滋賀大学経済学部研究叢書第30号

現代日本のセントラル・バンキング

―金融経済環境の変化と日本銀行―

小　栗　誠　治　著

滋賀大学経済学部

滋賀大学経済学部研究叢書第30号

現代日本のセントラル・バンキング

―金融経済環境の変化と日本銀行―

小　栗　誠　治　著

滋賀大学経済学部

はしがき

本書は、現代日本のセントラル・バンキングについて、基本的・総合的にまとめたものである。

本書を書くに当たり第1に心がけたことは、日本におけるセントラル・バンキングの実情をできるだけ明らかにするよう努めたことである。セントラル・バンキングとは、一般的には、中央銀行という組織体の営みの全体を意味するものであり、「政策」と「業務」の両方をも含んだ広い内容をもつ言葉である。中央銀行の金融政策の特徴は、マーケットの中で、貸出や有価証券売買等の銀行業務を行うことを通じて政策効果を発揮するところにある。そういう意味で、「政策」と「業務」は車の両輪であり、どちらを欠いても中央銀行は成り立ちえない。そこが行政的方法で目的を達成しようとする政府と決定的に異なるところである。

第2は、新しい日本銀行法の下で、日本銀行は21世紀に向けていかなる役割を果たしていくべきか、という問題意識をもって本書を書いたことである。戦時中の立法であった旧日本銀行法が平成9年6月に全面的に改正され、新日本銀行法が平成10年4月から施行された。これにより、日本銀行は、経済の市場化、国際化に即し、金融システムの中核としてふさわしい役割を果たしていくことが期待されている。本書では今回の日本銀行法改正の内容をそれぞれ該当する箇所で具体的に説明するとともに、その意義や評価も述べている。

限られた紙面の中で数多くの問題をとりあげたため、簡略化しすぎたり、説明不足のところが多いのではないかと危惧しているが、この書がセントラル・バンキングについての理解をより一層深めるのに多少なりとも役立つことができれば、と念じている。

本書の内容は、筆者の27年間にわたるセントラル・バンカーとしての実務経験が土台になっており、その意味で日本銀行においてこれまで接し、また支えていただいた全てのかたがたに深く感謝をささげたい。日本銀行には、調査、研究、統計の作成・分析を重視し、実務と理論の架け橋を目指そうとする精神が昔からあるが、本書もそうした精神を受け継ぐよう心がけた。もちろん本書の中で意見

にわたるところは筆者自身の責任であり、日本銀行の見解とは全く関わりがないことはいうまでもない。未熟な小著ではあるが、大方のご叱正をまち、さらに研鑽を積みたいと考えている。

最後に、研究するうえでよき雰囲気を与えて下さった滋賀大学の諸先生方に対して心からお礼を申し上げるとともに、本書刊行の機会を与えて下さった滋賀大学経済学部に厚く謝意を表したい。

1998年9月

小栗誠治

目　　次

はしがき

第１部　日本銀行の目的と金融政策運営 …… 1

第１章　日本銀行の目的と機能 …… 3

Ⅰ　日本銀行の機能 …… 3

Ⅱ　日本銀行の目的 …… 5

第２章　物価安定と金融政策運営 …… 11

Ⅰ　物価安定の意義 …… 11

Ⅱ　物価安定の定義 …… 14

Ⅲ　資産価格の位置付け …… 15

Ⅳ　金融政策手段と政策効果の波及経路 …… 17

Ⅴ　インフレーション・ターゲティングの動向 …… 18

Ⅵ　マネーサプライの位置付け …… 23

Ⅶ　「総合判断」の重視 …… 24

第３章　中央銀行の独立性 …… 29

Ⅰ　中央銀行の独立性の定義 …… 29

Ⅱ　中央銀行の独立性の必要性 …… 33

Ⅲ　新日本銀行法における独立性 …… 36

第２部　銀行券の発行 …… 45

第４章　わが国の発券制度 …… 47

Ⅰ　銀行券の発行方法 …… 47

Ⅱ　発券制度の歴史と変革 …… 49

Ⅲ　新日本銀行法における発券制度 …… 53

第5章　中央銀行のシーニョレッジ……57
I　シーニョレッジとは何か……57
II　シーニョレッジの大きさ……58
III　日本銀行におけるシーニョレッジの還元方法……59
IV　中央銀行の利益処分のあり方……61

第3部　金融政策の実践……65
第6章　公定歩合政策……67
I　公定歩合の体系……67
II　高率適用制度と公定歩合……69
III　信用割当型と公定歩合……71
IV　公定歩合変更の効果……74
V　公定歩合政策の役割変化とその位置付け……75

第7章　貸出政策……79
I　日本銀行貸出の種類等……79
II　基準外貸付制度……83
III　貸出限度額適用制度……83
IV　制度金融、証券金融関係……87
V　政府に対する信用供与……88
VI　窓口指導……90

第8章　準備預金制度……95
I　準備預金制度の起こりと内容……95
II　最近の準備預金制度における変化……100
III　海外における準備預金制度見直しの動向……103
IV　新種金融商品への対応……105
V　準備預金への付利について……108
VI　現金需要の大幅低下と準備預金制度……112

Ⅶ　準備預金制度の意義 ……113

補章　所要準備計算方式とマネタリー・コントロール ……119
Ⅰ　問題の所在 ……119
Ⅱ　分析の枠組み ……121
Ⅲ　所要準備計算方式の比較 ……128

第９章　債券・手形オペレーション ……137
Ⅰ　金融調節の中心手段としてのオペレーション ……137
Ⅱ　オペレーション手段の種類と特徴 ……139
Ⅲ　レポ・オペの導入 ……142
Ⅳ　ＦＢ市場の創設――短期金融市場の課題 ……146

第10章　金融調節 ……149
Ⅰ　金融市場の調節と日本銀行 ……149
Ⅱ　資金需給 ……150
Ⅲ　金融調節の実際 ……153
Ⅳ　RTGS と金融調節 ……162

第４部　金融システムの安定 ……167
第11章　「最後の貸し手」機能 ……169
Ⅰ　金融システム安定化における日本銀行の役割 ……169
Ⅱ　システミック・リスクとセーフティ・ネット ……170
Ⅲ　日本銀行の LLR 機能発動に関する原則 ……171
Ⅳ　LLR 機能の発動等に関する考え方 ……173
Ⅴ　これまでの日本銀行の資金供与事例 ……174
Ⅵ　新日本銀行法における LLR 機能の位置付け ……176
Ⅶ　戦前期における日本銀行の「最後の貸し手」機能の特徴 ……177

第12章　決済システムの運営 ……183
Ⅰ　日本銀行にとっての決済システム ……183
Ⅱ　決済システムと決済リスク ……183
Ⅲ　決済分野における世界の潮流 ……185
Ⅳ　わが国における最近の決済リスク削減策 ……189
Ⅴ　電子マネーについて ……190

第13章　考査の現状と課題 ……197
Ⅰ　新日本銀行法で明文化された考査 ……197
Ⅱ　考査の対象先等 ……198
Ⅲ　考査の手順 ……198
Ⅳ　考査見直しの方向性 ……201
Ⅴ　リスク管理手法 ……202
Ⅵ　リスクの計量化 ……204
Ⅶ　日本銀行考査と金融監督庁検査の違い ……205

第５部　国際的側面 ……209
第14章　国際金融業務 ……211
Ⅰ　海外中央銀行等との国際協調 ……211
Ⅱ　為替介入 ……213
Ⅲ　介入に伴う外為会計の問題点 ……218
Ⅳ　海外中央銀行等との間の業務活動 ……219

参考文献 ……223

第１部　日本銀行の目的と金融政策運営

第１章　日本銀行の目的と機能

Ⅰ　日本銀行の機能

日本銀行はわが国の中央銀行として明治15年（1882年）に創設され、既に110年以上の歴史を有している。[1)]

中央銀行とは、金融市場や通貨の流通の中心にあって銀行業務を営み、それらの業務を通じて物価の安定と金融システムの安定を追求し、実現しようと努める各国にただ１つの中枢的な銀行である。その意味で中央銀行は公共的性格を有している。しかし、政府と本質的に異なるのは、政府の場合は通常「市場の外から」市場に対して政策を実施するのに対し、中央銀行は、「市場の中にあって」市場のメカニズムに即して機能する点である。[2)] 市場の中の銀行であることを大きな特質とする中央銀行が果たしている機能を、以下では３つに分けて説明しよう。[3)]

第１の機能は、銀行券や日本銀行当座預金といった決済手段を提供するとともに、決済全体が円滑に行われるよう十分目配りすることである。日本銀行は、わが国における唯一の発券銀行として銀行券を独占的に供給している。同時に、政府の発行する貨幣も日本銀行の窓口から市中に供給されている。このため、銀行券や貨幣が人々の間に円滑に行きわたり、便利に安心して使用されるようにすることは、日本銀行の重要な任務である。

日本銀行が提供している決済手段には、銀行券のほかに当座預金[4)]がある。市中金融機関の日本銀行への当座預金は、金融機関相互間の決済に利用されたり、手形交換制度、内国為替決済制度、外国為替円決済制度等の集中決済制度における最終的な金融機関間の債権・債務の決済に利用されているほか、日本銀行貸出等の日本銀行と金融機関の間でのさまざまな取引にも用いられている。また、日本銀行当座預金は準備預金制度の下での準備預金としての機能も持っている。日本銀行の当座預金は民間金融機関に提供するものであるが、「支払完了性(finality)[5)]」のある決済手段であるという意味で、銀行券と全く変わるところがない。因みに、現在、日本銀行当座預金を利用した決済金額は１日当り300兆円を超えるが(この

金額はわが国の年間の名目GDPの約6割に相当)、こうした決済が円滑に行われなくなった場合の金融、経済に与える影響は計り知れない。このように日本銀行が民間銀行と異なるのは、銀行券と日本銀行当座預金（両者を合わせて中央銀行通貨という）というファイナリティのある通貨を独占的に供給することが認められていることである。

こうしたファイナリティのある中央銀行通貨の供給とともに、日本銀行は決済全体が円滑に行われるよう十分目配りする役割を担っている。例えば、資金決済のための金融機関の資金繰りをフォローすることで決済システム全体をモニターするとか、手形交換所などの民間システム運営者との間で必要な連絡、調整を行いトラブルが発生しても決済全体が損なわれることのないよう適切に対処するといったことである。日本銀行は、わが国の決済システムが全体として効率的かつ安全に運営されるよう目配りし、事故、災害等に伴い決済システムに混乱が生じた場合などは必要に応じ流動性を供与している。

第2の機能は、「最後の貸し手」である。個別金融機関の破綻が不可避となり、これを放置するとシステミック・リスクにつながると判断されるような場合、日本銀行は「最後の貸し手」としての機能を果たすことになる。日本銀行がこうした「最後の貸し手」機能を発揮できるのは銀行券発行の権能に基づくものであるが、逆に銀行券発行権能に随伴する責任が「最後の貸し手」であるともいえる。もとより、その機能が無限定に発動されるべきではなく、そこには通貨の健全性を守りながら金融システムの安定化を図っていくというディシプリンがなければならない。後章で述べるとおり、この点について日本銀行は「特融等の実施の4原則」を適用している。

第3の機能は、金利政策等の金融政策の運営である。中央銀行が金利や通貨量をコントロールすることができるのも、最終的には1国の通貨量を左右する中央銀行通貨を独占的に供給しうることに基づくものであるが、そうしたコントロールは具体的には金融市場において金融資産の売買という業務を通じて行われるものである。金融政策は、このように市場的な手段であり、市場を相手に政策効果を浸透させていく方法であり、その意味で、金融政策の効果は中央銀行の行動に対する市場の反応に依存している。中央銀行の行動は、実務の面からみれば市場

の中の銀行業務であり、目的の見地からいえば金融政策であるといえる。つまり、中央銀行の「銀行業務と金融政策は表裏一体」であり、業務から離れた政策はあり得ないし、業務の中に目的の多くが込められているのである[6]。この点、法律や規制などの行政的方法で目的を達成しようとする政府の政策とは性格が大きく異なっている。

II　日本銀行の目的

以上、日本銀行がバンキング業務に基づいて具体的機能を果たしていくことを述べたが、こうした機能を果たすことを通じて達成しようとする日本銀行の目的は何であろうか。

中央銀行の目的に関する各国中央銀行法における規定の仕方をみると、物価の安定とともに、何らかの形で決済システムや信用制度の保持育成を掲げていることが多い[7]。これは、中央銀行がバンキングという機能を用いて具体的役割を果たしており、逆にそうしたバンキング機能を欠いたままでは、物価の安定や金融システムの安定という目的の遂行は難しいということと密接に関連している。

わが国では日本銀行法が半世紀ぶりに全面改正され、平成10年（1998年）４月１日から施行されたが、改正日銀法（新法）では日本銀行の目的を次のように規定している。

「（目的）

第１条　日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。

②　日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

（通貨及び金融の調節の理念）

第２条　日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」

旧法の第1条は、戦時中の立法（昭和17年制定）であることを反映し、「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル発揮ヲ図ル為国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズルヲ以テ目的トス」と規定され、時代にそぐわないものとなっており、日本銀行の目的は不透明となっていた。このため、今回の改正では、日本銀行の目的を明確化することが必要とされた。

日本銀行の目的は、中央銀行研究会（首相の私的研究会）の報告書によれば、「『物価の安定』をはかること」と「決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定に寄与すること」と整理されたが、一般に、組織を設置するための法律の「目的」においては、その組織の機能（その組織が何をするために設けられているか）を明定することが多いため、新法においても、これに倣い、日本銀行の目的として、「銀行券の発行」、「通貨及び金融の調節」（金融政策を意味している）、「資金決済の円滑の確保」という具体的な機能がまず第1条で規定された。これに伴い、金融政策の最も重要な目的である「物価の安定」については、第2条において、「通貨及び金融の調節の理念」（金融政策が何を目標として運営されなければならないか）として掲げられることになった。また、「金融システムの安定」については、第1条において、「資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること」という形に定められた。

金融政策の目的については、為替相場の安定を含めた「通貨価値」の安定と考えるか、「物価」の安定と考えるか、との問題が重要な論点となったが、新法では、以下のような金融制度調査会の答申の結論を踏まえ、「物価の安定」とされた。

「金融政策の目標を、物価の安定ではなく、通貨価値の安定とする考え方もある。しかし、通貨価値には、対内的価値である物価と対外的価値である為替レートの二つの側面があり、こうした2つの目標を、金融政策という1つの経済手段で追求する場合、利益相反が生じうることは、理論や過去の経験が示すところである。従って、金融政策の目標は、通貨価値の安定とせず、物価の安定とすることが適当と判断したところである。」

また、「物価の安定」と「国民経済の健全な発展」の関係については、中央銀行研究会以来の議論を踏まえ、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発

展に資する」こととされ、物価の安定に力点を置いた表現となっている。

注１）　日本銀行は、ベルギー国民銀行を１つの範例として設立された。主要国の中央銀行が設立された年は、次のとおりである。

中央銀行名	設立年
スウェーデン・リクスバンク	1668年
イングランド銀行	1694年
フランス銀行	1800年
オランダ中央銀行	1814年
ベルギー国民銀行	1850年
ドイツ・ライヒスバンク	1876年
日本銀行	1882年
イタリア銀行	1893年
スイス国民銀行	1905年
米国連邦準備制度	1913年
カナダ銀行	1934年

注２）　西川元彦〔1984〕２ページ。

注３）　ここでの中央銀行の機能の分類は福井〔1993〕２～３ページによっている。

注４）　日本銀行当座預金を用いた為替取引は、1988年10月以降、「日銀ネット」（日本銀行と取引先金融機関を結ぶオンライン・ネットワーク）を通じて処理されている。これにより、当座預金の決済について、安全性や効率性が格段に高められた。

注５）　日本銀行当座預金は、銀行券と同様に日本銀行の負債を構成し、それを振替えた時点で決済が最終的に完了するという「支払完了性」を有している。

注６）　西川元彦〔1984〕２～３、136～137ページ。

注７）　中央銀行の目的に関する各国中央銀行法の規定の仕方は、次のとおりである。

①米国……明示的な目的規定は置かれていないが、以下のような関連規定が置かれている。

「連邦準備銀行の設立、通貨の弾力的供給、商業手形割引手段の提供、米国内における銀行業に対するより有効な監督制度の確立およびその他の目的のために（本法を制定する）。」（連邦準備法前文）

「連邦準備制度理事会（FRB）および連邦公開市場委員会（FOMC）は、雇用の最大化、物価の安定、moderate な長期金利という目標を有効に促進するため、経済の長期的な潜在成長率に見合った通貨および信用の総量の長期的な増加を確保しなければならない。」（同2A条）

②ドイツ……「ドイツ連邦銀行は、通貨価値の安定を確保するために、本法によって付与された金融政策上の権能を行使することにより、流通通貨量および国際的な支払取引の決済を整備する。」（ドイツ連邦銀行法3条）

③フランス…「フランス銀行の目的は、物価の安定の確保を目的として、金融政策を策定し、実施する。」（フランス銀行法1条）

「フランス銀行は、決済システムの円滑な運行及びその安全性を確保する。」（同4条）

④英　国……明示的な目的規定は置かれていない。

⑤E　U……「欧州中央銀行制度（ESCB）の第一義的な目的は、物価の安定を維持することである。」（欧州中銀法2条）

「1．欧州中央銀行制度を通じて実現されるべきその基本的な任務は：

――共同体の金融政策を策定し、実行すること

――マーストリヒト条約第109条の規定に整合的な外国為替平衡操作を行なうこと

――加盟国の「公的外貨準備」を保有し、管理すること

――決済システムの円滑な運営を促進すること

（2．省略）

3．欧州中央銀行制度は、金融機関に対する監督および金融システムの安定について、権限ある関係当局が行う政策の円滑な遂行に貢

献しなければならない。」（同3条）

なお、米国の連邦準備法における目的規定は複雑だが、FRBの実際の行動から金融政策の主たる目的が物価の安定にあることを国民が認識している。また、英国では目的規定そのものが設けられていないが、イングランド銀行はインフレーション・ターゲティングを採用しており、物価の安定を目的とする方式が定着している。

第2章　物価安定と金融政策運営

I　物価安定の意義

前記のように、新しい日本銀行法では、金融政策の目的は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」（日本銀行法第2条）と定められた。このうち、国民経済の健全な発展というのは、いわばすべての経済政策の共通の目標である。金融政策は、「物価の安定」ということを通じて、この究極の目標の達成に資するということであるから、その直接の目的が何かと言えば、「物価の安定」ということになる[1)]。そこで、日本銀行の目的のうち最も重要な「物価の安定」について具体的に考えてみたい。

まず、物価が安定しないと何故困るかを考えてみよう。

第1は、物価が不安定であると分配面で不平等が発生することである。まずフローとしての所得面の不平等をみると、インフレ下では、インフレに十分対応できない所得（年金、預金金利など）から、すばやく対応できる所得（企業利潤、勤労者所得など）へ実質的に所得が再分配されるし、税制面、社会保障面での対応の遅れにより所得分配上の不公正も発生する。例えば、税制面では、所得税が名目所得額に対して累進課税となっていることから、インフレは特に税率調整や免税点の引上げがなされない限り、個人所得税の実質的増税となる。社会保障面でも、生活保護費、国民年金等社会保障給付金が名目ベースで定められているため、インフレは支給額が物価スライド等の形で増額されない限り、社会保障給付金の実質的減額を引起こす。

次にストックとしての資産面の不平等をみると、インフレ過程では、元本がインフレに十分追随できない金融資産（国債、社債、預金など）について、債権者（家計など）から債務者（政府、企業など）へ実質的に富が再分配される。また、大口資産家ほど、インフレに追随して値上がりする実物資産（不動産、貴金属など）を保有しておりインフレヘッジが可能であるため、貧富の格差が拡大しがちである。こうした所得、資産両面にわたる分配の不平等の拡大に対して人々は極

めてセンシティブである。

第2は、そうした不平等回避のために、仮に完全なインデクセーション（例えば年金などをインフレ率にスライドさせる方式）が実施できたとしても、それでもなお物価の安定は不要ということにはならない。それは、物価が安定しないと市場における価格メカニズムが歪められるからである。個別の財やサービスの相対的価格が上昇すると、生産を増やしたり消費を抑えたりして、需給の調整が進む。これが価格メカニズムである。しかし、インフレが進むと、企業や家計は、個別の値段の上昇が相対価格の変化を反映したものなのか、物価全般の上昇なのかを見極めることが難しくなる。製品価格の上昇をそのまま自社の利益の増加と受けとめてよいのか、先行き原材料品の価格も上昇し収益は拡大しないとみるべきなのか、判断は容易でなくなる。こうなると企業は投資活動にしても生産活動にしても、不確実性が増大するため慎重にならざるをえず、経済の発展が阻害されることになる。これと同様に、家計や企業のインフレ防衛的な対応が、経済活動を非効率にすることも十分ありうる。例えば、ブラジルでインフレが年率300%にも達していた頃には、労働者は給料をもらうと、ただちに職場を去って買い物に出かけていた。夕方まで待っていると、その間に、値段が上がってしまうからである。この間、文字どおり生産活動はストップするわけである。

このように、通貨が価値尺度としての機能（資源の効率的配分のための情報機能）を失ってしまうと、価格メカニズムが有効に働かなくなる[2]。リスクプレミアムの拡大に伴って、投資が圧縮され、生産性が低下するのである。仮に社会的な不平等の拡大が回避できたとしても、インフレはこうした面から、やはりマクロ経済的な損失をもたらすのである。

次に、物価の安定をどういうタイムスパンで考えていったらよいか考えてみよう。金融政策運営の目標として、しばしば日本銀行は「インフレなき持続的な経済成長の実現[3]」という言い方をしてきているが、その背後には、インフレ率が高くなると必ずその後の経済成長率は低くなるという考え方、あるいは経験がある。このことは、上述のインフレにより価格メカニズムが損なわれると経済的に非効率性が生まれるという論理と整合的である。少し長い目で見ると、物価の安定は持続的な成長に欠くことのできないものということができる。

一方、短期的には、物価と成長はトレードオフの関係にあり、これとの兼合いをどう考えていくかという問題がある。各国中央銀行が日頃悩んでいるのもまさしくこの問題である。ただ、この点を考える場合にも、次の2点には注意しておかねばならない。

第1に、物価が上がるか下がるかは人々のインフレ心理に左右される面が大きい。もし物価が長期にわたって上昇し続け、人々の間にインフレ心理が浸透してしまうと、物価上昇を抑えることはますます難しくなる。こうした場合、インフレ心理を元に戻すには強いリセッションが必要となるし、そうなると政治的な反発も予想される。物価安定の持続のためには、中長期的に人々のインフレ期待を低位に括り続けておくことがどうしても必要である。

第2に、金融政策の効果波及には長いラグを伴うことである。日本では、その効果はおよそ1年後にピークに達し、トータル約2年間効果が累積していくとみられている(アメリカでもほぼ同様である)。こうしたラグが生じるのは、市場金利の変動が企業の借入金利や家計の預貯金金利に波及するまでの期間、それを踏まえて企業、家計が事業計画や支出計画を策定する期間、それを実行するまでの期間、これが実際の支出となるまでの期間に、それぞれ時間がかかるからである。政策を運営する立場からは、こうしたラグの存在を念頭において、常に先行きの中長期的な展望をもって早め早めに対応しなければならない。

このように考えると、金融政策を運営していく上では、「中長期」というタイムスパンが重要になる。いかに短期的に物価と景気がトレードオフの関係にあるといっても、短期的な景気の動向に目を奪われすぎると、政策が後追いになり、物価の上昇につれてインフレ心理の抑制が効かなくなるリスクがある。中央銀行にとって大事なのは、中長期的な観点からインフレ期待の持続的な落ち着きを実現することであり、そのためには、常に経済の先を読みながら早め早めの金融政策運営を行っていくことが重要である。

なお、これまではインフレを中心に述べてきたが、デフレもインフレと同様に望ましくないことは勿論である。実際、デフレ的な心理がいったん拡がると、これを修正して期待を持ち上げることは容易でない。物価の安定とは、インフレもデフレもともに防止していくということである。インフレにもせず、デフレにも

しない状態を維持し、企業や家計の無用な不安を取り除くこと、それを通じて各々の経済活動の基盤をしっかりと整備すること、これが金融政策における物価安定の意味合いといえよう。

II　物価安定の定義

物価の安定として、具体的にどのような目安をおくべきだろうか。まず、物価指標であるが、金融政策の目的が「物価の安定」であり、「物価指数の安定」でない以上、あらかじめ特定の物価指数だけを目標とすることは難しい[4)]。本来ならば国内の需給を反映して動く付加価値ベースの物価指標の GDP デフレーターが最適といえようが、これは公表がかなり遅れる指標[5)]であり、政策の現場でこれを有効に活用するのは容易ではない。一方、インフレーション・ターゲティングを採用している国では、通常、消費者物価指数を目標として設定している。これは、国民に対する分かりやすさや速報性に配慮したものといえよう。ただ、消費者物価指数は原油価格など輸入デフレーターの変動もそのまま反映してしまうものであるので、そうしたウェイトが高い局面では、金融政策面からこれに機械的に対応することは適当でない。そうした留意点を踏まえた上で、卸売物価指数[6)]、企業向けサービス価格指数、商品市況などの先行指標もあわせみながら、消費者物価指数や GDP デフレーターをもって物価情勢を把握、判断していくというのが現在の日本銀行のスタンスとみてよかろう。

もう1つの問題は、低く安定的な物価上昇率といった場合、それはどのくらいかという点である。例えば、物価や賃金の一部には下方硬直性があるため、物価上昇率をゼロまで持っていこうとすると、激しいリセッションに陥り大変なコストを払うことになるという見方もある。そうした議論を是とするかどうかなかなか難しい面があるが、物価安定は価格メカニズムがうまく働くための重要な前提条件であり、また、物価変動に伴う分配面への悪影響を避ける意味からすれば、金融政策の目標としては、「概念的には、やはりゼロインフレが望ましい[7)]」といえよう。

ただ、現実の物価指標には統計上のバイアスの問題がある。パソコンを例にとると、実際には人々に普及し価格は大きく下がっているにも拘らず、日本の消費

者物価指数にはそもそもパソコンが含まれておらず、その分物価統計は実態比高どまりしてしまうことになる。また、技術革新が進む製品については、同じ値段にも拘らず、時間を経るたびに、実際の性能が向上しているケースが多い。同じ価格で質が向上しているということは、同一性能の製品を仮定すれば、価格は下がっていることになる。しかし、こうした質の向上に伴う価格の低下を、統計が必ずしも十分に調整しきれているとは限らない。この結果、統計に上方バイアスが紛れ込むことになる。一体、どのような方向にどの位の大きさのバイアスを与えているのか、それを各時点で正確に見極めることは中央銀行にとって必要である。とくに日本のようにインフレ率が低い国では、物価指数の上方バイアスとゼロインフレの組合せは、デフレ政策との批判を中央銀行が受けるリスクがある。これを勘案して、１～２％の表面インフレ率を目指すか、技術革新によるコスト低下分は勘案する必要がないと考えてゼロインフレを目指すかは極めて重要な問題になる。こうした物価指数のバイアスについての議論は、最近、内外で活発になりつつある[8)]。

なお、物価の基調的動向の把握を困難にする要因は、計測誤差によるバイアスだけではない。例えば、個別品目の異常な動きの影響もある。わが国では、生鮮食品を除いた消費者物価指数を基調判断に用いているが、ニュージーランドをはじめ各国中央銀行は多様な工夫を行っている（後述のインフレーション・ターゲティングを参照）。

III　資産価格の位置付け

以上物価の安定の意義や内容をみてきたが、金融政策の目標との関係で地価や株価などの資産価格をどう位置付けるかは重要な点である。「バブル」と呼ばれる資産価格の急激な上昇は日本だけでなく、同時期に世界各地でみられた現象であり、それだけに、世界の中央銀行にとってこの問題は大きな関心事といえよう。

現時点での日本銀行の資産価格の位置付けをあらかじめ述べると、次のようなことである[9)]。①資産価格の安定は、物価の安定とは異なり、金融政策の目標ではない、②しかし、資産価格には将来の成長見通しやインフレ期待などが反映されているし、資産価格の変動自体が経済に及ぼす影響も軽視できない、③従って、

政策運営上、資産価格の動きには、経済の変動を示唆する重要な材料つまり「情報変数」の1つとして十分留意する。

経済活動が日々生み出し国民が消費している財・サービスの価格は日々の経済活動を通じた需給の変化によって決まる。これに対して、資産価格は通常の意味での物価として捉えることは適当でない。例えば、土地は日々の経済活動によって作り出されるものではない。また、地価の形成には、土地を使って将来どの位の収益が上がるかという予想の要因が入ってくる。このため資産価格の変動をみる上では、いくつかの留意すべき点がある。

まず、物価は安定していることが望ましいが、資産価格はむしろ経済が成長する限り上昇するものである。問題は、経済の成長に見合って地価が上昇しているかどうかである。バブルとは、将来に対する「ユーフォリア」から、実現可能な成長率を大きく上回って地価が上がってしまった状態を指し、その誤りに気づいた時点からこれを引き戻す力が働いたわけである。

また、人々の将来の期待が時々刻々織り込まれていく分、価格が振れやすいことも資産価格の特徴である。例えば、株価の変動を説明する際、しばしば「外人が売った」とか、「生保が買った」と言われるが、これは本当の価格の変動要因を説明したことにはならない。資産取引の場合、実際のフローとしての取引の背後にあるストックとしての取引予備軍ははるかに膨大である。重要なことは、外人が売ったために株価が下がったことではなく、市場参加者の期待にどのような変化があって株価が下がったかである。重視すべきは、資産価格の変動の裏側にある期待の変化であり、そこに何か我々の把握していない情報が含まれていないかどうかを点検していくことである。

また、株価や地価が変動すると、しばしばそれ自体があたかも不適当なことであり、直ちに対策を打つ必要があるようにいわれることがあるが、資産価格の変動もあくまで価格メカニズムが働くプロセスである。資産価格が変動することによって経済の様々な変動が消化、吸収されていることを忘れてはならない。例えば、成長見通しが下方屈折した場合、地価が下がることによって、採算が下がり、新たな土地購入、投資が起こるのである。資産価格の自由な変動を確保し価格メカニズムを維持しながら、その意味するところに謙虚に耳を傾けていく姿勢が大

事なのである。

そこで問題は、資産価格の1つである為替相場の位置付けである。為替相場については、これをコントロールできるという意識が一般に強すぎるように見受けられる。

為替相場の決定理論には様々なものがあるが、現時点での日本銀行当局の理解は次のようなものだと思われる[10]。すなわち、①長期的には、購買力平価に沿って決まる、②中期的には、経常収支や内外金利差の影響を受ける、③短期的には、相場に影響を与えうる様々なニュースに反応する、といったものである。

このように為替相場は様々な要素に関する期待を織り込んでいるが、重要なことは、資産価格としての為替相場の変動も、これによって経済活動の様々な変動を消化、吸収しているということである。もちろんいかなる資産価格も行きすぎるケースもありえようが、まず何よりも自由な相場変動を尊重するという姿勢が大切である。

金融政策の運営においては、あくまで為替相場の変動が国内経済にどのような影響を与え、その結果として国内需給のなかで物価がどうなっていくかということが重要である。為替相場の安定は金融政策の直接の目標ではない。為替相場をコントロールしようとすることは基本的に適当でないし、為替の安定を過度に重視した金融政策運営は、国内物価安定の基盤を損ない、経済を不安定化させる惧れが強い。為替相場は自由な変動に委ね、そのうえで為替変動の影響も含めた国内物価の動向に着目するというのが金融政策運営の基本的考え方となっている。

Ⅳ　金融政策手段と政策効果の波及経路

本節では、以下での議論の準備の意味もかねて、日本銀行の金融政策手段と政策効果の波及経路についてまとめておこう（金融政策の実際については第2部で詳述する）。

現在、金融政策手段の中心に据えられているのは、オペレーション操作による短期市場金利の誘導である。ただ、公定歩合のアナウンスメント効果も有効であるとして、公定歩合操作も引続き重要な政策手段として位置づけられている。日

本銀行は短期市場金利の誘導目標を公表しており、これを実現するよう担当部署の金融市場局では、日々、マーケットの需給などを眺めながら金融調節を実施している。

なお、預金準備率操作については、最近では、金融引締め、緩和のための一手段としてはほとんど用いられていない。これは、準備預金の適用は金融機関にコストを負担させるものであるため、ノンバンクとバンクとの競合が激化している現在、金融機関に過度のコスト負担を求めることには慎重にならざるをえない一方、準備率操作を使わなくても、他の手段で同様の政策効果をあげることがかなりの程度可能になっているからである。しかし、このことは準備預金制度がなくてもよいということでは全くない。仮に、準備率の適用がなく、各金融機関の日本銀行当座預金が限りなくゼロに近づくとすれば、銀行券や財政などの日々の資金需給のわずかな振れで、短期市場金利は大きく振れることが予想される。現行の準備預金の水準はこうした事態を避けることにも配慮して、短期市場金利の過度の振幅がもたらされない範囲内で、極力低いレベルに設定されているといってよい。

次に、政策効果の波及経路については、日本銀行は、金利機能を活用したトランスミッション・メカニズム、すなわち、短期市場金利の変更をきっかけにイールドカーブが変化し、これを起点として、企業や家計の経済活動に影響を及ぼしていく経路を重視している。例えば、金融緩和の場合をみてみると、主として次の3つの波及経路を通じて政策効果が発揮されるといってよい。第1の金融緩和効果波及の経路は、資金調達コストの低下により、設備投資、住宅投資などの需要を直接的に喚起する道筋である。第2の経路は、金利支払コストの軽減を通じて、企業収益を下支えし、雇用や設備投資などの企業活動に寄与する道筋である。第3の経路は、資産価格を下支えし、企業マインドや消費者マインドを改善させる道筋である[11)]

V　インフレーション・ターゲティングの動向[12)]

本節以下では、金融政策運営の方法について述べる。まずIVでは、「インフレーション・ターゲティング」と呼ばれる新しい金融政策運営の方法について説明す

る。この方法は、従来のマネーサプライなどの「中間目標」の設定を断念し、「最終目標」である物価を直接にターゲティングする方が、インフレ期待の安定化や中央銀行に対する信認の回復という観点からは望ましいとするもので、すでにニュージーランド、カナダ、英国、オーストラリア、スウェーデン、フィンランド、イスラエルといった先進諸国で採用されている。ここでは、こうした諸外国におけるインフレーション・ターゲティング運営の実情とこれを巡る論点について説明する。次にVでは、インフレーション・ターゲティングとの対比でマネーサプライ・ターゲティングの取扱いの変化とわが国の金融政策運営におけるマネーサプライの位置付けについて述べる。最後にVIでは、日本銀行の金融政策運営のスタイルについて言及する。

1．インフレーション・ターゲティングの実際の政策運営

インフレーション・ターゲティングの真髄は、中央銀行が「将来中央銀行はインフレ率をある数字で示された一定の水準あるいはその近傍に収めるよう努力する」ということを宣言することにある。インフレーション・ターゲティングを実施している国の例をみると、多くの場合インフレ目標値は、特定の値ではなく、例えば1～3％のようにレンジで示され、しかも典型的には1年から4年の複数年にわたる期間の目標として設定されている（第1表参照）。

インフレ目標値の宣言には、通常、インフレ抑制が金融政策の第一義的な目標であり、中央銀行はインフレ目標値の達成についてアカウンタブルであるとする何らかの声明を伴うことが多い。例えば、ニュージーランドでは、中央銀行法において、中央銀行は物価安定を達成し維持する法的責任があると明記されており、大蔵大臣と中央銀行総裁が合意のうえインフレ目標値を公表することになっている。中央銀行が事後的なインフレの結果に対し、どの程度公式にアカウンタブルであるかとの点については、国ごとにかなり異なっている。ニュージーランドでは、中央銀行総裁の任期とインフレ目標値の達成度を結びつけており、「インセンティブ契約」に最も近い形態である。他の国々では、目標値を達成できないことに対する制裁が明記されていない。しかし、目標値を大きく外すことは、恐らく名声と威信の喪失といったインプリシットな制度的、個人的なコストを中央銀行

（第1表）各国のインフレーション・ターゲット方法

国名	適用開始時期	目標系列の定義	目標水準（年率）	時間制限
オーストラリア	1993年	基調的CPI(除く果物、野菜、燃料、金利コスト、公共料金その他変動の大きい価格)	2％-3％	当面の間
カナダ	1991年2月	コアCPI（除く食料、エネルギー、間接税の直接的影響)	1％-3％	18ヶ月
フィンランド	1993年2月	基調的CPI(除く政府補助金、間接税、家賃、住宅金利支払い)	約2％	当面の間
イスラエル	1991年12月	CPI	8％-11％	1年
ニュージーランド	1990年3月	基調的CPI(除く政府補助金、間接税の変更ないしは政権交代、輸出入物価の顕著な変化、金利コスト、天災)	0％-2％	1年
スペイン	1995年1月	CPI（除く政府補助金、間接税、家賃、住宅金利支払い)	3％未満	1997年まで
スウェーデン	1993年1月	CPI	2％+/−1％	当面の間
英国	1992年10月	RPIX（RPI、除く住宅金利支払い)	(1997年春まで) 1％-2.5％ (それ以降)2.5％以下	今国会会期中

（出所）Bernanke and Mishkin〔1997〕

に課すことになろう。

このようにインフレ抑制は金融政策の第一義的な目標であるが、インフレーション・ターゲティングを行っている中央銀行は常に、特に産出量や為替レートについて、短期的な安定化を目指す余地を残している。このような短期的な安定化の目標は、いくつかの手段を通じて達成される。例えば、公式のインフレ目標値が依拠する物価指数は、「供給ショック」の影響を除去したり、低下させるように定義されている。具体的には、公式目標値の対象となる物価指数は、食料・エネルギー価格、間接税の変更、交易条件ショック、金利変更の直接的影響のうちいくつかを控除している。また、目標値はレンジで示されている。これは、金融政策手段とインフレの関係の不確実性を反映したものだが、これに加えて短期的には中央銀行にある程度の柔軟性を与えるためである。

以上のように、インフレーション・ターゲティングは、中央銀行が長期的に望ましくない帰結をもたらす政策に陥ることを制限する点で「ルール」といえるが、一方で予期しない又は異常な状況に対処するに当っては、ある程度の「裁量」も

認めている。こうした点を考えるならば、インフレーション・ターゲティングは、厳格なルールとして理解するよりも、限定的ながら裁量の働く余地のある金融政策の枠組みと理解する方が有益かつ実際的であるように思われる。このように、もしルールとしてではなく、枠組みとして考えた場合、インフレーション・ターゲティングにはいくつかのメリットがある。

第1は、インフレーション・ターゲティングは、政策と経済に名目的なアンカーを提供することである。

第2は、インフレ目標値の宣言により、中央銀行の意図を市場と一般国民に対し明確に伝え、将来のインフレ経路に関する不確実性を減少させることである。

第3は、インフレ目標値の宣言により、政策に透明性が与えられることである。このことは、中央銀行の規律とアカウンタビリティを向上させることになる。

第4に、短期的な裁量的政策のメリットを完全に放棄することなく、上記のことを達成できるかもしれないことである。

2．インフレーション・ターゲティングを巡る論点

インフレーション・ターゲティングには、上記のような利点があるが、重要な論点も残されている。以下では、そのうちのいくつかについて説明しよう。

(1)　物価指標の定義と目標値の設定

インフレーション・ターゲティングの制度設計において決定的な要素は、インフレ目標値とする物価指標の定義である。この指標は精度が高く、速報性があり、国民に分かりやすいものである必要があるが、それとともに金融政策が対象とすべき趨勢的な物価変動に影響を及ぼさない要因である個別の価格ショックや一時的なシフトを調整したものである必要もある。現在のインフレーション・ターゲティング採用国はどの国も目標値として、消費者物価指数(CPI)を修正したものを採用している。多くの場合、CPI総合ではなく、これからいくつかの構成要素を除いたものや「コア」インフレに注目したものである。

金融政策の長期的な目標は、低いインフレ率であるべきとのコンセンサスが高まってきているが、それが一体どの程度低くあるべきかという疑問は依然として

残されている。インフレ目標は、概念的にはゼロインフレが望ましいといえようが、いくつかの理由から、実際上それは難しい面がある。

第1に、CPIインフレ率は固定ウェイト指数での代替バイアスや品質変化を適切に評価していない等の問題から真のインフレ率を過大評価する傾向がある。米国に関する研究では、このようなインフレ率の上方バイアスが年率0.5～2.0%の範囲内にあると試算されている。従って、現実問題として、中央銀行が真のゼロインフレを目指すことを選択しても、統計上のインフレ率での目標値はゼロより大きくなる。

第2に、もし名目賃金が下方硬直的であるならば、実質賃金の下落は一般物価水準の上昇を通じてしか生じないため、極めて低いインフレ率は、事実上、実質賃金の伸縮性を低下させることになる。このことが、労働市場における資源配分の効率性を悪化させる可能性がある。

第3に、インフレ目標値をあまりに低く設定しておくと、真の価格水準が実際に下落するデフレに経済は陥りやすくなるリスクがある。もし、持続的なデフレに陥ると、とくにそれが予期されていなかった場合には、金融システムに深刻な問題を生じさせ、その機能を阻害し、経済の収縮を加速化する恐れがある。

以上の諸点を考慮したうえインフレーション・ターゲティングが設定されるならば、それはインフレ率の上限だけでなく、下限も与えるというメリットをもっている。従って、インフレーション・ターゲティングは総需要に対するプラス、マイナス両方向のショックの影響を緩和するよう機能するのである。

(2)　物価上昇率の予測可能性

インフレを正確に予測することは、とくに超短期と超長期の期間で極めて難しいと指摘されている。このような予測可能性の欠如は、インフレーション・ターゲティング運営方針に重要な問題を提起する。

第1は、極めて実務的な問題である。金融政策の実行とインフレの反応との間に長いラグがあることを考えると、予測可能性の低さは、インフレの正確なターゲティングが極めて難しいことを示唆している。

第2の問題は、中央銀行の信認に関するものである。もしインフレがほとんど

予測できず、そのため的確にコントロールできないとすれば、中央銀行がインフレ目標値を達成するために最善を尽くしているかどうか判断することが難しくなる。たとえ中央銀行が目標値を大きく外したとしても逃げ道が存在するのであれば、インフレーション・ターゲティングが金融政策のアカウンタビリティを向上させるとはいいにくくなり、インフレーション・ターゲティング政策の信認を得ることも難しくなる。

以上みてきたように、近年、インフレーション・ターゲティングを採用する中央銀行も増えてきており、そのパフォーマンスもこれまでのところ良好である。しかし、こうした動きが一時的なものかそれとも基調的なものか、インフレーション・ターゲティングの有効性について最終的な判断を下すには、現時点では、時期尚早との見方が多い。[13)]

VI　マネーサプライの位置付け

かつて多くの中央銀行で、マネーサプライの伸びに目標値（ターゲット）を設け、それを達成するように政策を運営するという方法が採用された。いわゆる「マネーサプライ・ターゲティング」という方法である。これは、マネーサプライの変動が、実体経済活動にラグをもって影響を及ぼすことに着目した考えである。

日本銀行も、1973～74年の大インフレーションの苦い経験に加え、各国中央銀行における「中間目標」の金利からマネーサプライへの転換の動きを踏まえ、1975年以降、「マネーサプライ重視政策」に転じた。まず、1975年7月の『調査月報』の巻頭に、「日本におけるマネーサプライの重要性について」と題する論文を掲げ、金融政策運営上の中間目標に近いものとして、マネーサプライが重要であることを述べた。続いて、1978年7月から、毎四半期の初めに、その四半期のM_2＋CD（当初の1年間はM_2のみ）平残前年比の推計値を、「何％台」、「何％前後」などの表現で公表しはじめた。ただし、これはあくまで「推計値」であり「目標値」ではなかった。

しかし、マネーサプライ・ターゲティング手法については、金融技術革新の進展により、マネーサプライと経済活動の関係を読みとることが難しくなってきて

いるのではないかとか、この両者の関係は長期的には安定しているとしても、短期的には振れることがあるのではないかといった点が指摘されてきた。このため、現在では、目標を設定するとしても、非常に厳格にその達成を図るというよりは、政策の大きなガイドラインとして活用する、あるいは政策判断を行ううえでの最も重要な指標の1つとして重視するという考え方が主流になっている。[14)]

日本銀行のマネーサプライに関する現在の認識も、1国の経済活動を最も広範に反映した極めて有用な情報変数の1つというものである。マネーサプライの細かい動きの1つ1つが物価や経済成長と1対1で正確に対応するものではないため、政策運営のターゲットにすることは現時点では難しいが、[15)] 大づかみにみれば、マネーサプライと物価や経済成長との間には緩やかながら安定的な関係が認められている。従って、マネーサプライが大きく変動するような場合には、何か経済活動に変調を来している可能性が高いというように捉えていくことが重要である。

Ⅶ　「総合判断」の重視

インフレーション・ターゲティングやマネーサプライ・ターゲティングといった手法のほかに、需給ギャップや期待インフレ率などの概念を使って、物価や経済活動の潜在的なリスクを評価し、これを具体的な金融政策運営上の指針に結びつけようとする試みも、最近、研究されている。[16)] 例えば、期待インフレ率に関しては、英米では最近インデクセーション・ボンドが発行され、この面からの新しい研究も進んできている。インデクセーション・ボンドは物価上昇率にスライドして金利を支払う債券であるが、そうした性格を踏まえると、同一残存期間の通常の債券利回りとインデクセーション・ボンドの利回りとを比べることによって、期待インフレ率を抽出できることになる。わが国ではそうした債券が発行されていないため、この面からの期待インフレ率の計測はできないが、いずれにしても、様々な側面から努力する価値のある課題である。

以上、金融政策運営に関するいくつかの方法について述べてきたが、それからも分るように、「結局、的確な情勢判断に基づき、最適な政策対応を図っていくために、これだけで十分というようなルールや、便利な方法を見付け出すことは難

しい。このため、日本銀行は、これまで、何らかの厳格なターゲティング手法を採用したことは一度もなく、一貫して、経済情勢の総合判断ということを重視し、そのための調査・分析手法を磨くよう努めてきた[17]」のである。経済情勢の的確な判断を行う際、日本銀行が用いる手段は多岐にわたっている。例えば、①本支店を通じたミクロの企業情報の収集、分析、②統計の作成、調査担当部署におけるマクロ分析、③それらの基礎となる金融研究所での理論的研究、④金利をはじめ金融市場から得られる各種の情報、⑤金融機関のモニタリングや考査を通じて得られる種々の情報等である。また、これだけ経済の変化の激しい状況の下では、どれか1つの手段に大きく依存することは危険であり、そのため常にこれらの情報を相互補完的に利用しているのである。このように「総合判断」を重視した金融政策の運営を行うのがわが国のスタイルである。総合判断に基づく政策運営は、具体的な政策目標にコミットするスタイルの教訓を吸収しつつ、理論と経験の両方に基づく修正を施すことによって、効果的な手法へと発展してきたものとみることができよう[18]。

注1）　松下康雄〔1997(b)〕4ページ。

注2）　西川元彦〔1984〕は、価格メカニズムの健全性と健全通貨との関係について次のように述べている。

「通貨価値の維持とは、価値の尺度や貯蔵手段という通貨の根本機能に万人が十分信認と信頼をおくということであろう。それにより市場機能は持続的に健全性を保ちながら作動する。だからミクロ的な価格機能の諸状況とマクロ的な物価水準の状況とは表裏一体として判断されなければならないだろう。」（同書、143ページ）。

注3）　「インフレなき持続的な経済成長」ということの意味については、三重野康〔1995〕97～100ページ参照。

注4）　三重野元日銀総裁は、物価安定について次のように述べている。「物価の安定は物価指数の安定ではない。物価安定の背後にある経済の動きが、中長期的にみてバランスのとれた持続的な成長であって、はじめて真の物価安定といえる。」（三重野〔1995〕）。また、グリーンスパン米国FRB議長は、金

融政策が追求すべき物価安定の定義について、「中央銀行家の眼からは、物価安定を政策運営上定義すると、経済主体の意思決定に際し、将来の一般物価水準の変動をもはや考慮する必要がない状態ということになろう。」（グリーンスパン〔1996〕）と述べている。白塚重典〔1997〕は、物価安定を定義する考え方として、①許容ターゲット・ゾーン重視、②「物価安定下の持続的経済成長」重視、③予測形成重視、の3つに大別し、各々の典型的な例として、①についてはインフレーション・ターゲティングの枠組み、②については三重野元日銀総裁の考え方、③についてはグリーンスパン米国FRB議長の考え方をあげている。

注5）　GDPデフレーターは四半期ベースの統計であり、しかも判明するのに現時点では、速報は各四半期末の約70日後、確報はさらにその3ヶ月後である。

注6）　日本銀行は卸売物価指数を作成し、公表しているが、1998年4月分より、従来からのラスパイレス指数に加えて、国内卸売物価指数については、幾何平均指数も作成し、公表を始めた。これは、近年大きな問題となっている物価指数のバイアスのうち、指数を算出する算式に起因するものを除去しようとする試みの1つである。日本銀行では、現在のところ、幾何平均指数を参考指数として位置付けている。

注7）　松下康雄〔1996(c)〕8ページ。

注8）　米国では、1996年2月、「消費者物価指数の精度に関する専門委員会による報告書」が公表され、その中で消費者物価指数のバイアスの大きさは、約1％程度であると報告されている。また、ドイツでは、1998年3月、ブンデスバンクの「ドイツにおけるインフレ率のバイアスを巡る問題」と題した論文の中で、消費者物価指数のバイアスが約0.75％程度であると分析している。日本でも「消費者物価指数と計測誤差―その問題点と改善に向けての方策」（白塚重典、『金融研究』日本銀行金融研究所、1995年7月）が発表されている。

