

金融自由化の進展と金融政策

——日本の経験——

重原久美春

1. はじめに
2. 金融自由化の足取り
3. 新しい金融環境の下での金融政策
4. 金融自由化のコストおよびメリットと今後の課題

1. はじめに

日本における金融の自由化は1970年代に漸次進められ、1980年にはこうした動きが一段と加速していった。金融取引自由化の進展とそれに伴う市場メカニズムの作動範囲の拡大は、既に金融政策の運営に影響を及ぼしており、更に今後の政策運営にも種々なインプリケーションを持つものとみられる。こうした問題の吟味が本論文の主要な課題である。

本論文は三つの章から成り立っている。2. においては、第2次世界大戦後、日本の金融制度が様々な規制の下に置かれていた時期における金融政策運営について略述し、更に1970年代および80年代における金融自由化の過程を簡潔に説明する。3. では、新しい金融

環境の下での金融政策運営を巡る一連の問題について論述する。4. では、金融自由化のコストとメリットについて若干の評価を行うと共に、今後日本の金融制度を一段と改善する上で考慮すべきいくつかの重要なポイントを指摘する。

2. 金融自由化の足取り

(1) 1973年以前の金融制度と金融政策

第2次大戦後に再構築された日本の金融制度は、大別すれば、①金利規制、②業務分野規制（長・短金融の分離、銀行・証券の分離等）、③国際資本移動に対する厳しい管理、という3種類の規制によって特徴づけられていた。こうした金融制度の下で、家計部門の貯蓄は銀行預金や郵便貯金として運用されるのが一般的であったが、これらの貯蓄手段の

本論文は、重原久美春が執筆した論文“Japan's Experience with Implementation of Monetary Policy and the Process of Liberalization”を邦訳したものである（翻訳は日本銀行金融研究所研究第1課が担当）。原論文は、1990年10月12、13日にオーストラリア準備銀行が主催した環太平洋中央銀行の国内金融政策関連局長会議の席上、執筆者が標題のテーマで講演を行うために作成された。

金利は人為的に低位に抑えられていた。郵便貯金により吸収された資金は、主として公社・公団へ、そして一部は政府系金融機関を通じて民間企業へと供給された。しかし、活発な投資活動により大幅な資金不足をきたしていた民間法人企業部門に対する主要な資金供給者は銀行であった（第1表）。資本市場は未発達な状況にあり、法人企業部門が同市場において直接資金を調達する途は極めて限定されていた。このように、民間企業のファイナンスに関しては、間接金融（銀行仲介を伴う金融）が支配的であった。この間、家計部門が信用の受け手となることは希であり、また、政府部門も1949年以来とられてきた均衡財政主義の下、市場で資金調達をすることはなかった。

金利体系は、運用金利、調達金利とも、日本銀行の定める公定歩合を軸に構築されていた。もっとも、公定歩合の変更幅はかなり限られていた（第1図）。こうした状況の下、日本銀行は、中央銀行信用のコストの変更よりも、そのアベイラビリティの変更を通じて

民間銀行の信用供与態度に影響を及ぼすという方法に大きく依存せざるを得なかった。

景気の拡大局面においては、民間企業・個人部門の日銀券需要の拡大に伴うキャッシュ・ドレインが市中銀行準備に対する圧力（pressure on bank reserves）を高める方向に強く作用するうえ、政府部門の受超額も税収増により拡大し、この面からも市中銀行準備に対する圧力がかった。こうした市中銀行準備のアベイラビリティに影響を及ぼす外的圧力の変化は、日本銀行の貸出政策の効果を強めるものであった（3.(1)参照）。しかしながら、市中銀行貸出の膨張を迅速かつ確実に抑制するには、こうしたメカニズムを通ずる市中銀行準備のアベイラビリティの調整とこれを通ずる市場金利の変動に頼るのみでは不十分であった。このため日本銀行は、日本銀行借入への依存度の高い大手民間銀行に対して、「窓口指導」と呼ばれる量的規制を補完的な政策手段として適用していた。

ただ、日本の金融政策に関する OECD の報告書のなかで指摘されているように、¹⁾日

第1表 粗貯蓄・投資バランス

(対 GNP 比率、%)

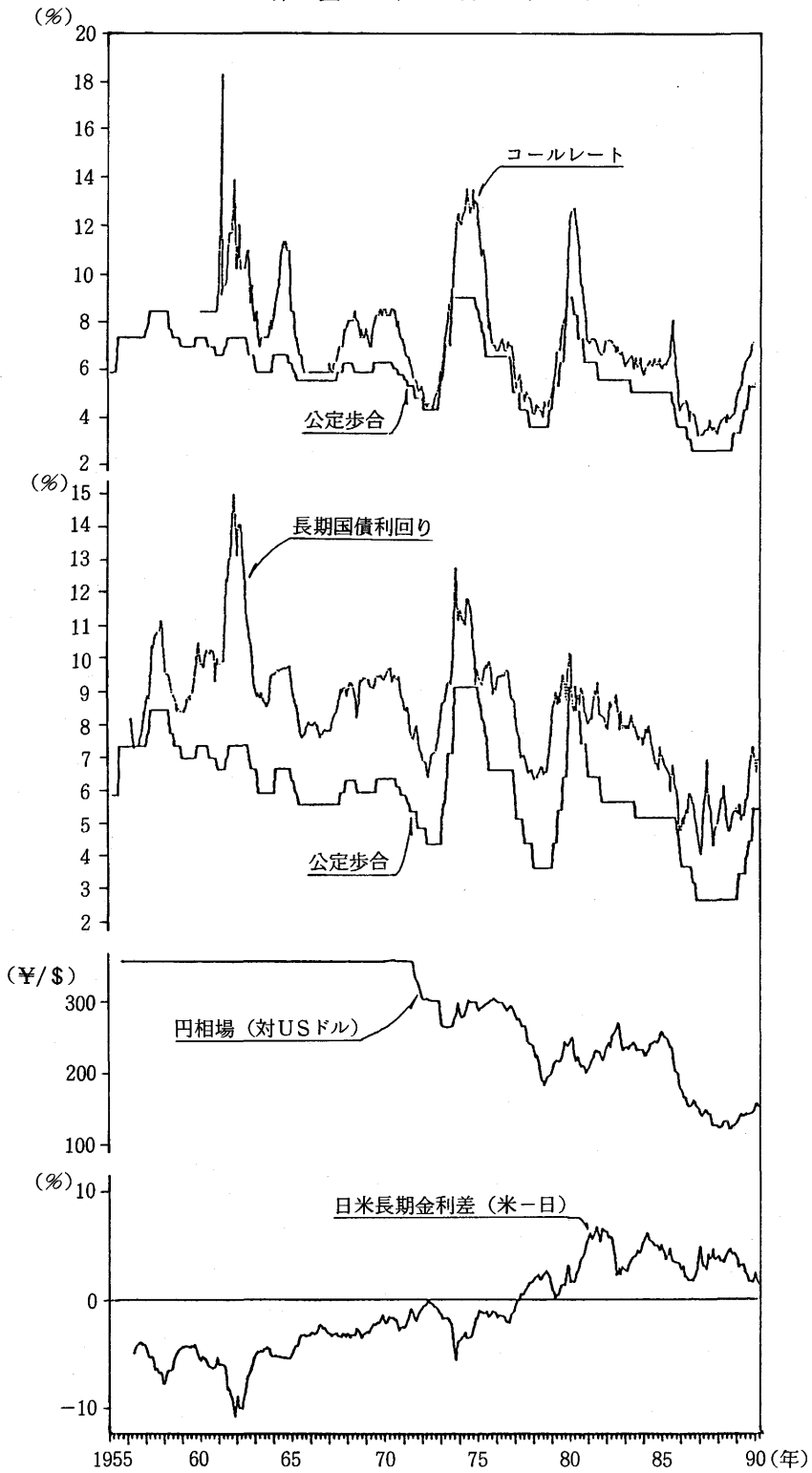
	1960年代		70年代		80年代	
	前半	後半	前半	後半	前半	後半*
民間貯蓄	26.5	30.0	31.5	30.6	28.9	28.0
家計貯蓄	15.4	17.6	20.0	20.9	18.4	16.5
民間投資	26.3	26.6	28.2	22.2	21.2	22.3
企業投資	19.4	17.6	17.9	11.8	12.9	14.6
公的財政収支	-0.8	-2.6	-2.6	-7.9	-6.7	-2.2
対外収支	-0.6	0.8	0.7	0.6	1.0	3.6

