

日本銀行信用の性格と新金融調節方式

1. は し が き

さる10月26日、日本銀行政策委員会は、公定歩合の引下げを中心とする金融引締め緩和措置とともに、今後従来とは異なった新しい金融調節方式を実施することを決定した。

今回の措置は後述のように、日本銀行の金融調節をより弾力的・効果的にしようとするものにほかならないが、これを契機として金融政策についていろいろな論議がなされ、なかには若干の誤解もみられないでもない。そこで以下においては、日本銀行の対市中銀行信用供与がどのようなメカニズムを通じて行なわれ、また日本銀行の金融調節がどのような仕方で行なわれているのかを述べるとともに、今回の新しい金融調節方式の意義を明らかにしてみたい。なお、日本銀行の金融調節は将来公開市場が形成される場合、それをも直接の対象として行なわれることとなろうが、公開市場の存在しない現状にかんがみ、本稿では市中銀行を直接の対象とする金融調節について述べるにとどめた。

2. 日本銀行信用の増減要因

日本銀行の市中銀行に対する信用供与の形式としてはこれまで貸出が中心であったが、必要に応じて債券や手形の売買が行なわれることもあった。以下まずこの日本銀行の対市中銀行信用が、どのような要因によって増減するかを述べてみよう。

(1) 日本銀行信用と市中銀行の現金準備

いうまでもなく日本銀行の対市中銀行信用は、日本銀行が銀行の銀行であることに由来するものである。そしてこれは日本銀行がわが国における唯一の発券銀行として、現金通貨の創造者であることと結びついている。市中銀行は後述のようにその投融資活動を通じて預金通貨を造り出すことはできるが、現金通貨を造り出すことはできない。したがって、市中銀行は預金の現金引出しに備えて現金準備(手元現金と日本銀行預け金)をもち、これが不足する場合は日本銀行から信用供与を受けなければならない。このように日本銀行信用は、日本銀行が市中銀行の現金準備の最後のよりどころであることに基づいて生じ、その現金準備が不足の場合にはふえ、余裕があれば減少する。

(2) 現金準備の変動要因

では市中銀行の現金準備は何によって変動するのだろうか。これには三つの要因をあげることができる。

第1は預金者が現金通貨で預金を引き出した、預入したりする場合である。現金通貨の引出額と受入額とが同額であればなんら市中銀行の現金準備に影響はないが、前者が後者を上回れば現金準備は減少し、後者が前者を上回れば現金準備は増加する。この関係は預金者側の現金通貨に対する需要のいかんによって決まるわけであるが、わが国においては現金通貨は個人給与の支払や個人消費支出、小企業の取引決済などに用いられているので、主としてこれら個人所得や消費の動向

によって左右される。

第2は一般財政収支の動きである。政府は国庫金を市中銀行に預金しておらず、日本銀行の政府預金に集中しているので、市中銀行が政府に歳入金などを払込む場合は、市中銀行の日本銀行預け金を払い出さなければならない。したがって市中銀行の預金者が納税するとき、現金通貨によらず預金通貨で払込みを行なうと、市中銀行としてはその分だけ現金準備が減少することになる。逆に財政支出のため政府小切手が振り出され、市中銀行の取引先がこれを受取って市中銀行に入金すると、市中銀行は日本銀行の政府預金から支払を受けるわけで、その分だけ自己の日本銀行預け金がふえることになる。大口納税者や政府資金の大口支払先はおおむね市中銀行の取引先であるので、一般財政収支が引揚超過になるとその現金準備が減少し、散布超過になると現金準備が増加する。とくにわが国の場合、食糧証券などの政府短期証券が、市中で消化されず、ほとんど全部日本銀行引受けで発行されている。その結果、たとえば食糧管理特別会計が資金不足になるときは、その資金が民間から調達(つまり市中銀行の現金準備の減少)されず、日本銀行で調達されて散布されるため、現金準備はふえっ放しとなり、逆に資金に余裕を生じたときには日本銀行ないし政府機関保有政府短期証券の償還にあてられ、民間に還元されないから、現金準備は、資金を吸い上げられ放しとなる。こうした事情があるため、わが国では財政収支の散超、揚超が市中銀行の現金準備にとくに大きな影響を与えている。

