

日本における金融調節

翁 邦 雄

1. はじめに
 2. 近年における短期金融市場の発展
 3. 短期金融市場と金融調節
 4. 金融調節とオーバーナイト金利コントロールの関係
—— ひとつの理論的解釈
 5. ターム物金利の決定メカニズムと短期金融市場運営方式の見直し
 6. おわりに—— 2つの留意事項
- 補論

1. はじめに

本論文は、日本銀行が行っている日々の金融調節の実際を解説するとともに、日本銀行による操作目標コントロールの考え方にひとつの理論的説明を付与することを企図したものである。

日本銀行の金融政策の起点は、操作目標としての短期金融市場金利のコントロールである。そのコントロールメカニズムについてのエコノミストの標準的理解は、中央銀行が公開市場操作により、ハイパワード・マネーの量を変化させることを通じて、金利を変化させるというものであろう。しかしながら、この理解を日本の金融調節の実際に当てはめようとして市場を観察すると、困惑せざるを得

ないことに気づく。その理由は以下のようなものである。ハイパワード・マネーは準備預金と銀行券からなるが、後述のように日本の場合、銀行は超過準備を持たず、ある月の準備需要は前月の銀行預金水準によって先決されている。また、銀行券に対する需要は月々の短期金融市場金利の動きによって短期的にほとんど影響を受けない。したがって、月単位でみると、この2つの需要曲線を集計した民間部門のハイパワード・マネー需要曲線は直立しており、銀行に所要準備を供給し、市場を均衡させようとするれば、日本銀行はハイパワード・マネーの少なくとも供給総額の決定については受け身とならざるを得ない。このような市場で金利がどのように決定されているかについては、上記のナイーブな理解に

本論文は4月18、19日の両日東京で行われたNBERコンファランス「日本の金融政策」への提出論文として作成したものに、簡単なサーベイを付加したものである。2.、3. については、高橋 亘氏（日本銀行）から多くのご助力をいただいた。また、伊藤隆敏（一橋大学）、倉沢資成（横浜国立大学）、堀内昭義（東京大学）、吉川 洋（東京大学）、岩村 充（日本銀行）の各氏から有益なコメントを得た。

比べ、もう少し詳細な説明が必要であろう。本論文は、この点について均衡金利についての日本銀行のシグナリングの役割を中心とした解釈を与える。

なお、本論文では上述のように日本銀行の操作目標を短期金融市場金利と考えており、他の金融変数を操作目標として選択する場合の問題は取り扱わない。また、操作目標としての短期金融市場金利の適正水準の選択、短期金融市場金利の操作と中間目標・最終目標との関係についても扱わない。

本論文の構成は以下のとおりである。2.では、日本銀行の金融調節の場である短期金融市場の発展とその国際的にみた特色について説明する。3.では、短期金融市場を通ずるハイパワード・マネー調節の基礎概念としての「資金過不足」について説明し、次いでその概念に基づいて行われる日々の市場調節の流れについて述べたあと、調節に用いられる手段の現状と問題点についてやや詳しく論じる。4.は所要準備を満たすという受動的金融調節によってオーバーナイト金利がコントロールし得る理由について、ひとつの理論的解釈を与える。5.では、オーバーナイト金利コントロールとターム物市場における金利形成との関係をどう考えるか、およびこれとの関連で最近の短期金融市場の見直しをどう考えるか、の各点について触れる。最後に、本論文における議論をさまざまな問題に適用する際の留意事項として、中央銀行の金利コントローラビリティとは何か、金融国際化はどのような影響を与えるか、の諸点について検

討を加える。なお、補論では、ハイパワード・マネーと短期金融市場金利の関係について従来提起されてきた主要論点についてサーベイし、本論文の視点から解釈を与える。

2. 近年における短期金融市場の発展

(1) わが国の短期金融市場の現状

本論文では、短期金融市場は、①広範な市場参加者が存在、②取引形態は相対型ではなく市場型、③取引期間は1年以内、という条件を満たす資金取引の場と考える。このように定義した場合、コール市場、手形市場、債券現先市場、CD市場、CP市場、政府短期証券市場及び短期国債市場が国内の代表的な短期金融市場として挙げられる。¹⁾ わが国の短期金融市場は、経済規模の拡大および金融の自由化、国際化を背景とした金融取引の活発化等から、近年一段とその規模を拡大しており、89年末で約80兆円に達している（第1表）。

また、わが国の短期金融市場の規模の推移は、とくに85年以降著しく拡大している（年平均伸び率、1975～85年11.8%→85年以降29.5%）。これは①実体経済活動および金融取引の拡大に加え、金融・資本市場における自由化、国際化の中で、短期金融市場についても、新市場の創設および市場の多様化がこの時期に著しく進んだこと、②金利機能を一層円滑化すべく市場関係者と日本銀行の協力により市場の整備・拡充が進められたこと、などが重要な背景として指摘し得る。①の点についてやや詳しくみると、1985年以降の短

1) 円転市場や東京オフショア市場における円建預け金取引を短期金融市場に含めて考えることもできる。また、このほかに市場規模について公表統計は存在しないものの、上記の条件を満たすとみられる市場として、CD現先市場、CP現先市場を加えることができる。

日本における金融調節

第1表 短期金融市場残高の推移

(単位、億円)

	1980年 度 末	1985	1986	1987	1988	1989	構成比(%)
インターバンク市場	71,575	159,097	223,364	268,549	338,369	384,031	46.2
コール	50,271	87,408	131,581	186,414	211,563	287,214	34.5
(うち有担保)	(50,271)	(78,982)	(112,755)	(158,080)	(140,324)	(161,544)	(19.4)
(うち無担保)	(—)	(8,426)	(18,827)	(28,335)	(71,239)	(125,670)	(15.1)
手形	21,304	71,689	91,783	82,135	126,806	96,817	11.6
オープン市場	73,995	159,722	217,088	273,089	355,647	447,871	53.8
C D	16,708	96,335	112,630	135,235	182,881	211,362	25.4
C P	—	—	—	26,373	90,530	132,163	15.9
T B	—	10,236	20,226	20,007	24,014	55,028	6.6
F B	—	10,000	25,000	29,000	10,000	10,000	1.2
債券現先 ^(注)	57,287	43,151	59,232	62,474	48,222	39,318	4.7
合 計	145,570	318,819	440,452	541,638	694,016	831,902	100.0

(注) 日本銀行調べ

T B・F B現先を除くベースの計数

(出典) 短期金融市場研究会[1990]

期金融市場における新市場の創設としては、無担保コール市場(85/7月)、短期国債の発行開始(86/2月)、C P市場(87/11月)の創設などがある。また、既存の市場についても、C Dの最低発行額の引き下げ(当初5億円から順次5,000万円へ)、発行期間の多様化(当初の3～6か月から順次2週間～2年へ)、T B、F Bの取引単位の引き下げ(87/8月、1億円→5,000万円、90/4月、5,000万円→1,000万円)やT Bの発行期間の多様化(89/9月、6か月物に加え3か月ものの発行開始)など取引対象の拡大措置が講じられてきている。

この間、上記のような市場の自由化、多様化措置と併せ、市場関係者と日本銀行の協力により、短期金融市場の慣行や運営方式の見直しが順次行われてきている。なかでも88年

11月には広範な見直しが行われ、その後も関連する措置が実施されている(第2表)。

(2) わが国短期金融市場の特色

各国の短期金融市場は、各国の諸制度、歴史的な発展経緯の違い等から各々独自の特色を持っている。そこで、次に、上記で説明したわが国の短期金融市場の特色を欧米主要国市場との対比でみると、以下のような点を指摘し得る。

まず、比較可能な公表統計に基づいてわが国の短期金融市場の規模をG N Pと比較してみると、近年では、国際的にみてもその規模は欧米主要国に近づきつつある²⁾(対G N P比<1985年末→1989年9月末>、日本9.1→19.6%、米国32.0→29.4%、英国32.6→32.0%、西独17.9→17.3%、第3表)。

2) 前述のようにわが国の場合、公表統計の存在しない市場として、C D現先、C P現先等があり、これらを加えると、量的な面では格差はさらに縮小することになる。

金 融 研 究

第2表 短期金融市場運営の見直し措置

(1988年以降の措置)

時 期	事 項	見 直 し 前	見 直 し 後
88/11	手形・取引期間 有担コール・取引期間 無担コール・ 手形オペ・期間	1～6か月 無条件～3週間 O/N～3週間 1～3か月	1週間～6か月 無条件～6日 O/N～6か月 1週間～3か月 (1～3週間が中心)
89/1	コール、手形取引のレート刻み幅	1/16 %	1/32 %
89/4	手形・取引期間 無担保コール・取引期間	1週間～6か月 O/N～6か月	1週間～1年 O/N～1年
89/5	C P オペ	—	新規導入
89/8	手形取引期日の呼称変更 手形オペ担保手形の事前受入 資金需給、市場調節に関する情報公表	応答日±15日 (2～11か月物) 手形オペのロールオーバー (同一担保仕様) 不可 —	当限月の応答日から次の応答日前日 手形オペのロールオーバー可 午前10時に前日実績、当日修正予想、午後4時に当日実績速報、翌日予想を公表
89/12	据置担保貸出対象先の拡大 資金需給等の情報公表の見直し	都銀、長信、大手地銀、地銀Ⅱ等 午前10時に前日実績、当日修正予想、午後4時に当日実績速報、翌日予想を公表	都銀、長信、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀等 当日実績速報、翌日予想の公表を午後4時から午後3時に繰り上げるとともに、午前10時の段階でオファー済の調節につき公表(テレフォンサービス開始)
90/1	T B オペ	—	新規導入
90/2	投信の無担保コール運用枠拡大	コールマネー運用額の30%以内	コールマネーと手形の運用合計額の50%以内
90/4	据置担保貸出のための適格担保対象を拡大	公募地方債	非公募地方債のうち、市場性があり適当と認められる条件で発行されたものを追加
90/6	T B オペ・債券輪番オペ・債券現先オペの入札スケジュール短縮化	オファーから落札通知までの所要時間：3時間半	同：2時間50分
90/8	資金需給・市場調節に関する情報公表方式の改訂	銀行券の増減をベースとした公表方式	市場の資金過不足をベースとした公表方式 準備預金残高と残り要積立額との差を公表
90/11	有担保コール取引金利	気配値	オファー・ビッド制導入

(注) O/Nはオーバーナイトの略

(出典) Nakao and Horii [1990]

第3表 海外主要国の短期金融市場との比較(1989年9月末)

日 本		米 国		英 国		西 独	
構成比		構成比		構成比		構成比	
(兆円)	(%)	(10億ドル)	(%)	(百万ポンド)	(%)	(10億マルク)	(%)
コ	25	フェデラル ファンドおよび レポ ³⁾	178	コ	10,913	コ	311
手	11	C	396	インターバン ク 預 金	87,406	手	71
C	20	C	507	手	5,472	T	10
C	11	B	64	ポンド建CD	43,556		
T	3	T	407	ポンド建CP	3,126		
F	2	B		T	12,891		
債券現先 ²⁾	5						
合 計	77	合 計	1,551	合 計	163,364	合 計	392
名目GNP比	19.6	名目GNP比	29.4	名目GNP比	32.0	名目GNP比	17.3