注9）　松下康雄〔1996(c)〕7ページ。

注10）　松下康雄〔1995〕4ページ。

注11）　金融政策の効果波及経路については、例えば岡部光明〔1996〕258～266ペー

ジを参照。

注12）　本節の記述は、Bernanke and Mishkin〔1997〕に大きく依存している。

注13）　日本銀行金融研究所〔1996〕

注14）　松下康雄〔1996(c)〕10ページ。

注15）　石田和彦・白川浩道〔1996〕によれば、マネーサプライ（M_2＋ＣＤ）を金融政策の「中間目標」と位置付け、目標値ないし目標レンジを設定することは、次の理由から現状では困難であるとしている。すなわち、第１は、1980年代以降の金利自由化を背景に、金利政策によるM_2＋ＣＤのコントローラビリティが低下していることであり、第２は、M_2＋ＣＤの予測可能性が低いことである（先行き１年程度の予測でも、前年比ベースで最大±４％の誤差あり）。

注16）　松下康雄〔1996(c)〕10ページ。

注17）　松下康雄〔1996(c)〕10ページ。なお、黒田晁生〔1996〕は、日本銀行の「総合判断」について次のように述べている。

「日本銀行が金融政策の様々な指標をにらみながら『総合的』に判断するというとき、実は最近の日本銀行が、『物価の安定』という金融政策の最終目標を達成するうえで、もはや頼りになる中間目標を見いだしえないという困難な状況に直面していることに注意する必要がある。」（同書176ページ）。

注18）　パドア・スキオッパ（イタリア銀行副総裁）〔日本銀行金融研究所〔1996〕〕参照。なお、副島〔1996〕は、「総合判断」に基づく意思決定という複雑な行為を捉えるため、ニューラルネットワークモデル（人間の脳の神経細胞の特徴的な機能を模式化し、人間の柔軟な情報処理機能をコンピュータ上で再現することを試みたモデル）を用いた分析を提示している。

第3章　中央銀行の独立性

日本銀行は金融政策を通じて日本経済に広範かつ強い影響を及ぼしていく公的性格を持った存在であるとともに、日本銀行の金融政策は強権の発動ではなく市場メカニズムを通して経済全般に働きかけていくという特徴を持っている。マーケットの中で銀行業務を行うことを通じて公共政策を実行しているのである。

本章では、こうした両面の性格を有する日本銀行にとって、その使命を達成する上で不可欠の要件とされている「中央銀行の独立性」について考えてみたい。以下、中央銀行の独立性とはどういう定義なのか、その必要性は何か、平成10年4月から施行された新日本銀行法において独立性はいかに強化、確保されたのか、といった点を検討する。

I　中央銀行の独立性の定義

まず、いくつかの文献等から中央銀行の独立性の定義に関する議論等を拾い、独立性についての標準的なイメージの提示を試みる。とくに、現在、中央銀行の独立性については、グローバリゼーションの進展から国際的な水準での視点が求められているが、以下の主に海外での定義は、こうした視点からも有用であると思われる。

1．アラン・ブラインダーの議論[1)]

アラン・ブラインダー（プリンストン大学教授）は、アメリカンケインジアンとして知られている経済学者だが、1994年から1996年まで FRB 副議長に就任、その体験に基づき、在任中に中央銀行の独立性について、次のように述べている。

「第1に目標をいかに追求するかという自由を有すること、第2に、極端な事態を除いて、中央銀行の決定が政府の他の諸機関によって覆されないこと。」

これは、独立した意思決定（政策決定）の実質的な内容を示したものといえよう。ブラインダーは、中央銀行の目標は議会によって（立法により）与えられるべきとする。中央銀行といえども、統治機構内でチェックを受けない独立性は許

されない（独立性は「絶対的な独立性」ではなく、「相対的な独立性」である）が、議会によって目標が与えられることが、チェックの第一義的な要件ということである。ここで、ブラインダーは目標として、ニュージーランドのような数値目標だけを考えているわけではない。ブンデスバンク型（「通貨価値の安定」）やFED型（「雇用と物価安定等」）の目標規定もその範疇としている。つまり、ブラインダーの主張する中央銀行の独立性は、「操作目標の独立性（instrument independence）」であり、「最終目標の独立性（goal independence）」ではないのである。[2)]

次に、政策決定は、たとえ大統領によっても最高裁によっても覆しえないとする。ブラインダーは、金融政策は長期のコミットメント、いわば長期投資という視点を必要とするとして、決定が覆されない状態を正当化している。

2.「機能としての独立性」と「組織としての独立性」

中央銀行に限らず独立した行政法人の独立を論じる際の概念として、「機能としての独立性」と「組織としての独立性」がいわれる。

「機能としての独立性」とは、複数の業務を担う組織について、その業務、機能の性格によって、独立性を考えるとの立場である。例えば、中央銀行が「金融政策」と「金融システムの安定」を担うとき、金融政策には独立性を与えるが、金融システム安定政策には政府の監督を認めるといった議論である。わが国の行政法学では、政府による特殊法人等の監督を「行為監督」と「組織・財務監督」に分類するが、機能的独立性は監督上は「行為監督」に対応した概念である。

一方、「組織としての独立性」とは、組織の性格から独立性を考えるものである。一般に行政行為を営む主体は政府からの監督を受け入れることが前提とされるが、弁護士の処分等を行う弁護士会、国からの委任事務を委任される地方自治体等は、それぞれ「司法の独立」、「地方自治」等の性格から組織として独立性を有している。

ただし、「組織としての独立性」を有しているからといって、自動的にオールマイティな独立性を有するとは限らない。独立性の範囲は、業務の性質、組織の政策等を勘案してその組織法に性格づけられる「立法的なもの」である。

ブンデスバンクは最後の議論の実例である。ブンデスバンクは、理事会、役員

会は連邦の最高官庁たる地位を有するとして組織上の独立性を有しているほか、理事会メンバーのうち役員の任期は8年で、連邦議員（4年）の倍の長さであり、解任されないとの人的独立性を有している。また、政府信用が禁止され、金融政策手段も自由に決定できるという政策手段の独立性も有しているものの、ブンデスバンク法第12条が、「ブンデスバンクは、本法により同行に与えられた権限の行使に当っては、連邦政府から独立している」とする通り、その独立性はあくまで金融政策関連に限られた「機能としての独立性」と理解されている。すなわち同法には、ボン基本法88条の「通貨発券銀行」として金融政策に関する権限が明定されているものの、財務代理人としての役割や連邦銀行監督局から委託されている銀行監督に関する任務は政府からの委託業務であり、基本法86条の連邦固有行政の執行に伴い政府の指示を受ける分野とされている。

3．米国議会・合同委員会報告書[3)]

米国議会の上院下院合同経済委員会による調査は、政府と中央銀行の関係を、政策決定を巡る制度的な枠組みからみた調査である（調査の主査は John B Goodman ハーバード大学教授）。

同調査では、カナダ、フランス、イタリア、ドイツ、日本、スイスの6ヶ国について、中央銀行と政府の関係について調査しているが、その際のポイントは次の6点である。

① 政策決定への政府の介入の程度
② 政策委員および役員の任命権、その任期
③ 政策変更の公示
④ 政府への信用供与
⑤ 予算の決定権
⑥ 監査制度に関する政府の介入

上記の6点は、FRB との対比を念頭に対照とすべき具体的な点を選別・列挙したものとみられる。同調査結果では、①政策決定に関して政府が関与する国もあること、②役員等の任命手続等も各国でやや区々であること、③年次報告書以外の政策等の報告も区々であること、④政府への信用供与についてはバラエティは

あるが、概ね直接的な供与は制限されていること、⑤監事のほか、内部運営について政府のチェックを受けている場合もあること等、上記6ヶ国では、ドイツ、スイス並みの独立性が必ずしも付与されているわけではないことが、暗に示されている。

なお、本調査の後、欧州中央銀行の設立に沿って、各国では中央銀行法の改正が行われており、報告にあったバラエティは縮小する方向にあることには注意が必要である。また、予算について、日本は6ヶ国のうち唯一予算の自主決定権を持たない国との指摘を受けている。

4．欧州中央銀行に向けての改正

ＥＵ（欧州連合）では、第3段階で本格稼動する欧州中央銀行（European Central Bank）の金融政策決定に関し、政府等からの独立性の確保を予定している。このため、ＥＵ加盟国に対し遅くとも欧州中央銀行の創設までに、中央銀行法を含む国内法について以下の4点を満たすよう改正することを求めてきた。

① 中央銀行の第一義的な目的を「物価安定の維持」とすること（決済システムの円滑な運営も目的とされている）。

② 中央銀行の政策決定に際して、ＥＵ諸機関、政府等からいかなる指令も受けないこと。

③ 中央銀行の政府、その他公共機関に対する信用供与（債券の直接引受を含む）を禁止すること。

④ 中央銀行総裁の任期が5年を下回らないよう定め、政府等による裁量的な罷免権を排除すること。

上記4点は今や独立した中央銀行の最低条件として国際的な水準を形成している。

5．中央銀行の独立性指数

1980年代より経済学界においては、具体的な中央銀行法の改正の動き等を背景に、中央銀行の独立性を指数化する試みが行われている（その概要は、藤木〔1996(a)、(b)〕に詳しい）。初期の研究ではあるが、要点をつかんでいると思われる Bade

and Parkin〔1987〕は、OECD加盟12カ国について、中央銀行法から以下の諸点をポイントに調査を行っている。[4)]

① 政府との経済的関係

a．中央銀行理事給与決定権

b．中央銀行予算の決定権

c．中央銀行収益の処分決定権

② 政府との政治的関係

a．中央銀行理事の任免権

b．中央銀行理事会への政府委員参加

c．金融政策最終決定権の帰属

以上、中央銀行の独立性の定義に関する議論をみてきた。中央銀行の独立性を測るポイントとしては、金融政策への政府の関与（これには人事〈任命・任期〉等も含む）という狭義の視点のほか、これを保証する制度的な枠組みとして、予算・決算等への政府の関与、政府への信用供与も重要なポイントとなっているのがわかる。

II　中央銀行の独立性の必要性

中央銀行になぜ独立性が必要なのだろうか。このことについて、松下前日銀総裁は次のように明確に述べている。

「それは、『通貨を管理する仕事――金融政策の運営と言ってもよいが――は、短期的に見ると、使おうと思えばいろいろな目的に使うことができる。しかし、使い方を誤れば、後になって必ず大きな弊害を招く』といった事情に由来している。例えば過去において、各国で、政府による安上がりな財源調達とか、為替レートの無理な調整などの目的で、通貨供給量の安易な拡大や、金利の行き過ぎた引き下げが行われたことはたびたびある。その結果、物価の安定が損なわれ、経済の大きな変動がもたらされるとか、財政節度が失われるなど、結局、国民生活が犠牲となった例は数多い。いわば、こうした過去の歴史的経験が、『通貨価値の安定という責務をはっきりとさせたうえで、この責務をその時々

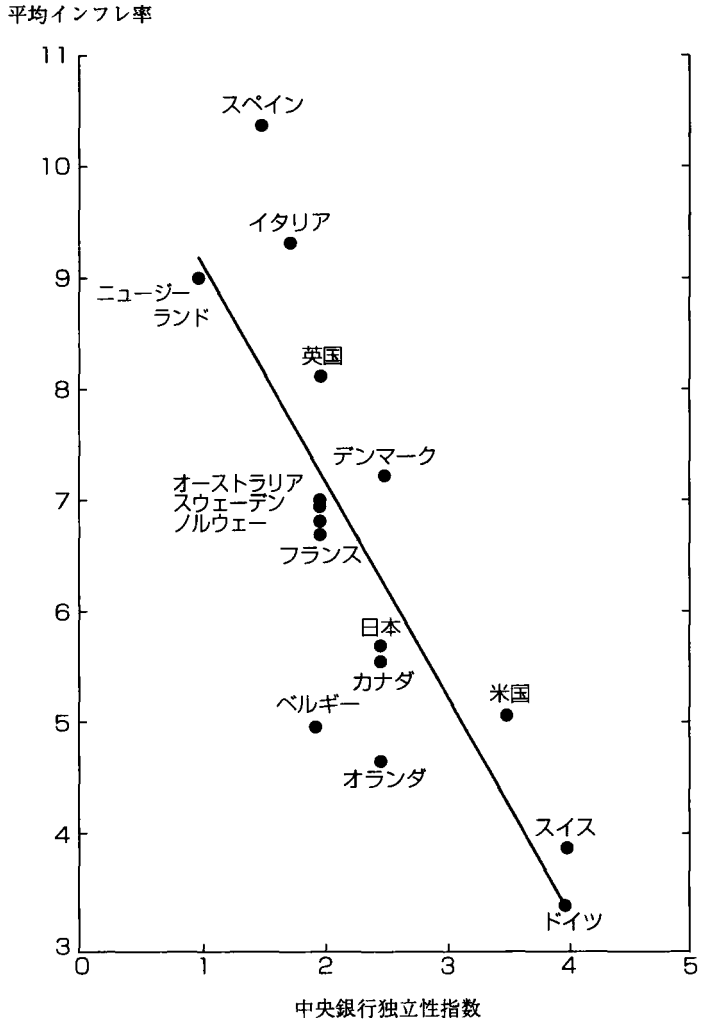
の短期的な利害から距離を置いた中央銀行に任せること、そして、その中立的かつ専門的な判断を尊重すること』という考え方を定着させた、と言ってよい。」[5)]

また実際に、中央銀行の独立性の程度と物価の安定についての実績をみると、例えばドイツのブンデスバンクに典型的にみられるように、独立性の高い中央銀行はすぐれた成果をあげていることも指摘しうる。さらに、多くの国について中央銀行の独立性の程度とインフレ率の関係をみると、独立性の高い中央銀行は押しなべてインフレ率の低位抑え込みに成功しているとの関係がみられるという研究成果もある(第1図参照)。ただし、この研究成果のロバスト性には限界があるほか、中央銀行の独立性とインフレ率の間の因果関係の解釈にもやや無理があるのではないかとされており、この点には留意の必要があろう。[6)]

ところで、中央銀行の独立性を高めると、中央銀行が「糸の切れた凧」のようになってしまうのではないかと懸念されることがある。これは、民主主義のもとで中央銀行制度をどう位置づけるかということにも関連する重要な問題であるが、この点について松下前総裁は次のように述べている。

「もちろん、中央銀行の独立性と言っても、現代の議会制民主主義の枠組みから離れて、勝手に金融政策運営が行われるということにはならない。最近の中央銀行を巡る国際的な議論では、中央銀行の独立性を高めると同時に、国会に対する報告などを通じて、中央銀行に対する国民的監視を強めることが必要とされている。この点は、中央銀行のあり方を巡る基本的な了解事項のひとつである。これを一言で言えば、『独立性』と『アカウンタビリティ』を一体化したものとして捉える、という考え方である。・・・・・このアカウンタビリティとは、敢えて翻訳すれば、単なる責任ということにとどまらず、『きちんと説明する責任』つまり『説明責任』ということになるのではないかと思う。……このことは、中央銀行に対して、金融政策運営を適切に、責任をもって、しかも分かりやすく行わせるよう促すための仕組みと言ってもよい。しかも、このような対応により、『政府や議会』と中央銀行の間で、経済情勢やお互いの政策運営について相互理解が進むとなれば、それは、国家の経済政策全体に関してより高い次元で整合性を図ることにも資するであろう。」[7)]

（第1図）中央銀行の独立性とインフレ率の関係（1961－1990年）



（出所）Blinder〔1998〕57ページ

以上のことから明らかなように、中央銀行の独立性は、アカウンタビリティと表裏一体の事柄であると考えられる。中央銀行は様々な政策判断や行動をつねに国民の前に明らかにし説明責任を果たすことを通じて国民から信頼を確立[8]していくよう努めなければならなず、そのような中央銀行自らの不断の努力があって真の意味での独立性も獲得しうるものといえよう[9]。

III　新日本銀行法における独立性

1．日本銀行法改正の意義

平成9年6月11日、第140回通常国会において、これまでの日本銀行法の全文を改正する日本銀行法が成立した(平成9年法律第89号)。新日本銀行法は平成10年4月1日から施行された（以下、改正後の日本銀行法を「新法」と、改正前のそれを「旧法」と略す)。

旧法の制定は戦時中の昭和17年だが、これを全面的に改正しようという動きがでてきたのは平成8年春のことである。バブルの発生と崩壊という大きな経済変動の経験は、日本の金融の枠組み全体について見直しを行う契機を作ることにもなった。また、諸外国の動きをみても、欧州では通貨統合に向けた欧州中央銀行の設立を機に、各国中央銀行の独立性を強化する制度改革がみられるなど、中央銀行制度をめぐる議論が活発化していた。こうした海外での動きが日本銀行法改正の議論の背景にもなっていた。

戦時中の立法のままである旧法を全面的に改正して、経済の市場化、国際化という大きな金融経済環境の変化に即し、21世紀の金融システムの中核にふさわしいものに改めることは、グローバル・スタンダードを踏まえて日本の金融システムを再構築していく上で、必要な課題であった。

2．新日本銀行法の基本的理念

今回の日本銀行法改正では、まず首相の私的研究会である「中央銀行研究会」の場で、中央銀行制度のあり方について基本的な検討が行われた。この中央銀行研究会の報告書（平成8年11月12日）によって示された中央銀行制度改革の基本的指針が「独立性」と「透明性」というコンセプトであった。この2つの基本的

指針は、その後の金融制度調査会への議論へと受け継がれ、新法を貫く基本的理念となった。

今回の日本銀行法改正の最大の眼目は、中央銀行としての「独立性」を法制度としても明確にすることであった。既述のように金融政策運営は、政府・政治から独立した中央銀行という組織の中立的、専門的な判断に完全に委ねる仕組みとすることが適当であるというのが、過去の歴史から学んできたものである（独立性を担保とするための具体的な制度の詳細は後述する）。

もう1つの指針である「透明性」の向上は、中央銀行の政策決定の考え方や決定プロセスの透明性を高め、国民や国会に対し十分な説明責任を果たすべきとの考え方であり、具体的には、以下の2つがその柱である。

第1は、金融政策を審議する政策委員会の議事要旨等の公開である。政策決定会合の議事の内容を速やかに公表することにより、国民やマーケットに対して政策決定の背後にある議論の内容やプロセスを明らかにし、それによってアカウンタビリティを確保するのは、新しい時代の中央銀行の責任のあり方として、国際的にも共通した動きである。

第2は、国会報告の充実である。日銀総裁は、これまでも参考人として国会で答弁を行うことが少なくなかったが、新法では、金融政策に関する報告書を年2回国会に提出し、これについて説明するよう努めることとされた。また、業務・組織運営についても、年1回、業務概況書を作成、公表するほか、業務および財産の状況について国会から説明のため出席を求められた場合には、出席しなければならないことが制度化された。

3．新日本銀行法における独立性の確保

新法では、まず総則において、日本銀行の金融政策運営および業務運営の自主性の尊重が総論的に謳われている。すなわち、金融政策については、「日本銀行の通貨および金融の調節における自主性[10]は、尊重されなければならない」（第3条第1項）と明示的に規定された。また、業務運営についても、「この法律の運用に当っては、日本銀行の業務運営における自主性は、十分に考慮されなければならない」（第5条第2項）と明記された。これは、中央銀行の本質は銀行であって行政機

関ではなく、「政策」と「業務」は密接不可分の関係にあるので、中央銀行の真の独立性達成のためには、政策意思決定プロセスの独立性について、業務運営の自主性を伴っていることが極めて大切であることによるものである。

さらに、政府との関係について旧法が大幅に改められた。

第1は、旧法では、一般的監督権、業務命令権、日本銀行監理官制度、役員の解任権などが規定され、法制上、日本銀行は大蔵大臣の広範な監督下に置かれていたが、新法においては、日本銀行の独立性を確保するため、広範な業務命令権や日本銀行監理官制度を廃止し、また役員の解任権についてもその意に反して解任されないこととされた。

日本銀行に対する監督は、①監督の対象を法令・定款違反、すなわち適法性のチェックに限定する、②政策委員会は他の公的機関にはみられないような重い手続きを持って任命された合議制の機関であることから、これに業務執行を監督する権限を付与し、また違法状態の是正が大蔵大臣から求められたときには、委員会自身が必要な措置を講じることとする、③そのために大蔵大臣が調査を必要とするときには、監事の機能を充実した上でこれを活用することとし、大蔵大臣の立入検査権は廃止する、といった日本銀行の独立性を担保するための工夫が講じられることとなった。

第2に、新法においては、旧法下の「政府委員」が廃止されたが、金融政策を審議する政策委員会へは、政府から必要に応じて出席し意見を述べることができるほか、政府からの出席者には、議案を提出したり、議決の延期を求める権利が認められた。

政府からの出席者はこれまでの政府代表委員制度とのつながりも考慮して、大蔵省および経済企画庁から各々1名計2名とし、この2名の政府の指定する者は、それまでの政府委員と異なり政策委員会の「委員」ではないため議決権を有せず、また金融政策を審議する会議以外の政策委員会にも出席しないこととされた。中央銀行の金融政策を審議する会議に政府からの出席を認めることは、ドイツをはじめ欧州の中央銀行では少なからず採用されており、政策委員会の金融政策を審議する会議に、議決権なしで政府からの出席を認めること自体が、日本銀行の金融政策運営の独立性を損なうことになるとは思われない。また、政府と日本銀行

との間で金融政策に関する意見が異なる場合に、政府が政策委員会の議決の延期を命じることができる仕組みを設けるべきかどうかについては、金融制度調査会においても、大きな議論となったところである。これに関して、金融制度調査会では、金融政策運営における日本銀行の独立性を強化する観点から、ドイツのように政府が議決の延期を命令し、自動的に議決が延期される仕組み(議決延期権)ではなく、政府からの議決延期の求めに対して、政策委員会がその採否を決定する仕組み（議決の延期を求める権利）とすることが適当である、との結論になった。このように新しい制度は、政府との十分な意思疎通を図りつつ、中央銀行の独立性を確保する観点から、注意深く設計されている。なお、ドイツで採用されている「議決延期権」は中央銀行に対する命令権であるとして、現在廃止の方向で検討されているのに対し、「議決を求める権利」は、特に法律に明記されているわけではないが、議案提出権の一種と考えられ、こういった議案提出権は欧州中央銀行をはじめ欧州のいくつかの国で採用されている。

第3に、政策委員会を全面的に見直し、その強化を通じて、日本銀行の金融政策の独立性と業務運営の自主性の確保が図られた。

例えば、旧法でも政策委員会が設置されていたが、これとは別に、総裁、副総裁、理事からなる役員集会が存在し、実質上は役員集会で物事が決定されていたという批判がなされてきた。日本銀行の「開かれた独立性」の確保のためには、政策委員会が、名実ともに、日本銀行の最高意思決定機関となることが不可欠である。そこで新法では、役員集会を廃止したうえ、政策委員会の権限を強化し、政策委員会が日本銀行の最高意思決定機関であることを明確化した。すなわち、旧法では、金融市場調節方針の決定につき明文の規定がなく、また準備率の変更には大蔵大臣の認可が必要であった。新法では、公定歩合の変更はもちろん、金融市場調節方針の決定も政策委員会の決定事項とされ、また準備率操作について大蔵大臣の認可制度が廃止され、政策委員会の独立した権限であることが明確にされた。さらに、政策委員会は最高意思決定機関として、金融政策事項のほか、業務運営の基本方針の決定を行い、役員の職務執行の監督について権限と責任を有することとされた。

第4に、新法は、日本銀行の経費予算の認可制度について、日本銀行の金融政

策の独立性と業務運営の自主性を阻害しないように、いくつかの措置を設けた。

経費予算については、①政府に予算の認可権を認めると業務組織運営の細目にわたって妥当性のチェックを認めることになる、②予算の認可制は実績主義に陥りやすい、③経費予算の自主性がないと経営責任があいまいになる、④諸外国の事例をみても、中央銀行の経費については事後のチェックが中心であり、日本のように経費予算の全面にわたって詳細な事前のチェックを行っている国はない、といった観点から、日本銀行は経費の公的チェックの方法としては事後チェックを中心に考えるべきであり、仮に事前チェックが必要としても届出制にすべきであると主張してきた。

こうした日本銀行の主張は、金融制度調査会でも多くの支持を得ているが、同時に、①日本銀行の組織や機能の性格は「行政」の一環とも位置づけられるべき公的なものであり、日本銀行の金融政策の独立性強化が憲法上問題とされないためにも、内閣が人事・予算上のコントロールを確保することが必要との意見や、②通貨発行益により賄われる日銀の経費については、経費支出の効率化促進の観点からは、不適切な経費支出が的確に是正されることが担保されている方式が望ましいとの意見もあり、経費のチェックの望ましいあり方を巡って、活発な議論が展開された。

しかし、憲法論に関する突き詰めた議論をすることができず、何らかの現実的結論を出さざるを得ない状況の下で、違憲の疑いがないような仕組みとして大蔵大臣の認可制を維持しつつも、同時に日本銀行の経費の自主性を高めるための方策として、これまでの認可制とは異なる、いくつかの工夫が織り込まれている。具体的には、①認可対象を人件費や一般事務費等の経費に限定することを明確にしており、②認可が適当でないと判断する場合には、大蔵大臣は、その理由を通知・公表しなければならず、その際には、日本銀行から大蔵大臣に対して意見を述べ、またはこれを公表できるとされている。これに加えて、経費予算を含む認可制の運用の指針として、総論において、金融政策の独立性や業務運営の自主性について尊重または配慮されねばならない、ということも規定されている。このように、新法における経費予算の認可手続きにおいては、その手続きの透明性確保を含め、日本銀行の金融政策の独立性や業務運営の自主性を阻害しないための

仕組みが講じられている。

この点、欧州中央銀行設立に当たって策定された指針によれば、政府・議会が中央銀行の財務のチェックを行うこととされている場合には、中央銀行の独立性を確保するためのセーフガードを講ずる必要があるとされている。上述のように新法における新しい経費予算の認可制度においては、中央銀行の独立性を確保するための仕組みが埋めこまれており、これは政府のチェックの行き過ぎを防止するための一種のセーフガードである。その意味で、セーフガード付きの新しい認可制度は、グローバル・スタンダードに近づけるための工夫が凝らされたものといえよう。

なお、憲法との関係については、金融制度調査会では明確な結論を出したわけではないが、「今後、中央銀行に対する民主的コントロールのあり方という重要な問題について中央銀行の独立性の憲法上の位置づけを含め、国民的合意が形成されることが望まれる」との見解を表明しているのは特筆されよう。

注1）　Blinder〔1995〕。松下前日銀総裁も Blinder と同様のことを述べている。「(日銀の独立性とは) 金融政策の決定をいたそうといたします場合に、他の例えば政府機関その他から何らかの指示を受けてこれに従わなければならないということがない状態、また一たん決定をいたしましたことを何か他の機関がそれは取り消すといって取り消されるということのない状態、非常に平易に申しますとそういうことではなかろうかと(思っております)。」(参議院大蔵委員会議事録第16号、平成9年6月3日)

注2）　最終目標の独立性は中央銀行がインフレ目標値と他の最終目標を同時に決定できることを意味する。一方、操作目標の独立性は、最終目標を政府が独自に、あるいは政府と中央銀行の協議の上で決めるが、これらの最終目標を達成するために必要な操作目標の設定 (例えば短期金利の水準) を中央銀行が単独で行う責任を有することを意味する。操作目標の独立性は、政策の最終目標の決定を民主的プロセスに委ねつつ、中央銀行のアカウンタビリティを最大化し、機会主義的な政治干渉を最小化する独立性の形態と考えられる。(Bernanke and Mishkin [1997])

注3）　Joint Economic Committee Congress of the United States［1991］。

注4）　藤木裕〔1996(a)〕2ページ。

注5）　松下康雄〔1996(b)〕7ページ。館龍一郎も次のように述べている。

「中央銀行について何故独立性あるいは中立性が問題とされるかと申しますと、金融政策にはまず第1にインフレ圧力が加わりやすいという先ほど申し述べました理由に加えまして、金融は専門的、技術的であり、かつ第3に信認と申しますか、信頼を確立するためには政策の連続性がなければならないということから、短期的な視点あるいは感覚的な判断によってもたらされる混乱をできるだけ小さくしていく必要がある。そうでないと、どうしても中央銀行に対する信頼の確保が難しいということから、日本銀行あるいは世界各国の中央銀行において独立性ということが強調されるのであるというように考えております。」(参議院大蔵委員会議事録第18号、平成9年6月6日)

注6）　Blinder〔1998〕56ページ。なお詳細は藤木〔1996(b)〕参照。

注7）　松下康雄〔1996(b)〕8ページ。

注8）　岡部光明〔1996〕は金融政策の信頼性がどこから生まれてくるものかについて、中央銀行の役割、情勢判断能力、政策実施能力、言行一致の程度、責任のとり方をあげ、これらに関して中央銀行と国民の間にどの程度コンセンサスが形成されているかに依存するとしている。

注9）　三重野康〔1995〕は、中央銀行の独立性に関して、国民の信認を得ることの大切さを強調している。

「実際、『通貨の番人』としての中央銀行の重要性に関する認識は、インフレとの戦いに関する長い歴史の中で生まれた人類の叡知の産物である。したがって、中央銀行の独立性といっても、先験的に与えられるものではなく、国民の通貨価値の安定に関するコンセンサスと、実際の金融政策の成果に対する信認によって、現実に裏打ちされ、強化されるものでなくてはならない。」(同書25ページ)。

注10）　「独立性」という言葉ではなく、「自主性」という文言が用いられているが、この点につき国会審議の場で政府は次のように答弁している。「日本銀行の独立性という表現をとった場合には、日本銀行が内閣や国会から完全に

独立した存在との意味合いで受け取られることがあるということで、用語としては適当ではないのではないかということでございます。

実質的に申し上げますと、『自主性』という文言を用いているものでございますが、日本銀行法案全体において貫かれている考え方は、日本銀行の金融政策における独立性をより高めるという趣旨でございますので、用語の問題としてとらえていただければと思う次第でございます。」(山口大蔵省銀行局長答弁〈平成9年4月25日衆議院大蔵委員会〉)

第２部　銀行券の発行

第4章　わが国の発券制度

日本銀行の業務のうち最も本源的なものは銀行券の発行である。銀行券は通常、日本銀行の窓口から金融機関に発行され、様々な小口の支払・決済に使用された後、金融機関を経由して日本銀行に還流してくる。銀行券を円滑に供給することは日本銀行の業務の基礎といえる。

本章では、まずわが国における銀行券発行の方法を説明する。次に、時代とともに大きく変化してきた発券制度の変遷のあとを辿る。最後に、新しい日本銀行法における発券制度の大きな変革について述べる。

I　銀行券の発行方法

日本銀行は、日本銀行法第46条第1項において「日本銀行は銀行券を発行する」と定められていることに基づき、銀行券を独占的に供給している。この日本銀行法第46条の規定は、日本銀行に単に銀行券発行の機能を付与したばかりではなく、中央銀行の使命として経済取引の円滑な運行を図るために必要な通貨量を過不足なく供給しなければならない義務をも負わせたものであると解される。

また日本銀行法第46条第2項において、「前項の規定により日本銀行が発行する銀行券は、法貨として無制限に通用する」と定められており、日本銀行券をもってわが国唯一の法貨（リーガルテンダー）として強制通用力が与えられている。

一方、貨幣は、「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」の第4条第1項において「貨幣の製造及び発行の機能は、政府に属する」と定められており、同条第2項において「貨幣の発行は、大蔵大臣の定めるところにより、日本銀行に製造済の貨幣を交付することにより行う」として、一般への受払事務は日本銀行が行うことになっている[1)]。

このように、わが国では現在、銀行券は日本銀行が発行し、貨幣は政府が発行している[2)]。諸外国でも発行主体は、銀行券は中央銀行、貨幣は政府というのが一般的であるが、このように銀行券と貨幣の発行主体が別々の機関でなければならない理論的な理由はなく、現在の状態は多分に歴史的、沿革的な事情によるもの

（第2表）主要国における銀行券、貨幣の発行主体

	銀行券		貨幣	
	発行主体	製造者	発行主体	製造者
日本	中央銀行	政府 （大蔵省印刷局）	政府	政府 （大蔵省造幣局）
米国	政府 （中央銀行）	政府	政府	政府
ドイツ	中央銀行	政府、民間	政府	政府
イギリス	中央銀行	中央銀行	政府	政府
フランス	中央銀行	中央銀行	政府	政府
イタリア	中央銀行	中央銀行	政府	政府
カナダ	中央銀行	民間	政府	政府
韓国	中央銀行	政府	中央銀行	政府
フィリピン	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行

（注）　米国では、銀行券の発行権は、政府の1機関であり、中央銀行組織の最高意思決定機関である連邦準備制度理事会に属し、銀行券は各地区の連邦準備銀行が発行している。一方、貨幣の発行権は財務長官に属し、財務省造幣局から連邦準備銀行に引き渡された時点で発行されたことになる。

（出所）　日本銀行発券局〔1994〕

である。このため、歴史的な経緯にこだわる必要はない新興国などでは、銀行券・貨幣ともに中央銀行の発行下におく例が少なくない（第2表参照）。

また、日本銀行法第47条により、銀行券の種類は政令で、様式は大蔵大臣が定めている[3)]。現在、日本銀行が発行している銀行券は、一万円券、五千円券、千円券の3種類であり、法貨として強制通用力がある銀行券は、9額面（一万円券、五千円券、千円券、五百円券、百円券、五十円券、十円券、五円券、一円券）、21種類（様式別）にわたるが、上記の現行様式の銀行券（3種類）を除き、日本銀行に還流したこれらの銀行券はすべて廃棄している。

II　発券制度の歴史と変革

日本銀行の発券制度は、日本銀行創立以来新日本銀行法が制定された今日に至るまで、大きな変貌をとげてきた。発券制度は中央銀行の金融政策の基盤をなすものであり、いかなる発券制度をとるかによって金融政策に大きな違いが出てくることはいうまでもない。そこで本節では、日本銀行の発券制度の発展過程を辿ってみたい。

わが国では、明治新政府設立後しばらくは、貨幣の製造・発行権は政府が独占すべきものであるとするいわゆる「貨幣高権論」に基づき、政府が貨幣、紙幣の両方を発行した。しかし、明治5年に政府が不換紙幣の発行に踏み切ってからは、政府紙幣に対する国民の信認が急速に揺らぎ、その対策として、政府は明治6年から、各地に設立された国立銀行に対し兌換紙幣（もっとも明治9年からは不換紙幣に切り替え）の発行を認め、政府紙幣との置換を企図した。その後しばらく国立銀行紙幣は円滑に流通したが、明治10年に西南戦争が勃発し、政府紙幣、国立銀行紙幣（いずれも不換紙幣）が乱発されるようになると、たちまち紙幣価値の下落、厳しいインフレーションを招来するに至った。

そこで、政府は通貨価値安定のためには、当時のヨーロッパ先進国（英国、フランス、ベルギーなど）に倣って紙幣は兌換紙幣とし、その発行権を政府から独立した機関（中央銀行）に一元化する必要があると判断、明治15年に日本銀行を設立した。しかし、日本銀行による兌換銀行券の発行は、開業と同時には行われなかった。これは明治15年当時においては、不換紙幣と正貨との間にはまだ相当な開きがあり、開業と同時に兌換銀行券を発行すれば直ちに正貨の取付けにあうことが必至の状態にあったからである。日本銀行は、明治18年になってはじめて兌換銀行券を発行したが、兌換銀行券条例（明治17年5月公布）が日本銀行条例と別個の法律として制定されたのは、こうした事情によるものであり、本来ならば、日本銀行条例の中に銀行券の規定も含められなければならなかったのである。

ところが、兌換銀行券条例第2条によると、「日本銀行ハ兌換銀行券発行高ニ対シ相当ノ銀貨ヲ置キ其引換準備ニ充ツベシ」と書いてあるだけで、「相当ノ銀貨」がどの程度かの定めがなくあいまいであり、いわゆる発券制度としてはまだ明確

な形をとるに至らなかった。そこで、明治21年に兌換銀行券条例が改正され、同条例第2条のあいまいな準備規定を廃し、新たに「保証発行屈伸制限制度」が採用されることとなった。保証発行屈伸制限制度の内容は、次のようなものである。

①日本銀行は、兌換券発行高に対して、同額の金銀貨および地金銀を引換準備にあてなければならない（正貨準備発行）。

②このほか、とくに70百万円に限り、公債や商業手形などを保証として兌換券を発行することができる（保証準備発行）。

③さらに以上の発行高のほか、日本銀行は景況により銀行券の増加を必要と認めたときは、大蔵大臣の許可を得て、②の物件を保証として銀行券を発行することができる(制限外発行)。ただし、制限外発行額に対しては、年5分以上の制限外発行税を納めなければならない。

これが、日本銀行の発券制度として昭和17年の日本銀行法制定に至るまで、建て前として存続した発券制度であった。

なお、日本銀行が兌換銀行券を発行した当時は、法制上は金銀複本位制であったものの、蓄積正貨が主として銀貨であったことや東洋貿易上銀貨を便利としたことによって銀貨兌換であったが、日清戦争後、明治30年にわが国は「貨幣法」を制定して金本位制を採用したので、日本銀行券の正貨兌換は銀貨兌換から金貨兌換となった。

その後、昭和6年に満州事変が勃発するまでは、国民経済の発展につれて70百万円の保証準備発行限度が85百万円（明治23年)、120百万円（明治32年）と2度引上げられた以外には、発券制度としては特に大きな変化はなかった。

この間、金の輸出が一時禁止され、これに伴って金の兌換が事実上停止されたことはあるが、法律上兌換が禁止された訳ではなかった。また、日本銀行の現実の正貨準備は銀行券発行高に対してかなりの比重を持ち、従って実質的には金並びに外貨によるところの制約をかなり強く受けていたといえる。

ところが満州事変が勃発した直後の昭和6年12月、金輸出の再禁止と並んで金兌換は停止され、さらに翌昭和7年に政府は軍費調達のため赤字公債を大量に発行するに至ったが、その赤字公債は結局原則として日本銀行に引き受けさせた。これに伴い、従来の120百万円の保証準備発行制度では制限外発行が常時発生する

上に、5分の発行税を払ったのでは5分以下の国債は保有できないので、昭和7年に保証準備発行限度が一挙に従来の120百万円から1,000百万円に拡張されると同時に、制限外発行税率が年3分に引き下げられた。こういう形でインフレーション政策が始まったのである。

その後も戦争の進展につれて、この10億円の保証準備発行限度は拡張され、昭和13年には17億円、昭和14年には22億円まで拡張された。昭和15年末における正貨準備比率は1割にすぎず、日銀券発行高の9割は制限外発行も含めた保証準備発行が占めるに至った。こうして、相次ぐ保証準備発行限度の拡張と、それにも拘らず常態化する制限外発行のために、発券制度上、日本銀行の正貨準備のもつ意義は大きく低下し、保証発行屈伸制限制度は行き詰ってしまった。

そこで政府は、昭和16年、「兌換銀行券条例の臨時特例に関する法律」を制定し、兌換銀行券条例そのものは廃止せず、他方その大部分の条文の適用を停止し、「最高発行額屈伸制限制度」という発券制度を臨時特例という名前で採用するに至った。この制度は、「通貨を金から離しても管理することが可能であるという管理通貨制度の思想のあらわれ」[4)]でもあった。さらに、翌昭和17年、日本銀行法が制定された時に、この昭和16年制定の兌換銀行券の臨時特例に関する法律を廃止する代わりに、その中味の最高発行額屈伸制限制度をそのまま日本銀行法の中に恒久的に取り込み、従来形式的に残ってきた兌換銀行券条例も廃止した。これ以降、最高発行額屈伸制限制度がわが国の発券制度として太平洋戦争、占領時代を経て、平成10年3月まで存続してきたのである。以下、同制度の内容を説明しよう。

昭和17年制定の日本銀行法第29条は「日本銀行ハ銀行券ヲ発行ス」と規定し、その兌換については何ら規定するところがないから、日本銀行券は制度上も不換銀行券として性格づけられ、金兌換停止後も存続していた「兌換銀行券」の名称も、単に「銀行券」にかわった。このように日本銀行券が不換銀行券である関係から、正貨準備発行と保証準備発行とを区別することはなくなり、日本銀行は銀行券発行高と同額の保証つまり見返り資産を持ちさえすればよくなった。この保証物件として認められているものは、①商業手形などの手形、②手形・有価証券・金銀地金・商品などを担保とする貸付金、③国債、④政府に対する貸付金、⑤国債以外の債券、⑥外国為替、⑦金銀地金(金銀貨を含む)、⑧このほか大蔵大臣の

認可があれば以上に該当しない有価証券や債券などである。なお、手形・貸付金・外国為替は原則として3ヵ月以内に期日がくるような短期の流動的なものでなければならない。このように、金銀地金と外国為替は、手形や国債や貸付金などと並んで、単なる保証物件としてあげられているだけで、かつてのような正貨準備という特別の資格を与えられていない。従って、制度上は金銀地金や外国為替の手持がなくとも、手形や国債や貸付金さえあれば、銀行券を発行できる建て前になった。

また、日本銀行券の最高発行限度は、閣議を経て大蔵大臣が決定することになっているが、これは一応の限度で、日本銀行が必要と認めればこの限度を超えた制限外発行ができる。もっとも、15日を超えて制限外発行を継続しようとする場合には、大蔵大臣の認可が必要であり、また16日以後の制限外発行高に対しては制限外発行税（年3分）を納めなければならない。しかし、制限外発行を大蔵大臣が認可しないことはないので、結局、最高発行額屈伸制限制度は事実上日本銀行券の歯止めにはならない。

最高発行限度とは別に、金銀地金と外国為替を除く他の保証物件について、個別にどの位の金額まで保証に充て得るかという保証充当限度を大蔵大臣が定めることになっている[5]。手形や国債や債券などについて、それぞれいくらの金額までしか保証にあててはならないという限度が決められていれば、例えば、国債を無制限に日本銀行が引受けて銀行券を濫発することが自然にできなくなることが期待されるわけである。しかし、保証充当限度は大蔵大臣がいつでも変更できるので、この制度の実効はあまり期待できない。この制度は、昭和22年「通貨発行審議会[6]」が設置され、銀行券の最高発行限度を従来大蔵大臣が単独に決定する制度であったのを、この審議会の議決に基づき閣議を経て決定することに改めた際同時に設けられたもので、保証充当限度もこの審議会の議決を必要とするというところに意味があった。つまり、大蔵大臣が発券制度を財政の都合のために悪用する可能性を牽制する役割をもっていた。しかし、昭和27年に行政整理の一環としてこの審議会が廃止され、保証物件充当限度制度の本来の役割がほとんど発揮されない状態となった。

III　新日本銀行法における発券制度

平成10年4月から施行された新日本銀行法では、発券制度に大きな変革が加えられた。それは、従来の発券制度の大きな特徴であった「最高発行額屈伸制限制度」と「発行保証制度」が廃止されたことである。両制度の成立経緯や内容については既に説明してきたが、今回の日本銀行法改正でこれらが廃止されるに至った理由について、金融制度調査会の答申は次のように述べている。

（最高発行額屈伸制限制度の廃止について）

「金本位制から管理通貨制度に移行する過程においては、兌換制度の維持に代わり、銀行券の発行高が重要な意味を持つと考えられた。こうしたことから、昭和17年に制定された現行日本銀行法は、いわゆる最高発行額屈伸制限制度を採用し、一時的に発行限度を超えることを容認しつつも、原則的には、銀行券発行高の上限をコントロールしていくことを基本としたものである。

しかしながら、最近の議論においては、銀行券の発行高のみに着目することは不適当であり、国民経済への影響の観点からは、むしろ、『マネーサプライ』という概念が、より重要であるとみなされている。こうした状況の下、銀行券発行高を制限することがどれだけの意義があるのかは疑問と言わざるをえない。

また、中央銀行が銀行券の発行高をどれだけコントロールし得るかという点についても、銀行券の発行は、経済取引の繁閑に伴い、拡縮しうるものであり、実際の最高発行限度額の変更もむしろ、現実の銀行券発行高を追随してきたところである。

こうした点にかんがみれば、現行の最高発行額制限制度の意義は希薄になっており、最高発行額制限制度は、廃止することが適当である」[7]。

（発行保証制度の廃止について）

「発行保証制度の意義は、日本銀行券の価値を、日本銀行の保有する優良確実な財産によって裏付けることにあると考えられる。ただし、管理通貨制度

の下、日本銀行券の価値はその保有する財産から直接導かれるものではなく、日本銀行券の価値の安定のためには、発行保証制度より、むしろ日本銀行の金融政策の適切な遂行が求められているところである。

その意味では、今回の日本銀行改革で強化された政策委員会が金融政策を適切に運行することを前提にすれば、発行保証物件の保有を義務づけることの意義は小さくなり、発行保証制度を廃止することが適当であると考える。ただし、発行保証制度の廃止後においても、中央銀行の財務の健全性の重要性が減ずるわけではなく、銀行券の価値に対する信認を確保するためにも、中央銀行の全体としての財務の健全性に対する十分な配慮が必要である。[8)]」

以上の今回の措置は、諸般の状況を考えた時、適切な改革の方向ということができよう。すなわち、最高発行額屈伸制限制度は金本位制時代の遺物ともいうべきものであり、管理通貨制度の下で銀行券発行に制度的な拘束を設けても何ら意味をもたないといえよう。また、発行保証制度についても、中央銀行の財務の健全性は極めて重要なことであるが、これは銀行券を個別保証物件とリンクする形で達成されるべき必然性はなく、むしろ全体としての健全性が確保される枠組みの中で考えられるべきものであり、仮に日本銀行の資産に内容の良くないものが発生した場合にも、引当金等の会計的な手当てを行うことになるものと思われる。なお、フランス（フランス銀行）、ＥＣ（欧州中央銀行）では発行保証を規定していない一方、米国（FRS）、英国（イングランド銀行）では未だ発行保証の規定を残している。[9)]

注１）　政府が発行する貨幣は、「通常の単位及び貨幣の発行等に関する法律」第７条において、額面価額の20倍（すなわち20枚）までは法貨として強制的に通用（ただし、公納する場合は無制限に通用）することが定められている。これは、貨幣は私的な取引においては１回当りの使用枚数が多すぎると受け取り側の計算や保管に手間がかかるためである。

注２）　このため、日本銀行の貸借対照表においても、銀行券は負債の「発行銀行券」に計上され、貨幣は資産の「現金」に計上されている。

注3）　旧日銀法では、銀行券の種類、様式とも大蔵大臣が決定することとなっていたが、新日銀法では種類については政令で定めることとなった。

注4）　館龍一郎・浜田宏一〔1972〕135ページ。

注5）　吉野俊彦〔1962〕は、日本銀行券の保証物件について各物件ごとに充当限度を設けるに至った経緯、狙いについて次のように述べている。

「日本銀行券のほとんど全部が国債あるいは政府貸上金証書を保証物件とすることも可能であったので、このような制度のもとでは日本銀行としては財政による発券作用の濫用に対して抵抗しにくいことになるわけであります。そこで日本銀行としては、財政の赤字によってインフレーションが進展していくことが全く明らかであるという事実にかんがみ、政府の発行する国債と政府に対する貸上金証書の充当限度を何とかして抑えたいという気持だったのであります。しかし国債と政府貸上金証書だけに限度を設けるというのもあまりにかどが立つというので、手形のようなものまで含めて全部保証物件ごとに充当限度を設けることにしたのであります。」（同書184ページ）。

注6）　「通貨発行審議会」の意義について吉野俊彦〔1962〕は次のように述べている。

「従来は日本銀行券の最高発行限度は大蔵大臣が単独にこれを決定することになっていたが、この改正（昭和22年4月に日本銀行法の一部が改正）によって日本銀行券の最高発行限度は、新設される『通貨発行審議会』の議決に基づき、閣議を経て大蔵大臣がこれをきめることになったのであります。この法律の解釈として、議決に基づきということになっておりますから、その議決に反する決定を大蔵大臣がやるわけにはいかない。したがって審議会は単純な諮問機関ではない。閣議を経たのちに決定して官報に告示するのは大蔵大臣であるけれども、大蔵大臣は通貨発行審議会の議決した金額と異なった金額を決定することはできないものとされたのであります。」（同書183ページ）。

注7）　金融制度調査会答申［1997］33～34ページ。

注8）　金融制度調査会答申［1997］33ページ。

注9）　米国、英国の発行保証物件の規定は次のとおりである。

①米国…連邦準備券の見合いとして提供される物件は、各連邦準備銀行の割引、貸付により取得された約束手形、送金手形、為替手形もしくは引受手形、いずれかの連邦準備地区の連邦準備制度加盟銀行の裏書を有しかつ公開市場操作により買い取られた為替手形、銀行引受手形、金証券、SDR 証券、合衆国又はその機関の直接債務証書又はこれらにより元利が完全に保証された債務証書等でなければならない。

②英国…イングランド銀行は、発行部の金貨と金地金に加え、不換紙幣の発行に引当てるために十分な価値の証券を、適時に充当し、発行部において保有しなければならない。

第5章　中央銀行のシーニョレッジ

通貨の発行益、いわゆる「シーニョレッジ (seigniorage)」の問題は、従来、主として国際通貨制度との関連で検討されることが多かったが、近年、金融システムの安定化や中央銀行の業務、役割との関連でシーニョレッジをいかに活用、還元すべきかといった観点から議論されることが多くなってきている。

本章では、まずシーニョレッジの定義、内容について整理し、そのおおよその大きさを確認したうえ、日本銀行におけるシーニョレッジの還元方法や今後のあり方について述べる。

I　シーニョレッジとは何か

マネーの発行に伴い発行者が取得する利益は、一般に「シーニョレッジ」と呼ばれ、「マネーの発行額面とその製造原価との差額としてマネー発行者が取得する利益」としてとらえられている。こうしたシーニョレッジは、マネーの素材として安価な紙等が使われるフィアット・マネー（fiat money、不換通貨）制度において典型的に現れる。マネーの供給者が実際に取得するシーニョレッジの形態としては、「発行益としてのシーニョレッジ」と「運用益としてのシーニョレッジ」の2つがある。前者は、「新規に発行したマネーの額面と製造原価等の差額として発行者が取得する利益（キャピタルゲイン）」であり、後者は、「発行済のマネー見合いで保有する資産から得られる利子等の収入と、発行済のマネーの管理費用等との差額として発行者が取得する利益（インカムゲイン）」のことである。

この分類に従うと、中央銀行が取得するシーニョレッジは「運用益としてのシーニョレッジ」となり、政府が取得するシーニョレッジは「発行益としてのシーニョレッジ」である[1]。このように両者のシーニョレッジが異なるのは、次のような理由によるものである[2]。

