

英国における最近の金融政策運営について

〔要 旨〕

1972年末以来、英国では物価抑制を目的として厳しい金融引締め政策がとられてきた。この引締めは、1971年9月にいわゆる新金融調節方式(Competition and Credit Control)が導入されて以来はじめてのものであり、その意味で同方式において期待された市場原理を通ずる信用調節のメカニズムが実地に応用される最初の機会であった。

この引締めの過程において、従来とは異なる問題が種々生じた。その第1は、英蘭銀行の最低貸出歩合が引締め中にもかかわらず、同行の意図に反して低下をみたことである。英蘭銀行はこれに対処して割引商社の資産運用規制方式を変更し、割引商社のTB入札価格に市場の繁閑をより正確に反映させることとした。この結果、TB入札レートおよびこれと連動した最低貸出歩合と他の金利とのバランスが回復され、英蘭銀行の最低貸出歩合に対する影響力も強化された。

第2に、高金利による住宅金融ひっ迫の問題も、銀行に対する競争制限が緩和されたあとだけに、従来以上に先鋭な形で現れることとなった。このため英蘭銀行は、資金吸収のうで住宅金融協会と競合関係の強い銀行の小口預金に対して9.5%の金利上限を設定し、住宅資金の確保を図っている。

しかし、今次引締め過程で最大の問題となったのは、英蘭銀行の厳しい抑制態度にもかかわらず、マネー・サプライが1973年を通じて前年比27~28%増の著伸を続けたことである。これには成長指向型の財政運営が金融引締めの効果を相殺したことも大きく作用したとみられるが、より基本的には、新金融調節方式のマネー・サプライをコントロールする力が当初期待されていたほど大きくなかったことによるものといえよう。すなわち、企業筋の資金需要は、金利の上昇にもかかわらず、景気の急拡大に伴う期待利潤率、期待インフレ率の高まりを背景に一貫して強調を持続した一方、銀行側においても貸出金利を他の金利並みに引き上げたため、企業向け与信活動抑制のインセンティブが働かなかったものである。

1973年12月に導入された特別預金制度の増加率ベースによる適用は、このような欠点を是正するため、預金の増加率が一定限度を超えた場合に、累進的に高い率で特別預金を預入することを義務づけたものである。これによって銀行の限界的な与信活動のコストはもとより、流動性吸収効果も累進的に高まることとなり、マネー・サプライ抑制効果が強まったものと思われる。ただこうした効果は、市場メカニズムによるというよりは量的規制にかなり近いものであり、この点、新金融調節方式の標ぼうした、①マネー・サプライのコントロールは金融機関全体の流動性ポジションを通じて行う、②金融機関相互の自由な競争を促進する、といったたてまえに対しては若干の修正を意味するものといえよう。

このように英蘭銀行は、今次引締めの過程で生じた諸問題にそのつど機動的に対処してきたが、その中で市場原理尊重を基本理念としつつも、マネー・サプライ抑制の喫緊性等の現実の要求との間に調和を図ってきた態度は、高く評価されてよいであろう。

〔目 次〕

はしがき

1. 1972年末以降の金融引締め政策の運営
 - (1) 金融引締めの背景と金融政策の役割
 - (2) 金融引締め政策運営上の問題点
 - イ. 最低貸出歩合の意図せざる低下
 - ロ. 住宅金融の逼迫と銀行の高収益に対する批判
 - ハ. 高金利下のマネー・サプライ著伸
2. 新金融調節方式の修正
 - (1) 従来におけるマネー・サプライのコントロ

ール

- (2) 特別預金の増加率ベースによる適用
 - (3) 銀行ベース・レートのインターバンク市場金利等への連動化
 - イ. 「メリー・ゴー・ラウンド」について
 - ロ. 英蘭銀行の市場金利誘導力
- む す び
- (付) 最低貸出歩合制度導入後の主要金融政策等措置

はしがき

英蘭銀行は1971年9月、信用配分に際しプライス・メカニズムを貫徹することにより、金融機構の効率化と金融調節の弾力化を図るため、いわゆる新金融調節方式(Competition and Credit Control)を導入した^(注1)。また1972年10月には、従来の公定歩合(Bank Rate)に代えて、TB入札レートに連動した最低貸出歩合(minimum lending rate)方式を採用したが、これは中央銀行貸出歩合と市場金利との均衡を自動的に確保すると同時に、公定歩合変更の望ましからざる「アナウンスメント効果」を排除することをねらったものであり、これによって英蘭銀行の金融調節が上記の理念に即してより機動的かつ弾力的に行いうるものと期待されていた^(注2)。

その後同行は、物価上昇の加速、マネー・サプライの高進をながめて1972年秋以降徐々に抑制的な政策態度に転じていたが、1973年に入るとあいつく特別預金の徴求、最低貸出歩合の引上げを通

じて引締め姿勢を漸次強化し、夏までには最低貸出歩合が中央銀行貸出金利としては Bank Rate 時代をも含めて既往最高水準を記録するに至った。

こうした厳しい金融引締めの実施により、新金融調節方式における信用調節(Credit Control)の面は、いわば最初の試練を受けることとなったわけであるが、この過程において同方式の内包する問題点もほかに明らかとなった。とくに金利上昇にもかかわらずマネー・サプライが急増を続けた点は金融調節上の大きな問題であった。英蘭銀行はこれに対処するため、数回にわたって新金融調節方式に変更を加えている。こうした変更措置の中には、とくに1973年末の特別預金制度の増加率ベースでの適用のように、競争を促進するという同方式のたてまえ自体の修正を意味するものもあり、こうした修正が同行の金融政策運営に対していかなるインパクトを与えるかは、今後最も注目されるところである。

以下では、まず今次金融引締め過程の中で明ら

(注1) 具体的には、①交換所加盟銀行間の預貸金金利協定、主要割引商社間のTB共同入札協定等の廃止、②銀行貸出に対する直接規制の廃止、③交換所加盟銀行のみを対象とした流動比率規制、特別預金制度の全銀行・割賦販売金融会社に対する適用(なお流動比率規制は適格流動資産の範囲を改め、最低準備比率規制に改定)、④長期国債の価格支持操作の停止、などが行われた(調査月報46年10月号「調査」参照)。

