

公開市場操作の特色と近年の動向

— 欧米諸国の実情を中心に —

〔要 旨〕

1. 公開市場操作は、中央銀行の金融調節手段のなかでも、まったく市場機能に依存しながら、弾力的かつ機動的に運用するという特性を持っている。しかし反面、公開市場操作を効果的に運営するためには、適当な対象証券が豊富に存在し、その公開市場が十分発達しているといった条件が必要で、そうした条件を満たしている国としては、米国・英国・カナダなどをあげうる程度である。
2. 米英両国における金融調節方式をみると、日々の調節は公開市場操作によって行われている。つまり両国の中央銀行は、公開市場操作の運営を通じて、金融市場を引締めないし緩和の方向に誘導し、あるいは市場の変動要因を相殺することに努めている。さらに金融政策を本格的に転換する場合には、こうした日々の金融調節と公定歩合や支払準備率の変更を組み合わせることによって、市場メカニズムを通じて弾力的な金融調節を行っている。
3. これに対して欧州大陸諸国においては、公開市場操作の金融調節に占める比重はそれほど高くない。たとえば西ドイツでは、支払準備制度や再割引枠操作が銀行流動性調節の主要な手段である。1950年代半ばから行われている市中銀行向け金融市場証券オペは、金利政策の一環として運営されており、最近流動性吸収のために行われている非金融部門向けオペも、なおその比重は小さい。フランスでは、戦後長い間、中央銀行貸出による信用供与方式が採られ、公開市場操作は短期市場金利への介入のために行われてきた。しかし1971年以降、フランス銀行は金融緩和政策の推進、ユーロ・ダラー金利の低下を背景に公開市場操作を活発に行う方針をとり、金融調節の弾力化を図った。しかし1972年以降の金融引締め政策の下では、公開市場操作の比重はやや低下している。さらにイタリアの公開市場操作は長期債オペが中心である。もっとも1969年以降、この長期債オペを活発化するとともに、大蔵省証券オペも加え、金利機能を活用する方向に大きく進展した。
4. このように欧州大陸諸国では公開市場操作が金融調節の中心的手段となりえないのは、主として市場の発達、適格対象証券の存在など、それを効果的に運営しうる条件が整備されていないためである。しかしそうした状況のなかでも、各国中央銀行は、貸出政策、支払準備制度と並んで、積極的に公開市場操作を活用しようと努めている。これは、最近数年間における短資移動の活発化やインフレーションの進行を背景に、各国の中央銀行が金利と流動性の両面を通じる金融調節手段の多様化を進めることが必要となったためである。
5. 本稿は、公開市場操作の特色、米英型の公開市場操作と欧州大陸諸国型の公開市場操作の差異について述べたあと、欧州大陸諸国の中央銀行も、公開市場操作を積極的に活用しようと努めている実情を紹介したものである。

〔目 次〕

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 1. 公開市場操作の性格 <ul style="list-style-type: none"> (1) 運営面の特色 (2) 公開市場操作実施のための諸条件 2. 各国における公開市場操作の役割 <ul style="list-style-type: none"> (1) 米・英両国における公開市場操作 (2) 独・仏・伊における公開市場操作 | <ul style="list-style-type: none"> 3. 公開市場操作活用への努力 <ul style="list-style-type: none"> (1) 国債価格支持政策からの離脱 (2) オペ対象証券の拡充策 (3) オペ方式の多様化と拡充の動き <ul style="list-style-type: none"> イ. 西ドイツ ロ. フランス |
|---|--|

1. 公開市場操作の性格

(1) 運営面の特色

公開市場操作の起源は、19世紀前半において英蘭銀行が市場からの資金吸収策として、コンソル公債の売り操作を行ったことに端を発している。こうした中央銀行の有価証券の売買操作は、沿革的には商業手形の割引業務の補助的手段と考えられていたが、その後しだいに重要な地位を占めるようになり、とくに第1次世界大戦後の米英両国においては、国債をはじめとする有価証券の増大を背景に、ひんばんに実施されるようになった。

現在公開市場操作は、中央銀行の伝統的な金融調節手段として定着しており、金融市場の全般に影響を与えるものとして、貸出政策(公定歩合操作)や支払準備制度と共通した性格を持っているが、同時に他の金融政策手段と比較して、いくつかの特色を指摘することもできる。

まず第1に、公開市場操作は本来、中央銀行が市場の一員として、公開市場における有価証券取引に参加するという形で行われるものであり、したがって通常それは市場取引の一部にすぎない。その意味で、公開市場操作は全面的に市場メカニズムに依存する金融調節方式である。この点で、公開市場操作は貸出政策や支払準備制度とやや異なる性格を持っている。