*1985～88年

1) 60年代における日本の金融政策運営、およびその効果波及過程についての更に詳しい分析については、OECD (Shigehara [1972])、重原久美春、ニールス・ティゲセン [1976] を参照。

金融自由化の進展と金融政策

第1図 日本の金利と為替相場



本でこうした政策運営が行われていたことは、日本銀行がクレジット・パラダイムを信奉し、マネーサプライの重要性を無視していたことを意味するものではない。現にこの時期のマネーサプライの動きは、国内銀行の信用の動きと大きく乖離することはなかった。これは、通貨当局の厳しい為替管理などにより国内金融市場が海外市場から分断されていたため、固定為替相場制の下で起こり得る海外からの資本流入によって国内信用抑制の効果が尻抜けになることが防止されていたからである（第2図）。このため、国内金融情勢の変化と実体経済の動向は非常に密接な連動関係を示しており、実体経済の調整は迅速に行われた。

全体としてみれば、こうした規制を基礎とした金融制度は、1970年代初頭までの日本経済の高度成長を金融面から支えることに成功したと評価することができよう。現に、1960～73年の間の実質GNPの成長率は年平均9.4%に達した。この間、消費者物価の年平均上昇率は5.8%であったが、卸売物価の上昇率は同2.2%にとどまっていた。

(2) 1970年代における金融制度の変遷 (制度の変化を促した基本的要因)

しかし1970年代に入ると、第1次石油危機の発生と「高度成長期」の終焉に端を発するマクロ経済の構造変化により、従来の金融制度は必ずしも円滑に機能しなくなった。日本の投資率は急速に低下し、法人企業部門の資

金需要が減退する一方で、家計部門の貯蓄率は60年代の約16%から70年代は約20%にまで上昇した（第1表）。この間、国内民間純貯蓄の増大の反面で、巨額の政府部門赤字が生じ、大量の国債発行による財政赤字のファイナンスが重要な課題となった。²⁾

もう一つの大きな変化は、日本が徐々に資本の純輸出国に転じていったことである。60年代半ばまでは、経済が急速な成長を示すと、国際収支危機が生じ、政策当局はこれに内需抑制で対処することを余儀なくされる、といった事態を周期的に繰返していた。しかし60年代末以降、日本の経常収支は次第に恒常的な黒字を示すようになり、2回の石油危機の時期を除けばその後こうした傾向が続いている。³⁾このような経常収支黒字の定着を背景に、資本流出を促すような政策が打出されていった。すなわち、変動相場制（1973年春導入）の下で資本移動規制は漸進的に緩和され、最終的には80年末の新外為法の施行により、有事を除いて為替取引を全面的に自由化するという一般原則が確立された。こうして、日本の金融市場と海外市場との統合が進展する中で、国内金融市場に対する厳しい規制も、これを維持していくことは次第に困難となっていったのである。

(国債市場)

1960年代末から70年代初頭にかけては、国債(当初は7年物のみでスタート)はシ団引受もしくは政府資金運用部引受の形により発

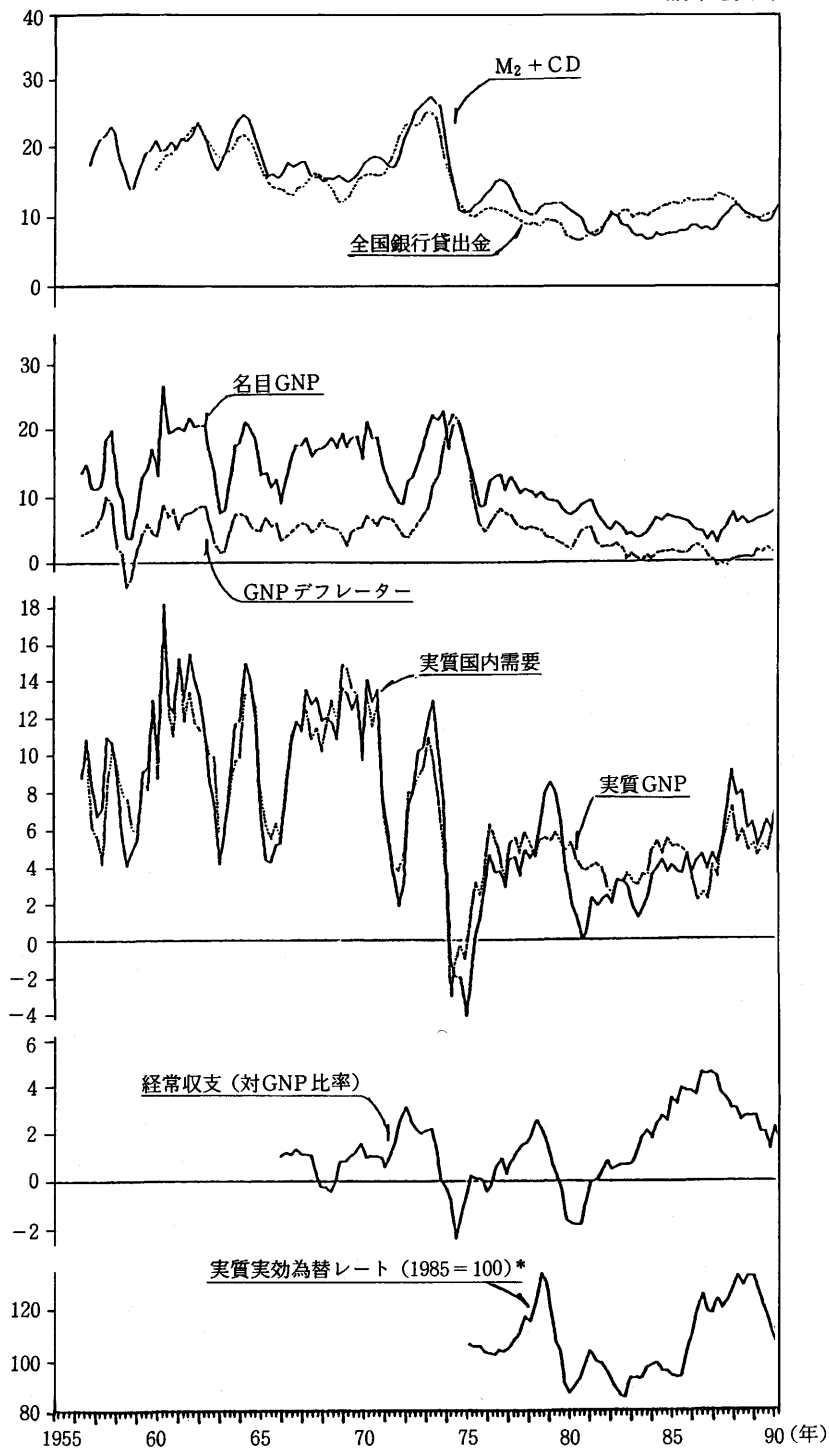
2) 戦後初めて意図的な拡張的財政政策が本格的に導入されたのは、1965年央のことである。この時、政府は1949年来の均衡財政主義を放棄し、長期国債の発行により公共支出を増大させた。実際に国債の発行が開始されたのは1966年1月である。その後、日本経済の景気回復に伴い、国債の発行規模は減少した。

3) 2度のオイル・ショックに対する金融政策の対応と日本経済のパフォーマンスについては、Shigehara [1982] を参照。

金融自由化の進展と金融政策

第2図 日本の主要金融経済データ

(前年比、%)



