

# イギリスの国債市場と大蔵省証券

代 田 純

## 要 旨

本稿は1980年代以降の、とりわけ1990年前後のイギリスの国債残高における大蔵省証券の増加を金融政策との関連で明らかにするものである。

現在、主要先進国の金融政策において公定歩合に代わり公開市場操作（いわゆるオペ）が重要な役割を演じつつあることは論を待たない。内外資金移動が本格化するなかで機動的な市場金利調整が不可欠になっているからである。

80年代後半から90年代前半にかけてのイギリスにおける国債の満期構成をみると、長期ギルド債（15年以上）の減少と対照的に大蔵省証券の急増が大きな特質を成している。大蔵省証券は国債残高において、87年には1.4%でしかなかったが90年には6.2%にまで上昇した。財政収支が黒字であったにもかかわらず、短期金利引き上げのために、大蔵省証券発行が急増したためであった。

イギリスにおける大蔵省証券のオペは、80年代前半においては売買合計で30億ポンド程度であったが、88年に70億ポンド台に、そして89年には160億ポンド台に急増した。しかも88年から89年にかけては売オペの比重が極めて高まったことが特質であった。売オペは市場金利を引き上げ、ポンドの為替レートを高めに誘導する目的を有していた、と見られる。

88年から89年にかけて、イギリスはERM（為替レートメカニズム）加盟を目指し、ポンドの対マルクレートを1ポンド=2.77マルク以上に維持する必要性に迫られており、大蔵省証券発行額増加は公開市場操作の売オペを補完する役割を果たしたと言えよう。

## 目 次

- |                         |                 |
|-------------------------|-----------------|
| I. はじめに                 | IV. 大蔵省証券の発行市場  |
| II. 80年代以降におけるイギリスの公債市場 | V. 大蔵省証券の公開市場操作 |
| III. 1990年前後のイギリス経済     | VI. まとめに代えて     |

## I. はじめに

本稿の課題は、1990年前後のイギリスの国債残高構成における大蔵省証券増加の背景を金融政策との関連において明らかにすることである。

この問題に関する従来の1990年以降の研究としては、まず公債論に関わるものとしては、Lookwood, B., Philippopoulos, A. and Snell, およびEltis, W. などがある<sup>1)</sup>。しかし大蔵省証券について必ずしも十分に触れられているわけではない。

ついで為替自由化を分析したものとして、Age F. P. Bakkerがある<sup>2)</sup>。またイギリスの90年前後のERM加盟を分析したものとして、Helen Thompsonがある<sup>3)</sup>。

わが国においては、西村閑也教授がイギリス金融政策を分析されてきた。「競争と信用調節」(1971年)以前の、1960年代までのイギリスにおける金融政策は預金銀行を対象とした貸付直接規制を中心的な手段としていた。1960年代までは預金銀行間には預金・貸付利率協定があり、これら利率と公定歩合はリンクしていた。したがって公定歩合が重要な役割を担っていた。しかし非銀行金融機関等の成長に伴い、公定歩合政策の効力は低下を余儀無くされ、代わって公開市場操作が市場金利への影響のため重視された。こうした方向は81年8月の新金融調節方式によって一層強化され、最低貸出利率の公表は廃止された一方、オペ適格手形の範囲は拡大された<sup>4)</sup>。ただしイングランド銀行の公開市場操作においては、銀行引受手形が中心となっており、大蔵省証券は補足的な位置を占めている。また80年代後半におけるイギリスの金利引き上げはERM加入前とはいえ、ドイツの利上げとの

関連において理解されるべきことも指摘されている<sup>5)</sup>。

こうした内外における研究業績に照らして、80年代以降のイギリスにおける国債、とりわけ金融政策との関連、については従来明らかにされていない。こうしたなかで本稿は1990年前後におけるイギリスの大蔵省証券の増加を金融政策との関連において明らかにするものである。やや結論を先取りすれば、以下のように要約されよう。88年以降、イギリスはERM加盟を控え、ポンドの為替レートを高めに維持する必要に迫られた。公定歩合に代わって金融政策において重要な役割を担う公開市場操作が動員され、市場金利が高めに誘導され、それによってポンドが為替レートが維持された。この場合、公開市場操作の売オペと大蔵省証券の発行は短期金利高め誘導という側面で同様の効果を有しており、大蔵省証券の発行は公開市場操作の売オペを補完する役割を果たした、と言えよう。公定歩合中心の金融政策から市場型金融政策への移行に伴い、財政政策も影響を受けることを90年前後のイギリスにおける国債は示している。

## II. 80年代以降におけるイギリスの公債市場

まず80年代以降のイギリスにおける大蔵省証券を含む、公債の動向を明らかにしておこう。イギリスにおける公債 (public sector debt) は発行主体別には中央政府債、地方政府債、公社 (public corporation) 債に分けられる。

中央政府債 (市中保有分のみで、公的保有分を除く) は1980年には781億ポンド (対GDP比率35%) であったが、名目的には88年まで上昇し続け、1779億ポンドに達した。しかしGDP比率では89年には33.5%に低下した。後述するよ

うな80年代後半のインフレに伴う、名目的なGDPの増加によって、国債の対GDP比率は低下しがちであった<sup>6)</sup>。

さらに89年から90年にかけて、2年連続で中央政府債の絶対額も低下した。景気回復によって税収が増加し、中央政府債の発行が減少したためである。88年の同債残高は1779億ポンドであったが、90年には1600億ポンドまで減少した。91年には同債の対GDP比率は28.9%まで低下した。

しかし90年および91年を底として、イギリスの公債減少傾向は終わった。中央政府債の残高は90年の1600億ポンドから96年には3439億ポンドに急増した。90年代に入ってからの不況の深刻化によって、税収が減少し、中央政府債の発行が増加したためである。また中央政府債の対GDP比率は96年には47.5%にまでやはり急上昇した。これは中央政府債の絶対額そのものの増加に加え、不況とインフレ率の低下によって名目的なGDPが伸び悩んでいるからである。

地方債残高は1980年には341億ポンド、90年には524億ポンドであったが、92年以降減少傾向を示し、96年には496億ポンドとなった。また公社債残高は80年には306億マルクであったが、民営化の進展に伴い減少し、90年には149億ポンドになった。したがって公債合計の残高は1980年の1180億ポンド（対GDP比率52.9%）から1990年には1897億ポンド（同34.9%）へ、そして1996年には3751億ポンド（同51.8%）と推移してきた。80年代、とりわけ後半における公債の減少傾向、対GDP比率の低下傾向は、90年代に入り変貌し、90年代にはふたたび公債の増加傾向が鮮明になっている。

次ぎに表1から中央政府債のポンド建て国債（大蔵省証券を含む）の保有構造を明らかにし

ておこう。第一に、国債における公的保有は87年には175億ポンドと全体の9.7%を占めるに過ぎなかったが、89年から92年にかけては15～18%と高い比率に達していた。この時期は全体的に金利上昇局面であり、国債利回りの上昇（＝価格低下）からイングランド銀行を含む公的資金による国債買い操作が活発化したものと見られる。92年以降、ERM危機によってドイツが金利を引き下げたため、欧州諸国は全体的に金利が低下し、97年まで低金利局面が続いてきた。このため、債券市況は好転し、93年以降公的保有の比率は低下してきた。

第二に、80年代後半以降、イギリス国債の最大の保有者は機関投資家（表1においては「その他金融機関」）となっているが、90年代に入っても、基本的に機関化（ここにおいては国債保有における機関投資家のシェア上昇を意味する）は続いた。87年に年金、保険を中心として、機関投資家の国債保有は678億ポンドで37.7%を占めていたが、90年には579億ポンド、31%へ低下した。金利上昇に伴い、機関投資家が国債をネットで売却したためである。しかし91年以降、イギリスの国債発行が増加に転じてから、再び機関投資家の国債保有は増加し、93年には917億ポンド（40.9%）、96年には1552億ポンド（41.6%）を占めている<sup>7)</sup>。

第三に、海外投資家の保有は87年の188億ポンド、10.5%から92年には271億ポンド、13.3%と増加したが、94年にはさらに440億ポンド、15%へ増加した。92年後半はERM危機からポンドの為替レートは大幅に低下し、92年6月における1ポンド＝2.9マルクは12月には2.4マルクまで低下した。この時、イギリスはERMから離脱することとなったが、結果的にポンドのERMからの「避難通貨」としての性格を強め、むし

