



<論説>最近におけるイギリス金融政策の変遷：
「競争と信用統制」をめぐって

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2009-08-25 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 唄野, 隆 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24729/00001960

最近におけるイギリス金融政策の変遷

——「競争と信用統制」をめぐって——

唄 野 隆

第二次大戦後今日に至るイギリスの金融政策にとって最大の桎梏は、膨大な国債残高の累積と慢性的なポンド不安である。そして、この二つはともにイギリス民間経済衰退の徴候である。民間経済活動の衰退が補完的な政府の経済活動を求め、その結果国債が累積するのであり、イギリス経済の国際競争力の停滞が貿易収支を悪化させポンド不安を招くからである。本稿においては、以上二つの問題特に大きな国債残高累積の影響を考慮しつつ、最近のイギリス金融政策の変遷を概観することにしよう。

I 「競争と信用統制」に至る経済的背景

イギリスにおいて巨額の国債が累積したのは、もともとは第二次大戦の膨大な戦費調達のためであったが、戦後も、疲弊し衰弱したイギリス経済を支えるために政府活動の維持、拡大が必要であり、一方民間経済の衰退から過大な租税負担を課することは困難であって、いきおい政府の借入必要額は大きくなり、国債残高は減少するどころかかえって増大した。第二次大戦とその後における国債残高の増加はイギリスに限ったことでなく、他の主要国にも見られた傾向であるが、国民所得との対比における国債残高の比重はイギリスにおいて圧倒的に大きい。そして、このことがイギリスの金融政策に対する重い枷となってきたのである。

慢性的なインフレーションと国際収支の赤字に悩むイギリス経済において通貨当局に常識的に期待される場所は金融の引締めであるが、膨大な国債残高の累積はこれを許さない。引締めは当然に国債の換金を誘発するが、その動き

を自然のままに放置すれば、巨大な国債残高の圧力は国債価格の暴落を招き、国債市場を崩壊させて、以後、政府の新規借入れを事実上不可能にする怖れがある。政府の借入れをできるだけ容易にするために国債市場を育成しその市場の安定をはかることは中央銀行に課された主要任務のひとつであるが、このことは、長年かかって育て上げてきた極めて優れた国債市場を有するイギリスにおいて特に重要であった。⁽¹⁾ イングランド銀行は、国債市場に対する信頼をつなぎとめ、さらにその市場を育成するために、国債価格の安定をはかり、国債価格の支持を行った。しかし国債残高は大きく、インフレ圧力も国際収支不安も容易に消滅しなかった。国債価格支持政策は長期にわたって続けられざるをえなかった。しかし、これは一定もしくは安定価格での国債の現金化を保証するものであって、金融引締めと矛盾する。国債価格支持を続けるかぎり金融の引締めは事実上不可能である。

これは、フローとしての資金の統制がストックとしての金融資産残高からの攪乱作用によって押し流されてしまうという問題である。したがって、これに対する対策は、いかにして流動的な金融資産残高からの資金フローに対する攪乱作用を遮断し、フローとしての資金の流れに対する中央銀行の統制力をどのようにして確保するかということに帰する。

この基本目的達成のために1960年代にイングランド銀行がとった具体的対策は、(1)流動性比率の設定、(2)特別預金制度の導入、および(3)銀行貸出の直接規制であった。

まず流動性比率の設定であるが、これは、すでに以前から利用されたものであり、流動的な国債を準備資産として強制的に銀行に保有させることによって国債を銀行の手許に事実上凍結し国債残高からの攪乱作用を封じ込めることを主目的とするものであった。しかし、その残高が資金フローに対して攪乱的影響を及ぼしうるものは国債に限らない。民間の金融資産であっても流動的なものは資金の流れに攪乱的な影響を及ぼすことがある。それゆえ、イングランド銀行は、流動性比率の決定に当って、流動的な国債のみならず民間の流動資産

(1) 例えば参考文献 [37] p. 62.

も準備資産に加えた。

このように流動性比率の設定によって過剰流動資産を銀行の手許に封じ込めてしまうと、資金フローについては金利の変動を通じる資金コストの調整による統制が可能となるはずであり、それがまた常道でもあった。しかし、イングランド銀行にとっては既存の余剰短期国債の凍結だけでその任務が終るのではなかった。政府の借入れ需要は衰えず、国債市場の安定と拡大が必要であった。すなわち、国債の自由な売買市場を維持しつつその一層の拡大を可能にするために、増大する国債全般の価格安定をはからなければならなかった。そのためにイングランド銀行は国債一般の価格支持を続けた。その結果、せっかくの流動性比率の設定にもかかわらず過剰流動性は消滅しなかった。また国債利回りの低位抑制は金利全般を低めに抑え、資本市場は常に超過需要気味に推移した。そして、その超過需要は主として国債の価格支持から生じる追加現金とそれに基づく銀行の信用創造によって満たされたが、準備資産に指定された民間の流動資産の増加によっても賄われたようである。事実、たとえば60年代に、それ(2)までは非常に少なくなっていた商業手形の銀行保有額が著るしく増加している。このような資産は民間部門内部で増加させることができるし、イングランド銀行はそれに対して直接規制を加えることはできない。このようにして、せっかくの流動性比率の設定も尻抜けとなってしまったようである。

さらに金融市場の超過需要に対しては、国債の価格支持を続ける以上金利の調整作用を利用することができず、資金の供給を直接抑制する他はない。それでイングランド銀行は、特別預金制度を導入して、過剰流動性が顕在化したときに特別預金を徴して過剰流動性を自らの手許に凍結し、他方銀行の民間貸出に対する直接規制を実施せざるをえない破目に陥った。これは正常な金融調節手段ではなく、緊急時の一時しのぎの政策手段であるが、国債価格支持政策が長く続けられることに伴って銀行貸出の直接規制も長期にわたって続けられた。

