

# Bank of England の中央銀行 としての独立性と金融政策

植 田 宏 文

- I はじめに
- II マクロ経済パフォーマンスと金融政策の変遷
  - 1 マクロ経済パフォーマンス
  - 2 金融政策の変遷と評価
- III BOE の政府からの独立性と機能
  - 1 BOE と政府の関係
  - 2 ターゲットとしてのインフレーション
  - 3 金融政策の決定と運営
- IV 金融システムの安定性
  - 1 プルーデンス（早期是正措置）政策の内容
  - 2 不良債権問題への対処
- V 結びに代えて

## I はじめに

1694年に創立された Bank of England（以下、BOEと略記）は、当初は民間銀行としてスタートし、1946年に労働党政権の下で国有化された。世界でスウェーデンの中央銀行に次ぐ300年余の古い歴史をもつBOEは、今世紀に至るまで欧州地域はもちろん世界各国の経済の発展に貢献し「中央銀行」の模範として高い名声を得ている。しかし、中央銀行としての政府からの独立性に関しては非常に低く、特に国有化されてからは金融政策の決定権限は大蔵省に確保され続けているままである。BOEは、大

蔵省の指針に基づき政策運営を主として遂行する機関にすぎないとの評価も存在している。また1979年に銀行法が制定されるまでは、BOEに法的な銀行監督権限も与えられていなかった。

ヨーロッパ大陸のEU加盟諸国が、通貨統合を目指して次々と金融改革を打ち出している中でイギリスは立ち遅れ、その経済力の低下<sup>1</sup>とともにロンドン「シティー」は、主要な国際金融市場としての地位を後発のフランクフルトやパリ市場に脅かされつつある。しかし、各国の金融政策・制度を分析する時、BOEの行動は常に注目され論争の引金になっている。例えば、古くは金融政策の復活として期待された「ローザ (Roosa) 効果」の重視策から、近年のマネタリズム政策の実施、通貨統合を巡る見解、ERM (Exchange Rate Mechanism) への加入と脱退等が挙げられる。

このような中で、イギリスは1992年10月にインフレーションを金融政策のターゲットにすると発表し、同時にBOEと政府の関係にも変化が生まれてきた。それは、金融政策の方針を決定するために開かれる大蔵大臣とBOE総裁との月例会議の議事録 (Minutes of Monthly Monetary Meeting between the Chancellor of the Exchequer and the Governor of the Bank of England) を公表するようになったためである。両者の独自の意見が明示され、金融政策決定に関して透明性 (transparency) と責任 (accountability) の所在が明確化されるのに貢献したと評価されている。これは、ロール委員会 (Roll (1993)) の「BOEはインフレ・バイアスを持ちやすい政府から独立させるべき」という報告等を受けて実現したものである。

本論では、BOEの政府からの独立性に焦点を当て、両者の関係はどのようになっているのか、また実際の金融政策決定のプロセスを明らかにす

1 イギリスは、EU参加国の中で、名目GDPはドイツ、フランス、イタリアに次ぐ第4位、1人当たりGDPでは第8位である (いずれも1995年データ)。またバスケット通貨ECUの価値を算出するときのイギリス・ポンドのウェイトは、ドイツ・マルク、フランス・フランに次いで第3位である。

ることによって従来の BOE に対する評価との比較検討を行う。さらに、銀行監督権限を有する BOE の信用秩序維持政策についても議論を展開する。

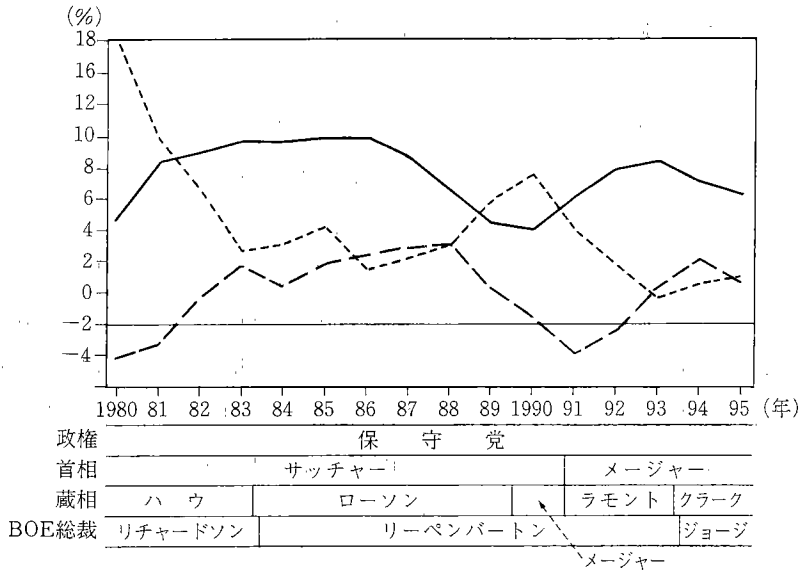
本論の構成は以下の通りである。第 2 節では、イギリスにおける 1980 年以後のマクロ経済パフォーマンスを概観し、ERM と関連させながらサッチャーとメージャー政権が採用した金融政策の変遷を検証する。第 3 節では、BOE の中央銀行としての政府からの独立性が具体的にどの程度であり、また如何なる展望を有しているのかを明らかにする。さらに BOE の組織構造・金融政策の運営について考察する。第 4 節では、信用秩序維持政策に着目し、BOE が金融システム全体の安定性のために果たした役割について議論する。最後の第 5 節では、イギリス経済に残された課題について述べる。

## II マクロ経済パフォーマンスと金融政策の変遷

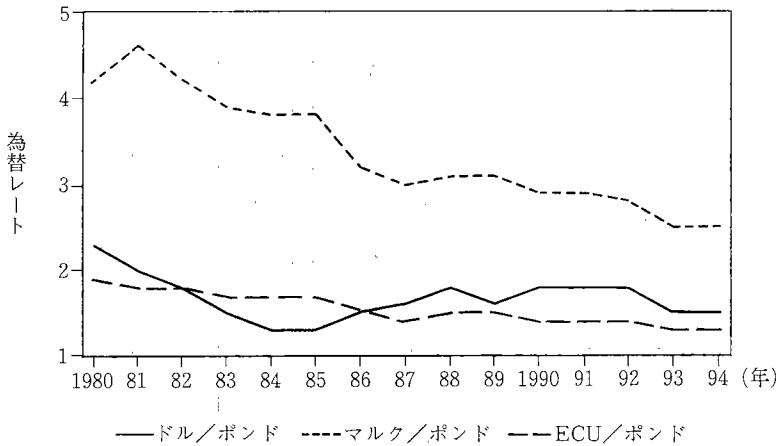
### 1 マクロ経済パフォーマンス

本論では、1979 年 5 月にサッチャー政権が誕生した後の 1980 年代から 1990 年 11 月のメージャー政権への移行を経て今日に至るまでの期間を分析の対象としている。代表的なマクロ経済指標とポンドに対する各為替レートの推移を各々第 1 図と第 2 図に示している。

