

# 欧米諸国におけるマネーサプライ のコントロールと金利機能

## 〔要 旨〕

欧米主要国におけるマネーサプライ・コントロールの仕組みをみると、各種政策手段の組合せによって短期金融市場(money market)の金利と銀行の支払準備を変動させ、コスト効果と流動性効果の両面から銀行の与信態度に影響を及ぼし、マネーサプライをコントロールしている点では各国とも共通している。しかしこれ以外の効果波及経路については、短期金融市場が銀行以外の企業等も参加出来る公開市場(open market)となっているか、それとも銀行のみの参加する市場か、また預貸金金利が自由化されているか、規制されているか、等によってさまざまである。

公開市場が存在する場合には、中央銀行が公開市場において行う債券・手形売買操作(公開市場操作)により、銀行の顧客である企業等が保有する短期市場証券(TB等)の量も変動するので、マネーサプライに即時的、直接的な影響が及ぶという点で、銀行間市場の場合と異なる。また預貸金金利が自由化されている場合には、貸出金利が大幅に変動することによって資金需要が左右され需要面からもマネーサプライに大きな影響が及ぶという点で、金利が規制されている場合と異なる。特に公開市場が存在し、かつ預貸金金利が自由化されている場合には、企業等が各種政策手段の影響を受けて変動する短期金融市場の金利と、預貸金金利とを、直接裁定するので、金利変動を通ずるマネーサプライへの影響は早く、かつ円滑である。

公開市場が発達している米国および英国では、公開市場における債券・手形売買操作を中心的手段として活用している。これは中央銀行のイニシアティブによって最も機動的、弾力的に実施できるうえ、その効果波及も上記のように広汎かつ滑らかなためである。これに対しそのような公開市場が存在しない西ドイツでは、債券・手形売買操作の役割は低く、海外短資の流出入等に対して準備率操作の活用により対処しており、また貸出政策にも重きを置いている。

各国の貸出政策をみると、英国では公定歩合(最低貸出歩合)を罰則金利(penal rate, 原則としてTB入札レートの $\frac{1}{2}\%$ 高)とすることによって常に返済圧力をかけているが、米国と西ドイツでは、緩和期には英国と同様、公定歩合を短期金融市場金利よりも高めに保って返済圧力をかけているものの、引締め期になると、中央銀行貸出を量的に厳しく抑え、直接回収の圧力をかけるのが普通である。この間フランスでは、市中銀行のポジション意識が希薄であることなどから、マネーサプライのコントロールに当っては市中貸出の直接的規制にかなりのウエイトを置いている。

現実のマネーサプライの動向をみると、各国とも短期的には必ずしも政策当局の意図した通りにコントロールできているとはいえず、従って、どのタイプが最もすぐれているとは一概にはいえない。要はそれぞれの国情に応じて、出来るかぎり金利機能の活用を図りつつ弾力的な政策運営を行い、半年程度の期間で適正なマネーサプライの伸びを実現していくことにあるとみられる。

## 〔目 次〕

### はじめに

#### 1. マネーサプライ・コントロールの仕組

##### (1) 短期金融市場が公開市場である場合

——米・英型——

##### イ. 金利が原則として自由に変動する場合

###### (イ) 市場の参加者

###### (ロ) 売オペのメカニズム

###### A. 直接的効果

###### B. 間接的効果

##### ロ. 預貸金金利が規制されている場合

#### (2) 短期金融市場が銀行間市場である場合

——西ドイツ型——

##### イ. 金利が原則として自由に変動する場合

##### ロ. 金利の変動に制約がある場合

——金利自由化以前の西ドイツ、

現在のフランス——

#### 2. 各種政策手段の使い方

##### (1) 米国および英国

##### (2) 西ドイツ

##### (3) フランス

#### むすび

### はじめに

欧米諸国においては金融政策の運営目標(operating target, intermediate target)として一般にマネーサプライを重視する傾向が強まっているが(注1)、この調査はマネーサプライを運営目標としてコントロールする際のメカニズムについて、欧米諸国の仕組をいくつかの類型に分けて検討し、その異同を論じたものである。

#### 1. マネーサプライ・コントロールの仕組

欧米諸国では、債券・手形売買操作、貸出政策、準備率操作の三つが伝統的な金融政策手段といわれており、中央銀行はこれらの手段を用いて銀行準備および短期金融市場金利(money market rate)に働きかけ、これを通じてマネーサプライを意図した方向へ誘導するのが原則とされている。しかし、これ等の手段によるマネーサプライ・コントロールの仕組は、各種の金利が自由に

