

イングランド銀行の金融調節方式の変更（2006年）について

齊 藤 美 彦

要 旨

イギリスの中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は2006年5月にその金融調節方式の変更を行った。その目的としては、①オーバーナイトの市場金利がBOEの公定レート（1週間）と整合的に形成されること。イールドカーブはフラットで日々・日中の変動もあまりないほうが望ましい。②銀行組織の流動性管理のための効率的で安全かつフレキシブルな枠組み。通常時においても、混乱時においても競争的な短期金融市場とそれが適切な場合には中央銀行通貨が使用できること。③簡素でわかりやすく透明な運営上の枠組み。④競争的で公平なポンド建短期金融市場の4点が挙げられている。

具体的な枠組みは、完全後積み方式の準備預金制度の新規導入であり、それには付利され、準備額も対象金融機関が任意で設定できるというのが特徴である。これによりBOEはマクロ的な準備需要の予測をより高い精度により行うことができるようになった。この準備預金制度は、付利されることからレギュラトリタックスではなく、制度設計から準備率操作という概念も消失している。あるのは準備預金制度という枠組みである。そしてその枠組みの下においてBOEが過不足なく資金を供給するということになっている。またこの制度においては超過準備にもペナルティが課されることにより量的緩和は実行がほぼ不可能な制度設計となっている。

政策金利は準備預金への付利金利であるが、これを期間1週間のレポオペの適用金利としていることから、BOEは期間1週間の金利の決定権限を有している。そしてペナルティレートおよびスタンディング・ファシリティの金利により短期金利の上下限が画されるという制度の下で、オーバーナイトレートはほぼこれと同水準となるように調節されてきている。資金供給の中心は短期レポオペであるが、銀行券の対応資産として長期資産の割合を増やしてきており、その流れを維持するようにしている。ただしギルト債のアウトライトオペについてはBOEは

非常に慎重な導入方針をとっている。

日米およびヨーロッパの中央銀行による金融調節の枠組みは、近年似通ったものとなってきているが、今回のBOEの金融調節方式の変更は欧州中央銀行(ECB)の調節方式を意識し、それとの類似性の強い方式となっている。

目 次

はじめに

- I. CRD (Cash Ratio Deposit)
- II. 新方式による金融調節の体系

III. 方式変更後の金融調節の実際
おわりに

はじめに

日本銀行は、2006年3月に約5年間にわたって継続した量的緩和政策を取りやめ政策目標を無担保コールレートのオーバーナイト物に変更しその誘導水準をゼロパーセントとすることとした。これはいわゆるゼロ金利政策への復帰ではあるが、その後、政策目標金利は06年7月に0.25%に引き上げられ、このゼロ金利政策にも終止符が打たれた。さらに07年2月には政策金利は0.5%にまで引き上げられたが、その際に公定歩合について注目されることはほとんどなくなってしまった。事実、公定歩合という呼称(それはかつては日本銀行による割当によるものの利率であった)は2001年1月以降は基準割引利率・基準貸付利率とされた。これは、市中銀行が必要とする際に利用できる有担保の貸出ファシリティの利率であり、政策金利よりも高く設定されることから、事実上短期金利の上限を画するものとの位置づけとなっている。

日本銀行の量的緩和政策は、結局さしたる効果を挙げるることことなしに終了したが、その本質は超過準備ターゲットングであった。そもそも資金需要がない状況で超過準備を積み増すこ

とに何らかの意味があると考えた方がおかしかつたが、そうした議論は一般的なものとはならなかった。また、量的緩和はもしそれが準備率の引上げによって行われたのであれば、教科書的には引締め政策であり、準備率制度・準備率操作というのは何であるかが問われなければならないようにも思われる。

量的緩和政策の終了後に公表された日本銀行企画局の論文(日本銀行企画局 [2006])は、日米およびヨーロッパ(ユーロエリア・イギリス)の中央銀行による金融調節の基本的枠組みは似通ったものとなってきており、①法令または契約に基づく中銀当預の積み立て制度、②公開市場操作および③スタンディング・ファシリティからなっているとしている。すなわち①により準備需要を安定的で予測可能なものとしたうえで、主として②によりマクロ的な資金過不足の調整を行うとともに、あらかじめ定められた金利で短期の資金貸付や預金受入を行う③により短期金利の上下限を画することにより政策金利の水準と整合的な短期の市場金利を誘導するという枠組みとなってきているというのである。

これには金利自由化が進展し短期金融市場も整備されるという条件がいるわけであるが、そ

れはともかくとしてこの枠組みにおいて重要とされるのは短期金利のコントロールでありベスマネー・コントロールではない。これに関連してあのマッカラム・ルールを唱えたマッカラムまでもが「(金融経済学における意見の) 不一致の一部は、M1やマネタリー・ベースといったマネタリーな変数を含まないモデルに依拠して金融政策分析を行うという、有力な金融経済学者の最近の傾向に起因するものである。もちろん、こうした研究者の傾向は、多くの先進国の中央銀行の実際の政策運営を反映しており、論点のいくつかは実践的にも重要でありうる。」(マッカラム [2004] 40頁、下線は筆者)と近年の中央銀行の政策運営の実際の姿を認めているのである。

ところでイングランド銀行(BOE)は、2006年5月に金融調節方式の変更を行った。それはヨーロッパ中央銀行(ECB)の方式と似通ったものであり、上記の基本的な枠組みによるものとなった。従来のイギリスにおいては通常の意味での準備預金制度はなかった。対象債務のごく一部をBOEの無利息の凍結勘定に預け入れることを義務付ける制度(CRD)はあったが、これは金融調節のための仕組みではなく市中銀行がBOEの運営費を捻出するための仕組みであると説明されてきた。凍結勘定という意味が日本でこれまで正しく理解されてきたかは疑問があるが、市中銀行はCRDとは別に準備預金制度がないとしても決済のための残高をBOEに積む必要があった。

このいわば同時積み的な制度は、たとえばマネーサプライ論争時に望ましいといわれることもあった。それは追加的準備供給をを求める議論にたいして日銀エコノミストが現行の後積み方式の準備預金制度のもとにおいてはそれはで

きないないしは無意味であると主張していたからである。超過準備を供給すれば短期金利がゼロとなることおよびそうした調節が無意味であることは、ゼロ金利政策、量的緩和政策の実施により実証されてしまったが、それはともかくとして、マネーサプライ論争の一方の当事者であった翁邦雄は当時のイギリスの金融調節について以下のとおり説明していた。

「通常の準備預金制度が存在しない英国の金融調節についての実務家の理解は以下の通りである。すなわち、英国の銀行はその決済に用いるOperational Deposit(OD)を、最小化するべく努めており、その保有率は、バランス・シートの規模や金利ではなく、予想される純決済額に依存する。従って、OD市場における資金需要は高度に金利非弾力的である。BOEは、OD市場の資金需給を不足に追い込むのではなく、そこでの「BOEの与信態度」(“terms on which it makes them available”)を通じて金利に影響を与えており、金利がBOEの意向と独立に「市場」で決まることはない。こうした解釈によれば英国金融市場の金利決定メカニズムは、金融機関が金利非弾力的な決済需要に直面し、日々「積み最終日」におかれているというモデルで説明できる。つまり、準備預金制度を廃止した場合、量のコントロールというよりむしろ金利目標の方が前面に出ざるを得ないことになってしまう。」(翁 [1993] 109頁)

