

# 英蘭銀行の公定歩合方式の変更とその背景について

## 〔要 旨〕

英蘭銀行は本年10月から、従来の **Bank Rate** の決定・発表方式を改め、原則として、毎週の **T B入札平均レート** に対し0.5%高でスライドする **minimum lending rate** (最低貸出歩合) 方式を採用した。

英国では昨秋新金融調節方式が導入されて以降、金融機関の競争促進、**money market** の統合・整備等の面でかなりの成果をあげつつある。金融調節面でも、**Bank Rate** と市中預貸金金利のリンクが廃止され、もっぱら最低準備比率規制、特別預金徴求およびオペレーションの活用によって、マーケット・メカニズムを通じて市中の流動性、金利体系に影響を与えることを主眼に調節が行なわれることとなった。その場合、英蘭銀行の金融調節の円滑な運営のためには、**Bank Rate** が常に市中金利に対し適正なマージンを保っていることが不可欠であるが、**Bank Rate** は伝統的に大きな「アナウンスメント効果」を持ち、このためその機動的な操作が制約されがちであった。

本最低貸出歩合は表面上市場金利に追随するため、こうした「アナウンスメント効果」を持たず、しかも市場金利に対し常に一定のマージンを保ちうるため、金融調節の円滑かつ弾力的な運営に資することとなった。なお、同行は一方で「アナウンスメント効果」を積極的に活用する必要性等をも想定し、本歩合を自由裁量により定める権限も留保している。

本措置運営上最大の問題は、英蘭銀行の金利政策がどの程度主体性を保持しうるかであるが、英国の発達した短期金融市場とその構成員としての同行の比重などを考えると、同行の市場金利をリードする力はきわめて強いものと考えられる。事実発足後最近までの最低貸出歩合の動きをみても、マネー・サプライ抑制に対する英蘭銀行の強い姿勢を反映して、同歩合は12月22日まで2ヵ月余の間に4回にわたって変更され、当初の7.25%から9.0%へと大幅な上昇をみている。

このように今回の措置は新金融調節方式の線に沿って競争原理を尊重し、英蘭銀行も市場の構成員としてその内部から金融調節を行なうことにより、金利政策の有効性を確保しようとするものであるが、同時に裁量的に最低貸出歩合を決定しうる権限を留保することにより、公定歩合政策に内在する機動性とシグナル性の調和を図ったものとして画期的なものである。ただ今後当局がいかなる状況で「アナウンスメント効果」を積極的に利用しようとするか、またその際従来の **Bank Rate** とまったく同一の効果を持ちうるかなどの点は、今後の運営にまたねばならない。

## 〔目 次〕

はしがき

1. 本措置の内容

2. 本措置の背景

(1) 新金融調節方式の展開

(2) 金利引上げの必要性和 **Bank Rate** の「アナウンスメント効果」による制約

3. 本措置運営上の問題点

(1) 英蘭銀行の金利政策の自主性

(2) 公定歩合の「アナウンスメント効果」について

(3) カナダにおける連動公定歩合制度の経験

むすび

## はしがき

英蘭銀行は10月9日、これまでの公定歩合(Bank Rate)の決定・発表方式を改め、爾後原則として毎週のTB入札平均レートに0.5%を上乗せしたものを、英蘭銀行の市場に対するminimum lending rate(最低貸出歩合)とする旨発表した。

英国では昨年9月に新金融調節方式が導入されたが、それ以降Bank Rateと市中預貸金金利の連動関係はなくなり、英蘭銀行がBank Rateの変更を通じて直接市中金利を動かすルートは断たれることになった。また、従来国内資金需給調節の支柱をなしてきた市中金融機関に対する貸出規制が廃止され、金融調節は、最低準備比率規制をベースとし、状況に応じて発動される特別預金制度および機動的なオペレーションを活用することによって、市中流動性ならびに金利に影響を与えることを主眼として行なわれることとなった。

このような金融調節方式の変更によって、Bank Rateが直接市中の金利決定に与える影響は低下したが、同Rateが、当局の政策態度を示すシグナルとして市場の先行き観に強い影響を与えるという伝統は、そのまま生き続けてきた。今回の公定歩合方式の変更は、こうしたBank Rateの有する「シグナル効果」を排除する一方、Bank Rateに比し弾力的に変動しうる最低貸出歩合をもって、英蘭銀行の市場に対する貸出金利とするものであり、こうした措置に伴って今後金融政策の運営がどのように変化するか、またその効果はどうか、などの点はきわめて注目されることである。本稿では今次措置の内容、その背景ならびにその意義等についてとりまとめることとした。

### 1. 本措置の内容

英蘭銀行の発表によると、今回の変更の概要は次のとおりである。すなわち、10月13日以降は、

毎週金曜日に行なわれるTB入札の平均レートに0.5%を上乗せしたもの(ただし0.25%刻みとし、端数のある場合は上方に切り上げる)を英蘭銀行の市場に対するminimum lending rate(最低貸出歩合)とし、従来定例的(毎週木曜日)に行なってきたBank Rateの発表は取りやめる。ただし、英蘭銀行が必要と認めた場合には、大蔵大臣の承認を得て、上記方式によらず独自に貸出歩合を定め、市場金利が貸出歩合にさや寄せするまで一時市場金利に追随する方式を停止することができるものとされている。

なお、本方式に基づき、最低貸出歩合は従来のBank Rate 6%に代え、10月13日7.25%と定められた(同日のTB入札平均レート6.6890%)が、10月27日には7.5%(同6.8930%)へと引き上げられ、12月1日には短期金利のいっそうの上昇に伴い、12月1日7.75%(同7.1490%)、8日8.0%(同7.4742%)、22日9.0%(同8.4356%)と、急激な引上げをみている。

