

主要国の金利政策の推移と現状

重成 侃・小池 元*

1. は じ め に
2. 60年代半頃までの金利政策のフレームワーク
 - 公定歩合と市中金利の機械的連動
3. 現行フレームワークの形成
 - (1) 60年代後半から70年代初頭にかけて
 - 金利機能の活用と政策手段の見直し
 - (2) 70年代初頭以降の変貌と現状
 - より一層機動的・弾力的な金利決定の模索
4. む す び

1. はじめに

戦後60年代までは、欧米主要国はいずれも公定歩合操作を主役とする戦前からの伝統的な金利政策を続けてきたが、60年代後半以降のインフレ進行、金利自由化の進展の下で、金利政策のフレームワークは各国の政策環境に応じて大きく分化することとなった。いずれの国のフレームワークも、それぞれの国においてできるだけ金利が機動的、弾力的に決定されるシステムの構築を目指したもののほかならないが、公定歩合操作を表舞台から排除する方向をとった国（英国、フランス）もあれば、引続き公定歩合操作を活用しつつ、それに伴う問題点を回避するため様々な工夫を加える道をとった国（西ドイツ、米国）もある。

各国の経験はあくまでも、それぞれの国の国情

や制度、あるいは経済のパフォーマンスに沿うものであり、これをそのままわが国にあてはめることは必ずしも適当ではないかもしれない。ただ、主要各国が直面した問題やその解決策を探ることは、わが国が金利自由化を進めていくに当って参考になるところが多いと思われる。

2. 60年代半頃までの金利政策のフレームワーク

— 公定歩合と市中金利の機械的連動

（公定歩合中心の金利政策）

第2次大戦直後、多くの欧米主要国では戦時中から国債が累積していたため、その価格を支持する低金利政策によって、金融政策は著しく制約を受けていた。しかし50年代初頭における各国のいわゆる「金融政策の復活」^(注1)以後その制約が外れ、

* 本稿は、金融研究所研究第2課における各国金利政策の諸研究（現所属課員では、妹尾博司、太田勉、木村昇平、原崎澄貴、岡芹由紀子が担当）にもとづき、重成侃、小池元がとりまとめた共同論文である。

(注1) 主要国のいわゆる「金融政策の復活」としては、次のような事情があげられる。

米 国…… 51年3月、連邦準備と財務省との「アコード」の成立により、長期国債の買オペに際し価格釘付け操作を中止。

英 国…… 51年11月、32年以来戦中・戦後を通じ初の公定歩合引上げ。大蔵省証券の売買もレートの低利釘付けを廃し、市場実勢で実施。

国内需給調節を主眼とする金融政策運営が可能となった。こうした中で、公定歩合操作は国により程度の差はあれ、本来の機能をとり戻すこととなった。ただ、ハイパワード・マネーの供給に占める貸出のウエイトは米国、英国をはじめ、概して低い水準にとどまっており（第1表）、量的な金融調節手段という面では、当時においてもむしろ公開市場操作が中心的な役割を果たしていた。その限りでは、債券の売買金利（いわゆるオペ金利）は市場金利に大きな影響を及ぼしていたが、市中金利全般への影響力という面では、何といたっても公定歩合操作が主要な役割を担っていた。

すなわち、各国とも預貸金金利は戦前からの規

制が存続しており、多くの場合公定歩合に追随連動する仕組みをとっていた。^(注2) 従って、いわば公定歩合が諸金利の中心的地位を占めるかたちとなり、公定歩合操作は直接これらの金利を左右し、オペ金利をはるかにしのぐ影響力をもっていた。また、金利決定のプロセスからみても、オペ金利は市場における入札の結果決まってくるものであり、日々変動する可能性がある。この点、公定歩合は当局が政策意図を明確にあらわし、当面の諸金利の基調を示すものとして決定されるため、一般に政策スタンスのシグナルとして重視され、オペ金利にはない大きなアナウンスメント効果を発揮した。

（第1表） 「銀行券＋準備預金」残高に対する中央銀行貸出の比率

(%)

	米 国	英 国	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス	(参考) 日 本
年末				*	
1950	0.2	1.7	45.5	n.a.(28.4)	63.2
55	0.3	0.5	24.6	n.a.(44.5)	4.7
60	0.2	1.0	5.1	n.a.(49.2)	39.4
65	0.6	1.6	11.7	n.a.(30.5)	61.4
70	0.5	1.0	29.9	33.0(42.5)	40.2
75	1.3	3.5	8.5	0(15.7)	12.5
80	1.7	1.6	37.4	0(30.5)	10.6
81	1.1	0.2	41.8	0(39.1)	6.5
82	0.2(82/11)	0(82/11)	44.1	0(39.4)	8.8

* ()内は中期輸出信用を含む比率

西ドイツ…… 48年6月、「通貨改革」の実施により金融機関保有国債等対ナチス・ドイツ関係債権を全額切捨て。

49年9月、「西ドイツ基本法」成立により政府の均衡財政主義の遵守義務が確立。

これらにより、国債価格支持の観点からの金利政策への制約が回避。

フランス…… 58年9月の「リュエフ委員会」の政府に対する答申（①健全財政の確立、②中期信用手形のフランス銀行持込みの制限、③賃金の物価スライド制廃止等を勧告）を受け、財政赤字の削減、フランス銀行信用の膨張に対する歯止め設定などに努力。

（注2） 金利自由化前の各国の預貸金金利決定方法

英 国……預貸金金利（手形交換所加盟銀行）とも銀行間協定により公定歩合に連動。

西ドイツ……預貸金金利とも政令による最高限度決定方式で、同限度は再割引歩合に連動（特に貸出金利）。

フランス……国家信用理事会が預金金利の最高限度と貸出金利の最低限度をそれぞれ決定。

(ペナル・レートとしての公定歩合)

当時の公定歩合は、通常ペナル・レートとして位置づけられ(ただし、再割引歩合とロンバート・レート<西ドイツ>、公定歩合と高率適用利率<フランス>、といった2本建公定歩合体系の国では後者をペナル・レートとして設定)、原則として市場金利の上限を画す役割を果たした。もともと、頑なにペナル・レートの伝統を守った英国を除けば、公定歩合は常に市場金利を上回っていた訳ではない。多くの国では金融引締め期には、オペ操作により金融機関を中央銀行借入れに追込み、貸出窓口で信用割当をすることによって、市場金利を一時的に公定歩合を上回る水準まで上昇させるのが一般的であったが、この場合でも間もなく公定歩合を再びペナル・レートの位置にまで引上げるので、市場金利が公定歩合を上回るのは例外的、一時的であった。このように、公定歩合と市場金利は相互に影響し合いながら、ペナル・レートの仕組みを保ちつつ連動関係を維持していたといえよう。このため、両金利は通常大きく乖離することなく変動した。

ペナル・レートとしての公定歩合は、戦前の英蘭銀行以来の伝統であり、各国ともこうした考え方を踏襲した訳である。ただ各国がこれを維持できたのは、60年代前半頃までのデフレ・ギャップの存在や国際通貨体制に対する信認の下で、物価が比較的安定し、先行きのインフレ懸念も少なかったことが、その背景にある。こうした状況を映

じ、市場金利が低位かつ安定的であったため、市場金利の上限を画しつつ公定歩合を上げていくに際し、70年代後半以降の高金利時代におけるような困難に見舞われることは比較的少なく、また政治的圧力などから公定歩合操作に多少の制約が加わった場合でも、急速なインフレ加速化を招く恐れが少なかったのである。

3. 現行フレームワークの形成

(1) 60年代後半から70年代初頭にかけて

— 金利機能の活用と政策手段の見直し

イ、金利機能活用の動き

60年代半頃から70年代初頭にかけて、各国では預貸金金利の自由化など、「金利機能の活用」を目指す動きが台頭、西ドイツをはじめとして、英国、フランス、米国でも相次いで各種の提言(概要は第2表のとおり)が行われ、各国ともタイミングや程度に若干の差はあれ、順次実施に移されることとなった。

この時期に多くの国で金利自由化が進められるようになった背景としては、主として次のような事情があげられる。

第1に、資本取引の自由化やユーロ・ダラー市場の急速な発展から、内外資金の流出入の増大、海外金利の変動が規制金利下の国内金融市場に攪乱的な影響を強く及ぼすようになってきたこと(主として西ドイツ、フランス)。

第2に、財政赤字を主因とするインフレの進行

(注3) 英国では、伝統的に公定歩合はペナル・レートでなければならないとの考え方をとっているように窺われる。その理由について体系的に説明した文献はないが、1832年のパーマー-英蘭銀行総裁の議会証言での説明によれば、①英蘭銀行は適格手形の流通する範囲内において意のままに銀行券を発行しうる唯一の機関であること(中央銀行の公共性)、②英蘭銀行の職能は、ロンドンの商業金融市場に資金の欠乏または信用の疑惑が存在する場合において発揮されること(中央銀行のレンダー・オブ・ラスト・リゾートとしての機能)、から「公定歩合は民間の金利と競争するような利率であってはならず、ましてや借り手が利益を得るような水準であってはならない」とされている(田中金司ほか〔1〕)。

(注4) このほか、英国、フランスでは政府の成長重視政策の下で低金利政策がとられ、金融機関に対する直接的な貸出規制の採用により引締め期においても金利の引上げを抑制したことも一因とみられる。