これは1996年に政策金利を期間2週間のレポオベ金利とする以前の状況についての説明であるが、同時積み制度の特徴をよく表現しているといえる。要するに同時積み制度というのは中央銀行に金利決定力がある制度なのだとこのことであろう。この状況から1996年の改革(依然として準備預金制度はない)、そして今回の金

融調節方式の変更となったわけであるが、この流れについてどうとらえたらよいのであろうか。本稿では以下で、まずこれまで日本において必ずしも正しく理解されてこなかったCRDについてみた後に、新方式による金融調節の体系およびその実態についてみることにしたい。

I. CRD (Cash Ratio Deposit)

従来からBOEには通常の意味での準備預金制度はないとの説明がなされてきてはいた。過去においては現金比率規制や特別預金制度、追加的特別預金制度(コルセット)があったが、それも金融引締めのために導入されるものできめ細かく金融調節を行うための枠組みとは若干異なるものであった。一方、CRDについてはBOEの運営費用を捻出するための制度と説明されてきた。これには若干の説明が必要である。それは19世紀におけるピール条例以来、BOEの勘定は発行部(Issue Dept.)と銀行部(Banking Dept.)に分けられている。そして現在においては制度的に発行部の収益は国庫(Treasury)に納付されることになっているため、BOEの運営費の捻出のためには銀行部で収益を生み出すしかないのである。CRDは無利息の凍結勘定であるが、今回の制度変更により通常の準備預金には付利されることとなったため、両者の違いが明確になることとなった。

このCRDについては2003年に財務省によるレビューが行われた(HM Treasury [2003])。それによると1998年から2002年におけるBOEの年平均の運営費は1.9億ポンドであり、他方、手数料収入等は1.11億ポンドであり、CRDにより捻出が期待されているコストは0.79億ポンドであるとされている。

このレビューの結果改定された現行制度の内容は以下のとおりである。まず料率は、対象債務(国内ポンド建預金・CD等)の0.15%(ただし5億ポンドまでは0%、1998年12月以前は4億ポンドまでであった)とされている。具体的な計算方法は、対象債務の6か月平残(11-4月、5-10月)×料率の額を6月、12月に積むこととなる。対象金融機関であれば通常は6月および12月に積み増しが要請され、これは無利息の凍結勘定であり準備預金との出入りはないのである。対象金融機関は、対象債務平残5億ポンド以上の銀行・住宅金融組合(含む外国銀行)である。なお、1998年に最低対象債務を0.1億ポンドから4億ポンドに引き上げた際に250金融機関が対象からはずれ、2003年6月時点での対象金融機関数は149であった。2003年12月からの変更では18金融機関が対象からはずれた。

繰り返しになるが、このCRDは新方式により導入された準備預金制度とはその性格が異なるものである。新制度の導入は両者の違いをより明確にすることとなった。

II. 新方式による金融調節の体系

(1)従前方式の概要と問題点

それでは新方式採用以前のBOEの金融調節の概要はどのようなものであったかについて、そこにおける問題点とともにみることとしたい。BOEは1996年から98年にかけて、その金融調節方式の大幅な変更を行った。政策金利をそれ以前の最低貸出金利(MRL)から2週間のレポオペに適用する金利とすると公表したのである。ギルト債のレポ市場の育成はそれ以

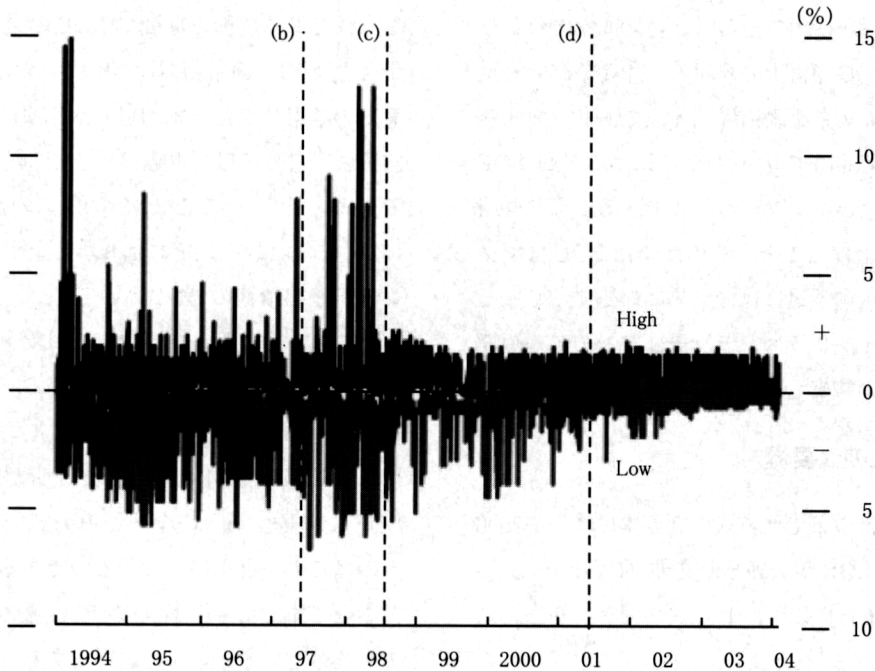
前から図られていたが、レポオペの適格債券の範囲を拡大し、カウンターパーティーもディスクントハウスではなしに銀行・住宅金融組合・証券ディーラーとした。その旧制度においては前記のとおり通常の意味での準備預金制度はない。しかしながらBOEに決済勘定を有している市中銀行(決済銀行)は、決済のための預金残高を必要としており、営業日終了時点においてその残高をマイナスにすることは基本的に認められていない。BOEは毎営業日において銀行券の発行超等を理由とするマクロ的な資金不足(場合によっては資金余剰)の金額を予測し、それについては過不足なく供給する(場合によっては吸収する)という各国中央銀行と同様の金融調節を行っていたし、新制度において

もこの点の変更があるわけではない。

BOEはマクロ的な資金不足に対応しての資金供給は基本的に期間2週間のレポオペにより行い、この他にTBや銀行手形等のアウトライトオペ(通常、期間は2週間以内)による資金供給も補足的に行われていた¹⁾。

この方式による金融調節については、2004年にBOEによるレビューが行われたが(Bank of England [2004])、そこにおいては問題点として制度が複雑であること等のほかにオーバーナイト金利の政策金利との乖離幅およびボラティリティが大きいことが挙げられていた。もっともこの問題に対処するために1998年にはオーバーナイトの貸出ファシリティが導入され、さらに2001年にはオーバーナイトのが預金ファ

図表1 オーバーナイトレートのボラティリティ(a)



注) (a)BOEが観察した日中の最高金利および最低金利

(b)ギルトレポオペの本格導入

(c)貸出ファシリティの導入

(d)預金ファシリティの導入

[出所] Bank of England [2004] p.219.

