

## 【論 文】

## イングランド銀行の独立性：再考

—1998年イングランド銀行法後の20年—

春 井 久 志

(中央銀行研究所 代表)

## 【目次】

1. はじめに
2. 1998年イングランド銀行法制定とイングランド銀行の「独立性」
3. 金融政策の独立性と中央銀行の独立性
  - (1) 金融政策の独立性
  - (2) 中央銀行の独立性
  - (3) 経済政策の目的とその手段：  
「ティンバーゲン定理」
  - (4) 金融政策委員会
4. 過去20年間のイングランド銀行の独立性と金融政策運営
  - (1) 最初の10年間：1997-2007年
  - (2) 最後の10年間：2008-2017年
5. 結びにかえて

## 1. はじめに

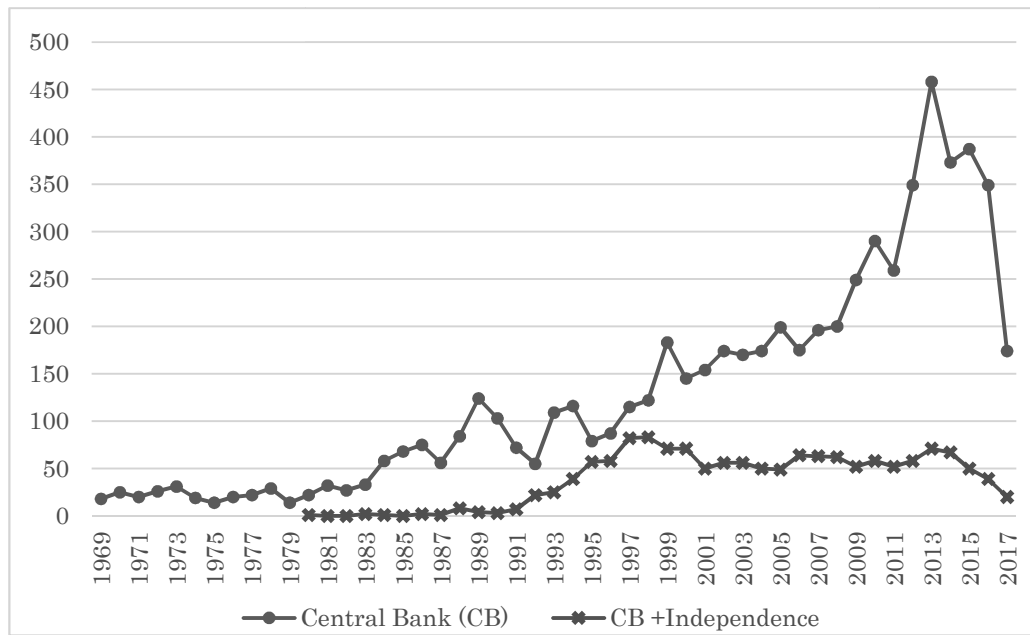
現在の日本銀行を規定している現行の法律、日本銀行法（以下、新日銀法）は1997（平成9）年6月18日に公布され、翌1998（平成10）年4月1日から施行された。この法改正は、第二次世界大戦下の1942（昭和17）年に制定された日本銀行法（以下、旧日銀法）では、「国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ルタメ国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調節及ビ信用制度ノ保持育成ニ任ズル（第1条）」、「専ラ国家目的ノ達成ヲ使命トシテ運営セラシムル（第2条）」機関とされていた規定が半世紀以上も変更・修正されずにきた経緯を抜本的に変化させた。1980年代後半の「バブル経済の発生」とその後のバブル崩壊という未曾有の金融・経済

変動を経験した日本経済は、日本銀行を含む日本の金融制度全般の見直しが不可欠であることを明らかにした。また同法は、日本銀行に中央銀行としての「独立性」を付与した点が特筆される。

1990年代には、金融政策を運営する中央銀行の独立性を高めようとする世界的な動きが見られた。たとえば、マーストリヒト条約によって、創立が予定されていた欧州中央銀行制度（ESCB）における欧州中央銀行（ECB）は政治的影響からの独立性を付与されることが想定されていた。すなわち、単一通貨「ユーロ」の創設を目指していた欧州連合（EU）においても、ECBの設立を目指していたEU加盟各国も自国の中央銀行の「独立性」を強化するための制度改革が進展するなどの動きを活発化させていた。

他方、1992年のヨーロッパ通貨危機の際に、イギリス経済はポンドが通貨投機にさらされ大混乱に陥った。当時のイギリスの通貨当局は、欧州通貨制度（EMS）の「為替レート・メカニズム（ERM）」に留まるために高金利政策をとるべきか、あるいは国内経済の不況対策のために低金利政策をとるべきかの選択を迫られていた。1992年9月15日にイギリス政府はついにERMからの離脱を表明した。同年10月にイギリス通貨当局は、物価安定を中心とした「金融政策の信頼性」を確保するために「インフレーション・ターゲティング」という新しい金融政策の制度的枠組みを構築した。これは小売物価指数（RPI）の上昇率を対前年比

図1 中央銀行と独立性



出所：Journal of Economic Literature, 1969-2017.

で1~4%の目標値<sup>1</sup>の範囲内に維持する政策で、一般に「新金融調節方式（“New Monetary Framework”）」と呼ばれている<sup>2</sup>。

図1はアメリカ経済学会（American Economic Association: AEA）発行の*Journal of Economic Literature* が経済学の論文で使用されている「JEL分類コード」のうち「中央銀行」と「中央銀行プラス独立性」が使用されている論文件数の1969~2017年の時系列データである。両者はともに1990年前後から増加傾向を示している。そして2013年をピークに減少傾向にある。

以下では、1998年イングランド銀行法制定後20年間のイングランド銀行の独立性を中心に考察する。

## 2. 1998年イングランド銀行法制定とイングランド銀行の「独立性」

1993年11月に発効したマーストリヒト条約109条の下で、加盟各国は自国の中央銀行が、同程度に独立的であることを保障することを義務付けられている。たとえば Bundesbank や Bank of France はともにきわめて一般的な目的を有し、全面的な「操作独立性」を与

えられ、かつ政府が中央銀行の決定を無効化する条項は規定されていない。その当時、イギリスはこのマーストリヒト条約の義務の制約を受け入れるかどうかの選択肢に直面していた。このころイングランド銀行（BoE）は、マーストリヒト条約が規定しているような基準に匹敵する程度の十分な独立性を有していなかった。