サッチャー政権が誕生したときの政策課題は、1970 年代における 2 回の石油ショックを起因とする高インフレーションをいかに鎮静化させるかということであった。そこで 1979 年からマネタリズム的金融政策を採用し、マネーサプライを減少させることによってインフレ率の低下を図った。この政策は 1980 年代初期までは有効に作用し、インフレ率は 1980 年の 18% から 1983 年には 4.6% と急低下し、インフレーションを抑制する



第1図 マクロ経済指標



第2図 ポンド建て為替レート

(出所) いずれも International Financial Statistic より作成。

ことに成功した。しかし、反対に失業率は1981年に10.4%にまで上昇し、それ以来1987年まで2桁を越え続けた。インフレーションの抑制のために失業という大きな経済的損害を負わされたのである。GDP成長率は、1980年代初期に2年続けてマイナス成長を記録したが、1983年以後は約3%前後の水準で1988年まで推移した。この期間にGDPが比較的堅実に成長しているにもかかわらず失業率が高水準のままであったことは、サッチャー政権による緊縮財政政策と期待実質利子率の低下に伴う不確実性等によって、企業の雇用に対する姿勢が改善されるのに時間を要したことが挙げられる。

1980年代半ば以降、低金利政策（1986年末）と大型減税（1987年）によりバブル経済を経験する過程で、失業率は1990年に5.9%にまで低下している。しかし、1988年以後に金融引締め政策が実施されGDP成長率は1989年から低下しはじめ、一方、失業率は1990年半ばから上昇へと転化した。1980年代末から1990年代の2度のマイナス成長を含め約4年にわたる長期的な不況が継続した。失業者数は280万人（1992年9月）にも達し、EUにおける経済的地位は大きく低下することになる。

この間の為替レートに関しては、1990年に至るまで対ECUと対マルクに対してポンドの価値は一貫して低下している。ドルに対するポンドの価値は、1980年代半ばまで低下したが、その後のドル安調整により上昇トレンドにある。

この状況下で、イギリスはサッチャー政権からメージャー政権に移行する直前の1990年10月にERMに加入した。当初、ERMに加入すれば為替レートの維持を金融政策の最優先にしなければならず（1ポンド=2.95マルクの基準相場から前後6%の範囲内に収めなければならない）、国内経済のために金融政策の舵取りを行うことができないという判断から加入には反対の表明をしていた。しかし、EU域内でのポンド安に伴うインフ

レ懸念を払拭することと EU 内での政治的な発言力を高めるねらいを重視し、ERM への加入に踏み切ったのである。だが先に述べたように、ERM 加入後の 1990 年代初期は深刻な国内経済の停滞に直面し、この局面を打開するためにも、より一段とした低金利政策の実施が必要とされていた。一方、EU の中心国ドイツは 1990 年の東西統合以降、インフレ危機を避けるために引締め政策を継続していた。従って、イギリスが国内的な事情から金利を引き下げようとするればポンドの対マルク価値は低下し、ERM で定められた基準相場を維持することができなくなる事態に陥ったのである。結局 1992 年 9 月、将来に再加入する場合もありうるという発言を残し ERM からの脱退を余儀なくされた。

ERM 脱退後、イギリスは 1994 年 2 月までに 6 回の公定歩合引下げを実施した。低金利政策によって、住宅投資を中心に国内需要が喚起され、さらにポンド安により貿易収支も改善した。このような要因から GDP は大きく上昇し、失業率も低下しはじめ好況期を迎えるに至っている。心配されたインフレ率については、設備稼働率と生産性の上昇により許容範囲内で推移している。

## 2 金融政策の変遷と評価

1979 年に誕生したサッチャー政権の経済政策の特徴は以下のようにまとめられる。第 1 点は、サプライ・サイド経済学を踏襲し、所得減税により勤労者の労働意欲を向上させ、国有企業の私有化を図ることを通じて経営を合理化させ労働生産性の上昇に努めるということである。第 2 点は、金融政策の運営についてはマネタリズムに基づき、マネーサプライを管理することによってインフレなき経済成長を実現させるということである。インフレ率を抑制するために、マネタリズム的金融政策を採用した背景には次のような点が考えられる。(1)1970 年代に、大幅なマネーサプライの

上昇が高インフレ率をもたらしたという経験則があったこと、(2)貨幣需要関数は基本的に安定していると判断したこと、(3)マネーサプライは十分に管理できると考えていたことである。そこで特定のマネーサプライの指標を定め、その目標値の範囲を公表し、マネーサプライをその範囲内に収めるような金融政策を実施したのである。第1表では、1980年以降のターゲットとなったマネーサプライの目標値と実現値をまとめている。

初期の段階では、ターゲットとして $£M_3$ が取り入れられた(正確には、1976年から目標値が参考として公表されていた)。 $£M_3$ の定義は、会計上事後的に以下の恒等式が成立する。

$$£M_3 = \text{公共部門借入れ必要額} - \text{公共債対非銀行民間部門売却額} \\ + \text{銀行貸出し額} - \text{海外との資金フロー}$$

$£M_3$ は、1980年末頃から大きく減少しインフレーションの抑制に寄与したが、概ね目標値の範囲を越えていた。特に1985年以後は、目標値か

第1表 貨幣集計量の目標値・実績値 (%)

年度	対象	目標値	実績	年度	対象	目標値	実績
1979	$£M_3$	7-11	17.2	1987	$M_0$	2-6	4.3
1980	$£M_3$	7-11	19.4	1988	$M_0$	1-5	8.8
1981	$£M_3$	6-10	12.8	1989	$M_0$	1-5	5.4
1982	$M_1$	8-12	12.4	1990	$M_0$	1-5	2.5
	$£M_3$	8-12	11.2	1991	$M_0$	0-4	3.1
	$PSL_2$	8-12	11.6	1992	$M_0$	0-4	2.4
1983	$M_1$	7-11	14.0		$M_1$	3-9	3.1
	$£M_3$	7-11	9.5	1993	$M_0$	0-4	5.6
	$PSL_2$	7-11	12.6		$M_1$	3-9	5.1
1984	$M_0$	4-8	5.6	1994	$M_0$	0-4	7.3
	$£M_3$	6-10	11.9		$M_1$	3-9	4.2
1985	$M_0$	3-7	3.7	1995	$M_0$	0-4	5.2
	$£M_3$	5-9	16.7		$M_1$	3-9	9.3
1986	$M_0$	2-6	5.2				
	$£M_3$	11-15	19.0				