* 円の17工業国通貨に対する名目実効為替レート指数とユニットレーバークostをもとに作成。

行されていた。その発行金利は市場実勢金利を下回るものであったが、⁴⁾引受手数料が相当高く設定されていたため、シ団メンバーであれば、少なくとも引受当初の保有期間に関する限り、かなりの実効利回りを確保することができた。一方、日本銀行は、新発国債を直接引受ることは財政法により禁じられているものの、金融機関が1年以上保有した国債については、そのかなりの部分を金融機関から相対で吸収していた。実際に、1975年時点では、国債発行残高の約1/3が日本銀行により保有されていた。こうした日本銀行による国債等債券の無条件買入れは、総じてみれば、経済成長に伴うマネタリー・ベース（流通現金+準備預金）の趨勢的な増加にはほぼ見合う形で行われていた。この間、シ団メンバーである金融機関には取得した国債を市中で売却することが認められていなかったため、国債流通市場は未成熟なものにとどまった。

しかし、財政赤字が急速に膨らみ、政府がそのファイナンスにあたって新発国債への依存を強めるにつれ、1970年代半ばにはGNPに対して10%以下に過ぎなかった国債残高は、80年代初頭にはGNPの30%を超える規模にまで達した。こうした状況下、市中銀行によって引受けられた国債の相当部分を1年以上を経たのち日本銀行が購入するという従来の方式を続けることは、市中銀行準備のオペラビリティの調節、ひいてはマネーサプライに対する中央銀行のコントロールを危うくすることになるため不可能となった。市中銀行は、引続きシ団を通ずる国債の引受けに応じていたが、77年以降は国債を流通市場で売却することが認められるようになり、これ

により市中銀行は国債の手持ち残高の増加を限定することが可能となった。この間、シ団内における証券会社の引受けシェアは大幅に上昇したが、これは法人や個人投資家へのセールス拡大による資本市場のすそ野拡大を反映したものであった。このように、国債の市場規模が拡大を遂げるにつれ、政府は国債の発行利率にも流通市場の実勢利回りをかなりの程度反映させざるを得なくなってきた。さらに、国債の償還年限についても、1977年に5年物割引債、78年に3年債（公募形式）、79年に2年債、80年に4年債が相次いで発行されるなど、多様化が図られた。

（短期金融市場）

このような大規模な国債流通市場の出現は、より自由な短期金融市場の発展を促す要因ともなった。すなわち、1967年以前は本格的な短期金融市場としてはインターバンク市場であるコール市場しか存在せず、非金融法人部門が短期資金を調達できるような市場は存在しなかった。その後70年代には、この隙間を埋めるものとして、いわゆる現先市場（一定期間後の買戻しないし売戻し条件付で債券を売買する市場）が発展をみた。現先市場は証券会社にとって有力な短期資金の調達ルートとなるとともに、限定的ではあるにせよ、非金融法人がアクセスできる自由な短期金融市場としての機能も果たした。こうして、証券会社が提供する国債等を利用した現先商品の魅力が高まると、企業の流動性資金が銀行預金から現先商品へシフトする動きが目だってきた。このため、銀行業界は当局に対し、現先と代替的かつ競争力のある金融商品の取

4) 1972年に長期国債の償還年限は10年に延長された。

扱いを認可するよう強く働きかけるようになった。この結果、1979年には銀行に一定枠内での譲渡性預金(CD)発行が認められた(第2表)。

(3) 1980年代における金融自由化 (国内金融市場の一層の自由化)

80年代初頭には、新しい金融商品の導入が相次いだ。まず、証券会社が80年に短期の投資信託である中期国債ファンドを導入した。次いで、81年以降、銀行には満期最長3年の新型定期預金の取扱いが認可され、信託銀行、長期信用銀行にもそれぞれ新しいタイプの信託、金融債の取扱いが認められた。また83年には、銀行が中長期の新発国債を一般投資家向けに窓口で販売することが認められた。

さらに84年には、大蔵省と米国財務省の共同作成による日米円ドル委員会作業部会報告書に基づき、円の一層の国際化を含む新しい金融自由化の指針が提示された。

こうした方針に基づき、一連の金利自由化措置が発表された。すなわち、1985年には金利が市場の実勢で決められる大口定期預金が導入された。また最低預入単位が大口定期よりも低く、金利が市場金利に連動して決められる市場金利連動型預金(MMC)も、これと平仄を合せて導入された(第3表)。その後、これらの新商品やCDの最低預入金額、預入枠、期間等に対する規制は、徐々に緩和されてきており、最近では総預金の約5割を自由金利預金が占めるに至っている(第3図)。この間、小口預金の金利は依然規制下に置かれている。これは当局が、小規模金融機関が金融自由化に対応するには、ある程度の調整期間が必要である、という見地から「漸進主義」の立場を取っているためであり、定期預

金金利が完全に自由化されるのは93年の予定である。この間、流動性預金については、現在付利問題が検討の過程にある。

一方、市中貸出金利については、89年初に市場金利との連動性を高めた新短期プライムレートが導入された。なお、同年春には10年物国債の発行市場における一部競争入札制も開始されている。

また、こうした新金融商品の導入は各種の裁定取引機会を拡大させ、これに刺激されるかたちで短期金融市場で取引される金融資産も多様化している。すなわち、87年10月に創設されたCP市場はその後急速に拡大をみているほか、技術進歩を背景にスワップ、オプション等の新しい金融取引手法も急速に発達してきている。

(ユーロ円市場の拡大)

国内金融市場における金融自由化が進められる一方で、円の国際化促進を狙いとして、ユーロ円市場における取引の自由化も漸次行われた。すなわち、1984年6月に居住者によるユーロ円短期借入が認められたほか、89年5月には中・長期ユーロ円借入も可能となった。

非居住者によるユーロ円債発行に対する規制の緩和も、80年代を通じて円の国際化を促進した。非居住者による日本国内の資本市場における債券発行は、71年の円建外債(サムライ債)発行にまで遡ることができるが、その後とくに80年代に著しく拡大した。こうした非居住者による日本国内での起債に対する規制の緩和は、非居住者ユーロ円債に対する発行規制緩和と歩調を合わせるかたちで漸次進められてきており、85年8月には、ショーゲン債(国内市場における非居住者外貨建債

金融研究

第2表 日本における金融自由化（年表）

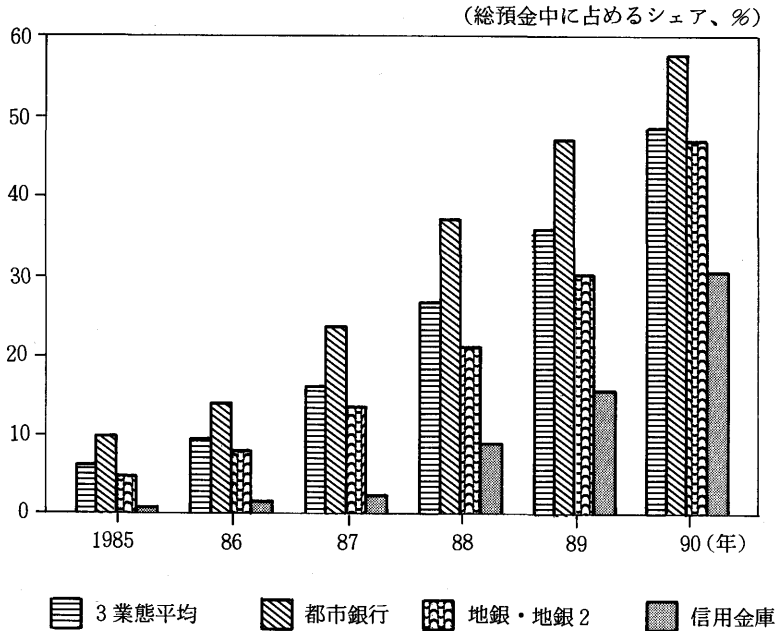
1979年 5月	譲渡性預金（CD）の発行開始
80年 1月 12月	証券会社、中期国債ファンドの取扱い開始 新外為法施行
82年 4月	新銀行法施行
83年 4月 6月	銀行等、公共債の窓取開始 非居住者向け短期ユーロ円貸付自由化
84年 4月 5月 6月 12月	海外 CD、CP の国内販売解禁 日米円ドル委員会作業部会報告書発表 円転規制撤廃 居住者向け短期ユーロ円貸付自由化 銀行の公共債ディーリング開始 ユーロ円 CD 発行解禁（但し、期間 6 か月内、国内持込禁止）
85年 4月 6月 7月 10月 11月 12月	市場金利連動型預金（MMC）取扱い開始 非居住者向け中・長期ユーロ円貸付自由化 円建 BA 市場創設 銀行、外貨建転換社債を海外市場で発行 債券先物市場の創設 大口定期預金の金利自由化 外国銀行の信託業務参入 外銀系証券会社（出資比率50%以下）の支店開設
86年 2月 6月 10月 12月	短期国債（TB）の入札発行開始 外国証券6社、東証会員権を取得 外国銀行によるユーロ円債発行解禁 超長期利付国債（20年物）公募発行開始 東京オフショア市場（JOM）創設
87年 2月 5月 6月 9月 11月	邦銀海外支店の海外 CP 取扱い解禁 銀行、証券会社、保険会社等による海外金融先物市場での取引解禁 大阪証券取引所で株先50がスタート 20年物国債公募入札制全面移行 10年物国債に引受額入札方式導入 国内 CP 市場創設 非居住者ユーロ円 CP 自由化
88年 1月 5月 9月 10月 11月	サムライ CP の解禁 金融先物取引法公布 東京、大阪両証券取引所、株価指数先物取引開始 金融機関の住宅ローン証券流動化を認可 抵当証券業法施行
89年 2月 5月 6月	相銀の普銀転換（52行） 居住者向け中・長期ユーロ円貸付の自由化 東京金融先物市場創設 小口 MMC 販売開始
90年 7月	小口 MMC のキャップ・フロアー制廃止の方針決定 1億円までの外貨建海外預金の自由化