この当時、イギリスおよびその他諸国では、数年にわたり中央銀行の「独立性」増大が広範に議論されていた。この問題は、1992年のポンドのERM離脱後、その重要性を増大させた。しかしこの問題を公に議論する継続的な分析はほとんど行われていなかった。そこで経済政策研究センター（the Centre for Economic and Policy Research）は、BoEのマンデート（任務）を変更し、BoEの大蔵省および議会との関係についての諸提案を検討する独立的なパネルを設置するようにとの依頼を外部から受けた。そのパネルが提出した提案が、エリック・ロール（Eric Roll）が議長を務めた独立的なパネルの報告書、『独立性と説明責任：イングランド銀行の新たな任務』（*Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*）であった。

1997年5月のイギリス総選挙で大勝した労働党は、イングランド銀行の独立性を強化する改革案を矢継ぎ早に発表した。新任のG・ブラウン大蔵大臣は政策金利（公定歩合）の決定権限を大蔵省からイングランド銀行に移譲し、近い将来においてイングランド銀行法も改正する意向を発表した。そして翌1998年に新しいイングランド銀行法が制定・施行された。

より具体的には、ブレア労働党政権は1997年の総選挙の翌月の5月6日に2つのイングランド銀行改革案を発表した。第1は、イングランド銀行内に金融政策委員会（Monetary Policy Committee: MPC）を新設してイングランド銀行に政策金利の決定権を付与する金融政策の「操作独立性（operational independence）」もしくは「手段独立性（instrument independence）」を付与した。イングランド銀行の独立性を高めることは、長期的な経済成長の安定性を実現させるための現代的かつ永続的な枠組みを確立しようとする政府の政策の一環であった、と考えられる。しかし同政府は、経済政策の諸目的—特に、金融政策の諸目的—を設定する責任を保持し続けるべきであると考えた。これらの諸目的を達成するべきかが、短期的な政治的要素によってではなく、中・長期的な経済的要素によって決定されるかに依存している、と考えられた。

ただし、インフレ目標を政府（大蔵省）が決定する制度は温存されており、イングランド銀行には「目的独立性（goal independence）」は付与されていない点（‘Democratic deficit’）に留意する必要がある<sup>3</sup>。

第2に、銀行監督権限をイングランド銀行から取り上げて、新設の新しい組織体である金融サービス機構（the Financial Services Authority: FSA）に移譲した。このFSAは2000年金融サービス市場法によって改組され、2001年12月1日よりその業務を開始した。しかし2007～2008年の金融危機への対応が不十分であったことから、大蔵大臣はFSAを2010年

6月に廃止した。IFSAは、金融市場と銀行システムを監督する金融行為監督機構（Financial Conduct Authority: FCA）と金融システムの安定性を担う健全性監督機構（Prudential Regulation Authority: PRA）へと2分割され、後者はイングランド銀行の下に置かれた<sup>4</sup>。

以下では、2018年に新しい日本銀行法と新しいイングランド銀行法が施行されてそれぞれちょうど20年という節目を迎える偶然のタイミングにおいて、手段独立性を付与されたイングランド銀行の20年の経緯をその金融政策運営との関係で考察することにする。

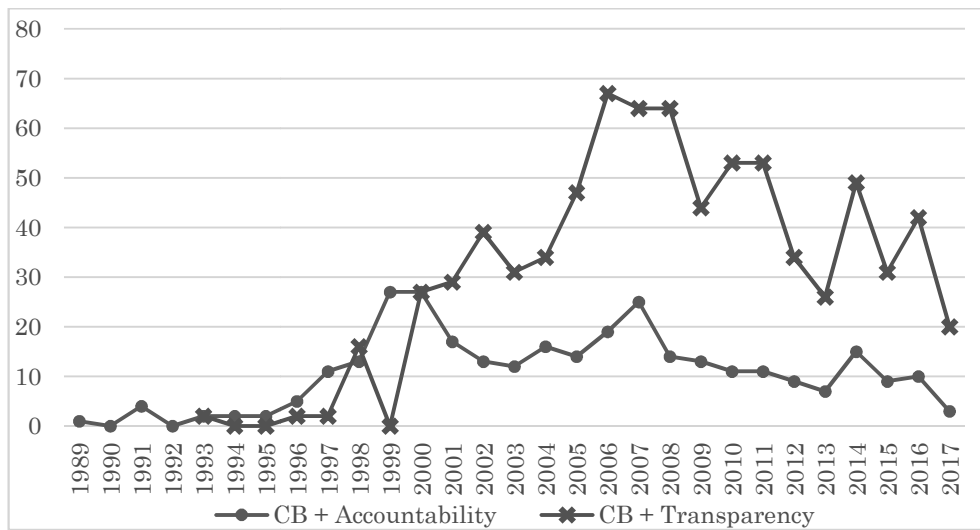
### 3. 金融政策の独立性と中央銀行の独立性

#### (1) 金融政策の独立性

約20年前の1997年5月6日に、イングランド銀行は、政府が設定したインフレーション目標（以下、インフレ目標）、小売物価指数（RPIX）で2.5%を達成するために政策金利（バンクレート）を決定する責任を付与された。言い換えれば、イングランド銀行は「手段独立性」もしくは「操作独立性」を付与された。手段独立性は、インフレ目標を達成する責任がイングランド銀行にあり、そのインフレ目標達成のための政策手段を考案し、運営する責任がイングランド銀行にあることを意味している。しかしインフレ目標の設定は政府に有り、イングランド銀行は政策手段の決定を議会に対して説明し、正当化することを要請されている<sup>5</sup>。

1998年イングランド銀行法の下では、政府は「物価安定」が何を意味するのかを特定しなければならない。これが特定されなければ、イングランド銀行はその目的が達成できたのかどうかについて、説明責任を果たすことができない。同法第12条（2）（b）は、大蔵省がその目的が何かを12か月に1度、予算書の中で特定することを要請している。1997年6月のロンドン市長公邸における晩餐会でのゴードン・ブラウン（Gordon Brown）大蔵大臣の演説において、イングランド銀行が短期金利の操作により

図2 中央銀行と説明責任、中央銀行と透明性



出所：Journal of Economic Literature, 1989-2017.