シリティが導入された。このスタンディング・ファシリティの導入によりオーバーナイト金利のボラティリティはかなり縮小することとなっていた (図表1)。2006年の新方式の導入はこうした改革の流れの延長線上のものと位置づけられるものなのである。

(2)新方式の目的

BOEは新方式による金融調節の目的として以下の4点を挙げている。すなわち、①オーバーナイトの市場金利がBOEの公定レート(1週間)と整合的に形成されること。イールドカーブはフラットで日々・日中の変動もあまりないほうが望ましい。②銀行組織の流動性管理のための効率的で安全かつフレキシブルな枠組み。通常時においても、混乱時においても競争的な短期金融市場とそれが適切な場合には中央銀行通貨が使用できること。③簡素でわかりやすく透明な運営上の枠組み。④競争的で公平なポンド建短期金融市場の4点である。要するに期間1週間までの短期金利についてはBOEがしっかりとコントロールできるような枠組みを作り上げること、そのためにBOEはマクロ的な資金過不足には機動的に対処するし、そのためのインフラストラクチャとしての短期金融市場の整備も行うということであろう。

(3)新方式の3要素

それでは以下で新方式の3要素について2006年5月にBOEが公表した文書(Bank of England [2006a] 以下、レッドブック)をもとに検討することとしたい²⁾。

①準備預金制度

今回の改革における最も大きな変更点とは準備預金制度の導入である。しかしながらその制

度は金融論の教科書が中央銀行の金融調節として準備率操作を教えるというものは大きく異なっている。その意味では日本銀行企画局[2006]の用語どおりに「中銀当預積立制度」と呼ぶ方が適当であろうが、ここでは英語の訳として「準備預金制度」という言葉を暫定的に使うこととしたい。

まず対象金融機関であるが大口資金決済システムであるCHAPS(starling)およびCREST(starling)の決済銀行については強制的に準備預金制度の適用対象とならなければならないこととなっている。このほか前述のCRDの対象金融機関は適格であり希望すれば対象金融機関となることができる。なお、同一グループにおいては1金融機関のみが対象金融機関となることができる。

その準備預金の積み方式はいわゆる完全後積み方式である。積み期間はBOEの金融政策委員会(MPC:通常毎月月上旬の水・木曜日に開催)の結果公表日(木曜日)から次回MPCの結果公表日の前日(水曜日)までの約1か月間である。そしてここで特徴的なのが準備率(額)なのである。それは0から上限(10億ポンドか適格債務の2%の高い方:グループレベル)の間で1000万ポンド単位で対象金融機関が自由に設定できることとなっている。対象金融機関は、積み期間の開始日の2営業日前までに、当該積み期間に適用される所要準備額をBOEに申告する。完全後積み方式であるというのはこのことをいっているのであるが、ここにおいてすでに準備率操作という概念は消失してしまっているといつてよいであろう。対象機関は積み期間において平残ベースで所要準備額を積むことを求められるわけであるが、制度上、上下1%の範囲の誤差は認められることと

なっている。

なお、この準備預金には付利されることとなっている。これによりこの準備預金制度とCRDとの違いがより明確になったといえる。また、この対象金融機関が準備率（額）を決めるという制度は、それに付利されるということもあり、いわゆるレギュラトリタックスではないといえるであろう。なお正確に言えば、MPCが決定する政策金利とはこの準備預金に対する付利金利である。後述のとおりこれが期間1週間の短期レポオペに適用されるわけであるが、MPCが決定するのはあくまでこの準備預金にたいする付利金利なのである。

また、対象金融機関が所要準備を達成できなかった場合というか下方だけでなく上方にもターゲットレンジからはずれた場合には、政策金利によるペナルティが課される。これは未達成の場合だけでなく、超過準備を保有した場合においてもその部分は実質ゼロ金利となることにより機会損失を発生させることにより、対象金融機関がターゲットレンジを守るインセンティブを与えることとなっている。この制度においては量的緩和政策のような超過準備ターゲットは少なくとも準備預金制度対象金融機関においては意味をもたないことが注目されるべきであろう³⁾。基本的に各営業日の最終時点においてマイナス・バランスとなることは認められていないが、決済銀行が積み期間中に最終的にマイナス・バランスとなった日があった場合は、政策金利の2倍のペナルティ・レートが課されることとなっている。ただし準備預金の平残の計算上においては当該日の残高はマイナスではなくてゼロとして取り扱われる。

②スタンディング・ファシリティ

このスタンディング・ファシリティは、上記

の準備預金制度と異なり今回初めて導入されたものではない。ただ日本と異なるのは貸出ファシリティだけでなく預金ファシリティもあることであり、これにより事実上短期金利の上下限が画されることとなっている。

対象金融機関は準備預金制度の対象金融機関はファシリティの利用は当然できるが、それ以外の金融機関についても申請により利用可能となっている。

その期間はオーバーナイトであり、そのレートは貸出ファシリティが政策金利プラス100ベースポイント（政策金利が1%以下の場合はその2倍）、預金ファシリティが政策金利マイナス100ベースポイント（政策金利が1%以下の場合0%）とされている。なお、積み最終日についてはそれぞれプラスマイナス25ベースポイント（政策金利が1%以下の場合、貸出ファシリティについては政策金利プラス25ベースポイントか政策金利の2倍の低い方）が適用される。

このスタンディング・ファシリティは、日中は大口資金決済システムであるCHAPSの決済最終時刻である16時20分まで随時利用が可能であり、その後の10分間（16時30分まで）については準備預金口座との間の振替が可能となっている。詳しくは後述するが、積み最終日については決済銀行についてはこのシステムは公開市場操作がMPCの開催日以外は午前中（10時）に行われることから、午後の時間帯において準備預金残高を調整する機構となっている。

③公開市場操作（OMO）

今回の改革において大きな変更があったのは公開市場操作（OMO）による資金供給の行い方である。マクロ的な資金不足にはOMOにより過不足なく資金を供給するということに変わ

りはないものの、そのやり方は従前と異なるものとなった。

まず資金供給は基本的にレポオペにより行われることとなった。これには短期オペと長期オペがあるが、まず短期オペについては従来ほぼ毎営業日に期間2週間で実施されていたものを週1回(通常木曜日)に期間1週間で行われることとなった(ただし MPC の開催日程が変更になった場合はそれに対応して変更される)。なお、その際に適用される金利は政策金利(=準備預金への付利金利)である。この短期レポオペは週次ベースの銀行券の増減等の BOE のバランスシートを変動させる外生要因(autonomous factors)を調節するものとの位置づけである。

実施時刻は、通常午前10時であるが MPC 開催日は MPC の決定事項のアナウンスメントが正午に行われた直後の12時15分に行われる。こ

れにより積み期間中に政策金利の変更はないということになるし、MPC の開催日をまたぐ短期レポオペ(政策金利が適用される)資金供給も行われないうこととなる。これは積み期間中に政策金利の変更が行われたり、変更日をまたぐ短期の資金供給が行われることになると、積み期間中の金利変更を予測した銀行等が積みの進捗率を意図的に早めたり遅めたりすることにより短期金融市場金利がボラタイルになってしまうので、それを防ぐという意味がある。

また、積み最終日にはオーバーナイトのファインチューニングオペ(実施は午前10時)が行われる。適用金利は政策金利であり、これは BOE の資金過不足予想がはずれた場合に実施されるという位置づけとされている。

一方、長期(これは短期の1週間に比べて長期という意味であるが)レポオペについては、月1回(中旬の火曜日、時刻は午前10時)実施

図表2 日中の金融調節のタイムテーブル

	通常日 (OMO なし)	通常日 (OMO 実施)	積み期間最終日
午前中	10:00 前日の準備預金額および当日の準備預金額の予想を公表 (総額 [△] -ス)	9:00 OMO のオファー額、当日の準備預金額予想およびこれまでの状況(準備預金)を公表 10:00 短期 OMO 実施 (MPC 開催日は 12:15) 長期 OMO 実施	9:30 ファインチューニング OMO のオファー額、当日の準備預金額予想およびこれまでの状況(準備預金)を公表 10:00 ファインチューニング OMO 実施 11:00 次の積み期間の準備預金のターゲット金額の公表
16:20	CHAPS のインターバンク決済の終了時刻 スタンディング・ファシリティの利用終了時刻(準備預金との間の振替えを除く) 準備預金額を以後動かさない(スタンディング・ファシリティ利用を除く)		
16:30	スタンディング・ファシリティと準備預金との間の振替えの終了時刻		RTGS の決済銀行間の決済の終了時刻
16:40			スタンディング・ファシリティと準備預金との間の振替えの終了時刻

(出所) Bank of England [2006a] p.27.

