

金融政策の手段とわが国の政策運営

Monetary Policy Instruments and the Policy Operations in Contemporary Japan

岸 野 文 雄

Fumio KISHINO

- | | |
|-------------------|-----------------|
| 1. はじめに | 5. オーバーナイト金利の調節 |
| 2. 金融政策の伝統的手段 | 6. タームもの金利への影響 |
| 3. 市場調節手段の選択 | 7. むすび |
| 4. 短期金融市場における金融調節 | |

1. はじめに

現代の中央銀行の金融政策の手段といわれるものには、多くのものが知られている。これらの金融政策手段には、一般的・量的政策手段と個別的・質的手段とに大別されるが、それらの手段をどのように選択するか、あるいはどの程度のウエイトをもって利用するかは、国によりあるいは時代によりまちまちである。また、理念型としての政策手段もその利用の仕方によって効果は必ずしも同一ではない。つまり、金融政策手段というのは、自然科学的な手段と異なり、それらの政策手段と政策の運営方式とが極めて密接に結びついているところにその特徴がある。

このことは、現代のわが国の金融政策の運営の効果を考えるにさいして重要なことであるといえる。現代のわが国の金融政策運営においては欧米先進諸国とならぶ位置にあるが、それらの国に共通な政策手段もそれぞれ

の国において運営の方式やその効果は微妙に異なっている。こうした違いをもたらすわが国の金融政策手段はどのような性格と特徴を持つものであろうか。政策手段と政策運営とはどのように関連しているのであろうか。

そこで本稿では、わが国における金融政策手段を金融政策運営、とりわけ短期の金融調節の側面において検討を行おうとするものである。現代の先進諸国において共通な金融政策手段が、わが国の中央銀行である日本銀行によってどのように取り上げられ運用されているかを考察する。本稿では直接的に外国の事例と比較を行ってはいないが、背景としては米国の金融政策を念頭において考察している。

小論では、以下次のような構成で議論を進めている。まず2節では、伝統的な量的金融政策手段として典型的な3つの政策手段を取り上げ、その概要を整理している。これは標準的なテキストで取り上げられる代表的な手段であるが、以下での議論の手がかりとして

現代のわが国ではどのように利用されているかを中心にその概要をまとめたものである。

3節では、いっそう具体的に日銀が金融市場の調節手段として用いているものにどのようなものがあるか、またそれらの金融調節手段が政策調整の対象期間においてどのように選択され、その効果を発揮しているかを考察していく。

4節では、以上に見てきたような各種の金融調節手段が、日銀の短期の金融調節においてどのように運営されるかをその運営方式との関係から明らかにしようとしている。つづく5節では、日銀の短期の金融調節の手段であるコール・レートの調節、とりわけオーバーナイト金利の調節がどのようになされ、その効果がどのようなものかを理論的な分析を中心として取り上げてみた。さらに6節では、オーバーナイト金利がタームもの金利へと波及していく連動の過程を考察している。前節が主に理論的な分析が主体であるのに対して本節では実際の経済のデータによって検証したものである。そして最後の7節では、若干のコメントを加えてむすびとしている。

2. 金融政策の伝統的手段

中央銀行による金融市場の調節という観点からは、中央銀行は2つの役割を果たしている。第1には受動的調節であり、第2には能動的調節である。前者は金融市場の自律的な需給の変化を平準化させることによって、金融市場の安定化を図ろうとする役割である。後者は金融を引き締めたり緩めたりするという政策的な意図をもって金融市場の需給の調整を行っていかうとする役割である。狭い意

味で金融政策という場合には後者のみに限定されるが、中央銀行の政策行為という観点からは両者は密接に関連しており、広い意味での金融政策は両者を含めて捉えられる。

こうした金融市場の調節にさいして用いられる代表的な政策手段としては、公定歩合操作、支払準備率操作、公開市場操作といった伝統的な手段がある。さらに、選択的・補完的な政策手段である「窓口指導」という手段は、かつてわが国では有効に機能してきたとみられるが、時代の変遷とともに現在ではこの政策手段は廃止されている。

この3つの伝統的な政策手段は標準的なテキストで取り上げられる基本的な手段であるが、これらの手段がどのような効果を発揮するかは市場調節の運営の仕方によって必ずしも同一ではない。そこで、以下の考察では各種手段の基本的な機能の理解を中心としながら、政策手段がどのように運用されているかといったわが国の特徴的な性格を検討したい。

さて、金融政策の各種の手段は政策効果という面でそれぞれ長所・短所を持っていて、各国の金融政策はそれぞれ適宜組み合わせられて施行されている。こうした政策手段の選択と組合せとは金融システムの発展の度合いや制度的制約に依存している。わが国では、戦後の高度成長期には日本銀行貸出の占めるウェイトが大きかったが、1962年には「新金融調節方式」が導入され、債券・手形オペレーションが活用されるようになった。国債の発行残高の増加によって発展した債券市場の発達等を背景に、債券のオペレーションを重視した金融政策運営が行われるようになってきている。そこでまず、伝統的な3つの金融政策手

段についてその基本的な機能とわが国での運用の性格を概観しよう。

金融政策手段の第1は「公定歩合操作」と呼ばれる手段である。これは、貸出政策または割引政策ともいわれるもので、中央銀行が市中の銀行の信用供与量等をコントロールするため、中央銀行の貸出金利または貸出量を調整する政策手段である。金融市場において基準となる金利をコントロールするという点で、最も基本となる政策手段の一つとなっている。中央銀行貸出の金利である公定歩合の変更は、中央銀行の政策スタンスを表明するものとして強い「アナウンスメント効果」をもっているため、重要な政策手段の一つとみなされている¹⁾。

わが国の貸出政策については、貸出の形式に手形割引（適格商業手形の割引）と手形貸付（据置担保による貸付）の2種類があり、いずれも公定歩合が適用されている。この中央銀行貸出には、日本銀行が受動的に貸出に応じるか、能動的に貸出を行うかという2つの運用方式がある。前者の場合、日銀はある水準の公定歩合での市中銀行の貸出需要については受動的に貸出に応ずることになる。一方、日本銀行が能動的に貸出を実行する方式では、公定歩合を変更するだけでなく、貸出量を日本銀行の主導で機動的に調整するこ

とができる。貸出と同時に回収も日本銀行の主導で行われるため、貸出を受けている銀行にはつねに返済圧力が働くことになる。

表1は、1980年代以降のわが国の公定歩合の推移を示したものである。日銀の公定歩合の表示は、1972年10月2日以降、(1)商業手形割引歩合ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利子歩合と、(2)その他のものを担保とする貸付利子歩合の2つに統合・整理された²⁾。後者のレートは前者のレートに0.25%ポイント上乘せしたものとなっている。

わが国の公定歩合は1980年3月19日に9.0%（前者のレート、以下同様）という高い水準に達した。表1ではそれ以降のレートの推移を示したものであるが、80年8月20日以降の緩和、89年5月31日の引き締めへの転換、そして91年7月1日以降の緩和の3つの局面がみられる。これらの公定歩合によって80年代以降の大きな流れをみると、概して緩和期が長く引締め期が短期で終わっていることらみられる。各局面での平均でも次第に低下していることがうかがわれる。とくに、95年9月8日の公定歩合の引き下げは史上最低の0.5%という低さとなった³⁾。

1) アナウンスメント効果についての理論的な分析としては、浅子和美[1]による文献がある。浅子は(アナウンスメント効果)+(直接効果)=(政策発動後の長期的効果)との関係式を示し、合理的期待仮説を含むモデルによって理論的・実証的な分析を行っている。また、マイナスの期待効果として「失望効果」の概念について明らかにしている。

2) 60年代半ば以降続いてきた「外国為替資金貸付利子歩合」は、72年3月29日以降取扱停止となった。

3) 本稿執筆時に公表された0.5%という公定歩合の低さは史上最低の水準であり、わが国の経済状況の低迷を物語っている。しかし、公定歩合が極めて低い水準での更なる引き下げは、経済状況の改善のための直接的な効果としてはあまり期待できないように思われる。ちなみにこの時期のドイツでは3.50%、アメリカでは5.25%という水準となっている。

