

英国における金融政策転換の理論的基礎

今 井 讓

I は じ め に

1971年5月英蘭銀行の「競争と信用調節」“Competition and credit control”と題する文書の発表を経て、英国は同年9月16日よりいわゆる新金融調節方式を採用、更にそれを補強するため1972年10月より公定歩合方式を改めて金融政策の大きな転換を行った。

それ迄英国の金融政策は伝統的な手段から次第に主として日本の窓口規制に匹敵する市中貸出規制及び割賦販売条件規制の如き直接規制に依存する状態になっていた。今回の新金融調節方式の採用は交換所加盟銀行間の金利協定、或いはこの市中貸出規制等により硬直化した金融市場に競争原理を導入して、金融効率化をはかり又弾力的な金融政策を行おうとしたものであることは明らかであるが、市中貸出規制等にかわりどのような理論にもとづいてどのような政策が運営されようとするのかについて明瞭にされなかった。すなわち採用前の金融政策運営の根底をなしたラドクリフ委員会報告（Report of the Committee on the working of the Monetary System, 1959）の理念にもとづいたものであるのか、或いは近年大きく注目されているフリードマンに代表されるマネタリズム的アプローチにもとづいたものであるのかということである。英蘭銀行当局及びその関係者の見解にはいずれともとれるものが多く、両者のいずれが理論的基礎になっているかにより新金融調節方式の標的（target）は全く対立することになる。本稿はこの点に焦点を絞って考察を進める。

Ⅱ 新金融調節方式の概要と問題の所在

いわゆる新金融調節方式の概要は¹⁾大別すると次の如くなる。

- 1 市中金融機関に対する貸出規制の廃止。
- 2 交換所加盟銀行(ロンドン手形交換所加盟銀行, スコットランド系銀行)間の預貸金金利協定の廃止, 及び割引商社間の大蔵省証券(Treasury bill) 共同入札協定を廃止して競争入札にする。
- 3 交換所加盟銀行に対する現金比率(cash ratio) 8%, 流動比率(liquidity ratio) 28%の要求に代えて, 全銀行及び大手の割賦販売金融会社を対象として最低準備比率(minimum reserve ratio) 12.5% (金融会社には10%), 特別預金制度(special deposits scheme) の一律適用。
- 4 中・長期国債価格支持政策の廃止(残存期間1年以内のものを除く)。
- 5 公定歩合(Bank Rate) 方式を改めて最低貸出歩合(minimum lending rate) 方式を採用(1972年10月実施)。

これらの金融政策手段の変更が行われたいわゆる新金融調節方式の目的とするとところは次の三点に大別される。

- 1 金利協定撤廃により金利が市場を反映して弾力的に動き資源配分の適正化, 及び銀行経営に競争原理が導入されて金融効率化がはかられ, 英国経済の競争力を促進。
- 2 金融政策の適用対象金融機関を拡げることにより不公平を是正。
- 3 より単純で効率的な金融政策の採用。

この金融政策転換において, 硬直化した金融市場に競争原理を導入しようとする改革はいずれの人にも高く評価されているようであるが, 問題は

-
- 1) 日本銀行調査局「英国の新金融調節方式について」日本銀行調査月報, 昭和46年10月号1—23頁
東京銀行「イギリスにおける金融政策の発展過程」東京銀行月報1971年10月号4—61頁参照, 「イギリスの新信用規制」1972年2月号4—12頁に詳しい。

この新方式の下金融政策が如何に運営されようとしているのかが明瞭にされていないことである。すなわち新金融調節方式の標的 (target) が市中金融機関の貸出量にかわって、貨幣量なのか或いは貨幣はその一部にすぎないところの一般流動性なのかということであり、それは又貨幣量か利子率かということになる。

前者はこのマネタリズムのアプローチにもとづいて $M \rightarrow Y$ 関係に重点をおき、実質貨幣需要が安定的いかにすれば貨幣の流通速度が安定していると考えることにより、貨幣量の変化が直接名目所得の変化に比例的に影響すると考える。従って名目所得を決定する標的としては貨幣量のみが重要となり利子率は従属変数となる。他方これに対し後者は所得、支出分析にもとづいており、貨幣量は利子率を経由して、資金借手のコスト効果、ラドクリフ報告の強調する貸手のアヴェラビリティ効果、或いは富効果等を通じて支出に影響を及ぼす一要因にすぎない。従って支出を決定する金融政策の標的としては流動性、利子率が重要となり、 $M \rightarrow Y$ の関係は弱いものとなる。そこでの貨幣供給量は標的となる利子率の下での経済活動水準に対応する貨幣市場の均衡を維持するのに必要な量が受身的に決定され、利子率が標的変数であるのに対し貨幣量は従属変数となる。