Bank of England Quarterly Bulletin, International Financial Statistic より作成。

ら大きく乖離しており $M_3$ を管理できなくなっている。これは $M_3$ の定義式にあるように、銀行貸出しを適切に管理できなかったことに原因がある。第3項の銀行貸出しは、元来、マクロ経済において内生的な要素であることに注視しなければならない。BOEは間接的に銀行貸出しに影響を及ぼすことができても限界がある。この期間はバブルの時期であり、企業合併を目的とする貸出し、不動産関係への貸出しが急増したため $M_3$ が目標値より大幅に上回ったのである。しかし第1図で確認したように、この期間におけるインフレ率は、むしろ低下傾向にある。従って、マネタリズムの金融政策の運営に関して次のような問題点が生じた。(1)BOEは、マネーサプライを十分に管理することができないのではないか、(2)マネーサプライとインフレーションには安定した関係が成立しないのではないかということである。このことは、マネタリズムの基本原則の否定を意味している。実際にBOEは、1985年以降、為替レートや利率等の複数の指標を重視した脱マネタリズム政策を行うようになる。特に1980年代後半から、事実上、マネタリズムとは正反対の伝統的な利率操作政策が採り入れられるようになった。具体的には短期利率を操作することにより長期利率・為替レート・資産価格・法人部門の利払い等を変化させることを通じて、実体経済に影響を与える政策波及経路を高く重視したのである。マネタリー・ターゲットとして、広義ベースマネーである $M_1$ と $PSL_2$  (Private Sector Liquidity, 民間部門流動性)が一時期加えられたが、BOEの管理能力の不足から、やはり $M_3$ と同様にターゲットとしての地位から消えていった。しかし、マネタリズム政策の失敗がマネーサプライ指標の有用性を全面的に否定するものではなく、1984年から狭義のベースマネーである $M_0$ が、あくまで参考指標の1つとして金融政策の中間目標の対象にされている。

また次節で詳述するが、イギリスは1992年末のERM脱退後、金融政



策の最終ターゲットをインフレーションにすると発表した。ERM 脱退に伴う低金利政策とポンド安を原因として、インフレーションを再燃させないことが1つの背景になっている。これと同時に、中間目標として  $M_0$  に広義信用集計量である  $M_3$  を加えている。それぞれ、目標値としてほどの厳密性はないが監視範囲（monitoring range）が設定され、金融政策を決定するときの参考指標となっている。

ところで、インフレーションを金融政策の最終ターゲットとして一定の範囲内に収めるためには、BOE の日々行う金融政策に対して一般公衆からの信認が得られなければならない。そのためには情報の公開等を通じて、金融政策決定について透明性が保たれている必要がある。なぜなら一般公衆が BOE に対して懐疑的で、その金融政策の遂行に一貫性（consistency）がないと評価すれば、民間部門は BOE の意向と反対の経済行動を引き起こす可能性があるからである。中央銀行の政策方針に民間部門が同調することによって、初めて目標が達成されるのである。本節では、1980年以降イギリスは幾多の政策目標を掲げながら失敗に終わり、マクロ経済の混乱を経験してきたことを確認してきた。この反省からイギリス国内では、政策決定過程の透明性を高めると共に、責任の所在を明確化させ同じ過ちを引き起こさないような構造へ改革すべきとの気運が高まってきている。その1つの表れが、BOE の政府からの独立性強化である。中央銀行が、あくまで貨幣価値の安定を貫徹するならば、経済成長の方を相対的に優先する政府と対立する可能性があるからである。次節では、具体的な金融政策決定のプロセスを明らかにしながら、BOE の政府からの独立性について議論を進めていく。

### Ⅲ BOE の政府からの独立性と機能

#### 1 BOE と政府の関係

近年、中央銀行の政府からの独立性を強化すべきという主張が世界的潮流になっている中で、この独立性に関する実証分析が盛んに行われている。Alesina and Summers (1993) 等は「制度的な中央銀行の独立性が高い国ほどインフレ率は低い」という統計的関係が成立していると論じている<sup>2</sup>。直接的な因果関係については十分に明確化されていないが、興味深い議論を提供したのは事実である。そこで、中央銀行の独立性に関する主要な実証論文の中で、BOE の政府からの独立性指数がどれほどであるのかを第2表にまとめている。

中央銀行の独立性指数は、作成上に多くの問題点が含まれており、独立性の定義をどのように設定しているかで各論文によって異なっている。独立性指数は、各国の中央銀行に関する法律を検証し、政府との経済的およ

第2表 BOE 独立性指数

論 文	対象国数	BOE の順位
Alesina (1988)	16	3
Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991)		
政治的中央銀行独立性指数	18	14
経済的中央銀行独立性指数	18	8
Cukierman, Webb and Neyapti (1992)		
法律ベース中央銀行独立性指数	20	18
総合中央銀行独立性指数	20	11
Alesina and Summers (1993)	16	4

2 藤木 (1996) は、従来の実証分析における中央銀行独立性指数の作成上に関する問題点を排除し主成分分析を行い、さらにパネル・データを用いて再検討を加えている。

び政治的関係をウェイトづけして計算される。具体的には、中央銀行理事の任免権・金融政策の決定権・金融政策の遂行における政府承認の必要性・銀行監督権・中央銀行理事会への政府委員の参加・中央銀行の予算の決定権等が対象となっている。従って、これらの指数では明確な独立性が示されているわけではないが、中央銀行独立性の一つの側面を具現化しており経済分析上有益な手段として活用されている。

BOE は、長い伝統を有し常に他の国々の模範となりながらも第2表から明らかなように、その独立性指数は決して高いものとはいえない。特に中央銀行の法的要素を根拠として指数化した Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991) と Cukierman, Webb and Neyapti (1992) では著しく低い。これは、金融政策の最終決定権が BOE ではなく大蔵省に与えられていることが強く反映されているためである。

