

## 日本の金融市場調節方式について\*

鈴木 淑 夫\*\*  
黒田 晁 生\*\*\*  
白川 浩 道\*\*\*\*

1. はじめに
2. 準備預金制度と日本銀行の信用調節
3. 短期金融市場金利の決定メカニズム
4. マネーサプライのコントロールと実体経済活動への影響
5. 金融グローバル化の下での日本の金融市場調節の課題

### 1. はじめに

本論文は、日本の金融市場調節方式について短期金融市場金利およびマネーサプライのコントロール・メカニズムを中心として分析したものである。本論文では、まず金融政策運営上の操作変数として用いているコール・手形レートの設定について、日本銀行による公定歩合の変更と「準備預金の積み進捗率」の調整を中心としたメカニズムの存在することを示す。また、日本銀行は中間目標としての広義マネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) をコール・手形レートの操作を起点とした金利機能によってコントロールしているのであり、ハ

イ・パワード・マネーの調整を起点とするいわゆる乗数アプローチとは全く異なったコントロール・メカニズムを採用していることを示す。

本論文の構成は以下のとおりである。2.では、日本の準備預金制度と日本銀行の信用調節の方法を具体的に解説する。3.では、短期金融市場金利の決定メカニズムについて、まず、コール・手形レートのコントロール・メカニズム、次いでその他の短期金融市場金利への波及関係という順序で分析する。4.では、マネーサプライのコントロール・メカニズムを解説したあと、マネーサプライから実体経済諸変数への効果波及関係についての分析を

---

\* 本論文は、1988年5月26日から27日に Washington D. C. で開催された米国連邦準備制度理事会主催コンファランス“Monetary Aggregates and Financial Sector Behavior in Interdependent Economies”において鈴木淑夫が発表した英文ペーパーの日本語版である。同ペーパーは、連邦準備制度が1989年央に出版する予定のコンファランス議事録に収録される。

\*\* 日本銀行理事

\*\*\* 日本銀行金融研究所研究第1課調査役

\*\*\*\* 日本銀行金融研究所研究第1課（現在、米国ワシントン大学留学中）

行う。最後に5.では結びとして金融グローバル化が進展する下での日本の金融市場調節の課題を述べる。

## 2. 準備預金制度と日本銀行の信用調節

### (1) 日本の準備預金制度

日本銀行の金融市場調節を理解するための出発点として、まず日本の準備預金制度について解説する。日本の市中金融機関は、<sup>1)</sup>1957年5月に制定された「準備預金制度に関する法律」の下で、次のような形で日本銀行に対する準備預金の積み立てを義務付けられている。

- ① 所要準備額算定の基準となる預金等の残高は、月中平残であり、準備預金の「積み立て期間」は、当該月の16日から翌月の15日までの1カ月間である。すなわち、日本の準備預金の積み立て方式は、「後積み方式」と「同時積み方式」の混合形態である。<sup>2)</sup>
- ② 準備預金は、すべて日本銀行預金として積み立てることを義務付けられており、市中金融機関の手持ち現金は準備資産に含まれない。<sup>3)</sup>

③ 「積み立て期間」中の日本銀行預金の平残実績が所要準備額平残を上回った場合、翌期へのキャリー・オーバーは一切認められていない。<sup>4)</sup>

④ 「積み立て期間」中の日本銀行預金の平残実績が所要準備額平残に対して不足した場合、その不足額に対して公定歩合プラス3.75%の過怠金が課される。

次に準備預金の変動要因について検討しよう。個々の市中金融機関の準備預金（日本銀行預金）は、市中金融機関相互間の資金決済（例えば手形交換尻など）によっても変動するが、市中金融機関全体としての準備預金残高についてみると、そうした市中金融機関相互間の資金決済に伴う変動は相殺されてしまう。従って、市中金融機関全体の準備預金残高の変動要因としては、①市中金融機関と企業・個人等の間での現金流出入（すなわち、日本銀行券の流出入）、②政府と企業・個人等の間での資金の受払（すなわち、財政資金の受払）、③市中金融機関に対する日本銀行の信用供与・吸収、の3つが残ることになる。この関係をフロー・ベースで表現すると次式が得られる。

- 1) 1988年3月現在での日本の準備預金制度対象金融機関は、銀行（在日外銀を含む）、長期信用銀行、外国為替銀行、相互銀行・信用金庫（いずれも預金残高1,600億円超）、および農林中央金庫である。
- 2) 米国の支払準備制度（Reserve Requirements System）では、1984年2月以降、準備預金（連銀預け金分）の積み立て方法について、①決済勘定に係わる準備預金は、同時積み立て方式（正確には2日のずれ）、②非個人保有定期預金およびユーロ債務に係わる準備預金は、後積み方式が採用されている。また、西ドイツの最低準備制度（Mindestreservpolitik）では、日本と同様に同時積み方式と後積み方式の混合形態となっている。
- 3) 米国では、準備資産として連邦準備銀行に対する預け金に加えて、金融機関の手持ち現金も含まれている。また、西ドイツでも、1978年3月以降、準備資産に手持ち現金を加えている（ただし、当該月の所要準備の50%が上限）。
- 4) 米国では、所要準備に対する過不足額については、25,000ドルもしくは所要額の2%を限度として、次の積み立て期間へのキャリー・オーバーを認めている。

$$\begin{aligned} \text{準備預金増加} &= \text{日本銀行券還流} \\ &\quad \text{(減少)} \quad \text{(流出)} \\ &+ \text{財政資金支払} + \text{日本銀行信用供与} \quad (1) \\ &\quad \text{(受取)} \quad \text{(吸収)} \end{aligned}$$

(1) 式は、日本銀行が金融市場調節を行うにあたって用いている基本方程式であり、各項目の実際の変動は、「資金需給実績」統計として公表されている。また、(1) 式は、後述するようにハイ・パワード・マネーの需給均衡式に他ならない。日本銀行は、(1) 式における①と②の合計を「資金過不足」と呼んでおり、「資金不足」(＝日本銀行券流出＋財政資金受取)の大きいときには、金融市場の需給が引き締まり、逆に「資金余剰」(＝日本銀行券還流＋財政資金支払)の大きい時には、金融市場の需給が緩和すると理解している。これは、市中金融機関に対する日本銀行の信用・吸収((1)式の③)が不変とすれば、前者のケースでは準備預金の減少、後者のケースでは準備預金の増加が、それぞれもたらされるためである。

## (2) 日本銀行の金融市場調節

R. Roosa は、*Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market* (1956) の中で連邦準備制度の defensive responsibilities (market factor による金融市場の需給変化を均す役割) と dynamic respon-

sibilities (政策的意図をもって金融市場の需給変化を惹起する役割) の区分を明快に述べているが、日本銀行もまた上記のような準備預金制度の枠組の下で、defensive operations と dynamic operations とを次のように使い分けている。

① 日本銀行の defensive operations は、まず通常の金融市場調節においては、上述したような日々のあるいは季節的な「資金過不足」の変動(すなわち market factor の変動)をできるだけ均すような信用供与・吸収の実施という形で行われている。また、日本銀行は、準備預金の「積み立て期間」中を通じて見ると、日本銀行預金の平残実績が所要準備平残に(計算上の若干の誤差を除けば)ほぼ完全に一致するような形で信用供与・吸収を行っており、そうした日本銀行の信用調節の結果として、市中金融機関の超過準備(無利子)は常にほぼゼロとなっている(第1表)。<sup>5)</sup>

② 一方、日本銀行の dynamic operations は「準備預金の積み進捗率」の調整という形で行われている。「準備預金の積み進捗率」とは、実際の準備預金残高(累積値)を当該「積み立て期間」中の所要準備額(積数)で除したものであり、標準ケースとして所要準備額を「積み立て期間」(30日)中毎日均等に積み立てていく場合を考えると、標準的な「積み進捗率」は1日当り3.3%

5) 日本の金融機関の超過準備の対総準備比率は、最近の金融緩和期平均(1980年9月～88年1月)で0.076%に過ぎず、ことに都市銀行では、0.012%と殆ど無視しうる大きさである。また、都市銀行の超過準備の絶対額は、この20年間以上にわたって総準備の規模拡大にも拘らず、約2億円程度と全く変化していない。これは、日本銀行による準備預金の積み管理が、都市銀行を調節弁として行われていることを反映したものである。

