

第8章

金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

1 通貨制度（信用の維持と量のコントロール）

通貨

為替制度と金融政策が密接なつながりがあることは、これまでたびたび触れてきたところである。金融政策は通貨をコントロールする政策と考えられるので、先ず、その対象となる通貨とは何かを考える必要がある。狭義には、通貨とは、現金+当座・要求払預金と定義され、これは、 M_1 と呼ばれる。 M_1 は金融政策の基礎となる通貨についての最も伝統的な指標として使われてきたが、1980年代に入って、先ず、アメリカで様々な新しい金融商品が開発されるに至りその情報価値が疑われるに至った。今では、 M_1 に定期預金等を加えた M_2 、更にCD（譲渡性預金）を加えた M_2+CD 、又、信託や郵貯等を加えた M_3 もある。金融商品は国によって様々なので、通貨の定義は国によって異なり、又、様々な新規の預金形態或いは金融商品が開発されてくるにともない、時代によっても異なってくる。最近でも、アメリカ連銀はこれまで使わっていた通貨量の指標の一つを意味がないとして廃止している。

結局、通貨をどのように定義するかは経済分析に当たってどのような目的で使用するかによることになるが、通貨量と経済成長或いは物価との関連が問題となるので通貨の定義に当たってはこのような実体経済の動きを良く反映するものが望ましい。一般的にはこのような観点から、通貨量としては M_2+CD が指標に選ばれることが多い。尚、日本銀行の統計においても長らく M_2+CD が使われていたが、今後は民営化後のゆうちょ銀行等の資金量を加えた M_3 を通貨の新たな代表的指標とし、2008年6月から公表すると報じられている。

これまで為替レートに関連し、通貨量との関係をしばしば問題にしてきたが、このように、為替レートに関する最も代表的な指標である通貨についても、そ

の定義が一義的に決め難いと言う事実は、ファンダメンタルズと為替レートとの関係を考える以前に、先ず、基礎データをいかに取るかという基本的な問題があることを改めて示唆している。¹⁾

尚、日本では決済にあたり現金が使われることが多いが、通貨の中で現金自身は格別の意味を持たない。まったく現金のない社会も考えられる。小切手による決済やクレジットカードの発達した現在のアメリカはこれに近い。現金の発行・保有は個人の流動性選好にもよるが社会全体としては、社会慣習やATMの普及等金融システムに依存する部分が大きい。この点に関し、最近EdyやSuica等の電子マネーの導入が話題を集めているが、このような電子マネーの発行と通貨量との間に直接的関係はない。先払い或いは後払い方式のいずれの場合も、実際の決済はすべて通貨量に算入されている預金の振り替えにより行われており、電子マネーそのものが通貨として使われているわけではないからである。

又、現金は非銀行部門である家計や一般企業において保有されるものが大部分であり、以下、通貨量或いはマネーサプライ（マネーストックとも言う。Mとする）には、銀行の保有する現金（これは銀行の資産サイドに表れる）は含めない扱いとする。

マネタリー・ベース (MB)

次にマネタリー・ベース（ハイパワード・マネーとも言われる）とは何かを見ておく。

中央銀行は、銀行の保有する当座性預金に対して一定の準備金を保有することを要求する。銀行が窓口において隨時発生する現金引出し要求にただちに且つ完全に対応できることを担保するためである。これが法定準備預金と言われるものであり、銀行の保有する当座性預金に対して法定準備率 R をかけて計算される。又、この法定準備預金は、銀行の日本銀行に対する預け金（日本銀行当座預金）として保有される。²⁾ この「日本銀行預け金」と銀行が手持ちとして保管している現金との合計は銀行の「支払い準備金」と言われる。

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

BD(法定準備預金)=DD(当座性預金)×R(法定準備率)と定義し、これに現金を加えたもの、すなわち、

$$\text{現金} + \text{BD} = \text{MB}$$

これがマネタリー・ベース(MB)と言われるものである。

この現金には銀行が保有する現金も含まれるが、上記のようにマネーサプライ、通貨量(M)には、銀行保有の現金は含まないので、以下のC(現金)では、銀行の保有する現金を捨象して取り扱う。つまり、Cは、非銀行部門の保有する現金とする。[”]

通貨乗数及び信用乗数

通常家計や一般企業が保有する現金の量は、特に大きな現金取引が必要になる場合或いは銀行取り付けと言うような事態とならない限り、家計や一般企業が保有する当座性預金(DD)に対して安定的に一定の割合となると考えられる。従って、

$$C = K \times DD$$

Kは当座性預金に対する現金保有率であり、とりあえず一定と考えられる。

以上を前提にすると

$$M = C + BD = K \times DD + DD = DD(K + 1)$$

(但し、ここでは通貨M=M₁とする)

$$MB = C + BD = K \times DD + R \times DD \text{ よって } DD = MB / (K + R)$$

これをMの式に代入すると

$$M = [MB / (K + R)] \times (K + 1) = MB \times (K + 1) / (K + R)$$

ここで、(K+1)/(R+K)=mmとすると

$$M = mm \times MB$$

となる。mmは通貨乗数と言われる。

この関係からすると、何らかの理由でマネタリー・ベース(MB)が変化すれば、マネーサプライ(M)にmm倍の乗数効果を与えることになる。以上は、近代的な銀行制度における信用創造と言われる現象として次のように説明

することもできる。

例えば、法定準備率を10%とし、日本銀行が「何らかの理由で」10億円の追加資金を銀行に供給したとする。つまり、日本銀行による対銀行貸付が行われたとする。これは銀行の日本銀行当座預金に日本銀行が10億円を振り込むことにより行われる。日本銀行が銀行から短期国債や手形を買入れる等のオペレーションを行った場合も同じである。或いは法定準備率 R を引き下げて銀行に余剰資金を持たせる方法もある。いずれも銀行にとっては法定準備預金の過剰となる。

このとき、当該銀行はこの過剰な資金10億円を日本銀行当座預金に置いておくことなく収益を生む貸出に回そうとするはずである。結果として10億円の貸出増となる。しかし、近代的な銀行制度の下においては、貸出はここでは終了しない。このような貸出を受けた企業（非銀行部門）は、これを例えれば銀行 A における当座性預金として保有するはずである。ここで10億円の通貨（つまり預金形態の通貨）が作り出される。更に預金を受け入れた A 銀行は、この預金のうち準備預金として日本銀行にその10%、1 億円を預け、残り 9 億円を貸出に回すはずである。するとこの 9 億円の貸出は同じく例えれば銀行 B の預金となって表れる。ここで追加的に 9 億円の通貨が作り出される。銀行 B はこのうちの10%をやはり日本銀行に預け、残り $10 \times (1 - 0.1)^2$ 億円を貸出に回す。こうしてこれが次々と銀行に広がる。理論的にこれが無限に続くと仮定した場合の貸出増額の総量を P とおくと、無限等比級数の合計に関する計算方式に従って、 $P - P \times (1 - 0.1) = 10$ よって、 $P = 10 / (1 - 0.9) = 100$ （億円）となる。

又、公共工事等により財政の支払い超（工事等のための支払いから税収を引いたもの）により10億円が支払われた場合も、その分日本銀行の政府預金から一般企業に支払いが行われるので、その支払われた10億円は、いずれかの銀行の当座性預金として預けられる。当該銀行は預け入れにより受け取った資金の内 1 億円を日本銀行当座預金に積み増すが、残り 9 億円はただちに貸出に回すはずである。この貸出は上に述べたとおり 9 億円の預金となり、その一部は日本

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

銀行に預けられるが残りは再び貸出に回される。このような連鎖の結果として、日本銀行の準備預金すなわち MB は、新規にこの銀行システムに投入された政府の支払いに見合う10億円相当の増加となり、通貨量は100億円増加することとなる。このメカニズムは上記とおなじである。

このようなマネタリー・ベースの増加に対する通貨量全体の増加比率は、信用乗数 (cm) とも言われる。信用乗数は上に述べたメカニズムから明らかのように銀行貸付が活発ならば連鎖が継続することにより増加する。

以上の関係を前記関係式で見れば信用創造の過程で非銀行部門への現金流出がないという前提をおいてるので、 $K=0$ 従って $mm=1/R$ となり cm は最大で $1/R$ となる。上記で $R=0.1$ (10%) であるから、 $cm=mm=10$ 倍となる。⁵⁾

この議論をそのまま単純に受け取ると、日本銀行は、貸付や債券オペレーション等の操作により、マネタリー・ベースを意図的或いは主導的に操作し、通貨供給の総量をコントロールできるのではないかということになる。しかし、ことはそのように単純ではなく、日本銀行が通貨量をどの程度コントロールできるかと言う点は、いまだ論争が続いている明確ではない。

通貨当局のバランスシート

通貨当局の勘定（日本銀行のバランスシート）を見てみよう。これにより、マネタリー・ベースとは、中央銀行の負債項目であり、この負債項目から OL (Other Liabilities その他負債) = 政府預金 + 自己資本等を除いた額に一致することが分かる。つまり、マネタリー・ベースは、日本銀行が発行した現金（日本銀行券）と各銀行が日本銀行に開設している当座預金からなり（前述）、そしてこれらはすべて日本銀行勘定において負債勘定に表れる。

つまり、現金は日本銀行が発行した手形（負債）とも言える。⁶⁾ 従って、これら負債の見合いの担保は日本銀行の資産サイドに表れることになり、日本銀行券或いはより一般的には通貨の信用・健全性は、その見合いとなる日本銀行の資産内容によって計られると言うことができる。

