

最近における短期金融市場の動向について

〔要 旨〕

1. わが国の短期金融市場は、50年代入り後において規模の拡大傾向を示しているが、欧米主要国と比較すると依然として今後の発達の余地を大きく残している。また、わが国の短期金融市場の問題点としては、金融機関債務に偏した構成となっていることや、日本銀行のオペレーション対象となるオープン市場が未発達であることを指摘しうる。

したがって、今後のわが国の短期金融市場については、その規模を一段と拡大するとともに、金利機能を活用した金融政策を円滑に実施しうる場として整備していくことが必要である。また、そうした短期金融市場の拡充・整備が円に対する需要を増加させ、為替レートの円高基調での安定化に資することが期待される。これらの観点からすれば、政府短期証券(TB)や短期国債といった政府債務の市場発達が望まれるところである。

2. 次に短期金融市場における金利決定メカニズムをみると、日本銀行は公定歩合政策の効果に加えて、金融機関の準備預金を調整する場であるコール・手形市場の需給コントロールを通じてインターバンク市場レートの決定に働きかけている。インターバンク市場レートのコントロールは、具体的には「準備預金の積み進捗率」調整というかたちで実施されている。この間、最近における短期金融市場の自由化諸措置の結果として、インターバンク市場とオープン市場との間での金利裁定が活発化し、インターバンク市場レートからオープン市場レートへの円滑な波及関係が観察される。

3. 以上のような最近における短期金融市場の変化を踏まえて、昨年10月下旬以降におけるインターバンク市場レートのいわゆる「高目放置」の影響を金融政策の波及経路という観点から整理すれば、オープン市場レート、長期債利回りとも迅速かつ大幅に上昇し、為替相場も急速に円高化するなど、今回の「高目放置」策は、短期間に所期の目的を達成したと評価できる。もっとも、「高目放置」に伴い金融機関貸出やマネーサプライが大幅に増加したことは、規制金利と自由金利が併存する下での金融政策の運営にとって新たな課題を投げかけるものであった。

〔目 次〕

はじめに

1. 最近における短期金融市場の拡大と市場構造の特徴

(短期金融市場の規模拡大とその背景)

(欧米主要国の短期金融市場との比較)

(短期金融市場拡充の必要性)

2. 短期金融市場における金利決定メカニズム

(インターバンク市場レートの決定メカニズム)

(短期金融市場間の金利裁定)

3. 金融政策の波及経路

—インターバンク市場レートのいわゆる「高目放置」の影響

(インターバンク市場レートのいわゆる「高目放置」とオープン市場レートへの波及)

(長期債利回りへの波及)

(為替レートの円高化)

(金融機関貸出およびマネーサプライの増加)

4. 金融市場調節の直面する課題

はじめに

最近におけるわが国の短期金融市場では、金融の自由化・国際化の流れを反映して新たな市場が創設されるとともに、全体としての規模拡大傾向が続いている。また、短期金融市場相互間の金利裁定取引が活発化し、日本銀行によるインターバンク市場金利のコントロールの効果が円滑に他市場に波及する環境が整備されつつある。こうしたなかで昨年10月下旬以降、ニューヨークG-5を受けた為替円高化を金融面からも支援すべく、いわゆる「高目放置」の市場調節が実施されたが、この過程において短期金融市場の質・量両面にわたる拡充の下での金利機能を通ずる金融政策の効果が改めて確認されると同時に、現段階における幾つかの問題点も明らかとなっている。

本稿は、こうした最近における短期金融市場と金融調節の動向について整理・検討したものである。1.では、わが国の短期金融市場の発達の程度を欧米主要国との対比で検討し、併せて今後の進むべき方向を展望する。2.では、インターバンク市場においてどのようなかたちで金利が決定されているのか、またオープン市場への金利波及はどの程度円滑なのかについて分析する。3.では、いわゆる「高目放置」を例にとりあげ、新たな環境の下での金融政策の波及経路について整理する。

1. 最近における短期金融市場の拡大と市場構造の特徴

(短期金融市場の規模拡大とその背景)

短期金融市場を①広範な市場参加者(金融機関中心であるが、市場によっては機関投資家、企業などを含む)を持ち、取引形態は市場型(相対型と対比)、②金利が自由に変動、③取引期間が1年未満、という3つの条件を充たす資金取引の場として定義^(注1)すれば、わが国における円建の短期金融市場としては、現在のところ、コール市場、手形市場、円転市場、債券現先市場、CD市場、TB市場、BA市場^(注2)および短期国債市場^(注3)の8つの市場が存在するといえよう。

このように定義したわが国の短期金融市場の構成および規模の推移をみると(第1図)、昭和40年代までは、金融機関の準備預金過不足を調節する場としてのコール・手形市場が圧倒的なウエイトを占めており、そのほかには主として証券会社の在庫金融の場である比較的小規模な債券現先市場が存在するにすぎなかった。この結果、短期金融市場の規模をその残高の対名目GNP比率でも、44~49年平均で4.5%にとどまっていた。50年代入り後の動きをみると(第1表)、まず54年5月にCD市場が創設され、それ以降発行枠が拡大されるにつれて市場規模が順調な拡大を遂げている。また、外為銀行の円転枠も55年12月の新外為法への移行を契機として漸次拡大されてきたが、59年6月には円転規制自体が撤廃

(注1)「短期金融市場(マネー・マーケット)」として何を含めるかは国、時期によって異なり、必ずしも一義的に定まるものではないが、ここでは最近における欧米主要国と相互に比較しうるようなかたちで定義した。

わが国では、従来において短期金融市場の中に自由金利の預金性商品(外貨預金、非居住者円預金<付利自由化分>など)を含めることが多かったが、これらの商品は、上記①の条件を充足しないと考えられることから、ここでは短期金融市場から除外している。なお、現行のCDは金融機関の「預金」として構成されているが、①制約されたかたち(指名債権譲渡方式)とはいえ譲渡性が付与され、現実にも流通市場が存在するなど通常の預金とは区別されると考えられること、②欧米主要国でもCDが短期金融市場商品に含まれていること、を考慮して、あえて除外しなかった。

また、ここでは円建市場を考えているため、ドル・コール市場を除外しているほか、海外発行のCP・CD市場も除外している。

(注2)円建BA市場は、60年6月に創設されたが、その残高は最近時点(61年1月末)で238億円と短期金融市場の中では小さなウエイトにとどまっている。当初同市場の中心となることが期待されていた直ハネ手形についても、石油、商社等の大口借り手にとっては、①銀行の要求するスプレッド、②印紙税負担を勘案すると、他の資金調達手段(例えば当座借越方式での市場金利連動型借入)と比べて不利なため、市場への持込みは限定されたものにすぎない。

(注3)短期国債は本年2月に公募入札方式により初めて発行された。その内容は、①割引債方式、②期間6か月以内、③最低発行単位1億円、④販売対象を国(資金運用部など政府機関)または法人に限定、となっている。

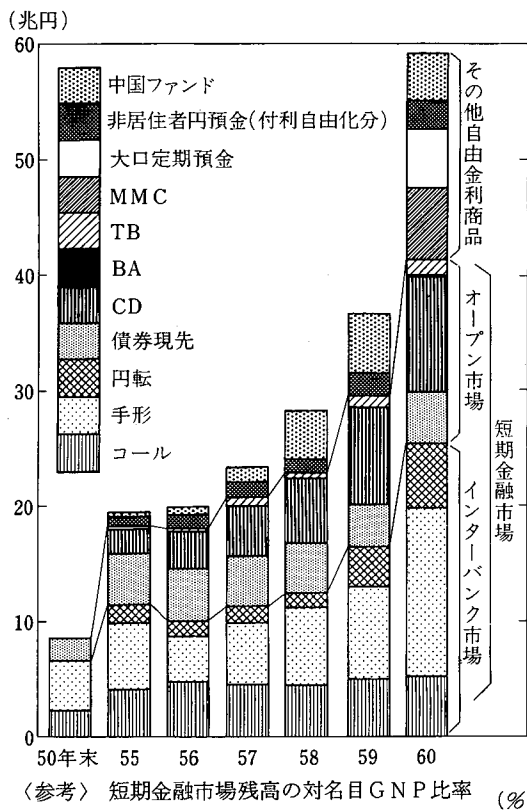
(第1表)

短期金融市場における主な自由化措置等

	インターバンク市場	オープン市場	その他
51年		(3月)現先取引認知	
52年			(4~10月)国債の流動化
53年	(6月)〈市場の弾力化Ⅰ〉 ・コール・レート建値弾力化 ・買入後1か月経過手形の転 売容認(自由レート) (10~11月)〈市場の弾力化Ⅱ〉 ・7日物コール(自由レート) 新設 ・1か月物手形(自由レート) 新設 ・3山越手形レート自由化		(6月)入札方式による中期国債 発行 (〃)日銀、入札方式による国 債買オペ開始
54年	(4月)〈市場の弾力化Ⅲ〉 ・コール・レート建値廃止 (レート自由化) ・2~6日物コール新設 (10月)〈市場の弾力化Ⅳ〉 ・2山越手形レート自由化	(5月)CD発行開始 (〃)非居住者の現先取引自由 化	(2月)非居住者による国内債券 取得規制を全廃 (6月)本邦為銀の短期インパ クトローン容認 (12月)低価法・原価法の選択を 認可
55年	(5月)〈市場の弾力化Ⅴ〉 ・手形を山越方式から応答日 を基準とする順月方式に変 更 (11月)大手証券会社のコール・ マネー取入容認	(4月)都銀の売現先自由化	(1月)中国ファンド発売 (3月)海外公的機関の円預金金 利自由化 (12月)新外為法施行 (〃)居住者外貨預金、インパ クトローン自由化
56年	(12月)中堅証券会社のコール・ マネー取入容認(大手の取入枠 拡大)	(5月)日銀、TBの市中売却開 始	
57年			(4月)新銀行法施行 (〃)改正証取法施行
58年			(4月)長期国債の窓販開始 (6月)非居住者向け短期ユーロ 円貸付解禁 (10月)中期国債の窓販開始
59年	(6月)円転規制撤廃	(1月)CD小口化(5→3億円) (12月)ユーロ円CD発行解禁	(4月)海外CP・CD取扱開始 (6月)金融機関の公共債デー リング開始 (〃)居住者向け短期ユーロ円 貸付自由化 (〃)日銀、小口ロットによる 機動的国債買オペ開始
60年	(6月)5~6か月物手形新設 (7月)コール無担取引開始 (8月)2~3週間物コール新設	(4月)CD小口化(3→1億円)、 短期化(3→1か月) (6月)円建BA市場創設 (〃)CD流通市場に証券会社 参入	(3月)MMC発行開始 (4月)非居住者向け中長期ユー ロ円貸付解禁 (6月)金融機関の公共債デー リング拡大(行数、対象銘柄等) (8月)FFF(大口公社債投信) 発売 (10月)大口定期預金金利自由化
61年		(1月)日銀、TBの現先オペを 開始 (2月)入札方式による短期国債 発行	

