ちの状態になったため生産はいっそう停滞した。これに伴い、当局は10月に英蘭銀行の対金融機関貸出抑制勧告の撤廃、特別預金率の再引下げ、公共支出の増額など景気刺激策に乗り出したが、11月以降は引き続き自動車など購買税の大幅引下げ(45%→25%)、設備投資促進のための減税措置(償却期間短縮など)、特別預金の解除などを実施し、次第に本格的な景気拡大策を推し進めてきた。しかし、かかる努力にもかかわらず遊休設備をかかえる企業は全体の3分の2以上を占め、失業者は逐月増加して昨年末には566千人(失業率2.5%)と過去の最高水準に達し、昨年中の民間設備投資額は前年比1割近く減少、鉱工業生産は前年比わずかに1%の増加にとどまるなど景況はますます停滞の様相を強めている。

今回の公定歩合引下げは、かかる情勢の下景気拡大策の一環として実施されたもので、もとよりかねてから要望されていた措置である。しかし英蘭銀行が現在までその実施をちゅうちょしていたのは、金利引下げの結果これまでほぼ均衡していた金利裁定資金が英国から流出し国際収支不安を再燃する懸念があったためである。最近の国際収支動向としては、生産活動の低調による輸入増勢の鈍化にかかわらず(昨年中2%増)、輸出が停滞し、これに貿易外収支の不安定が加わって経常勘定は第3四半期には再び逆調に転じている。資本勘定面でも、一昨年末以来のあいっぐ公定歩合引下げによる対外金利差の縮小から短資流入が著しく鈍化している(グラフ参照)。このためポンドの対ドル相場はパリティをわずかに上回る水準で推移してきた(9月のIMF総会時には一時的にパリティを割った)。したがって公定歩合の4%への引下げは経常収支の動向ともからんで短資流出を促す危険を多分にはらんでいるわけである。

英・米間金利の推移



(注) 斜線の部分は利ざや。

英蘭銀行が今回の公定歩合引下げと同時に二重金利政策の採用を決定したのは、このように国内面では金利引下げが必要とされながらも対外的関係から短期市場金利の引下げをちゅうちょせざるを得ないというジレンマを何とか克服しようとするものである。いいかえれば、金利政策の効果を対内面と対外面とで使いわけ、それによってこれまでその弊害が問題になった stop and go 政策の繰返しを招くことなく低金利政策を遂行しつつ国内経済の新局面を開こうとする点にねらいがある。clearing banks (ロンドン手形交換所加盟銀行)の預貸金金利は公定歩合が引き下げられた場合は自動的に同一幅だけ引き下げられる旨の慣行が確立しているので、本措置によって英蘭銀行は今後公定歩合およびこれと関連する国内金利を国内情勢に適應させつつ、他方で公定歩合を上回るレート(extra penal rate)による割引商社への貸出を通じて必要に応じて大蔵省証券(91日もの)金利を高水準に維持し、短資の流出に対処することが可能となるわけである。

clearing banks 金利

(1月3日以降)

通知預金(7日)		2.0 %
当座貸越	対 国 有 企 業	4.0 %
	対 一 流 企 業	4.5 %
	対 一 般 企 業	5~5.5 %

戦前の沿革

英蘭銀行が公定歩合を上回るレートで割引市場に貸出を行なうという慣行は、遠く1850年ころから第2次大戦直前の1938年末までしばしば行なわれていたといわれる。このような二重金利操作が行なわれたのは、公定歩合を基準とする市中金利(clearing banksの預貸金金利など)と割引業者による政府短期証券の入札金利(市場金利)とを区別し、一般景況ならびに割引市場の情勢に応じてそれぞれ個別に影響を与えるために、公定歩合とは別に割引業者の資金コストを動かす金利操作が必要とされたためである。

戦前におけるこの制度の実施状況をみると、割引市場の情勢やそのときどきの操作目的によって必ずしも一様ではなかった。しかし一般的にみれば、1920年代には公定歩合の2%ないし3%高の範囲で実施され、割引業者の仕振りを是正するなどの目的から個々の業者別に異なった高レートが適用されていた。つまり市場秩序を維持し当局の市場統制力を強めることに主眼があったわけである。さらに1930年代になるとこの特別金利は公定歩合より0.5ないし1%上回る場合が多くなり、かつこれが各割引業者に一律に適用されるようになった(この間公定歩合による貸付ももちろん行なわれていた)。金本位離脱後の当時としては、公定歩合政策は対外ポジションの調整という古典的な役割を離れてもっぱら対内的低金利政策の用具となり、当局としては短資対策や割引市場の弾力的調整は特別金利によったものと解される。

