

# 1990年代後半以降のイングランド銀行の金融調節

—— プルーデンス政策との関連での評価 ——

松 浦 一 悦

## 目 次

はじめに

第1章 1990年代後半の金融調節改革と1998年銀行法

- 1.1. 金融政策の最終目標と操作目標の変化
- 1.2. 1997年3月と1998年6月の金融調節改革
- 1.3. 1998年銀行法

第2章 金融調節の実際と帰結

- 2.1. 金融調節の実際
- 2.2. オープン市場の拡大と銀行にとっての意義

第3章 金融政策の評価

- 3.1. 物価と資産価格の変化
- 3.2. プルーデンス政策との関連で～結びに代えて～

## は じ め に

中央銀行の使命は、「通貨価値の安定」と「信用制度（決済システム）の維持」である。中央銀行の発行取引によって供給される銀行券は一国の最終的支払い決済手段であるから、中央銀行は通貨価値の安定を自らの任務にせざるをえない。また中央銀行は預金取引を営むことで、市中銀行から預金を受け入れ、預金通貨を供給する。中央銀行はこれを利用する形で、一国民経済を集約する「決済システム」が形成される。決済システムは資金を経済全体に安全かつ円滑に流していくという重要な役割を担っており、再生産を支えるインフラストラクチャーである。中央銀行はその決済システムの維持についても責任をもつ。

今日では中央銀行の独立性という世界的潮流のなかで、通貨価値の安定を使命とする中央銀行と信用制度の維持を使命とする通貨当局が区別されている。そこでされている議論は、不換制度の下で中央銀行の通貨発行の制約がなくなって以来、通貨価値の安定という責任を中央銀行は忠実に果たすだけで十分であり、その代わり決済システムを維持するためにそれを構成する銀行の規制・監督業務は別の通貨当局によって担われるべきである、という主張である。その議論の背景には、市場の需要に応じた通貨発行が金融システムにビルトインされた結果、換言すれば、通貨需要の性格如何にかかわらず市場の要請に応じて通貨が供給される仕組みが作られる結果として、信用制度の維持という責任を中央銀行が果たせなくなったという事情がある。それゆえ通貨当局は、個々の銀行が金融取引から生じるリスクを自ら処理できるように事前的規制を通じた「自己責任」の強化に向かうと同時に、銀行が破綻した場合を想定した預金者保護と銀行救済による事後的措置を整備してきた。

イギリスでは、1998年銀行法の制定によって、イングランド銀行（Bank of England, 以下 BOE と略記する）の従来の二つの機能であった金融政策の決定・実行と銀行の規制・監督は分離され、BOEは専ら金融政策の決定・実行を担うことになり、金融サービス機構（Financial Service Authorities, 以下 FSA と略記）が金融機関の監督業務を行うことになった<sup>1)</sup>しかし考えてみれば、「通貨価値の安定」と「信用秩序維持」という二つの使命は不可分に結び付き、一体化したものとして追求する必要がある。それゆえ、BOEは「信用秩序の維持」という使命をFSAに委譲したとはいえ、「通貨価値の安定」を目標に掲げ

---

1) 二つの機能が分離されたとは言え、BOEには依然として「金融システム全体の安定維持」に関する責任をもつ。具体的には金融市場の安定性の維持、金融システムのインフラ整備、最後の貸し手機能等の保持である。しかし、FSAは個別金融機関に対する監督責任を一元的に保有し、金融市場と決済システムの監督権限を与えられたことの意義は大きい。なぜならば、決済制度を破壊するシステムック・リスクを予防する方法は、先ずもって個別銀行の規制・監督による銀行破産を食い止める点にあるからである。FSA, BOE, 大蔵省の三者間の権限分配、協力関係については、(中北徹, 2002年11月, 48ページ)を参照。

る中央銀行の金融政策は「信用秩序の維持」にも資するものでなければならない。したがって、中央銀行の金融政策とプルーデンス政策とは整合的であることが求められる。

このような問題意識から、本稿は1990年代後半以降の金融政策を考察し、プルーデンス政策との関わりにおいて評価することを課題とする。第1章で1993年－1997年と1997年以降における金融政策の目標と操作目標の変化を述べて、1997年以降金融政策の目標は政府の経済目標である長期的経済成長と雇用の確保を支援する点にウエイトが移ったことを指摘する。そして、金融政策の目標を達成するために金融調節がどのように改革されたかを説明して、そのようなコンテキストの中で1998年銀行法の意義を整理する。第2章で実際の金融調節がオペ操作を中心として資金需要に応じて機動的に行われていたことを明らかにし、それがレポ市場の拡大に大きく貢献したことを述べる。第3章で1990年代後半以降の金融政策の効果を分析し、最後にプルーデンス政策との関わりにおいて金融政策を評価する。

## 第1章 1990年代後半の金融調節改革と1998年銀行法

### 1.1. 金融政策の最終目標と操作目標の変化

#### (1) 1993－1997年の新たな枠組み

金融政策の最終目標は「通貨価値の安定」であるが、その手段となる操作目標が1992年9月のポンド通貨危機を境に変更される。いわゆる暗黒の水曜日後の2、3週間で短期金利は通貨危機の前日に比べて3%だけ引き下げられ、ポンドは10%から15%引き下げられた。同時に通貨当局は崩壊した金融政策に代わる新たな枠組みを構築する義務があった。その新たな枠組みは二つの部分から構成されていると考えられる。一つは政策目標とそれに関わるその他の経済変数の役割についての概念である。そして二つ目は、政治的な大蔵省とBOEとの新たな関係である<sup>2)</sup>

2) Cobham, D., 2002, p. 93.

新しい政策目標とは、ERM下の為替相場ターゲットと1980年代前半のマネタリー・ターゲットに代替するインフレ・ターゲットであった。その政策目標はインフレを1-4%の範囲以内に抑制し、遅くとも当時の議会の任期末(1997年春)までには1-2.5%の範囲に抑制することであった。インフレ率はモーゲージ金利の支払いを除く小売物価指数であるRPIX<sup>3)</sup>の12ヶ月間の上昇率によって計られる。1995年6月、当時の大蔵大臣はインフレ率の長期目標を議会の任期終了後も2.5%にすると述べた。政策の中心は2年間におけるインフレ率であり、2年間は政策手段とインフレに対する効果との典型的なタイムラグと考えられた。インフレ目標を達成する上で、当局は1984年以来継続的に利用されてきた公式目標であるマネタリー・ベースの指標であるM0を目標レンジとして、またM3に取って代わる銀行預金と同様に住宅組合預金を含む広義の貨幣残高であるM4を監視レンジとして操作することにした<sup>4)</sup>。

大蔵省とBOEとの新たな関係は多くの要素を含んでいた。第1に、BOEは将来2年間のインフレ予想を含む「インフレーション・レポート四季報」を発行することになった。そのレポートは1993年2月からBOEの「クオーターリー・ブリテン」に即して出版されていたが、1993年秋からは最終書式のだけで示されることになった。その結果、大蔵省による直接的な検閲は不可能となった。第2に、BOE総裁と大蔵大臣との間に通常行われてきた会合は定例化され、そして公式化された。大蔵大臣が意思決定し続けたとしても、その会合は利子率の決定が議論される原則的な場となった。第3に、1993年11月以降はBOEに大蔵省が決定する政策金利の変更の時期についていくらかの裁量性が与えられた。これは金利の変更が政治目的で行われるという長年の疑惑を払拭するために導入された。第4に、1994年4月から月2回の金融会議の議事録が会議後の2週間後に公表されるようになった。その議事録は大蔵省とBOEとの間のよ

---

3) Retail prices index exchange excluding mortgage interest payments. モーゲージ金利を除く小売物価インデックスのこと。

4) Cobham, D., 2002, pp. 93-94.

り重要な会議の成果である金融経済問題に関する説明を提供している。

インフレ・ターゲットは為替相場ターゲットと同様に、自動的に貨幣需要ショック（1980年代のイギリスにおいて貨幣量ターゲットを機能不全にしたと考えられるもの）を考慮にいれており、明確に確認されうる。それゆえ、インフレ・ターゲットは期待インフレ率に対し貨幣量ターゲットよりもより強い直接的な影響を持つであろうし、原則として強い事前のコミットメントを表現する。しかし、インフレは貨幣残高よりもコントロールすることが困難であるため、インフレ目標を効果的に操作することはより困難になるであろう。また、インフレ・ターゲットは名目的所得ターゲットにも劣るであろう。なぜならば、それは逆の供給ショックに反応してより大きな実質産出高の変動をもたらすからである。

他方、BOEと大蔵省との新たな関係は暗黒の水曜日の投機的危機において政府の信用が著しく失墜した点から生じたとみるべきであろう。大蔵省は1992年末のそれらの変化を政府の反インフレ戦略の信用を回復するためのステップとして言及した。BOEの主任経済研究員であるマーヴィン・キングは、「この措置は低インフレに対するコミットメントの信用を支援することを目的とする制度的改革である」<sup>5)</sup>と述べた。

## (2) 1997年—2000年の金融政策

1997年5月に労働党政権が発足した。金融政策の新しい枠組みの下、大蔵大臣はインフレ目標を設定する一方、BOEはインフレ目標を達成するために短期利子率の設定に関して操作上の責任を負うこととなった。政府の中心的な経済政策目標は経済成長と雇用水準を安定的かつ高水準に維持することであるが、物価の安定はその目標を達成するための必須の条件という考えに基づき、金融政策の目標は物価の安定を保証することにある点により明確になった。そ

---

5) Cobham, D., 2002, pp. 93-94.

して、従来との違いは、金融政策は政府の掲げる経済目標である経済成長と雇用拡大に貢献すべきものであり、そのために物価の安定を保証することが金融政策の目標という位置付けがされた点である。

Ed Balls and Gus O'Donnell (2002)によれば、新しい金融政策の枠組みでは、物価の安定は経済成長と雇用を犠牲にしてはじめて達成されるという考えは退けられている<sup>6)</sup>。むしろ、物価の安定を保証することが、金融政策が長期的経済成長と雇用拡大に最大限貢献できる点と考えられた。このことの含意は、物価の安定を維持できる限りにおいて、中央銀行は政府の景気浮揚策を支援できる制度的枠組みを与えられたことである。しかし後述するように、物価の安定という定義が問題であって、RPIXが物価水準を図る指標として設定されることによって、市場指向的な金融政策は資産価格の高騰を招き、「信用秩序の維持」という中央銀行の使命とは矛盾する帰結をもたらすことになる。

このような政府の金融政策の目標についての変化はBOEの季報に次のように説明されている。金融政策の目標は、第一に、金融政策を施行するために必要な金利水準（政策金利の意味）を目標にして短期金融市場の金利を操作すること。そのための条件として、銀行制度が流動性の管理を効果的に行うことができるようにBOEは貢献しなければならない。第二に、効率的かつ競争力のあるポンド短期金融市場の成長を促進することである<sup>7)</sup>。短期貨幣市場の効率性と競争力の促進を追求するというBOEの第二の目標は、政府の経済成長と雇用拡大という政策目標に則したものと理解できる。

利子率の決定は、BOEの新しい金融政策委員会(MPC)<sup>8)</sup>によって行われることになった。1997年6月、インフレ目標は物価指数であるRPIXの2.5%に

---

6) Ed Balls and Gus O'Donnell, 2002, pp. 44-45.

7) *B. E. Q. B.*, May 1997, p. 204.