中央銀行にとって銀行券はお金ではなく、その所持者に対する負債である。負債の成立には債権をもつ相手がいる。未発行で相手がおらず中央銀行の金庫に眠っている銀行券は紙片にすぎない。中央銀行は銀行であるので銀行券という負

債を見合いとして金融資産（手形・債券の買入れ、貸付けなど）を購入する。財やサービスを買うことはありえない。その結果、有利子の金融資産と無利子の負債＝銀行券（ただし印刷費はかかる）が見合って利益が出るのである。このように利益の源は銀行券の額面からではなく、そこから生まれる利鞘からである。すなわち、中央銀行の取得するシーニョレッジは運用益としてのシーニョレッジである。

他方、政府の発行する貨幣、紙幣（わが国では、現在、政府紙幣は発行されておらず、貨幣のみである）は、返済の必要性（債務性）が意識されておらず、発行額面で財・サービスが購入され、費消されてしまう。このため、政府は発行額面と製造原価の差額を利益として取得する。つまり、政府の取得するシーニョレッジは発行益としてのシーニョレッジである。同じシーニョレッジといっても、政府紙幣・貨幣と中央銀行券はと全く異質である。銀行券で中央銀行が買うのは金融資産だけであり、実物資産ではない。中央銀行が物を買いうるとしても、それは金融資産が生み出す利鞘分だけなのである。

今日、ほとんどの国においてマネーは中央銀行によって独占的に発行されており、この結果、シーニョレッジも必然的に中央銀行に集中されている。こうした制度が採用されているのは、マネーの自由な発行を民間部門に認めると、シーニョレッジの獲得を目指してマネーが安易に発行されることとなり、マネーの増発によるインフレの高進や複数のマネーの流通に伴う煩わしさ（取引費用の増大）といった様々な問題が顕現化し、マネーがその機能を果たせなくなると考えられているためである。これは、過去の歴史において民間部門が競争的にマネーを供給するという通貨制度（いわゆる「フリーバンキング」）はあまりうまく機能しなかったという経験を踏まえた考え方といえよう。[3)]

II　シーニョレッジの大きさ

中央銀行にもたらされるシーニョレッジは実際には銀行券発行見合い資産の「運用益としてのシーニョレッジ」であるが、その大きさはどの位のものであろうか。シーニョレッジの大きさについては、各国中央銀行とも、その資産・負債や損益の状況について必ずしも詳細に明らかにしていないこともあって、正確な

（第3表）主要国のシーニョレッジの対 GNP 比（%）

	1960～73年	1973～78年
日本	1.4	1.2
米国	0.4	0.5
イギリス	0.6	1.0
ドイツ	0.9	0.7
フランス	1.2	0.3
イタリア	2.0	3.9
カナダ	0.5	0.7
スイス	2.1	1.4
スウェーデン	0.5	0.9
先進14カ国平均	1.0	1.0

（出所）S. Fischer〔1982〕

数字を把握することは困難な状況である。

しかし、シーニョレッジのおおよその大きさをつかむという点では、Fischer〔1982〕の試算がひとつの目安となろう。Fischer は、シーニョレッジを単純に「ベースマネーの増加額（製造原価はゼロと仮定）」として捉え、1960～73年と1973～78年における年平均のシーニョレッジを推計している。それによると、インフレ率や実質経済成長率等の格差を映じて、国によりバラツキはあるが、先進14か国平均ベースでみると、両期間とも、年平均で GNP の1%程度のシーニョレッジが生じていることが分る（第3表参照）。このため、欧米先進国では、GNP の約1%もある中央銀行のシーニョレッジをいかにしたらより有効に活用、還元することができるかを改めて検討することが、重要な政策課題の1つとして採り上げられている。

III　日本銀行におけるシーニョレッジの還元方法

日本銀行のシーニョレッジの事後的な還元[4)]（会計処理上の純利益ベースで行う

還元）は、①租税納付、②配当金支払い、③準備金積立て、④国庫納付、によって行われる。このうち、①の租税納付は、当期純益金のうち積立金、配当金等に相当する部分に係る法人税等であり、②～④に関しては、出資証券に対する年5％の配当金[5]が支払われ、剰余金の5％の法定積立金をはじめとする準備金[6]が積立てられたあと、これらを控除した全額が国庫に納付される[7]、という形で行われている。国庫納付金は一般会計（税外収入）に組入れられ、他の収入と区別されずに財政支出されている。このように、いわゆる全額納付金制度がとられているのは、日本銀行の剰余金は、銀行券の独占的発行に由来するものであるために、内部留保に充てる以外は国庫に帰属すべきであるとの考え方に基づいている[8]。

しかし、そもそも中央銀行にシーニョレッジを集中させた目的は、歴史的な教訓も経て、マネーの自由な発行を民間部門に認めた場合、シーニョレッジ獲得を目指した不換紙幣が増発される弊害を除去するためのものである。そのシーニョレッジを、政府が当然のごとく帰属権を要求したとすれば、政府は不換紙幣の増発によって財政収入を増大させるというインセンティブを保有するだけに、インフレ助長的な金融政策を求めるおそれが強まってくる。極端な事例が、発展途上国にみられるような中央銀行会計と財政の融合（amalgamation）である（アルゼンチン、フィリピン等の例）。この場合、単に中央銀行利益の国庫納付という方法のみでなく、あらゆる種類の事後的、事前的な還元方法を通じた直接的かつ大規模な財政赤字ファイナンスが可能となるから、インフレや財政節度の緩みが一層深刻化する。

このように、シーニョレッジの国庫納付については、政府のインフレ・バイアスも助長しかねないだけに、諸外国においては、納付金の国庫金への充当に当ってその支出先を限定するなどの工夫もみられ、多分に精神規定的な面もあるが、少なくとも理念としては財政の節度を維持するという点での意義を有している。例えば、米国の連邦準備法[9]には、純利益から準備金、配当金を除いた国庫納付金の使途は、国債の償還等に限定される旨の規定がある。また、ドイツのブンデスバンクの場合は、1989年の「連邦予算構造法」改正により、納付金が当初見通しを上回った場合は、その分を政府の債務処理に充てることになっている[10]。

これに対して、わが国の場合は、国庫納付金が一般会計に組入れられ、他の収

入と区別されずに財政支出されているが、この点では上述の財政のディシプリン維持という点で問題となりうるところである。

Ⅳ　中央銀行の利益処分のあり方

以上みてきたように、わが国では、シーニョレッジの活用、還元方法としては、中央銀行の収支決算後に生じる純益金を、銀行券の独占発行権を中央銀行に付与している政府（国庫一般会計）へ納付するのが一般的かつ唯一の方法であるとの見方が少なくない。

しかし、中央銀行のシーニョレッジ還元は、必ずしも政府への納付（あるいは政府短期証券への低利引受けといった歪んだ形の還元も含めて）を通じてだけなされるべきものではない。それは、本来、①準備金を積み、「最後の貸し手」機能が真に必要な時に備えて自己の財務内容を強化し、中央銀行の発行する通貨に対する信認を高め、通貨の安定に寄与することや、②中央銀行が提供する決済サービス等の質や範囲を向上させるための費用（中央銀行サービスコスト）に充当する、といった方法によっても、国民に還元されるべき筋合いのものである。

とくに近年、中央銀行の役割として金融システムの安定化政策の重要性が増し、中央銀行が提供する決済サービスや中央銀行の「最後の貸し手」機能のあり方、並びにそのコスト負担をどうするかが改めて問われている状況下、マネー供給以外の中央銀行業務に係るコストの負担も、国庫納付等の純益金の処分と同様にシーニョレッジの還元であるとの見方が増えてきている点が注目される。例えば、「最後の貸し手」機能の発動コストへのシーニョレッジの充当に関してみると、あまり踏み込んだ対応をとっていない中央銀行（米国 FRB 等）がある一方で、インカム・ロスだけでなく、キャピタル・ロスを被るのも妨げないといった形で、比較的積極的にシーニョレッジを「最後の貸し手」機能の発動コストとして活用している中央銀行（イングランド銀行、カナダ銀行等）がある点は、極めて興味深い。

こうした中央銀行業務へのコスト負担と政府への納付金とのバランスについては、通貨価値の信認確保に密接に関わるため、中央銀行自身が判断していく性格のものと考えられよう。

注1）　民間銀行においても付利されない当座預金にはシーニョレッジが生じているが、当座預金は、支払完了性(finality)がないほか、その供給が競争的に行われるなど、中央銀行券や貨幣とは基本的な性格が異なっているので、本稿では対象から除いて考えることにする。

注2）　西川元彦〔1984〕42～43ページ。

注3）　理論的には、フリーバンキング制度の下でも、マネー発行主体間の競争が効率的に行なわれ、市場メカニズムが理想的に機能するとすれば、通貨制度の安定性が確保される場合もあり得る。

注4）　シーニョレッジの還元方法には、中央銀行の収支決算の後に残った純利益を還元する方法、つまり「事後的還元」と、期中に中央銀行業務の遂行の過程でシーニョレッジを還元する方法、つまり「事前的還元」の2つがある。前者は、国庫納付や配当金支払いなどであり、後者は、中央銀行業務コストへの充当や政府に対する低利の貸付け・国債引受けなどである。日本銀行のシーニョレッジに関しては、事後的還元が約6割、事前的還元が約4割とみられている。

注5）「日本銀行は、大蔵大臣の認可を受けて、その出資者に対し、各事業年度の損益計算上の剰余金の配当をすることができる。ただし、払込出資金額に対する当該剰余金の配当の率は、年百分の五の割合を超えてはならない」(日本銀行法第53条第4項)。

注6）「日本銀行は、各事業年度の損益計算上剰余金を生じたときは、当該剰余金の額の百分の五に相当する金額を、準備金として積み立てなければならない」(日本銀行法第53条第1項)。このほか、別途積立金、償却準備金が積み立てられている（同法第53条2項)。

注7）「日本銀行は、各事業年度の損益計算上の剰余金の額から、第一項又は第二項の規定により積み立てた金額及び前項の規定による配当の金額の合計額を控除した残額を、当該各事業年度終了後二月以内に、国庫に納付しなければならない」(日本銀行法第53条第5項)。

注8）　今日では、マネー発行とこれに伴うシーニョレッジは中央銀行に集中するのが一般的であるが、わが国を含めて貨幣については政府が発行している国

もある。こうした国では、政府がシーニョレッジの一部を取得していることになる。因みに、わが国における政府の貨幣発行に関わるシーニョレッジの経理処理は次のように行われている。すなわち、発行時点で、貨幣の新規発行高から原材料費、各種経費を控除した金額をいったん貨幣回収準備金にプールし、年度単位で、発行残高から、①市中流通高の10%相当額、②日本銀行保有貨幣の額面相当額、③地金の価値相当額の合計を控除した金額を、一般会計に組み入れるという形で行われている(造幣局特別会計法施行令第5条の2)。

注9)　「連邦準備銀行から国庫に納付された純利益は、財務長官の裁量により、合衆国政府紙幣の見合いに保有される金準備の積増し、また財務長官の定める規定に基き国債の償還に充当される」(連邦準備法第7条(2))。

注10)　1995年からは、この原則に従い、当初見通しを上回った納付金はドイツ債務処理基金に贈与されている。

第３部　金融政策の実践

第6章　公定歩合政策

I　公定歩合の体系

公定歩合は、日本銀行が民間金融機関に対して貸出を行う際に適用する基準金利であり、現在、次の2種類から成り立っている。

公　定　歩　合

（平成7年9月8日実施）

1．商業手形割引率ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率	年0.5%
2．その他のものを担保とする貸付利率	年0.75%

商業手形割引率の「商業手形」とは、商人がその販売しようとする商品を購入するために振出した複名の手形で、日本銀行が再割引に応じた時から満期までの期間が3ヶ月を超えないものである。従って、3ヶ月以内であっても、商人が振出していないものは商業手形にならない。かつては、生産に従事している事業会社が原材料を購入するために振出した場合の手形を工業手形といい、これを割引いたり、手形貸付の担保にとる場合に、並手形以上の優遇をしたことがあるが、今日においては、この制度は廃止されて存在しない。商業手形の割引を基準割引率として優遇する趣旨は、工業の場合と違って、すでに商品の生産過程は終了し、従って品質の変化する心配がないこと、「自己決済性」の度合が高いことなどに由来するものである。

また、上記の公定歩合の種類の1において「『特に指定する債券』または『商業手形に準ずる手形』を担保とする貸付利率」という場合の「特に指定する債券」、「商業手形に準ずる手形」とは、現在、次のものをいう。

①　特に指定する債券

政府保証付債券、利付金融債、割引金融債、適格地方債、適格社債、外国政府円貨債券、国際金融機関円貨債券

――地方債、社債については、市場性があると認められることが条件であり、また社債については、元利金の支払が確実と認められることも条件となっている。

② 商業手形に準ずる手形

原材料購入関係準商業手形、輸入決済関係準商業手形*、輸入運賃関係準商業手形*、本邦通貨表示期限付輸入関係準商業手形*、輸出前貸関係準商業手形、本邦通貨表示期限付輸出関係準商業手形、円建銀行引受手形関係準商業手形

――現在、運用上、実際の取扱いがあるのは、＊印のもののみである。[1)]

さらに、上記公定歩合の種類の2の「『その他のもの』を担保とする貸付利率」という場合の「その他のもの」とは、以下のものをいう。

① 単名、複名形式の一般手形

② 証券金融会社振出の短資手形

③ 証券会社振出の証券手形

――①については、日本銀行による信用判定が高いものに限られている。

公定歩合の計算は、貸出実行日と返済日の両方の日の金利を徴収する「両端入れ方式」で計算していた。しかし、平成9年11月、インターバンク市場における取引慣行との整合性確保や日本銀行の政策運営の透明性向上の観点から、貸出実行日の翌日から計算する「片落方式」に変更された。両端入れとは、ある月の1日に借り、30日に返済すると、正味の借入期間は29日であるが、金利は30日分負担するということである。極端な場合には、朝返して夕方借りることによって1日に2日分の金利を負担することが生じる。実際には、このように日歩が“踊る”ことのないように、手形貸付の場合には、手形期限の延長という形式を認め、1日に2度金利を徴収しないようにすることが多い。しかし、返済圧力の強まる引締期には、このような日歩の“踊り”や平均手形期間の短縮による実効金利上昇の可能性が常に存在しているということが、銀行をして日本銀行借入を割高なも

のと意識させていたのである。

II　高率適用制度と公定歩合

1．高率適用制度中心の金利政策――昭和20年代

公定歩合は日本銀行の主要な貸出金利であるが、過去においては、公定歩合より高い金利で貸す高率適用制度があった。高率適用は、もともと米国の国立銀行でとっていた制度で、それを明治の末に日本銀行が学んで取り入れたものである。[2)] もっとも、昭和12年以降は廃止された状態にあったが、戦後昭和21年1月に復活した。

高率適用制度の内容は次のようなものである。日本銀行があらかじめ定める内規によって、各市中銀行ごとに最低利子率適用限度額を定め、その金額の範囲内での貸出ならば公定歩合で貸出を行う。しかし、この金額を超えた場合には、公定歩合では貸さずに、公定歩合よりも高い率、すなわち第1次高率を適用する。さらにこの第1次高率で貸出しうる限度額を定め、それを超えた場合には第2次高率を適用するというものである。もっとも、日本銀行の貸出のうち、手形割引と当座貸越とは確定利子率により高率を適用しないから、結局、日本銀行の高率適用は手形貸付制度についてのみ存在することになる。

さて、日本銀行の公定歩合の運用の仕方は戦後の大きな問題であり、昭和30年8月の公定歩合引上げまでの期間は、非常に変態的な金利政策が行われていた。つまり、金融情勢のいかんに応じて公定歩合を弾力的に動かすことをあきらめて、もっぱら上記の高率適用を弾力的に変更することによって、その時々の金融情勢に対処してきた。

何故そういう運用を行ってきたかといえば、何よりも当時日本においては低金利政策の要請が非常に強かったからである。こういう事情があって、公定歩合を引上げると、どうしても市中の貸出金利を動かさざるを得ない。これに対して、高率適用であるならば、市中銀行と日本銀行限りの経理上の問題であるということで、なるべく事業会社のコストアップにならないように、しかも市中銀行の経理の関係から、事業会社に対して貸出が行いにくいようにしようとの狙いがあった。また、ドッジ・ラインの時には財政は非常な引揚超過であり、これを放任す

ると民間の金融市場が大変逼迫して困ることになる。そこで、いわゆるディスインフレーション政策が2年ほど続いたが、このときは、日本銀行の貸出をむしろ積極的に増やさなければ、財政の揚超に対処できないこともあり、公定歩合を市中金利以下に据え置く必要があるという状況であった。さらに、昭和24年に日本銀行に政策委員会が設けられてからは公定歩合は日本銀行限りで決定できるようになったが、昭和17年の日本銀行法制定以来、政策委員会設置までは、公定歩合は政府の認可を必要としていた。そこで公定歩合を動かすよりも日本銀行限りで運用できる高率適用に主として頼るようになった。

このようないろいろな経緯の結果、日本銀行は公定歩合の引上げと同じ効果があるような高率適用の算定方式を作成した。従って、高率適用制度を強化していくと、公定歩合による貸出金額は極めてわずかとなり、日本銀行の市中銀行に対する貸出の大部分は高率が適用されるということになる。そうなれば、公定歩合は名目的な存在になってしまい、実際上高率適用制度を強化すれば、公定歩合を引上げた場合と同じ効果が期待できることになる。

しかし、このようなやり方は何といっても極めて変態的であり、高率適用制度はむしろ例外的な罰則であるのが本来の姿である。そこで、昭和30年8月10日に至って、日本銀行は公定歩合を大幅に引上げるとともに、同年8月17日から高率額適用制度を根本的に改め、高率適用を全く例外的な罰則の地位に落とした。[3)]

なお、ここで重要なことは、高率適用制度の下では、罰則的高金利を支払う銀行には、原則として日本銀行貸出を供与していたことである。その意味で、昭和30年8月までの貸出政策は差別性が少なく、それ以後の日本銀行貸出の額そのものを配分する差別的信用割当を本質とする貸出政策とは、性格が大きく異なっていたといえよう。[4)]

2．信用割当の開始

昭和30年8月の改正は、貸出の調節を高率適用中心から公定歩合中心に切り替えたものであり、それまで第2次高率金利が果たしてきた機能を、以後公定歩合に果たさせようという狙いのもとに実施されたものであった。

しかし、考え方としては極めて適切であったにも拘らず、昭和32年の初めての

引締期の運用に際し、意図に反してその裏目が出てしまった。すなわち、昭和32年3月の引締め開始に際しては、公定歩合を日歩1厘引上げ2銭1厘とし、同時に適用高率も従来の1次、2次の2本建てから公定歩合の日歩3厘高の1本に統一した。同年5月には、さらに公定歩合を日歩2厘引上げて2銭3厘とした。しかし引締期であるにも拘らず、この日歩2銭3厘の水準は、かつての第2次高率金利であった日歩2銭6厘よりもはるかに低かった。

このように公定歩合の水準は、日本銀行貸出の需給を均衡させる水準を大きく下回ることとなったので、日本銀行銀貸出に対する超過需要は著しく大きくなった。こうした状況を背景に、主に都市銀行に対する日常の資金繰り指導によって信用割当の強さを調節し、さらに都市銀行の貸出額を査定するという昭和30年代以降の貸出政策が始まったのである。[5)]

III　信用割当型と公定歩合

わが国の公定歩合操作のひとつの特徴は、以前は先進主要国の多くの公定歩合水準が市場金利のコールレートよりも高くなっていたのに対して、わが国では低かったという点である。本節では、政策手段として両者にはどのような違いがあるかを検討してみよう。[6)]

1．ペナルレート型と信用割当型

金融機関にとって、中央銀行からの借入れと短期金融市場での資金調達とは代替関係にある。金融機関は、公定歩合と市場金利とを比較し、より低いコストの手段で資金を調達しようとする。こうした行動を踏まえ、英国を中心とした伝統的な考え方では、公定歩合は市場金利よりも高い罰則的な水準に設定するのが望ましいとされた。この場合は、資金不足の銀行は、まず低コストの市場資金を取り入れた上で、どうにも調達しきれない最終的な不足額についてだけ中央銀行借入れに依存するようになる。また、銀行は少しでも資金繰りに余裕ができれば、高コストの中央銀行借入れを優先的に返済する。従って、中央銀行による信用供与につき格別の利用制限を設けなくても、自動的に市場全体の資金過不足に合った形に調節される。このように公定歩合が市場金利の上限を画する設定方式を「ペ

ナルレート（penal rate、罰則金利）型」とよんでいる。

これに対して、わが国の公定歩合水準は市場金利よりも低く設定されてきた。従って、この場合は上記とは逆に、金融機関はまず中央銀行借入れに依存する行動に出ることになる。放っておくと中央銀行借入れは際限なく続き、状況によっては金融市場で不足している額以上の資金供給が行われ、ひいてはマネーサプライの増加につながる恐れが出てくる。従って、この場合には、中央銀行は貸出額を能動的に制限することになる。こうした公定歩合の設定方式を「信用割当（credit rationing）型」とよんでいる。

英国はペナルレート型の典型であり、一方わが国は信用割当型である。ドイツは両者を併用、米国は金融情勢によってペナルレート型になったり、信用割当型になったりしている。

2．金利自由化とペナルレート型の変化

1960年代までは欧米主要国は伝統的にペナルレート型の公定歩合操作を行っていた。しかし、1970年代になると状況が変わってきた。各国とも金利の自由化が進み、この結果金融政策の波及経路は、公定歩合と実体経済の直接的な結びつきよりも、市場金利を通ずるメカニズムに移っていった。しかも、マネーサプライ重視への移行のもとで、いっそう機動的な金利操作の運営が必要となってきた。各国が金融政策の手段の重点を、市場金利の誘導を目的とした公開市場操作に移したのはこのためである。

この場合、金融引締め時に市場金利の上昇に応じて、市場金利の天井である公定歩合を弾力的に引き上げうるかどうかが問題となった。もし、アナウンスメント効果の大きさのため、社会的・政治的な関心を集め公定歩合操作が機動的でなくなるようなことがあれば、ペナルレートの公定歩合は市場金利の機動的な上昇を妨げることになる。

実際に英国ではそうした悩みがあり、ペナルレート型のあり方を維持しつつ、公定歩合のアナウンスメント効果を排除するため、その公表停止に踏み切った（1981年）。米国は、金融緩和期にはペナルレート型とするが、強い引締め期には信用割当型をとるようになった（1982年）。ドイツは、公定歩合として再割引歩合

とロンバート貸付歩合の2つをもち、通常は、再割引歩合が信用割当型、ロンバートレートがペナルレート型で運営される。従って、コールレートは再割引歩合を下限とし、ロンバートレートを上限として変動するが、1980年代以降この仕組みは、引締め時においては、再割引枠のみならず、ロンバート貸付についても信用割当型の運用が図られるようになってきた。

この間、わが国は昭和30年8月の高率適用制度の根本的な改正以降、後述する平成7年3月まで一貫して信用割当型をとってきた。

3．信用割当型運営の利点と問題点

以上のような各国の政策面の変化を眺めた場合、わが国が採用してきた信用割当型の運営には、次のようなメリットが存在していた。

①市場金利は、公定歩合に制約されずに自由に変動することができる。つまり、公定歩合は市場金利の下限を画しているのみなので、市場金利はいくらでも上昇できる。

②公定歩合操作のアナウンスメント効果を市場の状況とは独立に発揮させることができる。

③中央銀行の貸出量を能動的に、かつきめ細かく調整することができ、金融機関の与信拡張に強力な抑制効果を発揮できる。

他方、信用割当型の公定歩合操作には、次のような大きな問題点も存在していた。

①市場金利よりも低い公定歩合は一種の補助金であり、貸出を受ける先とそうでない先の間に不公平が生じる。

②借り入れている金融機関にとっては返済圧力が生じず、オーバーローンがなかなか解消しない要因となる。潜在的には、中央銀行借入れ増、与信拡張の圧力をもっている。

③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さいの指標としての影響力（指標性）が低下する可能性がある。

そこで日本銀行は、信用割当型のもつメリットや問題点を念頭におきながら、都市銀行の日銀借入れ依存度を低下させていくとともに、公定歩合を市場金利とできるだけ緊密化させていくことに注力し、その実現に向けて進んできた。

Ⅳ　公定歩合変更の効果

日本銀行の貸出金利は、昭和30年8月の高率適用制度の改正を経て、事実上信用割当型の公定歩合中心の金利体系に変わった。こうした信用割当型の下で、公定歩合の変更はどのような効果をもっているのであろうか。本節では、このことをみてみよう。

公定歩合の変更の効果については、一般に「コスト効果」と「アナウンスメント効果」の2つの効果が指摘される。

1．コスト効果

まず公定歩合を引き上げると、直接的には、日本銀行からの借入れに依存している銀行の金利負担が増えることになる。もっとも、日本銀行から資金を借りている銀行でも、その銀行の資金量全体からみると日本銀行借入金はごく1部にすぎないから、その金利負担が増えてもそれほど影響はないとみることもできる。しかも、公定歩合が引上げられても、信用割当型の下では公定歩合が短期金融市場のコールレートや手形レートより依然として下回っているため、銀行にとって短期金融市場から資金を借入れるよりも日本銀行から借入れた方が有利であることに変わりはない。従って、こうした面からのコスト効果はほとんどないといえよう。

しかし、実際には公定歩合の影響は、これだけにとどまるものではない。公定歩合が引上げられると、日本銀行は金融調節によりコールレートや手形レートもほぼ同幅だけ上昇するよう誘導するので、この結果、日本銀行からの借入れやコール・手形市場に対する依存の大きい銀行、つまり資金ポジションの悪い銀行ほど、金利負担の増加に苦しむことになる。従って、市中銀行としては、貸出を抑えて資金ポジションを改善することは、金利負担の増加を避けるうえで大切な経営戦略となる。この点は実証分析でも確認されており、公定歩合引上げは、コールレー

トや手形レートを通ずる間接的なコスト効果がかなり大きいといえよう[7]。

コスト効果がどの程度の有効性をもつかに関しては意見が分かれるところだが、概してその効果はあまり強くないという意見が有力である。いずれにしても、銀行が中央銀行からの借入れを行うか否かは、銀行の利潤動機に基づく選択に依存する面が大きいので、銀行が過剰な準備を保有し、中央銀行からの借入れを必要としない状況については、公定歩合政策は限界をもつことにならざるを得ない[8]。

2．アナウンスメント効果

公定歩合政策を重視する人々は、公定歩合変更のアナウンスメント効果を重視する。公定歩合の変更は中央銀行が政策変更を行うという公式の表明であり、公定歩合を引上げるというのは、現在の景気を放置すると今後いろいろ問題がでてくるので、そうした事態を避けるためにこれからは金融を引締めて景気上昇を抑えるという中央銀行の意思を表明しているから、それは企業の活動や個人消費あるいは住宅建設を抑制する効果をもつことになる。

しかし、公定歩合の引上げが、もし将来景気が上昇するであろうと予想する人々の確信を強める場合には、中央銀行の意図に反して投資を促進するかもしれない。このように、アナウンスメント効果の大きさやタイミングなどは多くの心理的なものに依存しているので、あらかじめ正確には予想しがたい面をもっている。

V　公定歩合政策の役割変化とその位置付け

高度成長は昭和48年の変動相場制移行と第1次石油危機により終わったが、それ以降、ここでの関連でいえば、金融市場の整備が進展し、金利が自由に動くことが確保される状況が徐々に実現してきた。これは金融政策の環境として大きな変化である。こうした状況変化の下で、前記のような公定歩合を信用割当型で運用する方法がこれからも有効性を維持していくことができるのであろうか。また、金利自由化が進展した状況の下では、経済全体の中での公定歩合の持つ意味も大きく変化してくるのではなかろうか。そこでここでは、現在における公定歩合の役割とその位置付けについて説明しよう[9]。

1．公定歩合操作と市場金利誘導政策

わが国では、金融政策といえば公定歩合政策という時代が長く続いてきた。この背景としては、金融市場が未成熟であったこと、またそうした下で、預金金利や貸出金利が公定歩合に連動する慣行が形成されていたこと、などの事情があげられる。

しかし、1980年代以降、徐々に情勢が変化してきた。国債の大量発行やＣＤ、ＣＰなどの新商品の導入を契機に、金融市場が質・量ともに発達してきた。資金の需給を反映して金利が自由に変動し、こうした市場金利を介して金融政策の効果が浸透しうる環境が整ってきた。1994年には預金金利の自由化が完了し、預金金利や貸出金利の変更を直接促すという公定歩合の役割がなくなり、その分、オペレーション手段による市場金利誘導の重要性が高まった。

こうした状況の下、日本銀行は1995年３月31日に、市場金利誘導を公定歩合操作と並ぶ独立した政策手段と位置付けて、新しい仕組みを導入した。その際、日本銀行が操作目標としているオーバーナイト物コールレートについて、ある程度明確な誘導方針、具体的には「平均的にみて、公定歩合水準をやゝ下回って推移することを想定している」といった方針を示した。この誘導方針の下では、市場金利が公定歩合をわずかではあるが下回った水準で推移するのであるから、これはもう従来の信用割当型の政策運営からの転換といえよう。

2．公定歩合操作の位置付け

それでは、公定歩合操作という手法は、この市場化の時代にどのように位置付けられるのだろうか。公定歩合操作と市場金利誘導の関係については様々な考え方があり、一概にこうあるべきという結論を出すことは難しいが、金融、経済の市場化や金利自由化が進んでも、公定歩合の変更は引続き大切な役割を果たしていくとみられる。それは、金融政策の変更を国民各層にまで、分かりやすく伝えるという機能である。公定歩合のもつ分かりやすさ、つまりアナウンスメント効果は、市場メカニズムを活かした政策運営を行っていく上でも、貴重な機能といえる。このように、公定歩合操作は、金融政策の基本スタンスを示す上で引続き有用な手段である。

市場金利誘導と公定歩合操作の先行、遅行関係については、いつもどちらかがどちらかに追随するというものではない。市場金利誘導を何回か重ねた後に公定歩合を変更する場合もあれば、まず公定歩合の変更で強い政策意図を示した後、市場金利を誘導していく場合もあろう。こうした意味で、これからも公定歩合操作と市場金利誘導の両方を有効に使い分け、活用していくというのが日本銀行のスタンスとなっている。

注1）　＊印の準商業手形の内容は次のとおりである。

①輸入決済関係準商業手形…一覧払条件の輸入代金決済資金調達のために振出された手形。

②輸入運賃関係準商業手形…輸入物資にかかる海外運賃または保険料を一覧払条件により支払う資金を調達するために振出された手形。

③本邦通貨表示期限付輸入関係準商業手形…輸入代金決済のため海外輸出業者によって振出された本邦通貨表示期限付輸入手形。

注2）　高率適用制度は、明治44年11月、高橋是清が総裁であったとき、米国の国立銀行の一部で採用されていた取引先ごとのクレジット・ライン（貸出限度）の設定と、それを超える場合、一般の金利よりも高率の金利を適用する制度を、日本銀行の貸出に応用したことに始まる。

注3）　吉野俊彦〔1962〕88～94ページ。

注4）　鈴木淑夫〔1974〕174ページ。

注5）　鈴木淑夫〔1974〕174～176ページ。

注6）　島謹三〔1985〕209～214ページ。

注7）　鈴木淑夫〔1974〕194ページ。

注8）　館龍一郎・浜田宏一〔1972〕214ページ。

注9）　以下の説明は、福井俊彦〔1995〕に負うところが大きい。

第７章　貸出政策

日本銀行貸出は、金融政策の手段としては最も伝統的な手段であるとともに、機動性の高い手段である。とくに据置担保方式による手形貸付は、貸付の通知から実行まで極めて短時間で済むほか、実行や回収のタイミングおよび金額を日本銀行が自らの判断で決定しうることから、機動的かつ弾力的な手段である。逆に、借入先にとっては、日本銀行貸出は回収時期が不明のため常に返済圧力がかかった借入となっている。本章では、日本銀行貸出のうち、金融機関等に対して通常行われる貸出について説明しよう（信用秩序維持を目的とした貸出、国際機関や海外中央銀行向けの信用供与については、後章で詳述する）。

Ⅰ　日本銀行貸出の種類等

１．貸出の種類

日本銀行による金融機関等に対する貸出は、借り手金融機関等の日本銀行当座預金に資金を入金することによって実行され、逆に貸出を回収する際には、借り手金融機関の日本銀行当座預金から資金が引落されることによって行われる。

日本銀行貸出の種類としては、適格商業手形の割引と適格担保付の手形貸付、当座貸越の３つがある。

(1)　手形割引

適格商業手形の割引（以下、手形割引）とは、金融機関がいったん割引いた商業手形のうち、日本銀行が手形の信用度等からみて割引に適格と判断したものを再割引することによって、信用供与を行うことをいう。手形割引と名付けられているとおり、満期が到来していない商業手形を満期までの金利相当額を差し引いた金額によって買い取ることであり、日本銀行が買取金額分の信用供与を行ったことになる。

再割引適格商業手形は、特別の場合を除いて、販売の目的で買入れた商品の代金決済のために振り出された約束手形又は為替手形のうち、買手を振出人又は支払人とするものであり、かつ再割引の日から３ヶ月以内に満期が到来し、割引依

頼人（取引先金融機関等）のほか、信用力が十分な者1名以上の裏書があるものとされている。商業手形は商品による裏付けがあり、その販売代金によって確実に決済されるところから、その割引は国債担保貸付と並び古くから日本銀行信用供与の中心的形態をなしてきたが、債券や手形等のオペレーションなど金融調節手段の多様化により、その比重は大幅に低下している。[1)]

(2)　手形貸付

手形貸付とは、金融機関が保有している手形や債券等を担保として、金融機関が日本銀行に対して約束手形を振り出す形で信用供与を行うことをいう。貸付期間は貸付の日から3ヶ月以内であるが、やむを得ない事情がある場合には、手形の書替えによって3ヶ月を超えて期限の延長をすることができる。貸付に当たっては、貸付金額以上の担保価額のある適格担保を差入れなければならないことになっている。[2)] 手形貸付の適格担保の対象は、現在、以下の11種類あり、それぞれ時価等に一定の掛目を乗じたものが担保価格となる。

①国債(政府短期証券を含む)、②政府保証付債券、③利付金融債、④割引金融債、⑤適格地方債、⑥適格社債、⑦外国政府円貨債券、⑧国際金融機関円貨債券、⑨再割引適格商業手形および商業手形に準ずる手形、[3)] ⑩前記⑨に掲げる手形以外の適格手形（一般手形という）、⑪適格証書貸付債権[4)]

手形貸付が頻繁に生じる先については、貸付のたびに担保を徴求するのは煩雑であるため、事前に一定額の担保を、根担保の形で日本銀行に差し入れるように求めている。これらの担保は「据置担保」と呼ばれ、日本銀行は担保総価額の範囲内において、随時、貸付の実行または回収を行っている。据置担保方式による手形貸付は、他の信用供与手段に比べて、機動的、弾力的に実施できるため、従来、金融機関の日々の資金過不足を最終的に調整するための金融調節手段として用いられることが多かった。もっとも、平成8年1月以降は、市場金利が急変した場合や準備預金の積み最終日の微調整等の例外的なケースを除き、原則として日本銀行貸出を金融調節手段として使わないこととされた。

海外中央銀行における貸出担保に対する考え方等をみると、次のとおりである。各国中央銀行とも、日本銀行同様、貸出に際しては資産の健全性確保の見地から

担保を徴求している。その場合の適格担保は、基本的には当該国の民間金融機関のポートフォリオ、金融資本市場の状況、法制等に影響ないしは規定されることから、日本銀行が徴求している担保品目とは多少の相違がみられるが、その選定基準の基本は、いずれも日本銀行と同じく担保目的物の信用力と流通性の2点である。もっとも、信用力と流通性の勘案の度合いについては国により相違がみられる。例えば英国では、信用力、流通性とも厳格に判断しており、適格担保の種類は公共債と手形の2種類に限定されている。オランダではいずれに対しても弾力的に対応している。すなわち、信用力、流通性が多少劣後するものでも、担保の掛目に較差を設けることにより対応し、各種金融資産を極力適格担保に取込もうとの考え方をとっているが、これを反映して、同国では担保の掛目のレンジが約67～98%と幅広いのが特徴である。欧州の中央銀行では適格担保の種類等について中央銀行法上明定されているところが多いが、「連銀自身が満足するものを適格担保とする」という規定振りの米国連銀と比較した場合、徴求できる担保の範囲は限定されている（不動産や商品等を担保とすることは、問題先金融機関に対する例外的な信用供与といった場合を除き、通常ない）。なお、担保の差入実績をみると、信用力と流通性という基本的要件に最も適合すると考えられる国債、TB等の中央政府債務がその中心である国がほとんどである。

(3)　当座貸越

当座貸越とは、当座預金口座からその残高を超えた払い出しの実行を認めることをいう。金融機関が当座貸越取引の開始を要請し、日本銀行がこれを認めた場合、日本銀行は貸越の限度額を設定し、これを上回る価額の担保を徴求した上で、当座貸越を実行する（その意味では、当座貸越も適格担保付きの貸付の一環である）。もっとも、現在当座貸越取引は行われていない。

なお、日本銀行は2000年末までを目標に日本銀行当座預金の決済の「RTGS（即時グロス決済）」化を実現すべく努めているが、RTGSの下において取引先の努力によっても解消できない日中流動性の不足については日本銀行が供与することとしており、その供与形態を適格担保による当座貸越とする予定になっている。

2．貸出の対象先

日本銀行貸出の対象先は、当座預金取引のある金融機関等の中から、日本銀行が適当と判断した先に限定されている。日本銀行の貸出取引先の範囲については、預金取引先の場合と同様、日本銀行は一般民間企業や個人との取引は行わず、日本銀行が適当と認めた金融機関等のみを取引相手としている。具体的には、貸出対象金融機関としては、現在、銀行、長期信用銀行、外国銀行支店、信用金庫、信用金庫連合会、信用協同組合連合会、労働金庫連合会、証券会社、証券金融会社、外国証券会社、短資会社、証券取引所があり、これらと個々に貸出契約を結んでいる。[5)]

海外中央銀行における貸出取引先の範囲をみると次のとおりである。まず、法律上の規定という意味では、主要先進国の中では、米国とドイツが法律で中央銀行の貸出先の範囲を規定しているほかは、とくに法律上の定めを置いておらず、中央銀行が独自の判断により貸出取引先を決定している。具体的には、米国では、連銀法、国際銀行法等により、預金取扱金融機関、外銀在米支店、全ての個人、組合、企業等を貸出先として定めている。しかし、定め方からも分かるように、その範囲はかなり広いものとなっている。ドイツでは、連銀法において、金融機関、公共機関に限定されており、法律上、一般企業、個人に対して貸出を行えないようになっている。他方、法律上の規定がない国々でも、中央銀行の判断により、例えば、英国ではディスカウント・ハウス、マーケット・メーカー、マネー・ブローカーに限定されているほか、フランスでも銀行法上の金融機関に限られているのが実情である。

3．公定歩合

手形割引や手形貸付に対して適用される基準貸出金利には次の2つがある。すなわち、第1は、商業手形割引率ならびに国債、特に指定する債券または商業手形に準ずる手形を担保とする貸付利率であり、第2は、その他のものを担保とする貸付利率、である。現在、後者は、前者に比べ0.25％高い水準に設定されている。「公定歩合」とはこの2つの金利を指すが、前者をもって代表させることが多い。公定歩合については、第6章で詳述したので、ここでは省略する。

II　基準外貸付制度

昭和56年（1981年）３月、公定歩合とは別に定める金利による貸付、いわゆる「基準外貸付」が設けられた。これは、例えば、海外金利の変動に伴い短期資金の移動が活発化し、為替市場に攪乱的な影響が生じうるような場合等のように、金融市場の適切な運営上、とくに必要が生じた場合、一時的、例外的な措置として、公定歩合とは別に定める利率による貸付である。基準外貸付の金利は予め設定せず、実際に本貸付の実施が必要となった場合に、市場動向や海外金利等の動きに応じ、政策委員会が弾力的に決定、変更することになっている。ただし、これまでのところ、基準外貸付は実行されたことはない。

基準外貸付制度とかつての高率適用制度とは全く異なる制度である。高率適用制度は、貸出限度額適用制度が採用される以前において、日本銀行からの借入れが異常に多い銀行に対する懲罰的制度として設けられていたものだが、基準外貸付制度は短期金融市場をより適切に運営するための手段として導入されたものであり、懲罰的色彩はなく、専ら金融政策上の必要性に基づくものである。

III　貸出限度額適用制度

１．実施の経緯

戦後のわが国は、高度成長の結果として、企業の資金需要が極めて強く、企業はそれを銀行借入れに依存するという、いわゆる「企業のオーバー・ボロウィング」の現象を呈した。一方、経済成長に伴う現金需要の増大と財政の揚超基調から日本銀行信用は一貫して増加を続け、しかも適当な対象債券に乏しく、債券買入れをあまり行うことができなかったため、それは日本銀行貸出の増加となり、いわゆる「銀行のオーバー・ローン」が恒常化した。

こうした状況下においては、市中銀行は日本銀行貸出を最後の拠り所とは考えず、むしろ支払準備とさえ認識するようになり、正統的な金融政策上重大な障害となった。昭和37年11月における「新金融調節方式[6)]」の実施は、こうした背景の下に行われた。これ以後は、債券売買を活発化すると同時に、日本銀行貸出に新たな制度的な歯止めを設け、市中銀行をして安易に日本銀行に依存する態度を改

めさせ、自己の資金ポジションに応じた自主的健全経営に徹するように仕向けていくとの狙いから、既存の「高率適用制度」に代え、「貸出限度額適用制度」が創設された。

2．制度の概要

貸出限度額適用制度の概要は次のとおりである。

① 適用先

手形割引取引先または手形貸付取引先である銀行、長期信用銀行および外国為替銀行のうち別に定めるもの（実際の適用先は都市銀行9行[7]〈平成8年1月15日の本制度廃止時点〉）。

② 適用対象貸出の種類

商業手形の割引及び手形貸付

③ 貸出限度額

各適用先別に、1月、4月、7月および10月の16日から始まる各3ヶ月ごとに定める。

④ 運用方式

貸出限度額を超える貸付は原則として認めない。ただし、必要やむを得ずこれを認める場合の貸付期限は2週間以内とし、当該貸付に対しては基準割引率、貸付利率の各年4％高の特別高率を適用する。

貸出限度額の各行別配分については四半期ごとに見直されるが、その配分方式は、銀行の自己資本充実度を基準とし、これに銀行の資金ポジション改善度合い（ストックとフローの両面）を加味して決められていた。すなわち、算定方式は概ね次のようなものであった。

対象銀行の貸出限度額＝広義自己資本シエアによる配分（基準限度額）±外部負債残高シエアおよび外部負債増減シエアによる仕振り調整

3．高率適用制度との違い

貸出限度額適用制度も、従来の高率適用制度も、一定額の日本銀行貸出枠を銀

行ごとに定め、この枠を超えた日本銀行貸出に対して、罰則的高金利を課する制度である。しかし、この２つの制度は、その本質において、次のような重要な相違点をもっていた。[8)]

貸出限度額適用制度は、たとえ金融引締め期においても、銀行がこの貸出限度額を超えないよう自主的に行動することを期待しており、日本銀行借入の画然とした上限である貸出限度額の適用による「流動性効果」を狙っていた。一方、高率適用制度の場合は、金融引締め期において、高率の適用を受ける日本銀行貸出が若干発生することをはじめから予定しており、むしろ高金利適用に伴う「コスト効果」を期待していた。こうした性格の違いは、罰則金利の高さにも反映されており、貸出限度額適用制度では公定歩合の年利４％高という高利であるが、高率適用制度では、時期により変更はあったものの、最高時でも公定歩合の日歩６厘（年利2.19％）高にとどまっていた。

４．貸出限度額適用制度の評価

貸出限度額適用制度はどのように評価されるのだろうか。この点について外山茂氏は次のような見解を述べている。

「新金融調節方式が発足したとき、多くの人が期待したのは、日本銀行貸出限度額を徐々に圧縮し、最終的には恒常的な貸出のない状態にすることであった。そこで貸出限度額は昭和37年11月設定されてから３年間は毎年数回削減された。しかしそれ以後漸増している。先に述べたように、貸出限度額の縮小によって都市銀行の資金ポジション意識が強まるだろうという期待は裏切られた。それならば貸出限度額を相当規模に維持し、これを金融政策の手段として活用した方がよいという考え方が生ずる。日本銀行にとり建前からすれば貸出が恒常的でないことが望ましいが、現実において貸出がゼロになると、回収圧力がなくなり、道徳的説得力も減少する。また貸出は債券売買操作より機動性が高いので貸出限度を相当の規模に維持した方がよいという考え方もある。貸出政策については、理想論と現実論とが併存しているが、現状では現実論の方が有力なようである。貸出限度の余裕額（未使用部分）の意義についても曖昧なところがある。都市銀行は、余裕額の範囲で貸出を受けうると期待するだろう。こ

れに対し日本銀行は、余裕額といえども貸出を自動的に行うわけではなく、拒否することもあるとする。この辺に貸出政策の割り切れなさがあるようだ（西ドイツのブンデスバンクでは貸出限度額までの貸出を受けることは取引先銀行の権利とされている。この方が首尾一貫しているように思う）。[9]」

呉文二氏も、貸出限度額適用制度の結果とその性格の変化について、次のように述べている。

「新金融調節方式採用後最初の金融引締めが、昭和38年9月以降債券売買操作を引締め気味に運用することによって始められたが、あまり効果がなかったので、39年1月に貸出増加額規制が開始された。前述した貸出限度額制度の運用原則からいえば、銀行は自主的に融資を抑制するはずであったが、期待どおりにはいかなかったわけである。その点で貸出増加額規制の実施は新金融調節方式の否定であったといえよう。私は、この時以来、日本銀行はオーバー・ローン解消に熱意を示さなくなり、従来と同様な貸出政策を行うようになったと思う。そして貸出限度額制度は日本銀行の貸出政策の基礎といったものでなくなり、日本銀行が貸出抑制度を変更する際利用する1つの手段として存続することとなった。[10]」

このように貸出限度額適用制度は、当初期待していた効果、すなわち都市銀行がそのポジション意識を強め、自律的に融資を抑制する慣行を育成するようになるとの期待は裏切られることとなり、以後、この制度は当初の狙いとは性格を変え、金融政策の1つの手段として活用されていった。

5．貸出運営方針の変更と貸出限度額適用制度の廃止

日本銀行貸出は、最も機動性のある信用供与手段であるが、従来、市場金利が公定歩合を上回る信用割当型の状況の下では、金融機関に対する補助金ではないかとの批判もあった。こうした中で、日本銀行では短期金融市場の整備を進める一方で、調節手段の多様化を進めその機動性を高める工夫を重ねてきた結果、貸出に依存しない調節が可能となった。実際、平成7年7月の市場金利引下げ措置

以来、年末の大幅資金不足期も含め、日本銀行貸出に依存しない金融調節により、安定的な市場地合いを確保してきていた。そこで平成8年1月以降、市場金利が公定歩合を上回る場合でも、また公定歩合を下回る場合でも、市場金利が急変した場合や積み最終日の微調整等の例外的なケースを除き、原則として日本銀行貸出に依存せず、マーケット・オペレーション中心の金融調節を行う方針に変更した。

なお、以上のような日本銀行貸出に関する運営方針は、あくまで金融調節のために行う貸出についてであり、資金ショートの発生といった技術的な理由による場合を含め、取引先金融機関の資金繰りをサポートする必要があると判断される場合には、従来どおり貸出で対応していくことに変わりはない。

このように金融調節面で、原則として貸出を使用せず、オペレーション中心の金融調節を行っていくこととなったのに伴い、日本銀行は、都市銀行9行を対象とした貸出限度額適用制度を平成8年1月16日以降廃止した。ただし、同制度の廃止は、今後日本銀行貸出を実行しないことを意味するものではない。上記のとおり、個別の金融機関が資金繰り面で流動性の不足をきたした場合などに、金融・決済システムの安定性を維持するために所要の貸出を実行する点では、従来と同じである。

Ⅳ　制度金融、証券金融関係

以上、金融調節の手段としての日本銀行貸出について説明してきたが、日本銀行貸出にはこのほかに金融調節手段とは区別されるいくつかの貸出がある。それらは、①制度金融、証券金融関係、②政府に対する信用供与、③信用秩序維持を目的とした貸出、④国際機関等向け信用供与、である。③と④については、後章で詳述するので、以下では、①と②について説明しよう。

1．制度金融

日本銀行は、その時々の経済・金融情勢に応じて貸出面から各種の優遇措置を採ってきた。こうした貸出は「制度金融」とよばれ、例えば、第2次大戦後しばらくの間、輸出入の促進等のため貿易金融に関する様々な貸付優遇制度が存在し

た。もっとも、その後はそうした制度金融の役割の低下等を反映して、大半が廃止または取扱停止となっており、現在残っているのは、輸入決済手形制度に基づく貸付（昭和53年5月から実施）のみである。

この貸付は、外貨準備累増の抑制策の一環として、外貨金融に依存している輸入業者の資金調達の一部を円金融へ移行させ、銀行の対外ポジションの改善を図るとともに、輸入業者の金利コストを軽減し、輸入の増加を促進する趣旨から行われているものである。貸付期間は3ヶ月以内で、担保については、輸入決済関係準商業手形、輸入運賃関係準商業手形、本邦通貨表示期限付輸入関係準商業手形の3種類が認められている。[11)]

2．証券金融関係

金融調節のための貸出とは区別されるもうひとつのものは証券金融関係の貸出である。日本銀行は、株式流通市場における信用取引制度を円滑に機能させるために、短資会社向けに「レギュラーウェイ」貸出を行っているほか、公社債市場育成の目的から、証券金融会社に対して「公社債流通金融」を行っている。

「レギュラーウェイ」貸出とは次のようなものである。証券会社は顧客に対する信用取引関係与信の所要資金を、主として証券金融会社から調達するが、証券金融会社はその資金を短資業者から調達している。レギュラーウェイとは、こうした短資業者による証券金融会社への所要資金融通の結果、短資業者に資金不足が生じた場合に、日本銀行が貸出に応じるもので、その資金が短資業者から証券金融会社に供給される（昭和26年5月から実施）。