第2に、公開市場操作は市場メカニズムに依存するところから、きわめて弾力的な運営のできる

金融調節手段である。したがってそれは、市中に流動性を供給する場合でも、また逆に市中から流動性を吸収する場合でも同じように活用することができる。もちろん、貸出政策においても貸出供与・返済という形で、また支払準備制度においては準備率の引上げ・引下げという形で、双方の局面に利用しうるが、どちらかといえば貸出政策は市中金融機関が支払準備不足に陥った場合に活用される手段であり、また支払準備制度は過剰な支払準備を中央銀行に凍結する手段としての性格が強い。この点、公開市場操作は売買証券に制約がないかぎり、売オペ・買オペという形で双方の事態に対処することができる。しかもこの場合、中央銀行は毎日の市場取引に参加するという形で、規模の大きい操作もできれば、小幅の操作もできる。その意味で、公開市場操作はそのひん度と規模において、これをきわめて弾力的に運営することができる点に、その特色がみられる。

第3に、公開市場操作の効果についてみると、それは市中の流動性と金利に直接的な影響力を持っている。この点、支払準備制度は直接的には金融機関の支払準備、したがって流動性に影響し、その金利効果は流動性への影響を通じる間接的なものであり、また公定歩合の変更も市中金利がそれに連動するシステムを採用している場合を除けば、市中金利への影響は間接的である。

以上のような諸点から、現在最もオーソドックスな形で公開市場操作を実施している米国や英国

では、これを日々の金融調節のための手段として利用しているが、この操作は時には金融市場の攪乱的要因を除去し、また時には金融市場を引締めの方角ないしは緩和の方角に誘導するための手段となっている。しかし反面、公開市場操作の運営においては、政策態度変更のアナウンスメント効果を期待することはできないので、金融政策の方角を明確に転換する場合には、そうした効果を伴う公定歩合操作や支準準備率の変更が行われるのが、一般的なパターンである。

(2) 公開市場操作実施のための諸条件

以上述べたように、公開市場操作は市場メカニズムに即した金融調節手段であるが、その優れた機能を有効に発揮するためには、種々の条件が整備されていなければならない。

まず第1に、公開市場操作の対象として適格な証券が中央銀行、市中の双方に豊富に存在していることが必要である。こうした証券は、中央銀行の保有資産としての適格性を備えていると同時に、市中金融機関にとっても流動性の高い資産として保有されるようなものが望ましく、その代表的なものとしては、大蔵省証券や優良商業手形をあげることができる。

第2には、そうした有価証券について発達した流通市場の存在が必要である。前述のように公開市場操作は中央銀行が公開の市場取引に参加するものであるから、このことは当然の条件であるが、さらに公開市場操作は時にかなり大きな規模で行われることもあるので、それによって市場取引が攪乱されるようなことがあれば、それは健全な市場の発達を阻害し、ひいては公開市場操作の円滑な運営をも困難にしかねない。したがってそうした事態を避けるために、公開市場操作が行われる市場は、取引参加者の層が厚く、またその取引は相当な規模と活発さを持っていることが必要である。

米国、英国、カナダは、それぞれ独特の金融構造を持つ国ではあるが、公開市場操作の運営という観点からいえば、これら諸国はいずれも上記のような条件がかなりよく整備された国であり、現実にも公開市場操作が日々の金融調節の中心的手段となっている。しかしその他の国では、公開市場操作はそれほど重要な地位を占めているわけではない。その基本的要因は、これらの国では公開市場操作を効果的に運営しうる基盤が整備されていないことにあると考えられる。

なお公開市場操作は、後述のように国債、とくに大蔵省証券の売買という形で行われることが多いが、それが国債管理上の要請に制約されるようなことがあってはならない。公開市場操作が、国債の新規発行ないし借換えの円滑化や、低金利政策の推進に利用されるならば、中央銀行の金融調節能力が著しく阻害されることになるのは、第2次世界大戦後における各国の国債価格支持政策の例をまつまでもなく明らかなことであろう。

2. 各国における公開市場操作の役割

(1) 米・英両国における公開市場操作

米国と英国は、金融構造や伝統の違いもあって、金融政策の運営方法にもそれぞれの特色がみられるが、ともによく整備されたマネー・マーケット(money market)を背景に公開市場操作が日常の金融調節の中心的手段としてきわめて重要な役割を果たしている(第1表、第2表参照)。

まず米国の場合についてみると、公開市場操作運営の基本的方針は、連邦準備制度理事会メンバー7名全員と連邦準備銀行の代表者5名によって構成される連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee)によって決定され、その実際の運営はニューヨーク連邦準備銀行によって行われている。すなわち同行は、ディーラーを直接の相手方として、国債や政府機関債、銀行引受手

(第1表)

米国連銀対民間信用供与(注1)に占める公開市場操作のウエイト

(単位・百万ドル、カッコ内は構成比・%)

	1969年中	1970年中	1971年中	1972年中	1973年中
貸 出	321 (3.7)	△ 765 (—)	△ 214 (—)	942 (24.7)	249 (1.8)
フロート、その他 (注2)	2,188	△ 837	285	△ 270	△ 124
オ ペ 買 超 額 (注3)	6,072 (70.8)	7,142 (128.9)	10,885 (99.4)	3,134 (82.3)	13,817 (99.1)
買 オ ペ (注3)	58,262	58,398	73,461	64,564	138,654
売 オ ペ (注3)	52,197	51,250	63,366	62,014	125,454
合 計	8,581	5,540	10,956	3,806	13,942

(注1) ネット・ベース。

(注2) 買オペによって取得した証券のうち、償還分を控除していない。

(注3) 政府機関債、銀行引受手形を含まないため、この分だけ上記オペ買超額とは符合しない。

資料：Federal Reserve Bulletin.