表1 ボンド建国債の保有構造

(100万ポンド)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
その他公的保有	484	1,152	1,628	1,551	1,239	1,189	2,101	2,457	3,217	5,304
公社	475	1,032	1,481	1,370	1,090	1,021	2,006	2,332	149	5,149
金融機関	9,767	9,126	4,852	8,293	7,027	8,859	11,378	16,293	22,516	26,805
建築組合	8,867	8,336	7,585	4,829	5,178	4,736	4,426	5,836	5,266	7,808
その他金融機関	67,842	69,494	63,279	57,953	68,146	72,169	91,671	104,102	132,757	155,179
保険	37,727	39,562	36,675	34,944	67,349	42,390	60,630	69,246	82,717	95,783
年金(小計)						29,105	29,471	32,883	46,705	56,206
地方政府年金	3,596	3,622	2,869	2,423						
公的年金基金	6,432	6,751	5,780	4,717						
民間年金基金	19,000	18,457	17,293	15,372						
インベスト・トラスト	573	504	231	133	339	216	900	1,075	2,092	1,716
ユニット・トラスト	514	598	431	363	458	458	670	898	1,244	1,474
海外	18,837	22,097	22,996	21,743	21,592	27,076	25,202	44,016	41,110	43,301
国際機関	4,272	4,514	4,400	4,596	4,787	4,615	694	6,051	6,632	6,457
中央金融機関	5,393	7,343	6,732	8,126	8,474	10,443	9,000	15,032	13,041	14,992
その他	9,172	10,240	11,864	9,021	8,328	12,018	15,508	22,933	21,437	21,852
その他	56,501	62,926	61,599	59,207	52,381	56,500	67,059	84,678	83,989	88,757
公的信託等	713	761	752	692	968	1,036	1,214	586	334	236
個人	38,574	40,350	40,269	38,142	39,088	41,186	46,685	51,106	53,356	57,909
事業法人	3,445	3,235	2,660	3,588	4,471	5,090	4,522	5,149	7,797	7,533
その他	13,768	18,581	17,918	16,786	7,854	9,188	14,638	27,837	22,502	23,079
市中合計	162,352	173,201	161,938	153,576	155,563	170,529	201,837	257,382	289,004	327,153
公的保有	17,495	19,404	30,147	32,293	34,646	33,645	22,040	31,207	42,041	45,704
合計	179,847	192,605	192,085	185,870	190,209	204,174	223,877	288,589	331,044	372,857

(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, 各号

表2 ボンド建国債の満期構成

(100万ポンド, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
大蔵省証券	2,568 (1.4)	3,691 (1.9)	4,279 (2.2)	11,572 (6.2)	11,432 (6.0)	10,250 (5.0)	5,349 (2.4)	3,799 (1.3)	8,995 (2.7)	11,602 (3.1)
ギルド債										
5年未満	40,678 (22.6)	41,480 (21.5)	41,242 (21.5)	36,523 (19.6)	34,933 (18.4)	40,364 (19.8)	46,019 (20.6)	58,436 (20.2)	69,010 (20.8)	81,122 (21.8)
5~15年	56,289 (31.3)	64,533 (33.5)	61,577 (32.1)	53,395 (28.7)	56,309 (29.6)	61,238 (30.0)	72,612 (32.4)	94,309 (32.7)	101,960 (30.8)	111,510 (29.9)
15年以上	39,552 (22.0)	38,090 (19.8)	36,656 (19.1)	35,099 (18.9)	31,194 (16.4)	31,521 (15.4)	44,011 (19.7)	56,762 (19.7)	61,513 (18.6)	69,630 (18.7)
小計	136,519 (75.9)	144,103 (74.8)	139,475 (72.6)	125,017 (67.3)	122,436 (64.4)	133,123 (65.2)	162,642 (72.6)	209,507 (72.6)	232,483 (70.2)	262,262 (70.3)
非市場性債	40,760 (22.7)	44,811 (23.3)	48,311 (25.2)	49,281 (26.5)	56,341 (29.6)	60,801 (29.8)	55,886 (25.0)	75,283 (26.1)	89,566 (27.1)	98,994 (26.6)
合計	179,847 (100)	192,605 (100)	192,085 (100)	185,870 (100)	190,209 (100)	204,174 (100)	223,877 (100)	288,589 (100)	331,044 (100)	372,857 (100)

(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, 各号

る海外投資家から信頼が高まった一面もあった。94年にも同様の傾向がみられる。

第四に、かつて歴史的にはイギリス国債の最大の保有者であった個人は、87年には386億ポンド、21%を保有していたが、96年には579億ポンド、15.5%の保有シェアにとどまっている。個人投資家の歴史的衰退傾向には、戦後労働党によって取られた累進税制（相続税を含む）なども関わっているが、80年代以降の局面では、個人が証券の直接保有に消極的になり、年金、保険、投資信託などいわゆる機関投資家に資金を拠出し、間接的に証券保有する傾向が最も影響していよう<sup>8)</sup>。取引手法の高度化、為替レートの高下で個人は運用を委託する傾向を強めざるえない。

以上、80年代以降の国債を保有構造から見た場合、その特質は、公的保有の89年以降の増加と93年以降の減少、機関投資家の増加、海外投資家の増加、個人投資家の減少であった。保有構造における基本的な傾向はすでに80年代において発生しており、それが90年代に入っても継続している、といえよう。

ついで80年代以降の国債を満期構成から見てみよう。表2がポンド建て国債の満期構成を示している。イギリスの国債は満期構成から見る場合、非市場性債、市場性債、大蔵省証券に分けられる。非市場性債は市場売買されない国債で、国民貯蓄証券と納税預託証券が含まれる。国民貯蓄証券は郵便局で販売されている、個人向けの小口証券である。納税預託証券は納税準備のために、1975年に納税準備資金を吸収するために導入された。ついで市場性債はギルド債とも呼ばれ、現在は短期債（5年未満）、中期債（5～15年）、長期債（15年以上）に区分される。そして大蔵省証券が91日物と182日物を

中心に発行されている。

満期構成の第一の特徴として、表2が示すように、非市場性債は87年には408億ポンド、22.7%であったが、92年には608億ポンド、29.8%まで上昇した。しかし96年現在、990億ポンド、26.6%となっている。これは80年代後半、ギルド債の発行が減少するなか、非市場性債の発行が続いたことによる。非市場性債は市場から隔離されており、マネーサプライ抑制等の観点から選好されることがある。

第二の特徴として、ギルド債、とりわけ長期債（15年以上）が減少したことがある。ギルド債は87年の1365億ポンド、76%から90年には1250億ポンド、67%に低下し、その後やや増加したものの、96年現在2623億ポンド、70%にとどまっている。構成比で5～6ポイントギルド債は低下した。その要因としては、長期債の比率低下が大きく寄与している。長期債の比率は87年の22%から96年には18.7%に低下した。金利の期間構成がいわゆる順イールドである場合、長期債利回り（換言すれば発行コスト）は高くなることが基本要因であろう。

第三の特徴として、大蔵省証券が90年前後において急速に増加したことがある。大蔵省証券は87年には25.7億ポンド、1.4%に過ぎなかったが、90年には115.7億ポンド、6.2%に増加した。3年間で5ポイントのシェア上昇はかなり大きい、と言わねばならない。

以下、本稿においては、この大蔵省証券の90年前後における増加ならびにシェア上昇に注目して、分析課題としたい。とくに強調しておきたいことは、大蔵省証券がイギリスにおいて急増した1988～90年という時期は、イギリスの財政収支は黒字であったことである。公共部門借り入れ必要額は88年がマイナス71億ポンド、

89年がマイナス56億ポンド、90年がマイナス24.5億ポンドといずれもマイナス（黒字）であった<sup>9)</sup>。したがって表2においても合計額は88年の1926億ポンドから、89年の1921億ポンド、さらに90年には1859億ポンドと減少した。このことは、90年前後の大蔵省証券急増が財政資金調達という財政の要請に必ずしも起因していないことを意味する。

### Ⅲ. 1990年前後のイギリス経済

大蔵省証券の発行市場および金融政策を検討する前提として、90年前後のイギリス経済を概観しておこう。大蔵省証券の動向もマクロファンダメンタルズを踏まえて、意義が論定できるからである。

すでに指摘したように、財政収支に関しては、80年代後半のイギリスは黒字に転化し、国債残高もネットで減少しつつあった。しかし貿易収支を中心とした、経常収支はかなり深刻な事態を迎えていた。貿易収支は85年に33億ポンドの赤字であったが、87年に116億ポンドの赤字に、さらに88年には215億ポンド、89年には247億ポンドの赤字に悪化にしていた。90年には貿易収支は188億ポンドの赤字に縮小したが、それでも依然として高水準であることに変わりはない。貿易赤字の拡大は輸出が伸び悩む一方、景気回復に伴う個人消費の伸びから輸入が増加したためである。これに加え貿易外収支の黒字も86年には87億ポンドだったが、89年には23億ポンドに縮小し、さらに90年には5億ポンドの赤字に転化した。投資所得の減少等による。したがって経常収支は85年における252億ポンドの黒字から89年には実に580億ポンドの赤字に悪化した。経常収支は90年に193億ポンドの赤