8) 構成メンバーは、総裁、副総裁2名（一人は金融政策、もう一人は金融の安定性に責任を持つ）、それら3名は政府によって任命される。その他二人の委員は大蔵大臣との相談の後BOEによって任命される。4名の外部委員は金融の知識と経験を持つものとされており、大蔵大臣によって任命される。最後の6名は任期ごとに任命される。

設定された。それまでの設定の仕方と異なる点は、インフレ目標を明確に2.5%と定めて、1.5%から3.5%という範囲で示すものではないことである。もしインフレ率が目標値の上下1%を超えれば、MPC議長であるBOE総裁は大蔵大臣宛に公開手紙を書き、その原因とその格差が将来も続く見通し、および格差是正策について説明する義務を負う。

## 1.2. 1997年3月と1998年6月の金融調節改革

1997年の金融調節改革に先立つ改革を最初に紹介しておく。1996年4月、手形レポ取引が導入された。その目的は、既存のベース・レート付近に短期金利の安定的な変動パターンをつくれるようにBOEを支援することであった<sup>9)</sup>。さらに、1996年6月、BOEは契約の申し込みに続く3日間に渡りレポ・ファシリティを通じた資金の段階的な供給と回収を導入した<sup>10)</sup>。この短期のレポ操作によって貨幣市場への資金の流出入がスムーズになり、市場参加者の大幅な増加と減少が市場を崩壊させるような影響を及ぼす潜在性を低下させた。

BOEは97年3月3日短期金融市場におけるBOEの金融調節の改革を施行した。既に96年1月ギルト債のオープン取引市場を開設していたが、BOEはそのオープン市場が日中金融調節を拡大するのに適切な規模と厚みをもつ市場に成長するものと期待したのである。そして97年3月の金融調節改革はBOEの日中金融調節をよりいっそう進めるものである<sup>11)</sup>。さらに後述するように、金融調節改革は98年1月外国為替スワップの導入、そして98年6月には、97年の金融調節改革をさらに進める修正が行われて、BOEレポ取引の量的制限の撤廃と続いた。98年6月に導入された金融調節改革は、従来の金融政策の目標を変更するのではなく、目標をさらに達成するための政策であるとBOEは認識している。このような観点から進められた金融調節改革を以下紹介して

9) *B. E. Q. B.*, Nov. 1996, p. 367.

10) *B. E. Q. B.*, Nov. 1996, p. 367.

11) BOE (1997). "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets", 日中金融調節についての第1章での記述は全てこの報告書に拠る。

おこう。

## (1) 1997年金融調節改革

### i) 日中オペレーションの運営方法

- ① BOEは1日のなかで金融調節を行う設定時刻において(表1に示される1日3回)、市場における流動性の過不足予想を公表する。そして例えば、仮に貨幣市場の銀行ポジションはマイナスであり、その不足分が資金調節を必要とするほど大きければ、BOEはオペ操作の実施をアナウンスする。
- ② 公開市場操作(OMOs)は一般的に固定金利で実施されるが、BOEは場合によって入札を通して、変動金利ベースで操作することを選択する。通常の固定金利での入札の場合、BOEはオペの実施にあたって取引相手を招く際に、オペの金利を伝える。変動金利ベースで金融調節を行う場合は、入札形態はその実施時間かあるいは予め前もって報告される。
- ③ 固定金利でオペを行う際、それぞれのオペ操作の実施時間帯において、

表1 BOEによる貨幣市場での日中オペレーション

改革前			97年3月以降			98年6月の改正点		
時間	対象	名称	時間	対象	名称	時間	対象	名称
9時45分	一般	ラウンド	9時45分	一般	ラウンド	9時45分	一般	ラウンド
12時	一般	ラウンド	12時	一般	ラウンド			
14時	一般	ラウンド	14時30分	一般	ラウンド	14時30分	一般	ラウンド
14時45分まで	ギルト債市場 メーカー	特別レポ・ ファシリティ	15時50分から 15時55分まで	決済銀行及び 割引公社	特別レポ・ ファシリティ	15時30分	一般	特別レポ・ ファシリティ
14時45分から 15時30分まで	割引公社	特別レポ・ ファシリティ						
15時まで	決済銀行	特別レポ・ ファシリティ				16時20分	決済銀行	特別レポ・ ファシリティ

(出所) BOE, *B. E. Q. B.*, Feb. 1997. より作成

(注) 97年3月改正における特別レポ・ファシリティの割引公社への適用は、98年6月改正までの移行期間だけ。

特別レポ・ファシリティは、資料で‘late repo facility’と表現される。

BOEは取引相手を招いて次のことを報告する。すなわち、オペ操作で獲得を希望するギルト債総額、その範囲でレポによって要求されるギルト債額、アウトライト購入によるギルト債額である。個々の取引相手はそれぞれの実施時間帯において予想される資金不足以上に入札することを許されない。資金を市場に供給する際、BOEは通常レポとアウトライト売却を対等に扱い、二つのタイプの取引を区別しないが、時折一方を他方より優先的に取り扱うケースもある。

- ④ 現在、それぞれの実施時間帯においてBOEが供給する資金量は予想不足分の一部あるいは全部であるかもしれないし、通常は予想額以上にはならない。仮にオペのいずれかの時間帯で供給を割り当てたい金額を固定金利のオペにおける資金の入札総額が上回れば、通常どちらかのタイプの取引に関わりなく、入札を事前にチェックする。
- ⑤ BOEが固定金利でオペを実施する場合、取引相手は資金調達する際に金利を申し立てることはできない。すなわち、より高い金利で資金を入札することに優先権を与える現在の慣行は廃止される。レポによって資金供給が予定される場合、BOEが公表するレポ金利が適用される。他方、BOEによる手形のアウトライト購入によって資金が供給される場合には、公定歩合が適用される。

## ii) アウトライト取引とレポ取引の満期

BOEの日中オペによって資金が供給される際の満期は、今日まで取引対象債券の満期に則して設定されてきた。BOEがアウトライトでの手形購入をオフターする場合、手形の満期までの残存期間はバンド1（1-14日）、バンド2（15-33日）であり、さらにバンド3（34-63日）、バンド4（64-91日）まで延長して、オペの対象とすることができる。このようにオペの満期に幅をもたせることは、アウトライト購入にとって必要である。なぜならば、仮に単一の満期日をもつ手形にオペが集中すると、特定日に満期を迎える多額の手形

を市場で流動化することが困難になると予想されるからである。他方、レポ取引によるオペ操作に関しては、レポより長い満期をもつ証券をBOEは受け入れて資金を供給するので、そのような制約はない。実際、近年のBOEのレポ取引によるオペの満期は平均で約2週間である。レポの取引相手にとってのこの満期をBOEはほぼ維持するつもりであるが、日常的な資金過不足が見込まれる将来の動向を円滑にするために、1日前後の満期の変更は可能である。すなわち、そのような必要性からBOEは金融調節を行う際、満期日の特別の組み合わせが前もって示される。通常は2週間後の取引日に加えて、その前後の日にレポ取引を要請する。また、しばしばBOEに対するアウトライト売却へのオファーもまた要請されるが、その手形は満期の残余期間が最長期のレポ取引の満期までであるものである。しかし、BOEは受取日から7日以内の銀行手形をアウトライトでは購入しない。

取引相手はBOEによって指定されたレポの満期のなかでどれも選択する権利がない。通常、BOEは特定の満期日を越えて供給の準備をしていた資金を配分するのは、それぞれのラウンドにおけるレポ取引が等しく実施される場合である。ただし、日常的に資金の過不足予測の将来動向を円滑にする必要があれば、BOEは満期日を越えて偏った資金配分を行う。

### iii) 日中オペレーションの実施時間帯

BOEによる日中オペ操作はこれまで12時と14時に実施されてきた。それに加えて、当日の見込み資金不足が大きければ、追加的オペが9時45分に行われてきた。9時45分と14時はBOEの金融調節にとって適切な時間であるが、ここ近年は当日の取引の終了時まで市場参加者が流動性を管理することに積極的であったので、14時という時刻はBOEのオペの最終操作時間帯として望ましいというより時間的に早すぎると考えられた。その結果として、BOEの2時45分からの日中特別融資ファシリティ<sup>12)</sup>の利用が増加した。

そこでBOEによるオペの最終時間帯は14時30分を実施される予定となっ

た(表1を参照)。この時刻は市場調査が示すところでは現在の現金支払い決済制度タイムテーブルの下で可能な1日の最終時刻である。こうしてBOEの日中操作は、9時45分(もし必要であれば)、12時および14時30分に設定され、当該取引日の最終時間帯を越えて最後に行われる銀行準備の調整を単純化する変更が予定された。この点は後述する。

これらの改革が一旦機能し始めると、BOEは月2回のギルト・レポ取引は通常ベースで使用される必要はないと期待する一方で、月2回のレポ取引は新たな金融調節への移行を容易にするために当面は利用し続ける予定であると主張した。

さらに、貨幣市場で早朝オペが行われる9時45分とギルト債競売の入札の締め切り時間となる10時との間に衝突が生じる可能性がある。この衝突を避けるために、BOEはギルト債入札の締め切り時間を10時30分に変更することを決定した。それは1997年3月23日より開始された。

#### iv) 決済銀行にとっての日中特別レポ・ファシリティ

97年3月までBOEが金融機関に対し通常のレポ実施時間帯後に利用可能にしていた方法として、制限はあるが割引商社に対する担保貸付ファシリティ(14時45分から15時30分まで)、ギルト債マーケット・メーカーに対する同様のファシリティ(14時45分)、決済銀行からのTBの購買を準備するスタンディング(15時まで)がある。これらのファシリティの目的は、市場参加者が市場における取引日の終了時のいかなる不均衡も調整できるようにすることであったが、表1が示すように、適格対象金融機関によって特別レポ・ファシリティの時間帯が異なり、当局の外部には分かり難かった。

そこで、97年3月にBOEは通常の日中オペ操作の最終実施時間帯を14時

---

12) 原語はlate lending facility。本稿では日中特別融資ファシリティと訳している。通常の制限時間内のレポはラウンド(round)と呼ばれており、'late lending facility'は制限時間外に行われるという意味でそのような訳をつけている。

から14時30分まで延長し、また分散されていた日中特別レポ・ファシリティの簡素化を行った。BOEは日中流動性の不足があるかどうかを早めに公表し、最終実施時間帯を延長することによって、金融機関が遅れてBOEの流動性にアクセスする必要性は低下すると予想したのである。オープン市場におけるBOEの最終オペは14時30分を実施されるので、BOEに遅れてアクセスする必要性は決済銀行にとってのみ生じる。決済銀行はその他の市場参加者に卸売り支払いサービスを提供し、取引日の終了時にBOEに保有する決済残高を調節する必要がある。

BOEは決済銀行に対して15時50分から15時55分までの間だけ特別レポ・ファシリティの利用を準備する。その場合に適用される金利はオペ操作のレポ金利に0.25%を上乗せたものである。そのようなBOEによって準備される流動性の供給は、BOEが必要性を認める限り、いかなる決済銀行に対しても行われる。

個々の決済銀行はその段階での将来の不足見込み金額以上に申し込むことはできない。しかし、その他の点でBOEは個別銀行のこのファシリティへのアクセスに対していかなる事前の制限も課さない。このファシリティの利用は、通常BOEによる14時30分のオペの時刻に予想されなかった不足やその後予想もせず生じた不足のためだけに限られることが意図されている。もしそれ以外の目的でファシリティが利用されれば、資金は決済銀行から引き戻される。