1960年代のイギリスの金融政策に最も大きな影響を与えたものはラドクリフ報告書であるが、同報告書が、貨幣量のような単一の標的に焦点を合わせるだ

(2) 参考文献〔33〕第三表。

けでは不十分であって、経済の全部門の一般流動性全体に注意を払うべきであると指摘したことは、同報告書が前記のイギリス金融市場の問題の本質を正しく理解していたことを示している。しかし、ここから進んで、すぐ、公定歩合の操作と国債管理政策を通じて金利水準と金利体系に働きかけ、これを通じて銀行の、ひいては経済全体の流動性ポジションを統禦せよ、との具体的政策提言に一足とびに飛躍したことは、その後の事態の推移を見るとき、国債残高の大きさとそこからくる攪乱作用の大きさについての同報告書の認識がなお甘かったことを示唆していると云わざるをえない。このことは、後に触れるように外貨資金の流れの変動からくる攪乱作用の影響についての評価についても同じである。さらに、貨幣供給量の統制は全く無視してよいかのような議論については、既に別の機会に指摘しておいたとおり、⁽³⁾行過ぎのそしりを免れないであろう。

イングランド銀行は、ラドクリフ報告書公表後は、おおむね、同報告書の提案の趣旨に従って政策的対応をはかったようであるが、具体的には同報告書のいう「緊急手段」⁽⁴⁾を採用するにとどまり、しかもそれを同報告書の指示するような緊急時短期の使用の枠をこえて、長期にわたって、ほとんど常態化するような用い方をしてきた。すなわち、特別預金と銀行貸出に対する直接的量的規制であり、時には割賦販売の規制をも用いた。そして、長い間金利操作による資金フローの規制に金融政策の主役の座を与えることはできなかったのである。

このように、イギリスの金融政策は、流動性比率による過剰流動資産の凍結と、特別預金による一時的な過剰流動性の封じ込め、および銀行貸出に対する直接規制を三本の柱として運営されてきたと見られるのであるが、それらはすべて、究極的には市場原理の復権を目指すものでありながら、それ自体としては市場原理によらぬ人為的 direct 規制手段であって、そこには種々の弊害が伴った。

(3) 拙稿「ラドクリフ報告書における一般流動性と利子率について」桃山学院大学経済学論集4巻3号、昭和38年7月。

(4) *Committee on the Working of the Monetary System.... Report, 1958, para. 520 ~para. 529.*

その弊害の最大のものは、自由主義経済の活力の基礎となる自由競争を歪めたことである。銀行貸出の直接規制は、ある時点における貸出残高を基準にし、それに対して何パーセント増（減）の水準以内に貸出を抑制するという規制方法である。したがって、銀行間の貸出シェアを固定化し、銀行間の自由な競争を抑制することになる。その結果、生産性の高い銀行の成長は人為的に抑制され、劣悪な銀行の脱落は妨げられる。銀行産業における効率は減退せざるを得ない。

さらに、貸出の直接規制も特別預金も交換所加盟銀行を対象として課されたから、加盟銀行は他の金融機関に対して競争上不利な立場に立たされることになった。60年代における交換所加盟銀行の相対的地位の後退は、この加盟銀行に対する差別的規制によるところが少なくなかったようである。⁽⁵⁾このような不公正は、長くそのまま見逃されるべきではなかった。

弊害の第二はイングランド銀行の信用統制力の減退である。流動性比率の賦課も特別預金の徴集も、また貸出の直接規制も加盟銀行に対して加えられたのであって、イングランド銀行の信用統制は加盟銀行を通じて進められたのであるが、加盟銀行の資金需給両面における相対的なシェアは60年代に著るしく後退したので、イングランド銀行の信用統制力は著るしく損なわれたのである。国債の価格支持によって豊富に提供された流動性は各種金融機関に流れ込んだのであるが、交換所加盟銀行の銀行預金の金利は銀行間の金利協定によって低位硬直的であったために、そこに流入する資金量は相対的にはそれほど大きくならなかった。それに対して加盟銀行以外の金融機関は自由により高い金利を提供して多くの資金を吸収し、それを旺盛な資金需要をもつ借手に提供して急速にその業容を拡大していった。すなわち第二市場の発達である。こうして金利協定の有無は割引業者および加盟銀行の構成する市場と第二市場を分割し、イギリスの金融市場の単一性を失わせてしまったのである。これではたとえイングランド銀行が利子率を通じて金融調節を行おうとしてもその効果は著るし

(5) 全金融機関の預貯金中ロンドン手形交換所加盟銀行の預貯金の占める比率は1958年末で36.7パーセントであったのが、1968年末には23.3パーセントに下落している。(参考文献〔12〕262頁、第22表。)

く傷つけられたことであろう。また1958年のポンドの交換性回復以来多くのマーチャントバンクが外国替為業務に進出したが、イギリス金融業者の豊富な経験はすぐれた国際金融便益を提供し、多額の外貨資金を引きつけた。すなわちユーロドル市場の発展である。さらに多くの外国銀行がこのユーロドル取引に加わりロンドンに進出してきた。これら外貨取引は大部分はロンドンを経由するだけで国際間に資金を移動させたが、運転資金としての必要もあり一部はロンドンに滞留した。そして、それがイギリスの国際収支の強化に役立ったが、その一部はポンド資金に転換されて地方自治体市場その他の第二市場に融通され国内の過剰流動性に拍車をかけた。しかも、ユーロドル市場の拡大に伴ってその資金流入額は相当大きな額に達した。これら第二市場の金融機関や外国銀行などはイングランド銀行の統制の枠外にあったので、第二市場の発展に伴ないイングランド銀行の信用統制力は減退せざるをえなかった。

