

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

山 本 和
(現在ニューヨーク事務所)

1. はじめに
2. ハイパワード・マネーとマネーサプライの関係
3. 金融調節効果の波及メカニズムとマネーサプライ

1. はじめに*

最近、わが国のマネーサプライ・コントロールのメカニズムについて各方面の関心が高まっているように思われる。その過程で展開されてきた理論や結論から示唆を受ける面も少なくないが、一方でこれらの諸説の中には金融調節の効果波及のメカニズムの現実に対する理解が必ずしも十分でないものもあるように思われる。これは、金融調節の“実際”に関する理論的な角度からの説明が従来十分行われてこなかったことによる面もあると思われるので、以下わ

が国のマネーサプライ・コントロールの仕組みに関する考え方を日常の金融調節に重点をおいて説明し、今後の研究の材料を提供することとしたい。

2. ハイパワード・マネーとマネーサプライの関係

- (1) ハイパワード・マネーのコントローラビリティと金融機関準備の重要性
マネーサプライ (M_1 または M_2) コントロールのメカニズムについては、中央銀行がハイパワード・マネー（金融機関の中央銀行預け金＋金融機関保有現金＋非

*本稿は、昭和53年夏頃にかけて行われた日本銀行によるマネーサプライのコントロールを巡る行外での議論に関連して書かれた内部の作業メモである。議論は、主として藤野教授（一橋大）と外山茂氏（現日本長期信用銀行顧問）との間で行われたが、館教授（東大）も日本経済新聞「やさしい経済学」欄で論点の整理を図られるなど、かなりつつ込んだ議論が展開された。論点は多岐にわたったが、その中心は結局、日本銀行によるハイパワード・マネーおよびマネーサプライのコントロールをどの程度のタイムスパンで問題とするかという点についての見方の相違にあったように思われる。いずれにせよ、こうした議論の過程を眺めて感じられたことは、実際の金融調節のメカニズムが学界はじめ部外者には必ずしも十分に理解されていないのではないかということであった。

そこで、特別研究室では金融調節のメカニズムについて改めて説明し議論の整理を行いたいとの意図から関係者の方々と何回かにわたりディスカッションを行ったが、本稿はその折に討議資料として準備したものである。

その後、折をみて論文形式に書き改めたいと思っていたが、作業メモのかたちのままでも基本的な考え方はある程度明らかであろうと思われるので、今回内容をほとんど改めることなしに（計数計表の改訂は行った）掲載することとした。これは、いわば日常の金融調節を経済学的に説明する一つの試みであり、より深い分析への「たたき台」である（55年1月）。

金融部門保有現金)の総量を調節することにより金融機関の預金量に影響を与え、信用乗数倍のマネーサプライを実現するという形でコントロールすればよいし、できる筈だという意見がある。

中央銀行が自らの負債勘定であるハイパワード・マネーを究極的にコントロールし得ることは疑問の余地がない。しかし、中央銀行の実務家が金融機関の与信(有価証券投資を含む)行動ひいてはマネーサプライに影響を及ぼすための操作対象として重視しているのは、ハイパワード・マネー全体ではなく、そのうちの金融機関の準備すなわち中央銀行預け金である。^(注1)

そこで、中央銀行がハイパワード・マネーの各構成要素をどの程度コントロールできるかをまず考えてみよう。

① 金融機関の中央銀行預け金……中央銀行は日常の金融調節を通じてこれを直接コントロールできる。但し、後に詳述するが、信用秩序の維持(金融機関の預金払戻しや交換決済に支障を来さぬこと)、準備預金制度などとの関係からくる制約がある。

② 金融機関の保有現金……理論上はともかく、現実には中央銀行が自由にコントロールし難いと考えられる。金融機関が収益を生まない現金を必要以上に保有するとは考えられず、保有現金

量は日々の支払に必要な最低水準、つまり取引動機に基づく技術的最低水準に保たれているとみられるからである。もっとも、日々の現金受払額が完全に予見できない性質のものである以上、若干のゆとりをもたせているとみれば、その限りでは理論上、日常の金融調節に伴う金融市場条件の変化を通じて保有現金にも影響を与えうる(例えばコール・レートが上昇すれば余裕現金を圧縮してコール・ローンに振替える)。しかし、対顧客サービス維持との兼合い等技術的制約から、実際にはその程度は極めて微々たるものであろう。なお、例えばコール・レートが数10パーセントにも達するような金融調節を行えば金融機関の保有現金のかなり無理な圧縮も可能であろうが、そのような異常金利の実現自体が通常の場合はあまり現実的な想定ではあるまい。

③ 非金融部門保有の流通現金……ある時点における流通現金の量はその時の経済活動水準に相応したものであり、企業や家計の現実の現金需要として出てきた段階では中央銀行がその供給を拒否し得ないことを考えれば、現実には中央銀行が自由にコントロールし難いと考えられる。^(注2) もっとも、個人小切手の普及度が極めて低いわが国の場合、家計の保有現金は当面の必要最小額を