表1 公定歩合の推移

(%)

実施年月日	公定歩合(1)	公定歩合(2)	増減幅	局 面	特 徴
80. 8.20	8.25	8.50	—	緩和期	最大8.25 最小2.50 平均4.98
80.11. 6	7.25	7.50	-1.00		
81. 3.18	6.25	6.50	-1.00		
81.12.11	5.50	5.75	-0.75		
83.10.22	5.00	5.25	-0.50		
86. 1.30	4.50	4.75	-0.50		
86. 3.10	4.00	4.25	-0.50		
86. 4.21	3.50	3.75	-0.50		
86.11. 1	3.00	3.25	-0.50		
87. 2.23	2.50	3.75	-0.50		
89. 5.31	3.25	3.50	0.75	引締め期	最大6.20 最小3.25 平均4.50
89.10.11	3.75	4.00	0.50		
89.12.25	4.25	4.50	0.50		
90. 3.20	5.25	5.50	1.00		
90. 8.30	6.00	6.25	0.75	緩和期	最大5.50 最小0.50 平均3.08
91. 7. 1	5.50	5.75	-0.50		
91.11.14	5.00	5.25	-0.50		
91.12.30	4.50	4.75	-0.50		
92. 4. 1	3.75	4.00	-0.75		
92. 7.27	3.25	3.50	-0.50		
93. 2. 4	2.50	2.75	-0.75		
93. 9.21	1.75	2.00	-0.75		
95. 4.14	1.00	1.25	-0.75		
95. 9. 8	0.50	0.75	-0.50		

〔注〕 公定歩合(1)とは、商業手形割引歩合ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利子歩合、公定歩合(2)とはその他のものを担保とする貸付利子歩合を指す。

〔資料〕 日本銀行調査統計局『経済統計年報』『経済統計月報』より作成。

第2の金融政策手段は「支払準備率操作」と呼ばれるものである。支払準備率とは、支払準備制度によって義務づけられた中央銀行預け金の額と支払準備の対象となる民間銀行の債務（主に預金）との比率を指す。中央銀行がこの支払準備率を変更することが準備率操作である。この支払準備制度の国際的な動向としては、カナダ、スイス、オーストラリアなどが支払準備制度を廃止したり、アメリカ、ドイツ、日本など準備率の引き下げの方

向に向かっているという傾向がみられる。

しかし、支払準備率操作による政策運営は、機動的な運用には難点があるが、政策効果の強さや政策転換の政策スタンスの変更のアナウンスメント効果は大きく、依然として重要な政策手段の一つであることに変わりはない。わが国の準備預金の積立ては、同時・後積み混合方式といわれる方式がとられている。すなわち、準備預金の積立ては1か月間の平均預金残高に法定準備率を乗じた所要準

備を、当月の16日から翌月の15日までの間の平均として積立てる方式となっている。この場合、1か月の所要準備がどのようなペースで積み上げられているかという「積みの進捗状況」が、短期金融市場の繁閑を示す指標として重視されている。

わが国の「準備預金制度による準備率」は、預金、債券残高等についてそれぞれのケースについて細かくレートが定められている。しかし、こうした準備率自体の変更はあまり行われていないが、支払準備制度に基づく準備率操作は金融調節の基本的な枠組みを規定するものといわれる。この準備率操作の手段による市場への影響の仕方は図1のように示される。

この概念図ではきつ目調節の場合を例に説明を行っているが、緩め調節の場合は逆の効果が期待される。所要準備需要に対して日銀が「抑制的な準備供給」を行うことによって「積みの進捗率」を遅らせる。それによって対象銀行は残りの所要準備の増加とそのため

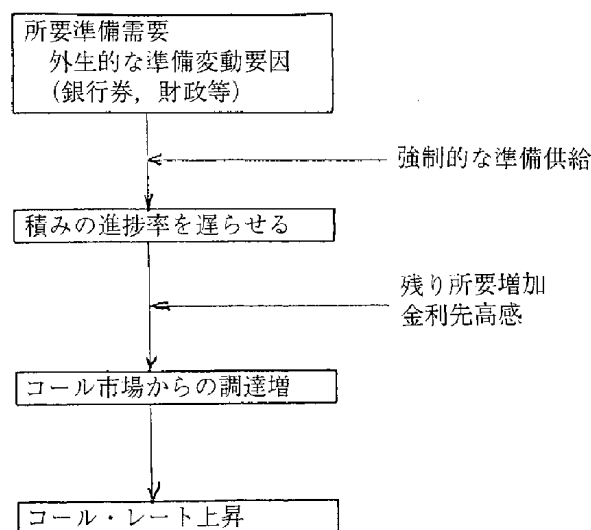
の金利先高感等からコール市場からの資金調達を増加させる。こうしてコール・レートを高めに誘導することができるわけである。

第3の金融政策手段は「公開市場操作」と呼ばれるものである。わが国では一般に市場操作（オペレーション）と呼ばれているが、これは日本銀行が手形・債券の売買を通じて市中銀行等の流動性や市場金利の変動をもたらすことによって、市中銀行の信用供給量をコントロールするという政策手段である。

市場操作には中央銀行が個々の金融機関と「相対」で手形を売買する方式と、市場のブローカーを通じて不特定多数の顧客と売買する方式とがある。後者の場合がとくに公開市場操作と呼ばれるものである。手形や債券の流通市場が発達している先進諸国では、資金過不足の調整手段として公開市場操作が積極的に活用されている。

ところで、こうした公開市場操作は標準的なテキストでは代表的な金融政策の手段と捉えられているが、わが国の場合は日銀の主な

図1 わが国の金融調節方式—きつ目調節の場合—



[出典] 神崎 隆 [1988] 44ページより作成。

る信用調節手段としては扱われていないようである⁴⁾。日本銀行が実際に行っている金融市場の調節では、オープン市場での調節手段よりもインターバンク取引であるコール・手形市場を対象とした手形オペの方が主流となっている。わが国の金融政策運営においては、公定歩合の変更と必要準備率の変更が意図的な金融政策の主要手段と捉えられ、市場操作を通ずる「準備預金の積みの進捗率」の調整は、微調整の役割を持つものと捉えられている。

この点は、前述の需要の変化を平準化させるという「受動的調節」を果たしているわけで、価値が低いわけではない。むしろ、市場操作の特性は、日常の機動的な運用が可能なところであり、微調整を比較的重視するわが国の金融政策にとっては重要な政策手段の一つとあってよいであろう。債券・手形オペレーションについては、債券の種類ごとのオペがありまたそれぞれの種類ごとに影響の仕方も異なる。この点については次節でより詳細に取り上げることにする。

3. 市場調節手段の選択

日本銀行は前述の3つの金融政策手段を用いて政策運営を行っているが、こうした諸手段による金融調節を通じて短期市場金利をコ

ントロールすることが金融政策発動の出発点となっている。金融調節とは、日常的に短期金融市場の資金過不足を調節していく作業である。しかし金融現象に生じする変動要因は複雑に絡み合っていて調節手段の効果も複合的に生じているので、金融の変動と政策手段を厳密に対応させることは不可能である。そのため各種の手段を適宜使い分けたり組み合わせたりして調節が行われている。

さて、日本銀行の主なオペレーションの手段としては、日本銀行貸出の他、手形、CP、FB、TB、債券現先、および長期国債の6つの手段が存在している。このうち最後の長期国債の買い切りオペは、成長通貨供給のための手段⁵⁾として利用されるので、短期的な金融調節のための手段としては残る5つの手段が対象となる。これらの各手段の一覧を示したものが表2である。

ここに示された各種の金融調節手段は、政策調整の対象期間という観点からは、(1)超短期の調節手段、(2)短期の調節手段、(3)季節的調節の手段、および(4)長期的調節手段の4つに分類される。日本銀行の日常の金融調節という観点からは(1)~(3)の手段が中心となるので、以下ではそれぞれの手段の機能や特質等を簡単に整理しておくことにしよう⁶⁾。