(注2) 最低貸出歩合は、毎週金曜日に行われるTB入札の平均レートに0.5%を上乗せし、端数がある場合は切り上げて0.25%刻みとして定められる。ただし英蘭銀行が必要と認めた場合は、大蔵大臣の承認を得てこの方式を一時停止し、独自に同歩合を定めることができる(調査月報47年12月号「調査」参照)。

かとなってきた新金融調節方式の問題点およびそれに対して英蘭銀行のとった措置を概観し、次にそれが英蘭銀行の金融調節力に与える影響をまとめることとする。

1. 1972年末以降の金融引締め政策の運営

(1) 金融引締めの背景と金融政策の役割

英蘭銀行は1972年夏、ポンドのフロート制移行とも関連して従来の金融緩和政策を改め、抑制ぎみの市場運営態度に転じていたが、10月9日に公定歩合方式を変更して最低貸出歩合制度を導入し、13日に同歩合を7.25%（それまでのBank Rateは6.0%）に定めて以降、はっきりと引締め姿勢を打ち出すに至った。このような引締め政策への転換は、1972年初めにやや騰勢鈍化をみた物価が再び加速の兆しをみせていたうえ、マネー・サプライも顕著な増勢を示していたことに対処したものである。ちなみに、同行は1972年9月の四季報において、「過去1年間の財政・金融政策により、景気の上昇傾向が明らかとなった以上、政策の最優先度はインフレーションの抑制に向けられるべきである」と述べていた。

その後同年末までに同行は、特別預金の再度にわたる徴求（預入率通計3%）および抑制ぎみの市場運営による最低貸出歩合の引上げ（12月22日以降9.0%）などを通じて引締めを強化し、さらに1973年に入った後も特別預金の追加徴求（7月および11月、預入率通計6%）、最低貸出歩合の引上げ（7月27日11.5%、11月13日には新方式導入以来はじめてTB入札レートと独立に13.0%に引上げ）を行って、金融引締め態度をいっそう厳しいものとした。

ただこの場合、政府の経済運営態度が全般的に抑制的になったわけではなく、ほぼ1973年中を通じて経済成長が政策の第一義的目標として維持されていたことは注目を要する。このため政府の全

体的な政策態度と、その中での金融政策の役割をみておくことが必要であろう。

まず政府の財政運営をみると、1972年度（1972年4月～1973年3月）の景気刺激型予算（歳出の前年度当初予算比+15.1%）に続き、1973年度予算も、規模（同+12.2%）、借入れ所要額（44億ポンド、前年度34億ポンド）からみて成長指向型の性格を強くもっていた。こうした財政運営態度は、「インフレーションや国際収支の悪化に対処する手段が成長を損なってはならない」（バーバー蔵相の1973年3月6日予算演説）との考え方によるものであり、このため対外均衡については為替政策（1972年6月23日以降ポンドの単独フロート）、物価安定については所得政策（1972年11月6日以降導入）および金融政策に期待することとして、財政政策は主として成長を受け持つこととされたわけである。

こうしたポリシー・ミックスは必ずしも当初の保守党政権（1970年6月成立）の経済運営理念に沿うものではなく、ポンドのフロートも、所得政策の導入も、ともに事態の進展上やむをえずに採られた措置という面をもってはいた。しかしこれによって、1973年中は国内の成長と安定および対外均衡の達成が同時に図られることとなった。なお、成長と安定はとかく相いれないものとみられがちであるが、これにつきバーバー蔵相は、「持続的な経済成長はわれわれのインフレーション抑制計画における重要な要素である」（上記演説）と述べている。これは1970～71年の英国における物価高騰がデフレ・ギャップの大きな時点で発生したことにかんがみ、経済拡大を通じる生産性向上により、賃金コスト等の吸収を容易にすることをねらったものと解される。

こうした政府の成長指向型経済運営をうけて、英蘭銀行としても、金融引締めが企業マインド冷却化を通じて必要以上のデフレ・インパクトを与

(第1表)

英国の主要経済指標

	小売物価	卸売物価	産業総合* 生産指数	失業率*	貿易収支*
	%	%	%	%	百万ポンド (月平均)
1971年平均	9.4	9.0	0.5	3.2	25
72年第2四半期	6.2	4.4	1.8	3.7	(")△ 26
72年 7月	5.8	4.2	1.2	3.6	30
8月	6.6	4.9	0.7	3.6	△ 187
9月	7.0	5.2	3.5	3.6	△ 13
10月	7.9	6.1	5.1	3.4	△ 47
11月	7.6	6.8	5.8	3.3	△ 81
12月	7.7	6.7	6.6	3.2	△ 93
73年 1月	7.7	6.5	8.0	3.1	△ 80
2月	7.9	6.7	18.5	2.9	△ 77
3月	8.2	6.7	10.1	2.8	△ 207
4月	9.2	5.2	7.9	2.7	△ 49
5月	9.5	5.8	6.8	2.6	△ 211
6月	9.3	6.4	7.2	2.6	△ 138
7月	9.4	7.1	9.5	2.5	△ 158
8月	8.9	7.3	9.5	2.5	△ 193
9月	9.3	8.1	7.4	2.4	△ 176
10月	9.9	8.9	6.3	2.3	△ 364
11月	10.3	9.0	5.1	2.2	△ 278
12月	10.6	10.2		2.1	△ 330
74年 1月				2.4	

(注) 1. *印は季節調整済み。

2. 失業率、貿易収支を除き、前年同月(期)比伸び率。

資料: Monthly Digest of Statistics 等。

えることは極力避ける方針ではあったが(注3)、
「金融政策によって経済成長と物価安定とを同時に目指すことはできない」(1972年10月19日オプ
ライエン総裁<当時>演説)との考え方から、上
述のようにインフレーション抑制を目標に厳しい
金融引締め措置が採られたものである(注4)。

(2) 金融引締め政策運営上の問題点

今次の金融引締めは、新金融調節方式実施後は
じめての引締めであり、同方式による「信用調節」

のメカニズムがはじめて実地
に応用される機会であった。
そしてこの過程では英蘭銀行
最低貸出歩合の意図せざる低
下や、市中金利上昇による住
宅金融ひっ迫等の問題が生じ
たが、英蘭銀行はそのつど機
動的に同方式の手直しを行っ
てこれに対処してきた。しか
るに、同方式のもとで重要な
金融指標とされたマネー・サ
プライについては、あいつぐ
引締め強化にもかかわらず、
1973年中いっこうにその増勢
が衰えず、同方式の信用調節
のあり方に疑問がもたれるに
至った。この点こそ、1973年
末に至って新金融調節方式に
大幅修正が加えられた根本の
原因であるが、以下ではまず
同年中に問題となった金融政
策運営上の諸問題を見ること