従って両者において、新金融調節方式採用以前の主な政策手段であった市中金融機関の貸出規制による支出の操作も後者では有効であると考えられるが、前者では市中貸出規制よりも貨幣供給量が経済に決定的な影響力をもつことになる。

問題は新金融調節方式がいずれの理論に立脚して運用されようとしたのかであり、現実の政策はその両極端ではなく両者の中間にあるのは当然であろうが、いずれにより近いものであるかということである。英蘭銀行当局関係者の発言の端々にはいずれともとれる発言が多く、明確にされていないのである。

Ⅲ 新金融調節方式採用前の金融政策とラドクリフ報告

英蘭銀行、交換所加盟銀行及び割引商社を中心とした伝統的な英国の金融政策は徐々に硬直化してきており、それはホッジマン (Donald R. Hodgman) に依り次の四段階に分類される¹⁾。

1. 1900年—25年の大銀行の合併及び銀行間のカルテル協定の確立
2. 1930年代、割引商社シンジケートの形成と割引商社、交換所加盟銀行、英蘭銀行間の協定の確立。
3. 第二次大戦中の当局の直接介入の促進
4. 戦後25年間、前の3段階の一層の洗練と拡大

このように徐々に硬直化してきた金融市場を新金融調節方式はもう一度弾力的な自由な市場に戻そうとしたものであることは確かである。

更にこの新金融調節方式採用前の金融政策という迄もなくラドクリフ報告にもとづいていた。これは戦後の政府債務の累積及び銀行外各種金融機関の著しい発展という英国の金融構造の変化を考慮したものであり、金融政策の対象としては一般流動性が重視される。企業も個人もいつでも貨幣に交換することができる潜在的購買力である非貨幣金融資産を大量に保有しており、彼等の支出を規定するものは広義の流動性であると考えられ、貨幣は流動性ポジションの一部にすぎないことになる。従ってこの報告では金融政策の総需要に影響を及ぼす経路としては、1. 金利の刺激的效果 (incentive effect) 2. 一般的流動性効果 (general liquidity effect) が考えられ、前者に関してはその効果は不確かであると軽視されるのに対し、後者に関しては投資を賄う資金がいずれにせよ得られないなら投資計画は行えないと、資金のアヴェラビリティ—特に金融機関のアヴェラビリティ

1) Donald R. Hodgman, "British Techniques of Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, November, 1971, p.762.

2) *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, 1969, para. 385.

一を強調してその効果の確実性が大きいものとして重視される。つまり資金調達¹⁾の難易は一方では使用者の資産構成とその借入能力とにより、他方では金融機関の融資能力によって決まり、それ故支出は一般流動性に依存するのである。そこでの貨幣の役割に関しては、貨幣量を引締めると少しは利子率を引上げるが、これによりきわめて貨幣との代替性が強い非貨幣金融資産の保有を通して遊休貨幣の活動化が行われる。つまり貨幣と非貨幣金融資産が密接な代替財であることにより貨幣需要の利子弾力性が大きいため、貨幣量の変化は経済に重要な変化を及ぼすことができず、貨幣は軽視されるのである。

それ故ラドクリフ報告における金融政策の対象は一般流動性であり、その過剰流動性を吸収するためには、政策手段として国債管理政策、金利の操作が重きをなす。前者は例えば短期の大蔵省証券を中・長期の国債に借換えることにより民間部門全体の金融資産の流動性が減ずることになる。後者は支出コストに影響するだけでなく各個の保有する非貨幣金融資産の価値を変化させて一般流動性に影響する。特に金融機関の保有する非貨幣金融資産に注目しいわゆるアヴェラビリティ²⁾効果を強調する。従って流動性を操作する観点から、ラドクリフ報告における金融政策の標的は公定歩合政策、国債管理政策の助けを借りて、この金利水準と金利体系の操作であり、貨幣量のコントロールは重要視されないのである。

以上のラドクリフ報告公表後激しい論争が英国内外で展開されたが、一般流動性概念の明確な規定がないため主にこの点に議論が集中した。しかし以後の英国の金融政策は英蘭銀行自身「ラドクリフ報告以後の金融政策の運用」と題するペーパーで、ラドクリフ報告の政策のアプローチと似かよったものであり、当局は一般的な金融ポジションに注意を払い貨幣量のような1変数のみに集中するのは不充分であると終始信じてきた。と述べている如く、これにもとづいてきたことは明瞭であり、貨幣量のコントロ

1) Ibid., para. 389.