され、以後円転残高が急速に増加している。さらに56年5月以降、日本銀行の保有する政府短期証券(TB)の対市中売却が開始され、その売却頻度および売却金

〔第1図〕
わが国の短期金融市場(円建)残高の推移



昭和44~49年平均	50年	55	56	57	58	59	60
4.5	5.8	7.6	7.0	8.1	8.1	9.9	12.9

(注) T B は年中平残値を使用。

社は預金金融機関の競争相手として登場してきたことである。このことは金融機関、証券会社相互間およびそれぞれの内部での競争激化を通じ、新商品の開発を促した。ちなみに、金融機関にとってCD市場の創設は、証券会社の主導下にある現先市場の拡大に対抗する意味を持つものであった^(注4)。第2点は、55年の外為新法への移行、さらには59年の「日米円ドル委員会報告書」に伴う一連の規制緩和措置を通じて内外の金融・資本市場間での資金移動が活発化したことである。上述した円転市場の急速な拡大に示されるように、そうした「国際化」の影

額は漸次拡大の方向にある。このように50年代入り後は、幾つもの新たな市場が生まれるとともに、既存の市場のうちでも、手形市場が、後述する市場活性化努力の奏功もあって残高増加傾向をたどっていることなどから、短期金融市場の規模は順調に拡大し(50年末8.6兆円→60年末41.3兆円)、その対名目GNP比率も目立って上昇している(同5.8%→12.9%)。

さて、短期金融市場の規模が、50年代入り後、拡大傾向をたどっている背景としては、次の4点を指摘できよう。まず、第1点は、50年代入り後における国債の大量発行と、いわゆる「国債流動化」(引受シ団加盟金融機関による保有国債の対市中売却の漸進的緩和)に伴い自由金利の国債流通市場が発達し、それにつれて証券会

(注4) 金融機関のCD市場創設に対抗して証券会社は55年1月に中国ファンドを創設、それに対抗して金融機関が60年3月にMMCを創設するなど、金融機関と証券会社との間で自由金利商品の開発競争が展開されている。こうした金融機関と証券会社との間での競争は、短期金融市場の拡大にとってのみならず、自由金利市場全体の拡大にとっても大きな役割を果たしているといえよう(前掲第1図)。

響が資本市場のみならず、短期金融市場にも及んだことは当然の結果といえよう。第3点は、資金運用サイドで、企業部門の資金不足幅が経済の安定成長期入りとともに急速に縮小し(資金不足幅の対名目GNP比率49年8.6%→59年2.1%)、それにつれて大企業を中心に余資運用が活発化したことである。CD市場、現先市場などのいわゆるオープン市場(金融機関以外の取引主体も参加しうる市場)の拡大を支えたのは事業法人を中心とした(一部の地方公共団体や官庁共済組合なども加わった)いわゆる「財テク」ブームであるといえよう。第4点は、金融の自由化・国際化に対応してインターバンク市場(原則として金融機関のみが参加しうる市場)の自由化が実施されたことである(前掲第1表)。日本銀行は、53年以降においてインターバンク市場であるコール・手形市場の自由化(およびオープン市場との間での金利裁定取引自由化)を提唱し、その下で市場関係者によって様々な自由化措置が漸次実施に移されてきた(例えば、「建値制」の撤廃、市場商品の期日多様化、無担保コール取引の導入、金融機関に対する現先取引自由化、証券会社のインターバンク市場参加容認など)。50年代後半以降、オープン市場と並行するかたちでインターバンク市場が規模を拡大させているのは、こうした一連の自由化措置に伴う市場の活性化による面が大きいと考えられる。

(欧米主要国の短期金融市場との比較)

わが国の短期金融市場は、昭和50年代入り後において規模拡大傾向を示しているが、最近時点において欧米主要国(ここでは、米国、英国、西独)の短期金融市場と比較すると、次のような3つの特徴(ないしは問題点)を指摘できる。

まず、第1の特徴は、各国の金融経済に占める短期金融市場のウエイトという点で、わが国は、米国、英国、西独のいずれに対してもなおかなり見劣りすることである(第2表)。すなわち、短期金融市場残高の対名目GNP比率をみると、最近時点(昭和60年6月末)でも、わが国(11.8%)は、米国(30.6%)、英国(25.9%)よりもはるかに小さく、西独(12.9%)を幾分下回っている。また、対金融資産残高比率(58年末、英国のみ57年末)をみると、わが国の水準(2.7%)は、米国(12.8%)、英国(9.5%)、西独(8.1%)を大きく下回っており、さらに対公社債残高比率(60年6月末)でも、わが国(15.1%)と各国(米国52.4%、英国57.6%、西独29.7%)との間には大きな差のあることが看取されよう。

第2の特徴は、わが国の短期金融市場では資金調達面における金融機関のシェアが、従来から圧倒的に高く、最近の市場規模拡大の中でも、そうした金融機関債務中心型の市場構造にほとんど変化のうかがわれないことである(第2図)。ち

(第2表)

海外主要国の短期金融市場との比較(シャド一部分は有担取引)

(昭和60年6月末時点残高(注1))

(単位・兆円)

		米 国	英 国	西 独	日 本
インターバンク市場		(注2) FF, RPs 37.09	コール 2.65 インター バンク預金 16.17	コール 17.44	コール 6.71 手形 9.72 円転 4.47
オープン 市 場	中央銀行 のオベ 対象市場	T B 95.07	手形 6.15 T B 0.42	B A 0.85 T B 0.96	B A 0.06 T B (注3) 1.54
	そ の 他	(注4) C D等 81.36 C P 63.38 B A 17.02	ポンド建 C D 3.71		債券現先 3.71 C D 10.93
合 計		293.92	29.10	19.25	37.13
名目GNP比(%)		30.6	25.9	12.9	11.8
金融資産比(%)		<58年末> 12.8	<57年末> 9.5	<58年末> 8.1	<58年末> 2.7
(注5) 公社債残高比(%)		52.4	57.6	29.7	15.1

(注1) 円換算は昭和60年6月末の為替相場を使用。

(注2) 統計上の制約からRPs(オープン市場)とFF(インターバンク市場)の合計として表示。

なお、RPsは有担取引かつ中央銀行のオベ対象市場。

(注3) 60年1～6月中平残値を使用。

(注4) 統計上の制約から大口定期預金(1010万ドル以上)を使用。

(注5) 米国は(国債+事業債)残高比、英国は国債残高比。

(資料) 各国統計

なみに、短期金融市場からの資金調達に占める金融機関のシェアは55年末の81.3%から60年末の82.7%へと幾分上昇している(注5)。欧米各国の短期金融市場について同様なかたちで主体別の資金調達構造の分析を行うことは、データ面の制約から困難であるが、米国においては、政府債務であるTBや企業債務であるCPが大きなシェアを持っていることを指摘できよう。なお、西独の場合は、金融機関債務であるコール市場が圧倒的であり、この点わが国と共通した面があるといえよう。

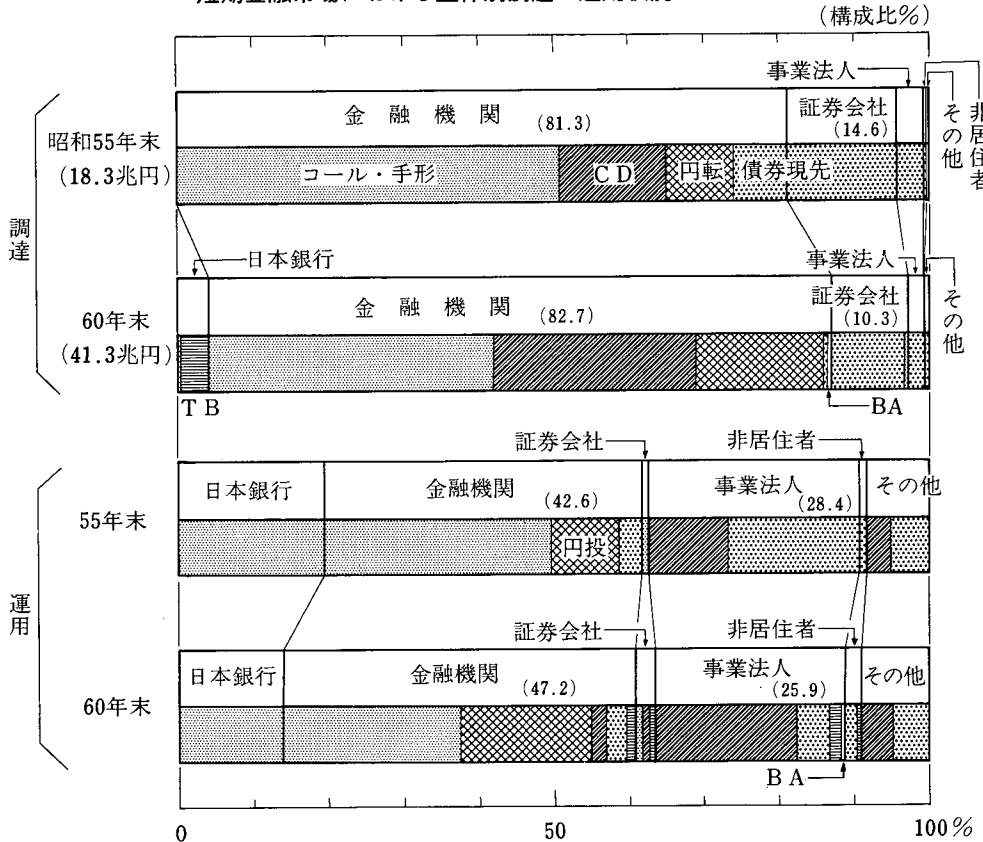
第3の特徴は、わが国ではオープン・マーケット・オペレーションの対象となる市場が未発達なことである(前掲第2表)。米国ではTB、RPs、英国では手形(BAを含む)、TB(注6)がそれぞれオープン・マーケット・オペレーションの対