また、「公社債流通金融」とは、証券金融会社が証券会社に対し公社債の流通円滑化に必要な資金を融資した場合、日本銀行が証券金融会社に対し、その所要資金の一部を機動的に貸出すものである（前身は昭和38年発足だが、現行制度は昭和52年から実施）。

V　政府に対する信用供与

政府に対する信用供与について、旧日本銀行法（平成10年4月1日からは新日本銀行法が施行）第22条は、その第1項に「日本銀行ハ政府ニ対シ担保ヲ徴セズ

シテ貸付ヲ為スコトヲ得」と規定し、第２項に「日本銀行ハ国債ノ応募又ハ引受ヲ為スコトヲ得」と規定し、日本銀行が政府に対して無担保の貸付および国債の応募または引受を行うことを認めていた。この規定は、旧日本銀行法が昭和17年に戦時立法として制定された経緯を反映したものであり、この規定に基づいて第２次大戦中、日本銀行引受により大量の国債が発行され、空前のインフレーションがもたらされた。

こうした経験を踏まえ、戦後の昭和22年に制定された「財政法」第５条では、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」と規定し、日本銀行引受による公債発行はもちろん、日本銀行からの借入も原則として禁止するに至った[12]。ただし、年度内または１年以内償還の短期の政府証券または一時借入金については、日本銀行引受による発行または日本銀行借入をなすことが認められた。財政法第７条は次のように規定している。

「①国は、国庫金の出納上必要があるときは、大蔵省証券を発行しまたは日本銀行から一時借入金をなすことができる。

②前項に規定する大蔵省証券及び一時借入金は、当該年度の歳入を以って、これを償還しなければならない。

③大蔵省証券の発行及び一時借入金の借入の最高額については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない。」

これは一般会計に関する規定であるが、特別会計についても関係特別会計法に同様の規定がある[13]。これに基づき、日本銀行は政府短期証券の引受を行っているが、一時的貸出については現在行っていない。

日本銀行の対政府信用供与の問題は、今回の日本銀行法改正においても論点の１つであった。しかし、この点は国庫制度、財政制度等にも絡んで直ちには結論を出すことが難しい問題であるため、金融制度調査会での議論は行われず、中央銀行研究会の報告の「国債の引受けに関する現行日本銀行法の規定は、財政法の規定と整合性がとれていないので、日本銀行法の規定の整備を行うことが適当である」との記述のとおり、財政法の規定と整合性のとれた規定に改めるに止めら

れた。この結果、前記の旧日本銀行法第22条は、新日本銀行法第34条として次のように改められた。

「日本銀行は、我が国の中央銀行として、前条第一項に規定する業務のほか、国との間で次に掲げる業務を行うことができる。

一　財政法（昭和二十二年法律第三十四号）第五条ただし書きの規定による国会の議決を経た金額の範囲内において担保を徴求することなく行う貸付け

二　財政法その他の国の会計に関する法律の規定により国がすることが認められる一時借入金について担保を徴求することなく行う貸付け

三　財政法第五条ただし書の規定による国会の議決を経た金額の範囲内において行う国債の応募又は引受け

四　大蔵省証券その他の融通証券の応募又は引受け

五　貴金属その他の物品の保護預り　」

VI　窓口指導

窓口指導とは、日本銀行が取引先の個別の金融機関に対して、国内店名義の円貸出の増加額（四半期単位）を適当と認める範囲内に止める指導である。これは日本銀行が、取引先金融機関との日々の接触を通じて、民間金融機関の資金繰り、融資計画、有価証券投資等に関する方針の説明を受ける過程で金融情勢に応じた助言・要請を行うことの一環として行われたものであり、単純な命令・規制というよりは、取引先金融機関との交渉ごとである面が強い政策であった。日本銀行はこれまで窓口指導を単独の政策手段として用いたことはなく、あくまで公定歩合操作、公開市場操作、預金準備率操作といった正統的な政策手段を補完する手段として用いてきた。

このような民間金融機関に対する「道徳的説得（moral suasion）」を通じて政策の実現を図っていくことは、わが国の金融政策の１つの特色であった。これは、①規制金利体系の下で、金利の資金配分機能が十分に働かない状態にあったこと、②わが国の金融機関には長期的な観点からシエア確保意識が強かったこと、といった事情から公定歩合操作、公開市場操作、預金準備率操作だけでは金融政策の効果が十分挙げられなかったことによるものである。

昭和57年以降の窓口指導は、金融緩和を背景として民間金融機関の自主計画を尊重して運営されていたが、平成３年７～９月期以降は完全に各行の自主的な貸出運営に委ねることとし、金融機関貸出に対する事前的な抑制指導という意味での窓口指導は全面的に廃止された。[14)]

このように窓口指導が廃止されるに至ったのは、以下のような事情によるものである。第１は、金融自由化の進展等に伴い、金融機関の与信活動面で量的横並び意識が後退してきたことである。第２は、そうした下で金融政策の運営面でも金利機能を活用しうる余地が一段と拡がったことである。そして第３は、BIS 規制の制約もあって、金融機関の貸出は、自由な計画策定を認めてもモデレートな伸びに止まる見通しにあったことである。

窓口指導の撤廃に伴い、マクロの金融政策は、より金利政策に純化ないし傾斜することとなった。日本銀行としては、完全にマーケット・メカニズムに委ねられることとなった金融機関の貸出動向が金利政策にどのようなシグナルを送っているかを感覚を研ぎ澄ませて的確に判断するとともに、金利政策について早目に思い切った発動を図っていかなければならないこととなった。

注１）　かつては、輸出前貸手形と期限付輸出手形が、いずれも輸出振興の見地から割引の対象として優遇されていたが、輸出環境の変化に伴い輸出前貸手形は昭和46年８月に、また期限付輸出手形は昭和47年９月に、それぞれ割引の対象からはずされた。

注２）　日本銀行法第33条第１項第２号に日本銀行は「手形、国債その他の有価証券を担保とする貸付け」を行うと規定されている。旧日本銀行法では、商品、地金銀も担保に含まれていたが、これらを実際に担保とすることは考えにくいとして新法では削除された。

注３）　商業手形に準ずる手形として、現在、実際の取扱いがあるのは、輸入決済関係準商業手形、輸入運賃関係準商業手形、本邦通貨表示期限付輸入関係準商業手形である。

注４）　証書貸付債権は、日本銀行法第33条第１項第２号に規定する担保には含まれないため、第43条の大蔵大臣認可が必要である。ただし、旧法の下で第27

条認可を既に取得済みなので、改めて第43条認可を取得することは不要である。

注5）　平成10年6月26日、日本銀行は、施策の透明性を向上させる観点から、日本銀行の当座預金取引、手形貸付取引または手形割引取引の相手方を新規に選定する際の基本的考え方を「選定基準」として明文化するとともに、具体的な数値基準を含む「選定基準細目」についても併せて開示した。

注6）　昭和37年11月から実施された「新金融調節方式」について、日本銀行は当時次のように発表している。

「日本銀行は今後金融調節について、債券の売買をいっそう弾力的に行なっていくつもりである。これは金融機関が日本銀行借入に過度に依存する姿を是正して、金融の適正かつ円滑な疎通を助長せんがためであって、これにより金融機関の日本銀行借入は今後増加しないことを希望するが、他面少数の金融機関の極端な日本銀行借入依存は、これを強く抑制する方針である。」（「日本銀行信用の性格と新金融調節方式」『調査月報』昭和37年11月）。

注7）　貸出限度額の適用を受けない都市銀行については、適用先と違って厳格な限度額は設定されていなかったが、適用先に準じて貸出運営の目途額が設定されていた。

注8）　鈴木淑夫〔1974〕187ページ。

注9）　外山茂〔1980〕56ページ。

注10）　呉文二〔1973〕144ページ。

注11）　これら3種類の準商業手形の説明については、第6章公定歩合政策の（注1）をみよ。

注12）　財政法第5条但書に基づき、日本銀行が金融調節の一環として金融機関等から買取り、保有している国債に償還期日が到来した場合、この償還財源を調達するために新たに発行する国債については、国会の議決を経た上で日本銀行による引受けが可能となっている。これを「乗り換え発行」といい、昭和48年度から63年度まで実施されたが、それ以降は停止されている。

注13）　例えば、外国為替資金特別会計法第4条は次のように規定している。

「①外国為替資金に属する現金（略）に不足があるときは、この会計の負担

において、一時借入金をし、または融通証券を発行して、一時これを補足することができる。

②前項の規定による一時借入金および融通証券の限度額については、予算をもって、国会の議決を経なければならない。

③第１項の規定による一時借入金及び融通証券は、１年以内に償還しなければならない。」

注14）　窓口指導の歴史的経緯は次のとおりである。窓口指導の開始時期は必ずしも定かではないが、一般には昭和22年７月からとされている。しかし、貸出政策の補完的手段としての地位が確立され、一般の注目を浴びるようになったのは昭和32年の引締め時からである。昭和48～49年の金融引締め時には窓口指導の対象金融機関が中小金融機関にも拡げられ、金融引締め効果が一段と浸透した。昭和50年代に入り金利自由化が進展するにつれてその役割は漸次後退した。昭和57年以降については、本文で述べたように各行の貸出の自主計画を全面的に尊重する方式に移行した。そして平成３年７月に廃止された。

第８章　準備預金制度

Ⅰ　準備預金制度の起こりと内容

１．準備預金制度の起こり

準備預金制度とは、市中金融機関に対して預金の一定割合（準備率）に相当する金額を中央銀行に対する預け金の形で保有することを義務づける制度である。わが国では、昭和32年（1957年）５月「準備預金制度に関する法律」によって導入され、昭和34年９月に初めて各金融機関に対し準備率が設定された。

準備預金制度は金利政策やオペレーション操作が初めから金融政策の一環であるという明確な意識をもって発展したのとは違い、最初から金融政策として発展したのではなく、市中銀行が顧客から預った預金の支払いを確実にする手段として、つまり預金者保護の手段として19世紀以来発展をみた制度である。ところが、1930年代になり、使い方によっては金融政策の手段として最も強力であるということが判ってき、1936年に米国の中央銀行が初めてこれを金融政策の手段として活用するに至った。

米国では、19世紀以来、各州において、預金者保護のため、法律によって商業銀行が顧客から預った預金の種類ごとに一定率の現金支払準備を持たなければならないということを強制してきた。1913年に連邦準備法ができ、連邦準備制度が初めて創設され、米国の中央銀行制度ができ上がったときも、連邦準備法の根幹の１つは、その法律の名前からも明らかなように、連邦準備に加盟する商業銀行は預金に対する法定率の現金準備を中央銀行に必ず預託しなければならないというところにあった。ところが、1933年に連邦準備法に改正が加えられ、経済が非常に危険な様相を呈する場合に、連邦準備制度当局は大統領の認可を受けて連邦準備法で定められた率を超えて、準備率を設定することができるようになった。1934年初には預金保険制度が実現に移されて、預金者保護の手段が別途でき上がったという事情もあった。さらに、1935年に再び連邦準備法が改正され、連邦準備制度理事会は連邦準備法で定めた一定の準備率の２倍までの範囲内において

準備率の変更ができるようになり、同時に、大統領の認可制度が廃止された。つまり、1933年のときに、法律によって準備率の最高限度が決められることはなかったので、大統領の認可を必要としたが、逆に認可さえ受ければいくらでも上げることができた。しかし1935年の改正では、法定の準備率の2倍までの範囲内で、金融情勢のいかんに応じて準備率を上下することができるようにした。そのかわり、大統領の認可は不必要となった。日本のように準備率は10%以内（昭和47年からは20%）という最高限度を法律で定めながら、政府が準備率の設定、変更、廃止につき個別に認可制をとる例は、世界に類例をみなかった。そして1935年の改正法に基づいて、初めて連邦準備制度理事会が準備率を引上げたのは1936年のことであった。

このように米国で発展した準備預金制度は、第2次大戦後、イタリア(1947年)、西ドイツ（1948年）など、各国において金融政策の手段として相次いで導入された。わが国においても、金融の正常化が進むにつれて金利政策とオペレーション操作だけでは金融政策として十分な手段が具備されているとはいいがたいといったことも背景に、前記のとおり昭和32年（1957年）5月に「準備預金制度に関する法律」が施行され、準備預金制度を導入するに至った。そして、昭和34年9月現実に初めて運用され、その後昭和36年10月に引締め政策の一環として引上げられた。

2．わが国の準備預金制度の概要

わが国の準備預金制度の概要は以下のとおりである。

(1)　目的

通貨調節手段として準備預金制度を確立し、わが国の金融制度の整備を図るとともに、国民経済の健全な発展に資することを目的とする（準備預金制度に関する法律第1条)。

(2)　対象金融機関

①銀行(銀行法によるものをいい、在日外国銀行を含む)、②長期信用銀行、③外国為替銀行、④信用金庫、信用金庫連合会、農林中央金庫、商工組合中央金庫、生命保険会社のうち政令で定めるもの(現在、政令指定機関は、預金残高1,600億

円を超える信用金庫、農林中央金庫)。

(3)　対象債務

①　適用先の預金(定期積金を含む)のうち外貨預金および非居住者円預金(ただし、適用先が外国為替公認銀行である場合に限る)を除いたもの

②　長期信用銀行、外国為替銀行および農林中央金庫の発行する円貨建債券

③　信託業務を兼営する銀行の指定金銭信託合同運用口元本および貸付信託元本のうち元本補てん契約のある信託にかかるもの

④　外国為替公認銀行の非居住者にかかる本邦通貨表示の負債勘定(ただし、②又は③に該当するものおよび保証債務を除く)

⑤　外国為替公認銀行の非居住者にかかる外国通貨表示の負債勘定(ただし、保証債務を除く)および居住者にかかる外貨預金(ただし、大蔵大臣名義のものを除く)

⑥　特別国際金融取引勘定からその他の勘定への資金の振替にかかる金額

＊　①、④および⑤については、特別国際金融取引勘定において経理されたものを除く。

＊＊　国内円預金について、昭和61年7月以降、ⅰ)　5百億円以下、ⅱ)　5百億円超5千億円以下、ⅲ)　5千億円超1.2兆円以下、ⅳ)　1.2兆円超2.5兆円以下、ⅴ)　2.5兆円超の5つに区分している(指定勘定区分類)。

(4)　準備率

準備率の設定、変更または廃止は日本銀行が行う。従来は、「大蔵大臣の認可を得て」日本銀行が行うこととなっていたが、平成10年4月の新日本銀行法の施行にあわせ「準備預金制度に関する法律」も改正され、金融政策の独立性を強化する観点から、大蔵大臣の認可が廃止された。

準備率の法定最高限度は20%(昭和47年にそれまでの10%から20%に引上げ。ただし、外国為替公認銀行の外貨預金等および非居住者円勘定に係る債務については100%)で、その範囲内で政令で定める指定勘定別、指定金融機関別に定めることができる。

準備率は、①適用対象債務の「残高」、「区分額(残高を政令で区分した金額)」

または「増加額（残高のうち基準残高を超える金額）」に、②適用対象債務の別または適用先の別に、設定し変更しまたは廃止することができる。ただし、同一の適用先、適用対象債務について、「残高」と「区分額」の双方に対して設定することはできない。

(5)　準備の内容

対象金融機関は、日本銀行に対する預け金（当座預金等）の1ヶ月の平均額として、所要準備額を保有することを要する（金融機関の手持現金は算入されない）。具体的には、ある月の対象債務に係る所要準備額を、その月の16日から翌月の15日までの1ヵ月間、平均残高として日本銀行預け金（当座預金等）で積まなければならない。

従って、対象金融機関としては、最初に多くの準備預金を積んでおいて、月が明けてからは準備預金を少なめにすることもできるし、逆に、月の下旬には準備預金の預入を少なめに抑えて、翌月の上旬にその不足分をカバーするようにすることもできる。どのように準備預金を積んでいくかは、各金融機関が自己の資金繰りの見通しから判断すればよいことである。ただし、積みの計算方法から分かるように、月の16日以降、その月の末日までは、まだその月の預金の平均残高が確定していないので、それに対する準備預金の必要額は正確には分からない。従って、各金融機関は、この期間については、ある程度見込みで積んでおくことになる。月が明けて、前月の預金の平均残高、それに対する準備預金の額が確定したら、その月の15日までの間にその必要額を満たすよう、準備預金の預入を調整していく。

(6)　過怠金

対象金融機関は、準備預金の額が所要準備額に達しない場合は、その不足額につき、日数に応じ、日本銀行の商業手形割引率に年3.75%を加算した率によって計算された額を過怠金として日本銀行に納付、日本銀行はこれを国庫に納付しなければならない。

以上、わが国の準備預金制度の内容を説明してきたが、現在の準備率の水準は、第4表に示したとおりである。

（第４表）最近の準備率の水準について

（%）

実施年月日	準備率等																	
61.12.1	預金残高（外国為替公認銀行における外貨預金、非居住者円預金及び特別国際金融取引勘定にかかる預金を除き、貯金および定期積金を含む）についての準備率												債券の残高についての準備率	金銭信託（貸付信託を含む）元本の残高についての準備率	非居住者円勘定に係る債務の残高についての準備率	外貨預金等の残高についての準備率		債務に準ずるものについての準備率
	銀行、長期信用銀行、外国為替銀行及び預金残高1,600億円超の信用金庫等										農林中央金庫		長期信用銀行、外国為替銀行	外国為替公認銀行				外国為替公認銀行
	定期性預金（譲渡性預金を含む）					その他の預金										居住者外貨預金		特別国際金融取引勘定からその他の勘定への資金の振替に係る金額
	500億円以下	500億円超5,000億円以下	5,000億円超1兆2,000億円以下	1兆2,000億円超2兆5,000億円以下	2兆5000億円超	500億円以下	500億円超5,000億円以下	5,000億円超1兆2,000億円以下	1兆2,000億円超2兆5,000億円以下	2兆5000億円超	定期性預金（譲渡性預金を含む）	その他の預金			非居住者外貨債務	定期性預金	その他の預金	
	0	0.125	0.125	1.375	1.750	0	0.250	1.875	2.500	2.500	0.125	0.250	0.125	0.125	0.25	0.375	0.5	0.25
3.10.16	0	0.05	0.05	0.9	1.2	0	0.1	0.8	1.3	1.3	0.05	0.1	0.1	0.1	0.15	0.2	0.25	0.15

3．準備率操作の効果

さて、こうした準備預金制度の下で、その準備率が変更された場合、どのような政策効果をもっているのだろうか。以下では、準備率が引上げられた場合を例にとって説明しよう。

まず準備率が引上げられれば、金融機関の所要準備額はこれまでより増加するので、短期金融市場の需給地合がタイトになり、短期市場金利が上昇し、金融機関のコスト負担が増加する(余資金融機関にとっては機会費用の増大)。このことを通じて金融機関の慎重な仕振りを誘うことを中央銀行は狙っているのである(コスト効果)。また、準備率の引上げは、資金余剰金融機関の余剰資金の一部を拘束したり、資金不足金融機関の不足資金を一層増大させるので、ともに資金繰りを圧迫し、直接に資金運用を控えめにさせることになる(流動性効果)。資金運用を控えめにするといっても、例えば貸出の抑制や回収を直ちに行うことは難しい面もあるので、金融機関は不足資金の一部を一時的に中央銀行からの借入れに頼ろうとする。このように中央銀行は、金融政策を引締めに転換しようとする場合準備率の引上げを行い、市中金融機関を中央銀行借入れに依存する状態に追込んでいく。そうした上で、中央銀行の貸出政策の強力な効果を発揮させようとするのである。[1)]

準備率操作は、公定歩合政策やオペレーション操作と違って、金融機関が一定額の現金準備のもとに創造することの可能な預金量そのものに直接影響を与えるという点で他の政策よりも強力な手段と考えられている。しかしその反面、準備率の変更は金融機関全体に画一的に適用され、個々の金融機関の事情が無視されがちであるとの批判もある。従って、準備率操作は頻繁に行われることはまれで、通常、金融政策の基調転換の時にのみ実施されることが多い。

II　最近の準備預金制度における変化

1．準備率変更等の大蔵大臣認可の廃止

最近の準備預金制度における最大の改正は、準備率を設定、変更、廃止する際の大蔵大臣の認可が平成10年4月から廃止されたことである。従来、準備率の設定、変更、廃止に当たっては、大蔵大臣の認可を得て、日本銀行が行っていたが、

平成10年4月の新日本銀行法の施行にあわせ「準備預金制度に関する法律」も改正され、金融政策の独立性を強化する観点から、大蔵大臣の認可制が廃止された。

準備率変更等の大蔵大臣認可制の可否については、昭和32年の「準備預金制度に関する法律」ができる以前、金融制度調査会で準備預金制度を設けることの可否が議論された場で、激しい論争の的になった問題である。経済界、日本銀行も含めた金融界は、準備率の運用は日本銀行の政策委員会に任せるべきであって政府が個々に干渉すべき筋合いではないとして、ほとんどそうした形で答申がまとまりかけていたが、政府は認可制をとらなければ憲法第65条（行政権は内閣に属する）に違反する惧れがあるから政府としては責任が持てないと主張した。準備預金制度の運用は、公定歩合やオペレーション操作と違って行政行為である。公定歩合は貸して欲しいという人に付ける条件であり、オペレーション操作は買いたいという人に売ることで両者は商取引であるが、準備預金は無利子で現金を強制的に中央銀行に集中することであるから、つまり強制力を伴うから行政権の行使である。従って、行政権は内閣に属するという憲法の規定に忠実であろうとすれば、日本銀行に委任する場合、無条件では委任できない。個別に認可をつけることによって初めて憲法第65条違反でなくなるという考えであった。日本銀行はこれに反対したが、早急に法律を実施する必要があるということで、十分議論されないまま認可制になってしまった。そして、近い将来日本銀行法改正を審議する際、すべて白紙に戻して、認可を受けなければ憲法違反であるかどうかを改めて議論することになった[2)]。

そこで、昭和34年に日本銀行制度の全般的審議を行うに当り、金融制度調査会の中に法律問題小委員会が設けられ、準備率の運用について認可を受けなければ憲法違反であるかどうかということが審議された。その結果、一定の条件さえ整えば個別に認可を受けなくとも決して憲法違反でないとの結論が出された。政策委員会の構成メンバーについて政府が人事権を保有しており、そのメンバーが適当でないと考えるならば任期満了したときに再任しないという形で政府は責任がとれるわけで、それ以上進んで、準備率の個々の運営について認可制がなければ憲法違反であるということにはならないとの見解であった。これを受け、金融制度調査会の答申（昭和35年9月）では、準備率操作についての認可制は廃止すべ

きであるという結論であった。[3)]

しかし、準備預金制度に関する法律はその後も改正が行われたが、認可制はそのまま存続していた。そして、上記の金融制度調査会答申から37年たった今回の日本銀行法を根本的に改正した金融制度調査会の答申（平成9年2月）において「日本銀行の金融政策の独立性を強化する観点から、金融政策の主要手段のひとつである準備率操作についても、大蔵大臣の認可を廃止することが適当である」と結論されたことを受け、日本銀行法、準備預金制度に関する法律が平成10年4月から改正され、準備率の変更等に関する大蔵大臣の認可が廃止されることになった。

2.「超過累進準備率制度」の導入

近年の準備預金制度における大きな変化の二つ目は、昭和61年7月に「超過累進準備率制度」が導入されたことである。それまでの準備預金制度においては、金融機関は毎年度末の預金残高によりグループ分けされ(資金量区分)、上位の資金量区分に属する金融機関ほど高い準備率が当該金融機関の預金全体に適用されていた。このため、ある金融機関が預金量の増加に伴って上位の資金量区分に移行すると、準備負担が急激に増える事態（いわゆる〝跳上がり〟）が生じていた。

こうした状況に対処するため、かつては2～3年毎に資金量区分が見直されてきたが、こうした措置は一時的対応の繰返しにすぎず、かつ上位資金量区分に移行するかどうかのボーダーライン上の金融機関に対する個別行対策の印象を与えかねなかった。そこで、昭和61年7月、いわゆる跳上がりの問題を解消し準備預金制度の機動的運用を確保していくため、「超過累進準備率制度」が導入されることとなった。これに伴い、資金量区分は廃止された。

超過累進準備率制度の仕組みは、対象債務残高をいくつかに区分し（現在の区分類は、5百億円以下、5百億円超5千億円以下、5千億円超1.2兆円以下、1.2兆円超2.5兆円以下、2.5兆円超の5つ)、各区分について異なる(上位区分ほど高率の）準備率が課されている。この結果、金融機関の負担は平準化されることとなった。

III　海外における準備預金制度見直しの動向

本節では、欧米主要国における最近の準備預金制度見直しの動きを見てみよう[4)]。

１．対象金融機関

各国とも、必要に応じ準備預金制度対象金融機関を拡大する動きにある。これは、主に対象金融機関と対象外金融機関との間で公平性を確保するためである場合が多い。例えば、米国では、1980年に対象金融機関が「連邦準備制度の加盟銀行」から「全ての預金取扱金融機関」に拡大された。英国でも、1981年に、現金準備率制度の対象が「ロンドン手形交換所加盟銀行」から「10百万ポンド以上の対象債務を有する銀行法上の金融機関等」に拡大された。

２．対象債務

準備預金制度対象債務については、対象範囲を拡大する動きと縮小する動きの両者がみられる。その目的は、両方の動きとも、準備預金負担の偏在を解消することや準備預金負担を回避する行動を抑制することといった点で共通している。例えば、フランスでは、1990年に、非居住者に対して発行した後、居住者が取得したＣＤ・金融機関証書を対象債務に追加した[5)]（従来は、発行時に非居住者が購入したＣＤ等は一律対象外であった）。他方、イタリアでは、1991年に、外貨負債のネットポジション（居住者からの外貨預金受入分を除く）を準備預金制度の対象から除外した[6)]。

なお、新しい金融商品の開発に関連し、準備預金制度でカバーされるべき金融資産の範囲をどのように決めるべきかについては、IVで検討する。

３．準備資産の内容

(1)　金融機関保有現金の取扱

所要準備は中央銀行に預金として預け入れる点で各国とも共通しているが、このほか、米国では、1959年に金融機関保有現金を準備資産に算入するやり方を再開した。また、ドイツは1978年に、フランスは1990年に、銀行間の不公平是正や

現金の搬送リスクの削減などを目的として、それぞれ金融機関保有現金の準備資産への算入を開始している。

なお、日本でも1971年（昭和46年）の金融制度調査会の中で金融資産保有現金の準備資産への算入の可否が審議されたが、「準備預金制度の活用に関する答申」において、「現実問題としての技術的難点[7]、制度本来の趣旨等からみて、現行通り中央銀行預け金のみとすることが適当と考えられる」と結論された。

(2)　準備預金への付利

所要準備として中央銀行に預けられた中央銀行預金は、通常、無利子だが、まれには多少の利子をつける制度になっている国もある。現在は、イタリアがそうである。また、米国では、異常事態の場合に発動される制度である追加準備率(決済勘定を対象に4％まで賦課）に対して利子が付されることになっている。

なお、日本でも、上記1971年（昭和46年）の金融制度調査会において、金融機関の要望もあって準備預金に対する付利について検討され、「準備預金については、その性格、制度運用の効果等からみて現行通り無利息とするが、制度の円滑な運用を図る観点から必要と考えられるときには、政策当局の判断で付利することも配慮されてよいものと思われる」との答申が出されている。

準備預金への付利については、準備預金制度のもつ規制的性格を除去する方策との関連で、Ⅴで改めて検討する。

4．準備預金の積み方式

準備預金の積み方式は、各国とも、①所要額算出期間が終了した後に、積み期間の最終日が到来し、②一定期間の平均残高が必要な積立額を満たせばばよい、という仕組みがとられている。例えば、ドイツ、フランス、日本では、所要準備算出期間終了日と積み期間最終日との間に半月のズレがあり、イタリアでは1ヶ月半のズレがある。これに対して米国では2日間のズレしかなかったが、1998年7月から、約半月のズレに拡大された。これは、米国ではスウィープ勘定の拡大等により所要準備額の推計が困難化しているため、所要準備額の算定を容易化し、それに伴うコストを削減する狙いから見直されたものである。また、イタリアで

は、1990年に、必要な準備額を毎日維持するという仕組み（日々積立方式）から１ヶ月の平均残高が必要な準備額を満たせばよいという仕組み（平残積立方式）に変更された。これは、旧制度の下では、日々の銀行間市場の需給の状態に金利が敏感に反応し、金利のフレが非常に大きくなるという弊害が生じていたためである。

準備預金の積み方式は、その違いによって金利やマネーサプライの安定性やコントロールに異なった影響を与えるため大きな検討課題であるが、詳細は補章で述べる。

５．準備率

最近の準備率の推移をみると、多くの国において、準備率を引下げるとともに、準備率設定区分を簡素化（対象債務相互間の準備率格差を縮小ないし解消）する方向での変更が行われている。これは、準備預金負担を軽減することや金融機関相互間の不公平を小さくすることを目的とするものである。こうした結果、例えば、米国では、現在の準備率は、①決済勘定について、残高4.2百万ドル以下は０％、残高4.2百万ドル超54百万ドル以下は３％、残高54百万ドル超は10％となっており、②決済勘定以外は一律０％となっている。また、ドイツも、引下げと簡素化の結果、現在の準備率は、①貯蓄預金および定期性預金については２％、②要求払債務については５％という２種類になっている。

Ⅳ　新種金融商品への対応

金融革新、金融自由化が大きく進展するに伴い、様々な新しい金融商品が開発し登場している。こうした新種金融商品の中には、準備預金制度対象外のものも少なくなく、これらがマネーないしニアマネーとして大きなウェイトをもつと、準備預金制度を通ずる金融政策の効果が低下する惧れがある。そうした金融商品の代表例としては、米国では MMMF（Money Market Mutual Fund、短期金融資産投資信託）があり、わが国では金融ビックバンで注目を集めている投資信託や郵貯などがある。

そこで、準備預金制度の存在を前提とし、同制度でカバーされるべき金融資産

の範囲をどのように決めるべきかが問題となる。もっと端的にいえば、準備預金制度を回避するフィナンシャル・イノベーションへの対策の1つとして、新種金融商品を準備預金対象に取り込むことが考えられるが、その際に問題となるのが、これまでの伝統的な準備預金制度対象から外れるこれらの新種金融商品を準備預金対象に取り込む理論的根拠である。これには、以下のようないくつかのアプローチが考えられる。

1．ガーレイ=ショー・アプローチ

第1は、「ガーレイ=ショー・アプローチ」とでも呼ぶべきアプローチである。ガーレイ（J. G. Gurley）=ショー（E. S. Shaw）は、銀行の供給する預金通貨と「その他機関」の発行する間接証券との共通点を重視する。この考え方を援用すれば、「その他機関」は、間接証券を乗数的に創出している点では銀行と同様であり、その流動性に応じて支払準備を課することが適当ということになる。なかでも流動性が高い MMMF のような短期投資信託は預金通貨の完全な代替物ではないとしても、密接な代替物、つまり準通貨（ニア・マネー）となる金融資産であるから、金融政策の有効性確保の上から、これも金融政策上定期預金等のニア・マネーと同一の取扱いとするのが適当、ということになる。さらに、CMA（Cash Management Account）のように、「その他機関」の間接証券が、銀行の決済性勘定と結びついて、実質的に決済性を帯びる場合には、マネー＝決済勘定（預金通貨）と同一の扱いが必要ということになる。

このガーレイ=ショー・アプローチを適用すれば、「その他機関」のうち生命保険についても準備預金制度適用が妥当ということになるわけで、現にわが国で生命保険を準備預金制度に取り入れた考え方の背後にはこのアプローチがあったといえよう。すなわち、昭和47年5月1日に改正された準備預金制度では、対象金融機関に生命保険会社を追加したほか、対象勘定を金融債、信託元本などに拡大した。その理論的根拠とされた当時の金融制度調査会における実際の議論は次のようなものである。

「福浦委員長――今回の準備預金制度改正を考えるにあたって、所謂信用創造理論にそれほどこだわる必要はないのではないかと思うが、この点につい

てはどうか。

館委員――伝統的には、銀行だけが乗数的な信用創造を行いうるという考え方が一般的であったわけだが、これ自体多分に単純かつメカニカルな考え方に基づくものである。最近では、その他の金融機関についても、資金のアベイラビリティに影響を及ぼすという点では銀行と同様な機能が認められ、両者の相違は銀行だけが通貨性をもった間接証券を発行することができることにあるとする考え方が有力になってきている。私自身も、伝統的な考え方よりはむしろすべての金融機関が資金のアベイラビリィに影響を持つという観点から、この際銀行以外の金融機関にも対象を広げることが必要ではないかと考えている。

（略）

館委員――従来準備預金制度については、預金通貨だけをコントロールすればよいという考え方があったわけだが、今や対象範囲をそのように限定すべきではなく、預金通貨に近い性格のものをもその対象に加えてコントロールしなければならないような状況になっているという点に留意する必要がある。」

2．Credit flow アプローチ

次に「信用の同質性」に着目するものとして Credit flow アプローチ（信用の流れによるアプローチ）がある。この Credit flow アプローチは、「ガーレイ＝ショー・アプローチ」の1つの変形ともいえるが（銀行もその他機関も同様に信用創造を行うとみる点など）、マネーよりも信用を重視する点にこのアプローチの特徴がある。Credit flow アプローチは、ハート（A. G. Hart）＝ケネン（P. B. Kenen）やフリードマン（B. Friedman）の主張にみられるところである。

この考え方の特徴は、実体経済を動かす金融的要因は銀行や「その他機関」の債務であるマネーよりも、むしろ資産サイドの金融機関の与信＝Credit である、とする見方である。マネーあるいはニア・マネーは与信過程における副次的な産物であるとみる。こうした観点から、「銀行」であれ「その他機関」であれ信用を供与する機関については、金融政策上同一の取扱いをすべしとの見解がでてくる。

こうしたマネーよりも信用供与を重視する考え方からみれば、前記のガーレイ=ショー・アプローチ同様、MMMF はもちろん、生命保険のように資産が貸出など信用供与に充てられている場合についても準備預金制度の対象になりうることになる。

ただし、この Credit flow アプローチの考え方は、預金等の債務よりもむしろ貸出準備率のように貸出等資産サイドに準備預金積立て義務を課するのを正当化する際に本来最もふさわしい論理とみられる。

3．発足当初の準備預金制度の意義からのアプローチ

以上の2つのアプローチは金融政策の観点から考慮したものであるが、この観点を離れて、準備預金制度の発生的意義から考えてみても、準備対象範囲の拡大は是認される。すなわち、準備預金制度は当初預金の引出し（現金化）請求に対する支払準備として、すなわち預金と法貨（legal tender）との交換を保証するものとして始まったものであり[8]、その性格は今日でも失われるものではない。いいかえれば、金融システム全体として「不時の支払いの必要」という不確実性に対する備えをもつことによって、支払・決済システムを円滑に機能させ、信用秩序の維持、通貨制度に対する社会的信認の確保を図ろうとするものである。

したがって、引出しないし現金化のタイミングについて不確実性が高い預金ほど、すなわち定期性預金よりも要求払預金、また定期性預金の中では期間が短期であるほど、厚目の支払準備（高い準備率）を要するとされる。このような支払準備の発生的意義から考えると、支払準備はそもそも預金であるか否かによってその要否が決まるのではなく、およそ短期間のうちに現金化を求められる可能性のある金融仲介機関の債務であれば、いずれも支払準備が必要になるといってよいであろう。MMMF のような投資信託もこの観点から当然準備預金の対象となりうるのである。

V　準備預金への付利について

1．準備預金制度の規制的性格の排除

Ⅳでは、いくつかの根拠により、準備預金制度対象外の新種金融商品などを準

備預金対象に取り込みうることを論じた。しかし、こうして準備預金制度の対象を拡大しうるとしても、準備率を課する場合(特に高率であればあるほど)、準備預金制度の規制的性格[9]が強まり、その点で準備預金積立義務がない場合に比べ効率性が低下する可能性があることは否めない[10][11]。その規制は課税と同じように、対象金融機関から中央銀行への所得移転を伴い、その租税負担の一部は例えば対顧客貸出金利の引上げという形で更に金融サービスの利用者に転嫁される。

準備預金制度の規制的性格を排除する1つの方法は、準備預金の付利により、準備預金保有の機会費用を減ずることである。ここで注意しておくべき点は準備預金への付利は規制に伴う所得移転の変更を意味することである。すなわち、付利されるようになると中央銀行から金融機関、金融サービスの利用者へと所得移転の返還が行われるとみることができよう。

準備預金に付利する案は、とくに米国の中央銀行関係者によって強く主張され、例えば、かつて連邦準備制度理事会のボルカー議長、ニューヨーク連銀のソロモン総裁がそれぞれ次のように述べたのが注目される。

▽　ボルカー（連邦準備制度理事会議長〈当時〉）

「今や高金利が誘因となって、決済勘定の機能を果たしながら支払準備の賦課とコスト負担を免れる新種商品が銀行内外で急増している。支払準備は可能な限り低いレベルにとどめるべきだろうが、金融政策上の必要や日々準備勘定を通して行われる巨額の決済を考慮すると引下げには限界があろう。そこで支払準備に対し利息を支払うことも考えられる。この方法の導入は連邦歳入への配慮から見送られたが、政府の収入源として支払準備に長期にわたって期待をかけるのは問題だろう。」（ボルカー〔1981〕、傍点筆者）

▽　ソロモン（ニューヨーク連銀総裁〈当時〉）

「『決済性』勘定にいかなる定義が採用されようとも、支払準備率の存在により、支払準備制度の適用対象外となる新種資産を作り出そうとする動きが続くことである。その結果として、別のイノベーションの波が誘発されることになる。少なくとも原則的には、この問題は、支払準備制度の下でコスト的に不利益な状況を取り除くために、所要準備に市場性金利を付利することによって解決されるであろう。新たな『決済性』勘定に対し画一的な支払準

備を適用するためのレギュレーションを作ることにはかなりの困難を伴う。支払準備が課せられていない決済性勘定を提供している機関は当然反対することとなろう。」（ソロモン〔1981〕、傍点筆者）

さらに学者でも、例えばカリフォルニア大学のピアス教授は次のような言い方で準備預金への付利を主張している。

「新種金融資産は準備率規制（一種の課税）を回避するものであり、これに対しては長い目で見れば、準備預金に（例えば）ＴＢ並みの市場金利を付利せざるを得ないように追い込まれるのは必至であろう。」（日本銀行金融研究局「経済動学と経済制御に関するコンファレンス」〔1982〕、傍点筆者）

2．準備預金に対する付利の問題点とその検討

準備預金付利は、準備預金制度のもつ規制的性格を除去する点で有効な対策であるが、この方法にもいくつかの問題点が指摘されている。以下では、３つの問題点を取り上げこれを批判的に検討しよう。

(1)　準備預金への金利支払は、その分中央銀行の収益悪化、ひいては政府収入の減少をもたらすという問題。

確かに準備預金に付利すれば中央銀行の収益が低下するため、中央銀行の政府への納付金も減少する。そうなれば、政府としては収入の減少分だけ歳出をカットするかあるいは増税で賄うことになろうから、準備預金に付利した場合の最終的な負担は、結局のところ国民一般が引受けることになる可能性がある。

他方、準備預金に付利されればそのメリットは、金融機関が吸収するかあるいは貸出金利の引下げや預金金利の引上げという形で金融サービスの利用者が享受するであろう。準備預金に付利することは、所得が国民一般から金融機関あるいは金融サービスの利用者へと移転することを意味し、国民一般がコストを負担することとなる。しかし、この国民一般が引受けるコスト負担は、準備預金制度の課税的性格除去による前記の「効率の損失」回避のメリットでカバーされているので、総合的にみて国民が実質的に負担増を蒙るとはいい切れない。

ただし、以上の議論は、準備率が、法定の準備預金制度がなくても銀行が自発

的に保有するとみられる水準、いわば natural level よりも高率である場合を前提としたものであり、natural level にとどまるときに付利すると、実質的に国民がコストを負担することになることには注意を要する。

(2)　準備預金付利は、準備率操作のコスト効果を弱めるのではないかという問題。

準備率の引上げは、確かに、単に市中銀行の流動性を中央銀行に凍結するだけでなく、コスト面からの圧迫を通じて市中金利の上昇を促し(コスト効果)、金融政策の効果を高める面がある。しかし、こうしたコスト効果の低下は、これを相殺するようインターバンク・マネーマーケット金利をより高目に引上げる金融調節を行えば相殺可能なものであり、この問題がそれほど重要な意味をもつとは思えない。

(3)　最適な付利水準の設定の問題。

準備預金に付利する場合、いかなる金利を付利すれば準備預金の規制的性格を除去することができるか、つまり準備預金に対する最適な付利水準をどのように見つけ出すかも問題である。少くとも公定歩合を上回る水準に付利することは合理的でないといえるが、それでは市場金利との関係でどう考えるかとなるとたしかに容易ではない。たとえば、中央銀行預け金は、完全にリスクレスであるといった特殊性をどうカウントするかという問題がある。しかし、実際には、上限として例えばコール・レートのような短期金融市場金利を設定し、これを一定幅下回る水準に決めるとか、決済性勘定に付されている自由金利水準を参考にする、といったやり方で近似的に適正水準を模索することは可能であるし、またそれで足りるのではないか。

因みに、米国の1980年金融制度改革法で新設された追加準備率(Supplemental Reserves、金融政策の遂行上必要とした場合、決済勘定を対象に4％まで賦課)では、連銀の有価証券運用利回りの範囲内で付利される扱いとなっている。

以上、要するに、①準備預金に付利すれば金融政策の効果が弱められるとか、②中央銀行の収益を悪化させるとか、③最適な付利水準の設定が困難である、といった問題点は必ずしも本質的に回避できない種類のものではないということで

ある。

VI　現金需要の大幅低下と準備預金制度

電子マネーを含む電子的な決済の進展等から、今後現金の利用が大幅に低下していく可能性があるが、そうした状況になった場合、準備預金制度の役割がどう変わるかは興味ある問題なので、この点について簡単に述べておきたい。

エレクトロニクス化の進展等から公衆の現金に代わり決済性勘定による振替決済が増大する方向にあり、今後長期的にみれば現金需要の大幅低下も考えられる。

ところで、中央銀行が仮に貨幣乗数アプローチに基づいてハイパワード・マネーを操作変数とするマネーサプライ・コントロールを行うとすれば、貨幣乗数($m=\frac{C/D+1}{C/D+R/D}$、C：公衆の現金、D：公衆の預金、R：銀行の準備)の安定性がそのコントローラビリティを高める1つの重要な条件になる。わが国の現状では、貨幣乗数は安定しているとはいえず、その変動の一因は公衆における現金と預金の間のトランスファーが不規則的に起こり、従って現金・預金比率が不安定であることにあるとされている（堀内〔1980〕)。しかし、上記のような現金需要の大幅低下の下では、貨幣乗数の構成要素である公衆の現金・預金比率（C/D）は極めて小さくなるか、極端な場合にはゼロとなるので、貨幣乗数の変動は専ら銀行における準備・預金比率(R/D)に依存することになる。その場合は、ハイパワード・マネーを操作変数とするマネタリー・コントロールのコントローラビリティは高まるかもしれない。[12)]

もっとも、現金の代りに使われる新種商品が、準備預金対象外のものであれば、準備・預金比率が大きく低下し、この比率が不安定な動きを示す可能性もあり、その場合は、マネーサプライのコントローラビリティが低下することも考えられる。このような場合には、この新種商品を準備預金対象に取込む必要があろう。

また、現金通貨の比重大幅低下の結果、マネタリー・コントロールの有効性が高まるのかどうか、を総合的に判断するには、金融調節の効果がそのような状況の下でも(中央銀行の保有資産が大幅に減少している可能性がある)、これまでどおり確保され、準備指標ないしハイパワード・マネーを意図どおりコントロールできるのかどうか、といった点の検討も必要であろう。

しかし、いずれにせよ、現金通貨の比重が大きく低下する世界では準備預金制度の存在が一段と大きな意義をもつ可能性があることは以上の検討からみても確かなように思われる。

Ⅶ　準備預金制度の意義

19世紀の準備預金制度発生当初の目的は、市中銀行が受入れた預金の一定割合を中央銀行預け金として保有させることによって、預金の払い戻しに備え、預金者保護を図ろうとすることにあった。そうした準備預金制度が準備率操作による金融政策の手段という形に性格を変えていったのは、1930年代の米国においてであった。そして、このような金融政策手段としての準備預金制度が、第2次大戦後、欧州各国や日本にも広く採り入れられていった。

ところが、最近になって、準備預金制度の内容が再び変化しつつある[13]。すでに1980年代以前より、準備預金制度対象金融機関と対象外金融機関との間の公平性確保の観点から、準備預金の対象債務の範囲を見直したり、金融機関の保有現金を準備資産に算入する動きが生じていたが、1990年代になって、制度を簡素化するとともに、準備率を引下げて準備預金負担を軽減する方向に各国とも収れんしつつあるようにみえる。こうした動きの背景には、金融の自由化、国際化の急速な進展に伴って金融機関相互間の競争が激しさを増している中で、規制的性格を有する準備預金負担を軽減する必要があるという認識が強まっていることがある。

さらに、準備預金制度の位置づけについても、準備率の操作によって量的コントロールを行うための道具として捉える考え方から、金融市場における金利コントロールのための枠組みとして捉え直そうという考え方へと変化してきている。すなわち、準備預金制度の現代的意味合いは、同制度によって中央銀行預け金への需要を安定的なものにするとともに、日々の金利変動を平準化させようとする趣旨であるとの考え方が、各国で主流となっている[14]。

準備預金制度については、これを廃止し、銀行は自己の合理的な判断に基づいて自主的に準備を保有する方式に変えてはどうかとの意見もある。中央銀行のマネタリー・コントロールもこの自主的に保有する準備をベースに実施すれば問題

ないと考えるのである。確かに準備預金制度が存在しなくても、銀行が準備を保有することは間違いない。問題は、準備預金制度が存在しない場合の銀行の準備需要が、準備預金制度が存在する場合のそれよりも安定的といえるかどうかにあるが、これについては必ずしもそうはいえないと判断される。コール市場、手形市場、現先市場等短期金融市場が発達し、そこで有利な余資運用が可能な状況では、銀行はこれら市場で処分可能な流動性の高い資産を保有しておけば、その処分ないし担保借入により、短時間のうちに資金調達が可能であるから、銀行は最低限必要な準備預金額以上は準備預金を保有しようとはしないであろう。その際、最低限必要な準備預金額は、中央銀行の準備供給態度や先行きの金利見通し等の如何で変わるとみられるので、もし準備預金制度が存在しなければ、銀行の準備需要関数はそれが存在する場合に比して不安定なものになると推測される。

他方、準備預金制度が導入されているならば、銀行の準備需要は預金の一定割合という形で強制的に維持されることになり、この場合には準備預金制度が存在しない場合よりも銀行の準備需要は安定的になろう。準備需要が安定的であることは中央銀行が準備需要をかなり的確に把握しうることを意味しており、それだけ市場金利の誘導について、確実性が期待できることになる[15](ただし、このメリットは、操作変数として金利をとる場合に妥当するものであり、ハイパワード・マネー・コントロールなど量的指標を操作変数とする場合には別途検討を要する)。

注1）　鈴木淑夫〔1980〕180ページ。

注2）　昭和32年2月21日に提出した金融制度調査会の「準備預金制度に関する答申」では、準備率決定の権限について以下のとおり述べている。

「9．準備預金制度の運用は、公定歩合政策、公開市場操作とともに、日本銀行において行うことが適当である。

10．前項の趣旨を法制化するに当って、現行法制との調和を図るため、やむを得ないならば暫定的に大蔵大臣に消極的性格を有する権限を保有せしめることが考えられる。この場合においても本制度の立法化および運用に当っては、大蔵大臣は中央銀行としての日本銀行の意向を充分に尊重するとともに、日本銀行としても大蔵大臣との間に緊密な連係を保ち、前項の趣旨にそ

うことが望ましい。なお、政府と日本銀行との基本的関係は、将来日本銀行法改正の審議の際、白紙の立場において検討さるべきものである。」

注3）　昭和35年9月の金融制度調査会答申では、準備率決定の権限について以下のように述べている。

「(現行日本銀行法においては、) 準備率の設定・変更・廃止を主務大臣の認可にかからしめている。この点に関し、準備率の設定及び変更については、公定歩合の決定・変更や公開市場政策のように、中央銀行の通常の業務として行われるものとその性質を異にし、当局の判断に基づき、民間金融機関に対し一方的に一種の義務を強制するものであるから、主務大臣の認可を要することとすべきであるとする意見があった。しかしながら、法律上の諸問題につき検討した結果、政府に具体的な関与権を認めなくても違憲の疑いを生じないように認められたので主務大臣の認可を要件とすることなく、公定歩合政策、公開市場政策と並んでこれを日本銀行が自主的に発動し得るよう改めることを適当と認めた。」

注4）　以下の説明は、日本銀行金融研究所〔1995〕に負うところが大きい。

注5）　これは、フランス国内の銀行が準備預金積立て義務の回避を目的として、ＣＤを非居住者に発行して直ちに居住者に転売するという迂回取引を活発化させていたことに対応したものである。

注6）　これは、海外に支店を有する大銀行と海外に支店を持たない中小銀行との間の機会均等化を図るために行われたものである。

注7）　技術的難点としては、例えば、本店・支店に保有する銀行券の残高を金融機関自身が把握するのに時間がかかることとか、保有額を中央銀行が直接日々確認するにはコストがかかることなどがあげられる。

注8）　支払準備制度を「制度」として最初に発足させたのは米国（1863年国法銀行法による）である。1913年の連邦準備法に基づき連邦準備制度が設立されるに至って、民間銀行の支払準備は中央銀行に集中されることとなったが、当時の支払準備に対する考え方は、各民間銀行が預金引出し請求その他の緊急事態への備えをもつことであり、さらにこうした支払準備を中央銀行に集中することによって、いわば保険と同じように、そのような備えを一層実効