このようにイングランド銀行の統制力が衰えると、経済に過大な流動性が供給され、それが生産性の向上による総供給の増大を上回る総需要を生みだし、インフレーションを進行させた。そして、イギリスの物価騰貴は諸外国のそれに比して相対的に大きかったから、イギリス経済の国際競争力は低下し、貿易収支の改善を困難にした。そして屢々ポンド不安を招来し、そのときユーロドル市場を通じて大量の外貨流出が起ると今度は逆にイギリス金融市場を急激に緊縮させることになった。

II 「競争と信用統制」の意義

上述のような背景のもとに、1971年5月「競争と信用統制」と題するイングランド銀行の新金融調節方式が発表され、関係諸機関と協議が行われた後、同年9月からこの方式による金融調節が実施に移された。

それは新金融調節方式とされてはいるが、実際にはラドクリフ報告書の、緊急措置ならざる正常事態における金融調節方式という基本的性格をもっている。実際はイングランド銀行はすでに2、3年前から同行の金融調節方式を「競争と信用統制」の示している方向に向けつつあり、公然たる実施にふさわしい環

境が整うのを待っていたようである。そして、金融市場が安定し国際収支状況も良好なこの時機を狙って、公然と新金融調節方式の実施を公表したと考えられるのである。従来の政策変更の場合におけるように発表と同時に実施というのではなく、時間をかけて説明もし関係者とも協議した上で実施に踏みきっているところからみても、暗黙のうちですでに関係各方面の理解を得ているとのイングランド銀行当事者の自信がうかがえるし、後に見るように、その政策措置の一部はすでに実施済みであったからである。

「競争と信用統制」の内容は要約すれば次のとおりである。⁽⁶⁾

- (1) 銀行貸出に対する直接規制は廃止する。
- (2) 交換所加盟銀行の金利協定は廃止する。
- (3) 従来の現金比率や流動性比率を撤廃し、民間のあらゆる銀行に一律の最低準備資産比率を課す。すなわちあらゆる銀行は預金債務の12.5パーセントの流動的な準備資産を保有しなければならない。ただし割賦金融業者の準備資産比率は10パーセント。
- (4) 特別預金も全銀行から画一的に徴集される。そして特別預金にはTBレートなみの利子が支払われる。
- (5) 割引業者は従来どおりTBに全額応募する一方最終的避難貸出の便宜を受けるが、TB入札価格の事前協定は廃止する。また割引業者は総資金の50パーセントを満期期間5年以内の公債で保有しなければならない。
- (6) イングランド銀行は満期期間1年以内の短期国債を除いて国債を要求に応じて直接購入することはしない。すなわち、満期期間1年以上の国債の価格支持は中止する。ただし、市場価格での国債の交換売買は行うし、長期国債を直接購入する権利は留保する。

それぞれの項目の意味はあらためて説明するまでもなく明らかであるが、銀行貸出の直接規制の撤廃は、その規制が銀行業界の競争を抑制し銀行業の効率化を妨げてきたという反省に立って撤廃され、自由競争による銀行業界の合理化効率化の推進が目指された。

(6) 参考文献 [2], [3], [4], [5], [6], [7]。

交換所加盟銀行の金利協定の廃止は、加盟銀行に協定外金融機関と平等な立場で競争する自由を与えるものである。すなわち、従来、協定外金融機関は金利協定の制約を受けていなかったために自由に高金利を提供して預金を獲得し資金量を拡大することができたし、また貸出しに高い金利を課して利潤を増大させることもできたのに対して、交換所加盟銀行は金利協定に縛られて自由な活動が制限されていた。しかし、今や、交換所加盟銀行も金利協定から解放されて、自由に協定外金融機関と平等な立場で競争することができるようになったのである。

すべての銀行に対する一律の最低準備資産比率と特別預金の賦課は、前と同じように、交換所加盟銀行のみがこの規制を受けて競争上不利な立場に立つことのないよう、全銀行を平等な競争的立場に置くことを保証した。

一律の最低準備資産比率の賦課と一律の特別預金の要求は、別に、イングランド銀行に従来よりも強力な信用統制力を確保しようとする目的ももっている。イングランド銀行は、信用統制の主要手段として利子率操作を考えているのであるが、過剰流動性下では、余程大幅な利子率変化を生じさせなければ、効果的な信用統制を行うことができない。しかし、そのような大幅な利子率変化は金融市場を崩壊の危機にさらす。それで、前にも述べたように、過剰流動性の凍結をはかって、流動化のおそれのある流動資産を預金の一定比率保有することを強制したり、過剰流動性の一部をイングランド銀行の手許に凍結したりしようとしてきた。そしてロンドン手形交換所加盟銀行が金融機関中最大のものであったしその業務内容も明確であって統制も容易であったから、加盟銀行に流動性比率を課し、特別預金も加盟銀行に要求してきた。しかし60年代に加盟銀行の相対的地位が著るしく低下し、加盟銀行のみを統制してもその効果は全般に及ばず、より広範囲に及ぶ強力な信用統制方法が求められるようになっていたのである。それで、流動性比率も特別預金も加盟銀行だけでなく全銀行に課せられることになったのである。