第3表 日本における預金商品の自由化

	大口定期預金 (85年10月導入)		M M C (85年3月導入)			スーパーMMC (89年6月導入)			新短プラ (89年1月導入) (%)	
	最低預入金額 (百万円)	期 間	上限金利 (%)	最低預入金額 (百万円)	期 間	受入枠 (%)	上限金利* (%)	最低預入金額 (百万円)		期 間
1985年10月	1,000	3か月～2年	CD-0.75	50	1～6か月	150				
86年4月	500				1か月～1年	200				
9月	300			30		250				
87年4月	100		1か月～1年以下 CD-0.75 1年超～2年 CD-0.5	20	1か月～2年	300				
10月		1か月～2年		10		廃止				
88年4月	50									
11月	30									
89年1月									4.25	
4月	20									
6月							6か月 CD-1.25 1年 CD-0.75	3	6か月、1年	
10月	10				大口定期預金に吸収					
11月							3か月 CD-1.75 2年 CD-0.5 3年 10年物国債 利回り-0.7		3か月、6か月、 1年、2年、3年	
90年1月										5.75
3月										6.25
4月								1		7.125
								**		

* 金利のキャップ・フロアー制は1990年10月5日まで。
 ** 1990年11月5日以降、スーパーMMCの金利は市場金利をより直接的に反映する。
 *** 各銀行によって個別に決定。

第3図 自由金利預金の相対的重要性



(注) 3月末残値を使用。

券)の発行が解禁された。こうした一連の規制緩和は、日本の国内債券市場全体の国際化を一層促進するためのステップとして特徴づけることができよう。

非居住者による債券発行の自由化と並行して、居住者によるユーロ円債発行に対する規制の緩和も漸次実施されてきた。1984年以前はユーロ円債に対しても国内発行市場と同様に有担原則が適用されたため、発行は事実上禁止されていたが、同年大蔵省は適債基準を新たに設け、当該基準を満たす居住者に限り、ユーロ円債の発行を認めることとした。その後、適債基準は徐々に緩和され、87年7月には、複雑な適債基準に代わって格付け制度が導入された。

非居住者のユーロ円債発行自由化が80年代におけるサムライ債市場の規制緩和につな

がったのと同様に、居住者によるユーロ円債発行自由化は、国内市場での優良企業による無担保債の発行自由化のきっかけとなった。

(残された未発達な市場分野)

しかしながら、このように各種の金融取引に関する規制緩和が進んだなかで、次に例示するように、わが国の金融システムの一部には未だ発展が遅れている部分が残っているのも事実である。

- ① 国内の事業債発行市場は、発行にあたっての高水準の固定手数料や担保の必要性などにより、ユーロボンド市場に比べて魅力を欠くものとなっている。
- ② 有価証券取引税の存在が期近債の実質取引コストを増大させていることもあって、期近債流通市場の発展が阻害されている。

また、FB（政府短期証券）やTB（短期国債）といった政府短期債については、利子および償還差益に対する源泉課税適用上、振替決済制度の利用が強制されているため、同制度を利用できない個人は、FBやTBの保有を実質的に禁じられる結果となっている。

この間、政府短期債の取引については有価証券取引税が免除されているが、このうち公定歩合を下回る固定金利で発行されるFBは、ほぼその全額が日本銀行によって引受けられ、償還まで保有されているのが実情である。一方、TBについては、1986年に公募入札による発行が開始されたが、89年末現在、TBの発行残高は短期金融市場資金残高の総額の約5%に相当するに過ぎない。

3. 新しい金融環境の下での金融政策

金融の自由化は、金融政策の遂行上、次のような諸点に関して重要な影響を及ぼしてきている、ないし今後及ぼす可能性がある。

- ① 中央銀行の政策手段の選択に対する影響。
- ② 金利決定メカニズムにおける期待の役割の増大、その結果としての中央銀行の金融市場運営への影響。
- ③ 金融政策の中間目標としての通貨集計量ないし他の金融変数の役割の変化、金融政策の効果を判断していくうえでの様々な情報変数の有用性に及ぼす影響。
- ④ 金利や信用のアベイラビリティと金融政策の最終目標とを結ぶ政策波及メカニズムに及ぼす影響。

以下では、これらの問題について、順次論述することとする。

(1) 政策手段の選択と利用

日本銀行の金融政策手段は、国内金融・資本市場の新しい変化に対応しつつ変遷を遂げてきた。⁵⁾日本銀行が、現在、公開市場操作を行うにあたって、その対象としている有価証券や手形は次の通りである。

- ① インターバンクの手形売買市場（1971年創設）で取引される商業手形およびその他の手形。
- ② 優良企業によって発行され、オープンマーケット（1987年創設）で取引されている無担保のコマーシャル・ペーパー。
- ③ 政府短期債（FB、TB）。
- ④ 長期国債。

この間、日本銀行の貸出政策は依然重要な政策手段として位置づけられている。一方、法定準備率操作は、貸出政策と並ぶ伝統的政策手段ではあるものの、1981年以降は積極的な意味で活用されたことはない。

日本銀行の主たる操作目標（primary operating target）は、引続き日々の短期金融市場の地合い（short-term money market conditions）である。日本銀行は、様々な政策手段を利用して、①金融市場の地合いを変えるために、市中銀行準備に対する圧力（pressure on bank reserves）を変化させること、あるいは②金融市場地合いを安定的に維持するために、銀行券の発行・還収や財政資金の受・払超といった市場外部の要因の変化によって生じる銀行準備への圧力を相殺する

5) Fukui [1986]、Aoki [1988] を参照。

こと、を狙って金融市場を調節している。⁶⁾より具体的には、日本銀行は市場調節にあたり、ほぼ以下のように各政策手段を使い分けている。

- ① 日銀貸出、手形、CP オペ (超短期の銀行準備調整手段)
- ② FB、TB オペ (1～3 か月間単位の季節変動要因による銀行準備圧力の変動を相殺するための手段)
- ③ 長期国債の無条件買いオペ (経済成長に伴うマネタリー・ベースの趨勢的な増加に見合う資金を供給するための手段)