形(BA)の売買を行っており、その中心は財務省証券の売買である。これによってマネー・マーケットに資金を供給し、あるいはマーケットから資金を吸収し、ひいては加盟銀行の支払準備を増減させる。この場合、ニューヨーク連邦準備銀行は、連邦公開市場委員会の方針に沿って実際の売買操作を行っているが、これによって財務省証券レートやフェデラル・ファンド・レートなどのマネー・マーケット・レートが変動する。こうした日々の金融調節を続けながら、本格的な金融引締め政策あるいは金融緩和政策に踏み切る場合には、公定歩合や支払準備率を変更することになる。

次に英国の場合についてみると、米国の場合と同様、日常の金融調節は英蘭銀行の公開市場操作によって行われているが、その影響が及ぶメカニズムはやや異なっている。英蘭銀行の公開市場操作は通常、割引市場(discount market)における大蔵省証券・期近国債・英蘭銀行再割適格商業手形・地方公共団体手形などの買オペと

大蔵省証券の買オペである。売オペは買オペほどひんばんには行われず、大蔵省証券の公募発行量を調節することが、実質的に売オペの役割を果たしている。

そこで、英蘭銀行の買オペについてやや詳しくみると、同行が市場の資金不足に対してやや多めの買オペを行えば、金融は緩和ぎみに推移するし、少なめの買オペを行えば、

結局割引商社はその不足資金を、コール・レートより割高な英蘭銀行貸出に依存せざるをえない。そのため、コール・レートや大蔵省証券レートは強調に転じ、金融がしだいに締まってくる。現在、英蘭銀行の公定歩合(minimum lending rate)は、原則として大蔵省証券入札レートの0.5%高に定められることになっているので、公開市場操作の結果として生じた金融の繁閑は、英蘭銀行の公定歩合を変えさせ、さらに市中預貸金金利や債券市場金利にも影響していくことになる。

このような金融調節方式から明らかなように、米国や英国の公開市場操作は、その日その日のマネー・マーケットが円滑にワークするように援助

(第2表)

英蘭銀行対民間信用供与に占める公開市場操作のウエイト

(単位・百万ポンド、カッコ内は構成比・%)

	1969年中	1970年中	1971年中	1972年中	1973年 1~6月
貸 出	183 (4.9)	936 (19.8)	931 (15.2)	938 (14.0)	1,425 (26.6)
買 オ ペ	3,582 (95.1)	3,780 (80.2)	5,179 (84.8)	5,783 (86.0)	3,940 (73.4)
大蔵省証券	3,302	3,615	4,775	5,163	2,917
そ の 他	280	165	404	620	1,023
合 計	3,765	4,716	6,110	6,721	5,365
売 オ ペ (大蔵省証券)	1,475	1,465	1,981	1,708	624

(注) 貸出には返済分を含まない(グロス・ベース)。

資料：Bank of England ; Quarterly Bulletin.

しながら、同時にその運営態度いかに金融の基調を決定する最も重要な要因となっているところに特色がある。両国の中央銀行は、こうした操作を続けながら、情勢に応じて公定歩合の変更(英蘭銀行の場合も、大蔵省証券レートの0.5%高という原則を離れて自由裁量的に決定されることがある)や、支払準備率の変更を巧みに組み合わせることによって、市中銀行の信用創造活動をコントロールしている。

(2) 独・仏・伊における公開市場操作

欧州大陸諸国における公開市場操作の事情は、米国や英国の場合とは、かなり異なっている。後述のように、欧州大陸諸国においても、近年金融調節の手段として有価証券の売買をかなり積極的に活用してきているが、その操作は量的に小規模であるだけでなく、売買方式も市中金融機関との相対であるとか、売買価格は市場実勢というよりはむしろ中央銀行の政策的判断によって定められたレートによるといったケースなど、本来の意味における公開市場操作とはやや異なるものも少なくない。これは基本的には、米英流の本格的な公開市場操作を実施しうる環境が整備されていないことによるところが大きく、したがって欧州大陸諸国の公開市場操作は多くの場合、補助的な金融調節手段としての役割を果たすにとどまっている。こうした点について、まず西ドイツ、フランス、イタリアにおける実情をみてみよう。