### 2. 本措置の背景

バーバー蔵相の声明文((付)参照)によれば、この措置は、昨秋導入された新金融調節方式の理念に即して実施されたものであり、その運営のいっそうの円滑化を図ろうとするものであるが、同時に、この段階で実施されたのは、マネー・サプライの行き過ぎた増加を抑制し、インフレの加速化を金融面から防止するには、実質的な利上げが不可欠とされた反面、経済成長、とくに設備投資の回復を図るためには、Bank Rate引上げのもつデフレ効果を回避する必要があったためとみられている。

#### (1) 新金融調節方式の展開

ところで、いわゆる新金融調節方式は、昨年5月英蘭銀行の“competition and credit control”と題する文書により提案された後、同年9月に導入されたものである。本方式導入以前には、①交換

所加盟銀行(ロンドン手形交換所加盟銀行、スコットランド系銀行)間の預貸金金利協定(各行とも預貸金金利を公定歩合と一定の幅を保ち連動)および主要割引商社間のTB共同入札協定(シンジケートを結成し、統一価格で入札)等が存在していたほか、②市中金融機関の対民間貸出の直接的な規制ならびに交換所加盟銀行のみを対象とした流動比率規制、特別預金制度、③長期国債の価格支持操作、④通商産業省による割賦販売条件規制、などが行なわれていた。このため、金融機関相互の競争は制限され(①および②による)、金融機関の非効率化がもたらされると同時に、交換所加盟銀行の競争上の不利といった不公平をも生む結果となった。また金融調節の面でも、それが差別的(②および④による)、非弾力的(③による)であったため、市中流動性ならびに金利調整機能が阻害されることになった。

新方式においては、こうした弊害を改め、第1に信用配分における競争を促進し、プライス・メカニズムを通じて資金の最適配分に資するとともに、金融の効率化を図ること、第2に金融政策を弾力的、無差別なものとするを目的として、前記①、②、③、④の協定、慣行等が廃止された。本方式のもとでは、公定歩合と市中金利との直接のリンクははずされ、民間金融機関は市場実勢に応じて自主的にベース・レート(預貸金金利の基準となるレートで、各行はこれと一定の較差をもって預金・貸出金利を設定)を定めることとなった。さらに、市中金融機関に対する直接的な貸出規制ならびに割賦販売規制に代わる英蘭銀行の政策手段として、全銀行<sup>(注1)</sup>および割賦販売金融会社を広く対象とする流動比率規制(最低準備比率制度)が実施され、これを基礎に特別預金制度の活用ならびにオペレーションの機動的な運用が図

られることとなった。

#### イ. 競争の促進

上記改正により、従来量的規制面のみならず金利面の制約からも不利な立場におかれやすかった交換所加盟銀行が、他の金融機関と同一条件で競争できることとなり、金融機関相互の競争、ひいては懸案の割引市場と parallel market との間の資金の交流・統合が促進されることとなった。これは、後述のような英蘭銀行の市場調節力を高めることに資したものとみられる。

すなわち、ロンドンの金融市場は、伝統的に、短期商業金融を中心業務とする交換所加盟銀行と割引商社等により構成される割引市場がその中心となってきたが、60年代以降、前述の貸出規制等の対象外にあったマーチャント・バンク、外国銀行等その他金融機関が発達し、これに伴い、これら銀行のポジション調整のための短期金融市場(いわゆる parallel market)が発達した。具体的には地方公共団体向け短資、インター・バンク短資、割賦販売金融会社預金、ポンド建CD等の取引市場がこれであるが、この parallel market においては、構成銀行間に交換所加盟銀行間のような金利協定が存在しないため、金利は競争的に決定され、また無担保取引が主体であることもあって金利水準は割引市場のそれを上回るが多かった。このため、これら parallel market を構成する金融機関は、相対的に低利回りの割引市場資産の保有に消極的であり、また交換所加盟銀行としても、parallel market の金融資産が流動比率算定上流動資産とされないことなどから、余資は主として割引商社に対するコール・ローンに運用していた。したがって両市場間に金利裁定、資金交流が十分行なわれず、その結果割引市場を対象とする英蘭銀行の政策の効果が parallel market の

(注1) ロンドン手形交換所加盟銀行、スコットランド系銀行、北アイルランド系銀行、マーチャント・バンク、外国銀行、英国海外銀行、英連邦銀行、その他の銀行。

金利へ波及する度合いは著しく制約され、かつ大きなタイム・ラグを伴うものとなっていた。しかし新方式導入以降は、前記金利協定等の廃止によって、割引市場におけるコール・レート、TBレート、商業手形金利さらには銀行の預貸金金利自体が、従来に比して資金需給の変化をより端的に反映するいわば競争的な金利となり、一方新たに最低準備比率を適用されることとなった交換所加盟銀行以外の金融機関としても、TB、割引商社へのコール・ローンが準備比率算定上適格流動資産とされることなどを背景にこれら資産の保有を積極化するに至っている。このため、両市場の間になお担保取引(割引市場)と無担保取引(parallel market)といった取引形態の相違はあるものの、金利裁定、資金交流が逐次増大し、両市場はしだいにいわば一つの money market として統合されていく方向を示しつつあるものといえる。たとえば、新方式導入以前(70年12月)と以後(71年12月)の割引商社の統合バランス・シートを比較すると(第1表)、TB運用(資産面)や交換所加盟銀行からの借入れ等(負債面)が横ばいないし減少しているのに対し、地方公共団体債務証券、ポンド建CD等(資産面)やマーチャント・バンク等からの借入れ(負債面)が著増している。またロンドン交換所加盟銀行の統合バ