としよう。

1. 最低貸出歩合の意図せざる低下

最低貸出歩合は、1972年末に9.0%の水準に上
ったのち、1973年初来はほぼ一貫して低落傾向をた
どり、6月22日には7.5%にまで低下した。これ
は英蘭銀行の意図に基づくものではなく、また他
の市中金利は総じて強含みないし若干の低下にと
どまっていたため、金利体系上にアンバランスを
生じ、とくにコール・レートがしばしば最低貸出

(注3) 1972年10月の最低貸出歩合制度の導入も、当時公定歩合引上げが不可避である一方、その必要以上にデフ
レ的な「アナウンスメント効果」はできるだけ排除したいとの考えによるものであった。また英蘭銀行は
1972年8月および1973年9月、各金融機関に対する総裁名の書簡において、不動産会社向けや金融取引のた
めの貸出の自粛を要請しているが、これも設備投資のための資金を確保しつつ、不要不急貸出を抑制するこ
とにより、マネー・サプライの伸びを抑える意図によるものであった。

(注4) もっとも、英蘭銀行も金融引締めのみでインフレーションを抑制できるとは考えておらず、同行のボロム
副総裁は1973年4月11日の演説において、インフレーション抑制、マネー・サプライ増加の抑制のためには
所得政策も必要である旨を述べた。

歩合を上回って、同歩合の「罰則金利」としての機能が損なわれ、金融調節の円滑な運営を妨げた点は大きな問題であった。もともと最低貸出歩合は、原則として表面上はTB入札レートに追随して定まる形をとるが、英国の発達した短期金融市場とその構成員としての英蘭銀行の比重の大きさからみて、同行がTB入札レート自体をリードする力はかなり強く(注5)、このため同歩合は事実上英蘭銀行が決定しうるものとみなされていた。それにもかかわらず同歩合の意図せざる低下を招いた原因はなんであったであろうか。その基本的原因は、長期国債の発行等によるTB発行量の減少と割引商社に対する公共部門債保有比率規制(注6)の存在である。すなわち、1973年3月の長期国債大量発行(約19億ポンド)に伴い、TB発行量は4月以降週60百万ポンド程度(従来150百万ポンド程度)に減少していた一方、割引商社は上記規制のためTBを積極的に購入せざるをえず、いきおい割引商社間の競争から入札価格上昇、レート低下の圧力が加わっていた。同年4月以降のTB入札レートの低下は、こうした圧力が英蘭銀行のオペレーション等によっても吸収しきれなかったことによるものである。

このため同行は同年7月19日、上記の公共部門債保有比率規制を廃止、これに代えて「民間部門債保有額を資本金および準備金の合計額の20倍以内に制限する(注7)」という、より弾力的な規制に改めた。この結果割引商社は、他の金融資産の利回りを勘案して収益上うま味のある場合にのみT

Bを購入すればよくなり、割引商社のTB応募価格に短期金融市場の繁閑がより正確に反映されることとなった。こうしてTBレートと他の短期金利との間に市場メカニズムによる均衡が生まれ、最低貸出歩合の「罰則金利」としての-marginも確保されるに至った。事実、本措置発表後のTB入札レートおよび最低貸出歩合の推移をみると、TB入札レートは2週間に3.9%の急騰を示し(7月13日6.9462%→20日8.3772%→27日10.8915%)、これに伴って最低貸出歩合も20日9.0%、27日11.5%へと引き上げられ、英蘭銀行の貸出金利としてはBank Rate時代をも含めて史上最高の水準となった。この間、特別預金の追加徴求(3→4%)も発表されるなど、引締め政策の強化も行われたが、こうした最低貸出歩合の上昇が上記措置によって可能となったことは否定できない。

ロ. 住宅金融のひっ迫と銀行の高収益に対する批判

1973年夏の金融引締め強化により、ロンドン手形交換所加盟銀行のベース・レートは8月22日以降11.0%に引き上げられ、この結果一流民間企業向け当座貸越金利は12.0%、7日もの通知預金金利は9.5%といずれも既往最高水準に達したが、これに伴い住宅金融のひっ迫と銀行の収益著増が政治問題化するに至った。

すなわち、まず住宅金融については、政府は個人の持ち家拡充を政策目標にかかげて、1973年4月には“Widening the Choice : the Next Step in Housing”と題する住宅白書を発表したが、このためには住宅金融のための専門金融機関である

(注5) 英蘭銀行は、TB入札に際し、①トップ発行分(価格を定めたあと政府諸機関が直接引き受ける)の増減、②入札への直接参加、によってTBの市中消化量に影響を与えることができるほか、より基本的には、③オペレーションと「罰則金利」による貸出を使い分けて、割引商社の資金繰りおよび資金コストを操作し、割引商社のTB応募価格に影響を与えることができる。

(注6) 割引商社に対し、資金の50%以上を特定の公共債(英国・北アイルランド大蔵省証券、納税準備証書、地方公共団体中・短期証券、満期まで5年以下の国債、政保債および地方公共団体債券)に運用することを義務づけた規制で、1971年9月の新金融調節方式移行に際し導入。

(注7) 正確には「特定資産(英蘭銀行預け金、英国・北アイルランド大蔵省証券、満期まで5年以内の国債、政府保証国営企業債および地方公共団体長期債、地方公共団体およびその他公共機関の英蘭銀行再割引適格証券、地方公共団体譲渡可能債券、国営企業の政府保証銀行手形)」以外の資産保有額を、資本金と準備金の合計額の20倍以内に抑える規制。