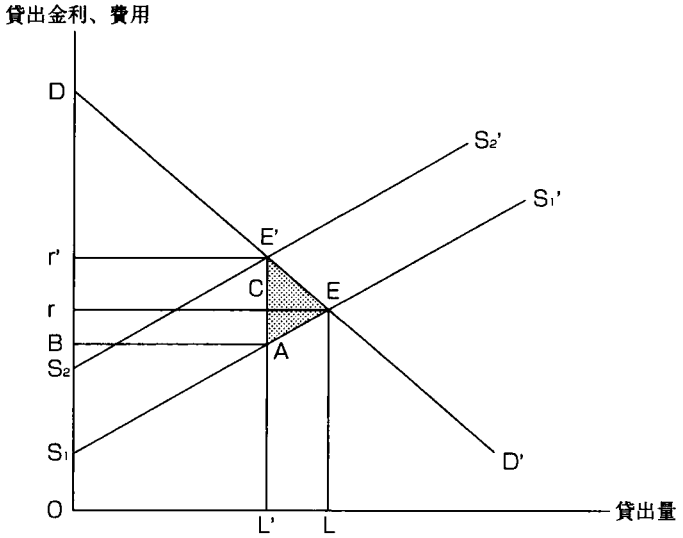
あらしめるようにすること（これは the insurance principle ともいわれていた）であった。

注9）　現行の準備預金制度が一種の規制であるという場合、その意味するところは、市中銀行の一定量の資金を中央銀行に凍結させる量的側面と、この凍結資金に対し利子を全く支払わないというコスト的側面の両者を含んでいる。準備預金制度の存続を前提としている本章では、規制の量的側面を取り除くことは不可能である。ここで問題とするのは、あくまでも規制のコスト的側面である。

注10）　準備預金制度の「規制的性格」を論ずる場合、注意が必要である。というのは、金融機関は準備預金制度がなくても、支払の不確実性に備えてある程度の支払準備を保有するのが一般的であり、こうした強制されなくても保有するいわば、natural level に法定の準備率を設定したとしても、規制的性格が生じたとはいえないからである。以下では、こうした natural level 以上の水準に準備率が設定されているものと前提し、その規制的性格が「効率性」（資源配分上の効率性）をどの程度低めているかを、貸出市場を例にとって説明しよう。

次図は金融機関の貸出の需給関係を示したものである。横軸には貸出量、縦軸には貸出金利、費用をはかってある。曲線 DD′は貸出の需要曲線であり、曲線 S_1S_1'、S_2S_2'はそれぞれ準備率規制がない場合（あっても準備率がゼロの場合を含む）とある場合の貸出供給（限界費用）曲線である。S_2S_2'がS_1S_1'より上方にあるのは、準備率規制による課税相当分が、S_2S_2'（S_1S_1'を課税相当分 AE′だけ上方に平行移動）に含まれているからである。

さて、準備率が存在しない場合の均衡点はE点であり、その時の貸出量はL、貸出金利はr、消費者余剰（借り手の便益）と生産者余剰（貸し手の便益）を合わせた総余剰は三角形 DES_1である。次に準備率が存在する場合には均衡点はE′点に移動する。この場合、貸出量はL′、貸出金利はr′であり、準備率が存在しない場合より貸出量は減少し、貸出金利は上昇し、この結果消費者余剰は DE′r′、生産者余剰は ABS_1となり、これに準備率規制による課税相当分 E′ABr′を加えても、準備率規制がない場合の総余剰 DES_1より



は EE'A だけ小さくなる。つまり、EE'A が準備率規制による効率の損失である。

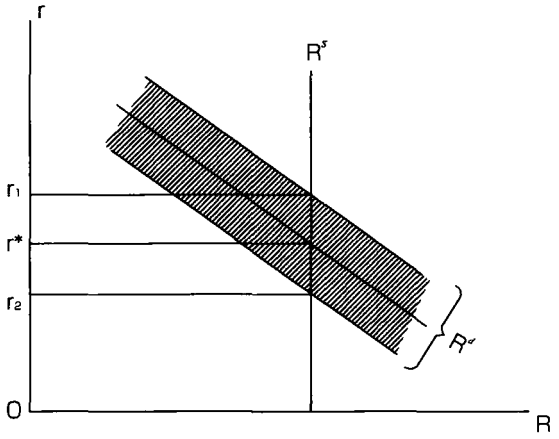
注11）　金融の効率性としてここで問題にしているのはいわゆる「資源配分上の効率性」であるが、これとは別に企業組織内部における効率性、つまり「組織上の効率性」（伝統的な経済学では企業の内部組織的側面は全く捨象されていたが、このように企業内部をブラック・ボックスとして取扱うのではなく、企業を種々のメンバーから構成される1個の組織体として捉え、こうした各構成員の行動によって生みだされる効率・非効率を組織上の効率・非効率という。）も重要な視点である。この組織上の効率性については、H．ライベンシュタイン、O．E．ウイリアムソン等によって研究され、現実の経済を分析するに当り新しい視点を提供しているといえよう（小栗誠治〔1980〕を参照）。

注12）　貨幣乗数の変動を安定化させる1つの対策は、所要準備の計算方式として「限界積み方式（過去の預金残高の一定割合の準備に加え、預金の増加額に対しても100％の準備を課す方式）」を採用することである（この点についての詳細な分析は補章によってなされている）。

注13）　以下の記述は、日本銀行金融研究所〔1995〕に負うところが大きい。

注14）　わが国の場合、準備預金残高は約3兆円である一方、日々の決済額（日本銀行当座預金の1日当り受払額）は約300兆円にも上っている。各金融機関がギリギリまで当座預金残高を落とした場合、ちょっとした資金需給のフレが短期金利の乱高下をもたらし、金融政策に好ましくない影響を及ぼす可能性がある。

注15）　いま、中央銀行がある金利水準r^*を達成するよう金融調節を行う場合を考えよう。もし、銀行の準備需要R^dが、準備預金制度が存在しないために図の斜線をつけたような範囲で不安定な動きをするとすれば、中央銀行はどの位の準備供給を行えば目標の金利水準r^*を達成できるかの判断が難しくなる。もし、中央銀行が図のような水準R^Sに準備を供給したとすれば、金利はr_1からr_2の範囲内のどこかに決まることとなり、目標のr^*になるという保証はない。しかし準備預金制度が導入され、これによって銀行の準備需要が安定的なものになれば、R^dのフレは小さなものになり（残ると思われるフレは過剰準備の増減によるもの）、目標金利水準r^*の達成がより容易になるであろう。



補章　所要準備計算方式と マネタリー・コントロール*

I　問題の所在

わが国の準備預金制度では、「所要準備額計算期間」（当月初～当月末の平残）と「積み期間」（当月16日～翌月の平残）との間に半月のラグがあるが、こうした所要準備計算期間と積み期間のズレが金利やマネーサプライの安定性やコントロールにいかなる影響を与えるのだろうか。もし、両者の遅行・同時・先行関係いかんによってマネタリー・コントロールへの影響が異なるのであれば、これは金融政策の有効性を高める上で、大きな検討課題となる。そこで、以下では所要準備計算方式の違いによって、マネーマーケット金利やマネーサプライの短期的安定性がどのように異なるかを比較、検討する。

準備預金制度における所要準備の計算方式としては、理論的には次の3種類が代表的なものである。

①「後積み方式」（Lagged Reserve Accounting、以下 LRA と略）

今期の所要準備が過去の預金水準に基づいて計算される方式であり、数式で表わせば $R_t = kD_{t-1}$（R：所要準備、D：預金、k：準備率、t：時期）となる。

②「同時積み方式」（Contemporaneous Reserve Accounting、以下 CRA と略）

今期の所要準備が今期の預金水準に基づいて計算される方式であり、数式で表わせば $R_t = kD_t$ となる。

③「限界積み方式」[1]（Marginal Reserve Accounting、以下 MRA と略）

LRA 部分に加えて、今期の預金増加分に対して100％の準備を課す方式で

---

* 本補章は、拙稿「準備預金制度の再検討―マネーサプライおよびマネーマーケット金利の短期的安定性と所要準備計算方式」（金融学会編『金融学会報告57』〈東洋経済新報社、1983年〉）を加筆修正したものである。なお旧稿の内容は堀内昭義氏（東京大学教授）との共同研究を基にしたものである。

あり、数式で表わせば $R_t = kD_{t-1} + (D_t - D_{t-1})$ となる。この方式は、W. Poole によって初めて提案された。

これら3つのうち、現在多くの国で採用されているのは①の LRA[2)] である。例えば、米国では、今週火曜日から翌々週月曜日までの2週間の預金の平均残高に基づいて算出される所要準備を、4週間後の木曜日から6週間後の水曜日までの2週間に平均残高ベースで積まねばならない（1998年7月に変更、なお米国ではかつて CRA を採用していたこともある）。またわが国では、今月1ヶ月間の預金の平均残高に基づいて算出される所要準備を、今月の16日から翌月の15日までの1か月間に平均残高ベースで積むという若干変形された LRA が採用されている。

このように多くの国で LRA が採用されているのは、上記のようにラグを設けることによって所要準備額をその積立時期以前に知ることができるので、市中銀行が準備の管理・調整を容易に行うことができるということが主たる理由のように窺われる。

ちなみに、LRA が望ましいと考えられる理由について、例えばわが国の「金融制度調査会の準備預金制度に関する答申」（昭和32年2月21日）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ずらすことが適当である」（傍点筆者）と述べている。また米国では、1968年9月に、それまで採用していた CRA をやめて LRA に変更したという経緯があるが、当時の記録をみるとその変更の理由として「連邦準備制度加盟銀行、連邦準備銀行の両者にとって、所要準備額についての不確実性を減らすことができると期待される」（Board of Governors of Federal Reserve System,〔1968年〕、傍点筆者）と説明している。

しかし、米国ではマネーサプライ・コントロールの改善のために銀行準備やハイパワード・マネーを操作目標とする金融調節方式への関心が高まった1980年代に LRA の欠点が次第に問題とされ、所要準備計算方式を LRA から再び CRA へと変更したことがある。

当時米国では、1979年10月に金融政策の操作目標を従来のフェデラル・ファンド・レートから銀行準備（直接的には非借入準備）へと変更したが、そのことと関連して LRA のままでは銀行準備を円滑にコントロールできないのではないかという点が改めて俎上に乗せられるに至った。つまり、LRA の下では、伝統的な

貨幣乗数論が説くように現在の「準備」によって現在の「預金」が決定されるのではなく、逆に過去の「預金」によって現在の「準備」が決定されることとなり、中央銀行が所要準備を受動的に供給せざるを得ないこととなる。従って、LRA の下では中央銀行は短期的には準備をコントロールできないことになり、そのため銀行準備を操作目標とするマネーサプライ・コントロールは LRA の下では円滑に進まないのではないかという疑問が生じることになった。

また、米国では金融政策の操作目標を銀行準備に変更した後、マネーマーケット金利がこれまでよりも乱高下するという現象が生じたが、このような現象は所要準備計算方式を従来どおり LRA としたままで操作目標を変更したことも1つの要因になっていた可能性があり、別の所要準備計算方式を採用すれば準備需要の調整が弾力的に行われるようになり、マネーマーケット金利が安定化する可能性があるのかもしれない。

このように所要準備計算方式のあり方は、マネーマーケット金利やマネーサプライの安定性、コントロールといったマネタリー・コントロールの面から、大きな検討テーマなのである。

なお、所要準備計算方式には前記のほかに、「先積み方式」(Reverse Lag Accounting、以下 RLA と略) がある。RLA は今期の準備保有額によって来期の預金額に限度を設定しようとするもので、数式では $R_t = kD_{t+1}$ と表わせる。しかし、①RLA は、現実には実行困難との見方が多いほか、②LRA、CRA、MRA の場合には今期の準備需要は過去および現在の預金により決定されるのに対し、RLA の下では今期の準備需要は将来についての予想に基づく貸出計画等から決定されるという基本的に異質な面があるため、以下の分析においては RLA を除いた LRA、CRA、MRA の3つの計算方式について比較、検討を行うこととする。

II　分析の枠組み

以上のような問題意識に立って、以下ではマネーサプライやマネーマーケット金利の安定性との関連において、どのような所要準備計算方式が望ましいかを比較、検討しよう。

中央銀行が、中間目標であるマネーサプライ増加率を実現するために、操作目標を設定して市場調節を行う場合を考えよう。この場合、操作目標の目標値は事前的には中間目標（マネーサプライ）の目標値に見合うものとして設定されるわけであるが、事後的にみると操作目標値を100％実現したとしてもマネーサプライの目標値が完全に実現するとは限らない。というのは、操作目標値設定時には考慮できなかった諸要因によって民間金融部門の第1線準備（現金）や第2線準備（マネーマーケット資産）に対する需要、あるいは民間非金融部門の現金や預金に対する需要等が変化し、この結果、予期せざる金利の変動（乱高下）やマネーサプライの目標値からの乖離が生じる可能性があるからである。

操作目標として考えられるものには、(1)短期金融市場金利（コール・手形レート）、(2)これも量的指標の一種であるが、米国の非借入準備にほぼ相当するものとして「オペ資金供給量」、すなわち「ハイパワード・マネーから中央銀行貸出を差し引いたもの」（以下では、これを「買入手形等」と呼ぶ）、(3)ハイパワード・マネーがある。また所要準備計算方式についても前述のようにいくつかの方式がある。ここでの問題は、設定した操作目標値を守るという政策運営によってマネーサプライ増加率の目標値からの乖離や予期せざる金利の乱高下を最小限に抑えるためには、所要準備計算方式としてどの方式を選び、操作目標としていかなる変数を選べばよいかということである。

こういった問題を真正面からとりあげようとすれば、まずマネーサプライ目標値を実体経済との関連で設定し、また操作目標値をマネーサプライ目標値との関連で設定することができるような一般均衡モデルに準拠する必要がある。ここでは、そうした分析の第1段階として、いくつかの仮定を置いた簡単なモデルを作って分析することとする。

なお、ここでは短期的なモデルを取扱うこととし、またマネーサプライの安定についても短期的な安定を論じるが、マネーサプライの安定は、本来、1ないし数四半期という中・長期の視点で実現すべきものであり、週や月単位の変動は政策目標の実現にとってほとんど関係はない。しかし海外では、週や月単位の金利やマネーサプライの乱高下が、市場心理の攪乱要因として問題になることも多い。ただ、この短期モデルから得られる結論は、かなりの程度、中・長期の問題にも

（図１）　経済各部門の統合されたバランス・シート

中央銀行

資　　産	負　　債
買入手形等(C_C) 中央銀行貸出(B_C)	ハイパワード・マネー(R_C)

銀行

資　　産	負　　債
準　　備(R_B) 貸　　出(L_B)	現　　金(D_B) オープン・マネーマーケット負債(F_B) 売渡手形等(C_B) 中央銀行借入(B_B)

民間非金融部門

資　　産	負　　債
現　　金(R_N) 預　　金(D_N) オープン・マネーマーケット資産(F_N)	銀行借入(L_N)

適用できるように思われる。

ここでは、図１のバランス・シートに集約されるような３部門（中央銀行、民間金融部門〈以下、銀行と呼ぶ〉、民間非金融部門）、６資産（ハイパワード・マネー、買入手形等、中央銀行貸出、預金、オープン・マネーマーケット資産、市中貸出）により構成されるモデルを用いることとする。ここでオープン・マネーマーケット資産とは、民間非金融部門が直接参加するマネーマーケットで取引される資産であり、わが国について具体例をあげれば、ＣＤ、ＣＰ、現先等を考えることができよう。

このモデルで置いている主な仮定は次のとおりである。

①分析対象期間は準備預金の１積立期間とし、この期間内では銀行貸出は一定不変とするが、銀行貸出以外については銀行および民間非金融部門は以下の③、

④に従い、資産、負債の調整を行うものとする。また、コール・手形市場およびオープン・マネーマーケットでは需給に即してプライス・メカニズムがワークしている。

②分析対象期間中、公定歩合、預金金利、市中貸出金利は一定で変わらない。

③中央銀行のオペにより供給される資金（以下、オペ資金と略）に対する銀行の需要は、オープン・マネーマーケット金利を一定とすればコール・手形レートが上昇すれば減少し、一方コール・手形レートが一定の場合、オープン・マネーマーケット金利が上昇すれば増加する（以下、いずれも当該金利の単独の変化を前提とする）。また、銀行の中央銀行借入需要は、コール・手形レートやオープン・マネーマーケット金利が上昇すれば増加する。

④民間非金融部門の現金、預金に対する需要は、オープン・マネーマーケット金利が上昇すれば減少する。

⑤所要準備額算定の基礎となる対象債務は、預金のみとする。

ここで取り扱うモデルの構造は以下のとおりである。

1．銀行はバランス・シートの制約条件

$$R_B+L_B\equiv D_B+F_B+C_B+B_B \tag{1}$$

の下で行動するが、この時資産、負債の各項目は次のように定式化できるものと考える。

まず、銀行の保有する準備 R_Bは基本的には法定の所要準備 R_Rのみであるが、何らかの外生的要因により所要準備を上回る可能性があるとする。すなわち、

$$R_B\equiv R_R+u_E \tag{2}$$

ここで、u_Eは何らかの外生的要因により準備需要が所要準備を上回る部分を示すシフト・パラメーターである。

R_Rの特定化（specification）は次に示すように所要準備計算方式の如何に依存する。すなわち、

①LRA（後積み方式）の場合

$$R_R\equiv k_L\overline{D}_B \quad (0<k_L<1) \tag{3-1}$$

②CRA（同時積み方式）の場合

$$R_R \equiv k_C D_N$$
$$= -k_C dr + k_C u_D \quad (0 < k_C < 1) \tag{3)—2}$$

③MRA（限界積み方式）の場合

$$R_R \equiv k_M \overline{D}_B + (D_N - \overline{D}_B)$$
$$= -dr + u_D - (1 - k_M)\overline{D}_B \quad (0 < k_M < 1) \tag{3)—3}$$

ただし、$\overline{D}_B$は1期前の預金水準、k_L、k_C、k_MはそれぞれLRA、CRA、MRAの場合の所要準備率を示す。

本モデルの分析対象期間においては市中貸出L_Bは一定の水準で不変であり、一方預金D_Bは民間非金融部門の資産選択（需要）に応じて受動的に決定されるものと仮定する。すなわち

$$L_B = \overline{L} \tag{4}$$

$$D_B \equiv D_N \tag{5}$$

オペ資金に対する需要C_Bは、コール・手形レートiの減少関数、オープン・マネーマーケット金利rの増加関数であると仮定する。また、公定歩合は一定、中央銀行借入に対する需要B_Bはコール・手形レートiおよびオープン・マネーマーケット金利rの増加関数であるとする。

簡単化のため、オペ資金需要関数、中央銀行借入需要関数を線形で、

$$C_B = -a_1 i + a_2 r + u_C \quad (a_1、a_2 > 0) \tag{6}$$

$$B_B = b_1 i + b_2 r + u_B \quad (b_1、b_2 > 0) \tag{7}$$

と表わす。ただし、u_C、u_Bは各々何らかの外生的理由によるオペ資金需要、中央銀行借入需要の増加部分を示すシフト・パラメーターである。

最後に、オープン・マネーマーケット資金の取入れ需要（オープン・マネーマーケット資産の供給）F_Bは、以上の(1)、(2)、(4)～(7)式から次のように表現される。

$$F_B \equiv R_B + L_B - D_B - C_B - B_B$$
$$= R_R + \overline{L} - D_N + (a_1 - b_1) i - (a_2 + b_2) r + (u_E - u_C - u_B) \tag{8}$$

(8)式からF_Bがrの減少関数であることは明らかだが、iの増加関数か減少関数かは不明である。しかし以下の分析では、$a_1 - b_1 > 0$、つまりF_Bはrが一定の場合、iの増加関数であると仮定する。このことは、コール・手形レートが上昇

したとき銀行はオープン・マネーマーケット資金の取入れ意欲を強めることを意味しており、自然な仮定といえよう。

2．民間非金融部門は次のようなバランス・シート制約条件の下で行動する。

$$R_N+D_N+F_N\equiv L_N \tag{9}$$

ここでの分析対象期間においては、預金金利は一定と仮定されており、また民間非金融部門はコール・手形市場には参加できない。そこで現金 R_N、預金 D_N に対する需要は、オープン・マネーマーケット資産金利 r の減少関数であると仮定し、次のように表わす。

$$R_N=-cr+u_R \quad (c>0) \tag{10}$$

$$D_N=-dr+u_D \quad (d>0) \tag{11}$$

ただし、u_R、u_Dは各々民間非金融部門の現金需要、預金需要の何らかの外生的理由による増加部分を示すシフト・パラメーターである。

なお、銀行借入 L_Nは一定水準（$\overline{L}$）で不変であると仮定されているので

$$L_N=\overline{L}(=L_B) \tag{12}$$

である。

以上(9)～(12)式からオープン・マネーマーケットでの資金運用（オープン・マネーマーケット資産に対する需要）は次のように表わされる。

$$\begin{aligned} F_N&\equiv L_N-R_N-D_N \\ &=(c+d)r+(\overline{L}-u_R-u_D) \end{aligned} \tag{13}$$

3．中央銀行のバランス・シートは(14)式で表わされるが、これはハイパワード・マネー R_Cが、中央銀行貸出 B_Cと買入手形等（オペ）C_Cという二つのルートによって供給されることを示している。

$$R_C\equiv C_C+B_C \tag{14}$$

中央銀行貸出 B_Cは、銀行の中央銀行借入需要に対し最終的には受動的に供給されると仮定する。すなわち

$$B_C\equiv B_B \tag{15}$$

ただし、この点については注意が必要で、中央銀行が、所要準備積立期間を通じてみれば最終的には借入需要に完全に応じるとしても、銀行借入申込みに直ちに応じるとは限らない。中央銀行は最終的には銀行の中央銀行借入需要を満たす

としても、その資金を準備積立期間中のいつ供給するかを能動的にコントロールすることによって、コール・手形レートを変化させ銀行行動に何らかの変化を生じさせることができると考えられる。

このモデルでは、中央銀行の操作目標として、①コール・手形レート i、②買入手形等 C_C、③ハイパワード・マネー R_Cの三つのケースを考えることにする。操作目標はモデルの中では下記のように外生変数となるので、中央銀行がこれら三つのうちどれを操作目標とするかによって外生変数が異なることとなり、従ってこのことがここでの分析結果にかなりの違いをもたらすことになる。

①操作目標がコール・手形レート i の場合

$$i=\overline{i} \tag{16-1}$$

②操作目標が中央銀行の買入手形等 C_Cの場合

$$C_C=\overline{C}_C \tag{16-2}$$

③操作目標がハイパワード・マネー R_Cの場合

$$R_C=\overline{R}_C \tag{16-3}$$

4．需給均衡条件およびマネーサプライ定義式

ここでのモデルにおいては、市中銀行は民間非金融部門の預金需要に対して受動的に応じること、中央銀行貸出も銀行の借入需要に応じて最終的には供給されること、また市中銀行の貸出は一定の水準で不変であることが仮定されている。

従って、マネーマーケットの均衡条件は、下記のハイパワード・マネー、オペ資金、オープン・マネーマーケット資産の三つの需給均衡条件（(17)、(18)、(19)式）に、特定の所要準備計算方式（(3)—1、(3)—2、(3)—3式のうち一つ）と中央銀行の特定の操作目標（(16)—1、(16)—2、(16)—3式のうちの一つ）とをつけ加えることによって表わすことができる。

①ハイパワード・マネーの需給均衡条件

$$R_B+R_N=R_C \tag{17}$$

②オペ資金の需給均衡条件

$$C_C=C_B \tag{18}$$

③オープン・マネーマーケット資産の需給均衡条件

$$F_N=F_B \tag{19}$$

ここで上記の3式のうち1式は独立でないので、例えば独立な二つの均衡条件(17)、(18)式から、コール・手形レート i、オープン・マネーマーケット金利 r が内生的に決定されることになる。

また、同時に、マネーサプライMは民間非金融部門の保有する現金 R_N と預金 D_N の和であるので、マネーサプライMも内生的に決まる変数になる。すなわち

$$M \equiv R_N + D_N$$
$$= -(c+d)r + u_R + u_D \tag{20}$$

以上のようにして、各所要準備計算方式の下でマネーマーケットの均衡条件が求められるが、それを第1線、第2線の各準備や現金、預金などのそれぞれの需要関数のシフト・パラメーターについて微分することにより、銀行の準備需要や民間非金融部門の現金、預金需要等が何らかの外生的要因によって変化したときに、短期的にマネーサプライやマネーマーケット金利にどのような影響が生じるかを分析することができる。

なお、以下の分析では、所要準備計算方式や操作目標が変わっても各行動方程式のパラメーターは変わらないものと仮定する。

表1～表3はその結果を整理したものであり、各所要準備計算方式別に、それぞれ銀行の準備需要や民間非金融部門の現金、預金需要等が外生的に1単位変化した場合、マネーサプライやマネーマーケット金利にどれだけの変化が生じるかを示している。

III　所要準備計算方式の比較

表1～表3に示した結果を種々の角度から比較、検討してみると、次のような興味あることがらを指摘することができる。

(1)　現在多くの国で採用されている LRA の下では、中央銀行の操作目標をマネーマーケット金利から量的指標（ハイパワード・マネーあるいは買入手形等）に変更しても、マネーサプライの短期的な安定性が改善するとは限らない。しかも、この場合、マネーマーケット金利は明らかに不安定になる。

(2)　次に、中央銀行が操作目標を変えずに、所要準備計算方式を LRA から CRA

（表１）準備需要等の変化のマネーサプライMとコール・手形レートiへの影響―― LRA の場合

	シフトパラメーター／操作目標	銀行準備需要 (u_E)	オペ資金需要 (u_C)	中央銀行借入需要 (u_B)	現金需要 (u_R)	預金需要 (u_D)
Mへの影響	コール・手形レート (i)	$-\frac{c+d}{A_2}$	$\frac{c+d}{A_2}$	$\frac{c+d}{A_2}$	$\frac{a_2+b_2-d}{A_2}$	1
	買入手形等 (C_C)	$-\frac{(c+d)a_1}{A_1}$	$\frac{(c+d)b_1}{A_1}$	$\frac{(c+d)a_1}{A_1}$	$\frac{B_1-a_1d}{A_1}$	1
	ハイパワード・マネー (R_C)	$-\frac{c+d}{c}$	0	0	$-\frac{d}{c}$	1
iへの影響	コール・手形レート (i)	0	0	0	0	0
	買入手形等 (C_C)	$\frac{a_2}{A_1}$	$\frac{b_2+c}{A_1}$	$-\frac{a_2}{A_1}$	$\frac{a_2}{A_1}$	0
	ハイパワード・マネー (R_C)	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)c}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)c}$	0

（注）　$A_1=a_1b_2+a_2b_1+a_1c$、$A_2=a_2+b_2+c$、$B_1=a_1b_2+a_2b_1$、a_1、a_2、b_1、b_2、c、d、は数式モデルの方程式に現れる係数。

（表２）準備需要等の変化のマネーサプライMとコール・手形レートへの影響―― CRA の場合

	シフトパラメーター／操作目標	銀行準備需要 (u_E)	オペ資金需要 (u_C)	中央銀行借入需要 (u_B)	現金需要 (u_R)	預金需要 (u_D)
Mへの影響	コール・手形レート (i)	$-\frac{c+d}{A_2+k_Cd}$	$\frac{c+d}{A_2+k_Cd}$	$\frac{c+d}{A_2+k_Cd}$	$\frac{a_2+b_2-(1-k_C)d}{A_2+k_Cd}$	$\frac{a_2+b_2+(1-k_C)c}{A_2+k_Cd}$
	買入手形等 (C_C)	$-\frac{(c+d)a_1}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{(c+d)b_1}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{(c+d)a_1}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{B_1-(1-k_C)a_1d}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{A_1-k_Ca_1c}{A_1+k_Ca_1d}$
	ハイパワード・マネー (R_C)	$-\frac{c+d}{c+k_Cd}$	0	0	$-\frac{(1-k_C)d}{c_2+k_Cd}$	$\frac{(1-k_C)c}{c+k_Cd}$
Mへの影響	コール・手形レート (i)	0	0	0	0	0
	買入手形等 (C_C)	$\frac{a_2}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{b_2+c+k_Cd}{A_1+k_Ca_1d}$	$-\frac{a_2}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{a_2}{A_1+k_Ca_1d}$	$\frac{k_Ca_2}{A_1+k_Ca_1d}$
	ハイパワード・マネー (R_C)	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)(c+k_Cd)}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)(c+k_Cd)}$	$\frac{(a_2+b_2)k_C}{(a_1-b_1)(c+k_Cd)}$

（注）　$A_1=a_1b_2+a_2b_1+a_1c$、$A_2=a_2+b_2+c$、$B_1=a_1b_2+a_2b_1$、k_Cは CRA の場合の準備率

（表3）準備需要等の変化のマネーサプライMとコール・レート手形レートiへの影響――MRA の場合

	シフトパラメーター／操作目標	銀行準備需要 (u_E)	オペ資金需要 (u_C)	中央銀行借入需要 (u_B)	現金需要 (u_R)	預金需要 (u_D)
Mへの影響	コール・手形レート (i)	$-\frac{c+d}{A_2+d}$	$\frac{c+d}{A_2+d}$	$\frac{c+d}{A_2+d}$	$\frac{a_2+b_2}{A_2+d}$	$\frac{a_2+b_2}{A_2+d}$
	買入手形等 (C_C)	$-\frac{(c+d)a_1}{A_1+a_1d}$	$\frac{(c+d)b_1}{A_1+a_1d}$	$\frac{(c+d)a_1}{A_1+a_1d}$	$\frac{B_1}{A_1+a_1d}$	$\frac{B_1}{A_1+a_1d}$
	ハイパワード・マネー (R_C)	-1	0	0	0	0
iへの影響	コール・手形レート (i)	0	0	0	0	0
	買入手形等 (C_C)	$\frac{a_2}{A_1+a_1d}$	$\frac{b_2+c+d}{A_1+a_1d}$	$-\frac{a_2}{A_1+a_1d}$	$\frac{a_2}{A_1+a_1d}$	$\frac{a_2}{A_1+a_1d}$
	ハイパワード・マネー (R_C)	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)(c+d)}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{1}{a_1-b_1}$	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)(c+d)}$	$\frac{a_2+b_2}{(a_1-b_1)(c+d)}$

（注）　$A_1=a_1b_2+a_2b_1+a_1c$、$A_2=a_2+b_2+c$、$B_1=a_1b_2+a_2b_1$

または MRA に変更した場合に各種攪乱のマネーサプライへの影響がどうなるかについてみると、どの操作目標の場合であってもマネーサプライの短期的な安定性は高まる。この間、マネーマーケット金利の安定性はほとんど変わらない。

このことを表1～表3にそって説明すると次のとおりである。まず、各種攪乱のマネーサプライへの影響がどうなるかという視点からみると（表1～表3の各第1、2、3行をそれぞれ比較)、中央銀行の操作目標が何であっても、LRA から CRA に変更することによってマネーサプライの攪乱的変動が小さくなり、MRA の下ではさらに小さくなる（表1と表3を行ごとに比較してみると、表3〈MRA〉の値が大きくなるのは第1、2行の第4列のみであり、それ以外では小さくなるケースが多い)。

この間、操作目標が買入手形等またはハイパワード・マネーの場合、所要準備計算方式を LRA から MRA に変更することによってコール・手形レートの攪乱的変動がどう変わるかをみると（表1・第5行→表3・第5行、表1・第6行→表3・第6行)、どのような外生的変化が生じるかにより改善、悪化ほぼ相半ばする形で、一概には何ともいえない。

従って、中央銀行がどの操作目標を用いるにせよそれを変えないのであれば、

MRA を採用することによって、コール・手形レートの安定性をあまり変えずにマネーサプライの短期的安定性を高めることができるといってよいであろう。

なお、マネーサプライの安定性が、なぜ上記のように MRA の下で最もよくなり、LRA の下で最も悪くなるかについて、中央銀行の操作目標がハイパワード・マネーの場合を例にとって説明すれば次のとおりである。

いま、例えば民間非金融部門の預金需要（u_D）が増加すると、MRA の下ではこれと同額だけ銀行の準備需要も増える（これに対し、LRA ではゼロ、CRA では準備率×預金増加額だけしか増えない）ため、ハイパワード・マネーが一定とすれば、コール・手形レートは大幅に上昇する。このコール・手形レートの上昇がオープン・マネーマーケット金利へ波及する結果、民間非金融部門はオープン・マネーマーケット資産を従来よりも多く保有しようとして預金需要を減少させる。その結果、民間非金融部門の当初の預金需要の増加は完全に相殺されることになる（表３・第３行・第５列のケース）。

他方、LRA の下では民間非金融部門の預金需要（u_D）が増加しても、これに対応する所要準備を今期用意する必要がない（今期必要な準備は前期の預金残高に対応するものであり、今期の銀行の預金創造とは関係を持たない）ため、コール・手形レートは変動せず、またオープン・マネーマーケット金利も変動しない。従って、LRA の下では、当初の預金需要の増加は全く相殺されず、その分だけマネーサプライが増加することになる（表１・第３行・第５列のケース）。

(3)　上記(2)のように、中央銀行の操作目標が一定の場合には MRA が望ましいこととなるが、MRA を採用した場合に中央銀行の操作目標としてどれが最も望ましいかをみると次のようになる。

まず、攪乱的要因のマネーサプライへの影響力の大小という観点からみると（表３・第１、２、３行の比較）、ハイパワード・マネーを操作目標とすればマネーサプライは総じてみて最も安定的となる。つまり、この場合は銀行の準備需要が外生的に増加するとき以外のすべての変化に対しマネーサプライは完全に安定的であり、銀行の準備需要が増加するときにもそれと同額のマネーサプライの減少が生じるにとどまる。

しかし、ハイパワード・マネーを操作目標とした場合には、コール・手形レートや買入手形等を操作目標とした場合に比較して、コール・手形レートが不安定になる（表3・第4、5、6行の比較――第5、6行を比較した場合、第3列については大小関係が不確定だが、他の列については第6行が大）。

従って、MRA の下では、コール・手形レートの安定性よりもマネーサプライの安定性を重視する限りは、ハイパワード・マネーを操作目標とすることが最も望ましいということになる。

MRA を採用した場合に注目されるのは、民間非金融部門の現金需要と預金需要との間でシフトが起こっても、買入手形等またはハイパワード・マネーを操作目標としていると、マネーサプライはもちろん、コール・手形レートへも全く影響がない点である（表3において第4列－第5列＝0）。これは、預金の増加（減少）により所要準備が増加（減少）するが、それと同額だけ銀行への現金の流入（流出）が自動的に生じるため、準備の過不足が生じないからである。

(4)　短期金融市場全体としてのオープン化度合が強まり、かつ民間非金融部門の現金、預金需要のマネーマーケット金利に対する感応度が高まった状況下では、所要準備計算方式を MRA とし、操作目標をハイパワード・マネーとする組合せにより、マネーマーケット金利の安定性を損なわずにマネーサプライの短期的安定性を高めることができる。

以上の分析は、既に述べたように、所要準備計算方式とマネーサプライおよびマネーマーケット金利の安定性との関係についての分析の第1段階として位置づけられるのもであり、単純化された短期のマネーマーケット・モデルに基づき、いくつかの仮定を置いて行ったものである。従って、ここで得られた上記のインプリケーションは示唆に富むものの多くの制約条件付きであることを否めず、現実への適用を考えるためには、ここで置かれている種々の仮定を緩和することのほか、分析対象期間を拡張し、貸出を固定的でなく可変的に取り扱うことによってモデルをダイナミックなものに変えること、さらに実物資産をも取り入れることなどにより、さらに分析を深めていくことが必要であろう。

また、ここでは所要準備計算方式自体をかなり単純化した形で取り扱っているが、現実の準備預金制度は、第8章で述べたように預金の種類に応じて異なる準備率が設定されているとか、預金以外にも例えば金融債、金銭・貸付信託等のように準備対象債務となっているものがあるなど、複雑な仕組みになっている。従って、準備預金制度における所要準備計算方式の改善を現実に考えるに当たっては、そうした点についての諸問題も絡んでくることに留意しなければならない。

なお、このようなモデル分析に共通の問題点として、所要準備計算方式や操作目標が変わっても銀行等の行動方程式の形やパラメーターは変わらないと仮定しているが、この点例えば、中央銀行が操作目標を金利指標から量的指標に変えた場合に、銀行が従来よりも準備を多めに保有するようになるとすれば、操作目標を変更するに当たってそのような行動変化をあらかじめ織り込んで考える必要があることはいうまでもない。

注1）　この方式は、W. Poole〔1976〕によって初めて提案されたものである。W. Pooleは、MRA の特徴を次のように述べている。

「A system with short-run properties of 100 percent required reserves and long-run properties of fractional reserves would maximize the accuracy of monetary control while retaining the present institutional arrangements in the credit markets.」

注2）　主要国の準備預金積み方式の概要は次表のとおりである。

	所要準備額の算定基礎 （所要額算出期間）	準備を保有すべき期間 （積み期間）
日本	当月初～当月末の平残。	当月16日～翌月15日の平残。
米国	当該週火曜日～翌々週月曜日の平残。	当該週から4週間後の木曜日～6週間後の水曜日の平残。翌期への繰越が可能。
ドイツ	前月16日～当月15日の平残。 または、前月23日、同月末、当月7日、15日の平残。	当月初～当月末の平残。

フランス	原則は当月末の残高（末残と平残が大きく乖離する場合は当月初～当月末の平残）。	当月16日～翌月15日の平残。
イタリア	当月初～当月末の平残。	翌月15日～翌々月14日の平残。ただし、日々の残高について所要平残からの乖離限度が定められている。

（出所）　日本銀行金融研究所〔1995〕を一部修正

参考文献

Board of Governors of Federal Reserve System, *55th Annual Report,* 1968.

Cacy, J. A., Higgins, B. and Sellon, G., "Control over Reserves and Money under Contemporaneous and Lagged Reserve Accountings," *Federal Reserve Bank of Kansas City, Working Paper,* August 1980.

Coats, W. L., "Lagged Reserve Accounting and the Money Supply Mechanism," *Journal of Money, Credit, and Banking,* May 1976.

Feige, E. and McGee, R., "Money Supply Control and Lagged Reserve Accounting," *Journal of Money, Credit, and Banking,* November 1977.

Friedman, M., *A Program for Monetary Stability,* Fordham University Press, 1959.

Fry, M. J., "Monetary Control When Demand for Cash is Unpredictable : A Proposal for Stabilizing the Money Multiplier in Portugal," *Economic Journal,* September 1979.

Gilbert, R. A., "Lagged Reserve Requirements : Implications for Monetary Control and Bank Reserve Management," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* May 1980.

Holmes, A. R., "Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth," *Controlling Monetary Aggregates,* Monetary Conference, Federal Reserve Bank of Boston, June 1969.

Judd, J. P. and Scadding, J. L., "Short-run Monetary Control under Alterna-

tive Reserve Accounting Rules," *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review,* Summer 1980.

Laufenberg, D. E., "Contemporaneous Versus Lagged Reserve Accounting," *Journal of Money, Credit, and Banking,* May 1976.

Laurent, R. D., "Reserve Requirements : Are They Lagged in the Wrong Direction?" *Journal of Money, Credit, and Banking,* August 1979.

LeRoy, S. F., "Monetary Control under Lagged Reserve Accounting," *Southern Economic Journal,* October 1979.

Maisel, S. J., "Controlling Monetary Aggregates," *Controlling Monetary Aggregates,* Monetary Conference, Federal Reserve Bank of Boston, June 1969.

Pierce, D. A., "Money Supply Control : Reserves as the Instrument under Lagged Accounting," *Journal of Finance,* June 1976.

Poole, W., "A Proposal for Reforming Bank Reserve Requirements in the United States," *Journal of Money, Credit, and Banking,* May 1976.

Treasury and Bank of England, *Monetary Control,* March 1980.

Wallich, H. C., "The Limits of Monetary Control" Remarks in the Midwest Economics and Finance Associations, April 1981.

金融制度調査会「準備預金制度に関する答申」、1957年２月.

日本銀行金融研究所「主要国の準備預金制度」『日本銀行月報』1995年５月.

日本銀行調査局「準備預金制度に関する法律および準備預金制度に関する法律施行令の解説」『調査月報』1957年６月.

日本銀行調査局「米国における金融市場調節手法について」『調査月報』1980年８月.

堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社、1980年.

堀内昭義・高橋俊治「マネーサプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」『経済研究』、1981年１月.

第9章　債券・手形オペレーション

I　金融調節の中心手段としてのオペレーション

債券・手形オペレーションとは、日本銀行が金融調節の目的で短期金融市場から、市場価格によって債券や手形の売買を行うことである。日本銀行による債券・手形の買入を「買いオペレーション」、売却を「売りオペレーション」という。貸出が個別相対取引であるのに対して、これらは市場取引の形態をとることから公開市場操作とも呼ばれる。

債券・手形オペレーションが行われると、直接的には市中金融機関の現金支払準備が増減することになり、間接的には市場金利も変動する。例えば、日本銀行が売りオペを行えば、市場から資金が吸い上げられ準備預金の需給が逼迫化すると同時に、それを反映して市場金利も上昇する。こうしてマネーサプライも変動することになり、日本銀行は債券・手形オペレーションによってその政策意図を実現することができる。このような債券・手形オペレーションは、市場を通じて行われることから、強制を伴わないこと、および売買量を弾力的に調節できること、という特徴を有しており、また、機動的な発動が可能というメリットがある。米国や英国等でオープンマーケット・オペレーションが中心的な政策手段となっているのは、このような事情によるものである。ただし、日本銀行の債券・手形オペレーションがすべて金融政策のスタンスを表わしているわけではなく、日々の資金需給の調節のためにもオペレーションが行われていることには注意を要する。

日本銀行の債券売買の歴史は古く、すでに戦前から実施されていたが、かつては公開市場が未発達であったため、オペレーションはあくまで例外的な政策手段であった。これが変化し始めたのは、昭和37年11月のいわゆる「新金融調節方式」の導入の際に、経済成長に必要な適正な現金通貨の供給を債券売買操作によって供給することを決定した後のことである。それ以降、短期金融市場が拡大するなか、日本銀行は、金融調節面でオペレーション手段の整備・拡充に注力し、近年

では例えば、次のような措置を講じてきた。

①オペレーションの対象にＣＰ（平成元年５月）、ＴＢ（平成２年１月）、レポ・オペ（平成９年11月）等を新たに追加し、オペレーション手段の拡充を図った。

②オペレーションの金利決定方式を、あらかじめ日本銀行がレートを設定する固定金利方式（指値方式）から、より公平で透明な入札方式へ移行した（現在では、ＦＢオペを除き、全てのオペレーションが入札方式で実施）。

③日本銀行貸出のもつ高い機動性を代替する意味もあって、オペレーションのオファーからスタートまでの期間を短縮し、機動性の向上を図った（例えば、手形オペに入札方式かつ当日決済型を導入〈平成７年７月〉）。

④さらに、平成10年６月には、オペレーション結果に関する情報の開示を一段と進めたり、レポ・オペの対象先の選定基準を公開するなど、オペレーションの透明性の向上を図った。

こうした状況の下、平成８年１月には、日本銀行の貸出限度額制度を廃止するとともに、日々の金融調節においては、原則として日本銀行貸出に頼らずに、マーケット・オペレーションを活用していく方針を決定し、公表した。こうして、現在は、金融調節に関しては専ら債券・手形オペレーションを中心に行われており、市場金利が急変した場合や準備預金の積み最終日の微調整等のごく例外的なケースを除き、通常の場合は、日本銀行貸出は調節手段として利用されていない。

債券・手形オペレーションの種類としては、現在のところ、資金供給手段として「手形買オペ」、「ＴＢオペ」、「債券現先オペ」、「ＣＰオペ」、それに平成９年11月から実施された「レポ・オペ」があり、資金吸収手段として「売出手形」、「ＦＢオペ」があるほか、成長通貨供給手段として「債券買切りオペ」がある。

以下では、まず「レポ・オペ」を除いた各オペレーション手段の内容と特徴を説明した後、将来オペレーション手段の中核となることが期待される「レポ・オペ」について詳述し、さらに短期金融市場の課題の１つであるＦＢ市場の問題について述べたい。

II　オペレーション手段の種類と特徴

1．資金供給オペレーション

(1)　手形買オペ

手形買オペとは、企業等金融機関以外の主体が振出した手形（ＣＰを含む本邦企業振出手形）のうち、支払人の信用が十分と認められ、かつ日本銀行と当座預金取引のある金融機関の裏書きがあるもの[1]、又はそうした手形や公社債、外貨手形を担保[2]として、日本銀行の当座預金取引先である金融機関が振出した為替手形（いわゆる表紙手形[3]）を、日本銀行が短資会社を通じて買入れるものである。手形オペは、金融調節手段の強化、多様化を図る趣旨から昭和47年６月に導入され、現在では、資金供給手段の中核的存在となっている。金利は、固定金利方式と入札方式があるが、現在ではすべて入札方式で決定されている。オファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の当日スタートと、翌営業日スタートの双方が可能である。

こうした手形買オペは１つの大きな課題を抱えている。それは、企業が手形作成時にかかる印紙税負担[4]を回避するため、手形貸付や手形割引の借入形態を減らしている結果、買入手形の主要担保である企業振出手形の造成率が低下していることである。かつては、日本銀行の買入手形を除く市場残高は10兆円に達していたが、手形造成率の低下に伴い最近では１兆円を割り込むに至っている。

(2)　ＴＢオペ

ＴＢオペとは、日本銀行がＴＢ流通市場のディーラーである金融機関、証券会社および短資会社から一定期間後に売戻しを行う条件でＴＢを買入れることであり、金利は入札によって決定される。平成２年１月に、金融調節の機動性を確保すること等を目的として導入された。買入れの対象となるＴＢは、すべて振決債の形態で取引されている。オファー日から決済日までのタイミングについては、オファー日の２営業日後にスタートする方式が主流であるが、当日スタートも可能である。ＴＢは、政府債務であるため信用力が極めて高いほか、振決債であるため日銀ネット（国債系システム）により効率的な決済が可能であるなど、オペ

対象資産として高い適格性を有している[5]が、現状では、買入手形に代わり、オペレーションの中核的位置を占めるまでに至っていない。

(3)　債券現先オペ

債券現先オペとは、日本銀行が長期国債流通市場のディーラーである金融機関および証券会社から一定期間後に売戻しを行う条件で長期国債（超長期も含む）を買入れることであり、金利は入札によって決定される。昭和62年12月に、主としてやゝ長めの季節的な資金過不足の調節手段として導入された。オファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の2営業日後スタートでオペを行っている。

このオペは、長期国債が対象なので信用力が極めて高いこと、すべて振決債であり日銀ネットにより効率的に処理されること、といったＴＢオペ同様のメリットを有している上、市場流動性の面でも国債発行残高が200兆円余に達していることを勘案すれば、オペの潜在的なキャパシティは極めて高いといえよう。もっとも、国債現先オペについては、市場で玉の手当を行うと有価証券取引税がかかること、また、手持ち債券でオペに対応すると簿価が変動してしまうといった制約要因もあって、必ずしも調節手段として十分に機能しているとはいいがたい状況にある。

しかし、最近、債券現先オペを巡る市場環境が大きく改善された。それは、本格的な「現金担保付債券貸借取引市場」（いわゆる「レポ市場」）がわが国でも創設されたことである（平成8年4月）。日本銀行は、レポ市場の規模拡大や市場整備の状況等を勘案した上、平成9年11月に、レポ市場を使った買オペ（対象は利付国債）をスタートさせた。今後、レポ市場が順調に拡大していけば、レポ・オペが金融調節の中核となっていくことも期待できよう。なお、レポ・オペの詳細については後述する。

(4)　ＣＰオペ

ＣＰオペとは、日本銀行がＣＰ流通市場のディーラーである金融機関、証券会社、短資会社から一定期間後に売戻しを行う条件でＣＰを買入れることであり、

平成元年5月に導入された。金利は入札によって決定され、オファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の2営業日後スタートで行われている。わが国のＣＰは、法律上約束手形であり、ＣＰオペの実行日および期落ち日には、ＣＰ本券のデリバリーが必要である。このため、ＣＰオペは、現在のところ機動性があまり高くない調節手段であり、当日の資金過不足調整手段としては使用されていない。

もっとも、平成9年11月以降、一部金融機関の破綻をきっかけに市場の不安感が強まり、ＣＰ市場も一時機能停止する事態が生じた際には、日本銀行は、長めの資金供給手段としてＣＰオペを積極化し、ＣＰ市場の金融仲介機能を維持することによって、企業金融の円滑化をサポートしてきた。

2．資金吸収オペレーション

(1)　売出手形

売出手形は、日本銀行が自己を振出人、受取人および支払人とする為替手形（これを「三者兼併手形」という）を振出し、これを短資会社を通じてインターバンク市場参加者に売却することにより、手形の満期日までの間、市場から資金吸収を行う手段である。昭和46年8月に導入され、金利は入札によって決定される。オファー日から決済日までのタイミングについては、買入手形同様、オファー日の当日スタートと翌営業日スタートの双方が可能である。このオペは資金吸収手段なので、資金余剰期に残高がふくらみ、資金不足期には残高が減少するのが特徴である。

(2)　ＦＢオペ

ＦＢオペとは、日本銀行が自ら保有するＦＢを、一定期間後に買戻しを行う条件で短資会社に売却するオペレーションで、現先期間中市場から資金を吸収するものである。買入先短資会社は当該ＦＢを金融機関、証券会社へ転売、さらには一般企業等へ売却されることによってオープン市場での取引対象となっている。昭和56年5月の導入以降、固定金利方式で実施しており、現時点ではオペ手段中入札方式でないのはＦＢオペのみである。ただ、金利水準はオペ直前のＦＢ（Ｔ

B)現先市場レート等を参考に市場実勢を反映する形で設定されている。オファー日から決済日までのタイミングについては、オファー日の翌営業日スタートが中心であるが、当日スタートも可能である。ＦＢオペは資金吸収手段なので、売出手形と同様、資金余剰期に残高がふくらみ、資金不足期には残高が減少するのが特徴である。