ランス・シートの新方式導入以後の動きを見ても(第2表)、金融機関からの預り金、CDによる資金調達(負債面)、金融機関預け金、CD保有(資産面)等 parallel market からの資金調達や同市場への余資運用が著増している反面、割引商社に対するコール・ローンやTB保有等伝統的な割引市場への余資運用は横ばい

(第1表) 割引商社統合バランス・シート

(単位・百万ポンド)

	合計	国債	TB	その他 ポンド 証券	地方 公共 団体 証券	C D		その他
						ポンド 建	ドル 建	
1970年12月	2,352	160	876	697	224	268	39	88
71年12月	3,066	391	871	586	478	457	108	174

負債

	合計	英 蘭 銀行 銀行 部	ロ ン ド ン 交 換 所 加 盟 銀 行	ス コ ッ ト ン 系 銀 行	そ の 他 預 金 銀 行	マー チャ ン ト ・ バン ク 、 海 外 銀 行 、 そ の 他 銀 行		そ の 他
						ポ ン ド 建	ド ル 建	
1970年12月	2,259	—	1,407	108	29	510	204	
71年12月	2,961	76	1,241	88	43	1,116	398	

(注) 統計不連続のため、1970年12月と71年12月を比較。  
資料：Bank of England Quarterly Bulletin.

(第2表) ロンドン交換所加盟銀行主要勘定

(統合バランス・シートによる、単位・百万ポンド)

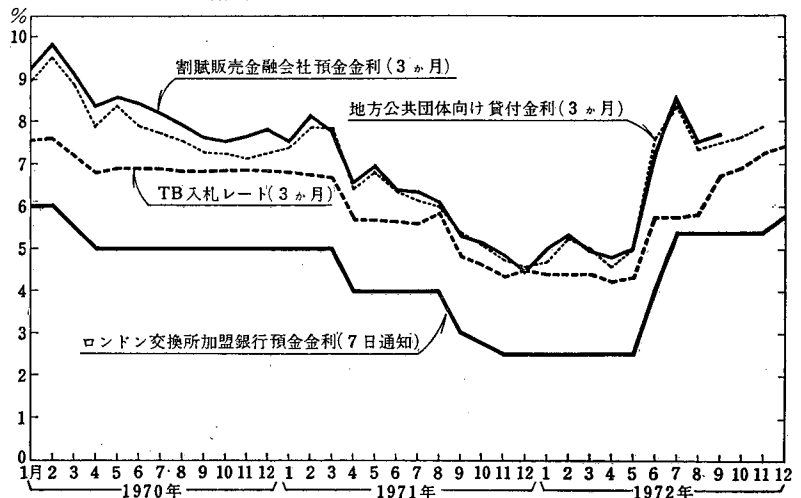
	総額	うち金融 機関から		うちCD発行 によるもの	
		ポ ン ド 建	他 通 貨 建	ポ ン ド 建	ド ル 建
1971年10月	11,482	183	79	83	—
72年10月	15,301	542	294	1,072	28

余資運用

	金融機関預け金		コー ル ・ ロ ー ン ( 割 引 商 社 向 け)	TB 保 有	C D 保 有
	ポ ン ド 建	他 通 貨 建			
1971年10月	108	144	1,038	135	77
72年10月	672	420	865	259	608

資料：Bank of England Quarterly Bulletin.

割引市場および parallel market 金利の推移



し減少をみている。こうした事情は、金利の動きの上にも反映されている(前図参照)。すなわち、新方式以前は交換所加盟銀行預金金利やT B入札レート(割引市場金利)と、地方公共団体向け短期貸付金利や割賦販売金融会社金利(parallel market金利)との間には大幅な開差があり、両者の変動には密接な関係がなかった。ことに70年4月から71年3月までは前者がきわめて安定的に推移した反面、後者は1%以上の幅で変動している。しかし新方式以降は開差が縮まり、両者の動きも密接化してきている。なお、72年7月には地方公共団体向け短期貸付金利と割賦販売金融会社金利のみ急上昇をみているが、これはポンド・フロート後短資が大量に流出したことに伴い、こうした短資のおもな運用先である parallel market の金利が

(第3表)

### 英国のマネー・サプライ

(前年(期)比伸び率、年率、単位・%)

	M <sub>1</sub> (狭義のマネー・サプライ)	M <sub>3</sub> (広義のマネー・サプライ)
1970 年 末	5.9	6.1
71 〃	12.6	11.2
〃 1 Q末	18.8	12.1
2 Q〃	4.5	9.1
3 Q〃	15.6	9.5
4 Q〃	23.0	23.0
72 1 Q〃	16.5	19.3
2 Q〃	18.8	34.5
7月 央	13.4	33.6
8 〃	9.5	29.6
9 〃	3.6	21.6
10 〃	13.9	17.7

(注) M<sub>1</sub>=現金通貨+銀行部門ポンド建要求払預金-未遂勘定の60%M<sub>3</sub>=M<sub>1</sub>+銀行部門ポンド建貯蓄性預金+同他通貨建要求払・貯蓄性預金+割引商社預金

資料: Bank of England Quarterly Bulletin.

