

## 各国中央銀行の公開市場操作

### 1. はしがき

中央銀行が通貨信用を調節する政策手段の一つに公開市場操作がある。公開市場操作は19世紀中葉から今世紀初頭にかけて英国、米国など主として西欧の先進諸国において発達を見たものであるが、今日では世界のほとんどの国の中央銀行がその権限を有しており、割引・貸付、支払準備制度と並び中央銀行の主要な3政策手段の一つに数えられるに至っている。

本稿は公開市場操作について、それが各国の中央銀行法規上どのように規定され、また現実にもどのように運用されているかを調査したものであるが、法律上の規定が主として公開市場操作の基本原則、対象機関、対象物件などについての一般的な規定となつているのに対して、実際の運用状況は、それぞれの国の金融市場の構造、発達の程度を映じて国により若干の相違が見られる。しかしながら、このような運用上の若干の相違にもかかわらず、公開市場操作が通貨信用の調節を行う政策手段の一つである限り各国に共通の特徴をもっていることは当然であつて、以下各国の調査を通じて公開市場操作の特徴とは何か、また公開市場操作を実施する際にどのようなことが問題となるかなどの諸点について検討することとしたい。

### 2. 米・英・カナダにおける公開市場操作

米国、英国、カナダの3か国は公開市場と呼ばれるような発達した金融市場が存在することにおいて軌を一にし、この公開市場においてそれぞれ中央銀行法の規定するところに従い公開市場操作が実施されている。3か国のうち英国のみは古来慣習の国であり、英蘭銀行法上公開市場操作のみならずその他の業務についてもとくに規定を設けていないが、米国およびカナダでは、公開市場において内外のいかんを問わず、銀行、商社、法人、個人などを対象として、政府証券、地方公共団体債、銀行引受手形、割引適格手形のほか、米

国では農地抵当会社債、住宅所有者貸付債券などが、またカナダでは米・英両国の大蔵省証券などがそれぞれ操作しうることと定められ、また米国では公開市場操作に関する決定に際しては「商業および事業の必要資金の融通という観点から、かつ全国の一般的信用状態に対する影響を考慮する」旨定められている。

このような法規定に基き公開市場において公開市場操作が実施されるが、この公開市場には取引の仲介をなす仲介業者(以下ディーラーと称す)が存在し、中央銀行の取引先となる商業銀行のみならず保険会社、貯蓄銀行などの金融機関、事業会社、一般個人などが参加して、活発な取引が行われている。そしてここで取引されるものは政府長短期証券、銀行引受手形など諸証券、手形類などであるが、その圧倒的部分を占めるものは政府短期証券であり、したがって市場における流動性も政府短期証券が最も高い。政府短期証券については入札による市中公募制が確立されており、市場の実勢に応じた価格によつて募集が行われ、購入された証券は市場において日々活発に売買されディーラーを中心として随時相場が立てられている。中央銀行はこの流動性の最も高い政府短期証券を公開市場でディーラーを通じ売買することにより公開市場操作を実施する。

このように中央銀行が取引先商業銀行と直接売買することなくディーラーを通じて公開市場を対象とするときは、商業銀行はもとよりのこと保険会社、貯蓄銀行など中央銀行の取引先以外の金融機関、事業会社、一般の個人に至るまで広く全般的にその流動性を調節することが可能となる。たとえば取引先商業銀行を直接対象としないでもその他のものが売買に応ずることにより商業銀行の預金が増減すれば、これによつて商業銀行の支払準備が規制され、売買操作は必ずしも個々の取引先に煩わされずに全般的に流動性を調節しうる。さらに重要なことは、中央銀行が市場においてではなく直接相手方と取引を行うことは対象とされ