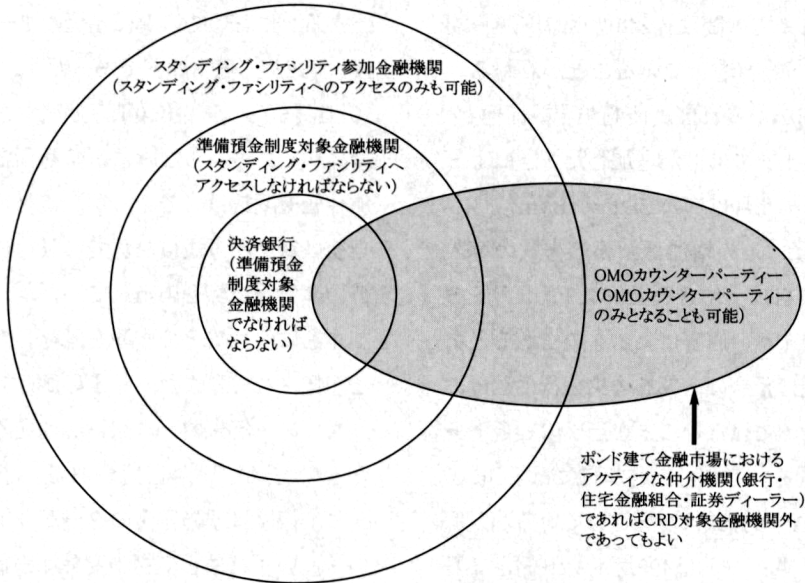
され、期間は3、6、9、12か月である。その際の金利については競争入札方式により決定される（以上のタイムテーブルについては図表2参照）。

こうしてBOEによる資金供給は基本的に短期および長期のレポオペにより行われることとなり、従来行われていたTB・銀行手形等のアウトライトオペについては行われなくなった。しかしながらレッドブックにおいてBOEはギルト債（コンベンショナル）および高格付外貨建債券のアウトライトオペを行う計画である（後者についてはスワップ取引によりキャッシュフローをボンドに変換）と表明した。また、2006年5月15日にはBOEと債務管理庁（DMO）との共同ステートメントが発表され、今後3年間については年間40億ポンド程度ギルト債のアウトライトオペを行う計画であるとされた。これはBOEの債務のうち最大のものである銀行券の対応資産として、それが安定的に

増加していくものである以上、長期の資産がある程度ある方が望ましいとの発想もあると思われる。従来のBOEのバランスシートは、銀行券ルール（長期国債の保有額の上限を銀行券発行額とする）を自ら策定し、長期国債のより多くの保有を求める圧力に抗しなかった日本銀行とその構造が大きく異なっていたが、今後そこにおける長期国債等の長期資産の割合が従来よりは増えていくこととなる⁴⁾。

以上、新方式の3要素についてみたわけであるが、当然のことながら中央銀行の金融調節とは市中金融機関（カウンターパーティー）との取引により行われる。その構造をみたのが図表3であり、コアに決済銀行があり、準備預金制度対象金融機関、スタンディング・ファシリティ利用金融機関とその範囲が広くなるというものとなっている。そしてOMOカウンターパーティーはCRDの対象金融機関外でもなれ

図表3 対象金融機関の概念図



〔出所〕 Bank of England [2006] p.14.

ることとなっている。この構造は大手金融機関がBOEの中心的な直接の取引相手であるということであるが、従来よりも多くの金融機関がこの調節方式のために参加するようになったといえるであろう。これは1996年の改革において行われたことであるが、そこにディスカウントハウスはもはや参加していないのである。

Ⅲ. 方式変更後の金融調節の実際

(1)変更前後のBOEのバランスシートの変化

それでは次に金融調節方式変更後のBOEの実際の金融調節等についてみることにしたいが、その前に新方式の導入前後でBOEのバランスシートがどのように変化したかをみることにしたい(図表4)。これをみると予想されたことではあるが発行部のバランスシートはほとんど変化していない。これにたいして銀行部のバランスシートは5月10日から新方式の導入前日の5月17日までの間に約240億ポンドから約600億ポンドへと急増していることがわかる。これはより細かくみれば負債側が「準備他」、資産側が「貸出その他」が増加したことによるものである。5月17日のBOEのBank Returnの注記にはこの増加は新調節方式の導入に伴い5月17日に実施された364.9億ポンドのリバースレポオペの影響によるものであるとある。準備預金は預金の一部を中央銀行に預けて形成されるものではないことが当然のことであるが確認できる。そして5月24日にはBOEのバランスシートの様式は変更されているが、銀行部のバランスシートは490億ポンド弱と5月17日より縮小している。しかし5月10日に比べ

ると約2倍になっており、「準備預金(Reserve balances)」の残高は244億ポンドとなっている。この水準は少なくとも従来のクリアリングバランスの水準よりは大幅に増加しているといえるであろう。これは決済銀行が従来のクリアリングバランス以上の準備預金を積むようにしただけでなく、決済銀行以外の準備預金制度対象金融機関が新たに準備預金を積むようになったことの影響であろう⁵⁾。なお、このような準備額の引上げが可能であったのは、それまで無利息であった準備預金(クリアリングバランス)に付利されるようになったためであることはいうまでもないことである。

(2)新金融調節方式への移行後の調節の実態

さらに新金融調節方式への移行後の状況をBOEのホームページ上の統計によりみるとすると(図表5)、移行後の最初の積み期間(5.18-6.7:便宜的にこれを「第1積み期間」と呼びそれ以後を「第2積み期間」等と呼ぶこととする)においては準備預金のターゲット(平残)は229.7億ポンドであったが、2007年1月10日に終了する「第10積み期間」までの間では最高額である。ちなみに新準備預金制度への参加金融機関数は41であるが、これら金融機関は当初は新調節方式になれていないこともあり多めの準備預金額を申請していたが、それになれてくるにつれてその水準を圧縮していったものと想像される。また、年末にかけての増加はクリスマス・年末要因(銀行券増発等)を反映したものではないかと思われる。事実2007年に入って以降は準備預金のターゲットは縮小している。いずれにしても制度参加銀行は所要準備高をフレキシブルに変更していることがわか