一時的に急騰したためとみられる。

なお、従来 parallel market の金融資産に比して競争上不利な立場にあった預金銀行の貯蓄性預金が、本方式への移行後かなりの増加を示しているが、これも、これら預金の金利が parallel market の金融資産の金利と競争しうる状況となった結果、資金のシフトが生じたためとみられる。ちなみに、最近における貯蓄性預金と要求払預金の伸び率を比較してみると、とくにベース・レート引上げがあいついだ本年第2四半期には貯蓄性預金が前期比18.7%の著伸をみた反面、要求払預金は3.3%増と伸び悩んでおり、これがマネー・サプライの動きの中でM<sub>1</sub>とM<sub>3</sub>の伸び率を大きく開かせる要因となっている(第3表)(注2)。

### ロ. 新金融調節方式のメカニズム

すでにふれたように、新金融調節方式のもとでは、前項でみたような競争条件の強化を基本的背景として、最低準備比率の遵守、金融情勢に応じた特別預金預入率の操作をベースとして、オープン・マーケット・オペレーションを機動的に活用することとされた。これは金融機関全体の流動性ポジションをコントロールすると同時に、これを通じて間接的に市中金利の水準・構造に影響を与えることをねらいとするものである。この点、本方式は基本的には「民間非金融部門の支出決定に際して問題となるのは全体としての流動性ポジションである」とするラドクリフ委員会報告(389節)の理念に沿うものといえよう。もちろん、本方式においては、マネー・サプライ、国内信用増加(DCE)等広義の量的金融諸指標(monetary aggregates)も金融調節の参考指標(guidelines)として重視す

(注2) 70年中M<sub>1</sub>+5.9%、M<sub>3</sub>+6.1%、71年中M<sub>1</sub>+12.6%、M<sub>3</sub>+11.2%と両者の動きはほぼ並行していたが、72年第2四半期にはM<sub>1</sub>の18.8%の伸びに対し、M<sub>3</sub>は34.5%と著伸している。このためマネー・サプライを金融指標としてみる場合、M<sub>1</sub>とM<sub>3</sub>のどちらが適当かが問題とされており、オブライエン英蘭銀行総裁も、最近におけるマネー・サプライの伸びをM<sub>3</sub>の伸びで判断するのはやや誇大であり、M<sub>1</sub>のほうがバイアスが小さいのではないかと述べている(10月19日ロンドン市長晩餐会における演説)。両者の伸びの乖離には貯蓄性預金金利の上昇による要求払預金からのシフトもかなりあるとみられるが、そのほか新方式導入に伴う経済的な面がある点は否定できない。

るようになっている。ただこれは英蘭銀行がマネタリスト的考え方をそのまま受け入れたことを意味するものではなく、むしろ民間支出行動の変化、総需要の変化はあくまで金利の変動を通じて民間および銀行部門のポートフォリオの調整によるとの考え方がとられているとみてよいように思われる(注3)。

本方式のもとで英蘭銀行が money market 金利の引上げを図ろうとする場合は、市中の資金不足に対し、①市場レートによる買オペを控えめにとどめ、②それ以上の資金不足については、割引商社(英蘭銀行から直接借入れができるのは割引商社のみである)を市場レートに対して「罰則的」な水準にある Bank Rate による借入れに追い込む構えをとる。この場合、割引商社はコール取入れ積極化や手持ちTB売却等により極力高コストの英蘭銀行借入れを圧縮するため、市場金利全体が上昇することとなる。また割引商社が最終的に英蘭銀行借入れに依存した程度に応じて割引商社の資金コストが上昇するため、翌週のTB入札レートを上昇させる要因となる。

こうした市場調節の円滑な運営のためには、Bank Rate が常に市場金利を上回る「罰則的」な水準にあることが必要であり、そのためには Bank Rate の変更を機動的に行なう必要があった。ちなみに、オブライエン英蘭銀行総裁も71年5月ミュンヘンにおける講演において、「伝統的な公定歩合政策は引き続きこれを活用する方針であり、むしろこれまでよりも弾力的に操作したい」と述べていた。

## (2) 金利引上げの必要性と Bank Rate の「アナウンスメント効果」による制約

以上のように新金融調節方式の下では、Bank Rate を従来にもまして弾力的に操作し、その水準を常に罰則的な水準に置くことが、英蘭銀行の金融調節を円滑に遂行するために不可欠の条件であるといえる。しかしながら同方式導入後の英蘭銀行の公定歩合操作をみると、それが必ずしも機動的、弾力的に行なわれたとは評価しがたい。とくに本年央以降については、インフレーションの高進をながめ、英蘭銀行としてもマネー・サプライ増加の行き過ぎは正のため抑制的な市場運営態度に転じ、このため短期市場金利は景気回復を映じた資金需要の台頭もあってかなりの上昇をみた。この間英蘭銀行は、Bank Rate を6%の水準に据え置いたため、9月上旬以降TBレートがBank Rate を上回る状況が現出した(第4表)。こうした金利逆ざやのもとでは、割引商社は英蘭銀行借入れを行なってTBを購入すればむしろ利ざやをかせげることとなるわけであり、英蘭銀行が“lender of last resort”であるというたてまえがくずれ、前記の「罰則金利による借入れに追い込む」というメカニズムは働かなくなった。このため、同行はBank Rate による市場調節を停止し、市中に対する貸出の窓口を閉ざさざるをえないこととなった。

このように市場金利が上昇基調に転じたにもかかわらず、英蘭銀行がBank Rate を据え置かざるをえなかったのは、Bank Rate のもつ「アナウンスメント効果」によって Bank Rate の変更自体が制約されたためにほかならない。