第1には「超短期」を対象とした金融調節である。超短期というのは、1日ないし1週間程度の調節を意味し、そのための調節手段

4) この点については、黒田晁生[7]109-112頁による指摘を参照。

5) 経済の成長に伴って必要とされる通貨(成長通貨)量は正確に計算できるわけではない。国債無条件オペにあたっては、そのときどきの経済情勢と通貨量の関係が分析され、長期的な適正通貨量に見合う額が年間何回かに分けて実施されている。

6) わが国の場合、調節手段を「能動的手段」「受動的的手段」という観点から分けると、これらの調節手段はもっぱら前者に属する。米国の場合では、能動的手段として超短期にはRPs、短期・長期には無条件債券オペが当てられ、受動的的手段として超短期・短期には連銀貸出が当てられている。

表2 日本銀行の金融調節手段一覧

手 段	実施開始時期	金 利	利用目的	利用方法・特徴点等
日本銀行貸出	1962/11月	公定歩合	きわめて短期の資金需給の調節	・貸出, 回収のタイミング, ロットは完全に日本銀行オプションであり, きわめて機動的, 弾力的な金融調節手段(借入行にとっては回収の時期が不明であることから常に返済圧力がある).
手形オペ (1)買入手形	1972/6月	インターバンク市場の手形レート	短期の資金不足に対する信用供与	・日本銀行が短資会社を通じて金融機関の保有する手形を買入. 期間(当初1~3か月→1988年11月以降1週間~3か月). ・日本銀行貸出とは異なり買入期間中は売却先(金融機関)には返済圧力がかからない(ごくまれに期間中に日本銀行が転売することもある).
(2)売却手形	1971/8月	インターバンク市場の手形(コール)レート	短期または季節的な資金余剰を吸収	・日本銀行が自己宛, 自己引受の為替手形を振り出し, 短資会社に売却. ①コール市場向け(数日間——コールレートを基準とする, 短資会社は日本銀行売出手形を転売せず). ②手形市場向け(1~3か月——手形レートを基準とする, 短資会社は日本銀行売出手形を出手金融機関に転売).
政府短期証券 売 却	1981/5月	現先・手形レート等の市場金利を勘案したレート	同 上	・短資会社に日本銀行が保有する政府短期証券を売却, 短資会社は金融機関, 証券会社に転売(銀行等はさらに企業などに売却). ・日本銀行がオープン市場に直接介入しうる手段であるが, 現状では売オペのみであり, 金融調節手段としては不完全.
債券買オペ	1962/11月	入札方式による自由金利	成長通貨の供給	・日本銀行取引先の金融機関, 証券会社の保有する債券(国債)を買い切る. ・1984/6月以降は市場へのインパクトを軽減するため, 小口ロットによる機動的オペ(特定少数先に小口ロットでオファー, 2~3時間で結果判明). ・1987/12月より, 短期金融市場への機動的資金供給を狙いとして, 国債の現先買いオペを開始.
CP買オペ	1989/5月	手形コール等の市場金利を勘案したレートおよび入札方式による自由金利	機動的な金融市場調節の確保	・日本銀行が, 短資会社から, CP本券(買入先の裏書があり, 満期日が日本銀行買入の日より3か月以内に到来するもの)を, 現先方式によって買入.
TB買オペ	1990/1月	入札方式による自由金利	短期または季節的な資金需給の調節	・TB(短期国債)を売買条件付で金融機関・証券会社から買入.

[出典] 翁 邦雄[4]12頁より.

としては「日本銀行貸出」と「CP 買オペ」が主として用いられている。超短期の市場調節には政策の機動性ということが重要な要因となる。わが国ではこのための手段の一つとして日銀貸出がこれに当てられている。日銀貸出はこれを繰り返して他の資金変動にも影響を与えることが可能であり、わが国の中心的な市場調節手段とされている。貸出の実施と回収とは日本銀行の裁量によって行われるため、貸付期間はまちまちである。

日本銀行が市中の銀行等に貸し出す方法としては、商業手形割引と手形貸付の2つの手段があるが、日銀貸出の対象となるのは主として後者の手形貸付の方法である。この手形貸付の基本は「据置担保貸出」と呼ばれる方式である。これは貸付の担保となる国債等は通常日本銀行に据置担保（根担保）として提供しておき、貸出のつど担保を差し入れる必要はない。そのために貸付手続きは極めて容易に行われる。したがって手形交換所決済時点（午後1時）とか最終決済時点（午後3時）の間際に短時間のうちに実施・回収を行うことが可能である。

貸出に関する一つの制度的な枠組みとして、わが国では1962年11月の新金融調節方式の採用によって「貸出限度額適用制度」が設けられた。この制度は市中の金融機関が安易に日本銀行借入を行わないように貸出量に一定の歯止めをかけたものである。本制度が適用される銀行に関しては、日銀は個別にかつ四半期ごとに貸出限度額を定めている。この限度額を超える貸出に関しては、貸付期間を2週間以内に限り、公定歩合を3.75%上回る罰則金利が適用されるように定めている。

もう一つの超短期の金融調節手段は「CP

オペ」である。これは1989年5月にオーバーナイト（翌日返済）を中心とした信用供与手段として導入されたものである。CP市場が87年11月に創設され、その後急速に拡大発展をしたことから超短期の機動的な市場調節の確保を目的として採用された。これは日本銀行が短資会社を通じて金融機関からCP本券を売り戻し条件付きで購入する。そのため具体的には「CP 買オペ」となる。このCPオペは日本銀行のオペ手段のなかで唯一の超短期オペ手段である。これはオペの通知から受け渡しまでの手続きが当日中に完了するという特徴があるからである。これに対して、他の債券・手形は事務手続きに数日を要している。超短期の調節手段のうち、前者の貸出操作の金利は公定歩合が当てられるのに対して、CPオペの金利は市場金利、つまり買い入れ時のCP現先レートが採用されている。

第2には「短期」を対象とした金融調節である。短期というのは1週間から3か月程度の期間を対象としたものである。資金供給の方法として「買入手形オペ」、資金吸収の方法として「売却手形オペ」がある。買入手形オペは、本来は1972年6月に資金過不足の季節的調整の手段として導入されたオペ手段である。しかし、その後手形市場の拡大や「市場運営見直し措置」等を通じて、一般的な短期の資金調節として活用されるようになったとされている。

手形の買入れは短資業者を通じ手形売買市場において日本銀行が金融機関の保有する手形を買入れることである。その金利は売買時の手形売買中心レートを考慮した指し値が設定される。買入手形としては、(1)企業振出手形と、(2)金融機関振出の表紙手形（企業振出

手形を担保とする手形)とがあるが、実際に行われているのは後者が中心になっているということである。この買入手形は日本銀行貸出とは異なり、買入期間中には金融機関には返済圧力はかからないという特徴がある。

一方、手形の売出オペは、1971年8月、ドル・ショック後の外貨の流入等を主因とする金融市場の余剰資金に対処するために導入された。これは、日本銀行を振出人、受取人、支払人とする為替手形を、短資会社を通じてコール市場または手形市場に売却するものである。これらに適用される金利は、コール市場または手形市場の金利を基準として定められる。

コール市場向けの売却手形は、期間が数日間でコール・レートを基準としている。それに対して手形市場向けの売却手形は期間が1ないし3か月と長く、手形レートが基準とされる。前者の場合、短資会社は日本銀行売出手形を転売しないが、後者の場合は出し手金融機関に転売している。

第3には「季節的調節」を対象とした金融調節である。短期の調節と季節的調節との間にはそれほど明確な区別があるわけではない。しかし一般に、季節的変動とは通常3～6か月の変動を意味するところから、季節的調節は短期の調節手段より若干長目の調節手段とされる。