年率2.5%のインフレーション目標（RPIX：住宅ローン金利の支払分を除く小売物価指数）を達成することを公表した<sup>6</sup>。

上述の金融政策運営上の新しい枠組みとして設置された金融政策委員会（MPC）は総裁、副総裁2名、イングランド銀行の常任理事2名、および外部の金融の専門家4名の合計9名から構成された。このMPC委員は各自が1票の議決権を有し、支配的な政策金利について投票する。MPCの議事録は毎月（その後、毎会合後）公表される。

金融政策の手段独立性をMPCに移譲したことにより、金融政策の運営上の決定を政治的な影響から隔離したことによって、政治家たちはこの新しい政策的枠組みにその基本的に重要な性質、すなわち金融政策に対する信頼性（credibility）を効果的に付与することになった。

インフレ目標体制の下における金融政策の信頼性は、家計や企業等がイングランド銀行は予想可能な低いインフレ率を達成することができると「信頼」し、これらの経済主体がその信頼に基づいて「行動」することを意味していた。このことによって信頼された金融政策は家計や企業等のインフレ期待をインフレ目標近辺にアンカーすることに役立つ。そのことを通じて家

計や企業が賃金交渉や価格を設定する際に彼らの行動を形成することを意味する。次にこのことは、政策当局がこのような「好循環」を創り出すことによって、インフレ目標の達成を促進するとともに、持続的で安定した低いインフレ率と整合的となる行動パターンを促進することになる。

手段独立性は、金融政策に対する信頼性を樹立するために、金融政策を政治的影響から遮断するだけにとどまるものではない。この信頼性は、経済の変化や経済システムに対する深刻なショックに対処するための金融政策手段を採用するための革新的な対応をとるようにイングランド銀行を促すことになる。2007-2008年の「世界金融危機」の勃発の際には、イングランド銀行はその他の中央銀行とともに、政策金利の操作を超えて、金融政策手段を拡張することを要請され、その後「非伝統的金融政策」と呼ばれるようになった国債やその他証券の購入という新たな政策手段を採用していった。この金融政策手段の革新は、1997年以降の「退屈な」金融政策環境からの顕著な変化を意味しており、過去20年間にイングランド銀行の金融政策の運営がいかに飛躍的に進化したかを劇的に例示している。

## (2) 中央銀行の独立性

金融政策の独立性とは別に、中央銀行の独立性を検討する必要がある。一般に、中央銀行は通貨価値の安定性の確保と金融システムの安定性を確保するという、異なる機能・職務を有している。まず、通貨価値の安定性の維持については①通貨の対内的な価値の安定性の維持と②通貨の対外価値の安定性の維持、いわゆる為替レートの安定性の維持の2つがある。それだけではなく、特に19世紀のイギリスでは、金本位制度の下で「金平価」を安定的に維持することによって、ポンドの対内外通貨価値の安定に寄与した<sup>7</sup>。金本位制度の下では、イングランド銀行が流動性不足に陥った銀行に流動性を供与した実績はあるものの、それはイングランド銀行が中央銀行として「最後の貸し手機能」を能動的に果たすことを自認し、その機能を行することを事前に公言していたことを意味していたわけではなく、イングランド銀行はシティなどの要請を受けて受動的に流動性を供与したに過ぎない。イングランド銀行が自他ともに最後の貸し手機能を果たすことを中央銀行の本質的な機能の1つであると認めるようになったのは、おそらく、20世紀に入ってからであると考えられる<sup>8</sup>。

中央銀行の独立性は、その2つの重要な機能である通貨価値の安定および金融システムの安定性の維持、もしくは信用秩序の維持において、最後の貸し手機能が政治的な影響から隔離されているかどうかにかかわっている。このように中央銀行の機能・職務が複数存在している場合には、金融政策の独立性と中央銀行の独立性を区別することが合理的であるといえる。

## (3) 経済政策の目的とその手段：

### 「ティンバーゲン定理」

経済学の研究者の間では、中央銀行に1つ以上の政策目的を付与することには困難な問題が生じる、とする議論がある。ノーベル経済学賞の受賞者であるJ・ティンバーゲン (J.

Tinbergen) は、政策目的が複数存在する場合には、政策目的と同数の政策手段を必要とする、と指摘した。もしも政策目的が厳密に達成されなければならないとすれば、彼の結論は正しい。しかしながら、これらの複数の政策目的の間に「トレードオフ関係」が存在している場合には、彼の結論は正しくない。なぜなら、中央銀行の効用関数もしくは費用関数が各政策目的の未達に終わる場合の費用を包含しており、またこれら目的間の相互作用の費用を包含しているからである<sup>9</sup>。

この「ティンバーゲン定理 (the Tinbergen Theorem)」に従えば、ある中央銀行に付与されたマンドート (mandate) としての政策目的の数が少なく、例えばインフレ目標のみである場合には、その中央銀行は複数の政策目的をマンドートとして付与されているその他の中央銀行よりも中央銀行としての独立性が高いと考えられることが多い。しかしながら実際問題としては、その他の政策目的 (完全雇用や経済成長) を完全に排除・無視して、インフレ目標のみを排他的に達成しようとする中央銀行が実在しているとは考えられない。

## (4) 金融政策委員会

イングランド銀行は金融政策委員会を通してその操作独立性を実行する。同委員会はイングランド銀行の内部で短期金利である政策金利 (バンクレート) を決定することによって金融政策を策定する。上述のように、大蔵大臣が金融政策委員会の設置を発表した1997年5月6日の声明文の以前においては、イングランド銀行は同法に先立って、非法的なベースですでに金融政策を運営していた。同法第13条は、金融政策委員会の構成を総裁、2名の副総裁、および6名のその他委員からなると規定している。そのうち2名はイングランド銀行の常任理事でそれぞれ金融政策の分析と金融政策の運営を担当する。大蔵大臣は残りの4名の委員を任命する。その任命に先立って、彼らが金融政策委員会の

機能に関連する知識と経験とを兼ね備えていることをその任命の条件としている。これらの外部委員の任命は、イングランド銀行内部からの委員によって構成された委員会の決定よりも広範な見解や専門知識によって金融政策が決定されることを保障すると考えられている。庶民院大蔵省特別委員会による勧告、すなわち委員の任命は同特別委員会の承認を必要とするという勧告は、政府高官の任命一般に関する承認のための公聴会に関する懸案を考慮した政府によって拒否された<sup>10</sup>。

#### 4. 過去20年間のイングランド銀行の独立性と金融政策運営

##### (1) 最初の10年間：1997-2007年

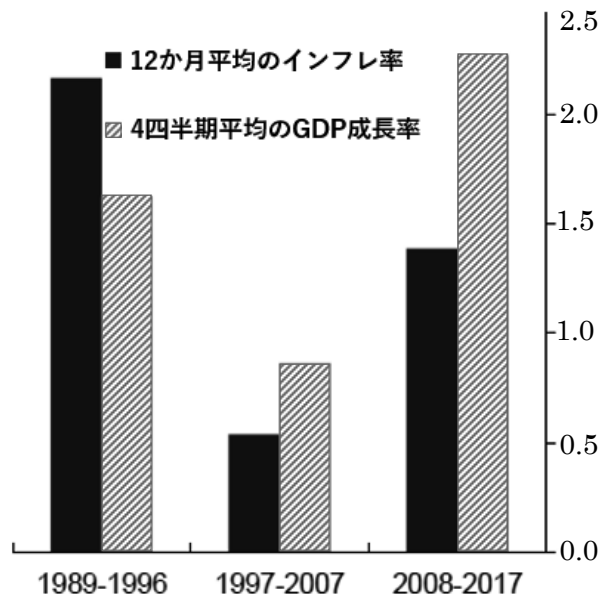
イングランド銀行が手段独立性を確保した1997年以降の最初の10年間（1997-2007年）におけるイギリスの経済成長率は平均で3%、消費者物価指数のインフレ率は平均で1.6%であった。この結果、イギリスのマクロ経済環境は「顕著な安定性」によって特徴づけられた<sup>11</sup>、と言える。これはこの10年間に先立つ十数年間における経済成長率及びインフレ率の変動率が極めて安定していた経済環境をアメリカ連邦準備制度理事会議長（当時）のB・バーナン

