

イングランド銀行法改正に関する一考察

植 田 宏 文

- I はじめに
- II イングランド銀行の歴史と金融政策
- III イングランド銀行の政府からの独立性と機能(1992年10月～1997年5月)
- IV イングランド銀行法の改正へ(1997年6月以降)
- V 今後の課題

I はじめに

1997年5月に発足したブレア政権は、就任後まもなく相次いで金融政策運営制度の改革を打ち出すとともにイングランド法改正に着手し、1998年4月に法案を可決した(6月施行)。新法の顕著な特色は、(1)金利決定権限を従来の大蔵大臣からイングランド銀行に与えたこと、(2)銀行監督権限をイングランド銀行から第三者機関であるFSA(金融サービス機構, Financial Service Authority)に移行させたこと、である。金利決定と銀行監督の両面における改革は、1986年の証券業の「ビッグバン」に対して「第2のビッグバン」とも称されている。

本論の目的は、イングランド銀行法改正内容について旧法と比較検討しながら以下の点を明らかにしていくことである。(A)金利決定方法については、すでに1997年6月より新法に基づいた決定方法が採用されている。従って、この時期を境に金利決定権限が大蔵大臣からイングランド銀行に移ったことで金利の決定に大きな変化がみられるか否かを検証する。(B)従来、証券・投資業を監督していたSIB(証券投資委員会, Securities

and Investment Board) に銀行監督権を加えさせ改組拡充した新 SIB すなわち FSA が金融業務全般の監督を行うようになった。銀行監督権限が中央銀行から第三者機関に移行される背景にはどのような要因が存在したのか、幾つかの公聴会の答申等の経緯と絡み合わせながら考察し評価する。

イングランド銀行は、300年余の歴史を有し「中央銀行の模範」として高い名声を得ていながら、法的側面における政府からの独立性に関しては先進国の中でも著しく低い位置にあった (Alesina and Summers (1993) 等)。そこで、(A) については1990年代を中心に金利決定方法を法的側面のみならず実際の金利決定プロセスを吟味することによって、イングランド銀行の政府からの独立性を政策決定の際の運営面から検証する。イングランド銀行総裁が政策助言をし、大蔵大臣が金利の最終決定を下す月例金融会議 (Monthly Monetary Meeting) の議事要旨が1994年1月より公表されている。この議事要旨においてイングランド銀行が金利決定時に、かなりの影響力を有していると同時に政策決定プロセスが明確化されていることから、法的分析に基づく独立性指数では実際よりも過小評価されている傾向があることを論じていく。さらに1997年6月以降、金利決定権限がイングランド銀行内の金融政策委員会に移されてからは、以前に増して反インフレーション政策を目指していることを確認し、制度改革が金利決定判断に与えている影響を議論する。また政策ターゲットとしてインフレーションを採用していることの功罪を考察したい。

(B) の銀行監督権移行の背景については、過去のイギリスの銀行監督体制及び信用秩序維持政策の事例を検証しながら展開していく。そして FSA への移行の理由として、(1) 銀行監督と最後の貸し手としての機能を同一機関が有していることから生じるモラル・ハザードの影響度が強いこと、(2) 英国における各金融機関の多業務化が急進展していることか

ら、監督行政の効率性を図るために銀行・証券・保険・投資業の監督一元化が必要となった、ことを指摘する。

本章の構成は、以下の通りである。第2節では、イングランド銀行の歴史的な展開に触れ、金融政策の変遷を概説する。第3節では、インフレ・ターゲット政策が開始された1992年10月から、政権が交代し政策決定構造が変化した1997年5月までに焦点をあて、イングランド銀行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るのかを月例金融会議の議事要旨に基づいて金利政策決定プロセスを検証する。第4節では、1997年5月以降のブレア政権によって打ち出されたイングランド銀行改革の内容について説明し、金利政策の決定プロセスが実際にどのように変化したかを検証する。さらに、銀行監督権が移行された背景を論じる。最後の第5節では、残された今後の課題について述べる。

Ⅱ イングランド銀行の歴史と金融政策

Ⅱ-1 イングランド銀行の発展

イングランド銀行は、1694年に民間資本によって「政府の銀行」として創設された。しかし、民間金融機関と競合する関係にあり近代的な中央銀行が持っている諸機能をすべて保有してはなかった。1844年のピール条例によって銀行券発行の独占権を与えられ、1870年代以降「銀行の銀行」として「最後の貸し手 (Lender of Last Resort)」機能を有するようになり、本質的な中央銀行としての役割を果たすようになった。

1946年に、イングランド銀行法が制定されイングランド銀行は国有化された。同法では、他の国々と異なり「物価の安定」や「信用秩序の維持」等のイングランド銀行の目的が規定されていないだけでなく、実質的に大蔵省の従属機関として位置づける性格が帯びられていた。旧イングラ