(注5) 短期金融市場での運用について主体別構成比をみると、金融機関のシェア(60年末47.2%)が最も大きいものの、調達面におけるほど圧倒的ではない。また、事業法人がCDおよび現先への運用を中心として金融機関に次ぐシェアを有しているのが特徴的である(同25.9%)。

(注6) 英国では1981年8月以降、金融市場調節においてTBおよび手形(BAを含む)市場での公開市場操作に重点を置き、英蘭銀行貸出を通ずるルートを縮小している。

[第2図]

短期金融市場における主体別調達・運用状況



(注) 日本銀行にとって、調達は信用吸収、運用は信用供与を意味する。

象となっており、金融政策の運営上、重要な役割を果たしている。これに対して、わが国^(注7)と西独^(注8)は、オープン・マーケット・オペレーションの対象としてTB、BAを擁しているものの、いずれの市場も未発達な段階にとどまっ

(注7) わが国では、BA市場はオペ対象となっているものの、残高が僅少であり、オペを行いうる状態ではない。また、TB市場は、常時市中に残高が存在している訳ではなく、これまでのところ買オペを実施していない。

わが国のオープン市場としては、このほかにCD市場、現先市場が存在するが、オペ対象市場としては、次のような難点がある。まずCD市場は、金融機関の預金であり、無担保商品でもあることから、中央銀行の資産としてCDを保有することには問題がある。次に現先市場については取引対象の債券が様々であり均質性に欠けることや、有価証券取引税の存在により、短期の取引が割高となるほかレート計算が複雑であるなどの問題が存在する。なお、米国ではRPs(現先)市場が、FRBのオペレーション対象として活用されているが、これは取引対象債券のほとんどがTBであり、また有価証券取引税も課されないなど、わが国の現先市場と比べてオペレーション対象市場としての適格性を有しているためである。

(注8) 西独では、①TBの発行残高は少なく、市中でほとんど流通していない、②BAも西独連銀などから再割引を受けるためのもので、一種の制度金融として機能しているにすぎないなどいずれの市場も未発達である。

ている。

(短期金融市場拡充の必要性)

以上のようなわが国の短期金融市場の現状を踏まえて、今後の進むべき方向を検討してみると、まず第1に、短期金融市場の規模自体が一段と拡大していくことが望まれる。上述したようにわが国の短期金融市場は、実体経済活動(対名目GNP比率)や金融・資本市場全体の規模(対金融資産残高比率)に照らしてみると、米国および英国と比べてなお相当の拡大の余地があるといえよう。もとより、短期金融市場の「適正」規模について確たる目安が存在する訳ではないが、こうした基準でみたときのわが国短期金融市場の相対的な狭小さを、前述した構成主体の偏りとも併せて勘案すると、わが国の場合には短期金融市場の拡充により資金配分の効率性向上を実現する余地があると考えられよう。また、世界的な金融・資本市場の統合が進展する中で、わが国の短期金融市場をニューヨーク、ロンドンと十分に競争していけるマーケットに育てていくことは、わが国の金融機関等にとっての中長期的なビジネス・チャンスの拡大につながるのみならず、わが国金融市場に対する一段の国際化進展への要請に応える方途でもあろう。

なお、短期金融市場の拡大を進める過程で、その債務者構成の偏りを是正していくとの視点も必要であろう。この点に関してはまず金融商品としての均質性等の面ですぐれた政府短期証券(TB)や短期国債といった政府債務の市場拡充を図っていくことが基本となろう。また企業債務であるCP市場の創設をどう考えるかという問題もあるが、CP市場については、デフォルト・リスクに対処すべく、格付制度の充実など事前の十分なリスク対策との兼ね合いで検討していく必要があるほか、金融・証券間の全体としての規制緩和の一環として位置づけるべき問題であると考えられる。

第2に、短期金融市場が、金利機能を活用した金融政策を一層円滑に実施する場として整備されていくことが必要であろう。金融政策の基点は、いうまでもなく短期金融市場金利のコントロールであり、それが今後一層円滑に行われるためには、従来の金融調節の中心の場であるインターバンク市場に加えて、オープン市場の一段の整備・拡充が望まれる。ことに日本銀行がオペレーションを行うオープン市場の整備は今後の大きな課題といえよう。また、金利機能を活用した金融政策の観点からすれば、長短金融・資本市場がバランスのとれた発達を遂げていくことも求められる。わが国においては昭和50年代入り後、国債を中心

とした公社債市場が急速に拡大した一方、短期金融市場は相対的にみて未発達（対公社債残高比率は欧米主要国と比べて低水準）であり、これが最近における長期債の短期売買活発化（長期債市場の短期市場化）をもたらしている一因とも考えられる^(注9)。こうした点にかんがみれば、今後短期金融市場の整備・拡充を進めることが、長短市場相互間のバランス回復を通じて、金融政策の波及経路の安定化につながることを期待されよう。

第3に、非居住者にとって魅力のある円建金融資産を提供することによって、円に対する需要を増加させ、為替レートの円高基調での安定化を図るという視点も重要であろう。大幅な経常収支黒字の累積と貿易摩擦の深刻化というかたちでの対外不均衡問題への対応が、わが国の直面する切実な政策課題であることはいうまでもなく、その主たる対応策の一つとして為替レートの円高基調での安定化が求められている訳であるが^(注10)、短期金融市場の整備・拡充は、円資産に対する需要の上方シフトというかたちで少なくとも中長期的には、為替レートのこうしたあり方に寄与するものと期待される。

さて、わが国の短期金融市場が今後において、以上のような方向で整備・拡充されていくためには、様々な条件の充足が必要となろう。すなわち、まず何よりも政府短期証券(TB)および短期国債の市場を育成することが必要であろう。これらの政府債務は、①信用度の高さ(デフォルト・リスクなし)、②市場性の高さ(発行ロットが大きい)などからみて、短期金融市場の中核となるにふさわしい金融商品であり、わが国短期金融市場の規模拡大、日本銀行のオペレーション対象となりうるオープン市場の整備、非居住者に対する魅力ある円建資産の提供といういずれの目的にも資するものと考えられる。次に短期金融市場商品に関する税制について、国際的な慣行とも比較考量しながら今後ともいろいろな角度から検討を加えていくことが必要であろう。現在のわが国の税制は、①利子所得の源泉課税や、②有価証券取引税が存在するなど、欧米主要国と比較して幾つかの相違点があり、その結果として非居住者による対日投資について抑制的に働いている面があると考えられるが、わが国の短期金融市場を今後国際的なマネー・マーケットとして発展させていくためには、税制上のそうした相違点について如何にして新しい調和を見出していくかがますます重要な課題となってきたといえ

(注9) 調査月報60年9月号論文「債券流通市場の構造変化と長期債利回りの低下について」を参照。

(注10) 調査月報60年7月号論文「対外不均衡について」を参照。

(第3表)

短期金融市場等に関する税制の国際比較

		米 国	英 国	西 独	日 本
利子に対する課税	居住者	総合課税(源泉徴収なし)。	総合課税(源泉徴収は、債券利子に対し30%、預金利息に対し25.25%)。ただし、大蔵省等が指定する一部公社債については源泉徴収なし。	総合課税(公社債のうち転換社債、利益配当付社債等の一部に対してのみ25%の源泉徴収)。預金利息については源泉徴収なし。	債券利子、預金利息に対しては、源泉分離課税(35%)、または総合課税(源泉徴収20%)。
	非居住者	非課税(59年7月、非居住者保有公社債の債券利子に対する30%の源泉課税を撤廃)。	同上(指定公社債は非課税)。	非課税(60年1月、非居住者の投資収益にかかるクーポン税を撤廃)。	源泉課税(20%)。
有価証券取引税(債券)		なし。	なし。	資本流通税として公共債に対して0.1%、事業債に対して0.25%の課税。ただし、業者間取引については非課税(業者一顧客間取引は顧客負担、顧客間取引では双方の連帯負担)。	(注1) 国債に対して0.03% (譲渡者が証券会社または銀行の商品勘定である場合は0.01%)、国債以外の債券に対して0.045% (同0.015%)の課税(いずれも売り手の負担)。
TB及び短期国債の償還益に対する課税		総合課税(源泉徴収なし)。	総合課税(源泉徴収なし)。	総合課税(源泉徴収なし)。	61年1月以降、16%の源泉課税。(注2)

(注1) ただし、政府短期証券、短期国債は非課税扱い。

(注2) ただし、振込債の法人保有分は申告期に通り税額控除(非課税法人保有分は償還時に通り税額還付)。

よう(第3表)^(注11)。最後に短期金融市場の有担原則について触れておきたい。わが国の短期金融市場においては信用秩序維持の観点から、かねてより有担原則が貫かれてきているが、既に無担保のCD市場および円転市場(ユーロ円取引)が拡大傾向にあり、そうしたなかでコール市場においても60年7月以降一部無担保コール取引が開始された。また、同年10月からは、インターバンク預金(無担保)の金利自由化が実施されている。一方、欧米主要国においては、例えば米国では有

(注11) 短期国債の税制については、①有価証券取引税は非課税扱いとされたものの、②償還差益に対しては源泉課税(16%)を適用する(ただし、振込債を利用した法人保有の場合に限り、例外的に通り税額控除を認める)扱いとなった。なお、政府短期証券については、従来は償還差益に対する源泉徴収不適用となっていたが、本年1月以降短期国債と平仄を合わせるかたちで源泉徴収適用扱いとなった。

担保のTB、RPs、BA市場の拡大と並行して、無担保のFF、CD、CP市場が発達しているし、英国でもコール、手形、TBなどの有担保市場に加えて、インターバンク預金、CDなどの無担保市場が拡大している(前掲第2表)。また、これらの国では無担保取引の拡大に対して様々なリスク回避策が講じられている。わが国の短期金融市場においては、今後とも有担原則を基本的には維持していくことが必要と考えられるものの、市場参加者のニーズ如何により無担保取引の拡大にも適切に対処していかなければならない。この場合、例えばクレジット・ラインの設定などリスク回避策の整備に努めていくことが肝要である。