金融研究

第1表 準備預金の内容別推移

(単位、億円)

| 年/月      | 65/1~67/8<br>(緩和期) | 67/9~68/7<br>(引締期) | 68/8~69/8<br>(緩和期) | 69/9~70/10<br>(引締期) | 70/11~73/3<br>(緩和期) | 73/4~75/4<br>(引締期) | 75/5~79/4<br>(緩和期) | 79/5~80/8<br>(引締期) | 80/9~88/1<br>(緩和期) |
|----------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 総準備      | 1,331.8            | 1,667.9            | 1,986.0            | 3,133.4             | 4,963.3             | 20,483.0           | 19,437.3           | 23,265.3           | 26,575.2           |
| ① 都市銀行   | 747.1              | 898.2              | 1,069.2            | 1,661.8             | 2,595.5             | 11,974.1           | 12,659.1           | 15,102.5           | 18,988.3           |
| その他銀行    | 584.7              | 769.7              | 916.8              | 1,471.6             | 2,367.8             | 8,508.9            | 6,778.2            | 8,162.8            | 7,586.9            |
| 必要準備額    | 1,326.5            | 1,662.7            | 1,980.5            | 3,123.8             | 4,951.3             | 19,249.2           | 19,421.3           | 23,244.9           | 26,554.9           |
| 都市銀行     | 744.6              | 895.5              | 1,066.9            | 1,655.8             | 2,592.5             | 10,754.3           | 12,656.7           | 15,100.0           | 18,986.1           |
| その他銀行    | 581.9              | 767.2              | 913.6              | 1,468.0             | 2,358.8             | 8,495.6            | 6,764.6            | 8,144.9            | 7,568.8            |
| 超過準備額    | 5.3                | 5.2                | 5.4                | 9.6                 | 11.9                | 15.8               | 15.9               | 20.4               | 20.3               |
| ② 都市銀行   | 2.5                | 2.6                | 2.3                | 6.0                 | 2.9                 | 2.5                | 2.4                | 2.5                | 2.2                |
| その他銀行    | 2.8                | 2.6                | 3.2                | 3.6                 | 9.0                 | 13.3               | 13.6               | 17.9               | 18.1               |
| 同・構成比(%) | 0.398              | 0.312              | 0.272              | 0.306               | 0.240               | 0.077              | 0.082              | 0.088              | 0.076              |
| ③ 都市銀行   | 0.335              | 0.289              | 0.215              | 0.361               | 0.112               | 0.021              | 0.019              | 0.017              | 0.012              |
| ④ その他銀行  | 0.479              | 0.338              | 0.349              | 0.245               | 0.380               | 0.156              | 0.201              | 0.219              | 0.239              |

(注)1. 総準備は準備預金制度対象分の合計。

2. 準備預金積立期間中の平残ベース。

ということになる。<sup>6)</sup>さて、金融市場の需給を引き締めたい場合には、日本銀行は、日々の金融市場での「資金不足(余剰)」に対する信用供与(吸収)を少なめ(多め)に行うことによって、「準備預金の積み進捗率」の経路を上記のような標準的経路よりも遅らせる。逆に、金融市場での需給を緩めたい場合には、日本銀行は、「準備預金の積み進捗率」の経路を標準的経路よりも早めるように信用調節を行うのである。なお、日本銀行が、こうした形で dynamic operations を行う場合にも、事後的にみると、「準備預金の積み立て期間」中の日本銀行預金の平残は所要準備額平残に等しくなっている(すなわち、「積み最終日」の「積み進捗率」は、100%である)ことに留意しておく必要がある。日本銀行は、そうし

た制約条件の下で、同時に金融市場の需給を能動的に変化させる dynamic operations を行っているのであり、それが日本銀行の金融調節の art なのである。

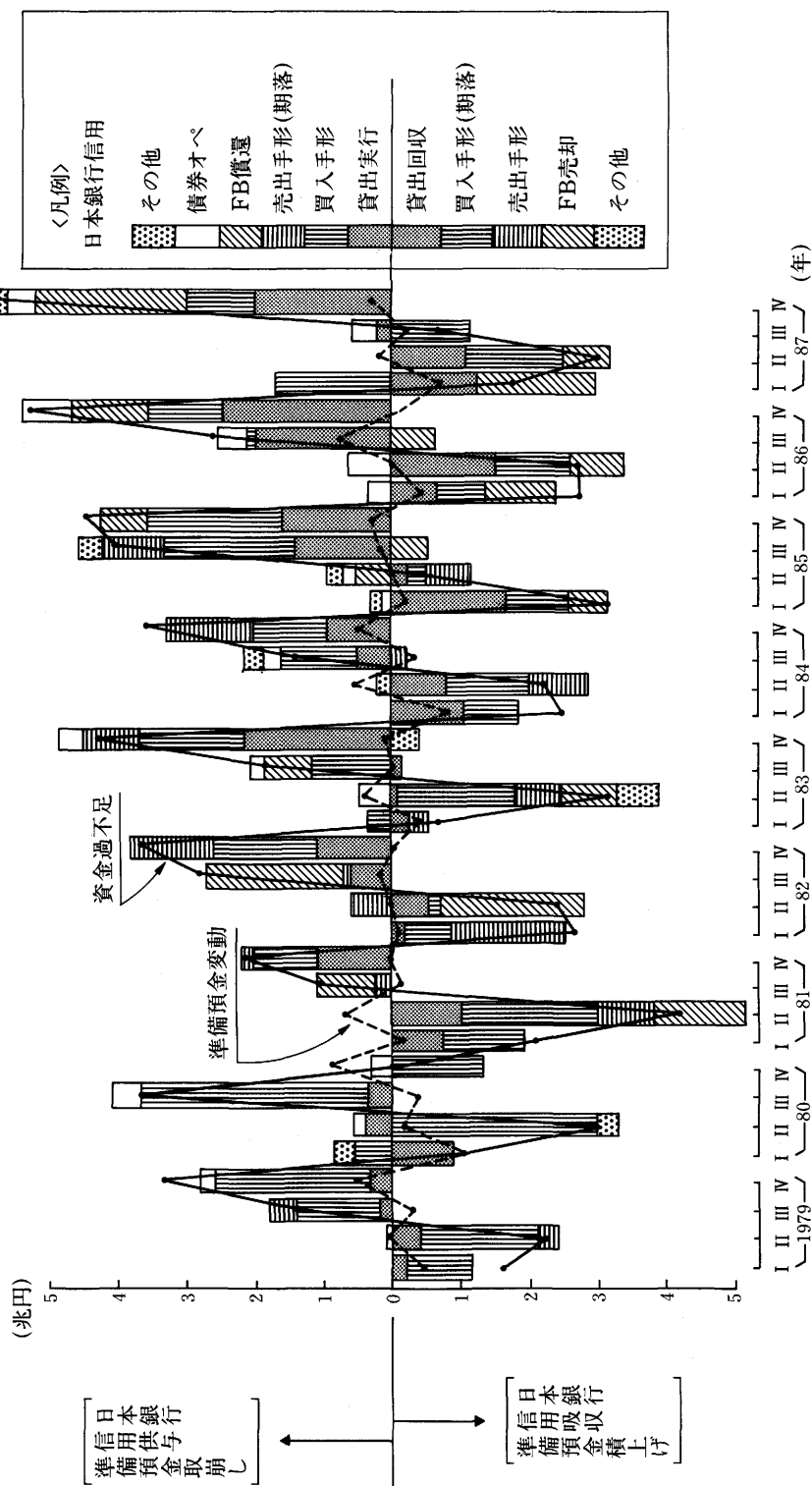
次に日本銀行が用いている具体的な信用調節手段について整理しておこう。日本銀行は、短期金融市場を構成するインターバンク市場(市場参加者は、主として金融機関に限定)およびオープン市場(非金融機関を含めた広範な市場参加者をもつ)において、また長期金融市場の中心である国債市場において、様々な信用調節手段を用いているが、それらを整理すれば、概ね以下のとおりである(第1図)。

① まず、日々のあるいは月中の「資金過不足」の振れなど、ごく短期的な market factor の変動に対処するためには、主とし

6) もちろん、1日当り3.3%という積み進捗率の経路を常に標準ケースと想定する必要性はない。「資金過不足」が不足(余剰)の月には、積み進捗率の標準経路はこれよりも遅い(速い)と観念されよう。

日本の金融市場調節方式について

第1図 「資金過不足」と日本銀行の金融調節（四半期中、フローベース）



て日本銀行貸出を用いている。<sup>7)</sup>日本銀行は、かねてよりインターバンク市場での資金の大口取り手である都市銀行を中心として、市中金融機関に対して公定歩合で貸出を行っているが、日本の公定歩合は通常においてインターバンク市場の中心的なレートであるコール・手形レートを下回っているため（後掲第2図）、日本銀行貸出は、日本銀行の完全なオプションによって実行・返済が行われている（いわゆる信用割当型）。そのため、日本銀行貸出は、日本銀行にとって最も機動的な信用調節手段であり、たとえば準備預金の「積み最終日」における着地調整（所要準備額の過不足を日本銀行信用により調整する作業）のためには、都市銀行を相手とする日本銀行貸出の実行・返済が利用されている。なお、公定歩合での日本銀行貸出の利息計算は、「両入れ先取り」方式を採用しているため、貸出期間が短くなるほど実効金利が高まることになり、貸出期間が十分に短い場合には、公定歩合が罰則金利（penal rate）としても機能しうることを注意しておく必要がある。

② 次に2～3カ月のタームでの季節的な「資金過不足」の変動に対しては、手形オペ（買入手形および売出手形）、政府短期証券（F B）オペ、C D（譲渡性預金）オペなどを用いている。日本銀行は、1972年以降、手形市場でのオペレーションを信用供与・吸収の両面で活発に行っている。また、1981年以降は、日本銀行の保有する政府短期証券を市場レート基準で売却することにより資金余剰期の信用吸収手段として