割引業者のTB入札価格の協定撤廃は、短期金融市場における金利決定に市場メカニズムを活用しようとするものであって、金利自由化の方向に沿ったもの

であるが、反面、ここでは、割引業者がTB入札全額応募の義務を負い同時にイングランド銀行からの借入特権をもっていることから、イングランド銀行はこの市場を通じて短期金利を左右することができるという面ももっている。すなわち、イングランド銀行は今やTB価格を毎日自由に定めることができるし、割引市場に対する借入れ便宜を操作すれば割引市場への通貨供給を左右することができる。ただ、TBレートを低くすれば通貨供給が増大し、TBレートを高くすれば通貨供給が抑制されることはいうまでもなく、TBレートと通貨供給量の両者を人為的に同方向に動かすことは難かしい。このように、イングランド銀行は、依然として、短期金利の誘導と不可分に通貨供給を統禦することができる手段を手に行っているのである。

最後は長期国債価格支持の廃止であるが、これは新金融調節方式のうち最も重要な意味をもっている。⁽⁷⁾すでに述べたように、国債価格の支持は国債の流動化を保証し過剰流動性を生み出すものであって、国債価格支持政策をとる限り金融統制力は全く失われてしまう。国債価格支持を続けながら中央銀行が金融統制力を維持しようとするれば、銀行貸出の規制のような直接規制に頼らざるをえない。しかしそれは金融市場の自由競争に歪みをもたらす。したがって、自由で競争的な金融市場において中央銀行が金融の統制力を保持するためには、国債価格の支持を放棄しなければならない。そして、自由化された市場で金利が変動するようにした上で中央銀行が利子率を操作することができれば、それによって資金コストと資金のアベイラビリティが変化するので、自由な市場のメカニズムを通じて資金の需給を統禦することができるのである。しかし、イギリスのように大量の国債が累積しそれが急速に減少する見込みの立ち難いところで、市場が逼迫しているときに国債の価格支持を放棄すれば、国債価格が暴落し市場が崩壊する。そして、いったん市場が崩壊すれば、その回復のための社会的コストは測りしれないほどに大きい。また慣性的な国際収支の赤字と頻繁に襲い来るポンド不安はいつ急激な市場の窮迫を招来するかわからなかった。したがって、国際収支の赤字が続く国庫の借入需要が衰えを見せなかった

(7) 参考文献 [31]。

間、国債価格の支持を放棄することはできなかった。ところが、1960年代の終り頃イギリスの国際収支は好転し、また世界的にも低金利の傾向があらわれてきた。イギリスの金融市場は漸く強化されてきたわけである。この頃からイングランド銀行は、国債価格支持を続けながらもその手綱を緩め、価格の変動幅を大きくしていた⁽⁸⁾。そして、市場の好転が定着したと見えた1971年に「競争と信用」を公表し、長期国債価格支持政策の放棄を明確に宣言したのである。これは全く新しい政策手段の採用を意味するものではなく、すでに除々に実施し始めていた政策を明確にする性質のものであった。

ところで、本来は国債価格の支持放棄はあらゆる国債について実施されるべきものであるが、イングランド銀行は残存期間一年以上の国債を直接購入することはしないけれども、残存満期期間一年未満の国債は購入するし、長期の国債についても必要な場合購入する権利を留保する、と云っている。前者については、短期国債がイギリス金融市場における流動性の基礎を構成しているということのほかに、1971年以後も年々満期に達する国債の額が極めて大きいという事情が考慮されているように思われる。1971年以後それぞれの年のうちに満期に達する国債の額は十数億ポンドという額であって、1971年以後5年間に満期に達する国債残高は62億ポンド、有期国債総額の三分の一という大きさである⁽⁹⁾。このように大量の国債が一度に満期に達して償還され金融市場を混乱させるのを防ごうとすれば、満期に達するすこし前から当局があらかじめ何回かにわけてそれらの国債を順次購入して資金の市場への流入額をならしておく必要がある。そのような国債購入の必要のために残存期間一年未満の国債の直接購入を自由に行えるようにしたと考えられるのである。また大量の国債の累積とイギリス経済の脆弱さを考慮するとき、長期国債の価格支持を必要とするときがいつ突然訪れるかもわからないから、長期国債の直接購入の権利を留保しておくことは当然必要な措置であった、と云わなければならない。

以上が「競争と信用統制」の概要であるが、それが目指している金融統制の

(8) 参考文献 [37] pp. 61-4.

(9) 参考文献 [37] p. 72.

メカニズムは凡そ次のようなものであると考えられる。すなわち、全金融機関に平等な競争条件を整えた上で、最低準備資産比率と特別預金をベースとし、公開市場操作を機動的に活用して全体としての流動性ポジションを統禦し、同時にそのことを通じて間接的に市中金利の水準と構造に影響を与えようとするものである。これはラドクリフ報告書の提示した金融統制方法であるが、その場合、市中金利の水準と構造は最終的には貨幣市場における金利に規制される。そして貨幣市場における金利は、たとえば引上げの場合、当局が市場金利による買オペレーションを抑制して貨幣市場を資金不足に陥れ、その補給を求める割引業者を懲罰金利的水準にある公定歩合による借入れに迫込むことができれば、それによって市中金利は騰貴し翌週のTBレートは上昇することになるのである。このように、このメカニズムが働くためには公定歩合が貨幣市場利子率に対して常に懲罰的水準にあることが必要であった。

ところで、「競争と信用統制」の実施は、このような市中金利の規制において重要な役割を果たす公定歩合の決定方式に変更を強いることになった。それは、従来、公定歩合は貨幣市場利子率に対して常に懲罰的な水準で市場の諸利子率と一定の関係において結びつけられており、公定歩合の変更は直ちに市場諸利子率を公定歩合と同方向に変化させたのであるが、金利協定の廃止は公定歩合と預金金利および貸付金利との結びつきを断ち、公定歩合の市場利子率規制ルートを奪い去ってしまったからである。