まず西ドイツの場合、ブンデスバンクが大蔵省証券、割引国庫債券(期間2年未満)、備蓄機関手形^(注1)、優良銀行引受手形など、いわゆる金融

市場証券(Geldmarktpapieren)を市中銀行に対し相対で売却する操作が中心である。もっともこの操作は、市中銀行の信用創造活動を規定する、いわゆる credit base としての銀行流動性^(注2)の水準を調節するものではなく、金利政策としての意味を持つものと考えられる。すなわち、市中銀行は通常若干のキャピタル・ロスを忍べば金融市場証券を自由にブンデスバンクに売り戻すことができるので、金融市場証券は中央銀行預け金と同様、銀行流動性の一部と考えられており、このため金融市場証券の対市中売却は、単に市中銀行の資産構成を変化させるのみで、市中銀行のビヘイビアを規定する銀行流動性の水準にはなんら影響を及ぼすものではない。しかしブンデスバンクは、情勢の推移に応じて金融市場証券の売却レート・買戻しレートをひんばんに変更しており、この操作を通じて短期金利に影響を及ぼしている。

西ドイツにおいて、銀行流動性を動かす中心的な政策手段として活用されてきたのは、支払準備制度、再割引枠の変更などであるが、後述のように最近銀行流動性を直接動かさしめる非金融部門への売オペが行われるようになったことは、西ドイツの金融調節方式の変化として注目される。

次にフランスにおいては、戦後長い間、オーバー・ローン状態にあり、わが国の場合と比較的似たような状況にあった。すなわち、1970年までフランス銀行は対市中信用の大部分を中央銀行貸出の形で供給してきた。したがって、フランス銀行の金融調節手段の中で、公定歩合の変更や高率適用制度を含む貸出政策の果たす役割はきわめて大

(注1) 備蓄機関手形は、穀物、飼料、油脂、家畜、食肉、砂糖の需給関係を調整し、これら物資の価格の長期的安定を図るため、政府機関として設立された輸入備蓄機関が、一時的な資金繰りのために発行する短期証券。

(注2) 銀行流動性(Bankenliquidität)とは、市中銀行保有の金融市場証券、対外短期資産、ブンデスバンク再割引枠未使用残高、過剰準備(中央銀行預け金一所要準備)の合計から、ブンデスバンクからの証券担保借入れ(ロンバード貸付)を控除したものである。これらの資産は現行制度上、市中銀行のイニシアティブによっていつでも容易に現金化しうるものであるため、銀行流動性は、市中銀行にとって一種のクレジット・ベースとしての機能を持っていると考えられる。

きかったといえよう。このような状況の下で、フランス銀行は大蔵省証券や手形による売買操作をある程度実施してきたが、それは市場金利を誘導する手段としての意義は認められても、量的調節の面では貸出政策や支払準備制度を補完するにとどまっていた。しかしフランスにおいても、1971年以降こうした売買操作をかなり積極的に活用するようになってきたことは後述のとおりである。

さらにイタリアにおいては、短期金融市場が存在せず、しかも第2次世界大戦後長い間、固定的な低金利政策が実施されてきた。こうした特殊な状況のなかで、イタリア銀行の金融調節手段として大きな比重を持ってきたのは、同行の強い統制力に裏付けられた貸出政策のほか、特別準備制度や為替政策であったといえる。一方公開市場操作は、1966年以降、市中銀行との間で長期国債、政府保証債の価格支持のための長期債オペレーションがかなり行われるようになった。しかしイタリア銀行は、1969年春、大蔵省証券の無条件買入れを停止するとともに、同年夏には11年間据え置いた公定歩合を引き上げた。さらに大蔵省証券の入札発行本格化を契機に、市中銀行と相対で大蔵省証券の売買操作を行うこととした。もっとも、現在でも公開市場操作の大宗は長期債オペによって占められているが、1969年以降、イタリアの金融調節は金利機能を活用する方向に大きく進展したといえることができる。

以上のような欧州大陸諸国における公開市場操作は、けっして米英流の本格的な公開市場操作に比肩しうるようなものではない。しかしいずれの国においても、この数年対外短資移動の活発化、インフレーションの進行といった状況を背景に、中央銀行の流動性調節機能を高める必要に迫られており、そうした観点から金融調節手段の多様化、金利機能の積極的活用に努めてきた。各国における公開市場操作活用の動きは、そうした中央

銀行の政策態度のあらわれとみることができよう。

3. 公開市場操作活用への努力

米国や英国においては公開市場操作は、すでに確立された金融政策手段であるが、新しい情勢の展開に即応しうるように、その運営に改善が加えられてきており、また欧州大陸諸国においても、1970年前後から公開市場操作を積極的に活用しようという動きが強まってきた。そこで以下、各国の中央銀行が、公開市場操作をいっそう弾力的かつ強力な政策手段とするために、どのような努力を重ねてきたかについて整理してみることとしよう。

(1) 国債価格支持政策からの離脱

第2次世界大戦後、各国において採用された国債価格支持のための低金利政策が、1950年代以降あいついで廃棄されたことは周知のとおりである。このことは中央銀行が金融調節能力を再び手中に収めたという点(revival of monetary policy)で、重要な意味を持つものであった。公開市場操作が金融調節の中心となっている米国や英国の例でいえば、それは国債管理のための公開市場操作から、金融調節のための公開市場操作へ転換したものととってもよいであろう。しかしこのことは、公開市場操作が国債管理の要請から全面的に解放されたということではない。たとえば米国では、現在でも財務省の資金調達期間中には金融市場を安定的に維持することを主眼とする、いわゆる even keel 操作が行われている。公開市場操作は中央銀行の金融調節のための手段であるといっても、その目的に反しない程度において市場の秩序維持や市中国債の満期別構成の長期化といった国債管理上の要請に配慮を払うことは必要であろう。しかしそうした国債管理面の要請が強まれば強まるほど、中央銀行の金融調節力を弱める危