(第2表) 金利自由化に関する報告等の主な内容

新金融調節方式 (C.C.C.) (英国、71/9月)	①市中貸出規制の撤廃ならびに最低準備資産比率規制および特別預金制度の適用対象範囲拡大、②市中預貸金金利協定の廃止、③TB入札価格の事前協定の廃止、④中・長期国債の価格支持操作の原則的停止
ウォルムセル報告 (フランス、69/6月)	①オペによる対市中信用供与、②オペ金利による金利政策、③銀行貸出金利のコールレートへのリンク、④準備預金制度による銀行流動性の量的調整、⑤直接統制的政策手段の緊急時・短期間実施への限定、⑥優遇金利体系の整理
ハント報告 (米国、71/12月)	①預金金利規制の段階的撤廃(大口預金は即時撤廃、小口預金は10年間の漸次撤廃)、②商業銀行、貯蓄金融機関双方の業務規制緩和(商業銀行にモーゲージ貸付等、一方貯蓄金融機関に当座預金等をそれぞれ認可)

に伴い市場金利と規制金利とのギャップが拡大し、金融仲介の中断(disintermediation)、金融機関経営の不安定化といった問題が生じたこと(主として米国、英国)。

第3に、自由金利のオープンマーケット(例えば英国のパラレル・マーケット)の発展に伴い、旧来のインターバンク・マーケットを通ずる金融政策の効果が制約され、かつ効果波及のタイム・ラグも長期化したこと(主として英国)。

預貸金金利の全面自由化がもつとも早く行われたのは、西ドイツである。同国では、資本取引の自由化(59年5月)に伴い、60年代初頭以降内外資金の流出入が国内金融市場に攪乱的な影響を及ぼしはじめるとともに、資金量確保を狙った金融機関による預金金利規制の回避行為(顧客との現先取引、規制対象外の大口預金化など)が広がっていたが、65年3月長期預金金利を皮切りに段階的に自由化が進められ、67年4月金利調整令の廃止により預貸金金利の全面自由化が実現した。この結果、預貸金金利は再割引歩合との連動を断ち切れ、コール・レート、債券利回りなどの市場金利およびこれらを誘導するロンバート・レートの影響を強く受けるようになった。

また英国では、67年5月「物価・所得委員会の報告」が交換所加盟銀行間の金利協定による悪影

響(銀行のもうけ過ぎ、シェア低下など)を指摘、71年9月には英蘭銀行は預貸金金利の自由化、市中貸出規制の撤廃、国債価格支持停止等を内容とする新金融調節方式(Competition and Credit Control, 略称CCC)を導入した。これは従来の硬直的、統制的な金融調節方式を弾力的・無差別的なものに改め、資金配分面でのプライス・メカニズムを有効に機能させることを狙いとしたものである。金利協定の撤廃に伴い、交換所加盟銀行は預貸金金利の基準となる「ベース・レート(base rate)」を設定し、各行は市場実勢に応じて自主的にこの水準を決定することとなった(実際には公定歩合<MLR>と市場金利の両方をにらんで決定)。

また、フランスでは経済国際化の進展の中で、フランス銀行・政府はフランス資本の対外流出を防ぐことを主たる狙いとして、65年以降段階的に預金金利の自由化を進めた。さらに69年6月には「ウォルムセル報告」において、①市場金利を基準とする市中貸出金利の決定、②市中貸出規制の撤廃、貸出準備率の導入などが提案された。本報告は、68年の「5月危機」以降の資本の対外流出に際し、フランス銀行が同行の優遇貸出制度の広汎化や短期金融市場の未発達などから、金融調節面で機動的な対応を果しえなかったことへの反省

に立ったものであり、金利機能を一層活かす方向で、金融市場、金融政策手段全般につき、その整備、強化等を提案している。「ウォルムセル報告」の提案のうち、市中貸出規制の撤廃(70年10月)、貸出準備率の導入(71年2月)は実施されたが、市中貸出金利の決定については建前上コール・レートを基準とすることとされただけで、事実上は引続き公定歩合に連動するにとどまった。

この間、米国では71年12月、預金金利規制の段階的撤廃、商業銀行と貯蓄金融機関の垣根の縮小などを提案した「ハント報告」が発表され、73年5月には大口CDについて金利規制が廃止されることとなった。

ロ、金利政策手段の見直し

預貸金金利自由化の動きは、これら金利に対する公定歩合操作の直接的な影響力を弱めることとなった。また、英国、米国などでは、政府の国債価格支持や成長・雇用優先等の姿勢の下で、60年代後半になると公定歩合操作や貸出調節の機動的な運営に対する制約が表面化するに至った。こうした事情を背景に、各国とも金融政策手段について、これまで以上に市場メカニズムを活用する方向で見直しを行うこととなり、この結果市場金利や市場需給の調節の役割が一段と高まることとなった。

こうした見直しをもっとも顕著にあらわれたのは英国である。すなわち、英蘭銀行は72年10月、公定歩合(最低貸出歩合、MLRと呼称を変更)

操作を市場金利に追従連動する方式に切替えた。

これは、以下のような公定歩合操作に対する制約を回避し、金利政策の自由度を確保することに狙いがあり、その意味で前述の^(注5)新金融調節方式における「金利機能の活用」の理念に沿うものであるといえよう。公定歩合操作に対する第1の制約は「意図せざる攪乱的なアナウンスメント効果」の発生である。戦後60年代まで、英蘭銀行の公定歩合操作は主としてポンド防衛に割当てられたが、国債価格支持に対する配慮から国内物価安定の観点からは必ずしも本腰の入ったものではなかったため、公定歩合の^(注6)引上げは一般にはむしろ「当局がポンド危機深刻化を認めた証拠」と受止められ、短資の流出、国際収支の悪化を招く結果となった。また、第2の制約は成長・雇用重視の立場からの政治的な制約であり、公定歩合の機動的な操作を妨げる要因となっていた。

英国と同様フランスも、公定歩合操作を市場金利追従型に切替えている。フランス銀行は前述のウォルムセル報告を受けて、71年初海外金利が低下し、市場介入金利を公定歩合の水準以下に引下げることが可能となったのを機に、信用供与の中心を貸出から^(注7)オベに移し、公定歩合については市場金利に対しペナル・レートの水準を保つよう追従的に調整していくこととした(高率適用制度は71年5月に廃止)。

上記のとおり、英仏両国がいわば公定歩合操作を表舞台からひっこめて市場金利追従型に改めた

(注5) 当時のバーバー蔵相の説明によれば、MLRの狙いは、「マネーマーケットの条件により弾力的に反応し、またその毎週の動きが金融政策の大きな転換を示唆しているとはみなされないような金利」を導入することにある(MLR方式採用時の蔵相声明文)。

(注6) 当時、政府は「国債管理政策の主目的は英国の政府債務を保有しようという内外の投資家の欲求を最大にするよう市場状況を維持することであり、従って金利に関する政策は主として債券需要を育成することに集中されねばならない」(Bank of England [3])との態度を続けていた。これに対し、68年秋IMF調査団(団長ボラック)は引締め期にもかかわらず英国の通貨供給が急増している点を指摘、これは国債価格支持に伴うマネーサプライのコントロール喪失(uncontrollable moneyの供給)と低金利政策の持続によるものであり、それが現在の内需行き過ぎ、国際収支の赤字継続の一因ではないかとの疑問を提起した。

のに対し、西ドイツは引続き公定歩合操作に金融政策の主導的な役割を担わせている。すなわち、ブンデスバンクは66年5月の公定歩合引上げに際し、それまで再割引歩合と同幅連動させていたロンバート・レート^(注7)を大幅に引上げ（再割引歩合+1%に対しロンバート・レート+1.25%）、ロンバート・レートを機動的、弾力的に操作する方向へ一歩踏み出した。この結果、ロンバート・レートはコール・レートなど市場金利の中心的存在（ブンデスバンクでは「重心」center of gravityと呼んでいる）として、これを誘導する役割を強め、コスト効果を通じて自由化された預貸金金利の水準に影響を及ぼすこととなった。一方再割引歩合は、短期の市場金利の動きに左右されることなく、金融政策の基本スタンスを示すものとして操作することが可能となり、とりわけそのアナウンスメント効果（ブンデスバンクでは「シグナル効果」Signalwirkungenと呼んでいる）の発揮に重点が置かれるようになった。この措置はいわば公定歩合操作の二つの機能を、再割引歩合とロンバート・レートに分担させたものといえよう。

この間米国においても、ベトナム戦争の拡大や完全雇用達成を目指す政府の姿勢の下で公定歩合操作の機動的、弾力的な運営が損われ勝ちであったことなどを背景に、公定歩合のより頻繁な変更と連銀借入れの容易化に関する提案（68年7月、

通称「ミッチェル報告」）が行われた。この提案の理由としては、公定歩合の効果を最大限に発揮するには、公定歩合を市場金利に近い適当な水準に常に保っておく必要があること、一回限りの変更の場合しばしば生ずる予見し難いアナウンスメント効果を小さくする必要があることが挙げられているが、連邦準備の真意としては、公定歩合を市場金利との関係で変更する建前をとることにより、政治的干渉を避け、公定歩合のより機動的な変更を可能ならしめようとの狙いもあったのではないかとみられる。本報告の貸出制度に関する勧告は、後年連銀の季節資金貸出の弾力化措置に関する部分が実現するにとどまったが、公定歩合の頻繁な変更の主張は70年代に入って活かされるようになった。

(2) 70年代初頭以降の変貌と現状

— より一層機動的・弾力的な金利決定の模索

60年代後半における米国の大幅な国際収支赤字は、過剰な国際流動性を形成し、世界的なインフレーションの加速化を招くとともに、ドルの信認を動揺させ、71年8月のニクソン・ショック（ドルの金兌換停止＝金為替本位制の崩壊）につながった。また各国間のインフレ率格差の拡大は、各国間の国際収支調整を困難なものとし、投機的な短資移動を誘発することとなり、ついに73年2～