もっとも、現在の状況は、中央銀行の立場からすれば十分満足のいくものとはいえない。短期的な市中銀行準備のコントロールを全てオープンで成熟した政府短期債市場におけるオペレーションによって行えるのであれば、日本銀行にとってはその方が望ましい。それというのは、信用リスクのない政府短期債がオープンマーケットにおいて十分敏速、かつ最小の取引費用で取引されるのであれば、これが当然ながら中央銀行の供給するマネタリー・ベースの見合い資産として最も相応しいからである。しかしながら、現実には金融自由化の進展にもかかわらず、政府短期債のマーケットは依然未発達のみである。こうした状況下、市中銀行の保有長期国債を

担保として行われる中央銀行貸出は、銀行準備の微調整に際して最も柔軟に行使し得る政策手段として、引続き重要な地位を占めている。⁷⁾

(2) 金利形成と期待の役割

日本銀行による市中銀行準備に対する圧力の調整態度は、市場参加者にとっては日本銀行が金融市場の地合いをどう誘導しようとしているのか、その政策意図を測る重要なシグナルとなっており、将来の金利動向に関する市場参加者の予想に大きな影響を及ぼす。更に、公定歩合の変更はこうしたマーケットの金利期待形成に強いアナウンスメント効果を持つばかりでなく、⁸⁾小口預金金利が依然として規制されている状況の下では、その水準にも直接コスト効果を及ぼしている。

新たな金融環境の下で、銀行や非金融法人が ALM を積極化させているが、こうしたなかで、日本銀行の短期金利誘導スタンスに関する短期市場参加者の認識の変化は、中長期金利の形成にも、より敏速かつ大幅に影響するようになっている。また、将来の日本銀行の政策スタンスに関する市場参加者の認識は、日本銀行による市中銀行に対する準備供給のスタンスや公定歩合の変更だけでなく、例えば総裁の講演や記者会見の際におけ

6) こうした「市中銀行準備に対する圧力」ないし「市中銀行準備のアベイラビリティ」の調節を通ずる金融政策運営の基本的なメカニズムについては、重原・ティゲセン [1976] の第2章第2節「金融政策の運営目標」参照。なお、米国の場合は、連邦準備制度 FOMC (公開市場委員会) の指令において“pressure on reserve positions” (ないしは、“reserve pressure”、更には“conditions of reserve availability”、“reserve conditions” などと表現されることもある) の調節が金融政策運営の根幹をなすものとして位置づけられている (例えば1990年11月16日公表の10月2日開催 FOMC 議事録を参照)。

7) 有価証券取引税が長期国債の短期売買の妨げとなっている。短期金融市場研究会 [1990] を参照。

8) Cock and Hahn [1988] を参照。

る発言などによっても変化する。更に、金融経済データの公表も、そのデータが当局の政策運営態度に影響するものと市場参加者がみる場合には、即座に市場金利に影響を及ぼす。実際に、中央銀行は、状況によってはそのような市場の反応を容認することもありうる。しかし、過去には、中央銀行の政策スタンスに対する誤認や、ミスリーディングな報道などにより、市場の金利形成に不測の影響が及んだ事例もあるのが実情である。

通常の場合、日本銀行はオーバーナイト金利の調節により金融市場の地合いに影響を及ぼし、他のタームの短期金利については、市場の力による決定に委ねる方法を採用している。こうした方法は、日本銀行がマーケットに存在する市場の力の方向や強さを客観的に評価することに役立っている。

(3) 通貨集計量、他の中間ないし情報変数

金融政策の策定過程において各種のマネー指標をはじめとする金融経済指標 (indicators) が果してきた役割に対して、金融自由化がどのような影響を及ぼしているのかを検討する前に、日本のマネーサプライ・コントロールの経験について簡単に概観しておく。⁹⁾

日本銀行は、広義マネーサプライの予測値について、1978年7月から、四半期ベースのM₂前年比伸び率のレンジという形で公表を開始した。日本銀行としては、マネーと実質所得・物価との関係が、少なくとも短期的にはかなり不安定でありうることは十分認識しつつも、マネーサプライの見通しを発表し、それが持つインプリケーションについて、中

央銀行の最終目標である物価との関連でコメントしていくことが、物価安定の達成と維持を目的とした金融政策の機動性確保に資するものと考えたのである。

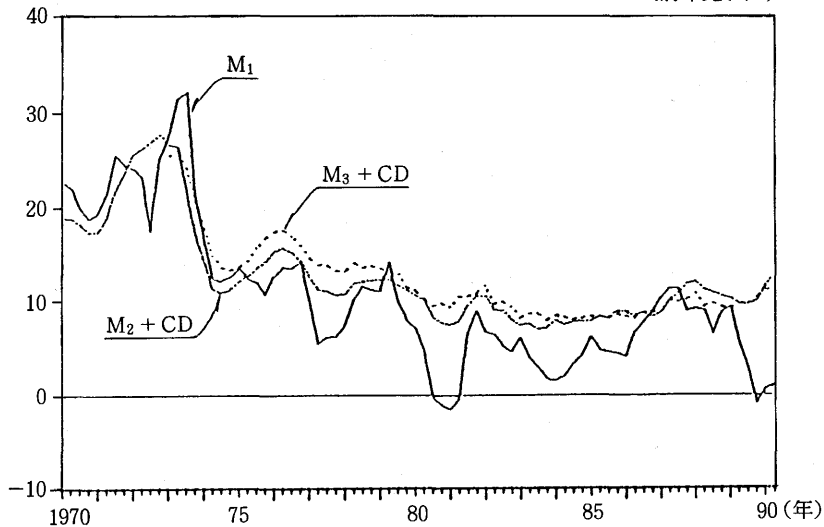
マネーの予測値公表に踏切る以前から、すでにエコノミストの間で、日本におけるマネタリー・ターゲッティングの是非について議論が行われていた。日本における通貨需要はかなり安定的であり、厳格なマネタリー・ターゲッティングを採用している国々とも比肩しうる、といった計量分析結果もいくつか得られていた。しかしながら、日本銀行の政策担当部門は、厳格なマネタリー・ターゲッティングに対しては慎重であった。当時の大きな論点は、ターゲットの達成に失敗した場合、たとえそれが通貨需要の単なる一時的変動によるものであったとしても、中央銀行の政策に関する市場の期待を歪め、政策に対する信認をも傷つける恐れがあるということであった。結局、日本銀行はマネーの見通しを公表することで、マネーサプライを一つの極めて重要な指標 (a crucial indicator) の位置にまで高めたが、金融政策、とくにその短期的な運営は、マネー指標の動向だけに基づいて行われるのではないことも、同時に明確に指摘した。

Hamada and Hayashi [1985] は、主として1970年代から80年代初頭にかけての日本における金融政策運営を検討した共同論文のなかで、当時の金融政策が成功した重要な理由として、日本銀行が広義マネーを短期的にではなく、中期的にコントロールすることを指向したこと、また、不安定な動きを示しやすい狭義マネーサプライの動向に過剰反応しな

9) Suzuki [1985]、Shigehara [1990b] を参照。

第4図 マネーサプライの増加率

(前年比、%)



- (注) 1. M_1 および $M_2 + CD$ の対象金融機関：日本銀行、外国為替資金、全国銀行（信託勘定を除く。第2地方銀行協会加盟の相互銀行を含む）、信用金庫、農林中金、商工中金。
2. 名指標の定義は以下の通り。
 M_1 : 現金通貨 + 預金通貨
 $M_2 + CD$: $M_1 +$ 準通貨 (= 総預金 - 要求払預金) + 譲渡性預金
 $M_3 + CD$: $M_2 + CD +$ 郵便局の貯金および農協、漁協、信用組合、労働金庫の預貯金ならびに全国銀行信託勘定の金銭信託・貸付信託元本
3. M_1 及び $M_2 + CD$ の月次データは当該月末の約2週間後に発表される。 $M_3 + CD$ は、ほぼ $M_2 + CD$ と同様の動きを示すが、 $M_2 + CD$ データ作成後約1か月をおいて発表される。