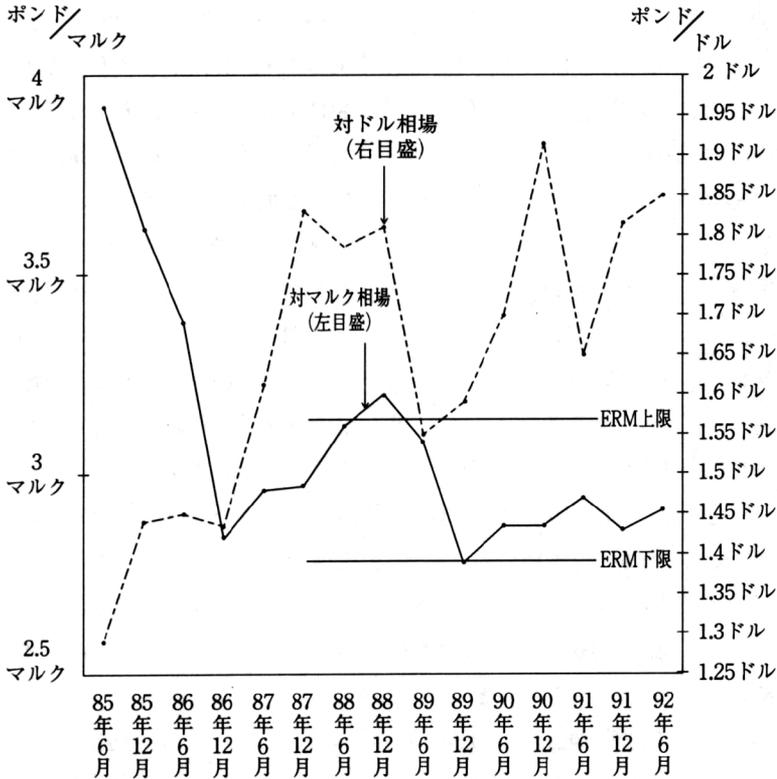
字に縮小したが、91、92年と380億ポンドの赤字に再び悪化した。したがって90年前後、イギリスは恒常的に経常収支赤字に直面していた<sup>10)</sup>。

こうした貿易収支赤字、経常収支赤字の拡大は、インフレの進行を伴っていた。輸入の拡大はポンド安のなかで輸入品価格を引き上げ、インフレの一因を成したとみられる。89年におけるG7（先進国7カ国）諸国の平均インフレ率は4.4%、EU平均インフレ率は5.1%であったが、イギリスのインフレ率は7.8%であった。また同様に90年において、G7平均は4.9%、EU平均5.5%に対して、イギリスは9.5%であった<sup>11)</sup>。また90年前後のイギリスにおけるマネーストックの伸び率をみると、M4残高で88年が17.8%増、89年が18.9%増と極めて高い伸び率となっていた。金融自由化のなかでのマネーサプライ増加もインフレの一因を成していた、と見られる<sup>12)</sup>。

こうした貿易収支赤字の拡大、インフレの進行と深い関連において、ポンド安が進行していた。図1はポンドの為替レートを対マルクと対ドルにおいて、示したものである。対マルクにおいて、ポンドは85年6月には1ポンド=3.92マルクの水準にあった。しかし86年12月には一気に2.86マルクまで急低下した。その後、88年12月には3.2マルク水準まで戻したが、89年に入り再びポンド安、マルク高に向かい、92年6月には2.9マルクとなっていた。

もっとも対ドルで見ると、85年6月には1ポンド=1.3ドルであり、87年12月には1.8~1.85ドルまでポンド高、ドル安が進行した。89年に1ポンド=1.5ドル水準まで戻したが、90年に入りやはり1ポンド=1.7~1.9ドルに達した。このように対ドルでは確かにポンド相場は上昇していたが、これはポンドの上昇というより、ドルが主要通貨に対して独歩安となったことの一

図1 ボンドの為替レート



(出所) Annual Abstract of Statistics, 1996, P. 348  
 (注) 各月の月中平均

面であった。

以上で見てきたように、貿易収支赤字の拡大、インフレ率の上昇、ポンド安の進行のなかで、イギリスはポンドの為替レート安定を迫られていた。また同時に為替安定を図るなかで、ERMへの加盟が意識されることとなった。

イギリスは戦後ブレトンウッズ体制＝基軸通貨ドルを中心とした固定相場制のもとで、1949年と1967年の二度にわたり切り下げを実施してきた。1972年5月に一時的にECのスネークに参加したものの、72年6月にはスネークを離脱し、変動相場制に移行した。これ以降、約18年間にわたり変動相場制が続いてきたが、当初期待されたような市場原理に基づく、変動相場制の自

動調整機能は期待はずれに終わっていた。イギリスの場合も、ポンド安になっても一向に経常収支赤字は改善されなかった。ここに、ポンドの為替レートを安定化させるため、ERMへの参加がイギリス政策当局にとって課題とされた。

#### IV. 大蔵省証券の発行市場

すでに検討したように、88年から90年にかけては財政黒字となり、国債残高は減少していた。しかし大蔵省証券については、この時期急増していった。

表3は80年代後半から90年代にかけての大蔵省証券入札発行(テnder発行)週平均額(粗

額)である。これによると、公募額は87年には1.8億ポンド(週平均、以下同じ)であったが、89年には3.3億ポンド、90年には4.1億ポンドと増加し、93年には1.4億ポンドに減少したが、95年には11.2億ポンドに増加した。

大蔵省証券は入札によって発行されるが、最低価格が指定されない、価格入札となっている。イングランド銀行から認可された銀行、割引商社、ブローカーが入札に参加している。したがって、イングランド銀行からの公募に対して応募されるが、表3によると、恒常的に公募額に対して3~5倍の応募がなされてきた。これは、ひとつには割引商社に対してはイングランド銀行から、無制限に信用供与がなされるため、割引商社が資金面では問題なく入札に参加できるためであろう<sup>13)</sup>。しかし応募倍率が高い水準で推移している最大の要素は、大蔵省証券という安全性(債務不履行の可能性が低い)に加え、利回り水準が高いためであろう。表3における、入札による平均割引率は87年に9.25%であったが、89年に13.29%、90年に14.09%と高い水準に上昇した。

89年から90年にかけては、イギリスにおいても「長短金利の逆転」現象が見られた。例えば

90年4月、5年物国債の利回りは13%台に乗せていたが、15年物は12%台、25年物は11%台であった<sup>14)</sup>。したがって利回り面から見る限り、短期証券に優位性があった。表3において、入札による平均割引率が流通市場における平均利回りを恒常的に下回っているのは、この間大蔵省証券が市場参加者から一貫して歓迎されていたことを示す。大蔵省証券の入札割引レートは同期間のインターバンクレートに比べ、0.2ポイントほど下回っていることが特徴であった。例えば3ヵ月物の場合、89年1月時点で0.25ポイントほど大蔵省証券入札レートがインターバンクレートを下回っていた<sup>15)</sup>。こうした利回り構造も大蔵省証券の「品薄」状態を示している。

ついで表4から大蔵省証券の保有構造を明らかにしておこう。第一の特質は、すでに明らかにしてきたが、残高は87年の49億ポンドから90年の119億ポンドに増加し、その後93年に48億ポンドまで減少するが、95年に180億ポンドまで増加したことである。第二に、公的保有(イングランド銀行保有額を含む。したがってオペの動向を反映する。)は87年に10.4億ポンドであったが、89年に17.3億ポンドに上昇し、その後92年まで15億ポンド台で推移し、93年に19億ポ

表3 大蔵省証券のテnder発行(週平均)

(100万ポンド, %)

年	公募額	応募額	超過額	発行額	平均割引率 (入札)	平均利回り (流通市場)
1987	181	829	648	181	9.25	9.47
1988	128	616	487	128	9.89	10.15
1989	332	987	680	307	13.29	13.75
1990	413	1,774	1,366	407	14.09	14.61
1991	360	1,363	1,003	360	10.83	11.14
1992	261	1,080	819	261	8.58	8.78
1993	140	551	412	140	5.24	5.31
1994	375	1,501	1,124	375	5.17	5.24
1995	1,122	4,814	3,693	1,122	6.33	6.43
1996	612	2,721	2,110	612	5.77	5.86

(出所) Financial Statistics, 1997

表4 大蔵省証券の保有構造

(100万ポンド, %)