第3には外貨収支の動向である。市中銀行の多くは外国為替業務を行なっているが、わが国では政府が外貨の集中勘定(外国為替資金特別会計)を

もっているので、市中銀行がその業務に必要な外貨に不足をきたしたときは、政府から外貨を買い取ることが多い。この買取り代り金は円貨で日本銀行における政府預金に払い込まれるので、その額だけ市中銀行の現金準備は減少するわけである。逆に市中銀行の手持外貨に余裕を生じ、これを政府に売却したときは、政府預金からその代り金の支払を受けるわけで、これにより市中銀行の現金準備は増加する。わが国の市中銀行は運転資金として必要最小限の外貨しかもっていないので、対外取引に伴う外貨の流出入はたちまち市中銀行と外国為替資金特別会計との間の外貨売買となって現われ、市中銀行の現金準備の増減をひき起こしている。

なお、個別の市中銀行の現金準備についてみた場合は、以上のほかにコール取引、手形交換、為替など銀行間の資金のやりとりもその増減要因となる。しかしここでは市中銀行組織を全体としてみているのでそれらは相殺され全体としての現金準備増減要因とはならないわけである。

(3) 現金準備の季節的・景気的変動

このように市中銀行の現金準備は、現金通貨に対する需要、一般財政収支および外貨収支の動向という三つの要因によって変動するが、これらの要因は時期によってそれぞれ現金準備をふやす方向に働いたり、減らす方向に働いたり、またたとえば現金通貨の市中銀行への還流と財政揚超のように互に相殺し合う方向に働く場合もある。これには次のような季節的要因および景気循環による影響をみることができる。

まず、季節的変動についてみると、現金通貨の発行高は小企業の取引決済や給料支払などのため毎月末増大し、月初に収縮する傾向があり、また

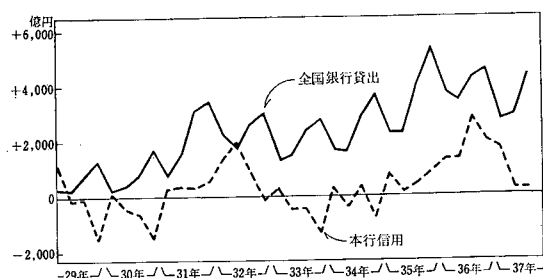
4月、6月、12月などには消費支出、取引決済、賞与支払などが集中するため発行高は著しく膨張する。一方、1月、5月はこれらの現金需要が一段落するので、いままで流出していた現金通貨が市中銀行に還流するのが常である。次に財政収支の季節的変動もかなり著しい。毎年1～3月には税金が多い割に大口支出がなく、大幅揚超となる。6月、8月も法人税、源泉所得税などの引揚げが多い一方、支出が比較的少ないので相当な揚超を示す。4月には過年度支出などから支払がかさみ、また10～12月になると食糧管理特別会計の米買上げに加え、一般会計や事業会計の諸支出がかさむので、財政収支は大幅の散超となる。外貨収支については、資本取引の影響もあり必ずしも季節性は明瞭でないが、おおむね上半期は輸入期であり、下半期は輸出期であるので、その決済期である年央ごろ外貨が流出し、年末前後に外貨が流入する傾向がある。以上のような要因に基づき、市中銀行の現金準備は毎年2月、3月、6月、8月、12月にはかなり減少し、一方、1月、4月、10月、11月にはかなり増加するのが通常である。

市中銀行の現金準備はさらに景気変動によって著しい影響を受ける。景気の上昇初期においては市中銀行の現金準備にゆとりがあるが、景気が上昇し企業の投資需要に対し市中銀行が積極的に貸し応ずるにつれて、預金通貨量が増大する。やがて好況の浸透に伴い賃金その他個人所得の増大、消費支出の増加が現われると、預金通貨が現金で引き出され、現金流通額がふえる。また企業所得増加などから税金も増大し、一般財政の揚超傾向が強まる。このように好況が進行するにつれて市中銀行の現金準備は不足してくるが、さらに景気が過熱すると輸入の急増、輸出の停滞から国際収

支に赤字を生じ、外国為替資金特別会計の揚超から現金準備不足に拍車かけられる。これに対して景気が鎮静ないし停滞に向かうと、所得や消費の伸びが衰え、現金通貨に対する需要が鈍化ないし減少する一方、財政面も税金の鈍化により散超傾向が強まり、また国際収支も黒字に転じ外国為替資金特別会計が散超となる。その結果、市中銀行の現金準備もゆとりを生ずる。