歴史的に見ると金本位制の下においては、中央銀行の保有する金が見合い資

産（準備資産と言う）となっており、通貨は究極的には通貨の発行主体である中央銀行の保有する金量によってその信用が担保されるという関係にあった。金・為替本位制の下においては、中央銀行は、ドルやポンド等の外貨（資産）も金と併せて準備資産としていたが、この場合にも、これらの外貨には、最終的には金による裏付けがあった。現在では金本位或いは金・為替本位制とはなっていないので日本銀行の保有する金はわずかであり格別の意味を持たない。

従って、現在では、通貨の信用を担保するものは何かを問うとすれば、結局、日本銀行の資産内容を全体として見る以外はない。日本銀行では資産として何を取得するかについては、日本銀行資産としてふさわしいものかどうかという観点から常に慎重に検討する。日本銀行の担当者と議論してみると分かるが日本銀行はその資産内容の変化には極めて敏感である。¹⁾

現在、日本銀行は資金供給の主要な手段として様々な手形や債券の買入れを行っているが、先ず、日本銀行が買取る（再割引する）商業手形については適格で優良なものでなければならぬ。債券の中では、当然国債が最も信用力が高い訳であるから、債券としては主として国債（短期国債又は期近物国債）が使われる。結果として日本銀行資産の大部分は表に見るように国債となっており、この意味では、現在の国内の通貨制度の下においては通貨の信用を担保する資産は実質的には国債であると言うことができる。

以上のように考えると、例えば、最近のように預金保険機構に対して貸付が行われたり或いは信用秩序の維持を目的としていわゆる危ない金融機関に対する緊急の貸付が行われる（すなわち特融或いは日本銀行法38条貸付とも言われる）と言うことは、そのような貸付が日本銀行資産に計上され、通貨価値の担保の一部となることを意味しており、このような資産の取得がはたして適切かについて慎重な取り扱いを要する。更にすんで特定の不動産や株式の買入れを行うことは、市場への資金供給と言う点ではその効果は同じであるが準備資産と言う観点からは伝統的な中央銀行の姿からは逸脱していると言えよう（尚、現在の外貨準備である外貨資産は政府の管理下にある外国為替資金特別会計の保有資産であり、これらの為替リスクは特別会計が負っている）。

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

表 日本銀行勘定

2007年9月末
単位：億円

資産		負債および資本	
金地金	4,412	発行銀行券	756,298
現金	2,023	当座預金	118,591
買現先勘定	33,158	その他預金	337
買入手形	0	政府預金	37,810
保管国債（2001年3月まで）		売現先勘定	126,375
国債	727,673	売出手形	5,900
短期国債	236,734	借入国債（2001年3月まで）	
うち政府短期証券	71,545	雑勘定	1,936
長期国債	490,938	引当金勘定	32,243
資産担保証券	0	資本金	1
金銭の信託（信託財産株式）	13,822	準備金	25,829
貸出金	264,506		
割引手形	0		
貸付金	264,506		
うち共通担保資金供給	264,506		
うち共通担保資金供給を除く33条貸付	0		
うち33条貸付	0		
預金保険機関貸付金	0		
外国為替	53,074		
代理店勘定	368		
国債借入担保金			
雑勘定	6,285		
合計（資産・負債および資本共通）	1,105,324	合計	1,105,320

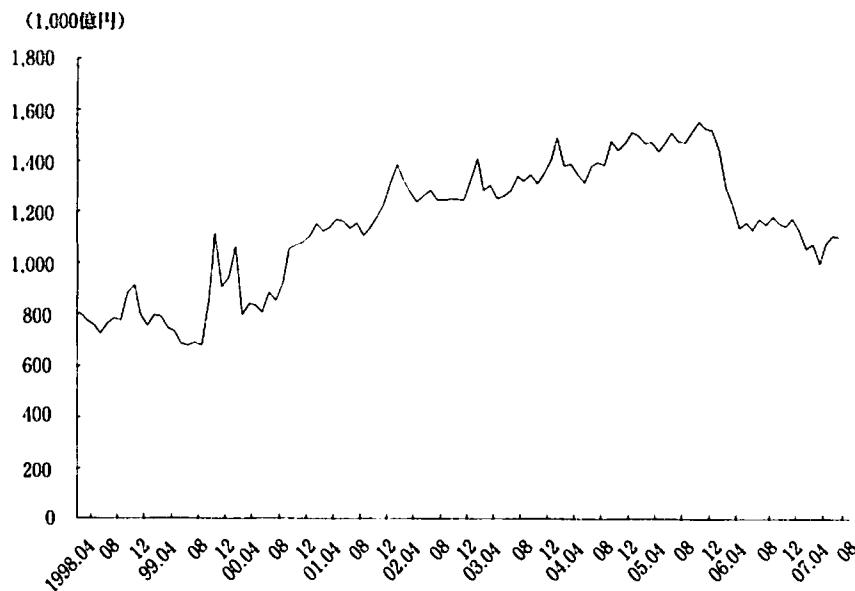
出所) 日本銀行「日本銀行勘定」

以上のとおり、日本銀行の保有する資産内容の管理については格別な注意が必要であるが、更に注意すべきはその資産（負債）規模である。一般に中央銀行の資産が増大するということは、これに見合って、（結局、資産＝負債であるから）負債、従ってマネタリー・ベースの増大を意味することになり、インフレの兆候であるかもしれない。このように、中央銀行がどの程度或いはどのようなペースでその資産を増加させていくべきかはインフレのコントロールと言

う中央銀行の機能から見て極めて重要なポイントである。理想的には経済の規模の拡大に沿って、その拡大の範囲内で通貨の量が拡大していくことが望ましい（これを成長通貨の供給と言う）。

この観点からの伝統的な考え方は、「真正手形ドクトリン」と言われる。銀行の機能は本来実際の商業取引に必要な決済を行うことであり、従って、運転資金等の必要資金はこのような商業手形を担保として貸出されるべきである。銀行の貸出が、このような原則に沿って行われる限り実際の取引の拡大に沿って、その範囲内で行われるはずでありインフレをもたらさない。中央銀行の機能もこれに見合うべきとの観点から、通貨の供給従ってその買入れ資産は、実際の取引を反映していると言う意味で真正且つ当然ながら優良な商業手形に限るべきとの考え方である。このようなドクトリンに沿って中央銀行が手形の買入れを行う限り、通貨量の増大はいわば自動的に適正な範囲に収まるはずである。日本銀行も基本的にはこの伝統的な考え方へ従っているが、次第に中央銀

図 日本銀行総資産の推移



第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

行の金融政策的な機能が発展してくるに伴い上記ドクトリンを超える一般債券（特に短期物国債）買入れというオペレーションも中央銀行機能として定着するに到り、現在では前述のように国債の買入れが通貨供給の主要な手段となっている。現在では、普通に行われているオペレーション方式による中央銀行資産としての債券買入れも、このように歴史的には中央銀行の本来固有の機能の拡大として発達したものである。¹⁰⁾

但し、このような国債の買入れが中央銀行の資金供給の主要な手段となると商業手形の買入れとは異なり、通貨の量を自動的にコントロールするという枠組みはなくなり、通貨量のコントロールは最終的には中央銀行の判断によると言う恣意性が生まれる。この観点から、現在では、日本銀行による国債保有の純増をもたらす部分については、成長通貨の範囲に収めるためその限度額を設けこれを公表している。

以上、要するに日本銀行の資産の規模且つその内容の動きには十分な関心が払われるべきである。最近の動きを見ると、日本銀行の資産は量的緩和を導入した直後の2001年4月には100兆円の大台を超えるに至り、2005年末には155兆円に達した。その後資産規模は次第に縮小し2007年には100兆円台で推移している。

2 介入政策

対外資産

国際金融との関係では、対外資産（FA：Foreign Asset）とマネタリー・ベース（MB）の関係を見る必要がある。

通貨当局の対外資産は二つのルートで変化する。一つは外為市場を通さない方法。例えば、外貨利子を受け取る或いは外貨資産の円価値の変化等がこれに当たる。この場合もFAが増えるが、負債サイドではOL=その他負債が変わるものだけではMBには変化はない。

しかし、通貨当局による為替市場操作が行われるとMBが変化する。そして理論的には前述のmmを通じてマネーサプライひいては金融市場に影響を与

えることになる。

例えば、中央銀行が介入により 3 億ドルを外為市場を通じて銀行に売却すれば、中央銀行の外貨資産の減少となる。¹¹⁾ 銀行の方では買取る資金を中央銀行に対する預け金から引き落とすので MB がそれだけ減少する。一般に銀行は余剰の準備預金を持たないことを原則としているので、ここで準備不足となり、何らかの形でこの預け金の減少に対応しなければならない。そこで、この分貸出を縮小つまり銀行が一般企業から預かっている当座性預金を引き落として貸出を回収することによって預け金との関係を正常化する。一般企業の当座性預金の減少は、マネーサプライの減少を意味する。

この例とは逆に、中央銀行が外為市場を通じて銀行から外貨を買取れば、その代わり金を銀行の日本銀行預け金に振り込むことになり MB の増大をもたらす。すなわち銀行としては過剰準備となるので、すでに見たようにこれは銀行の貸出を招きマネーサプライの増加を招く。このように中央銀行は為替市場への介入を通じて通貨供給に影響を与える。

ここで、一般に、MB の増大につながるのは次の 3 つの場合であり且つこれに限られることを確認しておこう（逆も同様である）。

- (1) 財政の支払超過 税収と公共事業等の支出の差（前述）
- (2) 外貨の購入（上記）
- (3) 日本銀行の信用供与つまり貸付、手形・債券の買取りオペレーション
法定準備預金不足等の際に銀行に対して行われる。貸付或いは債券の買取り代金は日本銀行預け金に振り込まれるので MB が増大する。