図表 4 新調節方式導入前後のBOEの資産・負債の変化

(単位 ポンド)

		06.5.10	06.5.17			06.5.24
資本・負債						
発行部	銀行券	37,710,000,000	37,510,000,000	銀行券		37,690,000,000
銀行部		24,679,468,637	60,146,467,912			48,788,119,370
	資本金	14,553,000	14,553,000	準備預金		24,401,918,693
	政府預金等	418,886,635	398,636,589	預金ファシリティ		—
	金融機関預金	3,089,183,297	2,911,840,747	短期OMO(ファインチューニングレポ)		—
	準備他	21,156,845,705	56,821,437,576	CRD		2,222,819,070
				その他負債		15,552,642,918
発行部・銀行部計		62,389,468,637	97,656,467,912			86,478,119,370
資産						
発行部		37,710,000,000	37,510,000,000			37,690,000,000
	対政府貸付	13,369,847,840	13,369,847,840	対政府貸付		13,369,847,840
	その他証券	24,340,152,160	24,140,152,160	短期OMO		9,264,000,000
				リバースレポ(1週間)		—
				ファインチューニングリバースレポ		15,000,100,000
				長期OMO		—
				債券他		—
				その他資産		56,052,160
銀行部		24,679,468,637	60,146,467,912			48,788,119,370
	TB等	2,226,498,219	222,812,733	貸出ファシリティ		—
	貸付その他	15,745,855,374	51,538,733,417	短期OMO		27,226,000,000
	不動産他	6,705,315,033	6,382,171,063	リバースレポ(1週間)		—
	銀行券	1,697,618	2,645,723	ファインチューニングリバースレポ		8,158,992,088
	コイン	102,393	104,976	債券他		5,482,038
				銀行券		13,397,645,244
				その他資産		—
発行部・銀行部計		62,389,468,637	97,656,467,912			86,478,119,370

注) 発行部・銀行部合計は単純に合計したもので、銀行部保有銀行券を除外してはいない。

(出所) Bank Return(Bank of England)より筆者作成。

図表 5 BOEによる金融調節の実際

(単位 100万ポンド, 平残ベース)

積み期間	BOE資産				BOE負債			準備預金ターゲット			金利(%)		
	短期レポ	FTレポ	長期レポ	貸出F	預金F	FTレポ	準備預金	ターゲット	上限	下限	政策金利	貸出F	預金F
① 06.5.18-6.7	36,890	—	15,000	—	—	—	23,002	22,970	23,200	22,740	4.50	5.50	3.50
② 6.8-7.5	33,130	—	15,214	—	4	—	19,564	19,570	19,766	19,374	4.50	5.50	3.50
③ 7.6-8.2	32,447	26	15,212	1	—	—	18,397	18,400	18,584	18,216	4.50	5.50	3.50
④ 8.3-9.6	32,802	3	14,830	—	—	—	17,823	17,780	17,958	17,602	4.75	5.75	3.75
⑤ 9.7-10.4	31,090	166	14,968	10	92	—	16,740	16,640	16,806	16,474	4.75	5.75	3.75
⑥ 10.5-11.8	30,498	68	15,137	147	—	—	16,300	16,290	16,453	16,127	4.75	5.75	3.75
⑦ 11.9-12.6	31,292	53	15,021	2	—	—	17,121	17,120	17,291	16,949	5.00	6.00	4.00
⑧ 12.7-07.1.10	35,534	40	14,937	20	—	—	18,606	18,600	18,786	18,414	5.00	6.00	4.00
⑨ 07.1.11-2.7	30,703	30	14,979	—	—	—	16,669	16,660	16,827	16,493	5.25	6.25	4.25
⑩ 2.8-3.7	30,355	68	14,963	45	—	—	16,466	16,460	16,625	16,295	5.25	6.25	4.25

注) 1. FTレポ, 貸出F, 預金Fはそれぞれファインチューニングレポ, 貸出ファシリティ, 預金ファシリティ。

2. 積み期間の最終日において貸出ファシリティ, 預金ファシリティの金利はそれぞれ政策金利の+0.25%, -0.25%。

(出所) Bank of England

る。これは一般的に考えられる準備預金操作とはまったく別物であり、繰り返しになるが新調節方式には預金準備率操作という概念がそもそも存在しないのである。

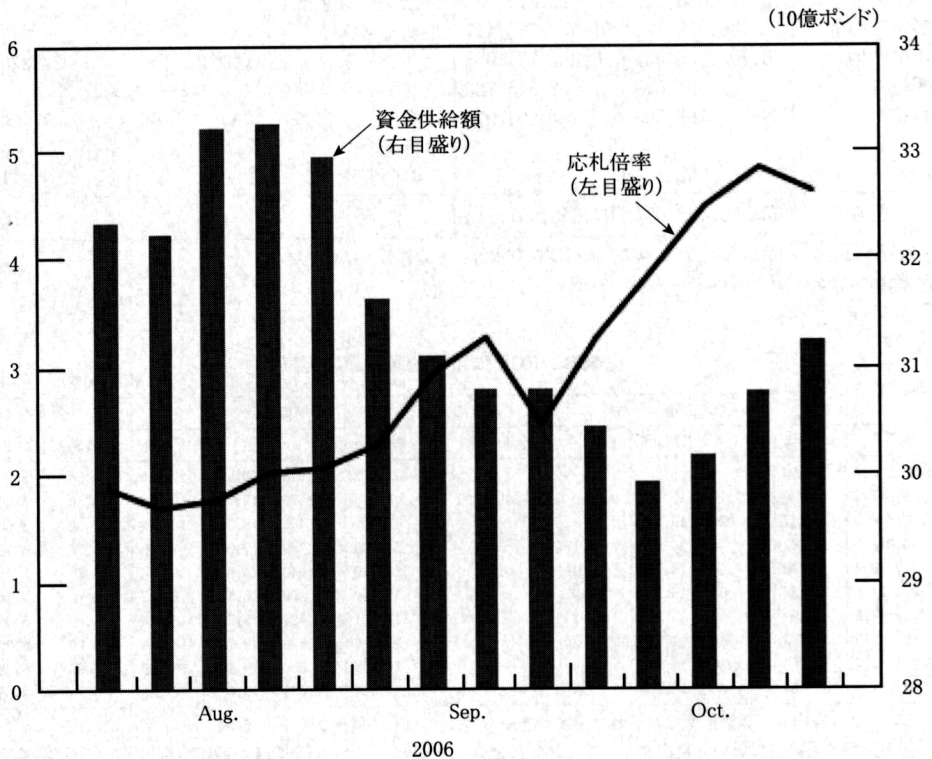
またこの間、準備預金残高(平残)はターゲットレンジ内(上下1%での変動は許されている)におさまっているが、実際の残高を細かくみるならば、「第1積み期間(06.5.18-6.7)」から「第10積み期間(07.2.8-3.7)」の10積み期間において上振れが8期間、下振れが2期間となっている。さらに「第6積み期間(06.10.5-11.8)」以降はターゲットとの差がほとんどなくなっているということもみてとれる。

それではマクロ的な準備供給はどのように行われたのであろうか。図表5をみると基本的に

短期レポオペが最大であるが、それは準備預金残高の増減に対応して変動していることがわかる。なお、短期レポオペの応札倍率は10月くらいまでは上昇傾向にあり、特定の金融機関への集中度も低下傾向にあるようである(図表6)。その後、11月には若干上昇し、12月には担保繰りの関係もあり一時低下、その後は一時的落ち込みは回復したものの若干の低下傾向にある模様である。

一方、長期のレポオペは安定した水準を保っている。もっとも2006年1月以降、発行部資産(銀行券対応資産)における長期資産の割合は意図的に増加させられており、新調節方式導入後は安定的に推移してきている(図表7)。これは銀行券の対応資産としては長期資産が望ま

図表6 短期レポオペによる資金供給



[出所] B.E.Q.B 2006Q4, p.370.