(注7) これは、①再割引の場合はフランス銀行は再割引枠の範囲内では受動的に信用を供与せざるを得ないが、オペの場合にはフランス銀行の主体性が保てる、②公定歩合に比し、オペ金利はフランス銀行の判断で機動的に変更できるなどの判断によるものとみられる。オペ積極化の結果、フランス銀行の対市中信用残高に占める再割引残高は70年末68%→71年末24%と急減、逆に買オペ残高は32%→76%と著増、資金供給形態が70年を境に一変した。

(注8) 金融機関がほぼ恒常的にロンバート貸付に依存しているような状況の下では、金融機関の限界的な資金調達コストはロンバート・レートによって左右されることとなり、一方コール・レートはロンバート・レートに不即不離ならしめるように操作される。この結果、ロンバート・レートのコスト効果は直接的にも（すなわちロンバート借入コスト）、間接的にも（すなわちコール・マネーのコストを通じて）金融機関の資金調達面に影響を及ぼすこととなる。

3月には主要国は一斉に変動為替相場制へ移行した。世界的なインフレーションの加速化は、一次産品価格にも波及し、73年秋には第1次石油ショックが発生、先進国経済は深刻なスタグフレーションを迎えることとなった。

こうした情勢に対処し、米国をはじめとする各国では金融政策の中間目標を、それまでの金利からマネーサプライに切替えた。これは、インフレ率が高まり、その変動幅が拡大し、人々のインフレ期待も揺れ動く状況の下では、適切な金利水準の見定めが困難となり、金利を運営目標とする政策はインフレの進行を容認し勝ちであるといった60年代末の経験に対する反省に立ったものである。こうして各国の金融政策は、通貨量を中間目標とすることとなったため、金利については中間目標と齊合的な水準へより迅速に調整することが重要となってきた。このため、金利政策のフレームワークについても市場金利の決定に際し「内生化」の度を強めたり、金利操作の機動性を高めることにより、従来以上に迅速かつ弾力的な金利決定を可能にする方式に移っていくこととなった。各国のフレームワークはそれぞれの政策環境の相違に応じて多様な方向へ変貌するが、以下ではこの点につきやや具体的にみることにしたい。

イ. 金利政策のフレームワークの分化

各国の金利政策のフレームワークは、大きく分けて次の3つの類型へ分化した。

A. 「公定歩合排除型」

第1は公定歩合操作を事実上排除し、貸出ではなく公開市場操作を通じて市場金利を誘導することによって金利政策に対する制約を回避し、機動的・弾力的な金利変動を可能ならしめようとして

いる国である。この類型では英国（81年8月、公定歩合の公表停止）、フランス（77年9月、公定歩合の変更停止）が代表的であるが、カナダ（80年3月、公定歩合のT Bレート追随連動開始^(注9)）も事実上この類型にあてはまる。

B. 「公定歩合活用・金利水準内生型」

第2は、公定歩合操作は残すものの、マネーサプライ・コントロールにおける操作変数を金利から準備指標ないしマネタリー・ベースといった量的指標に切替え、市場金利の決定を全く「内生化」している国である。この類型には米国（79年10月、操作変数をフェデラル・ファンド・レートから非借入準備に切替え）、スイス（79年以降、中間目標、操作変数ともマネタリー・ベースを採用）があてはまる。

C. 「公定歩合活用・金利水準操作型」

第3は、金利を引続き主たる操作変数と位置付け、公定歩合も政策主導で操作している国である。このタイプの代表は西ドイツである（わが国もこのグループ）。

概していえば、上記のうちA「公定歩合排除型」とB「公定歩合活用・金利水準内生型」のグループは、なんらかのかたちで金利の外生的（政策主導的）決定の要素（ないし印象）を弱める方向へフレームワークを改めたものであり、これに対しC「公定歩合活用・金利水準操作型」のグループは金利を外生的に決定するスタンスを対外的にも実際上も維持しているものといえよう。もともとCのグループでも、金利操作の機動性を高めるため後述のように種々の工夫に努めており、いずれのグループについても、伸縮的・機動的な金利変動、金利操作を指向している点では大きな相違は

(注9) カナダは、それまで公定歩合をベナル・レート型で運用してきたが、80年3月、米国金利の見通し難や金利引上げに批判的な自由党による政権奪回を背景に、「金融政策の弾力性を高める趣旨から」（カナダ銀行・ブイ総裁）、公定歩合を毎週木曜日の91日ものT B平均入札レートに0.25%上乗せした水準に自動的に設定する方式を採用。

ないといえる。

こうした3つのグループへの分化は、決して各国の個別的な事情による偶然の結果ではない。それぞれの国における、①金利政策に対する政治的・社会的な制約の強さ、②インフレ率の高さや振れの大きさ、③公定歩合と市場金利との結びつきの強さなどの相違から生じた、いわば金利操作のフレキシビリティに対する制約度の強弱を反映したものと考えられる。

以下、A～C 3つの類型と、①～③の関係などを具体的に見てみよう。

ロ. 三つの類型

A. 「公定歩合排除型」

「公定歩合排除型」の典型は前述の通り英国、フランスである。既に触れたように、両国とも70年代初頭、金利操作の機動性・弾力性の向上を企図して、公定歩合操作方式を市場金利の変動に受身で追随していく方式に切替えた。しかし、それでも金利操作に対する制約は免れず70年代後半以降公定歩合そのものを排除することとなった。

まず、①政治的・社会的な制約についてみると、英国、フランス両国とも戦後はば一貫して、物価の安定よりもむしろ成長・雇用優先のスタンスをとってきた。一方、中央銀行は金融政策の主体として独自の判断のみでは政策を運営できない立場におかれているように窺われ、中立性・独立性は極めて弱い。^(注10)この結果、中央銀行はしばしば金利政策に対する政治的圧力への妥協を強いられ、ことに金利引上げの局面で機動的な運営が阻まれた点は否めない。とくに英国では、国民は公定歩合操作をインフレ抑制の決意と能力の現われとはみず、「事態悪化のしるし」と受けとめるようになり、そのアナウンスメント効果が意図とは反対の好ましからざる方向に働き始めたことは、前述のとおりである。また、こうした政策運営の下で、②両国ともインフレ率は他国に比べとりわけ高い（第3表参照）。とくに70年代前半、ニクソンショック、第1次石油ショックが相次いで起り、世界経済が大きく混乱した時期において、各国が総じて総需要抑制策を強化したのに対し、英国、フ

（第3表） 各国のインフレ率、実質成長率

（いずれも期中平均、年率、％）

	インフレ率（CPI）					実 質 成 長 率 [*]				
	米 国	英 国	西ドイツ	フランス	日 本	米 国	英 国	西ドイツ	フランス	日 本
1960～64年	1.2	2.8	2.4	n.a.	5.5	4.0	3.6	5.6	6.8	11.7
65～69	3.8	4.3	2.4	3.8	5.3	4.4	2.5	4.4	5.5	10.4
70～74	6.6	9.6	5.6	7.6	10.7	2.9	2.7	3.6	5.4	6.1
75～79	8.1	15.5	4.2	10.1	7.3	3.7	1.9	2.7	3.0	4.7
80～82	8.4	12.8	5.6	13.0	5.2	0.6	△0.9	0.1	1.0	3.9

* 米国、西ドイツ、日本はGNP、英国、フランスはGDP

（注10） 英蘭銀行は、1946年国有化され、英蘭銀行法により「大蔵省は公益上必要と認めたときは、英蘭銀行総裁と協議の上、そのつど同行に対し指令を発しうるものとする」（第4条）とされ、また法律で規定されてはいないが公定歩合の変更に当っては事実上大蔵大臣の認可を経ている。

また、フランス銀行については、その役割りにつきフランス銀行法により「政府が国家信用理事会の協力を得て決定する金融政策の決定に寄与し、その実施に参画する」（第4条）ものとされている。

ランスは基本的には成長を志向し、総需要抑制が不十分なものとどまり、これが両国のインフレ加速を拍車した大きな要因となっている。さらに、③両国とも公定歩合は市場金利に対し常にペナル・レートとなるよう位置付けられていた。これは、上記のように公定歩合操作に制約が存在する状況の下では、市場金利をも制約することとなり、金利政策における柔軟な対応を阻害する結果となった。

「公定歩合の排除」はこうした制約から、金利政策を解放し、その自由度を高めることを狙いとした方策である。具体的にみると、まず英国の場合、サッチャー政権発足（79年5月）後間もなく英蘭銀行は金融調節方式の見直しに着手し、81年8月公定歩合（MLR）の公表を停止するとともに、英蘭銀行貸出による金融調節を縮小することとした。公定歩合は、従来と同様市場金利に対しペナル・レートの水準で設定されるが、実質上貸出の実行とともに例外的にのみ存在することとなったのである。^(注12)金融調節は原則としてオベによって行われることとなるが、その目標となる市場金利水準についても許容変動幅を非公表とし（非公表バンド）、またオベ金利も非公表バンド内で市場需給に応じて受動的に決まる扱いとするなど、金利決定が政策主導的に行われる印象を大幅に弱める工夫をしている。

またフランスでは、公定歩合は77年8月の引下

げを最後にそれ以降現在まで9.5%に据置かれており、事実上変更停止の状態にある。フランス銀行貸出もオベを通ずる信用供与が一段と進められたため、輸出関係の制度金融を除き実質的にはゼロの状態にある。従って、公定歩合をペナル・レートとして運用するという「ウォルムセル報告」の趣旨は崩れており、また金融政策のシンボルとしての意味もなさなくなっている。^(注13)フランス銀行は唯一の政策金利となった市場介入金利（オベ金利）の操作により、金利政策を行うこととなったが、市場介入金利の変更（総裁の権限だけで瞬時に実行可能）は公定歩合の変更（週一回のフランス銀行理事会の決定が必要）に比べ機動性・弾力性の点で勝っているため、これまでのような市場金利や市中貸出金利などの伸縮の変動を妨げていた金利政策上の制約は、少なくともメカニズムの面では弱められることとなった。