諸証券、手形類の価格に恣意的な影響を及ぼすおそれが多いのに対して、公開市場においてはディーラーを中心に客観的な市場価格が形成され、その時々的情勢を敏感に反映した価格で操作が行われることである。この場合ディーラーの存在は、これによつて市場の円滑な運営、客観的な価格の形成が可能となり、中央銀行の操作をより円滑なものにする点で高く評価されるべきであろう。ディーラーの資金繰りに支障を生じた場合に中央銀行は必要に応じて援助を行うのが通例であるが、米国およびカナダでは売戻条件付の買入れを、また英国では7日間の確定期限付の貸出を行うことにより資金が一定期間後還流するように図られている。

これらの点で発達した公開市場を有する以上の国々においては、中央銀行の売買操作はきわめて弾力的かつ効果的に行われ、金融市場における日々の調整、クリスマス・納税期など季節的変動の平準化、金・外貨の一時的な流出入による国内金融への影響の遮断などはもとより、政策的に金融の基調を変更せしめようとする場合においても銀行の支払準備金の増減を通じてよく貸出態度を変化させ、金融緩和あるいは金融引締政策の実施に貢献してきている。また最近では経済成長という観点から経済の成長に伴い必要とされる通貨は、中央銀行の貸出によることなく、輸出による取得外貨の買取りと並び公開市場操作によりこれを供給するという新たな使命が課せられるようになり、ますますその重要性を加えるに至っている。

### 3. その他の国における公開市場操作

米国、英国、カナダの3か国を除くその他の国々では前記のような公開市場が十分発達していない国が多く、また市場が存在していても狭隘であつて流動性のある物件もその量が限られている場合が多いが、なお以下のようにそれぞれ特色のある操作方式を発達せしめ、有力な政策手段の一つとして通貨信用の調節に役立たしめている事例がみられる。

まずその第1に、中央銀行勘定における政府の帳簿上の債務をとくに証券に転換し、これを公開

市場操作に使用している国に西ドイツおよびオランダの2か国が挙げられる。西ドイツにあつては、新しい中央銀行法規であるブンデスバンク法に、金融市場を規制するため、政府証券、地方公共団体債、公認取引所上場債券、適格割引手形の市場利率による操作を規定しているが、そのほかに公開市場操作を行うに十分な手段をブンデスバンクに確保させるため（同国では政府証券の発行額は少ない）、同行の有する平衡請求権（通貨改革時、旧通貨切捨てに伴つて生じた政府の非流動的永久債務）を大蔵省証券に転換することを認めている。平衡請求権の大蔵省証券への転換は、法定限度の40億マルクまではブンデスバンクの要求により、また、これをこえる場合は政府と協議決定する限度まで、同行の希望する券面額で行われるが、とくに1955年以降の巨額の外貨流入に際しては多額の流動化が実施され、これを銀行に売却することによつて市中の流動性の過剰を吸収するのに多大の成功を収めた（現在交換限度は平衡請求権の残高81億マルク一杯にまで引き上げられ、売出残高は5月末66億マルク）。ただしこのような成功を収めたのは、ブンデスバンクが買入れまたは売却レートを市場の実勢に応じて随時決定変更しその消化を図つたためであり、レートの変更は操作が開始されて以来すでに80数回に及ぶといわれる。なお、本制度実施に際して政府は平衡請求権を流動化した証券による吸収資金の半額を政府預金に振り込むよう請求しようといういわゆる介入権を再三要求し、これを中央銀行法改正の際にも持ち出したが、議会はその審議の過程において介入権は中央銀行の中立性を弱めるものとしてこれを拒否し、公開市場操作があくまでも通貨信用の調節のためのみ実施され、財政に対する信用供与となつてはならないことが確認された。この介入権の削除は「理性の勝利」としてその意義を高く評価されている。

次にオランダにあつては、中央銀行法上公開市場操作については政府発行もしくは保証証券、銀行引受手形などの売買が規定されているのみであるが、西ドイツと同様の趣旨からオランダ銀行の有する Treasury's book debt（戦時中、ナチスドイツにより調達された財貨用役のマルク建債