	総残高	公的保有	純残高	その他公 的保有	銀行	割引商社	建築組合	その他金 融機関	事業法人	個人	海外
1987	4,899 (100)	1,041 (21.2)	3,858	2	776 (15.8)	260 (5.3)	63 (1.3)	333 (6.8)	215 (4.4)	N.A.	2,209 (45.1)
1988	6,524 (100)	1,331 (20.4)	5,193	123	1,633 (25.0)	646 (10.0)	73 (1.1)	358 (5.5)	215 (3.3)	N.A.	2,145 (32.9)
1989	9,861 (100)	1,732 (17.6)	8,129	138	1,862 (18.9)	872 (8.8)	920 (9.3)	714 (7.2)	215 (2.2)	N.A.	3,409 (34.6)
1990	11,859 (100)	1,569 (13.2)	10,290	38	3,266 (27.5)	347 (2.9)	1,220 (10.3)	1,256 (10.6)	230 (1.9)	N.A.	3,933 (33.2)
1991	10,054 (100)	1,508 (15.0)	8,546	8	3,994 (39.7)	90 (0.9)	1,319 (13.1)	578 (5.7)	225 (2.2)	N.A.	2,332 (23.2)
1992	5,731 (100)	1,575 (27.5)	4,156	33	2,471 (43.1)	-271 (-)	332 (5.8)	218 (3.8)	217 (3.8)	13	1,143 (19.9)
1993	4,829 (100)	1,923 (39.8)	2,906	158	2,079 (43.1)	-427 (-)	129 (2.7)	232 (4.8)	21 (0.4)	9	705 (14.6)
1994	5,862 (100)	748 (12.8)	5,114	27	4,233 (72.2)	-66 (-)	102 (1.7)	241 (4.1)	73 (1.2)	7	497 (8.5)
1995	18,037 (100)	1,082 (6.0)	16,955	103	10,472 (58.1)	594 (3.3)	2,707 (15.0)	1,681 (9.3)	66 (0.4)	3	1,329 (7.4)
1996	4,915 (100)	1,088 (22.1)	3,827	2	1,619 (32.9)	353 (7.2)	328 (6.7)	690 (14.0)	65 (1.3)	5	765 (15.6)

(出所) *Financial Statistics*, 各号

(注) ・年末ベース

・公的保有はイングランド銀行分を含む。

ンドへ上昇した後減少した。87年から89年にかけては、イングランド銀行むけのタップ発行が増加したため公的保有額が増加したが、89年以降は公的保有額も減少していった。

第三に、銀行の保有額は87年における7.8億ポンドから91年には約40億ポンドまで増加し、その後減少するが、95年には105億ポンドの保有に達している。91～92年に約40%の保有、94年に72%の保有に達しており、主要な市場参加者となっている。もっともこの間の銀行のバランスシートを見る限り、必ずしも大蔵省証券の比重が高いわけではない。90年現在、銀行の資産構成において、ポンド建て手形（大蔵省証券を含む）は144億ポンドで1.1%に過ぎない。さらに大蔵省証券は資産の0.3%に過ぎない。したがって資産構成上は微細な比率である。しかし長

短金利逆転のもと、調達コストとしての譲渡性預金金利が15%程度あるなか、運用利回りとしての長期債利回りは11～12%程度にすぎず、長期債で運用すれば明らかに逆鞘になること、大蔵省証券はリスクウエートが小さいこと、長期債等に比べれば相対的に流動性が高く現金化しやすいこと等々から銀行は保有を高めたと見られる。

第四に、87年から90年にかけての80年代後半においては、大蔵省証券市場の主役は海外投資家であった。90年には保有額は39億ポンドに達し、保有における構成比率も89年には35%近くまで上昇した。表1における国債全体（大蔵省証券を含む）の保有内訳をみると、海外投資家の場合、国際機関、中央金融機関（中央銀行等）、その他が中心になっている。とりわけ80

年台後半から90年にかけては「その他」の部分の保有が増加している。長期債の場合には、「その他」は海外機関投資家が中心とみられるが、大蔵省証券の場合、「その他」はやはりヘッジファンドなど海外投機筋が中心とみられる。ヘッジファンドの自己資金は小さいものの、銀行から巨額を借り入れ、調達コストである短期金利を上回る運用利回りを短期間に狙う。したがってその投資パターンはハイリスク・ハイリターンになりがちである。また自己資金は小さいが、借り入れによってレバレッジ効果が発生するため、その市場影響力は大きなものとなる。

以上のように、保有構造から見た場合、大蔵省証券市場の主役は銀行と海外投資家であった。以下では、今まで検討してきた発行動向の大枠、保有構造の特質を念頭に置いたうえで、さらに詳細に大蔵省証券の発行を明らかにしたい。その場合、短期金利と為替市場との関連に注目したい。

1988年の月別大蔵省証券発行額を見ると、1月から8月まで4～5億ポンドの発行が91日物を中心に続いた。3月と7月に発行額は5億ポンドとなったが、その他の月は4億ポンドの発行額が続いた。入札による平均発行利回りをみると、1～3月が8%台、4～5月が7%台と年央にかけてやや低下基調にあった。インターバンクレートも88年2月の9.7%から5月には8.03%まで低下した。しかしアメリカの財務省証券利回り(3ヵ月物)は88年1月の5.84%から6月には6.77%と上昇しており、12月には8.38%に達した。さらにドイツの短期金利(Fibor)も88年1月の3.46%から7月には4.93%に、8月には5.37%に上昇した。

こうした金利動向のなか、対マルクでは為替レートは漸次的にポンド高に向かっていった。ポ

ンドの対マルクレートは88年1月には1ポンド=2.98マルクであったが、6月には3.12マルクにポンドは上昇していた。しかし対ドルでは88年1月の1ポンド=1.8ドルから4月には1.9ドルに上昇したが、8～9月に1.6～1.7ドルにポンドは安くなっていた。

こうしたタイミングで、イギリスにおいて大蔵省証券は9月に11億ポンド、11月に13億ポンド発行された。入札による発行利回りは4～5月における7%台から急速に上昇し、9～10月には11.5%水準に達した。アメリカの財務省証券利回りとのスプレッドは4～5月には1ポイント未満であったが、9～10月には4ポイントにも拡大した。後述するように、この時イギリスにおいて大蔵省証券に対する売りオペが同時にかかなりの規模で実施されており、売りオペと10億ポンド台の大蔵省証券発行が相乗効果をもって短期金利に影響したと見られる。イギリスの大蔵省証券流通利回りは88年7月には10.05%であったが、12月には12.53%へ上昇、インターバンクレートは7月の10.55%から12月には13.15%へ上昇した。為替レートは対ドルでは88年7月の1ポンド=1.7ドルから12月には1.8ドル、対マルクでは7月の3.14マルクから12月には3.2マルクと、それぞれポンドは強含みで推移した。

89年に入ると、表5が示すように、1～2月にはそれぞれ91日物が4億ポンドずつ発行された。そして3～6月にかけては91日物は休債となった。しかし7月に発行が再開されると、発行額は一挙に91日物が20億ポンド、さらに182日物が4億ポンド発行された。8、9月にも同様の発行がなされた。89年は7月から9月にかけて、3ヵ月連続で91日物、182日物合計で24億ポンドの発行となった。10月から12月につ

表5 1989年の月別大蔵省証券発行額 (91日物, 182日物)  
(100万ポンド, ポンド, %)

	公募額	応募額	超過額	発行額	最低落札価格 (平均)	平均利回り (単純平均)
1月	400	2,097	1,697	400	96.89125	12.44875
2月	400	1,489	1,089	400	96.90375	12.389525
3月	—	—	—	—	—	—
4月	—	—	—	—	—	—
5月	—	—	—	—	—	—
6月	—	—	—	—	—	—
7月	2,000 (400)	5,485 (1,750)	3,485 (1,350)	2,000 (400)	96.6775 (93.665)	13.292125 (12.6933)
8月	2,000 (400)	6,275 (1,285)	4,275 (885)	2,000 (400)	96.675 (93.6775)	13.3214 (12.6554)
9月	2,500 (500)	7,264 (1,289)	5,264 (889)	2,000 (400)	96.6425 (93.555)	13.44255 (12.9117)
10月	2,000 (400)	3,572 (1,057)	2,072 (757)	1,500 (300)	96.3867 (93.0567)	14.4614 (13.8269)
11月	1,800 (400)	6,979 (1,417)	5,179 (1,017)	1,800 (400)	96.39375 (93.1075)	14.4457 (13.8030)
12月	1,500 (500)	5,621 (2,447)	4,121 (1,947)	1,500 (500)	96.38 (93.083)	14.5004 (13.8467)

(出所) *Financial Statistics*, 各号

(注) 7月以降のカッコ内は182日物, その他は91日物

ては、91日物が15～18億ポンド、182日物が3～5億ポンドの発行となった。したがって89年の大蔵省証券発行は3～6月が休債、7～9月が連続24億ポンドの発行となった。