こうした英国、フランス両国における「公定歩合排除」の効果については、まだその時日が浅く評価を下す段階ではないが、両国とも従来に比べ諸金利が弾力的に変動するようになった点は評価に値しよう。すなわち、英国では銀行の預貸金金利の基準となるベース・レートは、MLRとの連動はもとより、最近ではオベ金利との関連も薄れて、市場金利の変動に応じて極めて弾力的に変動している。^(注14)また、フランスでも銀行の貸出基準金利

(注11) 例えば、諸外国が74年末（西ドイツ、米国）ないし75年春（日本、スイス）まで公定歩合を高水準に据え置いたのに対し、英国では74年初には特別預金預入率引下げ等金融緩和に踏み切り、74年1月以降MLRは低下、またフランスでは73年末以降市場金利の上昇にもかかわらず公定歩合の引上げを躊躇したため、従来からのペナル・レートとしての公定歩合の運営方針が崩れることとなった。

(注12) 新金融調節方式導入（81年8月）以降82年8月までの1年間で、英蘭銀行の貸出実行はわずかに8回にとどまっており、貸出期間もそれぞれ2日～7日と極めて短期間。

(注13) フランスでは、公定歩合に代ってフランス銀行の市場介入金利（オベ金利）がフラン防衛に関するフランス銀行の決意を表明するものとして、アナウンスメント効果を発揮することとなった。

(注14) 83年1月、大手のロンドン手形交換所加盟銀行はベース・レートの引上げ（10→11%）を発表したが、これにつき英蘭銀行は「今回の措置は最近のポンド安を契機とした市場金利の上昇を眺めてとられたものであり、この間英蘭銀行はオベ金利（10%）を変えておらず、今回措置はわれわれがinitiateしたものではない」とコメントしている。

は、従来から自由化されていたにもかかわらず、実際には公定歩合に引きずられて決められていたが、公定歩合の変更停止後はその決定の目安として市場介入金利が選ばれるようになり、それだけ金利変動の弾力性が増す態勢になったといえよう。

しかし、英国についてはその代償として金利政策のアナウンスメント効果を手放した訳であり、この点例えばマネーサプライの目標値公表に伴うアナウンスメント効果がこれにとって代りうるのかどうか等、今後更に突っ込んだ検討を要する問題は少なくない。またフランスについても、市場介入金利の操作は主としてフラン相場のコントロールに割当てられており、国内需給の調節、通貨量コントロールは主として市中貸出規制（貸出準備率制度と貸出枠規制）に依存している。これについては、79年4月「マユー報告」が貸出枠規制による弊害（金融機関のシェア固定化など）を指摘し、その撤廃と金利機能を活用したマネーサプライ・コントロール手段の整備を提案したが、81年5月に誕生した社会党政権はむしろ従来のオペ重視に代えて再び固定金利によるフランス銀行のリファイナンス・システムの導入を検討しているといわれており、今後の成行きが注目される所である。

B. 「公定歩合活用・金利水準内生型」

「公定歩合活用・金利水準内生型」の典型は米国である。米国は、公定歩合操作を排除する方向はとらず、むしろこれを活用しつつ、金利のより弾力的な変動を目指し、79年10月新金融調節方式（操作目標を金利から準備指標へ切替え）を導入した。米国の金利政策に対する制約をみると、①政治的、社会的な側面については、英国、フランスに比べれば中央銀行の中立性・独立性は確保され、金利政策に対する一般の信認も相応に高いように窺われる。しかし、60年代後半から70年代前半にかけては、ベトナム戦争の拡大や完全雇用達成の政治目標に伴う財政赤字の膨張を背景に、金

融政策の運営はしばしば政府の圧力を受けた。この点、西ドイツに比べると、戦前から極端なインフレの体験がなく、むしろ1930年代の大不況を経た米国が、物価よりも成長・雇用優先とにかく傾き勝ちであったのは否めないところである。また、②のインフレ率との関係では、70年代に長期にわたって2桁インフレを招来した点も、英国、フランスと同様である。

しかし、米国が英国、フランスのように公定歩合操作そのものを排除するに至らなかった大きな要因は、③の公定歩合と市場金利の関係である。公定歩合の運用について米国は必ずしもベナル・レート方式にこだわらなかった。すなわち、連邦準備は60年代後半頃から引締め期には信用供与の割当を行うことにより、市場金利が公定歩合を上回って上昇することを許容する柔軟な対応をとってきた。信用割当には、後述のように自律的な返済意欲が機能しない、恣意性が入り、不公平を伴い勝ちであるなどのデメリットがある。連邦準備の考え方は、こうしたデメリットを承知の上で、むしろインフレ昂進期に市場金利の伸縮的・機動的上昇を実現しうることのメリットを重視したプラグマティックな判断にもとづくものであり、この結果米国では公定歩合操作に対する制約が、そのまま金利政策全体の制約にはならなかったといえよう。

連邦準備は、78年後半からインフレ抑制、ドル防衛を狙いとして引締めに入るが、ニクソン・ショック後のスタグフレーションの苦い経験から、それまでとにかく成長・雇用重視に傾き勝ちであった政府も、さすがにインフレ抑制最優先の政策スタンスに転ずる。こうした環境の下で、連邦準備は金利決定のフレキシビリティを一層高める方策として、79年10月「新金融調節方式」を導入し、主たる操作変数を市場金利（フェデラル・ファンド・レート）から準備指標（非借入準備）に切替え、短期的なフェデラル・ファンド・レートの変

動はある程度放置する(許容変動幅<constraint>の拡大、0.5~1% → 4~5%)こととなった。この結果、フェデラル・ファンド・レートはいわば市場で内生的に決定されるかたちとなり、ときには許容変動幅を超えて大幅な変動を示し、その水準も従来に比べかなり高まることとなった。^(注15)この間、公定歩合操作については、アナウンスメント効果を重視する姿勢が強まっているように窺われ、例えば連邦準備は公定歩合変更の際に政策スタンスの表明を従来より積極的に行うようになった。^(注16)これは、諸金利の誘導を通ずるコスト効果の発揮という役割から解放された公定歩合にとつては、いわば当然のあり方ともいえよう。

「新金融調節方式」の評価について連邦準備は、大銀行の自由金利による資金調達依存度の上昇もあって、フェデラル・ファンド・レートの変動に対してその他の市場金利や貸出金利が従来よりさらに敏感に反応するようになったことを指摘し、この結果金利政策の国内経済に及ぼす影響度合(ないし景気循環に対するコントロール)が強まったとしている。ただ一方で、連邦準備は準備指標コントロールの結果、経済の短期的変動の影響がすべて金利の変動によって吸収されるようになったため、金利の乱高下が生じ、ひいては為替相場の不安定化、外国の金利操作の困難化といった問題を招き易くなることも認めている。

操作変数として、準備指標と金利のいずれが望

ましいかについては、理論的には通貨の需要・供給のうちいずれのサイドで攪乱的な変動を生じ易いかに依存するとされているが、この点について^(注17)は実証的な結論はまだ出ていない。ただ、米国ではインフレ抑制に当っては準備指標コントロールの採用はより望ましい選択であったことは確かであろう。インフレ率が高い状況の下では、適正な金利の目標水準を設定することは極めて困難であり、また目標金利の達成(乱高下防止)に重点を置くと銀行の貸出行動に対する抑制効果がとかく弱くなる惧れがあるからである。もっとも、インフレが終息すれば逆に金利乱高下の悪影響が目立ってくる惧れも少なくなく、金融緩和を進めていく局面においては連邦準備が操作変数について金利をより重視する方向を採る可能性もないとはいえない。

なお、スイスも公定歩合を活用する反面、操作変数は量的指標としている点で米国と共通している。中間目標は、75年の目標値設定当時にはM₁であったが、79年以降は操作変数であるマネタリー・ベースを採用したため、操作変数と中間目標の区別がなくなり、いわば運営目標が一本となった。運営目標にマネタリー・ベースを採用した理由は、マネタリー・ベースが国際収支と密接に関連しており、米ドルとスイス・フランとのスワップなどを通じ、マネタリーベース・コントロールを容易に行えることにある。従って、この点では

(注15) 70年代初頭以降、マネーサプライ重視の政策へ転換(74年1月にはマネーサプライ目標値の設定・公表開始)した後においても、連邦準備は政策運営の操作目標として金利(フェデラル・ファンド・レート)を重視していたため(74年1月以降目標値を公表)、その変更が政策スタンスの変更とみなされがちになり、しばしば機動的・伸縮的な変動が妨げられていた。

(注16) 73~74年の引締め期には、「公定歩合を短期市場金利にサヤ寄せする(bring the discount rate into closer alignment with short term rates)」といった市場追従的表現が頻繁にみられたが、新金融調節方式以降の引締めに当っては「インフレ期待の鎮静」、「量的金融指標の過度の伸びを抑制」といった表現が盛んに使われている。

(注17) 通貨需給の攪乱的な変動の影響をより小さくするためには、通貨供給関数(例えば銀行の通貨供給と準備の関係)の不規則性が通貨需要関数(例えば非銀行部門の通貨需要と金利の関係)のそれよりも大きい場合は金利、小さい場合は準備指標を操作変数とすべき、とされる(B. Friedman [4])。