ンド銀行法第4条においては、「大蔵大臣は公益上必要ありと認めた場合には、イングランド銀行総裁に諮問の上、同行に対し指令を発することができる（政策指示権）」と記されていた。実際に指令権が発動されたことはなかったが、同法を背景に、公定歩合変更と外国為替の決定権限は大蔵大臣に属し、イングランド銀行は大蔵大臣に専門的立場から独自の見解を提供するが、主としてその執行機関としての役割を担っているにすぎなかった。この点が、先進国の中でも法的な中央銀行の独立性が最も低い国の一つと言われている理由であった。歴代のイングランド銀行総裁や大蔵大臣の回想記をみれば、イングランド銀行が公定歩合変更の際に実質的なイニシアチブを発揮した時期も見受けられるが、正式な情報が公開されていない以上、推測の域を出ることはできない。しかし1994年以後、金利政策を決定するイングランド銀行総裁と大蔵大臣の月例金融会議の議事要旨が公表されるようになり、政策決定プロセスが明確化された。その後、イングランド銀行法改正に先んじて、事実上1997年5月から金利決定権限がイングランド銀行に与えられ中央銀行としての政府からの独立性が強化された。

一方、信用秩序維持政策に関しては、イングランド銀行が実行してきた。元来、イングランド銀行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1970年代の中小金融機関による過度な不動産投資を原因として銀行の経営破綻問題が生じた。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¹。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

1 1970年代前半に過剰な不動産投資による地価高騰、その後の暴落によって不良債権問題が生じ、イングランド銀行はGDPの0.2%の公的保証を与え事態の悪化に対処した。1990年代初頭にも同じような不良債権問題が再発したが、イングランド銀行の融資額はGDPの0.03%と小さいものであった。

慌を未然に防ぐための指導・監督の強化・預金者と投資家の保護にあった。その後、1987年に監督権を一層強化した新銀行法が成立した。しかし、金融不祥事の発生を防ぐことができず、1998年6月のイングランド銀行法改正に伴って、すべての金融業務に対する監督権限をFSAに一元化して移行させ、イングランド銀行から監督権限を分離させた。

II-2 金融政策の変遷

本節では、イングランド銀行改革に至るまでの背景を明確にするため、1970年代以降の金融政策の変遷について概説する。イギリスは、以下のように特定の金融指標を時期毎のターゲットとして政策運営を図ってきた。

(A) 1979年11月～1986年：マネーサプライ・ターゲット

(B) 1990年10月～1992年9月：為替レート・ターゲット

(C) 1992年10月～現在：インフレーション・ターゲット

(A)の期間では、1970年代の2回の石油ショックによる高インフレ率を抑制するためにマネタリズムの金融政策が採用された。1980年代に入り、インフレ率は急速に低下したが、金融自由化・国際化に伴いマネーサプライ自体を効果的に管理することができなくなり、さらにマネーサプライとマクロ経済成長の相関関係が低くなったため、1986年にマネーサプライ・ターゲット政策を放棄した。その後は、 M_0 と M_1 について目標値としての厳密性はないが、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²。

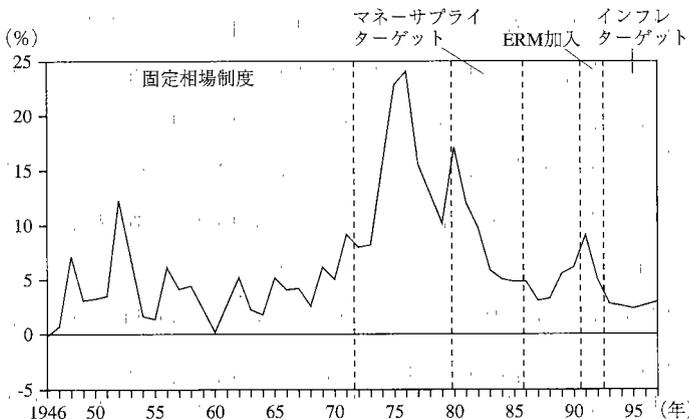
(B)の期間は、イギリスがERM（Exchange Rate Mechanism）に加入し

2 M_0 と M_1 の monitoring range は各々0-4%と3-9%となっているが、1997年の実績値は各々7.2%と11.5%であり monitoring range を大幅に越えており、近年ほどその超過した程度は大きくなっている。現在デビジア・マネーや長短金利格差等の他のマネタリー指標の導入が検討されている。

ていた時であり為替レートの安定を最重要課題としていた。ERM 加入前は、「為替レート安定を金融政策の最優先にしなければならず、国内経済のために金融政策の舵取ができない」と反対の表明をしていた。しかし、1990年前後の不況に伴いポンド安によるインフレ懸念を払拭することとEU内での発言力を高める狙いからERMへの加入に踏み切った。しかし、イギリスが国内的な事情から金利を引き下げようとすれば、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。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からの離脱を余儀なくされた。

(C)の1992年10月以後は、ERMからの離脱によるポンド安の混乱を避けるためにインフレーションがターゲットとされ、現ブレア新政権下でも引き続き採用されている。インフレ率をターゲット内に収めるためには、金利政策の運営がより重要となる。インフレ・バイアスを持ちやすい大蔵省が公定歩合の決定権限を有していれば、特に海外市場から信認が得られ

第1図 イギリスのインフレ率 (1946-1997)



(出所) International Financial Statistic より作成

ないということから、イギリス国内でイングランド銀行の独立性強化に関する議論がこの時から活発化された。

ERM 脱退後、イギリスは 1994 年 2 月までに 6 回の公定歩合引き下げを実施した。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。なお、ブレトンウッズ体制下の固定相場制度時代を含む戦後イギリスのインフレ率の推移を第 1 図で示している。

Ⅲ イングランド銀行の政府からの独立性と機能 (1992 年 10 月～1997 年 5 月)