険もまた大きい。その意味で、前述の低金利政策の廃棄後における各国の公開市場操作には、なお問題が残されていたことも事実である。その代表的な例として、英国の経験を挙げる事ができる。

英蘭銀行の公開市場操作は、大蔵省証券・手形等の買オペのほか、長期国債の対市中売買を行っているが、これは元来市中保有国債の価格安定を第1義目的として実施してきたものであった。このため、市中国債の受動的な買支えにより、しばしば金融引締め効果が減殺されるといった問題が生じ、とくに1967年11月のポンド切下げ後の金融政策の運営をめぐる、IMFから長期国債の価格支持操作が英蘭銀行のマナー・サプライのコントロール能力を著しく弱めているとの批判を受けるに至った。結局、これを契機に英蘭銀行の長期国債買支え操作は1968年秋以降漸次縮小され、さらに新金融調節方式^(注3)が採用された1971年以降、中長期国債の買支えは原則として停止されることとなった。この結果、長期国債の対市中売買は、金融調節の観点から実施されるようになり、英蘭銀行の公開市場操作は、金融政策手段として一段と整備されたものとなった。

長期債の価格支持が英国以上に積極的に行われていたイタリアにおいても、1969年夏以降、公定歩合を引き上げるとともに従来の固定的な金利政策を廃し、かなり弾力的に長期債オペを行うようになったことは前述のとおりである。

(2) オペ対象証券の拡充策

公開市場操作の対象証券は、通常、大蔵省証券や商業手形などの短期の有価証券であるが、場合によっては中・長期債が用いられることもある。この点について各国の状況を見ると、このようなオペ適格証券の不足が公開市場操作の弾力的運営を妨げている例も少なくない。しかし欧州大陸諸国の中央銀行は、こうした問題の解決についても積極的な努力を払っている。

西ドイツは1955年以降、通貨改革(1948年)に伴って取得した平衡請求権^(注4)を大蔵省証券や割引国庫債券に転換し、これを市中銀行に対する売オペ対象証券として利用してきた(これは平衡請求権証券<Mobilisierungspapier>と呼ばれている)。さらに1967年6月の経済安定成長促進法は、売オペ対象証券の不足にいつそう弾力的に対処するため、ブンデスバンクに対し、上記平衡請求権証券とは別枠で、総額80億マルクを限度として、いわゆる流動化証券(Liquiditätspapier、具体的には平衡請求権証券と同様、大蔵省証券、割引国庫債券の形をとる)を発行することを認めた。これらの対象証券拡充措置は、国際収支の大幅黒字による市中銀行の過剰な支払準備を吸収するうえで重要な役割を果たしてきた。

オーストリアも西ドイツの場合と似たような事情にあった。すなわち、オーストリア国民銀行は、1955年のオーストリア国民銀行法によって、公開市場操作を実施しうる権限を与えられた。しかし国民銀行自身がオペ適格証券を保有していな

(注3) 新金融調節方式は、英蘭銀行が1971年5月に「競争と信用調節(Competition and Credit Control)」と題する文書において提案し、同年9月に実施されたもので、金融政策の対象範囲を拡大するとともに、金利自由化を推進することによって、英蘭銀行の金融調節力を強化しようとしたものであった。なお詳しくは、調査月報(昭和46年10月号)「英国の新金融調節方式について」参照。

(注4) 平衡請求権(Ausgleichsforderung)とは、1948年6月の通貨改革(新旧通貨の交換率ならびに旧通貨建債権・債務の新通貨建への切換え率を10分の1にし、一方ナチス・ドイツに対する債権は全額切捨て)の結果生じた資産の損失を補償し、貸借バランスを調整するため、レンダーバンク、州中央銀行、金融機関、保険会社に認められた連邦政府に対する帳簿上の請求権。

かったために(注5)、国際収支の黒字傾向から、国内流動性の吸収が必要な場合が生じたにもかかわらず、売オペの実施には著しい制約があった。その間オーストリア国民銀行は、同行保有の政府債務を大蔵省証券に転換し、これを市中銀行に売却するという措置を講じてきたが、こうしたオペ対象証券の不足を根本的に解決するため、1969年のオーストリア国民銀行法の改正により、同行は公開市場操作の対象証券として、自己債務証券である現金証券(Kassenschein、期間3ヵ月)を発行する権限を与えられた。この現金証券は、それ以来、支払準備制度とともに、海外短資の流入に伴う国内流動性を吸収する有力な手段としての役割を果たしてきた。

さらにデンマーク国民銀行は、1958年以降金融調節の手段として、市中金融機関向けに利付き定期預金証書(interest bearing deposit certificates、期間91日ものものと1~5年ものもの2種類)を発行しているが、これもオーストリアと同様、一種の売オペとみることができよう。