2. 短期金融市場における金利決定メカニズム

(インターバンク市場レートの決定メカニズム)

このように短期金融市場の拡大が進んだ下での市場金利形成面の変化をみるため、まず従来からのインターバンク市場レートの決定メカニズムを改めて整理してみよう。わが国における金融政策運営上の操作変数(operating variable)は、コール・手形レートであるが、日本銀行は、コール・手形市場における日々の金融調節を通じて、次のようなかたちでコール・手形レートをコントロールしている。

個々の金融機関は準備預金制度(昭和32年「準備預金制度に関する法律」)の下で、当月の預金等平残に対して一定の預金準備率を乗じて得られる法定準備額(積み所要額)を準備預金の「積み期間」(当該月の16日から翌月15日までの1か月間)に平均残高として積み立てるよう義務づけられている^(注12)。ここで、個々の金融機関の準備預金は、金融機関相互間の資金決済(手形交換戻など)によって変動するが、金融機関全体としての準備預金残高についてみると、そうした金融機関相互間の資金決済は相殺される結果、準備預金残高は、①金融機関と企業・個人等の間での現金の流出入(すなわち、日本銀行券の流出入)、②政府と企業・個人等の間での資金の受払(すなわち、財政資金の受払)、③金融機関に対する日本銀行の信用供与・吸収によって変化することとなる。この関係をフロー・ベースで表現すると、

$$\begin{aligned}
 \text{〔A〕 準備預金増加} &= \text{① 日本銀行券還流} + \text{② 財政資金支払} \\
 \text{(減少)} &\quad \text{(流出)} \quad \text{(受取)} \\
 &+ \text{③ 日本銀行信用供与} \\
 &\quad \text{(吸収)}
 \end{aligned}$$

となる^(注13)。日本銀行は、①と②の合計を「資金過不足」と呼んでいるが、「資金不足」(=日本銀行券流出+財政受取)の大きい時には、金融市場の需給が引締まり、逆に「資金余剰」(=日本銀行券還流+財政支払)の大きい時には緩和するという関係にある。これは、金融機関に対する日本銀行の信用供与・吸収が不変とすれば、前者は準備預金の減少に、逆に後者は準備預金の増加につながるためである。

日本銀行は、金融市場全体の「資金過不足」の動向をにらみながら、金融機関に対する日々の信用供与・吸収量を調節することにより準備預金の総量を操作することを通じて、個々の金融機関にとっての準備預金の調整の場であるコール・手形市場の需給に影響を及ぼし、コール・手形レートをコントロールしている。ここで、日本銀行は、準備預金の「積み立て期間」中を通じてみれば、事後的(ex post)には、金融機関の実際の準備預金平残が、法定準備額平残にほぼ等しくなるように金融機関に対する信用供与・吸収量を調節している(すなわち、日本銀行の信用調節は、事後的にみると金融市場の「資金過不足」を相殺するように受動的なかたちで行われている、第3図)^(注14)。しかしながら、事前的(ex ante)にみると、日本銀行は「準備預金の積みの進捗率」^(注15)を調整することにより、[A]式で示される準備預金市場の需給に能動的に働きかけ、コール・手形レートをコントロールしている訳である^(注16)。すなわち、コール・手形レートを上げたい場合には、金融市場での「資金不足(余剰)」に対する信用供与(吸収)を市場に参

(注12) わが国の準備預金の積み立て式は、「後積み方式」と「同時積み方式」の混合形態として理解されよう。

(注13) [A]式は以下のように導出される。まず、日本銀行の単純化されたバランス・シートは下表のとおりである。

資 産	負 債
① 貸 出	⑤ 銀行券
② 買入・売出(△)手形	⑥ 金融機関からの預り金(準備預金)
③ 国 債	⑦ 政府預金
④ 海外資産	

したがって、日本銀行のバランス・シート制約式により

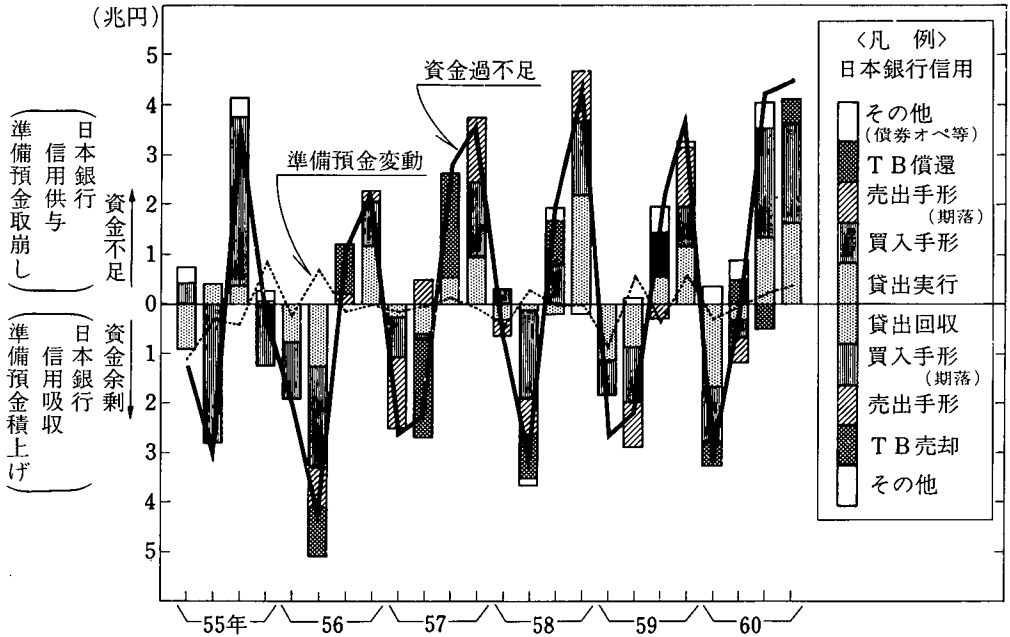
準備預金 = 銀行券 - 政府預金 + (貸出 + 買入・売出(△)手形 + 国債 + 海外資産)
 という関係が成立するが、これをフロー・ベースに直したものが[A]式である。なお、[A]式においては、金融機関の準備預金の増減につながる取引のみがとりあげられており、その他の取引(例えば日本銀行の対政府取引)は捨象されている。

(注14) わが国の金融機関は準備預金の「積み期間」中を通じてみれば、ほとんど過剰準備を保有していない。

(注15) 「準備預金の積みの進捗率」とは、実際の準備預金残高(累積値)を当該「積み立て期間」中の「積み所要額」(積数)で除したものをいう。「積み所要額」に対して「積み立て期間」(30日)中毎日均等に積み立てていく場合には、「積み進捗率」は1日当たり3.3%ということになる。

〔第3図〕

「資金過不足」と日本銀行の金融調節（四半期中、フローベース）



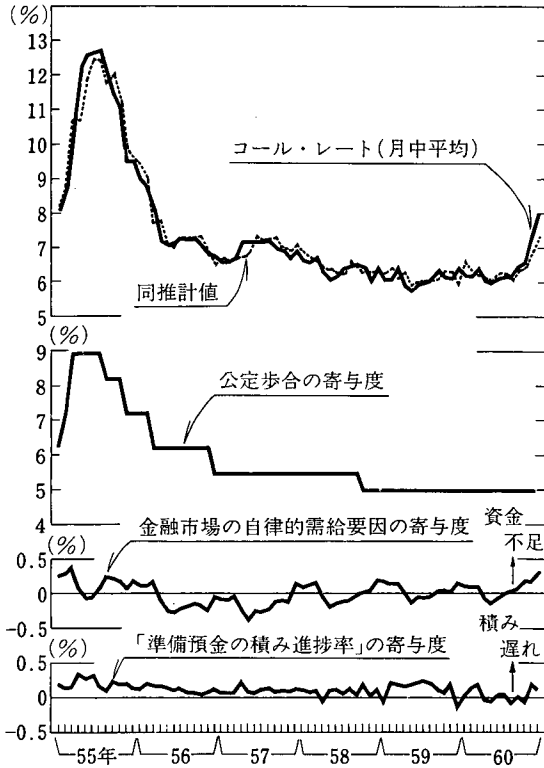
加している金融機関が予想しているよりも少な目(多目)に行うことによって「準備預金の積み進捗率」の経路を金融機関の想定する経路よりも遅らせ、コール・手形市場での金融機関(ことに取り手の中心である都市銀行)の資金取入れ需要を増加させるという方式である。逆に、コール・手形レートを引下げたい場合には「準備預金の積み進捗率」を早めるよう信用調節を行うことになる。

コール・手形レートの決定については、上記のような「準備預金の積み進捗率」の調整を通じた事前的な需給調整メカニズムと並んで公定歩合操作の効果が重要である。公定歩合の変更は、日本銀行の政策スタンスの変更を一般に公示する役割を果たすとともに、金融市場においては需給調節態度の基調的な変化の契機をなすものと理解されよう。公定歩合が、従来わが国の規制金利体系の基準レートとして預金金利や貸出金利の決定に直接の関係をもって果たしてきた役割は、今後それら金利の自由化ないしは市場金利連動化につれて、後退せざるを得ないと考えられるものの、公定歩合の預金金利や貸出金利への影響力は上記のとおりインターバンク市場金利を中心とする短期金融市場金利のコントロールを通

(注16) [A] 式は、欧米流に言えばハイ・パワード・マネーの需給均衡式にほかならない。ただし、欧米諸国においては、[A] 式の均衡は、主として金融機関の準備預金(なかならず超過準備)の調整によって達成されると考えられており、上述したわが国のインターバンク市場金利の決定メカニズムとは多少性格を異にしている。

〔第4図〕

コール・レートの決定要因



<推計式>

$$\begin{aligned} \text{コール・レート(無条件物、月中平均)} \\ &= 0.995 \times (\text{公定歩合}) \\ &\quad (8.4) \\ &- 0.163 \times (\text{金融市場の自律的需給要因} \times \text{金融機関} \\ &\quad (2.7) \quad \text{の自己準備}^{(注1)} / \text{準備預金} >) \\ &- 0.029 \times (\text{準備預金の積み進捗率})^{(注2)} + 1.57 \\ &\quad (2.8) \quad (2.0) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.969 \quad D. W. = 1.47$$

$$S. E. = 0.31 \quad () \text{内は } t \text{ 値}$$

計測期間：55/1月～60/12月、コ克蘭・オーカ
ット法により計測 ($\rho = 0.91$)