用いており、こうした政府短期証券の売却回数および1回当りの売却金額は漸次拡大の方向にある。もっとも、現状の政府短期証券市場は、日本銀行が買いオペレーションを行いうる規模には達していない。このほか、日本銀行は、短資会社に対してC D（譲渡性預金）の購入資金を貸し付けるという形でのいわゆるC Dオペも、2～3カ月タームでの資金需給の変動を均す手段として用いている（1986年3月以降）。なお、①手形オペ、政府短期証券売却、C Dオペは、下記の国債オペと同様に、日本銀行の完全なオプションによって行われていること、②日本銀行は政府短期証券売却やC Dオペの実施により、オープン市場レートの直接的コントロールを狙いとしていること、をそれぞれ付言しておく必要がある。

③ 最後に、長期的にみた経済規模の拡大に伴う「資金不足」の趨勢的拡大に対しては、国債の買い切りオペ（outright purchase）を用いている。1960年頃までは、日本銀行は、市場の「資金不足」に対して主として貸出による信用供与を行っていたが、経済成長に伴う現金通貨需要（いわゆる成長通貨）が増加するにつれて、日本銀行の貸出残高も累増するという問題（いわゆるover-loan）を生じた。このため1963年以降、いわゆる成長通貨の供給は、長期国債の買い切りオペによって行うこととなり、今日に至るまでそうした原則が基本的には引き継がれてきている。なお、日本銀行は1987年12月から短期金融市場への機動的な資金供給やオープン市場レートの直接的なコントロールを狙いとして現先方式での長期国

7) このほか、コール市場向けの売出手形も、ごく短期の信用調節手段として用いられている。

債の買オペを開始した。従って、長期国債オペの中で、買い切り方式と現先方式とでは、その狙いが異なっていることを指摘しておく必要がある。

### 3. 短期金融市場金利の決定メカニズム

以上で日本の準備預金制度と日本銀行の信用調節方式の具体的内容について解説したが、そうした日本の金融市場調節方式の下で、短期金融市場金利、ハイ・パワード・マネー、マネーサプライなどの主要な金融変数はどのようにして決定されているのであろうか。以下では、まず短期金融市場金利、とりわけ日本銀行が金融政策上の操作変数 (operating variable) として最も重視しているコール・手形レート of 決定メカニズムおよびコール・手形レートから他の短期金融市場金利 (CD レート、現先レート、ユーロ円レートなど) への波及関係について分析する。

#### (1) 単純化された日本の資金循環モデル

分析の出発点として、日本の金融市場に関する単純化された資金循環モデルを次のような形で考える (第2表)。

① 資産種類別には、現金 (C)、日本銀行預け金 (R)、日本銀行貸出 (BL)、コール・手形 (CA)、オープン市場資産 (OM)、預金 (D)、貸出 (L)、国債 (GB)、外貨建資産 (FA\*) の9資産から構成される。

② 部門別には、日本銀行 (J)、政府 (G)、銀行 (B)、民間非銀行 (N)、海外 (S) の5部門で構成される。

③ 各資産の金利として、日本銀行貸出に係る公定歩合 ( $r_{BL}$ ) および預金金利 ( $r_D$ ) は規制金利であり、<sup>8)</sup>一方、コール・手形レート ( $r_{CA}$ )、オープン市場金利 ( $r_{OM}$ )、貸出金利 ( $r_L$ )、国債金利 ( $r_{GB}$ )、および外貨建資産金利 ( $r_{FA^*}$ ) は、自由金利である。

以上のような想定の下で、各資産市場の均衡を考えると、日本銀行貸出市場については、上述した通り、公定歩合が短期金融市場金利 ( $r_{CA}$ ) を下回る下で、日本銀行のオプションによって決められた供給額を市中金融機関が受容している。また、預金市場については、市場実勢を下回る水準に預金金利が規制されている下で、銀行部門は、民間非銀行部門の預金需要に対して受動的に対応しているとみなしうる。従って、上記の資金循環モデルの一般均衡体系は、①現金および日本銀行預け金 (すなわちハイ・パワード・マネー)、②コール・手形、③オープン市場資産、④貸出、⑤国債、および外貨建資産の6つの市場に関する需給均衡条件 (うち1つはワルラスの法則により独立でない) を通じて、①コール・手形レート ( $r_{CA}$ )、②オープン市場資産金利 ( $r_{OM}$ )、③貸出金利 ( $r_L$ )、④国債金利 ( $r_{GB}$ )、⑤外貨建資産金利 ( $r_{FA^*}$ ) の5つの市場金利を決定することになる。<sup>9)</sup>また、

8) 外貨預金、大口定期預金、MMCなど金利が自由化された預金は、このモデルにおいては、一種のオープン市場資産とみなしうる。

9) 外貨建資産金利は外国 (例えば米ドル) 金利と為替レートの期待変化率とから構成される。従って外国金利が所与の下では、資産市場の一般均衡条件から為替レートの期待変化率が決定されることになる。

金融研究

第2表 わが国の単純化された資金循環モデル

|                           | 日本銀行<br>(J)       | 政府<br>(G)         | 銀行<br>(B)       | 民間非銀行<br>(N)      | 海外<br>(S)         | 利子率               |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 現金 (C)                    | C <sub>J</sub>    |                   | C <sub>B</sub>  | C <sub>N</sub>    |                   | 0                 |
| 日銀預け金 (R)                 | R <sub>J</sub>    | R <sub>G</sub>    | R <sub>B</sub>  |                   |                   | 0                 |
| 日銀貸出 (BL)                 | BL <sub>J</sub>   |                   |                 | BL <sub>B</sub>   |                   | $\bar{r}_{BL}$    |
| コール・手形 (CA)               | CA <sub>J</sub>   |                   |                 | CA <sub>B</sub>   |                   | r <sub>CA</sub>   |
| オープン市場資産 (OM)             | OM <sub>J</sub>   | OM <sub>G</sub>   | OM <sub>B</sub> | OM <sub>N</sub>   |                   | r <sub>OM</sub>   |
| 預金 (D)                    |                   |                   | D <sub>B</sub>  | D <sub>N</sub>    |                   | $\bar{r}_D$       |
| 貸出 (L)                    |                   |                   | L <sub>B</sub>  |                   | L <sub>N</sub>    | r <sub>L</sub>    |
| 国債 (GB)                   | GB <sub>J</sub>   | GB <sub>G</sub>   | GB <sub>B</sub> | GB <sub>N</sub>   |                   | r <sub>GB</sub>   |
| 外貨建資産 (FA*)               | FA <sub>J</sub> * | FA <sub>G</sub> * |                 | FA <sub>B</sub> * | FA <sub>N</sub> * | FA <sub>S</sub> * |
| 資金過不足累計額<br>(純金融資産残高) (W) | 0                 | W <sub>G</sub>    | 0               | W <sub>N</sub>    | W <sub>S</sub> *  | -                 |

(注) W<sub>G</sub> は、政府の財政赤字累積額、W<sub>N</sub> は、民間非銀行部門の貯蓄超過累積額、W<sub>S</sub>\* は、経常収支黒字累積額を示す。

そうした自由金利の決定と同時に、ハイ・パワード・マネーおよびマネーサプライも内生的に決定されることになる。

(2) コール・手形レートの決定メカニズム

上記のような資産市場の一般均衡モデルでは、すべての自由金利および金融市場の量的変数（ハイ・パワード・マネーやマネーサプライ）が、同時に決定されてしまうことになるが、現実のマネタリー・コントロールのメカニズムを考える上では、それら諸変数の変動についての時間的な前後関係ないしは因果関係を明らかにしていくことが極めて重要な課題となる。

さて、日本のマネタリー・コントロールの起点は、ハイ・パワード・マネーの需給調節を通ずるコール・手形レートのコントロール

である。日本銀行は、伝統的な金融調節の場であるコール・手形市場の金利を金融政策運営上の操作変数（operating variable）として重視しており、最近の金融自由化・国際化の進展の下でも、そうしたコール・手形レート重視の姿勢に何ら変化は生じていない。ここで第2表に即してハイ・パワード・マネー（H）の需給を説明すると、需要項目は、民間銀行部門の準備需要（R<sub>B</sub>）、同部門の保有現金（C<sub>B</sub>）および民間非銀行部門の保有現金（C<sub>N</sub>）により構成され、部分均衡的にはR<sub>B</sub>とC<sub>B</sub>は、コール・手形レート（r<sub>CA</sub>）の関数として表現される。<sup>10)</sup>

$$H \equiv R_B (r_{CA}) + C_B (r_{CA}) + C_N \quad (2)$$

一方、ハイ・パワード・マネーの供給は、日本銀行および政府のバランス・シート制約式

10) 民間非銀行部門の保有現金（C<sub>N</sub>）需要は、オープン市場金利（r<sub>OM</sub>）の関数として表現されるが、インターバンク市場金利であるコール・手形レート（r<sub>CA</sub>）の関数とはならない。



から次式となる。

$$\begin{aligned} H &= C_J + R_J - R_G \\ &= (B L_J + C A_J + O M_J + G B_J + F A_J^*) \\ &\quad - (O M_G + G B_G - F A_G^* - \overline{W}_G) \quad (3) \end{aligned}$$

(ここで $\overline{W}_G$ は、政府の財政赤字累積額を示す)