かったことを挙げている (第4図)¹⁰⁾。彼らは、「日本銀行は、一つのマネー指標に焦点を絞るのではなく、他の情報変数にも十分注意を払っている。日本銀行は、金利水準、物価指数、企業の手許流動性、小売販売額指数、景気見通しや円相場などをウォッチしている。日本の金融政策は、日本銀行が単一の通貨集計量に絞った『シングル・スコープ』ではなく、『マルチ・スコープ』を持ちつつ行われたことで成功してきた」と述べている。

事実、この時期の経済指標の動きを振り返ってみると、1970年代前半に年平均18.1%であった $M_2 + CD$ の前年比増加率は、70年代後半には同11.9%まで徐々に鈍化した。その後、80年代前半に更に8.1%まで落ちたあと、同後半には9.3%と若干上昇している。一方、実質GNP平均成長率は、70年代前半5.8%、後半4.6%であった。実質経済成長率はその後も鈍化を続け、80年代前半には3.8%にまで低下したが、同後半には4.4%にまで回復

10) Hamada and Hayashi [1985]、Friedman [1985]、Ito [1989] も参照。

している。この間、特筆すべきことは、物価面での成果である。GNP デフレーターでみたインフレ率の年平均値は、70年代前半の9.6%から同後半は5.5%にまで着実に低下し、その後も低下を続け、80年代前半には2.1%となった。同後半には、 M_2+CD でみた通貨供給の若干の加速のなかで実質経済成長率の上昇がみられたが、インフレ率は1.0%にまで一段と低下した。

1980年代のほとんどの期間を通じて、 M_2+CD の現実の増加率は見通しにかなり近い形で推移したが、1989年の第4四半期以降、通貨流通速度の不安定な動きが M_2+CD の見通しを困難化させ始めた。この背景としては、以下に示すような複数の要因があるように思われる。¹¹⁾

- ① 自由金利商品である大口定期と市場金利連動 MMC の最低預入単位引下げが、 M_2+CD 外の金融商品からの資金シフトを惹起した。
- ② 一部の大手企業が、低いレートで CP を発行し、これにより集めた資金をより高利の大口定期預金で運用するという、金利裁定の動きを示した。
- ③ 金利が歴史的に高水準であった80年代初頭に設定された10年物定額貯金の満期到来に伴い、 M_2+CD 対象外の郵便貯金から高金利銀行預金へのシフトが生じた。

この新しい展開は、少なくとも次の二つの問題を提起した。一つは、通貨需要関数の安定性と中央銀行による金利調節を通じたマネー指標のコントローラビリティに関するものであり、いま一つは、この新しい環境下に

おける市中貸出増加額規制の有用性に関するものである。

第1の問題についてみると、日本銀行金融研究所のスタッフが、1980年代をほぼカバーするデータに基づいて行った計量分析によれば、金利が先行きのマネーサプライの変動を左右する度合いは、時とともにむしろ強まっているとの結果が得られている。¹²⁾ 先行きについてみると、このところ通貨需要を不安定化する方向に作用してきた一時的要因のいくつかは、今後消滅するか、少なくとも弱まるものとみられる。一方では、今後とも引続き進められる金融自由化プロセスが先行き新たな不安定化要因を産み出す可能性はあろう。しかしながら、金融自由化プロセスが完了すれば、その面から起因する通貨需要の不安定性は弱まるはずである。ただし、金融商品の開発面での絶えざる技術革新や、その他の自律的要因が一時的に通貨需要を不安定化させる可能性は残されている。更に、金融自由化が進展して預金金利が市場による決定に完全に委ねられるようになれば、市場金利の変化に伴う銀行預金などマネー対象資産とマネー対象外の類似金融資産との間におけるポートフォリオ・シフトの程度が小さくなり、このチャンネルを通ずるマネーサプライのコントロールの有効性が弱められることも考えられよう。現在および将来の金融政策運営の在り方を考えていく際に、これらの点を十分留意しておかねばならないことは、いうまでもない。

第2の問題に関しては、過去、日本の国内金融制度が強い規制の下に置かれ、また国際

11) Yoshida and Rasche [1990] を参照。

12) 堀江・浪花 [1989a, b]、岩淵 [1990] を参照。

資本移動も厳格に管理されていた時期には、日本銀行が市中銀行の非金融部門向け貸出量に対する直接的なコントロールを、当該部門に対する市中信用供与総量を調節するうえでの重要な補完的手段として位置づけていたのは事実である。先にも述べたように、当時はマネーサプライの増加は国内信用の拡大 (domestic credit expansion) とほぼ見合っており、更に国内信用は概ね市中銀行の総貸出 (total bank lending) と同様の動きを辿っていた。しかし、こうした意味での市中銀行貸出量に対する直接的なコントロールは、現在は行われていない。確かに、市中銀行が各四半期末に翌四半期中の貸出計画について個別に日本銀行に報告することは慣例となっており、日本銀行は各行の計数を集計した上、市中貸出計画の総額を公表している。しかし、日本銀行は各行が貸出計画を作成する過程で必要に応じ助言 (counsel) することはあっても、強制的なガイダンス (mandatory guidance) を行うことはない。また、いずれにせよ、国内・国際両面の金融取引自由化が大幅に進んでいる点に鑑みれば、仮にかつてのような国内銀行貸出額の強制的コントロールが再び導入されたとしても、非金融法人企業による代替的な資金源へのアクセスや、種々の金融技術により、その効果は相当程度、減殺されてしまうであろう。

こうした新しい環境の下で、適切な金融政策の運営方針を策定し、それを実行に移すことは、以前にも増して複雑になっている。とくに、中間変数 (intermediate variables) としての種々の通貨・信用集計量の有用性は、

変化する金融環境を考慮して絶えず見直されなければならない。¹³⁾ 日本銀行が永らく採用してきた「マルチ・スコープ」型の折衷的政策アプローチは、政策決定の際の指針となるべきインフレ圧力を測る情報変数 (information variables) を、絶えず開発・改良する努力によって支えられなければならない。自由化後の金融システムにおいては、株式・土地を含む国内資産市場における価格の推移、イールドカーブの形状や為替相場 (2 国間ベース及び実効相場ベース) から有用な情報を引出す可能性が高まっているといえよう。¹⁴⁾ もっとも、そのような情報変数の解釈が、金融市場における投機的バブルの発生により難しくなる可能性にも、十分に留意しておく必要がある。

なお、若干付言すれば、日本銀行は、サービス部門の重要性増大と現行物価統計における当該部門のカバレッジ不足に鑑み、最近、経済全体の付加価値形成に占めるシェアが拡大してきている同部門の価格指数統計作成に着手した。この統計は、今後日本銀行が国内物価動向を総合的に判断する際に、重要な情報源として積極的に活用されることとなるう。

(4) 金融政策の波及経路

金融自由化の過程で、日本の金融政策の波及メカニズムがどのような影響を受けてきたのか、明確な評価を下すのは現状ではなお時期尚早であろう。理論的には、かつて日本における金融政策の重要な波及経路の一つであった資金のアベイラビリティ効果は、自由

13) 日本銀行調査統計局 [1988] を参照。

14) Alchian and Klein [1973]、Black [1987]、Carlson [1989] を参照。

化の過程で弱まる筋合いにある。しかしながら、金融政策のスタンスが長期にわたる緩和から転換して以来それ程長い時間を経ていないこともあって、この効果が実際にどの程度影響を受けてきたのかを正確に測ることは、まだ不可能である。

その他の波及経路についてみると、日本銀行の計量分析によれば、国内民間需要を全体としてみた場合、その金利感応度がここ数年間に弱まったとは必ずしもいえない。まず在庫投資についてみると、ここ数年、その金利感応度には統計的にみて有意な変化は検出されておらず、近い将来、これが変化していくかどうかとも明らかではない。ただ、1960～70年代には重要な波及経路であった、企業在庫投資の変化を通ずる金融政策の総需要調整効果は、近年、在庫管理技術の向上によりGNPに対する在庫水準比率が相対的に低下したことから弱まってきた可能性がある。¹⁵⁾しかし一方では、企業の固定資本形成、とくに研究開発投資の金利感応度は高まっているとの研究結果もある。この間、民間消費や住宅建設に対する流動性制約は、最近の消費者信用や住宅金融手段の一段の発展により幾分緩和されてきている。しかし、このことは一方で、家計支出の金利感応度の上昇につながっているとみられる。また、消費については、資産効果が重要性を増していることを示唆する研究も少なくない。