すなわち、Bank Rate は伝統的に英蘭銀行の

(注3) オブライエン英蘭銀行総裁は1971年5月28日、ミュンヘンにおける講演において、かつての選択的政策手段(銀行貸出規制、消費者信用規制等)が金融構造および資源配分にゆがみをもたらしたことを反省、このためマネー・サプライ、国内信用増加(DCE)など、より広義の量的金融諸指標(monetary aggregates)を重視する旨述べている。しかし、同時に、同総裁は金融政策の波及経路については、これら政策手段が通貨乗数効果を通じて信用の機械的増減をもたらすというマネタリスト的考えを受容しているわけではなく、流動性に対するコントロールが金利の変動を通じて民間および銀行部門のポートフォリオの調整を促し、支出行動の変化、総需要の変化に至るとしている。

基本的な政策方針を示す「シグナル」と見なされており、これを変更することは金融市場、外国為

(第4表)

## 英国短期金利の推移

(単位・%)

		公定歩合	ベース・レート	T B 入札 レート (3か月 もの)	コール・ レート (翌日 もの)	
1971年	3月	Bank Rate 7.0		6.6565	5.98	
	6〃	(4/1) 6.0		5.6035	4.78	
	9〃	(9/2) 5.0		4.8345	4.36	
	12〃		5.0 4.5	4.3648	3.43	
	72年	1月			4.3642	3.94
		2〃			4.3679	4.44
		3〃			4.3399	4.55
4〃				4.2980	3.85	
5〃		↓		4.2708	4.39	
6〃		(6/22) 6.0	5.0 6.0	5.2038	3.70	
7〃		<6.75 7.0	5.6191	4.90		
8月	4日			5.7848	5.45	
	11〃			5.7687	5.41	
	18〃			5.7709	4.94	
	25〃			5.8260	5.62	
	9月	1日			5.8872	5.14
		8〃		7.0	6.3427	4.88
		15〃			6.6391	4.83
		22〃			6.6999	5.61
		29〃			6.6252	6.00
	10月	6日			6.6676	5.33
		13〃	minimum lending rate 7.25		6.6890	4.88
		20〃	↓		6.7315	6.35
		27〃	7.5		6.8930	4.73
		11月	3日			6.8838
	10〃				6.8638	5.94
17〃				6.8558	5.66	
24〃	↓			6.9346	6.49	
12月	1日		7.75		7.1490	6.48
	8〃	8.0		7.4742	6.34	
	15〃	↓	7.5	7.4310	5.43	
	22〃	9.0		8.4356	7.28	

資料：Financial Times 等。

替市場等の「期待」を変化させる大きな「アナウンスメント効果」を持っていた。しかも、この「アナウンスメント効果」は必ずしも当局の期待どおりに作用するとは限らず、これまでも Bank Rate の変更がむしろ望ましくない効果を生ずることもないではなかった。たとえば60年代にはポンド防衛のための Bank Rate 引上げが、事態窮迫を当局みずからが認めたものと受け取られ、いっそうのポンド売りを招くという事態を招いたことなどがその一例である。とくに本年央以降の場合は、景気回復がようやく軌道に乗り出したとはいえ、企業マインドが低迷の域を脱せず設備投資に動意がみられない段階で Bank Rate をたとえば7%に引き上げることは、たとえその引上げが市場金利の上昇を追認したものであっても、これが「危機レート」と見なされきびしい引締め政策、国内デフレの前ぶれと受け取られて、企業マインドを冷却化させるおそれがあった。かくて英蘭銀行は、金融調節の面で経済成長とインフレ抑制を両立させねばならないというジレンマに直面することとなった(注4)。

今回の Bank Rate 方式から minimum lending rate 方式への移行は、こうした金融市場の変動的な原因となった裁量的 Bank Rate のもつシグナル的効果を排除し、「マネー・マーケットの条件により弾力的に反応し、またその毎週の動きが金融政策の大きな転換を示唆(signal)しているとはみなされないような金利」(パーバー蔵相、(付)発表文参照)を導入することによって、英蘭銀行の last resort lending としての金利を常に市場金利の約0.5%高に置き、金融調節の支柱をオペレーションと罰則金利による貸出の組み合わせという正常な姿に戻すことをねらったものである。

(注4) 同行は本年8月7日、総裁名で各金融機関に書簡を送り、不動産、証券等投機資金の貸出を自粛するよう要請しているが、これは経済成長とインフレ克服の両立を図る見地から、設備投資資金等前向きな資金を確保しつつ、マネー・サプライの過度の伸びの抑制を意図したものとみられる。なお、英蘭銀行は、新金融調節方式下でもこのような質的指導(qualitative guidance)を行なう権限は留保していた。

またこれは同時に、Bank Rate のアナウンスメント効果を排除することにより、金融面からもインフレ抑制に努めつつ、同時に経済成長を過度に阻害しないことが要請されている現在の英国経済のジレンマに対処したものであったといえよう。

### 3. 本措置運営上の問題点

#### (1) 英蘭銀行の金利政策の自主性

本措置により導入された最低貸出歩合は、既述のとおりTB入札レートに連動して自動的に決められることとなっており、その限りでは英蘭銀行がみずから裁量的にこれを決めることはできない。そうした点からみて、本措置導入によって英蘭銀行の金利政策の自主性が弱まることになるかどうか、本措置運営上の最大の問題といえよう。この点については結論的にいえば、同行の金融市場誘導力ないし統制力は次にみるとおりかなり強力であり、本措置により同行の金利政策が形式上は市場金利追随型になったとはいっても、同行の金利政策が実質的にもっぱら受け身のものとなったとみるのは誤りである。