通常はBOEが他のやり方を指定しない限り、特別レポはオーバーナイトの満期で行われる。このファシリティで利用される適格担保はBOEによる通常のオペ操作のそれと同じである。15時50分少し前にBOEは取引日の資金不足の最終的見積もりを発表し、ファシリティはその日に利用可能かどうかを伝える。もし決済銀行からの申し込み金額はBOEが供給するのに必要と考える金額を超える場合は、その資金のオファーを事前に格付けする。なお、特別レポ・ファシリティへのアクセスはこの移行期間ディスカウント・ハウスにも利用可能である。

## (2) 1998年6月のオペレーション改正

1997年の金融調節改革は、BOEの日中オペレーションでのギルト債レポの使用と取引相手の対象枠の拡大を含んでいた。その他に、通常のレポ実施時間帯の延長と特別レポ・ファシリティの簡素化、および割引商社とギルト債市場メーカーを異なる専門金融仲介機関として区別する規定の廃止が内容として含まれていた。そして、1998年6月に再びBOEのオペレーションに修正が加えられた<sup>13)</sup>。この改正によって、①オペ操作の対象担保範囲が97年3月よりさらに広げられ、②特別レポ・ファシリティの取引時間が延長された。

①については、日中オペ操作の担保としてギルト・ストリップ債が追加された。BOEはギルト債、大蔵省証券、適格地方自治債、銀行手形、市場性外国政府外貨建債券のレポ取引および、手形のアウトライト販売によって資金調達の入札を市場取引相手に呼びかけるが、それに加えて、BOEは98年初めにオペレーションの対象範囲を拡大し、ギルト・ストリップ債を含める措置をとった。BOEのレポによるオペ操作の満期は約2週間であるが、日中資金過不足の将来の変動をスムーズにするため、日によっては多少の変化は生じうる。さらに最も満期の長いレポまでの残余期間をもつ適格手形をアウトライトで購入する準備をすることによって、流動性供給の安定化に配慮する。

②については、一般業者向けに15時30分のオーバーナイト・レポ操作が創設され、決済銀行にとって特別レポ・ファシリティの利用時間が延長された。BOEはオペ操作の回数を3回から2回へ減らし、9時45分と14時30分の時間帯は維持された。それら二つの操作時間帯は、BOEが市場の資金需要を効果的に満たすためにオペを行う点で最も適切であると市場から考えられている。97年3月に日中レポ操作の最終取引時間が14時から14時30分へ延長されたことによって、一方ではBOEが主張するように一般取引業者は特別レポ・ファシリティへアセスする必要性を減らすことが期待されるが、他方で活況

13) *B. E. Q. B.*, Aug. 1998, "The Bank of England's operations in the Sterling money market", p. 202を参照。98年の改正点についての記述は、全てこの資料に拠る。

を呈した市場取引が資金需要を高める状況では、レポの最終実施時間帯の終了間際でも BOE からの融資需要は依然として残ると見込まれたのである。

そこで、BOE は 14 時 30 分のレポ実施終了後、もし市場は BOE から流動性をさらに必要とすれば、15 時 30 分にオーバーナイト・レポ操作を実施することにした。すなわち、全ての取引相手は、ギルド債、適格手形、政府外貨建債券のレポ取引を通じて BOE のレポ金利以上の金利で資金調達の入札にアクセスできるようになった。ただし、移行期において割引商社が以前利用できた 15 時 50 分の特別レポ・ファシリティ制度は廃止された。決済銀行については特別オーバーナイト・レポの形態を 16 時 20 分に利用できることにした。それによって他の市場参加者に卸売り支払いサービスが提供され、日中の最終時に BOE の市中銀行預金残高を調節する必要があるからである。レポ取引時間の延長を考慮して、貨幣市場においてイギリスの支払機関の傘下組織である支払・手形交換サービス協会 (APACS, Association for Payment Clearing Services) は決済銀行が手形交換所自動支払制度 (CHAPS, Clearing House Automated-Payments System) 機構を利用できる時間帯を延長した。この改革は日中流動性を効果的に管理する市場参加者の能力をさらに向上させることを意図していた。

なお、オペレーション操作の適格取引相手の対象枠については、97 年 3 月の改正において定められた内容が踏襲される。すなわち、銀行 (決済銀行)、住宅貸付組合、証券会社であり、これらは一定の機能必要条件を満たし、オペ操作に参加することを望む限りにおいてである。

### 1.3. 1998 年銀行法

1997 年 10 月、国債管理の政府機関としての BOE の役割は新たな政府債管理局に移譲される一方で、銀行監督という BOE の任務は新たな金融サービス機構 (FSA) に移譲されることが決定された。そして 1998 年 6 月、イングランド銀行法が設定された。

新しい金融政策の枠組みにおいて、大蔵省は MPC が達成しなければならな

い目標の設定を含めた枠組みを設計する点に責任をもち、また新しい枠組みの成功を監視すること、MPCが説明責任を果たせるよう監視することを任務とする。他方、BOEは政府によって明確にされた目標を満たすために操作上の責務を負うこととなった。確かにインフレ目標を設定するのは大蔵省であるが、目標がいったん設定されれば、その目標を満たすためにどの程度の金利水準が適切であるかという点は技術的な問題となった。そのような技術的な決定は独立のそして十分に説明責任を果たせる専門家によって行われるのが最善であるので、新たな政策の枠組みの下で利子率の設定に責任を持つのはMPCとなった<sup>14)</sup>

BOEは大蔵省によって決定されるインフレ目標を維持することが第一義的責務となり、政策運営の点では政府からの独立性を得たのである。しかしBOEは政府の経済政策から切り離された存在ではなく、むしろ物価の安定を保証できる限りにおいて、政府の経済政策を支援することが要請された。先に指摘したように1997年5月労働党政権発足によって政府が経済目標を追求する中で、金融政策の最終目標について、物価の安定に加えて、経済成長と雇用拡大が付加されたのである。そのような中で、BOEは個別の銀行規制・監督業務をFSAに委ねることによって、かかる業務から解放されて金融政策を行うことができるようになったといえるのではないか。

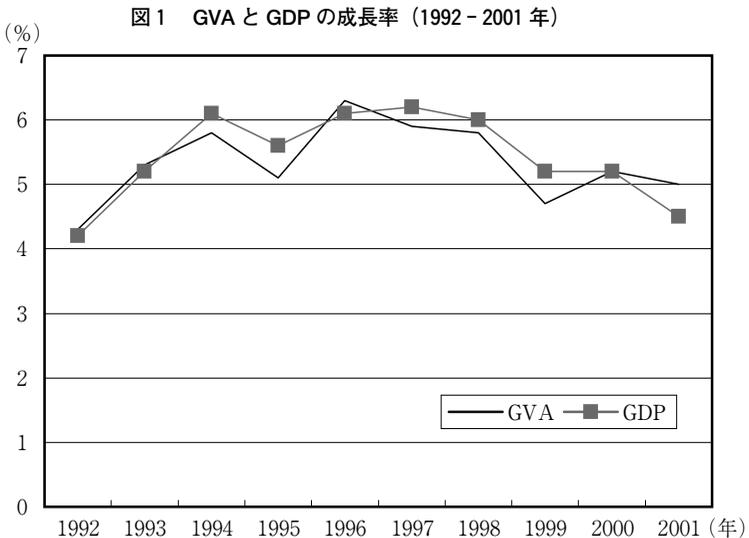
そもそも、BOEの金融政策と銀行規制・監督業務が分離される背景には、BOEのこれまでの銀行監督責任の問題のほかに、金融コングロマリット、資本市場全体の監督責任までも負うことに限界があるからであった。そこで個々の金融機関における健全性の問題はFSAに委ね、効率的な規制と監督を目指したといえる。しかし果たして、独立したFSAが個別銀行の規制監督業務を行い、銀行の健全化を図ることによって、信用秩序の維持は達成されていったのだろうか。第2章以下でその点を考察してみたい。

---

14) Ed Balls and Gus O'Donnell, 2002, p. 49.

## 第2章 金融調節の実際と帰結

この章では1990年代後半におけるBOEによる実際の金融調節がどのようなものであったのかを具体的に述べてみたい。この考察に先立ち、90年代のイギリスの実体経済について若干触れておくと、イギリスは1992年9月の通貨危機に見舞われた後、同年GDP成長率はマイナスを記録したが、94年からポンド安を梃子にした輸出拡大が契機となり徐々にイギリスの景気は回復した(図1)。90年代後半は国内の設備投資と民間消費の順調な拡大が実体経済を支え、それに加えて住宅投資と結びついた不動産投資と株式投資が活発化した。このような経済活動は資金需要の増加を生み出す。すなわち、90年代前半の不況を克服し、景気は回復局面を迎え、それゆえ実体経済の拡大過程が惹起する旺盛な資金需要を背景にして、BOEの金融調節は実施されていった点を最初に確認しておきたい。

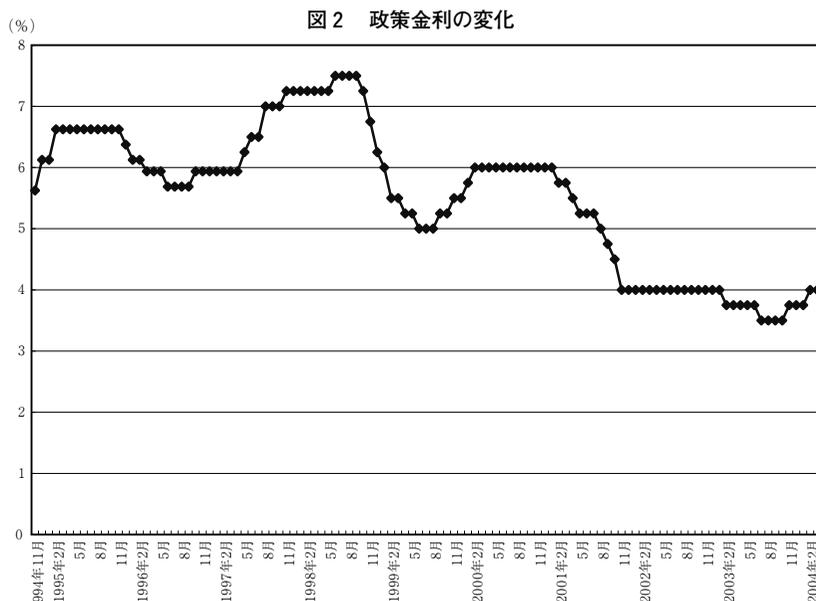


(出所) National Statistics, *Census 2001*, 14 Nov. 2003, p. 8.

## 2.1. 金融調節の実際

金融政策の手段は政策金利の変更と貨幣市場の資金過不足を調整する金融調節である。最初に、BOEの政策金利の変化をみておこう。BOEによる政策金利の変更は、金融市場へのアナウンス効果および実体経済へ効果を狙う金融政策の基本的スタンスを示している。図2が示すように、1995年末から2001年末までBOEの公定歩合ないしレポ金利が下降と上昇を繰り返すストップ・アンド・ゴー政策がとられている。政策金利の変更でみた時期区分を示せば、表2の通りである。BOEはRPIXの変動から窺える将来の期待インフレを睨みながら政策金利を小刻みに変化させていたことが理解できる。

金融調節は貨幣市場における資金の過不足から生じる短期市場金利の大幅な変動を吸収するために実施される。金融調節の手段、すなわちリファイナンスの手段は大蔵省証券と引受手形を対象とするアウトライト購入、レポ取引およ



(出所) BOE, *Monetary and Financial Statistics*.