新金融調節方式の下では、公定歩合の変更は必ずしも市場金利の変化をもたらすとは限らず、また市場金利の急激な変化は、公定歩合の懲罰金利的性格を失わせることもあったのである。たとえば、1972年秋には、インフレーションと外国市場での金利の上昇に応じて外貨が流出し、金融が逼迫して市中金利が上昇し、公定歩合を上回った。しかも企業マインドは低迷していて公定歩合の引上げは過大な負の告知効果をもつ恐れから不可能であった。このような状況を背景に、イングランド銀行は、1972年10月9日から、イングランド銀行からの資金の供給に対しては公定歩合を廃し最低貸出利率 *minimum lending rate* を課することに決定した。最低貸出利率は、毎週金曜日のTB入札レートの0.5

パーセント高（ただし0.25パーセントきざみ）と定められ、市中金利の動きに追随しながら常に貨幣市場利子率に対して懲罰的水準を維持することになった。また、公定歩合のように当局が一方的に決定するものでなく市中金利に追随するという意味で当局の意思を表明するものではなくなり、告知効果は消滅した。ただ将来告知効果を利用する場合がありますことを予想して、イングランド銀行が必要に応じて独自の利率を決定する権利は留保された。他方貨幣市場利子率に対して常に懲罰的水準を維持するということによって、前に述べた市場金利の統制機能を確保したのである。

ただ、最低貸出利率は市中金利に追随して決められるので、一見したところ、イングランド銀行の金利政策における自主制が損なわれたような感じを与えるが、事実は決してそうではない。前にも述べたように、イングランド銀行はTBの割当発行額を増減することによってTB入札発行量を調整したり、TB入札にも直接参加したりしてTBの需給を調節することができるし、また公開市場操作と懲罰金利による貸出しの使い分けによって割引業者の資金繰りと資金コストを操作し、そのことを通じて割引業者のTB入札応募価格を左右することができるのである。

このようにして、イングランド銀行の最低貸出利率の決定によって新金融調節方式の政策体系は一応の完結を見たのである。

Ⅲ 「競争と信用統制」の破綻

ところで、この新金融調節方式はどのように機能したであろうか。所期の目的通り金融市場の自由競争を促進し銀行産業の効率化を高め、他方でイングランド銀行の信用統制力を増大させたであろうか。

「競争と信用統制」が最初最も大きな成果を収めたのは金縁証券市場であった。長期国債価格支持の放棄は価格変動幅を拡大し取引高を激減させるであろうと予想されたが、実際はそうならなかった。確かに価格は下落し価格変動幅が大きくなり、また大きな変動が生じる頻度も高まった。しかしそれは市場の適応力が弱くなったからではなく、取引者の数が増大し、新規参入者の熟練度

が低く資本力も小さかったので、取引が特定業者に集中した結果であったと考えられている。⁽¹⁰⁾ すなわち、市場は反って拡大していたのである。また国際収支の悪化やインフレーションによる債券保有者の実質金利維持要求などの市場要因もからんでいたようである。しかし、何よりも注目すべきことは、このような価格変動にもかかわらず取引高が減少しなかったことであり、1971年半ばに至る10四半期の国債純売却額が14億ポンドであったのに対して、1971年半ば以後の10四半期では28億ポンドの純売却額となっている。⁽¹¹⁾

金縁証券市場も新規参加者が増えて競争的性格を強めたが、同じことは金融市場全般についても云えるようである。「競争と信用統制」が実施されたときは、前にも述べたように、国内の産業資金需要は弛緩し、資金過剰の様相を呈していた。このようなときの銀行の関心事は金利の引下げによって新規貸出を増加させることであるが、「競争と信用統制」が実施されて早くも1カ月後、まずパークレーズ銀行が貸出基準レートであるベースレートを引下げ、その他の各銀行もすこし遅れてこれに追随した。そして、今度は、1972年春から国際通貨不安と国内の物価・賃銀の上昇によって金融が逼迫するとともに金利は上昇しはじめ、1973年中には著るしい金利の上昇が見られた。しかも金利水準の上昇とともにその変動幅も拡大し変動の頻度も高まった。金融市場は資金需給の変化を敏感に反映する競争市場的な性格を強めていったのである。

この金利の自由化と金融市場での自由競争を通じて銀行の効率化も進んでいったように思われる。ロンドン手形交換所の加盟銀行のベース・レートと7日物の預金金利の隔差を見ると、この両者はそれまで通常同一比率で上下していたのに、1972年半ばに7日物の預金金利がベースレートに比して $\frac{1}{4}$ パーセント余計に引上げられその後その関係が維持された。すなわち銀行の預貸金金利隔差が縮小したのであり、第一次接近的には銀行の効率化が進んだことを示していると考えられるのである。⁽¹²⁾ 厳密に考えれば、そのとき預金吸収の必要が貸出意欲よりも相対的に強かったのかも知れないし、実際の貸出利率はベース・レ

(10) 参考文献 [21]。

(11) 参考文献 [21]。

(12) 参考文献 [18]。

ートより高いものが多くベースレートと7日物預金の金利隔差は必ずしも実際の利潤の幅を示していないのかもしれないが、この隔差が縮少したということは、一応、銀行の効率化が進んで利幅を縮少することができるようになったと解釈してもよいのではなからうか。