以上のように市中銀行の現金準備は、季節的にまた景気の上昇・下降に伴い、大幅に減少したり増加したりする傾向があるが、わが国市中銀行の現金準備はきわめて乏しく、常時多額の日本銀行借入があるので、これはただちに日本銀行信用の大幅増減となって現われる。

日本銀行信用と銀行貸出（四半期中増減額）



(注) 本行信用は日本銀行の対金融機関貸出および国債、債券、手形の売買

3. 日本銀行信用の役割

(1) 現金準備変動の性格

上に述べたところから明らかなように、市中銀行の現金準備の変動は、実体面の経済活動の変化の結果として生ずる場合が多い。たとえば現金通貨需要をとってみても、それが増大するのは、投資活動によって経済規模が拡大し、所得がふえ、それに見合って消費も増大する結果である場合が多い。租税の自然増収や国際収支の悪化もまた過

去の経済拡大の結果としての面が強い。

ところで、日本銀行信用が市中銀行の現金準備の過不足——それは前述のごとくおもに経済実体面の動きの結果であるが——に伴って増減するとすれば、次に日本銀行はみずからの信用供与を左右できるかどうかという問題が生じてくる。

この点についてまずいうことは、個々の市中銀行の場合、現金準備が不足しても、他の市中銀行に現金準備のゆとりがあれば、その市中銀行からたとえばコール市場を通じて借りればよく、日本銀行から借りなくても済むことである。したがって日本銀行は個々の市中銀行の借入申込に対しては消極的な態度をとろうと思えばとることができる。しかし市中銀行全体として現金準備が不足している場合は、ある市中銀行に対する貸出を拒絶しても、結局どこかの市中銀行に貸出さねば、手形交換が結了しなかったり、預金の払戻しができないといった事態が生じ、金融市場、市中銀行組織全体はもちろん、社会全般にも大きな混乱を生ずるおそれがある。したがって、このような現金準備の不足に対して、日本銀行がその信用供与により補てんをするのは、経済の円滑な運行を保つうえに必要なことである。従来、景気が過熱化し、金融引締め政策がとられているような際に、日本銀行貸出が増大したのは、過去の経済拡大の結果によるもので、日本銀行は金融をゆるめるために貸出を行なったわけではない。金融がひっ迫したからこそ、日本銀行貸出が増大したのである。

このように日本銀行は、現金準備の不足が生じた段階ではその補てんをせざるを得ないが、そのような現金準備の不足を生ずるおもな源となる預金通貨の増大を金融政策手段を用いて事

前にコントロールすることができる。したがって日本銀行信用には事後的な面があるといっても、日本銀行の金融調節は過去の経済活動の結果の単なる反映では決してない。日本銀行は、日々市中銀行組織全体としての現金準備の過不足の調整を行ない、金融市場の安定をはかると同時に、金利、現金準備量およびその補てんの難易などを動かすことによって、市中銀行の投融資態度、ひいては企業の投資態度にも影響を及ぼしている。こうして日本銀行は、市中銀行の投融資活動を適正な水準に保ち、通貨価値の安定、すなわち物価水準の安定と国際収支の均衡をはかることを通じて、国民経済の健全な発展を実現しようと努力しているわけである。これが日本銀行の金融政策にほかならない。こうした金融政策の性格は、次項においてふれる市中銀行の信用創造活動の理解によって一段と明らかになるう。

(2) 日本銀行信用と市中銀行信用

日本銀行信用の増減は、あくまで日本銀行と市中銀行との間の関係であって、市中銀行とその取引先との関係とは直接的には結びつかないということをもまず指摘しなければならない。事実、たとえば昭和30年度にはいわゆる数量景気の下で、輸出が伸長し、外国為替資金特別会計の散超は年度間 1,785 億円に上り、一般財政も豊作による食糧管理特別会計の支払を中心に 981 億円の散超を示したため、金融市場は著しくゆるみ、日本銀行貸出は、2,248億円の減少をみ、同年度末残高は 273 億円になった。この間においても、市中金融機関貸出は、全国銀行だけをとってみても、3,318 億円増加している。