(注1) Paul A. Samuelsonの“Economics”(第10版)ではマネーサプライのコントロール上重要なのは“High-powered Reserves”であるとしている。また連銀の“The Federal Reserve System, Purposes and Functions”においても、ほぼ同様の意味で連銀預け金を“high-powered dollar”であると規定し、これを重視している。

(注2) 米国連銀モデル(FMPモデル F. Modigliani等により構築されたもの)では、ハイパワード・マネーのうち、流通現金については金融当局や銀行部門の行動とは独立に民間部門の行動によって決定されるものとして扱われている。

相当上回っている（とくに俸給生活者の給料日直後など）とみられ、理論的には預金金利を大幅に上げればその残高をかなり圧縮しうるであろうことは否定できない。しかし、わが国家計の現金保有慣行を変えうる預金金利水準は相当高いと思われ、現在のような預金金利のもとでその実現はあまり現実的ではないと考えられる。また、企業の保有現金については、元来必要最小限にとどめられているのが通常であるので、実際問題として調整の余地はあまり大きくないと考えられる。

以上のような見方から、理論的にはハイパワード・マネー全体の短期的なコントロールの可能性を全く否定するわけにはいかないとしても、現実問題として短期的にコントロールできるのは、そのうちの金融機関の準備であるといえよう。しかし、この金融機関の準備が、金融機関の行動を通ずる政策効果波及、マネーサプライ・コントロールのうえで決定的に重要な役割を果たしていると考えられる。

(2) 信用乗数論的な説明の問題点

ハイパワード・マネーという概念が重視されてきた背景には、フィリップス以来の信用乗数的な思考があるように思われる。すなわち、その考え方は、下記のような関係式において、中央銀行は自らの負債勘定であるハイパワード・マネーをコントロールできる筈であるから、信用乗数の安定性を前提とすれば、マネーサプライもコントロールできる、というものである。

$$M = k \cdot \text{HPM}$$

$$M = C + D$$

$$\text{HPM} = C + R + V$$

$$k = (c + 1) / (c + r + v)$$

ただし、

- M：マネーサプライ
- HPM：ハイパワード・マネー
- k：信用乗数
- C：非金融部門保有現金（流通現金）
- D：預金
- R：金融機関の中央銀行預金（準備預金）
- V：金融機関保有現金
- c：流通現金比率 = C/D
- r：準備預金比率 = R/D
- v：金融機関保有現金比率 = V/D

上式は中央銀行勘定と金融機関勘定との関係を示す恒等式であるから、これが事後的に成立することは間違いない。

しかし、問題はこのようなフレームワークからマネーサプライ変動のメカニズム、諸変数間の因果関係を説明しうるかどうかである。金融調節による銀行準備(R)変動の効果が他の変数にどのように波及するかは、その時々金融経済環境の下における経済主体の意思決定に係っており一様ではないし、また効果の波及には時間を要する。一般均衡分析においては通常すべての市場取引が同時決定され则认为されているが、実際には例えばマネーマーケットの取引のように時々刻々の需給の出合いによって行われるものもあれば、金融機関の与信行動の意思決定のようにもっと長期の観点から行われているものもあるので、実際のメカニズムの分析に当ってはこうした時間的要素を考えに入れなければならない。また、信用乗数論的なフレームワークでは経済主体の意志決定に重要な影響を及ぼす価格

・コスト要因がどのように関係しているのかを明示的にとらえることができない。このようにみてくると、一時点で成立する上記のようなバランス式のみで政策波及のメカニズムを把握しようとするには所詮無理があるのではなからうか。

それでは、金融調節効果の波及メカニズムをどのように説明するのが良いかということになるが、この点を次節で述べるのに先立ち、一応信用乗数的なフレームワークに従って、わが国の実際の計数がどのような動きを示してきたかを要約しておこう（第1図）。政策効果波及の因果関係を明らかにすることはできないとしても、ハイパワード・マネーとマネーサプライが統計的にどのような関係にあったかをみておくことはそれ自体意味があるといえるからである。

イ、信用乗数(k)は循環的にかなり変動しており、必ずしも安定的とはいえない。^(注3)その原因は主として流通現金比率(c)の変動によるものである。

ロ、金融機関の中央銀行預け金の水準は日々振動するが、その平均残高は所要準備額に対応しており（すなわち、過剰準備はネグリジブル）準備預金比率(r)は法定準備率に等しいといっても過言ではない。

ハ、金融機関保有現金比率(v)は日々には現金需要のフレを反映して大きく変動するが、ある程度の期間をとってならすとかかなり安定している。なお、趨勢的には緩やかな低下傾向を示している。

ニ、流通現金比率(c)は循環的にかなり変動し、あまり安定しているとはいえない。これは預金の動きが流通現金の動きに先行するためとみられ、上記のとおり信用乗数 k の変動の相当部分を説明している。