89年前半はアメリカ、ドイツともに短期金利の急速な上昇が見られた。アメリカの財務省証券3か月物利回りは88年10月の7.6%から89年3月には9.25%まで上昇した。またドイツのインターバンクレート3か月物は88年11月の4.95%から89年5月には7.02%まで上昇した。しかしイギリスの短期金利は必ずしも上昇していなかった。イギリスの大蔵省証券利回りは88年12月に12.53%であったが、89年5月にも依然12.54%であった。特に東西統一を控えて景気が拡大していたドイツとイギリスとの金利格差は急速に縮小していた。88年12月に7ポイントほどあった短期金利スプレッドは3か月後の89年3月には6ポイントに縮小していた。

こうした短期金利動向も一因となって、急速に対ドルでも対マルクでもポンド安が進行した。ポンドの対ドルレートは88年12月における1ポンド=1.83ドルから89年6月には1.55ドルとなった。また対マルクレートも88年12月の1ポンド=3.21マルクから89年7月には3.07マルクへ、さらに89年12月には2.77マルクへポンドは低下した<sup>16)</sup>。

現実にはポンド安が進行していたが、ERM(為替レートメカニズム)参加を目指していたイギリスにとってはポンドの対マルクレートを1ポンド=3マルク前後に維持する必要性に迫られていた。ERMへの参加はポンドの対ECU中心レートを1ECU=0.696904とし、結果的にはポンドの対マルクレートを1ポンド=2.77～3.13マルクのレンジに維持する義務を意味していた。イギリスは1ポンド=2.95マルクという平価でERMに参加したが、イギリスは拡大変動幅上下

6%が認められたため、2.77~3.13マルクが変動幅となったためである。したがって89年12月における1ポンド=2.77マルクという水準は、このERMレンジの下限限界にポンドが売り込まれたことを意味していた(図1参照)。すでに89年10月5日にドイツ連銀が1パーセントの利上げを実施した時、イギリスのサッチャーとロウソン蔵相は1ポンド=3マルク以上の水準を保つために、イギリスの利上げを決断した、と言われている<sup>10)</sup>。いずれにせよイギリスはERM加盟を控え、為替レートの維持に金融政策の課題を設定せざるを得なかった。

以上のように、89年は前半にイギリスの短期金利がアメリカ、ドイツの短期金利との格差を縮小させ、ポンド安が進行するなかで、7~

9月に3か月連続で24億ポンドの大蔵省証券が発行されたのであった。なお、イギリスはすでに指摘したように、89年のインフレ率が7.8%に達しており、ドイツのインフレ率が89年2.8%であるから、名目短期金利で5ポイント以上格差が存在しなければ、実質金利ベースでは格差が存在しないこととなる。したがって89年3月における名目金利での6ポイントの格差は実質ベースでは1ポイント程度なのである。こうした要因もポンドが売り込まれ、イギリス当局が金利調整に対応せざるをえなかった一因であろう。

90年に入ると、大蔵省証券発行は年央にかけて一段と増加した。また182日物の発行がほぼ毎月にわたり定着した。表6が示すように、1月の発行額は91日物と182日物合計で16億ポ

表6 1990年の月別大蔵省証券発行額(91日物, 182日物)

(100万ポンド, ポンド, %)

	公募額	応募額	超過額	発行額	最低落札価格 (平均)	平均利回り (単純平均)
1月	1,200 (400)	4,756 (2,073)	3,556 (1,673)	1,200 (400)	96.3825 (93.065)	14.4986 (13.9024)
2月	2,000 (800)	8,024 (3,025)	6,024 (2,225)	2,000 (800)	96.395 (93.925)	14.4497 (13.9744)
3月	2,500 (1,000)	5,114 (2,399)	3,114 (1,399)	2,000 (1,000)	96.36125 (92.893)	14.5716 (14.22642)
4月	-	-	-	-	-	-
5月	-	-	-	-	-	-
6月	-	-	-	-	-	-
7月	(1,000) (800)	(4,492) (3,624)	(3,492) (2,823)	(1,000) (800)	(93.084) (93.1525)	(13.85626) (13.72725)
8月	2,500 (1,000)	11,683 (4,775)	9,183 (3,755)	2,500 (1,000)	96.43 (93.156)	14.314 (13.7143)
9月	1,750 (800)	9,621 (3,048)	7,871 (2,248)	1,750 (800)	96.44 (93.16125)	14.2611 (13.6968)
10月	1,000 (800)	6,861 (3,216)	5,861 (2,415)	1,000 (800)	96.665 (93.63875)	13.37315 (12.7354)
11月	1,250 (1,000)	6,486 (4,444)	5,237 (3,439)	1,250 (1,000)	96.772 (93.954)	12.91636 (12.11232)
12月	1,000 (800)	4,771 (3,131)	3,771 (2,331)	1,000 (800)	96.755 (93.95375)	12.95795 (12.1)

(出所) Financial Statistics, 各号

(注) カッコ内は182日物, その他は91日物

ドであったが、3月には30億ポンドに達した。91日物の発行は4～7月に無かったが、182日物は6月に10億ポンド、7月に8億ポンド発行された。さらに8月には発行額は35億ポンドに達し、9月にも25.5億ポンドとなった。10、12月は18億ポンドとなったが、11月には22.5億ポンド発行された。

1990年のイギリスにおける短期金利は、1月に大蔵省証券発行利回りで14.49%であり、4月には88年から89年の期間においては最高の14.59%まで上昇した。しかしその後は年末にかけてゆっくりと低下基調にあり、12月には12.96%まで低下した。一方、アメリカの短期金利も90年は年初からゆっくりと低下基調にあり、90年1月に財務省証券3か月物利回りは8.0%であったが、12月には6.62%まで低下した。他方、ドイツは90年を通じて依然として景気拡大から金利上昇圧力が強まっていた。90年1月に8.3%であったFibor（フランクフルトインターバンクレート）は12月には9.2%へ上昇した。

しかし為替レートは対ドルにおいても対マルクにおいても、ポンドは90年を通じ安定的に推移した。対ドルではポンドは1月に1ポンド=1.65ドルであったが、7月には1.82ドル、12月には1.93ドルへと上昇した。また対マルクにおいても、1月には1ポンド=2.79マルクであったが、8月には2.98マルクへ上昇し、12月時点でも2.88マルクの水準にあった。

90年においてはすでに年初に、イギリスのERM加盟に対して、サッチャー首相が前向きな発言をして、ほぼ市場からは加盟予定と見なされていた。もともとロウソン蔵相がサッチャーに対しERM加盟を89年後半に説得していたが、サッチャーは容易に首を縦に振らなかった、と言われる。しかしそのサッチャーも89年12月に

フィナンシャルタイムスのインタビューに対して、ERM加盟を公言しており、90年に入ってから加盟は時期の問題となっていた<sup>18)</sup>。すでに検討したように、89年12月は最もポンドがマルクに対して売り込まれた時期であり、イギリスのERM参加の狙いはポンドの為替レートを安定させることにあった、と言えよう。サッチャーのERM加盟発言によって為替市場においてもポンドに対しては評価が高まり、ポンドの為替レートも堅調に推移した。

以上のように、大蔵省証券は88年の9、10月に11～13億ポンド、ついで89年からは182日物の発行が開始され、7～9月にそれぞれ24億ポンド、90年には3月に30億ポンド、8月に35億ポンド発行された。88年9、10月は対ドルでポンドが弱含み、89年年央はドイツとの金利格差が縮小しポンドの為替レートが対ドル、対マルクともに低下した時期であった。もともと88～90年は財政赤字であり、財政資金調達必要性は高くなかった。こうした時期に大蔵省証券が急速に発行された背景には、市場金利を高め引き上げ、ひいては為替レートをポンド高に誘導する政策意図があったものとみられよう。それは金融政策としての公開市場操作を補完する役割を担ったものだった。

## V. 大蔵省証券の公開市場操作

イギリスにおいて金融政策としての公開市場操作は長い歴史を有している。特に第一次大戦以降の長期、短期の国債の市中累積によって政府証券を対象とした公開市場操作が重視された。すでに1931年のマクミラン報告において、公定歩合政策を中心としつつ短期的な金利調整手段として政府証券の公開市場操作が評価され

ている。しかし公開市場操作を金融政策において前面に押し立てたのは、1971年の「競争と信用調節」に基づく新金融調節方式であった。1971年において、公定歩合と銀行の預金・貸出金利のリンクであった金利協定は廃止され、競争原理もしくは市場原理に基づく金利形成が指向されると同時に、銀行貸出への直接規制も廃止される一方、公開市場操作が重視されることとなった。1972年には公定歩合に代わり最低貸出利率が導入され、大蔵省証券の入札平均レートに0.5%上乗せした水準とされた。換言すれば公定歩合の決定が市場金利追随型になった、とも言える。