日本銀行の短期的な金融調節のうち、この「季節的調節」というのは文字どおり季節的な資金過不足の平準化をおもな狙いとしているので、資金余剰期に手形・債券を売却し、その満期が資金不足期にあたるようにする。あるいは逆に、資金不足期に手形・債券を買入れ、その満期が資金余剰期にあたるように

するといった市場調節が行われる。

前者の調節手段としてはFBオペが当てられる、後者の調節手段としては買入手形オペの他、TBオペ、CDオペ、国債現先オペ等が当てられている。表3では、FB(政府短期証券)売オペ、TB(短期国債)買オペが季節的な資金需給の調節手段としてあげられているが、わが国では市場の形成が不十分であり、欧米並のオペ手段としては機能していないという面がある。以上のような季節的な調節の手段は、買入手形オペを除いていずれもオープン市場でのオペとなっている。

まず、「FBオペ」については、1981年5月から日銀が保有している政府短期証券(FB)を市中に売却するという形で季節的な調節手段として導入されたものである。これはFBを現先・手形レート等の市場金利を考慮した価格によって短資会社に対して売却する。短資会社はこれを金融機関、証券会社、一般企業等へ転売することによってオープン市場でのオペが行われる。

「TBオペ」については、短期国債(TB)市場の発足後、1990年1月にオペ手段として導入されたもので、期間が6か月以内のものとなっている。入札方式によって市中消化発行される。TB買いオペは銀行、証券会社等を対象とし売戻し条件付きで買い入れる。金利は入札方式、期間は現先方式によって実施されている。

「CDオペ」については、CD市場の発展にともなって1986年3月に導入された調節手段である。CDオペの仕組みは、まず日銀が短資会社に手形の貸付の方法で資金を貸し付け、次いで短資会社はこの資金をもってCD流通金利を考慮して金融機関からCDを買い

表3 日本とアメリカのマネーマーケット

		オーバーナイト金利	ターム物金利
日本	インターバンク市場	コール(有担コール・無担コール), 円転	手形, 円転
	オープン市場	—	CD, 債券現先, TB, FB, BA, CP
米国	インターバンク市場	FF	---
	オープン市場	RP _s	TB, CD, CP, BA

入るのである。そのため、日銀のバランス・シート上は貸出のなかに含まれる⁷⁾。

「国債現先オペ」は、長期国債を対象として売戻し条件を付した債券オペである。これは1987年12月、オープン市場の頭打ちや市中保有手形残高の伸び悩み傾向等に対処するために導入されたものである。金利は固定・入札いずれも可能で、もっぱら季節的な資金過不足の調節手段として用いられている。

4. 短期金融市場における金融調節

これまでわが国の短期の金融調節手段について、その機能面を中心に見てきたので、本節では実際の量的な側面をみながら日本の金融調節の基本的な性格を探ってみよう。短期の金融調節手段は、金融市場と満期との関係から類型化される。表3は、日本と米国とを対比して示したものである。

オーバーナイト金利としては、わが国ではコール・レートと円転レートとが対応しているが、もっぱらインターバンク市場において用いられている。米国ではインターバンク市

場ではFFレート、オープン市場ではRP_sレートとなっている。これらの金利以外は原則として、タームもの金利として機能し、その多くはオープン市場において売買されている。

わが国の短期の金融調節に関しては次のような特徴が指摘される⁸⁾。その第1は、日銀の金融調節方式はコール・レートのコントロールが中心であることである。コール・レートはもちろんオーバーナイトというわけではないが、超短期の貸付としてインターバンク市場において中心的なコントロールの手段として活用されている。第2に、日本のインターバンク・レートは極めて安定的であることである。つまり、インターバンク・レートが安定化するように日銀は資金の需給を精密に調整するよう努力を払っているということである。

例えば、植田和男[3]の計測によると、日本の日次データによる金利(コール・レート)の変動幅は、1978~1991年が ± 0.139 であるのに対して、米国(1977~1991年、FFレー

7) 日銀があえてCDの買いオペを行うのは、わが国では政府短期証券市場が未発達で本格的な公開市場操作の手段を欠いているからとみられる。

8) この点については植田和男[3]53-54頁、およびその第1表、第2表を参照。また、3か月金利で見ても、日本が ± 0.0725 であるのに対して、米国のそれは ± 0.221 となっている。この数値は、金利の両側10日間をとった移動平均からのギャップの分散を示している。

ト)では0.523となっているという。これはわが国の超短期の金利が米国の約4分の1程度で極めて安定していることを示している。

次に、わが国の資金需給実績のうち、金融調節(日銀信用)に関する数量を示したものが表4である。ここでは、1990年から1994年にわたる推移を示している。

表のなかの△印の意味するところは表4の注に示される通りであるが、各年度を通じて変化が大きいことが注目される。短期の金融調節手段として「買入CP」があるが、この期間の数値としては示されていない。また、売出手形も1994年になって初めて統計的に現れているに過ぎない。しかし、こうした年次統計は短期の金融調節手段を捉える統計としては必ずしも適切ではない。現実には各種の調節手段は1日のうちに複数の取引が行われるのが普通だからである。

そこで、1995年5月の1か月間における短

期市場のオペレーションを調べてみると、売りオペが8回、買いオペが23回行われている。具体的にみると、買入手形23回、売出手形3回、TB買入16回、FB売却4回となっている。額面では最低1千億円から最高2兆2千億円に及んでいる。こうした調節にみられるように、短期市場でのオペレーションは、短期的な資金需給の平準化を通じながら意図する政策誘導を行っているといえることができる。

さて、準備預金については、無印は預金の増加であり△印はその取崩しを表している。これも政策的な意味からは月々の具体的な数値が重要となってくる。ここでは半期ごとの数字であるが、準備預金の残額と各種比率を示したものが表5である。

表では1989年から1994年の各6月と12月の数値をとったものである。ここで、「平均実効準備率」は、所要準備額を準備率適用債務で除した値であり、1989年以降、70%台から

表4 日本銀行信用の推移

(単位：億円)

資 産	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年
貸 出	△6,420	39,638	△30,485	△11,487	△784
買入手形	△22,944	39,143	21,803	△44,988	△10,030
売出手形	—	—	—	—	△3,003
買入CP	—	—	—	—	—
TB 売買	4,543	692	1,086	△3,768	11,013
FB 売買・償還	9,911	9,911	△17,918	△10,007	△12,962
債券短期売買	△5,250	16,886	△6,085	△9,334	△1,467
債券売買	21,512	23,116	27,523	19,394	14,165
計	△18,470	129,386	△4,076	△60,190	22,856
準備預金	7,385	△10,491	△9,191	△1,205	366
(参 考)					
貸出残高	63,033	102,671	72,184	60,700	59,917
買入手形	69,056	108,199	130,002	85,014	74,984

〔注〕 △は、「貸出」：回収、「買入手形」：期日落、「売出手形」：売却、「買入CP」・「TB 売買」・「債券短期売買」：売戻し、「FB 売買・償還」・「債券売買」：売却、「準備預金」：取崩しを示す。

〔資料〕 日本銀行調査統計局『経済統計年報』平成6年版。

表5 準備預金額

(単位：億円)

年・月	法定準備預金額 (平均残高)	準備預金額		平均実効準備率 ⁽¹⁾	預金債務 ⁽²⁾
		平均残高	未残高		
1989. 6	40,690	40,705	35,952	0.70	0.90
.12	46,300	46,366	41,358	0.73	0.94
1990. 6	48,398	48,466	51,096	0.73	0.95
.12	50,242	50,283	48,745	0.74	0.95
1991. 6	48,848	48,885	50,901	0.72	0.94
.12	29,626	29,663	38,253	0.43	0.56
1992. 6	28,864	28,878	32,626	0.43	0.55
.12	28,897	28,925	29,062	0.43	0.55
1993. 6	29,297	29,319	29,124	0.44	0.55
.12	29,569	29,598	27,857	0.43	0.55
1994. 6	29,719	29,740	31,841	0.44	0.55
.12	30,355	30,386	28,223	0.44	0.55