3．成長通貨の供給――債券買切りオペ

債券買切りオペとは、日本銀行が、主として長期国債（超長期も含む）を金融機関や証券会社から、一定期間後の売戻条件を付けずに買入れるものであり、昭和37年11月に導入された。金利は入札によって決定される。オファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の3営業日後スタートで行われている。このオペは、基本的には経済成長に伴う銀行券発行ベースの増大に見合った資金を安定的に供給していくこと、いわゆる成長通貨の供給が目的である。なお、このオペの実行は、資金不足期における他のオペ手段による資金供給の必要量を圧縮する効果ももっている。

債券買切りオペのやり方は、1回当たりの対象先を限定し、買入れ実施の都度対象先を順番に入替えながら、市場に攪乱的な影響が出ないよう小口の取引金額での買入れを行う、いわゆる「輪番方式」により実施されている。

Ⅲ　レポ・オペの導入

1．レポ・オペの開始

現行オペレーション手段のうち中核的存在となっているのは手形買オペである。しかし、手形買オペには、上述したように、印紙税等の問題から企業が資金決済で手形を使わないケースが増え、原手形の造成テンポが鈍化しており、このままでは金融調節力が損なわれかねないという問題を抱えている。また、債券現先オペにしても、市場で玉の手当を行うと有価証券取引税が課されるし、手持ち債券でオペに対応すると簿価が変動してしまうといった制約要因もあって、調節手段としての機能度に問題がある。

こうした状況の中にあって、手形に代わる金融調節の場になると期待されてい

るのが、国債を対象とした現金担保付債券貸借市場（いわゆるレポ市場）である。日本銀行は、以下で述べるような状況を踏まえて、金融調節手段を一層充実し、金融調節の機動性、有効性をさらに高める観点から、平成9年11月にレポ市場を使った買オペによる金融調節（いわゆるレポ・オペ）を開始した（なお、日本銀行は、旧日本銀行法第27条但し書きに基づき、レポ・オペを実施するため大蔵大臣認可を取得)。その後、日本銀行はレポ・オペを積極的に活用し、平成10年9月末のレポ・オペによる資金供給残高は5兆円に達した。米国など海外中央銀行では、レポ市場を使った金融調節がオペレーションの中心的な手段となっており、日本銀行も、今後レポ市場が一層拡大していけば、優れた調節手段であるレポ・オペを将来的には金融調節手段の中核とすることを展望している。

2．レポ・オペの必要性

レポ・オペ導入の必要性について、より具体的にみれば以下のとおりである。

(1)　レポ市場ないしレポ・オペには、次のような優れた特質があること。

①国債を実質的な担保とする取引であることに加え、日々値洗いが行われるという意味で、レポ市場はリスク回避手段の整った市場である。日本銀行の債権保全上も優れている。

②国債現先オペと異なり、有価証券取引税がかからないほか、簿価変動を伴わず、国債価格変動引当金の問題も生じない。

③日々の値洗いを行うため、ヘアカット（掛け目によるディスカウント）が小さく、国債の有効活用を図ることが可能である。

(2)　レポ市場は、資金市場として相当の規模に達しているうえ、市場の整備も着実に進展し、日本銀行のオペ実施の環境は既に整っていると判断されたこと。因みに、レポ市場残高は、レポ・オペ開始時点で26兆円と短期金融市場では無担保コール（30兆円）に次ぐ規模であり、ＴＢ（13兆円)、ＣＰ（10兆円）を大きく凌駕している。

(3)　市中では、日本銀行のレポ・オペ開始を契機に市場に参入しようとする先も少なからず存在しているだけに、日本銀行のオペ実施は、市場拡大に弾みをつけ

るとみられること。

3．レポ・オペの具体的スキーム

レポ・オペの具体的なスキームは、以下のとおりである（第2図参照）。

(1)　資金供給（国債借入）のみとする

早期のオペ実施のため当面は資金供給のみとされているが、将来的には資金吸収のオペ手段として活用することも展望されている。

(2)　借入先（オペ先）

日本銀行本店と当座預金取引のある金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社のうち、自己資本比率およびレポ市場におけるプレゼンスを基準として選定されている[6)]（現在35先、ただし、原則として1年ごとに見直し）。

(3)　借入対象国債

利付国債（借入銘柄を特定しないジェネラル取引）。

(4)　オペ期間、決済日

オペ期間は、オーバーナイトから6ヶ月まで可能だが、実際上は2～8週間の間。決済日は、約定の2営業日後（T＋2）の3時時点（資金）、一般処理（国債）で決済。

(5)　担保金額

①国債の借入れに際して日本銀行はオペ先に対し、現金担保を差入れる。

②差入れる担保金額は、借入れる国債の約定日に算出した時価総額に一定比率（基準担保金率）を乗じた額とする。

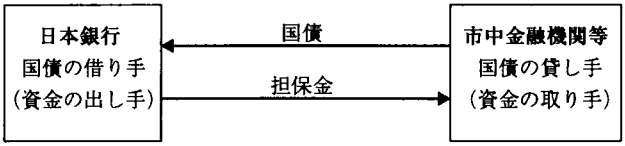
③基準担保金率は、98％以下の水準で設定。日本銀行資産の健全性確保および頻繁な担保金の調整を回避するためには低い方がよいが、その度合いが大きいとオペ先の資金負担が増加することを勘案し、98％と設定（海外中央銀行の事例をみると、Fed、BOEのレポ・オペにおける基準担保金率も概ね同率）。

(6)　金利設定方式

レポレート（＝担保金利率－$\frac{\text{債券貸借料率}}{\text{基準担保金率}}$）の入札方式。

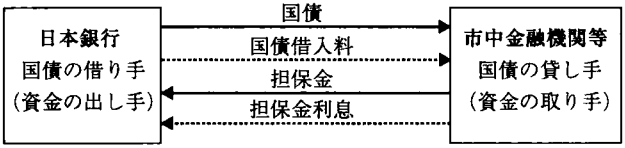
（第２図）レポ市場向けオペレーションの基本スキーム

（１）スタート時

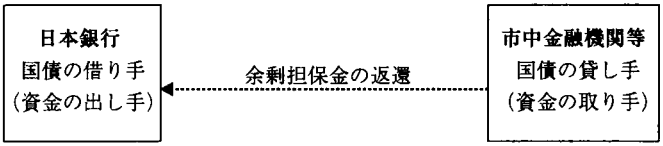


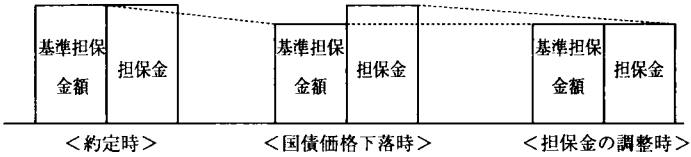
＜計算方法＞
▽担保金：約定時に算出した時価総額×基準担保金率
▽レポ・レート：担保金利率－（国債借入料率／基準担保金率）

（２）エンド時



（３）値洗いに伴い担保金の調整が発生する場合
取引期間中に国債価格が下落し、日本銀行が請求のうえ国債の貸し手から担保金の一部返還を受ける場合（逆に、国債価格が上昇した場合には、国債の貸し手は日本銀行に対して追加担保金の差入を請求することができる）。





（注）基準担保金額＝時価総額（日々の国債価格変動を反映）×基準担保金率

（出所）日本銀行「レポ市場向けオペレーションの実施について」平成９年10月31日

(7)　値洗い、担保金の調整

①借入日（実行日）の前営業日から返済日（エンド日）の前々営業日まで、毎営業日、借入国債の値洗いを行う。

②値洗いの結果、差入れ担保金額に過不足が生じた場合には、日本銀行又はオペ先は、相手先に対し、過不足分の現金担保の調整を請求する権利を有する（いわゆる「マージン・コール方式」を採用）。具体的には、以下のとおり。

a．借入国債の時価が下落し、「借入国債の時価総額×基準担保金率＜日銀差入れ担保金額」となった場合には、日本銀行はオペ先に対し差入れた担保金の余剰分につき返還を請求することができる。

b．一方、借入国債の時価が上昇し、「借入国債の時価総額×基準担保金率＞日銀差入れ担保金額」となった場合には、オペ先は日本銀行に対し不足分の担保金の積増しを請求することができる。

Ⅳ　ＦＢ市場の創設――短期金融市場の課題

わが国の短期金融市場で、現在、決定的に欠けているのは短期の国債のマーケットであり、中核的なマーケットがまだできていない状況にある。短期金融市場の中核的商品として望ましいのは、信用度や流動性が高く、商品として均質で、受け渡しが簡便であることである。日本銀行が最も機動的に金融調節を行うことができるのはそうした商品であり、商品として最も適しているのが政府の発行する短期の国債である。その意味で、短期の国債のマーケットの整備を急ぐ必要があるといえる。そのためにはまず量の確保が必要である。

現在、ＴＢがあるがその残高は高々13兆円であり、しかもそのうち日本銀行が買える限度もある。日本の金融市場において、日本銀行が、多いときには20兆円程度の資金を供給している時に、わずか13兆円のマーケットでは極めて不十分であり、何としても量の確保が必要である。

しかしそれはＴＢだけでは難しく、現在日本銀行が定率で引受けているＦＢを公募入札発行へ移行することがどうしても必要と考えられる。現在のＦＢの発行方式は、定率公募残額日銀引受方式であり、応募額が募集額に満たない場合は、残額を日本銀行が引受けることになっている。しかも、実際の金利は常に公定歩

合を下回る水準で設定されている（現在は、公定歩合の0.5%に対し、0.375%に設定）ため、マーケットでは購入されず、通常ほぼ全額が日本銀行引受けとなっている。ＦＢとして、現在、大蔵省証券、外国為替資金証券、食糧証券があり、発行残高としては外国為替資金証券が圧倒的に多い。このＦＢを市中発行することにより、ＦＢの残高を増やすことが何としても必要である。

ただ、現在のＦＢは国庫の資金繰りを極めて弾力的にするための制度になっている。日本銀行が一旦引受けるが、国庫の資金繰りに余裕ができれば、すぐ期限前償還するので、弾力的な政府の資金繰りができ、政府にとってはコストが最も安い仕組みになっている。政府では、こうしたメリットを残しながら、市中にＦＢを公募する仕組みはなかなか考えにくいとしているが、この点は技術的に十分な検討を行う必要があるところである。

こうした状況の下、現在は日本銀行が一旦引受けたＦＢをオペレーションとして市中に売却して、ＦＢ市場ができる仕組みになっている。特に４～５月の資金余剰期には、日本銀行が保有しているＦＢを大量に市中に売却している。これをさらに増やしていけばマーケットは出来るが、今の制度のままであると、どうしても人為的に作っていく形となる。というのも一旦日本銀行が公定歩合よりも低い金利で引受けて、それを高いレート、つまり、逆鞘で市中に売るという、二重金利的な操作になるからであり、このためなかなか十分に増やしていくことはできにくい。

ＦＢを日本銀行引受けではなく、市中公募の形に切り替え、信用リスクがなく海外からも保有ニーズの高いＦＢ市場を創設することは、円の国際化を進め、金融ビックバンを推進していく上でも取り組むべき重要な課題である。[7)]

注１）　このほか、満期日が日本銀行の買入日から３ヶ月以内に到来するものであることが必要である。

注２）　日本銀行は、平成２年に買入手形担保の事前受入制度を創設し、オペ実行の都度担保手形の受渡、搬送を行わずにすむようにした。これは手形オペの機動性向上に貢献している。

注３）　表紙手形期間は買入日から３ヶ月以内であり、この場合の担保手形の満期

日は表紙手形振出日から1年以内である。

注4）　手形については、階級税率により印紙税が適用されていることから、手形回避取引の増加に伴う原手形造成テンポの鈍化、手形の大券化、手形の長期化といった問題が起こっており、手形取引および手形オペの制約要因となっている。

注5）　TBは、次のような点でオペ対象資産としての適格性を備えている。①政府債務であるため信用力が極めて高いこと、②すべて振決債であり、日銀ネット（国債系システム）を用いた効率的な決済が可能であること、③オペレーションの事務自体もオファーから決済まで一貫して日銀ネットTB・FBオペシステム）により効率的に処理されること、④他の債券と異なり、売買に有価証券取引税が課されないこと。

注6）　平成10年6月、日本銀行は、オペ先の選定基準を見直し、これを公表した（「レポ・オペ対象先の公募等について」日本銀行、平成10年6月12日）。

注7）　大蔵省も、ここへきてFBの日銀引受け方式を廃止し、平成11年度から市中公募入札方式に切り換える方針を固めた模様である（日本経済新聞、平成10年8月2日朝刊）。

第10章　金融調節

Ⅰ　金融市場の調節と日本銀行

日本銀行の機能として、1つは発券銀行として銀行券を発行すること、2つは政府の資金を預るという意味での政府の銀行、それから1番重要なのが「銀行の銀行」とされているが、日本銀行の行う金融調節は、この「銀行の銀行」としての側面である。

日本銀行は、「銀行の銀行」として、金融機関をチャネルとして日本全体の金融システム上、不可欠である決済システムを提供すると同時に、民間金融部門の内部だけでは調整しきれない資金の絶対的過不足の調節を行っている。

例えば、月末決済のために銀行券の必要量が増えたとすれば、これは最終的には中央銀行でないと供給しえないので、これに見合う必要資金を供給する。また、正月が終ると年末に大量に出た銀行券が余分となり、民間金融部門全体として資金の絶対的余剰が生じてくるので、それを日本銀行が吸収する。

財政面をみても、国が税金を吸い上げたり、あるいは逆に公共事業の支払いをしたり年金福祉の資金を支払ったりすると、資金の絶対的過不足が生じる。外国為替市場での為替平衡操作も金融市場全体で捉えると、資金の絶対的過不足の要因になってくる。日本銀行の「最後の貸し手」としての機能がそうした資金過不足の調節につながっていくのである。

こうして、日本銀行は、金融市場で毎日起こっている資金の余剰や不足を調節する任務にあたっている。実際のところ、過不足を余すところなくきちんと調節する場合もあれば、余剰はある程度残す、あるいは逆に不足をある程度残すというやり方も可能なわけで、日本銀行の操作で意図的に起伏を作ることができるのである。その結果として、資金の需給がきつめになったり、緩めになったりするので、金融市場の中で金利の波が形成されることになる。

市場金利のコントロールとして日本銀行が実施する債券・手形オペレーションや貸出操作[1)]は、金融市場調節と呼ばれるが、そのエッセンスがここにある。この

ように日本銀行は、民間金融機関のようにビジネスとしてではなく、金融市場調節の目的でバンキングを行っているのである。

なお、日本経済が成長を続け、経済の規模が刻々と大きくなると、最終的に必要となる現金通貨の量も大きくなっていく。これは、いわゆる「成長通貨」といわれ、その供給は主として債券の買入れという形で日本銀行が実施しているが、これもマーケット、すなわち国債の流通市場を通じて実施している。

このように日本銀行は、いろいろな手段を通じて、「インザマーケット」で仕事をしているのである。

II　資金需給

1．金融機関全体としての資金過不足

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、財政資金の受払、手形・為替交換の勝負け等、預金・貸出・有価証券等の資金の移動をもたらす様々な要因により生じている。これを中央銀行を含めた金融部門全体の資金過不足として捉えた場合には、個々の金融機関同士の資金過不足は相殺され、「銀行券」、「財政資金」がマクロの資金過不足となる。すなわち、銀行券や財政資金の動き、つまり金融機関と他の経済主体（個人、企業、国）との間の資金移動で生ずる資金の余剰ないし不足は、金融機関全体としてみた場合、最終的に調整しきれないまま残る（金融機関全体での準備預金の総量が変化する）。短期金融市場は、こうしたマクロの資金過不足に対して日本銀行の資金需給調節があってはじめて、全体としての需給が完結し、市場として機能することになる。

こうした金融部門全体の資金過不足の要因（銀行券、財政資金の動き）と準備預金、金融調節（日本銀行による信用供与、回収）との関係は、次のように表わすことができる。[2)]

資金不足（余剰）

＝銀行券発行（還収）＋財政資金受入れ（支払い）……(A)

＝準備預金減少（増加）＋日本銀行信用供与（回収）……(B)

この式の(A)は金融部門全体としてみた場合の部門外への資金の流出（もしくは流入）によってもたらされた資金不足額（余剰額）を表わしており、(B)はその調節を示している。日本銀行が金融調節として日々使う実際の資金需給表は、これをやゝ細分し、次のような形で構成されている。

銀行券要因
財政等要因
一般財政
国　債
外　為
その他
資金過不足
金融調節
準備預金

金融調節の実施に当たって、そのベースとなる資金過不足額の把握は最も重要な作業である。とくにわが国の場合、資金需給の振れが米国などに比べ大きいこともあって[3]、資金過不足額の予測は重要性の高いものとなっている。日本銀行は、経済情勢の分析、関係先からのヒアリング、従来の季節パターンの考慮等様々な方法を駆使してなるべく精緻に市場をモニターすることにより、資金需給の予測を行っているが、その作業の手順は以下のとおりである。

まず前月下旬に、翌月分の月次ベースおよび日足ベースの資金需給予測を作成する(月次ベースは公表)。当月になると、前記の月次予測を改訂するほか、日足ベースについては、前日夕刻に翌日の資金需給見込みを作成し(17時30分頃公表)、当日の朝には、これをさらに改訂する(10時頃公表)。さらに当日夕刻には、実績（速報)を作成している(17時30分頃公表)。なお、このほか年間および四半期ベースの資金需給予測も行われている。これは、年間および四半期ごとの日本銀行信用の供与額あるいは回収額を事前に把握する目的のほか、成長通貨を供給するための国債買切りオペの金額を決めるためである。

2．資金過不足の変動パターン

金融機関全体として資金不足の時には、短期金融市場から資金の融通を受けようとする動きが強まり、逆に資金余剰の時には、資金を融通しようとする動きが強まるという形で、資金過不足の変動は市場における金利が変動する要因となる。また、金融機関全体としての資金過不足の要因となる銀行券や財政資金の動きには、季節的な要因や月中の各種要因等による特定の変動パターンがみられる。

銀行券や財政資金の変動パターンをみると、銀行券については、ボーナス支給時期や行楽シーズンにおける発行増とその後の還収増の動きなどに伴って、また財政資金については、納税、地方交付税交付などの要因によって、それぞれ季節性がみられる。その結果、全体では、年間を通じては、例年12月は最大の資金不足期、3～5月は資金余剰期、6～7月は資金不足期、11月は資金余剰期といったパターンを示すことが多い。

また、月中の動きとしては、銀行券は、月初をピークに上旬は前月末の発行増加分の日本銀行への還流により還収超となり、中旬は大きな変動はなく、下旬にかけて給与支払い、月末決済等のため大幅な発行超となる。一方、財政資金は、月によって動きに違いがあるが、上旬は大幅な受け超、中旬は区々、下旬は大幅な払い超といったパターンをたどっている。上旬に大幅な受け超となるのは、個人や企業が金融機関に納付した税金や保険料等が月初（第2営業日が中心）に一斉に政府預金の受け入れとして計上される一方で、目立った支払いがないためである。また、中旬は公務員給与や保険金の支払いが毎月の源泉所得税の受け入れ（12日中心）等で打ち消されているため受け超となることが多いが、年金支払月（偶数月）は払い超に転化する。これに対して、下旬は大きな受け入れがない一方で、公共事業費等の支払いや財政投融資の実行が嵩むことから大幅な払い超となるのが通常である。

このような銀行券や財政資金の動きを反映して、月中では、上旬は2日を除きほぼ資金余剰、中旬は資金余剰と資金不足を繰り返し、下旬はおおむね資金不足といった変動パターンを示すことが多い。

なお、銀行券には、週末に休日に備えた資金需要が増える結果発行が増え、週明けにそれが還流するという、週の中における変動パターンもある。

III　金融調節の実際

1．金融調節の手段

日本銀行は、金融市場における資金の過不足を調節するために、様々な金融調節手段を有している(第5表参照)。債券買切りオペは、成長通貨の供給手段という面が大きく他の調節手段と性格が異なっており、また、日本銀行貸出も、平成8年1月以降、原則として調節手段としては使わないこととされたので、これら2つを除けば、現在、日々の金融調節の手段として用いられているのは次の7つである。すなわち、①手形買オペ、②ＴＢオペ、③債券現先オペ、④ＣＰオペ、⑤レポ・オペ、⑥売出手形、⑦ＦＢオペ、である。

このうち、①から⑤は資金供給手段であり、⑥と⑦は資金吸収手段である。これらはいずれも現先方式なので、例えば、売戻条件付買オペレーションは、実行日には資金供給手段となるが、売戻期日になると、逆に日本銀行が金融機関から資金を吸収することになるため、売戻期日を資金余剰見込み日に設定することによって、資金過不足をならすことが可能である。

上記オペレーションのオファー日から決済日までのタイミングについては、現在、オファー日の当日スタート（Ｔ＋０）、オファー日の翌営業日スタート（Ｔ＋１）、オファー日の２営業日後スタート（Ｔ＋２）の３通りがある。手形買オペ、売出手形、ＦＢオペには、オファー日の当日スタート(Ｔ＋０)と翌営業日スタート（Ｔ＋１）の双方があり、ＴＢオペもオファー日の当日スタート（Ｔ＋０）と２営業日後スタート（Ｔ＋２）の双方がある。債券現先オペ、ＣＰオペ、レポ・オペは、オファー日の２営業日後スタート（Ｔ＋２）のみである。

オペレーションの期間は、オーバーナイトから８週間の間であるが、Ｔ＋０スタートのオペレーションはオーバーナイトから１～２週間が多く、Ｔ＋１およびＴ＋２スタートのオペレーションは２～８週間が多い。なお、ＴＢとＦＢについては、すべて振決債[4]であり、日銀ネットを用いて効率的に処理されることもあって、オーバーナイトのオペ期間を設定することも可能となっている。

こうした現先方式のオペレーションのほか、日本銀行は、定期的（月２回）に国債の買切りオペを実施している。これは、経済成長に伴う銀行券発行ベースの

（第5表）現行金融調節手段の概要

金融調節	意義	手段		実施開始時期	適用金利	スタート日	オペタイム	オペ対象先	残高(98/9月末)(単位：億円)
公開市場操作	○金融市場の資金過不足の調整 ○市場金利の誘導	短期的な資金供給	手形買オペ	72/6月	入札又は指値(市場レート)	T＋0 T＋1	9：20(T＋0) 10：10(T＋1)	短資会社	46,783
			TBオペ	90/1月	入札	T＋0 T＋2	9：20(T＋0) 10：10(T＋2)	金融機関 証券会社 短資会社	0
			債券現先オペ	87/12月	入札	T＋2	10：10	金融機関 証券会社	0
			CPオペ	89/5月	入札	T＋2	10：10	金融機関 証券会社 短資会社	56,121
			レポ・オペ	97/11月	入札	T＋2	10：10	金融機関 証券会社 短資会社 証券金融会社	49,831
		短期的な資金吸収	売出手形	71/8月	入札又は指値(市場レート)	T＋0 T＋1	9：20(T＋0) 10：10(T＋1)	短資会社	128,162
			FBオペ	81/5月	指値(市場レート)	T＋0 T＋1	9：20(T＋0) 16：15(T＋1)	短資会社	0
		成長通貨の供給	債券買切りオペ	62/11月	入札	T＋3	10：10	金融機関 証券会社	—
貸　出(注)	○個別金融機関への流動性供給	手形貸付			公定歩合	T＋0	機動的		31,834

(注)日本銀行は、96/1月、金融調節のための貸出を原則として行わない旨対外発表。

増大に見合った資金を安定的に供給していくものである。国債買切りオペのオファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の3営業日後、つまりT＋3スタートで行われている。国債買切りオペの実行は、資金不足期における他のオペ手段による資金供給の必要量を圧縮する効果ももっている。

オペレーションのオファー時刻（オペタイム）は、現在のところ、毎日、9時20分、10時10分、16時15分の3回の定まった時刻がある。9時20分のオファーでは、T＋0スタートのオペレーションが実行される。10時10分のオファーでは、T＋1、T＋2、T＋3スタートのオペレーションのうち、FBを除くオペレーションが実行される。T＋1スタートのFBについては、16時15分のオファーにより実行される。なお、これら3つの定められたオペタイム以外にも、もし必要がある場合には、追加のオペレーションをオファーできるようになっている。

オペレーションの対象先は、市場の有力ディーラーである次のような先となっている。すなわち、①手形買オペ、売出手形、FBオペは短資会社、②債券オペ（現先型、買切り型とも）は金融機関、証券会社、③TBオペ、CPオペは金融機関、証券会社、短資会社、④レポ・オペは金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社、である。

オペレーションの金利決定方式には、あらかじめ日本銀行がレートを設定する固定金利方式（指値方式）と、オペレーション参加先が自由にレートを入札する入札方式がある。日本銀行は、従来から市場メカニズムに則した方式である入札方式オペレーションの拡充に努めてきた結果、現在は、FBオペを除き、すべてのオペレーションが入札方式で実施されている。FBオペのみは、いまだにコール・手形市場レート等を勘案した指値方式で実施されている（FB市場の問題点については第9章参照）。

なお、かつては金融調節手段として、据置担保による日本銀行貸出が常時使用されていた。据置担保による貸出は、貸出の通知から実行まで極めて短時間で済む（通常約15分）ほか、実行や回収のタイミングおよびロットについて、日本銀行に完全な裁量があることから、機動的かつ弾力的な調節手段である。[5)] このため、日本銀行貸出は、日々の資金需給の最終的な金融調節に対応するための手段として用いられ、市場が終了する間際まで残った資金需給の不均衡がもたらす金利の

不安定化を回避する機能を果たしていた。日本銀行貸出の利息計算は、「両端入れ」方式を採用していたため、貸出期間が短かければ短かいほど実効金利が高まり、公定歩合が結果的に罰則金利として機能することもあった（ただし、公定歩合の計算は、平成9年11月、「両端入れ」方式から「片落方式」に変更された）。しかし、日本銀行貸出は、平成8年1月以降、市場金利が急変した場合や準備預金の積み最終日の微調整等の例外的なケースを除き、原則として、金融調節の手段としては使わないこととされた。

2．金融調節の1日の流れ

先に述べたように、金融機関相互間の資金繰り調整では解消されない金融機関全体の資金過不足については、中央銀行がこれを調整することのできる唯一の主体である。日本銀行はこうした金融調節を短期金融市場における各種オペレーション等によって実施しており、これらを通じて市場金利に影響を及ぼしている。

まず、日本銀行の金融調節の現状を、1日の流れに沿って大づかみにみてみよう。日本銀行は、前営業日の17時30分頃、当日の資金需給実績と翌営業日の資金需給予想を公表しているが、この予想数字に基づき、当日9時前後に「本日の金融調節をきつめにするか、緩めにするか、あるいは中立にするか」を決定する。そして、9時20分のオペタイムに、前日発表している資金需給の予想対比で金融調節量を決め、その日の調節姿勢のシグナリングを市場に送る。日本銀行の政策意図を市場に示すこのオペレーションは「シグナリング・オペレーション（signaling operation）」といわれる。1日のうち、シグナリング機能があるのはこの9時20分の当日もの（T＋0）のオペで、資金供給の場合であれば、当日決済できる手形、TBが使われる。

10時10分の2回目の調節では、翌営業日以降スタートもの（T＋1、T＋2）の先日付オペを実施する。資金供給の場合であれば、オペ資金の決済が翌営業日ものなら手形が使われるし、スポットものなら2営業日後スタートのTB、CP、債券現先、レポ・オペが使われる。

16時15分位に、資金吸収調節手段として翌営業日スタート（T＋1）のFBオペが実施されることも時々ある。

資金需給には季節性があるほか、日々でも大きく振れる。しかし、当日決済可能な資金供給手段のうち、買入手形は1回のオペレーションで4千億円が限度であり、原手形が市中で不足しているときは「札割れ」を起こす。札割れを起こすとレートが急激に下がり市場実勢から乖離してしまう。ＴＢでは1回当りのオペレーションの限度は1～2千億円である。従って、オペレーションのおよその目途として、合計で6千億円程度しか当日中賄い切れない。そうなると、1～2兆円といった大きな資金不足日にこれだけのオペ手段で埋めるのはまず不可能である。これを避けるため、事前に大きな資金不足日に資金供給が行われるように先日付のオペを打っておき、不足額を減らしておくようにする。それが、10時10分に行われる先日付オペであり、これは政策的な意図のない単に資金需給の振れをならすためのオペレーションなので「ハウスキーピング・オペレーション（house-keeping operation）」といわれる。このように、政策意図を市場に明確に示すシグナリング・オペレーションと、そうした政策意図のないハウスキーピング・オペレーションの2つを現在使い分けている。

ただし、例えば年度末のように、市場金利が予想外に大きく変動するような特別の日が何日かあるので、そうした金利変動を抑える必要がある場合は、当日スタートの手形かＴＢオペを固定時刻以外の間に実施することもある。これを「介入型シグナリング・オペレーション」という。

上述の金融調節について、より具体的なイメージをつかむため、以下では、計数を例示しながら説明しよう。なお、ここでは、日本銀行の金融調節の運営方針が「無担保コールレート（オーバーナイト物）を平均的にみて公定歩合水準（0.5%）をやや下回って推移するように促す」という場合を例にとって話を進める。

①前営業日（Ｔ－1）のマーケット終了後におけるＴ＋0日の資金需給予想が1,000億円の資金余剰であったとしよう。

この予想をもとに、日本銀行は当日（Ｔ＋0）9時20分のシグナリング・オペレーションにおいて、オペ期間2週間の売出手形オペをオファーし、金融市場から1,000億円の資金を吸収したとしよう。資金余剰額に対し同額の信用吸収を行ったことにより、日本銀行は現在の金利水準を維持したいと考えていると市場は受け止めることになる。

次に10時10分のハウスキーピング・オペレーションでは、翌営業日スタート、オペ期間1週間の手形買オペを3,000億円実行したとしよう。

さらに、当日17時30分、日本銀行は次のような内容を対外発表したとしよう。

a．本日（T＋0）の資金需給実績は、標準的な1日平均所要準備額と比較して600億円の資金余剰であった。

b．明日（T＋1）の資金需給予想は、4,600億円の資金不足である。

c．本日の無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.51％であった。

T＋0日終了後、市場は、T＋0日の資金需給実績およびT＋1日の同予想から、次のような計算を行い、T＋1日の9時20分のシグナリング・オペレーションを待つことになる。

3,000億円＋600億円－4,600億円＝－1,000億円

②T＋1日の9時20分、日本銀行は無担保コールレート（オーバーナイト物）は上昇圧力をもっていると判断し、2,000億円のTB買オペをオファーしたとしよう。資金不足額に対し多めの信用供与を行ったこのシグナリング・オペレーションにより、日本銀行は金利を低めにもっていきたいと考えていると市場は受け止める。その結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.49％へ下落する。

10時10分、ハウスキーピング・オペレーションとして国債現先買オペがオファーされる。

これ以降も、こうした金融調節が順次続いていくことになる。

3．積みの調整[6)]

以上のような金融調節の実際の流れを踏まえ、ここでは金融調節の心臓部ともいえる準備預金の積みの調整と金利コントロールについて説明しよう。

(1)　準備預金の積み方に関するルール

日本銀行が金融調節を行う場は金融市場であるが、金融市場の繁閑はすべて金融機関が日本銀行に保有している準備預金（より正確には準備預金積み立ての進捗状況）に反映されることになり、その意味で金融調節の制度的枠組みは準備預金制度により規定されているといえよう。準備預金制度については第8章で説明

したので、ここでは、以下の金融調節との関連でポイントとなる事項だけを列挙しておこう。

①所要準備額算定の基準となる預金等の残高は月中平残であり、準備預金の積み立て期間は当該月の16日から翌月の15日までの１ヶ月間である。

②準備預金は、すべて日本銀行当座預金として積み立てることを義務付けられており、市中金融機関の手持ち現金は準備資産に含まれない。

③積み立て期間中の日本銀行当座預金の平残実績が所要準備額平残を上回った場合でも、翌期へのキャリー・オーバーは認められない。

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

(2)「能動的」金融調節と「受動的」金融調節

日本銀行の金融調節には２つの目的がある。第１の目的は、日々または季節的な資金需給に伴って生じる資金過不足をならし、市場金利の不必要な急騰、急落を防ぐことである。これは、「受動的(passive)」金融調節といえる。これに対し、第２の目的は、物価情勢などから特定の政策判断をもって市場金利の水準に影響を与えることである。これは、「能動的（active)」金融調節といえる。

日本銀行は、これら２つの目的に沿って、既に述べたような様々な調節手段を使いながら、日々の資金過不足をならすとともに、金利水準に対して働きかけを行っている。すなわち、市場金利が日本銀行の意図に反して動こうとする時、日本銀行はこれをコントロールする方向で働きかけを行う。

もっとも、短期金融市場の需給は、市場参加者の資金需要や金利観によって左右されるものであるから、金融調節は、日本銀行から一方的に働きかけるだけでなく、市場との対話を通じて行われていくものである。

イ、「能動的」金融調節

日本銀行の「能動的」金融調節は、「準備預金の積み進捗率」という形で行われている。準備預金の積み進捗率とは、期中の実際の準備預金残高（期初からの累計値）を当該積み立て期間中の所要準備額（積数）で除したものである。標準的

なケースとして所要準備額を積み立て期間中、毎日均等に積み立てていく（期中同じ残高を維持する）場合を考えると、標準的な積み進捗率は1日当り3.3%（1ヶ月30日の場合）ということになる。日本銀行は、金融市場の需給を引き締めたい場合には、日々の金融市場での資金不足（余剰）に対する信用供与（吸収）を少なめ（多め）に行うことによって、積み進捗率の経路を上の標準的な経路より遅らせる。逆に、金融市場の需給を緩めたい場合には、積み進捗率の経路を標準的な経路より早めるよう金融調節を行う。

次に、こうした準備預金の積み進捗率の調整が、市場金利に影響するプロセスをみてみよう。資金ポジションに余裕のある先（ローン・ポジション行）にとっては、準備預金の積み上げは容易であるが、余裕のない先（マネー・ポジション行）にとっては、準備預金の積み上げはつねにコストを伴い、積みの進捗は金融市場の動向（金利、アベイラビリティ）に大きな影響を受ける。日本銀行が信用供与をきつめにし、準備預金の積み進捗率を遅らせる場合、ローン・ポジション行は市場で運用している資金を回収して、準備預金の積み上げに回すことになろうし、マネー・ポジション行は市場から追加的な資金調達を行うことを余儀なくされるが、これは市場金利の上昇を招来し、早めの資金調達を促すことになる。仮に追加的な資金調達を行わないと、それだけで残りの期間における準備預金所要平残はさらに増加していくため、資金調達への圧力は加速度的に強まっていくことになる。

もっとも、日本銀行による準備預金の積みの調整は、積み立て期間である1ヶ月を単位としてみた場合は、日本銀行当座預金の平残実績が所要準備平残にほぼ一致（すなわち超過準備〈無利子〉は常にほぼゼロ）する形で行われている（積み最終日の準備預金の積み進捗率は100%を達成）。

ロ、「受動的」金融調節

日本銀行の「受動的」な金融調節とは、日々または季節的な資金過不足の変動をできるだけならすような調節のことである。これは、日々の資金過不足の地合いを尊重し、そのことが市場金利に自然な形で反映するような調節を行うもので、「自然体の金融調節」ともいわれる。「自然体の金融調節」の意味するところは「季

節的な資金過不足をそのまま放置してそれをストレートに短期金利に反映させるという意味ではない。季節的に大幅な資金過不足が生じる時期には、基本的にこれをならす方向で準備の供給を行う訳であるが、その場合100％これをならすのではなく、こうした資金過不足の地合いがある程度短期市場金利に反映するような形で調節を行うことを意味している[7)]」のである。

4．ハイパワード・マネーのコントローラビリティ

金融調節に当って、銀行券や財政資金の日々の動きは、短期的には日本銀行にとってみれば外から与えられたものであり、これを直接的にコントロールすることはできない性格のものである。この点に関連し、とくに銀行券については、金融論では「中央銀行はハイパワード・マネーの供給量を直接操作することにより、マネーサプライをコントロールしうる」と説かれることが多い。いわゆる、ハイパワード・マネーのコントローラビリティの問題である。以下では、このことについて述べておこう。

確かに、中央銀行は自らのバランスシートの負債項目である銀行券ならびに預け金の量を基本的、長期的にはコントロールしうるし、マネーサプライを最終的にコントロールしうるのは、中央銀行を措いて他にないことも事実である。

しかし、中央銀行の行動は、それが「中央銀行」であるが故の制約によって縛られていることも事実である。

ハイパワード・マネーは、過去の信用創造の結果による部分（流通現金、所要準備）と今後の信用創造のベースとなりうる部分（過剰準備、銀行の手持現金）とが混在した概念であるが、このうち約８割を占める流通現金は、預金の引出しという形で需要されるものであり、中央銀行としてはその供給を拒否しえない。また、わが国の場合、過剰準備はネグリジブルであるし、銀行の手持現金（ハイパワード・マネーの約１割）も大部分が預金の日常的な払戻し等に必要な技術的に最低限度のワーキングバランス(年間現金支払額の0.3％前後、つまり平均的にみて約１日分の支払）という性格が強い。従って、中央銀行が直接的に操作できるハイパワード・マネーはごく一部であり、ハイパワード・マネーの総量を短期的に自在に操作しうるわけではない。

日々の金融調節において、日本銀行が裁量的に変えうるハイパワード・マネーの供給量は、所要準備の積み上げを過度に圧迫しない範囲内での日銀預け金の調整程度であり、日常的にはハイパワード・マネーを需要に応じて供給しながら、その態度（準備預金の積み進捗率のコントロール）、供給ルート（オペレーションか貸出か）、条件（公定歩合の水準、期限等）を変え、日銀信用のアベイラビリティを変化させる点がポイントである。日銀信用のアベイラビリティの変化は、短期金融市場の金利にインパクトを与えると同時に、先行きのハイパワード・マネーの獲得可能性に関する金融機関の予想を変化させることにより、与信行動に影響を与え、預金（マネーサプライ）の変動とともに所要準備（ハイパワード・マネーの約1割）が変り、所得変動とともに流通現金が変わって、結果として全体のハイパワード・マネーが変動するという形をとる。

ハイパワード・マネーのコントローラビリティをどうみるかは、中央銀行信用の能動性と受動性をどう考えるかという19世紀の通貨主義、銀行主義の論争にまで溯りうる旧くて新しい問題であるともいえよう。[8)]

Ⅳ　RTGS と金融調節

日本銀行は、決済リスク削減の観点から、2000年末までに日本銀行当座預金の「時点決済[9)]」を廃止し、「RTGS（Real Time Gross Settlement、即時グロス決済[10)]）」のみとする方針で取り組みを進めている。日本銀行当座預金の決済は、現在でも、両方のいずれもが利用可能な作りとなっているが、これまでのところ、大半の取引は時点決済されている。しかし、時点決済は、参加者の1つでも決済不履行に陥るとシステム全体の運行がストップしてしまう問題があり、決済ボリュームの増大や金融機関の破綻等の金融環境の変化を考えれば、現在のような時点決済は決して好ましいとはいえない。最近では各国で RTGS 化が急速に進み、世界の主要中央銀行の中で RTGS でないのは日本だけとなっている。

ところで RTGS の下で金融調節の方法、有効性はどのように変化するのであろうか。現在のように取引の大半が時点決済で行われている状況の下では、日々の決済に必要とされる金額は極めて小さく、通常は準備預金の所要準備額を下回っている。このため、決済に必要とされた日々の資金の増減は、準備預金の「積み

の進捗率」の変動の中に吸収された形になっている。このため、銀行の準備保有も、専ら準備預金制度に基づく所要準備額を満たすためのものであり、オーバーナイト・コールレートに反応し、右下がりとなっている。こうした状況の下で、日本銀行の金融調節は、既述のように準備預金の「積みの進捗率」を変化させることによってオーバーナイト・コールレートをコントロールしている。

しかし、日本銀行当座預金の決済がRTGS化されれば、オーバーナイト・コールレートのコントロールの方法もまた変化する可能性がある。RTGSでは、取引の1本1本が即時に決済されるので支払金額の全額を日本銀行当座預金に保有しておく必要があり、その大きさは所要準備額をはるかに上回ることになろう。従って、銀行の日々の準備需要は、所要準備額によって決まるのではなく、専ら決済金額の大きさによって決まることになり、オーバーナイト・コールレートに反応する形にはならなくなるであろう。もし、こうした状況が現実のものとなれば、準備預金の「積みの進捗率」に影響を与えることによってオーバーナイト・コールレートをコントロールする現在の方法は、RTGSの下ではうまく機能しなくなる可能性がある。

RTGSの下での適切な市場調節のあり方は今後の重要な検討課題であるが、その中でも解決を要する大きな問題の1つは、取引先金融機関の努力によっても解決できない日中流動性の不足を日本銀行がいかなる方法、条件で供与するかということである。RTGSの下では、個別銀行の流動性不足を即座に補填する必要があるので、現行の入札方式のオペレーションでは迅速な対応が難しい惧れもあり、日本銀行が日中流動性の不足銀行へバイラテラルに流動性を供与することが必要となろう。

RTGSの下での日本銀行による日中流動性供与の方法としては、現在のところ、有担保による当座貸越の形式とし、供与した流動性は日中に返済させる形のものが考えられている。日中流動性を当日中に返済させるのは、日本銀行が金融調節のターゲットにしている市場金利がオーバーナイト金利であるため、日中流動性を大量に供与し、それが返済されずにオーバーナイト化してしまうと、オーバーナイト金利の誘導が非常に攪乱されるリスクがあるからである。

注1）　後述するとおり、日本銀行貸出は、従来最も機動性のある信用供与手段であったが、1996年1月以降、市場金利が急変した場合や準備預金の積み最終日の微調整等の例外的なケースを除き、原則として日本銀行貸出は金融調節手段として使わないこととされた。

注2）「銀行券」、「財政資金」と「資金過不足」の関係は、基本的かつ重要な点であるので、以下で説明しておきたい。

銀行券は、民間企業間の現金決済や賃金支払、個人の消費活動等における銀行券利用動向を反映して、日本銀行本・支店の窓口を通じて日々増発、還流を繰り返している。銀行券が発行されることは、日本銀行に預け入れられている準備預金がその分だけ取り崩されることを意味し、市場全体にとっての資金不足要因となる。逆に、銀行券の還流は準備預金の積上がりを通じて資金余剰要因となる。

一方、国の財政活動に伴う資金の受払は、日本銀行における政府の預金と民間金融機関預金との間での振替により行われる。納税や国債の発行等財政資金の受取りは、日本銀行における金融機関の預金が減少し、政府の預金が増加することを意味し、市場の資金不足要因となる一方、公共事業代金等の財政資金の支払は逆のルートを通じて資金余剰要因となる。

注3）　米国の財政資金の日々の振れは、わが国に比べて非常に小さい。これは、米国では租税受入れに伴う余剰資金の大部分は市中預託等により市中に分散管理されており、これが資金需給に与える財政収支波動の影響を緩和する機能を果たしているからである。また銀行券についてもその変動はわが国に比べかなり小さい。

注4）　国債振替決済制度は昭和55年に創設された制度で、その仕組みは、銀行、証券会社等が顧客から国債証券の寄託を受け、これを自己の保有する国債証券と合わせて受寄機関である日本銀行へ再寄託しておき、国債取引に伴う受渡しを帳簿上の口座振替により処理するというものである。平成2年5月の日銀ネット国債系システムの稼動以降、国債振替指図等がオンライン処理されている。

注5）　日本銀行貸出は、最も機動的な信用調節手段であり、かつては準備預金の

積み最終日（通常15日）における着地調整（所要準備額の過不足を日本銀行信用によって調整する作業）に当って、都市銀行を相手とする日本銀行貸出の実行・回収が用いられていた。着地の仕方には、貸出着地と回収着地の2通りがあり、貸出着地には、着地できなかった先に対し直接に日本銀行貸出を実行するものと、最終調整に入る前に特定行を内々指定し、そこに資金不足を集中した上、日本銀行貸出の実行によって埋めるものとがあった。回収着地とは、各行が所要に達して着地（仮着地）した後、短資会社の手許にある余剰資金相当分を回収するもので、各行は日本銀行回収分につき市場からマネーを取入れて最終着地するものである。

注6）「積みの調整」については、神崎隆〔1988〕29～39ページ、鈴木淑夫・黒田晁生・白川浩道〔1988〕45～46ページ、横山昭雄〔1977〕132～137ページを参照。

注7）神崎隆〔1988〕38ページ。

注8）ハイパワード・マネーのコントローラビリティを巡る学界と日本銀行との論争は重要な検討テーマであるが、本書では紙幅の関係からこれを省かざるをえない。この問題については、岩田規久男〔1993〕、翁　邦雄〔1993〕を参照。

注9）時点決済とは、支払指図を直ちに実行せずに蓄積していき、当該システムに参加している各金融機関ごとに、総受取額と総支払額の差額を計算の上、1日の特定時点でこの差額のみを決済する方法である。

注10）即時グロス決済とは、支払指図が発出されるつど、1本ごとに直ちにこれを決済する方法のことである。

第４部　金融システムの安定

第11章 「最後の貸し手」機能

I 金融システム安定化における日本銀行の役割

日本銀行法には、日本銀行の目的のひとつとして、「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること」（第1条第2項）が掲げられている。このことは、強制通用力のある通貨を独占的に発行する役割を与えられている日本銀行には、信用を経済主体間に媒介、配分するメカニズムである金融システムの安定性、効率性を確保、強化する責任がある、ということでもある。

こうした「金融システムの安定確保」という目的を達成するため、日本銀行は以下のような役割を担っている。

(1) まず、金融機関等が不測の流動性不足に陥り、これが金融システム全般に連鎖的に影響を与えると見込まれる場合には、「最後の貸し手（Lender of Last Resort）」として当該金融機関に対し流動性を供与している。

(2) 次に、日本銀行が民間金融機関に対して流動性供与を行う際の金融機関の経営実態把握という役割のほか、決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じ信用秩序の維持に資するという中央銀行の役割を果たしていくため、考査・モニタリングという業務を行っている。

(3) また、システミック・リスク顕現化の可能性を削減するとともに、決済の効率化を高める観点から、例えば、日銀当座預金決済のRTGS（即時グロス決済）化といった、効率的かつ安全で国際的にも整合性のある決済システムの構築にも努めている。

(4) さらに、金融機関の破綻処理に関し、処理方策の策定や対応のあり方について、行政当局や預金保険機構と緊密に協力しているほか、預金の払出しが集中するような事態に備え、十分な現金を供給するといった業務を行っている。

(5) なお、これらの機能を果たす中で、海外の中央銀行や銀行監督当局と協力

して金融システムの安定に努めている。とくに、市場の参加者であり、かつ最後の貸し手機能を有するという共通の特性をもつ各国の中央銀行間の連携がグローバルな金融システム安定のためにも極めて重要となっている。

このような金融システム安定化のための役割を果たすに当たり、日本銀行は、個別の規制や指導に過度に頼るのではなく、市場メカニズムを信頼し、これを活かす形で対応していくことを基本としている。

II　システミック・リスクとセーフティ・ネット

以上のような金融システム安定化における日本銀行の役割の中で、本章では、「最後の貸し手」機能（以下、LLR 機能という）に焦点をあてて説明、検討していくことにしたい。

システミック・リスクとは、金融システムの一角において生じた何らかの支障（金融システムの１参加者における支払不能等）を契機として、取付け、流動性の不足等が金融システム参加者の間に連鎖的に波及することにより、信用仲介、決済、価格決定といった金融システムの機能が損なわれ、ひいては、実体経済にも深刻な影響が及ぶリスクをいう。

こうした決済システムにおけるシステミック・リスクには、次のような特性がある。[1)]

(1)　システミック・リスクの原因は、参加者の倒産に限らず、コンピュータのダウンや事務ミス等多様な要因が考えられる。このため、個別金融機関がリスクの渦中でリスク発生原因を正確に知ることは難しく、それが混乱を大きくする恐れがある。

(2)　システミック・リスクの影響を受ける先は、リスクの発生源となった先と直接相対していない場合が多い。このため、システミック・リスク削減については、自己の対応だけでなく、他の参加者の対応に依存するという一種の「外部性」が存在する。

(3)　システミック・リスクは予期せず波及してくるから、信用力に問題はなくても、資金等の調達が時間的に無理なために決済できなくなることも多い。

つまり、システミック・リスクにとっては時間的な制約が大きな意味をもつ。

(4) 金融機関の支払不能は、実際に財務状況の悪化や倒産という事態が生じなくても、そうした恐れがあるとの懸念が市場に広まることにより、流動性の調達が困難となり、その影響がシステミック・リスクとして他へ波及してくる場合もある。このため、システミック・リスク防止のためには、金融機関に対する信認の維持も重要である。

さて、金融システム全体としての安定性を確保するためには、システミック・リスクの顕現化を防止することが重要である。システミック・リスク顕現化の源、またその波及経路となる与信・受信関係を生み出すのは金融機関自身であり、その影響、恩恵を直接受けるのも金融機関であるので、システミック・リスクの顕現化を防ぐことも金融機関自身で対応することができるのであれば、公的セーフティ・ネット（金融システムの安定性を維持する仕組み）は不要ということになる。しかし、システミック・リスクは前記のように発生源と直接相対していない先にまで影響が及ぶという特性等から、個別金融機関の対策のみでは対応しきれない場合がありうる。ここに、中央銀行の LLR 機能[2)]や預金保険制度といった公的セーフティ・ネットの必要性がある。とくに金融機関は、債務の大部分が即時ないし短期間で引出し可能な預金であり、流動性の問題が顕現化し易い構造にあるため、流動性を補完するような制度がとくに重要となっている。

ただし、こうしたセーフティ・ネットが有効に機能するためには、モラル・ハザード（moral hazard）を回避することが必要条件である。例えば、LLR の発動が中央銀行貸出に対する安易な期待感を助長し（モラル・ハザードの発生）、それが自己責任によるリスク管理意識を後退させる結果、かえって金融システム全体のリスクの増大を招く危険があることに留意しなければならない。このため、LLR 機能の発動に当っては、モラル・ハザードが発生しないような条件を満たすことが必要である。

III 日本銀行の LLR 機能発動に関する原則

日本銀行は、破綻金融機関の処理に当たって、資金の供給者として処理スキー

ムに参画する場合確保されるべき原則を明示している。日本銀行は、以下の4つの条件が満たされた場合に限って、信用秩序維持に資するための信用供与を行うという方針を採っている[3)]。