しかし71年以降の推移において新金融調節方式は成功したとはいいがたい。マネーサプライは72年から73年にかけて27%台の増加率に達し、インフレ率は75年に24%台に上昇したからである。また74年から75年にかけてはGDP成長率も2年連続でマイナスとなり、国際収支の赤字幅も拡大した。こうした状況において最低貸出利率への批判も高まり、78年5月に最低貸出利率の大蔵省証券レート連動は廃止され、イングランド銀行の裁量に委ねられることとなった。

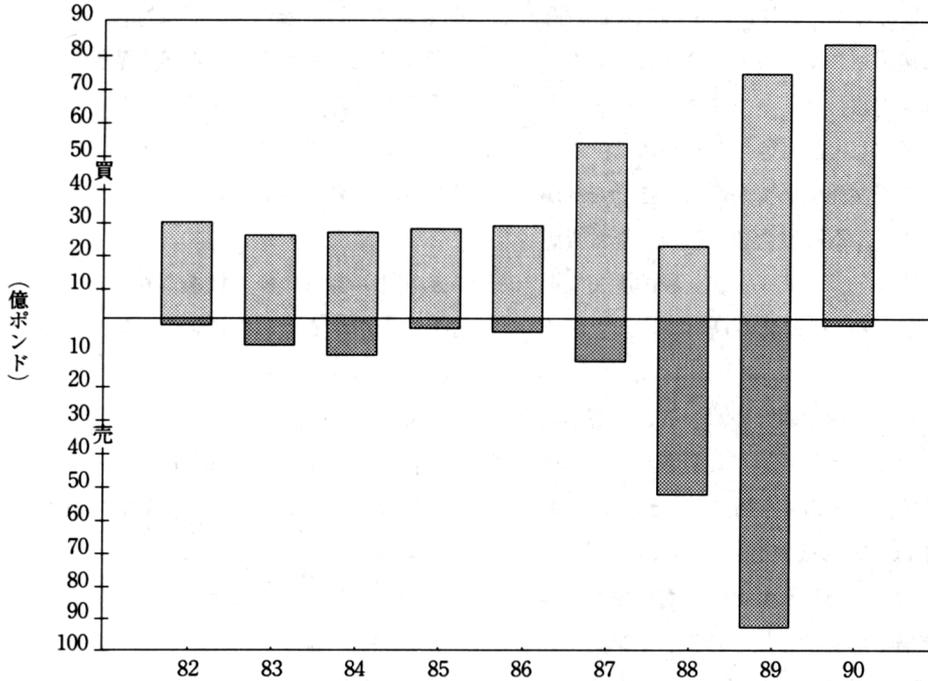
1979年にサッチャー政権が誕生し、インフレ抑制を優先させた金融政策が取られることとなったが、その金融政策の骨格は以下のようなものであった<sup>19)</sup>。第一に、現金比率規制の採用であり、金融機関は債務の0.5%をイングランド銀行に無利息で預金しなければならない。このイングランド銀行への預金は流通現金とともにベースマネーと呼ばれ、マネタリーベースコントロールという金融調節方式がとられた。第二に、特別預金制度であり、1973年に導入された増加率ベースの特別預金制度(通称コルセット)が踏襲された。第三に、最低貸出利率の発表の停

止である。最低貸出利率はイングランド銀行が割引商会に対し証券担保貸出、あるいは割引によって資金供給する場合の最低金利であるが、当局の裁量によって決められていたため、これを廃止し、市場実勢を尊重することとなった。しかし公定歩合によるアナウンスメント効果を補完し、当局の政策意図を市場に伝えるため、代替的に公開市場操作によって取引した手形の期日構成、規模および取引レートを公表することとなった。第四に、公開市場操作の活用である。81年の改正においては、公開市場操作を活用することが明言された。そのためイングランド銀行において再割引が可能な銀行数を52行から96行に拡大し、適格銀行数を増加させた。さらに適格銀行は割引商会等に対して債務残高の6%のコルマネーを市場実勢で貸付することも義務づけた。そして公開市場操作においては、スペシャルバイヤーと呼ばれる代理人としての割引商会を通じて、イングランド銀行から割引商会あてに売買がオファーされてきた。

80年代に入り、公開市場操作は急速に増加した。図2はBank of England Quarterly Bulletinに公表されていた82年から90年までの期間における大蔵省証券への公開市場操作実施額である。80年代前半においては、買オペが25~30億ポンド、売オペが3~10億ポンドという範囲であった。しかし87年には買オペが53.6億ポンド、売オペが13.6億ポンドと買オペが急増した。さらに88年には買オペ21.5億ポンドに対し、売オペ54.4億ポンド、また89年には買オペ74.4億ポンドに対し、売オペ94億ポンドと売オペが急増した。売、買の違いはあるものの、オペの実施額が増加し、公開市場操作の重要性が高まったことは間違いないところである。

イングランド銀行は1988年8月にBank of

図2 大蔵省証券オペ実施額



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, 各末資料から集計

England Quarterly Bulletin誌上に短期金融市場における改革について一連のレポートを発表した。

イングランド銀行のポンド建て短期金融市場 (the sterling money market, 以下同じ) におけるディーリングの拡張に関する草稿と題されたレポートでは以下のように述べられている<sup>20)</sup>。

現在、短期金融市場におけるイングランド銀行のディーリングは8の割引商会との間で営まれている。このレポートはこのディーリング関係の拡張を論じる。イングランド銀行の短期金融市場でのオペはイングランド銀行と商業銀行間での資金フローの調整を目的としている。銀行は資金需給の調整のため、割引商会と売買する。したがって割引商会は銀行間での仲介を果たしている。そして割引商会はイングランド銀行と短期金融商品を売買する。こうした構造は

割引商会の流動性供給の意思と能力に依存している。流動性供給の義務を遂行するため、市場参加者には適格手形のイングランド銀行との直接取引、イングランド銀行からの借り入れ、ギルド債の貸借が認められるだろう。

市場参加者の義務は、取引担保としての預金、手形 (大蔵省証券、適格地方公共団体証券、適格銀行引受手形) マーケットメイク、イングランド銀行との活発な直接取引、大蔵省証券テnder発行の引き受けである。

市場の監督体制としては、まずイングランド銀行と短期金融市場において取引する主体は独立した資本であることが望まれる。イングランド銀行の監督の中心的な狙いは市場参加者の流動性とリスクをモニタリングすることである。したがって取引主体は独立した企業であるか、国債マーケットメーカーの一部であることが望

ましい。市場参加者は関連企業の手形保有、関連企業への貸付等々を禁じられる。これは現在、割引商会に適用されているものと同じである。

イングランド銀行によってマネーマーケットの市場参加者として認可されるためには、以下のような基準を満たす必要がある。自己資本が十分であること、取締役会の経験など経営資源が十分であること、株式保有が金融的脆弱性を持たないこと、最低純資産100万ポンド以上等々である。

続いてイングランド銀行のボンド建て短期金融市場におけるディーリングと題されたレポートにおいては、以下のように述べられている<sup>2)</sup>。1981年以来ほとんど改革されていなかったが、割引商会に対してなされていた取引はすべての短期金融市場参加者に拡張される。イングランド銀行は毎日、銀行の資金ポジションを予測している。その手続きはイングランド銀行にある政府預金と銀行との資金フローを推計する。このフローには税収、政府支出、国民貯蓄、納税預託証書などが含まれる。しかしこうした予測には不確実性がつきものである。

イングランド銀行による外国為替市場への介入、それは政府の代理人として為替平衡勘定のために行うが、その規模は通常わかるものである。なぜならほとんどの取引は2営業日後に決済されるからである。翌日決済である、ギルド債へのオペも同様である。イングランド銀行が短期金融市場に介入する手段は、大蔵省証券、適格地方公共団体証券、優良銀行引受手形である。大蔵省証券が市場に向け発行される経路は二通りである。第一は週ごとのテンダー発行である。第二にはイングランド銀行が余剰資金を吸収するため、大蔵省証券を割引商会と手形交換所加盟銀行に売却する（公開市場操作）こと

である。さらにこの他、大蔵省証券は政府部局やイングランド銀行発行部に対してタップ（固定価格）発行される。1877年大蔵省証券法は12か月を越えない期間で発行することを定めているが、1917年以降3か月物の大蔵省証券がテンダー発行され、1950年以降91日物が発行されている。

公開市場操作の実施にあたり、イングランド銀行は取引する手形の満期構成をオファーする。バンド1は1～14日、バンド2は15～33日、バンド3は34～63日、バンド4は64～91日である。この場合、満期構成は残存満期であり、発行時点での満期ではない。これに対して割引商会は以下のようにオファーしかえす。手形の金額（額面ベース）、手形の種類（大蔵省証券、適格地方公共団体証券、銀行引受手形）、手形の満期構成、手形割引レートがその内容である。