しいとの考えをBOEがとるようになったこと
の表れとみなすことができ、前述のギルト債等
のアウトライトオペの導入方針とも平仄のあつた
ものとはなっている⁶⁾。より具体的に長期レ
ポオペの実施状況をみってみると3か月が最大で
あり、6・9・12か月は基本的に同じ金額が供
給されており、9・12か月については金利差は
ほとんど発生していないことがわかる（図表
8）。

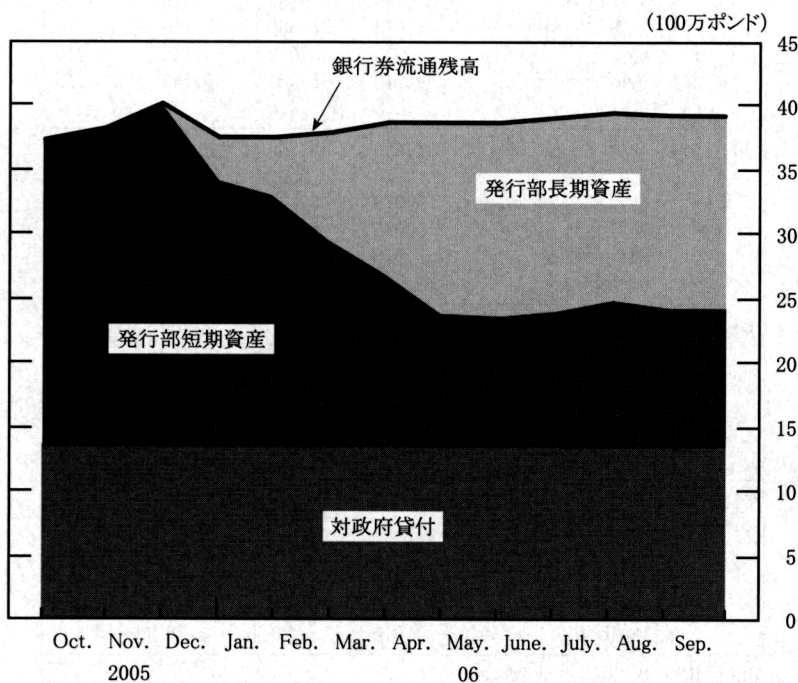
次にファインチューニング・レポオペである
が、まず図表5の計数は平残の計数であること
に注意しなければならない。実際の実施額はそ
の積み期間日数倍の金額なのである。これにつ
いては第1積み期間の最終日（6月7日）には
5.6億ポンドの資金吸収オペがオファーされた
模様である。しかしながら応札はなく、結果と
して準備預金平残はターゲットレンジ内にはお

さまったものの0.32億ポンド（平残ベース）
ターゲットより上振れしたのである。結局、初
めてファインチューニング・レポオペが実施さ
れたのは第3積み期間の最終日（8月2日）で
あり7.3億ポンド（平残ベースで2600万ポンド）
の資金供給が行われた。以後、資金供給のファ
インチューニング・レポオペは第10積み期間ま
で最終日には行われている。

続いてスタンディング・ファシリティの利用
状況を見ると、10積み期間中で貸出ファシリ
ティが利用されたのは6期間、預金ファシリ
ティが利用されたのが2期間である。基本的に
スタンディング・ファシリティは主として積み
期間最終日における資金不足に対応していると
みなせるであろう。

ところでBOEの四季報（BOQB）は2006年の
第3四半期号以降、Markets and operations

図表7 銀行券の対応資産



〔出所〕 B.E.Q.B 2006Q4, p.370.

図表8 長期レポオペの実施状況

(単位 100万ポンド, %, b.p.)

	期間	3月	6月	9月	12月
06.6.20	オファー額	1,900	750	400	200
	応札倍率	2.85	3.00	2.25	2.75
	加重平均金利(a)	4.586	4.683	4.785	4.880
	最高金利	4.600	4.690	4.785	4.880
	最低金利(b)	4.580	4.675	4.785	4.880
	(a)-(b) b.p.	0.6	0.8	0	0
06.7.6	オファー額	1,900	750	400	200
	応札倍率	1.85	1.60	1.63	2.00
	加重平均金利(a)	4.550	4.635	4.740	4.830
	最高金利	4.565	4.640	4.740	4.830
	最低金利(b)	4.540	4.635	4.740	4.830
	(a)-(b) b.p.	1.0	0	0	0
06.8.6	オファー額	1,900	750	400	200
	応札倍率	2.22	1.60	1.38	1.75
	加重平均金利(a)	4.792	4.913	5.010	5.100
	最高金利	4.801	4.918	5.010	5.100
	最低金利(b)	4.781	4.910	5.010	5.100
	(a)-(b) b.p.	1.1	0.5	0	0
06.9.19	オファー額	1,800	750	400	200
	応札倍率	2.93	3.01	2.630	4.00
	加重平均金利(a)	4.892	5.014	5.115	5.190
	最高金利	4.90	5.015	5.115	5.190
	最低金利(b)	4.88	5.010	5.115	5.190
	(a)-(b) b.p.	1.2	0.4	0	0
06.10.17	オファー額	1500	750	400	200
	応札倍率	2.56	3.39	2.25	2.75
	加重平均金利(a)	4.973	5.063	5.145	5.215
	最高金利	4.975	5.072	5.145	5.215
	最低金利(b)	4.970	5.055	5.145	5.215
	(a)-(b) b.p.	0.3	0.8	0	0
06.11.14	オファー額	1,500	750	400	200
	応札倍率	3.16	2.02	1.88	2.25
	加重平均金利(a)	5.073	5.152	5.205	5.245
	最高金利	5.075	5.165	5.205	5.245
	最低金利(b)	5.070	5.140	5.205	5.245
	(a)-(b) b.p.	0.3	1.2	0	0
06.12.19	オファー額	1,500	750	400	200
	応札倍率	3.23	1.68	1.50	2.35
	加重平均金利(a)	5.153	5.23	5.310	5.360
	最高金利	5.115	5.24	5.310	5.360
	最低金利(b)	5.4	5.23	5.310	5.360
	(a)-(b) b.p.	0.2	0.5	0	0
07.1.16	オファー額	1,600	750	400	150
	応札倍率	1.41	2.53	3.27	3.840
	加重平均金利(a)	5.429	5.537	5.625	5.668
	最高金利	5.440	5.540	5.625	5.685
	最低金利(b)	5.400	5.535	5.625	5.665
	(a)-(b) b.p.	0.3	0	0	0