従って、ハイ・パワード・マネーの需給均衡は、

$$\begin{aligned} H &\equiv R_B (r_{CA}) + C_B (r_{CA}) + C_N \\ &= B L_J + C A_J + O M_J + G B_J + F A_J^* \\ &\quad - (O M_G + G B_G - F A_G^* - \overline{W}_G) \quad (4) \end{aligned}$$

として表現される。ここで(4)式において、 $C_B$ および $C_N$ を移項し、また(4)式全体をフロー・ベース(△印で表示)に変形すると

$$\begin{aligned} \Delta R_B (r_{CA}) &\equiv -\Delta (C_B (r_{CA}) + C_N) - \\ &\quad \Delta (O M_G + G B_G - F A_G^* \\ &\quad - \overline{W}_G) + \Delta (B L_J + C A_J \\ &\quad + O M_J + G B_J + F A_J^*) \quad (5) \end{aligned}$$

となるが、これは(1)式の「資金需給」式と同じものである。すなわち、日本銀行が金融市場調節において用いている基本方程式は、ハイ・パワード・マネーの需給均衡を準備預金の需給調整に焦点を当てる形で把握したものに他ならず、またそうした準備預金の需給調整を通じてコール・手形レートが決定され

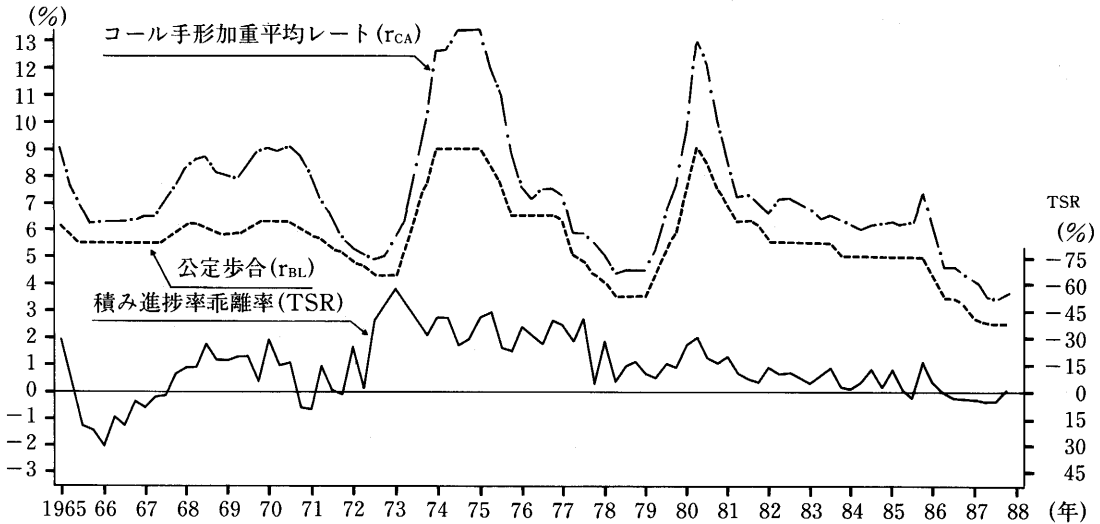
てくるのである。

次にコール・手形レートの決定関数を特定化しよう。コール・手形レートの決定については、公定歩合操作の効果が、最も重要である。日本銀行貸出が日本銀行の完全なオプションによって行われている状況の下では、公定歩合の変更がいわゆるコスト効果を通じてコール・手形レートに影響を及ぼす度合は限定されたものとならざるを得ないが、<sup>11)</sup>一方において公定歩合の変更は、日本銀行の政策スタンスの変更を一般に公示するいわゆる「アナウンスメント」効果を通じてコール・手形レートに直接的に働きかけるのである。事実、第2図が示すとおり、日本の場合、公定歩合とコール・手形レートは概ね平行的な変動を示している。

公定歩合の変更が、金融政策スタンスの基調的な変化を示す一方で、既に述べたような「準備預金の積み進捗率」は、日本銀行が望ましいと考える金融市場の引き締めないしは緩和度合についての副次的な変化を公示している。その意味で「準備預金の積み進捗率」も、公定歩合の操作と同様に主としてその「アナウンスメント効果」を通じてコール・手形レートに働きかけているといえよう。また、例えば、「準備預金の積み進捗率」が標準経路よりも遅れた場合には、市中金融機関にとって必要準備積み立てのための implicit cost が上昇し、それがコール・手形レートに上昇圧力を及ぼすという効果も見逃せない

11) 日本銀行貸出が日本銀行の完全なオプションによって決定されている以上、公定歩合の変更は、「アナウンスメント効果」を除いて考えれば、資産市場の一般均衡条件によって決定される諸金利の均衡水準に影響を及ぼしえない。換言すれば、公定歩合の変更がコール・手形レートにコスト効果を介して影響を及ぼしうするためには、日本銀行貸出量の決定に関して市中銀行サイドに若干なりとも裁量の余地がなければならない。

第2図 コール・手形レート，公定歩合，準備預金の積み進捗率の推移



ころである。<sup>12)</sup>

以上のような考え方に基づいて、コール・手形レート(加重平均レート)を①公定歩合、②「準備預金の積み進捗率」で説明する関数を計測すれば比較的良好な結果が得られる(第3表)。なお、上記2変数のほか、金融市場の自律的需給要因としての「資金過不足」の累積値(ただし、国債買オペ調整後)を追加した計測式も、比較的良好な結果であり、コール・手形レートがそうした自律的需給要因の変化を反映して、ある程度季節的に変動していることを示唆している。<sup>13)</sup>

### (3) 他の短期金融市場金利への波及関係

以上のようなメカニズムで決定されたコール・手形レートの変動は、金利裁定を通じて他の短期金融市場金利へと波及していく。日本の短期金融市場においては最近において幾つかの新しい市場が創設されるとともに全体として規模の拡大傾向が続いているが、そうした下で国内のインターバンク市場とオープン市場、また国内市場と海外市場との間の金利裁定が活発化し、それらの市場金利相互間での連動関係が次第に強まる傾向にあるといえよう(第3図)。

12) ここで implicit cost の上昇は、具体的には①金融機関全体に対する日本銀行の積み管理の強化とサーベイランス・コストの上昇、②また、個別の金融機関の立場からすれば、他行と比べて「準備預金の積み進捗率」が遅れた場合、準備預金積み最終日における着地失敗のリスク(即ち、一行のみ多額の日本銀行貸出に追い込まれることの不名誉)が増大すること、などを意味している。

13) 第3表の計測結果をみると、TSRとSKFのパラメーターについて月次データでは有意な反面、四半期データでは有意でないが、これはコール・手形レートの変動が、TSRやSKFの月次ベースでの変動を反映しており、四半期データではそうした変動がならされてしまうためと理解されよう。なお、TSRのデータは非公表であるが、説明変数からTSRを除いても、コール・手形レートの決定関数についてそこそこの計測結果を得ることは可能なことを付言しておく。

日本の金融市場調節方式について

第3表 コール・手形加重平均レート決定関数の計測結果

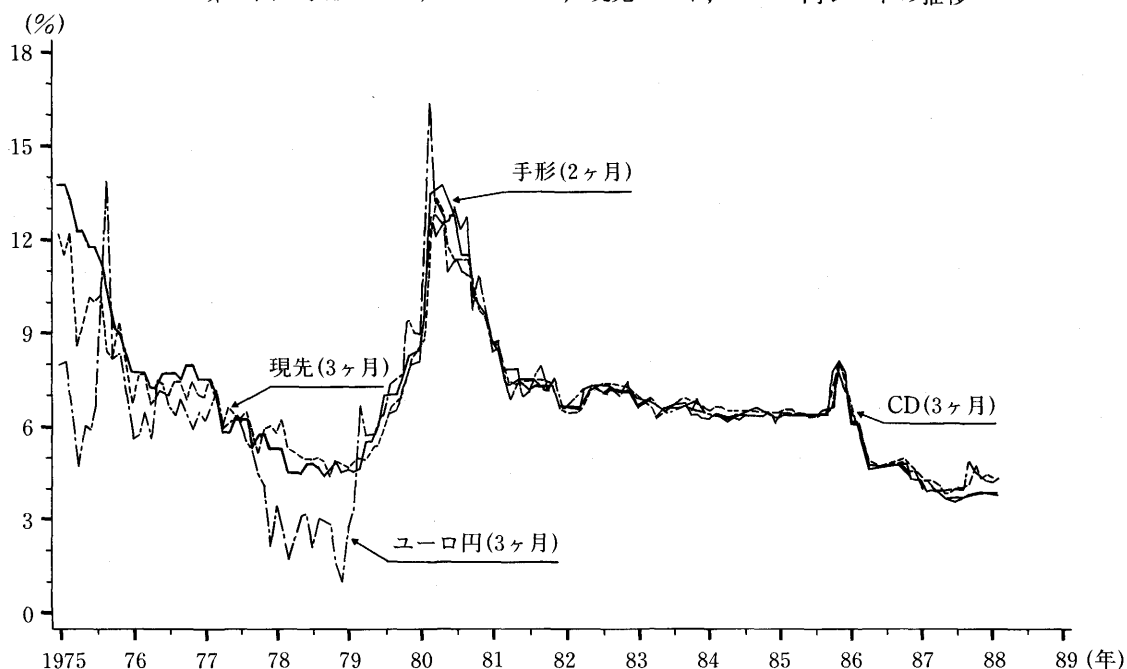
$$r_{CA} = a_0 + b_0 r_{BL} + c_0 \text{TSR} + d_0 \text{SKF} + \epsilon$$