Ⅲ-1 金融政策決定枠組み

以前より金融政策のターゲットの決定は大蔵大臣が下すようになっており、ERM 脱退直後の 1992 年 10 月からインフレーションをターゲットにした。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 index) 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 上昇率を次期総選挙の 1997 年 5 月までに対前年比 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。

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、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いて透明性を確保すれば、中長期的には国民の経済厚生の上昇に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、長期的には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。

この期間の金融政策は、イングランド銀行と大蔵省の間で行われる月例金融会議で決定される。その協議では、まずイングランド銀行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、イングランド銀行の報告を聞いた後、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たのである。

イングランド銀行は長い伝統を有し常に他の国々の模範となりながら、既存の実証分析では独立性指数は決して高いものとはいえなかった。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 Tabetlini (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イングランド銀行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。

なお、この時のイングランド銀行理事会のメンバーは、総裁（Governor, 1名）・副総裁（Deputy Governor, 1名）・理事（Director, 16名）から構成されている。また理事は4名の常任理事（full-time Executive Director）と12名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。

第1表ではインフレ率を政策ターゲットとして導入している国におい

第1表 インフレ・ターゲット導入国におけるインフレ率の平均と分散の変化

国名	導入前の10年間		導入後	
	平均	分散	平均	分散
オーストラリア	6.2	8.4	2.9	1.9
カナダ	5.8	7.9	2.1	2.7
フィンランド	5.2	3.4	1.0	0.5
スウェーデン	6.6	6.7	2.3	2.4
ニュージーランド	11.6	25.7	2.8	2.8
イギリス	5.2	2.2	2.7	0.08
6国平均	6.8	9.0	2.3	1.7

第2表 インフレ・ターゲットを導入していない主要国のインフレ率の平均と分散の変化

国名	1980年代		1990年代	
	平均	分散	平均	分散
フランス	7.4	18.9	2.4	0.8
ドイツ	2.9	4.7	3.2	2.2
イタリア	11.3	35.9	5.4	1.1
日本	2.5	5.1	1.3	1.5
アメリカ	5.6	12.5	3.5	1.1
5国平均	5.9	15.4	3.2	1.3

て、導入前の10年間と導入後でインフレ率の平均値と分散がどのように変化しているかを示している。対象としているインフレ・ターゲット導入国(導入時期)は、オーストラリア(1993年4月)、カナダ(1991年2月)、フィンランド(1993年3月)、スウェーデン(1993年2月)、ニュージーランド(1990年3月)、イギリス(1992年10月)の6国である。これと比較の対称として第2表では、インフレ・ターゲットを導入していない主要国(フランス、ドイツ、イタリア、日本、アメリカ)の1980年代と1990年代のインフレ率の平均値と分散をまとめている。インフレ・ターゲット導入国におけるインフレ率の平均値と分散は、各々6.8%から2.3

第3表 インフレ・ターゲット導入国における GDP 成長率の平均と分散

国名	導入前の10年間		導入後	
	平均	分散	平均	分散
オーストラリア	3.2	10.2	4.0	0.9
カナダ	2.8	10.0	1.8	3.1
フィンランド	1.4	17.3	3.0	6.2
スウェーデン	1.6	4.7	2.1	4.9
ニュージーランド	1.8	7.0	2.2	7.5
イギリス	2.4	5.8	3.1	1.1
6国平均	2.2	9.2	2.7	4.0

第4表 インフレ・ターゲットを導入していない主要国の GDP 成長率の平均と分散の変化

国名	1980年代		1990年代	
	平均	分散	平均	分散
フランス	2.3	2.0	1.4	2.4
ドイツ	1.8	3.2	2.0	4.8
イタリア	2.4	2.5	1.0	2.3
日本	3.8	1.5	1.8	3.9
アメリカ	2.8	7.0	2.3	2.5
5国平均	2.6	3.2	1.7	3.2

%, 9.0 から 1.7 へ低下した。非導入国の平均値と分散は、各々 5.9% から 3.2%, 15.4 から 1.3 へと低下した。世界的なデイス・インフレ傾向を反映してドイツを除いた対象国すべてのインフレ率は低下し、しかも分散がかなり小さくなっており、各国ともインフレ率は低水準で安定化していることが確認される。

次に第3表と第4表では、GDP 成長率に焦点をあてて、インフレ・ターゲット導入国と導入していない国々の間で平均と分散がどれだけ変化したかを示している。インフレ・ターゲット導入国における GDP 成長率の平均値は、2.2% から 2.7% へ上昇しているが、非導入国の平均値は反対に 2.6% から 1.7% に低下している。分散については、導入国の方が大きく低下し、より安定的になっていることがわかる。³

III-2 金融政策決定プロセス

イギリスでは、先に述べたように大蔵省がイングランド銀行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た。しかし、大蔵省が単独に金融政策を決定するのではなく、あくまでもイングランド銀行と協議の上で最終決定が下される。具体的に、両者間の月例金融会議においてイングランド銀行が直近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。イングランド銀行の助言を聞いた後、大蔵大臣が今後の経済動向を考慮しながら最終的

3 総じてみれば、インフレ・ターゲット導入国の方が、インフレ率は低位安定化し、GDP 成長も高いと判断できようが、対象国数及び期間が短いため厳密な判断を下すことはできない。なお、オーストラリアのインフレ・ターゲット導入時期は不明確であるため King (1998) に従った。インフレ率と GDP 成長率に関するデータ出所は、IFS である。