先ず、実務的に市中の銀行担当者の立場に立って考えてみると、銀行の担当者は、貸出の決定を行うと同時に同額の預金を計上するのが普通である。つまり、一般企業である A に対して 1 億円の貸出が決定されると、担当者としては銀行の資産サイドに貸付 1 億円を計上するとともに、負債サイドにおいては、その銀行に開設されている A の預金勘定に 1 億円を振り込む。この過程で何ら現金等の資金を必要としないので、銀行の担当者は、その意思次第で預金と言う通貨を自由に作り出せるように見える（しばしば近代の銀行システムの中で

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

は通貨はコンピュータを操作する銀行の担当者の指先一つで作り出されると言われる所以である）が、これは正確ではない。このように作り出された預金には銀行として法定の準備預金を日本銀行に積まなければならぬ。ここで、当該銀行にとっては準備預金の不足が発生する。しかし、銀行としてはこのように帳簿のなかで作り出された預金に対応する現金或いは日本銀行預け金は何ら持っていないわけであるから、この準備預金の不足に対応できない。そこで、仮に日本銀行が貸出等でこの準備預金の不足補填に応じる、つまり、追加 MB を供給しない限り、その銀行は上記 A 以外に対する貸出を回収しその預金を減少させるか、他の銀行が過剰な準備預金を保有している場合にはこれを借り入れる（この場合は、当該他の銀行の貸出能力はそれに応じて減少する）ことにより準備預金と預金との関係を正常化しなければならない。これは、銀行部門全体で見ると、上のように作り出された貸出と同額の貸出減、預金すなわち通貨の減少となり、MB が同じである限り全体として通貨量に変わりはないことになる。

但し、実際には後に述べるとおり日本銀行は銀行システムに不足する MB の補填について追認的であるので、少なくとも、短期的にはこのような積極的な銀行の行動は通貨の増大につながる可能性はある。

次に、輸出の増加、外貨の流入が通貨量の増加になるのではないかと言われることがあるが、これも正確ではない。輸出業者は外貨を市場で売却するが、その外貨を他の輸入業者が買取る限り、それぞれの円による銀行預金が振り替わるだけで国内通貨量には何の影響もない。何らかの為替レートを目標に通貨当局が為替市場に介入し買取る、すなわち上記（2）のルートのときに初めて通貨量に影響を与えることになる。

又、前記 MB の関係式から現金が増加すれば MB が増加するよう見えるが、何らかの理由（例えば年末等の季節的な要因）で現金（日本銀行券）の増發となる場合は、銀行としては日本銀行預け金を取り崩して対応するのでただちに MB の増加となるわけではない。

介入

何故、通貨当局が為替市場に介入することになるのかは、基本的には為替制度による。¹²⁾ ブレトンウッズ体制のような固定相場制の場合、協定により一定の為替レートの維持を義務づけられるので、介入は義務的なものとなる。この結果、通貨の増加或いは収縮がもたらされ、いわば自動的に好むと好まざるにかかわらず金融市場への影響が出る。つまり、固定相場制では為替は変動せず、マネタリー・ベース或いはマネーサプライの調節が受動的に行われる。

これに対し、完全に自由な変動相場制では、理論的にはまったく介入は行われないので、マネタリー・ベースは国内要因のみによって変動することになる。完全な変動制ではなく、あるレベルで為替レートの安定を目指す場合には、当局が介入と言う形で為替市場の最終的な需給調整者として表れることになる。いわゆる管理フロート制（ダーティ・フロートとも言われる）は、このような当局の介入により固定制と変動制の中間的なものを狙ったものである。

為替制度としては、ペッグ制や通貨バスケット制等があるが、これらについても政策的な為替レートの維持や誘導のために介入が行われる。

攻撃的介入と LAW の介入

介入についてはある一定の為替の水準を目標とした積極的な介入及び *lean against the wind* (LAW) の介入（風向きに逆らう介入）と言われるものがある。

積極的な介入には、例えば、円高阻止と言うような攻撃的な介入と円安傾向を示すときにこれを促進するような追い風介入が考えられる。これに対し、LAW は為替レートの趨勢に逆らうわけではないが、為替の日々或いは短期的に極端な変動をならすために行われるものである。IMF では変動相場制の始まりとともに介入のあり方が問題となり、1974年の理事会における議論の結果が介入に関するガイドラインとして示されている（1977年4月にも同様な議論が行われている）。これによれば、IMF の立場としては積極的な介入については否定的である。ある水準を狙った為替操作的な介入は各国の対抗措置を招き得

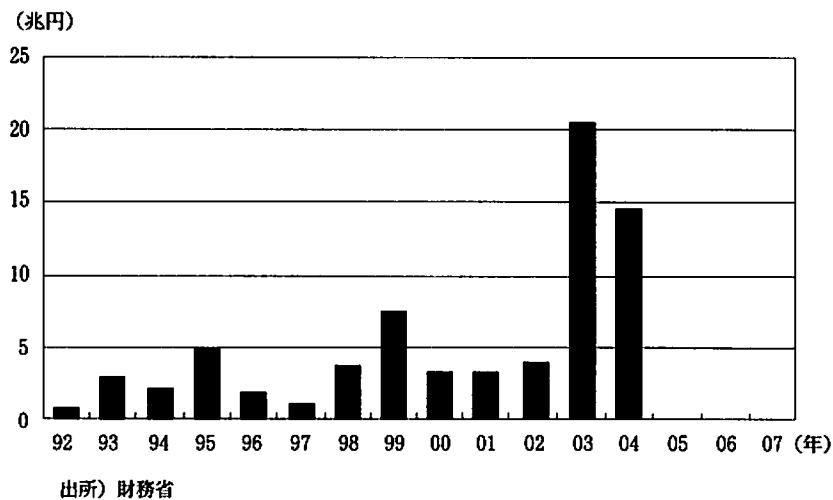
第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

替レートの切り下げ競争と言うような近隣窮乏化政策につながるという懸念による。従って、各国とも一般にLAW介入が普通である。

又、攻撃的な介入は一時的には為替レートのトレンドを変える効果をもつが、結局支えきれなくなると、一挙に反動的に一方的大量の売り或いは買いを招きかえって逆効果であるという観点からの批判もある。例えば円高抑制のために円を売りドルを買支えていたとしても仮にこのような買支えが限界に来たと認識されるに至るとこれは市場にとっては確実に円が上昇すると言うメッセージとなり一斉に円買いへと進むことになるからである。従って攻撃的な介入に入る場合は初期の目的を達成するまで続けざるを得ないこととなると言えよう。

ところで、LAWについては仮に日々短期の変動をならしたとしても、為替の流れつまり、トレンドには逆らわないわけであるから、結果は同じことであり無意味ではないかという議論もあり得るが、日々の大きな変動をならすことによって、うわさによるバンドワゴン効果や極端な変動がバブルにつながるような事態を防ぐことができるかもしれないという観点から必ずしも意味なしとしないと考えられている。

図 外国為替平衡操作（年次）



実際に何が攻撃的か、LAW なのか決めがたいところがあるが、一つには LAWならば売りと買いが平均的に行われるはずであり一定期間中の差し引き 純介入額は小さなものとなるものと考えられる。又、結果としての外貨準備高 も安定的に推移するはずであると言うことが一つの目安となる。

実際のわが国の外貨準備額の動きにはいくつかの急増期が見られるので、こ の頃の介入は攻撃的なものであったと見られる。最近（2005年以降）では全く 介入は行われていないので、この間の準備額の増加は主として外貨資産の運用 益によるところが大きいと考えられる。いずれにせよ、わが国の外貨準備の持 続的な増額は、傾向として下がり続けるドルを買入れた結果を示しており、大 きな為替評価損があることを意味する。

単独介入と協調介入

介入には、単独介入と複数国があらかじめ相互に調整のうえ一斉に行う協調 介入とがある。1985年のプラザ合意は協調介入の一例である。協調介入は参加 各国の分担する介入額を減らせるというメリットが考えられるほか（フランス はこの点にメリットをおいているようである）、当局のコミットメントを国際的に 明確にする意味でアナウンスメント効果が高いと考えられる。

不胎化（ふたいか）されない介入と不胎化された介入

介入には金融市場に与える影響から見て、不胎化（Sterilization）されない 介入と不胎化された介入がある。不胎化とは、為替市場で通貨当局が外資（資 産）の売買を行った結果、上に述べたとおり金融市場に影響を与えるのでこの ような影響を相殺するための取引を併せ行うことを言う。

例えば、通貨当局による外貨の買取りの場合、すでに見たように見返りの円 資金が支払われ通貨量の増加をもたらすので、中央銀行はこれを打ち消す操作 を行う。この目的のために使われる中央銀行の操作には次の三つがある。又、 これらについて、金融市場に与える影響は少しずつ異なるとされている。

介入に見合った額について（例えば、外貨買取りの場合）¹³⁾

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

- (1) 市中銀行に預金している政府勘定の一部を中央銀行に振り換える。
- (2) 中央銀行保有の政府債（短期国債等）を市中に売り出す。
- (3) 法定準備預金率を引き上げる。