務)を大蔵省証券に転換し、これを当初はオランダ銀行が自由に定めるレートをもつて、また最近では入札によるレートをもつてブローカーを通じ売操作に充てている。オランダの場合も操作は、年末などにおける買操作を別とすれば通常は売操作が主であり、流動資金の吸収に用いられている場合が多い。なお、同様なことは目下ノルウェーにおいても検討中である。この国においてはすでに1955年以来政府証券の弾力的金利による売買操作がとられているが、その量が少ないのを補うためノルウェー銀行は帳簿上の政府債務を公開市場操作に適した証券に転換するよう政府に対し要請中であり、近くその実現が期待されている。

第2に、西ドイツおよびオランダと同様な趣旨によるものであるが、政府発行もしくは保証による証券の操作のほか中央銀行債務証券の発行を規定している国にフィリピンおよびセイロンの2か国がある。中央銀行債務証券は「中央銀行の対外準備金もしくは取得した証券を担保として、または特定の資産に関係なく」(フィリピン)、「中央銀行の定めたレート、期間、条件により発行され、かつ自由に譲渡できるもの」(フィリピン、セイロン)と規定され、すでにセイロンでは2回ほど実施されたことがある。すなわち、1956年2月および1957年2月、それぞれ市中の流動性が異常に増加した際に発行され、期間は前回は1年物および2年物、次回は6か月物と1年6か月物となっており、比較的有利なレートで売り出されたところから金融機関はもとより一般の個人、会社も応募しその全額を消化した。金利その他の条件が市場の要求するところにマッチすれば有効な公開市場操作の実施が可能であることを示した好例であろう。

第3に、政府証券のほか一般有価証券を使用している国にデンマークがある。デンマーク銀行法上公開市場操作については諸証券などが売買しようとのみ規定されているが、その実際の運用は取引所においてブローカーを通じ国債およびモルゲージ・アソシエーション債券を操作することにより行われる。同債券は個々の農家のもつ農地を組合が一括しこれを担保として発行する長期債であり、調達された資金は主として農業資金、住宅

建築資金に充当される。同債券の発行は相当古くから行われており、市場における信用も厚く、銀行、保険会社、信託資金、一般個人などにより消化され、国債とともに取引所における取引高の9割以上を占める流動的な投資物件となっており、デンマーク銀行はこれを操作することにより金融市場を規制している。

第4に、金・外貨を使用している例としてスイスが挙げられる。スイスでは、政府証券についてはその価格を安定させるための売買が行われる程度で、改善の努力は払われているが、厳密な意味での通貨調節のための政府証券による公開市場操作はまだ実施されるに至っており、市中の流動性を吸収するためには金・外貨を中央銀行が一般に売却する方法がとられ、1948年には3億フランの売却実績を挙げた。

なお、これら以外の国々の中でも後述のベルギーやスウェーデン、パキスタンにおいては弾力的金利による公開市場操作が相当程度行われ、かつその改善策が図られたりしているが、その他の国々では中央銀行法において公開市場操作は「金融市場を規制するため」に行う旨規定され(フランス、オーストリア)、また中央銀行の売買対象物件として政府証券またはその他の債券が規定されているにもかかわらず、現実には政府証券について特別準備制度が採用され、財政の市中依存度が過度に高く、市中の証券保有についての正常な体制が出来上っていないこと(フランス、イタリア)、金融市場が未整備であり、政府証券の流動性のないこと(オーストリア、フィンランド、インド、豪州、ニュージーランド)などの事情から、それぞれ程度の差はあるにしても公開市場操作が中央銀行の有力な政策手段としては採り上げられるに至っており、また初歩的な育成策が講じられている段階のものも多い。

しかし、ここで上記の事例からも明らかなことは、米国、英国、カナダのように発達した公開市場が存在しない場合においても、政府証券について弾力的な金利がとられ、あるいは政府証券が不足する場合は他の対象物件を利用することによつて、中央銀行が随時市中金利と対応した条件で売買操作を行えばこれを有効に行使できることであ