(注) 1.日本銀行調べ

2. T B・F B 現先を除くベースの計数

3. レポ市場とは、条件付証券売買市場のことをいい、実質的には財務省証券等を担保とする短期の資金取引の場。

4. 大口定期預金(100万ドル以上)の計数

(出典) 短期金融市場研究会 [1990]

その中で、わが国については①短期政府債務の市場残高が米国に比べて小さく（短期金融市場残高に占めるウェイト〈89年9月末〉、日本6.9%、米国26.2%）、この点で、英国、西独に近い、②それが月々かなりの振れを示している、といった点が特色として指摘できる。最近わが国においても短期政府債務の市場残高は増加しつつあり、さらにCP市場も拡大しているが、短期金融市場の構成は全体としてはなお、コール、手形、CDといった金融機関債務が中心となっている（金融機関債務比率、84年末80.4%→89年末70.8%）。

3. 短期金融市場と金融調節

(1) 資金過不足と金融調節

短期金融市場は、経済主体が短期資金の運用、調達を行う市場であり、一般事業会社、国・地方公共団体、金融機関、非居住者等、様々な経済主体が資金の調達・運用を行っている（とりわけ金融機関は経済主体に決済口座を提供しているため、経済主体の各種決済の結果が、ハイパワード・マネーの過不足として集約される）。各国中央銀行はそうした中で、同市場のハイパワード・マネーの過不足のマクロ的な調節を通じ金融政策を行っている。

日本銀行も、銀行券の増減、財政資金の受け払いによって生じる短期金融市場の日々のハイパワード・マネーの過不足に対して、様々なオペレーションによってその供給量を変化させ、準備預金額や短期金融市場金利に影響を与えている。わが国では一般にこうした日本銀行のオペレーションを「金融調節」と呼ぶ。また、日本銀行の金融調節がなかりし場合の仮想的な金融部門の準備預金額増減を「資金過不足」と呼ぶ。

以下では、まずこうした金融調節の実務を①資金過不足、②1日の金融調節の流れ、という観点から説明する。

個別金融機関にとっての日々の資金過不足は、現金の流出入、財政資金の受け払い、手形・為替交換の勝負け等、資金の移動をもたらす様々な要因により生じ、準備預金の増減として表れる。これを金融部門全体について集計すると、個々の金融機関同士の資金過不足は相殺され、民間非金融部門の銀行券需要、政府部門のハイパワード・マネーの過不足がマクロ的な資金過不足（準備預金の増減）となる。1日とか2日とかいったタームでみた場合のハイパワード・マネーの需要は金利非弾力的であり、したがって日々の短期金融市場では、こうした資金過不足に対して中央銀行のマクロ的なハイパワード・マネー供給量の調節機能があってはじめて、短期金融市場金利の乱高下をもたらすことなく全体としての需給が一致する。

この点を各経済主体の各時点における予算制約から確認しておこう（第4表）。まず、金融部門についてみてみよう。いま、民間金融部門は m 行の銀行からなるとする。このうちの第 i 行($i=1\cdots m$)について、単純化した予算制約として、

$$R_i = D_i - L_i - C_i + B_i$$

が成り立っていると仮定する。ただし、

R_i : 第 i 銀行の日銀預け金、

D_i : 第 i 銀行の預金残高、

L_i : 第 i 銀行の貸出残高、

C_i : 第 i 銀行の金融資産（負なら金融負債残高）、

B_i : 第 i 銀行の中央銀行借入残高、

である。銀行部門全体についてこれを集計す

第4表 民間部門のバランスシート

	金融部門 ($i=1\cdots m$)		非金融部門 ($j=1\cdots k$) ²⁾		両部門計		
	…第 i 行…		…第 j 主体…				
現 金			N_j		$\sum_j N_j$		
日銀預け金	R_i				$\sum_i R_i$		
日 銀 貸 出		B_i				$\sum_i B_i$	
金 融 市 場 資 産・負 債	C_i		C_j		$\sum_i C_i + \sum_j C_j$	$=0^{1)}$	
預 金		D_i	D_j		$\sum_i D_j = \sum_j D_i$		
貸 出	L_i			L_j	$\sum_i L_i = \sum_j L_j$		
実 物 資 産			V_j		$\sum_j V_j$		
純 資 産 ³⁾				W_j	$=$	$\sum_j W_j$	

(注)1. 日本銀行による民間金融資産の保有は存在しないと仮定

2. 政府はさしあたり捨象

3. 金融部門の純資産、実物資産は捨象

ると、

$$\sum_i R_i = \sum_i D_i - \sum_i L_i - \sum_i C_i + \sum_i B_i$$

が得られる。

同様に、非金融部門の予算制約を考慮する
(政府部門は単純化のため、さしあたり捨象
する)。いま、非金融部門に属する経済主体
($j=1\cdots k$) は各時点で

$$L_j + W_j = D_j + C_j + N_j + V_j$$

という予算制約に従うと仮定する。ただし、

 W_j : j 主体の純資産、 C_j : j 主体の金融資産 (負なら負債残高)、 N_j : j 主体の銀行券保有残高、 V_j : j 主体の実物資産保有残高、 L_j : j 主体の借入残高、

である。非金融部門全体を集計すると、

$$\sum_j L_j + \sum_j W_j = \sum_j D_j + \sum_j C_j + \sum_j N_j + \sum_j V_j$$

が成り立っている。このとき、民間部門の資金循環表 (ストック表) は第4表のようになる。

今、この関係を民間金融部門と非金融部門について統合して整理してみる。日本銀行のオペレーションが存在しない場合、民間金融・非金融部門全体としては、どの時点についても、ネットの金融市場資金供給はゼロであり、

$$\sum_i C_i + \sum_j C_j = 0$$

となっている。また、 $\sum_i L_i = \sum_j L_j$ 、 $\sum_i D_i = \sum_j D_j$ であること、経済全体の純資産は総実物資産に対応していること ($\sum_j W_j = \sum_j V_j$) を考慮すると、最終的に

$$\sum_i B_i = \sum_j N_j + \sum_i R_i$$

が得られる。これは、様々な市場の存在にもかかわらず民間部門全体としてハイパワード・マネー保有が可能となる条件は、マクロ的には、結局は日本銀行の予算制約式に帰着してしまうことを示しており、日本銀行がオペを行わないとすると日本銀行貸出($\sum B_i$)が非金融部門の銀行券保有($\sum N_j$)と準備($\sum R_i$)を賄うだけ行われることが必要であることを意味している。したがって、準備需要が先決されているシステムの下では、仮に、自由化・金融革新が進み、短期金融市場、貸出市場、預金市場が金利変動により瞬時的にクリアされるとしても、上記のマクロ的予算制約が満たされ、ハイパワード・マネーの需給が一致するには、日本銀行の与信が不可欠であることになる。

なお、現実には政府部門が存在し、政府収支は金融市場に影響を与える。また日本銀行は日銀貸出のみでなく、金融資産のオペと貸出を併用してハイパワード・マネーの供給・吸収を行っている。しかし、それらの点は上記の基本的な理解に変更を要求するものではない。このことは実際の日々の金融調節にあたっては、単に上式の間接関係を政府部門を含めて拡張し、フローベースで見たものに相当するいわゆる資金需給式

$$\Delta R = \Delta B + \Delta G - \Delta N$$

ただし、

ΔR : 金融部門の準備増加

ΔN : 銀行券の増発 (民間部門の保有増加)

ΔG : 財政資金の支払増

ΔB : 日本銀行の信用供与

が基本となっていることから理解されよう。

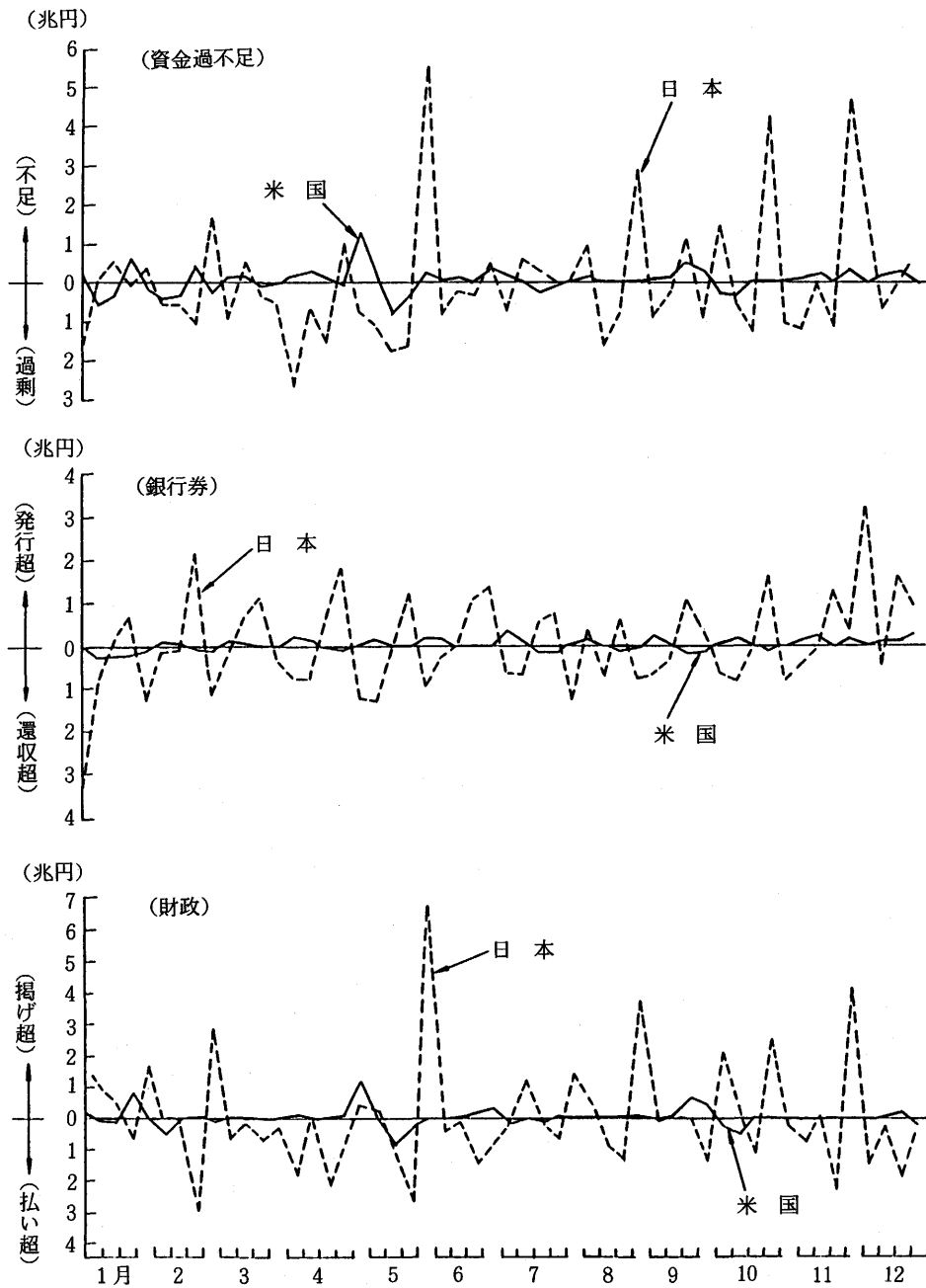
前式は恒等的な関係であるが、日々の金融調節にあたっては、 ΔN 、 ΔG は金利感応的でなく外生変数である。 ΔB は政策変数であり、日本銀行がこれにより ΔN 、 ΔG の変動をどの程度相殺するかによって日々の ΔR の変動が決まる (ただし、積み最終日には日本銀行はマクロ的に期中所要準備<平残>が満たされるだけの ΔB を供給するオペレーションがあると考えられている)。