このような反対取引を伴わないつまり不胎化されない介入は、金融市場への影響をそのまま放置することを意味するので不胎化された介入と金融政策の変更を組み合わせたものと見ることもできる。介入独自の効果を見るためには、その意味では、不胎化された介入の効果を見るべきものと言うことになる。アメリカで当局が介入するときは、殆どすべて不胎化された介入であると言われている。これに対し、日本、ヨーロッパでは介入は原則として不胎化されないものとして理解されている。しかし、日本の実情としては明示的に不胎化をしているわけではないが、日本銀行は介入や財政収支の動き等を総合的に判断し資金需給調整を隨時行っており、その時点で望ましいと判断されるレベル以上の資金は何らかのかたちで直ちに吸収する。従って、日本銀行によるこのような総合的な資金調整の中で、介入がその時点での金融政策に望ましくない影響をもたらさないよう不胎化（少なくとも部分的には）されていると考えられる。

介入の効果

不胎化されない介入は、為替レートに二重の影響を与えると考えられる。円高のとき、ドルを買い円を供給すれば為替市場における外貨の需要と供給に影響を与える。更にマネーサプライが増大する結果、金利は低下しこの観点からも円レートの上昇緩和をもたらすことができる。しかし、前者の外貨の需給関係に対してどの程度直接的な効果があるかについてはかなり限界的なものと見るべきであろう。¹⁰⁾為替市場の規模に対して介入額は極めて小さいのが普通であるから。この意味では不胎化されない介入の効果は為替市場における外貨の需給に対する影響による部分よりもむしろ不胎化されないことに伴う上記のような通貨量の動きやこれに応じた金利の変動等金融政策の効果を見るべきである。

次に不胎化された介入は効果的であろうか。不胎化された介入は、金融政策としての介入の効果を相殺するので、この限りでは効果なしとも言える。為替

市場における需給調節機能も、上に見たとおり限られているであろう。

しかし、この点については、介入のポートフォリオ効果と言う議論がある。

円高、ドル安の状況において、ドル買い（円売り）介入のとき、円の供給を不胎化するため、例えば、中央銀行は自己資産の中から自国通貨資産（例えば、手持ち短期国債）の売却を行い供給された円を吸収する。このような取引を総合的に見ると、当局は市場からドル資産を買い取って自国資産（円資産）を供給することになる。この結果、民間の市場当事者の立場から見ると、手持ち資産の内容、つまり、ポートフォリオ・バランスで見ると介入の前後においてその総額は変わらないものの、自国通貨資産が相対的に増えることになる。一般に自国資産と外貨資産は不完全代替であると見られるので、ポートフォリオの変更によりもたらされたリスク変化のバランスを回復するため、市場当事者は、自国通貨資産を売り外国通貨資産を買おうとする。この結果、金利は上昇し（自国通貨資産の売却は自国通貨資産の価格低下をもたらし、これは円金利の上昇を意味する）ドル買い介入による金融の緩みを是正するとともに、円資産売却の動きは為替の上昇を抑制し、所期の目的どおり円高抑制の効果をもつことになる。これを介入のポートフォリオ効果と言う。つまり両国の資産が不完全代替の場合、マネーサプライに影響を与えずに為替レートを操作することが可能になると¹⁵⁾言う議論である。

いずれの場合にも、介入によるアナウンスメント効果は、かなり大きいと考えられる。¹⁶⁾介入は通貨当局の市場へのメッセージであり特に意外な介入は、市場の出方を読みながら取引をしているディーラーの心理に大きな影響を与えることが容易に想像される。通貨当局が、何時意外な動きをするかもしれないという懸念は、明らかにディーラーの心理を鈍らせるに違いない。為替ディーラーとのインタビュー記事等が時々報道されるが、これらを見てもディーラーは通貨当局の行動に示される方向性にはかなり敏感なことが分かる。

以上のような介入の効果をめぐる議論は、フランス、アメリカとの間で70年代後半、激しく展開された。アメリカは効果なしの立場から、介入に強く反対。特に80年代前半のレーガン・スプリングル時代には為替市場は市場の判断に任

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

せるべきであるという考え方方が強く、アメリカはほとんど介入を行わなかったと言われる（為替レートに関するビナイン・ネグレクト政策と言われる）。これに對し、フランスでは有効論が強く、特に1982年ベルサイユ・サミットにおいて両国の意見は激しく対立したとされている。このような議論を受けて1983年5月介入の効果に関する作業部会が作られ、介入に関する「ユルゲンセン報告書」(Jurgensen Report 1983)が出されている。又、7ヵ国蔵相会議報告(1983)が、介入の効果に関する詳しい分析と報告を行っている。1993年にはG10報告「国際資本移動と為替市場」において、介入の有効性について検討が行われている。¹⁰⁾

1985年のプラザ合意は、アメリカを含めた協調的な介入であり、この頃アメリカの介入に関するビナイン・ネグレクト政策に変化があったものと見られているが、アメリカでは、これを単純に介入政策の効果と見ることには異論がある。むしろ、アメリカの狙いは参加各国による政策的な協調にあったと言われる。

3 為替介入と金融政策

いわゆる日銀理論

これまでの議論において中央銀行は金融政策として通貨の量（従ってその価格である金利）をなんらかの形で政策的に操作することを前提にしてきた。しかし実際には中央銀行が、何をどのように操作することによってどのような過程を経て金融市场にどのような影響を与えるかつて中央銀行の意図する金融政策の波及メカニズム（トランスマッショント・メカニズムとも言われる）について、必ずしも広範な合意が形成されていないのが現状である。いわば通貨政策の根幹とも言うべきメカニズムが必ずしも明確でない。これは上に述べたような介入をめぐる議論にも絡んでくるのでここで簡単に整理しておこう。

上に見た、 $M = mm \times MB$ という関係式からは、一見 MB を日本銀行が意図的に操作し例えればこれを増加させれば、M が増え金融が緩むと言えそうである。

しかし、日本銀行は常に金融市場の資金需給の調整を日々のベースで行っており、よく言わるように市中にお金がだぶついている或いは金余りと言うような意味においての資金余剰はあり得ない。例えば、前記の通貨乗数の議論においても、日本銀行が「何らかの理由で」ある銀行に貸付を行うことつまり過剰準備の状態を自ら作り出すと言うことを議論の前提にしているが、実務的には日本銀行の貸付は市中における資金需給の結果、準備不足となったときにこれを補填するために行われるものであり、日本銀行主導で貸付を行うと言う前提は実際の日本銀行の実務には沿っていない。

従って、実際の日本銀行のオペレーションにおいては、

第一に、日本銀行は資金需給調整において受身である（日本銀行が MB を意図的に増やしたり減らしたりすると言うことはこの意味では意味不明になる）。

第二に、与えられた状況としての資金余剰や不足については、貸出の操作や債券オペレーションにより直ちに日本銀行が吸収し或いは資金供給して中性化してしまう。

この関係から見れば、日本銀行は MB、従って、通貨量のコントロールはできないことになる。

この立場を、比喩的に表現すると、例えば、日本銀行は、現金（日本銀行券）の量をコントロールすることができないことと似ている。現金は日常の取引に伴って受給され日本銀行はこれを意図的に削減したり余剰に供給したりすることはできない。例えば、日本銀行が MB をコントロールすると言う立場から日本銀行券の発行を独自の立場で制限すれば、我々の日常生活や経済取引が混乱をきたすことは明らかである。必要な日本銀行券は供給せざるを得ない。仮に日本銀行券が一般企業等の非銀行部門において余剰となれば、これらは銀行を経由して日本銀行に還ってくるので、日本銀行は全額これを受け取らざるを得ない。少し通貨をふやしたいとの立場から余剰の現金を強制的に流通させることはできないことは明らかである。

以上のような日本銀行と民間の資金需給関係は銀行の日本銀行当座預金となっている準備預金の増減要因と言う観点から見れば、次のように表すことがで

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

きる。

準備預金増加（減小）＝市中現金還流超（発行超）+財政資金払超（受超）+
日本銀行信用増（減）

これから明らかなように、

1. 先ず、現金が増発される（発行超）と言うことは、例えば、一般企業が銀行から現金が引き出していることを意味しており、銀行としては（一部手持ち現金で対応するとしても）結果的に、準備預金を取り崩し、見返りに日本銀行から同額の日本銀行券を受け取って対応する（減少要因）。
2. 財政が受超と言うことは、国庫として公共事業等の支払より税収等の受け入れが大きいと言うことであり、例えば、納税者である一般企業の持っている預金は差し引き納税分としてその一部が政府預金に振り替えられる。このとき、一般企業の預金を預かっている銀行では、この預金の振り替えには、その準備預金から日本銀行の政府預金への振り替えで対応する。一般企業がその差し引き分を現金で納税する場合には1.と同じになる（減少要因）。尚、国庫の対民間収支については財務省が表のように毎月発表している。

そこで、例えば、現金が活発に需要され（発行超）且つ財政も資金を吸い上げている（受超）と言う資金不足の状況下、仮に上記最後の項目である日本銀行信用が変わらなければ、銀行は準備預金不足の状態に追い込まれる。

この関係は日本銀行の資料が具体的に説明しているのでこれを参照すると以下のとおり。例えば、2000年4月20日、日本銀行は、当日の日本銀行券増発3,100億円、財政の受超43,200億円との見込みをたてた。日本銀行はこれらの動きについて、過去の経験、季節要因等を考慮し、又、財政の動きについては日々のベースで財務省国庫課と連絡をとりつつ推計している。²⁹⁾日本銀行券の増発見込みについては4月末、連休の前と言うことで経験的に日本銀行券の発行超過となると言う要因が織り込まれていると考えられる。結果として、当時は、46,300億円の資金不足となると予想されたので、日本銀行としては「豊富で弾力的な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）をできるだ