(1)　システミック・リスクが顕現化する恐れがあること。

——日本銀行が処理スキームに参画しないと、預金者の動揺、他の金融機関に対する信用不安を引き起こし、金融システム全体の安定が害される恐れがあること。逆に、日本銀行が処理スキームに参画することによって、金融システム全体の安定が確保されること。

(2)　日本銀行の関与が不可欠であること。

——日本銀行の資金供与が、処理スキーム上不可欠であって、他に供給する者がいないこと、ないし、他の資金供給者の参画を引き出すに当たって、必要不可欠なこと。

(3)　モラル・ハザード防止の観点から、破綻金融機関の経営者、株主・出資者等の関係者の責任が十分に追及されること。

——処理に当たって、破綻金融機関の経営者、および株主・出資者の責任が法的なものを含め可能な限り厳格に問われ、モラル・ハザードの問題が生じないよう配慮されていること。

(4)　日本銀行自身の財務の健全性維持に配慮すること。

——発券銀行として政府から独立した機能を委ねられた以上、日本銀行券に対する信認を確保する観点から、日本銀行の財務の健全性確保に努めるべきことは当然の責務である。今回の日銀法改正に関する中央銀行研究会報告や金融制度調査会答申においても、「日本銀行の役割は、基本的には、信用秩序維持の観点から、適切な流動性を供給していくことであり、明白に回収不能なケースについての損失補塡は、金融機関のモラル・ハザードを避けるためにも行うべきでない」とされている。

なお、破綻金融機関の処理以外の場面における信用供与においても、上記の4原則が実施の際の判断基準にされている。

Ⅳ LLR 機能の発動等に関する考え方

中央銀行の LLR 機能は、歴史的にみれば、必ずしも中央銀行の本来的に与えられた機能と考えられてきたわけではない。それが認識されはじめたのは、発券機能と比べてもかなり後になってからのことである。

例えば、イングランド銀行は1694年の設立時に銀行券発行特権を付与されたが、18世紀の末までは最後の貸し手としての機能、責任を進んで果たそうとはしなかった。しかし、1793年の恐慌以降、イングランド銀行は、政府の財政事務を扱う特権機関（「政府の銀行」）としてロンドン金融市場を維持する（主として国債価格の暴落防止）との見地から、この機能を果たすようになり、また19世紀後半には「銀行の銀行」として金融制度全般の信用保持の必要性をしだいに意識するようになった。それでも同銀行は義務の限界を認識し、「ためらいつつ責任を果たし、時には後戻りしたこともあった[4]」（セイヤーズ）といわれた。イングランド銀行の LLR 機能が明白に確認されたのは、1873年にバジョットの『ロンバード街[5]』においてであり、「最後の貸し手」という言葉を造語したのもバジョット自身であった。この中でバジョットは19世紀中葉（1847、57、66年）に生じた恐慌においてイングランド銀行が果たした役割に言及し、中央銀行が不可欠の業務として LLR 機能を有することを理論的に述べた。この考え方は、1890年のいわゆるベアリング恐慌時にイングランド銀行によって受容され、それ以降イングランド銀行のこの機能について疑問をさしはさむものはなく、また各国中央銀行も進んでその責任を果たすようになったのである。

なお、中央銀行が金利政策などの金融政策の機能を果たすようになったのはさらに遅く、例えば「イングランド銀行は1914年までは現在意味するような中央銀行ではなかった[6]」（セイヤーズ）といわれている。

中央銀行の LLR 機能は、バジョットにより概念が確立された後、論者により様々な議論がなされてきたが、現時点において、LLR 機能の発動等に関する考え方を整理、分類すれば次のようになろう。

(1) LLR は金融システム全体の危機に対応するため、solvent（支払能力がある）だが一時的な流動性不足に陥った先に対してのみ貸出を行うものである。

——バジョットの考え方はこれである。ただし、この場合には、insolvency（支払能力の欠如）と illiquidity（流動性の欠如）を明確に区別できないケースがありうるほか、モラル・ハザードの問題もある。

(2)　LLR は金融システム全体の危機に対応するため、solvent な先のみならず、insolvent な先にも貸出を行うものである。

——insolvent な先にも貸出を行う点で、(1)よりもモラル・ハザードの問題が深刻。

(3)　LLR は銀行倒産が実体経済に深刻な影響を及ぼす事態を回避するため、金融システム全体に対する影響の如何を問わず、個別の insolvent な先にも貸出を行うものである。

——個別先の救済を行う点で、(2)よりもモラル・ハザードの問題が一層深刻。

(4)　LLR は金融システム全体の危機に対応して、公開市場操作によりハイパワード・マネーを供給するという金融政策の発動そのものである。

——これはグッドフレンド、キング[7]による考え方であり、今日の効率的市場を前提とすれば、個別先に対する貸出より、市場メカニズムを活用して資金配分を行う公開市場操作の方が望ましいとの見解である。しかし、個別の問題先に貸出を行う banking policy の機能を軽視すべきではなかろう。

以上のような LLR に関する考え方の中で、日本銀行は(1)のバジョットの考え方、すなわち「システム全体の危機に対応し、経済全体の流動性を保証するため、LLR 機能を発動する。insolvent な個別先を救済するものではない」という考え方に基本的に沿う形で、その時々の金融情勢や制度的枠組みの下で、LLR 機能を運営しているとみられる。

V　これまでの日本銀行の資金供与事例

日本銀行は、1995年のいわゆる東京都内2信組問題以降、様々な場面で金融システム安定化のための資金供与を行ってきている。その背景には、わが国の金融システムが深刻な不良債権問題に直面してきたことに加え、不良債権問題解決の

ための枠組みの整備が遅れていたという事情が存在している。

最近の日本銀行による金融システム安定化のための資金供与事例を類型に即して分けると、次の4つに分類することができよう。

(1) solvent とみられるが、一時的な流動性不足に陥った先に対する流動性の供給。

——最近の日銀特融の事例には、この類型に属するものはない。

(2) 破綻金融機関に対する処理方策実施までのつなぎ措置としての流動性供与。

——北海道拓殖銀行、兵庫銀行、阪和銀行、京都共栄銀行、コスモ信組、木津信組、山一証券等に対する特融がこの類型に属する。[8] 処理法策の実施に伴い、特融が全額返済されることが必須の条件である。[9]

(3) solvent であるが過小資本の先が市場の信認を得るための信用補完。

——みどり銀行への劣後ローン、日本債券信用銀行の優先株引受け（新金融安定化基金経由）のように、対象先が地域や海外において重要な役割を果たし、その金融機能が維持されない場合、内外の金融システムに深刻な影響が生じる恐れが高いことが発動の前提になる。

(4) セーフティ・ネット、破綻処理の枠組みの構築や整備の一環としての資金供与。

——預金保険機構への貸付、預金保険機構住専勘定への拠出、新金融安定化基金への拠出、整理回収銀行への出資など。これらの資金供与は十分回収可能と見込まれる[10]（一部は法律に基づき返済が保証されている）。

現在は、金融システム安定化のための日本銀行の資金供与もこのように様々なタイプのものが存在するが、今後、金融機関の破綻に対しては預金保険の保険金支払いが原則となり、またディスクロージャーの徹底により情報の不完全性に基づくマーケットとの認識ギャップも解消され、さらに金融機関の破綻処理の枠組みが整備された暁には、日本銀行の資金供与の4つのタイプのうち(2)～(4)のウェイトは低下していくことになろう。そして、日本銀行の資金供与は(1)のタイプが

中心となるであろう。金融システムを巡る現在の厳しい環境を乗り越えた後においては、日本銀行の資金供与は、solvent な先に対する一時的な流動性供与が原則となり、リスクキャピタルの供給や基金等への資金拠出は、金融システム安定に対する中央銀行の強いコミットメントを示すものとして、極めて特殊な状況の下でのみ実施されうる措置と位置付けられることになろう。

VI　新日本銀行法における LLR 機能の位置付け

ここでは、平成10年4月1日から施行された新しい日本銀行法の下で LLR 機能がどのように位置付けられているかを説明しよう。

新日本銀行法では、LLR 機能に関し、第37条(金融機関等に対する一時貸付け)、第38条（信用秩序の維持に資するための業務）の2つの規定が置かれている。

まず、第37条では、「solvent な金融機関等に関し、コンピュータ事故等の偶発的事象により一時的な資金不足が生じ、その不足資金が直ちに確保されなければ決済システムの円滑な運行が確保し得ない場合に、日本銀行が自らの判断により、無担保の貸付けを一定期間の限度内で実施することができる」旨定められている。

ここでいう「金融機関等」とは、預貯金取扱金融機関、証券会社、証券金融会社、外国証券会社、短資会社である(日本銀行法施行令第10条)。これらの中には、信用組合、農漁協のように現在日本銀行の取引先となっていない業態も含まれているが、これらの先に対して一時貸付けを行うか否かは、日本銀行が決定すべき事項となっている。また、ここでいう「一定期間」とは、1ヶ月である（日本銀行法施行令第10条)。この期間を超えて無担保貸付けを行う場合は、第38条の信用秩序の維持に資するための業務として、大蔵大臣の要請を受けて行うことになる。

次に、第38条では、「信用秩序の維持に重大な支障が生じるおそれがあると大蔵大臣が認める場合には、日本銀行に信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うことを要請し、日本銀行が自らの判断のうえ、そうした業務を行うことができる」旨規定されている。

ここで、「信用秩序の維持のために必要と認められる業務」としては、無担保貸付け(第37条に該当するものを除く)、劣後ローン、出資などの業務が考えられている。また、損失補塡のための融資（例えば低利融資）については、中央銀行研

究会報告および金融制度調査会答申とも既述のように「明白に回収不能なケースについての損失補塡は、金融機関のモラル・ハザードを避けるためにも行うべきではない」としている[11]。つまり、特融といえども、あくまで回収の可能性を確認した上で行われるものであり、これまでに金融機関の破綻の際に実行された分についても、預金保険機構からの支援などにより最終的な破綻処理が完了した際には、全額回収がなされている。

前述した金融システム安定化のために行う日本銀行の資金供与の分類に即していえば、第37条は(1)のタイプに対応し、第38条は(2)～(4)の一部に対応するものと位置付けられよう。

なお、天災、恐慌時などの緊急時に政府が日本銀行に対して貸出を行うことその他の命令を発することを認めるかどうかについても、今回の日本銀行法改正の際に議論されたが、最終的にはそのような政府の指示権は設けないこととされた。

Ⅶ 戦前期における日本銀行の「最後の貸し手」機能の特徴

本章の最後に、頻繁に日本銀行特融が実施された戦前期を簡単に振り返り、その当時の日本銀行の LLR 機能の特徴はどんなものであったのかをまとめ、現代の LLR 機能を考える際の一助としたい[12]。

明治15年（1882年）に設立された日本銀行は、当初から LLR 機能を十分理解していたのではないかとみられる。現に、「日本銀行創立趣旨ノ説明」（明治15年3月）は、「金融逼迫ノ虚声ヲ遏メント欲セバ一時貨幣ヲ融通シテ其一、ニ銀行ヲ幇助スルノ財源ヲ開クヨリ急ナルハナシ」として、中央銀行を設立する理由の1つにこの機能をあげている。これは理念のみにとどまらない。むしろ日本銀行の戦前の歴史は頻繁たる LLR 機能発揮の歴史であったといっても過言ではない程である。設立間もない明治17年には早くも大阪地区の銀行動揺に対し日銀特融が行われ、その後も例えば『日本金融年表』（日本銀行金融研究所）は、約80件の特融事例を記録している[13]。

しかし、金融制度が未成熟であった当時のわが国では、LLR 機能も日本的風土の中で実行せざるを得ない状況であり、日本銀行ではいつもその実行に迷いがつきまとい、外部でも毀誉褒貶の評価が生じている。戦前期における日本銀行の

LLR 機能実施の多くの実例からみられる特徴は、以下のようなものであった。

第1に、LLR 機能がほとんどの場合、「特別融通（特融）」の形で発揮されたことである。特融の主体は、正規外の担保付貸出や無担保貸出であった。例えば、日本銀行条例は日銀信用を商業手形の割引、国債等の担保貸付に限り、株式や不動産担保貸付等を厳に禁じていたが、適格担保の不足が著しい経済勃興期にあっては、恐慌時にはこうしたものも担保として採らざるを得なかったのである。このため、明治23年の恐慌時に日本銀行は「担保品付手形割引制度」を便法として創設し、一部優良企業の株式を担保にして信用供与をおこなったが、その後動揺が重なるにつれてこの担保品の範囲は次第に拡張されていった。

第2は、政府の介入がしばしば行われたことである。個々の貸付けに当っては政治介入も行われ、時には政争の具としても利用されたが、これも当時のわが国の政治・金融の前近代性を物語るものといえるかもしれない。関東大震災（大正12年）、金融恐慌（昭和2年）の際には、日銀特融に対して政府補償が行われたが、これはそれまで諸外国で行われたことのない措置であった。この政府補償は、表面的には中央銀行の資産の健全性を維持するためであったとはいえ、政府介入を一層強める結果となったのである。

第3に、個別銀行や個別企業の救済のために LLR 機能がしばしば利用されたことである。すなわち、LLR 機能の発揮にあってはシステミック・リスクの防止を旨とすべきところ、欠損補塡を主体とする個別救済融資も頻繁に行われ、日本銀行は、大正9、11、12年、昭和2年とたび重なる恐慌ごとに徐々に深入りし、最後には「日本銀行の救済銀行化」と非難されるまでに至った。この背景としては、上記のような政治介入のほか、次のようなことをあげることができよう。第1に、明治初期から30年代にかけての自由銀行時代に多数の弱小銀行（ピーク1,890行〈明治34年〉）が設立され、この整理が進んでいなかったこと、第2に、考査・検査体制の不備等から破綻金融機関の内情が十分把握されず、流動性補塡か欠損補塡かの資金使途の区別もなかなかつかなかったこと、第3に、政府補償が行われた場合、貸出審査が厳格さを欠き、借り手側にもモラル・ハザードが生じたこと。もっとも、昭和5～7年の昭和恐慌のころは特融残高が過大化していたこともあって、日本銀行は欠損補塡融資に極めて慎重になり、その後銀行合同が

進んだこともあって、個別金融機関の救済的な融資は影をひそめていった。

このように戦前のわが国の恐慌発生時においては日本銀行の LLR 機能が極めて活発に発動されたが、その時の経験と教訓は上記の特徴の含意からも分かるように今日でも活かすことのできるものが少なくないように思われる。

注1） 日本銀行信用機構局〔1992〕11～12ページ。

注2） 中央銀行が LLR 機能について責任を有する理由について、バジョット、セイヤーズおよびトービンの見方は次のようなものである。

①決済システムは決済主体のリンクの上に成立している。いずれかの主体に決済不履行が生じると連鎖的に破綻が生じるが、これを回避するためには中央銀行が流動性供給を行って、この連鎖を断つ必要がある（Bagehot〔1873、同邦訳書 187ページ〕）。

②民間銀行は緊急事態に備えて多額の現金準備を常時保有しておかねばならないが、最後に頼るべき中央銀行があればこの保有を少なくすることができ、また中央銀行も金融政策の有効性を損なわないですむ（Sayers〔1938、同邦訳書 113～114ページ〕）。

③恐慌時の取付けは、預金通貨から現金通貨への資産選択の変更であり、中央銀行は唯一の現金通貨の供給者としてこれに無制限に応じる必要がある（J. Tobin、"The Case for Preserving Regulatory Distinctions," Restructuring the Financial System by Federal Reserve Bank of Kansas City 1987、169ページ）。

注3） イングランド銀行が LLR 機能を発動する場合の原則は、以下のとおりである（ジョージイングランド銀行総裁講演〈1993年11月18日〉より）。

イングランド銀行の資金供与は、いかなる形態によるものであれ、個別金融機関そのものの救済を目的とするものではなく、金融システムの安定確保を図るものであることが大前提。さらに以下の原則を適用。

①イングランド銀行が資金供与を行う前に、商業ベースの解決策のあらゆる可能性を模索すること。

②民間金融機関の株主に補助金を与えるものとならないようにすること。

③流動性の供与を目的とし、通常の場合、insolvent である（支払能力を欠く）ことが判明している先への資金供与は行わないこと。

④イングランド銀行の資金供与に当たり、リストラによる再建あるいは清算といった「明確な出口」を探求しておくこと。

⑤通常の場合、資金供与中はこれを秘密にすること。

注4）　Sayers〔1938、同邦訳書115ページ〕。

注5）　Bagehot〔1873〕。

注6）　Sayers〔1976、同邦訳書1ページ〕。

注7）　詳しくは、Goodfriend and King〔1988〕を参照。

注8）　例えば、日本銀行が北海道拓殖銀行、山一証券に対して特融を実施した際の趣旨について日本銀行総裁は次のような談話を発表してる。

（北海道拓殖銀行の場合）

「日本銀行としては、わが国の金融システムの安定確保の観点、及び同行が北海道において重要な金融機能を果たしている事実に鑑み、これまで同行が果たしてきた金融機能自体は、ぜひとも維持することが不可欠であると考えている。……日本銀行は北海道拓殖銀行が受皿銀行に業務を引継ぐまでの間、日本銀行法第25条に基づき、業務継続に必要な資金を供給する方針である。」（平成9年11月17日）

（山一証券の場合）

「今般の山一証券の経営行き詰まりの直接の原因は、巨額の簿外債務の判明という極めて特殊な事情にあるとはいえ、同社が内外市場において広範な業務展開を行い、多数の顧客を擁していること等を勘案すると、今後、同社の自主廃業の過程を円滑に進めていくことが、わが国および海外金融市場の安定を確保するうえで極めて重要であると考えている。こうした状況を鑑み、日本銀行としては、わが国の中央銀行として、『信用秩序の維持』という自らに課せられた使命を適切に果たしていくため、臨時異例の措置として同社の主力取引金融機関とも協力しつつ、日本銀行法第25条に基づき、同社の顧客財産の返還、内外の既約定取引の決済、海外業務からの撤退等に必要な資金を供給することにした。」（平成9年11月24日）

注９） 日銀特融等の実施に伴い、日本銀行では財務の健全性を維持する観点から、次のような対応をとっている。

破綻金融機関への日本銀行法第38条第２項貸出（旧日本銀行法では第25条貸出）は、最終処理方策が実施されるまでのつなぎ融資であり、同方策が実施された場合には、全額返済される筋合いのものである。しかし日本銀行の通常の貸出と異なり、破綻金融機関に対する貸出であり、担保の徴求を必ずしも前提としていないため、中央銀行の財務の健全性確保の観点から、日本銀行は特別の準備金を積み立てている（例えば、北海道拓殖銀行については、平成10年３月末貸出残高の10％、山一証券については同25％を積立てている。）。

なお、破綻金融機関への貸付けではなく、預金保険機構や新金融安定化基金等への貸付や拠出金については、法律で返済が保証されていること等から準備金の積立ては行われていない。例えば、預金保険機構住専勘定への拠出金については、「特定住宅金融専門会社の債権債務の処理の促進等に関する特別措置法」により「預金保険機構は、債権処理会社が解散したときは、日本銀行の拠出金の額に相当する金額を日本銀行に返還する」旨明記されている。新金融安定化基金への拠出金についても、同法人の定款において、基金の業務が終了した時点で返還されることになっているほか、基金の運用に当たっても、個々の案件毎に日本銀行の同意が必要とされている。また、預金保険機構への貸付については、同機構の性格に鑑み、保険料収入や民間金融機関からの借換等により返済されることが確実である。さらに、整理回収銀行に対する収益支援を目的とする手形貸付については、同行より担保として国債を徴求している。

注10） 注９）を参照。

注11） 中央銀行研究会の委員であり、金融制度調査会日本銀行法改正小委員会のオブザーバーでもあった神田秀樹〔1997〕は、日本銀行法第37条や第38条に基づく日本銀行貸出について、流動性不足を助けることに限定されるべきか、ソルベンシーに問題がある先への貸出は可能か否かに関して、次のように述べている。

「抽象論をいえば、ソルベンシーに問題がある金融機関についてそれを助けるのはモラルハザードを助長し、適切でなく、行なわれるべきではない。ただ、問題は、具体的な場合において、ソルベンシーに問題があるかどうかが必ずしも明らかでない場合が少なくないということである。また、ソルベンシーに問題があるかもしれないような状態でも、たとえば、合わせて一時的な深刻な流動性不足が発生し、流動性を助ければ、信用秩序の維持に資する場合もありえないとは言えない。

この問題は難問であるが、筆者は、ソルベンシーに問題があるかどうかは、融資等を行うか否かを決定する時点において、日本銀行が責任をもって判断すべきのもと考えられる。そして、たとえば債務超過を埋めることとなるような融資等は、行なわれるべきではない。他方、ソルベンシーに問題があるかもしれないけれどもそれが明確でない場合において、流動性不足が明らかな場合には、流動性不足を助けるために（たとえば第37条に基づく）融資等を行なうことは認められてしかるべきである。」

注12）　以下の記述は、納富康充〔1989〕に大きく依存している。

注13）　戦前期における日銀特融の主な発動時期は次のとおりである（納富康充〔1989〕9ページ）。

①明治17年の日銀再割引一時停止に伴う特融

②明治23年のわが国初の近代的恐慌に伴う特融

③明治34年の熊本を発端とする銀行動揺に対する特融

④大正3～5年の第一次大戦中の軍需産業等に対する特融

⑤大正9年の反動恐慌に対する特融

⑥大正11年の第2次反動恐慌に対する特融

⑦大正12年の関東大震災に伴う特融

⑧昭和2年の金融恐慌に対する特融

⑨昭和5～7年の昭和恐慌に対する特融

⑩昭和13～16年の銀行整理・合同推進のための特融

⑪昭和17～20年の戦時の命令融資による特融

第12章　決済システムの運営

I　日本銀行にとっての決済システム

新しい日本銀行法では日本銀行の目的として「物価の安定」と「金融システムの安定（信用秩序の維持）」の２つを挙げている。このうち、「物価の安定」は正に「金融政策」の目的となるものである一方、「金融システムの安定」が本章での「決済システム安定」に関わってくる。

中央銀行研究会報告では、「金融システムの安定」について、「最終的な責任は政府にあるが、日本銀行は、決済システムの円滑かつ安定的な運行の確保を通じて、金融システムの安定に寄与すべきである」としている。つまり、金融システムの安定のためには決済システムを円滑に運行しかつ安全なものにしていくことが不可欠であり、それが日本銀行の重大な使命として認められているのである。

II　決済システムと決済リスク

１．わが国決済システムの全体像

まず、「決済システム」を議論する場合の「決済[1]」とはどういう意味かといえば、一言で言えば、債権・債務関係を対価の支払いをもって解消することである。債権・債務には、物の受渡しに関する債権・債務もあり、「決済」という言葉は、必ずしも「資金決済」だけを指すものではない。ただ、日本銀行にとって一番関係が深いのは「資金決済」である。

「資金決済」のやり方には、大きく分けて２つある。１つは、現金である日本銀行券や貨幣の受渡しによるやり方である。銀行券（貨幣）はそれ自体強制通用力を持つため、これらの受渡しにより決済は完了する。もう１つは、現金以外で行われる資金決済で、金額ベースではわが国における決済の大半をこれが占めている。具体的には、手形や小切手、クレジットカードや銀行振込といったものである。これらは、それ自体個人と企業の間の決済手段であるが、その行為だけで決済が完了している訳ではなく、個人、企業の上に存在する銀行組織の債権・債

務に置き換えるものとみることができる。例えば、手形、小切手の決済については「手形交換制度」、クレジットカードや銀行振込の決済は「全銀システム」、外国為替取引に絡む円の決済は「外為円決済制度」があり、これらを通じて銀行間の債権・債務（貸借関係）に集約されている。そして、最終的には、こうした銀行間の債権・債務の尻を日銀ネットの日本銀行当座預金振替で決済して初めて全体としての決済が完了する。

日本銀行が資金決済システムの安全を図っていく対象として最も重視しているのは日銀ネットであるが、手形交換制度、全銀システム、外為円決済制度などの民間システムが果たしている役割も大きい。最近では、電子マネーという新しい決済手段も出てきており、決済システムの安定という観点から注目すべき動きである。

2．決済リスクの意味と種類

決済システムを安定的に運行していくための視点は、一言でいえば「決済リスクの削減」ということである。決済リスクとは、「決済が円滑に行われないために発生するかもしれない損害のリスク」のことで、大きく分けて「信用リスク」、「流動性リスク」、「システミック・リスク」の3つがある。

まず、「信用リスク」とは、決済の相手が倒産することによって受取るべきものが受取れなくなるリスクである。これはさらに「元本リスク」と「置換費用リスク」の2つに分けられる。「元本リスク」とは、例えば、100円受取るはずが相手方の倒産で100円分の損害を被るリスクのことである。一方、「置換費用リスク」とは、相手方の倒産によって予定どおりの資金が受取れなくなったため、改めて当初意図していた効果を生む契約を別の相手と結ぼうとした場合、市場価格の変動により当初意図した契約よりも高いコストの支払いを余儀なくされ、損を被ってしまうリスクのことである。

「流動性リスク」とは、何らかの理由で受取るべきものが受取れなくなり、慌ててその資金をどこからか調達しようとしたところ、通常以上に高い金利での調達を余儀なくされるとか、最悪の場合、資金調達ができずに自分自身が他の決済を履行できなくなるリスクのことである。

「システミック・リスク」とは、例えば、A行がB行に支払いができないことが原因で、B行がC行に支払ができなくなるといった現象が連鎖的に発生し、最悪の場合、決済システム全体がストップして機能麻痺に陥るリスクのことである。

3．決済リスクの大きさと削減方法

決済リスクの大きさは、どのように測ればよいだろうか。決済リスクといっても質の違うリスクが混在しており、これを1つの尺度で表わすには無理があるかもしれない。しかし、「約定したが未だ決済していない金額の残高である未決済残高とそれが存在している期間との積」をもって近似的に決済リスクの大きさを表わすことができると考えられる。要するに、取引金額の大きさと取引約定から決済完了までの期間の長さに比例して決済リスクは大きくなるといえる。

決済リスクの大きさが分れば、決済リスクの削減策はある意味で非常に明解になる。

第1の方法は、約定から決済完了までの期間（ラグ）を限りなく小さくすることである。究極の姿は、ラグをゼロにするということで、具体的には、約定したら即決済することで、後述する日銀ネットの「RTGS（Real Time Gross Settlement〈即時グロス決済〉）化」は、そうしたことが可能となるような環境を整備するものである。しかし、実際のところ、決済ラグを圧縮しようと思っても制度的ないしは取引対象物の玉繰り等の関係から完全にはゼロにできない。

そのため、第2の方法として、取引金額を減らすという選択肢がある。例えば、「ネッティング」の手法がそれに該当する。これは、取引相手と両建の債権・債務を相殺の論理によって取引約定の都度圧縮していき、決済リスクを削減するものである。

第3の方法は、未決済残高に見合う担保を積むというものである。

未決済リスク削減とは、割り切って考えればこの3つのいずれかに集約できる。

III　決済分野における世界の潮流

海外の中央銀行でも決済システムの円滑かつ安定的な運行のため、決済リスク削減を重要な政策課題として取り組んでいる。中央銀行の集まりであるBISの支

払・決済システム委員会（Committee on Payment and Settlement System）において、決済システムのリスク削減等がいろいろと検討されているが、最近における決済リスク削減に向けた動きとしていくつかの大きな流れとでもいうべきものがある。すなわち、中央銀行システムのRTGS化、民間ネット決済システムのランファルシー基準適格化、証券決済分野のDVP（Delivery Versus Payment）化、ローリング決済化、クロスボーダー資金決済におけるヘルシュタット・リスク対策の強化、さらに主に小口決済の分野における電子マネーを巡る動きなどである。

1．中央銀行システムの「RTGS化」

「RTGS〈即時グロス決済〉」とは、中央銀行が支払意図ないし振替依頼を受ける都度1本ごとに即時に決済する方法のことである。これに対し、「時点ネット決済」と呼ばれる決済方法があるが、これは中央銀行が支払意図や振替依頼を受け付けても即座に決済をしないで取りあえず貯めておき、一定時刻（現在のわが国でいえば、午後1時、3時、5時といった時刻）になったところで銀行毎に支払額と受取額を差し引き計算し、一気に受け超額を入金ないし払い超額を引落す方法のことである。

かつては時点ネット決済方式が世界の中央銀行システムの決済方法として圧倒的に多かったが、最近では各国でRTGS化が急速に進んでいる。これは、RTGSの方が時点ネット決済に比べて安全性の面で優れた面があるからである。すなわち、RTGSの下では支払指図が1本1本独立に決済され、未決済残高が累増しないため、システム参加者の誰かが支払不能に陥ってもその影響が限定的で、直接の取引相手以外その影響を受けないですむ点にメリットがある。つまり、システミック・リスクが防止されるのである。

各国におけるRTGS化への動きをみると[2)]、米国とスイスは比較的早く1980年代からRTGSであったが、それ以外の国はそうではなかった。ところが、1996～97年にかけてRTGS化が急速に進み、特に欧州諸国では、EU統合との関係もあり、RTGS化が一気に進んだ。そして、世界の主要中央銀行のシステムを見渡して、RTGSでないのは日本だけとなっている。

2．ランファルシー基準

中央銀行システムのRTGS化と並行して、民間システムの「ランファルシー基準」適格化の動きがある。BISの総支配人であったランファルシーが、多通貨ネッティングスキームの安全対策に関する委員会（インターバンク・ネッティグ・スキーム検討委員会）を主催し、その委員会が1990年11月に報告書を提出した。そこで謳われていたネッティングスキームの満たすべき最低条件が「ランファルシー基準」である。その後この基準は、多通貨ネッティングスキームだけでなく一般の民間ネット決済型システムにおいても満たされるべきものであるという考え方が広まり、今や各国で民間決済システムが安全かどうかを評価する時の基準となっている。[3)]

ランファルシー基準の骨子は以下の6項目である。

① ネッティングスキームにしっかりした法的根拠があること。

——これは当然のことのように思えるが、実は法的根拠がしっかりしていない民間ネット決済システムは非常に多い。日本でも外為円決済システムにそうした問題があったが、この点は1996年11月に見直しが行われた。

② ネット決済システムに関するリスクを参加者が意識していること。

③ 各参加者がシステム全体にもたらす最大の信用エクスポージャーに対して上限が設けられること。

——これは、ネット決済システムの場合、参加者の1人が倒産すると他の参加者にも損害が及ぶ可能性が高いが、その損害がどの程度までかという上限がないと誰も安心してシステムを使えない。そこで各参加者がシステム全体に対して与えうる損害の額について上限を画すべきということである。

④ 最大のネット負債額を有する参加者が決済不能となった場合にも、日々の決済をタイムリーに完了できること。

——これは、仮に一番大きな参加者が倒れて支払い不能となっても決済システムが全体として止まってしまうことのないよう工夫しておくべきだということである。具体的には、全参加者から予め担保を徴求しておき、いざという時にはその担保をもとに誰かが代わって資金の支払を行うような仕組みを作っておくことが考えられる。

⑤　公正かつ開かれた形での参加を可能とすべく客観的かつ公表された参加基準を設定すること。

⑥　システムがバックアップ体制を持つこと。

3．証券決済の DVP 化、ローリング決済化

証券決済の分野では、DVP 化、ローリング決済化の流れがある。

証券取引では、従来証券だけ先に渡して資金は後で受取るとか、逆に資金を先に支払って証券は後で受取るといったことが多く行われていた。こうした決済方法では、資金又は証券を取りはぐれるリスクがあり、これをなくすために、資金と証券の受渡しを結び付けることにより両者を同時に行なおうとする仕組みがDVP（Delivery Versus Payment）化である。

ローリング決済化とは、証券取引の決済を約定後一定日数後に行う慣習のことである。これに対し、証券決済を毎月特定の日（例えば、5のつく日と10のつく日）にのみ行なう慣習のことを特定日決済といい、従来はそうした決済慣行が主流であったが、特定日決済の場合、往々にして約定成立から決済まで日数がかかるため、決済リスクが大きいという問題があった。ローリング決済化はそうした問題を解決するためのものである。

4．ヘルシュタット・リスク

クロスボーダー決済（国境を跨ぐ資金の動き）に関するヘルシュタット・リスク対策の強化も真剣に議論されている。

ヘルシュタット・リスクとは、為替売買などの異通貨間決済における時差リスクのことである。1974年に旧西ドイツのヘルシュタット銀行が倒産した際、時差の関係で同行に対するマルクの支払いは行ったのに、同行から他通貨を受け取れない先が多数出るという事件が起きた[4]。それ以来、時差に伴うリスクのことをヘルシュタット・リスクと呼んでいる。

ヘルシュタット・リスクを回避するための工夫としては、いろいろなものがあるが、現在最も注目されているのが「G—20」（世界の有力銀行20行の集まり）の構想である[5]。これは、各国の時差にかかわらず為替資金の決済を世界的な決済銀

行において一元的かつ同時に行なおうとするもので、まだ流動的な面も多いが、仮に実現すれば、ヘルシュタット・リスク対策として抜本的なものとなろう。

Ⅳ　わが国における最近の決済リスク削減策

1．最近の決済リスク削減策

日本銀行が決算リスク削減に向けて本格的に動き出したのは、1988年10月に日銀ネットが稼動してからである。それまでは漠然と決済システムという概念があったものの、それを積極的に改善していこうという動きはあまりなかったように思われる。日銀ネットの稼動以降、日銀ネット自体の強化とともに、民間決済システムのリスク削減に向け、日本銀行は懸命に取り組むようになった。

最近の動きで比較的重要とみられるものをピックアップすれば、資金決済では、①1990年７月、全銀システムが仕向超過額管理制度を実施、②1993年３月、全銀システム同日決済化、③1994年１月、全銀システムの仕向超過額管理制度改正、などがある。

一方、証券決済では、①1990年５月、日銀ネット国債系が稼動、②1994年４月、日銀ネットを使った国債決済の DVP システム導入、③1996年10月、国債におけるローリング決済（Ｔ＋７、約定から７営業日後の毎営業日決済）の実現、④1997年４月、国債におけるローリング決済をＴ＋７からＴ＋３に短縮、などがある。

2．日銀ネットの RTGS 化

現在、日本銀行が最も力を入れて取り組んでいるのが日銀ネットの RTGS 化である。本件は、1996年12月、日本銀行から市中金融機関や民間決済システム運営者に対し RTGS の内容を提案し、これに対する市中の意見も求めた上で、枠組みが決められた。

RTGS 化の枠組みは次のようなものである。[6)]

(1)　西暦2000年末までに、取引先（日本銀行の当座預金取引先）間の当座預金決済について、原則として「時点処理」を廃止し、「即時処理」（RTGS）のみ利用可能とする。[7)]

(2)　現在、時点処理で決済されている民間金融システムの受払尻を RTGS で決済

する方法については、米国における CHIPS の決済方法と同様、決済システムごとに「受皿口座」を開設した上で、一定時刻までに負け先から同口座への振替（即時処理）が行われ、その後同口座から勝ち先への払い出し（即時処理）が一斉に行われるスキームとする。

(3)　日銀ネット国債系における参加者間の国債決済についても、当座預金決済と同様、「RTGS 化」することを目指す。

(4)　日本銀行は、取引先の努力によっても解決できない日中流動性の不足について、次の条件により日中流動性を供与する。

イ．現行適格担保による日中当座貸越の形式をとる。

ロ．　日中流動性の供与先は、希望する全ての当座預金取引先とする。

ハ．取引先ごとの限度額は、当分の間設定しない。

ニ．　利息については、当分の間徴求しない。

ホ．供与された日中流動性は当日における日銀ネット当預系の稼働時間内に全額返済させる。万一返済されなかった場合には、相当のペナルティー金利を課す。

なお、日中流動性を当日中に返済させるのは、日本銀行が金融調節のターゲットにしている市場金利がオーバーナイト金利であるため、日中流動性を大量に供与し、それが返済されずにオーバーナイト化してしまうと、オーバーナイト金利の誘導が非常に攪乱されるリスクがあるからである。

V　電子マネーについて

最後に、将来の新しい決済手段ともなり得る電子マネーについて述べておこう。

1．電子マネーの分類

まず、電子マネーとは何かということについて、人によってイメージしていることが微妙に異なっており、一般的に認められた定義は未だないといえるかもしれないが、現在電子マネーといわれているものには大きくいって2種類のタイプがある。1つはアクセス型のプロダクト、もう1つはストアードバリュー型のプロダクトである。

アクセス型のプロダクトとは、従来の決済方法と同様、銀行預金を最終的な決済手段として使っているが、そこへのアクセス方法が従来の決済方法とは異なり、インターネットなどを経由して電子的な方法で行なうものである。例えば、インターネット上のバーチャルな商店街で何かショッピングした時の決済方法として、クレジットカードの番号を暗号化して送ったり、電子メールを使って小切手情報を送ることにより決済する方法が既に実用化されている。これらはリアルの世界におけるプラスチックのクレジットカードやペーパーベースの小切手と全く同様の機能を果たしており、このため広い意味の電子マネーの１種として捉えられている。

もう１つのストアードバリュー型のプロダクトとは、決済手段として銀行預金を使うのではなく、ＩＣカードやハードディスクの中にお金の価値をストアーすることから「ストアードバリュー」型と呼ばれている。ストアードバリュー型の電子マネーはアクセス型のそれに比べてより現金に近いものといえる。このタイプのものとしては、イギリスの　Mondex　が有名であるが、そのほかドイツのGeldkarte、ベルギーの Proton、などがある。国内でも、最近このタイプの電子マネー実験が行われている。

２．Mondex の仕組み

ストアードバリュー型プロダクトで有名な Mondex について、その仕組みを若干説明しよう。Mondex は、ＩＣカードの中にお金の情報を蓄え、この電子情報を交換することにより汎用的な決済が行なえるようにしたものである。お金の流れとしては、まず Mondex を欲しい人は Mondex のメンバーバンクに行き、一定金額の現金を払う。メンバーバンクは受け取った現金を Mondex の発行主体であるオリジネーターに送り、一定金額の電子情報を受取り、これをＩＣカードに記憶させ、客に手交する。このＩＣカードを受取った客は、そのカードを使っていろいろな買い物ができるだけでなく、個人間の金のやり取りにも使えるし、また価値情報を再充塡することも可能である。

この仕組みの中で、Mondex の発行主体であるオリジネーターは、現金通貨を発行する中央銀行の位置付けと酷似している。このため、中央銀行のみに通貨の

独占的発行権を持たせている現行の通貨制度との関係が問題となってくる。各国の中央銀行が電子マネーに対し、強い関心を持っているのは、正にそのためである。

3．政策上の論点

電子マネーについては、政策上の論点がいくつかある。

第1は、発行者問題である。民間企業に電子マネーの発行を認めてよいのかどうか。仮によいとしても、発行主体は銀行に限るべきか、一般企業でもよいかという問題である。この点については、欧州と米国とでかなりスタンスが違うように窺える。欧州ではドイツを筆頭に、「これは銀行に限るべきだ」という考え方が大勢である。一方、米国、とくにFedは「今はまだ揺籃期であり、拙速に規制すると、民間イノベーションの芽を摘んでしまうことになりかねず、適当でない」という考え方のようである。

第2は、法の執行問題である。電子マネーを使った決済は金の流れがつかみずらい面がある。このためマネーロンダリングや脱税等の犯罪行為に使われる可能性があり、それへの対応をしっかり考えておく必要がある。

第3は、セキュリティーの問題（偽造防止等の安全対策など）がある。電子マネーが世の中に広く受け入れられるようになるかどうかは、そのセキュリティーに対する人々の評価にかなりの程度依存するのではないかとみられる。

第4に、金融政策への影響の問題がある。この点に関しては電子マネーの利用状況いかんによる面があるが、電子マネーが小口決済分野の利用に止まる限りは、金融政策の有効性が大きく損なわれる可能性は小さいと考えられる。[8)]

将来、インターネット上での買い物やビジネスが広く普及し、世界中の誰とでも簡単に取引ができるようになるかもしれない。そうした時代には、物理的な国境はあまり意味をもたなくなる。そこでは、電子マネーを含む電子的な決済方法が一般的になっていると考えられるが、その際に使われる通貨基準は、国内取引であっても円建である保証はなく、ドル建を利用する人が多いかもしれない。日本銀行が円の金融政策を行なっても世の中の決済基準が円ではなくドルということになれば、円の金融政策は意味を成さなくなってしまう可能性がある。要する

に、インターネットの普及は、サイバー空間の拡大を通じて最適通貨圏を大きく変化させる可能性を秘めているのである。そうした中で、日本の円が将来においても生き残っていけるのかどうかは、日本銀行の今後の金融政策如何によるところが大きいといえるのではなかろうか。

注１）「決済」に関するいくつかの基本概念を若干説明しておこう。

①資金決済

あらゆる財・サービスの取引、金融取引はその対価として必ず資金の支払を伴う。そうした支払が「資金決済」であり、「ペイメント（payment）」と呼ぶ。またそうした支払を行なうための仕組みを「資金決済システム」という。

②証券決済

「証券決済」という用語は、一般に２通りの意味に用いられている。１つは、有価証券の物理的受渡しまたは口座振替等何らかの形での証券の受渡し（delivery）を指し、もう１つは、上記有価証券の受渡しとその背後にある資金決済とをあわせて証券決済というものである。

③ネッティング（netting）、クリアリング（clearing）、セトルメント（settlement）

銀行の顧客は、銀行に対し、小切手・手形等により支払指図を行なうが、銀行はそうした支払指図を受けると、自らの債務である預金の振替を行なう。その際、振替依頼顧客、振替先顧客がともに同一銀行における預金口座開設先であれば、同一銀行の預金勘定の内部的な振替ですむが、いずれか一方が他行の預金勘定を使って決済する場合には、銀行間に資金の貸借関係が発生し、これを決済する必要が生じる。このため、銀行間で支払指図を多角的に交換し、各銀行の支払額と受取額の差額、すなわち勝負尻（ネット尻）を計算することになるが、そうしたプロセスは、通常「クリアリング」ないし「ネッティング」と呼ばれる。一連の支払・決済は銀行間の資金の貸借関係（勝負尻）が銀行券の受払、または中央銀行の当座預金の振替という形で決済されることによって最終的に完了するが、中央銀行の当座預金勘定を利

用したこのような銀行間の資金決済は、一般に「セトルメント」と呼ばれる。また、銀行券ないし中央銀行の当座預金はこれの移転によって決済が最終的に完了することから、「ファイナリティ(finality)」のある決済手段であるといわれる。

注2）　欧米・アジア主要国における RTGS の稼動時期は次のとおりである。

国名	運営主体	稼動時期
米国	中央銀行	1982年
英国	CHAPS Clearing Company	1996年
フランス	中央銀行	1996年（1992年2月より段階的に導入）
ドイツ	中央銀行	1988年
ベルギー	中央銀行(ELLIPS〈民間銀行組織〉との間の契約の基づく)	1996年
オランダ	中央銀行	1996年
スウェーデン	中央銀行	1990年
スイス	中央銀行（コンピュータ事務は Telekurs AG)	1987年
韓国	中央銀行	1994年
香港	HKIC（Hong Kong Interbank Clearing Limited)	1996年

（出所）　日本銀行信用機構局〔1995〕より作成。

注3）　例えば、ＥＣ諸国の中央銀行で構成するＥＣ決済システムに関する作業部会は、1993年11月に公表した報告書の中で、「RTGS システムと併存する大口ネット決済システムは、近い将来において、支払指図の交換と同日に決済を実施するとともに、ランファルシー基準を完全に満たすべき」との原則を

打ち出している。これを受けて欧州各国では同基準の実行が進みつつあるほか、米国でも、FRBが1994年12月、ドルを取り扱う民間の大口ネット決済にランファルシー基準適格化を求めることを決定している(日本銀行信用機構局〔1995〕参照)。

注4）　同様の問題は、BCCI（Bank of Credit and Commerce International）の破綻（1991年）の際にも発生している。

注5）　各国主要銀行の代表者で構成されるG－20は、1995年5月、「多通貨決済におけるリスク削減について」を発表し、本文で述べたヘルシュタット・リスク対策を提示している（日本銀行信用機構局〔1995〕参照)。

注6）　詳細は日本銀行〔1997〕参照。

注7）　なお、日本銀行が行う債券・手形オペ、国庫金や国債関係（元利払い等）の資金決済については、これらの決済にシステミック・リスクが伴わないことや、資金受払のタイミングの公平性を確保する必要性があることを踏まえ、原則として、「同時処理」で行うこととされている（日本銀行〔1997〕参照)。

注8）　松下康雄〔1997(a)〕9ページ。

第13章　考査の現状と課題

日本銀行の行う考査やモニタリングは、物価の安定や金融システムの安定を目的とした中央銀行の業務活動を支える基本的な機能といえるものである。とくに中央銀行は決済システムの中核にあり、しかも日々の業務を通じてマーケットに接しているので、個々の金融機関の行動を把握したり、金融システム全体の監視を行なっていく上で最もふさわしい立場にあるといえよう。

以下では、金融機関監督のあり方とも絡み、考査について実際の手順や見直しの方向を述べるとともに、最近の金融機関のリスク管理手法等についても触れてみたい。

I　新日本銀行法で明文化された考査

日本銀行は、昭和３年から考査を始めているので既に70年近い歴史があるが、昭和17年に制定された旧日本銀行法には「考査」という言葉はどこにも出ていなかった。ここでいう「考査」とは、日本銀行の取引先金融機関等の業務および財産の状況について、日本銀行が当該取引先金融機関等へ立ち入って行う調査のことである。この点について従来日本銀行は、旧日本銀行法第１条に書かれた目的規定である「信用秩序の保持育成」のために考査約定に基づいて考査を実施していると説明してきたが、必ずしも考査の法的位置付けが明確であるとは言えなかった。考査約定は、日本銀行が金融機関と当座預金取引を開始する際に結んでおり、そこには必要に応じて資料の提出を求めることができるほか、いつでも資産や営業の状態を実地調査できる旨書かれてあった。

このように、考査が旧日本銀行法の中では明確に明文化されていなかったので、今回の日本銀行法改正の際この点が大きな論点の１つとなり、その結果、新日本銀行法では、業務内容を明確化する観点から考査についての明文の規定が置かれた[1)]。そして、考査を「立入調査」という強い権限をもつものとして規定する以上、その目的が法律上明確に定められている必要があるとして、日本銀行の行う業務のうち、①金融機関に対する一時貸付け（新日本銀行法第37条）、②信用秩序の維

持に資するための業務（同第38条）、③資金決済の円滑に資するための業務（同第39条）の3つの業務に着目し、これらの業務を適切に行い、およびこれらの業務の適切な実施に備えることが考査の目的と定められた。

II　考査の対象先等

考査の対象先は、日本銀行と当座預金取引のある先であり、平成10年9月末現在683先である。この間、考査の対象先は拡大してきており、①昭和52年以降、外国銀行在日支店、②同53年2月以降、邦銀海外支店、③同54年度以降、証券会社へも考査を開始した。また、昭和61年10月より、親銀行等の了承を得たうえで、必要に応じ国内関連会社の考査も行なっている。なお、日本銀行取引先の増大に伴い、日本銀行支店管下の信用金庫については、大手先、新規先、問題先等を除き、原則として支店が考査を担当している。

考査の周期は、金融機関の業容、経営環境等によって差異はあるが、概ね2～3年の周期で、3週間程度にわたって実施されることが多い。考査チームは、考査役以下4～7名で編成されているが、考査先の実情に応じて弾力的に増減する扱いとされている。

III　考査の手順

考査の手順としては、まず対象となる金融機関に対して約1ヶ月前にその旨を連絡し、承諾を得たうえで、種々の資料を事前に準備してもらう。ただし、事前提出資料について、廃止、考査先の内部資料での代替、行政検査資料との統一化などにより、作成負担の大幅削減が図られつつある（とくに、自己査定結果を利用することで、貸出調査票〈ラインシート〉の新規作成は不要とされた）。

考査が始まると、次のような手順で、金融機関の経営のあらゆる側面が調査される（第6表参照）。

(1)　まず、頭取（社長、理事長）をはじめとする役員から、経営の基本方針や現況を中心に総括的な話を聴き、そのあと各部長などにも個別に面談し、各部の所管事項について運営方針、問題点などを具体的に聴取する〔役員・部長

（第6表）実施考査の概要

- 経営実態の把握
  - (1)リスクとその管理状況のチェック
    - ①経営リスク……〈内容〉　経営戦略、リスク管理の基本戦略、内部管理の不備等により経営が悪化したり、重大な危機に晒されるリスク
      〈チェック方法〉　経営幹部との面談、経営計画・組織の合理性評価、内部検査の実効性評価等
    - ②信用リスク……〈内容〉　信用供与先の業況悪化・倒産などから契約どおりの返済が行われなくなるリスク
      〈チェック方法〉　担当役員・部長等との面談、融資推進方針・実行手続の評価、稟議書等の閲覧、大口融資の調査等
    - ③マーケットリスク…〈内容〉　金利・為替等の動きによって資産やデリバティブ取引の価値が変動するリスク
      〈チェック方法〉　担当役員・部長等との面談、ディーラーに対する監督状況・社内ルール等の調査、リスク量の把握、帳簿・書類の閲覧等
    - ④事務・EDP リスク…〈内容〉　事務ミスや不正により、金融機関の収益や信用が損なわれるリスク（このうちコンピュータの不正利用・障害等のリスクを特に EDP リスクと称する）
      〈チェック方法〉　担当役員・部長等との面談、帳簿等の閲覧、現金等の残高照合、電算センターの調査等
  - (2)経営体力のチェック
    - ①資産査定……貸出金、有価証券等の資産およびデリバティブ取引等の内容を個別にチェックし、不良化の度合いを把握（S、D、Lに査定。有価証券等については含み損益を算定）
    - ②収益力の把握……一時的要因などを除いた真の収益力を把握

面談〕。

(2)　次に、資産調査を行なう。資産調査には、与信調査と有価証券調査がある〔資産調査〕。

①　与信調査は、本部審査担当者または営業店長から、与信明細表に沿って与信（貸出、支払承諾見返等）1件毎に内容の説明をうけ、必要に応じて貸出稟議書等や担保品台帳などの関係書類を閲覧し、与信内容の良否を判定する。与信のうち要注意とみられるものを抽出し、これを回収上の危険度に応じて、回収不能見込（L〈loss〉）、回収疑問（D〈doubtful〉）、回収見込（S〈slow〉）の3段階に区別し、それぞれの金額および与信総額に対する割合を算出する。