キ（B. Bernanke）が「大平穏期（‘the Great Moderation’）」と呼んだ<sup>12</sup>。

2003年にイングランド銀行総裁に就任した後の最初のロンドン市長公邸における講演において、M・キング（M. King）はこの10年間の「インフレーションを伴わず持続的に経済成長している時期」をさす頭字語で、すなわちNon-Inflationary Consistently Expansionary growth: NICE と呼んだ<sup>13</sup>。すなわち、「素晴らしい10年間」である。

この大平穏期がどの程度まで進歩した金融政策の枠組みが寄与したものか、あるいはマクロ経済的なショックが発生しなかったという「幸運」が寄与したものかは不明である。この間、金融政策の担当者たちは、経済成長率とインフレ率とを同じ方向に押し上げることに寄与した良好な需要サイドのショックに取り組むことに専念することができた。この2つの経済変数が同じ方向に向かって上昇していたり、あるいは下落している場合には、必要とされる政策金利の操作方向は明白である。2つの政策目標を達成するためには、政策金利を同じように上げたり、下げたりするだけでよいからである。MPCの主要な政策目的である物価の安定とその副次的な政策目的<sup>14</sup>である経済成長や雇用と

図3 イギリスの経済成長率とインフレ率のばらつき、1989～2017年



出所：Office of National Statistics and McCafferty's calculations.

の間には「トレードオフ関係」は存在せず、利益相反も生じない。このNICEの時期には、経済活動とインフレ率を誘導するためには、主として短期の政策金利を操作するだけで事足りる、金融政策担当者たちにとっては安易に成功することができる時期であった。

しかしこれらの政策目的に矛盾が生じている場合には、金融政策の担当者たちは難しい問題に直面することになる。たとえばインフレ率が上昇しているが経済成長率が低下している場合や、あるいはインフレ率がインフレ目標を超過しているにもかかわらず、経済の活動水準がその生産能力以下で低迷している場合である。これは政策目的間の「トレードオフ関係」の発生を意味する。この場合、生産活動を支援するために、どの程度までインフレ率がインフレ目標を超過することを許容するのか、という問題である。

言うまでもなく、世界金融危機の増大は多くの要因の結集を反映した複雑な現象である。危機の直接的な原因、あるいは「引き金」となった要因、すなわち危機を実際に招いた要因と危機の前に危機の増大に貢献した基底となった要因とを峻別することが重要である。危機の準備段階で増大した急激な信用拡張は、長期にわたる経済拡張に対する自信の増大や規制緩和やセキュリティゼーションの拡大によって引き起こされた増大する信用供与によって促進された。低水準の消費者物価指数インフレ率に対して短期金利を低水準に維持し続けることによって、金融政策は金融危機において何らかの役割を果たしたといえることができるが、低水準の長期金利と金融政策のスタンスとの関係は強くない。

したがって低水準の金利は金融危機の促進に貢献した要因であったと言えるが、過大なリスクテイクや金融部門の規制・監督が不十分であったことの方がもっと重要な役割を演じたと考えられる。すなわち、上述の「ティンバーゲン定理」が示唆しているように、中央銀行の2つの政策目標である「物価の安定」と「金融

システムの安定」とを達成するためには、金利政策という単一の政策手段だけでは十分ではない。「金融システムの安定」の達成のためには、中央銀行はマクロプルーデンス政策というもう1つの政策手段を必要とする。イギリスでは、2012年金融サービス法を制定して新しいマクロプルーデンス的な規制組織である、金融監督委員会 (Financial Policy Committee: FPC) をイングランド銀行に併設して、金融政策とは異なる金融システムの安定を図るための権限を付与し、独自のバランスシートと融資手段を備えた組織として設置した。この結果、MPCは物価の安定に専念することが可能となった。同時に、FPCは、金融政策が金融システムの不安定に対する防衛ラインとしては、最後の手段であり、最初的手段ではないことを明確にした。

## (2) 最後の10年間：2008-2017年

一般に経済学者たちは、「ただほど高いものはない」との警告を発することを好む。実際のところ、この最後の10年間には良好な消費者物価指数インフレ率とともに、急激な資産価格インフレーションが発生した。これは過剰な借り入れ債務の累増、すなわちレバレッジ拡大の兆候であった。資産価格インフレは、低水準で安定的な消費者物価指数インフレ率についての中央銀行家の注意散漫の結果として発生した、意図せざる結果であった。この見過ごされた急激な信用拡大がその後の「世界金融危機 (2008-2009年)」を引き起こすことになったのである。また、危機後の過大な金融緩和、すなわち「量的金融緩和策 [Quantitative Easing: QE]」の長期化にも歯止めがかからなくなっている。キング前総裁の頭字語に倣って、イングランド銀行金融政策委員会の外部委員であるI・マックカファーティ (I. McCafferty) は、この10年間を “the Unconventional, Growthless, Low-Yield: UGLY decade” と呼んでいる。すなわち、「厄介な10年間」である。

2008年のリーマン・ブラザーズ社の経営破

綻に端を発した貨幣・信用市場の行き詰まりに対処するために、イングランド銀行（BoE）を含む主要な中央銀行は多くの形で金融市場に介入せざるを得なくなった。その最初の介入策は中央銀行の「最後の貸し手」機能の発動であった。特別流動性供給制度（the Special Liquidity Scheme）、後の恒久的割引窓口制度（the permanent Discount Window Facility）である。また金融市場の円滑機能と流動性支援のために、非銀行民間部門に対しても、流動性を供与した（社債購入制度〔the Corporate Bond Scheme〕）。