以上が88年8月のレポートの概要であった。88年において、それまで割引商社だけに公開市場操作による手形オペ売買がオファーされていたが、短期金融市場に参加する全ての金融機関のオファーが拡張された。オペの重要性増加に伴い、オペの規模を拡大することに向けて条件（インフラ）整備がなされた、と言えよう。

表7は88年における大蔵省証券のオペ内容である。まず全体の合計において、売りは54.42億ポンド、買いは21.52億ポンドと売りが33億ポンド上回っていることが特徴である。年間を通じて当局の金融政策のスタンスは市場流動性を吸収し、市場金利を高め維持、あるいは引き上げようとした。

第二に、バンド別（期間別）に見た場合、バンド1が買い7.46億ポンド、売り54.42億ポンドと圧倒的に売買の中心を成しているうえ、さらに年間合計の売り操作は全てバンド1で実施さ

表7 1988年大蔵省証券オペレーションの動向

(100万ポンド, %)

	バンド1	バンド2	バンド3	バンド4	合計
1月	買47 8 3/8	買10 8 3/8	買25 8 3/8	買140 8 3/8	買222
2月	買3, 売205 8 7/8, 8 5/16~9/16			買124 8 7/8	買127, 売205
3月	買121, 売826 8 7/8, 7 3/4~8 1/8				買121, 売826
4月	買118 7 7/8~8 3/8		買20 7 7/8	買101 7 7/8	買239
5月	買87 7 7/8~3/8				買87
6月	売777 6 1/4~7 1/4		買61 8 3/8	買13 9 3/8	買74, 売777
7月	買20, 売611 9 7/8, 8 1/4~9 1/8		買5 9 7/8	買222 9 7/8~10 3/8	買247, 売611
8月	買33, 売285 10 3/8, 8 9/16~10			買26 10 7/8	買59, 売285
9月	売1,958 9 7/8~11 3/4				売1,958
10月	買227, 売338 11 7/8, 11 1/8~7/8	買15 11 13/16		買264 11 11/18	買506, 売338
11月	買5, 売196 12 7/8, 11~11 3/8		買1 12 11/18	買1 12 5/8	買7, 売196
12月	買85, 売246 12 7/8, 11 7/8~12 13/18		買320 12 11/18	買58 12 5/8	買463, 売246
合計	買746 売5,442	買25	買432	買949	買2,152 売5,442

(出所) *Bank of England Quarterly Bulletin*, 各号

(注) 上段が売買実施額, 下段が実施レート

れている。残存満期1~14日の大蔵省証券が売買の中心となり、当局の政策を集中的に担っている。すでに説明したように、オペの実施にあたっては当初からイングランド銀行が指定できるのは、バンド(期間)だけであった。

第三に、売買における手形割引レートは傾向として、買いオペの時には相対的に高めに、売りオペの時には相対的に低めになっている。例えば、88年7月の場合、買いオペのレートは9.875であったが、売りオペのレートは8.25~9.125であった。88年7月における91日物大蔵省証券の平均利回りは9.94838であり、売りオペのレートは低めに買いオペのレートは高めになっ

ている。

第四に、売りオペの実施月を見ると、大規模に実施された月は3月8億ポンド、6月7.8億ポンド、7月6億ポンド、9月19.58億ポンドとなっている。88年3月はイギリスの短期金利が低下基調に明確に入った月で、インターバンクレートは88年2月の9.27%から5月には8.03%まで低下した。アメリカの短期金利とのスプレッドは1ポイント以下に達した。このためポンドの為替レートは88年3~5月には1ポンド=1.8ドル台にあったが、88年8~9月には1.6ドル台まで低下した。こうした局面で売りオペが実施された。またすでに指摘したように、88年の9

～11月には大蔵省証券のテnder発行は年間最高の11～13億ポンドに達した。

続いて表8は89年における大蔵省証券のオペレーション動向を示している。89年の場合も年間合計で売りは94億ポンド、買いは74億ポンドと売りオペが上回った。

バンド(期間)別に見た場合、やはり基本傾向としては、バンド1の残存期間1～14日が中心となっている。バンド1での年間合計は売りが69.4億ポンド、買いが38.9億ポンドである。ただ89年においては、バンド2やバンド3においても売買合計で13～15億ポンドに達しており、オペ対象手形の残存満期も多様化している。

89年におけるオペレートは基本的には88年同様、買いレートが売りレートを上回る状況となった。例えば2月における実施レートは、買いレートが12.875%であったが、売りレートは11.375～12.25%であった。表5が示したように、89年2月の大蔵省証券平均利回りは12.389525%であったから、買いレートは市場実勢を上回り、売りレートは実勢を下回る水準で実施された。

89年のオペ実施月を見ると、売りオペについては2月に7.7億ポンド、3月に7億ポンド、4月に28億ポンド、5月12億ポンド、6月13.8億ポンドと実施された。年前半については、買いオペの規模は表8が示すように、全体的に小規

表8 1989年大蔵省証券オペレーションの動向

(100万ポンド, %)

	バンド1	バンド2	バンド3	バンド4	合計
1月	買752 12 7/8			買19 12 6/8	買771
2月	買3, 売774 12 7/8, 11 3/8～12 1/4	買15 12 13/16	買73 12 11/16～12 3/4	買5 12 5/8	買96, 売774
3月	買195, 売713 12 7/8, 12 8/3～12 13/16				買195, 売713
4月	買275, 売2,815 12 7/8, 10～12 3/8		買85 12 11/16		買360, 売2,815
5月	買139, 売337 12 7/8, 11 3/4～12 5/16	買20, 売200 13 3/4, 12 3/16～12 1/4	売702 12 3/16～12 1/4		買159, 売1,239
6月	買591, 売567 13 3/4, 9 1/4～11 1/2	買1, 売816 13 3/4, 12 7/8～13 9/16			買592, 売1,383
7月	買187 13 3/4				買187
8月	買391, 売84 13 3/4, 12 1/4～1/2	買151 13 3/4	売503 13 1/2～13 19/32		買542, 売587
9月	買204, 売331 13 3/4, 13 1/2～11/16	買405, 売246 13 3/4, 13 21/32			買609, 売577
10月	買388, 売396 14 7/8, 13 1/2～11/16	買716 14 3/4			買1,104, 売396
11月	買324, 売756 14 7/8, 12 1/2～14 13/16	買864 14 3/4			買1,188, 売756
12月	買437, 売167 14 7/8, 14 3/8～14 3/4	買1,201 14 3/4			買1,638, 売167
合計	買3,886 売6,940	買3,373 売1,262	買158 売1,205	買24	買7,441 売9,407

(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, 各号

(注) 表7に同じ

模であった。年前半は売りオペが買いオペを上回っていた。しかし年後半に入ると、買いオペが売りオペを上回り、11月から12月にかけて10～16億ポンド程度の買いオペが実施された。年後半に売りオペも実施されたが、買いオペの規模を上回るものではなかった。

イギリスの短期金利は89年前半においては、ほぼ12%台を横バイで推移した。しかしドイツの短期金利は89年において、急速に上昇していた。ドイツのインターバンクレートは89年1月に5.7%であったが、10月には8.13%へと上昇した。またアメリカの短期金利も財務省証券利回りで89年1月に8.5%であったが、3月には9.3%まで上昇した。

こうした金利情勢のなか、為替は大きくポンド安に動いていた。89年1月には対ドルで1ポンド=1.77ドルであったが、6月には1.55ドルとなった。また対マルクでも1月には1ポンド=3.25マルクであったが、6月には3.07マルク、さらに12月には2.77マルクに達した(図1参照)。こうした状況を見るならば、売りオペの実施はかなりアメリカやドイツとの比較においてイギリスの短期金利の調整、とりわけ短期金利の引き上げを意図しており、短期金利の調整を通じて為替レートの維持を狙っていたものと見られる。イギリスはERM加盟という政治課題からも、ポンドを維持する必要があった。

90年に入ってからイギリスのERM加盟がほぼ確定的になり、イギリスの短期金利が14～15%台に達し、為替市場の動きが安定してくると、オペの動向は大きく変わった。また財政収支が逼迫してきて、大蔵省証券の発行が増加してきたことも大きく影響した。