ールは軽視されてきた。

しかし現実にはその金融政策はラドクリフ報告の内の金利操作というオーソドックスな政策ではなく、非常事態に対する措置の部分に主に依存していた。すなわち中央銀行には景気操作任務とともに金融市場の安定化任務が考えられ、特に戦後多額の政府債務を抱えた英国経済において英蘭銀行には国債の需要を最大限に保つことにより借換えを容易にし、又金利負担をできるだけ小さくする任務が考えられる。現実の政策運用に際しては特に後者に重点がおかれ、そのため大蔵省証券は勿論、国債の価格も低下すること（利子率上昇）を好まず、それ等を買支えることにより資本損失なしに容易に現金化されることを可能にした。確かに当局の買支えによる貨幣量コントロールの喪失自体は、ラドクリフ報告に従えば金融政策の効果にあまり影響を及ぼさない行為であると正当化されるが、しかしそこでは金利操作による流動性の操作も放棄されているのである。

つまり金融政策は金利安定化に重点がおかれて景気操作任務が十分に果されていないので、勢い景気操作手段としてはラドクリフ報告の非常事態措置として上げられる銀行貸出¹⁾の量的規制、割賦販売条件規制に頼らざるを得なくなっていたのが実状なのである。しかしこのような政策手段が正常でないことは当然であり、長期間これが続けられたことは資源の最適配分を妨げ、又交換所加盟銀行を主とした規制とともに金融市場に歪みをもたらした。すなわちパラレル市場の拡大を生み、交換所加盟銀行以外の預金シェアが著しく増大したため、金融政策も又全金融機関をカバーしないと効果が低められるという結果をもたらした。これらの結果金融政策改善の必要性が感じられ、英蘭銀行総裁は市中貸出規制、金利協定に依存し

2) Bank of England, "The operation of monetary policy since Radcliffe", *Money in Britain 1959-1969* (ed. by D.R. Croome and H.G. Johnson), p. 211.

1) Report, para. 524, 525.

た金融政策の欠陥を次の如く指摘せざるをえなくなったのである。¹⁾

- 1) 非銀行経路を通じて信用供与を刺激するかもしれない。
- 2) 歪みが金融組織に導入されるかもしれない。
- 3) 実物資源の配分を歪めるかもしれない。
- 4) 競争の制限が銀行組織の活力を弱めうる。

以上より、ラドクリフ報告に沿った景気操作政策が充分に行えず、一時的に使用されるべき非常事態措置に長期間頼り、その結果金融市場に生じた欠陥から金融政策の効果の洩れを防ぐため金融政策改革の必要性が生じていたと指摘できる。このような観点からすれば新金融調節方式はやはりラドクリフ報告に沿って、金融政策の標的は利子率或いは一般流動性ということになる。

それに対してラドクリフ報告公表後10年を記念して学会、銀行、英蘭銀行、大蔵省のエコノミストが一堂に会して1969年10月「ラドクリフ報告—10年後」のテーマで会議が開かれたが、そこで発表されたものは各々ラドクリフ報告に懐疑的で、マネタリズム的性格の強いものであった。このように新金融調節方式採用前の金融政策に対してマネタリズムの見地からの反省も強く、そこでは $M \rightarrow Y$ の比例的関係を重視するため市中貸出規制、割賦販売条件規制の如き政策の効果認めず、貨幣量を重要視しないラドクリフ報告自体が否定される。そして金融政策転換前の英国経済に関して国債買支えによる貨幣量コントロールの喪失を物価騰貴、国際収支悪化等の原因であると考え、貨幣量コントロールこそ金融政策の最良の標的であるとするのである。

1) the Governor of the Bank of England, "Key issues in monetary and credit policy", *Bank of England Quarterly Bulletin* (以下B.E.Q.B.) June, 1971, pp. 195—196.