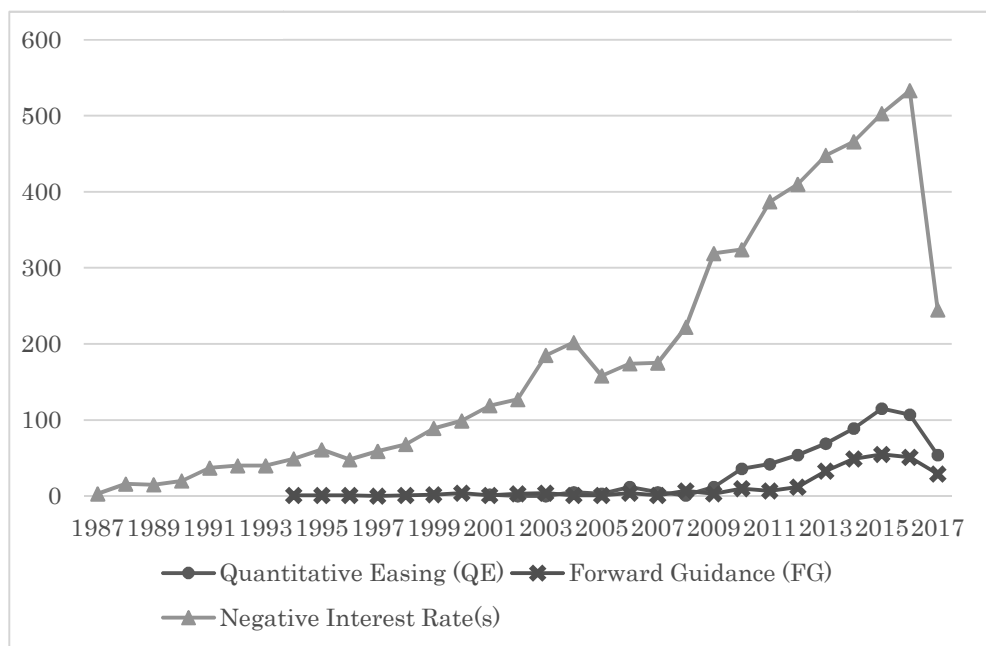
#### 1) 非伝統的金融政策としての「量的金融緩和策（QE）」

2007年のノーザンロックの経営破綻や「リーマン・ショック」を契機とする「世界金融危機」の勃発により、多くの金融市場において深刻な流動性不足が発生したことを受けてBoEは、2009年に民間銀行に対して直接的に流動性を供与する非伝統的金融政策、すなわちQEを採用した。具体的には2009年1月に資産買取ファシリティ（Asset Purchase Facility:

APF）をBoEの子会社として設立した。金融政策委員会は同年3月にAPFによる国債購入を決定し、その購入資金はBoEによる貸付とされた。BoEのバランスシート上では、資産側の貸出債権の増加と負債側の準備預金の増加が生じた。このAPFによる民間銀行等への流動性供給制度は、物価安定やマクロ経済安定というBoEの金融政策の目的に先立つ、従来の政策目的であるBoEの「最後の貸し手」機能の発揮による「金融システムの安定」を目指した政策であると言える。

QEの第1弾として、2009年3月から2010年1月までに、BoEは2,000億ポンドの国債を購入した。これはイギリスの名目GDPの約14%に相当した。QEの第2弾では、ユーロ圏の国債危機の影響を回避するために、2011年10月から2012年5月までに、BoEは1,250億ポンドの国債を購入した。さらに危機が厳しくなった2012年夏に、实体经济への銀行融資を拡大する目的でthe Funding for Lending Scheme (FLS) を導入した。QEの第3弾として、イングランド銀行は2012年7月から11月にかけて、国債を500億ポンド購入した。

図4 量的緩和（QE）、フォワード・ガイダンス、ネガティブ・インタレスト・レート



出所：Journal of Economic Literature, 1969-2017.



1997年のBoEに対する「手段独立性」の付与とFSA設立による銀行規制・監督権限の剥奪という近年のイギリス金融制度改革には目覚ましいものがあった。①2006年の「完全後積み方式による準備預金制度」の導入、②2012年金融サービス法の制定による新たな金融規制・監督制度の導入により、FSAが解体・廃止されて、BoE内に金融監督委員会（FPC）が設置され、さらに健全性監督機構（Prudential Regulatory Authority: PRA）がBoEの子会社として設置された。これとは別の独立機関として金融行為監督機構（FCA）が設置された。これら3つの新設機関とMPCを加えたイギリスの新金融規制・監督体制を「ツインピークス・モデル」と呼ぶことがある。この新体制は、FSA体制が世界金融危機の発生と伝播を防止しえず、また危機処理においても十分にその機能を発揮することができなかつたとの認識に基づいていると考えられる。

1997年以降のBoEの変遷、MPCやFPC、PRAの新設等のBoEの大幅な金融制度改革は、BoEに金融政策の手段独立性が付与されたことと深く関連しているといえよう。

さらに2016年8月には、国民投票によるEUからの離脱決定を受けて、MPCは600億ポンドの国債購入と100億ポンドの社債購入、および2009年3月以来、初めて政策金利を0.25%に引き下げた。

## 2) QEに対する批判

QEに対する批判の1つは、QEの有効性に対する疑念である。もしもQEが実施されていなかったとしたら、イギリス経済のパフォーマンスがどのようになっていたのか、という事実と反する効果を推定することがほぼ不可能に近い点である。もう1つの批判は、QE実施期間中に、QE以外の多くの要素がイギリス経済のパフォーマンスにも影響を与えており、QEの効果のみを抽出することができない点である。もっとも、BoEのスタッフの実証研究によれば、

QEの第1弾は実質GDPの水準を1.5~2%引き上げ、物価水準を0.75~1.5%引き上げたことになっている<sup>15</sup>。

別の視点からのQE批判は、それが所得分配を歪めたとするものである。貯蓄者や年金生活者たちのグループに対する悪影響である。もっとも、このような批判に対して考慮すべき点は、金融政策（特に、政策金利の操作）自体が貯蓄者や借り手に影響を及ぼす点である。政策金利の変更は、預金に対して受け取る利息や借入れに対して支払う金利に影響を及ぼすからである。他方、QEが経済成長率や雇用に及ぼすマクロ経済学的な便益も同時に考慮に入れる必要がある。

## 3) 政策手段の1つとしての対話 (communication)

近年の低い名目金利水準の体制下では、QEのみが金融政策手段の革新ではない。これまで以上にオープンで透明性の高い対話の開発など、その他の非伝統的金融政策手段も中央銀行にとってその重要性を増大させている。

