

いちからわかる中央銀行と金融政策②

## イングランド銀行（BOE）の金融政策①

政府からの独立性獲得の経緯

河村小百合

今まさにEU（欧州連合）からの離

脱で大揺れの英国が、EUの前身で

あるEC（欧州共同体）にデンマーク、

アイルランドとともに加盟したのは

一九七三年のこと。コア・メンバーで

ある六か国（ベルギー、ドイツ、フランス、

イタリア、ルクセンブルク、オランダ）が

五八年にECを設立してから一五年後

のことだった。

英国内ではECの発足当初から、統

合を企図する欧州大陸各国の動きに懐

疑的な風潮があり、ドーバー海峡を隔

てて、あたかも「つかず離れず」と言

わんばかりの行動を繰り返してきた。

それが同国の現在のEU離脱に向けた

動きの伏線にあると言えなくもない。

### 1 通貨統合からの離脱

その後EC各国は、経済面での統合

の大きな柱として、通貨統合、すな

わち単一通貨ユーロの導入に取り組ん

だ。一九七九年にはその準備段階とし

て欧州通貨制度（EMS）が創設され、

まず、各国通貨の為替変動幅を中心

レートの上下各二・二五％（トータルの

幅は四・五％）のバンド内に取れんさせ

ることを目指す為替レートメカニズム

（ERM）が設けられた。各国にはこの

為替レートを維持すべく、万一バンド

を外れそうになった局面では自国通貨

買わないしは売りといった外国為替市場介入を実施するなどの厳しい義務が課され、そのための各国間の介入資金の相互供与システムも設けられた。

しかしながら、EC自体にも遅れて加盟した英国が、このEMSおよびERMによりやく加盟したのはEMS創設から一一年後の九〇年であった。単一通貨導入に参加するとなれば、一国の主権の経済的な根幹ともいえる通貨主権が大きく揺らぐことに同国がいかに逡巡したかが窺われる。

九〇年代の初めの当時、欧州において経済・通貨統合をめぐる議論が進展し、その具体的な道筋を定めたマーストリヒト条約がまとめられ、各国の批准手続きに付されることになった。

ところが九二年六月のデンマークの国民投票で、同条約の批准が否決（反対五〇・七％）されたほか、同年

九月のフランスの国民投票では賛成五一・〇五%と、文字どおり「薄氷を踏む」形での可決という展開に至り、同条約が描いた道筋が、各国の経済や国民の世論の実態に即したものととはなっていないのではないか、という疑念が広がった。

そうした状況下、ヘッジ・ファンドなどの投機筋が、経済・通貨統合の最終段階への参加が危ういと目される通貨を標的にして、外国為替市場で各国通貨当局を相手に、大規模な売りを仕掛けた。その対象は、独マルクと蘭ギルダー以外の他のほぼすべての加盟国の通貨に及んだ。そして英ポンドもEMS加盟からわずか二年後の九二年には、市場からの攻撃の最大の標的とされた。

ジョージ・ソロスをはじめとするヘッジ・ファンドらによる大規模なポ

ンドの売り仕掛けに対して、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）による金利引き上げや国の外貨準備高を一日で使い果たすほどの大規模な外貨売り・英ポンド買いの外国為替市場介入によって対抗しようとしたものの、結果的には為替の下落を二・二五%以内にとどめることができずに敗れ、同年九月には英ポンドはERMから離脱し、英国は単一通貨導入には加わらない道を選んだのである。

当時、市場の投機筋から大規模な売りを浴びせられたのは、英ポンドにとどまらず伊リラや仏フランにも及び、欧州各国は九三年八月、ERMにおける各国通貨の許容変動幅を従前の上下二・二五%から上下一五%へと大幅に拡大せざるを得なくなった。このような一連の事態は「ERM危機」と呼ばれている。

(注) 国際金融市場では、資金は金利の低い国から高い国へと流れるため、一国の通貨が減価すれば、当該国の中央銀行はまず、政策金利の引き上げによってそれに対抗するのが通常である。

## 2 インフレーション・ターゲットینگへ

一国の中央銀行が何を目標に金融政策運営を行うかをめぐっては、いくつかの考え方があつた。英国の場合、九〇年のEMS加盟から九二年のERM危機までは、英ポンドの為替レートを狭いバンド内に収めることを金融政策運営上の目標とする「為替レート・ターゲットینگ」が行われていた。しかしながらそれは貫徹し得ない結果となり、英国はその後、為替レートに代わる金融政策運営の目標として物価を選択し、「インフレーション・ターゲットینگ」による金融政策運営が行われる

こととなった。その後、中央銀行としてのBOEの立ち位置の変化等を経つ、今日に至っている。

英国のインフレーション・ターゲットイングは、インフレ目標を政府（財務大臣）が設定して、BOEはその達成に向けて金融政策運営を行い、BOE総裁は財務大臣に対して、その政策運営に関する説明責任を果たさなければならぬ、というものである。財務大臣からBOE総裁に対する「目標設定の伝達」、およびそのもとのBOE総裁側からの実際の金融政策運営に関する報告及び説明は、いずれも公開書簡の形式で行われる。