表2 政策金利の時期区分

i	1995年12月～96年10月	公定歩合は下降
ii	1996年10月末～98年10月初め	公定金利は上昇 (1997年5月6日からレポ金利を採用)
iii	1998年10月初め～99年9月初め	レポ金利は下降
iv	1999年9月初め～2001年1月	レポ金利は上昇
v	2001年2月初め～2003年11月初め	レポ金利は下降
vi	2003年11月～	レポ金利は上昇

(出所) 図3による

び特別レポ・ファシリティの三つである。表3によって1980年～2001年までをみると、1996年1月のオープン・レポ市場の開設とレポ取引を中心とした改革によって、96年以降はレポ取引が金融調節の中心となっている。また、表4は1997年1月から1999年12月までを月別で示したものである。貨幣市場ポジションは月ごとに大きく変動しているが、その過不足をレポ取引が圧倒的に調節している姿が描かれている。例えば、1997年1月では税収の増加による中央政府借入必要額（CGBR）がマイナスであり、かつギルト債競売が増加したため、貨幣市場で不足が生じたが、レポ取引が38億ポンドの資金を提供した。

BOEのスムーズなオペレーションは、貨幣市場の資金の過不足に対して機動的かつタイムリーに働きかけることで、貨幣市場の円滑な資金配分機能を果たす。貨幣市場が効率よく資金調整を行えば、政策金利であるレポ金利と市場金利とのスプレッドは縮小するはずである。そこで新たな金融調節方式が導入される1997年3月以前と以後における二つの金利の変化を比較してみたい。

図3は各月毎の政策金利<sup>15)</sup>とオーバーナイト銀行間貸付金利との格差を示している。政策金利を基準とする市場金利のボラティリティは1995年9月か

15) 1997年5月以前はBOEの公定歩合、それ以降はレポ金利を指す。市場金利はオーバーナイト銀行間貸付金利で、各月の最終金曜日のレートを取っている。

(単位：100万ポンド)

表3 BOEによる貨幣市場での資金操作

会計年度	貨幣市場 ポジション (A)		相殺操作		BOEの決済 預金残高 (A+B)	BOEの決済 残高 (A+B)
	純増 (+)銀行の 引受手形	純増 (-)大蔵省 証券	その他	合計		
1980/81	-3,350	1122	..	..	..	..
1981/82	-4,806	4,051	..	..	..	..
1982/83	890	-955	..	..	..	..
1983/84	-3,032	3,587	..	..	..	..
1984/85	524	-2,697	..	..	..	..
1985/86	3,716	-2,028	-1,560	-3,712	4	..
1986/87	4,382	-3,298	-333	-4,246	136	..
1987/88	605	-2,464	-2,534	-859	-254	..
1988/89	6,248	-5,714	101	-6,073	175	..
1989/90	4,550	1,093	-186	-4,827	-277	..
1990/91	-1,189	2,159	489	1,358	169	..
1991/92	-247	-1,541	459	133	-114	..
1992/93	-6,008	-566	2,457	6,132	124	..
1993/94	-6,166	2,236	2,002	5,986	-178	..
1994/95	13,318	-4,096	-4,397	-13,305	14	..

会計年度	貨幣市場 ポジション (A)		相殺操作		BOEの決済 残高 (A+B)	BOEの決済 残高 (A+B)
	純増 (+)銀行の 引受手形	純増 (-)大蔵省 証券	その他	合計		
1995/96	628	3,089	202	-62	2,033	80
1996/97	-8,064	-6,200	-157	-2,082	3,030	390
1997/98	-7,669	700	982	566	1,041	-400
1998/99	6,827	2,396	-	-619	-3,270	102
1999/00	-11,263	-1,285	-	-651	9,171	-76
2000/01	..	..	537	661	2,446	-209
2001/02	..	..	-512	-910	4,851	127

貨幣市場 ポジション (A)	相殺操作		BOEの決済 残高 (A+B)	
	外国為替 スワップ	大蔵省証券 市場発行 (償還)	銀行引受 手形	合計
総額	リファイア ランス	リファイア ランス	銀行引受 手形	合計
特別 ファイア ランス	レポ取引	大蔵省 証券	銀行引受 手形	合計
ファイア ランス	ギルト債	大蔵省 証券	銀行引受 手形	合計
ファイア ランス	外国為替、 ユーロ債	大蔵省 証券	銀行引受 手形	合計

(出所) Bank of England, *Statistical Abstract* 2002-part 1, 5 Dec. 02

表4 決済銀行のBOE預金準備の変動要因とBOEによる貨幣市場での金融調節

(単位:10億ポンド)

	1997年											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
CGNCR (+)	-5.5	5.4	7.3	-0.4	5.4	5.1	-3.7	2.1	2.6	-5.1	3.4	1
ギルト債の純売却 (-)	-3.1	0.8	-2.4	-2.1	-3.3	-3.2	-2.5	2	0.5	-1.6	0.3	-2.6
国民貯蓄 (-)	-0.4	-0.1	0	-0.1	0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
流通通貨 (-)	0.8	-0.2	-1.3	1.9	-1.7	1.2	-0.5	-1.5	1.7	-1.7	-0.5	0
その他	0.2	-1.5	2	-2.1	-0.3	-0.3	1.1	-0.6	-0.1	0.5	1.7	3.9
貨幣市場ポジション	-7.9	4.3	5.7	-3.8	0.1	2.7	-5.7	1.8	4.5	-8.1	4.7	2.2
アウトライト購入 大蔵省証券、銀行引受け手形	2.9	-3.1	-2	0.8	-0.5	0.1	-0.1	0.6	-1.3	0.9	-0.3	-0.1
レポ取引	3.8	-0.2	-2.3	2.6	-0.2	-3.9	6.3	-1.3	-4.6	6.7	-5.3	-2
特別レポ	0.2	-0.2	-0.1	0.3	-0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.3	-0.3	0.4	-0.4
総リファイナンス	7	-3.5	-4.4	3.7	-0.8	-3.5	5.8	-0.9	-5.5	7.3	-5.2	-2.5
外国為替スワップ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
大蔵省証券市場発行および償還	-0.4	0.8	0.8	0.3	-0.9	-0.7	0	0.9	-0.8	-0.8	-0.4	-0.4
総相殺	-5.5	-4.3	-5.2	3.3	0.1	-2.8	5.9	-1.8	-4.8	8.1	-4.8	-2.1
決済銀行預金残高	-5.5	0	0.5	-0.5	0.2	-0.2	0.2	0	-0.2	0	0.1	0
	1998年											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
CGNCR (+)	-10	-1.2	5.3	-2.7	2.7	6.4	-5.2	1.8	2	-8	1.6	2.5
ギルト債の純売却 (-)	0.9	0.1	5.2	0.7	-2.4	-0.2	-2.4	-0.1	0.8	0.5	2.4	0
国民貯蓄 (-)	-0.3	-0.2	0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0	-0.1	-0.3	0	0.1
流通通貨 (-)	0.7	-0.1	1.3	-0.6	-1.5	1.6	-2.1	-0.4	2.1	-1.7	1	-3.2
その他	1.3	-2.2	-5.9	2.6	0	0.9	3.5	-3.9	0.3	0.5	-1.3	4.3
貨幣市場ポジション(A)	-7.4	-3.6	5.9	-0.1	-1.4	8.6	-6.4	-2.6	5.1	-8.8	3.7	3.7
アウトライト購入 大蔵省証券、銀行引受け手形	0.2	-0.2	0.4	0.2	-0.7	-0.6	0	0.1	0	0.8	-0.1	-0.6
レポ取引	5.4	2.3	-4.2	-0.6	1.7	-5.9	4.4	2.6	-4	5.6	-2	-2.4
特別レポ	0.6	-0.4	0	-0.2	-0.1	-0.1	0	0	0.1	0.1	-0.2	0
総リファイナンス	6.3	1.7	-3.7	-0.5	0.9	-6.5	4.4	2.7	-3.9	6.5	-2.2	-2.9
外国為替スワップ	1	2	-2.3	0.8	0.5	-2	2	0	-1.4	2.4	-1.5	-0.5
大蔵省証券市場発行および償還	-0.1	0	0	0	0	0.1	-0.1	0	0	0.1	0	0
総相殺	7.4	3.7	-6	0.2	1.4	-8.6	6.5	2.7	-5.3	8.8	-3.7	-3.4
決済銀行預金残高	-0.1	0.1	-0.1	0.1	6	0	0.1	0.1	-0.2	0	0	0.3

	1999年										
	1月	2月	3月	4月～6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
CGNCR (+)	-10.9	-0.5	5.8	5.2	-4.9	1.2	1.6	-8.9	2.3	9.1	
ギルト債の純売却 (-)	1	0.1	8.5	-4.9	0	5.2	-2.7	-0.3	-1.1	0.1	
国民貯蓄 (-)	-0.1	0.2	0.3	0.3	0	0.1	0.2	0.1	0	0	
流通通貨 (-)	2.4	-0.1	0.6	-0.1	-2.2	1.2	0.3	-1.7	0.6	-5.9	
その他	3	-2.8	-2.3	0	0.6	-1	-0.6	-0.4	1.4	-1.6	
貨幣市場ポジション	-4.6	-3.2	12.9	0.5	-6.5	6.7	-1.1	-11.3	3.2	1.7	
アウトライト購入 大蔵省証券、銀行引受け手形	1.1	-0.6	-0.3	0.1	0.2	0.1	-0.9	0	0.2	-0.5	
レポ取引	0.6	4.3	-8.5	2.5	2.6	-3.5	0.3	9.9	-0.5	-2.4	
特別レポ	0.6	-0.5	0.1	0	0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.2	0	
総リファイナンス	2.3	3.2	-8.7	2.6	2.9	-3.4	-0.8	9.9	-0.5	-2.9	
外国為替スワップ	1.9	0	-1.7	-0.1	1.7	-2	2.2	-1.4	-0.5	-0.3	
大蔵省証券市場発行および償還	-0.1	0	2.4	2.1	-1.8	1.1	0.5	-2.8	2.1	-1.8	
総相殺	4.3	3.2	-12.8	-0.5	6.4	-6.6	1	11.3	-3.1	-1.4	
決済銀行預金残高	-0.3	0	0.1	0	-0.1	0.2	-0.2	0	0.1	0.4	

(出所) Bank of England, *B. E. Q. B.*, の各号

(注1) CGNCR は Central Government Net Cash Requirement (中央政府純現金必要額) の意味。以前は CGBR (中央政府借入必要額) と呼ばれていたが、定義は変わらない。

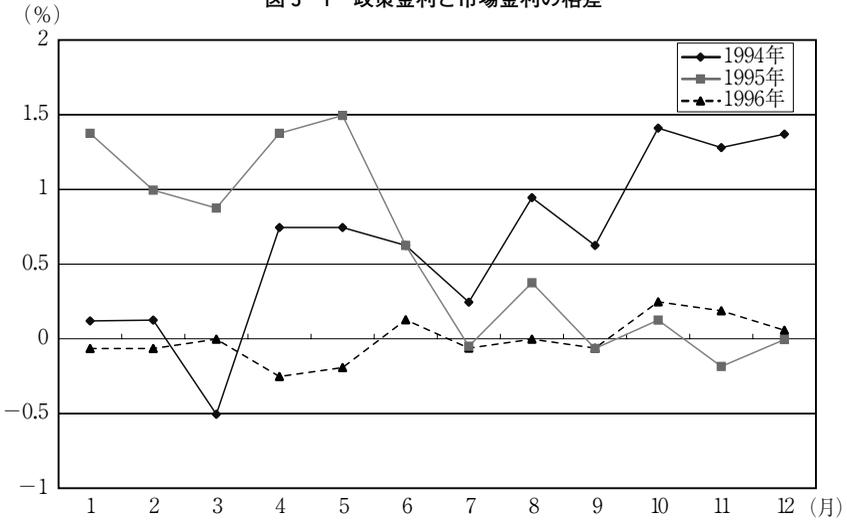
(注2) CGNCR=(+)であれば、財政資金の支払いが受け入れを上回り(財政赤字)、市中銀行の BOE 預け金は増加する。CGNCR=(-)ならば、BOE 預け金は減少。