3. 金融調節効果の波及メカニズムとマネーサプライ

そこで、次に、わが国の場合、金融調節の効果波及メカニズムが実際にどうなっているかを整理してみよう。

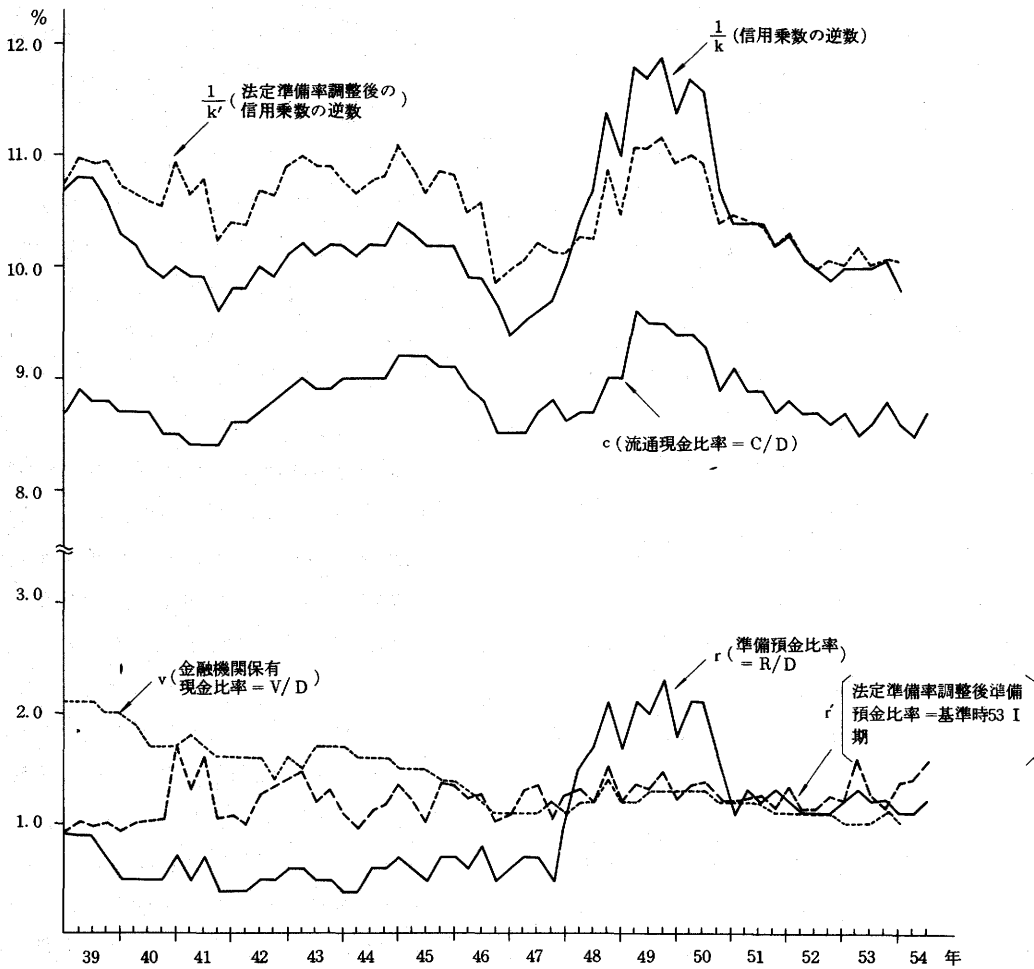
(1) コール・手形レートの決定メカニズム
イ、日本銀行の日々の金融調節は金融機関の保有準備を主たる対象として行われているが、その効果がマネーサプライに波及していくメカニズムの大筋は次のとおりである。すなわち、日本銀行の信用供与態度の変化は金融機関の日銀預け金残高の変動を通じてコール・手形レートに影響を及ぼすとともに、日銀信用のオペラビリティに関する金融機関の予想にも影響を与え、これらと窓口指導とが相まって金融機関の与信行動に影響が及ぶということである。従って短期金融市場のレートは上記のメカニズムのなかで大きな役割を演ずる操作目標といえる。そこで短期金融市場レートをコール・レートによって代表させ（手形レートについても同様に考えてよい）、その決定メカニズムを単純化したモデルで考えてみよう。

なお、その前にコール市場に係す

(注3) 信用乗数 k (M_2 末残ベース、預金準備率調整後)の変動幅はほぼ1ポイントの範囲である。これを不安定とみるかどうかは難しいところであるが、1ポイントが M_2 16兆円以上に相当することから考えると、少なくともマネーサプライ・コントロールの観点からみて k が安定的とはいえない。

(第1図) 信用乗数の動きと要因分解

(M_2 末残ベース、季節調整済計数)