変動しうるかどうか、あるいは短期金融市場が銀行以外の企業等も参加しうる公開市場(open market)かどうかによって異なっている。そこで以下では短期金融市場が公開市場である場合と、銀行のみの参加する市場である場合とに分け、それぞれについて金利が自由化されているケース(注2)と規制されているケースについて効果波及経路を検討してみたい。

##### (1) 短期金融市場が公開市場である場合

——米・英型——

##### イ. 金利が原則として自由に変動する場合

###### (イ) 市場の参加者

米国や英国においては銀行だけでなく、企業や機関投資家、海外の大口投資家等の参加の下に、比較的短期の資金調達・運用を行う公開市場として、短期金融市場が発達している(注3)。市場にはディーラーやブローカーが介在しており、ディーラーは大銀行を主たる調達先として資金を取入れ(注4)、この資金を市場で売買される各種の短期

(注1) 昭和50年3月号所載「欧米諸国におけるマネーサプライ残高重視の傾向とその背景」参照。

(注2) 昭和50年6月号所載「欧米主要国における預貸金金利の決定方式について」参照。

(注3) 米国の短期金融市場はフェデラル・ファンド、TB(政府短期証券)、BA(銀行引受手形)、CD(譲渡可能定期預金証券)、CP(コマーシャル・ペーパー)等の市場からなっている。

また、英国の短期金融市場はコール・ローン、TB、商業手形、インターバンク預金、地方公共団体預金、CD等の市場からなっている。

資産(money market paper)の一時的保有に当てている。中央銀行がオペレーションを行う場合には、通常ディーラー(米国では government security dealer、英国では discount house)を相手に、市場で売買される短期資産の中から適切と認めたも

の(eligible paper)を選んで売買している。この適格資産の典型的なものはTB(政府短期証券)である。

#### (ロ) 売オペのメカニズム

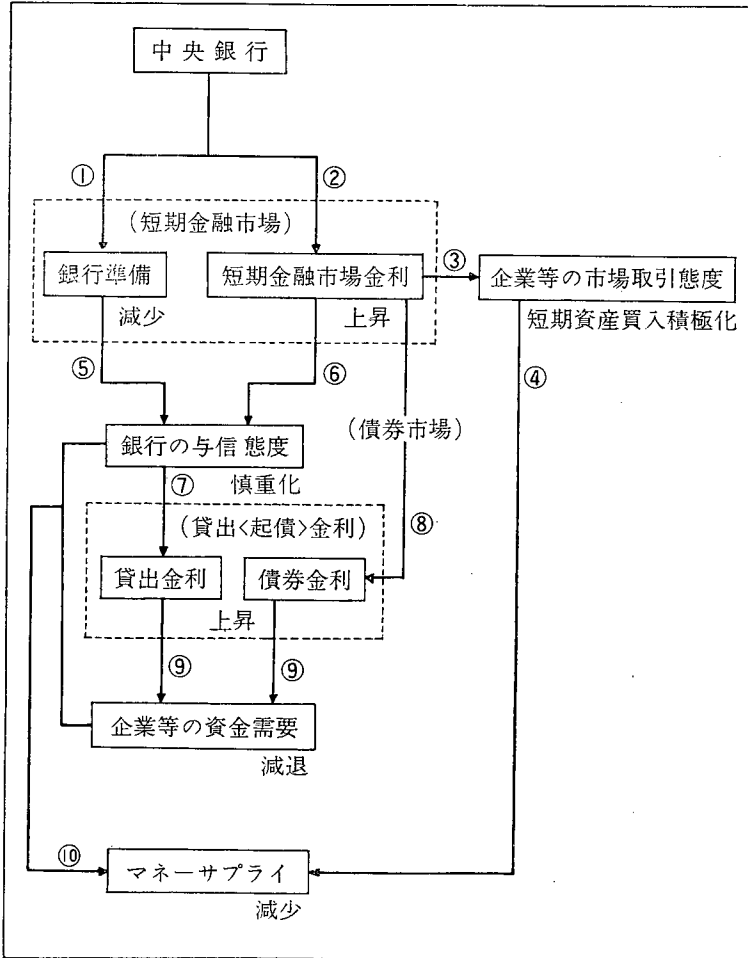
##### A. 直接的效果

いま、TBの売オペを例にとり、その効果波及経路を考えてみよう(第1図および別表参照。なお、準備率引上げによって準備の一部が凍結された場合も波及経路の基本は同様と考えられ、また公定歩合が引上げられた場合は、以下に述べる効果のうち、短期金融市場金利上昇による効果波及だけが生じる)。