米国とは事情を異にしており、厳密に言えば同列に論ずる訳にはいかない。しかしスイスが公定歩合政策を引続き活用しているのは、米国と同様公定歩合を常にベナル・レートとして位置付けることなく、③の公定歩合と市場金利との関係について柔軟な対応をとってきたことによる面が大きい。また、運営目標として量的指標を選んだ点についても、米国と同様、金利の裁量的な操作に対する社会的な制約が強く、金利決定を市場に委ねる方式とする方が政策運営の自由度を確保しようといった事情も影響していると考えられる。

C. 「公定歩合活用・金利水準操作型」

「公定歩合活用・金利水準操作型」の代表例は西ドイツである。西ドイツが引続き金利を政策主導で外生的に操作・決定しているのは、以下ののような事情によるものである。

まず、①の金利操作に対する政治的・社会的制約が他の諸国に比べ小さいことである。これは、物価安定に対する国民の理解が深いこともあろうが、何よりも中央銀行の中立性・独立性が尊重されていることによるところが大きい。西ドイツにおいても、金融引締めをめぐって何度かブンデスバンクと景気への悪影響を憂慮する政府との意見対立が生じたが、同行は物価安定最優先の姿勢を崩さずに切抜けている。その最大の支えはブンデスバンクに対する国民の信託とそれを裏付ける実績であろうが、直接的な拠り所として同行の任務規定の存在に注目する必要がある。ブンデスバンク法において、同行の任務は「通貨価値の確保を図ること」（第3条）とされ、さらに「ブンデスバンクはその任務を妨げない限りにおいて連邦

政府の一般的経済政策を支持する義務を有する」（第12条）と定められている。このように通貨価値安定最優先を明確に示した規定は、その他の主要先進国にはみられず、この任務規定の存在が金利操作の自由度を保証したことはみのがせないところである。

また、②のインフレとの関連でもこうした政策運営の下で、これまでインフレ率が比較的低く、名目金利を極端な高水準に引上げるべき局面は概して少なかった。最後に③の公定歩合と市場金利の関係についても、公定歩合を市場金利に対し常にベナル・レートとする方針をとらず、後述のように、しばしば信用割当型の運用を行ってきた結果、市場金利と公定歩合の結びつきが緩やかであり、公定歩合操作への制約により諸金利のフレキシブルな変動が妨げられる惧れが少なかった。このように、西ドイツにおいては金利操作に対する制約は、①～③いずれの面についても極めて小さく、他の主要国に比べ金利政策の自由度は相当確保されていたといえよう。

ハ 公定歩合の複数化と信用割当型の併用

(イ) 公定歩合操作の工夫

金利自由化の下で公定歩合活用の道を選んだ国（上記B、Cの諸国）では、公定歩合と市場金利のいずれについてもフレキシブルな変動が可能となるよう、金利政策のフレームワークに独自の工夫を加えている。とくに、西ドイツにおいては70年代に入ると財政支出の拡大を主因に物価上昇が次第に加速し、また72年にはポンド危機に伴う巨額の外資流入が発生したため、ブンデスバンクは引締めの早期浸透を図る必要に迫られ、金利の機

(注18) ロイトヴィーラー・スイス中央銀行総裁によれば、「国民の多くが不動産抵当貸付の債務者となっている国柄だけに、金利が上昇することに対する国民の反対が強く、金利政策実施に際してはこの面に配慮せざるを得ない。それ故にスイス中央銀行は、全般的な金利上昇が当然といえる時期にあっても、銀行を説得することによって、金利の引上げにブレーキをかけるか引上げの実施時期を遅らせる場合が多い」（80年1月、西ドイツ、デュッセルドルフ産業クラブにおける講演）。

動的な引上げと銀行準備の大幅な圧縮を行うための新たな工夫を実行に移すこととなった。

第1は、公定歩合の複数化である。前述のとおり、ブンデスバンクは66年5月以降再割引歩合とロンバート・レート^(注19)の使い分けを行うようになり、政策の基本的スタンスのシグナル機能（再割引歩合）と金利の誘導および当面の短期金利見通しのシグナル機能（ロンバート・レート）を分担させてきたが、73～74年の引締め期には新たに特別ロンバート・レートを加えることとなった。特別ロンバート・レートの導入は、市場金利の上昇を極力スムーズに誘導することに狙いがあった。この点、特別ロンバート・レートは①従来の公定歩合よりもさらに機動的な操作が可能である、②必要な時にだけ発動されるということから、建前上ロンバート・レートとは別もの扱いなので、ロンバート・レートを大きく上回る水準に設定することができ、短期的には金利政策の速効を確保し、長期的には金利先高感を必ずしも生み出さない、③発動・停止自体のもつアナウンスメント効果、とくに発動時の強烈な印象を活用できる、といったメリットがある。^(注20) 特別ロンバート・レートは、81～82年にはマルク相場の安定化を目的に再導入された。このときには、ブンデスバンクは市場動向に応じて特別ロンバート貸付の実行・停止を短期的に繰返す（例えば、市場金利が極端に高騰する時に貸付の窓口を開く）という方針で臨んだ

が、これは同行が金融機関の資金繰りに対するコントロールビリティを一層強め、かつ last resort の availability を不確実にすることにより、銀行の貸出行動を索制する効果をも狙ったようである。

第2は、ロンバート・レートの運用方法に関する工夫である。ロンバート・レートは60年代までは通常、市場金利に対してペナル・レートとなるよう運用されてきたが、73年以降の引締めに当っては、ブンデスバンクは再割引歩合と同じく信用割当型の運用に切替え、緩和期に入ると再びペナル・レート型に戻るといった、いわば「切替え型」ともいえる独自の運用を行っている（第1図）。この結果、引締め期には市場金利はロンバート・レートに制約されることなく、これを上回って、特別ロンバート・レート^(注21)の水準まで迅速かつスムーズに上昇していくのである。

（ロ）「信用割当型」の得失

上記のような西ドイツの公定歩合操作に関する工夫は、いわば「信用割当型」のメリットを活かしつつ、その問題点を減らそうとする努力とみることができる。これによって西ドイツでは、英国やフランスのように公定歩合が金利政策全体の自由度を制約してしまうような事態を回避し、今日まで公定歩合、市場金利ともに政策主導で操作する方式を維持することができたともいえよう。

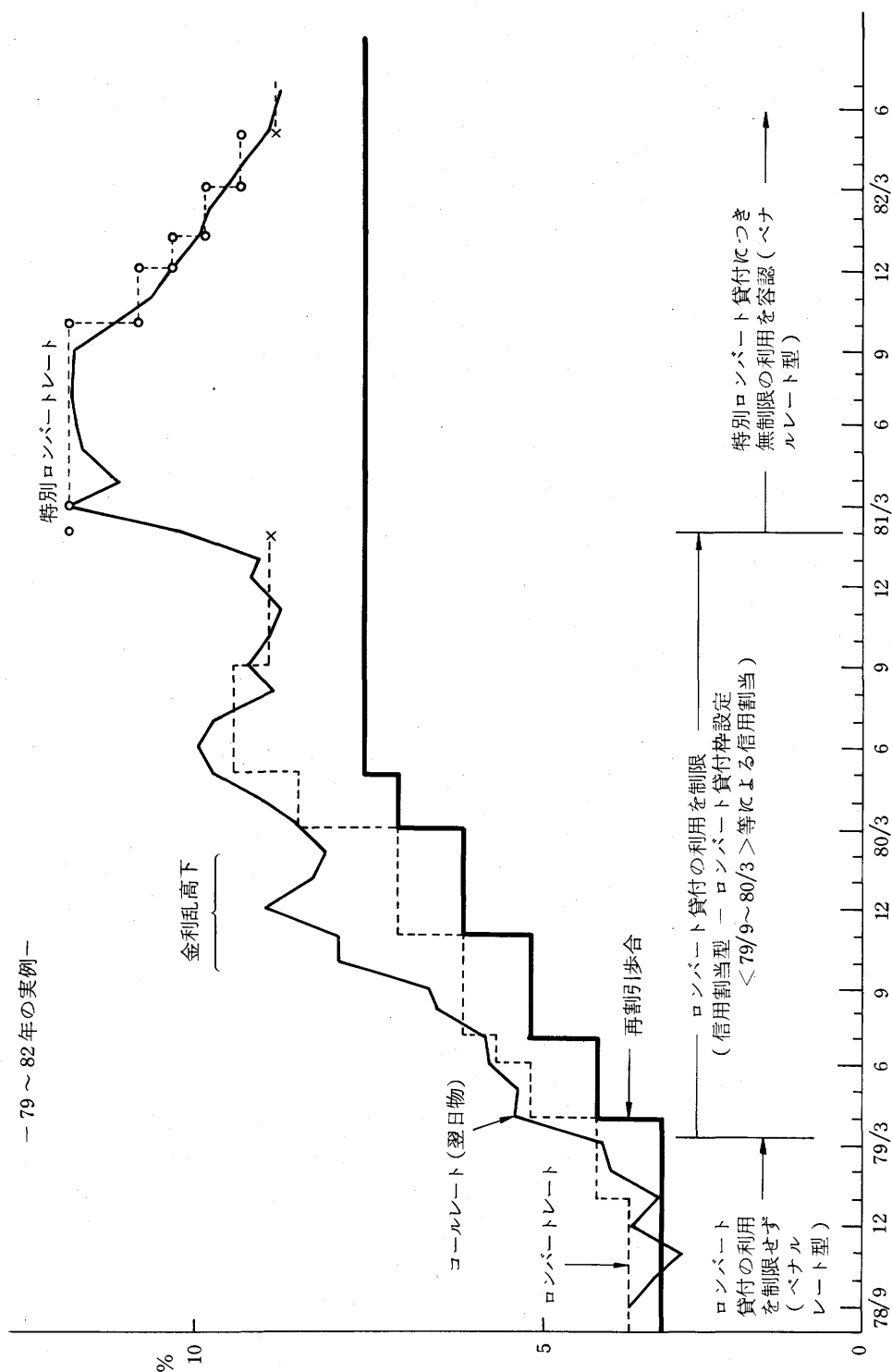
すなわち、「信用割当型」の公定歩合ないし中

（注19） 特別ロンバート貸付の導入時には、ロンバート貸付を停止するとともに、金融機関の資金需要に対しては量の制限を設けずに特別ロンバート・レートで貸し応じる運用（ペナル・レート型運用）を行うので、市場金利は特別ロンバート・レートを上限として誘導されることとなる。