2) モルガン (E. Victor Morgan), ウォルタース (A. A. Walters), ジョンソン (H. G. Johnson), 三人の銀行家、英蘭銀行のペーパーといった順序で発表され *Money in Britain 1959—1969* (ed. by D. R. Croome and H. G. Johnson), に収録されている。

Ⅳ 新金融調節方式の理論的基礎

以上の如く所得、支出分析にもとづき、支出の決定因として流動性、利子率を強調し貨幣量を軽視したラドクリフ報告と、インフレ、国際収支悪化、平価切下げ等の原因を国債買支えによる貨幣供給量の増加に結びつけ、貨幣量のコントロールのみを重要視するマネタリズム的アプローチとは大きく対立する。このようなマネタリズムの見解は英蘭銀行当局にも幾分侵透しつつあることが窺われる。

先づ DCE (domestic credit expansion 国内信用増加額) の概念の導入及び 1969 年 I M F とのスタンバイ取決めに際し、1969 年度間の D C E を 4 億ポンド以内にすることを発表し、貨幣数量が金融政策に導入されたことにみられる。(D C E は簡単には $D C E = \text{貨幣供給 (domestic money supply)} + (-) \text{国際収支赤字 (external deficit)}$ (黒字) と示される。)すなわちこれが採用されたのは、英国の為替平衡勘定の仕組が外貨売却によってこの勘定に流入するポンド資金を、タッグ大蔵省証券の引受によって再び市中に流通させるため、国際収支の赤字が貨幣増加をチェックしないことに不満がもたれたためである。従ってこの採用は貨幣供給が国際収支尻の従属変数となることで、国際収支赤字が大きくなる程貨幣供給が減少して対外均衡を保とうとするもので、かつての貨幣数量説にもとづいた金本位制による自動調節機能の原理を導入したものである。これは明らかに対外均衡達成のため金融政策に貨幣量を重視したものであり、貨幣量を重視しないラドクリフ報告と対立するものである。

更に英蘭銀行総裁のミュンヘンで行われた国際銀行会議での講演で、当局が影響を与えようとする貨幣変数は過去において銀行貸出量であったのに対し、貨幣供給或いは D C E のような幅広い貨幣的総量 (monetary aggregates) に強調点を徐々に移してきた。と述べられる¹⁾如く英蘭銀行当

1) the Governor of the Bank of England, "Key issues in monetary and credit policy," *B. E. Q. B.*, June, 1971, p. 195.

局、及び関係者の講演、ペーパーの端々にもこのような貨幣を重視する発言が多くみられる。

しかし他方ラドクリフ報告に沿って流動性、利子率を重視する発言も多くみられ、アーティス (M. J. Artis) とパーキン (J. M. Parkin) によって「当局の貨幣的標的に関する限り新しい提案はより明確でなく、強調点が民間部門貸付からより幅広い貨幣的総量と利子率構造へシフトしたことが示される」と指摘され、¹⁾ 又ジョンソン (H. Johnson) によって総裁の前述の講演と「競争と信用調節」の文書の間には一貫性がない (inconsistency) と指摘される²⁾ 如く一般にその標的が明瞭でないと評価されている。この点どちらの立場により近いものなのか或いは新金融政策方式における貨幣量、利子率、流動性の関係はどうなっているのかを、先ず英蘭銀行調査部員の行った実証研究及びそれに対する見解を参考にして、次に総裁の講演等に沿って考察していく。

先ず貨幣が重要であるか否かを主張する場合次の二点が実証面でポイントとなる。

- 1) ラドクリフ報告の場合、貨幣と非貨幣金融資産が密接な代替財である
と考える。(これらの議論の場合貨幣の定義が当然重要な問題となる。) 従って貨幣供給の変化は利子率の僅かの変化によって非貨幣金融資産に代替され、大きな貨幣需要の変化を通して均衡状態に達するため、貨幣量の変化の支出への影響力は小さいことになる。つまり利子弾力的な貨幣需要が考えられているのである。それに対してマネタリストは実物資産を含めた全資産を貨幣の一般的な代替財であると考え、特に非貨幣金融資産は貨幣の密接な代替財でないため、貨幣供給の変化は前者の如く僅かの利子率の変化を経由して貨幣供給の均衡をもたらすのではなく、

1) M. J. Artis and J. M. Parkin, "A General Appraisal" *The Bankers' Magazine*, September, 1971, p. 109.

2) H. Johnson, "Harking back to Radcliffe," *The Bankers' Magazine*, September, 1971, pp. 115—120.