この点を市中銀行の信用供与のメカニズムからみると、次のごとくである。市中銀行がその信用

供与によって供給するのは当座預金すなわち預金通貨であり、そのすべてが必ずしも現金で引き出されるわけではない。企業間の取引決済にはこれら当座預金引当てに振り出された小切手・手形が主として用いられるが、その受取人がこれを預金としてどこかの市中銀行に振り込めば、市中銀行全体としては預金の振替えが行なわれただけで、現金の動きには影響がないからである。また周知のように市中銀行は信用創造機能をもっている。たとえばA銀行の貸出増がB銀行の預金増を生じ、B銀行はこれを資金源としてさらに貸出を行なうとすれば、個々の市中銀行としては預金をこえる貸出を行なわなくても、市中銀行全体としては預金と貸出(証券投資の場合も同じ)とが併行してふえ、結局、市中銀行の現金準備の何倍かの預金通貨が造り出されることになる。

しかし市中銀行信用と日本銀行信用とは決して無関係ではない。市中銀行の供給する預金通貨も現金通貨の裏付けがあってはじめて成立するものであり、かつその一部は企業の給与支払や納税などのため現金の形で流出するのが通常である。したがって市中銀行としては自行の現金準備の状況を見無視して信用創造を行なうことはできず、またどうしても不足する場合は、日本銀行から信用供与を受けなければならない。この意味において、日本銀行信用は市中銀行信用と関係をもち、また日本銀行の政策態度が市中銀行の信用供与態度に影響をもつこととなる。とくにわが国では戦後民間企業の投資活動を中心に高度成長が続き、かつその所要通貨の大部分が市中銀行の信用創造によってまかなわれてきた。このため市中銀行の現金準備は恒常的に不足し、日本銀行貸出の累増を招いたわけである。

このように、市中銀行信用とその調節手段としての日本銀行信用の関係は、直接的ではないがきわめて深い関係にあるといえる。だがその関係は上述のように、たとえば日本銀行が貸出やオペレーションで100億円の資金を市中銀行に供給したとしても、市中銀行はその100億円をそのまま取引先企業に貸しているというようなものでは決していない。これは準備預金制度の準備率が引き下げられた場合にも同様である。かりに準備率の引下げによって100億円の現金準備が自由になるとした場合、その100億円の資金がそのまま市中銀行の取引先に、たとえば設備資金の貸出としてひも付きで出てゆくというような見方も少なくないが、事実はそうではない。すなわち、市中銀行が現金準備の増加額100億円をどう処置するかは、その時々一般の資金需要の強弱や市中銀行の資金繰りいかにかかっているといえる。とくに日本銀行から巨額の借入を受けている銀行としては、その金利負担の面から、必要以上の現金準備を遊ばせるわけにもゆかないので、ゆとりがあれば、それを日本銀行借入の返済に向けることにもなろう。また準備率の引下げに伴い市中貸出が増加することとなったとしても、前述のように、そのためにただちに現金準備の流出が生ずるわけではない。

(3) 金融政策手段の性格

上に述べたように、市中銀行の現金準備はその信用創造活動の基礎をなすものである。したがっていずれの国においても、中央銀行は市中銀行の現金準備の調節を通じて、その信用創造活動に大きな影響を与えている。中央銀行の金融政策手段とは、現金準備調節の方法(貸出、オペレーション、準備預金制度)およびその条件(公定歩合な

ど)にはかならない。

これらの諸手段はそれぞれの特性をもっている。たとえば、貸出と買オペレーションとは、中央銀行の信用供与手段である点は同じであるが、その金融市場に与える影響は必ずしも同じではない。貸出は借入の申込があってはじめて生ずるものであり、したがってイニシアティブは借り手の側にある。また所定の期限に返済されなければならないので、中央銀行貸出の増加は金融市場に対するプレッシャーとして働く。この意味で、貸出は信用供与手段としては消極的、受動的であり、借り手の一時的な資金不足をカバーするのに適している。これに対し、買オペレーションの場合は、買入れである以上イニシアティブは買い手である中央銀行の側にあり、その時期や買入れ額はその決めるところによる。また売戻しを行なう場合も、その時期は任意に決められる。このように買オペレーションは積極的・弾力的な信用供与方法であり、金融市場に対して貸出のようにプレッシャーとしては働かない。

中央銀行の金融政策は、これら金融政策手段をその特色を生かしつつ、総合的に運用することによって、市中銀行の信用創造活動、さらには企業の投資活動に影響を与えようとするものである。たとえば、米英諸国では、市中の現金準備の不足が妥当な原因に基づくものとみるならば、中央銀行当局は買オペレーションによってその不足を補てんする。しかし引締めを必要と認めるならば、買オペレーションを手控え、ないしは売オペレーションを行なう。ときには支払準備率を引き上げる。これに伴う市中銀行の現金準備の不足は、一時貸出で補てんされるが、前述のごとく返済圧力がかかり、また貸出金利は買オペレーションの金