そこで、具体的に BOE の組織と金融政策決定における大蔵省との関係を第3表に基づいて検証しよう。

理事会のメンバーは、総裁 (Governor, 1人)・副総裁 (Deputy Governor, 1人)・理事 (Director, 16人) から構成されている。また理事は、4人の常任理事 (full-time Executive Director) と 12人の外部の非常勤理事 (part-time External Director) から成る。非常勤理事は、金融機関を主とした産業界の代表者が就任する。任期は総裁と副総裁が5年、その他の理事は4年である。いずれも政府が推薦し、国王(女王)が任命する。再任はすべて認められている。また、健康等非政策的理由によってのみ解任が認められている。なお BOE の総職員数は、1995年末で約4600人である。

金融政策のターゲットの決定は大蔵大臣が下す。イギリスでは ERM 脱退直後の 1992年10月にインフレーションを金融政策のターゲットとした。ERM 脱退に伴う経済の不確実性を最小限にし、金融政策運営の信認を確保するためである。具体的には、小売物価指数 (RPI, retail prices in-

第3表 BOE の組織と政府との関係

項 目	内 容
BOE 理事会構成メンバー	総裁 (1 人), 副総裁 (1 人), 理事 (16 人)
任期	総裁 5 年, 副総裁 5 年, 理事 4 年
再任	すべて可
任命	政府が推薦し, 国王が任命する
解任	健康問題等の非政策的理由がある場合のみ
金融政策のターゲットの決定	大蔵大臣が決定 (1992 年 10 月よりインフレ率を 1~4% の範囲内へ, 1995 年 6 月からは 1~2.5% 内へ移行)
免責事項	あり。但し, 理由の説明を要する
金融政策の決定	BOE 総裁が助言 (advice) し, 大蔵大臣が最終決定を下す
金利変更時期の決定権	BOE (1993 年 11 月より)
銀行監督権	BOE
情報の公開資料	「インフレーション・レポート」(1993 年 2 月より) 中央銀行と大蔵省の月例会議事録 (1994 年 1 月分より)

Buckle and Thompson(1992), Capie, Goodhart, Fischer and Schnadt(1994), Roberts and Kynaston (1995) より作成。

dex) から住宅ローン金利支払いを控除した RPIX (RPI excluding mortgage interest payments) 上昇率を前年比 1~4% の範囲内に収めることを目標としている。これは当面の目標であり, 1995 年 6 月には中期的な目標として RPIX 上昇率を 1997 年 4 月までに 1~2.5% の範囲にすると発表した。なお免責事項として, やむをえない事情により政府がコントロールできない場合, 目標ターゲットの範囲を一時的に越えることが容認されている。しかし, その要因および目標ターゲットの範囲に復帰する時期について大蔵省は議会で説明する義務がある。

金融政策は, 後に詳述するように BOE と大蔵省の間で行われる月例会議で決定される。その協議では, まず BOE が経済状態を独自に分析した内容を説明した後, 大蔵大臣に対して今後採るべき金融政策について助言 (advice) する。大蔵大臣は BOE の報告を聞いた後, 最終的な金融政策の

決定を下す。法的な金融政策の決定権限は大蔵省が握っているのである。意見が対立する場合、基本的には大蔵省に優越権がある。従って、BOEは金融に関する専門的・技術的な立場から助言し、国民生活に直結する金融政策については行政府である大蔵省が決定する構造となっている。なお金利変更の具体的な実施時期については、1993年11月以降BOEの決定事項となっている。銀行の監督権は、日本やアメリカと異なりBOEのみが有している<sup>3</sup>。

政策運営は対外的には、BOEが「インフレーション・リポート (Inflation Report)」を発表し、さらに大蔵省がBOEとの月例会議の議事録を公開することによって説明している。これらを通じて、金融政策決定の透明性を確保し信認の向上に努めている。BOEと大蔵省双方の経済判断が明示され、責任の所在も明確化されている。法的な責任の所在は大蔵省に帰するが、BOEは独自の判断を公開し、政策決定に深く関与していることから事実上の責任はBOEと大蔵省の双方にあると考えられよう。

## 2 ターゲットとしてのインフレーション

イギリスが、インフレーションをターゲットとした背景には次の3つの点が挙げられる。第一に、1980年代以後マネーサプライや為替レートを中間目標として金融政策を運営してきたが、現実的には中間目標をターゲット内に収めることはできず、株価の乱高下や失業率の上昇をもたらした結果的には金融政策運営に対する信認が得られなかったことである。第二に、インフレーションをターゲットとして物価の安定を図り、政策決定プロセスにおける透明性を確保すれば中長期的には国民の経済厚生の上に

3 銀行監督権については、日本では大蔵省に与えられている。アメリカでは、連邦準備銀行 (Federal Reserve Bank)・連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation)・通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency)・州政府 (States Government) に与えられ重複監督する多元構造となっている。

貢献し、安定した持続的経済成長に資することができると思われることである。第三に、短期的には金融政策によって実物経済に影響を及ぼすことが可能であるが、長期的な中央銀行の役割は物価の安定であり改めて中央銀行としての基本姿勢を再確認したことである。また、ERMを脱退したとはいえ将来的には再加入する可能性があり、EU統一のための条件である「中央銀行の第一義的な目的を物価安定の維持にすること」にも影響を受けていると考えられる。

インフレーション・ターゲットを達成させるためにBOEは1993年2月以降、従来は四季報(Bank of England Quarterly Bulletin)の中でインフレ動向を解説していたが、これを「インフレーション・レポート」として独立させ、内容も大幅に変更してBOEの見解・判断を公表するようになった。BOEは、このレポートでの独自の判断に基づき、後に詳述する大蔵省との月例会議において大蔵大臣に金融政策の決定について助言を行うのである。BOEが公表する「インフレーション・レポート」は、政府に対して独自の評価を与えることができるが、それが如何なる評価であれ、事前に大蔵省の検閲を受ける必要がない。

具体的に「インフレーション・レポート」では、以下の内容についての動向とその変化の要因が詳細にまとめられている。(1)卸売物価指数等の各種物価指数、(2) $M_0$ や $M_1$ を代表としたマネーサプライ、(3)長期国債等の金利、(4)為替レート、(5)国内需要および国外需要、(6)生産供給能力、(7)労働市場での需給関係、賃金、失業率である。いずれも、従来の四季報の中で公表されていた時と比べ分量も増加し多岐に渡っている。また、先進国を中心とした海外諸国の動向と比較させながら分析されている。しかし「インフレーション・レポート」の顕著な特徴は、これらに加えてBOE自身が様々な経済状況を考慮した上で、シミュレーション分析を駆使して独自のインフレ予想を最後にまとめていることである。この中には、「金