ギルト債の純売却=(-)であれば、市場から資金が吸収されるので、市中銀行の準備は減少する。ギルト債=(+)ならば市中銀行の準備は増加する。

流通貨幣=(-)であれば、流通現金量の増加を意味して、市中銀行の準備は減少する。流通貨幣=(+)ならば、流通現金量は減少し、市中銀行の準備は増加。

ら低下し始め、オープン・レポ市場が開設される96年を境にして大きく低下したことが窺える。新金融調節が採用された97年3月から同年12月までの期間で、レポ金利とオーバーナイト金利の格差は±0.19%という極めて小さい変動幅に収まった。98年～2000年については、両者の格差は99年12月と2000年12月を除けば±0.5%の範囲内に止まっており、95年以前と比べると、明らかに縮小しているのが窺える。また、98年の金融引き締め時期に着目すると、貨幣市場が資金不足である場合、通常、市場金利はレポ金利を上回る傾向があるが、98年4月以降10月まで市場金利がレポ金利を上回ることは

図3-1 政策金利と市場金利の格差

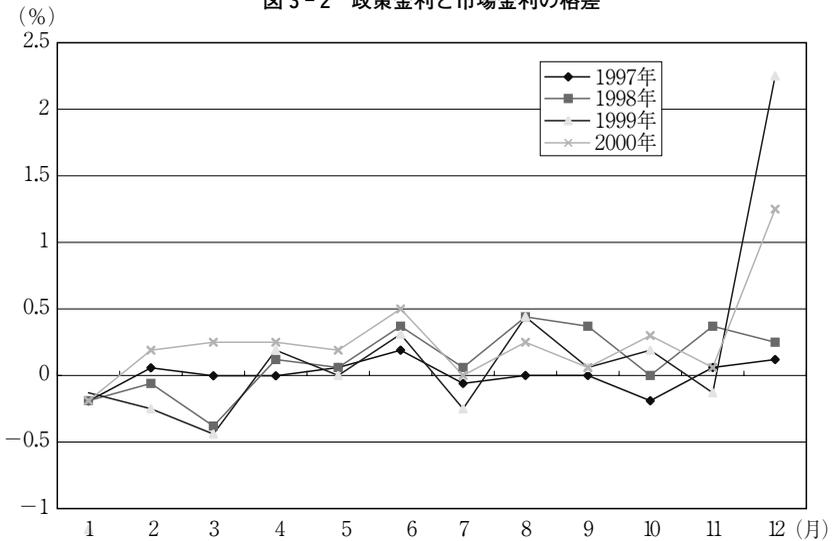


(出所) 市場金利は *Financial Statistics* の各号

政策金利は [http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/abst/ab1t22\\_\\_1.xls](http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/abst/ab1t22__1.xls)

(注) 政策金利は1994年1月～1997年4月まで公定歩合、1997年5月以降はBOEのレポ金利。市場金利はオーバーナイト銀行間貸付金利。各月の最終金曜日のレート。

図3-2 政策金利と市場金利の格差



(出所) 図3-1と同じ

なかった。そのことから推測できる点は、貨幣市場のポジションが不足の時、BOEは先に触れたようにレポ取引を中心とするリファイナンスを機動的に動員することによって、貨幣市場を安定させていることである。ただし、99年12月にみられる金利格差の拡大は、オーバーナイト金利が政策金利を大きく下回ったことによる。これは(iv)金融引き締め時期に、BOEの積極的なリファイナンスと政府の大幅な歳出が重なったことによって貨幣市場が緩和されたことの結果であって、12月以外の月では両金利のスプレッドは縮小した<sup>16)</sup>。2000年12月にもオーバーナイト金利が大幅に下がることによって、両金利のスプレッドが拡大しているが、クリスマス時の現金需要の増加にBOEが資金供給で対応するという季節的要因も働いているといえよう。

以上総じて、BOEは政策金利の変更後、柔軟なオペレーションによって効果的に市場金利を誘導していることに成功していると言える。つまり、スムーズなオペ操作は銀行制度に機動的に準備を供給し、貨幣市場に安定性をもたらしたといえる。

実際のオペ操作の実態を表4でもう一度確認しておく、貨幣市場で資金の過剰と不足が交互に現れているが、資金過不足を調節する点でレポ取引のウエイトは最も高く、98年以降外国為替スワップがその後が続いているのが分かる。BOEのオペ操作において貨幣市場の調節弁としてレポ取引の果たした役割は大きい。すなわち、市場が政策金利のより一層の引き下げを期待して、BOEに有価証券を売り渡すことで貨幣市場が資金不足になる場合には、BOEはギルト債レポ・ファシリティによって流動性を供給して市場金利の低下を図った。またブーム期にSONIA (sterling overnight interbank average) が政策金利を上回る局面には、BOEはギルト債レポ取引あるいは為替スワップによって銀行制度に流動性を機動的に供給した<sup>17)</sup>。例えば、98年7月と8月に貨幣市場は資金不足に見舞われた時、SONIAはBOEの2週間物レポ金利の下に位置する

---

16) BOEの季報によれば、1994年4月から2001年6月におけるオーバーナイトと政策金利とのスプレッドは縮小している傾向がみてとれる。(B. E. Q. B., Winter 2002, p. 425.)

か、レポ金利付近に値をつけた。その期間の安定的な市場金利の動きは、98年8月の金融調節改革によって、全ての取引業者が数量制限なく15時30分の特別レポ・ファシリティにアクセスできたことが作用している。スムーズなオペレーションによって、オーバーナイト金利がオペ操作の最終時刻近くに跳ね上がることはなくなり、2週間物オペ操作の14時30分の最終実施時間帯後に、オーバーナイト金利がBOEのレポ金利を超えることは稀になった<sup>18)</sup>。

## 2.2. オープン市場の拡大と銀行にとっての意義

1990年代後半の特筆すべき点は、BOEのレポ操作によって支えられたレポ市場の急成長である。レポ取引は市場開設と同時に広がり、残高ベースと取引ベースの両方について急速に拡大している<sup>19)</sup>。表5はポンド貨幣市場の取引高を示しているが、レポ取引は1997年から4年間で約2倍に伸びている。また、1990年代後半にオープン市場はレポ市場と貸株市場を中心に拡大した。

レポ取引は個別銀行にとってALMの視点から魅力的な金融手段となり、銀行に営業を拡大・多角化する大きなインセンティブを与えた。クラシック・レ

17) 1998年1月、貨幣市場における適格担保不足から生じる資金不足を緩和するための措置として、外国為替スワップが導入された。この新しい技術の導入の背景をBOE季報は次のように説明している。BOE保有の高水準の貨幣市場資産残高に加えて、小売銀行が当局の指導に従い一定の流動性ストックを保有する必要があったことは、適格担保が需要に比べて不足する状態が続くことを意味していた。その結果、巨額の平均的な日中流動性の必要性を通常のオペ操作によって満たすことはしばしば困難となり、オペ操作の最終実施時間帯の後、金融機関は通常よりもオーバーナイト・レポに強く依存することが時折あった。オーバーナイト銀行間金利とギルト債レポ金利が貨幣市場の1日終了時に跳ね上がるので、短期貨幣市場にまたしばしば激しい金利の上昇圧力が加かった。97年第IV四半期ではSONIAはBOEレポ金利より2ベース・ポイントだけ高かったのに比べて、この時期におけるそれは9ベース・ポイントも高かった。そのような高水準の貨幣市場資産残高を考慮して、BOEは98年1月29日、外国為替スワップを実施することによって通常のオペレーションを補うことを発表した (*B. E. Q. B.*, May 1998, pp. 109-110.)。

18) *B. E. Q. B.*, Nov. 1998, p. 309.

19) 貸株市場は97年のオープン・レポ市場の開設とともに拡大し、同市場は2000年に11%を占めた。貸株取引は投資家の空売りを目的とする取引に主に利用されるので、その市場の成長は投機目的の金融取引の拡大を意味している (BOE, *B. E. Q. B.*, Spring 2001, p. 27, Winter 2002, p. 361)。

表5 ボンド貨幣市場の1日平均の取引高

(単位:10億ポンド)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2002年
(1)先物 先物買い契約	40	67	54	45	66.3
(2)レポ市場	14.8	14.7	13.6	17.8	28.1
(3)銀行間市場	6.1	7.5	8	10.4	12.3
(4)CD, 銀行手形, 大蔵省手形					10.6
総 額					117.3

(出所) BOE, *B. E. Q. B.*, Spring 2001, p. 25, Winter 2002, p. 361.

ポ取引の場合、債券の売却と買い戻しの一連の取引期間において、債権保全をはじめとする法的保護が加えられている。それに加えて、その取引の本質が貸付であるという性格から、担保に出された債券に係る権利は取引期間中も債券の売主に帰属するので、資金提供者である債券保有者は市場リスクや金利リスクから解放されている。この理由による資金の貸手と借手のメリットを述べると、①資金の貸し手(=債券の買い手)は、市場リスクや金利リスクを負うことなく、余剰資金を運用できる。しかも、自己資本比率規制との関わりでギルト債のリスク・ウエイトは殆どゼロであるため、格付けが低い銀行の信用を高め、また取引相手を多様化させるインセンティブとして働く<sup>20)</sup> ②資金の借り手(=債券の売り手)の側では、リバース・レポがギルト債のような優良資産によって担保される場合、他のどの貨幣市場手段よりも安い資金調達手段となる。そして債券の流動化によって得た資金は銀行の準備金として利用できるもので、貸付の拡大が可能となる。それに加えて、レポ取引を他の取引と様々に組

20) 取引勘定のレポあるいはリバース・レポに対するカウンター・パーティ・リスクは書類契約の場合次のようになる。AはBに対し100ポンドの資金を貸し付け、Bから五年物債券(市場価格102ポンド)を受け取るとしよう。AとBはそれぞれ20%のカウンターパーティ・リスク・ウエイトが課される。所要自己資本の基準で計算すると、カウンターパーティ・リスクに必要な準備は次のようになる。A  $\max \{0, (\pounds 100 - \pounds 102) \times 20\% \times 8\% \} = \text{nil}$ , B  $\max \{0, (\pounds 102 - \pounds 100) \times 20\% \times 8\% \} = \pounds 0.032$ . (Corrigan, Daniel, and Georgiou, Christopher, 1999, p. 68)

み合わせることによって、先物レート契約、スワップ、先物やオプション等のデリバティブのような広範囲な他の取引を繰り返すことができる<sup>21)</sup>

レポ取引は短期が主流であるが、信用を回転させることによって、中長期的に利用される。そのレポ市場を支えているのが、BOEの機動的な公開市場操作である。日常的なオペの時間延長や適格担保証券対象枠の拡大は、貨幣市場の資金過不足をより迅速に調節する能力を強化した。BOEによって創設され、育成されたレポ市場を背後にもつことで、銀行は準備現金を増強することができ、信用創造を梃子にして新たな流動性を供給することができたのである。