表 財政資金対民間収支（平成18年4月－平成19年3月累計）

(単位：億円)

科目	受		払		収支戻		
	実績	前年同月	実績	前年同月	実績	前年同月	前年同月比
(1) 一般会計	642,545	599,758	636,301	637,487	6,245	△ 37,729	43,974
相 満	618,533	577,589	97,882	85,131	520,650	492,458	28,192
税 外 収 入	23,231	21,302	—	—	23,231	21,302	1,928
防衛関係費	—	—	47,544	47,543	△ 47,544	△ 47,543	△ 1
公共事業費	—	—	33,925	37,250	△ 39,925	△ 37,250	3,325
地方交付税交付金	782	867	206,579	204,177	△ 205,797	△ 203,310	△ 2,487
税務教育費	—	—	16,639	20,856	△ 16,639	△ 20,856	4,217
社会保障費	—	—	122,594	126,882	△ 122,594	△ 126,882	4,288
そ の 他 支 払	—	—	111,137	115,647	△ 111,137	△ 115,647	4,510
(2) 特別会計等	1,123,126	1,202,912	1,542,333	1,621,637	△ 419,207	△ 418,725	△ 482
財政融資資金	263,008	362,403	368,578	485,642	△ 105,570	△ 123,239	17,669
道 路 等	17,824	17,654	56,373	57,531	△ 38,550	△ 39,878	1,328
外 国 為 替 資 金	2,153	3,944	1,204	5	949	3,940	△ 2,991
保 険	393,764	398,015	479,501	516,316	△ 85,737	△ 118,301	32,565
公 周	415,839	382,144	340,430	306,798	75,410	75,346	64
そ の 他	30,538	38,752	296,246	255,344	△ 265,709	△ 216,592	△ 49,116
(3) 小計(1+2)	1,765,671	1,802,670	2,178,633	2,259,124	△ 412,962	△ 456,454	43,492
(4) 国債等	1,541,219	1,586,224	886,869	814,778	654,350	771,446	△ 117,095
国 債	1,537,157	1,582,520	883,443	812,788	653,714	769,722	△ 116,007
借 入 金	4,062	3,704	3,426	1,980	636	1,725	△ 1,089
(5) 政府短期証券等	2,798,565	2,642,267	2,630,617	2,585,084	167,948	57,182	110,766
政府短期証券等	2,348,501	2,212,606	2,186,017	2,166,759	162,484	45,847	116,637
一 時 借 入 金	450,064	429,660	444,600	418,325	5,464	11,335	△ 5,871
(6) 小計(4+5)	4,339,784	4,228,491	3,517,486	3,399,862	822,298	828,629	△ 6,330
(7) 合計(3+6)	6,105,455	6,031,161	5,696,119	5,658,986	409,336	372,175	37,162
(8) 調整項目	148,265	168,988	149,947	163,233	△ 1,682	5,755	△ 7,436
(9) 総計(7+8)	6,253,720	6,200,149	5,846,065	5,822,220	407,654	377,929	29,725

「実績」及び「前年同月」の△印は支払超過を示す。

出所) 財務省国庫課

け低めに推移するよう促す」と言う金融政策の基本方針に沿い、当日朝からただちに短期国債の買入れを行う等日本銀行信用の拡大に努め45,000億円の資金供給を行った。

つまり、1. 2. の動きに対応して資金の不足を補填した。その日の結果としては、日本銀行券の増発が見込みより少なかったと言うような要因で、実際の資金不足は見込みより若干小さかったので、このような潤沢な日本銀行信用の

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

供給により準備預金は逆に3,000億円の積み増しとなつた。²¹⁾

以上の関係をより一般的に言えば、日本銀行は金融市場に資金の余剰があれば日々のベースで必ず吸収し、不足があれば必ず供給する。

このように考えると、MB或いは通貨量は、むしろ市場における様々な経済活動と流動性選好の結果であり、日本銀行はその後追いをしているにすぎない、日本銀行が積極的、意図的に通貨を供給したり削減したりしているわけではないと言うことになる。

歴史的に見ると、例えば、73年日本が変動相場制に入り円が急騰した。更に、それに続いてオイルショックを受け狂乱物価時代を経験した。この狂乱物価つまりインフレの高進について、石油価格の高騰という要因があったことは認めつつも、一部には、円高とこれに対する金融緩和、日本銀行による通貨供給の増大と言う要因、要するに日本銀行の通貨コントロールの失敗が原因とする見方がある一方、日本銀行からは、通貨量の増大は経済活動が過熱化した結果としてもたらされたに過ぎないと言う観点からの反論が行われた（この後者の立場は日銀理論と言われる）²²⁾。

日本銀行はこのときの狂乱物価の経験にかんがみ、その後金融政策の策定に当たって、マネーサプライを重視する姿勢を打ち出したと言われている。しかし、その後も実際には、インターバンク・レートを操作目標としており、マネーサプライに金融政策がどのようなメカニズムで影響を与えていくのかは必ずしも明確には説明されていない。このような姿勢は、マネーサプライに機械的に或いは直接的な影響を与えることは難しいという上記のような日本銀行実務に基づいた認識を反映していると考えられる。

ハイパワード・マネーがどのように供給されたかに関する実証研究においても、ドル売り円買い介入の結果、円が大幅に吸い上げられると見られる場合には、結局、他の項目つまり財政収支や日本銀行信用の拡大等ではほぼ中和されており、日本銀行は市場の状態を見ながら資金の需給を適宜調節（結果として介入の部分的不胎化）したことを見ている。

今回のバブルについても同様な議論がある。つまり、日本銀行の緩すぎる通

貨コントロールが土地投機等のバブルを生んだのかむしろ逆なのか。

更に振り返ると、1970年代の日本の比較的低い経済成長は、この間の日本銀行による通貨供給不足と見る立場とむしろ逆にオイルショック後の低い経済成長が低い通貨の伸びを説明すると言う考え方がある。

金融政策の波及メカニズム

日本銀行の金融調節は受身的なものであるとすると、一体金融政策の運営とは何なのかと言う疑問が湧く。

日本銀行による政策的な選択がどのようにその目的とする効果を發揮していくのかという金融政策の波及プロセスについて、日本銀行が公表している資料を参照して日本銀行の立場を簡単に要約すると、以下のようになろう。

- (1) 先ず、オーバーナイト物金利の公表により、短期金利の望ましい水準をセットする。これは金利水準のみならず、その時点における日本銀行の姿勢を示す強い信号となる（アンウンスメント効果）。
- (2) そして、日常の業務においては、このような望ましい短期金利水準への円滑な移行とその水準の安定的な維持を考慮しながら、日々適切な資金需給の調節を行う。このような日本銀行の運営姿勢は具体的にはインターバンク・レートの動きとして表れるので、日本銀行では先ずこれを操作変数として取り扱う。
- (3) 通貨量については、このような運営の結果として決まってくるものであり、通貨量を操作すると言う手法はとっていない。以下に述べるような金利操作によるコスト効果を通じて銀行貸出が刺激されたり抑制されたりすることを通じて通貨量は中長期的に影響をうけることになる。
- (4) インターバンク・レートは銀行の限界的な資金調達のコストとなるのでこの操作は銀行の貸出に影響を与える。又、例えば、金利の引き下げが行われれば、銀行では預金金利の引き下げが直ちに行われるが、既存の貸出金利は直ちには下がりにくい（貸出金利の粘着性）ことか

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

ら銀行収益は好転し銀行の貸出姿勢の積極化が期待される（これらはコスト効果と言われる）。勿論、資金の需要サイドでは、例えば、金利の低下は企業の借入コストを下げるにより借入意欲を刺激しこれは銀行の貸出増大につながる。

以上が日本銀行の金融政策とその波及プロセスに関する大枠となっていると考えられる。

以上のような枠組みは日本銀行の実務に沿っているものと考えられるが、必ずしも明快なものではない。例えば、仮に日本銀行の資金需給の調節が中立的に行われ、資金の超過需要は必ず満たされ、又、超過供給は全て取り除かれるとして仮定すると金利は常に一定となるはずであり、適切な資金需給の調整を行いつつ短期金利をさしあたっての操作対象とし一定のレベルに誘導していくという説明もわかりにくいところである。²⁾

しばしば、例えば、金融の引き締め局面においては、「きつめに」に資金を供給し、緩和期には「ゆるやかに」資金を供給すると言うような説明が行われることがあるが、きつめと言っても実際に預金準備が不足すると言う事態になれば、日本銀行は必ずこれを補填する（或いは、制度の趣旨からこれを補填しなければならない）。ゆるやかにと言っても、仮に市中で資金余剰が発生し準備預金過剰の状態となれば銀行は無駄な資金をもつことはあり得ないので必ず余剰分は返済してくることになり日本銀行はこれを受けざるを得ない。日本銀行によると、このように日々の取引ベースでは資金を余らせず、不足させず、しかも金融市场を一定の政策に沿った方向へ誘導していくのは、えも言われぬアートであると言うような説明もしている。

銀行行動と市場との対話

このように金融政策の波及プロセスは明確に定義されたものとはなっていないが、いずれにせよ、銀行の貸出姿勢・行動（ビヘイビア）が重要な役割を果たすことは明らかである。結局、通貨の増加（収縮）に結びつくかどうかは、銀行が貸出を積極化するか（むしろ回収するか）によるところが大きい。そし

