

# 日本の金融調節の特徴について

今 井 讓

## 1. はじめに

金融調節は金融政策の起点である。その金融調節に日本の特徴が見られる。米国のそれと比較しながら、まず日本の金融調節の特徴を明かにし、さらに何故そのような特徴を有しているのか、また金融自由化の進んでいる状況でこの金融調節方式の意味するところを考察するのが本稿の目的である。

## 2. 中央銀行の役割

中央銀行の使命として、端的には次の2点が挙げられる。1つは金融秩序を維持すること、より日常的には短期金融市場を安定させることであり、もう1つは貨幣価値の安定つまり物価の安定である。短期金融市場の不安定性は外国為替相場の不安定性、株式相場の不安定性にもつながる。したがって、短期金融市場における資金の過不足に受身的に対応して、日々の決済を円滑に進めることにより金利の乱高下を防ぐことは、金融調節として日銀の業務にとって非常に重要<sup>1)</sup>なのである。

これら2つの使命を果たすための金融調節には、いわゆる受動的調節と能動的調節がある。前者は日銀が受身的に対応して金融市場を安定させようとする金融調節であり、後者は金融政策としての積極的な役割を果たそうとする金融

---

1) 日銀は資金過不足とそれに対して行われる金融調節の統計を「資金需給」として公表している。

調節である。両者の役割を裁量的に完璧に果たせるなら、中央銀行としてはベストの役割を果たしたことになる。

しかしフリードマンが金融政策においてルール方式を提唱したのは、情報収集などに伴う内部ラグ、さらに政策実施後その効果がでるまでの外部ラグがあり、これらのタイム・ラグの長さが不安定であるため、最適な政策運営を行っているつもりで裁量方式が、逆に景気変動を大きくしている恐れがあると考えたからである。それに対し彼のルール方式では、金融市場の不安定性を伴うかもしれないが、不況期には自動的に金融緩和効果が働き、好況期には金融引締効果が働くいわゆるビルトイン・スタビライザー効果が作動し、ベストではないにしても景気変動の振幅を小さくすると考えられるのである。今回の日本経済のように、バブルの発生、またその後の不況を経験して考えさせられるところが多い。つまり日本の金融調節に関して、日銀が日々の金融市場の円滑化・安定化に重点を置きすぎ、慎重な情報収集や政治的圧力なども影響して、公定歩合の変更、能動的金融調節を行う決断が遅れ、また外部ラグの長期化などにより、景気変動の振幅をより深刻にしてしまったと考えられる。

理論的には、金融調節の方式は単純に2通りに分けられる。

#### 1) 銀行準備額（あるいはベース・マネー）を標的とする金融調節

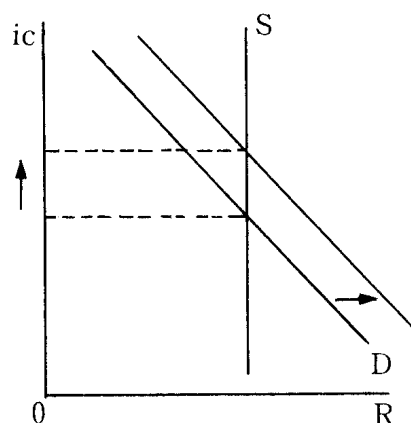


図1

短期金融市場において銀行準備額を標的とするので、図1のように資金需要の増加は短期利子率の上昇をひきおこす。

## 2) 利率を標的とする金融調節

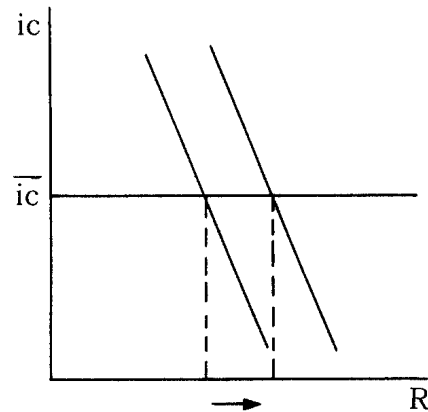


図2

短期金融市場において目標とする短期利率のもとで金融市場を安定させようとする方式であるので、図2に示されるように資金需要が増加しても利率は上昇せず、銀行準備金の供給のみが増加する。

1) の場合、中央銀行が標的となる銀行準備金を供給し、それにもとづいて銀行の貸出行動が決まる。また資金需要が増加すると金利が上昇し、資金需要が減少すると金利が下がり、反循環的 (counter-cyclical) に作用し、金融政策としては有効であるが、それは他方で金利の変動を大きくし、金融市場の不安定性という犠牲を伴う。2) の場合は、中央銀行は標的とする短期金利のもとで資金需要に応じて受動的に資金を供給することを意味し、銀行準備金の供給は好況とともに増加し、不況とともに減少することになり、機動的に標的とされた短期金利水準を変更しないと、景気の振幅を大きくしてしまう可能性がある。