### 第3章 金融政策の評価

#### 3.1. 物価と資産価格の変化

政府の中心的な経済目標は安定した経済成長と雇用の水準を達成することである。低水準で安定したインフレーションはその目的を満たすための主要な条件であるという信念に基づいて、金融政策における政府の第一義的目標は物価の安定を保証することである。それゆえ、物価安定の維持はBOEの主要な責務となる。前章で触れたが、BOEは通貨危機が終息した1993年に、インフレ率を新たな政策目標として、これを最終目標に捉えた戦略に転換した。BOEはあらかじめ目標インフレ率を公表し、この目標に従って政策運営を行う、いわゆるインフレーション・ターゲット方法を採用した<sup>22)</sup> BOEはその時の物価変動と将来の変化予測に基づいて公定歩合ないしレポ金利を変更し、市場金利を政策金利に近づかせるように誘導する政策を行った。好景気の90年代後半以降、RPIXで計る小売価格インフレ率は目標値2.5%を中心に上下1%の範囲で推移した点から、インフレーションのコントロールという視点から見ると

---

21) このような意味において、レポ取引はワン・ストップ・ショップとして機能しており、ある時点での技術水準を有するALMによって必要とされる銀行財務運用の能率化と集中に貢献するものである (Financial Times, *The Banker*, Nov.2001, pp.84-85. BOE, *Financial Stability Review*, 2000, December, p.105を参照。)

22) 松浦, 22ページを参照。

適切な金融政策が施行されたと評価できる。

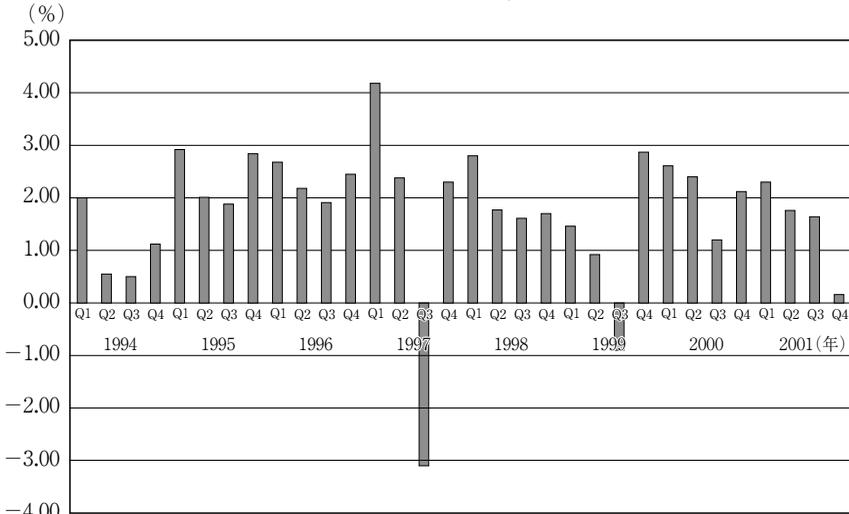
しかし、株式や不動産等の金融資産価格は上昇を続けていったが、この点から金融政策をどのように評価すべきであろうか。そもそも BOE の金融調節の目的は、決済銀行の準備預金を操作上望ましい範囲内に収めることにあり、そのために BOE は日中現金ポジションを相殺するために必要な如何なる支援も行う、と BOE は説明している。それゆえ貨幣市場での資金不足から市場金利が急上昇する見込みがある場合は、BOE はオペレーションによる資金供給を通じて市場金利の安定化を図った。たとえ BOE は金融引き締めを意図して政策金利を引き上げる局面でも、市場金利が政策金利を大きく上回ろうとすれば、スムーズなオペレーションによって市中銀行の BOE における預金準備の増強を図る。このことは、BOE はマネタリー・ベースの量的コントロールによる引き締め策が事実上困難であり、それゆえ、貨幣需要の性格如何にかかわらず、市場からの需要に応じて通貨が供給され続けることを示唆している。実際、図4が示すように、政策金利が引き上げられる97年第Ⅲ四半期と99年第Ⅲ四半期だけはM4の成長率は対前四半期でマイナスを低下したが、それらの時期以外は政策金利の引き上げにかかわらず、M4の伸び率はプラスを記録しており、むしろM4の成長率は金融緩和期より上昇している時期さえある。それゆえ、政策金利とマネー・ストックの変動に相関関係はみられない<sup>23)</sup>

ここでの問題は、どのような種類の貨幣需要が貨幣供給を増やしたかであろう。商業銀行のポンド建て資産構成を表6によってみると、90年代後半の特徴として指摘できる点は、第1に証券投資の比重が90年代前半より増加して

---

23) ところで、マネー・ストックM4の増加率の上昇は名目GDPのそれを上回ると、貨幣流通速度の低下となつてあらわれる。92年のポンド危機からようやく景気が回復した94年後半における貨幣流通速度は1.24であったのに比べて、90年代後半には徐々に低下し、2001年第Ⅲ四半期には1.07となった(BOE, *Financial Statistics*, Dec. 1997, No. 428, p. 48, Dec. 2001, No. 476, p. 59.)。しかし、好景気を反映して貨幣流通速度は一般商品流通では速くなつていたと推測できる。統計上で流通速度が遅くなつているのは、金融流通に必要な貨幣が供給されるので、全体の貨幣集計残高の伸び率が上昇し、それに対するGDPの増加率が下回っているためである。

図4 M4の増加率



(出所) BOE, *Monetary & Financial Statistics Main page*, Money and lending.  
<http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/abst/abl11.xls>

いる。第2に、オープン・レポ市場の開設以来、レポ取引が著しく増加している。資産総額に占める総貸付の比重については、殆ど変化はない。さらに投資の内訳をみると、民間企業の株式のウェイトが圧倒的に多い。また90年代末には外国株式投資の伸長ぶりが目立っている<sup>24)</sup>

次に、表7によって銀行貸付の部門別内訳をみてみると、農業・漁業、製造業、卸売り・小売業の比重は低下した。ホテル・レストラン、輸送・倉庫・通信の比重はほとんど変化がみられない。建築と不動産の比重は増加した。他方、金融部門については、保険会社・年金、個人・個人トラスの比重が増加した。表7では示されていないが、金融仲介機関とは、金融リース、証券ディーラー、

24) 投資総額に占める民間株式への投資の比重は97年49%、2001年62%であり、外国株式投資の比重は97年10%、2001年18%である(BOE, *Monetary and Financial Statistics*, Bankstats.)。

表6 銀行の債券建資産構成

(単位: 100万ポンド)

	銀行券 および 硬貨	イング ランド 銀行預金	貨幣市 場ロー ン	%	銀行引 受手形	%	手形総額	%	レポ	%	総貸付	%	合計投資	%	その他 資産	総債券 資産
1977年	1,334	1,602	20,351	29.7			3,122	4.6			30,994	45.2	4,567	6.7	6,602	68,572
1978年	1,423	1,507	22,293	29.5			2,151	2.9			35,835	47.5	5,156	6.8	7,088	75,453
1979年	1,489	1,246	30,248	32.7			2,688	2.9			43,558	47.1	5,084	5.5	8,112	92,425
1980年	1,591	485	32,771	30.3			3,356	3.1			53,973	50.	6,783	6.3	9,064	108,023
1981年	1,612	480	39,560	30.1			2,721	2.1			68,129	51.9	7,896	6.0	10,859	131,257
1982年	1,586	643	49,586	31.1			2,127	1.3			85,127	53.3	8,389	5.3	12,137	159,385
1983年	1,938	644	53,708	28.9			3,228	1.7			100,023	53.9	12,270	6.6	13,466	185,664
1984年	2,006	764	63,497	29.5			3,822	1.8			114,369	53.1	14,826	6.9	15,577	215,322
1985年	2,313	750	71,365	29.4			3,984	1.6			132,157	54.5	15,169	6.3	16,201	242,513
1986年	2,608	1,013	87,408	29.5			5,260	1.8			158,983	53.6	20,533	6.9	20,371	296,703
1987年	2,994	1,065	99,180	28.1			7,615	2.2			197,630	55.9	21,605	6.1	22,584	353,493
1988年	3,405	1,278	116,353	27.3			9,442	2.2			251,171	58.8	19,886	4.7	24,379	426,871
1989年	3,890	1,641	136,202	25.1			12,622	2.3			335,007	61.8	24,421	4.5	26,832	541,933
1990年	3,956	1,693	154,733	25.4			14,408	2.4			376,150	61.7	26,063	4.3	31,110	609,785
1991年	3,920	1,603	134,139	22.5			13,146	2.2			382,072	64.	30,500	5.1	30,484	597,389
1992年	4,454	1,360	155,029	25.1			11,022	1.8			380,829	61.7	34,146	5.5	29,040	617,158
1993年	4,711	1,598	156,221	24.8			9,507	1.5			386,663	61.3	48,121	7.6	29,112	630,527
1994年	4,983	1,593	171,700	25.7			12,403	1.9			396,304	59.2	55,447	8.3	27,477	668,960
1995年	5,357	1,795	189,057	25.			21,663	2.9			443,887	58.7	66,962	8.9	29,018	755,937
1996年	4,812	2,421	210,018	24.6			13,646	1.6	29,471	3.5	479,778	56.3	79,856	9.4	31,126	852,075
1997年	5,225	2,782	286,219	24.	19,952	1.7	20,200	1.7	103,270	8.7	661,136	55.5	92,635	7.8	50,747	1,192,264
1998年	6,699	1,451	302,445	24.	16,658	1.3	16,317	1.3	128,452	10.2	697,254	55.4	91,182	7.3	53,833	1,257,652
1999年	9,047	1,817	299,312	22.6	12,853	1.	15,199	1.2	141,349	10.7	758,580	57.4	96,623	7.3	51,650	1,321,486
2000年	8,007	1,393	313,467	21.3	10,012	.7	10,112	.7	183,957	12.5	851,027	58.	126,360	8.6	50,555	1,468,327
2001年	6,566	1,529	356,616	22.4	10,627	.7	18,917	1.2	178,904	11.2	923,706	57.9	132,154	8.3	50,428	1,595,380

(出所) Bank of England

(注) 各年の12月のデータ。

投資信託・ユニットトラストであり、その中で投資信託・ユニットトラストの伸び率は著しく高い。それらの金融機関は銀行からの借入資金を短期的な証券投資あるいは不動産投資へ振り向けることが可能であった。図5は2001年～03年における融資部門別の増加率を示している。それによると建設、輸送・倉庫・不動産、個人・個人トラストの増加率が目立っている。以上のように見ると、銀行は直接的または間接的にも証券金融と不動産金融へ向かっていったと推測できる。

銀行にとって証券投資や不動産融資は、実体経済から要請される、いわゆる実需取引から必要とされる貸付とは性格が異なるものである。銀行の証券投資

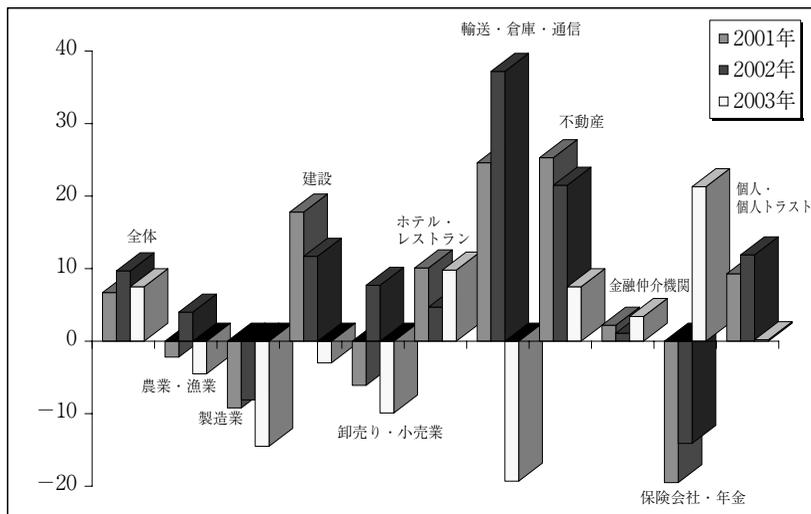
表7 銀行の部門別貸付(貸付残高)