て、このような銀行行動は、勿論、先に述べたようなコスト効果による部分が大きいと考えられるが、より総合的に見ると、日本銀行が、銀行に対して抑制的な姿勢を示すか或いは容認的かと言う日本銀行の姿勢を微妙に反映したものとなると考えることが現実的である。日本銀行が銀行の当事者との間の窓口における日々の「対話」或いは「説得」の中で日本銀行の意図を浸透させていくと言うような直接的な手法は、一般的には「窓口指導」²⁹⁾と言われ、現在はこのような手法は廃止されたことになっているが、実際にはこのような窓口での対話・接触が重要な役割を果たしていると考えるべきであろう。つまり、資金需給の調整による金利の操作に加えて窓口での銀行との対話、更には様々な形での市場との対話を通じて、日本銀行の意図を市場に理解させ市場を望ましい方向に誘導していくのが日本銀行の機能であると見ることが妥当である。この観点からは、オーバーナイト物金利の操作についても、日本銀行の姿勢に関するアナウンスメント効果を重視すべきことになろう。

金融政策とは、結局、銀行更に一般的には市場の当事者・関係者にいかに政策的な影響を与えるかと言うことに等しいと考えると、金融政策の波及とその効果は日本銀行と銀行更には市場との微妙な関係に依存している。同時に日本銀行の姿勢は、いわば手探り的なものであってはならず、当面の経済・金融情勢を的確に把握した明確なメッセージを伝えるという要請も満たさなければならない。このような両者の日々の関係の中から次第に日本銀行の金融政策の姿勢が浸透して行く。このような日本銀行の基本的な機能或いは立場に注目すると、金融政策の波及プロセスは貨幣乗数の議論から印象付けられるようなメカニカルなものでは必ずしもないと言うことが理解できよう。

これまで為替との関係で金融政策の影響やその効果等を述べてきたが、金融政策は中央銀行が、何か操縦レバーのようなものを持っていて、これを上げ下げすると言うようなものではない。その操作対象となる金融政策は上に述べたような市場との対話を含めた非定形な（又、多分に曖昧とも言える）枠組みの中で運営されていることを理解しておくことは重要である。

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

介入放置等異例の措置

以上の議論から明らかなように、仮に、ドル買い介入が行われて円資金が市場に供給されれば、日本銀行は直接不胎化するようなことはしないかもしれないが、ただちに、全体の資金需給を見ながら、需給調節をするはずである。

最近のデフレ的な状況にかんがみ、金融緩和の一つの有力な方法として、ドル買い介入による資金をそのまま市中に放置するというような思い切った「異例の措置」をとることによって金融の緩和をもたらすべきである（介入放置論）と言うような議論があるが、これについては日本銀行は否定的である。これはこれまで述べてきたような実務的な観点から明らかだとおり、日本銀行としては介入による見返りの円が市中に放置されたにせよされなかつたにせよこれらを含めて全体として金融市场の適切な調整を行って行くと言う立場にある。

連銀の議長であったボルカーはこの点に関する中央銀行の姿勢を端的にまとめているので引用する。

「ここは、介入が不胎化されたか否かを測る方法についてのエコノミストの間の技術的な議論を振り返る場所ではない。しかし、私は重要な事実を証言できる。ほとんどの中央銀行は、金融政策について独自の目標を持っており、それは外国為替の介入額によっては規定されていない。もし介入がマネタリー・ベースを拡大又は縮小するならば、当然の本能として国内金融面の措置でこれを相殺するだろう。すなわち、中央銀行は自動的に彼らができる範囲で介入を不胎化する。すればFRBのやり方であるし、多額の相殺取引をやれるだけの発達した金融市场がある国の中銀は、どこでも実際にそうするだろう。」

同様な議論として、かつてのY2K問題もある。つまり、1999年末、日本銀行は世紀末をつなぐコンピュータープログラムに関し、当時懸念されたY2K問題に対処するため潤沢に市場に資金を供給し、そのための資金残は年末20兆円に及んだとされている。このような経験から、このY2K問題で生れた余裕資金をこの際「放置する」ことによって、金融緩和のための資金余剰を作り出してはどうかと言うような議論も行われた。しかし、この年末の余剰は、銀行等が何らかの緊急事態に備えるために需要したわけであり日本銀行は

これに応じたに過ぎないとも考えられる。このような特別な需要が減退してもこのようないくつかは疑問である。

最近の量的緩和論についても、同様な疑問がある。日本銀行が一定の量的緩和を目指すとしても、銀行システムに流動性の増加需要がない限りその達成は難しい。現に量的な緩和を狙った日本銀行の資金供給オペレーション（債券の買いオペ）において、入札未達成、札割れがしばしば起きていることが報じられており、マネタリー・ベースを無理に増加させることには限界があることを示している。又、銀行としては、そのような日本銀行の買入れオペに応じて証券売却を行い、銀行資産の流動性を増やしたとしても、次に、これをどのようにしてより収益の高い運用（典型的には貸出）に切り替えていくかと言う問題に直面することになる。経済の現状から見て積極的な貸出意欲を持たない銀行にこのような形で流動性保有をいわば強要することには限界がある。

又、最近議論が活発なインフレ・ターゲット論についても日本銀行は否定的である。これはそもそもインフレの目標（例えば、2-3%等）と言ってもその測定にあたり、どのような指標を使うことが適當かと言う技術的な問題以外に、仮に目標を設定しても、これをいかに達成し或いは維持していくかについては、すでに見たように金融政策の波及プロセスは明確ではなく日本銀行としては明確な答を出しにくい問題と考えていることによるものと思われる。

現在日本銀行が進めている低金利、量的緩和政策の狙いは、市場に対し今後とも長期的に通貨の潤沢な供給が続くというメッセージを送り、いわばインフレ心理を作りだすことにあると言える。²⁰⁾しかし、現状ではその効果はいまだ表れていない。インフレとは通貨に対する信任の喪失であるから、これは、現状、通貨に対する信任が厚く（現に一般に通貨の保有意欲が強い）日本銀行は皮肉にもその反対努力にかかわらず、自らに対する厚い信任を享受していると言うこともできよう。現在、日本銀行に求められているのは、奇妙なことに自らの信任を低下させることであるとも言える。²¹⁾このためには日本銀行は、引き続き可能な限り資金供給を続けるとともに、異例な（伝統的な枠組みを超えた）措置を取ることが求められる或いは中央銀行としてはあるまじきとも言うべき措置

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

(例えば、無期限な国債の買切り等)を取ることが必要であると言うような議論³³⁾が行われる所以である。

上記介入放置論等もこののような議論の一つであるが、いまのところ、日本銀行としては伝統的な実務の枠を維持しながら、このような異例性を組み合わせることによって市場にアピールすることには十分には成功していない(量的な緩和策は、この観点からみると、これまでの日本銀行の伝統的な枠組みを超えた異例性を持つ措置として、一つの試みであるとは考えられる)。

外貨の流出入と金融政策

国際金融と金融政策との関連で、海外からの資金の流出入と、金融政策との関係を見ておく必要がある。例えば、国内で金融引締めが行われている状況下、企業が積極的に海外から借入を進めれば、このような金融引き締め政策はしり抜けになるのではないかという疑問がある。しかし、このような疑問は必ずしも当たらない。

例えば、このような状況下、ある企業が大量の外貨借入を行ったとする。借り入れた外貨はいずれ円を対価にして売り出されるが、このとき、

- (1) 他の企業が何らかの支払に当てるためそのドルを買った場合、円預金がこの二つの企業間で移動するだけで国内円、通貨量には何ら変化はない。
- (2) 最終的に政府が買入れ、外貨準備が増大した場合、既に議論したように、この見合い円資金が市場に放出されるが、資金需給は日本銀行がそのときの金融政策に応じて適切に調節する。
- (3) 企業が取り入れた外貨を日本の市中銀行に売却し円預金を開設した場合には円預金と言う通貨が新設されるので全体として通貨増をもたらす。但し、銀行のバランス・シートを見ると円預金に対する見合い資産は買入れた外貨であり円で見た場合の銀行の資産サイドには変化はない。従って銀行が作り出された円預金に見合った円の貸出を拡大するためには手持ち外貨を市場に売却せざるを得ない。この場合最終的

にその外貨を通貨当局が買入れる（外貨準備の増加）場合は上記（2）となる。

いずれにせよ、このような市場での銀行の行動は日本銀行の資金需給の調節の枠内に入ってくることに変わりはない。要するに、（外貨決済を別にすると）外貨の取り入れはそのまま金融の緩和につながるわけではない。

又、円が国際化し、世界の企業や通貨当局が円資産の一つとして大量に円預金を保有することとなつたらどうか。この場合も、すべての円資金は日本の銀行システムの中で、何らかの形で預金されるので、日本銀行の調節の範囲内にとどまる。例えば、基軸通貨たるドルについてみても、これをアメリカ当局或いはアメリカの銀行から見ればドルが国際的に保有されると言うことは、そのドル預金の名義が国内企業から隨時外国の企業や通貨当局の名義に変わっていくに過ぎず、アメリカ連銀の政策の範囲内にとどまることには変わりはないことと同じである。

ユーロ円として、海外の企業等が海外の銀行に円預金を開設した場合はどうか。この場合も受け入れた銀行は見合いの資産サイドで、必ず日本の銀行に円預金勘定を開設する、つまり、日本の銀行から見ればユーロ円の受け入れに伴い、そのような円預金を受け入れた（開設した）外国の銀行名義の円預金が開設されるだけである（但し、この国内円預金の元となっている外国の銀行が受け入れた円預金は通貨量に含まれる扱いになつていいと言う問題が指摘されているが）、基本的に、日本銀行の金融調節の枠外となるような問題ではない。