すなわち第1に、英蘭銀行はTB入札レート自体に影響を与えることができるため、最低貸出歩合は表面上TBレートに追随するかたちをとっても、実際には英蘭銀行の裁量に大きく影響される。具体的には、①タップ発行分<sup>(注5)</sup>の増減によるTB入札発行量の調整、②入札への直接参加、などを通じて直接的に市場におけるTBの需給を調節することが可能であるほか、より基本的には、③市場に対する資金供給に際し、オペレーション(市場レートによるものとこれを上回るものと二通りある)と「罰則的」金利による貸出とを使い分けて、割引商社の資金繰りならびに平均資金コストを操作することによって、割引商社のTB

応募価格に影響を与えることができる。この③のルートについては、英蘭銀行の市場介入規模から推して(1971年7月～1972年6月の市場への資金供給額<グロス>月平均536.5百万ポンド、割引商社の1971年12月末資産総額3,066百万ポンド)、かなり強力なものと考えられる。

事実、本方式導入後の最低貸出歩合の動き、ならびに英蘭銀行の市場運営状況をみると、10月13日にTB入札レートが6.6890%となり、本歩合は7.25%と定まったあと、英蘭銀行は市場金利の上昇を誘導するため、10月18、24日の両日、割引商社を本歩合によるovernight貸出に追い込む態度に出た。このため、10月27日にはTB入札レートは6.8930%に上昇、同歩合も7.5%に上昇をみた。その後TBレートは11月中旬には一時反落をみ、10日6.8638%、17日6.8558%と軟化したため、マネー・サプライ抑制を意図している英蘭銀行は、11月下旬、12月上旬と数度にわたり、市場不足資金全額をオペで供給することを避け再び割引商社を本歩合による1週間貸出に追い込んだ。このためTBレートは12月1日7.1490%、8日7.4742%と顕著な騰勢を示し、これに連動する形で本歩合も1日7.75%、8日8.0%と急速に引き上げられた。さらに12月22日には、貸出の頻用のほか前日の特別預金預入率引上げ発表(1→3%)もあってTB入札レートは8.4356%と急騰、これに伴って本歩合は9%の高水準に達した。このように発足後2か月間の経緯をみると、英蘭銀行がTB入札レートをリードする力は非常に強く、本最低貸出歩合の水準は実質的には英蘭銀行が自由に決定しているといっても過言ではない。

第2に、TB入札レート以外の短期金利についても、前述のような最近における割引市場とparallel marketとの資金交流・統合の状況から

(注5) TB発行方式には、入札(テンダー)発行と、価格を定めたあと直接政府諸機関等が引き受けるタップ発行がある。



みて、英蘭銀行はコール・レート、地方公共団体短資等の金利に対しても十分強い影響力をもっているものと考えられる。すなわち英蘭銀行の誘導によってTBレートが上昇すると、金利裁定が働いて資金がTBにシフトしようとするため、コール・レート、CDレート等他の市場金利も上昇することとなる。12月1日の割賦販売金融会社のベース・レート引上げ(7.5→8.0%)、12月11、12日の交換所加盟銀行ベース・レート引上げ(7.0→7.5%)も、短期金利の上昇により、これら金融機関がそれぞれ預金金利の引上げを通じて資金吸収力を補強する必要があったことを反映したものとみられる。

## (2) 公定歩合の「アナウンスメント効果」について

本措置はさきにもたように、裁量的な Bank Rate のもつ政策のシグナルとしての意味、それにより生ずるアナウンスメント効果を除去することによって、中央銀行の貸出歩合を常に「罰則的水準」に保ち、その金利機能を弾力的に活用することを目的としている。

もともと公定歩合操作には、市場金利体系と密接な関連を有しつつ市場金利を誘導する機動性が求められる一方、金融政策の主要な転換を示すシグナルとしての役割が求められてきた。このような公定歩合操作の役割の二面性は場合によっては相互に背反的なものとなり、これをどう解決していくかについては、英国のみならず他の国においても議論が行なわれてきた。公定歩合のシグナルとしての性格ゆえにその機動的操作が阻害され、公定歩合と市場金利との間の均衡がくずれ、オペレーション操作の有効性を減殺するといった弊害を回避するための方策として、たとえば米国では、

①公定歩合のより小幅かつひん繁な変更、②公定歩合のTBレート等市場金利との連動、③公定歩合と市場金利の連動、を基本としつつ両者の金利差を自由裁量により変化させるなどの提案が行なわれたことがある<sup>(注6)</sup>。最近でも、「米国は、1971年中に6回の公定歩合の変更を行なったが、そのうち2回のみが金融政策のシグナルとしての意味をもつべきであった。しかし実際には6回の変更全部がアナウンスメント効果をもってしまった」との反省の上に立ち、「公定歩合を原則としてたとえば代表的な短期市場金利であるフェデラル・ファンド・レートにリンクさせたうえ(“base rate”)、連邦準備制度が公定歩合操作によってとくにシグナル効果をねらいたい時にのみ、当局が裁量によって定める「政策的変動幅」(“policy spread”) (市場金利とリンクして動くベース・レート部分に上乘せ)の変更をあわせ行なう」との提案(Federal Reserve Bank of Atlanta, “Monthly Review”, June 1972)がなされている。これは公定歩合の変更の際に、当局がアナウンスメント効果を欲しているかどうかを、客観的な基準によって明らかにしようとする試みといえる。