利よりも高いのが原則なので、市中銀行は自己の投融資活動を引き締めて、その現金準備ポジションの回復をはかろうとする。さらに見のがしてはならないのは金利政策の効果である。金利は資金の需給関係で決まるとともに、金利が上がると資金需要が押えられ、下がると資金需要を刺激するという効果をもつからである。したがって金融市場が締つてくると、当然コール・レートなどの短期金利が上昇し、買オペレーションのレートも引き上げられる。さらに最終的な現金準備の供給パイプである中央銀行の貸出金利、すなわち公定歩合が引き上げられると、市場金利の上昇とあいまって市中銀行の借入コストが上昇し、市中銀行は現金準備ポジションの悪化を防ごうとするため、その貸出は押えられる。また公定歩合の引上げは中央銀行の引締め態度の表明として市中銀行のみならず一般経済界に強い心理的效果を与え、かつ市中銀行の対顧客貸出金利もこれに追随して引き上げられるのが通常であるので、これらの面から企業の資金需要も押えられる。

このように中央銀行の金融政策の操作の対象は市中の現金準備ポジションであり、これを通じてその効果の浸透をはかろうとするものである。したがって金融政策が円滑かつ有効に行なわれるためには、市場メカニズムとくに金利機能が十分働くことはもちろん、市中銀行が自己の現金準備のポジションをその信用創造の目安としていることが必要である。欧米諸国では商業銀行がサウンド・バンキングの伝統を築き上げ、中央銀行借入を回避しようとする慣行ができていたので、商業銀行は自己の現金準備ポジション、さらにはこれに影響を与える中央銀行の現金準備補てん態度のいかに敏感に反応し、その貸出量を調節してき

た。しかし市中銀行がその現金準備のポジションを考慮することなく信用創造を行なうような状況では、中央銀行の貸出がふえてもこれによって必ずしも市中銀行の貸出態度は変化しない。しかも中央銀行は市中銀行全体としての現金準備の不足は一応これを補てんせざるを得ない。したがって中央銀行が金融引締めを行なおうとする場合は、公定歩合を引き上げるほか市中銀行の信用創造を直接抑制する措置をとらざるを得ない。これがわが国において、日本銀行がいわゆる窓口指導により市中銀行の貸出増加額の抑制を要請せざるを得なかった理由である。

さらに注目されるのは、各金融政策手段が有機的、一体的に運用されるときは金融政策の効果を加重するが、逆に個々の金融政策手段が、金融政策本来の目的に用いられないときは、金融政策そのものの効果が阻害されることである。たとえば低金利維持のためにオペレーションを行なう場合である。

この点に関する典型的な事例は、戦後各国で行なわれた国債価格支持政策にみることができる。これを米国の場合についてみると、戦後民間投資需要の活発化に伴い、商業銀行は保有国債を換金して貸出資金を造出しようとし、一方、一般の投資家は国債より有利な条件の社債や株式の方を好んだために、国債市場は供給超過となり国債価格が下落し、連邦準備制度はこれを買いきさえざるを得なくなった。当初連邦準備制度は、国債価格の急落が膨大かつ広範囲にわたる国債保有者に打撃を与え、これが金融市場をも混乱せしめることを懸念して、この価格支持を続けてきた。しかし結果的には連邦準備制度がほとんど無条件に商業銀行の現金準備を補てんすることとなり、金融政策

はしり抜けとなって銀行信用の膨張を通じインフレーションを招くおそれが生じた。このため連邦準備制度は漸次国債支持価格の引下げを行なうとともに、1949年には「今後公開市場操作は一般的経済情勢ならびに金融情勢に主眼を置いて実施する」ことを声明し、ついに1951年3月、財務省との間に「accord」が成立し、国債価格支持政策は以後廃止されることとなった。当時は朝鮮動乱のさなかであり、国防金融の見地から国債価格の安定が要請されたにもかかわらず、かかる措置がとられたのは、中央銀行の第一の任務が、インフレーション的な信用膨張を抑え、通貨価値の安定を保つことにあることが認識されたからであった。

欧州主要諸国においても1950年前後に同様国債価格支持の廃止が行なわれ、これに伴って「通貨政策の復活」と呼ばれる現象が世界的に普及するようになったことは周知のとおりである。