(単位:100万ポンド)

	全体	農業・漁業	製造業	建設	卸売・小売業	ホテル・レストラン	輸送・倉庫・通信	不動産	金融仲介機関	保険会社・年金	個人・個人トラスト	非分類産業										
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%										
1990年	381,940	6,349	1.64	33,706	8.69	11,412	2.94	23,495	6.06	10,464	2.70	6,199	1.60	33,055	8.52	74,764	19.27	2,545	0.66	147,616	38.1	37,945
1991年	394,962	6,297	1.59	30,892	7.84	10,146	2.57	22,514	5.70	8,876	2.50	6,240	1.58	31,169	7.89	78,744	19.94	3,036	0.77	157,864	39.8	38,378
1992年	445,819	6,379	1.43	35,100	7.87	8,414	1.89	24,701	5.54	10,058	2.26	9,129	2.05	29,991	6.73	89,055	19.98	3,317	0.74	185,931	41.7	42,974
1996Q3	465,366	6,561	1.41	37,713	8.10	7,891	1.70	25,806	5.55	11,341	2.44	10,059	2.16	29,452	6.33	95,049	20.42	3,149	0.68	192,042	41.3	44,882
1997Q2	619,655	7,112	1.15	39,037	6.30	7,231	1.17	26,790	4.32	10,800	1.74	11,358	1.83	32,090	5.18	114,487	18.48	5,249	0.85	313,849	50.7	50,330
Q1	661,321	6,731	1.02	39,737	6.02	7,040	1.07	28,349	4.29	10,383	1.60	13,174	2.00	34,000	5.15	113,430	17.18	10,811	1.64	346,730	52.5	48,526
Q4	683,368	6,906	1.01	39,661	5.80	7,226	1.06	29,170	4.27	11,037	1.62	13,169	1.93	33,515	4.90	118,832	17.39	11,141	1.63	363,821	52.9	47,938
1998Q1	695,965	7,168	1.03	40,542	5.83	7,260	1.04	29,651	4.26	10,863	1.57	13,591	1.95	34,493	4.96	122,659	16.96	12,459	1.79	368,456	52.9	47,733
Q2	688,639	7,203	1.03	40,383	5.81	7,532	1.08	29,972	4.29	10,643	1.52	13,445	1.92	35,435	5.07	119,009	17.03	12,914	1.85	374,630	53.6	46,508
Q3	719,326	7,305	1.02	40,351	5.66	7,758	1.09	30,332	4.25	10,968	1.53	13,121	1.84	37,255	5.22	124,158	17.41	13,310	1.87	381,245	53.4	46,906
Q4	719,644	7,389	1.03	41,441	5.76	7,924	1.10	29,904	4.16	10,848	1.51	13,465	1.87	38,115	5.30	122,059	16.96	14,672	2.04	386,213	53.7	46,696
1999Q1	733,548	7,477	1.02	41,421	5.65	8,018	1.09	29,951	4.08	10,537	1.44	13,605	1.85	39,968	5.45	127,582	17.39	14,630	1.99	392,354	53.5	47,455
Q2	751,923	7,595	1.01	41,388	5.50	8,005	1.06	29,584	3.93	11,374	1.51	13,406	1.78	40,625	5.40	132,956	17.68	15,700	2.09	402,117	53.5	48,511
Q3	763,631	7,740	1.01	40,446	5.30	8,161	1.07	29,292	3.84	11,554	1.51	14,014	1.84	41,641	5.45	133,796	17.52	14,566	1.91	411,479	53.9	50,137
Q4	781,181	7,880	1.01	41,432	5.30	8,482	1.09	29,672	3.80	11,729	1.50	15,368	1.97	43,737	5.60	136,876	17.52	15,596	2.00	419,284	53.7	50,301
2000Q1	803,100	7,961	0.99	41,945	5.15	9,055	1.13	29,853	3.72	13,283	1.65	14,445	1.80	45,611	5.68	139,062	17.32	15,741	1.96	429,255	53.4	56,744
Q2	831,100	8,074	0.97	41,874	5.04	9,653	1.16	29,893	3.60	12,673	1.53	15,575	1.88	48,074	5.79	144,745	17.44	16,396	1.99	438,404	52.8	63,855
Q3	840,453	8,079	0.96	42,929	5.10	10,442	1.24	30,093	3.58	13,627	1.62	15,748	1.87	50,720	6.03	144,896	17.24	17,946	2.13	442,873	52.7	62,072
Q4	842,833	8,139	0.92	42,877	4.67	11,151	1.26	30,867	3.58	14,522	1.61	15,189	1.72	55,655	6.30	148,905	16.77	18,161	2.06	447,027	52.2	68,792
2001Q1	901,304	8,153	0.91	40,367	4.55	12,057	1.34	30,076	3.34	14,450	1.61	16,876	1.87	59,165	6.60	153,739	17.08	17,975	2.00	477,589	53.0	67,177
Q2	907,555	7,923	0.87	40,343	4.45	12,523	1.38	29,824	3.29	15,382	1.69	17,732	1.95	63,363	6.98	146,522	16.14	16,937	1.87	489,825	54.0	65,757
Q3	930,620	7,941	0.85	39,845	4.28	12,996	1.40	29,940	3.22	15,087	1.62	18,535	1.99	66,604	7.16	152,515	16.39	16,458	1.77	500,387	53.8	68,882
Q4	942,181	7,962	0.85	37,484	3.98	13,137	1.39	29,000	3.08	15,656	1.66	18,918	2.01	69,734	7.66	151,399	16.07	14,614	1.55	513,824	54.5	69,272
2002Q1	953,312	7,990	0.84	36,188	3.80	13,192	1.38	28,629	3.00	15,927	1.63	20,991	2.12	73,014	7.66	148,977	15.63	12,311	1.29	527,065	55.3	68,665
Q2	970,507	8,215	0.80	34,713	3.55	13,568	1.39	29,037	2.96	15,095	1.63	20,181	2.14	76,451	7.81	156,124	15.94	11,651	1.19	540,887	55.2	70,460
Q3	1,006,663	8,254	0.82	33,445	3.32	13,996	1.39	29,294	2.91	16,386	1.65	22,629	2.25	80,840	8.03	155,096	15.41	12,220	1.21	558,792	55.5	73,992
Q4	1,033,461	8,284	0.80	34,445	3.33	14,675	1.42	31,220	3.02	16,399	1.59	25,980	2.51	84,723	8.20	153,103	14.81	12,550	1.21	574,933	55.6	75,430

(出所) BOE, Monetary and Financial Statistics.

図5 部門別銀行融資の増加率（単位：％）（対前年同四半期）

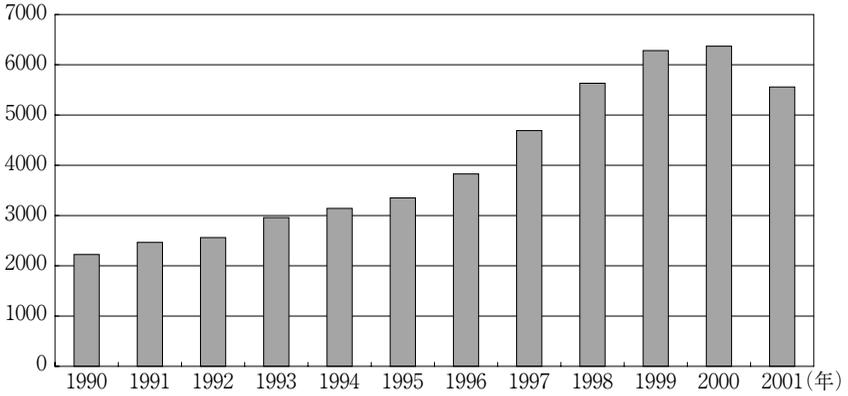


（出所）BOE

に関しては、株券や債券などの資本証券は額面金額のほかに市場価格をもっており、価格変動の激しい商品であって、投機性の強い商品への投資といえる。不動産融資に関しても、土地は適性価格を持たず、ブーム期に価格は上昇を続けるいわば擬制的な資本であって、不動産融資はそうした商品取引を行う業者への融資を意味している。証券投資や不動産融資は、投機性が強く、ハイ・リターンとハイ・リスクの貸付である。それゆえ、銀行が価格変動商品の世界へのコミットを強めることは、銀行にとって市場リスクおよび信用リスクがより大きくなる結果をもたらすため、銀行の健全性を損なうものである。

また、借手側の資金用途に着目すると、借手が投機目的で株式投資や不動産投資を行っている場合、ブーム期が終焉し、そうした資産価格が暴落するに至れば、借手は損失を被るので銀行への返済が不可能になり、その結果銀行の資産は劣化するであろう。そのような意味で、バランス・シートの脆弱性を高める可能性を生み出している。

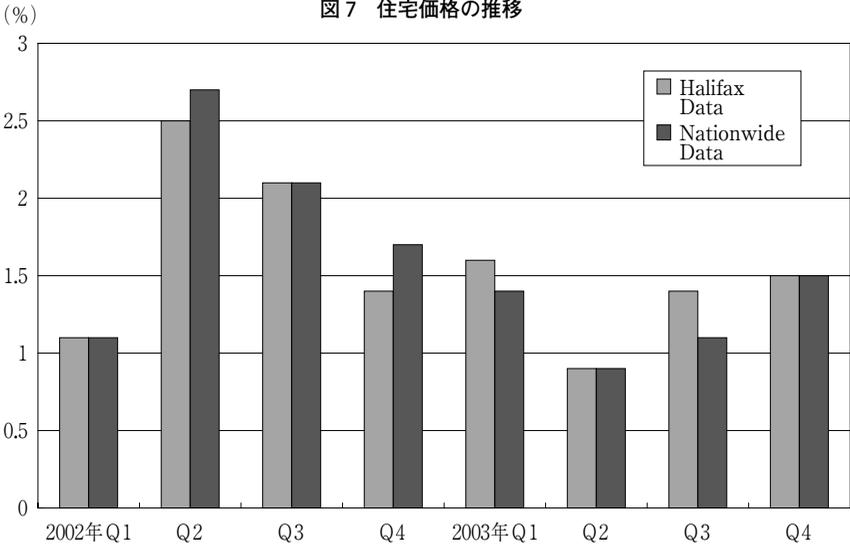
図6 株価の変動



(出所) *Financial Statistics*, various issues.

(注) FT-SE 100 share index : Jan. 1.

図7 住宅価格の推移



(出所) BOE, *Inflation Report*, Feb. 2003, p. 6, Feb. 2004, p. 6.