また、フランスにおいては、昨年の金融改革以来、フランス銀行の資金供給が原則としてオペレーションにより行なわれることとなった結果、「いまや金融市場に対し支配力を持つものはフランス銀行の金融市場介入金利であり、公定歩合は金利水準の指標である」(ウォルムセル・フランス銀行総裁)とされているが、これは公定歩合操作には主としてアナウンスメント効果のみを期待し、金融市場の機動的調節はオペレーションにゆだねるとの立場を示したものとみることができよう。

(注6) 米国通貨信用委員会(The Commission on Money and Credit-CMC)の報告書(“Money and Credit”, 1961)では、公定歩合の機動性と裁量性を調和させるための方策としてこれまで多くの提案がなされてきたとして上記3提案を検討しているが、結論的には完全な自由裁量に基づく現行方式に賛成し、公定歩合操作が公開市場操作のねらいと矛盾するような逆効果をもたらさないよう、運営面においてくふうされるべきことを強調している。

今回の英国の措置は、整備された短期金融市場ならびに市場構成員としての英蘭銀行の市場金利誘導力の強さを前提とし、「アナウンスメント効果」を持たず機械的に市場金利との均衡を常に確保しようとする中央銀行貸出金利を有することこそが英蘭銀行の金融調節力を高める方策であるとの判断に立って実施されたものとみられる。事実最低貸出歩合は12月8日に8.0%にまで引き上げられたが、もしこれがBank Rateの変更であったとすれば、いわゆる「超危機レート」と解される水準(戦後1967年11月～68年1月、69年2月～12月の2回のみ)であり、きびしいデフレ政策の断行と受け取られたとみられる。しかし現実の市場の受け取り方はきわめて平静であった。さらにその後22日に至り、本歩合は9%の高水準(Bank Rateが8%をこえたのは1914年が最後)に引き上げられているが、アナウンスメント効果をもつBank Rateの場合であれば、こうした引上げは行ないえなかったものと思われる。こうした点からみて、本措置はその限りで金融政策の機動的運営に資したものと評価できよう。

もっとも、英蘭銀行は一方で、政策意図を強く打ち出し、「アナウンスメント効果」を積極的に利用する<sup>(注7)</sup>とともに、last resort lendingの罰則度を高くすることによって市場金利のより急速な誘導を図る必要が生ずることなどを想定し、TB入札レートによらずに独自にレートを設定する権限を留保している。この権限は現在までのところ未発動であるが、一部には、この「アナウンスメント効果」の示現には270年の伝統をもつBank

Rateという呼称こそが必要であるとの議論もあり、英蘭銀行が最低貸出歩合を裁量により独自に定めた場合、はたして所期どおりの「アナウンスメント効果」を生じうるかどうかは、今後の運営にまたなければならない。

### (3) カナダにおける連動公定歩合制度の経験

最後に、今回採用された最低貸出歩合方式を評価しようとする場合、想起されるのはカナダにおける先例である。すなわち、カナダでは1956年11月から1962年6月まで、今回の英国とほぼ同様のTBレートとの連動公定歩合制度(91日ものTB入札レートの0.25%高で連動)が採用された。この制度は結局廃止されたが、この際、カナダの経験を振り返り、英国との相違点をみておくこともむだではなからう。

カナダにおける本制度の導入が、公定歩合変更に伴いがちな意図しないアナウンスメント効果を排除するという意図に出たものであった点は、今次英国の措置と共通しているが、当時のカナダ銀行は、公定歩合を文字どおり市中金利の実勢に受け身的に追従させるといった基本方針を持っていた点で、英蘭銀行の市場運営態度とは異なっていたといえる。これは、当時カナダ銀行が政府の成長政策に協力を余儀なくされ、これと関連して国債価格支持操作を行っていたことにも一因があるが、より基本的には、カナダでは英国に比べ金融市場の整備が遅れており、また巨大な市場を持つ米国に隣接していることから、金利政策の自主性、市場金利の誘導力といった点で英蘭銀行ほどの力もちえていなかったことによるところが大

(注7) 「アナウンスメント効果」がいかなる形で示現するかは、心理的な要素が大きいだけにもとより政策当局にとり必ずしもあらかじめ明らかなわけではなく、とくにボンド価値への信認の点では予測しがたい面が多い。しかし国内金融市場に限ってみると、たとえばBank Rate引上げの場合、最低貸出歩合に比しそれ自体が政策姿勢の積極的表示という性格が強かっただけに、市中の金利先高に対する確信の度合いは強かったものと思われる。これに対して最低貸出歩合の引上げは、少なくとも表面的には市中の金利動向に応じ、Bank Rateに比しひん繁かつ小刻みに行なわれるので、市中金利の先高予想はそれほど確実ではなく、したがって長期金利に与える影響等も、直接的にはBank Rate引上げの場合に比し小さくなるものと考えられる。

さい。すなわち、カナダではオペレーション用のTBが不足していたため、国庫資金の民間預入・引揚げをも通じて金融市場を調節している状況であったし、また金利操作の面において、常に米国との金利差を考慮する必要があったことが金利政策の大きな制約となっていた。

この制度は1962年のカナダ・ドル危機に際して廃止されたが、これは、①内外金利差に対する配慮から、それまでのように市場に追随した水準に公定歩合を定めることが不適当となったこと、②公定歩合は政策遂行に対する当局の決意を内外に表明する重要な手段であることが再認識されたこと、③連動公定歩合のもとで公定歩合政策が著しく軽視されるようになったことに対する反省、などによるものであったとされている。