金融政策は、フロート制の下で外国為替相場の変化を通じて、総需要に影響を与える。日本銀行の実証分析によれば、円相場決定方程式の説明変数のうち、実質金利差の重要性

がここ数年上昇する一方、累積経常収支（外貨建資産保有に関するリスク・プレミアムの尺度）の重要性は低下している。¹⁶⁾この分析結果は、為替相場の変動を通じる金融政策の総需要や物価に対する効果が、このところ重要性を増している可能性を示唆するものである。もっとも、日本のGNPに占める輸出入の割合が、今なお比較的小さいことから、このルートを通ずる効果は、国際貿易取引の対GNP比率の高いヨーロッパ諸国や一部のアジア経済におけるほど重要ではないであろう（第4表）。

以上を全体としてみれば、金融自由化後の金融政策の効果は、様々な需要項目に対して、より均等に波及していくことになるだろう。これは、大筋として好ましい進展と評価できるように思われる。

4. 金融自由化のコストおよびメリットと今後の課題

金融の自由化に伴って、銀行や非金融法人がインカムゲインやキャピタルゲイン獲得を狙ってALMを積極化させたことから、資産取引市場（auction market）における価格は、市場参加者の将来の金利動向などに関する見方の変化を、より敏感に反映するようになった。こうした状況の下、1980年代後半には、円相場のボラティリティは著しく増大し、また債券利回りや株のPERのボラティリティも同様に増大している（第5表）。

資産取引市場における短期的な価格変動（short-run fluctuations）が経済に悪影響を与えるかどうかという点については、これを

15) 日本銀行調査統計局 [1988] を参照。

16) 深尾 [1988]、Nakao [1990] を参照。

金融研究

第4表 対外取引の相対的重要性

(GNP<GDP>比、%、1987年)

	輸出(A)	輸入(B)	合計(A+B)
日本	12(10)	11(6)	23(16)
韓国	36(36)	35(31)	71(67)
フィリピン	16(17)	25(21)	41(38)
シンガポール	157(143)	166(163)	323(306)
マレーシア	52(57)	43(40)	95(97)
インドネシア	20(23)	16(17)	37(40)
オーストラリア	15(14)	15(15)	31(29)
ニュージーランド	26(22)	29(22)	55(43)
ドイツ	29(26)	27(20)	56(46)
フランス	19(17)	22(18)	41(35)
イタリア	18(15)	22(17)	40(31)
イギリス	22(19)	25(23)	47(42)
オランダ	57(44)	57(43)	114(86)
ベルギー	74(59)	79(59)	153(118)
アメリカ	6(6)	9(9)	15(15)
カナダ	28(24)	27(23)	55(47)

(出所) International Financial Statistics (IMF)

(注) 輸出・輸入量は IFS データを用い、通関ベース輸出・輸入額を輸出・輸入物価指数でデフレートしたベースで算出。

() 内の計数は1987年における各目輸出・輸入額の名目 GNP に対する割合を表す。インドネシアについては、卸売物価指数を輸入物価指数 (IFS 中に記載無し) に代用。

第5表 1980年代における金融市場の変動率

	80年代前半	80年代後半
国債利回り	0.7 (0.4)	0.8 (0.6)
株式投資収益率	3.4 (3.5)	4.8 (5.4)
為替相場(対ドル)	14.6 (14.5)	41.4 (17.4)

(注) 計数は月次データの標準偏差を表す。() 内は11か月移動平均ベースの標準偏差。

明確に示唆する実証研究結果こそないものの、¹⁷⁾ファンダメンタルズでは説明されない資産取引市場価格の持続的な飛び上り(sustained misalignment)が好ましくない経済的結果をもたらすことは、とくに為替相場に関してよく認識されているところである。また日本では、1989年末まで続いた株価の急上昇期に、その持続可能性についての論議が高まった。1990年初来の株価下落を含めると、これまでの株価変動のかなりの部分が、期待金利の変化により説明されるものであったにせよ、市場参加者が、お互いに他の市場参加者の行動がどのように展開するかを読み合いながら、一方向に株価を引っぱって行くといった、投機的バブルの要素が働いていたと思われる。

金融政策の基本スタンスを株式市況の急激な変化に合わせて短兵急に変更すれば、中央銀行に対する信託を損う結果を招く可能性がある。確かに、株価の長期的な動き、短期的な動きにはそれぞれ有益な情報が含まれている可能性があり、これを決して無視すべきではないが、中央銀行は、地価など他の資産価格をも含めて、できるだけ幅広い範囲のインフレ圧力の指標に着目しなければならない。

金融自由化の重要な帰結の一つは、金融機関相互の競争が促進された点である。これは、貯蓄資金の運用利回りを上昇させるとともに企業の資金調達コストを引下げ、銀行の預貸金利鞘を縮小させる方向に作用してきた。もっとも、非金融機関部門において、金融自由化の利益を実際に享受してきたのは、主として企業や裕福な個人預金者であった。小口

の規制金利預金でしか資金運用していないような零細預金者にとっては、消費者ローン等へのアクセスが改善された点を除けば、自由化の利益はこれまでのところ、それほど大きなものではなかった。

ここ数年間に企業金融の面でみられた注目すべき変化は、大手銀行との間で長期に亘る顧客関係を維持してきた大企業が、銀行借入を抑制する一方でエクイティファイナンスに対する依存を強めた点である。こうした資金調達ルートシフトは、株式市況の強調を背景にエクイティ市場における資金調達コストが相対的に低位であったという事情によるものである。もっとも、1990年初来、株式市場の低迷を反映して、上記のような大企業のエクイティファイナンスは困難化している。

このような大企業の資金調達形態の変化に対して、都銀を中心とする大手銀行は、大企業向け貸出に比べ総じてみれば信用リスクが大きいものの、運用利回りの面ではより魅力的な中小企業、個人部門向け貸出の拡大に注力していった。

大手銀行が、高金利の大口定期預金やCD発行に大きく依存しながら中小企業向け等を中心に貸出市場におけるシェアを上昇させるなかで、中小金融機関の多くは、吸収した資金の運用先を伝統的な貸出以外の市場にも求めるようになり、株式を重要な運用対象とした投資信託、外債などに対する投資を拡大していった。こうした投資は、予期せぬ市場の変化を映じて純投資利回りが大幅に変化するというリスクを有する。金融自由化と革新が進んだ状況の下では、個々の経済主体はこう

17) International Monetary Fund [1984], Bailey et al. [1986], Cushman [1986, 1988], Dixit [1989a, b] を参照。

したリスクをスワップ、その他の手法でヘッジすることが可能である。しかし、金融システム全体として捉えると、こうしたリスクを全て解消することはできるものでないという点には留意する必要がある。

金融不安は、仮りにそれが発生した場合には、莫大な社会的コストを伴うほか、内外の決済システム崩壊を通じた外部不経済効果を有するため、金融不安を未然に防止することは当然のことながら公的当局の重大な関心事である。このため、金融機関に対する当局の監督機能は、そうした好ましからざる事態の発生を未然に防止すべく強化されてきている。金融の自由化を通じて、金融機関相互間の競争を促し、経済効率の向上を図ると同時に、金融システムの健全性を確保するためには、細心の注意が必要となろう。

こうした目的を達するためには、銀行経営者に対して、自己責任原則に基づき業務を慎重に取り運ぶことを要請することも一つの方法である。このためには、監査や内部管理体制の強化を通じて個々の金融機関に市場規律を課すことが効果的である。さらに、預金者や他の債権者が取引先金融機関が抱えるリスク度を正確に把握・評価し得る体制を作るため、ディスクロージャーを通じて銀行の経営内容を開示することも必要となろう。しかし、実際のところ、個々の金融機関の経営悪化を防ぐためには、市場規律に基づくこれらの方策だけでは自ずと限界があるといわざるを得ない。それゆえ、大蔵省、日本銀行は、検査・考査を通じて日本の金融機関に対する監督機能を果たしているのである。また、国際業務