(3) オペ方式の多様化と拡充の動き

最近における各国の公開市場操作について、とくに注目される動きは、この手段を一段と積極的に活用しようという方向にあり、そのため公開市場操作の方式もしいに多様化してきたことである。そうしたオペ方式多様化の例として、1960年

代には米国のオペレーション・ツイスト(注6)(1960年秋以降)や買戻し条件付き売却操作(注7)(1966年夏以降)の採用がみられた。さらに西ドイツ、イタリアなどにおいても、オペ方式が多様化してきたことは前述のとおりである。

さらに1970年代に入ると、公開市場操作を積極的に活用しようという動きが欧州大陸諸国でも活発になった。公開市場操作を実施するための条件整備という点で、なお不十分なこれらの国において、こうした動きが出てきたことは注目に値することである。そこで、こうした動きのなかから、とくにその傾向が顕著な西ドイツとフランスの場合について、その背景や具体的なオペ方式をやや詳しくみてみることにしよう。

1. 西ドイツ

西ドイツでは、1950年代以降国際収支の黒字傾向が強いだけに過剰な銀行流動性が発生しやすく、このためブンデスバンクは過大な信用膨張を防止する見地から、銀行流動性を吸収する必要に迫られることが多かった。しかし前述のように市中銀行向けの金融市場証券オペにこうした機能を期待することはできない。この意味において、銀行流動性そのものに影響を及ぼすものとして、非金融部門向けオペや、銀行流動性に含まれない期間2年以上の中・長期債オペを考えることができる。しかし前者については1971年春まで一部の社

(注5) ちなみに、オーストリア国民銀行資産の大半が金・外貨によって占められている。これを銀行券発行残高との比率でみれば次のとおり。

	1960年末 百万シリング	1970年末 百万シリング	1972年末 百万シリング
金・外貨(A)	18,069	40,456	57,276
銀行券発行高(B)	18,727	35,666	44,730
A/B	96.5%	113.4%	128.0%

(注6) オペレーション・ツイスト(operation twist)は、財務省証券の売り操作と中・長期国債の買い操作を組み合わせて、一方では海外への短資流出を抑制するために短期金利を高めに維持するとともに、他方では国内投資を促進し、経済成長をはかるために中・長期金利を低めに維持することをねらったものであった。これは、米国公開市場操作の長い伝統であった「ビルズ・オンリー政策」(公開市場操作の対象証券として、財務省証券のみを用いるもの)を修正したものとして大きな反響を呼んだ。

(注7) 買戻し条件付き売却(matched sale-purchase)はごく短期的な過剰支払準備の吸収手段として利用されている。なお買戻し条件付き買入れ(buying operation with repurchase agreement)は第2次世界大戦前から行われていた。

会保険機関との間で例外的に実施されていた程度であり、また後者についてはブンデスバンクが中・長期債をほとんど保有していないため、売オペの実施は困難である(注8)。

このような状況から、実際にブンデスバンクが銀行流動性のコントロール策として活用してきたのは、前述のように支払準備制度とブンデスバンク再割引枠の変更などであった(第3表参照)。

こうした傾向は、近年における国際通貨の動揺を背景としたマルク投機の発生によって、ますます顕著となってきた。しかし支払準備率の引上げは、市中銀行の収益を圧迫するという側面を持っているだけに、この操作に過度に依存することは困難であるし、また再割引枠の削減についてもおのずと限度がある(注9)。したがって、前述のような根強い外資流入が続いている状況の下で、ブンデスバンクが銀行流動性をコントロールする手段

を多様化する必要に迫られたのは当然である。

こうした状況を背景として、ブンデスバンクは1971年4月以降、新しいオペ方式を採用した。それは償還期限到来まで同行に対する売戻しを認めない、いわゆる売切りオペ(割引国庫債券による)の導入である。同時に、非金融部門向けオペについて、その対象範囲を社会保険機関全体に拡大し、さらに同年6月には個人を含む一般投資家をもその対象先に加えることとした。これら非金融部門に対するオペは、割引国庫債券による上記売切りオペを中心に実施されることとなったが、この方式は、非金融部門の流動性吸収のみならず、銀行流動性の低下を図ることができる(なお売切りオペは制度上、市中銀行との間においても実施しうることになっているが、実際には市中銀行がこれに応じるケースは少ない)。ブンデスバンクはこの売切りオペを実施するにあたり、レートを

若干高め設定しているほか、割引国庫債券の売却最小単位を引き下げ(10,000マルクから5,000マルク)、また広く一般向けにオペ応募の手引書を発行するなど、その推進に努めている。こうした売切りオペの規模はまだそれほど大きなものではないが、この新しい方式によって、公開市場操作が非金融部門の流動性吸収を通じて、銀行流動性調節の一手段としても機能するようになってきたことは注目される。

(第3表)

西ドイツ・ブンデスバンクの銀行流動性の調節

(単位・百万マルク、カッコ内は構成比・%)