〔注〕 (1)所要準備額／準備率適用債務

(2)預金にかかる平均実効準備率。

〔資料〕 日本銀行調査統計局『経済統計年報』平成6年版。

40%台へと次第に低下していることがみられる。また、「預金債務」は、預金にかかる平均実効準備率を示したものであり、これも90%台半ばから50%台半ばへと低下するという傾向を示していることがうかがわれる。

日本銀行の金融調節は各種の短期金融調節手段を用いて市場の資金量の調節を図ることである。問題はその場合の目安である。これまでみてきたような数値を眺める限りにおいては、目標とする数値は自明のように思われるが、客観的な数字があるわけではない。実際、日銀当局者の表現をみると、「きつ目の調節」とか「緩めの調節」といった曖昧な表現が用いられている。きつ目の調節とは金利を引き上げる目的で資金の供給を少な目にするものであり、緩めの調節とは逆に資金の供給を増やし金利を下げる調節を意味している。

コール・レートのように日銀が直接コントロールできる金利を除いて、各種の市場金利

は間接的なコントロールしかできない。したがってこれまでの経験と直感とで手探りの調節を試みるというのが実際的なところであろう。

そこで日銀の金融分析などの用語では、「高目誘導」「低目誘導」「高目放置」「自然体」といった観点から金融調節が目指されることになる⁹⁾。こうした誘導は日銀が積極的に意図する場合と、市場動向に委ねながら誘導する場合とがある。こうした調節に際して日銀は上述の金融調節手段を用いて資金供給を増やしたり減らしたりすることによって、積み進捗率をコントロールするのである。

ところで、わが国の短期金融市場の手段は種類も多くなく、十分に発達していないこと

9) これらの具体的なわが国の実施の計測を行ったものとして、神崎 隆[5]35-37頁がある。また、わが国の昭和60年10月におけるインターバンク市場金利の「高目放置」については、黒田晁生[6]による考察が興味深い。

がよく指摘される。しかし、短期金融の調節という観点からは、各種の手段は日銀のコントロールしようとするコール・レートと密接な関連を持つことが問題であって、数量や種類の多寡ではないといってよいであろう。

日本銀行によって最も重視されまた金利操作の起点とされている金利は、インターバンク市場で成立しているオーバーナイト金利である。これはアメリカではFFレートであり、わが国ではコール・レートである。このオーバーナイト金利は、銀行券や財政資金の動きなどの外生的な需要の変動要因によって日々大幅に変動する可能性をもっている。そこで、日銀はこれらの変動要因を相殺し金利の変動を平準化するような準備供給を行ないつつ、さらに能動的な準備供給のコントロールを行うことによってオーバーナイト金利を政策的に誘導するのである。

ところで、オーバーナイト金利の具体的な誘導方式において、公定歩合の変更という手段を基本としている点は、日本と米国とは共通している。しかし、オーバーナイト金利が公定歩合を上回る水準をコントロールする方法に関しては日本と米国とでは若干の違いがみられる。アメリカの場合は、連銀が公開市場操作によって非借入準備の供給の増減を通じて銀行部門を「連銀貸出へ追い込む」という操作を行うことによってFFレートの誘導を試みている。これに対して日銀の場合は、銀行部門に義務づけられている準備預金の積みの進捗率を調整するという操作を行うことによってコール・レートの誘導を試みているわけである。

このように、両国の金融調節の具体的な方式にはそれぞれ違いはあるが、法定準備預金

制度という枠組みのなかでは、本質的な違いはない。この制度のもとでは、両国とも中央銀行が市中銀行の準備調達に日々圧力をかけ、これを通じてFF市場やコール市場の需要に影響をかけている。それが金融調節の重要な政策手段となっているわけである。このようにみえてくると、支払準備率のレートの変更ということも金融調節の重要な政策手段であるが、同時にあるいはそれ以上に支払準備制度による日銀の日々の準備需要へのプレッシャーこそが重要な役割を果たしているといつてもよいかもしれない¹⁰⁾。

そこで次節では、法定準備制度のもとでの短期市場金利のコントロールの仕組みを検討しよう。こうした仕組みはテキストレベルの著書では、概して原理的な説明で終わることが多いが、金融政策の手段と金融調節の関係を考察するにあたっては軽視しえない重要な内容であるといえよう。

5. オーバーナイト金利の調節

金融調節の発動の場という点では、いずれの国も短期金融市場ということになるが、とりわけインターバンク市場の金利が中心となる。中央銀行はこのインターバンク市場での金利動向に注意を払いながら、意図する金融調節を進めている。歴史的には、1970年代に入ると欧米を中心としてマネーサプライを重

10) アメリカの金融政策と金融市場に関する文献として、ポール・ミック[12]やM.G. ハジミカラキス[11]が包括的な解説を行っている。また、短期金融市場における金利の決定メカニズムを中央銀行の金融調節との関連から日米比較を行った研究として神崎 隆[5]が詳細な分析を行っている。

視した金融政策運営が主体となってきた¹¹⁾。

わが国でもこうした流れに沿って日銀はマネーサプライ重視の姿勢を表明してきた。しかしわが国では、高度成長期から現在に至るまで、金融緩和期における操作目標の基本的視点は、インターバンク市場金利、特にオーバーナイト金利であったとみられる。一方、強い金融引締め期においては、いわゆる「窓口指導」によって市中銀行貸出の量的規制が併用されてきた。また、その対象とされた市中銀行貸出が一つの操作目標とされてきた。しかし、基本はあくまでインターバンク市場での金利が操作対象として重視されてきた。

国によって金融調節手法の違いは存在するものの、いずれも中央銀行は銀行準備の唯一の供給者である。日々の銀行準備の限界的な供給コスト、つまりインターバンク市場におけるオーバーナイト金利を操作しうる能力を持っている。では、中央銀行はどのような方法によってオーバーナイト金利を操作するのであろうか。広義の金融政策の手段という点では、現代の先進諸国の政策手段は共通したものがあるが、細かな手段の運用方式の点では微妙な違いがある。

こうした政策手段の選択とか運用の仕方は、理論上の問題というより各国の国民性とか中央銀行の好みの問題といえるのかも知れない。そこで以下、わが国の法定準備制度のもとでの準備預金の仕組みと、わが国の運用上の特徴を検討してみよう¹²⁾。

わが国のオーバーナイト金利であるコール・レートは、基本的には日々の準備預金の需給均衡のなかで決定される。2節でも既に触れたように、わが国の準備預金制度は、適用先金融機関がある月の対象債務（預金等）にかかる所要準備額をその月の16日から翌月の15日までの1か月間の日本銀行預け金で積むことを義務づけたものである。この預け金は市中銀行等にとってはコスト圧力となるため、必要最小限にしようとする動機が働くわけである。この場合、預金等の債務の一定割合が預金準備率となるわけであるが、1959年に各金融機関に対して実際に準備率が設定され今日に至っている。

所要準備額は中央銀行への一定期間における平残として保有することが要求される。それは原理的には2つの方式が考えられる。一つは当該期間中に積ませる方式で、「同時積み方式」といわれる。もう一つはその期間以降の一定期間内に積ませる方式で、「後積み方式」といわれる。わが国の規定では月の半ばが起点になっており、同時・後積みの混合方式となっている。この場合、後積み方式の準備預金制度は総準備量を操作目標とする場合には適當ではないが、短期金融市場金を操作目標とするのには適した方式となっている。

さて、市中銀行はこの制度のもとで所要準備を積み立てていくわけであるが、原理的には、標準モデルとして1か月30日とすると、1日平均3.3%ずつ積立て30日間スムーズに積み立てていく必要がある。ここで、現実に

11) アメリカの金融政策運営方式において、貨幣量中心の金融政策運営から金利中心の政策運営への展開過程に関しては、多くの解説があるが、三木谷良一[13]による優れた研究がある。