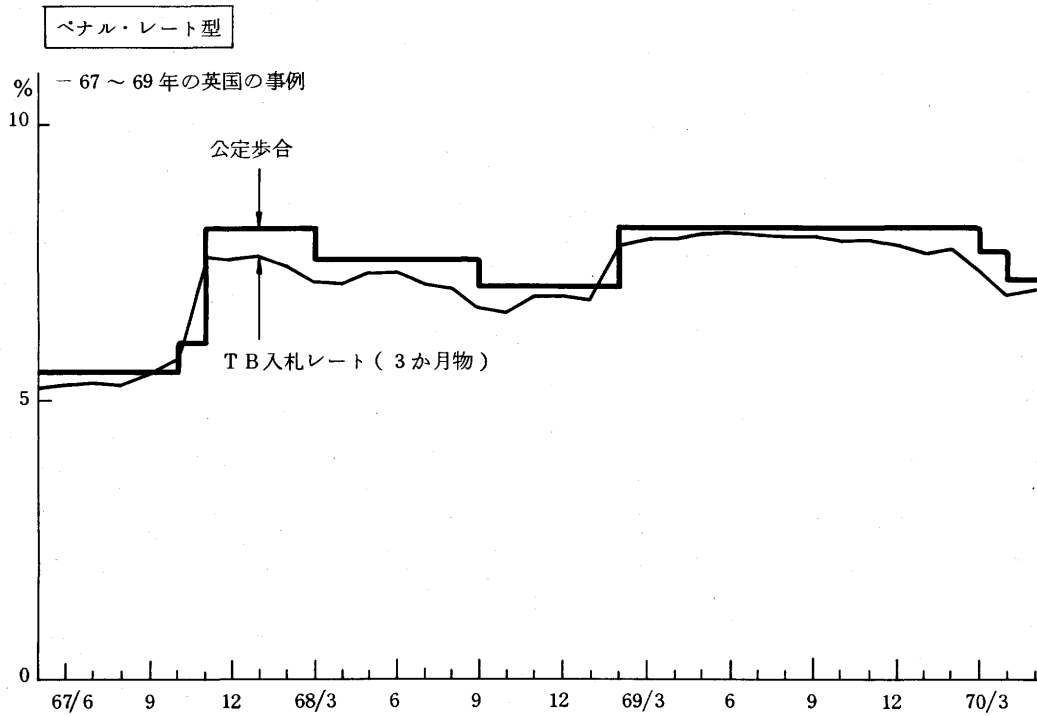
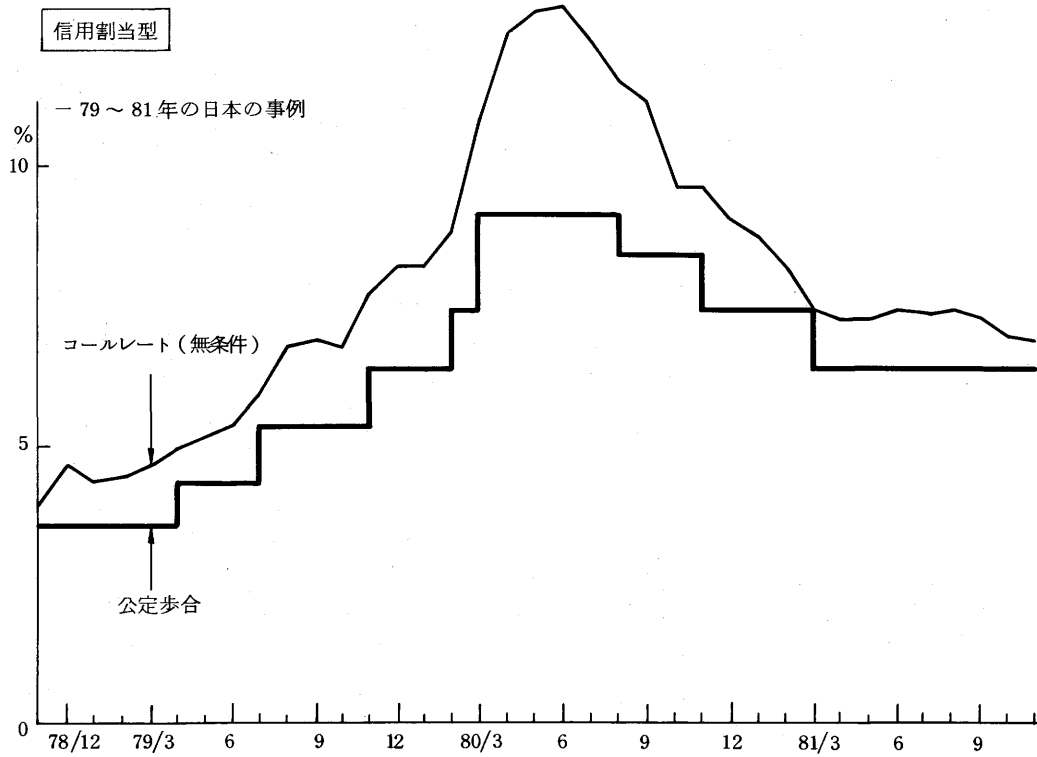
（注20） 本部役員会は、中央銀行理事会から一定限度内（81年の場合14%まで）の引上げ権限を与えられており、限度内であれば毎日でもレート水準を変更することができる。

（注21） 米国でも80年3月、「高率適用制度」を導入したが、その狙いも西ドイツの特別ロンバート・レートと同様のところであり、連邦準備は次のように説明している。すなわち、「高率部分の変更は、市場参加者に対して市場金利のオペ等による操作に比べ、より明瞭に政策意志を伝えることができ、市場金利の望ましい反応を促進するであろう。また、公定歩合を同幅変更した場合に比べると、市場金利の反応が過剰にならずにすむ点もメリットとしてあげられる」（Keir〔5〕）。

(第1図) 西ドイツにおける「切替え型」運用



(第2図) 中央銀行貸出の運営と公定歩合—市場金利の関係



中央銀行貸出運営には、次のようなメリットがある。

第1に、政治的制約やアナウンスメント効果が強く出すぎる懸念があるなどの事情から、公定歩合の引上げが難しい場合でも、そのために市場金利の伸縮的上昇が妨げられる惧れがない(第2図)。

第2に、市場金利追従的な公定歩合操作を必らずしも必要としないので、公定歩合操作を政策の基本的スタンスのアナウンスメント効果発揮の目的だけに限定することもできる。

第3に、信用割当型の金融調節は、貸出を能動的に、きめ細かく調整することができ、銀行の与信拡張に強力な抑制効果を発揮できる。

西ドイツにおける再割引歩合操作の役割分担は第2のメリットを狙ったものであり、引締め期のロンバート・レート「切替え型」運用は第1と第3のメリットを活かそうとするものとみることができよう。

一方、「信用割当型」の問題点としては以下のようなことがあげられる。

第1に、市場金利あるいは市中貸出金利が公定歩合に対し順ザヤとなるため、中央銀行の強力な返済圧力がかからない限り、借入行にとっては、自律的な借入早期返済、オーバーローン解消の意欲を生じさせることがなく、むしろ潜在的には借入増、与信拡張の圧力をもっている。

第2に、中央銀行借入れが多くなるほど得をするといった不公平、矛盾を伴いがちである。

第3に、公定歩合が市場金利を大きく下回る状況が続くと、金利が自由化されている場合には公定歩合の諸金利決定の際の指標としての影響力(金利誘導力)が低下する可能性がある。また、公定歩合が規制金利と連動している場合には市場金利と規制金利の二重構造を伴いがちである。

第1の問題点は、前記メリットの第3と裏腹の関係にあり、中央銀行の貸出供給態度如何でメリットとも問題点ともなりうる要素を含んでいるといえよう。西ドイツでは、この問題点に対しては、引締め期には一時的に準備指標(自由準備)コントロールに転換し、再割引枠の使用制限などを通じて、自由流動性準備を徹底的に^(注23)圧縮することによって、問題発生を防いでいる。また第2の問題点に対しては、再割引枠の配分について一応客観的な基準(金融機関の自己資本、再割適格手形の保有状況等)を設けて恣意性、不公平性を減らす工夫をしており、第3の問題点に対しては前述のとおり通常はロンバート・レートがペナル・レートとなって「金利の重心」の役割を果たし、引締め期には特別ロンバート・レートが代ってこの役目を努めるシステムをとっている。

4. む す び

以上のように、金利政策のフレームワークは金利自由化の進展に伴い、各国の政策環境に応じて70年代に入ってから大別して3つのグループに分

(注22) インブリスットのペナルティーコスト(例えば貸出利用に応じた将来の貸出枠削減、中央銀行による資金繰り指導の強化等)が大きく、ペナルティー・コストを加えた実質の公定歩合が市場金利を上回る場合には、実質的にはペナル・レート型となり、信用割当型の問題点は生じないこととなる。古川[2]は日本銀行の貸出運用について実証分析を行い、都銀の日銀貸出に対する需要行動にサーベイランス・コストの効果が認められるとしている。