まずディーラーが(注5)買入れ資金を銀行から借りて中央銀行からTBを買入れると、銀行の準備が減少する(第1図①、別表①)。このため銀行の短期金融市場での資金取入れ態度(短期資産売却意欲)が積極化し、短期金融市場金利が上昇する(第1図②)。その結果、後述のように銀行の与信態度が変化し、マネーサプライの変化を招くこととなるが(間接的效果)、短期金融

〔第1図〕

米国・英国における金融政策の効果波及経路(売オペの場合)



(注4) ディーラーは短期資産の一時的保有に必要な資金を種々の市場参加者から調達しているが、その中で最も依存度が高いのは米国では New York、英国では London にある大銀行である。この場合米国の government security dealer は主として repurchase agreements(TB等の質戻し条件付売却)、collateralized loans(証券担保付借入で一種のコール・マネーに相当)の形で、また英国の discount house は主としてコール・マネーの形で、それぞれ資金調達を行っている。

(注5) 米国ではマネーサプライ統計の作成上、ディーラーは銀行ではなく、企業等と同じ非銀行部門の一員として扱われている。以下では説明の都合上この米国の実情に即して話を進めるが、英国のようにディーラーを銀行部門の一員とみなしている(この場合、ディーラーの非銀行部門に対する負債はマネーサプライに含まれる)例もある。

## 〔別 表〕

## ① 銀行がディーラーに対し売オペに応ずるための資金を供給した場合(注)のバランスシート

## 中 央 銀 行

⊖	T B	銀行預り金(準備)	⊖
銀		行	

⊖	準備(中央銀行預け金)
⊕	ディーラー向け資金供給

## デ ィ ー ラ ー

⊕	T B	銀行からの資金調達	⊕
---	-----	-----------	---

## ② 銀行がディーラーに対し売オペに応ずるための資金を供給しなかった場合のバランスシート

## 中 央 銀 行

⊖	T B	銀行預り金(準備)	⊖
銀		行	

⊖	準備(中央銀行預け金)	預 金(企業等)	⊖
---	-------------	----------	---

## デ ィ ー ラ ー

⊕	T B(中央銀行からの買取)
⊖	T B(企業等への売却)

## 企 業 等

⊕	T B
⊖	銀行預金

## ③ 準備率引上げに対処して、銀行がディーラーに供給していた資金を回収した場合のバランスシート

## 中 央 銀 行

銀行預り金(A銀行の所要準備)⊕
銀行預り金(B銀行の超過準備)⊖

## A 銀 行

⊕	所要準備(中央銀行預け金)
⊖	ディーラー向け資金供給

## デ ィ ー ラ ー

⊖	T B(企業等への売却)	銀行からの資金調達	⊖
---	--------------	-----------	---

## 企 業 等

⊕	T B
⊖	銀行預金

## B 銀 行

⊖	超過準備(中央銀行預け金)	預 金(企業等)	⊖
---	---------------	----------	---

(注) これら一連の取引はほぼ同時に行われるため、原則として、ディーラーの預金に増減は生じない。

市場が公開市場である場合には、このほか次に述べるような直接的効果が直ちにマネーサプライに及ぶ。すなわち、短期金融市場金利が上昇すると企業等銀行以外の市場参加者の短期資産買入れ意欲を刺激し(第1図③)、この結果銀行から企業等へ短期資産が売却されれば、マネーサプライの減少が生ずる(第1図④)。つまり短期金融市場が公開市場である場合には、短期金融市場金利の変動が、同市場に参加している企業等銀行以外の民間部門の行動に直接影響を与え、マネーサプライを変化させるというルートがあり、それだけマネーサプライ・コントロールの力が強いといえる。この場合、もし売オペにあたって銀行がディーラーへの資金供給を拒否した場合にはどうなるであろうか(別表②。準備率引上げに対して銀行がディーラーに供給していた資金を回収した場合<別表③>のメカニズムも基本的には同じ)。この場合はディーラーは短期金融市場金利を引上げ、直接企業等に売オペ相当額の手持資産を売却して、売オペに応ずるための資金を捻出することとなる。その結果、当該企業等の銀行預金が入入れ代金相当額だけ取り崩され(マネーサプライの減少、第1図④)、同時に銀行準備も同額減少してしまう。つまり、銀行に信用拡張意欲が強く、売オペによる銀行準備の減少を回避しようとするれば、売オペの影響は直接に企業等に及び、企業等の預金を取り崩される。このような預金取り崩しに伴う準備の減少は、ディーラーに資金供給をした場合の準備の減少とは二つの点で異なる。第1に、ディーラーに資金供給した場合には準備の減少と同額だけ流動性の高い短期資産(第2線準備)が増加し、第1線および第2線を合わせた準備資産全体としては増減がないのに対し、上記のような預金取り崩しの場合には単純に準備資産が減少してしまう。第2にディーラーへ資金供給をした場合の準備の減少は銀行の自主的判断に基づくのに対し、