利子率の大きな変化に対しても貨幣需要は比較的安定しており、実物財に対する支出、所得の変化を経由して均衡状態に達すると考える。つまりマネタリストの場合、利子非弾力的な貨幣需要が考えられているのである。この点から貨幣が重要か否かを強調する場合、貨幣需要の利子弾力性の如何が重要なポイントとなる。

- 2) 政策的に貨幣が重要であると強調する場合、政策決定者にとって $M \rightarrow Y$ のトランスミッションプロセスは2次的な問題であり、要は単に貨幣が経済に安定的に影響を及ぼすか否かである。そのためマネタリストにとって、過去の実証から $M \rightarrow Y$ の間の関係つまり貨幣乗数 (money multiplier) が (支出乗数よりも) 安定しているか否かが重要視される。しかしこれはあく迄もマネタリストの貨幣供給が独立変数であるという仮定の下に成立つ議論であり、貨幣供給が独立変数でないなら因果関係は何ら示されていない。特に英蘭銀行の如く買支えによる貨幣供給という行為は貨幣供給が原因でなく結果を表わしたものであり、安定した貨幣乗数が得られるにしても、だから貨幣量のコントロールは金融政策として重要であるということにはならない。従ってその因果関係を探る手がかりとして、 Y の変化に対する M の変化の先行の下でより強い相関関係が得られるか否かという順位相関の調査が重要視される。

先ず第一点に関しては、主として英蘭銀行調査部員であるグッドハート (C. A. E. Goodhart) 及びクロケット (A. D. Crockett) による英蘭銀行経済部 (the Bank of England's Economic Section) のリサーチペーパー「貨幣の重要性」 (The importance of money) 及びその附録に示される。

これはタイトルの示す如く、貨幣の重要性を強調するもので、英国の1955年—1969年の四半期のデータを使用しての貨幣需要の利子弾力性の実証調査を含めて、主として過去の米国の貨幣需要の利子弾力性の実証調査が大体 $-0.1 \sim -1.0$ の間にあることから (使用される貨幣の定義、利子率の種類によって大きく異なる。) 一般に受入れられるものとして、次の点が結論

的に与えられる。¹⁾

- (1) 当局による金融政策の運営は金融市場への行動によっておこなわれる
- (2) 金融政策は金融市場に大きな影響を及ぼす。貨幣量の変化は利子率の僅かな変化しかもたらさない、或いは貨幣の流通速度が無限に変わる、
というのは真実でない。
- (3) 公開市場操作によってもたらされた不均衡は、資産選択を通してあらゆる財の限界収益が等しくなると均衡する。この意味で金融政策は常に利子率効果によって伝達される。
- (4) 金融政策の名目利子率への最初の影響は一期間後には反対にされる傾向がある。
- (5) 幾らかの実証研究より支出が利子弾力的であることが確認できる。
- (6) 名目利子率の変化は実質利子率変化を示すのにあまり良くない指標であり、実質利子率の測定は難しい。

以上は非常にマネタリズム的性格の強いものであるが、しかし貨幣需要の利子弾力性が0に近く均衡はほとんど所得の変化を通して達成されるとする極端なマネタリズム的立場は明確に否定され、又貨幣量の変化は僅かしか利子率の変化をもたらさないとするラドクリフ報告も否定されている。つまり貨幣量は利子率に大きな変化を及ぼし経済に影響を及ぼしようと、極端なマネタリズムとラドクリフ報告の中間の妥協的立場をとり、貨幣は或る程度重要なのだという主張をするのである。

次に第二点に関してはやはり前述の兩人による貨幣乗数の実証研究が行われ、最良の場合決定係数0.772を得るが、これらはあく迄も単に相関関係を示すものであって因果関係を示すものでないという立場がとられる。²⁾次に因果関係を得ようとしてクロケットによって順位相関が調査される

1) A. E. Goodhart and A. D. Crockett, "The importance of money" *B. E. Q. B.*, June, 1970, pp. 169—170.

2) Ibid., (Appendix II "The demand for money and money multipliers") p. 198.

が、Mの変化がYの変化よりも2,3ヶ月先行した時点で、¹⁾ 又もっと長期的には4,5四半期先行した時点でもっとも良好な相関関係がえられる。これに対しグッドハートはMのYに対して先行することが必ずしもMの原因を示すものでなく、他の影響因の反映にすぎない可能性がいろいろ考えられるが、反対の実証がなければ一貫した貨幣量変化の先行は一応原因を示すものとなると指摘して貨幣の重要性を認める。²⁾ 更にこの実証研究を行ったクロケット自身は、結論としては貨幣量が続いておこる支出・所得の変化の指標としての役割を果すとしながらも、貨幣的総量のコントロールが景気操作政策の主要手段となるべきであるとする見解を支持するに充分なものであるかどうか疑わしいとして、金融政策の標的としての貨幣量コントロールを否定している。³⁾

以上より、過度に貨幣を軽視しすぎたラドクリフ報告を否定し、貨幣は重要であることが認識される。しかし極端なマネタリストの立場はとらず、貨幣の金融政策の標的としてではなく過去の⁴⁾ 実証研究から金融政策の指標としての役割が強調される。(金融政策の指標とは現在とられている金融政策の効果の方向及びその大きさを測定するものであると定義される。)

次にこれを参考に英蘭銀行総裁の見解等に沿って新金融調節方式の政策を考察する。すなわち総裁は「貨幣量と貨幣所得の変化の間の関係は疑い

1) A. D. Crockett, "Timing relationships between movements of monetary and national income variables," *B. E. Q. B.*, December, 1970, pp. 459—69.