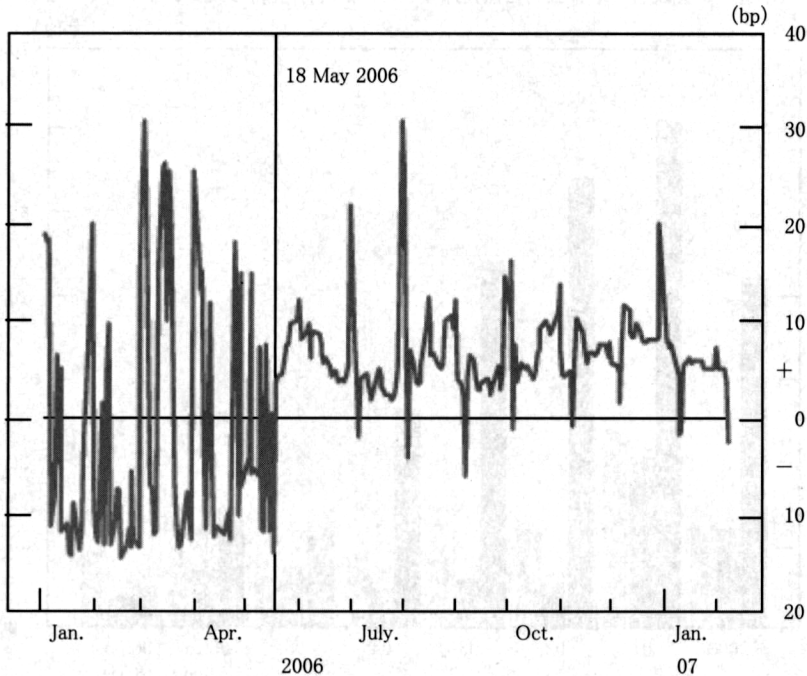
[出所] B.E.Q.B. 各号より筆者作成。

欄においてBOEの新金融調節方式下のオペレーションについて説明・分析を行っている。それによると新方式導入後において無担保のオーバーナイトレートのボラティリティおよび政策金利とのスプレッドは基本的に縮小しているとしている（図表9）。導入当初は月末日要因等による振れもみられたが、それも徐々にみられなくなってきたと分析している。また有担保のオーバーナイトレートについてはそれらは無担保のそれよりもさらに小さく、担保玉の影響を受けることはまれにはあるが安定しているとしている（図表10）。さらにこれについて国際比較を行ったのが図表11であるが、2000年から2004年くらいまではイギリスの政策金利と無担保のオーバーナイトレートのスプレッドはアメリカおよびユーロ圏と比較して大きかった

が、徐々にその差は縮小しあまり変わらないものとなってきたことがわかる。そして新調節方式導入後においてはユーロ圏よりもスプレッドは小さくなっている。この枠組みの下で新調節方式の主たる目的は達成できてきているとの評価を行うことは可能であろう。

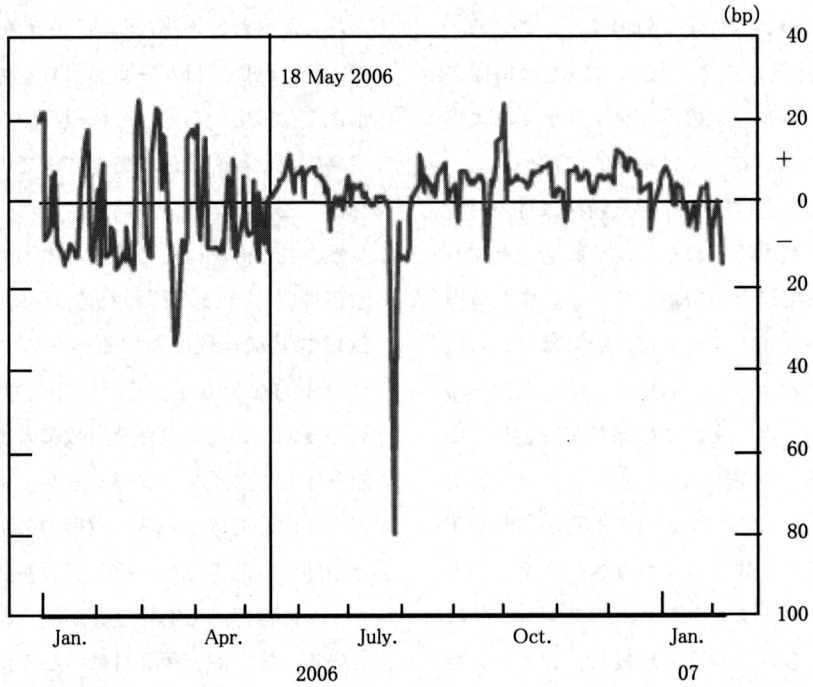
残された問題はこの枠組みの中で実際の金融政策運営がうまく行われるか否かであろう。BOEは1980年代におけるベースマネーコントロール的なM0をターゲットとする運営の失敗の後に、1992年以来金融政策のより大きな枠組みとしてのインフレーション・ターゲティングを採用してきている。政策の透明性が増したとの評価はあろうが、それが資産価格のコントロールには無力であることが明らかになってきている。また2007年3月にはここにきてインフ

図表9 無担保オーバーナイトレートの変動



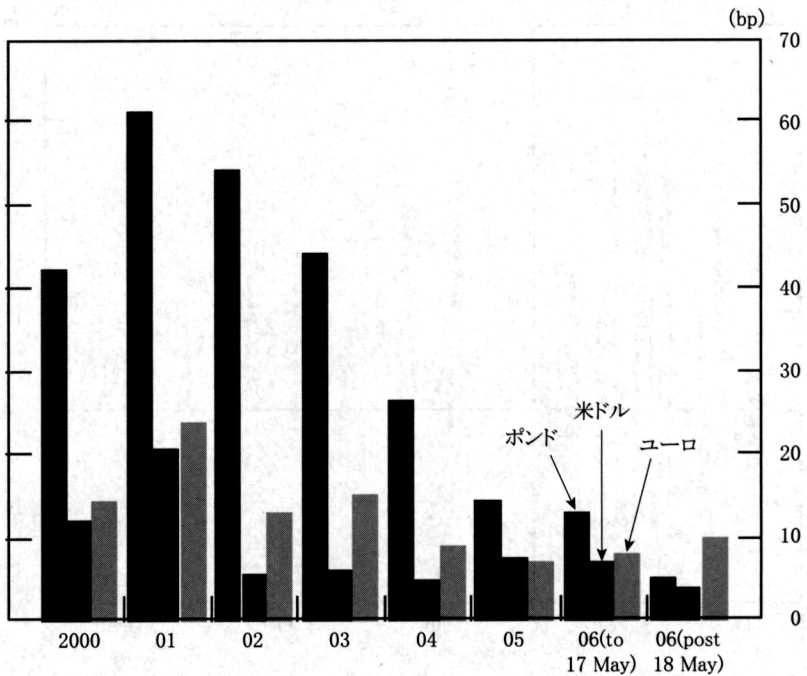
注) 政策金利と平均金利 (O/N) のスプレッド
 [出所] B.E.Q.B 2007Q1, p.17.

図表10 有担保オーバーナイトレートのボラティリティ



注) 政策金利と平均金利 (O/N) のスプレッド
 [出所] B.E.Q.B 2007Q1, p.17.