このように、内外の資金の活発な交流にもかかわらず円の金融市场は依然として日本銀行の金融調節機能に依存する。しかし、これは逆に言えば仮に円圏ができれば、そのような金融市场の安定その中の資金の需給調節については内外を問わず（その保有が居住者か、非居住者かを問わず）日本銀行が責任を持つことになることを意味している。

このように内外の資金移動が活発になつても、円資金市場の運営は日本銀行の政策範囲に入ることになるが、日本銀行にとって、新しい政策運営上の問題が生じないと言うわけではない。

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

先ず、前述のように流入する外資について、円資金が市中に放出された場合にも日本銀行が資金の吸収を行うことにより調節することは可能であるが、この場合金利は高めに維持されることになり、この結果益々資金流入が促進されると言う状況が考えられる。日本銀行として正確な情報把握と政策運営の一層の機動性が求められる。例えば統一後のドイツにおいて、インフレ懸念からドイツ当局は金利を高めに維持したが、この結果資金がますます流入する結果となつた。

次に、為替レートとの関連である。仮に多量の外貨借入が行われた場合、これを為替の需給上で見ると、外貨の売り、円買いとなって円上昇圧力となる。この場合、当局として、為替レートについて完全なフリーフロートにまかせる姿勢をとれば金融政策の自由度を維持することができるが、日本ではしばしば見られるように為替レートを必ずしも無視できず、例えば、円安誘導を政策目標の一部に組み入れると金融の緩和、金利引き下げを優先せざるを得ない。従つて、そのような日本銀行の姿勢はその時点における経済情勢（むしろ引締めを必要とする場合もある）と矛盾が生じる場合が考えられる。

MCI と FCI

現在のような変動相場制下においてはファンダメンタルズの変動が為替レートに影響を与える一方、為替レートの変動が今度は経済の実体、ファンダメンタルズに影響を与える。

これは、経済政策の運営に当たって、これまでのように、金融や財政のスタンスのみならず、為替レートの動きも政策判断の要因に入れていく必要性を強調する。例えば、金融引締め、円上昇となるとその相乗効果はどうなるか、（円上昇のない場合よりきついであろう）又、1995年までの2年間に見られたように、一方で金融を緩めながら他方ではアメリカとの通商政策のもつれやアメリカ政府高官の口先介入等を反映し、円が急騰したような状態では総合的な金融情勢はそれほど緩まなかつたのではないかと言う疑問がある。

日本銀行では、金融政策は為替レートを特に注目して（例えば、ある為替レ

ートの特定のレベルを念頭にして) 運営されているわけではなく、為替レートの変動が上記のように実体経済に及ぼす影響や他の金融政策の効果等を総合的に勘案して適宜適切に運営されると公式的説明をしている。

実際上は、日本銀行の金融政策は、円高を考慮に入れながら緩められているが、(政策金利の引き下げ発表においてもしばしば円高要因が引用されている) 以上の観点から見ると結果として金融緩和は十分なものではなく、それが更に円高を呼び、更に、金融政策がそれを後追いすると言うようなパターンであったのではないかと言う疑問が残る。

このように、金利等に合わせて為替レートの動きを総合した金融情勢の指標を見る必要があると言う考え方によるものとして、例えば、1994年カナダ銀行が開発した短期金利と為替レートの動きを一定の比重で総合した指標等がある。

IMFでもこのような観点から、両者の総合指標 MCI (Monetary Condition Index) を作成している (1996年世界経済年報において使用された)。IMFの世界経済モデル MULTIMOD によると、この試算の結果は、日本での実質為替レートの10%上昇は、2年後に、実質GDPを約1%下げる効果をもたらし、これは実質金利を1%引き上げたときの効果とほぼ等しいと推計している。

このような観点からすると金融情勢の経済への影響判断に当たっては、実質金利のみならず、為替の動向も考慮しなければならない。経済の現状に鑑みると、名目金利はゼロに近づき、又、実質金利はマイナスではないかと言われるが、仮に円高基調が維持される状況下では為替によるマイナスのインパクトを総合的に勘案する必要がある。言い換えると、金利政策が限界にあるとすると、為替政策 (デフレ下の現状では円安誘導等) が政策的課題になる余地が出てくるわけである。但し、これが為替操作とも言うような政策と見られることになると、もともと望ましい為替レートのレベルが分かりにくいと言う技術的な問題のほか、このような政策について国際的な理解・協調が得られない場合には、不当な円安による近隣窮屈化政策との批判を受けることになる。

IMFでは、最近 MCI を更に拡張し、財政のスタンス、株価の動向 (例えば、株式価格の上昇は、資産効果を通じて消費を拡大する、投資資金調達コストを削減

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

する、更に、銀行の資本基盤を拡大し貸出を積極化させる、と言うような効果が期待される）及び、為替レートの動きを総合して FCI (Financial Condition Index) を試算している。これによると、バブル準備期とも言うべき1986年-87年の金融情勢は、FCI で見るとこの頃急速に上昇した円レートと基本的に抑制的な財政運営を組み合わせることになり、総合的にはそれほど緩んだ姿には成っておらず、過度の金融緩和がバブルにつながったと言う一般的な見方に疑問を呈している。むしろバブルについては、金融情勢以外の要因、例えば、金融制度の自由化の進展、1985年の石油価格の急落による過度の投資等の要因を見るべきであると指摘している。³⁰

このように、為替レートが外生的な要因となって、経済に擾乱的な影響を与えると言う観点を重視すると国際通貨制度としては何らかの安定的な為替レートを維持することに大きなメリットがあると言うことになる。変動相場制の経験を経た現在、固定的な為替レートへの復帰は現実的な課題とはなっていないが、依然として変動相場制に疑問を呈し、安定的な為替の枠組みを目指すべきとする議論が行われている理由である。

第8章注釈

1. 通貨当局が通貨量の指標を見誤った例として、1979年から82年にかけてのイギリスの経験が指摘されている。この時イギリスにおいては、金融政策の基礎となる様々な通貨（ M_1 , M_2 , M_3 ）が異なる方向に動いた。この結果 M_3 を政策上の指標として使っていたイングランド銀行は結果的に政策判断を誤り、実際に望んでいた以上に厳しい引き締めを行った可能性がある。前出 P. グラウウェ『国際通貨』 p. 289
2. 銀行は一定の計算方式でその預金に対する準備預金を維持しなければならない。仮にも不足の事態になれば銀行頭取・社長レベルでの責任が問われると言うような重大な問題（実際にも頭取や社長が呼び出されることがある）となる。
3. 手持ち現金は銀行にとって全く収益を生まない資産であるので、銀行はこれを常に最小の水準になるよう管理している。従って、銀行の金庫に保管されてい

る現金は本来限られたものである。

4. 無限等比級数の計算方式

$$P = 1 + r + r^2 + r^3 + \dots, \quad rP = r + r^2 + r^3 + r^4 \dots$$

$$P - rP = 1 \text{ よって } P(1-r) = 1 \text{ 或いは } P = 1 / (1-r)$$

5. 最近では、銀行貸出の低迷とともに信用乗数の低下が報じられている。1992年の13倍から低下を続け2001年5月には9.6倍となり1970年代後半の水準にまで低下した（日本経済新聞2001年7月）。

6. 歴史的にも、中央銀行が統一的に銀行券を発行するようになる前には色々な銀行が銀行券を発行していたが、その場合は各銀行の信用に応じて銀行券に利息（割引率）が付されていた。中央銀行の整備とともに銀行券は無利子となった。

7. 仮定の話であるが、仮に日本銀行が不動産を購入したり、国債ではなく社債や外貨債券を買入れたりすれば（後者の場合は安全性のほか為替リスクも伴う）、同じようにこれらが日本銀行券の見合い資産になると言う関係となる。

8. 勿論、日本銀行が特定の不動産や特定の株式を購入することはそれらの価格をゆがめることになり、マーケットへの資金つまり流動性の供給は中立的であるべきとする中央銀行の機能からの逸脱でもある。

9. この場合も中長期の金利体系に影響を与え、経済の実体に介入するような効果をもたらすことを避けること、すなわち市場に対する中立的な資金供給を行うことを目的としてこのようなオペレーションの対象となる債券は短期物（Bills）を原則としている。これはビルズ・オンリー・ポリシーと言われ、伝統的な中央銀行の手法である。

10. 日本銀行では現金通貨（日本銀行券）の発行量についても一定の限度額を設定しそのコントロールを行っているが、現金自体は通貨量の中で格別な意味を持たないので、この銀行券の発行限度額が通貨量のコントロール機能を果たしているわけではない。

11. 但し、外為市場における通貨の売買である介入は日本では政府の資金を使って行われる。外貨準備も外国為替資金特別会計による政府保有のものであり、この説明とはそのまま一致しない。しかし、政府・日本銀行を公的な部門、通貨当局として一体に考えれば同じ議論である。实际上も政府の外国為替資金特別会計が外貨を買取るため必要な円は短期の外為証券を事实上引き受ける形で日本銀行が供給しているので、外貨買取のための見合い円貨は日本銀行が供給しているに等しい。