(注23) 「自由流動性準備(free liquidity reserve)」とは、市中銀行が自らのイニシアチブによって中央銀行から引出すことが可能な流動性の総量をいい、「過剰準備」+「金融市場証券(ブンデスバンクが随時買戻す条件を付した上で市中銀行向けに売却した短期証券)」+「再割引枠未使用分」と定義されている。

「自由流動性準備」は、「銀行にとって未利用の潜在的貸出拡大余力(unused expansion potential permitting a further growth of lending)とみなされており」(ブンデスバンク[6])、ブンデスバンクは市中貸出を抑制するためには自由流動性準備をはば完全に圧縮することとしている。

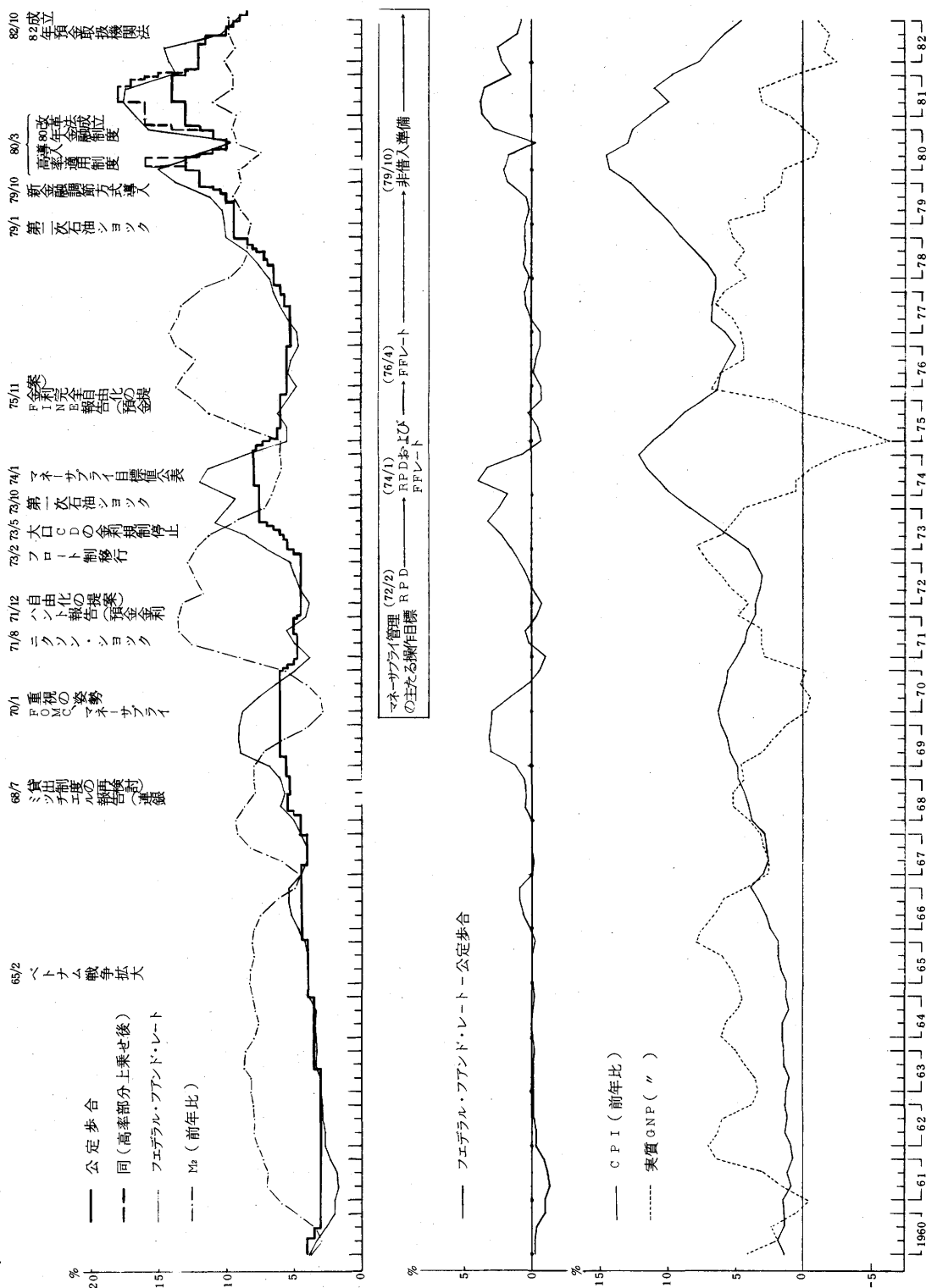
化した。公定歩合を排除した国も含め、いずれのグループも金利政策の自由度が確保され、諸金利が一層機動的、弾力的に決定されるようなシステムの構築を目指したものであり、各国ともこれまでのところ概ね所期の狙いを達成しているように窺われる。

3つのグループのうち、現状ではB、Cの公定歩合活用グループに含まれる国が引続き大勢を占めている。これらの国が、とにかく政治的関心の対象となりやすく、それだけに機動性を欠きがち

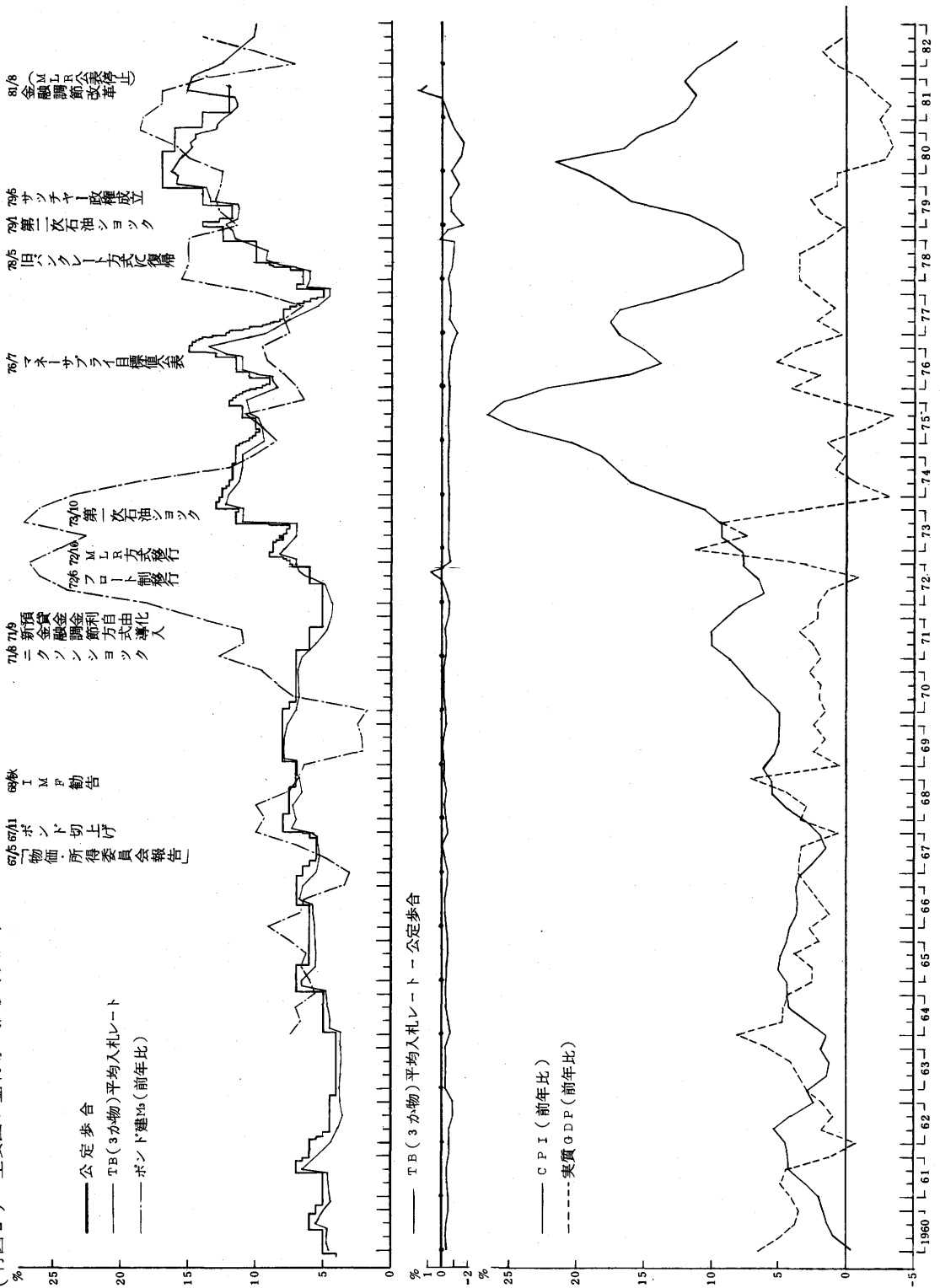
な公定歩合操作を残し、これを引続き活用しようとしているのは、公定歩合の政策主導的な操作にアナウンスメント効果や金利誘導効果など多くのメリットがあることを認識しているためである。公定歩合操作を残し、むしろそのフレームワークに種々の工夫を加えることによって、そのメリットを活かし、かつ金利政策の機動性、弾力性も高めようとしているのが、公定歩合活用国の方向といえよう。