3) これらに対し日本の金融調節に関しては、極端に言えば次のように示すことができる。

制度的に我が国の準備預金制度が「後積み方式」と「同時積み方式」の混合形態をとっているため、積み最終日には、準備額の需要が決定してしまっているので、需要曲線が利子非弾力的となってしまう垂直線となる。また資金は短期利率を標的として、市場の安定性のために需要に応じて弾力的に供給されており、水平線で示される。景気を刺激するために金利を低目誘導すると、図

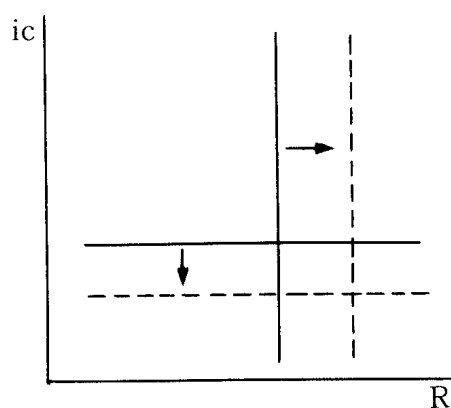


図 3

3に示されるように時間の経過とともに需要曲線を右にシフトさせるであろう。

1)の観点から中央銀行は銀行準備金をもっと反循環的にコントロールすべきであるとする学界と、3)の観点から制度的に需要曲線が垂直となり、銀行準備金のコントロールは難しいとする日銀のエコノミストの間に、はなばなしい論争がみられたのは周知のところである。日銀の観点からすれば、バブル経済の発生のさいにも市場の需要に応じざるを得ず、マネーサプライや銀行準備金が増加したのも仕方がないことであり、またバブル崩壊後の不況に際しても、マネーサプライや銀行準備金が減少したのも仕方がないという議論になる。しかし金利を低目誘導すれば、銀行行動が変化するかぎり、我が国の準備預金制度のもとでも当該期にはほとんどシフトしないにしても、僅かずつその効果分は、期間がずれながら必ず需要曲線は右にシフトするであろう。したがって、もっと迅速に、もっと大きく金利を変化させていれば、今回のバブルやその後の不況のとき程にマネーサプライや銀行準備金の減少をみなかったであろうと思われる。日銀としては、日々金融市場の円滑な運営に腐心しているとき、公定歩合あるいは新たな能動的調節によって金利水準を変化するのに慎重になり、遅れがちとなり、結果として景気変動の振幅をより大きくしてしまったといえる。

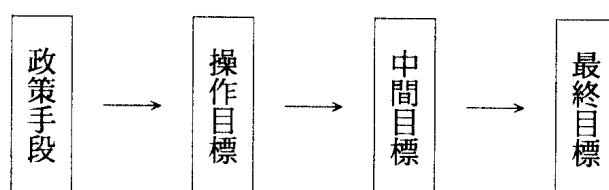


図 4

### 3. 短期市場金利の決定メカニズムと日米の相違

金融政策の運営に際しては、通常次のような2段階アプローチがとられてきた。つまり日本銀行は政策手段として公定歩合操作と公開市場操作を用いて、操作目標であるインターバンク市場の金利に影響を及ぼす。さらにオープン市場にも介入し、また裁定取引が両市場間に働き、短期市場の全体の金利に波及していく。そのさい、日銀は直接最終目標を狙うのではなく、その間に中間目標を設定しそれを達成することにより、間接的に最終目標を達成しようとするのである。わが国ではマネーサプライが、1978年から公表されるようになったが、1980年代に入り金融自由化の進展とともにまた資産価格の変動などにより、その地位は低下し<sup>2)</sup>ていった。しかし、それにとってかわる変数も現れず、明確な中間目標がなかったことが、今回のバブルあるいはその後の不況をひきおこした一因であるともいえる。

中央銀行の供給する貨幣はベース・マネーあるいはハイパワード・マネーともいわれ、次のように示される。

$$BM = M + R \quad (1)$$

BM：ベース・マネー　M：現金　R：準備金

しかし、現金は大衆が保有する貨幣であり、中央銀行がコントロールできるのは準備金のみである。したがって、中央銀行は準備金をコントロールすることによりオーバーナイト金利に影響を及ぼし、金融政策の起点として政策が行われるのである。