る若干の点についてコメントしておきたい。

- ① コール市場は金融機関相互間における短期的な準備調整の場であるから、コール・レートはハイパワード・マネー全体のストックの需給で決まるというより、日銀預け金（ハイパワード・リザーブ）の需給で決まるという性格が強い。
- ② コール市場は金融機関相互の日銀預け金貸借の場であるから、全金融機関分を統合すればネットアウトされてゼロとなる。
- ③ コール取引量は、「資金需給尻」（銀行券や財政資金の動きの尻）が同じでも、金融機関相互間の準備の偏在の度合が大きいほど大きい。ここで「資金需給尻」とは、「銀行券発行還収超＋財政資金対民間収支尻＋その他収支尻」であり、金融機関の日銀預け金は、全体として、その額だけ増減することとなる。
- ④ 各金融機関は毎日の日銀預け金残高を法定所要準備額に保つわけではないが、準備預金積立期間（当該月16日から翌月15日までの1か月）中をとってみれば、その平均残高が所要準備額をちょうど満たすように行動している（平残ベースで過剰準備

備は殆んどもたない^(注4)。そして、所要準備積立てに必要なとする以上の日銀預け金はコール市場に放出する。

ロ、簡単なモデルによる説明（その1） —ある1日の需給—

まず任意に与えられた1日（準備預金積立期間の最終日については別途後述）のコール・レート決定を図示すると第2図のようになる。同図はコール・レートとコール資金の需給および金融機関の日銀預け金過不足との関係を説明しようとするものであり、縦軸に市場の金利、横軸に市場で取引される資金量（具体的には日銀小切手による日銀預け金の授受により取引される）をとってある。

需要曲線(D)は個々の準備不足金融機関（取り手、多くの場合都銀）の需要曲線を、供給曲線(S)は個々の準備余剰金融機関（出し手、多くの場合都銀以外の金融機関）の供給曲線を、それぞれアグリゲート（合計）したものである。需要曲線(D)が右下りとなっているのは、残る準備預金積立期間中の予想コール・レートの平均に比し、当日のコール・レートが低ければ低いほど、大量にコール・マネーを取入れて、準備預金の積み進捗率を高めたいと考えるからである。また左上方が垂直になっ

(注4) 最近における準備預金対象全金融機関の過剰準備の総準備に対する比率は次のとおり。

	53年12月	54年3月	6月	7月	8月	9月	10月
過剰準備比率(%)	0.08	0.10	0.15	0.11	0.10	0.08	0.11

これは必ずしもわが国だけの事情ではなく、たとえば米国の金融機関も近年過剰準備はほとんど保有していない。

米国連邦準備制度加盟銀行の過剰準備比率(%)

	53年12月	54年3月	6月	7月	8月	9月
	0.56	0.37	0.55	0.52	0.54	0.46

ているのは、取り手は、コール取引量がOA以下では保有している日銀預け金を全額引出してもなお当日の手形交換の負けや現金支払を賄うことができないので、どんなに金利が高くともOAだけは確保しなければならないという極限状態にあるからである。供給曲線が右上りとなっているのは、予想コール・レートに比して、当日のコール・レートが高ければ高いほど、大量にコール・ローンを出して運用益をあげ、あとで準備を積みばよいと考えるからである。また、右上方が垂直になっているのは、出し手のコール放出量はやはり当日の手形交換の負けや現金支払を賄うため、最低限残しておかなければならない日銀預け金の残高を残したOBが限度であることを示している。第2図の右側の図はコール市場の需給両曲線を統合して超過需要曲線（需要マイナス供給）のかたちで描いたものであり、これは日銀信用を不変とした場合、市場全体としてどの程度資金過不足が生ずるかということを示している。

ここで、コール需給と金融機関準備過不足との関係につき、代表的な3つのケースについて考えてみよう。なお、日本銀行の信用供与態度がコール・レートにどう影響するかはあとで述べることとし、ここではまず「資金需給」とコール需給の関係を考える。

- ① まず、その日の「資金需給」に過不足がなく、金融機関全体としては前日並の日銀預け金残高を保有できる状況を考えると、第2図[A]のとおりの需給両曲線の交点でコール・レート(OR)とコール取引 quantity(OQ)が決