一時期、アメリカ連邦準備制度理事会の議長（当時）のA・グリーンズパン（Alan Greenspan）は、中央銀行家が「建設的な曖昧さ」に頼っている点を指摘したことがある。しかし最近では、中央銀行家は今までよりもオープンでより透明性の高い対話の手法を開発してきた。たとえば、1997年に独立性を付与されたBoEは、その4年前から『インフレーション・レポート』を四半期ごとに公表して、インフレと経済成長の見通しを示してきた。また、現在では6週間ごとのMPCの議事録を公表しており、政策決定の内容と投票結果などを明らかにしている。2012年には、MPCの予想能力を検討した「ストックトン・レポート」<sup>16</sup>が公表された。また、2014年には、イングランド銀行総裁の要請に基づいて、「透明性とイングランド銀行の金融政策委員会」と題する「ウォーシュ・レポート」<sup>17</sup>が公表された。これ

は公開性と説明責任に対するBoEのコミットメントを再確認することを目的としたものであった。これらのレポートは、BoEから独立した「第三者委員会による検証」である。

2013年には、さらに大きな革新が導入された。それは、金融政策の将来の方向性に関して約束をする「フォーワード・ガイダンス (Forward Guidance)」を導入して対話を政策手段の1つとして利用する新たな試みであった。すなわち、失業率で計測された余剰生産能力の明確な低下が観測されるまでは政策金利を引き上げる意図がないことを宣言する方法であった。物価や金融システムに危険が生じないかぎり、このような明確なガイダンスはMPCの反応関数をこれまで以上に透明性の高いものにし、将来の政策行動の予測可能性をいっそう高めることに役立つ。フォーワード・ガイダンスの狙いは、MPCが想定しているよりも速やかな金融緩和策を想定した市場の期待を変更することであり、家計や企業が将来の金利上げを懸念することがないことを確認することに

よって信頼を増大することである。

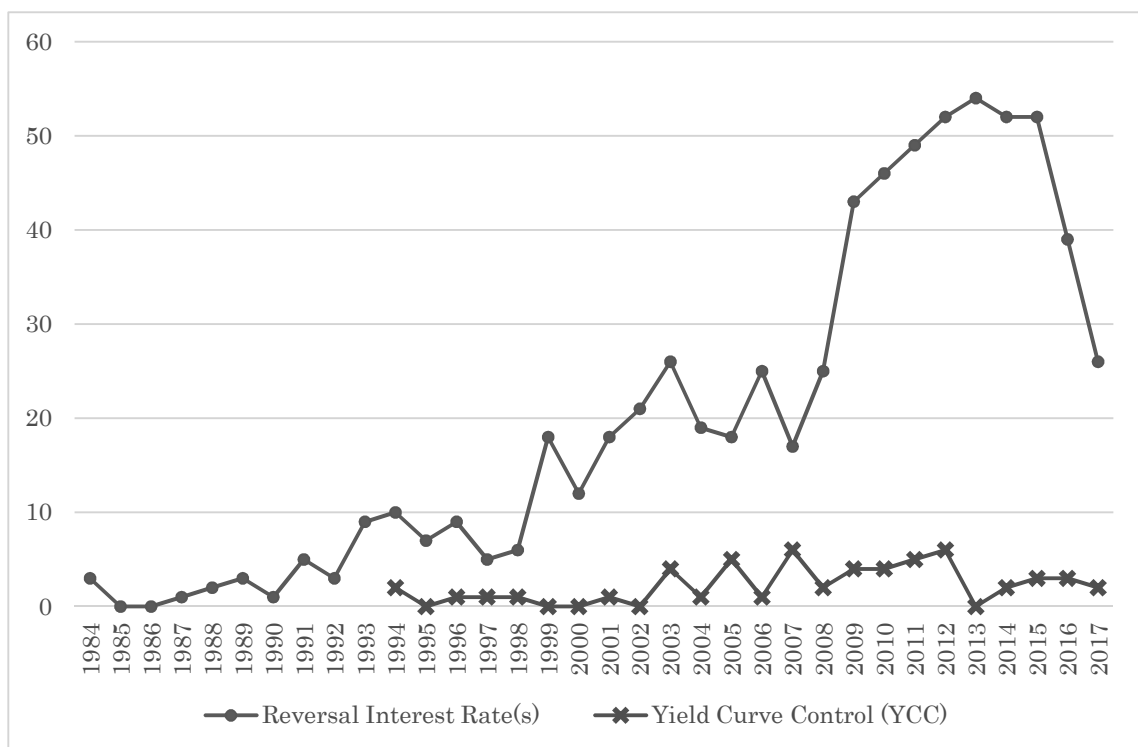
したがって、短期金利の将来のパスに対する市場の期待を引き下げることにより、また低水準の金利の不確実性を通じたタームプレミアムを押し下げることにより、金融政策の有効性を高めることを意図して設計されている。

さらに2017年9月のMPC議事録<sup>18</sup>においてより明確なガイダンスが動員された。すなわち、もしもスラックの持続的な減少と、基調となるインフレ圧力のゆるやかな上昇の見通しと整合的なパスをイギリス経済がたどるならば、MPCメンバーの多数にとって、緩和政策の若干の撤退が来たるべき数か月間に適切となる可能性が生じる、と明記された。この明記により、望ましくないショックを引き起こすリスクを減少させつつ、最初の政策金利の引き上げの期待を2019年中ごろから2017年末に前倒しする効果を生じさせた。

#### 4) 量的緩和政策以外の措置

量的緩和政策についての当初のBoEの効果波

図5 イールドカーブ・コントロール、リバーサル・インタレスト・レート



出所：Journal of Economic Literature, 1969-2017.

及経路である、流動性の供給増加がマネーストックの増加に結び付くとする「マネタリスト的な説明」は実現したとは言えない。そこでBoEはAPFによる資産購入限度額以外の措置を導入せざるをえなくなった。その1つが2012年6月から運用が開始された「拡大タームファシリティ」である。これは、通常のBoEオペに用いられる資産よりも幅広い資産（ABS等）を担保とする流動性供給の制度である。その期間は6カ月で、金利は政策金利プラス25ベーシスポイントによる入札方式による資金供給であった。しかし銀行の流動性需要はそれほど大きくなく、札割れを引き起こした。

もう1つは、2012年7月に創設した「証券貸出スキーム（Funding for Lending Scheme: FLS）」である。これは、上述の「マネタリスト的な説明」が実現しなかったことを受けて、より直接的な銀行貸出増加策として、大蔵省とBoEが連携して導入された。このFLSは、銀行に対してその貸出増加分に相当する金額の大蔵省証券（TB）を低い手数料（0.25%）で貸し出す制度である。各銀行等は、2016年6月末の貸出残高の5%相当額のTBを借り入れる権利を与えられていた。しかし2014年現在、BoEによれば、FLSはもはや家計の住宅ローン等の貸出には適用されず、FLSは企業向け貸出に限定されている。しかも銀行等の貸出を増加させる効果は未だ確認されていない<sup>19</sup>。