90年1月から9月まではイギリス大蔵省証券利回り14%台が続いた。ポンドは上昇し、対

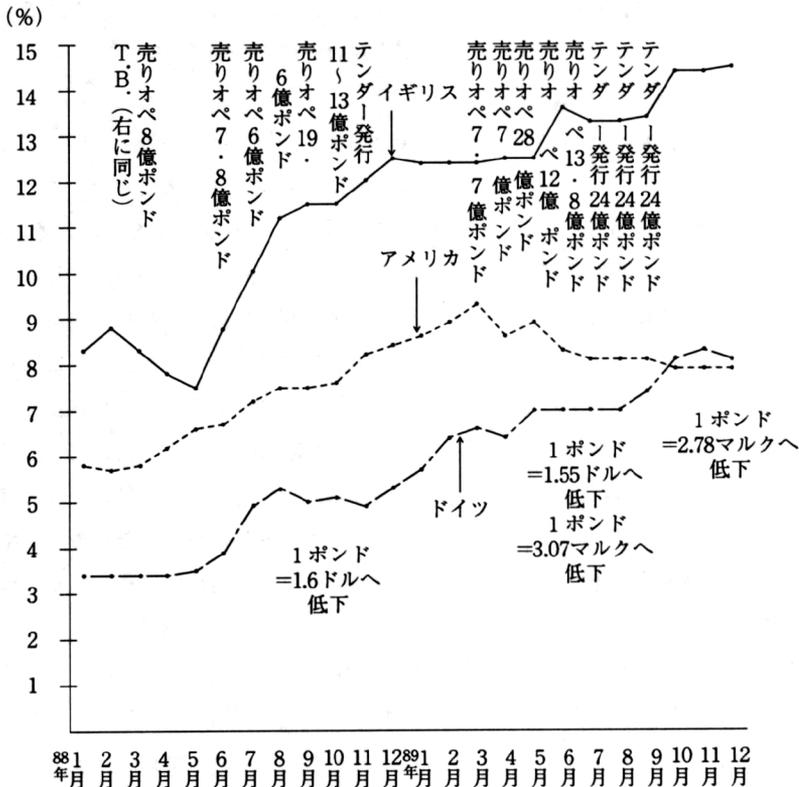
ドルでは90年1月の1ポンド=1.65ドルから11月には1.96ドルに達した。またマルクでも一進一退を続け、90年を通じて2.7～2.9マルクで推移した。

90年を通じて買いオペは78.8億ポンドで、売りオペは1.5億ポンドにとどまった。また91年においては買いオペのみ83.4億ポンド実施され、売りオペは全く実施されなかった。しかし大蔵省証券のテnder発行はかなりの規模でなされた。90年2月には28億ポンド、3月には30億ポンド、8月に35億ポンド等々発行された。91年にも3月に27.5億ポンド、8月に25億ポンド等々発行された。90年から91年にかけては、こうした大蔵省証券発行があったため、イギリスの短期金利は比較的高めに推移し、それによって為替レートも相対的に安定したと見られる。

図3は88年から89年にかけてのイギリス、アメリカ、ドイツの短期金利の動き、イギリスにおける大蔵省証券オペ実施状況、イギリスにおける大蔵省証券入札発行等々を示している。88年においては、年前半にイギリスの短期金利が低下し、とりわけ対ドルでポンド安が進んだ。このため大蔵省証券売りオペが3、6、7月に6～8億ポンド規模で、9月に20億ポンド近く実施された。この間、大蔵省証券のテnder発行は月間4～5億ポンドが続いた。売りオペは10月以降2～3億ポンドと小規模になったが、代替的に9月、10月と大蔵省証券は11～13億ポンド発行された。こうしたなかで、イギリスの短期金利も上昇し、9月には11%台に達した。

89年においてはドイツで短期金利が急上昇し、またアメリカの短期金利も1～3月に上昇した。このため為替はポンド安が進み、年央には1ポンド=1.55ドルもしくは3.07マルクに低下した。年末には1ポンド=2.78マルクへ達した。89年

図3 イギリス、ドイツ、アメリカの主要短期金利



(出所) *Monatbericht der Deutsche Bundesbank* 各号, *Bank of England Quarterly Bulletin* 各号  
 (注) ドイツはFibor (フランクフルト・インターバンク・レート) 3ヶ月物月中平均, イギリスは大蔵省証券テンドー発行 (3ヶ月物) 利回り月中平均, アメリカは財務省証券 (3ヶ月物) 利回り

前半においては売りオペがかなり実施され、4月には28億ポンドの規模となった。オペは年後半に入ると買いオペが中心になり、売りオペは小規模となったが、売りオペに代わって大蔵省証券が7月から9月にかけて3か月連続24億ポンド発行された。

90年に入り、ERM加盟がほぼ確実視される半面、財政収支が逼迫し、大蔵省証券の発行額が増加してくると、売りオペは影を潜めることとなった。

このように見てくるならば、当局が短期金利を引き上げ、それによって為替レートも引き上げたい局面において、大蔵省証券売りオペが実

施され、大蔵省証券発行が補完する機能を果たしている、と言えよう。

## VI. まとめに代えて

金融自由化が進むなか、先進国では共通して市場メカニズムを活用した金融政策が採られている。公定歩合の形骸化と公開市場操作の役割増加はその典型であろう。公定歩合では激しく変動する内外資金移動には対応できず、市場金利に働きかけて、中央銀行の政策を機動的に発動する必要が強まっている。

イギリスにおいても81年以降、サッチャー政

権によって公開市場操作の重視、活用がうちだされた。公開市場操作は大蔵省証券、適格地方公共団体証券、適格銀行引受手形が対象であり、88年以降割引商会のみならず、短期金融市場に参加するすべての金融機関に対しオファーされることとなった。

こうしたなか、88年から89年のERM加盟前の期間については、大蔵省証券の買いオペを売りオペが上回り、政策当局は市場金利を高めに維持することを意図していた。さらにERM加盟を控えたポンドが対ドルあるいは対マルクで低下する局面でオペは主として発動されており、大蔵省証券売りオペは市場金利高め誘導を通じてポンドの為替レートの高め維持、あるいは低下抑制を意図していたものと言えよう。またイギリスの場合、公開市場操作が資金需給調整と市場金利調節のため発動され、金融政策を補完する形で大蔵省証券が発行されていた。

90年前後のイギリスにおける大蔵省証券増加は、市場型金融政策が中心になるなかで、金融政策を国債発行政策が補完する側面が強まることを示している、と言えよう。

## 注

- 1) Lookwood, B., Philipopoulos, A. and Snell, A., Fiscal Policy, public debt stabilisation and politics: Theory and UK evidence, *Economic Journal*, vol. 106 (437), July 1996, p894-911, Eitis, W., Some implication of deficit-financed tax cut: There will always increase demand, but will they reduce supply?, *Classical economics, public expenditure and growth*, Economists of the Twenties Century series, Elgar, 1993, p361-389
- 2) Age. F. P. Bakker, *The Liberalization of Capital*

*Movements in Europe*, Kluwer, 1996

- 3) Helen Thompson, *The British Conservative Government and the European Exchange Rate Mechanism*, 1979-1994, Pinter, 1996
- 4) 西村閑也, 「サッチャー政権下の英国におけるマネタリー・コントロール」, 『証券研究』, 第79巻, 1986年9月
- 5) 西村閑也, 「サッチャー以後の英国金融政策」, 『証券研究』, 第109巻, 1994年7月
- 6) *Financial Statistics*, 各号 なおイギリスの証券発行市場の概略については, 拙稿, 『図説 イギリスの証券市場』, (財)日本証券経済研究所, 1997年所収の「発行市場」を参照されたい。
- 7) 年金の国債保有に伴い, 国債発行による国債保有者と納税者の所得再分配の悪化が解消した, との議論がある。伝統的に国債保有者は金利生活者や銀行であったが, 現在の年金は一般勤労層の資金であり, 納税者と一致するとの認識が支えている。しかしイギリスの場合, 職域年金など私的年金は今日においても高所得階層中心に加入されている。HMSO, *Inland Revenue Report*, 1996, p38-40参照。
- 8) イギリスにおける機関化については, 拙著, 『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 1995年, 法律文化社を参照されたい。
- 9) *Financial Statistics*, 1997
- 10) *Annual Abstract of Statistics*, 1996, p276
- 11) OECD, *Economic Outlook*, June 1997, A19
- 12) *Annual Abstract of Statistics*, 1996, p346
- 13) 東京銀行, 『欧米主要国における短期国債についての調査研究』, 1985年, P213
- 14) *Bank of England Quarterly Bulletin*, February 1991, p50
- 15) *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 1989, p505, Recent Development in the Treasury bill Market
- 16) *Annual Abstract of Statistics*, 1996
- 17) Helen Thompson, *ibid*, p153
- 18) Helen Thompson, *ibid*, p153-160
- 19) 東京銀行, 前掲書, p300
- 20) *Bank of England Quarterly Bulletin*, August 1988, p390, Bank of England operations in the sterling money market The extension of the Bank of England's dealing relationships in the sterling money market: draft proposals.
- 21) *Bank of England Quarterly Bulletin*, August 1988, p403, Bank of England dealings in the sterling money market: operational arrangements.