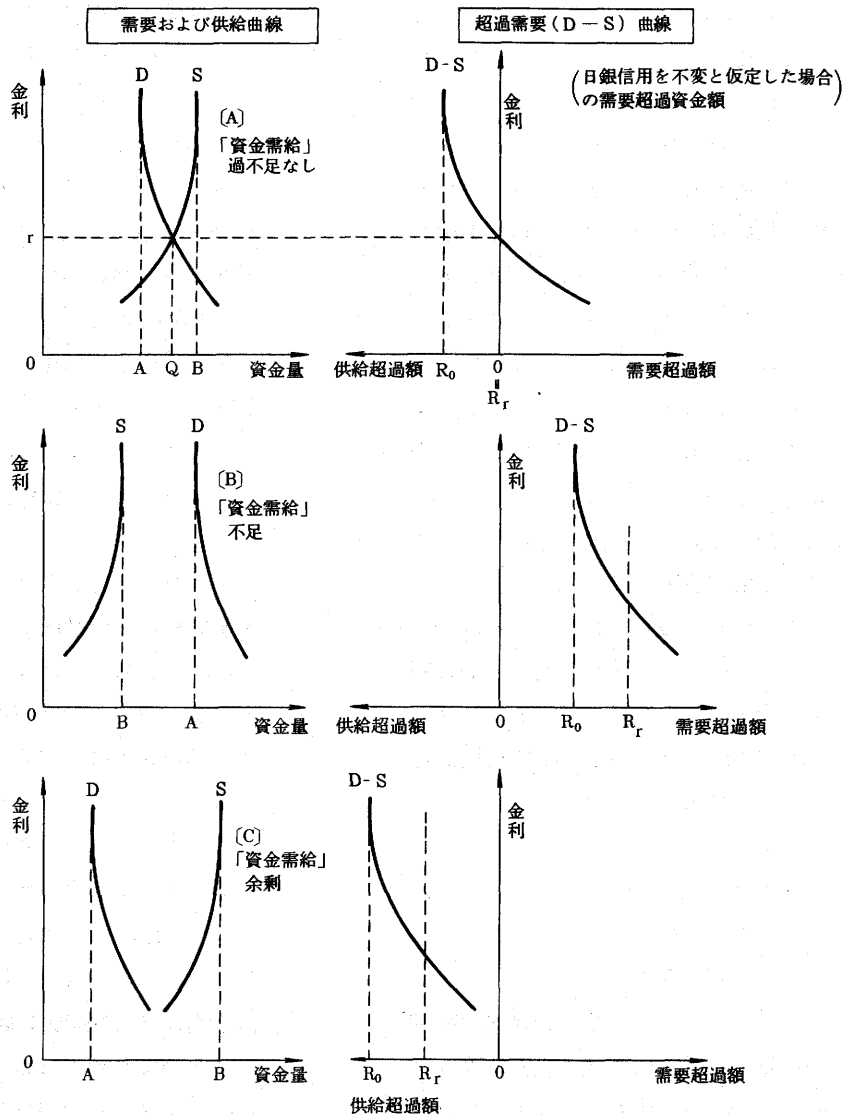
まる。上記のように金融機関全体として準備に過不足がない状況の下ではコールの需要量と供給量に当初からあまり差がないので、需給両曲線は当然交わる。この場合、資金需給に過不足がないので、日銀信用を全く動かさなくても金融機関全体の日銀預け金残高は前日と変わらず準備(Rr)を満たす。

- ② 次に「資金需給」尻の不足額が金融機関の前日末の日銀預け金残高よりも大きい日には、第2図[B]のように需要曲線と供給曲線とが交わらない。このような日には、仮にすべての金融機関が日銀預け金残高を支払不能に陥らない最低限に落したとしても $BA(=OR_0)$ だけの資金不足が生ずる。このような状況の下では市場には供給を大幅に上回る需要が現われるからである。したがって、日本銀行はその日の金融機関の諸取引を決済させるため最終的には最低限 $BA(=OR_0)$ だけの日銀信用を供与しなければならない(仮に、金融機関全体として所要準備を保有できるように ORr だけの日銀信用を供与すれば、左図のD曲線は左に、S曲線は右に移動し両者は[A]の場合のように交わることになる)。

- ③ 逆に「資金需給」尻の余剰幅が極めて大きい日を想定すると、日銀信用が回収されぬ限り、第2図[C]のように大幅供給超となってコール・レートが大幅に低下しても需給両曲線は交わらない。

もし、日本銀行が支払不能に陥らないギリギリの水準まで準備を減少

(第2図) 資金過不足とコール需給



(注)〈左の図〉横軸の資金量は日銀信用を不変と仮定した場合の市場取引の対象となる資金量を表す。

OA=取り手が(最低限必要な日銀預け金残高を確保するため)最小限市場で調達しなければならない資金量

OB=出し手が(最低限必要な日銀預け金残高を残したうえで)最大限市場に供給しうる資金量

〈右の図〉横軸は日銀信用を不変と仮定した場合の市場全体の需要超過資金量を表す。したがってO点より左はマイナスの需要超過=供給超過を表す。

OR_0 =金融機関全体の日銀預け金残高を必要最低限の水準に調節するために必要な日銀信用の増減量(OR_0 がプラスの場合は日銀信用の供与、マイナスの場合は回収が必要)。

OR_r =金融機関全体の日銀預け金残高を1日当りの所要準備額に等しい水準に調節するために必要な日銀信用の増減量(OR_r がプラスの場合は日銀信用の供与、マイナスの場合は回収が必要。[A]のようにゼロの場合は日銀信用を動かさず所要準備が達成される)。

させようとするば、 $AB (=OR_0)$ だけの日銀信用を回収しなければならぬ。

以上の簡単な説明から、日本銀行の金融調節について次のようなことが云えよう。

① 日本銀行は、「資金需給」尻が大幅な過不足を生ずる日には、いずれかの金融機関が支払不能に陥らない程度に金融機関全体の準備の水準を保ったり、あるいは逆に準備の水準が異常に高まったりすることのないよう（事後的にコールの需給曲線が交わるような範囲に）、日銀信用を調整しなければならない。すなわち日本銀行は日々というごく短期では、ある程度まで受身で日銀信用の調整を行わざるをえないわけである。