さらに、銀行貸出の直接規制の撤廃、加盟銀行の金利協定の廃止、および全銀行共通の最低準備資産比率の設定によって金融市場の垣根は取払われ、大規模取引における自由競争が増大して、加盟銀行はそれまで系列会社にまかせていたCDを直接発行したり外貨建預金業務に直接乗出したりしていった⁽¹³⁾。また小売取引の面でもパーソナル・ローンによって割賦金融業者や住宅金融組合の貸出分野に喰込んでいった。同じ様に割引商社もTBや金縁証券以外の取引にも進出しはじめたが、初期の段階では総資金の50パーセントは特定公債を保有するように義務づけられていたので、その活動には一定の限界があった。しかし、1973年7月にこの協定は廃止され、公債以外の収益資産を自己資本の20倍までは所有してよいことになったので、割引商社は、地方債やCDなどの収益性の高い資産の保有を増加させた。このようにして、資本市場の単一化は進み、その中では価格による資源の配分が行われるようになった。そしてそれは銀行産業における利潤意識を高め、経済合理性を高めたと考えられるのである。

このように「競争と信用統制」は競争市場を通じて金利の自由化、銀行産業の効率化を進めたが、それには金融逼迫時における金利の高騰が伴った。そしてそのことが新金融調節方式の破綻を生じさせた。すなわち、1973年には、一般的な金利上昇の中で預貯金金利も著るしく上昇したが、住宅金融組合は十分な資金を獲得するためにはその預貯金金利を引上げざるを得ず、そのことはまた貸出金利の引上げを不可避にした。しかし余りにも高い金利は国民の住宅建築を不可能にするので、政府はまず補助金を出して貸出金利を10パーセント以下に抑えるように要請したが、遂には、住宅金融組合と資金吸収上競合する貯蓄預金の金利を抑制した。すなわち、1万ポンド以下の預金金利は9½パーセント以下に抑制するように行政的に制限を加えたのである。イギリス経済には

(13) 参考文献 [12]。

完全な金利の自由化を受入れるだけの力がなかったのであり、「競争と信用統制」の自由競争原理は高金利の圧力のもとに崩壊したわけである。そしてそれは、民間経済の活力が弱く、それを補うための政府活動増大の必要に基づく積極財政の下で、後に述べるように、貨幣量が増大した大量の国債が発行されて、インフレーションが進み、金利が高騰して止まるところを知らなかったことからきているのである。

しかし、「新金融調節方式」の決定的な破綻はその信用統制の失敗に見られる。

手形交換所加盟銀行の金利協定の撤廃によって市場の単一化が進んだし、すべての銀行に対する一律の最低準備資産比率の設定と、同じく一律の特別預金の徴集とは、イングランド銀行に対して、従来同行の統制範囲外にあった協定外銀行に対する統制力を与えた。それに、自由競争の進展とともに、上述のような流れがあるとしても、従来のいきさつ上最も統制し易いはずの手形交換所加盟銀行のシェアが拡大していた。イングランド銀行の信用統制力は著るしく増大したとみてよいはずである。

しかし、イングランド銀行が金融引締め転じても信用は収縮せず、金利が上昇しても貨幣供給量の増勢はとどまらなかった。そして、所得政策の採用にもかかわらず物価は上昇し続けた。新金融調節方式による信用統制は失敗したと見なければならぬのである。

このような結果をもたらした理由のひとつは、新金融調節方式が複数準備資産制を採っていたところにあるように思われる。⁽¹⁴⁾「競争と信用統制」が準備資産と定めたものは、特別預金を除くイングランド銀行預け金、TB、納税準備証書、ロンドン貨幣市場へのコール・マネー、残存期間1年以内の英国債および政府保証国有産業債、イングランド銀行の再割適格地方政府証券、適格債務総額の2パーセント以内の再割適格商業手形と多岐にわたっている。この場合、たとえば、イングランド銀行がTBの売オペレーションを行っても銀行の準備資産の量は減少せずただ構成が変化するのみで、その効果はTB価格の下落、いかえれば利子率の若干の騰貴だけである。そしてそれだけでは銀行の預金

(14) 参考文献 [2], [10], [15], [27]。

債務従って通貨供給量を縮小する効果はほとんどない。後に述べるような事情で資金需給の利子弾力性が余り高くないと、上述の売オペレーションの金融引締め効果は極めて小さい。さらに、割引業者も含めて銀行の準備資産の構成の変換が行われる場合を考えると、さらに重大な結果が予想される。割引業者ははじめ借入資金の50パーセントを特定公債で保有することを義務づけられていたが、その特定公債として、TB、イングランド銀行再割適格地方政府証券、政府保証の公共部門証券、納税準備証券、残存期間5年以内の国債および政府保証国有産業債、および残存期間5年以内の地方債と定められた。そうすると、銀行保有の残存期間1年以上5年以内の公債と割引業者保有のTB、もしくは残存期間1年以内の公債とが交換されると、銀行部門全体としては引締の下でも準備資産を増大させることができ、預金債務したがって通貨供給量を増加させることができるわけである。そして、イングランド銀行はこのような資産構成の変化をとどめる権限をもっていないのである。さらに、後には割引業者に対する借入資金の50パーセントの特定公債保有の義務も解除され、割引業者は自己資本の20倍までの収益資産を保有してよいことになった。銀行にとっては割引業者に対するコールマネーは準備資産であるから、割引業者は銀行からコール・ローンで資金を借入れ、それを収益資産の購入にあてると、銀行の準備を増大させながら市場に資金を流すことになるのである。また、銀行は適格債務の2パーセントまでは再割引適格商業手形の入手によって準備資産を増大させることができ、これについてもイングランド銀行はそれを抑制する権能をもっていない。ただこのような動きの中で利子率が上昇することによってその動きに対する抑制力が働くことが期待されるが、後に述べるような状況の下では、金利上昇の信用拡大抑制力は極めて小さいものと考えられる。