### 3 「手段の独立性」を獲得

ただし、英国でこのようにインフレーション・ターゲットイングによる金融政策運営が始められた当時、BOE

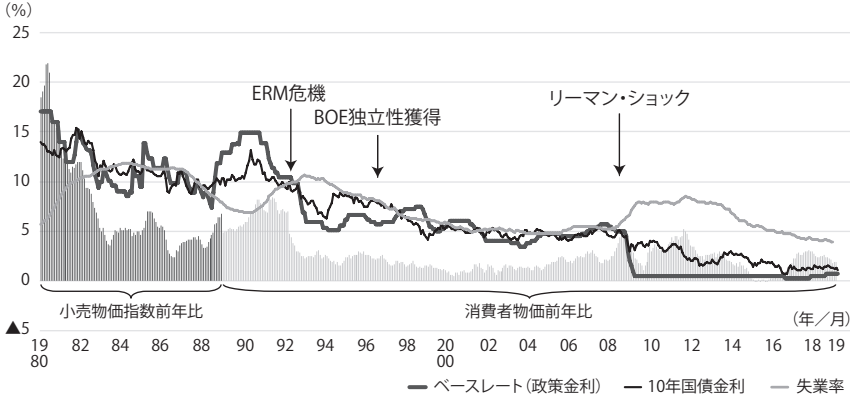
はまだ、金融政策運営の手段である政策金利の設定を自ら判断することはできず、実質的な決定権限は政府（財務省側）が握っていた。これは当時、英国に特異なことではなく、ドイツを除く欧州大陸各国も似たような状況にあった。

しかしながら九〇年代後半には、九九年の単一通貨ユーロ導入に向けての取り組みが欧州大陸各国で前進するなかで、中央銀行に関しても、かねてより政府からの独立性が強いドイツの中央銀行（ドイツ連邦銀行）の制度をEU全体としても採用することとなり、中央銀行の政府からの独立性確保が先進国の間での主流となるに至った。

そうした動きを映じ、英国においても九七年、ゴードン・ブラウン財務大臣が、同国としては初めてBOEに金融政策の運営上の決定権限を与えた。

ちなみに、中央銀行が政府からの独立性を獲得するに際しては、「目標設定の独立性」と（実際にどのような金融調節を通じて金融政策運営を行うのかに関する）「手段の独立性」の二面があり、BOEはこのうちの「手段の独立性」のみを獲得したことになる。主要国なかでも、「目標設定の独立性」と「手段の独立性」の両方を有する、政府からの独立性が極めて強い中央銀行は、米連邦準備制度（Fed）と単一通貨ユーロの導入に伴い九八年に設立された欧州中央銀行にとどまる。本連載第一〇回（第二〇七〇号）の図表1（先進国のなかでインフレーション・ターゲットイングを採用する国々の設計の内容）でも見たように、物価安定を金融政策の目標に据える国々のなかでも、金融政策運営の目標設定は、政府のみが行うか、もしくは政府と中央銀行が共同で行

## 英国の経済指標と金利の長期推移



(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

(注) 英国の消費者物価指数比は1988年以降しか計数がないため、それ以前は小売物価指数前年比で表示

う、という国が少なくないのである。

### 4 独立二〇周年

二〇一七年九月、ロンドンではBOEの政府からの独立性獲得二〇周年を記念するカンファレンスが開催されている。

BOEのカーニー総裁は、冒頭のスピーチで、これまでの歩み(図表参照)を次のように振り返っている(以下、その一部を筆者が抄訳)。

「一九七〇年代と八〇年代において、物価はおよそ『安定』とはほど遠い状況にあった。一九七一年にブレトン・ウッズ体制が崩壊し、イギリスの金融政策は名目のアンカーを失っ

た。その後、所得のターゲットやマネー総量のターゲット、為替レートのターゲットといった『つぎはぎ』の実験が繰り返されたものの、すべて水泡に帰し、その失敗のコストがイギリス経済に与えた影響は甚大なものとなった。一九九二年までの二五年間のイギリスの物価上昇率は実に七五〇%と、それまでの二五〇年間の物価上昇率を上回ったのである。

このカンファレンス開催のちょうど二五年前に発生した一九九二年九月のERM危機での敗北の灰のなから、『インフレーション・ターゲット』が生まれ、『物価の安定』がイギリスの金融政策運営の明確な目標となった。この枠組みは成功ではあったが、部分的なものにとどまった。なぜなら、当時、金利の決定権限はなお財務大臣が握っていたからだ。それは完全に信認が得

られるものではなかった。金融政策の決定を政治的にコントロールしてしまえば、時間的な一貫性の欠如という問題が生じることを、われわれの経験は物語っている。政策当局者は低インフレを約束し、その後、成長を加速させることを志向し、結局、どちらも達成できなくなるからだ。(中略)

そして一九九七年、ゴードン・ブラウン財務大臣は、BOEに金融政策の運営上の決定権限を与えた。BOEは金融政策の『手段の独立性』を政府から獲得した。この意味は極めて大きいもので、独立性獲得前の二〇年間のインフレ率平均が六%であったのに対し、独立性獲得後の二〇年間では二%にまで低下した。」

## 5 姿のなかった日銀

このカンファレンスには、世界各国

の主要中央銀行の多くが参加している。出席予定だった欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、直前に個人的な事情で出席がキャンセルになったと報じられているが、イッシング元理事が参加している。Fedからはフィッシャー同理事会副議長が参加し、スピーチを行っている。そうしたなか、プログラムのなかに姿の見えなかった中央銀行がある。BOEと同様、新日銀法が一九九七年に改正されて同じく政府からの独立二〇周年にあたっていたはずの日銀の姿がそこにはなかった。

なぜ、日銀の姿がなかったのか、われわれには知る由もない。しかし、日本の金融政策運営の現実には、形式的な「中央銀行の独立性」とは裏腹に、各国中央銀行が忌避する、政府と一体化した「事実上の財政ファイナンス」状

態にある。主要国の中央銀行からの日本の金融政策に対する冷やかな視線を、このカンファレンスにおける日銀の不在という事実から感じるのは筆者だけであろうか。

(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員