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金融会議の議事要旨が公開されるようになった。つまり、イングランド銀行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。月例金融会議の議事要旨は、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。

大蔵省とイングランド銀行の間で行われた月例金融会議は、政権が保守党から労働党へ交代する1997年5月まで続けられた。この間、計41回の月例金融会議の議事要旨が発表されたことになる。1997年6月以降は、実際にイングランド銀行法が改正されるのに先駆けて金融政策決定権がイングランド銀行に与えられ、新たに創設された金融政策委員会 (Monetary Policy Committee) で金利決定が行われるようになった。計41回の月例金融会議の議事要旨に基づいて、イングランド銀行の助言内容と大蔵大臣の最終決定を第5表でまとめている。議事要旨が公開された1994年1月から最後の1997年5月までのイングランド銀行総裁はジョージ (George) 氏であり、その後1998年6月に再選され任期は2003年6月までとなっている。一方、この間における大蔵大臣は、1997年4月までは保守党政権下のクラーク (Clerk) 氏であり、最後の同年5月のみ労働党政権下のブラウン (Brown) 新蔵相が出席し最終決定を下した。

第5表から確認できるようにイングランド銀行の助言は5通りあり、金利一定が20回、0.25% 引上げが7回、具体的な数字を挙げずに引上げ助言をしたのが6回、0.5% 引上げが5回、0.25% 引下げが3回であった。イングランド銀行の41回の助言に対して、大蔵大臣が助言通りの最終決定を下したのが26回 (採択率63.4%)、助言以外の決定を下したのが15回であった。助言内容にそってさらに具体的にみると、イングランド銀行が金利一定の助言を行ったのは20回であり、これに対する大蔵大臣の最終決定は、助言通り一定にしたのが18回、イングランド銀行の助言に反

第5表 月例金融会議（イングランド銀行—大蔵省）

イングランド銀行の助言		大蔵大臣の最終決定		助言の採択率
一定	20回	一定 18回 0.25% 引下げ 2回		90%
0.25% 引上げ	7回	0.25% 引上げ 2回 一定 5回		28.6%
引上げ	6回	一定 6回		0%
0.5% 引上げ	5回	0.5% 引上げ 3回 一定 2回		60%
0.25% 引下げ	3回	0.25% 引下げ 3回		100%
合計	41回	採択 26回 反対 15回		63.4%

Minutes of Monthly Monetary Meeting between Chancellor of the Exchequer and the Governor of the Bank of England (1994年1月～1997年5月) より作成

して金利を0.25%引き下げたケースが2回であり、採択率は90%とたいへん高い。また金利の0.25%引下げを3回助言しているが、3回とも助言通りの最終決定が下されている。しかし、3通りの引上げ助言（0.25%引上げ7回、引上げ6回、0.5%引上げ5回）をした回数計18回あるのに対して、助言通りの最終決定が下されたのはわずか5回で採択率は27.8%と非常に低く、助言に反し金利を一定のままに維持したのが13回もあった。この間、インフレ率は3%前後で推移しており、総選挙のある1997年5月までに2.5%以下にするという目標を達成させるため、イングランド銀行は前年の1996年7月から9カ月連続金利引上げの助言を行っているが、採択されたのはわずか1回であった。特に1996年11月から5カ月連続して反対されている。総選挙前に当時の与党であった保守党は、世論調査でも苦戦を強いられていたこともあり、利上げに踏み切れなかったという政治的な要因があったことは容易に想像できるが、議事要旨の中で政

治的要因は一言も触れられていない。大蔵大臣が金利引上げに反対した理由は、「ポンド高が続いており、物価はやがて安定化する」ということであつた。大蔵大臣によるイングランド銀行の助言の採択率は、金利引上げという助言に対しては著しく低いことから、通常言われているように中央銀行は反インフレ政策、政府はインフレ容認政策を遂行する傾向にあるということが当てはまっていると考えられる。

1997年5月1日に、労働党が総選挙において大勝すると、かねてより主張していたイングランド銀行への独立性を強化する改革案を矢継ぎ早に発表し、イングランド銀行内に金融政策委員会を設け、翌6月より同委員会において公定歩合を決定させるようにした。結局、イングランド銀行と大蔵省の月例金融会議は5月が最後となり、労働党のブラウン新蔵相が出席した。総選挙前とは異なり、イングランド銀行の助言通り0.25%の金利引上げに応じた。その結果、インフレ率は目標通りの2.5%となり、当初の目標を達成した。

これまで月例金融会議の議事要旨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イングランド銀行の意見の方が、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つた（特に、1994年1月と2月⁴）。しかし、重要なことはイングランド銀行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。イングランド銀行の独立性指数値は、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、イングランド銀行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。また議事要旨には、イン

4 1994年1月の会合では、大蔵大臣は金利を0.5%引下げの意向を示していたが、イングランド銀行総裁が金利一定を強く主張し、これが受け入れられている。続く2月の会合では、大蔵大臣は0.5%引下げのつもりだったが、総裁が0.25%の引下げにとどめさせた。

ランド銀行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ついていることは言うまでもない。しかしながら依然として金利政策の最終決定権限は、大蔵省に残ったままであり、他の先進諸国の中央銀行法と比較すると立ち遅れていたことは否めなかった。