このため金融調節の実施にあたっては、資金不足額 ($\Delta N - \Delta G$) の把握が出発点となる。日本の場合、資金過不足の振れが週次でみると米国などに比べ大きい (第1図)、資金過不足予測は特に重要性の高いものとなっている。以下そのスケジュールを簡単に説明する。ただし、こうしたスケジュールは固定的なものではなく、市場慣行の変化に応じて急速に変化するものであることを強調しておく必要がある。このため、この節と次節は、基本的に1991年1月時点を念頭においている。

日本銀行は、まず、経済諸情勢や例年の季節パターン、関係者からのヒアリング等を織り込んで、月次の資金過不足 (これは通常「月次の資金需給」と呼ばれる) について前月下旬に予測を作成して公表する (その月の上旬にその後の情勢変化を織り込んで改訂)。日々の見通しについては、主に本店の情報に基づいて翌日の資金需給見込みを作成し (午後3時頃に公表)、当日の朝にはその他の情報をも織り込んで当日の資金需給見込みを改訂する (朝10時頃、すでにオファー済みの調節をも含めて公表)。そして、午後には銀行券の受払と財政を見直し、実績見込みを作成して

日本における金融調節

第1図 資金需給変動の日米比較 (1988年中、週次)



(出典) 短期金融市場研究会 [1990]

いる（午後3時頃に公表）。

(2) 金融調節の実際

こうして資金需給を把握した日本銀行が金融調節をどのようなスケジュールで行っているかについて、1991年1月時点についてみると、第5表のようになる。

わが国の金融市場は午後1時の交換厩と市場終了の午後3時の最終決済という2つの決済時点を大きな節目として動いており、金融調節もこれを念頭において、実施されている。午前中は、市場では、オーバーナイト物を中心としたコール取引が盛んに行われるほか、各種手形取引も通常、午前中の取引ウエイトが高い。この間、日本銀行は午前中の早い段階にまず当日の資金需給予測と市場金利動向を睨みつつ、当日最終決済のCPオペ、手形買いオペおよび貸出のオファーを行い、ついで翌日以降決済される債券オペとTB買いオペ、手形買いオペ（入札方式）のオファーを行う。

午後1時の交換厩時点ではコール・手形資金、手形交換や為替の勝負厩等の資金決済がなされ、資金の不足する金融機関は、交換厩に際して資金を調達する。日本では半日コールの制度があり、このうち午後半物は、例えば交換厩時点では資金が不足しても最終決済時点では資金の目途が立っている金融機関等に利用されている。

交換厩を終了した後、最終決済では外為円決済、国庫金などの資金決済がなされる。市場では、最終決済時点に向けて、次第に当日

の資金過不足が確定していくが、日本銀行は、こうして確定した当日の資金需給の実績に応じて最終的な金融調節を行う。これは現在、主に日本銀行貸出の実行および回収によって行われる。³⁾ また、現在、TBオペは午前中に、FBオペは市場終了後に、各々翌日以降実行分のオペがオファーされている。

(3) 日本銀行のオペ手段と問題点

現在、日本銀行は主なオペ手段として、手形、CP、FB、TB、債券現先、長期国債買い切りの6つの手段を有している（第6表）。このうち、長期国債買い切りオペは成長通貨供給のための手段と位置付けられているので、金融調節のための手段としては、前述のように残る5つの手段を適宜組み合わせたり、あるいは使い分けることによって対応している（第7表）。1980年代後半における使い分けの大まかなイメージは以下のとおりである。

- ① 日々の資金過不足には、日銀貸出と手形オペ、場合によってはCPオペで対応。
- ② 1～3か月程度の季節的資金過不足には、FBオペ、手形オペ、TBオペ、債券現先で対応。
- ③ 経済成長に伴う資金不足の拡大には国債買い切りオペで対応。

なお、ここでも、オペ手段の使い分け慣行は、マネーフローの変化や市場改革の動き等に伴って変化し、固定的なものではないことを強調しておく必要がある。⁴⁾

3) 後述のようにわが国では、日本銀行貸出は日本銀行の金融調節の一手段として位置づけられており、日本銀行のイニシアティブで行われている。

4) 現に、CPオペ、TBオペが導入されたのは第2表で示したように80年代末であり、また、90年12月にも手形オペの対象期間についての見直しが行われている。

日本における金融調節

第5表 短期金融市場運営の1日(1991年1月現在)

表内の数字は、1日の取引高全体に占める各時間帯取引分のウェイト(感触ベース)を示したもの(%)

時 間	市 場 取 引	日 銀 の 調 節	資金需給等の公表
	有 担 無 担 手 形 ユーロ コール コール 円		
9:00	90	・ C P 買オペ、手形買オペオファー ・ (当日最終決済) ・ 貸出オファー	
9:30	80		
10:00	100	・ 債券買切りオペ、債券現先買オペ、T B 買オペオファー (4日目決済、但しT Bは3日目決済) ・ 手形買オペ<入札方式>オファー(翌日決済)	・ 資金需給公表(当日の修正予想、前日の実績) ・ 調節の公表(当日オファー済分、前日実績) ・ 準備預金残高と残り要積立額との差公表(前日実績)
11:00			
12:00			
13:00	(交 換 尻 決 済)		
(注) 13:45	10		
14:00	20	・ 貸出オファー	
15:00	(最 終 決 済)	・ F B 売却オペオファー (翌日決済)	・ 資金需給公表(当日の実績速報、翌日の予想) ・ 調節の公表(当日の実績速報) ・ 準備預金残高と残り要積立額との差公表(当日速報)
16:00			
17:00			

(備考) C D、C P等オープン市場取引は、ユーロ円等と概ね同一時間帯ながら夕刻に翌日 value 取引が集中する傾向

(注) 13:45 外為円決済の支払指図入力締切、その後、外為円決済の交換尻確定

(出典) 日本銀行調査統計局調べ

金 融 研 究

第 6 表 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 ¹⁾	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 ³⁾ 。期間（当初1～3か月→1988年11月以降1週間～3か月）。
(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）には返済圧力はかからない（ごくまれに期間中に日本銀行が転売することもある）。
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）。
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。
C P 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	・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）。
T B 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	・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。
				・日本銀行が、短資会社から、C P 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。
				・T B（短期国債）を売戻条件付で金融機関・証券会社から買入。

(注)1. このほかに①制度貸出（商手割引、輸入決済手形制度）と②「基準外貸付制度」（公定歩合を上回るレートでの貸出——未発動）がある。

2. 86/3月から、短資会社によるC D購入資金を日本銀行が短資会社向けに貸し出すという形の、いわゆる「C Dオペ」を開始。

3. 通常は商業手形を担保として金融機関が振り出した自己宛、自己引受の為替手形を買入。

(出典) Nakao and Horii [1990]

第7表 資金需給実績、金融調節

(単位、億円)

	資金過不足			金融調節						準備預金	
	うち銀行 券要因	うち財政 要因	計	貸出	買入手形	買入C/P	T/B売買	F/B売 買・償還	債券短期 売 買		債券売買
1987(年)	▲6,710	▲23,019	2,965	442	993	—	—	▲ 2	1,783	7,380	3,886
1988	▲12,889	▲31,315	6,087	19,071	3,007	—	—	▲ 996	416	4,215	12,824
1989	▲57,284	▲51,017	3,992	▲15,288	41,000	—	—	9,947	3,051	17,154	▲1,420
89/9(月)	▲25,762	▲398	▲23,193	3,088	22,000	▲3,000	—	72	▲1,556	—	▲5,158
10	▲17,232	698	▲16,450	6,054	1,000	—	—	14,882	—	1,255	5,959
11	49,716	▲6,083	55,590	▲20,750	3,000	3,000	—	▲44,807	3,065	3,633	▲3,143
12	▲92,233	▲71,919	▲19,797	28,507	10,000	▲3,000	—	49,767	2,185	1,022	▲3,752
90/1	26,285	61,032	▲33,987	▲14,218	▲3,000	3,000	4,035	▲9,972	▲3,281	2,212	5,061
2	16,460	▲4,432	20,342	5,920	▲6,000	▲3,000	▲1,064	▲14,805	1,935	1,886	1,332
3	7,611	▲17,696	28,739	▲7,742	▲14,000	—	▲1,873	14,813	▲2,361	1,340	▲2,212
4	45,278	▲11,112	55,627	▲7,946	▲21,000	—	5,536	▲21,732	▲1,543	1,663	256
5	43,034	34,681	8,317	▲9,613	6,000	—	▲697	▲40,919	1,493	1,737	1,035
6	▲48,705	▲25,029	▲24,669	6,339	21,000	3,000	▲1,257	22,007	159	1,723	4,266
7	▲21,566	9,441	▲33,594	1,309	▲6,000	2,000	4,015	23,795	—	2,045	5,598
8	12,095	7,460	2,308	▲19,891	▲17,000	▲5,000	▲924	11,958	▲15	1,967	▲16,810
9	▲5,895	▲2,609	▲4,913	20,762	▲5,000	—	2,264	9,900	—	2,046	24,077

(注) ▲は、「資金過不足」：不足、「銀行券要因」：発行超、「財政要因」：受超、「金融調節計」：信用減、「貸出」：回収、「買入手形」：期日
落、「買入C/P」・「T/B売買」・「債券短期売買」：売戻し、「F/B売買・償還」・「債券売買」：売却、「準備預金」：取り崩しを示す。

前記のような日本銀行のオペ手段の多様さ、さらには貸出への依存に対しては、徒に多くの手段を用いるのではなく、中核的市場を中心とした調節を行うべき、との批判も存在する。こうした考え方に従えば、国債買い切りオペによる成長通貨の供給以外の金融調節は、コアとなる市場でのオペによるべき、ということになる。

中央銀行の理想的オペ手段に求められる要件は、

- ①市場に十分厚みがあること、
- ②玉が均一であること、
- ③中央銀行買い入れ資産にふさわしい信用度、流動性、中立性があること、
- ④事務処理が簡便で即日決済性を満たすこと、

の諸点であるとされている。⁵⁾ 仮に、このようなオペ手段として、厚みのある短期国債市場が整備されており、主としてそこでのオペによって調節目的が達成されたとすれば、それがひとつの望ましい姿といえる。⁶⁾ しかし、現状では日本の短期政府債務市場にはいくつかの制約があって、中核的市場として機能し