2) A. E. Goodhart and A. D. Crockett, op. cit., p. 177.

3) A. D. Crockett, op. cit., p. 468.

4) 金融政策における指標の役割を強調するものとしては次を参照

K. Brunner and A. H. Meltzer, "The meaning of monetary indicators", *Monetary Economics Readings: on Current Issues* (ed. by W. E. Gibson and G. G. Kaufman) pp. 403—415.

T. R. Saving, "Monetary-policy targets and indicators", *Ibid.*, pp. 416—425.

M. J. Artis, "Monetary Policy in the United Kingdom: the Indicator Problem", *The Bankers' Magazine*, October, 1972, pp. 145—152. 及び November, 1972, pp. 185—191.

なく長期的に強く、そのため貨幣量の変化は所得変化の指標（インディケーター）として有用であるかもしれないが、これは因果関係については何も述べるものでない¹⁾と貨幣量の指標としての有用性を指摘する。更に「私は貨幣供給やD C Eのような総量（aggregates）が貨幣状態の有用な指標になりえ、又一般的に政策の衝撃となりうるということを受入れる²⁾」と貨幣の指標としての役割とともに貨幣量コントロールの重要性も指摘する。しかしこれは、勿論貨幣を金融政策の標的としての役割を期待していない筈で、従って「要するに我々が貨幣的総量の増加に厳密な注意を払うにしても標的（target）としてよりも総合的政策のガイドラインとしてみる³⁾」のであり、それを標的としてしまって「利子率が著しく不安定になるという犠牲を払ってさえも行うことが可能かどうか疑わしい⁴⁾」として、標的としての貨幣量コントロールを明確に否定するのである。従って貨幣量は金融政策の指標として又ガイドラインとして強調されるのであり、決して標的として強調されるのでない。それ故新金融調節方式の標的はやはり「将来当局は全銀行組織の流動性に対する一般的コントロールを通して利子率構造に影響を与えようとするであろう⁵⁾。」或いは「競争と信用調節」の文書において「新しく提案された金融政策の運営は利子率の変化により多く依存することになろう⁶⁾」とされる如く、流動性であり利子率であるとみられるべきであろう。

しかし特に貨幣量が金融政策の指標として強調されるのは、近年進行し

1) the Governor of the Bank of England, "Monetary management in the United Kingdom", *B. E. Q. B.*, march, 1971, p. 43.

2) *Ibid.*, p. 43.

3) *Ibid.*, p. 44.

4) *Ibid.*, p. 44.

5) the Governor of the Bank of England, "Key issues in monetary and credit policy, *B. E. Q. B.*, June, 1971, p. 196.

6) Bank of England, "Competition and credit control" *B. E. Q. B.*, June, 1971. para. 5.

ているインフレにより名目利子率と実質利子率が分離し、名目利子率が金融政策の標的或いは指標としての機能を果しにくい状態にあると考えられるためである。つまり「特にインフレ時には、利子率水準を政策の衝撃にとってもっとも適当であると判断できる程単純ではなく、貨幣的総量の増加はこの点に関し手引（ガイダンス）を提供する¹⁾」と、インフレ時において標的・指標としての役割を十分に果しえない利子率を補うために、金融政策の指標としての貨幣量が重視されるのである。

この貨幣量の指標としての役割は主としてやはり英蘭銀行調査部員であるブライス (L. D. D. Price) による経済部のリサーチペーパーに明確にされる²⁾。すなわち厳密な貨幣需要方程式を得ることは、与えられた所得水準の下での貨幣的総量と利子率の組合わせ表を与えてくれる。従って利子率及び貨幣量のデータが与えられると、それらに合致した所得水準がえられる筈で、これらは所得の変化を示す指標としての機能を果しうる。それ故金融政策を利子率というインフレ時において不明確になった一つの標的・指標に頼らず、貨幣量も加え総合的に判断していこうとするのである。