2) [17] 参照

準備金の市場は次のように示される。

$$TR = RR + ER = R^d \quad (2)$$

$$BR + NBR = R^s \quad (3)$$

$$R^d = R^s \quad (4)$$

TR：総準備額、RR：所要準備額、ER：過剰準備額、BR：中央銀行借入準備額、NBR：非借入準備額

(2)式は、準備金の需要額は所要準備金と過剰準備金とから構成されることを意味し、(3)式は、準備金の供給額は中央銀行借入準備金と非借入準備金の合計であることを示す。(4)式はその均衡式である。

供給側の分析には、まず日銀の主要勘定からみてみよう。

| 日銀勘定 |   |
|------|---|
| L    | M |
| O    | R |
|      | G |

表 1

L：日銀貸出額、O：日銀保有有価証券、M：流通日銀券、R：銀行準備金、G：政府預金。

このバランス・シートより次の恒等式が得られる。

$$L + O = M + R + G \quad (4)$$

これは次のように変形される。

$$R = L + O - (M + G) \quad (5)$$

右辺の後の項は資金の過不足を示しており、次のように理解される。

資金不足 = 日銀券流出 + 財政資金受取

資金余剰 = 日銀券還流 + 財政資金支払

つまり銀行券が流出し、財政収支が黒字である程、準備金は減少して資金不足を意味する。それに対し前の項が金融調節を示し、最終的に準備金の増減として現われるのである。この需給式に関して日米の相違は明らかである。

米国における準備金の需要・供給関数は次のように示される。

$$TR^d = RR + ER = a_0 - a_1 FFR + u \quad (6)$$

$$a_0, a_1 > 0 \quad E(u) = 0 \quad V(u) = \sigma_u^2$$

$$BR = b_0 + b_1 (FFR - DR) - v \quad (7)$$

$$b_0, b_1 > 0 \quad E(v) = 0, \quad V(v) = \sigma_v^2$$

ただし、 $FFR < DR$  のとき、 $BR = 0$

$$TR^s = NBR + BR \quad (8)$$

$$TR^d = TR^s \quad (9)$$

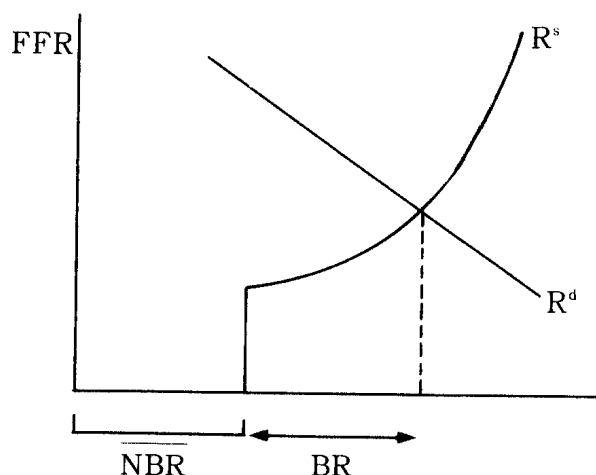


図 5

FFR：フェデラルファンド・レート DR：公定歩合

つまり、準備金の需要はFFレートの関数であり、供給は連銀がオペによって供給する非借入準備金（NBR）と連銀貸出（BR）によって構成され、連銀は  $\overline{NBR}$  を政策変数として動かし最終的に銀行のオプションによってBRが決まり、FFレートがきまることになる。