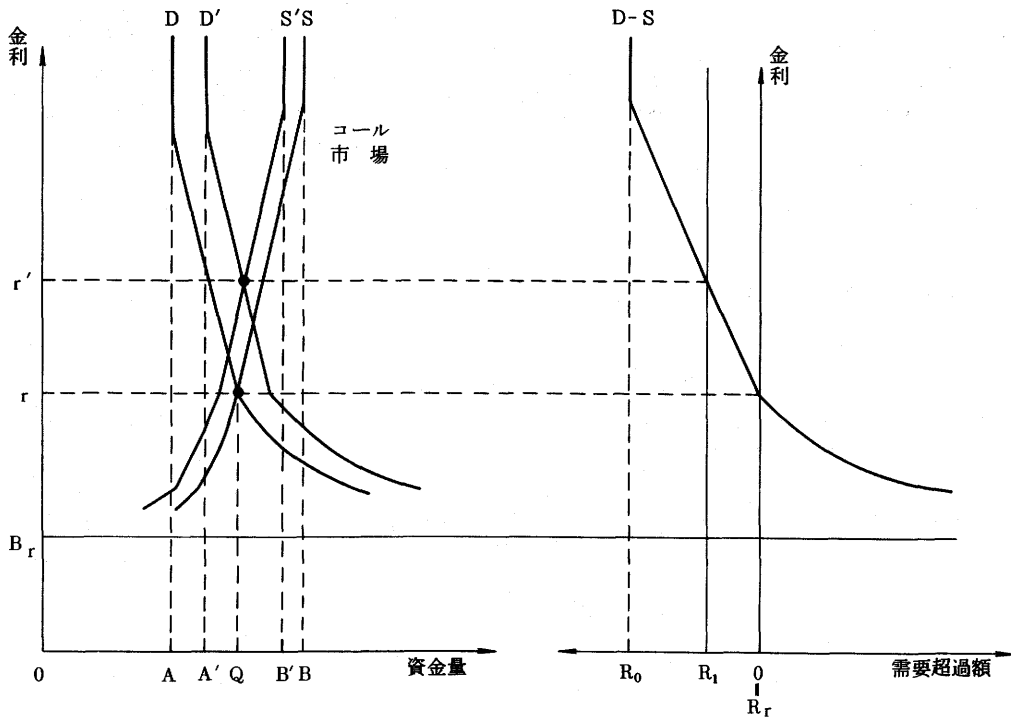
② もちろん、日々の「資金需給」の過不足に対し、日本銀行は日銀信用をその時々の方針に基づいて操作し、金融機関の日銀預け金残高を大幅に減少させることも、所要準備をはるかに上回る水準に増やすこともできる。前述のように実際には日本銀行は例えば全金融機関の準備が最低必要量に一致する（ $O = R_0$ ）ような極端な市場調節を行うわけではないが、かなりの程度能動的に日銀信用量を調整し、準備の水準をコントロールすることができる。

そこで次に日本銀行の日々の金融機関準備のコントロールがコール・レートにどのような影響を及ぼすかを考えてみる。第3図のD、S曲線は第2図[A]と同様、「資金需給」の過不足がなくかつ金融機関全体では所要準備を満たしている場合を表わしたものである。コール市場の需要(D)および供給曲線(S)の交点でコール・レート r と取引量 Q がきまり、均衡が成立している。そこで日本銀行が $OR_1 (AA' + BB')$ だけ売オペないしは貸出の回収を行った場合、他の条件が一定ならば、D曲線は取り手の日銀預け金の減少分だけ右方にシフトして D' となるであろうし、また供給曲線(S)も出し手の日銀預け金減少分だけ左方にシフトして S' となるであろう。^(注5) 新しい均衡においてはコール・レートは r から r' へと上昇する。

さらに、日銀信用の減少幅が同じでも、D曲線とS曲線の勾配が異なれば、出し手（S曲線）と取り手（D曲線）のいずれから日銀信用を回収するかによって、コール・レートは異なる。更に需給曲線の勾配の程度は、金融機関の準備調達難易度と将来のコール・レートの予想如何によって異なる。すなわち金融機関が、金融引締め強化を予想している場合には勾配がきつくなり、そうでない場合よりもはるかに大きくコール・レートが変動する可能性がある。したがって、コール・レートがど

(注5) 需給両曲線のシフトの仕方は、日銀信用の減少がどのような形で行われるかにも依存する。もし取り手に対する貸出の回収のみによって行われれば、需要曲線のみがシフトするであろうし、出し手の日銀預け金だけが減少するような形をとれば、供給曲線のみがシフトしよう。