以 上

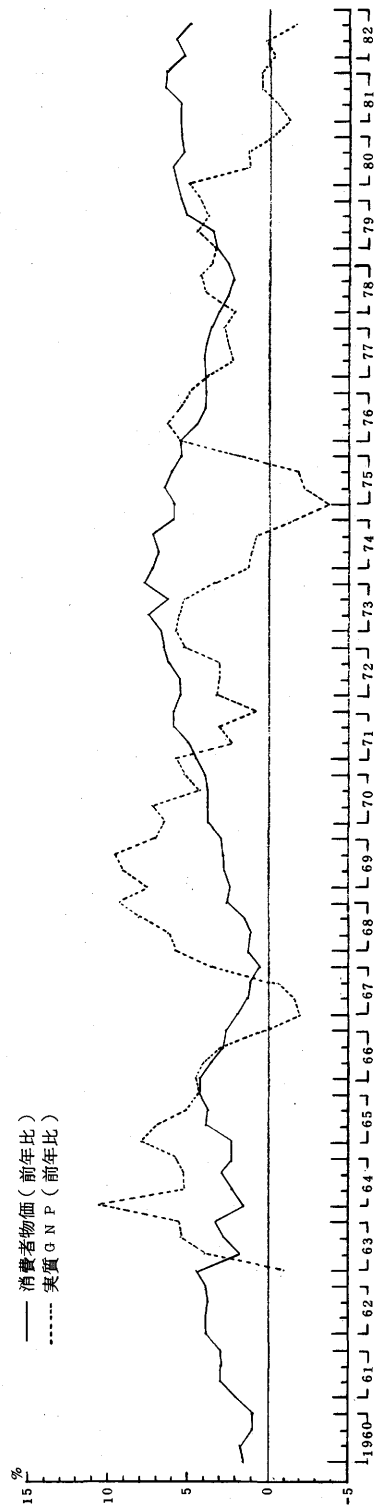
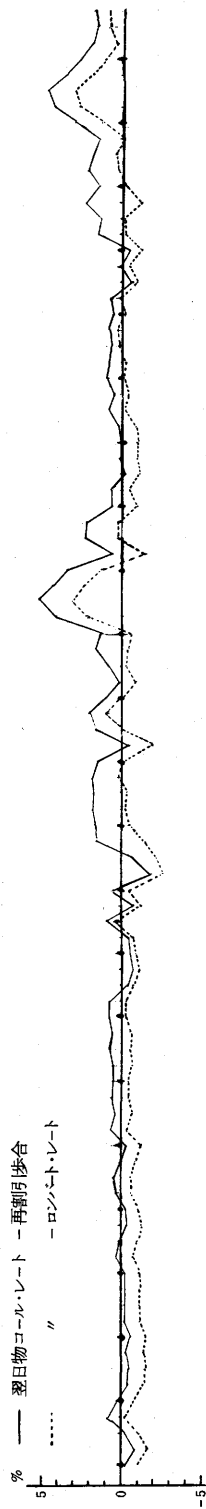
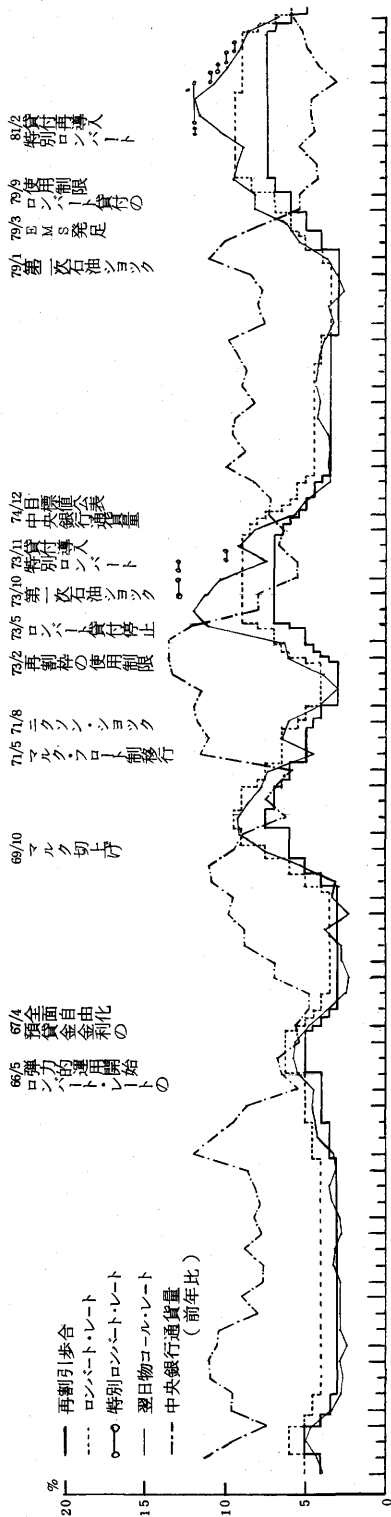
(付図1) 主要国の金利等の推移(米国)



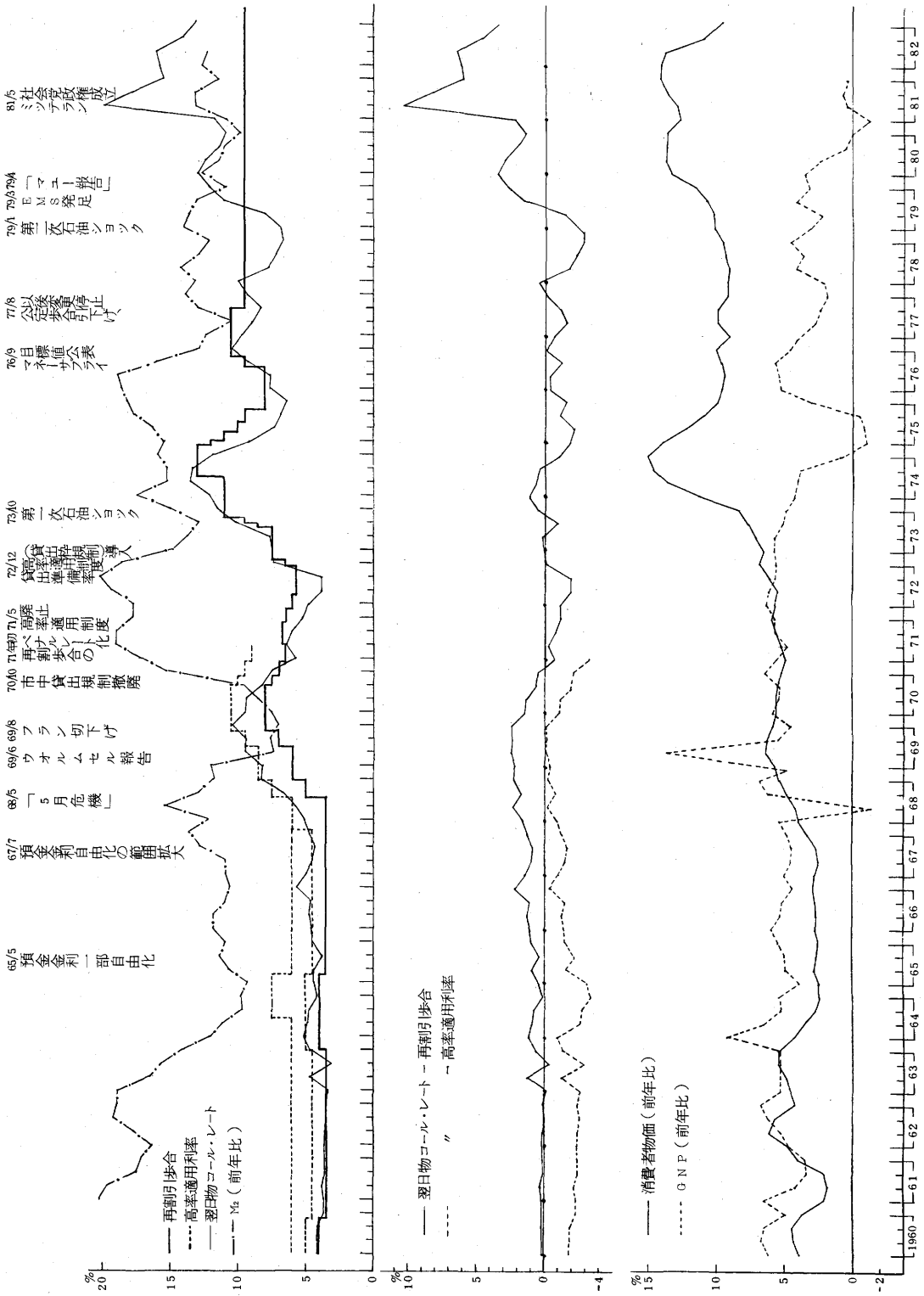
(付図2) 主要国の金利等の推移(英国)



(付図3) 主要国の金利等の推移(西ドイツ)



(付図4) 主要国の金利等の推移(フランス)



【参考文献】

- [1] 田 中 金 司ほか 「公定歩合政策の生成と発展」、清明会出版部、昭和56年 5 月。
- [2] 古 川 顕 「日本銀行の貸出供給ルール」、季刊東洋経済臨時増刊、昭和56年。
- [3] Bank of England, “Official Transaction in the Guiltedged Market”, Quarterly Bulletin, June 1966.
- [4] Friedman. B., “Monetary Policy in the United States”, 1981 (「アメリカの金融政策」、東洋経済、昭和57年 8 月)。
- [5] Keir, P. M., “Impact of Discount Policy Procedures on the Effectiveness of Reserve Targeting”, Jan. 1981.
- [6] Deutsche Bundesbank, “Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank”.