$r_{CA}$  : コール・手形加重平均レート (%)  
 $r_{BL}$  : 公定歩合 (%)  
 TSR : 準備預金の積み進捗率 (標準型からの乖離率%)  
 SKF : 「資金過不足」(国債買オペ調整後)の累積額 (兆円)

|                 | $b_0$      | $c_0$      | $d_0$    | Const.   | $\bar{R}^2$ | D.W.  |
|-----------------|------------|------------|----------|----------|-------------|-------|
| 月次データ<br>による計測  | 1.154      | -0.029     |          | 0.636    | 0.981       | 1.886 |
|                 | (16.146**) | (-3.171**) |          | (1.620)  |             |       |
|                 | 1.176      | -0.033     | 0.031    | 0.522    | 0.982       | 1.854 |
|                 | (17.759**) | (-3.629**) | (2.470*) | (1.448)  |             |       |
| 四半期データ<br>による計測 | 1.447      | -0.015     |          | -0.816   | 0.970       | 1.720 |
|                 | (12.538**) | (-1.486)   |          | (-1.372) |             |       |
|                 | 1.399      | -0.014     | 0.030    | -0.599   | 0.971       | 1.792 |
|                 | (13.110**) | (-1.309)   | (1.208)  | (-1.133) |             |       |

- (注)1. 計測期間は、月次データの場合、1979年2月から88年2月、四半期データの場合、1979年1～3月期から87年10～12月期。  
 2. ( )内はt値。  
 3. \*\*(\*)は、1% (5%)水準で有意であることを示す。  
 4. 1階の自己相関調整後のベース。

第3図 手形レート、CDレート、現先レート、ユーロ円レートの推移



① まず、国内のインターバンク市場とオープン市場の間での金利裁定は、1979年のCD（譲渡性預金）市場創設に加えて、78年秋頃から都市銀行の現先取引が段階的に自由化されたことや、80年以降、証券会社のコール市場への参入が認められたことなどにより、次第に活発化している。因に、手形レートと現先レートとの間での相関係数は、昭和50年代前半（1975年～79年）の0.958から50年代後半以降（1980年～88年）の0.991へと高まっている（第4表）。また、CDレートと手形レートについては、金融機関の資金調達面における手形売却とCD発行との間での金利裁定行動を介して、両者の間での連動関係が概ね維持されている（1980～88年における両者の相関係数は

0.990）。

② 次に国内市場と海外市場との間での金利裁定は、1979年の非居住者による現先市場への参入解禁など一連の為替管理自由化措置によって活発化した。さらに80年の新外為法への移行や、84年の円転規制の撤廃により、内外の金利裁定取引が、ほぼ完全に自由化されたとみなすことができよう。因に、手形レートとユーロ円レートの間での相関係数は、1975～79年の0.625から1980～88年の0.979へと高まっている。

(4) 短期金利市場金利の期間構造

次にやや視点を変えて、短期金融市場金利の期間構造がどのように形成されているかについて分析する。具体的には最も短期のオー

第4表 手形レート、ユーロ円レート、CDレート、現先レートの相関係数の計測結果

① インターバンク市場金利とオープン市場金利間の裁定

| インターバンク市場 | オープン市場  | 計測期間        | 相関係数  |
|-----------|---------|-------------|-------|
| 手形2か月     | 現先3か月   | 75/01～79/12 | 0.958 |
|           | ユーロ円3か月 | 〃           | 0.625 |
| 手形3か月     | CD3か月   | 80/01～88/01 | 0.990 |
|           | 現先3か月   | 80/01～88/02 | 0.991 |
|           | ユーロ円3か月 | 〃           | 0.979 |

② オープン市場金利間の裁定

| オープン市場 |         | 計測期間        | 相関係数  |
|--------|---------|-------------|-------|
| 現先3か月  | ユーロ円3か月 | 75/01～79/12 | 0.623 |
| CD3か月  | 現先3か月   | 80/01～88/01 | 0.989 |
| CD3か月  | ユーロ円3か月 | 〃           | 0.968 |
| 現先3か月  | ユーロ円3か月 | 80/01～88/02 | 0.983 |

(注) 金利はいずれも月末値。

バーナイト物金利であるコール・レート（無条件物）と期間3カ月程度のターム物金利（①手形レート、②CDレート、③現先レート、④ユーロ円レート）との間の関係を分析する。

さて、金利の期間構造に関する純粋期待仮説（pure expectations hypothesis）の下では、ターム物金利（ $r_T$ ）は、それに対応する期間におけるコール・レート（ $r_C$ ）の現在値および予想値の平均（ $r_C^e$ ）に等しくなるはずである。即ち

$$r_T = a_0 + b_0 r_C^e + \epsilon \quad (6)$$

という回帰式を計測するとき、純粋期待仮説は、

$$H_0: a_0 = 0 \quad \text{および} \quad b_0 = 1 \quad (7)$$

を示唆している。そこでコール・レートの先行き3カ月間の予想値については完全予見（perfect foresight）を仮定した上で（6）式を計測すると（第5表）、手形レートについては、ほぼ純粋期待仮説通りの結果（ことに  $b_0 = 1$  に注目の要）となっており、日本の短期金融市場においてはコール・手形が極めて同質的なものとして扱われているという事実と斉合的である。また、インターバンク市場としての性格が強いユーロ円レートについても、手形レートと比べると幾分劣るものの、純粋期待仮説は5%の有意水準で棄却されな

第5表 短期金融市場金利の期間構造式の計測結果

$$r_T = a_0 + b_0 r_C^e + \epsilon$$

$r_T$ : ターム物金利（手形レート、CDレート、現先レート、ユーロ円レート<いずれも3か月物>）  
 $r_C^e$ : コール・レートの現在値および先行き3か月間の予想値の平均値

| $r_T$    | $a_0$              | $b_0$              | $\bar{R}^2$ | D.W.  |
|----------|--------------------|--------------------|-------------|-------|
| 手形3か月物   | 0.279<br>(0.626)   | 1.000<br>(0.003)   | 0.966       | 1.742 |
| CD3か月物   | 1.515<br>(3.319**) | 0.813<br>(2.858**) | 0.957       | 1.450 |
| 現先3か月物   | 0.924<br>(2.998**) | 0.876<br>(2.775**) | 0.957       | 2.017 |
| ユーロ円3か月物 | 0.338<br>(1.148)   | 1.018<br>(0.423)   | 0.926       | 1.939 |

- (注)1. 計測期間は、1980年1月から87年12月。  
 2. ( )内はt値。\*\*(\*)は、帰無仮説、 $H_0: a_0 = 0, b_0 = 1$ が1% (5%)の有意水準で棄却されることを示す。  
 3. 計測式はいずれも1階の時差相関調整ベース。

い。一方、オープン市場金利であるCDレートと現先レートについては、いずれも1%の有意水準で純粹期待仮説が棄却されており、オープン市場固有の需給要因やリスク・ファクターなどがレート形成に有意な影響を及ぼしている可能性を示唆している。

#### 4. マネーサプライのコントロールと実体経済活動への影響

日本銀行が金融政策の運営上における中間目標として重視しているのは広義マネーサプライである。日本銀行は、第1次石油危機とそれに続く高インフレーションの苦い経験を背景として1975年頃より、金融政策運営上の最終目標として従来以上に景気よりも通貨価値安定(即ち物価安定)を優先するとともに、中間目標としては従来の金融機関貸出に替えてマネーサプライを重視するようになった。日本銀行は、1978年7~9月期以降、マネーサプライ(当初は $M_2$ 、79年4~6月期以降

$M_2+CD$ )の翌四半期見通しを平残前年比の形で対外的に公表しており、今日に至るまでマネーサプライ重視政策を継続している。

以下では、こうした日本銀行のマネーサプライ重視政策を支える背景としての①マネーサプライのコントローラビリティと②マネーサプライと実体経済活動との関係の安定性について分析する。

##### (1) マネーサプライのコントロール・メカニズム

日本銀行によるマネーサプライのコントロールはあくまでも操作変数としてのコール・手形レートの変動を通ずるものである。2.の準備預金制度と日本銀行の信用調節方式についての解説で明らかにしたように、日本銀行の金融市場調節は、ハイ・パワード・マネー需要の変動に対して短期的には同調的に(accommodatingly)に対応するという性格が強く、ハイ・パワード・マネー供給の能動

第6表 ハイ・パワード・マネー、短期金利、マネーサプライの3変量VARモデルによるF-testの結果

$$\left[ \begin{array}{l} H: \text{ハイ・パワード・マネー} \\ r: \text{コール・手形加重平均レート} \\ M: \text{マネーサプライ}(M_2+CD) \end{array} \right]$$

| 説明変数<br>被説明変数 | H     | r         | M         | 因果関係 |
|---------------|-------|-----------|-----------|------|
| H             | 2.840 | 6.913*    | 11.765**  |      |
| r             | 0.418 | 318.067** | 0.728     |      |
| M             | 0.103 | 6.294**   | 136.347** |      |