ちなみに、カナダ銀行は Royal Commission on Banking and Finance(金融制度調査会)あて提出資料(1962.5.31)において、公定歩合変動制(flexible bank rate)は、他の市場金利との適切な関係を保持しうる反面、市場の安定にはマイナスであるとその得失を評価している。他方、通常の公定歩合(fixed bank rate)のアナウンスメント効果については、その変更が当局の見方の決定的な変化という印象を与えるという配慮から、政策発動が必要以上に遅れるおそれがある反面、経済金融環境の変化に一般の注意を強くひきつけた際には、これを動かすことにより市場期待を大きく変えることができるとの指摘も行なっている。ただこの点については、いずれの公定歩合制をとる場合にも、声明文の発表により中央銀行の見方を市場に示すことは可能であると付言している。

このようにカナダの経験は、それ自体多くの示唆を含んでいるが、同国の場合は金融市場の未整備、米国との隣接等カナダ銀行の金融政策遂行上の制約が大きく、また同行としても必ずしも市場

をリードするといった運営方針をもっていなかった点、今次英国の場合と異なっており、カナダにおける経験をそのままあてはめて、今回の英国の措置を評価することには問題が多い。

## む す び

以上のように、Bank Rate方式から最低貸出歩合方式への移行により、英蘭銀行の金利操作はより円滑かつ弾力的に行ないうることとなった。本方式により英蘭銀行の最低貸出歩合は市場金利に追随する形となったが、発達した money market と同行の強い市場誘導力を背景に、同行が最低貸出歩合自体の水準に強い影響を与えうるものである以上、実質的な意味で金利政策の自主性を放棄したものは解されない。むしろ、従来の Bank Rate 方式のもとにおいて、その変更が種々の客観情勢の制約から弾力性を欠いていたことを考えれば、本措置が市場内部の金融調節を通じて金利効果を高めていくことをねらった点を卒直に評価すべきであろう。

一方、公定歩合変更に伴う「アナウンスメント効果」については、それが公定歩合操作の制約となったことや、また英国ではその効果が必ずしも望ましい方向に働かなかったことから、原則としてこれが排除されることとなったが、場合によってはこの効果を積極的に利用する道も留保されている。ただこれがどのような状況で発動されるか、その場合従来の Bank Rate とまったく同一の効果を持ちうるか、などの点は今後の運営にまたなければならない。

以上のように、今回の英蘭銀行の措置は、公定歩合政策に内在する問題を解決する一つの方向として、いわば画期的なものといえることができるが、その他諸国への波及という点については、本方式が英国の十分に発達した金融市場とそれを背景とした英蘭銀行のかなり強力な市場金利誘導力を

背景としたものだけに、英国の経験をもとに、他国がそのまま同様の方向で追随することが可能であると考えることは早計と思われる。公定歩合、公開市場操作、最低準備率等いわゆる伝統的な政策手段の組み合わせを中心に、いかにして金融政

策の効果的運営を確保していくかは、各国の市場の成熟度その他の客観条件に応じて独自に判断されていくべき問題であり、公定歩合政策のあり方の問題も、そのなかで解決されるべき問題ということができよう。

(付)

公定歩合方式変更に関する大蔵大臣声明文(全訳)

金融調節および金融機関の競争促進に関する新制度が発足したため、公定歩合の金利構造を決定する役割は低下した。とくに新制度においては、公定歩合と交換所加盟銀行の預貸金金利との連動が廃止された。

それ以来公定歩合のおもな機能は、英蘭銀行が短期金融市場に貸出を行なう際の最低金利であるにすぎなくなっている。こうした状況下では、この技術的な短期市場金利が、これまでの Bank Rate の変更におけるような硬直性をもつこと(subject to rigidities)は適当ではない。必要なのは、マネー・マーケットの条件の変化により弾力的に反応し、またその毎週の動きが金融政策の大きな転換を示唆(signal)しているとは見なされないような金利である。

以上の理由により、今後は英蘭銀行の「最後のよりどころとしての金利(last resort rate)」をマネー・マーケットの実勢金利と連動させることとなった。通常この金利は毎週金曜のTB入札平均レートの $\frac{1}{2}\%$ 高(端数を切り上げて $\frac{1}{4}\%$ 刻みとする)とし、したがってTBレートの変動とともに自動的に $\frac{1}{4}\%$ の倍数ずつ変動することとなる。この方式は本金利に現在よりかなりの弾力性を与えると同時に、TBレートに対しては常にマージンが保たれ、「罰則金利」となって、やむをえない

時以外には英蘭銀行借入れが行なわれないこととなる。

こうしたことから、通常、英蘭銀行の“last resort rate”は市場金利に追随することとなり、木曜日の正午に Bank Rate を発表する従来の慣行は廃止される。しかし、当局が諸金利をはっきりとリードしていきたいと思う場合もありうるわけであり、その際には本金利を上記方式によらず独立に定めることとする。

これらの変更は昨秋導入された新金融調節方式の理念と軌を一にするものであって、これにより当局の金融市場における操作がいつそう弾力的となり、調節方式の効率化が図られることとなる。

金利はここ数ヶ月間上昇している。これは資金需要がおう盛であったからにはほかならないが、これはもちろんマネー・サプライの過度の伸長を抑制するという目的にもかなっている。しかしこの点に関し次の点を明確にしておきたい。経済諸指標から判断すると、経済は過去10年間平均の約2倍、年率5%程度の成長をしつつあるものと思われる。これはわれわれの国民生活を向上させる唯一の道なのであり、この目的達成に必要な政策遂行を阻害するつもりはないということである(10月9日)。