住宅金融協会(building societies)^(注8)を通じる低利豊富な住宅資金供給の確保が大きな課題であった。しかるに新金融調節方式の下で、銀行の預貸金金利と公定歩合のリンクがはずされて銀行の個人預金獲得のための競争力が強まったため、住宅金融協会としても、銀行の預金金利のひん繁な引上げに対処して積極的に出資金(実質的には預金)金利を引き上げて資金量を確保する必要に迫られた^(注9)。そしてこうした出資金金利引上げは必然的に抵当貸付金利の引上げを余儀なくさせ、1973年4月には同金利が9.5%と既往最高水準に達した。その後出資金金利がさらに上昇の気配を示したため、政府はこれが抵当貸付金利に波及して住宅金融を圧迫するのを防ぐために、抵当貸付金利を9.5%の水準に据え置く協会に対して、金利が10.0%と仮定した場合の利子収入との差額を利子補給金(bridging grant)として3か月間給付する措置をとった。

この問題は7月末以降とくに先鋭な形で現れた。すなわち、上昇を続けていた銀行の通知預金金利が9.5%と、住宅金融協会出資金金利6.75%(税込みベースで換算すると9.64%に相当)と十分競争的な金利になったため、住宅金融協会に対するネット資金流入額が8月中80百万ポンド弱と極端に減少(4~7月、月平均270百万ポンド)、放置すれば出資金金利、抵当貸付金利とも引上げが不可避の状態となり、住宅金融コストの上昇ないしはアベイラビリティの低下等円滑な資金供給が阻害されることが懸念されるに至った。こうした

情勢の下、英蘭銀行は9月11日、住宅金融金利の上昇を防止しつつ住宅金融協会への資金流入を確保するため、住宅金融協会出資金と直接的な競合関係にある銀行の小口(1万ポンド未満)預金につき9.5%の金利上限を設定する旨発表した^(注10)。本措置にもかかわらず、住宅金融協会の抵当貸付金利は9月14日に至り結局1%の引上げ(10→11%、10月1日実施、なお出資金金利は6.75→7.5%)決定をみたが、放置すれば2%の引上げが必要との見方もあったこと、また10月以降の同協会への資金流入が再び増加(10月+142百万ポンド)に転じていることからすると、本措置は一応の成果を挙げたともいえよう。

高金利の第2の問題点は銀行収益の著増である。すなわち貸出金利と預金金利が同一幅だけ上昇すれば、預金中には無利息の当座性預金も多いだけに銀行収益の増大をもたらすが、1973年上期にはこうした事情から主要銀行の収益が軒並み前期比70%増を超え、所得政策実施中のおりでもあり、少なからぬ批判を招いた(金利は所得政策の規制対象外)。

英蘭銀行としても、1973年4月の所得政策「第2段階」移行に際して、各銀行との間の紳士協定により、「銀行の net profit margin(受取り利息から支払い利息および経費を控除し、期中平均資産額で除す)が最近5事業年度中最高の2年度の平均を上回った場合には、特別預金に対する利息(TBレート並みとされている)の減額を行う」こととしていたが、11月の「第3段階」移行の際、こ

(注8) 英国の住宅資金供給においては、住宅金融協会のシェアが圧倒的に高く(1972年中住宅関係貸付増加総額の82.7%)、銀行(同12.9%)がこれに次いでいる。

(注9) これは出資金金利の変更回数に端的に表れている。すなわち1968~71年の4年間における変更回数が合計3回であるのに対し、1972年には3回、1973年には4回の変更が行われた。

(注10) 本規制実施の権限は、「競争と信用調節」(英蘭銀行が新金融調節方式の提案を行った文書、1971年5月14日発表)の第15節に、「上記提案により銀行の行動の自由が拡大される結果、現在公債あるいは住宅金融に投資されている個人貯蓄をめぐってその獲得競争が激化するかもしれない。……たとえば貯蓄性預金に関する条件に制限を設けることが必要と認められるかもしれない。」と明記されている。もっともこうした規制は、プライス・メカニズムに対する介入であり、その意味で同方式におけるエスケープ・クロウズの発動といった性格も濃い。

それを「当座預金業務に関連した対象債務にかかる特別預金に対しては付利を全面的に停止する」ことに改めた。その後1973年末の特別預金預入率が5%に達し(11月に6%に引き上げられた後、12月に至り未徴求分1%を免除)、またTBレートが1974

年1月には12%台にも及んでいる点に徴すると、本措置は銀行の平均資金コストを著しく高めているものとみられる。また本措置の結果、特別預金の徴求がコストを通じて信用抑制効果をもたらすようになったことは特筆される(後記2.(1)参照)。

ハ. 高金利下のマネー・サプライ著伸

ところでオブライエン前英蘭銀行総裁は、新金融調節方式導入に際し、爾後はマネー・サプライ等量的金融諸指標(monetary aggregates)をより注視して金融政策を運営する旨述べていた(1971年5月28日)。またとくに今次引締め政策への転換直後にも、インフレーション対策としてマネー・サプライの抑制が重要な点を指摘し、それには歴史的な高金利もやむをえないとまでいいきっていた(1973年1月22日)。事実すでにみたように、その後の引締め強化によって1973年夏までには

金利は長・短とも軒並み既往最高水準を更新し、その後も一段と上昇している。

しかしながら肝心のマネー・サプライ(M_3)^(注11)はいっこうに増勢鈍化の気配を示さず、

(第2表)

英国の主要金融指標

(単位:%)