得るには至っていない。すなわち、日本における短期政府債務としてはT BとF Bがあるが、いずれも以下のような問題が存在する。まず、T Bについては①1989年末に4兆円で短期金融市場の5%に過ぎない、②約定と決済の間に3日間のラグがある、という問題が存在する。また、F Bについては、1989年で28兆円の市場残高であるが、市中公募がなく日銀引き受けが主体のため売り先行オペのみ可能、という問題が存在する。より構造的な問題としては、近年におけるマネーフローの変化により、財政部門の資金不足幅の縮小・民間部門の資金不足幅の拡大も無視できない。こうした状況下、長期国債の発行量も頭打ちになっており、長期国債の発行を削ってT B発行量を増加させることは容易ではないとみられる。

前記の事情から、日本では、中核となる短期国債市場が成立しないので、金融調節にあたっては、他の5つの手段を組み合わせているが、いずれの手段も不均一性、量的な限界や決済期間等の制約があり、⁷⁾ 結局、最終的には貸出に大きく依存せざるを得ない状況と

5) 短期金融市場研究会 [1990]。

6) その際、他の市場へは金利裁定により政策効果が波及することが前提となることは言うまでもない。

7) F B、T B以外の現行オペ手段の問題点は以下のとおり。

- ・手形オペ
 - ①印紙税賦課等による手形造成率の低下（量的制約）
 - ②手形の非均質性にともなう事務負担
- ・C Pオペ
 - ①発行市場における発行企業の偏り
 - ②手形オペの②と同様の問題
- ・長期国債現先オペ
 - ①有取税の存在
 - ②4日目で決済であり、当日の調節手段としては使えない
- ・長国無条件オペ
 - ①国債市況との関係
 - ②集玉が容易でない

なっている。したがって、中長期的に調節面での日本銀行貸出依存のウェイトを現状より大きく低下させるためには、F Bの公募入札制の導入等の本格的な短期国債市場育成策が必要となろう。⁸⁾

4. 金融調節とオーバーナイト金利コントロールの関係——ひとつの理論的解釈

(1) 準備預金制度と金融調節

前節で説明した金融調節を通じて短期金融市場金利をコントロールすることが日本銀行の金融政策の出発点である。

中央銀行の金融調節と金利コントロールの関係を考えるうえでは、準備預金制度の機能についての理解が不可欠である。準備預金制度は、市中金融機関に対して、預金等の債務の一定割合（預金準備率）相当額を中央銀行に預入させるものであり、わが国には1957年「準備預金制度に関する法律」によって制度的に導入された。その後、1959年に各金融機関に対し実際に準備率が設定され、今日に至っている。この制度は、世界で最初に米国において導入された当初は、銀行に対して預金の一定率の支払準備を強制することによって預金者保護を図ろうという趣旨で発足したものであったが、1930年代には金融調節の手段として位置づけられるに至ったとされている。わが国でも、準備率の操作により金融機

関の支払準備を直接的に増減させることを通ずる金融政策手段として導入されたと考えられるが、⁹⁾ 今日のように準備率自体の変更がほとんど行われない場合にも、金融調節の基本的枠組みを規定するものとなっている。

(2) 後積み方式下の金融調節

現行の各国準備預金制度の下では、適用先対象機関は所要準備額を中央銀行に対する預け金（当座預金）の一定期間における平残として保有することを求められるのが普通である。その際、ある期間の対象債務にかかる所要準備を、①その期間内に積ませる方式（同時積み方式）と、②その期間以降の一定期間内に積ませる方式（後積み方式）、の2つが考えられる。わが国の準備預金制度では、適用先金融機関は、所要準備額を、日本銀行に対する預け金の1か月の平残として保有しなければならない。その際、ある月の対象債務にかかる所要準備額は、その月の16日から翌月の15日までの1か月間の日銀預け金で積みこまになっており、一種の同時・後積み混合方式であるが、その金利コントロールの本質は後積み方式である（この点は後述する）。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には適当ではなく短期金融市場金利を操作目標とするのに適当なシステムである。¹⁰⁾ このことをみるために、まず、純粋

8) この他、償還までの期間が1年未満となった中・長期国債（期近債）市場の育成も考えられる。例えば、伊藤 [1990] 参照。

9) 準備預金制度導入の経緯については、日本銀行金融研究所 [1985] 参照。これによれば、1956年11月20日に金融制度調査会で支払準備制度小委員会が発足した段階では、すでに支払準備制度は「専ら通貨の調節を図る制度」と考えることで意見の一致をみていたといわれる。

10) このことは、このような準備預金制度が存在しない場合に、金利コントロールが困難になることを主張するものではない。現に、わが国でも、前述のように、1959年以前は準備預金制度は存在していない。また、準備指標のうち、非借入準備等を操作目標とすることは可能である。ただし、これらの準備指標ターゲティングは金利ターゲティングの変形との考え方もできる。この点については例えばハジミカラキス [1986] 参照。

な後積み方式の準備預金制度における金利決定メカニズムを考えてみよう。単純化のため、マーケットに並存する各種金利のうち、オーバーナイト金利のみが存在する世界を考え、財政収支、銀行券需要は捨象する。¹¹⁾ こうした設定の下では、積み最終日前日までの銀行の利潤最大化行動は、オーバーナイト金利が低いときに短期資金を取り入れて準備の積み に充て、高いときに準備を取り崩して短期資金を放出するということになる。したがって、各営業日において、銀行はその日の金利と将来市場で成立すると予想する金利を比較して行動する。こうした金利裁定行動により、各営業日の金利は予想金利に鞘寄せされる傾向を持つ。

こうした裁定が完全に働く場合には、各々の日の準備預金の積み需要は完全に代替的であり、高度に金利弾力的となるため、各々の日における実際の準備供給量自体は市場金利を決定するうえで必ずしも重要でないことになる。したがって、日々のオーバーナイト金利形成にあたっては、市場参加者がどのような金利予想を行うかが問題になる。この点、中央銀行の金利のコントローラビリティに関する信認が確立している国の市場では、中央銀行がどのような目標レンジないし水準を設定しているかに関心が集中することにな

る。

(3) 積み最終日の準備市場とアンカー

このような中央銀行による金利コントロールの理論的本質を考えてみると、それは前述のように中央銀行が金融市場における所要の資金（ハイパワード・マネー）過不足をマクロ的に調節できる（＝日本銀行の負債であるハイパワード・マネーをマクロ的に増減することができる）唯一の経済主体であることに根ざしているということが出来る。そのことの金利コントロール上の意味を理解するためには、積み最終日の準備市場を考えてみればよい。すなわち、積み最終日の準備預金対象金融機関の準備需要は高度に金利非弾力的になる。これは、準備預金制度対象の金融機関は、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積む義務があると考えているためである。¹²⁾

そこで、準備預金対象金融機関は、所要準備を満たすため、コール等を取ろうとする。しかし、非金融部門も含めた出し手側が積み需要に見合うだけの余裕資金を持たない場合（マクロ的に準備預金不足が存在する場合）、金利はどんどん上昇するが、市場はクリアーされず、市場をクリアーするためには中央銀行の与信が必要となる。

11) 実際には、前述のように財政収支、銀行券需要は短期的には金利非感応的な外生変数と考えてよく、この部分は、日々のレベルでは準備預金を過度に圧縮しないし増大させない範囲で、中央銀行により裁量的にアコモデートされるが、積み期中には所要準備を満たすため完全にアコモデートされると考えられるので、これらの要素を捨象することは議論の本質を損なうものではない。

12) わが国の場合、制度的には、金融機関は準備預金の額が所要準備額に達しない場合、その不足額について公定歩合に3.75%を加算した金利を過怠金として日本銀行に納付すればよい。しかし、準備預金の積不足の発生は、一般に金融機関にとって大きな面目の失墜を意味し、極めて高い非金銭的成本を伴うものと考えられている。ただし、この点は日本銀行が、全行が最終的に所要準備を満たし得るマクロ的調節を行っていることに起因しているとも考えられる。すなわち、中央銀行がマクロ的に一部行に積み不足を強いる調節も行い得る場合には、積み不足行の面目の失墜を意味するとは考え難いであろう。

逆に、積み最終日にマクロ的準備預金余剰が存在する場合も同様であり、金融機関が所要準備を超えた分（超過準備）を運用しようとする一方、ネットの取り手は存在しないので、中央銀行が余剰のハイパワード・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。因みに、イタリアでは、1990年10月14日まで積み期間（翌月15日から翌々月14日まで）中、毎日、所要額を維持することを必要とする「毎日が積み最終日」型の準備預金制度となっていたが、その結果、毎日の金融調節のフレに金利が過敏に反応し、イタリア中央銀行が過剰な資金供給を行うとインターバンクのオーバーナイト金利が0%に近づくという弊害が生じるなど、金利コントロール上の問題を抱えてきた。このため、イタリア中央銀行は1990年10月15日に準備預金の積み方を積み期間中の準備預金平残で所要額を達成させる月中平残方式に切替えた。これは、この場合、各金融機関が金利観に応じて毎日の準備預金額を変化させることが可能となり、インターバンクの金利裁定取引が活発化、市場規模の拡大と金利形成の円滑化が期待されるため、とされている。

したがって、積み最終日の金利は、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唯一の主体である中央銀行の調節金利水準との裁定により決まることになる。これは、積み最終日に積み過不足がある場合、民間金融機関の準備預金需要（供給）曲線がほぼ垂直となるため、価格は供給（ないし吸収）する中央銀行サイドによって決まる、という

ことである。

むろん、積み最終日にマクロ的な資金不足が存在する場合、中央銀行サイドも、準備預金制度対象の金融機関が準備預金を積むのに必要な中央銀行信用を供給する義務がある。このとき、例えば、中央銀行が相対的に低利の公定歩合でこれを供給をする他ないとすれば、こうしたメカニズムに基づく金利コントロールは成り立たない。しかし、通常、中央銀行は金利調整のためのいくつかの手段を持つ。最も標準的な手法は指値の債券オペレーションであろう。これに対し、日本銀行は前述のように、通常、最終調整に貸出を用いているが、必要があれば、様々な形で、積みの最終日の金利を左右することができる。¹³⁾

前記のような形で、積み最終日の金利が中央銀行の強い影響力の下にあることを暗黙の前提として、他の営業日の金利水準は、裁定によりこの日の予想金利に鞅寄せされる形で決まることにより、中央銀行の金利誘導力の影響を受けることになる。この場合、オーバーナイト金利の決定メカニズムは積み最終日の金利をアンカーとして、これに対する予想を基に準備対象金融機関が利潤最大化を図る結果、日々のオーバーナイト金利が決まる、という1か月単位のゲームの繰り返し、として解釈できる。

むろん、わが国のように積み期間が長い場合、日々のオーバーナイト金利形成に期待要因が作用する以上、前述の「毎日が積み最終日」のケースと異なり、必ずしも日々完全なオーバーナイト金利コントロールが可能とな

13) この点は、最終日における公定歩合変更を考えれば明らかである。また、日銀貸出は、貸出契約日と返済日の契約両端について利息をとる方式であるから、貸出日数が短い場合には実効レートが高まる。この関係を前提としたペナルティの可能性が銀行に認識されていれば十分である。