IV イングランド銀行法の改正へ（1997年6月以降）

IV-1 金融政策運営改革

1997年5月のブレア政権発足後、直ちにブラウン蔵相は公定歩合の決定権限をイングランド銀行に移行させ、近い将来にイングランド銀行法も改正する意向を発表した。この改革は、イングランド銀行に金融政策手段の独立性が与えられたことを意味している。金利決定運営における変更の概要は以下の通りである。

- (1) インフレーション・ターゲットの決定—引続き政府が決定する。ターゲットは、毎年度予算演説の際に公表する。1997年度のターゲットは、基礎的インフレ率である PRIX を 2.5% にする（2.5% 以下ではない）。為替の決定権も含め政策目的は政府が決定する。
- (2) 政策手段の独立性—イングランド銀行はインフレーション・ターゲットを達成するための金融政策運営上の責任を負い、金融政策委員会を設置し公定歩合を決定する。
- (3) 金融政策委員会—総裁、副総裁（1名増員して2名）、イングランド銀行からの内部委員（2名、大蔵大臣と協議の上で総裁が任命）、外部委員（4名、金融に関する有識者で政府が任命）の計9名で構成され、月1回開催される。任期は、総裁と副総裁が5年、内部・外部委員が3年である。

- (4) 議決権—公定歩合の決定は、9名の金融政策委員の投票で決まるが、同数の場合は総裁が決定する。また金融政策委員会には大蔵省からの代表者が、出席することができるが議決権はない。
- (5) 政策責任—インフレーションがターゲットである2.5%から1%以上乖離し、1.5%以下3.5%以上になった場合、総裁はその原因・対応策・目標圏内へ戻するのに必要な期間を明示した公開書簡を大蔵大臣に送らなければならない。
- (6) 情報公開—金融政策委員会の議事要旨・投票結果は6週間後に公表する(1998年10月以降は2週間後に公表するようになった)。またイングランド銀行の政策運営・将来見通し・見解は以前と同様にインフレーション・レポート (Inflation Report) において発表し、議会でも説明される。
- (7) 例外—国益に影響を及ぼす場合、政府はイングランド銀行の決定を変更することができる(但し、国会の承認が必要)。
- (8) 理事会—総裁、副総裁(2名)、外部理事(16名、任期3年)で構成され、イングランド銀行の経営状態・金融政策委員会が適切に運営されているかの評価を行う。

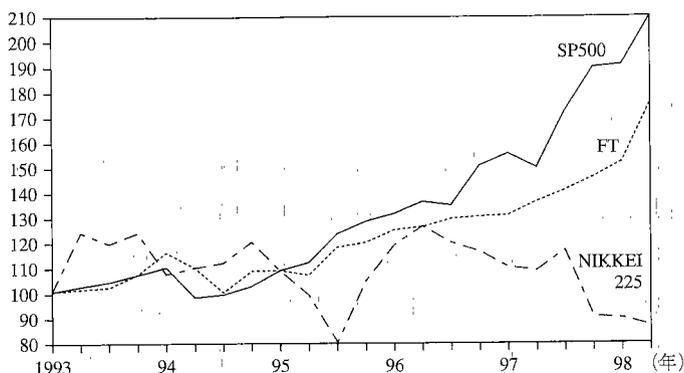
正式なイングランド銀行法改正案が1997年10月に発表され、1998年4月に新イングランド法が成立したが、97年6月から暫定的に上記の新方式に基づいて公定歩合が決定されている。政権交代直後に打ち出されたイングランド銀行の改革方針は、金融市場にもインパクトを与え、ポンド高とFT 100株価指数の上昇をもたらした。いずれもイングランド銀行の信認がさらに高まり、長期的にはイギリス経済にとっても望ましいと市場が判断したものと思われる。また旧法では規定されていなかった、イングランド銀行の目的については、(a)物価安定の維持、(b)経済成長と雇用に

関する政府目標に資するように (a) の目的を図ること、と明記されている。

IV-2 金融政策決定プロセス

前節で述べたように、公定歩合を決定する大蔵省とイングランド銀行の月例金融会議は、1997年5月が最後となり、新蔵相であるブラウン氏はイングランド銀行の助言通りに0.25%の金利引上げに同意した。金融政策委員会の下した金融政策決定内容と投票結果を表6でまとめている。1997年6月以降の金融政策委員会では、公定歩合は3カ月連続0.25%引上げられ、さらに11月にも0.25%引上げられた。政権が交代してから半年余りで、公定歩合は満場一致で計4回引き上げられ6.25%から7.25%へ上昇した。この背景には、議事要旨でも確認されるように、96年から続く消費を中心とした内需が拡大し失業率が6%を下回り、賃金上昇率は4%台となったことが挙げられる。97年11月現在のインフレ率は2.7%と許容範囲内にあるが、イングランド銀行による2年先までのインフレ予想に基づく3.5%を越える可能性が高いため、現実化しないうちに事前に数回にわたる公定歩合引上げに踏み切ったのである。5月の総選挙前までに、イングランド銀行が数カ月にわたり公定歩合の引上げを薦めていたにもかかわらず、すべてを拒否されてきた保守党政権下とは顕著な違いが出ている。イングランド銀行への独立性強化が、過度に高金利政策を助長してしまうのではないかと懸念も生じているが、株価指数やボンドの推移を見るかぎり、金融政策改革は一般的に高く評価され、市場からも支持を得ている。第2図では、日本・アメリカ・イギリスの株価指数の推移を示している。日経225は1996年以降下落し続けているのに対して、アメリカのSP500は周知のように史上空前の勢いで上昇している。一方、イギリスのFT指数もアメリカに匹敵しうる程の規模で上昇していること