	最低貸出歩合	T B 入札レート	(注1) コールレート	(注2) 民間一流企業向け当座貸越金利(A)	CD市場利回り(B)	(注3) (A)-(B)	(注4) マネー・サプライ(M_3)	(参考) ポンド対米ドル相場(スミソニート比)	
1972.10.27	7.5	6.8930	7.0	8.0	7.94	0.06	17.7	△ 10.08	
	11.24	6.9346	7.25	8.0	8.19	△ 0.19	21.1	△ 9.81	
	12.29	8.3038	7.5	8.5	9.0	△ 0.5	23.9	△ 9.91	
1973. 1.26	8.75	8.1258	9.0	9.5	9.81	△ 0.31	29.6	△ 9.38	
	2.23	8.0600	8.75	10.5	10.19	0.31	38.1	△ 5.02	
	3.30	7.9350	9.0	10.5	9.81	0.69	32.6	△ 4.92	
	4.27	7.6695	8.25	10.0	9.31	0.69	23.9	△ 4.79	
	5.25	7.75	7.1959	8.5	9.19	0.31	12.1	△ 2.48	
	6.29	7.5	6.9586	7.75	9.0	8.31	0.69	14.8	△ 0.91
	7.27	11.5	10.8915	7.75	9.0	11.63	△ 2.63	30.1	△ 3.81
	8.31		10.9744	11.5	12.0	14.5	△ 2.5	41.7	△ 5.65
	9.28		10.9384	11.0	12.0	13.34	△ 1.34	41.7	△ 7.38
	10.26	11.25	10.6696	11.5	12.0	12.97	△ 0.97	29.1	△ 6.50
	11. 2		10.6017	10.75	12.0	12.50	△ 0.50		△ 6.58
	9	(13日)	10.7124	8.0	12.0	12.25	△ 0.25		△ 7.86
	16	13.0	12.4126	11.0	14.0	14.81	△ 0.81	24.8	△ 8.41
	23		12.4777	11.5	14.0	15.44	△ 1.44		△ 9.99
	30		12.4526	11.5	14.0	15.66	△ 1.66		△ 10.04
	12. 7		12.4876	10.75	14.0	15.75	△ 1.75		△ 10.72
	14		12.4643	12.0	14.0	16.00	△ 2.00		△ 11.41
	21		12.4832	11.5	14.0	16.00	△ 2.00	25.8	△ 11.43
	28		12.4203	13.0	14.0	16.13	△ 2.13		△ 11.02
1974. 1. 4	12.75	12.2034	11.0	14.0	15.53	△ 1.53		△ 12.61	
	11	12.0909	11.5	14.0	15.19	△ 1.19		△ 13.71	
	18	12.0469	12.0	14.0	15.88	△ 1.88		△ 16.12	
	25	12.0270	12.5	14.0	16.13	△ 2.13		△ 15.45	
	2. 1	12.5	11.9850	11.75	14.0	15.81	△ 1.81		△ 12.84
	8		11.9649	12.0	14.0	16.00	△ 2.00		△ 14.20
	15		11.9110	12.25	14.0	15.38	△ 1.38		△ 12.65

(注1) レンジの高値。

(注2) 2本建て以上の場合が高いほう。

(注3) △の時に「メリー・ゴー・ラウンド」が生じうる。

(注4) 季節調整済み月央計数3ヵ月前残高比増加率(年率)。

資料: Bank of England Quarterly Bulletin, Financial Times 等。

(注11) M_1 =現金通貨+民間居住者ポンド建要求払預金-未達勘定の60% M_3 = M_1 +民間居住者ポンド建貯蓄性預金+同他通貨建要求払・貯蓄性預金+同割引商社預金+公共部門銀行預金

後述の「メリー・ゴー・ラウンド」の関係で若干のふれはあるものの、1973年中を通じてほぼ前年比27～28%の超高水準で推移した。この間 M_1 (注11) は徐々に増勢を弱め、1973年12月には前年比+3.8%の水準にまで低下(1972年末の前年比+14.6%)をみたが、これは預金金利高騰の下で当座預金から通知預金への資金シフトが起こったことによる面が大きく、必ずしも実勢を表してはいないものとみられる(注12)。

このように英蘭銀行がマネー・サプライの抑制を政策目標として掲げ、また事実数次にわたる特別預金徴求や最低貸出歩合引上げなど厳しい引締め姿勢を堅持したにもかかわらずマネー・サプライが著伸したことは、今次金融引締めにおける最大の特徴であり問題点でもあった。そしてこれには、この間財政政策が成長指向的に運営されたことや、その結果景気が急速な拡大をみたことも大きく作用してはいるが、新金融調節方式のプライス・メカニズムを通じるマネー・サプライ調節方式が意図どおりに働かなかったことによる面も少なくないと思われる。この点、新金融調節方式は競争促進の面では成功したものの、信用調節の面では失敗したとの評価はいちがいに否定できないところである。

2. 新金融調節方式の修正

1973年中は上記のような厳しい金融引締め策に加え、包括的な所得政策が実施されたが、この間物価はかえって騰勢を強めることとなった(1973年12月、小売物価前年同月比+10.6%、卸売物価同+10.2%、同年第1四半期、小売物価前年同期比+7.9%、卸売物価同+6.6%)。

もっとも物価上昇の要因はこの間に大きく変化し、賃金コスト上昇による要因が後退する一方、輸入物価の上昇による要因が急速に強まってきた。すなわち賃金コストについては、所得政策による賃金抑制と景気急拡大を背景とした生産性の向上から伸び率が大幅に鈍化した(製造業賃金コスト、1973年8月前年同月比+3.9%、1972年第3四半期前年同期比+9.7%)。一方、輸入品価格は国際商品市況の高騰とポンドのフロート・ダウンを主因に著騰を示し(1973年9月輸入単価指数前年同月比+37%)、国内物価上昇に大きく寄与した(ちなみに英国の輸入依存度が約2割であるので約7%の物価上昇要因となったことになる)。この間、成長指向型財政は貿易収支の不均衡拡大によってポンドのフロート・ダウン、輸入価格上昇を拍車したものとみられるが、これに対し金融引締めは金利要因を通じてポンド相場を下支えする役割を果たした。しかし、すでにみたマネー・サプライの急増が総需要の抑制を困難にし、ひいてはインフレーションを助長したことは否めず、これが金融引締め下であっただけに、金融政策に対しても風当りを強めることとなった。

1973年12月17日に至って、英蘭銀行は特別預金の増加率ベースでの適用等の措置を発表したが、その背景に以上のような事情があったことは、「これら措置は引締めを直接強化するものではなく」、「マネー・サプライ、銀行貸出に対するコントロール力を増すため新金融調節方式を補完するもの」との対外説明があったことからもうかがい知ることができる。またこれと同時に政府は、炭鉱争議に伴う生産低下に対処するため、財政支出削減、消費者信用規制復活(注13)等の総需要抑制策

(注12) なお、英蘭銀行は量的金融諸指標のうち M_3 など一つだけを注視しているわけではなく、 M_1 、 M_3 、銀行貸出等「通貨関係指標のすべてに注目する」(1973年10月18日リチャードソン総裁演説)との態度をとっているが、そうした総合判断によっても通貨量の増勢が過度であったことを認めている。

(注13) 消費者信用規制は通産省の所管。1971年7月以降はいつかの規制が停止されていたが、これは金融緩和の方針を映ずるとともに、9月以降の新金融調節方式への移行をも念頭においての措置とみられる。