- (注)1. 計測期間は1968年1~3月期から87年10~12月期。  
 2. 四半期データ、季調済前期比ベース。  
 3. VARモデルのラグ次数はmin. AIC基準により決定。  
 4. \*\*(\*)は下値が1%(5%)の水準で有意であることを示す。

的コントロールにより、その乗数倍としてのマネーサプライをコントロールするといういわゆる乗数アプローチを日本銀行が採用したことはない。因に、マネーサプライ (M)、ハイ・パワード・マネー (H)、短期金利 (r) の3変量VARモデルを計測してみると(第6表、計測期間は1968年1~3月期から1987年10~12月期)、仮にGrangerのcausalityを判断基準として用いるならば(Granger 1969)、①  $r \rightarrow M$ 、 $r \rightarrow H$  という unidirectional causality が検出され、日本銀行による短期金利のコントロールが金融政策運営の起点であることが確認されると同時に、②  $M \rightarrow H$  という unidirectional causality も検出され、日本の場合、乗数アプローチ的な金融政策運営の行われていないことを明確に示している。

さて、日本銀行によるコール・手形レートの変動を通ずるマネーサプライのコントロール・メカニズムとはいかなるものであろうか。以下では、説明の便宜上、マネーサプライ抑制のケースをとりあげて3つのルートの存在することを指摘する。

① 日本銀行によるインターバンク市場金利の引上げは、市中金融機関による貸出の限界採算の悪化ないしは短期金融市場資産への運用有利化を通じて市中金融機関による貸出を抑制する。これは金融機関の貸出金利が、規制金利預金をベースとした長短プライム・レート貸出の存続や長期的にみた顧客関係 (good customers' relationship) 維持への配慮などから、短期金融市場金利と比べて比較的粘着的なためである。なお、日本銀行によるいわゆる窓口指導 (市中金融機関の貸出増加額<四半期ベース>に対する抑制指導) は、こうした金利機能を通

ずる貸出抑制メカニズムを補完するものである。

② インターバンク市場金利の上昇は、オープン市場金利や中・長期債利回りの上昇をもたらす。民間非銀行部門は、そうしたオープン市場金利や中長期債利回りの上昇に応じて保有金融資産の中での規制金利預金のウエイトを圧縮する。これを銀行部門サイドからみれば、規制金利預金の流出 (いわゆる dis-intermediation) が生じていることになる。このように自由金利のオープン市場や中長期債市場が発達するにつれて、民間非銀行部門の資産選択行動を介するマネーサプライへの影響が重要な役割を果たすようになってくるのである。

③ 民間非銀行部門は、貸出金利の上昇や社債発行利回りの上昇 (資金調達コストの上昇) および現先レートやCDレートの上昇 (機会費用の上昇) に伴い設備・在庫投資 (企業部門) や住宅・消費支出 (家計部門) を抑制する。こうした企業・家計部門の支出抑制は、経済全体としての名目取引高を鈍化させ、通貨に対する取引需要を抑制する (主として企業部門における通貨需要の抑制)。さらに、そうした実体経済活動の沈静化は、所得抑制効果を介して家計貯蓄面にも影響を及ぼし、資産動機による通貨需要も抑制する (主として家計部門における通貨需要の抑制)。

日本銀行による以上3つのマネーサプライ・コントロール経路は、今日に至るまで基本的には存続しているが、1985年春以降において一連の預金金利自由化措置 (MMC創設、CDの発行条件緩和、大口定期預金の金利自由化など) が実施されていることや、それに伴い金融機関の貸出付利方式が、従来のよう

第7表 コール・レートとマネーサプライの時差相関係数

|                      | 計測期間         | 時差相関係数の最大値 | ラグ次数 |
|----------------------|--------------|------------|------|
| 四半期データ<br>(SA前期比ベース) | 1975/I~79/IV | -0.751     | -1   |
|                      | 1980/I~84/IV | -0.660     | -2   |
|                      | 1985/I~87/IV | -0.480     | -4   |
| 月次データ<br>(SA前月比ベース)  | 1975/1~79/12 | -0.455     | -3   |
|                      | 1980/1~84/12 | -0.451     | -5   |
|                      | 1985/1~88/1  | -0.350     | -8   |

な規制金利連動型のプライム・レート方式から市場金利連動型のスプレッド方式へと移行していることは、上記のようなマネーサプライのコントロール・メカニズムを次のように変化させる可能性があるだろう。

- ① 貸出金利についてスプレッド方式が増加していくことは、金融機関貸出の限界採算悪化を通ずるマネーサプライ抑制効果（上記ルートa）を弱める方向に作用しよう。
- ② また、預金金利の自由化（具体的には短期金融市場金利との連動化）が進むにつれて、いわゆる dis-intermediation を通ずるマネーサプライ抑制効果（上記ルートb）も弱まる方向であろう。
- ③ 一方、預金金利の自由化、貸出金利の市場金利連動型化に伴い、企業、家計等の支出行動の変化を介する通貨需要の抑制効果（上記ルートc）は、むしろ強まるといえよう。

このように最近における預金金利自由化が、マネーサプライのコントロール・メカニ

ズムに及ぼす影響は、強弱いずれの方向ともありうるものであり、全体としての影響がどうなるのかは a priori には何とも言えない。ただし、コールレートと  $M_2 + CD$  との間での時差相関係数を試みに計算してみると（第7表）、一連の預金金利自由化措置が実施された1985年以降、①両者の逆相関関係が若干弱まるとともに、②ラグ期間も長期化する、という結果が得られる。もちろん、短期金利とマネーサプライの間に引続き逆相関関係が存在することに変わりはなく、日本銀行は、今後ともコール・手形レートの操作を起点としたマネーサプライ・コントロールを指向していくことになろうが、最近における金融自由化がマネーサプライのコントロール・メカニズムをどのようなテンポで変えていくのかについて注視していく必要があるだろう。

## (2) マネーサプライと实体经济活動との関係

日本銀行が金融政策の運営上マネーサプラ



イを中間目標として重視している理由は、<sup>14)</sup>既に幾多の実証研究が明らかにしてきたように、マネーサプライの変動と実体経済諸変数（とりわけ日本銀行が最終目標として最も重視する物価）の変動との間に安定した関係が存在するからに他ならない。

ここではVARモデルを用いてマネーサプライと実体経済活動との関係を review しておこう。

まず、①ハイ・パワード・マネー（H）、②短期金利（ $r$ ）、③マネーサプライ（M）、④名目GNP（Y）、からなる4変量のVARモデルを計測（期間は1967年4～6月期から87年10～12月期）してみると、 $M \rightarrow Y$ という unidirectional causality が検出される反面、 $r \rightarrow Y$ 、 $H \rightarrow Y$ という causality は、検出されない（第8表）。こうした計測結果は、中間目標としてのマネーサプライの存在意義を改めて確認するものといえよう。なお、前述した3変量VARモデルでの分析と全く同様に  $r \rightarrow M$ 、 $r \rightarrow H$ 、 $M \rightarrow H$ という3つの unidirectional causality が検出され、既に述べた日本の金融市場の working mechanism（即ち短期金利操作によるマネーサプライのコントロールおよびハイ・パワード・マネー需要の変動に対する同調的対応）が robust なものであることを示唆しているといえよう。

次に①～③に④実質GNP（ $y$ ）と⑤GNPデフレーター（ $P$ ）を加えた5変量VARモデルを計測すると  $M \rightarrow P$ 、 $M \rightarrow y$ 、 $P \rightarrow y$ という3つの unidirectional causality が検出さ

れる（第8表）。ここで  $P \rightarrow y$  という causality は、いわゆる「インフレのデフレ効果」の存在を示唆していると理解することができよう。従って、 $M \rightarrow y$ （マネーサプライ増加に伴う実質GNPの増加）は、いずれ  $P \rightarrow y$ （インフレ率上昇に伴う実質GNPの減少）によって相殺される結果、長期的にみると、マネーサプライの増加が実質GNPに対して及ぼす影響は不確かなものである（すなわち、長期のフィリップス曲線はほとんど垂直となる）。なお、H、 $r$ 、Mの相互間の関係は5変量モデルでも同様である。

以上においてマネーサプライのコントロール・メカニズムおよびマネーサプライから実体経済諸変数への効果波及関係を分析したが、次にこれらを総括するものとしての通貨需要関数を計測し、最近におけるそのパフォーマンスの変化を検討する。<sup>15)</sup> まず、標準的な通貨需要関数として、実質マネー残高を短期金利と実質GNPで説明する定式化を採用し、1978年7～9月期から85年10～12月期までの期間にわたって計測してみると、比較的良好な結果が得られる（第4図）。また、この関数を用いて86年1～3月期以降のマネーサプライについて外挿テストを行ってみると、86年10～12月期までは比較的良好にフォローできる。しかしながら、87年以降は大幅な過小推計となり、ごく最近におけるマネーサプライの急速な伸び率上昇は、上記のような標準的な通貨需要関数では説明できないといえよう。次に、最近においてマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）中に占める自由金利商