預金取り崩しに伴う準備の減少には銀行の意志が介在せず、銀行にとっては外部環境の悪化と映る。このような二つの理由により、その後の銀行の与信行動は、ディーラーに資金供給した場合に比べ、上記のような預金取り崩しの場合の方がより強くチェックされることになる。

## B. 間接的效果

以上は売オペのマネーサプライに対する直接的、ないし即時的効果であるが、このほか売オペは銀行の与信態度や債券・貸出金利の変化を通じてマネーサプライに対し間接的な影響を及ぼすに及ぼしてゆく。すなわち、銀行準備の減少や短期金融市場金利の上昇は銀行の与信態度を慎重化させる(第1図⑤、⑥)<sup>(注6)</sup>。このような銀行の態度は貸出金利を上昇させるが(第1図⑦)、同時にまた、短期金融市場金利の上昇は金利相互間の裁定を通じて債券金利の上昇に波及し(第1図⑧)、このような貸出金利や債券金利の上昇は企業等の資金需要を減退させる(第1図⑨)。この結果マネーサプライは銀行の与信態度の慎重化と、企業等の資金需要減退の両面から減少することとなる(第1図⑩)。このように、貸出金利や債券金利が自由化されている場合は、銀行の与信態度が慎重化するだけでなく、企業等の資金需要も、借入れ(起債)金利上昇に伴って減退するので、金融の政策効果はそれだけ確実、かつ円滑に波及してゆく。しかも短期金融市場が公開市場であり、企業等は銀行からの借入れや起債と短期金融市場からの資金調達とを選択(金利裁定)することができるので、短期金融市場金利が上昇した場合には、銀行は速やかに貸出金利を引上げることを迫られる(もし引上げないと企業等は銀行から借入れた資金を短期金融市場で運用するからその銀行

のポジションが悪化する)。こうした面からも公開市場の存在は金融政策の効果波及を速める働きをしている。

## ロ. 預貸金金利が規制されている場合

ところで英国では1971年9月まで市中預貸金金利協定が存在し、また米国でも貸出金利はもともと自由化されていたが預金金利は1970年5月までかなり強く規制されていた(1970年6月以降大口預金金利を自由化)。このように、短期金融市場が公開市場で、かつ預貸金金利規制が行われている場合に何が起るかを考えるためには、1960年代後半に行われた金融引締めを経験を振り返ってみればよい。このとき米国においては割安金利の大口預金が大量に取り崩されて、金利の高騰している短期金融市場に資金が流入した(いわゆるdisintermediation<sup>(注7)</sup>)。また英国においては割安金利の銀行借入れ資金を短期金融市場に運用する動きが現れる一方、市中貸出規制も短期金融市場での資金調達という抜け穴があるので有効でないと批判された。こうした資金の流れのゆがみは短期金融市場が金利裁定機能のフルに働く公開市場であるばかりに生じた現象ともいえるわけであるが、両国ともそれに対処するため公開市場での取引を制限するのではなく、逆に預貸金金利を自由化して金融政策の有効性を高める方向を選んだのである。

なお、現在でも米国では小口預金金利について規制が行われており、英国でも非銀行金融機関の小口預金金利については実質的に規制が残っている。そのため金融ひっ迫時に小口金融機関(米国では貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行、英国では住宅金融組合、国民貯蓄銀行等)から資金が流出して貸付原資が不足する等の問題が依然として生じて

(注6) 与えられた準備率のもとで銀行準備が減少すれば銀行の与信量は低下する。また、短期金融市場金利が上昇すると、貸出・債券投資よりも短期資産運用の方が有利となる(逆に貸出・債券投資に当てるため短期資産を売却すれば不利となる)から、銀行は従来よりも与信活動を縮小しようとする。