を発表しており、英蘭銀行の上記の措置も、マネー・サプライ抑制の必要性が従前にも増して高まった時点を選んでとられたものといえよう。

以下では、これら措置が長期的にみた英蘭銀行の市場調節力に対し、いかなるインパクトを与えるかをみることにするが、まず従来の方式において、なぜ引締め政策実施下でマネー・サプライが持続したのかを明らかにしよう。

(1) 従来におけるマネー・サプライのコントロール

上述のように新金融調節方式においては、従来以上にマネー・サプライ等の量的金融諸指標を注視して金融政策を運営することとされた。その場合、マネー・サプライに対するコントロールは、オペレーションと「罰則金利」による貸出の組合せならびに時宜に応じた特別預金の徴求により、①市中金利を変動させ、民間部門のポートフォリオ調整を促す効果と、②流動性を吸収してその通貨乗数効果によって信用を抑制する効果、の両面を通じて行われるものと考えられていたようである。

すなわちそのメカニズムをみると、英蘭銀行がオペレーションと貸出の組合せにより割引商社の資金繰り繁忙化、短期金利上昇をもたらすと、銀行(割引商社に対し常にローン・ポジションにある)としては企業向け融資よりもTB購入、コール放出を行ったほうが収益上有利となり、その結果企業向け与信行動が抑制されることとなる(注14)。また企業等非銀行部門でも、現・預金保有、実物資産に対する投資(マネー・サプライ抑制につながらない)よりもTB、期近物国債の保有を増加

させることとなり、こうした動きがマネー・サプライの抑制につながる事となる。さらに流動性の面でも、特別預金の徴求等により銀行部門の流動性を吸収し、その通貨乗数効果を通ずるマネー・サプライ抑制の効果が期待されていた(注15)。

しかし1973年中には、短期金利の高騰にもかかわらずこうしたメカニズムによる信用収縮は生じなかった。これは、この間の景気急拡大とインフレーション高進の下で、期待利潤率の大幅上昇と実質金利の低下が生じたことによるものと思われる。すなわち、企業の実物投資のための資金需要は強調を継続し、他方銀行側でも貸出金利を他の短期金利並みに引き上げえたことに加え、量的規制が廃止され各行間の競争が激化したこともあって、与信活動抑制のインセンティブは働かなかった。もっとも、この場合でも特別預金徴求等の直接的な流動性吸収効果は働くはずであるが、この効果も前述のような成長指向型の大幅赤字財政により相殺されたものとみられる。この点については財政政策が金融政策の運営を妨げたわけで、ポリシー・ミックスにおける政策相互間の調整が必ずしも的確に行われなかったことの一例といえよう。

ところで、特別預金徴求の際に通常期待されるコスト効果については、少なくとも当初は、あまり期待されていなかったものと思われる。前述のように1973年10月までは特別預金の全部に対してTB入札レート並みの金利が付されており、このため銀行がTBを売却して特別預金の預入を行っても、その資金コストは上昇しないこととなっていたからである(注16)。これに対して、特別預金の

(注14) TB購入、コール放出による手元現金の減少もこうした与信活動の抑制効果をもたらすが、手元現金は最低準備比率規制上の適格資産ではないため、この場合の抑制効果は同規制上の適格流動資産の減少に基づくものではない(TB保有残高、コール・ローン残高はともに同規制上の適格資産)。

(注15) ただこの場合、かりに銀行が手元現金を取り崩して特別預金の預入を行った場合は、最低準備比率規制上のポジションは悪化しない。TB売却、コール回収等を行った場合にのみポジション悪化をみる。

(注16) もちろん個々の銀行についてみれば、特別預金預入のために割高なインターバンク資金の借入れを行う必要が生じる場合もあり、平均資金コスト上昇、ベース・レート引上げ圧力が加わることはありうる。

うち当座預金にかかる部分についての付利が停止された同年11月以降は、特別預金預入は銀行の平均資金コスト、ひいては貸出金利の上昇をもたらした、貸出抑制圧力として働くべき筋合いにあった。しかし、実際にはこうした貸出金利上昇は期待利潤率ないし期待インフレ率の高い局面では、さして貸出抑制効果をもたなかったし、またとくに与信側の銀行にとっては、特別預金の預入を行った後は、将来の追加徴求が予想されないかぎり、預貸金の伸長につれてこうした平均資金コスト上昇圧力が軽減されるため^(注17)、やや長い目でみると限界的な与信活動の抑制にはかえって逆効果ともなりかねなかった。

(2) 特別預金の増加率ベースによる適用

以上の欠点の是正を図ったのが、今回の特別預金制度の増加率ベースによる適用である。この改正により銀行は、付利の必要な債務の一定率以上の増加額につき、累進的に高くなる預入率で無利息の特別預金を預入することが義務づけられた^(注18)。

本改正のねらいは、預金増加率が一定限度を超えた場合、限界的な与信活動のコストおよび流動性吸収効果を累進的に高め、それによってマネー・サプライに対するコントロール力を増すこと

にある。すなわち、本特別預金は、利付債務に対して徴求される一方、特別預金預入額に対しては付利されないため収益上マイナスとなるうえ、基準増加率(現在半年間8%)を超えた度合いに応じて預入率も高まるため、限界的な与信活動のコストは累進的に高まる。この場合業容拡大のとくに著しい銀行の平均資金コストは大きく上昇するが、他の銀行の平均資金コストはそれほど上昇しないので、これを貸出金利に転嫁することはむずかしく、与信活動を抑制せざるをえない。また増加額算定の期間が半年とされているため、この間における貸出伸長の著しい銀行ほど対象債務の増加も大幅となる。この結果、こうした貸出抑制効果が持続的に期待しうることとなる。

さらにマクロ的にみても、預金の伸びが上記限度を超えた場合には、累進的に大きな流動性が吸収されることとなり、マネー・サプライ抑制効果も大きくなろう。そして本措置と同時に、財政面からも支出削減措置がとられていることを勘案すると、今後はコスト、流動性両面からマネー・サプライ抑制効果が顕現化することが期待される。