るわけではない。例えば、円相場の急速な下落にともない、市場で日本銀行が当該積み期間中に公定歩合を引き上げ、金利を高め誘導するであろうという観測が強い場合、ターム物金利が高騰し、日本銀行が金利を一定に保つシグナルとして日々の金融調節で準備預金を前倒しに供給しても、オーバーナイト金利が強含むということは当然起こり得る。こうした事態は、本論文モデルによれば容易に理解可能な現象であり、ここでは、複数のシグナルないし情報の中で中央銀行の誘導金利についてのシグナルとしての金融調節が市場に信認を得られているかどうかという問題に帰着する。なお、日本銀行が市場に送る様々なシグナル及びその斉合性の問題は5.(1)で再論する。

(4) いわゆる「同時積み方式」下の金融調節

以上の説明は、純粋な後積み方式を前提として議論した。しかし、前述のように、わが国の準備預金制度は混合積み方式である。このことによって、前記のロジックを修正する必要があるであろうか。

この点を考えるために、次に「同時積み方式」の下でのメカニズムを考える（同時積み

については、所要準備計算についての困難という技術的問題があり、わが国において現行の混合積み形態が導入された一因となっているが、¹⁴⁾この点については本論文の主要な論点ではないのでここでは立ち入らない)。

後積み方式の場合、ある積み期間において所要準備額は先決変数となるのに対し、同時積み方式の場合、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、ひいては所要準備額自体を変化させ得るため、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とも準備量の水準をコントロールすることができる、と通常理解されている。このため、準備指標（総準備）を操作目標とする場合には、同時積み方式が適当とみられている。

しかし、一般には同時積み方式を採用していると理解されている米国においても、積み最終日の準備需要曲線は高度に金利非弾力的であり、このため、フェデラル・ファンド・レートの乱高下が観察される。米国の準備預金制度は純粋な同時積み制度ではないが、本質的には、純粋な平残型の同時積み方式を採用した場合にも、¹⁵⁾積みの最終時点が近づけば近づくほど、所要準備の操作可能性は小さくなり、文字通りの最終時点では完全に金利

14) 昭和32年の金融制度調査会の答申では、「計数整理の便宜のため預け金と預金との計算期間を実情に応じて若干期間ずらすことが適当である」とされており、これを受けて15日間ズレのある現行の制度が採られた経緯がある。この点については、日本銀行金融研究所 [1985] 参照。

15) 1984年2月以降、米国の預金取扱い金融機関は、木曜日から翌々週の水曜日に終わる14日間に、所要準備を平残ベースで積むこととなっている。所要準備の算定にあたっては、算定期間14日間の準備対象債務の平残が、以下の方式により算出される。①決済性勘定については、積立期間が終わる2日前までの14日間における平残（同時積み方式）、②その他の準備対象債務については、積立期間最終日の30日前に終わる14日間の平残（後積み方式）。

一般にこの方式が同時積み方式とされるのは、対象預金の大宗を占めるのは同時性の高い決済性預金であり、後積み部分のウエイトがかなり小さいことによる。ただし、同時性が高いといっても、2日間のズレがあるため、純粋な同時積みとは言えない。

非弾力的となるため、結局、中央銀行としては、金利乱高下ないし積み不足を回避するためには最終時点では受け身に資金過不足に対応せねばならず、その結果、金利についてのアンカーを提供せざるを得ないことになると考えられる。むしろ、金融機関は譲渡性預金（CD）の買い戻しなど預金量の調節手段を持っているものの、例えばわが国の場合、①全国銀行の直近のCDの総預金残高に占めるウェイトは数%に過ぎない、②CDに係わる準備率は1.75%に過ぎず、このことは積み最終時点の積み不足を解消するためには積み不足額の約57倍のCDを買い戻すことが必要になる、③CD買い戻しに伴い、当該行の準備預金は引落されて、他行口座に移ってしまうから、それをあらためてコールでとってくる必要がある、④CD買い戻しに伴う代り金が、当該行以外の準備預金対象行に預金されるとすれば、マクロ的には準備節約が生じない可能性もある、等から、実務的には大きな困難を伴う。また、CD金利等の乱高下を回避しようとするれば、結局、中央銀行が資金過不足に対応せざるを得ないと考えられる。

したがって、この方式の場合にも、結局、中央銀行の目標とする金利の水準に市場の関心が集まり、金利コントロール上の本質においては後積み方式と同一のものとなってしまう可能性が強い。このことは、準備預金制度が存在する場合、これを操作目標としての短

期金利コントロールのための枠組みとして活用することは容易であるが、総準備をコントロールするための枠組みとすることは容易ではないことを意味しよう。日本のように、2週間も後積み期間がある場合には、この点は決定的であると言える。¹⁶⁾

(5) 一般均衡モデルとの関係

冒頭で述べたように、本論文の議論は、短期の時間視野におけるオーバーナイト金利のコントロール・メカニズムに関するものであり、オーバーナイト金利を操作目標として位置づけた場合、それから中間目標（通貨量等）ないし最終目標への影響波及経路については別途検討する必要がある。こうした問題を考える場合には、一般均衡モデルを設定し、政策波及メカニズムの時間的構造についての知識をさらに蓄積していく必要がある。

しかし、そのことは、本論文のオーバーナイト金利形成メカニズムの近似が部分均衡分析であるために不完全であることを意味しない。この点を確認するために、資産市場の一般均衡モデルの中で本論文のオーバーナイト金利形成メカニズムを見直してみよう。¹⁷⁾

今、資産市場の一般均衡モデルとして

- ①ハイパワード・マネーの均衡
- ②預金市場の均衡
- ③貸出市場の均衡
- ④金融市場の均衡

16) なお、後積み方式の場合、特定の積み期間におけるオーバーナイト金利水準は、その時点の所要準備の量とは「無関係」に誘導できるものの、その金利に見合った準備量は翌期にアコモデートされる必要がある。これを同時積みの場合と対比すると、同時積みの場合には、期中の準備量の決定と金利の決定の同時性が高いのに対し、後積みでは、積み期を挟んで金利→準備量が逐次決定されるにすぎず、中期的なマネーサプライ・コントロールの観点（およびハイパワード・マネー・コントロールの観点）からは本質的差はない。

17) 一般均衡モデルの側から同様の問題に対してアプローチしたものとしては、岩村 [1990] がある。また、植田 [1984] も参照。

等多市場の同時均衡を扱う月次の期間モデルを考えよう（実物部門をモデルに組み込んでよい）。この市場で決定されるべき金利は、預金金利、貸出金利、等々である。

ここで、本論文で取り上げられているハイパワード・マネー市場について考えてみると、3.の資金循環についての議論から、政府を捨象した場合、この市場の均衡は、

$$\sum_i R_{it} + \sum_j N_{jt} = B_t$$

ただし、 R_{it} は t 期における第 i 銀行の準備預金

N_{jt} は t 期における第 j 主体（非金融部門）の銀行券需要

B_t は t 期の日本銀行信用残高

が満たされることである。一方、後積み型の準備預金制度では

$$\sum_i R_{it} = \sum_j \gamma D_{it-1} (=R_t^*)$$

ただし、 D_{it-1} は $t-1$ 期における第 i 銀行の預金残高

γ は預金準備率

R^* は t 期のマクロ的所要準備

となり、準備需要は先決変数となる。また、銀行券需要は金利非感応的かつ第5表にみられるように大幅に変動する変数であるから、その総量を N_t^*

$$\sum_j N_{jt} = N_t^*$$

とすると、 N_t^* は短期的にはほぼ外生変数となる。この結果、準備預金制度で定められて

いる月中所要準備を満たすためには、

$$B_t = R_t^* + N_t^*$$

を満たす中央銀行信用 B_t^* が受動的に供与されねばならない。しかし、日本銀行は3.で述べたメカニズムによって、原理的にこれを供給する際に特定の「準備預金市場金利（オーバーナイト金利）」水準を選ぶことができる。このことは、日本の金融システムを描写する動学的一般均衡モデルのうち、ハイパワード・マネーの需給均衡については、 t 期の準備需要および銀行券需要は先決変数ないし外生変数、オーバーナイト金利は政策的な外生変数となっているとみるべきであり、同時決定部分には含まれないことを意味する。むろん、現実には、日々のオーバーナイト金利もターム物市場等の金利に影響を受け得るが、これは、3.で述べたようなオーバーナイト金利形成上の期待要因などのノイズを反映したものに過ぎず、金融構造上の理論的本質は、 t 期におけるハイパワード・マネーないし準備量水準が他の一般均衡体系の構成要素に対して先決的であり、かつ、その先決的な水準と原理的には独立にオーバーナイト金利が選べる点にある。¹⁸⁾

5. ターム物金利の決定メカニズムと短期金融市場運営方式の見直し

(1) オーバーナイト金利とターム物金利の関係

これまでの説明ではあたかも市場均衡によって唯一の金利（オーバーナイト金利）が

18) したがって、一般均衡モデルの構築にあたっては、外生的なオーバーナイト金利形成のメカニズムを描写する日本銀行の政策反応関数および諸変数間のラグ構造を検証することが必要となろう。日本銀行の政策反応関数については、例えばBryant [1990] 参照。

決まるような議論の仕方をとってきた。しかし、現実の短期金融市場にはオーバーナイト金利のみならず、手形レート（1週間から1年）、現先レート（1年以内）等各種の期日に対応する複数の金利が存在している。日本銀行の金融政策を考えるうえでは、オーバーナイト金利と、より期間の長いこれらターム物の金利¹⁹⁾との関係を整理しておく必要がある。

市場の完全性が高く、異なる期間の金利間にも裁定が十分に働く状況を想定すると、期間の長い金利は、理論的にはその期間中の予想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ものとなる筈である。その際、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・危険回避度、金利の不確実性に対する見方、等を反映して市場で決められるべきものである。

むろん、こうした金利間の裁定関係は、積みの期間内に満期の到達する金利の間に限られることなく、短期金利とより長期の金利との間でも原理的には成立つ。

このような裁定が十分に働く状況では、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困難である。例えば、今、積み最終日の7日前に、金融調節を1週間ものの手形オペで行った、としよう。このオペにより日本銀行は積み最終日にいたる将来のオーバーナイト金利動向についてのシグナルを与えることができ、ターム物（1週間物）の金利に影響を与えることができる。このような形でターム物の金利の誘導を行ったとすれ

ば、これは積み最終日にいたる残存期間の平均オーバーナイト金利についてのシグナルであるから、オーバーナイト金利はこれに見合った水準に上昇（ないし下落）する。この時、仮に、シグナル機能を持つターム物手形オペと齊合的でない水準の金利で同時にオーバーナイト・オペを行ったとすると、どちらのシグナルがより日本銀行の意図を反映するかを巡って、市場に混乱を生じさせることになりかねない。

前記の設例の場合には、市場参加者が危険中立的であれば、積み最終日の予想金利と現時点の金利差に着目した裁定により、中央銀行のオペレーション・ツイストが完全に相殺される。積み最終日をはさむより長い期間については、2つの期間が異なる積み需要によって分断されているため、例えば、手形オペにより日本銀行の持っているターム物の金利観を示し（公示効果）、オーバーナイト金利に影響を与えることなく予想のみに影響を与えることも原理的には可能であり、中央銀行が適当と判断する場合にはこうしたシグナルを送ることに意味があろう。ただし、この場合、市場参加者がシグナルを十分読み分けることができるようなノウハウを蓄積していることが市場の混乱を回避するうえでの前提となる。