第2図 株価指数 (4半期データ)



(出所) International Financial Statistic より作成

を確認することができる。

1997年に行われた7回の金融政策委員会では、すべて全員一致の合意の下で金利政策が決定されてきたが、1998年に入ると意見が対立するようになり、特に2、3月では金利一定と引上げ案が4対4に分かれ、総裁がcasting voteを行使して金利一定に決定された(増員されたイングランド銀行副総裁の2名目が決定されたのは1998年6月であったため、それ以前は8名で審議されていた)。第6表に示されているように1998年1月から3月までは金利は一定とされたが、この間常に金利一定案に投票したのは、George 総裁、Clementi 副総裁、Plenderleith BOE (イングランド銀行) 内部委員、Julius 外部委員の4名であり、金利引上げ案を支持したのはGoodhart, Buiter, Budd 外部委員の3名であった。残り1名のBOE内部委員であるKing氏は1月に金利一定、2~3月は金利引上げに賛成した。このため2~3月の投票が同数となったのである。イングランド内部委員同士で意見が対立することは予想外の展開であった。インフレ率は、1997年央は目標の2.5%前後で推移していたが、底堅い内需拡大にともない3

第6表 金融政策委員会の決定

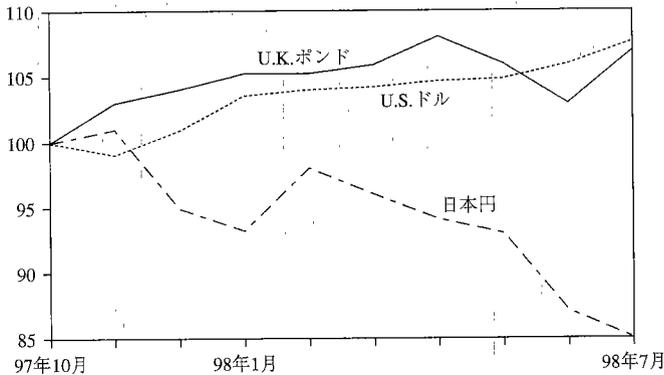
開催月日	金利決定	投票内容
1997年		
6月6日	0.25% 引上げ	全員一致
7月10日	0.25% 引上げ	全員一致
8月7日	0.25% 引上げ	全員一致
9月11日	一定	全員一致
10月9日	一定	全員一致
11月6日	0.25% 引上げ	全員一致
12月4日	一定	全員一致
1998年		
1月8日	一定	5-3
2月5日	一定	4-4 総裁決定
3月5日	一定	4-4 総裁決定
4月9日	一定	5-3
5月7日	一定	6-2
6月4日	0.25% 引上げ	8-1
7月9日	一定	全員一致
8月6日	一定	7-2
9月10日	一定	7-2
10月8日	0.25% 引下げ	7-2
11月5日	0.5% 引下げ	8-1
12月10日	0.5% 引下げ	8-1

Minutes of Monetary Policy Committee Meeting より作成

%前後まで上昇していた。従って、さらなるインフレ率の上昇を懸念して BOE 外部委員を中心に金利引上げが主張された。これに対して King 氏を除く BOE 内部委員は、第3図に示されているように「ボンドの実効為替レートが上昇していることから輸入価格の低下を通じて物価は安定する」と主張し金利一定案を支持した。BOE 内部委員以上に、むしろ外部委員の方が反インフレ的政策を支持している傾向にあるのが特徴的である。

5月の委員会では、金利一定案の6名が賛成し、2名の外部委員が反対した。反対案を投じた1名は金利の引上げ、もう1名は金利引下げ案を支

第3図 実効為替レート (97年10月-98年7月)



(出所) International Financial Statistic より作成

持し、結局同月の委員会では初めて計3案が投じられたことになる。以後、反対票が投じられることは頻繁であり、総裁の指導力に対して疑問視する意見も生まれているが、むしろ各々異なった立場を代表して選ばれている専門家間で意見の相違があるほうが通常であり、その根拠が明確であり、かつ、公表されていることに、この制度的枠組みは高く評価されるものであると言わなければならない。

1998年10月と11月は、賛成多数で金利が引き下げられた。反対案は、「さらに大きく引き下げるべき」という程であり、年初と異なり金利引下げの傾向にある。これは、9月のロシア危機、アメリカのヘッジ・ファンド破綻、日本を中心としたアジア諸国の低迷、国際商品価格等の低下等を反映し、国際的なデフレ基調の中ではインフレの心配が少ないこと、