二重金利政策運用の方針

今回の英蘭銀行の二重金利政策採用の決定は、そのねらい、形式ともに1930年代の慣行を再導入したものといえる。英蘭銀行当局は本制度運用の目的としてとくに短資対策に限られるものではなく、より一般的な市場対策として運用すると説明しているが、少なくとも当面ポンドの安定を期するため短資移動対策に主たるねらいがあると解される。

二重金利制の採用はもとより何ら法的根拠に基

づくものではなく、英蘭銀行独自の判断によって決定された。したがって割引市場に対する貸出レートも情勢いかにによって英蘭銀行が自由に決定できるが、実際には公定歩合を0.5ないし1%上回る範囲で決められるものと予想されている。またこの金利操作は、割引業者のマネー・コストに影響を与えることに眼目があるので、各割引業者に斉一に適用されるものと了解されている。すなわち、英蘭銀行は割引市場金利の引上げを必要と考える場合には、日々の公開市場操作を通して(買オペの調節)市場金融をひっ迫させ、割引商社をして公定歩合を上回るレート(extra penal rate)による借入に追い込むことによって次週以降割当てられる大蔵省証券の入札レートをつり上げることが可能となる。具体的手続きとしては、英蘭銀行当局が毎週初めにその週の extra penal rate を決定、毎週金曜日に行なわれる大蔵省証券入札レートに影響を与え、そのレートは原則として一週間据え置かれることになる模様である。

反響および今後の問題点

今回の措置については当然 City 筋でも強い関心を示しているが、一般的に、公定歩合の引下げ自体ロンドンの金利が欧州大陸諸国の金利水準に接近したこと、および二重金利政策の採用により今後の金融政策の運営に弾力性と機動性が増すことを好感している。

なお今回の決定以後現在までのところ特別レートの適用は行なわれていない。したがって新方策が金融政策の武器として果たしてどの程度有効であるかは今後の実績にまつほかはないが、一般的にいつて二重金利政策には当然大きな限界があるであろうことは想像がつく。たとえば Economist 誌(1月12日)は英国特有の市場構造と関連した以下のような問題点を指摘している。①割引商社が英蘭銀行貸出金利引上げに準じて大蔵省証券入札レートを引き上げるのは、割引商社のコストへの影響によるよりも伝統的な金融市場の慣行に基づくところが大きい(割引商社の借入総額中英蘭銀行借入は1~2%)。しかも最近では割引商社以外

の outsider の大蔵省証券保有増加に伴い短期市場における割引商社のウェイトは相対的に低下しつつあるので、英蘭銀行の割引商社を通ずる市場コントロールは従来ほど強くない。②また、この操作の結果大蔵省証券の金利水準が上った場合にも、これによって outsider の大蔵省証券投資がいつそう刺激され、結局当局の意図する短期金利の高水準維持が不可能となるかもしれない。③さらに大蔵省証券の金利が上れば銀行は預金が流出して大蔵省証券投資に向けられるのを防止するため預金金利の引上げを望むであろう。従来の英蘭銀行、clearing banks 間の預貸金金利に関する協定が修正される可能性があり、また銀行金利の低水準維持という当局の意図は結局実現しないことになる。

結局今回決定された二重金利政策が所期の効果をあげるためには、今後の市場情勢に応じ、公開市場操作や国債管理政策の適切な運用によってバックされることが必要であろう。

今回の決定後の短期金融市場の動向は各方面から注目されているが、大蔵省証券金利は公定歩合引下げ後 $\frac{1}{4}\%$ 程度の低下(1月中旬 $3\frac{17}{32}\%$)にとどまっている。これはすでに公定歩合引下げが多少織込まれていたことと英蘭銀行として extra penal rate を適用しないまでも公開市場操作などを通じ割引市場の金利を若干高目に維持しようと努力している結果と思われる。為替市場は懸念された短資の流出もなくかえって年末 window dressing のため流出した資金の還流などでポンドの対ドル相場は2.803~2.806ドル程度と堅調が続いている。しかし、最近におけるドゴール・フランス大統領の声明を機に英国の共同市場加盟交渉の前途に不安の色が強くなっている、交渉が失敗に帰した場合英国からの外資引揚げあるいはポンド切下げ不安が再燃しないとも限らず、ここ当分の間為替市場の動向は大いに注目される。したがって英蘭銀行としても今後 extra penal rate の適用を必要とする場合にはきわめて慎重に実施するものと考えられる。