それに対し日本の場合、準備金の積み最終日には、準備金の市場を定式化すると次のように示される。

$$TR^d = r\overline{D}_{-1}$$

$$TR^s = \overline{NBR} + \overline{BR} \quad r：必要準備率$$

つまり、準備金の需要は積み最終日においては、前月の預金にもとづいて所要

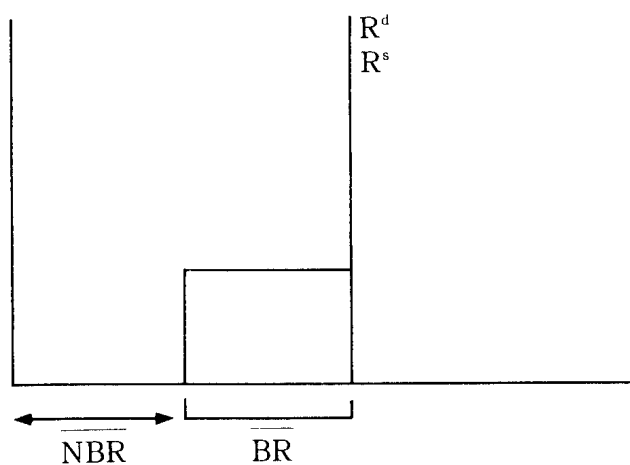


図 6

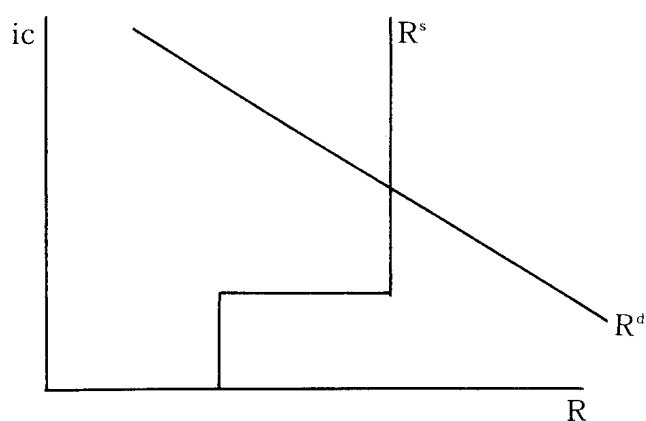


図 7

準備金は分かっており、また銀行の過剰準備金はほとんどないので無視してよく、利子率に関して非弾力的であると考えてよい。さらに供給に関しては、 $\overline{BR}$  は日銀の信用<sup>3)</sup>割当によって決まっており、 $\overline{NBR}$  に関しては資金過不足<sup>4)</sup>に関して予測はついており、もちろん日々の不確実性要因があるがこの市場で金利の乱高下がおこらないように日銀貸出及びオペで所要準備金を供給しており、これらの変数は政策変数であるが調整変数でもある。このように準備金市場

3) 「日銀貸出、回収のタイミング（これは実効金利を決める要因）、ロットは完全に日本銀行オプションであり、きわめて機動的、弾力的な金融調節手段」として指摘される。〔6〕P12

4) 月次の資金過不足について前月下旬に予測を作成して公表している〔6〕P. 8



は、ほとんど完全に日銀に把握されていることが分かる。ただ積み最終日以前においては、需要曲線はコール・レートに関し右下がりとなり、図7にみられるように少し修正される。たとえば金融引締めを行う場合、日銀はほぼ正確に準備要求額の予測が事前についており<sup>5)</sup>、供給額は完全にコントロールできるのであるから供給を後倒しにして積み進捗率を遅らせたり、また指し値オペによって金利を高目誘導する。しかしいずれにしても最終日には需要曲線は垂直線となり、日銀としても所要準備金を供給せざるを得なくなる。もし日銀が準備金を過剰に供給すれば金利は0に近づき、不足すれば暴騰することになる。このように日銀としては、銀行の預金創造の結果生じる所要準備金を最終的には供給せざるを得ず、準備金をコントロールできないことになる。つまり日銀流に言えば、バブル期に準備金の供給が増え、バブル後の不況期に準備金の供給が減少するのは日銀の責任ではないということになる。しかし日銀は

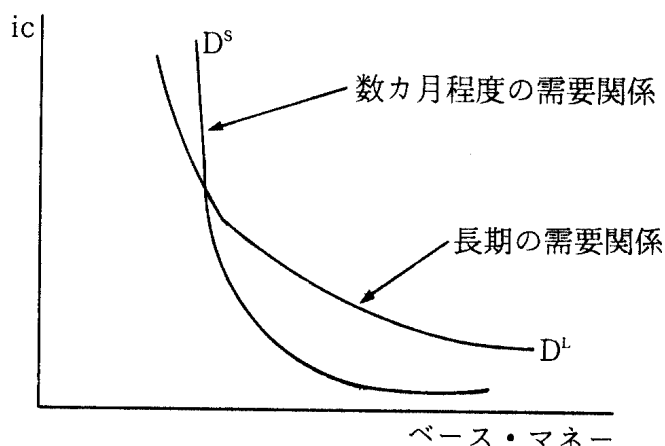


図8

短期的には準備金をコントロールできないにしても長期的には需要曲線は右下がりとなり、勾配はゆるやかになり<sup>6)</sup>、準備金のコントロールも可能であると考

- 5) 準備預金の積みが始められるときに、すでに日銀はかなり正確にその期の準備額の見通しがついている。「金融機関は月央時点でその月の預金等の月中残高、従って所要準備をかなりの精度で予測することが可能であり、金融機関毎の所要準備見通しにつき、日銀は積み開始前に報告を受けることになっている」と指摘されている。[2] P. 31
- 6) 植田氏もこの点を次のように指摘している。「ベース・マネーのコントロールは日々の単位ではある程度できる。1ヶ月の平均から数カ月程度ではかなり難しい。1、2年程度の長期になれば、大きな誤差を伴いつつも強い影響を与えることができる。」[8] P. 114