融政策が、現在の状態のままでは進展すれば、インフレーション・ターゲットを達成することはできない」と、金融政策を最終決定する大蔵省に警告とも見受けられる判断も述べていることがある。中央銀行としての政府からの独立性を高めるためには、同時にその責任も明確にされなければならない。そのような理由から情報公開の一環として「インフレーション・レポート」、さらに BOE と大蔵省の月例会議の議事録が発表されることは責任の所在の明確化を含めた信託を確保するのに寄与していると評価されよう。

### 3 金融政策の決定と運営

イギリスでは、先に述べたように大蔵省が BOE に政策を指示できる権限 (政策指示権) を有しており、金融政策の最終決定の権限は大蔵省に属している。しかし、大蔵省が単独に金融政策を決定するのではなく、あくまでも BOE と協議の上で最終決定が下される。具体的に、両者間の月例会議において BOE が直近 1 カ月の経済活動を報告し、インフレ率・マネタリー指標・為替レート・総需要の動向を多角的に分析し、大蔵大臣に今後の金融政策の方針について金利を一定にすべきか、あるいは変化させるべきかの助言をする。BOE の助言を聞いた後、大蔵大臣が今後の経済動向を考慮しながら最終的な金融政策を決定する。1994 年 4 月以後、1994 年 1 月に遡り、順にこの月例会議の議事録が公開されるようになった。つまり、BOE と大蔵省の政策判断が公表されるに至っているのである。月例会議の議事録は、実際に行われた協議を大蔵省が要点を整理して press release として公表している。この議事録を見れば、金融政策の決定についてかなりの発言力を BOE が持っていることが推察することができる。法的

---

4 通常、議事録は次回の月例会議の 2 週間後に整理して公表される。但し、最初の 1994 年 1 月の議事録の公表は 1994 年 4 月であった。

には確かに金融政策の最終決定が大蔵省であることから、既存の実証分析の結果をまとめた第2表のようにBOEの中央銀行の独立性指数は、一般に評価されているよりも低かった。しかし、実際の金融政策の決定にはBOEが少なからずの影響力を与えていると判断することができる。この点を見るために、1994年1月から1996年7月までの月例会議で、金融政策についてBOEが行った助言と大蔵省の最終決定を第4表にまとめている<sup>5</sup>。第4表の第2列目に金利政策に関するBOEの助言、第3列に大蔵省の最終決定の内容を記している。

1994年1月の月例会議において、BOEは「金利を一定に維持すべき」と助言し、結果的には大蔵省はこれに同意した。しかし初めは、大蔵省は景気対策のために金利を0.5%引下げる意向を示していた。これに対して、BOEは「しばらく様子を見守った方が望ましい」と主張し受け入れられた。翌月、BOEは0.25%の引下げを助言したが、当初、大蔵省は0.5%引下げるつもりであった。最終的には、インフレーションの再燃可能性を強調したBOE案が受け入れられている。

1994年3月から1995年4月までの月例会議では、BOEの助言に対して大蔵省は自身の見解と一致していると述べ、助言通りの金融政策が採択された。しかし、1994年9月7日の会議で金利の引上げを決定した後、大蔵省は2日後の実施を要求したのに対して、BOEは金利変更時期については中央銀行に決定権限があることを理由に受け入れず金利を引下げたのはさらに3日後であった。

1995年5月の月例会議から両者の意見が頻繁に対立するようになってきている。同年5月と6月にBOEは、国内需要の堅調・賃金の上昇・為

<sup>5</sup> 月例会議は、ほぼ1カ月の間隔をおいて開かれているが、正確には1カ月に1度開かれているわけではない。第4表に示されているように、1994年の7月・9月・12月、1995年の7月・9月に各々会議が2度開催されている。いずれも翌月の月例会議を繰り上げて行っている。



第4表 月例会議（大蔵省－中央銀行）

年 月 日	中央銀行の助言	大蔵省の最終決定	その他
94年1月12日	一定	一定	大蔵省；当初0.5%の引下げの意向
2月8日	0.25% 引下げ	0.25% 引下げ	大蔵省；当初0.5%の引下げの意向
3月2日	一定	一定	
3月30日	一定	一定	
5月4日	一定	一定	
6月8日	一定	一定	
7月6日	一定	一定	
7月28日	一定	一定	
9月7日	0.5% 引上げ	0.5% 引上げ	大蔵省は9月9日に実施を要請したが、BOEは9月12日に実施
9月26日	一定	一定	
11月2日	一定	一定	
12月7日	0.5% 引上げ	0.5% 引上げ	当日の午前実施
12月28日	一定	一定	
95年2月2日	0.5% 引上げ	0.5% 引上げ	当日の午後実施
3月8日	一定	一定	
4月5日	一定	一定	
5月5日	0.5% 引上げ	一定	
6月7日	0.5% 引上げ	一定	} BOEは引締めない 限りターゲット達成 は無理と表明
7月5日	引上げ	一定	
7月27日	引上げ	一定	
9月7日	引上げ	一定	
9月29日	一定	一定	
11月1日	一定	一定	
12月13日	0.25% 引下げ	0.25% 引下げ	当日の午前実施
96年1月17日	一定。引下げには 反対しない	0.25% 引下げ	翌日の午前実施
2月7日	一定	一定	
3月7日	0.25% 引下げ	0.25% 引下げ	翌日の午前実施
4月3日	一定	一定	
5月8日	一定	一定	
6月5日	一定	0.25% 引下げ	翌日の午後実施
7月3日	一定	一定	

Minutes of Monthly Monetary Meeting between Chancellor of the Exchequer and the Bank of England より作成。

替レートの下落によって将来インフレ率が上昇するかもしれない危惧から0.5%の金利引上げを助言した。一方、大蔵省は「前年9月以降に3回金利を引上げていることと1995年春に大幅な増税策を実施したため、この効果が十分に現れるまで金利を引上げる必要はない」と主張し金利水準を一定のままにした。続く7月から9月でも、BOEは、具体的な数値を挙げなかったものの金利引上げ政策の実施を助言しているが、大蔵省は受け入れなかった。特に同年6月から9月(7日)までの会議では、BOEは独自の分析から「このままの金融政策を継続していけば、1997年4月までにインフレ率をターゲットである2.5%以内に収めることはできない」と何度も強調している。さらに「金利を引上げなければ、インフレ率を抑制するために、翌年には大幅に金利の引上げを行わなければならない事態が生じる恐れがある」と注意を促している。両者間において、将来のインフレーション見通しに大きな乖離が生じていると考えられる。インフレ率は、その後3.1%まで上昇しているが1996年に入ると2.9%前後で推移している。