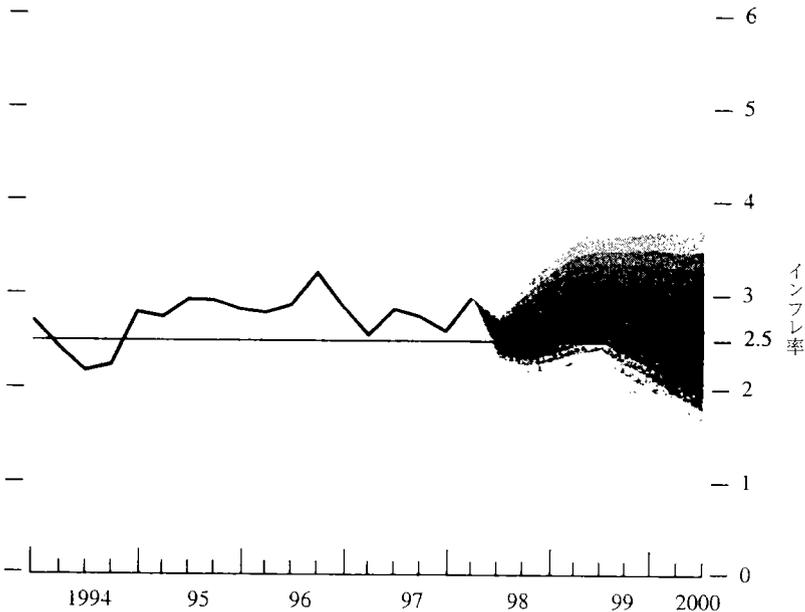
5 1998年5月の委員会からは民間エコノミストのJulius 外部委員が、再三にわたって金利引下げを強調している。海外の景気後退要因も含めて、国内では1997年末の金利引上げにもなって内需拡大に陰りがみえはじめたことを最大の理由にしている。9月以降は、ケンブリッジ大学のButler 外部委員も金利引下げを支持するようになっている。

世界的な需要停滞を避けるためという海外要因を重視して金利の引下げを図っている。政策委員会では、将来のインフレ予想を考慮して金利の決定を行っているが、従来より Inflation Report に計量分析に基づいて独自のインフ予想を確率分布を用いて第4図のように発表している。将来期待値を中心に10% 毎の確率で予想インフレ率の変動可能性を考慮し政策決定に反映させているのである⁶。

IV-3 金融機関監督制度の改革

労働党新政権は、金融政策運営の改革だけでなく金融監督制度にも抜本

第4図 イングランド銀行インフレ予想



(出所) Inflation Report August 1998 より

6 第4図で、インフレ率2.5% 前後を中心に影の濃い部分が確率の高いことを意味し、影が薄くなるにしたがって確率は低くなることを意味している。

的な改革に踏み切った。銀行監督はイングランド銀行、証券部門の監督は独立機関であるSIB(証券投資委員会, Securities and Investment Board)が各々担っていた。新しい改革では、SIBを改組・拡充して新SIBであるFSA(金融サービス機構, Financial Service Authority)を設立し金融機関への監督を一元化することを決定した。このことは銀行監督権を、イングランド銀行から第三者機関に移行させることを意味している。金融政策運営の改革に加えての金融機関監督制度の改革は、1986年における証券業の「ビッグバン」に対して「第2のビッグバン」とも称されている。

金融機関が業態の垣根や国境を越えて幅広く活動する「金融コングロマリット化」に対応するためには、監督機関を一極に集中統合化させるほうが金融監督の実行性と効率性を高めることができるという構想から打ち出されたものである。この背景には、中東系資本のBCCI(Bank of Credit and Commerce International)の粉飾事件(1991年)やペアリングズ銀行の先物取引における巨額損失事件(1994年)、1990年代の年金・保険商品の不正販売等を未然に防ぐことができなかったという反省もある⁷。

イギリス国内では、イングランド銀行から銀行監督権を分離させるか否かについては以前から活発な議論が繰り返されていた。ロール委員会は、「金融政策の運営と銀行監督権を一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おそれがある(利益相反)」として、「イングランド銀行から第三者機関に銀行監督権限を移行させるべき」という報告を提出している(Roll(1993))。一方、その後下院の大蔵行政委員会では、「金融機関の経営破綻に伴う決済システム悪化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

7 1997年秋にG10の金融監督当局者によって協調監督機関が設置され、国際的に協調して各種金融機関を監督する体制の強化が図られている。

8 年金・保険商品の販売において、非情報開示・注意義務無視等の販売方法によって、およそ40-50万人の人々が被害を受けたとみられている。

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））。さらに、ベアリング銀行破綻原因を調査した Bank of England（1995）は、「イングランド銀行と他の監督機関の間で適切な協調体制がとれていなかったという不十分な監督体制にベアリングズ銀行破綻の原因がある。従って、監督権限を強化すべきである。」と主張し、事実上イングランド銀行を中心とした監督体制の強化を要求している。一方、学術的な計量分析では、Goodhart and Shcoenmaker（1995）が、「中央銀行に監督権限が与えられていない国ほどインフレ率は低い」ことを提示し分離論を展開している。新政権は影の内閣時代より、かねて監督体制の改革を主張していた。これは、上述した1990年代の年金不正販売によって多数の国民が被害を受けたため、旧 SIB 体制では不十分と判断していたためである。結局、労働党はロール委員会や Goodhart and Shcoenmaker（1995）の主張を取り入れたことになる。また中央銀行から金融監督権を分離させることは、ヨーロッパ中央銀行型にも対応している。

具体的な従来の金融機関監督体制は以下の通りであった。銀行監督は、銀行法（1979年）から監督権を一層と強化した新銀行法（1987年）に基づきイングランド銀行が行っていた。また証券等の投資業務については金融サービス法（1986年）に従い SIB が3つの各業態別の自主規制団体（Self Regulatory Organaization）を通じて幅広く監督していた。この3つの自主規制団体は、個人投資規制協会（Personal Investment Authority）・投資顧問規制機構（Investment Management Regulatory Organaization）・証券先物機構（Securities & Future Authority）から成り、各々業務先範囲を区別して