えられる。したがって、日銀は迅速に政策を行う程、準備金をコントロールできる能力が増すことは明らかである。

#### 4. 信用体系

通常の金融の仕組みは、中央銀行がベース・マネーを供給し、それにもとづいて信用体系が形成される。そのメカニズムは次のように示される。

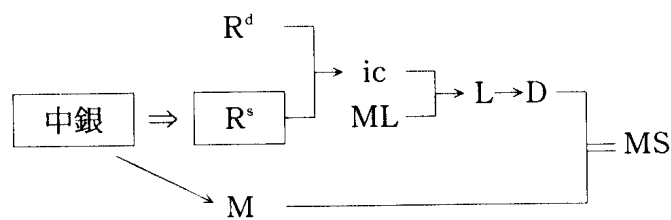


図9

ic：コール・レート ML：貸出限界収益率 L：貸出額 M：現金 D：預金 MS：マネー・サプライ

つまり中央銀行は準備金の供給をコントロールし、需要との関係でコール・レートが決まる。さらに短期金利全体に波及し、銀行の貸出行動に影響を及ぼし、預金額、マネー・サプライが決まる。これらは中央銀行が供給する準備金にもとづいて信用創造がなされたことになる。

それに対し日本の金融調節を考えると、まずコール・レートが決められ、それにもとづいて信用体系が形成され、それに必要なハイパワード・マネーが供給される。そのメカニズムは図10のように示される。

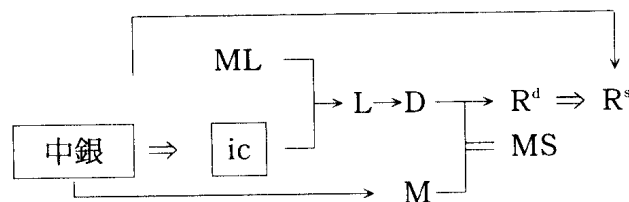


図10

つまり、銀行は日銀が誘導するコール・レートと貸出限界収益率との比較で

貸出額を決め、それによって預金額が決まり、結果として準備金の需要が決まり、最終的には日銀はそれを受身的に供給している。すなわち日銀が準備金の過剰供給を行ったから（icが下落して）銀行が貸出を増やすとか、準備金が不足して（一層icが上昇して）貸出を抑えるといった政策の波及メカニズムは考えられず、ただ日銀が銀行行動の基準となるicを誘導することが、政策のターゲットとなっている。

また米国の場合は、金融調節のさい準備金のコントロールが起点であり、そこで決まったFFレートにもとづいて銀行の貸出行動が決まる。準備金が不足する場合、金融調節が借入準備額標的方式の場合結果としては非借入準備金が供給されはするが、一度銀行は連銀借入に追込まれるのであり、それは常に格付けをされている銀行にとっては好ましいことではない。もし我が国においても、銀行側に日銀借入れのオプションを認めた場合、日銀借入れは銀行側の意思で変動することになり、当然銀行もペナルティを<sup>7)</sup>考慮すれば過剰準備を保有する必要が生じる。政策面においても、現在のような積みの進捗率の調整といった金融調節方式ではなくなり、調整変数が日銀借入れ額となる。米国では、金融政策の効果を高めようと、FFレート標的方式、非借入準備残高方式、借入準備残高方式と金融調節方式の変遷がみられる<sup>8)</sup>が、日本の場合日銀側にオプションがあったため、金融調節に工夫の仕様がなかったわけである。

以上のような金融調節における日米の相違の原因は準備預金制度の相違の問題と中央銀行借入れが中央銀行側にオプションがあるのか、銀行側にオプションがあるのかの相違に起因する。

## 5. 金利自由化以前と以後の金融メカニズム

金利の自由化以前においては、人為的低金利政策のもと、銀行と企業の間で

7) 所要準備額を満たさない場合は公定歩合に3.75%プラスされる過剰金制度が効いてくるし、日銀借入金の一部は日銀の貸出金利が「両入れ先取り方式」を採用しているため、貸出金利の短期化につれて実効金利が高まり、十分に短いとペナルティとして効いてくる。

8) [19] 参照

は常に貸付資金の超過需要の状態がみられた。企業は間接金融偏重のもと銀行から融資を得るために、メイン・バンク制にもとづいてその関係を緊密に保った。その結果、好況期においては企業はオーバーボロウとなり、銀行は過度のオーバーローンとなり、当然銀行も著しく日銀借入れに依存していた。このようにして生じた景気過熱を抑えるための金融引締め政策は、金利ルートだけでなく種々のルートを通じて浸透しており、その波及メカニズムは、次のようなルートが考えられる。