14) Suzuki (1985) を参照。また、この分野に関する実証研究のサーベイとしては、Okina (1985) を参照。

15) ここでの通貨需要関数の計測およびシミュレーションは、日本銀行金融研究所の深尾光洋、山川哲史の両氏が行ったものである。

金融研究

第8表 4変量および5変量のVARモデルによるF-testの結果

H : ハイ・パワード・マネー  
 r : コール・手形加重平均レート  
 M : マネーサプライ ( $M_2 + CD$ )  
 Y : 名目GNP  
 y : 実質GNP  
 p : GNPデフレーター

① H, r, M, Yの4変量VARモデル

| 説明変数<br>被説明変数 | H     | r         | M         | Y      | 因果関係 |
|---------------|-------|-----------|-----------|--------|------|
| H             | 1.808 | 7.551*    | 7.372**   | 0.719  |      |
| r             | 0.028 | 248.384** | 0.982     | 2.187  |      |
| M             | 0.143 | 6.152**   | 113.770** | 0.089  |      |
| Y             | 0.531 | 1.264     | 9.232**   | 3.549* |      |

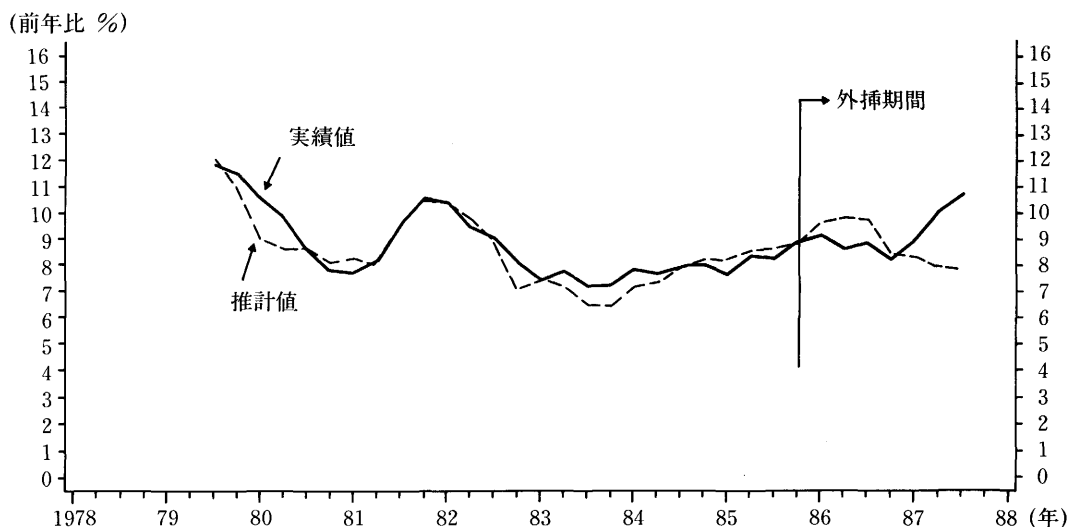
② H, r, M, y, pの5変量VARモデル

| 説明変数<br>被説明変数 | H     | r         | M         | y     | p        | 因果関係 |
|---------------|-------|-----------|-----------|-------|----------|------|
| H             | 1.063 | 9.121**   | 8.095**   | 0.409 | 1.957    |      |
| r             | 0.002 | 191.293** | 0.696     | 0.894 | 2.331    |      |
| M             | 0.302 | 5.279**   | 108.287** | 0.247 | 0.805    |      |
| y             | 0.182 | 0.163     | 3.825*    | 1.028 | 3.419*   |      |
| p             | 0.173 | 1.419     | 7.832**   | 1.061 | 21.110** |      |

(注)1. 計測期間, データ, VARモデルのラグ次数選択方法は第6表と同様。

2. \*\*(\*)は, 1% (5%)の水準で有意であることを示す。

第4図 通貨需要関数の計測とシミュレーション結果 [I]



(注) 1. 推計に使用した関数: 推定期間 1978年Ⅲ～85年Ⅳ

$$\ln(M/P) = -1.3257 + 0.2260 \ln(Y/P) - 0.2732 \ln(1+r) + 0.8544 \ln(M/P)_{-1} + \varepsilon$$

(2.1) (4.9) (12.6)

$\bar{R}^2 = 0.999$  S.E. = 0.00469 D.W. = 1.946 ( )内はt値

M:  $M_2 + CD$  (平残、季調済み) Y: 名目GNP P: GNPデフレーター r: 現先金利

2. 外挿は1985年Ⅳを発射台とするダイナミック・シミュレーション

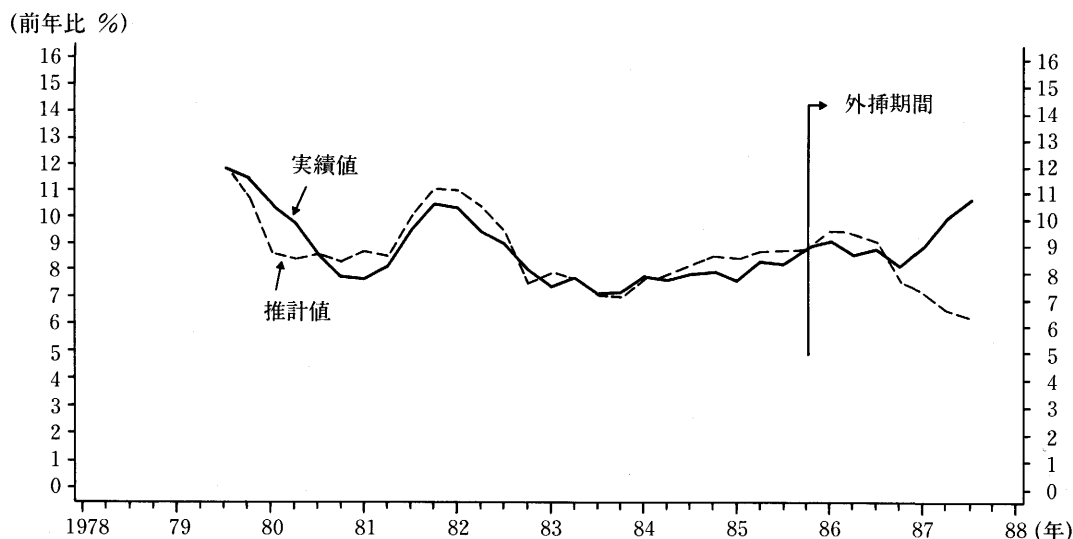
品のウェイトが急上昇(85年末8.6%→87年10月末19.5%)し、それに伴いマネー保有の機会費用が低下している可能性を考慮し、金利変数として $M_2 + CD$ の実効利回りと短期金融市場金利の差を用いた通貨需要関数を改めて推計の上、外挿テストを行ってみても、関数のフィットや予測力に改善はみられない(第5図)。

以上でみたように最近におけるマネーサプライ( $M_2 + CD$ )の急増は、上記のような通貨需要関数によっては説明しきれないものである。そこでこうしたマネーサプライの過小推計の理由を検討してみると、まず最近において長短の諸金利が歴史的な低水準にまで低下したことや、それに伴い土地・株式等のexisting assetsの価格が大幅に上昇したこと

が民間非銀行部門の借入れ能力をかつてないほどに上昇させ、それが銀行等の与信活動を活発化させた可能性がある。すなわち、上記の計測式は、一般に通貨「需要」関数と呼ばれているが、仮に通貨「供給」関数を考えたとしても、説明変数は両者のあいだで実際上同じような式となるので、計測された式が通貨の需要関数なのか供給関数なのか識別が困難であり、上記のような一見したところ通貨「需要」関数の不安定化とみられる現象は、実は通貨「供給」関数のシフトによるものかもしれないのである。

最近におけるマネーサプライの急増についての今一つの解釈は、資産動機にもとづく通貨需要を考慮に入れることである。すなわち、株式や土地の価格上昇に伴う資産ストックの

第5図 通貨需要関数の計測とシミュレーション結果 [II]



(注) 1. 推計に使用した関数:推定期間 1978年Ⅲ～85年Ⅳ

$$\ln(M/P) = -0.9967 + 0.1772 \ln(Y/P) - 0.3741 \ln(1+c) + 0.8815 \ln(M/P)_{-1} + \varepsilon$$

(1.5)                      (4.2)                      (12.1)

$\bar{R}^2 = 0.999$  S.E. = 0.00504 D.W. = 1.895 ( )内はt値

M:  $M_2 + CD$  Y: 名目GNP P: GNPデフレーター c:  $M_2 + CD$ 保有の機会費用  
[(現先金利) - ( $M_2 + CD$ の平均利回り)]

2. 外挿は1985年Ⅳを発射台とするダイナミック・シミュレーション

増加が通貨需要の増加をもたらしているのかもしれない。もしそうであれば、通貨需要関数の追加的な説明変数として資産ストックを採用することにより、最近におけるマネーサプライの過小予測という問題を解決しようであろう (Ueda 1988)。

既に述べたように1985年以降における一連の預金金利自由化の下でマネーサプライのコントロール・メカニズムに変化が生じつつあるが、他方では標準的な通貨需要関数の予測パフォーマンスの低下という問題が生じつつある。従って、今後におけるわが国のマネタリー・ターゲティング政策運営においては、マネタリー・コントロールのメカニズムがどのように変化していくのか、また通貨需要関