12) ここでの準備預金制度の金融調節の運用方式についての説明は、翁 邦雄[4]に多くを負っている。

積み立てられた準備預金残高（累積値）を当該積立期間の所要準備額で除したものが、準備預金の積み進捗率と呼ばれるものである。この積み進捗率をコントロールすることが「積みの調整」と呼ばれ、金融調節の基本的な手段となる。

積みの調整に関しては、能動的（active）な調整と受動的（passive）な調整という2つの側面に分けられる。前者は日銀が銀行部門全体としての準備の需給に積極的に働きかけることによって短期市場金利の誘導を図る調節である。狭義の金融調節としてはこの側面が注目されるわけである。一方、後者は日々の資金過不足の地合いを勘案し、市場金利に自然な形で反映するような調節を行うものである。

日銀はこのような積みの調整を行うにあたって、必要な準備金に対して買いオペを少な目にしたり、日銀貸出を控えめにすると積みの進捗率が遅れ、その分短期市場に借り圧力が増し、コール・レートが上昇する。逆に、日銀が売りオペを多めにしたり、日銀貸出を増加させると積みの進捗率が進ち、その分短期市場に借り圧力が減り、コール・レートは低下することになる。日銀は必要準備金に対して過度に抑制し過ぎたり、緩和し過ぎない範囲内でこの進捗率を調節している。

このような日銀の積みの調整の意味を理解するためには、積み最終日の準備市場をみてみるとよい。積み最終日の準備預金対象金融機関の準備需要は、金利に対して高度に非弾力的になる。このときたとえ高金利であっても、最終日にはこれを支払って準備預金をクリアする義務があると考えられるからである¹³⁾。

そこで、準備預金対象金融機関は、所要準備を満たすため、コール等を調達しようとする。このとき、非金融部門を含めて出し手側が積みの需要に見合うだけの余裕資金を持たない場合は、市場はクリアされないことになる。そのためには中央銀行の与信が必要となる。このことは、逆のケースについても当てはまる。積みの最終日に準備預金の余剰がマクロ的に存在する場合、金融機関は超過準備を運用しようとしても取り手が存在しないときには、中央銀行がハイパワード・マネーを吸収しない限り、オーバーナイト金利はゼロとなる。

こうして、積みの最終日の金利は、マクロ的にハイパワード・マネーを供給ないし吸収できる主体である中央銀行の目指す金利水準との裁定によって決まることになる。これは、理論モデルに即してみると、積み最終日に積み過不足がある場合、市中金融機関の準備預金需要（供給）曲線はほぼ垂直となり、価格は供給（あるいは吸収）する中央銀行側の行動によって決まるということになる。

積み最終日の金利形成にみられるように、積みの調整が中央銀行の強い影響力のもとにあることを前提として、他の営業日の金利水準は裁定によってこの日の予想金利に鞅寄せされ形で決まることになる。こうして中央銀行の金利調節が効果を発揮することになるわ

13) 準備預金の積みの不足はそれ額に対して過剰金を納付すればよいわけであるが、わが国の金融機関は、準備預金の積み不足の発生は面目の失墜と捉えられ、非金銭的コストを伴うものと考えられているといわれる。歴史的にみても、所要準備を満たせないという事態は、単純な計算間違いの事例を除いて、発生しなかったことが報告されている（黒田晁生[7] 90頁参照）。

けである。

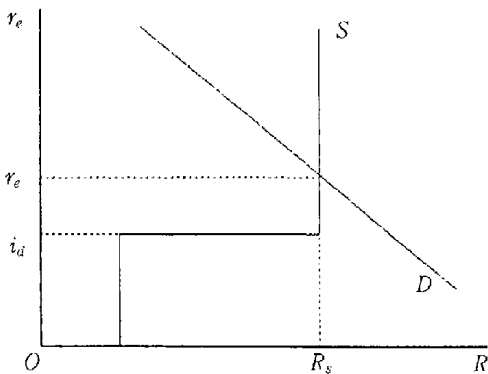
ところで、同時積み方式が加味されたわが国の混合方式のもとでは、金融機関は与信行動の変化等を通じて預金量を変化させ、ひいては所要準備自体を変化させることが可能となる。そのため、中央銀行が金利についてのシグナルを市場に直接送らなくても準備量の水準をコントロールすることができると考えられている。しかし、こうした混合方式のもとでも、積み最終日の準備需要曲線は高度に金利非弾力的になることが事実であり、積みの最終日が近づくほど市中銀行の所要準備の操作可能性は小さくなる。そこで中央銀行は金利の乱高下や積み不足を回避するため、最終時点では受動的に資金過不足に対応しな

ればならないことになる。

そこで次に、日銀による金融調節の効果をモデルによって確認してみよう。図2はわが国の準備預金市場の需給均衡を表したものである。

ここで、 D は準備の需要曲線でコール・レートの減少関数として示される。 S は準備の供給曲線であるが、日本の場合、準備供給の総額は日銀が外生的に決定していると考えられる。そこで、コール・レート (r_e) が公定歩合 (i_d) を上回る水準で垂直になると仮定され、図のような形が想定される。したがって、この場合、準備預金市場の均衡においては、コール・レートは r_e の水準に決定される。

図2 わが国の準備預金市場の均衡モデル

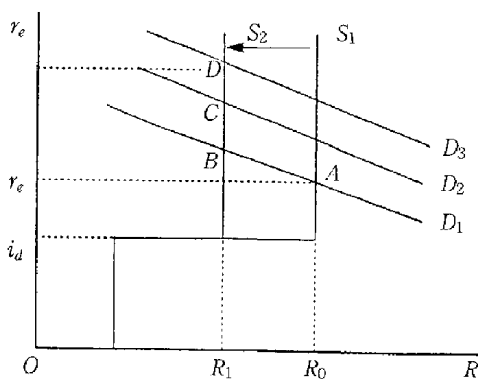


さて、この図にもとづいて日銀の積みの調整を行った場合の効果と金利の変化は、図3(1)、(2)のように示される。ここで R_0 は、銀行部門全体としての1日平均所要残高、 R_1 は銀行部門の日々の準備残高であるとする。

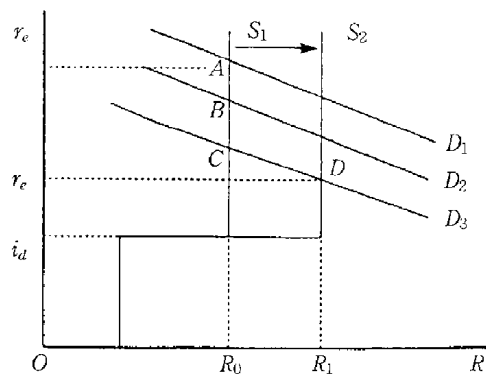
図3(1)は、日銀がきつ目の調節を行った場合の金利に対する全体の効果である。きつ目の調節では、準備の供給を減少させることによって、供給曲線 S を左側にシフト ($S_1 \rightarrow S_2$)

図3 積み調節のプロセスと金利の変化

(1)きつ目の調節の場合



(2)緩めの調節の場合



させ、準備需給の逼迫を凶る。しかし、こうした供給側の直接的な変動は、準備需要の需要側にも影響を及ぼすと考えられる。その一つは「シグナル効果」による金利先高感であり、もう一つは「アナウンスメント効果」による金利先高感の広がりである。こうした要因は需要曲線の右上方へのシフトをもたらすと考えられる。

そこで、きつ目調節が行われる場合の総合的な効果は、(1)積みの調節の直接的効果 ($S_1 \rightarrow S_2$)、(2)積みの調節の間接的効果 ($D_1 \rightarrow D_2$)、および(3)政策スタンスの明確化に伴うアナウンスメント効果 ($D_2 \rightarrow D_3$) を合わせたものとなる。したがって、均衡点は A, B, C, D と移り、コール・レートの上昇をもたらすことになる。