1. コール・レートの上昇に対しプライム・レートが公定歩合に連動し、貸出金利の上昇が遅れるため、貸出の限界採算の悪化あるいは短期金融市場資産への運用の有利化によって貸出が抑えられる。
2. コール・レートの上昇に対し預金金利の上昇が規制され、いわゆる金融仲介中断 (financial disintermediation) がみられ、貸出が抑えられる。
3. 金利メカニズムを通じて貸出が抑制される。
4. さらに貸出増加額規制いわゆる窓口指導により強制的に貸出が抑制される。

以上のように、景気の過熱を抑えるのに公定歩合、コール・レートを使って規制金利のもと、金利メカニズムより主としてアヴェラビリティ効果を通じて強力な効果を発揮し、マネー・サプライやハイパワード・マネーのコントロールも迅速に行うことができた。また不況期においても、人為的低金利政策のもと潜在的資金需要があり金融を緩和するとすぐに貸出しが増加した。したがって自由化以前において護送船団方式のもと、好景気のたびに銀行は激しいオーバーローンをくり返し、金融当局に過度に依存し、日銀もまた合理的な資金配分を犠牲にしながら、強力な金融政策の効果を発揮することができた。

しかし自由化以降、貸出金利が市場金利に連動するようになり、預金金利の自由化も進められたことにより、それ以前の波及ルートの1、2はその効果がなくなり、4の窓口指導も自由化とともに1991年6月に廃止され、現在では3のみが波及ルートとして有効であるにすぎない。したがって金融自由化以降、資源の合理的配分が行われるようになった反面、金融調節によりコール・レート

を変化させてから実際に貸出、預金の変化、さらに準備金の変化をもたらすのに、かつてよりは大きなタイム・ラグを伴うのは明らかである。これらの理由で、コール・レートを変更しても実際にマネー・サプライやベース・マネーの変化が現われるのにタイム・ラグが大きくなっており、政策効果が遅れ気味になり、景気をより過熱させ、不況をより深刻にさせた可能性が大きい。

さらに金融の自由化とともに、銀行と企業・個人の間は金利規制を含めて規制緩和が制度的に進められたにもかかわらず、金融調節における銀行と日本銀行の関係を見る限り、銀行の貸出行動の結果である預金額に必要なとされる準備額は最終的には必ず供給されるシステムになっている。自由化の進められた今日の状況においても、銀行にとっては相変わらず中央銀行に依存していればよく快適ではあるが、日銀借入れに関してもオプションもなく、過剰準備もほとんど保有せず、その行動に全く自立性はない。とくに金利自由化とともに業容拡大に力を入れ、貸付資金の需要があれば、いや需要をつくりだしてでも貸込んでいき、準備金が不足するかもしれないので貸出を自重しようとする節度は銀行には働かず、貸出超過になり易い。そのうえこのように銀行によって作りだされた景気の過熱に対し、日銀は機動的に対処していかねばならないが、認知・決定ラグなどにより政策決定は遅れ易い。さらに政策実施後前述のように自由化後その効果が現われるのにラグは大きくなり、とくに窓口指導も廃止されて、以前よりかなりのラグが存在すると考えられ、景気変動の振幅は大きくなり易くなっている。

さらには、金利自由化により金融資産の価格変動も大きくなり、とくにストック経済のもとでは好況期には資産価格は著しく上昇し、好況をよけいに過熱させ、不況期には著しく値下がりし、いわゆる資産デフレによって景気が回復しにくくなっている。したがって政策変更の決定のラグ、また波及の効果のラグ、それに資産デフレが加わって景気悪化を一層深刻なものにする可能性がある。日銀としては、フロー面だけでなくストック面をも考慮して<sup>9)</sup>機動的にし

---

9) [9] 参照

かも大きく金利水準を変化させて、マネー・サプライ、ベース・マネーが減らないように対応しなければ景気の振幅を大きくしてしまう懸念が大きい。

## 6. むすびにかえて

以上より、次の問題点が日本の金融調節において指摘できる。

- 1) 銀行の日銀借入れが大きく、それが所要準備額を大きく超えているのは表(3)の通りである。これは他国からみても一部の銀行に対する補助金の供与であり、不公平であるという批判を受ける。このような銀行の過度の日銀依存を改めるべきである。
- 2) 銀行行動の観点からすれば、過剰準備もほとんど保有せず、準備金不足となり日銀借入れに追込まれることもなく、自立性がない。銀行が貸込みの結果生じる準備金の不足は全て日銀から供給されるのであるから、銀行自体に節度ある行動が期待できるメカニズムは働かない。もし銀行側が貸進み、日銀が準備金を十分に供給しない可能性があれば、バブル発生に関しても銀行側に節度ある行動はいくらか期待できたであろう。さらに金融市場において規制緩和・自由化を押し進めている割に、金融市場の基点である日銀と銀行の間でこのような関係が続いていることは、銀行の日銀・大蔵省依存の体質が残ってしまうことになる。
- 3) 政策効果という観点からは、現在の金融調整方式は短期金融市場をできるだけ安定させることに重点を<sup>10)</sup>おき、必要なときに裁量的にオーバーナイト金利を変化させて、金融政策を上手に運営していこうとするものである。つまりこの方式のもとでは、オーバーナイト金利が目標変数で、マネー・サプライや銀行準備金が従属変数である。この場合、オーバーナイト金利の適切な水準を日銀が常に分かっているのなら、金融市場も安定し、金融政策もうまく運営できてベストであろうが、現実にはバブルをひきおこし、深刻な不況を続けたのは明白な事実であり、政策が遅