4. 新しい金融調節方式の意義

新しい金融調節方式について、日本銀行政策委員会は次のように発表している。

「本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。これは金融機関が本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本行借入は今後増加しないことを期待するが、他面少数の金融機関の極端な本行借入依存は、これを強く抑制する方針である」。

換言すれば、新しい金融調節方式とは、日本銀行が従来からの懸案であったオペレーションという政策手段の積極的活用をはかり、いわば金融調節手段を多様化するとともに、金融正常化の観点

をとり入れ、市中金融機関の行動をより合理的なものとさせ、これによって日本銀行の金融調節をさらに弾力的かつ効果的なものにしようとするものである。

(1) 背 景

今回の新しい措置は上記発表文にみられるように「金融機関が本行借入に過度に依存する姿」、すなわちいわゆる「オーバー・ローン」の弊害を是正するためにとられたものである。

従来わが国では民間企業のおう盛な投資活動を中心に高度成長が続き、しかもその所要通貨の大部分は市中銀行、とくに都市銀行の信用創造によってまかなわれてきたが、経済規模の拡大とともに個人所得の増大に伴い市中銀行からの現金通貨の流出は著しく、しかも一般財政も長い目でみると租税の自然増収などから揚超傾向を示し、国際収支もしばしば悪化したので、市中銀行の現金準備はおおむねたえず不足する状態にあった。この不足を日本銀行は貸出により補てんしてきたが、これは、経済成長が行き過ぎ、景気の過熱化によって、国内物価の上昇や国際収支の悪化が生じやすいわが国経済の体質にかんがみて、返済圧力のかかる貸出の形で、消極的に行なうのが適当と考えられたからである。

しかしこうしたオーバー・ローンの状態が続くと、本来短期的に返済さるべき日本銀行借入が、事実上簡単に返済できないようになり、市中銀行は日本銀行依存を当然のことと考えて、自己の現金準備の状況を顧慮しない安易な貸出を行なうという弊害が生じた。もっとも日本銀行貸出の残高が巨額に上ったということは、一面金融政策の力を強めるものであり、いったん引締め体制がとられた際にはかなりの効果を収めたが、それにも限界

があった。とくに市中銀行が日本銀行依存を当然と考えるようになると、その融資態度に節度が失われる結果、景気の行き過ぎに対する金融面からの歯止めがなくなる。わが国は過去10年間に三たびにわたり激しい景気変動を経験したが、金融面からの歯止め作用がもう少し予防的にきいたならば、より円滑な景気調整が行なわれ、スムーズな経済発展が実現できたのではないと思われる。

今後、貿易為替自由化の進展に伴い、国際収支の均衡の維持は主として金融財政政策の責任となるのみならず、外貨の流出入が活発となり、この面からも金融市場に大きな変動を生ずるおそれがある。このような事態にかんがみ金融政策は従来以上に弾力的、予防的に運営される必要性が増すとともに、金融市場の機能も十分に発揮されることが要請されるわけである。今回の措置はこのような背景に基づいて生れたものである。

(2) 措置の内容

今回の措置は、前述のように金融調節手段としてのオペレーションと貸出の特性をそれぞれ生かそうとするものである。

まず能動的な金融調節手段としてのオペレーションが今後活発に行なわれ、金融調節の大きな柱として用いられていくことになる。しかしその目的は通貨信用総量の調節にある以上、特定の資金放出にあるわけではなく、また単にいわゆる成長通貨を供給するといったものではない。これは金融、経済情勢に応じて機動的に用いられるもので、必要に応じて売戻しももちろん行なわれる。

これに伴い今後日本銀行の貸出はその本来の性格に戻り、市中銀行の一時的な資金操作上のクッションとして用いられるにとどまる。そして都市銀行10行に所定の貸出限度額が設けられ、貸出額

がこの限度に近くなると公定歩合より高い貸出金利が適用され、限度額以上の借入は禁止的な取扱いを受けることになるが、ここではとくに日本銀行貸出のプレッシャーとしての性格が明確に打ち出されている。

この新方式により今後市中銀行は、財政資金の季節的引揚超過その他妥当な現金需要に基づく資金繰りの圧迫を受けなくて済むはずである。したがって自己の資金繰りと買オペレーションなどに伴う金融市場の動向とをにらみ合わせ、自主的に自己の融資活動を調整してゆけば、今後原則として日本銀行貸出はこれ以上増加しないはずである。またもし市中銀行が安易な貸出を行なおうとしても、日本銀行からの借入には従来と異なり限度が設けられているから、結局自己の資金繰りの許す範囲内で融資活動を行なうほかはないわけである。