	銀行流動性増減(△)		ブンデスバンクの銀行流動性調節(注1)				銀行流動性ネット増減(△) (A)+(B)
	(A)	外貨準備	(B)	最低準備率	公開市場操作(注2)	再割引枠の変更	
1968年中	8,571	9,009	△ 3,370	△ 3,247 (96.4)	△ 123 (3.6)	— (—)	5,201
69 "	△ 9,831	△ 9,337	△ 4,709	△ 472 (10.0)	△ 1,221 (25.9)	△ 3,016 (64.1)	△ 14,540
70 "	16,918	19,924	△ 12,757	△ 9,779 (76.7)	△ 2,289 (17.9)	△ 689 (5.4)	4,161
71 "	6,146	14,783	△ 9,264	△ 5,645 (60.9)	△ 382 (4.1)	△ 3,237 (35.0)	△ 3,118
72 "	14,627	16,905	△ 22,084	△ 12,487 (56.5)	△ 362 (1.6)	△ 6,457 (29.3)	△ 7,457
73 "	21,530	27,248	△ 25,924	△ 10,286 (39.7)	△ 4,009 (15.5)	△ 10,124 (39.1)	△ 4,394

(注1) △印は流動性の吸収。

(注2) 具体的には非金融部門向けオペおよび長期債オペ。

資料：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

(注8) もっとも、ブンデスバンクは1967年の不況時に長期金利の低下を促進するため、例外的に総額12億マルクに上る買オペを実施したことがあり、現在はその売戻しが行われている。

(注9) ブンデスバンクの貸出は再割引とロンバード貸付(有価証券担保貸付)に分かれ、通常、一定の枠内の再割引は市中銀行のイニシアティブによって利用できるもので、ロンバード貸付が「最後のよりどころ」として機能するが、1973年6月以降ロンバード貸付の利用は停止されている。

なおブンデスバンクは、1973年4月以降、市中銀行との間で、再割引適格商業手形の売戻し条件付き買オペ(買入れの10日後に売戻し)を随時実施することとした。ブンデスバンクは1972年央以降、インフレーションの進行に対処して、公定歩合、支払準備率のあいつぐ引上げや、再割引枠の圧縮などにより厳しい金融引締め政策を続けているが、この間、1973年4月にはコール・レートが一時25%という異常高を示すまでに至った。この方式は、こうしたコール市場の一時的な異常ひっ迫を回避するために実施されたものである。同操作は上述の売切りオペのように銀行流動性をコントロールしうるものではないが、市中銀行の現金準備の微調整策としての意味を持っている。

以上みてきたように、ブンデスバンクは、公開市場操作の方式をしだいに多様化しており、これらを有効に使い分けながら、その時々金融情勢に機動的に対応しようとしている。

ロ. フランス

フランス銀行の公開市場操作は、1971年以降、著しくその重要性を増すに至った。それまでのフランス銀行の対市中信用供与は大部分、中央銀行貸出の形で行われていたので、市中銀行の流動性に対するコントロールを通じる金融調節は十分機能せず、とかくフランス銀行の信用供与は受動的ならざるをえないという状況であった。たとえば金融引締め時に支払準備率を引き上げても、それに伴う所要準備の増加分は結局フランス銀行の信用増大となつてはね返ることとなった。もちろんこれによって市中銀行のコストは上昇するので、その面からの引締め効果は期待できたが、流動性を通じる信用抑制効果が著しく制約されたことは否定しえない。このためフランス銀行は、金融政策の運営にあたって、高率適用制度・市中貸出規

制に大きく依存してきたが、こうした方式は各種の優遇金融制度の存在とともに、市場機能の発揮を阻害し、フランス銀行の金融調節力を弱める結果となっていた。

こうした金融調節方式を大きく変える直接的な契機となったのは、1969年6月のウォルムセル報告^(注10)である。この報告は元駐ソ大使ウォルムセル(O. Wormser、現フランス銀行総裁)を中心とする3人委員会が政府の諮問を受けて立案した金融改革案で、その内容は一言にしていえば、金利機能の回復を通じてフランス銀行の金融調節力を強化しようというものであった。

フランス銀行は、この線に沿って金融改革を進めるため、その一環として対市中信用供与の中心を公開市場操作に漸次移す機会をうかがっていた。もっともフランス銀行は、従来から市場金利を誘導する目的で、大蔵省証券、民間手形等による売戻し条件付き買オペの方式(売戻しまでの期間は翌日もの、7日もの、1か月もの、3か月もの、6か月もの5種類)により、市場介入を行っていたが、オペ金利については、これまで短資の流出を回避する必要から、ユーロ・ダラー金利の水準か、あるいはそれ以上に維持してきた結果、通常公定歩合を上回る状況にあった。

ところが1970年秋以降、ユーロ・ダラー金利が低下傾向を強めるようになったため、フランス銀行はこの機会をとらえて、1971年1月、オペ金利をはじめ公定歩合よりも低い水準に設定することとした(公定歩合6.5%、民間手形翌日ものオペ金利6.375%)。この結果、市中銀行の不足資金調達は、フランス銀行の貸出から公開市場操作へと急速にシフトし、これによってフランス銀行の対市中信用供与に占める公開市場操作のウエイトは急激に増大した(第4表)。こうしてフランス銀行