- (注) 1. 金融機関の「自己準備」=準備預金-日本銀行のネット信用供与残高(除く国債買オペ残高)。
(注) 2. 都市銀行ベース。積み進捗率は標準型(毎日同額積み立てのルート)からの乖離。計算方法については第7図の(注2)を参照。

ずるかたちで確保されよう。

以上の検討を踏まえて、日本銀行の日々の金融市場調節スタンスが端的に反映されるコール・レートについて、①「準備預金の積み進捗率」(都市銀行ベース)、②公定歩合、③金融市場の自律的な需給要因(金融機関の「自己準備」対準備預金比率)^(注17)の3変数によって説明する関数を計測してみると比較的良好な結果が得られる(第4図)。この計測結果は、コール・レートの決定において公定歩合の影響力が圧倒的に大きいものの、金融市場での自律的な需給変化および日本銀行による「準備預金の積み進捗率」の調整が、コール・レートの決定に有意な影響を及ぼしていることを示唆するものといえよう。

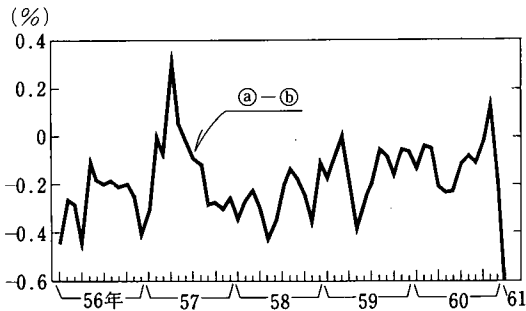
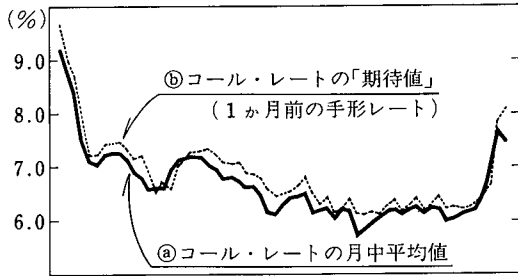
(短期金融市場間の金利裁定)

これまでインターバンク市場レートが全体としてどのようなメカニズムで決定されるのかを検討したが、次にインターバンク市場内部におけるコール・レートと手形レートとの間、およびインターバンク市場レートとオープン市場レートとの間での金利裁定につい

(注17) 金融機関の「自己準備」は、準備預金から日本銀行のネット信用供与残高(ただし、国債買オペ調整後)を除いたものであり、これは[A]式から理解されるように、日本銀行券と財政資金の動き(すなわち金融市場の「資金過不足」と概ね一致するものである)。

〔第5図〕

コール・レートと手形レートの関係



(注) コール・レートの月中平均値は日足レートの1か月単純移動平均。

て、それぞれ検討する。

まず、コール・レートと手形レート(1～6か月)の間には、基本的には金利の期間構造に関する「期待理論」の想定するような関係、つまり、現時点における手形レートは、その満期までの期間中におけるコール・レートの予想値平均に一致するという関係が成立すると考えられる。ちなみに、50年代後半におけるコール・レート(無条件物、月中平均値)の現実値と、ここで想定した関係を前提として前期の手形レート(1か月物)から推計されるコール・レートの期待値とを対比してみると、両者

が似通った動きをしていることがわかる(第5図)。もっとも、両者の間の乖離は時として大きくなる場合があるが、これはインターバンク市場において市場関係者の予期せざる変化が生じ、コール・レートが振れた場合と理解されよう。現に両者の間の乖離幅が大きくなっているのは、公定歩合の変更(56年3、12月、58年10月、61年1月)、短期金利のいわゆる「高目誘導」(57年3月)、同いわゆる「高目放置」(60年10月)などの時期に一致することが看取されよう^(注18)。

次に、インターバンク市場レートとオープン市場レートとの間での金利裁定関係をみると、債券現先レートとの関係については53年10月以降、都市銀行の現先取引が段階的に自由化されたほか、55年11月から証券会社のコール市場参入が容認されたこと(前掲第1表)などから、インターバンク市場金利との間での金利裁定が活発化している。ちなみに、手形レートと現先レートとの間での相関係数は、50年代前半の0.35から50年代後半以降の0.93へと高まっている(第4表)。また、CDレートについては、金融機関にとって手形売却とCD発行とが相互に極めて

(注18) 市場関係者にとっての予期せざる変化のためにコール・レートが振れる場合としては、このほかにも例えば税収や国債発行額の変化に伴う金融市場での「資金過不足」の振れなどを指摘できよう。

(第4表)

インターバンク市場金利とオープン市場金利間の金利裁定

インターバンク市場	オープン市場	計測期間	相関係数
手形レート (3か月物)	現先レート (3か月物)	50/1月~54/12月	0.3547
		55/1月~60/12月	0.9331
	C D発行レート (全銀ベース、90日~120日未満)	55/1月~60/12月	0.8325

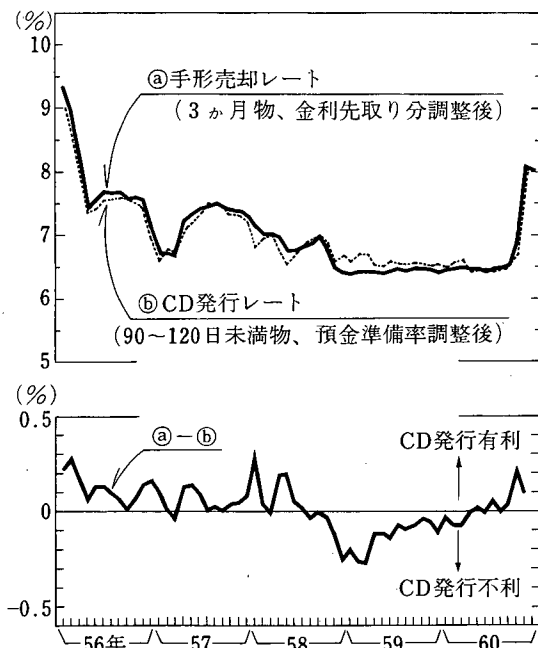
(参考) オープン市場金利間の裁定

オープン市場		計測期間	相関係数
現先レート (3か月物)	C D発行レート (全銀ベース、90日~120日未満)	55/1月~60/12月	0.8944

(注) 各金利の月中平均値の前月との差同士の相関係数を計測。

[第6図]

手形売却レートとC D発行レートの推移



代替性の高い資金調達手段であることから、金融機関の資金調達面での金利裁定行動を介して、インターバンク市場金利との連動関係が概ね維持されている(第6図)^(注19)。ちなみに、手形レートとC Dレートとの間での相関係数は50年代後半以降で0.83である。

このように、短期金融市場を構成する様々な市場間で金利裁定が活発に行われることが、金利機能を活用した金融政策が円滑に運営されるための基本的条件であり、その意味でも短期金融市場の発展が望ましい訳である。この点に関連して、従来においてはインター

バンク市場レートとオープン市場レートの乖離が時としてみられたが、今後両市場間での裁定が一層活発化することを前提としても、期間を含めた商品の性格や市場参加者の相違等から、「期待」の振れが大きい時期には、将来ともこうした乖離が拡大する可能性を否定し難い。しかも、日本銀行の政策スタンスが変わろうとする時期にこそ「期待」の振れが大きくなりがちであるとすれば、そうした事態に対処するためには、やはり日本銀行が直接的にオペレーションを行いうる

オープン市場を整備・拡充していくことが必要と考えられる。

3. 金融政策の波及経路

——インターバンク市場レートのいわゆる「高目放置」の影響

昭和60年9月下旬、ニューヨークでの5か国蔵相・中央銀行総裁会議(G-5)において、為替レートの変動が各国のいわゆるファンダメンタルズをよりよく反映したものとなるべきだとの基本的な考え方にに基づき、為替相場の状況に応じて各国通貨当局が協調介入を行うとともに、基本的な経済政策の面においても各国が協調的な行動をとっていくことで合意がなされた。日本銀行は、そうしたニューヨークG-5での合意に基づいて為替市場での協調介入(ドル売り円買い)を実施した。また、10月下旬以降は、インターバンク市場において金利のいわゆる「高目放置」を実行した。以下では、そうしたインターバンク市場レートの「高目放置」がこれまでみてきたような短期金融市場の変容の下で、わが国の金融・資本市場全体にどのような影響を及ぼしたのかについて、金融政策の波及経路という観点から検討・整理する。なお、日本銀行が57年に為替レートの円安化対策として実施したインターバンク市場レートのいわゆる「高目誘導」の経験についても併せて整理しておく(注20)。

(インターバンク市場レートのいわゆる「高目放置」とオープン市場レートへの波及)