なお、経済運営に必要な適正な現金通貨は今後オペレーションによって供給されるが、日本銀行は適正な通貨量をあらかじめ算定し、これを計画的に市場に供給するというようなものではない。わが国経済が自由経済を建前としている以上、資金需要は個々の企業の事情や景気情勢によってたえず変化するものであって、これを予測することは困難である。また既述のとおり中央銀行の供給するのは市中銀行の現金準備の不足尻であって企業の投資資金と直接の関係はない。したがって日本銀行が通貨価値の安定を目標として金融調節を行なっていくうちに、後からふりかえてみて、健全な経済成長に必要な通貨がおのずから供給されていたというようになることを期待しているのである。

(3) 今後の問題点

このように今回の措置は、市中銀行が自己の資金繰り、すなわちその現金準備や流動性の状況をにらみ合わせて、自主的に信用供与を行なうことを期待している。本来、金融政策の効果は、市中銀行の市場法則にのっとった合理的な行動に依存する面が少なくない。欧米諸国では市中銀行は一定の流動性をみずから支払準備として保持し、これが一定率をこえている時にのみ貸出を増加させ、一定率を割りそうときは融資態度を慎重にするというルールが確立されている。すなわち、サウンド・バンキングの理念が徹底しており、それが中央銀行の金融政策運営の大きな前提となっている。市中銀行にこうした流動性保持すなわちクレジット・ベースの観念があるならば、中央銀行としては市中のクレジット・ベースの調節によって摩擦なく全体の信用調節を行なえるようになるし、予防的な金融政策の運営がやりやすくなる。オーバー・ローンという環境の下で、サウンド・バンキングの理念を維持することは、たしかにむずかしい面があることは否定されない。現金準備の不足をたえず日本銀行借入で埋めてゆく状態では、クレジット・ベースの目安がなくなってしまうからである。新しい方式の下では、それを確立するシステムが与えられたわけである。このような方式が十分な成果をあげるためには、市中銀行側においても、従来のように安易に走り勝ちな態度を是正し、クレジット・ベースの観念の下に自主的にその融資活動を行なうようになることが必要である。

またオペレーションを活発に行なうといっても、債券市場が発達していないわが国の現状では、米、英、カナダのように公開市場を対象とす

るものではなく、市中金融機関を相手とする相対売買とならざるを得ない。したがってもしオペレーションの対象となる証券の実質利回りが、金利の実勢以下に低く押えられているならば、市中金融機関は証券を長期にわたって保有することなく、それを引受けてもただちに日本銀行に売却することを望むであろう。この場合日本銀行がかりに安易に買応ずるとすれば、1951年前の米国の事例のごとく金融政策の機能を失わせることになりかねない。また実勢以下の低いレートが建てられている限り、個人や企業などは当該証券を購入保有しようとせず、いつまでたっても市場は発達しないであろう。このため日本銀行が売オペレーションを行なおうとしても、市中銀行はこれに応じようとししないのみならず、市場への売却を通じて間接的に市中銀行の現金準備を減少せしめるという効果をもたらすことができない。したがって金融調節手段としてのオペレーションが有効に行なわれるためには、従来のごとく債券金利が人為的に低く押えられることなく資金需給の実勢を反映して弾力的に動くことが必要であり、これが現実可能となるまでは買オペレーションに売戻し

条件を付けることも過渡的にはやむを得ないであろう。

さらに今後オペレーションを活発に行なう場合、その対象をいかなる範囲まで広げるかという問題も生じよう。この場合、中央銀行の保有資産としては信用度が高いことが必要であるのみならず、その金融調節を容易ならしめるためには流動性の高い証券や手形が望ましいことはいうまでもない。

なお、新方式は今後オーバー・ローンが累積していくのを原則的に防止しようとするものであるが、これとは別にすでに生じたオーバー・ローンをどのように考えるかは今後に残された問題であろう。

このように今回の新しい金融調節方式の成果いかんは今後の運営にまつところがきわめて大きく、またそれをより効果的ならしめるためには改善を要する問題も少なくない。今回の方式は金融正常化への第一歩を印したものであるが、われわれは今後さらに金融正常化、ひいては日本経済の健全なる発展を目標に、一步一步努力を積み重ねていかねばならない。