いずれにしても、イングランド銀行がQEおよびそれ以外の金融緩和措置を次々と打ち出して、金融危機対策およびその後の不況対策に積極的に取り組むことができたことは、1997年に付与された手段独立性がその基盤となっていた、と言えよう。

##### 5) キング総裁からカーニー総裁へ

この最後の10年間（2008-2017年）における特筆すべき事柄の1つが、2013年のキング総裁からカーニー総裁への継承であった。

キング総裁の退任が2013年6月に予定され

ていたので、当時の大蔵大臣のG・オズボーン（G. Osborne）は後任の新総裁を選任するべく、『エコノミスト』誌（*The Economist*, September, 22<sup>nd</sup> 2012）にイングランド銀行総裁および金融健全性規制担当の副総裁の公募広告を打った。総裁は選任手続きが「公明・公開競争」によって遂行されている、と述べた。『フィナンシャル・タイムズ』紙（*The Financial Times*, 2012年9月11日付け電子版）によれば、3人の候補者による競争であると報道されていた。すなわち、金融健全性規制担当副総裁でイングランド銀行生え抜きのP・タッカー〔Paul Tucker〕、金融サービス機構議長のA・ターナー卿〔Lord Adair Turner〕、および元首席行政職員のG・オドネル卿〔Lord G. O'Donnell〕の3人である。しかし大方の予想を超えて、大蔵大臣は当時カナダの現職の中央銀行総裁であったM・カーニー〔Mark Carney〕を指名した。しかもその待遇は破格のものであった。カーニー総裁の年報は62万4000ポンド、これに住宅手当25万ポンドが支払われる。この年報は当時現職のM・キング総裁の2倍以上であった<sup>20</sup>。しかも、当時のD・キャメロン〔David Cameron〕首相の年報14万2500ポンドをも凌駕していた。大蔵省高官は、カーニー新総裁が統括するBoEは従来の金融政策委員会に加えて、金融サービス機構に代わって金融健全性委員会をも運営することになる点を指摘した。

2013年6月に10年の任期を終えて退任したキング前総裁は、その最後の5回のMPCではキング前総裁と2名の委員ら3名による追加の金融緩和策（すなわち、APFによる国債買取額の増加）が否決された。2013年7月のカーニー新総裁の就任後初めてのMPCにおいては、金融政策の現状維持が9名の委員による全会一致で決定された。そして翌8月には、『インフレーション・レポート』発表時に、「失業率目標」がフォワードガイダンスとして導入された。

また2012年金融サービス法は、1998年イングランド銀行法を改正した。BoE内に理事会非

常任理事で構成される「監視委員会」を新設して、BoE業務のパフォーマンスを常時監視する役割を付与した。

## 5. 結びにかえて

イングランド銀行が独立性を獲得してからの20年間における金融政策の進化は目を見張るものがあった。特に、「世界金融危機」という難題に果敢に挑戦し続けてきたといえよう。その意味ではイングランド銀行の政策変更や革新はおおむね成功したと考えることができる。1970年代の2つの石油ショックが引き起こした激しいインフレーションはイギリスの家計や企業、そしてイギリス経済全体に大きな悪影響を及ぼしたことは記憶に新しい。その記憶と比較すれば、過去20年間のインフレーションは若干の変動があったとはいえ、おおむね低水準に留まり、かつ安定的であった。

時間の経過とともに、また持続的な2桁インフレが所得や厚生に与えた悪影響の記憶が薄れるにつれて、インフレーション・ターゲティングのメリットおよび金融政策の運営上の独立性や手段独立性によって与えられた伸縮性や有効性のメリットが当たり前のことであると認識される危険が存在している。記憶が薄れていくに連れて、その独立性に対する要請が弱められ、金融政策を政治家の手にふたたび返還する要請が生じるかもしれない。もしそうなったとすれば、それは好況と不況が繰り返し生じていた、イングランド銀行法制定以前の時代（‘stop-and-go’ policy）に逆戻りすることになり、明確な後退である。

中央銀行家は、金融政策の運営において、議会と国民に対してオープンで透明性が高く、かつ説明責任を果たさなければならない。過去20年間でもっとも革新的であり成功した経済政策である「中央銀行への独立性の付与という政策」を保護し、防御することはすべての人の利益であり、またすべての人の責任でもある。その結果として、イギリス経済、そしてイギリ

ス国民のすべてが、来たるべき将来にわたって、低水準で安定的なインフレーションのメリットを享受し続けることが可能となる。そのためには、中央銀行家は将来に起こる予期できない危機や危険に果敢に挑戦し続ける気概を持ち続けることが社会的に要請されている、と言えよう。

表 主要国の経済パフォーマンス（年率%）

	イギリス	アメリカ合衆国	欧州連合	日本
実質GDP*	1.5	2.2	2.4	1.5
コアインフレ率+	2.6	1.6	1.4	0.7
失業率*	4.3	4.3	8.4	2.8

出所：OECD『主要統計』\*2017年および+2018年（予想値）

BoEは、1994年に創立300周年を記念して、中央銀行の独立性に焦点を当てたコンファレンスを開催した。その後の主要な中央銀行の金融政策運営の枠組みは大幅な変化を経験したが、それは主として「世界金融危機」への対応の中で生じた変化であった。しかし1990年代に開始された金融政策の独立性を確保する主張は現在においても正しい。今では、BoEの金融政策の独立性は広くイギリス国内で受容されている。政策金利を決定すること以外の中央銀行の責任、特にその最後の貸し手機能と信用秩序の維持は、金融政策と密接に結合しており、これらの責任はマクロ経済の安定性において特筆すべき重要性を果たしている。

確かに、「世界金融危機」とその後の中央銀行の対応は、中央銀行が政策手段やその組織、思考方法などの再評価と改造を促進してきた。将来、中央銀行を待ち受けている更なる挑戦が中央銀行のいっそうの改革を促進することだけは疑問の余地がない。中央銀行は進化し続けなければならない組織なのである。