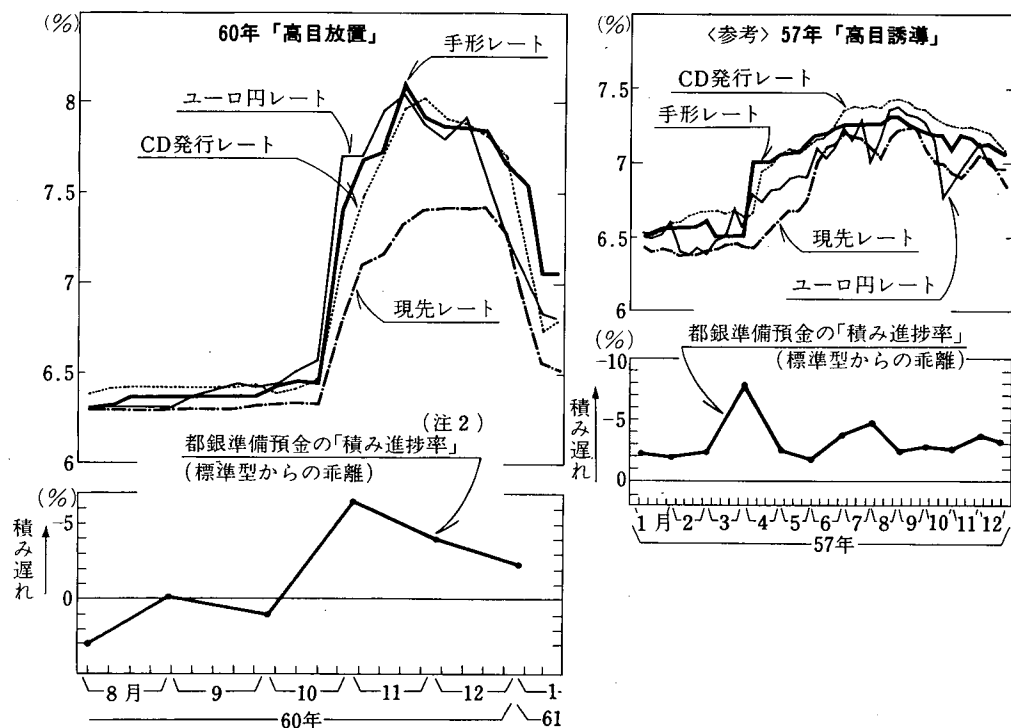
昨年10月下旬におけるインターバンク市場では、財政資金の揚げ増加や都市銀行等の資金ポジションの悪化に加えて外為市場でのドル売り介入に伴う資金吸収もあり、需給状態は引締まり気味に推移していた。また、年末の資金繰り繁忙期を控えて、目先の金利先高観が底流していたが、日本銀行はそうした自律的な需給引締まりに伴う金利上昇圧力を容認するかたちでのきつ目の市場調節を行った。その結果、インターバンク市場レートは、①準備預金の「積み進捗率」の遅

(注19) 手形売却レート(金利先取り分調整後)とCD発行レート(準備預金率調整後)とを比較してみると、58年末から59年前半にかけて両者は大幅に乖離したが、これは都市銀行を中心とした預金競争の手段としてCDが使われたため、CD発行レートが上昇したことによるものと考えられる。

もっとも、こうしたCDレートと手形レートとの乖離は、最近になって縮小傾向にあるが、これは、CDの流通市場拡大(ことに60年6月の証券会社の市場参入)につれて、金融機関によるCD発行が対顧客ベース(貸出等の取引を勘案したサービスレート)から、対流通業者ベースへ徐々に変わってきていることによる面が大きい。ちなみに、CDのディーラー向け発行は60年6月以降急増している(ディーラー向け発行残高のシェア、60/3月末27.1%→60/12月末50.1%)。

(注20) 57年の「高目誘導」については調査月報58年5月号論文「昭和57年の金融および経済の動向」を参照。

〔第7図〕

短期金融市場金利の推移^(注1) (3か月物)

(注1) 各レートは、日本銀行のCD発行レート調査に基づく、週間または句中平均レート。

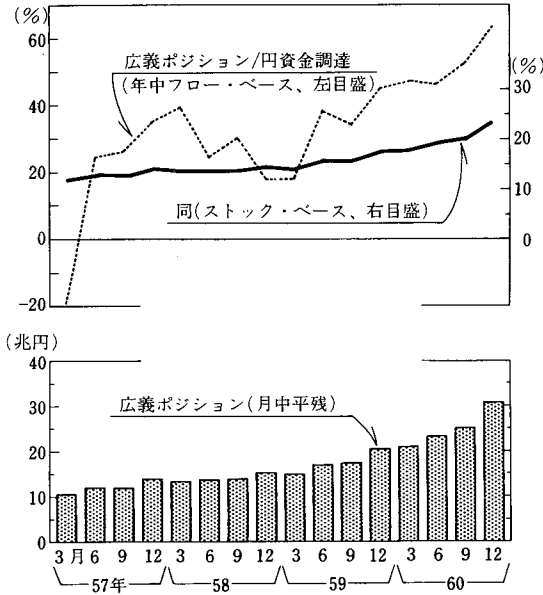
(注2) 積み立て期間中(当月16日～翌月15日)につき、毎日所要準備額を同額ずつ積み立てる標準型(積み立て期間が30日のケースでは、1日の積み進捗率は毎日3.3%)の積み進捗率累計値(3.3+6.7+10.0+……+100=1,550)により、実際の積み進捗率の累計値を除いたもの。極端なケースを考えれば、最も緩いケースでは積み立て期間の初日(16日)に所要積数全額を積み立てた場合、積み進捗率累計は3,000(100×30)、乖離は93.5%[(3,000/1,550)-1]、逆に最も厳しいケースでは16～14日までの積みみがゼロ、最終日(15日)積み立てが100%であるから、積み進捗率累計は100、乖離は-93.5%。

れが示すような事前的な需給逼迫と、②日本銀行の市場調節スタンス変更のアナウンスメント効果の両面から迅速かつ大幅な上昇を遂げた(第7図)。また、CDレート、現先レートなどのオープン市場レートも、インターバンク市場レートにほぼ連動するかたちで上昇した。

こうした今回のいわゆる「高目放置」に伴う短期金融市場金利の動きを前回の「高目誘導」時の動きと比較してみると、今回は、①インターバンク市場レートがより迅速かつ大幅に上昇したこと、②オープン市場レートへの波及もより円滑であったことを指摘しうるが、その背景は以下の2点と考えられる。第1はインターバンク市場における取引慣行の見直し・自由化が進展したことである。既述のとおり、インターバンク市場においては53年以降、「建値制」の撤廃をはじめと

〔第8図〕

都市銀行の円資金調達に占める
自由金利調達(広義ポジション)の推移



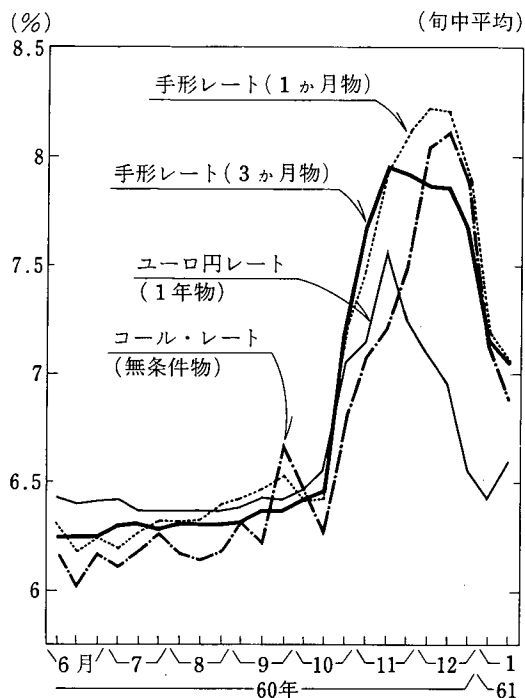
(注) 広義ポジション残高は日本銀行借入、コール・マネー、手形売却、CD発行、円転、ネット現先、非居住者円預金(付利自由化分)、大口定期預金の合計(いずれも円資金、平残ベース)。

(いわゆる広義ポジション)の比率をみると(第8図)、60年中のフロー・ベースでは63.7%と前回「高目誘導」時(57年中34.8%)と比べて、格段に大きくなっており、都市銀行の資金調達行動がそれだけ市場金利の変動に対して感応的になってきていると推察される。今回の「高目放置」に伴いインターバンク市場レートのみならずオープン市場レートも迅速に反応したのは、既述のような短期金融市場間での裁定取引に関する規制緩和に加えて、短期金融市場の主たる構成者である金融機関(とりわけ都市銀行)の資金調達構造が変化していることによる面も大きいと考えられる。

以上でみたように昨年10月下旬以降急速に上昇した短期金融市場金利は、11月入り後期間の長いものから順次低下していった(第9図)。これは「高目放置」に伴い為替レートが一段と円高化し、また米国の長期金利も低下傾向をたどる中で、日本銀行の金融市場調節が比較的早い時点で緩和されるという期待が生じたことによるものであろう。事実、12月央頃から、為替レートの円高化を背景に日本銀行のきつ目の金融調節は徐々に解除されていった。前回の「高目誘導」時には、為替レートの円安化傾向が続き、短期金融市場金利の「高目誘導」がか

して様々な見直し・自由化が行われてきたが、特にここ1~2年は、日々の資金需給や先行きの金利見通しに応じてインターバンク市場レートが自由に変動しうる環境が整備されてきたといえよう。今回の「高目放置」においては都市銀行等による手形レート的大幅なbid-upを通じてインターバンク市場金利が迅速に上昇したのが特徴的であった。第2の背景は、金融機関、特に都市銀行の資金調達の中で自由金利部分の占めるウエイトが大幅に上昇したことが、短期金融市場金利に対する感応度を著しく高めたことである。都市銀行の円資金調達に占める自由金利部分

〔第9図〕
期間別にみた短期金融市場金利の推移



なり長期化したことと比較すると、今回の「高目放置」はごく短期間に所期の効果をあげ、早期収束が可能になったと評価できよう。

(長期債利回りへの波及)

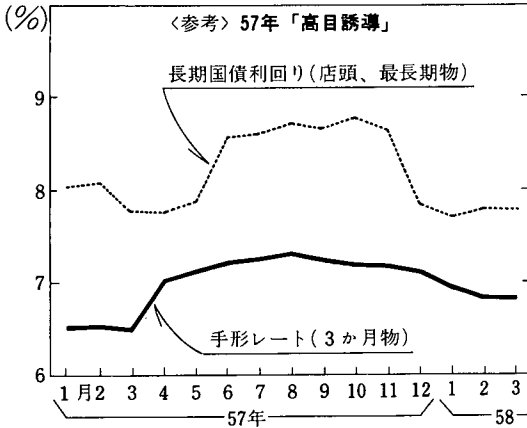
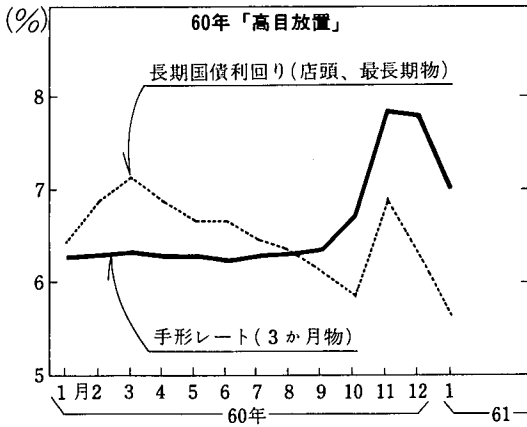
今回のいわゆる「高目放置」に伴い長期債流通利回りは、短期金融市場金利とはほぼ連動するかたちで迅速かつ大幅に上昇した(第10図)。長期債流通市場では、昨年央以降において、①長期性資金需給の緩和(長期債への超過需要)、②米国金利の低下傾向、および③国内短期金利の先行き低下期待を主因に急速な利回り低下傾向を示