オペレーション・ツイストが困難な状況では、日本銀行がコントロール可能な金利は、唯一つであり、それとの裁定関係で他のターム物金利が決まるため、中央銀行としてはどの金利をターゲット（操作目標）とすべきか

19) 通常ターム物金利とは、短期金融市場で形成される1年以内の金利を指すが、後述する情報源としてのターム物金利の機能についてはより長期の金利の方がより重要な地位を占める可能性もある。

についての判断を行う必要があることになる。その際、操作目標と中間目標との関連等も考慮する必要があるが、

① 中央銀行の金利コントロール力の本質は、積み最終日等におけるオーバーナイトのハイパワード・マネー過不足に対してマクロ的にこれを吸収・供給できる唯一の主体である点にあると考えられること、

② 後述のようにターム物金利が、経済全般についての市場参加者の先行き予想を反映していれば、情報源としての価値が高いこと、

等の点に力点を置く場合には、オーバーナイト金利を直接のターゲットにすることが自然であると考えられる。

このような位置づけで政策が行われるとすれば、短期金融市場においては中央銀行が政策的にコントロールするオーバーナイト金利を起点として、各種ターム物金利が定まることになる。この場合、理念的に図式化すれば、オーバーナイト金利が中央銀行の政策意図を直接に反映するのに対して、ターム物金利は、短期金融市場で資金の運用・調達を行う各種経済主体の景気・物価情勢に対する見方を織込んだ将来の金利予想をも反映するものとなり、中央銀行が金融経済動向を判断するうえで重要な情報を提供することになる。

こうしたスキームの下では、オーバーナイ

ト金利が市場参加者の決定するターム物金利に影響を与え、日本銀行は、このターム物金利をみてオーバーナイト金利水準を再調整する、という相互作用の中で、短期金利体系が形成されていくことになる。

例えば、今、日本銀行がオーバーナイト金利を不適切に低目にコントロールし続けているとしよう。理論的には日本銀行がこうした金利を維持することは可能であるが、それはインフレ予想を発生させ、ひいては将来のオーバーナイト金利の上昇（金融政策スタンスの変更）予想につながり、これを通じてターム物の金利を高めることになる。²⁰⁾

したがって、オーバーナイト金利に比してターム物金利が高いような状況は、市場が日本銀行の引締め方向への金融政策スタンス変更を促しているとみることができ、日本銀行としては、これをふまえたうえでオーバーナイト金利のコントロール方針を決定する必要があることになる。ターム物金利は实体经济活動に対してオーバーナイト金利よりも大きな影響を与えるという点で重要であるが、²¹⁾もし、ターム物の変動がノイズのみならず市場のインフレ予想といった情報を含むものであれば、これをコントロールするうえでは、こうした情報を活かすことが望ましい。その場合には、直接ターム物金利を目標とするよりオーバーナイト金利を目標とする方が望ま

20) 加藤 [1990] は、Mishkin [1989] とほぼ同様の方法でわが国の金利スプレッドがインフレについて持つ情報を検討し、金利スプレッドがインフレについて有用な情報を有している可能性を示唆している。一方、Nakao and Horii [1990] は、わが国市場金利がインフレ期待に対し、遅行性をもち、かつノイズを多く含むため、必ずしも信頼できる情報変数とは言えないことを示唆している。

21) 民間経済主体の实体经济活動（例えば企業の在庫投資や設備投資）に影響を与える金利は、その経済活動に伴う費用・収益の発生する期間に対応して異なると考えられる。したがって、オーバーナイト金利に代表される超短期の金利に比べ、ターム物金利の方が实体经济に大きく影響を与え得るとしても、より長目の金利ほど大きな影響を及ぼすとは必ずしも言えない。

しい。これは、例えば、仮にインフレ予想により本来ターム物金利が強含むべき時に、ターム物金利を目標レンジに抑え込もうとすると、市場のインフレ予想という重要な情報が失われてしまうといったことが起こり得るためである。

むしろ、市場の反応は常に適切であるとは限らず、諸外国の金融政策動向や株価、為替相場、内外政府関係者の発言等に市場参加者が過剰に反応したり、中央銀行の政策意図を見誤ったりすることは十分あり得る。現実には、中央銀行と市場の見解が対立的になった場合、いずれが正しいかは一概にはいえないであろう。いずれにせよ、中央銀行としては、その政策意図について市場に誤解されることにより不必要な対立を生じせしめないよう、努力する必要がある。このため日本銀行は、市場金利に関する直接的なシグナルだけでなく、総裁記者会見や講演を頻繁に行うことにより言葉によるシグナルを市場に送っている他、従来から使用してきた日本銀行作成の経済指標（卸売物価、マネーサプライ、短観）公表に際してのコメントに加え、先行きの経済展望をも含めた経済分析ならびに日本銀行のスタンスを、1985年10月以降四半期毎に公表している（1987年以降は英文でも邦文と同時に公表）²²⁾

前述のように、中央銀行は準備預金の積みせ方等の足の短いシグナルと同時に中・長期

的な調節スタンスについてのさまざまなシグナルも発信しているが、こうした複数のシグナルを発信する場合、何が最もベーシックなシグナルであるかが問題になる。日本の場合、これまで用いられてきた代表的なベーシック・シグナルは言うまでもなく公定歩合の変更である。こうしたベーシックなシグナルを機動的に変更し得るとすれば、ターム物市場に直接介入しなくとも、ターム物金利の情報機能を活用しつつ、これに強力に働きかけていくことができる。そうした意味においても日本の場合、公定歩合操作の機動性確保は極めて重要である。

なお、ターム物金利をみて金融調節を行う場合、ターム物金利の変動に対して中央銀行が過敏に反応しオーバーナイト金利のアンカーの変更が極めて頻繁に行われると、市場がこれを織り込んでターム物金利を形成することを通じアンカーの内生性が高まり、かえって金利の不安定性を高める可能性がある。²³⁾したがって、中央銀行の金利コントロール上のクレディビリティを確保するという観点からは、アンカーをターム物金利の動向に応じてあまりにしばしば変更することは市場の混乱を招きかねず適当ではないことになる。一方、金融政策の機動性確保の観点からは、アンカーはすみやかに変更することが望ましい。これら2つの要請はトレードオフの関係にあり、これを両立させる方法の工夫

22) また、1989年以降日本銀行のオペレーションや資金供給、準備預金残高など、短期金融市場の取引に関するデータを毎営業日公表し、さらに月単位でも金融市場動向に関するデータを新たに公表している。Nakao and Horii [1990] 参照。

23) アンカーたるべき金融政策が内生化することによって経済システムが不安定化する可能性については、為替相場決定理論との関連でつとに指摘されている。この点については例えば、ドーンブッシュ [1987] 第2章参照。

は、中央銀行にとって重要な課題と言えよう。

(2) わが国における短期金融市場運営方式見直しの意味付け

日本銀行は従来1～3か月という比較的長いターム物を用いて手形オペを実施してきたが、1988年7～8月にかけて景気の順調な拡大から市場参加者の金利先高感が強まった局面においては、オープン市場金利の上昇がインターバンク市場金利の上昇を大幅に上回る形で両市場間の金利格差が拡大し、インターバンク市場が縮小する事態が発生した。

こうした状況下、88年11月、日本銀行と市場関係者の協力の下で行った短期金融市場運営方式の見直しの一環として、1か月未満の手形市場が新設されたのを契機に、日本銀行はオーバーナイト金利を目標とする姿勢を鮮明化、主として1～2週間の比較的短い期間についての手形オペを開始した。一方、1～3か月のターム物金利については、その時々々の市場参加者の金利観や市場の需給関係を反映した金利裁定に完全に委ねるような運営方針に転換し、この結果、インターバンク市場とオープン市場の間の金利裁定も円滑化し、それ以前にみられた金利格差は解消し、インターバンク市場の規模も回復している（第2図）。このような金融市場運営見直しの方向は、上述のような意味において金融経済動向の情報変数としての短期金利の役割をターム物金利に純化させる方向であったと考えられる。

むろん、前述のように、1988年11月以降もオーバーナイトのCPオペ、1か月のTBオペ導入など短期金融市場運営の見直しは引き続き進められている。金融自由化・国際化が一層進展する中で、わが国の短期金融市場のあり方については、今後とも検討を進めてい

く必要があるが、前記のような短期金融市場金利決定メカニズムの本質をふまえたうえで、今後のあるべき姿を採っていくことが重要であろう。

6. おわりに——2つの留意事項

以上、本論文では、日本銀行の金融調節の実際およびその背後にある金融政策の起点としての短期金融市場金利の決定についての考え方のひとつの解釈を説明した。後者の骨子は、①日本銀行は、金利のアンカーについてのシグナルを市場参加者に送ることにより、原理的にオーバーナイト金利をコントロールできる、②ただし、わが国の場合、積み期間が1か月にわたるため、アンカーは市場参加者の期待値となり、市場金利が日本銀行の意図を完全に反映するという保証はない、③金利形成の中核が期待要因である以上、日々の準備預金ないしハイパワード・マネーの供給量自体は（それをシグナルとして用いる場合および積み最終日を除き）必ずしも重要でない、④オーバーナイト金利を操作対象とする場合、ターム物金利は情報変数の1つとして位置づけ得る、ということである。

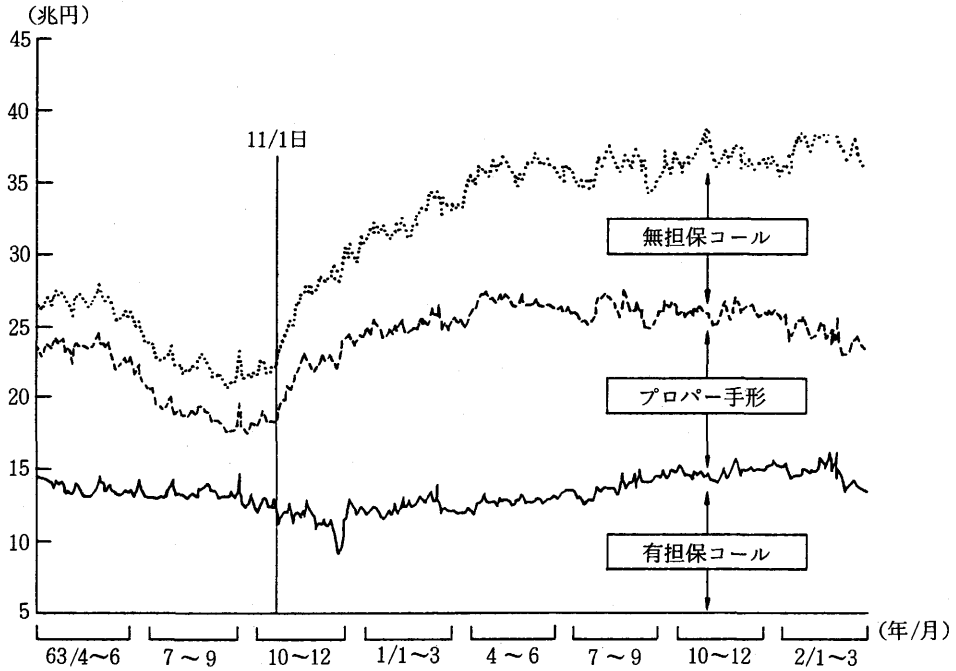
ただし、本論文の議論のインプリケーションを考えるうえで留意しておくべき留保事項も多く存在する。最後にそれらのうち2つの点について簡単にふれておく。