図 3(2)は、緩めの調節のケースであり、上記の過程を逆にたどることは容易に知られよう。

6. タームもの金利への影響

前節では、中央銀行がオーバーナイト金利をコントロールする仕組みを明らかにしてきた。そこでオーバーナイト金利という唯一の金利を対象としてその市場均衡を議論してきた。しかし現実の短期金融市場には、オーバーナイトという超短期の金利だけでなく、通常 1 週間から 1 年におよぶ手形売買レート、数か月から 1 年以内の公社債現先レート等、各種の期日に対応する複数の金利が存在している。

ところで、理論的な議論において想定されるように、市場の完全性が高く、異なる満期の金利間で裁定取引が活発に行われるような

状況においては、それぞれ金利間の密接な連動が期待される。つまり、理論的にはその期間の予想されるオーバーナイト金利の平均にリスク・プレミアムを加えた水準になると考えられる。その場合のリスク・プレミアムは、市場参加者の運用・調達期間に関する選好、危険に対する選好、金利の不確実性に対する対応度、等を反映して決まることになる¹⁴⁾。

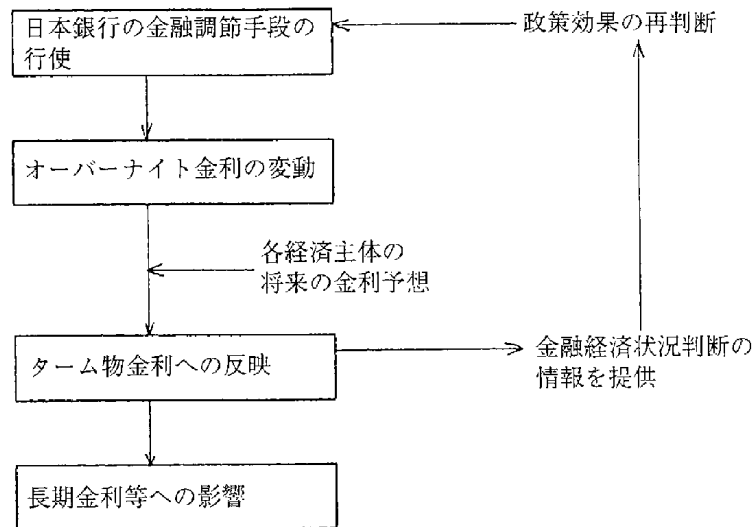
このように裁定が高度に行われる状況のもとでは、日本銀行が複数の金利を独立にコントロールすることは不可能となる。もちろん、現実には複数の金融資産に対してオペレーションを行ってはいるが、あくまで個々独立の水準を調節しようというわけではない。したがって、日銀の短期の金融調節の中心は、インターバンク市場でのオーバーナイト金利をターゲットとした政策運営が行われているわけである。

金融政策という観点からは、日銀はオーバーナイト金利を政策的にコントロールする起点として、各種のタームもの金利に間接的に影響を与えていることになる。こうした関係を図式化したものが図 4 である。

図 4 はあくまで理念的なスキームを示したもので、「日銀の金融調節手段の行使」は、「オーバーナイト金利の調節」、そこから「タームもの金利への反映」へと凶示しているが、もちろん同時に市場での売買オペを行っている。ここで重要なことは、オーバーナイト金利からタームもの金利への経路に各

14) 金利間の格差については、理論的・実証的には「期間構造分析」において行われている。これらの研究はこれまで極めて多く行われているが、本稿とほぼ同時期のわが国の実態を実証的に分析した研究として、福田祐一[10]がある。

図4 短期金融市場における金融調節



種経済主体からの将来の金利予想が大きく影響していることである。そこで日銀は、そうしたタームもの金利の動向を見て、そこから金融状況の判断を得る。そうした情報に基づいて日銀は政策効果の再判断を行うという一種のフィードバックを図示している。これらのタームもの金利はやがて「長期金利等への影響」となって波及していくと考えられるのである。

わが国の場合、具体的にはコール・レートの調節がまず行われ、その現在値およびその予測値をベースとして、そこから手形売買レート、CDレート、公社債現先利回り等のタームもののレートが決まってくる。こうした形で短期金融市場全体の金利水準と金利体系が決まってくる。短期金融調節の直接の場であるオーバーナイト市場は、コール市場(有担および無担コール)と円転市場である。これらはインターバンク市場において行われる取引である。この円転市場とは、外貨円転およびユーロ取り入れの両方を含む広義の円転市場である。円転は先の表3にも示されるよ

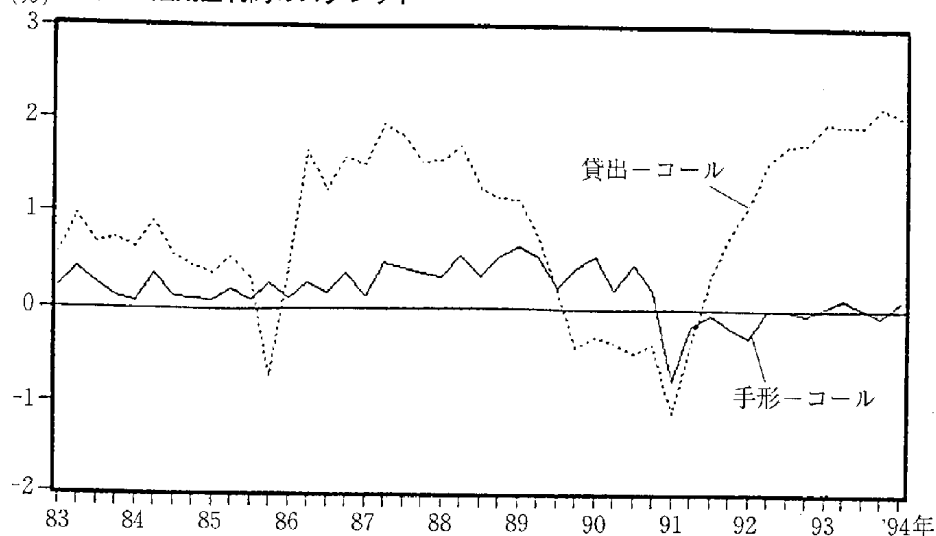
うに、オープン市場にもまたがる市場であるが、1984年6月の円転規制撤廃後、活発なユーロ円の取入れ・放出を中心に拡大し、実際的にはインターバンク市場における取引という性格が見られる。

そこで、短期金利間の連動の関係を見たものが図5である。図5では超短期のコール・レートと手形レート、および貸出レートのそれぞれのスプレッドの推移を示したものである。図に明らかなようにその格差は2%以内と極めて小幅であることが見られる。予想されるように、とりわけコールと手形との関係は密接となっている。

さらに、短期金利と長期金利の間の連動を見たものが図6である。図6では長期の事業債利回りと短期の貸出レートとのスプレッド、および長期の事業債利回りと短期の公社債現先レートとのスプレッドを見たものである。これらのケースでもごく近年の例外を除いて格差の最大幅は高々2%程度となっていることがうかがわれる。

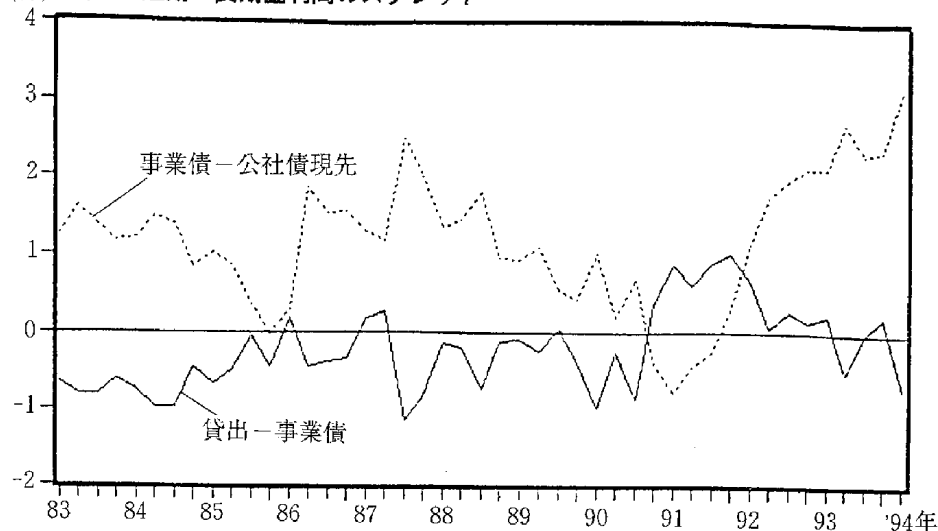
以上取り上げてきた短期・長期の代表的な

(%) 図5 短期金利間のスプレッド



[注] 貸出約定平均金利：総合・全国銀行，コール・レート：東京・有担保・翌日物・中心レート，手形売買レート：東京・2ヵ月物・中心レート。
 [資料] 日本銀行調査統計局『経済統計年報』、『経済統計月報』各号より。