②　有価証券調査は、発行企業の信用リスクについて有価証券明細表により個別銘柄毎に調査し、経営破綻により損失が発生した株式等を査定するほか、価格変動リスクの顕現状況を把握するため個別銘柄毎に含み損益を調査するとともに、経理処理上の問題などを調査する。

③　なお、平成10年4月から実施された早期是正措置に併せ、金融機関自身が自らの資産内容の健全性を把握する自己査定が基本になったが、自己査定が定着していけば、資産査定調査は、考査先の自己査定の手順に沿ってその正当性を検証することによって信用リスクの管理体制をチェックすることが中心になってこよう。

(3)　資産の査定が終わると、本店営業部やいくつかの支店に実際に出向いて、帳簿、証票類を閲覧して、事務処理の状況、事故防止体制、本部施策の浸透状況などを調査する。また、金融業務の著しい機械化の進展に鑑み、事務センター等におもむき、コンピュータ部門のセキュリティ対策の調査や汎用監査プログラムによる考査先金融機関のプログラムの正確性の検証等のいわゆる「EDP考査」も行っている〔事務調査〕。

(4)　その後、一般調査として、金融機関経営にかかわる様々なリスクをきちんと

管理しているかどうかを調査する。近年の金融自由化や金融技術革新の進展に伴い、金融機関経営を巡るリスクが多様化、増大している状況に鑑み、昭和62年から各金融機関におけるリスク管理体制の整備状況を「リスク管理チェックリスト」に基づき体系的、統一的に把握している〔一般調査〕。

(5)　考査の結果、日本銀行の立場からみて好ましくない事項があった場合には、その都度是正を求めるとともに、必要に応じて考査役から先方の役員等に対して、問題点の指摘を中心に、「所見」の表明を行っている〔所見表明〕。

(6)　考査終了後も、考査で指摘した事項についての改善状況や要注意貸出の動向などを必要に応じて聴取するなどして、考査先を継続的にウォッチする体制がとられている〔考査後のフォロー〕。

Ⅳ　考査見直しの方向性

上記のように、平成10年４月から施行された新日本銀行法において、考査が法の中に明文化されたが、これと同時に、日本銀行は考査の内容の見直しを進め、実行に移しつつある。見直しの主要な方向性は次の３点である。[2)]

(1)　「リスク管理」重視の考査

考査においては、当該金融機関の現時点での経営体力を正確に把握することもさることながら、そのリスク管理のプロセスを入念にチェックすることにより、将来の経営体力を見極め、問題がある場合には早期発見、早期是正を図ることの方がより重要である。こうした「リスク管理」重視の考査の実現を容易にするため、平成８年５月に「リスク管理チェックリスト」を10年ぶりに全面改訂し、さらに平成10年６月にも一部改訂[3)]し、これに基づいてリスクの事前的チェックにウェイトを置いた考査の充実に取り組んでいる。

(2)　先端分野に強い考査

近年のように金融技術革新が激しい時代には、日本銀行の考査担当者の専門

知識が乏しいと、都銀等上位業態の考査で相手先と十分に議論し、問題点の指摘を行うことが難しくなる。とくにこのところの進歩の著しいマーケット分野のリスク管理手法にキャッチアップするため、先端的なノウハウの蓄積と考査スキルの向上に努めている。こうした分野は、行政の検査との比較で、日本銀行考査の優位性が鮮明に出る戦略的な分野とみられるので、重点的な資源投入が行われている。

(3)　弾力的、効率的な考査運営

考査周期は、現在は所属する業態に応じて概ね同一となっているが、考査先の経営体力やリスク管理状況に応じて、これをある程度弾力的に運用するよう努めるほか、考査先の有する問題の大きさに応じて、考査内容についてもこれまで以上に弾力化を図ることで、考査の効率化と考査先の負担軽減を図る方向にある。とくに、リスク・ファクターに関する管理体制等に問題があると判断される場合には、その分野にターゲットを絞った考査を行うなど、考査の目的にかなった実態把握を行っている。

V　リスク管理手法

ここでは、金融機関の信用リスク、マーケット・リスク等各種リスクの管理手法について述べるとともに、これへの考査の対応を見てみよう。

(1)　信用リスク

信用リスクとは、貸出あるいは債務保証（支払承諾）といった信用供与全般に関し、取引先の業況悪化などから、当初約定どおりの返済履行が行われなくなるリスクを指す。こうした信用供与は伝統的に金融業務の中心を成すものであるから、信用リスクは金融機関にとって本来的なリスクであるといわれる。

信用リスクの管理については、米国金融機関の手法が大変参考になると思われるので、以下これを説明しよう。米銀の信用リスク管理体制には3つの共通する管理手法がある。

第1は、与信格付（credit rating）である。しかも、格付は不良債権のみなら

ず、正常債権も含めて、与信全体について10段階程度に分けて行われている。与信格付の最大の効用は、この格付を定期的に見直し、その推移をフォローすることによって、資産内容の悪化を早期に発見することが可能になる点にある。

第2は、与信集中（concentration）の管理である。すなわち、与信に関し、債務者別、産業別、地域別、与信格付別等の与信集中度合いを常時管理、報告し、必要に応じこれを是正するのである（リスクの分散は、リスク管理の基本）。この重要性は、バブル期の邦銀の行動とその結果をみれば明らかであろう。

第3は、与信見直し（credit review）の制度化である。すなわち、融資・審査部門とは独立の credit review 部署があり、ここが与信格付を定期的に見直すとともに、ローン・ポートフォリオのリスク分散状況等を把握、管理し、経営陣に報告するのである。

日本の金融機関もバブル崩壊後の反省に立って、貸すか貸さないかという「入口」のところでの審査基準はかなり厳格になったし、「出口」のところで不良債権になったものに対して早期の対応を行なうようになった。しかし、不良債権についてのアーリー・ウォーニングを得るためには、いわば「入口」と「出口」の中間段階で、ローンをポートフォリオとして定期的に見直し、管理していくことが極めて重要である。この点において米国金融機関の信用リスク管理は大変優れているとの評価を得ているのである。

日本銀行は、考査の場などにおいて、上記の米銀のような体系だった信用リスク管理体制が構築されるよう積極的に働きかけている。実際、「平成10年度の考査実施方針」の中でも、信用リスク管理体制のチェックポイントとして、①与信格付制度、②自己査定結果の検証体制なども含む与信監査制度、③与信ポートフォリオ管理、④適正な償却・引当額の算出に係る体制の4点が挙げられている。

(2)　マーケット・リスク

マーケット・リスクに関する考査手法の高度化は現在の重要な課題であり、この面でもノウハウの蓄積や研究が全力をあげて進められている。具体的には、先進金融機関における VAR（value at risk）等を算出する内部モデルを用いたリスク管理に関する考査手法の確立などに力を入れ、金融市場や金融業務の高度化

への対応がなされつつある。

一方、中下位金融機関については、金利リスクの管理手法であるALM (Asset Liability Management) をきちんと実行するよう金融機関に促している。こうした先では、ともすれば、ALM 委員会は設けたが問題がないので開催していないとか、開催している先でも内容が単なる収益予算のフォローに終わっているケースが少なくない。多少利用している先でも、金利の見通しを立てる程度で、それが収益に及ぼす影響を把握しそれに応じてポートフォリオを能動的に変化させていくという先は少ない状況にある。考査においては、ALM の重要性を繰り返し説明し、浸透させていく方針がとられている。

(3)　オペレーショナル・リスク

オペレーショナル・リスクとは、事務リスク、EDP リスク、システムリスクなどのことをいう。いずれも近年目が離せないリスクであるが、その中でも現在は次の2つのリスクに考査の重点が置かれている[4)]。

第1は、EDP リスクに関して、西暦の年号を間違えて誤作動を起こすコンピュータの2000年問題への各金融機関の対応状況をチェックし、組織的かつ迅速な対応を強く金融機関に促す。

第2は、最近の金融機関を巡る一連の不祥事件等の発生に伴い、経営陣がその重要性を認識し社内コンプライアンス意識を確立しているか、コンプライアンスを実践するための組織体制や具体的な手続きが存在し機能しているかなどのチェックを充実させる。

VI　リスクの計量化

金融機関の様々なリスクを計量化する手法は日進月歩である。株式、債券、為替等に係るマーケット・リスクの計量化については、VAR (value at risk) という手法が標準的になっている。VAR を一言でいえば、「保有資産の過去の価格変動性からみて、特定の保有期間中に一定の確率の範囲内で市場に不利に働いた場合に、『予想される損失額』をリスク量として統計的に認識する考え方」である。つまり、通常起こりそうな市況変動の下で、最大限どの程度の損失が生じるかを

把握しておくという考え方である。例えば、株価が先行き3ヶ月中に1万円も下落すると保有株式は大幅な損失を被るが、先行き3ヶ月間で1万円も株価が下がる可能性はほとんど考えられないことといえよう。そこでもう少し現実的に起こりそうな株価変動の範囲を統計学的に限定して、その範囲内での最大損失を計算するのがVARの考え方である。

一方、信用リスクの計量化の試みも先進金融機関では進められている。現在一般的になりつつあるのは、先述した与信格付毎の「平均倒産確率」や「倒産時の損失率」等をもとにして「平均損失額」を計算し、この「平均損失額」の将来の変動幅を統計学的に予想することによって、その範囲内での最大損失額を算出し（これはVARと同様の考え方である）、これをもって信用リスクとみなす方法である。問題は、マーケット・リスクの場合には、過去の株価、為替、金利等についてのデータが存在するのに対し、信用リスクの場合は、「平均倒産確率」等についてのデータの蓄積が十分でないため、そもそも計算の前提についての信頼性をもっと高める必要があるという点である。

いずれにしても、こうして計量化された各種のリスクに対してどれだけの見返りがあるか、すなわち「リスクに見合ったリターン（risk adjusted return on capital）」を業務ごとに計算して、それが高い分野に資源を投入するというのが、こうしたリスク計量化の最終的な狙いである。もっとも、上記のように信用リスクの計量化がもう少し信頼性の高いものとなるためには、まだ時間がかかるし、「リスクに見合ったリターン」が高いからといって、例えば、顧客との長期的な関係を無視して、融資を一方的に引上げてマーケット部門に資源を投入するというのも現実的ではない。このように、リスク計量化の基本的な考え方は合理的であるとしても、現実への応用となると、そう容易ではないという面もある。

Ⅶ　日本銀行考査と金融監督庁検査の違い

これまで日本銀行の考査について述べてきたが、金融機関に対する立入調査には、もうひとつ金融監督庁（平成10年6月26日までは大蔵省）の行う検査がある。両者は立入調査という点では共通の性格を有しているが、今少し踏み込んで両者を比較すると、考査と検査には以下のような違いがあると考えられる。

第1は、目的の違いからくる視点の相違である。金融監督庁検査は、銀行法等の法令の遵守状況チェックを第一義的な目的としているが、考査は物価の安定や金融システムの安定を目的とした日本銀行の業務活動を支える中央銀行として基本的な機能であると位置づけられる[5]。この点は、一般の金融機関が与信先の経営動向、財務内容に無関心でいられないように、日本銀行も取引先である金融機関の経営動向、財務内容に強い関心をもつのは当然のことといえよう。とくに、金融機関は日本銀行とともに決済システムの担い手であるため、それにふさわしい実務能力を持っているかということは考査の1つの重要なチェックポイントである。また、金融政策の波及経路の重要な一部である金融機関行動の変化を把握することは、政策運営上も必要不可欠である。

第2に、考査、検査の実務の面でも違いがある。日本銀行は、資産査定結果や信用リスクの管理手法などについて考査先と議論を行い、そうした対話を通じて考査先に経営改善を促していくという考査アプローチをとっている。この点は、経営改善命令などの行政権限をバックとした金融監督庁検査とはかなり性格を異にしている。日本銀行では、金融自由化の中で、金融機関の経営の主体性を最大限に尊重しながら、他方で、supervisor としての意見は明確に伝えていくために、最大限の工夫を凝らしている。

第3に、考査の特徴として、個別金融機関に対する考査の結果は、当該金融機関に対する指導のために用いられるのみならず、金融政策やマクロプルーデンス政策の材料としても活用されていることである。例えば、特定分野への融資集中がもたらす問題や新たな産業の発展に関する情報などは、金融機関行動面からみた実態経済面の貴重な情報として、金融政策に活かされている。また、デリバティブ取引の拡大に伴って、金融機関のリスク管理の重要性が高まってきたが、日本銀行としては、考査の現場で個別金融機関のリスク管理手法の適切さをチェックするとともに、金融システム全体としてのリスク管理のあり方を提言するとか、こうした面での国際的な議論への貢献（BIS を中心としたマクロプルーデンス政策面での貢献）などを通じて、金融システム安定のための役割を担っている。

注1）　新日本銀行法の中で明文化された考査の規定は次のとおりである。

「第44条 日本銀行は、第37条から第39条までに規定する業務を適切に行い、及びこれらの業務の適切な実施に備えるためのものとして、これらの業務の相手方となる金融機関等(以下この条において「取引先金融機関等」という。)との間で、考査(取引先金融機関等の業務及び財産の状況について、日本銀行が当該金融機関等へ立ち入って行う調査をいう。以下この条において同じ)に関する契約(考査を行うときはあらかじめ取引先金融機関等に対し連絡しその承諾を得なければならないものであることその他の政令で定める要件を備えたものに限る。)を締結することができる。

② 日本銀行は、考査を行う場合には、当該考査に伴う取引先金融機関等の事務負担に考慮しなければならない。

③ 日本銀行は、金融監督庁長官から要請があったときは、その行った考査の結果を記載した書類その他の考査に関する資料を金融監督庁長官に対し提出し、又はその職員に閲覧させることができる。」

注2) 日本銀行「10年度の考査の実施方針について」『日本銀行政策委員会月報』1998年3月号72ページ。

注3) 日本銀行法改正に伴う考査運営の見直しの一環として行なわれた平成10年6月の改訂では、最近の金融機関を巡る一連の不祥事件等の発生に伴いコンプライアンス関連の項目が大幅に拡充されるとともに、バーゼル銀行監督委員会が公表した「内部管理体制の評価のためのフレームワーク」の趣旨も勘案されている。融資関連では、自己査定制度の導入を受けて、自己査定にかかる項目が新設されている。

注4) 日本銀行〔1998〕前掲論文。

注5) 松下康雄〔1996(a)〕9～10ページ。

第５部　国際的側面

第14章　国際金融業務

I　海外中央銀行等との国際協調

1．国際協調に対する考え方

各国通貨当局の間では、変動相場制移行後における為替相場の動向の経験を踏まえ、相互に連携を強化することによって為替市場の安定化に向けて協調していこうという機運が次第に強まっていったが、さらにこうした各国間の協調的行動は、単に為替市場の安定のみならず、世界経済の安定的成長を目的とする国際協調へと発展していった。例えば、蔵相・中央銀行総裁会議における通貨当局間の「プラザ合意」(1985年9月）やその後の「ルーブル合意」(1987年2月）に基づく積極的な協調介入やマクロ経済政策協調などはその具体的な例といえよう。

このような国際協調の経験を重ねていく中から、国際協調に対する基本的な考え方について主要国の間ではコンセンサスが形成されてきた。三重野元日銀総裁は、政策の国際協調のエッセンスについて次のように述べている。[1)]

「国際的に市場統合が進む下で、財、サービス、資本が国境を超えて素早く移動する現在において、政策の国際協調は一般的にいって望ましい。これは確かである。……しかし、1985年のプラザ合意以降、80年代の後半は、どちらかといえば、『短期的』な国際協調にアクセントが置かれ過ぎていたのではないか。このことが中期的にみて、バブルの発生と崩壊の一因となった、というのは大げさであろうか。……つまるところ、政策の国際協調は中長期的かつ総合的観点が重要であると思う。1990年代に入ってからは、この点が次第に認識され、現在は、『中長期的にみて、インフレなき持続的成長を目指す』ことで一致している。しかもそれは『各国それぞれの情勢に対応して手段を講ずる』ということになっている。」

2．国際会議と日本銀行

日本銀行は、国際間の密接な連絡、協調の場として多くの国際会議に参加し、

国際金融を巡る諸問題についての議論に加わってきている。主なものとしては、先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G7）、国際通貨基金（IMF）、経済協力開発機構（OECD）、世界銀行等開発金融機関、国際決済銀行（BIS）、東アジア・太平洋地区中央銀行役員会議（EMEAP）などがある。以下では、日本銀行ととくに関わりの深い国際会議であるBISとEMEAPについて述べよう。

(1)　国際決済銀行（BIS）

BIS（Bank for International Settlements）は日本銀行にとって最も重要な国際機関である。もともとBISは1930年、第1次世界大戦後、ドイツの賠償金支払いの事務取扱機関として設立されたものである。しかし、それ以前から各国中央銀行は折りにふれ協力しあっていたので、中央銀行の銀行を作ろうという構想があった。BISはその構想の実現化という意味もあった。従って、BIS設立の目的の第1に「中央銀行間の協力の促進」が掲げられている。

わが国は、1929年の設立準備委員会から関わりをもち、発足時からの加盟国であった。しかし、第2次世界大戦後、1951年の対日講和条約において、BISに関する権利、権限、利益の一切を放棄させられた。その後、前川元日銀総裁等の熱心な努力により、1968年頃、事実上のフル・メンバーとして参加することを認められた。さらに、1970年株主として返り咲き、1994年三重野元日銀総裁の時に理事国に43年振りに復帰することができた。

BISの中央銀行総裁会議の意義、雰囲気等について速水日銀総裁は次のように述べている[2)]。

「BISの会議では、その国の中央銀行の責任者がなにを考えているかが分かり、その国で近い将来何が起こるかも推測できる。それにすべて秘密会議であり、政府関係者抜きの、いわばポリティカルな要素のない、純粋に経済、通貨問題のみを専門的に話し合うところに、大きな特色があるといえよう。そして中央銀行というものは、どの国でも、政府や財界等からのそのときどきの圧力を排して、通貨の価値を守っていこうという共通の価値観をもっているし、そこで話し合われる他国の出来事とそれへの中央銀行としての対応は、お互いに参考になる。また、為替市場はいまや一衣帯水で、どこで問題が起ころうと、すぐどこかに影響がでてくるので、とくに案件がなくても定期的に会い、ホットな

情報交換が出きることの意義は大きい。」

(2)　東アジア・太平洋地区中央銀行役員会議（EMEAP）

EMEAP（Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central banks）は、東アジア・太平洋地区11カ国の中央銀行の集まりで、同地域中央銀行との協力関係を構築することを目的に1991年に日本銀行のイニシャティブで始まったものである。1996年には、それまでの役員（副総裁、理事）レベル会合を踏まえ総裁会議も始まった。EMEAP を日本銀行が提唱した背景には、アジア重視といわれながらもアジアの国々のことをお互いによく理解しているとはいえないので、まずは知り合いになって問題意識を共通化しようということがあった。その後この会議では、域内の金融経済情勢や中央銀行間の協力関係の強化を中心とした意見交換や東アジアの通貨動揺を踏まえた対応策の協議などが行われている。

このように日本銀行は、BIS の重要なメンバーとして欧米の中央銀行との協力を進めると同時に、EMEAP を中心としたアジアでの中央銀行間協力の着実な発展を進めているのである。

なお、こうした多くの国際会議のほか、「海外技術支援（ＴＡ）」の分野でも、日本銀行は大切な役割を果たしている。すなわち、旧ソ連・東欧諸国や発展途上国の金融システムのインフラ整備に対する技術支援へのニーズが近年飛躍的に高まっているため、日本銀行職員が相手国（アゼルバイジャン、モンゴル、ベトナム等）へ出かけて教えたり、来訪者に講義をしたりといったサービスを積極的に行っている。

II　為替介入

1．日本銀行と為替介入

日本銀行による外国為替市場への「為替介入」（正式には「為替平衡操作」）は、昭和38年４月、大蔵大臣の外国為替売買相場の変動許容幅が IMF 平価（１ドル＝360円）比、それまでの±0.5％から±0.75％へと緩められたことを機に、導入された。当時、外為市場は固定相場制のもとにあり、IMF 加盟国は協定により自国通貨を IMF 平価の一定範囲内に収めることが求められていた。このため、当時の為替介入は、為替相場をこの狭い範囲内に維持することが目的であった。現在

は、変動相場制のもと、為替介入は大幅な為替相場の変動を防ぐことを主目的にしており、かつてのように相場を一定の水準に誘導、維持することを狙いとしたものではなく、その性格を変えてきている。

為替介入を行う日本銀行の資格については、今回の日本銀行法改正の中でも検討された。その結果、「為替介入については、現在の国際金融システムの下では、政府が一元的に責任をもつべきである」とした中央銀行研究会報告を踏まえ、従来と同様の扱いとされ、新日本銀行法の中にも為替介入は大蔵大臣の代理人として行う旨の規定が設けられた[3)]。

外為市場のグローバル化や為替取引量の増大に伴い、為替介入を自国市場だけで行っていても効果が薄い場合があるので、日本銀行は海外の中央銀行に委託して海外の外為市場（ニューヨーク、ロンドン等）において為替介入を実施することもある(委託介入)。さらに、世界的な為替相場の乱高下を防ぐために、各国中央銀行が協調して、それぞれの自国為替市場で期を同じくして介入し相場の安定を図ることもある(協調介入)。なお、協調介入において各国中央銀行が自国市場で外貨による介入を行う場合、その外貨原資を他国の中央銀行との間のスワップ協定[4)]を活用して調達することが多い。

2．為替介入の実際

(1)　対象通貨、為替レート変動要因

日本銀行が関心を持ってモニターしている為替レートは、まず米ドル・円レートであり、次にDM・円レート、米ドル・DMレートである。その他に、欧州通貨間レートや最近ではアジア通貨に強い関心を持っている。

為替レートの決定理論には様々なものがあり、ここでは、これを詳しく検討することが目的ではないが、現時点での日本銀行当局の一般的理解は、次のようなものだと思われる[5)]。すなわち、①長期的な相場の趨勢を決める要因としては、貿易財の購買力平価、換言すれば、関係国の生産性やインフレ率の格差がアンカーとして働くこと、②中期的には、経常収支や金利の変動がこれに影響を与えること、③短期的には、様々な要因、ニュースによるオーバーシュートの動きが加わること、といったものである。

(2)　市場モニターの必要性と介入の目的

日本銀行は常に外国為替市場をモニターしているが、これは、相場がファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）からあまりにも乖離していないか、実体経済に悪影響を及ぼすレベルになっていないかを把握するためである。

ただ、ファンダメンタルズとは何なのか、現在の相場がファンダメンタルズに合致しているか否かは、明確でない面も少なくない。ファンダメンタルズに見合っているかどうかは、何年か経って振り返ってみると分るかもしれない性格のものでもある。しかし、明らかにおかしい、あるいは明らかにおかしな相場になりそうだという感じは市場をモニターしていると分るものである。日本銀行も含めた当局は、行き過ぎた相場を作ることを避けたいわけであり、従って、モニターや介入の主眼も行き過ぎた、あるいは行き過ぎそうな相場のチェックや相場の流れを変えることにあるといえる。

(3)　介入の主体

介入の最終権限は大蔵大臣にあり、日本銀行は大蔵大臣の代理人として外国為替資金特別会計の資金を用いて介入を行っている。他の主要国についても、ブンデスバンクが介入権を持っているドイツを除いて、大方の国では大蔵省や財務省が介入の最終権限を持っている。ただ、日本銀行は、インザマーケット（in the market）の存在であり、マーケットの状況、影響を熟知していることから、大蔵省に随時相場観を伝えたり、介入の時期、介入レート、介入規模、介入手口等に関する提案を行っている。

(4)　介入の有効性

為替介入に関し、介入は常に有効であり、これを使えば相場をコントロールすることができるといった見解を聞くことがある。無限の信用供与を持つ中央銀行が相場に無限に立ち向かうのであれば話は別だが、そうでない場合は、市場での売りや買いを増やしたからといって市場の期待が変わらない限り、為替相場に影響を与えることは難しいといえよう。

ただし、ファンダメンタルズから乖離し、相場の行き過ぎが明らかである場合

や市場のセンチメントが変わりつつある場合等は、介入で人々の期待を変えることによって相場を引き戻す効果を期待できるかもしれない。市場の参加者がどちらに動こうかと迷っているような時に背中を押してやる、そういう時に介入は効くのである。従って、常に市場をモニターし、センチメントがどういう状況なのかを敏感に嗅ぎ分けることが肝要である。[6)]

(5)　介入の実際

日本銀行国際局の担当部署では、毎日7時前には出勤し、ロイターなどの外電と日本銀行海外事務所からの情報をもとに、前日の海外市場の状況を把握した上で、当日の東京市場に関する自らの相場観を形成する。その後、金融機関、機関投資家、輸出入企業等の感触を探ったうえで、これらの情報を大蔵省にも報告する。日中も、相場の動きを注視し、その背景などをヒアリングしている。

同部署では、この他海外の金利、為替、株価等の市場動向の調査、外為ブローカーの経営動向の把握、外貨準備の運用方針の決定なども行っている。外為ブローカーの経営をモニターしている背景には、近年DD (Direct Dealing) 取引や電子ブローキング[7)]が拡大しており、市場取引に占めるブローカー比率が低下していることがある。なかでも電子ブローキングが急増しており、取引全体に占める割合は3年前の3割程度から最近では7割を超えるに至っている。外貨準備には政府保有のものと日本銀行保有のものがあるが、その保有目的は介入資金の確保ということのほかに、外貨の流動性確保という点もある。例えば、ジャパン・プレミアムといわれるような状況が深刻化し、邦銀が外貨調達に支障をきたすような事態になった場合、流動性を供与する可能性もないわけではないからである。外貨準備の運用対象の選定に当っては、流動性、安定性を重視しており、米国のTB・Tノート等リスクの極めて小さいものに限定して運用されている。

(6)　介入の時期、金額などの公表

為替介入の金額は外貨準備の増減からある程度の推測はつくが、介入金額自体の公表は現在行われていない。米国では、一定期間経過後に金額を公表しているが、介入の時期、為替レートまでは公表していない。これらの公表は、いわば介

入の手口を明らかにすることであり、介入の効果も減殺することにつながると考えられるからである。

ただし、協調介入は例外である。協調介入の際にはアナウンスメント効果が大切なので、介入の事実だけは公表される。その場合でも、金額や為替レートは公表されない。当局の介入資金と市場規模には極めて大きな差があるので、そもそも市場のセンチメントをうまく利用しないと、介入は大海に投げ出された小石のように呑み込まれてしまい効果が発揮できないという理由からである。

3．介入資金の調達と国内資金需給

為替介入は、既述のように「外国為替資金特別会計」の資金を用いて行われる。例えば、ドル買い介入の場合、これに必要な円資金は外為会計が「外国為替資金証券」（政府短期証券〈ＦＢ〉の一種）を発行し、日本銀行がこれを引受けることによって調達されており、この円資金を使ってドルが購入される。購入したドルは外為会計における資産となる。逆に、ドル売り介入の場合は、外為会計の保有ドル資産が減少し、円資産が増加する。

なお、外貨売り介入を行う場合、各国中央銀行もしくは政府が保有する外貨には限度があるため、各国中央銀行の間では為替介入目的等での外貨の調達のために、相対で自国通貨と外貨とのスワップ取り極めを結んでいる場合がある。日本銀行も、ニューヨーク連邦準備銀行、ブンデスバンク、スイス国民銀行との間でこうしたスワップ取り極めを締結している。

このような為替介入に伴う資金の動きによって、国内金融市場における円の資金需給にも影響が及んでくる。例えば、ドル買い・円売り介入場合には、外為会計保有のドル資産が増加し、これに見合う円資金が外為会計を通じて国内金融市場に供給される。また、ドル売り・円買いの場合は、外為会計の保有ドル資産が減少し、これに見合う円資金が国内金融市場から吸収される。

このような為替介入の国内金融市場への影響は、円の資金需給上、財政資金の変動のかたちで現われるが、日本銀行はこうした円の資金過不足を考慮に入れながら、これによって国内の円金利の不必要な変動が生じないように金融調節を行っている。

III　介入に伴う外為会計の問題点

為替介入は、既述のように外為会計の資金を使って行われるが、現在の外為会計は損益認識方法という会計処理上の問題と日本銀行による為券引受け問題という2つの大きな問題を抱えているため、外為会計の真のパフォーマンスが評価し難い状況にあり、この点が大きな課題となっている。そこで以下では、外為会計の持つこれら2つの問題点について説明しよう。

第1の外為会計の会計上の問題点とは、次のようなことである。円高局面でドル買い介入を行う場合を考えよう。このとき、為券の発行によって円を調達し、ドルを取得するが、その際に適用される為替レートは当然のことながら介入時のレートである。これに対して、そこで取得したドルを年度末に円資に換算し売買損益として剰余金に計上する際のレートは、実勢レートより円安の基準外国為替相場[8]である。このため、見かけ上は介入により利益が出た形となり、外為会計には売買益が計上される。しかし、翌年には評価する基準外国為替相場の方が実勢レートより遅れた形で円高となるため、介入して取得した外貨資産については、その後何も売買されなくても、評価損が計上されることとなる。ただし、これによって通常の民間の経理処理のように、剰余金や積立金が増減することはなく、実体上含み損のまま放置されている。

このように外為会計では、介入した外貨を実勢レートと異なるレートで評価して人為的に売買益を捻出し、その分を一般会計への繰入れや資金運用部の預託金に回す[9]一方、捻出した売買益に見合った分の評価損は放置されたままとなっている。放置されたままの外為会計の繰越評価損は10兆円（8年度初）を超え、積立金と剰余金の合計をはるかに超えて債務超過の状態になっているといわれている。こうした会計処理は、透明性の点から問題があるだけでなく、為替介入の節度を失わせかねないという意味からも問題である。

外為会計の持つ第2の問題は、日本銀行による為券引受けである。為券は現在、金利が公定歩合を下回る水準に設定されているので市中公募はほとんど見られず、発行額のほぼ全額を日本銀行が引受けている。しかも、期日の到来した為券は借換え発行により発行残高がそのまま維持されるため、日本銀行は事実上、政

府に対し信用供与を行っていることになり、財政法上の主旨に反する状況になっている[10]。さらに、外為会計が前述のように債務超過の状態で、しかもドレッシング的な会計処理をとっているとすれば、日本銀行の資産の健全性維持の点からも問題といえよう。

以上のことを考えるならば、外為会計の真のパフォーマンスをとらえるには、繰越評価損、日本銀行の低利為券引受けによる外為会計収益の嵩上げ、一般会計への繰入れ累計などを調整することが必要といえよう。そうした調整後の外為会計の姿を見ることによって始めて、為替介入の目的が達成できているかどうかの評価を外為会計損益から行うことが可能になろう。

Ⅳ　海外中央銀行等との間の業務活動

世界各国の経済が相互依存関係を強め、各国の金融市場間の結びつきが極めて密接になる中で、日本銀行と海外中央銀行や国際機関などとの間の協力関係は、金融政策、金融システム安定化政策の両面で強まってきている。これを反映して、日本銀行がこれらの先を取引相手とする預金取引、証券の保管・管理、信用供与など、各種の業務面において国際的な協力関係が強まってきている。

1．海外中央銀行等からの預り金

日本銀行は、国内の金融機関や政府との預金取引のほかに、海外の中央銀行や国際機関等との間で預金取引（円建預り金）も行っている。円建預り金は、国際機関が円による貸付や資金調達を行う場合や海外諸国が外貨準備として保有する円資金を運用する場合などの資金の受払いに使用されており、近年、その利用が増加している。

2．海外中央銀行等のための証券の保管、管理

日本銀行は、海外中央銀行や国際機関等の預金取引先が日本銀行以外の金融機関経由で国債等を取得した場合、これの保管や管理も行っている。証券の保管、管理には元利金の受取りや免税手続き等煩雑な事務があるので、これらを無償で提供しているのはかなりのサービスとなっている。

また、日本銀行は法令上、国際通貨基金、国際復興開発銀行、国際開発協会、アジア・アフリカ・米州・欧州の各開発銀行等が保有する円資金の寄託先して指定されているため、これらの機関に対しわが国が出資する際に発行される通貨代用証券[11]の受渡しや保管、管理等の事務も行っている。

3．国際機関、海外中央銀行等に対する信用供与

日本銀行法第42条では、日本銀行は国際金融取引上必要な場合に、大蔵大臣の承認を得て、国際機関や海外中央銀行等への信用供与を行うことができると定められている。

実際、例えば、1980年代以降対外債務の累積により外貨の資金繰りに苦しむ発展途上国等に対して、当該国が IMF 借入れ等により資金繰りに目途を立て得るまでの間、日本銀行は BIS や主要国中央銀行等と協力しつつ短期の融資を行ってきている。また、1997年半ば以降、東アジア諸国の通貨や株価が大幅な下落を示し、同地域の金融・経済情勢が不安定化した際にも、日本銀行は、韓国銀行に対し、IMF の融資が実行されるまでの間、短期つなぎ融資を実行した(1997年12月)ほか、アジア・欧米諸国の通貨当局及び国際決済銀行（BIS）とともに、タイ当局による経済安定化に向けた取り組みを支持し、必要に応じ、短期つなぎ融資を供与する用意があることを明らかにした。

このように、各国の金融・資本市場がグローバリゼーションの進展により、今やほぼ1つのネットワークとなっている状況の下においては、自国の金融システムの安定を確保するためには、BIS などにおける「リスク管理の国際協調[12]」の重要性が一段と増大している。

注1）　三重野康〔1996〕125～126ページ

注2）　速水優〔1982〕235～236ページ。なお BIS は、1998年（平成10年）7月、月例総裁会議を日本銀行において開催した。同会議が本部のあるスイスのバーゼル以外で開かれたのは、1968年のアムステルダム以来で、アジアでは初めてのことである。

注3）「日本銀行は、その行う外国為替の売買であって本邦通貨の外国為替相場

の安定を目的とするものについては、第36条第１項の規定により国の事務の取扱いをする者として行うものとする」（日本銀行法第40条第２項）。

注４）　相手国中央銀行から要求があった場合、一定額を限度として、自国通貨を自行内にある相手国中央銀行の預り金口座へ入金することを相互に約束することをいう。

注５）　松下康雄〔1995〕４ページ。

注６）　緒方四十朗（元日本銀行理事〈国際関係統括〉）〔1996〕は、為替介入の有効性等について次のように述べている。

「通貨当局による自国通貨の売介入・買介入は、短期的には為替相場の変動をなだらかにすることに役立ちうるが、相場のこれ以上の変動を阻止したり、相場変動の方向を逆転させたりすることは、なかなか困難である。……とはいえ、毎日の全世界の為替取引高（BIS の調査では１日1.2兆ドル）に対する介入可能額の割合がますます小さくなっているにもかかわらず、介入には、通貨当局の希望ないし決意を市場および他国の通貨当局に表明するという機能があることは否めない。……また、介入の効果は、その時の状況次第である。」（同書69～70ページ）。

注７）　外国為替取引において、伝統的な電話ブローキングが人手により外貨売買を仲介するのに対し、電子ブローキングとはコンピュータが機械的に外貨売買をマッチさせるものをいう。

注８）　基準外国為替相場は次のようにして算出された相場である。すなわち、当該年の１月から６月までの間については、前年の６月から11月までの間における実勢相場の平均値として、当該年の７月から12月までの間については、前年の12月から当該年の５月までの間における実勢相場の平均値として、大蔵大臣が日本銀行本店において公示する相場である。

注９）　外為特会は積立金が一般会計に繰入れられるほか、余裕金及び積立金も資金運用部へ預託されている。これは一般会計の「隠れ財布」（日本経済新聞平成８年10月17日朝刊）の１部として指摘されている点である。

注10）「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入れについては、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但

し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない」(財政法第5条)。

注11)　通貨代用証券とは、これらの機関への加盟に伴い、わが国が出資する際に通貨に代えて発行される証券である。国際通貨基金に対する通貨代用証券、国際復興開発銀行に対する通貨代用国庫債券等がある。

注12)　松下康雄〔1996(a)〕8ページ

参　考　文　献

1．邦語文献

石田和彦・白川浩道編著『マネーサプライと経済活動』東洋経済新報社、1996年.

石田定夫『日本経済の資金循環』東洋経済新報社、1993年.

市川信幸「米国連銀の金融調節方式と金利コントロールについて」『金融研究』1994年３月.

岩田一政・浜田宏一『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社、1980年.

岩田規久男『金融政策の経済学―「日銀理論」の検証』日本経済新聞社、1993年.

江口英一「金融政策運営と金融政策手段」『経済研究』1987年１月.

――「中央銀行の役割と在り方」『経済研究』1991年７月.

太田赳『国際金融　現場からの証言―日銀から見た激動の30年』中央公論社、1991年.

緒方四十朗『円と日銀―セントラル・バンカーの回想』中央公論社、1996年.

岡部光明「金融環境の変化と金融政策」鈴木淑夫・岡部光明編著『実践ゼミナール　日本の金融』東洋経済新報社、1996年.

翁　邦雄「日本における金融調節」『金融研究』1991年７月.

――『金融政策―中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社、1993年.

小栗誠治「企業組織の効率性に関する理論ついて」研究資料(55)１―６、日本銀行特別研究室、1980年12月.

――(a)「準備預金制度の再検討―マネーサプライおよびマネーマーケット

金利の短期的安定性と所要準備計算方式」金融学会編『金融学会報告57』東洋経済新報社、1983年.

――(b)「金融自由化の下での準備預金制度の再検討」研究資料(58)研２―３、日本銀行金融研究所、1983年12月.

貝塚啓明編『金融政策』日本経済新聞社、1972年.

川口慎二・古川顕編『現代日本の金融政策』東洋経済新報社、1992年.

神崎　隆「短期市場金利の決定メカニズムについて―日米金融調節方式の比較分

析―」『金融研究』1988年8月.
神田秀樹「日本銀行法の改正」『ジュリスト』1997年9月15日.
金融制度調査会「日本銀行法の改正に関する答申」1997年2月.
呉　文二『金融政策―日本銀行の政策運営―』東洋経済新報社、1973年.
黒田晁生『日本の金融市場―金融政策の効果波及メカニズム』東洋経済新報社、1988年.
――『金融政策の話・新版』日本経済新聞社、1996年.
重原久美春『経済の安定成長と金融政策』東洋経済新報社、1991年.
――編『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣、1992年.
島　謹三『短期金融市場の話』東洋経済新報社、1985年.
島村高嘉『わが国の金融体制』東洋経済新報社、1987年.
白川方明・翁邦雄・白塚重典「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」ディスカッションペーパーNo. 97―J―15、日本銀行金融研究所、1997年11月.
白塚重典「物価の基調的な変動を捕捉するための指標の構築とその含意」『金融研究』1997年9月.
鈴木武雄『近代財政金融〈新訂版〉』春秋社、1966年.
鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年.
――『金融』日本経済新聞社、1980年.
――『日本金融経済論』東洋経済新報社、1983年.
――・黒田晁生・白川浩道「日本銀行の金融調節方式について」『金融研究』1988年.
――『日本の金融政策』岩波書店、1993年.
副島　豊「ニューラルネットワークアプローチによる経済分析―モデルの概要と金融政策への応用例―」『金融研究』1996年8月.
館　龍一郎・浜田宏一『金融』岩波書店、1972年.
――『金融政策の理論』東京大学出版会、1982年.
――「金融制度調査会の『日本銀行法の改正に関する答申』」『金融』1997年3月号.
立脇和夫『改正日銀法』東洋経済新報社、1998年.
田中生夫『戦前戦後　日本銀行金融政策史』有斐閣、1982年.

田中金司『中央銀行・日本銀行論』改造社、1936年.
田中金司・内橋吉郎・山崎誉雄『公定歩合政策の生成と発展』清明会出版部、1981年.
中央銀行研究会「中央銀行制度の改革—開かれた独立性を求めて—」1996年11月.
外山　茂『金融問題21の誤解』東洋経済新報社、1980年.
日本銀行「日本銀行当座預金決済の『RTGS化』の枠組みについて—関係者のご意見・ご提案を踏まえて—」『日本銀行月報』1997年4月号.
日本銀行金融研究局「経済動学と経済制御に関する1982年会議の模様」金融情第4号、1982年7月.
日本銀行金融研究所『日本銀行の機能と業務』1992年.
——(a)『新版　わが国の金融制度』ときわ総合サービス、1995年.
——(b)「主要国の準備預金制度」『日本銀行月報』1995年5月.
——「第7回国際コンファランス—より有効な金融政策を目指して」『金融研究』1996年3月.
日本銀行考査局「信用リスク管理の高度化に向けた自己査定の活用について」『日本銀行月報』1997年10月.
日本銀行国際局「東京外国為替市場の概要」『日本銀行月報』1991年12月.
日本銀行信用機構局「決済システムの課題と展望」『日本銀行月報』1992年5月.
——「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』1995年10月.
日本銀行調査局「日本におけるマネーサプライの重要性について」『調査月報』1975年7月.
日本銀行調査統計局「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングの動向」『日本銀行月報』1994年12月.
日本銀行発券局「日本銀行券の流通状況と今後の課題」『日本銀行月報』1994年10月.
西川元彦『金融の理論と政策』金融財政事情研究会、1977年.
——『中央銀行—セントラル・バンキングの歴史と理論—』東洋経済新報社、1984年.
納富康充「戦前期における日本銀行の特別融通について」日本銀行金融研究所、

研究資料(1)研３－１、平成元年５月.
長谷川芳春編、マネーマーケット・フォーラム著『ザ・マネーマーケット』金融財政事情研究会、1996年.
速水　優『変動相場制10年―海図なき航海』東洋経済新報社1982年.
――『円が尊敬される日』東洋経済新報社、1995年.
福井俊彦「中央銀行の使命と責務―今日的意義を踏まえて―」『日本銀行月報』1993年７月.
――「最近の金融政策運営について」『日本銀行月報』1995年12月.
藤木　裕(a)「中央銀行独立性指数について」『金融研究』1996年３月.
――(b)「中央銀行独立性指数を用いた経済分析の再検討」『金融研究』1996年３月.
古川　顕編『日本の金融市場と政策』昭和堂、1983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.
堀江康熙、浪花貞夫『日本の金融変動と金融政策―構造化の解明』東洋経済新報社、1990年.
松下康雄「世界経済統合化の潮流と中央銀行」『日本銀行月報』1995年６月.
――(a)「最近の金融・経済情勢について」『日本銀行月報』1996年３月.
――(b)「中央銀行の役割について」『日本銀行月報』1996年７月.
――(c)「金融政策の役割について」『日本銀行月報』1996年11月.
――(a)「わが国決済システムの現状と課題」『日本銀行月報』1997年３月.
――(b)「金融政策運営の新しい枠組みについて」『日本銀行月報』1997年７月.
三重野　康『日本経済と中央銀行』東洋経済新報社、1995年.
――『赤い夕陽のあとに』新潮社、1996年
三木谷良一・石垣健一編『金融政策と金融自由化―先進７カ国・ＥＣの経験と理論の展開』東洋経済新報社、1993年.
武藤英二・白川方明編『図説　日本銀行』財経詳報社、1993年.
森田達郎・原　信編『東京マネー・マーケット〔第５版〕』有斐閣、1996年.

横山昭雄『現代の金融構造—新しい金融理論を求めて』日本経済新聞社、1977年.
吉川　洋『金融政策と日本経済』日本経済新聞社、1996年.
吉野俊彦『わが国の金融制度と金融政策—新版—』至誠堂、1962年.

2．外国語文献

Abel, Andrew B., and Ben S. Bernanke, *Macroeconomics, Third Edition,* Addison—Wesley, 1998.

Bagehot, W., *Lombard Street,* London, 1873（宇野弘蔵訳『ロンバード街』岩波書店、1941年）.

Bernanke, Ben S., and Frederic S. Mishkin, "Inflation targeting : A New Framework For Monetary Policy?," NBER Working paper No. 5893, 1997.

Blinder, Alan S., "How to Run a Central Bank," *International Economy,* Sept/Oct 1995.

——*Central Banking in Theory and Practice,* The MIT Press, 1998.

Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System—Purposes and Functions,* 1984（日本銀行米国金融市場研究会訳『米国連邦準備制度—その目的と機能』日本信用調査株式会社、1985年）.

Bordo, Michael. D, "The Lender of Last Resort : Alternative Views and Historical Evidence," *Economic Review,* Federal Reserve Bank of Richmond, 1990, pp18—29.

Borio, Claudio E. V., "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries," BIS Working Papers No. 40, March 1997.

Capie, Forrest, Charles Goodhart, Stanley Fischer, and Norbert Schnadt, *The Future of Central Banking—The Tercentenary Symposium of the Bank of England,* Cambridge University Press, 1994.

Ciocca, Pierluigi, ed., *Money and the Economy : Central Bankers' Views,* Macmillan Press, 1983.

Colander, David C., and Dewey Danne, eds., *The Art of Monetary Policy,* M. E. Sharpe, 1994.

Fischer, Stanley, "Seigniorage and Case for a National Money," *Journal of Political Economy,* Vol. 90, April 1982.

——"Financial System Soundness," *Finance & Development,* March 1997.

Friedman, Milton, *A Program for Monetary Stability,* Fordham University Press, 1959（三宅武雄訳『貨幣の安定をめざして』ダイアモンド社、1963年）.

Goodfriend, Marvin, and Robert G. King, "Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking," in William S. Haraf and Rose Marie Kushmeider eds., *Reconstructing Banking and Financial Services in America,* American Enterprise Institute, 1988.

Goodhart, Charles, *The Evolution of Central Banking,* The MIT Press, 1988.

Greenspan, Alan, "Opening Remarks," Achieving Price Stability : A Symposium Sponsered by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1966.

Hawtrey, R. G., *The Art of Central Banking,* London, 1932.

Hubbard, R. Glenn, *Money, the Financial System, and the Economy, Second Edition,* Addison—Wesley, 1997.

Joint Economic Committee Congress of the United States "Central Bank —Government Relations in major OECD Countries," August 1991.

Major, Thomas, James S. Duesenberry, and Robert Z. Aliber, *Money, Banking and the Economy, Sixth Edition,* W. W. Norton, 1996.

Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Fifth Edition,* Addison—Wesley, 1997.

Sayers, R. S., *Modern Banking,* Oxford University Press, 1938（三宅義夫訳『現代銀行論』東洋経済新報社、1959年）.

——*The Bank of England—1891～1944,* Cambridge University Press, 1976（西川元彦監訳『イングランド銀行—1891～1944』東洋経済新報社、1979年）.

Solomon, A. M., "Financial Innovation and Monetary Policy," Remarks Before the Joint Luncheon of the American Economic and American Finance Associations, December 1981.

Vocke, W., *Gesundes Geld,* Fritz Knapp Verlag, 1956（吉野俊彦訳『健全通貨』

至誠堂、1958年).

Volcker, P. A., "Banking : A Framework for the Future," Annual Convention of the American Bankers Association, October 1981.

現代日本のセントラル・バンキング
—金融経済環境の変化と日本銀行—

平成10年12月10日発行

非売品

著者　小栗誠治

発行者　滋賀大学経済学部

印刷　西濃印刷株式会社

岐阜市七軒町15番地

TEL (058) 263—4101

滋賀大学経済学部研究叢書既刊目録

第１号	中国官僚資本主義研究序説 —帝国主義下の半植民地的後進資本制の構造—	中　嶌　太　一	昭和45年３月
第２号	物権的返還請求権論序論 —実体権的理解への疑問として—	伊　藤　高　義	昭和46年３月
第３号	経済理論の基礎をなす仮説について	梶　田　　公	昭和52年３月
第４号	情報会計の基礎	清　水　哲　雄	昭和54年２月
第５号	国際通貨発行特権と国際通貨制度	有　馬　敏　則	昭和54年３月
第６号	現代西ドイツ直接原価計算論序説 —相対的直接原価計算論を中心として—	両　頭　正　明	昭和56年３月
第７号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS	北　川　　弘	昭和56年３月
第８号	北欧初期社会の構成	熊　野　　聰	昭和59年３月
第９号	欠損下における税効果会計の理論	西　村　幹　仁	昭和59年３月
第10号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS PART II	北　川　　弘	昭和60年３月
第11号	ワーズワスの初期の神秘思想	原　田　俊　孝	昭和60年３月
第12号	〈基礎的組織〉と政治統合 —M.P. フォレットの研究—	岡　本　仁　宏	昭和61年３月
第13号	世界市場と国際資本主義の連節構造	中　嶌　太　一	昭和61年３月
第14号	内外金融システムの変化と対外不均衡	有　馬　敏　則	昭和62年３月
第15号	市場と体制 —経済体制論研究序説—	経済体制論研究会	昭和63年３月
第16号	プロトコルの形式的記述と検証	森　　將　豪	平成元年３月
第17号	生産計画問題の同値変形による解法 —凸目的関数の場合—	吉　田　　稔	平成元年３月
第18号	唐代中期の文学と思想 —柳宗元とその周辺—	戸　崎　哲　彦	平成２年３月
第19号	デューイ政治哲学研究序説 —思想形成過程試論—	小　西　中　和	平成３年３月
第20号	経済時系列の統計的研究 —岡部の理論とその応用—	中　野　裕　治	平成４年２月
第21号	IN-HOUSE R&D VERSUS EXTERNAL TECHNOLOGY ACQUISITIONS Small Technology-Based Firms in the U.S. and Japan	黒　川　　晋	平成４年３月

第22号	ネットワークシステムにおける基本方式	葛山善基	平成5年1月
第23号	連結会計論	蜷木實	平成5年3月
第24号	ユーゴ労働者自主管理の挑戦と崩壊	藤村博之	平成6年3月
第25号	柳宗元在永州 —永州流謫期における柳宗元の活動に関する—研究—	戸崎哲彦	平成7年3月
第26号	市場経済の展開と発生主義会計の変容	久保田秀樹	平成8年1月
第27号	日本企業の人事管理改革	藤村博之	平成9年3月
第28号	移行経済の研究 —理論と戦略—	福田敏浩	平成9年12月
第29号	退職後所得保護の法理 —ERISA 研究—	小櫻純	平成10年2月