数の予測力がどのように変化していくのか、について十分に注視していく必要がある。

## 5. 金融グローバル化の下での日本の金融市場調節の課題

本論文では、日本の金融市場調節方式について①短期金融市場金利の決定メカニズム、②マネーサプライのコントロール・メカニズムに分けて分析したが、最後に日本の金融市場の自由化・国際化や証券化の動きが進展し、その結果として世界の金融市場との統合(いわゆる金融のグローバル化)がもたらされつつある状況下において、日本の金融市場調節方式がどのような課題に直面しているのかを述べて結びとしたい。

まず、短期金融市場金利の決定メカニズムに関しては、国内のオープン市場やユーロ円市場などが発達する状況下、コール・手形レートを中心とした短期金利のコントローラビリティをいかにして確保していくのかという課題がある。もとより短期金融市場金利の決定が、つまるところハイ・パワード・マネーの需給調節によるものであり、かつ日本銀行がハイ・パワード・マネー供給を制約する立場にある以上、例えばユーロ円市場の自由化に伴って日本の金融市場調節が困難をきたし、短期金融市場金利のコントローラビリティが低下するという事は原理的にはありえない。しかしながら、本論文の実証分析が明らかにしたように、オープン市場レートが、その個別市場の需給要因等によりコール・手形レートから乖離する局面のあるのも事実であり、日本銀行が短期金融市場金利全体のコントローラビリティを確実なものとしていくためには、新たに生起・拡大する様々なオープン市場でのオペレーション手段を整備していくことが重要と考えられる。

次にマネーサプライ・ターゲティングに関していえば、金融のグローバル化は、①マネーサプライ指標の定義の問題 ②マネーサプライのコントロール・メカニズムの変化に係わる問題、③通貨需要関数の不安定化に係わる問題など、日本銀行にとってもかなり深刻な幾つかの課題を将来にわたって惹起するであろうことが予想される。すなわち、金融のグローバル化の進展に伴い、例えばユーロ円預金をマネーサプライ指標の中に含めるかどうかなど、マネーサプライ指標を明確に定義すること自体が次第に困難化しよう。また、本論文で既に述べたとおり、一連の預金金利自由化措置の実施やそれに伴う貸出金利の設定

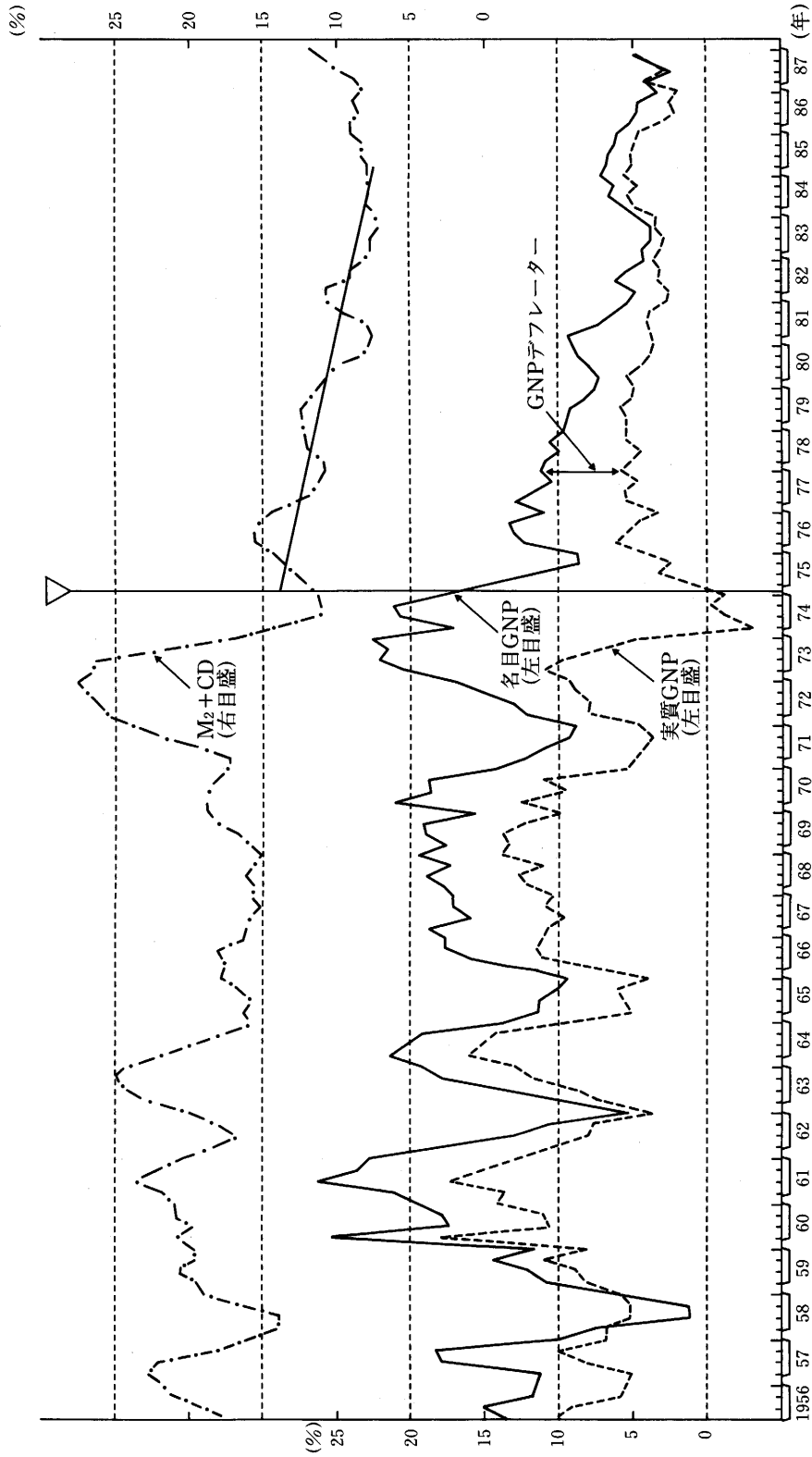
方式の変化につれて、マネーサプライのコントロール・メカニズムに変化が生じてこよう。さらに、マネーサプライ・ターゲティング政策の実施にとって極めて重要な役割を果たす通貨需要関数が不安定化する可能性も考慮しておく必要がある。

1975年以降今日に至るまで、日本のマネーサプライ・ターゲティング政策は、満足すべき成果を挙げてきたが(第6図)、日本の金融市場をとりまく目まぐるしいまでの環境変化の下で、今後ともマネタリー・ターゲティング政策の有効性を確保していくためには、マネーサプライのコントロール・メカニズムやマネーサプライから実体経済諸変数への効果波及メカニズムに関しての不断の理論・実証研究の積み重ねが極めて重要であるといえよう。

ここで最近における日本のマネーサプライ伸び率の上昇が、インフレ率や実質GNP成長率にどのような影響を及ぼすのか注視しておく必要がある。この問題に関連して少なくとも次の2点を考慮すべきであろう。第1に、マネーサプライ伸び率の上昇は、いわゆる資産効果を通じて実質GNP成長率の上昇をもたらすかもしれない。事実、民間設備投資や個人消費は既に拡大傾向を示しているのである。第2に、インフレの再燃を回避するためには、経済のサプライ・サイドにおいて次のような条件が満足されなければならない。すなわち、国内的には需要増加に見合った生産の増加が必要であるし、対外的には、海外からのインフレ圧力を相殺するように為替レートが円高方向で安定化することが必要である。

最後に、こうした金融グローバル化の進展の下では、上記のような金融市場調節(すな

第6図 日本のマネー・ストックとGNP (名目および実質)の伸び率



(注) 1. マネー・ストックおよびGNPの伸び率は、いずれも前年同期比。

2. M<sub>2</sub>+CD(1979年以前はM<sub>2</sub>)のデータは、各月末値の平均値。

わち日本銀行による短期金融市場金利やマネーサプライのコントロール)面での安定性確保に加えて、決済システムを中心とした金融システムや金融秩序の安定性確保も極めて重要な課題となることを付言しておきたい(Suzuki 1987)。

以 上

### 【参考文献】

- Granger, Clive W.J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, July 1969.
- Okina, Kunio, "Reexamination of the Empirical Study Using Granger Causality: 'Causality' between Money Supply and Nominal Income", *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 3, No.3, December 1985.
- Roosa, Robert V., *Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market*, Federal Reserve Bank of New York, July 1956.
- Suzuki, Yoshio, "Monetary Policy in Japan: Transmission Mechanism and Effectiveness", *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 2, No.2, December 1984.
- , "Japan's Monetary Policy over the Past 10 Years", *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol. 3, No.2, September 1985.
- , "Financial Restructuring: The Japanese Experience", *Restructuring the Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1987.
- Ueda, Kazuo, "Financial Deregulation and the Demand for Money in Japan", paper presented at the Conference on "Monetary Aggregates and Financial Sector Behavior in Interdependent Economies", sponsored by the Board of Governors of the Federal Reserve System, May 1988.