しかし英蘭銀行のペーパーにおいて、D C E のような総量が更に有用な指標としてつけ加わってきたが、その強調は経済の実物的・金融的予測の³⁾とってかわるものとしてより寧ろ補足するものとしてである、と示される如く貨幣が金融政策の指標として過度に強調されすぎてはならない。つまり過去の英国の如く金利安定化政策という受身的な貨幣供給政策がとられた場合、貨幣量が指標として有効であることは確かであろう。しかし新金融調節方式採用の下貨幣量コントロールが積極的に行われるなら良い指標

1) the Governor of the Bank of England, "Monetary management in the United Kingdom", *B. E. Q. B.*, march, 1971, pp. 43—44.

2) L. D. D. Price, "The Demand for money in the United Kingdom ; a further investigation", *B. E. Q. B.*, march, 1972, pp. 43—55.

3) the Bank of England, "The operation of Monetary Policy since Radcliffe", *Money in Britain 1959—1969*, p. 219.

として機能するか否か疑問であり、ましてや強力なガイドラインとしての役割を期待しすぎてはならない。ラドクリフ報告が過度に貨幣を軽視しすぎたが、これを否定しようとして逆に過度に貨幣を重視しすぎてはならない。特にラドクリフ報告は流動性という観点から貨幣より一層深く経済実体の内部に入ったものであり、金融理論としては一段と深められたものであると思われる。他面それは非貨幣金融資産が価値貯蔵手段としては貨幣と代替的であるが、交換手段としては貨幣と代替的でないという事実により、一国の流動性は貨幣のテストを受けなければならないという意味で貨幣を過度に軽視しすぎた欠陥をもったが、しかしそのため逆に貨幣を過度に重視しすぎることは金融理論として再び後退を意味するように思える。

以上より新金融調節方式は流動性、利子率を金融政策の標的とするラドクリフ報告の理念により近いものであると考えられるが、貨幣の重要性を認め、貨幣の指標として又ガイドラインとして強調する点ではラドクリフ報告から転換するものであるということがえられた。

最後に新金融調節方式に採用された政策手段からも英蘭銀行はラドクリフ報告により近い立場をとっていることが窺われる。すなわち相変わらず過剰流動性を吸収しようとする流動性比率が採用されていること、政策の対象が交換所加盟銀行のみでなく全金融機関に拡大されたことである。両者とも貨幣量をコントロールするよりも貨幣の流通速度に影響を及ぼそうとするものである。特に後者はガーレー(John G. Gurley)、ショウ(Edward S. Shaw) 両教授が非銀行金融仲介機関の発行する非貨幣金融資産が貨幣の密接な代替品＝近似貨幣であり、抑制的な金融政策がとられてもそれらが非貨幣金融資産を発行することにより貨幣需要を低下させ、貨幣の流通速度が増すことにより十分な効果がえられないと指摘した問題と関連する。マネタリストの立場からすれば金融仲介機関の創造する非貨幣金融資産は貨幣と特に密接な代替財でなく寧ろ補完的であり、貨幣量の縮少は非貨幣金融資産をも縮小させるとみる。従ってそれにより貨幣の流通速度は

上昇せず、貨幣の引締め政策は金融仲介機関の存在によって相殺されることとはない。それ故重要なのは貨幣量のコントロールのみで金融仲介機関迄も含んだ全金融機関を対象とした統制は何ら必要でないことになる。この点からも新金融調節方式がラドクリフ報告の理念により近いことが理解される。

V 結びにかえて

—新金融調節方式の問題点

この金融調節方式採用後約一年を経た1972年10月、これを振返って英蘭銀行総裁のスピーチが彼の欠席の下副総裁によって行われている¹⁾。すなわち金融市場に競争力を導入しようとしたことに関しては、一年の実証がその正しかったことを示しているとする。金融政策に関しては過去1年間の貨幣増加の記録に満足はできないとして貨幣の指標としての観点からの反省が行われる。次に新金融調節方式採用後の1971年末から1972年初期にかけて、もっと利子率水準を引上げるべきであったと反省し、更に1972年5月末から7月の2ヶ月間に代表的な貨幣市場利子率が3 $\frac{1}{2}$ %（基準金利、base rate は2 $\frac{1}{2}$ %）も上昇するという引締め政策がとられたことを高く評価し、金融政策における金利の弾力的調整の必要性を強調する。これらは標的・指標としての利子率を強調するものである。更に夏はポンド危機で貨幣増加は攪乱されたが、以後貨幣増加率が減速していることが認められ、10月以後も公共部門の急激な赤字の増加、景気回復に伴う資金需要の増加のため貨幣供給は増加しそうなのでこれを阻止する必要があるとし、貨幣供給のコントロールは主要な関心事の一つでありそれを軽視する意志はないとして、ガイドラインとしての貨幣量のコントロールを強調する。

以上より新金融調節方式はその標的が利子率であり流動性であることか

1) Speech by the Governor of the Bank of England, *B. E. Q. B.*, December, 1972. pp. 514—518.