(%) 図6 短期・長期金利間のスプレッド



[注] 事業債利回り：最長期もの・月末，公社債現先利回り：3ヵ月物・月中平均，貸出約定平均金利：総合・全国銀行。
 [資料] 日本銀行調査統計局『経済統計年報』、『経済統計月報』各号より。

金利について、その水準と変動を計測したものが表6である。ここでの計測期間は1983年第1四半期から1994年第1四半期である。この間の各種レートの平均は5%台から6%台前半の水準で極めて接近している。表の変動計数欄に見られるように、その変動の規模は

貸出と事業債が15%程度、手形、コール、および現先は30%程度でそれぞれ安定しているのがわかる。

ここで見てきた期間は、日本経済の実質利子率の安定とも連動しているといえる。福田慎一は1970年～80年代のわが国の事後的な実

表6 短期・長期金利の水準と変動 (1983Q1～1994Q1)

	平均値	分散	標準偏差	変動係数
手形売買レート	5.4012	2.4982	1.5806	29.3
コール・レート	5.223	2.6872	1.6393	31.4
貸出約定平均金利	6.0972	0.8609	0.9279	15.2
公社債現先利回り	5.1546	2.3951	1.5476	30
事業債利回り	6.3278	0.9823	0.9911	15.7

[資料] 日本銀行調査統計局『経済統計月報』各号より。

質利子率の計測を行っている¹⁵⁾。具体的には、利付電々債利回り（平均）大卸売り物価のインフレ率との差を求めることによって実質利子率を求めた。それによると1970～80年代の実質利子率の推移は、70年代に比べて80年代において極めて安定していることが指摘されている。

こうした点から見ると、日銀の金融政策の狙いとする実質利子率の安定は80年代にはすぐれて効果を発揮していたと見ることができる。しかし、バブル経済に見られるような実態経済と深く関わる経済の変動に対しては、強い効果を発揮できないことがわかる。つまり、経済の大幅な外的ショックとかバブル経済動向のような構造的な変動に対しては、日常的な政策手段は必ずしも有効に働かないことは注意されてよいであろう。

7. む す び

これまで、わが国における金融政策の伝統的な手段とその政策運営にあたっての利用の仕方とその効果を考察してきた。金融政策の手段は日本とアメリカでは大きな違いはない

が、金融調節の運営方式の点では国家や歴史を反映して違いが大きいようである。しかし、短期金融市場における中央銀行の日常のオペレーションは極めて類似したものとなっている。

米国では、金融政策運営に関して「マネーサプライ」のコントロールを名実ともに目指してきたのに対して、わが国の金融調節を少々立ち入って検討してみると、わが国の場合はマネーサプライよりも金利の調節が主体であることがうかがわれる。マネーサプライのコントロールによる金利の大幅な変動を避けたいとの意向が強いようである。

ところで、これまでみてきた伝統的な量的調節手段では、理論モデルの想定するような完全市場を念頭に説明が行われているが、その効果を考える場合、わが国では個別的・質的調節手段の果たした役割は見落とされてはならない。つまり、広い意味での窓口指導の存在である。日本の場合、ベーシックな金融政策のシグナルは公定歩合の変更であるが、日々の金融調節では日銀の窓口（特に営業局のスタッフ）と各銀行との情報交換などが重要な政策のシグナルを提供していることである。

M. ドイツの次のような指摘は、わが

15) 福田慎一[9]41-42頁参照。

国の金融政策運営の興味深い側面を示している。「通常、日本銀行は、マネー・マーケットの地合いや（手形オペや貸出といった）資金供給手段に関する情報を各銀行に知らせる。こうした情報交流は正確に行われる訳ではなく、また日本銀行が言質を与えるものでもない。もし予期されない何らかの理由から、民間銀行の準備水準がある意味で政策目標と整合的に動かない場合には、中央銀行の貸出量が調節される」¹⁶⁾。

小論では、現代におけるわが国の金融政策手段を中心として、政策運営との関連からその基本的機能とわが国の特徴を考察してきた。そして、これまでのところ、オイルショックとかバブル経済の発生・崩壊といった例外を除くと、金融政策の有効性は大いに認められるところである。しかし、この小論を執筆しているまさにそのとき、わが国の公定歩合は0.5%という史上例を見ない低い金利を余儀なくされた。日本経済の回復のために金融政策に大幅な期待がかけられたということであろうが、この辺には問題がありそうである。そうした点については改めて論ずることにしたい。

参 考 文 献

- [1] 浅子和美「金融・財政政策の『アナウンスメント効果』と安定化政策」『週刊東洋経済』昭和55年10月9日号。
- [2] 市川信幸「米国連銀の金融調節方式と金利コントロールについて」『金融研究』第13巻第1号、1994年3月。
- [3] 植田和男「マネーサプライ・コントロールを巡って」『金融研究』第12巻第1号、1993年3月。
- [4] 翁 邦雄「日本における金融調節」『金融研

究』第10巻第2号、1991年7月。

- [5] 神崎 隆「短期市場金利の決定メカニズムについて」『金融研究』第7巻第2号、1988年8月。
- [6] 黒田晁生『日本の金融市場』東洋経済新報社、昭和63年。
- [7] ——『金融政策の話』日本経済新聞社、平成元年。
- [8] M. ドッツィー「日本の金融政策—米国との比較」『金融研究』第5巻第4号、1986年12月。
- [9] 福田慎一「新しい金融環境の下での金融政策の課題について」『金融研究』第12巻第1号、1993年3月。
- [10] 福田祐一「日本の利子率の期間構造分析—消費資産価格モデルの再検討—」『経済研究』第44巻第3号、1993年6月。
- [11] M. G. ハジミカラキス著、蝦山昌一訳『米国の金融市場と金融政策—ボルカーの時代とその後』東洋経済新報社、昭和61年。
- [12] P. ミーク著、日本銀行米国金融市場研究会訳『米国の金融政策と金融市場』時事通信社、昭和59年。
- [13] 三木谷良一「アメリカ(2)—貨幣量から金利中心の金融政策へ」三木谷良一・石垣健一編『金融政策と金融自由化—先進7カ国・ECの経験と理論の展開』東洋経済新報社、1993年。
- [14] Barro, R. J., Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion, *The Economic Journal*, Supplement, 1986.
- [15] Clark, T. A., Interest Rate Seasonals and the Federal Reserve, *Journal of Political Economy*, 94(1), Feb. 1986.
- [16] Friedman, B. F., Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment, *American Economic Review*, 74(2), May. 1984.
- [17] ——, Monetary Policy without Quantity Variables, *American Economic Review*, 78(2), May. 1988.
- [18] ——, Targets and Instruments of Monetary Policy, in B. M. Friedman, F. H. Harn (eds), *Handbook of Monetary Economics*. Vol 2., North Holland, 1990.
- [19] ——, Money, Income, Prices, and Interest Rates, *American Economic Review*, 82(3), June 1992.
- [20] Kydland, F. E. and Prescott, E. C., Rules

16) M. ドッツィー[8]154頁。

Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85(3), June 1977.

[21] Mankiw, N. G., Miron, J. A., and Weil, D. N.,

The Adjustment of Expectations to a Change in Regime: A Study of the Founding of the Federal Reserve, *American Economic Review*, 77(3), June 1987.