## 参考文献

- 小栗誠治（2017）「日本銀行の独立性再考：法的位置づけと新しい挑戦」『彦根論叢』、No. 411。

- 木内登英 (2017) 『異次元緩和の真実』 日本経済新聞出版社。
- 黒田東彦 (2016) 『「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」—低インフレを克服するための新たな金融政策の枠組み—:ブルッキング研究所における講演の邦訳』、日本銀行、10月8日。
- 齊藤美彦 (2014) 『イングランド銀行の金融政策』 金融財政事情研究会。
- 島村高嘉・中島真志 (2017) 『金融読本 (第30版)』 東洋経済新報社。
- 立脇和夫 (1998) 『改正 日銀法—日本銀行の独立性は確保できるか—』 東洋経済新報社。
- 内閣府「国民生活に関する世論調査」(平成29年度)。
- 春井久志 (1992) 『金本位制度の経済学』 ミネルヴァ書房。
- 春井久志 (1998) 「イングランド銀行」、三木谷・石垣 (1998) 第11章。
- 春井久志 (2013a) 「イングランド銀行はいつ中央銀行に変貌したのか:再考—セントラル・バンキングの歴史的展開」『証券経済研究』、6月。
- 春井久志 (2013b) 『中央銀行の経済分析』 東洋経済新報社。
- 春井久志 (2014a) 「中央銀行は物価を動かせる?」『週刊エコノミスト』、2014年5月6日/13日合併号、36-37ページ。
- 春井久志 (2014b) 「金融政策と物価コントロール:1694年創立のイングランド銀行と主要な中央銀行を中心に」『経済学論究』、第68巻第2号、9月。
- 春井久志 (2015a) 「インフレ率<二%>の起源」『証券レポート』、No. 1689、4月。
- 春井久志 (2015b) 「中央銀行の金融政策と国債管理」『証券レビュー』、第55巻第4号、4月。
- 春井久志 (2015c) 「中央銀行の金融政策と『デフレ脱却』」『証券経済研究』、第90号、6月。
- 春井久志 (2017) 「非伝統的金融政策—日本銀行と欧州中央銀行を中心に—」『証券経済研究』、第98号、6月。
- 早川英男 (2016) 『金融政策の「誤解」』 慶應義塾大学出版会。
- 三木谷良一・石垣健一 (1998) 『中央銀行の独立性』 東洋経済新報社。
- Bernanke, B. (2004) “The Great Moderation”, remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, 20 February.
- Brown, G. (1997) ‘Equipping Britain for Our Long-Term Future’. *Financial Statement and Budget Report* (House of commons Papers, Session 1997-98, 85), para 1.15).
- Capie, F. (2010) *The Bank of England, from 1950s to 1979*, Cambridge University Press. (F・キャピエ著・小林他訳 [2015] 『イングランド銀行史:1950年代から1979年まで』 日本経済評論社)
- Debelle, G. and S. Fisher (1994) “How Independent Should a Central Bank Be?” proceedings of a conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston, Falmouth, Mass., June, pp. 195-221, [www.bostonfed.org/economic/conf/conf38f/conf38f.pdf](http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf38f/conf38f.pdf)
- Fischer, S. (2010) Contribution to panel discussion, in Christopher Kent and Michael Robson, eds., *Reserve Bank of Australia 50<sup>th</sup> Anniversary Symposium*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 38-41.
- Fischer, S. (2015) “Central Bank Independence”, remarks at the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture at National Economists Club, November 4.
- Fischer, S. (2017) “The Independent Bank of England – 20 Years On”, remarks at the “20 Years on”, a conference sponsored by the Bank of England, London, England, September 28.
- Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press.
- Haldane, A. (1995) *Rules Discretion and the United Kingdom’s New Monetary Framework*, Bank of England Working Paper Series, No. 40.
- House of Commons, Treasury Committee, *First Report, Accountability of the Bank of England* (House of Commons Papers, session 1997-98, 282).
- Centre for Economic Research (1993) *Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of*

*England* (A Report of an Independent Panel chaired by Eric Roll).

King, M. (2013) 'Governor looks back – and forward', speech given at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London, at the Mansion House, June 19.

Joyce, M. and R. Woods (2011) "The United Kingdom's quantitative easing policy", *Quarterly Bulletin*, Q3.

McCafferty, I. (2017) "Twenty years of Bank of England independence: the evolution of monetary policy", speech given at the 38<sup>th</sup> Robert Warner Lecture, The Worshipful Company of Founders, City of London, October 5.

Michael, B. QC et al. (1998) *Blackstone's Guide to the Bank of England Act 1998*, Blackstone Press.

Stockton, D. (2012) "Review of the Monetary Policy Committee's Forecasting Capability", presented to the Court of the Bank of England, October.

Toniolo, G. ed. (1988) *Central Bank's Independence in Historical Perspective*, Walter de Gruyter.

Warsh, K. (2014) "Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee", December.

## 注

1. このRPI上昇率の目標値は、当初、1992年10月～1995年6月の期間にわたり設定された。その後、2004年1月以降は、消費者物価指数（CPI）総合で目標値は2%に変更され、現在に至っている。
2. Haldane (1995) を参照。なお、この新金融調節方式以前のイングランド銀行の金融政策の運営方式、従来の金融調節方式についてはF・キャピアー著・小林他訳 (2015) 『イングランド銀行：1950年代から1979年まで』日本経済評論社（第6章など）を参照。
3. この2つの独立性の区別についてはDebelle and Fischer (1994) を参照。
4. イギリスでは、2012年金融サービス法が制定され、2013年4月から新しい金融監督体制がスタートした。FCAとPRAは共に2013年4月に発足した。前

者は独立機関として、また後者はイングランド銀行の子会社とされた。この新体制においては金融監督政策委員会（Financial Policy Committee: FPC）が設置された。健全性規制と業務行為規制とに分かれ、いわゆる「ツインピークス・モデル」と呼ばれている。

5. この手段独立性と目的独立性とを峻別することの根拠として、国民の負託を受けていない中央銀行の金融の専門家が政策目的を決定することには”Democratic Deficit（「民主主義の欠如」）が生じることに対する懸念が表明されることがある。Fischer (2017) 参照。
6. Brown (1997) 'Equipping Britain for Our Long-Term Future'.
7. 春井 (1992) および春井 (2013a) を参照。
8. 「現代の中央銀行は、〔両大〕戦間期にその成熟をみた (Toniolo, 1988, p. vii)」。
9. この問題の詳細については、Fischer (2010) を参照。
10. House of Commons, Treasury [Select] Committee (1997-98), 282.
11. 図3 を参照。
12. Bernanke (2004) を参照。
13. King (2003) を参照。
14. 1998年イングランド銀行法は、その条文でイングランド銀行の金融政策目的は物価の安定（低水準のインフレ率）を達成することであり、その目的に抵触しないかぎり、政府の経済政策目的（経済成長や雇用）を支援することができる、と規定している。Blair et al. (1998) を参照。
15. Joyce et al. (2011) を参照。
16. Stockton (2012) を参照。
17. Warsh (2014) を参照。
18. Minutes of the MPC meeting ending on 13 September 2017を参照。
19. 斉藤 (2014)、146ページを参照。
20. カーニー新総裁の年収は合計で87万4,000ポンド（日本円で約1億3,000万円）になる。