(第3図) 日銀信用とコール・レート



の程度上昇するかは日々の日銀の信用調節態度の変化を金融機関がどう受け止めるかにかかっている。

以上資金過不足のない日について考えたが、資金不足の場合や資金余剰の場合も日銀信用の供給(回収)量を多目にするか少な目にするかによって準備の水準を変えることができるので、これと同様のメカニズムが働くことになる。以上はある1日のコール・レート決定がどのように行われるかを考えたものである。

ハ、簡単なモデルによる説明(その2)

—1か月の需給—

ところで、前述のように、各金融機

関はその日銀預け金の準備預金積立期間中の平残が所要準備額をギリギリ満たす水準となるよう行動している。日本銀行がマネーサプライを抑制しようとして日々の金融調節において日銀信用を抑制気味にし、支払不能に陥らないギリギリの水準に保っていると、金融機関の準備預金積立が難しくなる。もちろんごく短期的には積立不足のまま推移することはできるが、積立期間内(当該月16日から翌月15日まで)には所要準備額を満たす水準まで日銀預け金平残を回復しなければならないので、いずれはコールを取漁ることになり、需要曲線は右方に、供給曲

線は左方にシフトし、勾配もきつくなるので、レートは上昇する。こういう議論に対しては、準備預金積立期間最終日には日本銀行は所要準備不足額に見合う信用供与を行うのが通例であり、金融機関もこれを織込んで行動しているから、金融機関は準備預金積みテンポが遅れているからといって、必ずしもコール資金を取漁る必然性はないとの反論がでてこよう。しかし、日本銀行は最終的には所要準備不足額に見合う信用供与を行うとしても、それは金融市場全体に対しマクロのベースで行えばよいわけであり、積み不足が生じている個別の金融機関に対し直接信用を供与するとは限らない。したがって個々の金融機関にとっては所要準備を満たすために日銀信用より割高なコールマネーを大量にとらされることになる惧れが強い。しかもそのような時には、日銀は所要準備を達成するのに必要な最低限の資金しか供給しないであろう

から、最終日のコール・レートはそれ以前に比しても割高となるだろう。従って積み遅れがあまり大きくなると、この面で他行に比べ高いコストを払わなければならない。また仮に、最終日に日銀貸出を受けることが出来たとしても日本銀行はその翌日（積み明け日）以降速やかにその回収を図るだろう。その場合、日銀貸出の金利は両入（借りる日と返す日の両日の金利を算入する方式）で計算されることになっているので、当該銀行の限界的な日銀借入コストは極めて割高なものとなる。

こうした事態を回避するため、準備預金積立期間中に積みの進捗が遅れがちになると、金融機関は、市場資金の積極的な取入れを図るのが通例で、コール取入れ需要が強まって（需要曲線は右方へシフトし勾配もきつくなる）、結局市場金利に対する上昇圧力がかかることとなる。^(注6)

(注6) 準備預金の積上げが遅れると、積み対象の残り期間に1日当り積まなければならない日銀預け金額（残り所要準備平残）は加速度的に高まる。

$$\text{残り所要平残} = \frac{\text{月中所要準備額積数} - \text{すでに積立てた準備額積数}}{\text{積立期間未経過日数}}$$

単純化のため、いま3日間で1日平均Rだけ（3日間で3R）の準備預金を積まなければならない場合を考えてみよう。資金過不足は3日ともゼロとし、期初にRだけの準備が保有されているとすれば、日銀信用を全く動かさなければ（ケースA）、準備預金残高は3日ともRで不変で、所要積数3Rを達成できる。いま1日目と2日目に日銀信用をLづつ回収するとする（ケースB）。この場合には、所要積数3Rを達成するためには最終の3日目に5Lだけの日銀貸出に依存しなければならない。

	1日目	2日目	3日目	計
資金過不足	0	0	0	0
日銀信用増減				
ケースA	0	0	0	0
ケースB	-L	-L	5L	3L
準備預金残高				
ケースA	R	R	R	3R
ケースB	R-L	R-2L	R+3L	3R

(2) 金融機関与信の決定

コール・レートの上昇は取り手(都銀)にとって資金コストの上昇を意味するから、与信(貸出、有価証券投資等)の期待収益があまり変わらなければその与信を抑制する効果をもつ。また出し手(都銀以外)にとってはコール・ローンへの運用が相対的に有利になる(与信の機会費用が上昇する)ので、やはり与信を抑制する効果がある。このように日本銀行の信用供給態度の変化を通ずるコール・レートの変動は金融機関の与信行動ひいてはマネーサプライに影響を及ぼす(この点についてはすでに実証的な裏付け作業がなされている)^(注7)。

しかし、日本銀行が公定歩合政策や準備調節を通ずるコール・レートの操作のみを通じてマネーサプライをコントロールしてきたかという点必ずしもそうではなく、周知のようにとくに金融引締め期には窓口指導が併用されてきた。^(注8) 学界には窓口指導の効果について疑問を表明する向きもあり、^(注9) その明確な位置づけ、効果波及メカニズムの把握には別途の検討が必要であろうが、ここでは簡単に窓口指導の性格について一言しておこう。