(注10) ウォルムセル報告の背景と内容については、調査月報(昭和46年6月号)「フランスにおける最近の金融改革の動き」参照。

(第4表)

フランス銀行対民間信用供与に占める
公開市場操作のウエイト

(残高ベース、単位・億フラン、カッコ内は構成比・%)

	1969 年末	1970 年末	1971 年末	1972 年末	1973 年末
貸 出	377 (62.6)	355 (68.4)	105 (24.5)	114 (16.4)	127 (12.8)
買 オ ペ	225 (37.4)	164 (31.6)	323 (75.5)	583 (83.6)	869 (87.2)
合 計	602	519	428	697	996

(資料) Banque de France ; Compte Rendu des Opérations

は、公開市場操作を日々の金融調節手段として活用することによって、同行貸出を一時的、例外的なものとし、中央銀行貸出本来の機能を回復させることとした。その意味で、フランスの金融調節方式は本来の公開市場操作にある程度近づいたといえることができる。

しかし1972年秋、フランス銀行は貸金・物価の上昇に対処して金融引締め政策をとるようになったが、そうした状況の下でこの方式の欠陥がすぐに表面化した。というのは、金融引締め下でも、以前のようなフランス銀行貸出中心の信用供与方式に戻らないようにするためには、コール・レート(つまり手形・大蔵省証券のオペ金利)^(注11)を意図的に公定歩合以下に維持しなければならず、

その結果、買オペによる資金供給もまた受動的なものとなってしまったからである。これではフランス銀行の金融調節力を強化しようという当初のねらいに反することはいうまでもない。つまり金融緩和期には比較的円滑に運営されたかにもえた公開市場操作も、引締め期に入ってその問題点が表面化したともいえる。

そこでフランス銀行は、1972年12月から73年7月にかけてこの方式を大幅に改革し、翌日もの、7日ものの短期売戻し条件付き買オペを停止するとともに、オペの大半を占める民間手形オペに入札方式による買切りオペを導入し、その実施をおおむね月1回程度に限定することとした。

この方式は、日々の金融調節手段としての公開市場操作の機能を停止したことになり、その限りでは一種の後退とも考えられるが、フランスの現状では、フランス銀行が金融調節面における主体性を回復するためにはやむをえなかったといえよう。一面オペの中心を入札方式による買切りオペに切り替えたことは、フランス銀行があくまで金利機能を活用していこうとする決意のあらわれであると考えることができよう。

(注11) フランスのコール取引は、手形もしくは大蔵省証券の売買の形式をとっており、フランス銀行はオペレーションによってその金利を操作している。

(付)

欧米主要国における公開市場操作の概要

	米 国	英 国	西 ド イ ツ	フ ラ ンス	イ タ リ ア
法的根拠	連邦準備法第14条	規定なし	ブンデスバンク法第21条	1938年6月17日付緊急政令	イタリア銀行定款第41条
政策主体	〔決定機関〕 連邦公開市場委員会(FOMC) 〔運営機関〕 公開市場勘定支配人(ニューヨーク連銀)	〔決定機関〕 英蘭銀行理事会 〔運営機関〕 英蘭銀行営業局	〔決定機関〕 ブンデスバンク理事会 〔運営機関〕 ブンデスバンク営業局	〔決定機関〕 フランス銀行理事会 〔運営機関〕 フランス銀行信用総局	〔決定機関〕 信用貯蓄閣僚審議会 〔運営機関〕 イタリア銀行営業局
対象機関	政府証券ディーラー、銀行引受手形ディーラー(例外的に連銀取引先である財務省、外国中央銀行、国際機関との直接取引)	割引商社、政府証券ブローカー	市中金融機関、社会保険機関、連邦郵政省、個人を含む一般投資家	割引業者	市中金融機関
対象物件	財務省証券、中長期国債、銀行引受手形、政府関係機関債	大蔵省証券、中長期国債、再割引適格の商業手形および地方公共団体手形	大蔵省証券、割引国庫債券、輸入備蓄機関手形、中期国債(期間18ヵ月以内)、再割引適格商業手形、優良銀行引受手形	大蔵省証券、特殊金融機関発行中期債、国鉄発行手形、銀行引受手形、中期信用手形、再割引適格商業手形、賦払信用手形等	長期国債、政府保証債、大蔵省証券
運営面の特色	財務省証券中心にきわめて弾力的に運営。金融調節の中心的手段となっている。	大蔵省証券、商業手形の買オペを中心に弾力的に運営。1971年5月以降、国債価格支持操作を停止。	従来から短期金利への介入のための操作が中心であったが、最近では流動性吸収のため非金融部門向けに売切りオペを積極化。	1971年1月以降、大蔵省証券、手形の買オペによる短期市場への介入を中心に活発に運営。	1969年以降、長期国債、政府保証債等の長期債オペを中心に活発化。