(注7) 昭和46年3月号所載「金融政策手段としての米国預金金利規制の効果と諸問題」参照。

いる(注8)。こうした事情から小口金利規制の存廃についても再検討が行われており、例えば、米国では最近上院を通過した1975年金融機関法案(注9)や現在下院で検討されている金融制度改革法案(ロイス案)において、一定期間経過後に議会が金利規制を存続することの可否につき検討すべきことが提唱されている。また、英国では1973年6月発表の国民貯蓄制度審議会の報告書において、国民貯蓄銀行(わが国の郵便局に相当)の預金金利弾力化が提案されている。

## (2) 短期金融市場が銀行間市場である場合

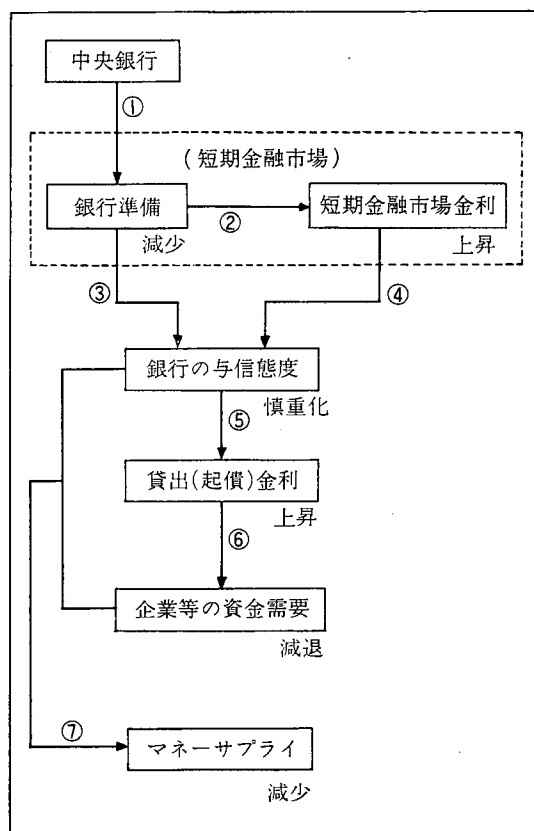
### ——西ドイツ型——

#### イ. 金利が原則として自由に変動する場合

西ドイツにおいては短期金融市場は米英のような公開市場ではなく、銀行だけが参加する銀行間市場(注10)であるため、金融政策手段の効果波及経路においては、米英型には存在するマネーサプライへの直接的、ないし即時的効果が欠落している(第2図参照)。例えば、準備率引上げが行われると、銀行の(超過)準備が減少し(第2図①)、同時に短期金融市場金利が上昇するが(第2図②)、短期金融市場には銀行しか参加していないから、この段階でマネーサプライが変動することはなく、また企業等が金利の変化を実際に経験することもない。従って、金融政策の効果波及経路は単線的で、銀行の与信態度の慎重化(第2図③、④)を通じて間接的にのみ政策効果が現れる。すなわち、銀行が与信態度を慎重化することによって始めて貸出(起債)(注11)金利も引上げられ(第2図⑤)、企業等の資金需要が減退し(第2図⑥)、与信態度慎重化と資金需要減退の両面

〔第2図〕

西ドイツにおける金融政策の効果波及経路  
(準備率引上げの場合)



からマネーサプライが減少する(第2図⑦)。しかも米英と異なり、企業等には短期金融市場と銀行借入れないし起債との間の選択の自由がないから、この面から銀行に与信態度と貸出金利の速やかな調整を迫る力は働きにくいともいえる。