し、そうしたなかでキャピタル・ゲイン狙いの短期売買活発化が問題とされていたが(注21)、昨年10月下旬以降の「高目放置」は、それまでの国内短期金利の先行き低下期待を一挙に払拭するとともに長期債ディーラーのファイナンス・コストを上昇させることによって長期債利回りの反転上昇につながったと理解されよう。なお、10月に創設された債券先物市場においては、市場発足当初は市況先高感が支配的で一種の過熱状態を呈していたが、「高目放置」の開始により一転して急落商状となった。こうした債券先物市場の急落に伴うキャピタル・ロスの顕現化が、長期債利回りの反転上昇の度合いを強めた面もあったと考えられる。

今回の「高目放置」に伴う長期債流通利回りの上昇は、前回の「高目誘導」時と比べると際立っている。すなわち、前回は「高目誘導」の開始後2か月近く経過してようやく長期債流通利回りが上昇しており、それも「高目誘導」の直接の効果というよりは、多分に収収不足の表面化に伴う国債の大量追加発行懸念や円安化の進行の影響によるものであった。したがって、今回の方が長期債流通利回りへの波及効果ははるかに迅速であったと評価できよう。こうした前回との差に

(注21) 昨年夏以降の長期債利回り低下の背景については、前掲の調査月報60年9月号論文を参照。

[第10図] 短期金利と長期債利回りの推移



は、既に述べたような最近における短期金融市場の拡充、特にその中での金利機能の作用の拡大(金利形成の一層の自由化と金利裁定の活発化)が長短金融・資本市場間の裁定を強化する方向に働いたことによるところが大きいと考えられる。もっとも、今回の場合は、「高目放置」開始以前の時期における行過ぎた長期債市況上伸(ことにニューヨークG-5での合意に基づく円高化局面での市況上伸)の反動といった側面のあることには注意しておく必要がある。なお、今回の「高目放置」による長期債流通利回りの反転上昇が、かねてより懸念されていた大幅なキャピタル・ロスの顕現化という問題を伴うものであったことは、今後の債券市場のあり方を考

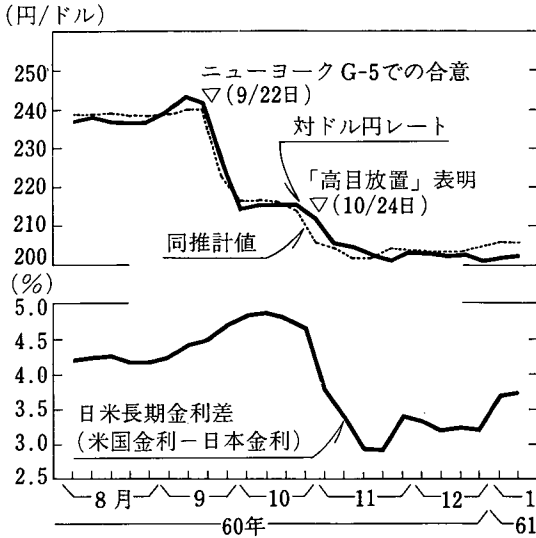
えるうえで改めて銘記すべきことと考えられる。

今回の「高目放置」以降しばらくの間一本調子で上昇した長期債流通利回りは、11月中旬以降再び低下し、本年1月末までには「高目放置」直前の水準まで戻している。こうした動きは、上述したような短期金融市場での金利先高観の解消および現実の短期金利の低下と整合的なものであるが、同時に「高目放置」以前において長期債流通利回りの低下を支えてきたその他の要因(長期性資金需給の緩和や米国金利の低下傾向)が、基本的には維持されていることを物語るものといえよう。

(為替レートの円高化)

円の対ドル・レートは昨年9月のニューヨークG-5での合意とそれに基づいた各国中央銀行の為替市場協調介入によってG-5直前の240円程度の水準から急速に円高化したあと、10月央頃からは215円前後での一服状態となっていたが、

〔第11図〕
為替レートの推移とその決定要因



(注) 米国長期金利は米国国債30年物、日本長期金利は、国債店頭最長期物。

〔為替レート関数の推計式〕

対ドル円レート

$$= 5.00 \times (\text{米国長期金利} - \text{日本長期金利})$$

(2.0)

$$- 25.4 \times (\text{ダミー} 1 < 9 \text{月第} 4 \text{週} \sim = 1 >)$$

(-11.7) < G5 政策ダミー >

$$- 4.99 \times (\text{ダミー} 2 < 10 \text{月第} 4 \text{週} \sim = 1 >) + 217.5$$

(-1.3) < 高目放置政策ダミー >

(20.7)

$$R^2 = 0.969 \quad D.W. = 1.47$$

$$S.E. = 0.31 \quad () \text{内は} t \text{値}$$

計測期間：60/8月第1週～61/1月第2週

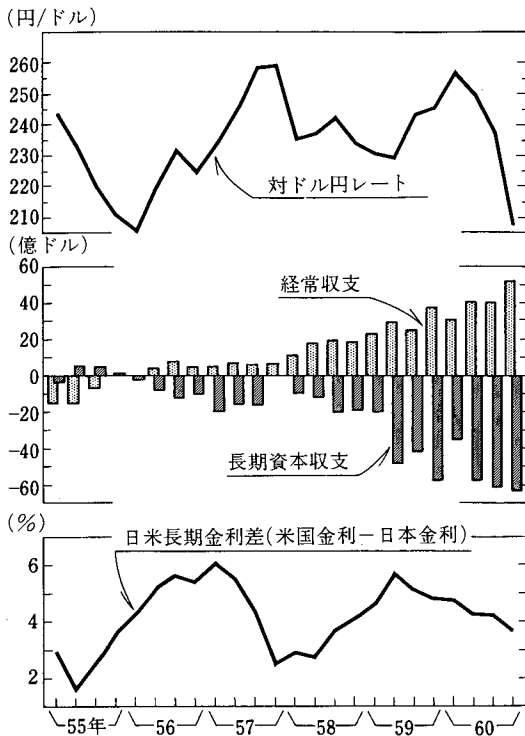
(週次データ<平均>)

10月下旬からのいわゆる「高目放置」を契機として一段と円高化し、11月下旬頃からは200円近くでの安定した動きとなった(第11図)。一方、前回のいわゆる「高目誘導」時には、為替レートが多少の振れは伴いながらも、ほぼ一貫して円安傾向をたどり、相場が反転したのは57年11月中旬以降であった(第12図)。このように前回の「高目誘導」時と対比して、今回の「高目放置」は、為替レートの円高化目標に対して格段に有効であったと評価されよう。

さて、今回のニューヨークG-5合意に基づく協調介入およびわが国の「高目放置」は、以下のようなルートを通じて為替円高化に寄与したと考えられる。まず第1は「高目放置」に伴うわが国の長期債利回り上昇およびそれに伴う

米国との間での長期金利格差縮小である。もっとも、わが国の長期債利回りは、11月央以降再び低下しており、米国長期金利の低下傾向にもかかわらず、内外長期金利格差が再び拡大方向にあることを勘案すると、このルートのみで一貫した円高傾向を説明することは困難であり、むしろ次に述べるルートを通ずるところが大きかったと考えられる。すなわち、第2は協調介入および「高目放置」が、為替レートに関する「期待」を円高方向に修正するルートである。もともと米国の財政赤字および経常収支赤字の拡大の下でのドル高の持続可能性についての懸念が底流していたところへ、既に昨年春頃からドル高修正への動きが徐々に進んでいただけに、ニューヨークG-5以降において各国政策当局のドル高修正への強い姿勢が表明され、各国政策当局によってファンダメンタルズを反映した為替レート水準の決定が主張される中で、金融機関、企業等の市場参加者の当面の相

〔第12図〕

為替レート、長期資本収支、
内外金利差の推移

(注) 米国長期金利は、米国国債30年物、日本長期金利は国債店頭最長期物。

場観が円高方向に大きく変化したようにうかがわれる。為替相場は更年後2月下旬現在まで円高方向への動きをさらに加速させているが、こうした円高化は「期待」要因を変化させる諸条件のかみ合わせによるところが大きい(注22)。57年の「高目誘導」時には当初段階での日米長期金利差が、今回の場合よりもはるかに大きく、また既述のように短期金融市場金利の「高目誘導」の長期金利への波及が遅れたことから長期金利格差の縮小がはかばかしく進まなかったことに加え、こうした「期待」を変化させるような諸条件のかみ合わせを欠いたことが、今回の場合との効果の差を生じた背景と考えられる。

以上で述べたような今回の「高目放置」に伴う内外長期金利差の縮小およびドルの期待下落率拡大は、いずれもわが国からのアンカバー・ベースでの資本流出圧力を低下させ、それによって現時点までの為替円高化をもたらしていると理解されよう(注23)。事実、昨年10月下旬から11月央にかけて対外証券投資は大幅に減少をみた。またその後対外証券投資が再び増加傾向となる中で、カバー付きないしは外貨借入れに基づく投資が増大していることを指摘しよう。

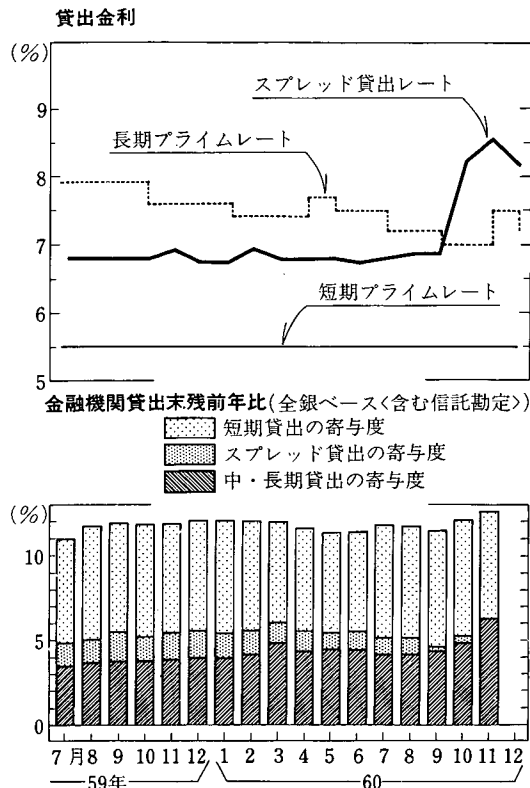
(注22) ちなみに、昨年後半以降、本年初までの円相場(対ドル・レート)について、日米の長期金利差に加えて、①ニューヨークG-5での合意、および②わが国の「高目放置」についてのダミー変数を入れた関数を計測してみると比較的良好な結果が得られる(前掲第11図)。