る。この意味において公開市場操作の成否は、弾力的な金利政策、自由な金利メカニズムの体制がとられるかどうかにも最も強くかかっているとと言っても過言ではない。

そこで次に、通貨政策の復活が唱えられた1950年代の初め以降においていかにこの体制の整備が図られたかについて簡単に触れることとしたい。

#### 4. 通貨政策の復活と公開市場操作

現在各国にみられるような金利の弾力性およびそれに基く公開市場操作は、歴史的に何らの障害もなく実現されたものではなく、低金利釘付政策を固執する主張と金利の弾力性を主張する中央銀行との間の絶えざる論議を通じて実現されるに至ったものである。戦時、戦後を通じて低金利釘付政策を主張したものは市場における資金の最大の利用者たる財政当局であつた。それは政府証券の残高が巨額に達し、その利払いをできるだけ低額にとどめる必要があつたこと、利率の引上げは既発債の値下りを生じ政府の信用にかかわることなどのほかに、また完全雇用を維持するためにも必要であると主張された。そしてこのような主張に基き、戦後しばらくの間、政府証券をはじめとして低金利釘付政策が続けられ、金利はその機能を停止したままとなつていた。

しかしながら、このように金利が釘付となり、政府証券の価格支持が行われている場合、政府証券の換金要求に対して、その値下りを防止するためには中央銀行による無制限な買支えが必要となる。その結果公開市場操作に関する中央銀行の自主性は全く失われるのみならず、公定歩合の引上げも国債金利に制約され、また公定歩合、支払準備制度などにより金融引締政策をとつても一方では無制限国債買入れによつて資金が自動的に流出することとなり、中央銀行の通貨政策そのものが無力化を余儀なくされてしまう。

このような事態において各国の中央銀行当局は、金利の弾力性回復を強く主張したが、この論議に終止符を打つたのは朝鮮動乱勃発後のインフレーションの急展開であつた。戦時における統制経済に復帰することなく、自由経済を前提として、インフレーションを防止するためには中央銀行の通

貨政策以外に方法がなく、財政当局といえどもこれを認めざるをえなくなつたからである。まず米国では、朝鮮動乱勃発後、事態の重大性にかんがみ大統領を長とし、財務長官、連邦準備制度理事会会長、国防動員総本部長官、大統領経済諮問委員会会長をメンバーとする非公式会議を設置し、その論議の結果政府証券の価格支持政策廃止に関する財務省と理事会との間のアコード“Accord”が1951年3月に成立した。次に英国では1951年11月政府は「實際上、英蘭銀行の公定歩合を無意味なものとし、また英蘭銀行をして金融市場の要求する資金を固定的なかつきわめて低い利率により供給せしめていた」既存の取決めの廃棄を議会において公表し、その後他の国々でもカナダ、デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、インド、セイロン、豪州などが相次いで国債価格支持政策を廃止し、政府証券の価格は市場の需要供給に応じて自由に変動する仕組に改められた。このような努力はこれ以外の国々においても引続きなされているが、これによつて公開市場操作の自主性のみでなく公定歩合政策、公開市場操作、支払準備制度を一体として運用することも初めて可能となるわけで、金利政策および中央銀行の自主性が確立された点で各国におけるアコードの成立はまさに画期的なことであつたといえよう。

なお、政府証券の価格支持政策の廃止と関連し新規政府証券の発行価格が問題となるが、新規証券の発行価格を発行者に有利とする意図からあらかじめ市場操作を行うようなことは、通貨政策の復活以降に戒められている。また発行価格は入札により定めるか、または中央銀行もしくは中央銀行と大蔵省とが協議の上需給の実勢に必ずやうに定められ、市中における消化が図られている。低利据置を固執し中央銀行信用に安易に依存するがごとき国はほとんど見当らないのが現状である。

#### 5. 公開市場および公開市場操作の育成策

先にも述べた通り、今日公開市場が存在し、公開市場操作がきわめて大きな機能を果しているのは少数の先進諸国である。もちろん、これ以外の国においても公開市場操作の通貨政策としての有効性、不可欠性はよく認識されており、有力な通