10) 我が国のオーバーナイト金利の変動幅は米国、ドイツ、イギリス、カナダ、スイスに比べてとび抜けて安定している。〔19〕P. 21

表3 日本 (単位 億円)

|          | 法定準備預金額<br>(平残) | 準備預金額<br>(平残) | 日銀貸出額  |
|----------|-----------------|---------------|--------|
| 1994年 1月 | 29,460          | 29,481        | 63,279 |
| 2月       | 29,320          | 29,355        | 58,148 |
| 3月       | 29,675          | 29,701        | 63,627 |
| 4月       | 29,984          | 30,023        | 50,225 |
| 5月       | 29,879          | 29,898        | 51,478 |
| 6月       | 29,719          | 29,740        | 45,872 |
| 7月       | 29,899          | 29,922        | 46,697 |
| 8月       | 29,853          | 29,880        | 49,191 |
| 9月       | 30,074          | 30,107        | 41,484 |
| 10月      | 29,985          | 30,005        | 30,206 |
| 11月      | 29,793          | 29,816        | 45,494 |
| 12月      | 30,355          | 30,386        | 59,917 |

(出所) 経済統計月報

表3 米国 (単位 10億ドル)

|          | 法定準備預金額 | 準備預金額  | 連銀借入<br>(特別貸出を除く) |
|----------|---------|--------|-------------------|
| 1994年 1月 | 59,155  | 60,603 | 73                |
| 2月       | 59,623  | 60,763 | 70                |
| 3月       | 59,621  | 60,588 | 55                |
| 4月       | 59,181  | 60,333 | 124               |
| 5月       | 58,995  | 59,910 | 200               |
| 6月       | 58,603  | 59,708 | 333               |
| 7月       | 58,712  | 59,819 | 458               |
| 8月       | 58,514  | 59,518 | 469               |
| 9月       | 58,423  | 59,483 | 487               |
| 10月      | 58,366  | 59,170 | 380               |
| 11月      | 58,004  | 59,012 | 249               |
| 12月      | 57,856  | 59,025 | 209               |

(出所) Economic Report of the President

れ気味になるのは否めない。

このような問題点をかかえる日本の金融調節が行われる原因としては、制度上の問題すなわち準備預金制度が同時積み方式ではなく混合方式をとっていること、及び銀行の日銀借入に関し日銀側にオプションがあり、銀行側にオプションがないことである。

先ず第1に改めるべきは、銀行の自己責任性を確立することである。すなわち日銀借入れを減らし、日銀借入れは銀行側のオプションにまかせるべきであり、銀行は過剰準備を保有し、不足すれば日銀借入れを増やしそれなりのペナルティが課せられるようにすべきである。そして、銀行は準備金が不足すれば、ペナルティを受けながら日銀借入れで調整すべきである。その場合、個々の銀行の日銀依存をディスクローズすれば、銀行の評価に関連してペナルティの一部となろう。

このようになると、金融調節方式は準備預金の積み進捗率の調整という方式から米国と同じ方式に改められることになる。そのためには過剰準備の持越し(carry-out)を認めたり、オーバーナイト市場をオープン・マーケットにしてより層の厚い市場にすることにより、日銀の準備金の供給が需要と一致しないときに、オーバーナイト金利の乱高下を防げるような市場の整備・育成を促進すべきである。そうすれば準備金の変化を伴った短期金利の変更が可能となり、銀行行動により一層強い影響力を及ぼすようになろう。

また日本の準備預金制度は、短期金融市場の安定性に重点を置いた制度であるといえる。この制度のもとでは、積み最終日に所要準備額は確定されているので、金融市場を安定させるという観点からは好都合であるが、逆に言えば所要額を供給せざるを得ず、日銀は準備金の供給に関しては受身にならざるを得ない。その点同時積み方式では、所要準備額が最終日には確定しないのであるから不確実性が残り、中央銀行としては当日の準備金の供給に苦勞するであろうし、銀行としては過剰準備金を保有して対処しようとするであろう。いずれにしてもこの制度のもとでは、金利の乱高下はある程度覚悟しなければならないであろう。しかし後積み方式では積極的な金融政策の運営ができないのかと