ここで、①および②のダミー変数が有意なのは、長期金利差の縮小以外のルートを通ずる効果(例えば政策スタンス変更に伴う「期待」の変化)のあったことを示唆するものといえよう。

なお、為替相場の「期待」の変化については、短期的な相場観の変化のみならず、中長期の均衡為替レート水準についても円高方向への見直しが進んでいる可能性もあろう。

〔第13図〕

貸出金利および金融機関貸出の推移



(注) スプレッド貸出レートは手形レート(2か月物)
+0.5%として計算。

(金融機関貸出およびマネーサプライの増加)

以上でみたように今回のいわゆる「高目放置」は、わが国金融・資本市場の変容が進む中で為替レートの円高化目標に対しては有効に機能したと現時点で評価し得ようが、その反面で金融機関貸出およびマネーサプライの増加という問題をもたらしており、しかもそれらはいずれもわが国における金融環境の変化の現状と深くかかわっている。

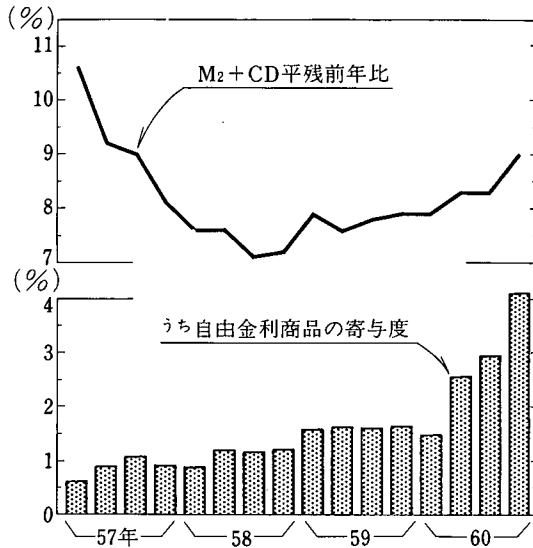
今回の「高目放置」が貸出市場に及ぼしたインパクトをみると(第13図)、まず短期貸出市場では、10月末以降、①市場金利連動型貸出の金利が上昇し、つれて同貸出が減少するとともに、②従来型の短期プライム・ベース貸出へのシフト

圧力が高まった中で、金融機関サイドでは外部負債調達コストの上昇に伴う貸出採算悪化に対処すべく、都市銀行を中心に従来の量的拡大から収益重視の方向に傾斜し、実効金利引上げを図る動きが台頭した。ただ③短期プライム・レートについては感触をさぐり合う動きがみられたにとどまった。既に述べたように前回の「高目誘導」時と比べると、金融機関の資金調達に占める自由金利調達分の比率が大幅に上昇していることから、金融機関としては、収益基盤安定化のために短期プライム・レートについても短期金融市場情勢に応じて弾力的に変更していく必要性が高まってきている事情がうかがわれる。一方、長期貸出市場においては、長期債流通利回りの上昇につれて、11月中旬頃より長期プライム・レートの

(注23) ニューヨークG-5以降の急速な円高化の中で、アンカパーの外債投資に伴う為替リスクが再認識され、それに伴ってわが国からの資本流出に対して抑制的な力が働いている可能性もある。

〔第14図〕

マネーサプライの推移



(注) 自由金利商品は、CD、MMC、大口定期預金、外貨預金の合計。

引上げ予想が一般化した下で(実際の引上げは、12/2日より7.0%→7.5%)、長期信用銀行や信託銀行の長期貸出が急増した(11月中増加額2.4兆円<前年同月800億円>)。こうした長期貸出急増は、①需要サイドからみた長期プライム・レート水準(改定前)の割安感や、②供給サイドにおける長期資金の調達・運用ウエイトのミスマッチング(長期運用機会の不足)を背景としていたことは事実であるが、同時に自由金利市場拡大の下で長期プライム・レートの変更が現状ではなお十分に弾力的ではな

いところから、「高目放置」に伴う全般的な金利上昇の中で長期プライム・レートをベースとした貸出への大幅かつ予測困難な資金需要シフトが生じた面によるところが大と理解されよう。短期金融市場の量的拡大と一体化が進む中で、現状なお幾つかの問題点を残していることは既にみたところであるが、こうした「高目放置」の時期における貸出市場の動向は、わが国の金融自由化進展の中で短期金融市場と貸出市場との有機的な連関が、まだ必ずしも十分に出来上がってきていないことの表れとして把握することもできよう。

次にマネーサプライへの影響をみると、「高目放置」に伴い短期金融市場金利が上昇(規制金利である預金金利は不変)した中で、10~12月のM2 + CD平残前年比は+9.0%(7~9月+8.3%)と大幅に上昇した(第14図)。こうしたマネーサプライ増加の一つの背景としては、上述した長期貸出の急増に加えて、M2 + CD内の自由金利預金(MMC、大口定期預金、CD、外貨預金など)が「高目放置」の下で、預金競合商品(信託、金融債、中国ファンドなど)と比べて有利化したことを指摘できよう。昨年3月以降の一連の預金自由化措置(CD発行条件の弾力化、MMCの創設、大口定期預金金利の自由化)に伴いM2 + CDの増加に対する自由金利預金の寄与度は目立って上昇傾向にあるが、これら自由金利預金の金利は、短期金融市場金利全般と連動して変動する一方、信託、金融債、中国ファン

ド等の金利は長期債の発行条件や預金金利との連動性が強いいため短期金融市場金利の変化に対してはどうしても遅行せざるを得ず、このことが「高目放置」の過程でマネーの自己利回り上昇を通ずるマネーサプライの攪乱的な増加をもたらす一因となったと理解されよう。

金融政策の中間目標としてのマネーサプライを短期金融市場金利の操作(引上げ)によってコントロールするルートとして従来考えられていたのは、①貸出の限界採算悪化による貸出抑制、②オープン市場金利の上昇と規制預金からの資金シフト、③全般的な金利水準上昇に伴う企業・個人の支出活動抑制と通貨需要減少、の3つであったが^(注24)、今回の「高目放置」の経験は、長期プライム貸出の急増や、マネーサプライ(M₂+C D)内の自由金利預金へのネット資金流入というかたちで、そうしたコントロール・メカニズムが必ずしも想定通りに機能しない局面のあることを示唆している。規制金利体系と自由金利体系の併存する状況下におけるマネーサプライのコントロールについては、不断に調査研究を積重ねていく必要がある。

4. 金融市場調節の直面する課題

わが国の金融市場調節が直面する課題は多様であるが、ここでは①為替相場を重視する金融政策の必要性、②金融自由化が進展する下でのマネーサプライ指標の不断の検討、③短期金融市場整備の必要性、という3つの課題を指摘しておく。

まず第1に、今後の金融政策運営においては為替相場の動向に引続き十分な注意を払っていく必要があると考えられる。昨年10月下旬からのいわゆる「高目放置」政策は、上述したとおり幸いにも為替円高化目標に対して有効に機能して早期に収束され、その後の一段の円高化を背景として本年1月末には2年3か月ぶりに公定歩合の引下げ(5.0%→4.5%)も実施された。しかしながら、欧米主要国をも含めて全体として為替相場を重視する金融政策を必要としてきた基本的な環境、すなわち金利に敏感な国際資本移動の活発化や経常収支の大幅不均衡には引続き変わりなく、そうしたなかでわが国としては今後とも金融政策の運営にあたって為替相場への配慮を怠れないところである。

第2は、金融自由化進展の下でマネーサプライの内容変化についての慎重な検

(注24) 従来におけるマネーサプライ・コントロールの詳細については調査月報59年11月号論文「最近におけるマネーサプライの動向について」を参照。

討が必要なことである。欧米諸国においても、例えば米国では、1979年10月以降「新金融調節方式」の下でマネーサプライ(M₁)目標を重視する金融政策を実施してきたが、1982年秋以降はそうしたマネーサプライ重視政策を修正し、マネーサプライ、金利、実体経済等を総合的に勘案して金融政策を行ういわゆる tripartite approach に移行した。また、英国でも1981年にMLR(最低貸出歩合)の公表を停止して以来、ポンド建M₃を中間目標とした金融政策運営を行ってきたが、最近においてはポンド建M₃のオーバーシュートが続いたため、昨年10月以降、目標値とすることを停止している。こうした欧米諸国の経験は、金融自由化の進展度合い・速度やインフレ率、金利の安定性の程度などの事情が異なるわが国において、直ちに適用されるものではないが、わが国においても既に述べたように従来の中心指標であるM₂+CD内で自由金利預金部分が急増していることには十分な注意が必要であろう。今後においては金融自由化の一層の進展が展望されるだけに、マネーサプライのコントロール・メカニズムがどのように変化するのか、また物価、GNPなど実体経済指標との安定した関係が保たれるのかについて慎重な検討が求められよう。

第3に短期金融市場の一段の整備拡充を進めていくことが、①世界の金融・資本市場の中でも資本源泉市場(capital generating market)として次第に大きな比重を占めようとするわが国の市場に期待される役割、②長期的にみた為替相場の円高基調での安定化、③金利自由化の下での金融政策の円滑な運営など多様な視点から要請される。わが国の短期金融市場が、今後順調に発展していくためには、このように広い視野に立った市場育成努力が必要であろう。また特に、金融政策運営の観点からみれば、金利機能を活用した金融政策の重要性が今後ますます高まっていくと考えられ、日本銀行の政策スタンスが的確に短期金融市場金利全体に反映されるよう、オープン・マーケットの拡充を中心に環境整備が望まれるところである。