このような環境下で、確かに小売価格インフレ率は一定程度に抑制されたものの、地価に代表される資産価格は90年代後半に大きく上昇し、資産バブルの様相を呈する状況を生み出したことは留意すべきである(図6, 図7)<sup>25)</sup>これは、通貨が金融流通の中に注入され続け、資産取引を促進し、資産価格の上昇はさらに貨幣需要を増加させるという循環作用が働いたからと言える。90年代末以降、資産価格の上昇にもかかわらずRPIXによるインフレ率は低位に推移していたため、政策金利は2000年2月に6%に引き上げられた後、2001年2月まで据え置かれ、以後段階的に引き下げられていく。そして銀行の積極的な証券金融と不動産金融を支えたのがBOEの機動的な金融調節である。そこで、資産インフレに歯止めをかけることができないBOEの政策に関する理論的欠点について若干指摘しておこう。

BOEの金融政策にとって、物価の安定を計る指標はあくまでRPIXによる小売価格インフレ率であって、資産価格(株価, 地価)はインフレ・ターゲットの指標に含まれていない。その理由は、BOEにおける貨幣機能の捉え方に起因する<sup>26)</sup>すなわち、貨幣の機能は財・サービスの交換手段としてのみ捉えられており、同じ時期の貨幣と商品の交換レートを安定化させることが「物価の安定」を保証するものである。t期の貨幣とt期の商品の交換レートが正確に予想されれば、商品相互の交換の効率性は高まり、すなわち物価は安定する。価格の安定の意味することは、現在消費の貨幣価格(money price)であって、

---

25) 2002年11月時点で、住宅価格は対前年比で30%上昇していた(ハリファックス調べ、日本経済新聞、2002年11月21日)。最近のデータでは、Nationalwide(住宅貸付組合)によれば、住宅価格は04年4月の間増加し、年間上昇率は18.9%となった。このような不動産価格の上昇に、銀行の融資が大きく作用していると思われる。BOEのデータでは、銀行の部門別融資において不動産部門の占める割合は96年に約5%であったのに対し、2002年には8%に上昇した。また、家計部門に対する住宅ローンが90年代後半以降大きく伸びている。1995年における家計部門への融資の占める比率は40%ほどであったが、2002年には55%に増加した。家計部門の借入はもちろん住宅ローンばかりではなく、耐久財購入のためのローン等も含まれている。最近では、個人投資家が銀行から資金を借り入れ、居住目的以外で住宅を購入する例が急増している(日本経済新聞、2004年5月7日)。

26) Vickers, John, *B. E. Q. B.*, Nov. 1999, Nickell, Stephen, *B. E. Q. B.*, Spring 2003を参照。

現在および将来消費の貨幣価格の安定性ではない。そこで効率的な相互の商品交換を容易にするために金融政策ができる最善のことは、 $t$ 期の貨幣と $t$ 期の交換比率を予想可能にすることである。ところが、金融資産の保有は「現在消費」を表すのではなく、「将来消費」を表すのであり、資産保有者は将来、いつ資産を貨幣に転換して消費するのか予想不可能である。したがって、金融資産価格は物価安定の対象には適さないことになる。

また、貨幣機能を商品の交換手段としてのみ捉えるため、決済手段としての機能および保蔵貨幣としての機能が看過されてしまっている。そのため貨幣需要は財・サービス取引に必要なものとしてのみみられており、有価証券および土地を含む資産取引に必要な貨幣需要は考察の対象の外に置かれている。このことは、貨幣の流通分野が商業的流通と一般的流通に限定されてしまい、金融的流通に必要とされる貨幣量が看過されることを意味するものである。

ところで、高騰した資産価格が景気後退期に急激に低下すれば、銀行の資産は劣化するため資金供給機能が十分に機能しなくなることによって、実体経済に大きな負の影響をもたらすことは、歴史的教訓が物語っている<sup>27)</sup>。市場の貨幣需要の性格は問われることなく、需要に応じた通貨供給が銀行制度を通じて弾力的に行われ、それをBOEの機動的な金融調節が支えている。ここに金融政策の陥穽がある。90年代後半のBOEの金融政策は、資産価格の高騰を生み出すという観点から問題を含むものとしても評価すべきである。

### 3.2. プルーデンス政策との関連で～結びに代えて～

---

27) 植草は1980年代後半における日銀の金融政策の問題を次のようにして指摘する。「通貨価値の安定と言う場合、これまでは、一般財と通貨の交換比率、すなわち、一般財の価格を用いて通貨価値を規定した面が強い。そのなかで1980年代後半には、一般物価が落ち着きを維持するなかで、資産価格にバブルを生成してしまった。これは、資産との交換比率という尺度で測った通貨価値の大幅な下落であった。この通貨価値の大幅な下落は、過剰な流動性の供給によってもたらされた可能性が高い。」(植草, 1992年, 129ページ)。植草が指摘するように、「通貨価値の安定」は流動性の供給に起因する価格変動全般を監視下に置き、適切に政策すべきである。

銀行は決済システムを担うものであるが故に、銀行経営に自制と節度が求められる。そこで BIS の自己資本比率規制は、銀行に一定の規律を守らせるべく外的強制力を働かせることを目的として定められたとあってよい。ところが、BOE は同時に、オープン・レポ市場を育成させ、機動的に流動性を供給することによってレポ市場の成長を支えた。レポ取引は、銀行にとって BIS 規制上リスク・ウェイトがゼロとなるギルト債を積極的に購入することによって、資金の貸し手となる契機となった。それと同時に、銀行はレポ取引の借り手となり、現金準備を増強することで信用創造を梃子にオープン市場におけるハイリスク・ハイリターンの資産運用を拡大させていった。

BOE は市中銀行が BIS の自己資本規制を守れる範囲において、市中銀行に信用を供与することでその活動を支える。しかし、銀行にとって BIS 規制の遵守は銀行の健全性を 100%保証するものではない。銀行がオープン市場へ業務をシフトさせ、負債・資産運用が価格変動に作用されやすい構造を抱えることは、銀行にとって信用リスクおよび市場リスクの増幅を意味する。銀行の不動産および証券金融は、ブーム期が継続する限りにおいて一定の収益を確保できるが、ひと度ブーム期が終焉を迎えるやいなや資産価格は下落すると、資産は劣化するという脆弱さを抱え込むことになる。資産価格が収縮し、大銀行のリスクが顕在化し、個別銀行が破綻すれば、決済不履行が生じるというだけでなく、顧客間決済と銀行間清算との間に時間的なズレが避けがたいところから、ある銀行の破綻は他の銀行に波及しよう。それによって連鎖的に決済システム全体の崩壊に至る危険（システムック・リスク）を包摂する。ここでのポイントは、銀行の連鎖破綻をもたらすような流動性危機が生じるような局面に仮になれば、自己資本規制は銀行を守る盾にはなることができない点である。したがって BOE の市場指向的な金融調節は、FSA の信用秩序維持という本来の目標を侵食する可能性を高めるとみるべきであろう。

BOE の個別銀行の規制・監督業務権限の FSA への移譲は、金融環境が変化中、金融行政の強化と効率的な規制・監督を目的としていた。むしろ、BOE

は権限委譲後も金融システム全体の安定性を維持する責任を負う。しかしながら、90年代後半の金融調節は市場指向型の通貨供給をいっそう進ませ、銀行の証券金融および不動産金融を支え、ひいては資産価格の高騰を引き起こしていった。その意味では、BOEの個別銀行の規制監督権限をFSAに委譲してもなお、信用秩序維持という問題は解決されずに残されているといえる。

ここに問題は二つある。第一に、BISの自己資本比率規制は個別銀行経営の健全化を図る上で有効性には限界がある。そうであるならば、FSAによる銀行の流動性管理や自己資本規制等の見直し・強化がもとめられる。第二に、「決済システム」の健全性維持を困難にしているのは、市場指向型の通貨供給という事態の進行であって、健全な「決済システム」を維持するための方策は詰まるところ通貨供給のコントロールであり、貨幣制度の改革なくして問題は解決できないであろう。1998年のBOEとFSAとの分離によって個別の銀行規制・監督業務が強化されてもなお、この問題は未解決のままである。

[付記] 本稿は、2004年5月16日の日本金融学会春季大会（於、神奈川大学横浜キャンパス）における研究発表を加筆修正したものである。本報告に対して、コメンテーターをお引き受けいただいた小林襄治氏に記して感謝したい。

なお、本稿は2003年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。

#### 参 考 文 献

- Balls, Ed and O'Donnell, Gus (2002). *Reforming Britain's Economic and Financial Policy toward Greater Economic Stability*, HM Treasury, Palgrave.
- Bank of England [BOE]. *Financial Stability Review* (2000). "Banking system liquidity: development and issues", December, pp. 93-112.
- BOE. *Bank of England Quarterly Bulletin [B. E. Q. B]*, "Operation of Monetary Policy", various issues.
- BOE. *B. E. Q. B*, "Markets and Operations", various issues.
- BOE (1997). "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets", *A Paper by the Bank of England*, February.

- BOE (2002). *B. E. Q. B.*, “Money market operations and volatility in UK money market rates”, Winter.
- BOE. *Monetary and Financial Statistics*, Bankstats. (<http://www.bankofengland.co.uk/Links/setframe.html>)
- BOE. Money market intervention rates : changes in Bank minimum lending rate, minimum band 1 dealing rate and repo rate. ([http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/abst/ab1t22\\_1.xls](http://www.bankofengland.co.uk/mfsd/abst/ab1t22_1.xls))
- Bonetti, S. and Coham, D. (1992) “Financial Markets and City of London”, *Markets and Dealers : The Economics of London Financial Markets*, (edited) Cobham, D., Longman, London.
- British Bankers’ Association (2002). Vol. 19.
- Corrigan, Danel, Georgiou, Christopher, and Gollow, Janathan (1999). *Repo, the ultimate guide*, Pearls of Wisdom Publishing Ltd.
- Cobham, David (2002). *The Making of Monetary Policy in the UK, 1975-2000*, John Wiley & Sons Lit, West Sussex.
- Financial Times (2001). *The Banker*, “Tripartite repo : a flexible friend”, pp. 84-85, November.
- Haseler, S. and Reland, J. (2000). *Britain & Euroland : A collection of essays*, Federal Trust.
- McRae, H. and Cairncross, F. (1984). *London as a Financial Centre*. (中前忠訳『キャピタル・シティ』東洋経済新報社, 1986年。)
- Nickell, Stephen (2003). “House Prices, household dept and Monetary policy”, *B. E. Q. B.*, Spring, pp. 131-136.
- Temperton, Paul (1994). “The London money market”, in *Global Financial Centre*, (edited) Richard Roberts, International Financial Centre, An Elgar Reference Collection.
- Vickers, John (1999). “Monetary Policy and asset prices”, *B. E. Q. B.*, November, pp. 428-435.
- 植草一秀『金利・為替・株価の政治経済学』岩波書店, 1992年。
- 小林襄治「金融サービス市場法の成立」『証券経済研究』第28号(2000年11月), 79-95ページ。
- 中北徹「英国金融監督制度の歴史—その2—」(『月刊資本市場』2002年11月(No. 207), 41-54ページ。
- 坂本恒夫「金融ビッグバン以降の英国銀行経営における戦略リスクの増大—ナットウエスト・グループを事例として—」明治大学『経営論集』47巻第2, 3合併号, 2003月, 36-55ページ。
- 鈴木芳徳編『金融論』ミネルヴァ書房, 1995年。
- 鈴木芳徳「金融自由化と成熟経済」『神奈川大学創立70周年記念論文集』3-22ページ。
- 松浦一悦「イギリスにおける銀行規制と監督」同志社大学人文科学研究『社会科学』2003年8月, 第71号, 1-33ページ。