(1) 中央銀行による金利のコントローラビリティの意味

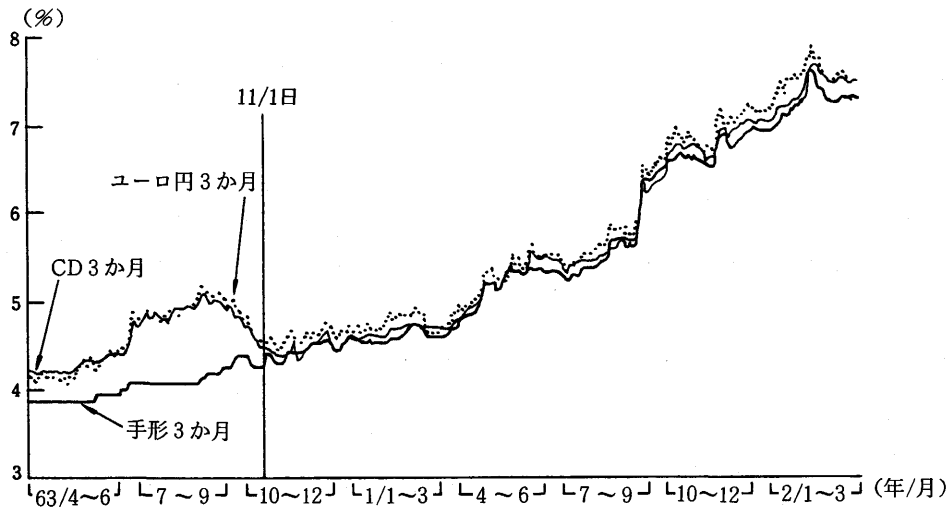
第1に、中央銀行は名目オーバーナイト金利を操作目標金利としてコントロールしていくことができるが、言うまでもなく実質金利をコントロールすることはできない。またすでに述べた論点と若干重複するが、仮にイン

第2図 短期金融市場運営見直しの効果

インターバンク市場残高の推移



インターバンク市場金利とオープン市場金利の関係



(出典) 短期金融市場研究会 [1990]

フレ許容的な低オーバーナイト金利政策を採った場合、市場参加者のインフレ予想からターム物金利が上昇し、オーバーナイト金利の上昇を促すことになると考えられる。この場合、中央銀行がこれを無視した金融調節を続ければ様々な歪みが生じ、ひいては市場からの信認を失うことにもつながりかねない。これらの点を勘案すると、中央銀行のオーバーナイト金利のコントローラビリティは実質的には短期的であり、経済実体とかけ離れた状態を維持することはできない。大方の中央銀行が、オーバーナイト金利の水準自体を指し値せず、アンカーについてのさまざまなシグナルを市場参加者に対して送ることにより金利誘導を図るのは、①金利水準については通貨量以上に政治的圧力を招き易いという問題、②アンカーに関するシグナルを銀行に伝達する場合の同時性（公正性）の確保の問題、等²⁴⁾に加えて、③操作目標自体が市場との対話を通じてある程度内生的に変わっていくべきものであり、中央銀行の意図と経済実態からみてもっとも適切な金利を予想して行動した金融機関が利益を得ることが適当である、という意識を中央銀行がもっていることにもよると考えられる。むしろ、こうした考え方が行き過ぎると経済システムの不安定化を招く恐れもあるが、中央銀行による金利のコントローラビリティをあまりに強調し

すぎると、この点で実態とかけ離れた理解になってしまう恐れがある。

(2) 金融国際化の影響

第2に、金融の国際化による内外資金移動の活発化の影響については本論文では捨象されている。このうち、外貨建資産との金利連関については、本論文の中心がオーバーナイト金利の決定理論であり、こうした短期の金融資産間では金利差よりも為替差損益の方が大きいことを考えると、内外金利裁定はあまり働かないと考えてよいであろう。ただし、固定相場制下においては当然短期金融市場金利についても内外連関が生じ、中央銀行の金利コントロールは制約される。完全な固定相場制下になくとも、為替相場水準に対する日本銀行のコミットメントが極めて強いと市場に受けとられている場合には、これと同様に、こうした期待が金利コントロール上の制約になりかねない。また、ユーロ円市場については、国内金融取引が規制逃れのためにシフトして規制迂回的なオープン市場として発達する可能性がある等の問題がある。もっとも、後者の問題は、金利のコントロールという視点よりはむしろ金融システムのあり方という視点からみて中央銀行のモニタリング力の低下に伴う問題をはらむものであると考えられる。

24) この他、経済理論的観点からは、中央銀行が口頭でシグナルを出しても、中央銀行サイドにこれを裏切るインセンティブがある場合、それが民間部門に信じられないため、むしろ曖昧なシグナルを出す方がよいとの議論もある。例えば、Stein [1989] 参照。

補論。ハイパワード・マネーと短期金利 との関係についての諸論点 —サーベイ—

中央銀行の考え方と学界的な考え方の食い違いを整理する意味で、ハイパワード・マネーと短期金利ないし公定歩合の関係をめぐって学界と日銀関係者から提示されている諸論点を振り返っておこう。

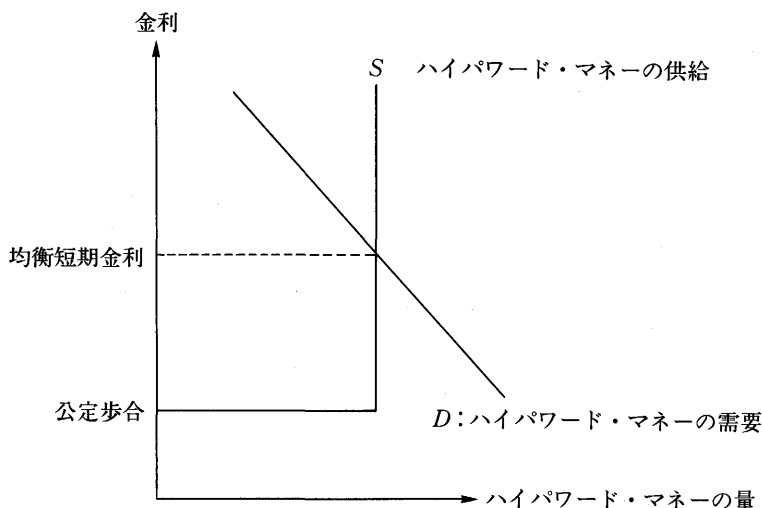
日本銀行関係者の考え方に対する学界からの批判は多岐にわたっているが、典型的なスタイルはトービン型の資産市場の一般均衡モデルを構築し、そのインプリケーションに基づいて日本銀行関係者の考え方を批判する、というものである。

こうした批判のうちもっともオーソドックスなものとしては堀内 [1980]、小宮 [1988] などがある。例えば、堀内 [1980] は、上記のトービン型モデルに基づき、①わが国のハイパワード・マネーの供給メカニズム、②短期金融市場の役割、③貸出市場の構造と窓口

指導の有効性、等について統一的な視点から詳細に検討したうえ、結論として日銀関係者の考え方を厳しく批判している。このうち、本論文で取扱われている中央銀行によるオーバーナイト金利等のコントロールと最も関連の深い論点は、①公定歩合は、(それがコール・レートを下回るかぎり、日銀貸出には常に超過需要が存在し、公定歩合が変更されても超過需要は変化しないので、) 理論上、資産市場の需給関係に影響を与え得ず、それゆえ公定歩合変更は市場で決まる諸金利に直接効果を持たない、②公定歩合と貸出金利等規制金利との制度ないし慣習上の連動関係を考慮しても、その役割は過大評価されており、金融調節上ハイパワード・マネー量的のコントロールをもっと重視すべき、というものであろう。

この論点を部分均衡分析的に図示すると第A-1図のようになる。なるほど、このモデルで想定されているハイパワード・マネーの供給価格である公定歩合をある程度引き上げ

第A-1図 オーソドックスな比較静学モデルの均衡



でも均衡短期金利は変わらない。

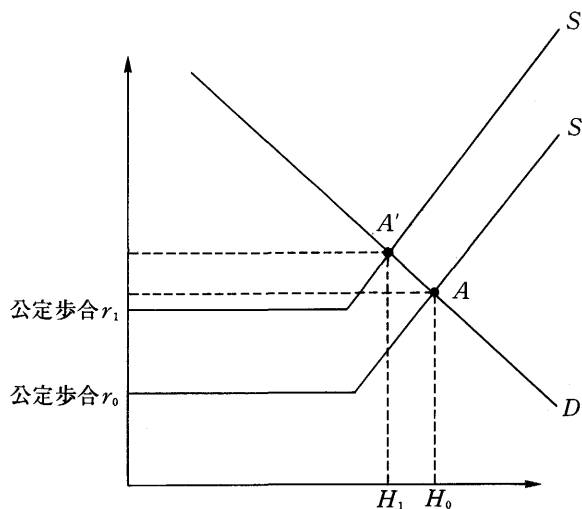
こうした公定歩合無効論に対するひとつの反論としてはサーベイランス・コストを重視する考え方がある（第A-2図）。この場合、中央銀行は中央銀行信用に対する依存度の高い金融機関に対し、いわゆる「サーベイランス・コスト」を課しつつ受動的にハイパワード・マネーの供給を行うと想定される（こうした考え方に立つ研究としてはHetzel [1982]、古川 [1985] などがある）。このとき、公定歩合引上げは、ハイパワード・マネーの供給曲線を S から S' に上方シフトさせ、均衡金利も上昇させるので、公定歩合政策は理論的に有効性を取戻すことになる。

しかし、こうした考え方に対し、堀内[1980]は日本銀行がかつて採用した高率適用との関連において次のような反論を行っている。すなわち、この場合、銀行の利潤最大化の限界

条件から、コール・レートは中央銀行信用の限界コストと等しい水準に定まるが、このとき中央銀行信用の水準やハイパワード・マネーの水準は内生的に定まる。これは、結局、ハイパワード・マネー供給量の操作を通じてコール・レートをコントロールするのと同じである。したがって、ハイパワード・マネー供給量の変更を通じることなくコール・レート等をコントロールできると考えるのは正しくない、というものである。なるほど第A-2図では、ハイパワード・マネーの水準は内生的に変動し、ハイパワード・マネーの供給総量が均衡金利を決定している、という見方も成立つ。

金利コントロール上、ハイパワード・マネー供給総量を重視すべきであるという堀内[1980]等のこうした指摘に対する日銀関係者の初期の反論としては、山本 [1980]、

第A-2図 サーベイランス・コスト重視型モデルの均衡



A：公定歩合 r_0 に対応する市場均衡

A'：公定歩合 r_1 に対応する市場均衡

安田 [1981] 等が挙げられる。それらのポイントを簡単に要約すると、

- ① 金利の異常な急騰回避、支払い不能銀行の発生防止など、信用秩序維持の観点から、日銀はある程度受け身に貸し応じざるを得ず、ハイパワード・マネーの厳格なコントロールによる金融政策遂行は困難である、
- ② しかし、日銀は、準備預金制度上の所要準備達成に必要な資金を、最終的には供給する(受け身のハイパワード・マネー供給)が、日々の民間金融機関の準備需要に対して多め・少なめに応じること(いわゆる「積みの調整」)により、インター・バンク金利に影響を与え、政策意図を市場に反映させることができる、