貨調節の手段として役立たせている事例も少なくないことは既述の通りであるが、発達した市場を基礎としてこそその機能はより十分に発揮されるものであるし、金融市場が非常に未整備の状況ではそれを行行使するのに著しい制約が伴うことは論をまたない。この点から鋭意公開市場の育成に努力している国が少なくないのであるが、通常公開市場を育成し公開市場操作を行うようにするための初歩的段階としては有価証券、手形類の市場性を高めることが考えられている。その方法の一つとして中央銀行が必要なとき何時でもそれらのものを買入れその市場性を保証することが挙げられ、これはフィリピン、インド、パキスタン、豪州などの後進国において実施されている方法である。

さらに同じように市場性を高めるため、金利の自由化など特殊な改善策をとつた国にベルギーがある。ベルギーでは政府証券は従来より市中公募によつていたが、これを市中銀行の預金準備として保有せしめる特別準備制度がとられており、政府証券の金利は低利に固定化され、ベルギー銀行の公開市場操作はその操作を著しく制約されていた。これを改善するため1957年11月政令により政府証券の発行は次によることに改められた。まず4か月以内満期の超短期証券は中央銀行が全額引受けの上、市中の情勢を勘案し公定歩合を基準として同行の決定する条件で市中に売買操作を行う。次に12か月以内満期の短期証券は tender 発行により全額市中公募され、発行高については大蔵大臣と中央銀行が協議決定する。その他の中長期債は同じく全額市中公募であるが発行条件は大蔵大臣と国債基金との協議により決定される。なお国債基金は1935年長期政府証券の価格調整のため設けられたもので、大蔵省および中央銀行がこれを管理しているが、前記政令は本基金に公定歩合に準じた条件で証券発行を認める（代り金は基金の運用資金となり政府の一般財源とはならない）と同時に市中の預金増加に伴う特別準備としてこれを充当させることとし、これによつて市中の預金増減に伴い特別準備制度により市中の対政府信用が自動的に増減する方式を改めることとした。基金は市中預金が減少の場合には基金証券、政府証

券の買入れを行い、これに要する資金はコール・マネー、中央銀行借入金によるが、中央銀行借入金は基金の証券買入れが金融政策の線に沿つたものであることを条件として行われることとなつている。ベルギーでは特別準備制度、国債基金の存在などなお中央銀行の公開市場操作を制約している面も少なくないが、以上によつて証券金利と公定歩合の関連を強化し、需給によつて金利が自由に変動する公開市場の育成に真摯な努力が払われていることは注目に値するものと言えよう。

次に金利の自由化、中央銀行による政府証券の買入保証、ディーラーの養成など各種の育成策を総合的に実施し、戦後比較的短期間の間に公開市場の育成に成功し公開市場操作を行うようになった国にカナダがある。カナダにおける金融市場の育成は1935年カナダ銀行が設立された当時より企図されていたが、これが本格化したのは戦後1953年以降のことである。まず政府証券について、その価格支持政策はすでに1951年末廃止され金利は自由化していたが、1953年に至り財務省は従来の隔週発行を毎週の tender 発行に改め、また3か月物と並び9か月物の発行を開始した。また政府証券ディーラーの養成策として、カナダ銀行はディーラーに対する政府証券の売戻条件付買入れの実施、ディーラーの政府証券の売買値幅の拡大、売買取引単位についての最低限度の設定、ディーラーの証券移転に対する同行の電信振替の便宜供与などの措置をとつた。さらに1954年には銀行法改正の結果、特許銀行が従来慣習上保有していた現金準備が10%から8%に引き下げられ、特許銀行はディーラーに対し day-to-day loan を出すこととなつた。また1955年末には特許銀行の預金準備として15%の現金、loan、財務省証券を保有する協定が結ばれた。このような措置によつてカナダでは公開市場が急速に発達し、現在ではディーラーを媒介とする政府証券の売買が活発に行われ、カナダ銀行は金融調整の手段として公開市場操作を弾力的に実施しうるに至つている。公開市場操作が米・英両国に固有のものでなく、その他の国においても当局の熱意とその方策が宜しきを得れば、これを育成しうることを示した貴重な経験と言ふことができよう。