もっとも西ドイツでは、米国や英国よりも徹底した金利の自由化を実施しているうえ、政策効果をあげるためには、短期金融市場金利の大幅上昇

(注8) 昭和49年11月号所載「最近における米国の金融政策について」、昭和49年2月号所載「英国における最近の金融政策運営について」参照。

(注9) 昭和51年1月号所載「海外経済要録」参照。

(注10) 西ドイツの短期金融市場は、ほとんどコール市場と同義であり、TBやBA等の市場は未発達である。

(注11) 西ドイツでは銀行が引受業務を行っており、かつ大量の債券を保有しているので、起債条件や起債額は銀行の与信態度に左右される。

もためられないので(注12)、結果的には、米英型をしのぐ政策効果をあげていることは注目される。

## ロ. 金利の変動に制約がある場合

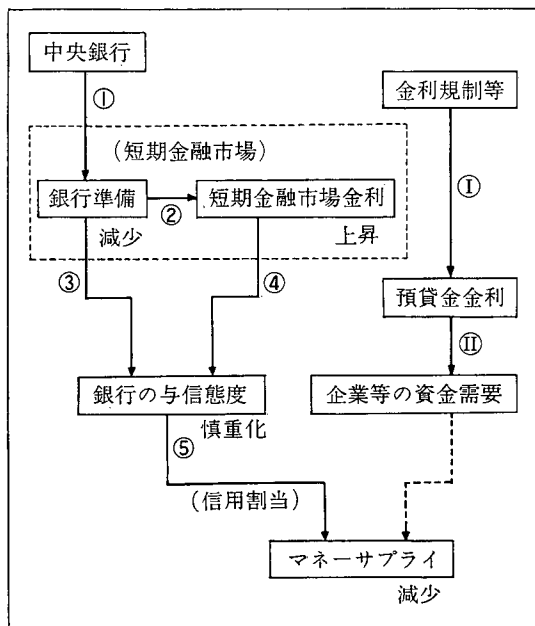
### ——金利自由化以前の西ドイツ、

#### 現在のフランス——

このような西ドイツでも1960年代半ばまで預貸金金利が規制されていた。その場合の金融政策の効果波及経路をみると(第3図参照)、例えば準備率引上げにより銀行準備が減少し(第3図①)、短期金融市場金利が上昇(第3図②)すると、銀行の与信態度が慎重化し(第3図③、④)、その結果マネーサプライが減少する(第3図⑤)という経路が働くことには変りがない。しかしこの場合預貸金金利が規制されていると企業等の資金需要はあまり減退しないので、資金の需要と供給が不均衡

〔第3図〕

預貸金金利自由化以前の西ドイツおよび現在のフランスにおける金融政策の効果波及経路(準備率引上げの場合)



(注) 上図には示していないが、フランスでは、伝統的金融政策手段を補充するものとして貸出準備率(特に高率適用)制度が実施されており、その重要性が大きい。

(需要超過)となり、銀行による資金のしい的配分(信用割当)が行われ、それだけ銀行と企業との間で問題が生じ易くなる(ただ西ドイツでは実際には銀行が顧客との間で債券を買戻し条件付で売ったり、売戻し条件付で買ったりすることによって、形式的に預貸金取引の形を回避することが行われたため、預貸金金利規制は事実上しり抜けとなっていたようである)。

一方現在のフランスにおける政策効果波及経路をみると、その短期金融市場は原則として銀行間市場であり、前述の西ドイツ型であるが、金利のあり方は、現在の西ドイツとかなり様相を異にしており、むしろ金利自由化以前の西ドイツに近いとみられる。すなわち企業等の借入れ金利は銀行間の話し合いによって決められており、実質的には規制金利の性格が強いようである。こうした事情から現在の借入れ金利は、均衡水準よりも低いところに決められ、その結果銀行による信用割当が広範に行われているようである。

## 2. 各種政策手段の使い方

金融政策手段がマネーサプライを変化させる一般的な仕組は以上述べたとおりであるが、そこで次に欧米において債券・手形売買操作、貸出政策、準備率操作等の各政策手段が政策運営上どのような役割を与えられているかを検討してみたい。

### (1) 米国および英国

米国および英国では債券・手形売買操作が最も弾力的で摩擦の少ない方法とみられ、中心的手段として活用されている。その理由は、第1に、米英における債券・手形売買操作は中央銀行がいわば市場参加者の一員としてディーラーを相手に行うものであって、特別な強制を伴うこともないから、回数や規模の点で弾力的に実施できる。第2

(注12) 1973年7～8月には翌日物コール・レートが一時30～40%まで騰貴。

にディーラーは大銀行を主たる資金調達先として  
いるから、債券・手形売買操作の効果はまず大企  
業、機関投資家、海外の大口投資家等を顧客とす  
る大銀行に及び、これが短期金融市場を通じてそ  
他の銀行に波及してゆく。すなわち力の強い大  
銀行から力の弱い中小銀行に漸進的に波及してい  
くので、中小銀行も弾力的に対処しうる余地が大  
きい。