に携わっている日本の銀行は、BIS自己資本比率規制といった国際的な監督基準をも満たすことが要請されるようになってきている。こうした対策にもかかわらず、よしんば不幸にもある金融機関に経営上問題が生じた場合、金融システム全体に悪影響が拡がらないようにするため、相互保障協定や預金保険、あるいは例外的なケースとして中央銀行の「最後の貸手」の機能等の手段に依存することが必要となることも考えられる。しかし、このような支援機関の存在が「放漫経営の結果失敗しても当局が助けてくれる」との期待を生んで、「モラル・ハザード」を増長するようなことがあってはならない。個別銀行経営の失敗が金融システムを通じて伝播し、システム的不安定性を増大させることを防ぐために、止むを得ず公的支援が発動されるような事態に至ったとしても、モラル・ハザードの回避を狙いとして、問題銀行の首脳陣の刷新といった厳しいペナルティーを課すことも検討する必要がある。

いずれにせよ、金融機関間の競争促進は、金融サービス供給の効率性向上をもたらす誘因として働く。こうしたなか、わが国の金融機関の間では、規模の経済に加え、このところ範囲の経済の重要性に対する認識が高まりつつあり、日本政府当局の諮問委員会は、第2次大戦直後に導入された専門金融機関制度や銀行・証券業務の分離について、目下見直しを進めているところである。¹⁸⁾ 米国における金融システムの再構築、とりわけグラス＝ステイガール法の枠組み修正の可能性や、1992年末の金融サービス規制撤廃の動きを含

18) 金融制度調査会 [1989, 1990] を参照。

金融自由化の進展と金融政策

めた EC 金融統合の動きは、¹⁹⁾ こうした日本政府当局の諮問委員会における審議にも影響を及ぼすことになるかもしれない。

「構造改革の進展」と題された本年の OECD 報告のなかで、日本における金融自由化に関して、「市場メカニズムが機能する範囲が拡大されるべきであり、民間銀行と郵便貯金制度のレベル・プレイング・フィールドが確保されるような方策が採られるべきである」と指摘されているように、郵便貯金制度の改革は、金融自由化を一層推進していく上で、どうしても避けて通れない課題である。

こうした改革の際には、²⁰⁾ 郵貯資金に依存して与信活動を行ってきた公的金融機関の役割の再検討も必要となろう。さらには、期近債の市場取引を阻害している税制の改正を含め、今後効率的な政府短期債市場育成を進めていく施策は、単に金融政策の観点にとどまらず、国際通貨としての円の機能を順便にする意味でも重要である。

以上

[日本銀行金融研究所長]

【参考文献】

- 岩淵純一、「金融変数が実体変数に与える影響について——Structural VAR モデルによる再検証」、『金融研究』、第 9 巻第 3 号、日本銀行金融研究所、1990年10月
- 金融制度調査会、『新しい金融制度について——金融制度第 2 委員会中間報告』、1989年
- 、『新しい金融制度について——金融制度第 2 委員会第 2 次中間報告』、1990年
- 重原久美春、ニールス・ティゲセン、『金融政策と景気調整—主要 6 カ国の国際比較』、金融財政事情研究会、1976年
- 短期金融市場研究会、『わが国短期金融市場の現状と課題』、金融財政事情研究会、1990年
- 日本銀行調査統計局、「信用集計量について」、『調査月報』、日本銀行金融研究所1988年12月
- 、「在庫投資の構造変化を巡って——生産・在庫管理技術の発達とその影響』、『調査月報』、1990年 6 月
- 深尾光洋、「金融の国際化が為替レートの変動および国際収支に与える影響について」、『金融研究』、第 7 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、1988年12月
- 堀江康熙・浪花貞夫、「銀行の貸出供給行動と経済活動への影響」、Institute of Socio-Economic Planning Discussion Paper No.397, University of Tsukuba, March 1989a
- ・——、「金融変数の実体経済活動への影響に関する考察」、研究資料(1)研 1-7、日本銀行金融研究所、1989年 7 月12日 [1989b]
- Alchian, Armen, and Benjamin Klein, "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, February 1973.
- Aoki, Akira, "Banking Turns", *Look Japan*, October 1988.
- Bailey, Martin J., et al., "Exchange Rate Variability and Trade Performance: Evidence for the Big Seven Industrial Countries", *Weltwirtschaftliches Archiv* No.122, 1986.
- Black, Robert P., "The Fed's Anti-Inflationary Strategy: Is it Adequate?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, September/October 1987.
- Carlson, Keith M., "Do Price Indexes Tell Us About Inflation? - A Review of Issues", *Review*, Federal Reserve Bank

19) Shigehara [1990a] を参照。

20) 1990年 5 月 OECD 関係会議に提出され、事務総長名で公表された OECD 報告 "Progress in Structural Reform" を参照。

- of St. Louis, November/December 1989.
- Cock, Timothy, and Thomas Hahn, "The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effects on Market Interest Rates", *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1988.
- Cushman, David O., "Has Exchange Risk Depressed International Trade? The Impact of Third-country Exchange Risk", *Journal of International Money and Finance*, Vol.5, 1986.
- , "US Bilateral Trade Flows and Exchange Risk During the Floating Period", *Journal of International Economics*, May 1988.
- Dixit, Avinash, "Hysteresis, Import Penetration, and Exchange Rate Pass-Through", *Quarterly Journal of Economics*, May 1989a.
- , "Entry and Exit Decisions under Uncertainty", *Journal of Political Economy*, June 1989b.
- Friedman, Milton, "The Fed's Monetarism was Never Anything but Rhetoric", Letters to the Editor, Wall Street Journal, December 18, 1985.
- Fukui, Toshihiko, "The Recent Development of the Short-term Money Market in Japan and Changes in the Techniques and Procedures of Monetary Control Used by the Bank of Japan", *Changes in Money-Market Instruments and Procedures: Objectives and Implications*, Bank for International Settlements, March 1986.
- Greenspan, Alan, Testimony Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, July 12, 1990.
- Hamada, Koichi, and Fumio Hayashi, "Monetary Policy in Postwar Japan", in Albert Ando, et al., eds., *Monetary Policy in Our Times*, MIT Press, 1985.
- Ito, Takatoshi, "Is the Bank of Japan a Closet Monetarist? Monetary Targeting in Japan, 1978-1988", NBER Working Paper No.2879, March 1989.
- International Monetary Fund, "Exchange Rate Volatility and World Trade", Occasional Paper No.28, Washington, International Monetary Fund, 1984.
- Johnson, Mannuel, "Recent Economic Developments and Indicators of Monetary Policy", address at New York University, March 1988.
- Nakao, Masaaki, "External Balance Adjustment, Monetary Policy Management and the Mobility of International Private Capital Flows", *International Capital Flows, Exchange Rate Determination and Persistent Current-Account Imbalances*, Bank for International Settlements, June 1990.
- OECD, "Progress in Structural Reform", presented to the Ministerial Meeting of May 1990.
- OECD Monetary Division (Shigehara, Kumiharu), "Monetary Policy in Japan", OECD Monetary Study Series, December 1972.
- Shigehara, Kumiharu, "Absorption of the Two Oil Shocks - The Japanese Case", *European Economic Review*, May/June 1982.
- , "External Dimension of Europe 1992: Its Effects on the Relationship Between Europe, the United States and Japan", Paper prepared for the presentation at the annual congress of the European Economic Association in Lisbon, August 31-September 2, 1990a.
- , "Some Reflections on Monetary Policy Issues in Japan", *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, September 1990b.
- , and Niels Thygesen, "The Role of Monetary Policy in Demand Management - The Experience of Six Major Countries", OECD Monetary Study Series, September 1975.
- Suzuki, Yoshio, "Japan's Monetary Policy over the Past Ten Years", *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, September 1985.
- Yoshida, Tomoo, and Robert Rasche, "The M₂ Demand in Japan: Shifted and Unstable?", *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, September 1990.