という2点にまとめられよう。これに対し、堀内 [1981] は、次の論点から反論している。

- ① 日銀関係者は、ハイパワード・マネーはコントロールできない(受動的に供給せざるを得ない)と主張するが、これはハイパワード・マネーの需要と供給を混同した議論である。民間非銀行部門の需要を日銀がコントロールすることはできないが、供給はコントロール可能である。供給を一定とすれば、コール・レートの変化を通じて資産市場全般で必要な調整が起こり、これにより政策目標が達成できる筈である。
- ② 日本銀行が信用危機の頻発を懸念して受け身にハイパワード・マネーを供給するから、これを前提とした民間銀行の準備節約行動が発生しているのであり、自らハイパワード・マネーの厳格なコントロールを困難にしているにすぎない。

- ③ 「積みの調整」による金利コントロール説は理論的には説得的でない。仮に日本銀行が、ある時点で準備預金の積みに必要な資金の供給を抑制しても、日本銀行が最終的には資金供給を拒めない以上、今日の準備資金供給減は明日以降の準備資金供給増を意味している。したがって銀行側は安心して準備預金の積みを延期できる(この場合、直観的には需要曲線も供給曲線も同方向にシフトするから、均衡金利は変わらない)。

このように、日銀関係者と学界の間では、コンセンサスは必ずしも得られていない。²⁵⁾

こうした食い違いを解消するためには「金融調節」の性質をつきつめていく必要があるが、この点を考えていくと、動学的視点の重要性に行きつくことになる。こうした検討方向としては、翁 [1987]、植田・植草 [1988]、吉川 [1989] 等がある。このうち、翁 [1987] の基本的考え方は本論のフレーム・ワークと同じであるので、後の2つについて簡単に紹介しておく。

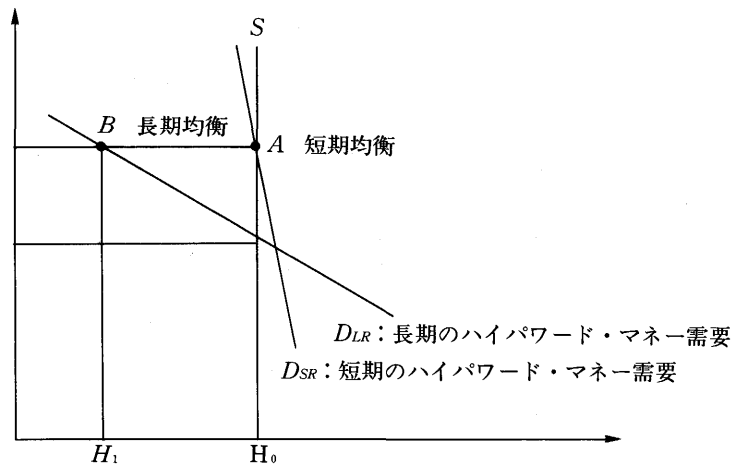
まず、植田・植草 [1988] の考え方は、1か月以内の短期とそれ以上の中・長期に分け、短期的にはハイパワード・マネー需要の金利非弾力性を認めるものの、長期均衡では、ハイパワード・マネーのコントロールがやはり重要となる、とするものであり、部分均衡的に図示すると、第A-3図のようになる。

植田・植草 [1988] は、こうした分析から次のようなインプリケーションを導いている。

「……金融自由化の流れが止まらないもの

25) これらの議論の詳細については、例えば、日本銀行金融研究所 [1981] 参照。

第A-3図 タイムホライズン別モデル



だとすると、現行の政策の有効性は低下を続けるであろうし、また短期金利の不安定性について注釈をつければ、たしかに現状のままで、例えばコール・レートを市場で決定させたとすれば大幅な変動を示すことになる。しかし、これは、……民間銀行部門が超過準備を保有しないということの結果であり、これはまた日本銀行が必要に応じて信用を供与するという予想の下に発生している行動様式と考えられる。日本銀行信用の受動的な調節を制限することによって、銀行部門が超過準備を保有するようになり、市場参加者およびその行動に関する制限が取り除かれて、裁定・投機資金が自由に流出入するようになれば、レートの不安定性はそれほど心配する必

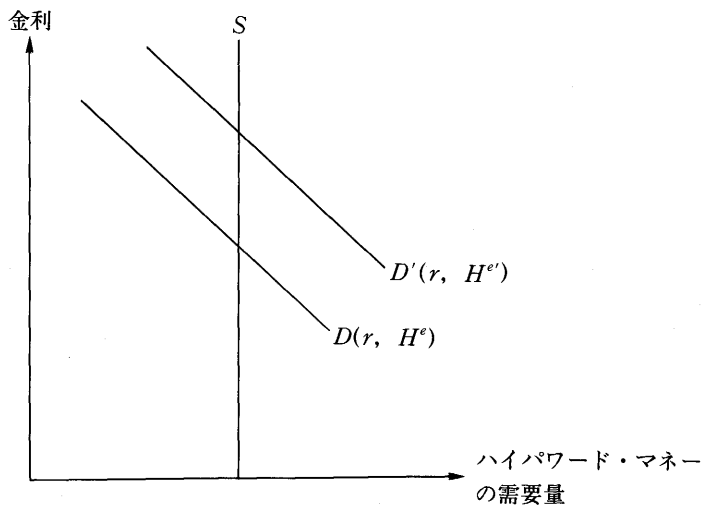
要のない問題になる可能性がある」(p.168)

これは、直観的には、民間部門に超過準備を持たせ、短期的なハイパワード・マネー需要を金利弾力的にする(=第A-4図の D_{SR} の形状を D_{LR} に近づける)ことにより、オーソドックスなハイパワード・マネー・コントロールによる金利コントロールを行おうという考え方であると思われる(同様の考え方は黒田[1988]にもみられる)。こうした考え方は比較静学的には理解しやすいが、本論で述べたような日々の短期金融市場金利形成の動学的本質をやや軽視しているように思われる。²⁶⁾

一方、吉川[1989]は、堀内[1980]の「日

26) すなわち、準備預金の積みのため、超過準備を保有している場合、準備の積みが確実となった積みの最終日近傍ではオーバーナイト金利がゼロに向けて下落し、金利コントロールのためこれを中央銀行が吸収すれば超過準備は存在しなくなるというパラドクスが起こることになる。なお、銀行に超過準備を自主的に保有させるためには、所要準備の的確な把握が困難である米国市場に類似した銀行の資金繰りの不確実性をわざわざ作り出すようなシステムへの変更が必要であるが、そのことに伴い、従来不要であったコストを新たに銀行に強いることになり、そのツケは最終的には預金者に回る点にも留意しておく必要がある。

第A-4図 動学的モデル



H^e : ハイパワード・マネー供給予測値

本銀行関係者は日銀貸出の独自の重要性を今日でも強調しているが、……（中略）……金融政策の観点からみて重要なのは、結果として供給されるハイパワード・マネーの量—ないしその変化率—がどの程度変更されるかということである」という命題を引用し、こうした結論は静学的分析では妥当するが、動学的には必ずしも妥当しない、と述べる一方、オペの方式や積みの進捗率は金利操作を考慮するうえで理論的に意味があるとの立場を採っている。すなわち、積みの進捗率調整について言えば、「一月を単位期間にとった時、期末における日本銀行によるハイパワード・マネーの供給量はいずれにしても同一になるのであるが、それにもかかわらず準備預金の積み進捗率が問題になるのは、それが将来のハイパワード・マネーの供給に関する情報伝達の担い手であるからだ」（p.51）との考え方を示している。

この考え方を部分均衡分析的に示すと、第A-4図のようになろう。すなわち、ハイパワード・マネーの需要関数は現在の市場金利のみならず将来のハイパワード・マネー供給の予想値の関数であり、積みの進捗率調整は後者を通じて金利に影響を与える、ということになる。吉川〔1989〕のこのような考え方は、動学的観点を明示的に取入れたという点では本論文の考え方に近づいているが、同時に金利決定にあたってハイパワード・マネーの供給量コントロールが依然本質的重要性を持つことを主張しており、この点では学界における支配的な考え方を堅持したものとなっている、と言えよう。

以上

〔日本銀行金融研究所研究第1課調査役〕

【参考文献】

- 伊藤隆敏、「期近債の活用で短期金融市場の革新を」、『エコノミスト』、1990年7月3日号
- 岩村 充、「金融市場における量と金利の決定メカニズム」、『金融研究』、第10巻第2号、日本銀行金融研究所、1991年7月
- 植田和男、「貸出市場と金融政策」、『大阪大学経済学』、Vol.34, No.23, December 1984
- ・植草一秀、「金融調節のメカニズム：動学的考察」、鬼塚雄丞・岩井克人（編）、『現代経済学研究』、東京大学出版会 1988年
- 翁 邦雄、「短期金融市場金利と金融調節—「日銀理論」再考—」、一橋大学経済研究所、ディスカッションペーパー、No.157、1987年3月
- 加藤健吾、「金融政策遂行上の中間目標と情報変数について」、『金融研究』、第9巻第4号、1990年12月
- 黒田晃生、『日本の金融市場』、東洋経済新報社、1988年7月
- 小宮隆太郎、「日本における金融政策の有効性」、『経済学論集』、1964年7月
- 鈴木淑夫、『現代日本金融論』、東洋経済新報社、1974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
- R. ドーンブッシュ（著）、翁 邦雄他（訳）、『現代国際金融』、HBJ出版局、1988年
- 日本銀行金融研究所、『日本銀行百年史』第5巻、1985年
- 、『わが国の金融制度』（新版）、1986年
- 古川 顕、『現代日本の金融分析—金融政策の理論と実証』、東洋経済新報社、1985年
- 堀内昭義、『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析』、東洋経済新報社、1980年
- 、「マネーサプライ・コントロールの貨幣乗数アプローチ」、『金融研究資料』、1981年11月
- M. G. ハジミカラキス（著）、蠟山昌一（訳）、『米国の金融市場と金融政策』、東洋経済新報社、1986年10月
- 安田 正、「マネーサプライ・コントロールのあり方」、『金融研究資料』、1981年11月
- 山本 和、「わが国におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズムについて」、『金融研究資料』、第5号、1980年5月
- 吉川 洋、「マネーサプライと実体経済」、『経済学論集』、第55巻第3号、1989年10月
- Bryant, R.C., "Model Representations of Japanese Monetary Policy," *Monetary and Economic Studies*, Vol. 9, No.2, 1991.
- Hetzel, R.L., "The October 1979 Regime of Monetary Control and the Behavior of the Money Supply in 1980," *Journal of Money, Credit and Banking*, May, 1982, pp.234-251.
- Mishkin, F., "A Multi-Country Study of the Information in the Term Structure about Future Inflation," NBER Working Paper No.3125, September 1989.
- Nakao, M. and A. Horii, "The Process of Decision-Making and Implementation of Monetary Policy in Japan," Bank of Japan, Special Paper No.198, March 1991.
- Stein, J., "Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements," *American Economic Review*, March 1989, pp.32-42.