1995年9月(29日)から翌年5月までは、BOEと大蔵省の意見は基本的に一致している。しかし1996年6月には、大蔵省は、BOEの助言に反して金利を0.25%引下げた。経済成長率がトレンドよりも下方にあることと、金利を引下げても翌年までにインフレ率をターゲットの範囲内に収めることができると判断したためである。これに対して、BOEは異例にも翌7月の月例会議で「先月の金利引下げ政策は、インフレーション・ターゲット政策を危うくするものである」と厳しく批判している。

これまで月例会議の議事録の内容について検討してきたが、時には金融政策の決定についてBOEの意見の方が大蔵省の意向よりも優先されているとも見られた局面があった。しかし、重要なことはBOEが金融政策の決定に関して独自の分析に基づいて助言し、大蔵省の最終決定に大きな影

響を及ぼしていることが明らかになったことである。BOE の独立性指数値は、金融政策の決定権が全くないという、あくまでも法的根拠から著しく低く評価されていた。だが実際には、BOE は十分な発言力を擁して金融政策の決定に深く関わっているのである。

また議事録には、BOE と大蔵省各々の経済見通しについての考えが詳細に記されており、金融政策決定過程の透明性確保と責任の所在の明確化に結び付いていることは言うまでもない。

#### IV 金融システムの安定性

##### 1 ブルーデンス（早期是正措置）政策の内容

イギリスでは、元来、金融機関相互間の自主規制が尊重され各行が取引分野を守り、収益を保証し合い、専門性を重視する競争制限的な独特の金融機構が成立していた。BOE の市中銀行に対する規制・監督の根拠が明示された成文法は存在していなかった。しかし1973年からの高金利と第一次石油ショックによって中小金融機関の流動性危機が相次いで発生し、イギリスは深刻な信用恐慌を経験した。不動産への融資比率の高かった金融機関の中には経営破綻に陥るものが出てきたのである。こうした信用危機による市場の混乱は、金融市場の脆弱性を暴露したことになり銀行法の制定による銀行監督体制強化の直接的なきっかけとなった。

1979年に初めて銀行法が成立し、同年施行された。この目的は、信用恐慌を未然に防ぐための指導・監督の強化と預金者・投資家の保護にあった。その主旨は、(1)預金受け入れ業務を免許制にし、承認銀行(Recognized Bank)と認可金融機関(Licensed Institution)に分割、(2)預金者保護機構の設立、(3)広告の規制等であった。(1)については、加盟銀行や割引商社は承認銀行となり、並行市場で主な活動をする中小銀行は認可金融機関とし

で階層をつけた。BOEは両銀行に対し、経営の健全性を確保するために経営状態等に関する情報の提供を義務づけた。(2)については、倒産した金融機関に預けられた預金の最初の1万ポンドの75%を保護した。(3)では、BOEは広告の発表と内容に対して規制する権限を持つことになった。

しかし1980年代に入り、累積債務問題等による銀行業務のリスクの増大、1984年の承認銀行の1つであったジョンソン・マッセイ銀行の不良貸付けによる経営破綻を契機に監督体制の不備が明らかになった。さらに信託貯蓄銀行と住宅金融組合は、免許取得条件から免れ承認・認可金融機関よりは厳重な監督は受けず、また預金保険基金への拠出金も免れていたため銀行法の見直しが求められていた。

そこで、1987年に監督権を一層強化した新銀行法が成立した。防止策は、対症療法よりも優れているという認識が広まったのである。主な変更内容は次の通りである。(1)承認銀行と認可金融機関の二元的免許制度を廃止し、免許の一元化(Authorized Institution)を通じる資格の平等化。旧銀行法では、承認銀行に対する監督権は認可金融機関に比べ弱かったが、一元化することによって承認銀行への監督権限が強化された。(2)BOEの監督に必要な情報や文書の提供義務範囲を拡大。関連会社についての情報を入手する権限も与えられ、立ち入り調査も可能となった。(3)大口融資規制の実施。自己資本の10%を超える融資は、BOEに事後通知、合併と買収を行うときは事前通知しなければならない。(4)自己資本比率規制の強化。(5)預金保険制度の充実。銀行の預金基金への拠出金を2500ポンドから1万ポンドへ引き上げ、預金者は預金の最初の2万ポンドの75%まで保護されるようにした。

一方、証券業についても明文化された規制は存在しなかったが、1986年金融サービス法が成立し、市場の安定性の確保が重視されるようになった。

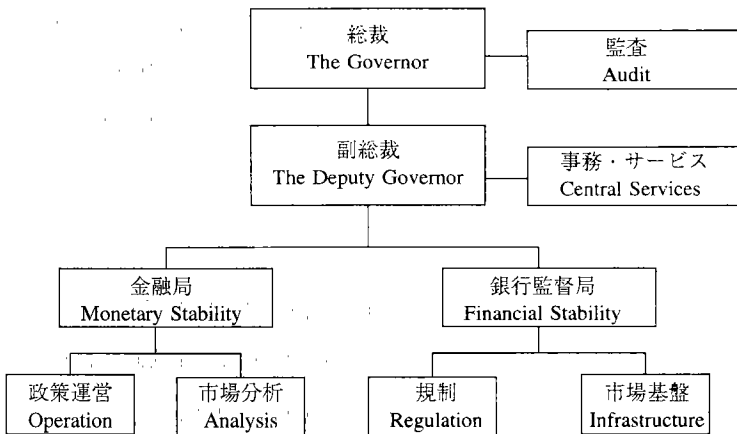
た。具体的には中央監督官庁である貿易産業省から委任をうけた SIB (証券投資委員会, Securities Investment Board) が監督するが、実質的には SIB が認可する自主規制団体 (5 団体) が直接的に監督している。利益相反問題に対応するためチャイニーズ・ウォールの設置を図ったり、ディスクロージャーの推進に努めている。

このようにイギリスの伝統的特徴であった不文律・自主規制に代わり、最終的監督権限が明確に BOE に与えられたことは、銀行経営の安全化、預金者・投資家保護の観点から大きな意義がある。