本措置は、あくまで貸出の直接的な量的規制を避けたものではあるが、おおざっぱにみて基準増加率を超える限界的な貸出の費用が急速に高くな

(注17) 特別預金の1973年7月までの徴求方法をみると、特定期日における対象債務の一定割合を預入するという形をとっており、このためその後対象債務が増加すると、増加後の対象債務に対する預入比率は漸減することとなる。なお、同年11月の徴求に際しては、対象債務の2%のみ規定されて、いつ現在かの言及がないが、4回に分けて $\frac{1}{2}$ %ずつ預入することとされている点からすると、従来どおり特定日における債務が基準となっているものと思われる(対象債務が増加しているとき各預入日現在の残高の $\frac{1}{2}$ %ずつを4回に分けて預入すれば、当初債務の2%を超えることとなる)。

(注18) 措置の詳細は以下のとおり。

全銀行(北アイルランド系を除く)および割賦販売金融会社(預金業務を行うもの)に対し、特別預金制度対象債務のうち利付債務(interest bearing resources)の一定以上の増加額につき、以下により無利息の特別預金預入を義務づける。

- (1) 増加額算定の基準残高は、1973年10月、11月、12月央の銀行計数報告日(make up days)現在残高の平均額。
- (2) 1974年4月、5月、6月のmake up daysの平均残高が上記(1)を8%(基準増加率)以上上回った場合に預入義務が生じる。預入率は、対象債務増加率が基準増加率を上回った程度に応じて累進的に高めることとし、基準増加率を上回った部分が1%未満の部分につきその5%、1~3%の部分につきその25%、3%以上の部分につきその50%とする。
- (3) 上記の基準増加率は最初の半年間に適用することとし、その後については再検討の後1974年4月末までに発表することとする。

なお、これに伴い1973年11月に発表された特別預金の追加徴求(4→6%)の未徴求分(1973年12月27日および1974年1月2日に予定されていた各0.5%)は徴求を免除した。

ることからすると、各銀行とも基準増加率を大きく上回ることはできないため、各行間の競争もこの範囲内に制限されることとなろう。本措置がこのような量的規制に近い性格を持つため、新金融調節方式において標ぼうしてきた、①マネー・サプライのコントロールは金融機関全体の流動性ポジションを通じて行う、②金融機関相互の自由な競争を促進する、というたてまえは若干修正を受けたといえる。

(3) 銀行ベース・レートのインターバンク市場金利等への連動化

イ. 「メリー・ゴー・ラウンド」について

上記特別預金制度の新方式発表と同時に、英蘭銀行は、同行とロンドンおよびスコットランド手形交換所加盟銀行との間の協議に基づき、交換所加盟銀行がベース・レート(貸出および預金の基準金利)をインターバンク市場金利、CD市場利回り等に迅速に連動させることを決定し、同行がこれを承認した旨発表した。

従来ベース・レートは、TBレート、コール・レート等の割引市場金利との関係がより密接であり(機械的な連動関係はなし)、これがインターバンク・レート、CDレート等いわゆる parallel market 金利から往々にして乖離するため、以下にみる「メリー・ゴー・ラウンド」を生じて、マネー・サプライの不規則な動きや金融市場を当局の意図以上にひっ迫させるなどの問題を招来していたものである。

「メリー・ゴー・ラウンド」とは、企業が当座貸越によって得た資金をCD等の parallel market 資産に運用する金利裁定取引のことであり、この資金が結局は銀行部門に還流することとなるため「メリー・ゴー・ラウンド」と呼ばれている。このような取引が起こる基本的背景は、短期金融市

場として、①TB、コール等の取引される伝統的な割引市場と、②CD、インターバンク資金などの取引されるいわゆる parallel market とが併存し、両者が完全に統合されていないために両市場の金利にアンバランスが生じることにある。この場合、銀行の貸出優遇金利(ベース・レート + 1.0%)適用先企業は、これを利用して利ざやをかせぐことが可能となり、他方銀行にとってはこれは減益要因であるが、英国では銀行貸出が当座貸越枠設定の形をとるため、貸出金利引上げ以外には未使用枠保持企業によるこうした取引を規制することはむずかしい。

この「メリー・ゴー・ラウンド」が発生すると、銀行部門は預貸金とも伸長するため、マネー・サプライの増加をもたらす。もちろんこうしたマネー・サプライの増加は、当座貸越未使用枠の減少と見合うものであるから、必ずしも経済全体の流動性を実質的に高めるものではない。しかし、これが短期的には優に年率10%を超える不規則なマネー・サプライのふれをもたらし、金融指標としてのマネー・サプライの有用性を著しく損ねていたことは否めない(たとえばM₃は、1973年2月には「メリー・ゴー・ラウンド」により3か月前残高比増加率(年率)が38.1%に達したが、5月にはその unwinding から同12.1%に低下、8月には再び同41.7%に上昇)。

また銀行部門では預貸金とも増加するため、準備ポジションが悪化するが、これを是正するためインターバンク資金取入れ等を行うと parallel market 金利をさらに押し上げ、「メリー・ゴー・ラウンド」をいっそう助長するという悪循環を生じ、金融市場に対し当局の意図する以上の圧迫を加えることになっていた(注19)。

今回の措置は、銀行のベース・レートをインタ

(注19) 英蘭銀行のリチャードソン総裁は、1973年9月11日の金融機関あて書簡の中で、「メリー・ゴー・ラウンド」は「短期金融市場に不必要な圧迫を加える有害な動きである」として、こうした取引につながる貸出の自粛を要請した。

ーバンク・レート、CD市場利回り等 parallel market 金利の変動に応じてひん繁に動かすこととしたものであり、これにより従来「メリー・ゴー・ラウンド」の原因をなしていた、企業の借入れ金利と parallel market 金利の逆ざやの発生は防げるものと思われる。このため「メリー・ゴー・ラウンド」取引が金融市場を当局の意図以上にひっ迫させるといった事態は解消するものとみられ、金利全般に対する上昇圧力は軽減されよう(注20)。またマネー・サプライについても、「メリー・ゴー・ラウンド」取引による増加とその unwinding による減少といった不規則な動きがなくなり、金融指標としての有用性を高めることになる。