イ、窓口指導はそれ自体で単独に機能する政策手段ではなく、あくまでも補完的な政策手段であると考えられる。金利政策など他の政策手段と著しくバランスを欠く場合には含み貸出や逆含み

貸出の発生をみることでそれを示していると考えられる。

ロ、わが国の金融機関は一般に長期的な配慮からシェア拡大を図りたいという意識(いわゆる横並び意識)がつよく、また、都銀の場合はそれぞれの企業集団の中核金融機関としてグループ企業の極めて旺盛な資金需要を常時充足するよう要請されるという事情もあった。このような状況のもとでは、公定歩合やコール・レートの上昇により銀行の目先の採算が悪化したとしても、それが直ちに貸出の抑制につながるとは限らない。しかるに窓口指導は通常金融機関相互間の預金、貸出シェアを維持する形で実施されるので、その実施は金融機関にとって採算悪化を冒してシェア競争を続けなくてすむという共通のメリットがある。このように窓口指導はわが国の銀行行動原理と両立する面があるわけであり、だからこそ比較的すんなり受入れられてきたといえるように思われる。その意味では、窓口指導は前述のようなコール・レート操作を通ずる金融引締め効果の浸透を速める効果をもっていたとみることができよう。

なお、近年コール・手形レートと現先市場レート、CDレートの変動は密接な関連をもつようになっており、これらの変動は既発債レートにも波及する。民間非金

(注7) 日本銀行調査月報、41年1月「わが国金融政策の有効性について」、鈴木淑夫「金融政策の効果——銀行行動の理論と計測」などを参照。

(注8) このほか、日銀信用の調達可能性といった金融機関側の期待の変化を通ずる貸出抑制効果が重要だという見方(館東大教授など)も有力である。

(注9) たとえば堀内昭義「窓口規制の有効性」(「経済研究」52年7月号)

融部門はこうした市場金利の変動に伴い、預金と現先・既発債との間で資産選択を行っているわけであり、このようなルートを通じるマネーサプライの変動も次第に重要になりつつあるように思われる。

(3) 金融環境の変化

日銀信用→コール・レート→金融機関与信→マネーサプライというルートを主軸とするマネーサプライ・コントロールのメカニズムは戦後の復興、成長過程において築かれたものであり、次のようなわが国特有の政策環境を背景にしていた。すなわち、①基本的には低金利政策下で各種規制金利の上方弾力性が小さいなかで、コール・レートは伸縮性があった、②民間企業の資金需要が旺盛で外部負債依存度が高かった、③債券市場が未発達で間接金融が優位にあり、金融機関の対企業信用供与がマネーサプライの主要な源泉であった、④常時準備不足状態にあったのが対企業与信の中心をなす都銀であった、⑤日本経済が為替管理により海外の金融市場から遮断されていた、などの諸条件のもとで機能してきたものである。

こうした政策環境が近年次第に変ぼうしつつあることは周知のとおりである。すなわち、企業部門の資金不足は設備投資の鈍化や自己金融力の高まりなどから大幅に緩和、代って財政部門の資金不足が大幅に拡大、また国際収支が大幅に変動するようになった。これらを映じてマネーサプライ変動に占める対公共部門や対海外部門の与信のウエイトが高まっている。また、国債残高累増の金融、資本市場へのインパクトが大きくなりつつある

ほか、民間部門の金融資産蓄積の進展とともに債券・預金市場の拡大、多様化（例えば現先市場の発展やCDの創設）が進みつつある。また、わが国経済の国際化に伴い、内外資本移動も著しく活発化してきている。

今後とも金融政策の有効性を確保し、マネーサプライをコントロールしていくためには、当然のことながら、新しい環境に対応した金融調節方式を検討していかなければならない。すでに金利弾力化に一步を踏み出すなど具体的な施策が講じられつつあるが、やや長い先を展望して有効性確保のための条件をさぐってみると、大筋としては次のような観点が大切であろう。

すなわち、財政部門や海外部門への与信を通ずるマネーサプライの変動が大きくなりつつある状況下では、従来のように民間企業に対する銀行与信を通ずるコントロールばかりでなく、他部門も含めてマネーサプライをコントロールするメカニズムが確立されなければならない。そのためには金利の自由化を進めて、金利の需給調整機能を強化することが望ましい。また、債券等金融資産の多様化、発展に伴う債券取引活発化にかんがみ、金融調節の場として多数の市場参加者が自由な金利裁定取引を行うオープンな短期金融市場を育成、整備し、本来の意味でのオープン・マーケット・オペレーションが、実施できるようになることが望ましい。従来のように主として銀行与信を通じるマネーサプライ・コントロールのルートだけでなく、金利裁定による債券売買を通じマネーサプライを直接増減させる途が拓け、金融調節の効果がそれ

だけ強まるからである。そのような市場
として最も適当なものは政府短期証券市

場であろう。

(53年9月)

以 上