さらに BOE は、1994 年 7 月に通貨価値の安定と信用秩序維持という目的を明確にし、その遂行をより一段と強化する観点にたち、本店の機構を従来の複雑な構造から第 3 図のように単純化された構造に抜本的な改革を行っている。

マネタリー・スタビリティとフィナンシャル・スタビリティの 2 つ

第 3 図 BOE の組織構造



(出所) Robertson and Kynaston (1995)

に大きく分けて、主に前者は金融政策の運営・市場分析、後者は金融機関の監督・決済システムの監視に従事する<sup>6</sup>。この改革によって、BOE 内部での責任の所在が明確化され、金融政策の遂行に効率性を与えることができると期待されている。

また、これまでに確認されてきたように BOE は、日々の金融政策の運営と金融機関に対する監督権限の双方が与えられている統合型（または兼務型）の中央銀行である。金融機関への監督権限が大蔵省等の中央銀行以外の機関に委ねられている分離型（または折衷型）の日本や米国等と異なっている。

金融政策の運営と銀行を中心とした金融機関に対する監督権を1つの機関に委ねる場合、通貨価値の安定と信用秩序の維持の間で矛盾が生じることがある（利益相反）。国内経済が過熱気味で物価を抑えるため金利引締め政策を採ると、経済活動の収縮に伴い不良債権の発生等から金融機関の経営状態が悪くなる可能性がある。反対に、金融機関の経営を改善化させるため信用秩序の維持に過大なウェイトをおいて、金利緩和政策を行えば過剰流動性の発生から物価の安定を維持することができなくなる恐れがある。この両者の看過することはできないトレード・オフの関係を十分に認識した上で運営していくことが必要である。チェック・アンド・バランスの機能が十分に発揮されることが望まれる<sup>7</sup>。

## 2 不良債権問題への対処

イギリスは、1970年代初期と1990年代初期に金融機関の不良債権問題が生じ、金融システムの安全性に関わるような深刻な問題に直面してい

6 Central Services は、人事課・秘書課・研究所等から構成されている。

7 なお、BOEの独立性に関して、イギリス下院大蔵委員会に提出された報告書のベースとなったロール委員会（Roll（1993））では、BOEは銀行監督責任を保持すべきではないと提案している。

る。2回ともに、低金利政策に伴う景気拡大期に大量の資金を不動産関係に融資し、その後の金融引締めによる景気の後退から不良債権問題が顕在化したものである。いずれも金利一部負担・保証というかたちで BOE によるライフ・ボート（救命艇）が発せられ公的資金が導入された。しかし、その規模は 1990 年代の 2 回目の方がかなり小さかった。BOE は、1970 年代には総額で約 1 億 5000 万ポンド融資し、名目 GDP に占める比率は 0.2% であった。これに対し、1990 年代には約 1 億 1500 万ポンド融資し、名目 GDP に占める比率は 0.03% であった。アメリカでは対 GDP 比率で 3~4% に相当する公的資金が導入され、日本でも流動的であるが今後対 GDP 比率で約 0.5% の公的資金が必要と判断されていることから、今回のイギリスの不良債権処理の規模は相対的に小さかった。これは 1970 年代の反省から、1979 年の銀行法、1987 年の新銀行法において監督権限が強化され、BOE による個別金融機関に関する情報収集能力の向上や厳しい資本比率規制等により、プルーデンス政策が完全ではないが有効に機能したためと思われる。また、銀行監督権限は BOE に認められていることから、一連の救済処理には政府よりも BOE が主導権を握って進められたと言われている。

BOE は、「公的資金」（引当金の計上）を導入する際の判断基準として次の 5 つの原則を挙げている（勝（1994）、George（1995）、Roberts and Kynaston（1995）、春井（1996）等）。

- (1) BOE は、すべての民間商業銀行を倒産させないと保証することはない。経営の危機には、あくまでも民間商業銀行の自助努力が最優先されるべきであり公的資金の導入は最後の手段である。

---

8 イギリスでの不良債権問題が生じた背景は、日本・アメリカと同様である。しかし、日本・アメリカでは公的資金として財政支出が対象になっていることは異なっている。

- (2) 民間株主に対して公的援助をすることは BOE の任務ではない。  
BOE が援助する場合は、株主がまず損失を負担し、できるだけ懲罰的な条件の下で実行しなければならない。
- (3) 公的資金を導入する目的は、流動性を供給することによって金融システムの安定性を確保し信用不安を引き起こさせないことである。破綻しそうな個別金融機関の救済を目的としているわけではない。
- (4) 救済活動の撤退時期を常に念頭に入れていること。BOE の監視の下で、該当する金融機関が所定期間内に健全化するよう業務の縮小等の徹底的なリストラを実行させる。
- (5) 救済活動が、過度に市場に不安感を抱かせるような場合、金融システムの安全性を維持するため、その事実を秘密にすることもありうる。但し、危機が去った後、援助の事実は必ず公表する。

上記の5つの原則から、BOE が、公的資金を導入する時に最重要視していることは、金融システム全体の安全性維持であるということが理解される。金融機関は、支払い決済システムに参加することによって広範囲な経済活動を行っている。そのような中で、1つの金融機関の破綻が契機となり預金引出し等が生じて、信用不安が生じる可能性がある。経験的な事実からも他の国々で多く観測されている現象である。金融システムの破綻は、損害が大きく経済全体にとって致命的である。中央銀行の役割として究極的に求められていることは、安定的なマクロ経済の環境を創り出すことであり、この理念が深く受け入れられている。金融のシステムティック・リスクが生じる可能性がある場合に、はじめて「最後の貸し手」としての介入が正当化されるのである。また、「自己責任原則」を基本としていることから、モラル・ハザードとのバランスにも配慮していることがうかがえる。



## V 結びに代えて

EU 諸国内では、通貨統合の条件上、フランス・イタリア・ベルギー・スペインが次々に中央銀行法を改正し、中央銀行に金融政策の決定権限が認められるようになり独立性が強化された。イギリスでも、今後、イングランド銀行法の改正を含めた独立性に関する議論は、益々高まりを見せてくるものと思われる。中央銀行としての独立性を強化するということは、同時にその責任も比例して増すということを意味している。従って、国民からの信認を得るためにも、政策決定プロセスにおける透明性の向上を図りながら情報の公開に努めなければならない。だが、すべての情報を公開することが経済の安定化に貢献するわけではなく、バランスのとれた体制の構築が求められるのは言うまでもない。また、BOEに独立性を与えた場合、独立的な中央銀行の存在を議会制民主主義の原則とどのように調和させるのかも検討していく必要がある。