これに対して貸出政策や準備率操作(米国では  
預金準備率、英国では最低準備比率および特別預  
金預入率の変更)は債券・手形売買操作を補完す  
る手段として用いられている。このうち準備率操  
作は、対象銀行に対して一挙に画一的影響を与え  
るため、ひん繁には用いられず、国全体の資金需  
給の基調を変えることをねらいとして、時折実施  
されるにすぎない。また貸出政策については、米  
英ともに貸出先の銀行(米国)やディーラー(英国)  
が長期間中央銀行借入に依存することがないように、  
借入れ先に対して返済圧力がかかるような仕  
組が作られている。つまり中央銀行は金融を引締  
めようとする場合には債券・手形売買操作や準備  
率操作によって銀行やディーラーを中央銀行借入  
に追込み、その返済圧力を通じてその後の与信態  
度慎重化を図る。返済圧力のかけ方には2種類あ  
る。一つは、貸出金利による方法であり、今一つ  
は、貸出に返済のルールを作ってこれを借入れ  
先に守らせる方法である。英国は前者を原則と  
し、米国は後者にウエイトを置きつつ両者を併用  
していると考えられる。すなわち、英国において  
は1972年10月以降中央銀行の貸出金利(最低貸出  
歩合)は原則として短期金融市場金利の一つであ  
るTB入札レート<sup>13</sup>の $\frac{1}{2}$ %高に自動的に定められ、  
罰則金利(penal rate)としての性格を常に持つこ

ととなったので、銀行やディーラーは、一時的な  
資金繰り難から中央銀行借入を行うことがあつて  
も、できるだけ速やかに短期金融市場から不足資  
金を調達して割高の中央銀行借入を返済しようと  
する。従って銀行やディーラーを中央銀行借入に  
追込むと、短期金融市場金利は上昇する。これに  
対して米国では、中央銀行の貸出金利(公定歩合)  
は金融緩和期には短期金融市場金利を上回るが、  
引締め期には逆に下回っている。これは、緩和期に  
は中央銀行信用の供与自体は制限せず、英国と同  
じように、もっぱら罰則金利による貸出返済圧力  
を重視するが、引締め期には一定のルールに基づ  
いて、銀行の借入れ要請に対し全額貸し応ずること  
は拒否し(中央銀行信用の割当)、さらに既往貸  
出分について返済圧力をかける<sup>(注13)</sup>ためであり、  
引締め期においてより強力に銀行の行動を慎重化  
させようとする中央銀行の姿勢を反映したものと  
考えられる。米国で超過準備(銀行準備全体から  
預金準備率制度で要求されている所要準備を差引  
いたもの)から中央銀行借入を控除した自由準備  
(free reserve)あるいは総準備から中央銀行借入  
を控除した非借入準備(nonborrowed reserve)が  
銀行準備の状況を示す一つの指標とされている  
が、こうした指標の算出にあたって中央銀行借入  
を控除するのも上記の事情を反映したものである。

なお、英国では1973年12月から1975年2月の間  
緊急措置として supplementary deposit 制度を導  
入した<sup>(注14)</sup>。これは銀行の受信量にガイドライン  
を設け、超過部分に高率の準備率をかけようとす  
るものであって、実質的には債務者預金と外部負  
債、ひいては貸出を直接規制する性格を持つ措置  
である。同じ時期に米国や西ドイツではこのよう

(注13) 中央銀行は貸出にあたり、最近の借入れ依存の状況やポジションをもとに、借入れ申込銀行があらかじめ定められた基準に照らして過度に中央銀行借入に依存していないかを判断する。貸出期間は通常大銀行に対しては4～5日間まで、その他の銀行に対しては2週間までであり、貸出のひん発や更新は特に厳しくチェックされる。



な措置をとっていないことをみると、単に公開市場であれば常に伝統的手段が有効であるわけではなく、金融政策を巡るさまざまな環境に依存する面も大きいことが示されているといえよう。

## (2) 西ドイツ

西ドイツでは米英と異なり、金融政策の能動的な効果は主として預金準備率の操作と貸出政策とに依存しており、債券・手形売買操作はどちらかといえば中央銀行にとって受動的性格が強い。

預金準備率がひん繁に用いられてきたのは短資流入に伴う過剰な準備を凍結する必要があったためである。貸出にはロンバード貸付と再割引の2種類があるが、ロンバード貸付の金利は米国の公定歩合と同様に緩和期には短期金融市場金利を上回り、ひっ迫期には逆に下回っている。これはロンバード貸付に対する返済圧力のかけ方が米国の貸出政策と同様のためとみられる。これに対して、再割引には一定のわくが設けられ、その範囲内で銀行が自動的に利用できるようになっているが、再割引わく余裕は後述のように銀行準備の一部と考えられているので、再割引わく変更操作は、準備率操作と並ぶ重要な政策手段となっている。すなわち中央銀行は引締め期には準備率の引上げ、再割引わくの削減等によって銀行準備を減少させ、これを通じて短期金融市場金利を上昇させ、その結果銀行の与信行動を慎重化させる。特