いうとそうではなくて、金利を迅速に変化させていけばよいわけで、それができれば金融市場も安定し、金融政策運営もうまく行われていることになり、日銀としてはベストであろう。しかし現実には、前述のように金利自由化以降一層難しくなっており、バブルの発生、以後の不況にみられるように、政策運営には失敗しているといわざるを得ない。日銀としては短期金利を反循環的(counter-cyclical)に迅速にしかも大胆に操作できればよいが、しかしそれにしてもどの短期金利水準が最適であるのかを知るのは難しい。そのためには中間目標変数あるいは情報変数を明確にすべきである。かつて2段階アプローチとしてマネー・サプライがその役割を果たしてきたが、自由化の進展とともにマネー・サプライはその地位を降りてしまい、バブルの発生にしてもその後の不況にしても、マネー・サプライは中間目標としても情報変数としても全く無視されてしまった。もっとマネー・サプライを重視すべきであったし、もしそうでなければ早く新たな中間目標変数なり情報変数を探してそれにもとづいて機動的な金融調節が行われるべきである。

さらに米国に比較して見習うべきは政策決定の透明性である。米国の金融調節の政策決定は連邦公開市場委員会(FOMC)で行われ、その内容は事後的に公表され、個々の委員の賛成・反対も分かるようになっている。つまり責任の所在がはっきりしており、定期的開催される委員会毎に各委員は政策決定の判断を迫られる。しかし、日本の日銀政策委員会の中味はさっぱり分からないし、低目誘導・高目誘導といった大きな政策変更もどこで決定されているのか分からない。このように責任が明確にされず、政策変更の判断を厳しく迫られないところでは、できるだけ種々の情報を収集してから総合的に判断しようとして政策決定が遅れがちになる。ましてや前述のように自由化以降効果の現われるまでのタイム・ラグが長くなっているため、政策が遅れ気味になる懸念がある。したがって、日本における金融政策に関しても、その政策決定の透明性を高めるべきであり、それによって日銀に対する信認も高まり、また政策運営の機動性も高まるであろう。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

## 参考文献

- [1] マイケル・ドッツィー、「日本の金融政策—米国との比較」『金融研究』5巻4号 1986,12.
- [2] 神崎 隆、「短期市場金利の決定メカニズムについて」『金融研究』7巻2号 1988, 8.
- [3] 鈴木淑夫、黒田晁生、白川浩道、「日本の金融市場調節方式について」『金融研究』7巻4号 1988,12.
- [4] 堀内昭義、加藤正昭、「短期資本市場と金融政策」『経済学論集』55巻3号 1989,10.
- [5] 重原久美春「金融自由化の進展と金融政策」『金融研究』9巻4号 1990,12.
- [6] 翁 邦雄「日本における金融調節」『金融研究』10巻2号 1991, 7.
- [7] ——— 「「日銀理論」は間違っていない」東洋経済 1992,10, 10.
- [8] 植田和男、「マネーサプライ動向の正しい見方」東洋経済 1992,12, 12.
- [9] 宮尾尊弘 「不況悪化の政策責任を問う」東洋経済 1992,12, 12.
- [10] 翁 邦雄 「政策論議を混乱させる実務への誤解」東洋経済 1992,12, 26.
- [11] 岩田規久男、翁邦雄 「「初動因」は金利かベースマネーか」東洋経済 1993, 3,13.
- [12] 翁 邦雄 「準備需給が金融政策の出発点」東洋経済 1993, 3,13.
- [13] 岩田規久男 「マネーサプライ論争と金融政策」『資本市場』No. 92 1993, 4.
- [14] ——— 『金融政策の経済学』、日本経済新聞社 1993, 8
- [15] 翁 邦雄 『金融政策』、東洋経済新聞社、1993,11.
- [16] 岩田規久男 「再考・日本の金融政策—ハイパワード・マネーのコントロールをめぐって—」『金融』1993,11.
- [17] 日本銀行 「最近のマネーサプライの動向」『日本銀行月報』1992, 9
- [18] 今井 讓 「日本の金融調節方式について」『経済学論究』45巻4号 1992, 1.
- [19] ———、「アメリカの金融政策における操作方式の変遷」『現代アメリカ経済研究』晃洋書房 1995.
- [20] B.Kasman “A Comparison of Monetary Policy Operating Procedures in Six Industrial Countries” *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York Summer 1992.
- [21] B. Higgins “Policy Implications of Recent M2 Behavior” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City Vol 77 1992 3rd Quarter.