さらに、イギリスでは残された課題も多く存在している。

第1に、金融政策のターゲットをインフレーションという唯一の指標に絞ることの是非である。1990年を挟んでバブル経済の発生とその崩壊を経験し、深刻な経済の混乱を招いたことから、資産価格等にも政策ターゲットとして焦点を当てるべきという議論 (Capie, Goodhart, Fischer and Schnadt (1994)) も無視することはできない。

第2に、銀行監督体制のあり方についてである。現在 BOE は、日々の金融政策運営と銀行監督の双方を行っている。しかし、第4節で述べた利益相反の問題と中東系資本 BCCI (Bank of Credit and Commerce International) 粉飾事件 (1991年)、ベアリングズ銀行の巨額損失事件 (1994年) 等を防げなかった反省から、ロール委員会は、さらに監督権限を強化させ

て BOE から第3者機関に銀行監督権限を移行させるべきという報告も提出されている (Roll (1993))。一方、その後の下院大蔵委員会では、金融機関の経営悪化に伴う決済システム破綻の顕現を回避するためにも、「最後の貸し手 (lender of last resort)」機能を発揮し流動性を供給していく必要があることから分離論に反対している (Treasury and Civil Service Committee (1993))。いずれにしても、中央銀行としての責任範囲を明確化させ、モラル・ハザードを回避できる制度の確立が求められる。

第3に、ERM への再加入に加えて通貨統合への参加をめぐる議論である。どちらの方向を選択したとしても、金融政策の決定・運営に与える影響は大きく、今世紀中にさらなる改革を必要とされているからである。通貨統合に加盟しなければ、将来の欧州中央銀行のユーロ決済システム「TARGET」に参加できない。このため、ロンドンの国際金融市場である「シティー」がフランクフルト市場・パリ市場に比べて地位が低下する懸念が生じ、金融・産業界から通貨統合の加盟を支持する意見が出ている。通貨統合へ参加するか否かは、1999年までに実施されると予想されている国民投票の結果次第であり依然として流動的である。

#### 参 考 文 献

- 勝悦子 (1994) “イギリスにおける金融機関の不良債権処理について” 「証券研究」 (日本証券経済研究所) 第110巻。  
吉野俊彦 (1995) “英蘭銀行に学ぶ、銀行監督委員会設置論” 「エコノミスト」

9 ヨーロッパ域内の経済・通貨同盟が実現する最終段階 (1999年1月予定) で、各国間での経済格差を縮小するため具体的に以下のような経済条件を満たさなければならない。(1) インフレ率は、EU加盟国の中で最も低い3カ国の平均値よりもプラス1.5%の範囲内にあること、(2) 長期国債の市場利回りは、EU加盟国の中で最も物価が安定している3カ国の長期国債平均利回りのプラス2%の範囲内にあること、(3) 財政赤字の対GNP比率は3%以内、政府債務残高の対GNP比率は60%以内にあること、(4) 直近2年間において、ERM参加通貨に対して自国通貨が切り下げられていないこと等である。

(毎日新聞社) 12月18日号。

- 春井久志 (1996) “金融の自由化・国際化と金融システムの安定性—イギリスのセカンダリー・バンク危機を中心に—” 『経済学論究』 (関西学院大学) 第49巻4号。
- 藤木裕 (1996) “中央銀行独立性指数を用いた経済分析の再検討” 『金融研究』 (日本銀行金融研究所) 第15巻第1号。
- 田尻嗣夫 (1991) 『世界の中央銀行』 日本経済新聞社。
- Alesina, A. (1988) “Macro Economics and Politics”, NBER Macroeconomic Annual 1988.
- Alesina, A. and Summers, L. (1993) “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25.
- Buckle, M. and Thompson, J. (1992) *THE UK FINANCIAL SYSTEM: THEORY AND PRACTICE*, Manchester University Press.
- Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. and Schnadt, N. (1994) *THE FUTURE OF CENTRAL BANKING: THE TRICENTENARY SYMPOSIUM OF THE BANK OF ENGLAND*, Cambridge University Press.
- Cukierman, A., Webb, B. and Neyapti, B. (1992) “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9.
- Frazer, W. (1994) *THE CENTRAL BANKS: THE INTERNATIONAL AND EUROPEAN DIRECTIONS*, Praeger Press.
- George, E. (1995) “Maintaining Financial Stability: The British Experience”, Speech at the Japanese Federation of Bankers' Associations.
- Grilli, V., Masciandaro, D and Tabellini, G. (1991) “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries”, *Economic Policy*, Vol. 13.
- Roberts, R. and Kynaston, D. (1995) *THE BANK OF ENGLAND: MONEY, POWER AND INFLUENCE 1694–1994*, Oxford University Press.
- Roll (1993) “Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England”, Report of an Independent Panel, The Center for Economic Policy Research.
- Schaling, E. (1995) *INSTITUTIONS AND MONETARY POLICY: CREDIBILITY, FLEXIBILITY AND CENTRAL BANK INDEPENDENCE*, Edward Elgar.

Treasury and Civil Service Committee (1993) "The role of the Bank of England", Report of House of Commons.

### 資 料

Bank of England Quarterly Bulletin, Bank of England.

Inflation Report, Bank of England.

Minutes of Monthly Monetary Meeting between Chancellor of the Exchequer and the Governor of the Bank of England, Press Release, H M Treasury.

### APPENDIX 年表

- 1979年 5月 サッチャー政権誕生  
銀行法の制定
- 1984年12月 ジョンソン・マッセイ銀行破綻
- 1986年10月 「ビッグバン」(証券市場の大改革)
- 1987年10月 新銀行法の制定
- 1990年10月 ERMへ参加
- 11月 メージャー政権誕生
- 1991年 7月 BCCI 粉飾事件
- 1992年 9月 ERM を脱退
- 10月 インフレーションを金融政策のターゲットへ (1~4%)
- 1993年 2月 「インフレーション・レポート」の発表
- 10月 Roll 委員会報告
- 11月 BOE に金利変更の時期を決定できる権限付与
- 12月 BOE 法改訂に関する下院大蔵委員会
- 1994年 4月 BOE と大蔵省の月例会議が公表 (1994年1月に遡り順に公表)
- 7月 BOE の組織改編  
BOE 300周年 (7月27日)
- 1995年 6月 中期的な目標として1997年4月までにインフレ率を1~2.5%にすると発表