さらに、イギリスの銀行業においては当座貸越が信用供与の主体をなしていることも金融引締めの効果を弱めている⁽¹⁵⁾。当座貸越は銀行が資金の使用枠を認めることであって、実際は借手は資金の供与を受けたときその使用枠いっぱいを使用していないのが普通であるから、当座貸越がかなり大きくなった段階で

(15) 参考文献 [36]。

金融引締政策をとっても、既に設定した貸越枠そのものを縮小することはできず、反ってその貸越枠いっぱいまでの資金の使用という結果を招くことがあるのである。

以上は金融の引締めを困難にしている制度上の欠陥であるが、経済の動きそのものの中にも信用の膨張を不可避としている幾つかの事情があった。その第一は⁽¹⁶⁾インフレーションの進行で、インフレーションによる景気の拡大は企業の期待利潤率を引上げ実質金利を引下げた。その結果は資金需要の増大である。一方供給側においては、上記のような状況下では貸出金利の引上げが可能である上に、銀行貸出の量的規制が撤廃されて銀行間競争は激化し、与信活動を抑制するインセンティブが作用し難くなっていた。このときイングランド銀行は前述のように量的規制によらず金利の引上げによって金融の引締めを計ったのであるが、金利引上げによる資金需給の縮小効果は、期待利潤率や期待インフレーション率の高いところでは極めて小さい。しかし、このようなインフレによる景気拡大の動きは何よりも成長志向型の積極財政によるところ大きく、その財政膨張は貿易収支の逆調を招きポンドの価値を低下させ、イギリスのように輸入依存度の大きい国では輸入商品価格の騰貴を招いて一層のインフレーションを招いた。そして、その結果、企業の事業活動は相対的に低下し、不動産等の投機的性格の経済活動への資金の流れが相対的に増大し、悪性インフレに進む恐れを生じさせたのである。

このような状況の下で、イングランド銀行は1973年9月に特別預金への付利を停止し、個人貸出、不動産金融金融機関貸出を抑制するよう要請した。そして、同年12月には利付適格債務の増加率に対して無利子の特別預金を徴集することにした。⁽¹⁷⁾特別預金の付利停止は市場の自由な金利の動きを利用する立場からの若干の後退であるが、個人貸出や不動産金融の抑制要請は人為的選別的直接的信用統制方法であるし、債務の増加率に対する特別預金の徴集は合理化によって競争上優勢な立場に立とうとする銀行に差別的な統制を加える政策であ

(16) 参考文献 [26]。

(17) 参考文献 [1], [22]。

って「競争と信用統制」の原理に反する。すなわち、積極財政からくる過度の信用膨張によって「競争と信用統制」の自由競争原理はイギリスの金融政策の前面から後退を余儀なくされたわけである。イギリスの金融政策は、再び、人為的直接的規制によって大きく枠をはめ、その中の限られた範囲内で市場メカニズムを利用する方向へと性格を転換しつつあるように思われる。そして、それは、結局はイギリスの民間経済の弱体化と不可避的な政府の積極財政とによるものなのである。

IV 若干の問題点

以上に概観したイギリスの金融政策の変遷を顧りみて、イングランド銀行の信用統制力を強化しようとするときに考えるべき二、三の問題に触れて本稿を閉じることにしてしよう。

ひとつは、原理的に見て、複数準備資産による信用統制は困難だということである。先に見たように、準備資産が複数でしかもその中に当局が管理しえない資産が含まれているときには、イングランド銀行の信用統制力は著るしく損なわれる。準備資産は当然イングランド銀行の管理しうるものに限られるべきである。⁽¹⁸⁾ しかも単一のものであることが望ましい。この考え方を推し進めると、現金準備比率の設定ということになるし、しかもその準備比率を可変的とする、イングランド銀行の通貨供給統制力は著るしく強化される。ただこの場合、理論的にはその通りだが、現実的には、短期流動資産が準備資産から外されることによってその価値を減じ、それらの資産を主な取引対象としている割引市場の発展が阻害されないかどうか、十分に検討することが必要である。イギリスの金融機構において割引市場が極めて重大な役割を果しているからである。

もうひとつの問題は、大量の国債残高の存在である。そしてイギリスにおいてはなお国債価格を安定させ国債市場を発展させることが必要だということである。ここから、何らかの形で金融機関に国債保有を義務づけ、国債の安定的な保有者を確保することが望ましいということになる。その点では「競争と信

(18) 参考文献 [10], [11], [15]。

用統制」における最低準備資産比率の設定は、イギリスにとって必要な政策手段であったというべきであるが、その準備資産の中に民間資産が含まれていたことが金融引締めを尻抜けにさせてしまったし、国債も短期国債に限られていた点では不徹底であったといえる。それは、最低準備資産比率によって国債の安定的保有者獲得と流動性準備による信用統制とを併せ狙ったからではないかと推察されるのであるが、この二つの目的ははっきり区別し、信用統制のための流動性準備的性格はよりすっきりした形の現金準備比率の設定に、国債の安定的保有者獲得の目的は国債準備比率の設定に明確に分割するのがよいと思われる。後者の準備資産は国債に限り、国債は短期のものから長期のものまで含めて、それぞれの準備比率を定めるならば、⁽¹⁹⁾国債の安定的な保有者を確保することができるから、国債価格の安定にとっても国債市場の拡大にとっても望ましい効果をもつであろう。このとき、長期国債も短期国債も価格は自由に変動させるがよい。ただ、財政当局は、国債の発行額が民間貸出の増加とかけ離れて不均衡に増加しないように注意することが必要である。余りにも安易に巨額の赤字財政が続けられ、市場への国債の供給が節度を失って増加し続けるならば、このような方式を採用しても、結局は、国債の保有は忌避され国債市場は崩壊するであろう。