12. 介入額は長らく秘密とされていたが、最近財務省より正式に発表されるよう

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

なった。

13. 介入の効果、操作手段による影響の差については、例えば、World Bank (1997), *Private Capital Flow to Developing Countries: Can Sterilization Be Effective?* Annex 4, 2, Washington, D.C., The World Bank
14. 介入は直物で行われても先物で行われてもその効果は同じであると考えられるが先物介入の場合には直ちに資金決済を伴わないので外貨準備の動きにはすぐに反映されることになる。例えば1997年のタイバーツ切り下げのときタイは先物介入でドルを売りバーツを支えようとしたが、これは外貨準備の減少を見かけ上隠すことになった（この反省からIMFでは外債統計の改定が行われている）。
15. 実証研究によれば、リスク・プレミアムの項で触れたとおり自国通貨資産と外国通貨資産の間には、不完全代替が成り立つと見られている。
16. この介入のポートフォリオ効果については、現在の証券ストックの大きさから見て民間のポートフォリオ選択に影響を与えるほど大きな介入が可能かと言う観点から疑問とする指摘もある。加藤隆俊『為替を動かすのは誰か』東洋経済新報社、2002年、p. 171参照。
17. 既に見たように現在の為替レートは将来の為替レート（期待為替レート）を織り込んで決まると言う観点から見ると、このアンウンスメント効果は介入により期待為替レートに影響を与える効果として説明することができる。
18. 1982年4月のペルサイユ・サミットの予備会議において、スプリンケル米財務次官と当時のフランス金融府長官カムディッシュ（賛成派）との間で激しい議論があったとされている。結局、ユルゲンセン報告書においては、不胎化された介入の効果は短期的である。不胎化をともなわない介入の場合は、一定の持続的な効果があるが、その場合も経済のファンダメンタルズと整合性のない介入は逆効果であるとしている。G10報告では介入は他の手段の補完的なものとして行われる場合には一定の効果はあるが、その場合でもその効果は短期的であり特にファンダメンタルズからの乖離を防衛するような介入や単独で長期にわたるような介入は効果に乏しいとしている。
19. 具体的に考えると、例えば、一般企業が納税分として1億円を、その手持ちの当座性預金10億円から納税したとすると、企業としては銀行預金を政府に振り替えるだけであるが、これを受けた銀行としては日本銀行の預け金つまり準備預金を政府勘定に振り替えて対応せざるを得ないので、結果として準備預金はただちに1億円減少する。準備率10%と仮定するとすでに見たように銀行の保有する当座性預金と準備預金との正常な関係を維持するためには、銀行における一般企業

からの預金つまりその当座性預金は10億円減少しなければならないが、実際には上記のとおり1億円の減少にとどまっているので全体として準備預金不足の事態となる。

20. 財政の対民間支払、受取の収支は、財務省国庫課が毎日ベースで管理の上、毎月、国庫収支として発表している。筆者は、国庫課長として毎月の国庫収支をとりまとめ記者団に発表説明していた。介入も財務省により外国為替資金特別会計において行われるのでその動きは国庫収支に含まれる。
21. 日本銀行金融研究所編『新しい日本銀行—その機能と業務』有斐閣、2000年、p. 129参照。
22. この頃の日銀理論については、例えば、外山茂『金融問題21の誤解』東洋経済新報社、1980年参照。1973年当時、過剰な流動性が経済のあちこちにプールのようにたまっているというような議論が行われていたが、この意味は明確ではなく実際は日本銀行が適切に吸収していたはずである。一方、日銀理論を批判的に検討したものとして、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。筆者は、この頃、国債発行の所轄部（国債課）に勤務していたが、このような「余剰資金」を、国が適切に吸収するための特別な国債（「安定国債」と言われた）の発行を求められた記憶がある。しかし、すでに見たように市中にこのような余剰資金があれば、国による特別な国債の発行を待つまでもなく、日本銀行が適切に吸収していたはずであり、このような観点から、結局、特別な国債の発行は見送られた。
23. 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月号
24. 銀行によるインターバンク・レートによる資金調達は銀行が限界的に必要になる追加資金の調達のために行われる。従って貸付が追加的に増加するためには貸付金利が追加的な資金調達金利を上回る必要がある。逆に言えばインターバンク・レートが下がれば追加的な貸付の限界コストが下がり貸付を増やすインセンティブが働く。
25. 準備預金の維持は必ずしも常に一定額を求めるわけではなく一定の期間に平均して達成されるべきものとして定義されている。従って当該期間中に準備預金残高は変動し、実際に期末計算で達成されるかどうかは必ずしも明確でない。そこで仮に引き締め気味の資金需給を意図する場合には、この計算期間中の不安定な状況下で、日本銀行が必ずしも十分に預金準備の補填に応じず（一定期間中に平均して達成すればよいわけであるから一時的な不足は問題ない）、このような

第8章 金融政策は一面アートに近いと言われるが、そのメカニズムは？

姿勢により銀行側の準備預金未達という「不安感」を増大させることによって銀行の貸付を抑制し、結果的に不足分は補填するとしてもその過程で日本銀行の意図する姿勢を浸透させることができるという日本銀行実務面からの説明もある。

26. ここで日本銀行の窓口における姿勢と言う場合、かつて1960—1970年代において行われていたような「窓口指導」を意味するわけではない。日本銀行信用を計画的に各銀行に割り当てる基本とする「窓口指導」は1980年代の初めには廃止されたと見られている。尚、高度成長期1960年代の銀行による日本銀行借入への依存とこれを背景とした日本銀行による典型的な信用割当つまり当時の窓口指導の仕組みについては、例えば、呉文二『金融政策—日本銀行の政策運営—』東洋経済新報社、1973年参照。
27. 以上のように、金融政策の波及効果は、銀行システムの行動に大きく依存していると言う見方をすることができる。これは銀行の *Intermediator* としての機能でもある。
しかし、仮に金融資産が多様化し金融の証券化が始まると、このような銀行の金融政策のプロセスにおける機能は次第に低下していくものと考えられる (*disintermediation* の進行)。例えば、企業が、直接、社債発行により資金調達をすると、調達した資金はとりあえず銀行預金として保有すると考えられるので、このような社債の発行は銀行預金の中で、社債を買った人の名義から企業の名義に転換されるだけである。このシステムが発達すると信用創造を伴う貸出を伴わないので以上に述べたようなプロセスが変化するものと考えられる。もっとも、日本では未だこのプロセス変化はあまり進行していない。最近の研究でも金融政策のプロセスは主として銀行信用を通ずるものであることが示されている。例えば、黒木祥弘『金融政策の有効性』東洋経済新報社、1999年。但し、仮に企業が発行した社債を市中銀行が引き受けた場合は、市中銀行による貸出と同様、見合の預金が銀行を作り出される関係になることに注意。
28. ポール・ボルカー、行天豊雄『富の興亡』東洋経済新報社、1992年、p. 345
29. 日本銀行は2001年3月、政策的な金利水準を実質的にゼロとともに政策目標を資金量とする、このため金融機関が日本銀行に持つ当座預金残高を通常（4兆円程度）を1兆円上回る水準とする量的な緩和策を発表した。又、2004年1月には、これを30～35兆円程度に引き上げる旨明らかにしている。
30. ポール・クルーグマンは、現在日本が陥っているようなゼロ金利水準と実体経済の停滞と言う状況を脱するためには、将来のインフレ期待を作り出すことが必要である。そのためには中央銀行は通常ではない措置を取るべきでありむしろそ

の政策が異例であると言う認識が広まるほどインフレ期待は醸成される（従って、中央銀行として "credibly promise to be irresponsible" が必要であるとしている）。このため、介入資金の放置等により異例大量の量的緩和策を長期にわたり試みるべきとしている（Paul R. Krugman, *Japan Trap*, May, 1998 及び *Thinking about the liquidity trap*, December, 1999）。最近見られる次のような議論、例えば、政府紙幣を発行する、何らかの形で通貨をばらまく（ヘリコプター・マネーと言われる。日本銀行における準備預金の増減とは別枠となる。減税により納税者にいわば金券を還付するような方式はこれに似ている）、或いは、日本銀行がリスクをとって特定の株や土地等を購入すると言う方法は、これまでの中央銀行による伝統的な通貨管理の枠を超えるとする考え方である。

31. 国が発行する長期国債を中央銀行が引き受けることは中央銀行の独立性を喪失するほか、財政の規律をなくしインフレの元凶となることは歴史的にも知られているとおりである。従って、このような国債の直接引き受けを禁じることについては法律の定めがある国がある（例えば、わが国の財政法）ほか世界的な慣行としても確立している。現在の日本銀行による長期国債の売買は短期に売り（買い戻す）条件付のものであるが、仮にこれを買切ることになれば、発行された国債を無制限に買取る道を開き直接引き受けと実質的に変わりではなく、インフレ容認の重大な信号となる。もっとも、経済が長期的に成長しているとき、この成長に見合って必要になる通貨の拡大（成長通貨の供給）については、仮に日本銀行が長期国債を買切ることにより供給してもインフレ的ではないという議論もあるが、このような限度の設定は実際上困難になる危険がある。この点、日本銀行は長期国債の買切りも一部実施しているが、その金額は月4,000億円（2002年10月これを1兆2,000億円に拡大）とし通貨発行残高を限度とすることを明らかにしている。
32. Bijan B. Aghevli, Tamim A. Bayoumi and Guy Meredith, *Structural Change in Japan: Macroeconomic Impact and Policy Challenges*, Washington, D. C., IMF, 1998
33. 例えば、ロナルド・マッキノンは日米通貨協定により何らかの指標（例えば、PPP）に基づき為替レートを安定化させることを提唱している（例えば、第2回日経フォーラム「世界経営者会議」「日本の金融政策と世界経済」2000年10月31日参照）ほか、ノーベル経済学賞のロバート・マンデルは、セカンドベストとしての金本位制も含めて何らかの固定的な為替制度への復帰について発言している例等がある。