ら、H. G. ジョンソンの“ラドクリフへの復帰” (Harking back to Radcliffe) と指摘する¹⁾ 如く、基本的にはラドクリフ報告の理念に近いものであることが確認された。しかし金融政策の指標に関しては、新金融調節方式採用前は支出に影響を与える要因として銀行貸出量、利子率、一般流動性（勿論標的に関してもいえることであるが、その概念規定が明瞭でなく使用しにくい）が重視されてきたが、新金融調節方式では貨幣量が大きく注目され、それを加えてより総合的に判断されるようになった。勿論ラドクリフ報告においては貨幣需要が不安定で予測不可能であるとみることから、貨幣の指標としての機能はほとんど軽視されているのであるが、貨幣需要がラドクリフ報告で考えられていた程不安定でないという実証研究にもとづいて、貨幣量の指標としての又ガイドラインとしての機能を強調するのである。しかしこれは勿論英蘭銀行がマネタリズムに改宗したということからは程遠いものである。

更に新金融調節方式は1972年10月から過去270年の 伝統を破って 公定歩合方式が改められ、大蔵省証券入札平均レート²⁾の0.5%高で連動させる最低貸出歩合 (minimum lending rate) 方式の採用により補強された。これは公定歩合の変更がアナウンスメント効果をもつために弾力的に変更できず、そのため大蔵省証券のレートが公定歩合を上回り罰則金利として機能しえない事態が生じ、貨幣量のコントロールを喪失する可能性があるためである。現に9月以降このような事態が生じたため10月よりこの措置がとられ、英蘭銀行の貸出歩合を常に罰則金利にすることにより貨幣量のコントロールが一層行われ易くなった。これはやはり“尻抜け”の可能性を閉ざし貨幣量コントロールを徹底させようとする国債の買支え廃止と相俟って、金利の一層弾力的な変動を可能にする制度をもたらすものである。

1) H. G. Johnson, “Harking back to Radcliffe”, *The Bankers' Magazine*, September, 1971, pp. 115—120.

2) 日本銀行調査局「英蘭銀行の公定歩合方式の変更とその方式について」調査月報 昭和47年12月号 1—12頁参照。

しかし英国経済の場合、国際収支が悪化すると急激なしかも大きい利子率の上昇を必要とし、その上現在進行しているインフレは実質利子率を引下げ一層高い名目利子率を必要とするであろう。かつて英蘭銀行は国債の買支えを行って金利安定化任務を重視し、金利変動による景気操作を断念し、景気操作任務は主に市中貸出規則、割賦販売条件規制に頼らざるをえなくなった。今後財政政策が十分に協力せず金融政策のみで調整しようとする、新金融調節方式採用前の市中貸出規制とは異り利子率に対して調整の全重荷が課せられるので相当大きな金利の変動を必要とし、金融市場の安定化¹⁾任務をもつ英蘭銀行としてはそのように全て金利の変動のみで景気を調整するには無理が生じ、結局は又貸出規制に頼らざるを得ないという事態は十分に予想されうるのである。つまり景気操作として必要なだけ的大幅な金利変動が金融市場の不安定、国債需要の減少というコストを受けて迄どこ迄行いけるかということである。

新金融調節方式の採用は国際的に利子率が低く、貸付資金の需要が弛み、国際収支が順調な時期に行われたもので、1972年半ば頃から金利は急激に上昇傾向にあり今後景気が過熱し特に現在フロートしているボン드가固定されて国際収支が悪化するとき、その可能性は高まるであろう。

1) 元英蘭銀行エコノミストであるクランプ (A. B. Cramp) は特に中央銀行のこの任務を強調する。すなわち学問的注意が専ら向けられている中央銀行のコントロール任務と他方の支持任務はしばしば対立する場合があります、その場合通常支持任務が優先され、又それの方が社会的利益になるとする。A. B. Cramp, "Implications for Monetary Policy", *The Bankers' Magazine*, July, 1971, p. 6.