以上は比較的政策的技術的な問題であるが、より根本的には、イギリスの産業的活力が鈍っていることが問題である。政府活動が産業活動を補完するにしても、ただ単に政府活動の拡大によって経済全体の活動水準を上げるだけでなく、政府活動がそれを通じてイギリスの産業を育成し、政府活動の比重を相対的に減少させることができるほどにイギリスの産業を強化させることが望ましい。しかし、実際は、反って政府の補完的活動がより多く求められるようになってきていることが問題である。このような状況の下で市場を完全な自由競争下におくことは、反って弱体部門に過大な負担をかけ経済体制を危機に導びく。したがって、ある程度の制度的制約を設けることが不可避免的に必要となる。それに対応して、金融面においても、金融機構の大枠に直接的規制の枠をはめ、

(19) この点に関して参考文献〔9〕が興味深い。

その枠の中で市場メカニズムを活用して最大限の経済活動の効率化と資源の合理的配分とをはからざるをえなくなるものと思われる。⁽²⁰⁾

参 考 文 献

- [1] Artis, Michael and Pamela Meadows, Special Deposit: old and new, *The Banker* May 1974.
- [2] _____ and J. M. Parkin, A General Appraisal in "Competition and Credit Control": A Money Study Group View, *Banker's Magazine*, September 1971.
- [3] Bank of England, Competition and Credit Control, *Quarterly Bulletin*, June 1971.
- [4] _____, Key Issues in Monetary and Credit Policy, *Quarterly Bulletin* June 1971.
- [5] _____, Competition and Credit Control, the discount market, *Quarterly Bulletin*, September 1971.
- [6] _____, Competition and Credit Control, reserve ratios: further definitions, *Quarterly Bulletin*, December 1971.
- [7] _____, Competition and Credit Control: Extract from a Lecture by the Chief Cashier of the Bank of England, *Quarterly Bulletin*, December 1971.
- [8] Clayton, G., J. C. Gilbert and R. Sedgwick, *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970s*, 1971.
- [9] Courakis, Anthony S., Monetary Policy: old Wisdom behind a new Facade, *Economica*, February 1973.
- [10] Cramp, A. B., Implications for Monetary Policy, *Banker's Magazine*, July 1971.
- [11] Croome, D. R., and H. G. Johnson, *Money in Britain, 1959~1969*, 1970.
渡辺佐平, 高橋泰蔵監修訳『金融理論と金融政策』ラドクリフ報告以降, 1974年。
- [12] 藤沢正也著『イギリスの信用と貨幣』1975年。
- [13] Gibson, Norman, Competition and Innovation? *Banker's Magazine*, July 1971.
- [14] Griffiths, Brian, Two Monetary Inquiries in Great Britain, — comments by Brian Griffiths on the MacMillan Report of 1931 and the Radcliffe Committee of 1959, *Journal of Money, Credit and Banking*, February 1974.
- [15] Johnson, Harry, Harking Back to Radcliffe, *Banker's Magazine*, September 1971.
- [16] Lomax, D. F., Competition and the Clearing Banks, *The Banker*, October

(20) 参考文献 [17], [18]。

1971.

- [17] _____, Controlling the various forms of credit, *The Banker*, February 1976.
- [18] Marks, Peter, Competition and Credit Control — the first eighteen months, *The Banker*, March 1973.
- [19] McRae, Hamish, Impact on the Money Market, *The Banker*, October 1971.
- [20] Morgan, Victor, The Gilt-edged Market under the New Monetary Policy, *The Banker*, January 1973.
- [21] _____ and Ian M. Richard, A Verdict on Competition and Credit Control, *The Banker*, June 1974.
- [22] Morison, Ian, and Roger Brown, Monetary and Credit Controls in the United Kingdom, *The Banker*, August & October 1975.
- [23] 日本銀行, 英国の新金融調節方式について, 日銀調査月報, 昭和46年10月。
- [24] _____, 近年における支払準備制度の動向, 日銀調査月報, 昭和47年7月。
- [25] _____, 英蘭銀行の公定歩合方式の変更とその背景について, 日銀調査月報, 昭和47年12月。
- [26] _____, 英国における最近の金融政策運営について, 日銀調査月報, 昭和49年2月。
- [27] Nwankwo, G. O., Reform of the London Discount Market, *Banker's Magazine*, August 1971.
- [28] _____, New Monetary Regulation and the London Discount Market, *Banker's Magazine*, June 1972.
- [29] 大黒昭, 西欧諸国における金利自由化の実態, 金融財政事情, 昭和49年4月22日。
- [30] Page, J. B., Competition and Credit Control 1. The New Approach, *Journal of the Institute of Bankers*, December 1971.
- [31] Pepper, J. T., The Gilt-edged Market, *Banker's Magazine*, September 1971.
- [32] Pringle, Robin, The New Monetary Policy in Action, *The Banker*, October 1971.
- [33] _____, *Banking in Britain*, 1973. 山中豊国, 鈴木芳徳, 野田弘英共訳, 「現代イギリスの銀行業」1975年。
- [34] Revell, Jack, A 'Crawling Peg' for Bank Lending, *Banker's Magazine*, July 1971.
- [35] 東京銀行, イギリスにおける金融政策の発展過程, 東京銀行月報, 昭和46年10月。
- [36] Weyer, Deryk, Competition and Credit Control, *Banker's Magazine*, March 1974.
- [37] Wadsworth, J. E., *The Banks and the Monetary System in the U. K., 1959-1971, 1973.*