9 Goodhart and Shoenmaker（1995）では、1980年から1991年までの期間で先進国を対象とした場合、銀行監督権が中央銀行から分離されている国々の平均インフレ率は5.3%であるのに対して、分離されていない方は9.5%と高く、分離論を支持している。

担当していた。保険業は貿易産業省が監督している。さらに住宅金融組合 (Building Society) への監督機関も存在している。

このような監督制度では、金融機関が合併・買収を通じて多角的に展開しているのに対して、監督主体はその一部分しか把握できない問題がある。さらに監督主体が重複する場合、社会的な監督コストも過重となる。また投資業務監督については、結局は業界による縦制型行政が浸透し、伝統的とはいえ自主規制ということから厳守な監督が行われているのか疑わしい側面があった。新改革では、SIB を発展的に解消させ強化した FSA に銀行・証券・保険の監督を一元化させる。このことは、金融機関監督体制の効率性を高め、「金融コングロマリット化」の進展に対する規制強化を図ったものとして捉えることができる。この結果、イングランド銀行の検査監督部門や SIB 等がすべて FSA に移行し、2000 名を越える新監督機構が生まれることになる。また FSA の要する費用は、各金融機関が負担し、金融機関の格付けが下がるほど負担も増加することになっている。

V 今後の課題

本文で詳細に述べたように、イギリスは 1997 年 5 月の政権交代後、イングランド銀行に金利決定の独立性を与えると同時に、金融機関監督制度をイングランド銀行から分離させ第 3 者機関である FSA に移行させるという大きな改革を実効した。最後に、このような展開に関して残された課題について述べよう。

第 1 は、ターゲットとなるインフレ率水準の決定方法および変更についてである。現行ではインフレ率のターゲットを 2.5% を中心に前後 1% の範囲内としているが、なぜ 2.5% という中心レートを選び、その変動範囲を 1% としたのかについての客観的な分析に基づく明確な説明が行われて

いない。新政権の首脳は、講演などを通じてその理由を話しているが、経済学的な分析に依拠しているとはいえない。このため、何等かの外生的ショックに起因して、ターゲットの値を変更せざるをえないような場合が生じた場合、その変更値の予想を巡って市場が混乱する懸念がある。固定相場制度を採用している場合に、外生的ショック等によって、中心為替レートや変動幅を変更するときに為替市場が混乱するのと同様なケースが生じる可能性がある。現在のように全体的に物価が安定していないような時期になれば、当然ターゲットの変更を考慮しなければならず、その決定要因の透明性を図るべきと思われる。

第2は、インフレ・ターゲットを達成できなかった場合、その責任に対する解釈についてである。新しい改革では、インフレ率がターゲットを離れた場合、その原因や今後の採るべき政策を公開書簡としてイングランド銀行総裁が、大蔵大臣に提出することになっているだけであり、人事上の責任追求等はされない。従って、インフレ率の一時的なターゲットからの乖離をどれほど重視するかで、金融政策委員会での決定内容も影響を受けるはずである。

第3は、イングランド銀行と FSA の関係である。両者は、独立した機関であり、その責任の所在も別々になっているというが、本質的には FSA はイングランド銀行主導でその役割が決定されたという背景、さらに人事的な面からもイングランド銀行に従属した性格が強く、個別金融機関の破綻を事前に察知できなかった場合、両者の責任の所在が明確化されるのに疑問があると言わなければならない。¹⁰

また、分析上の課題としては、議事要旨に基づいて金利政策決定要因が如何なるものであるのかを因子分析を通じて把握する必要があると思われる

10 FSA の初代総裁は、元 BOE 副総裁の Davis 氏が就任 (BOE 理事も兼務) した。現 BOE 副総裁の Clementi 氏は、FSA 理事を兼務している。

る。さらに、日本等の金利政策決定の議事要旨が公表されている他の国々を対象として、政策決定プロセス・決定要因の比較研究も望まれる。

参考文献

- Alesina, A. (1988) "Macro Economics and Politics", *NBER Macroeconomic Annual* 1988.
- Alesina, A. and Summers, L. (1993) "Central Bank Independence and Macro Economic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25
- Bank of England (1995) "Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Baring", *Report of House of Commons*.
- Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. and Schnadt, N. (1994) *THE FUTURE OF CENTRAL BANKING: THE TERCENTENARY 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.
- FSA (1998) "Designing the FSA Handbook of Rules and Guidance", *Financial Service Authority Consultation Paper*.
- Goodhart and Shoenmaker (1995) "Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies", in Goodheart, ed, *THE CENTRAL BANK AND THE FINANCIAL SYSTEM*, Macmillan.
- Grilli, V., Masciandaro, D and Tabellini, G. (1991) "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, Vol. 13.
- King, M. (1998) "The Inflation Target Five Years On", *Lecture delivered at the L. S. E.*, 29 Oct.
- H. M. Treasury (1997) "The Inflation Target and Remit for the Monetary Policy Committee", *H. M. Treasury Press Release*, 13 June.
- 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*.

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.

Financial Service Act 1986, H. M. Treasury.

Inflation Report, Bank of England.

Minutes of Monetary Policy Meeting, 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.

(Proposed) Bank of England Bill 1997, House of Commons.

The Bank of England Act 1946, Bank of England.

本論文は、平成10年度の文部省科学研究費補助金（奨励研究A、課題番号09730066）の研究成果の一つである。