ロ. 英蘭銀行の市場金利誘導力

本措置の問題点は、これが英蘭銀行の市場金利誘導力にいかなるインパクトをもつかである。すなわち英蘭銀行は、割引市場に対しては lender of last resort であるばかりでなく、毎日のオペレーションを通じてその繁閑、したがって金利水準に大きな影響を与えており、こうした割引市場金利とベース・レートが従来密接な関係(交換所加盟銀行はコールの出し手、TBの保有者として割引市場の主要な構成員)をもって変動していたため、結果的には英蘭銀行はベース・レートに対してかなり大きな影響力をもっていた。ところが同行は parallel market においては lender of last resort でないばかりでなく、同市場の証券を用いたオペレーションは通常ほとんど行っていない(まれに地方公共団体短期債を対象にしたオペレーションがあるのみ)。もちろん新金融調節方式移行後は、両市場の資金交流が以前より進み、金利裁定を通じて parallel market 金利と割引市場金利との間の相互関連も強まっているうえ、英蘭銀

行の特別預金徴求が銀行のインターバンク借入れ等を促進することを通じて、インターバンク金利等に影響を及ぼし得る。しかしこの場合でも、英蘭銀行の parallel market への影響力はあくまで間接的なものにとどまる。したがって銀行のベース・レートが同市場レートに連動した場合には、重要な金利である銀行貸出金利に対する英蘭銀行の影響力が低下する懸念もある。

ただ、今回のベース・レート設定方法の変更は、「メリー・ゴー・ラウンド」の発生を防止することにより、ベース・レートの水準が英蘭銀行の意図を越えて不規則に動くのを解消する効果はもつのではないかと思われる。したがって同行の市場金利誘導力については、今後割引市場と parallel market の統合がどの程度進むかが重要なポイントであり、今回の措置がこの統合を直接進めるものではないだけに、今後の推移を注視する必要がある。

む す び

以上のように今次引締めを経験は、英国にとって多くの教訓を含むものであり、その中で新金融調節方式は幾つかの修正を受け、同方式のたてまえも若干後退を余儀なくされた。もっとも、こうした修正が加えられたとはいっても、英国の金融調節が基本的には依然としてプライス・メカニズムを重視していることに変わりはない。いいかえれば、1971年の改革自体が、ややプライス・メカニズム重視の理念を極端に推し進めた面もっていたことから、これをマネー・サプライ抑制の喫緊性という現実の要請にこたえて修正したということにほかならない。いずれにせよ、古い伝統を持つ英蘭銀行が、引締め過程で生じた諸問題に機

(注20) これに加えて、2.(2)でみた特別預金制度強化の対象となる債務が、インターバンク資金、CDについては債務超額(債権超の場合は控除項目)とされているため、銀行によるインターバンク資金の返済、CDの保有増を促し、この面からも parallel market 金利の低下要因が働き、同金利が割引市場金利とアンバランスに上昇するのを抑えることとなる点も無視しえない。

動的に対処しながら、信用調節のあり方を模索している姿勢は高く評価しうるものと思われる。

(付) 最低貸出歩合制度導入後の主要金融政策等措置

金 融 政 策	財 政 ・ 所 得 ・ 為 替 政 策	そ の 他 記 事
1972.10. 9 Bank Rate 廃止、最低貸出歩合導入 13 最低貸出歩合 7.25%に定まる 27 // 7.25→7.5%		
11. 9 特別預金徴求(0→1%、預入日11.30、 12.14) 16 銀行合併自由化措置発表 12. 1 最低貸出歩合7.5→7.75% 8 // 7.75→8.0% 21 特別預金預入率引上げ(1→3%、預 入日73.1.3、1.7) 22 最低貸出歩合8.0→9.0%	11. 6 賃金、価格、家賃、配当凍結(所得政策 「第1段階」発足)	
1973. 1.19 // 9.0→8.75%	3. 6 1973年度予算案発表(歳出前年度当初予 算比+12.2%、借入れ所要額44億ポンド) ① convertible bonds 発行、②National Savings 条件改訂、③tax deposit scheme 創設、④ CD 譲渡益に対する新規課税、 など財政面からの流動性吸収措置発表 公共機関の中長期対外借入れに対する先 物為替カバー供与措置をドル建分につき 復活	1. 1 英国 EC 加盟
3.23 // 8.75→8.5%		3.19 EC 共同フロート発 足(英国不参加)
4.13 // 8.5→8.0% 19 // 8.0→8.25%	4. 1 所得政策「第2段階」に移行(物価につい ては4.29以降) 付加価値税導入	4. 9 政府住宅問題白書を 発表 住宅金融協会に対 し、利子収入差額補 給金を給付(本文参 照)
5.11 // 8.25→8.0% 18 // 8.0→7.75%	5.21 財政支出削減措置 73年度△1億ポンド 74 // △5 //	
6.22 // 7.75→7.5% 7.19 特別預金預入率引上げ(3→4%、預入 日 8.6、8.15) 割引商社に対する資産運用規制方式 の変更 20 最低貸出歩合7.5→9.0% 27 // 9.0→11.5%		
9.11 小口預金金利の上限を 9.5%と設定 個人向け(住宅取得資金を除く)、不 動産開発向けおよび金融取引のため の貸出の自粛を要請		9. 6 ボンド価値保証協定 を6か月間延長
10.19 最低貸出歩合11.5→11.25%	10.19 外貨借入れ促進措置 ①3.6の措置をドル建以外分にも適用、 ②居住者による外貨借入れの制限緩和	
11.13 最低貸出歩合を裁量的に引上げ (11.25→13.0%) 特別預金預入率引上げ(4→6%、預 入日11.28、12.12、27、74.1.2)	11. 1 所得政策「第3段階」に移行(ただし賃 金については11.7以降)	11.13 政府、国家緊急事態 を宣言(炭鉱夫労組 の時間外拒否闘争に 対処)
12.17 特別預金制度の増加率ベースによる 適用 前回(11.13)発表分のうち未徴求の 1%は徴求を免除 銀行ベース・レートのインターバン ク金利への連動 消費者信用規制復活 銀行貸出に対し、前回(9.11)と同様 の質的指導	12.17 公共支出削減(74年度分を中心に△12億ポ ンド) 高額所得者に対する付加税率の引上げ 不動産投機益に対し資本利得税の賦課	12.13 工場等の週3日操業 制を含む厳しい節電 措置実施
1974. 1. 4 最低貸出歩合13.0→12.75% 30 特別預金預入率引下げ(5→4.5%、 還付日2.4)		
2. 1 最低貸出歩合12.75→12.5%		2. 5 炭鉱夫労組、全面ス ト突入を決定 7 政府、議会を解散、 総選挙実施を決定