図表11 政策金利と無担保オーバーナイト金利のスプレッド



注) オーバーナイトレートはそれぞれ SONIA (ポンド), フェデラルファンズ (米ドル), EONIA (ユーロ)
 [出所] B.E.Q.B 2006Q3, p.285.

レ率自身がターゲットレンジから上方に外れるといった事態も生じ、これによりBOEのキング総裁は政府にインフレ率上昇の理由を説明する義務が生じるといった事態も発生している。当然に金利は引き上げられるであろうが、それによって生じるかもしれない景気後退やポンド高といった事態にインフレーション・ターゲットという枠組みは有効なのか、それにより金融政策（中央銀行）の独立性は守られるのかというのはさらに検証されなければならないことであろう。

おわりに

以上、2006年5月のBOEの金融調節方式変更の概要およびその後の金融調節の実際についてみてきたわけだが、その特徴をもう一度簡単にまとめるならば、完全後積み方式の準備預金制度（それには付利され、準備額も対象金融機関が任意で設定できる）であり、それによりBOEはマクロ的な準備需要の予測をより高い精度により行うことができるようになった。また準備需要の予測が外れた際の調整メカニズムも備えられている。繰り返しになるがこの準備預金制度は、付利されることからレギュラトリタックスではなく、制度設計から準備率操作という概念も消失している。あるのは準備預金制度という枠組みなのである。そしてその枠組みの下においてBOEが過不足なく資金を供給するということになっている。それ自体は以前の枠組みとも世界各国の中央銀行が実際に行っていることと異なるわけではない。ただこの制度においては超過準備にもペナルティが課されることにより量的緩和は実行がほぼ不可能な制度設計となっている。

また政策金利は準備預金への付利金利であるが、これを期間1週間のレポオペの適用金利としていることから、BOEは期間1週間の金利の決定権限を有しているといつてよい。そしてペナルティレートおよびスタンディング・ファシリティの金利により短期金利の上下限が画されるという制度の下で、オーバーナイトレートはほぼこれと同水準となるように調節されてきているようにみえる。

そして資金供給の中心は短期レポオペであるが、銀行券の対応資産として長期資産の割合を増やしてきており、その流れを維持するようにしている。ただしギルト債のアウトライトオペについてはBOEは非常に慎重な導入方針をとっているように思える。

この新しい調節方式において改めて明確になったことは、中央銀行が金融政策の遂行において決定する（誘導する）のは短期金利であるということである。ベースマネー・コントロールというのは金融論の初級教科書のなかにある話しに過ぎないということであろうか。日本銀行の量的緩和政策が当初期待された効果をほとんど発揮できずに終了したこともここから理解することが可能となる。一方、中国人民銀行は引締め政策として預金準備率の引上げを行ってきているが（これは量的緩和ではない）、それは貿易黒字により超過準備が発生するのを吸収しきれないためであることも理解できる。別に準備量をターゲットにしているわけではないのである。それはともかくとして日本においても公定歩合が金融政策のそして金利体系の中心に座るといふ時代は終わってしまった。グローバルゼーションは先進国の中央銀行の金融調節の姿を似通ったものにしてきたようにも思われる。

最後に付け加えるならば、今回変更されたBOEの新金融調節方式は欧州中央銀行(ECB)の調節方式とかなり似通ったものである。レッドブック等のBOEの公式文書等には今回の調節がECBの調節と合わせたとは必ずしも書かれてはいない。しかしそれはイギリスのユーロ参加問題を抜きにしてはありえないことは明白である。事実、1999年1月の欧州統一通貨ユーロの導入およびECBによる統一金融政策の実施以前の1997年における金融調節改革時におけるBOEの文書(Bank of England [1997])にはイギリスが通貨統合に参加しようとしまいとECBの金融政策(調節の枠組み)と整合性のある金融調節の枠組みとしておく必要があるとの趣旨の文章があった。現時点でイギリスの近い将来におけるユーロ参加の見込みはあまりないと考えられるが、今回の公式文書にその点の言及がないのは自明のこととしてあえて触れなかったのであろうか。やはりいつでも参加できるだけの準備は整えておく必要はあるとの認識と今回の金融調節方式の変更とは当然に結びついているものとみなしてよいであろう。

注

- 1) 1996年の金融調節方式の変更についてはBank of England [1997]を参照されたい。邦語文献としては松浦 [2004]がある。
- 2) このレッドブックは2007年2月に一部の語句を修正され、それがBOEのホームページに掲載されている。本稿の参考文献においては初出の2006年5月(調節方式変更の月)を文献の年度として掲載している。
- 3) 金利が低下しゼロ金利となった場合における量的緩和の可能性についてBOEのMPCのメンバーであるTuckerはその可能性を完全に否定してはいない。その方式としては今回の変更により可能となったギルト債のアウトライトオペが挙げられているが、このシステムの下において金融機関がどのように超過準備を保有するかについての説明はない。またそれは政府の債務管理と強調して行われるべきとしており、それはすでに純粋の金融政策を逸脱したものであることを事実上認めている(Tucker [2004] p.376)。
- 4) このアウトライトオペについては、BOEは2006年7

月にコンサルテーションペーパー(Bank of England [2006b])を発表し、同年11月に金融機関との協議を反映した基本方針を発表した。

- 5) Tucker [2004]は当時の決済銀行が必要とするクリアリングバランスはわずかに4,500万ポンドに過ぎないとしている。
- 6) 銀行券の対応資産としては長期国債が最適であるとの見解が近年では有力であるが、筆者はそれは特殊歴史的な前提の下でいいうることに過ぎないのではないかとの見解を明らかにしている(斉藤 [2006b])。それが普遍的とはいえないことはBOEの従来のバランスシートの構造こそが明らかにしていると思われるからである。

参考文献

- 翁邦雄 [1993]『金融政策』東洋経済新報社。
- 斉藤美彦 [2006a]『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社。
- [2006b]『国債累積と金融システム』『季刊経済理論』第43巻第3号。
- 日本銀行企画局 [2006]「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」『日本銀行調査季報』2006年秋。
- 松浦一悦 [2004]「1990年代後半以降のイングランド銀行の金融調節」『松山大学論集』第16巻第2号。
- ベネット・T・マッカラム [2004]「貨幣の長期中立性と現代の政策分析」『金融研究』2004年12月。
- Bank of England [1997] *Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets.*
- [2002] *The Bank of England's operations in the sterling money markets.*
- [2004] "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets." *Bank of England Quarterly Bulletin [B.E.Q.B.]*, Summer 2004.
- [2006a] *The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets.*
- [2006b] *The Bank of England's Opera-*

tions in the Sterling Money Markets: Provision of longer-term financing through outright bond purchases.

- , *Bank of England Quarterly Bulletin* [B.E.Q.B], “Markets and Operations”, various issues.
- Clews,R. [2005] “Implementing monetary policy: reforms to the Bank of England’s operations in the money markets.” *Bank of England Quarterly Bulletin* [B.E.Q.B], Summer

2005.

- HM Treasury [2003] *Review of the Cash Ratio Deposit Scheme and Consultation on proposed changes.*
- Tucker,P. [2004] “Managing the central bank’s balance sheet: where monetary policy meets financial stability.” *Bank of England Quarterly Bulletin* [B.E.Q.B], Autumn 2004.

(獨協大学教授・当研究所客員研究員)