に1973年春以降の金融引締めに際し、中央銀行は銀行準備をゼロに近い水準に追込み、その結果、短期金融市場の金利が急騰をみたのは1.2%イ。において述べたとおりである。

次に西ドイツで通常債券・手形売買操作といわれているものは米英のものとは異なり、TBなど定められた短期資産(公開市場証券と呼ばれる)を中央銀行が銀行の請求に応じて常に受動的に買入れたり売却したりするものである。

従って、公開市場証券の手持残は再割引わくの未使用分と並んで超過準備に近いものと考えられており、この三つを合計した「自由流動性準備(freie Liquiditätsreserven, free liquid reserves)」は米国の自由準備と同様に銀行準備の状況を示す指標として用いられている<sup>(注15)</sup>。

## (3) フランス

フランスにおいてはどちらかといえば伝統的な金融政策手段よりも直接的に市中貸出を規制することに重点が置かれており、現在実施されている貸出準備率の高率適用制度<sup>(注16)</sup>も基準増加率を越す貸出には禁止的高率をかけたり<sup>(注17)</sup>、超過しないように道義的説得を試みるなど直接規制的性格がかなり強い。このように、フランスの中央銀行が直接的手段に依存していることの背景としては、70年代に入るまで、フランスの市中銀行は長らくオーバーローンの状態にあったため、ポジシ

(注14) 銀行の有利子負債(interest bearing liabilities)にガイドラインを設け、これを超えた部分に対して追加的に中央銀行預け金の預入を義務付け。

ガイドライン超過率の区分 73/12~74/11 (74/12~75/2)		預入率
1%以下 (3%以下)		5%
1%超 3%以下 (3%超 5%以下)		25
3%超 (5%超)		50

(注15) 自由流動性準備は形式的に言えば米国流の自由準備のほか、第2線準備の一部も含まれているが、ここに含まれている第2線準備は、銀行の保有するTB等のうち、ブンデスバンクとの取決めにに基づき、銀行のオプションでいつでも現金化可能のもののみを指しているの、その意味で自由流動性準備全体が第1線準備としての性格を持っている。

(注16) 昭和49年8月号所載「フランスにおける最近の金融政策運営について」参照。

イン意識が希薄であること、その結果、市中銀行が企業等の資金需要にひきずられて与信を拡大し、これに伴う銀行準備の不足分は主として中央銀行借入によって補てんするといった事態がしばしば生じたことが指摘されている。フランス銀行ではこのような状態を改善し、債券・手形売買操作を活用するため、73年6月以来債券・手形の売買に入札方式を導入する等の改善を試みているが、ひっ迫期には条件付オペの金利が短期金融市場金利を大きく下回るといったゆがみが依然として残っており、こうした努力は必ずしも成功していない。

## む す び

以上みてきたように、欧米主要国の中央銀行はそれぞれの政策効果波及経路を踏まえたうえで、各種政策手段の組合せを工夫し、金融政策の運営を行っているが、実際には、必ずしも意図したとおりのマネーサプライ・コントロールを実現しているわけではない。これは、例えば、短期金融市場の金利を変動させると、その効果を相殺するような方向に海外短資の流出入が生じ、その面からマネーサプライを変動させることがあるとか(英国、西ドイツ)、市場参加者の期待形成の変化により、短期金融市場の金利変動からマネーサプ

ライ増減に至るプロセスにかく乱的な影響を生じ、短期的ながらマネーサプライのコントロールが困難化する場合もある(米国)といった事情によるものといわれている。しかし欧米主要国では、こうした問題に対処するにあたり、次々と規制を重ねるやり方を避け、できるだけ市場メカニズムを尊重する方針をとっている。例えば、前述の短資流出入についても、為替政策等を活用して金融政策を弾力的に運営する自由度を確保するように努めており、マネーサプライのコントロールを強めるために市中貸出規制を強化するといったような措置は行っていない。また前述した期待の変化による短期的なコントロール困難の可能性は認めつつも、ある程度長期(6か月程度)の期間であれば、マネーサプライのコントロールは可能であり、かつそれで十分であるという見解が、各国中央銀行で一般的となっている。

このように、欧米主要国の中央銀行は、市場原理を生かした金融調節を目指して努力しているが、これは言い換えれば、運営目標としてのマネーサプライを重視するためには、政策効果波及経路における金利機能の活用が大切だということであり、両者はいわば車の両輪のように相まって推進されているといえよう。

(注17) 市中貸出に基準増加率を設け、これを超過した部分に対して次のような準備率を賦課。

(単位・%)

準備率 $=1/10(1.5x^2 + 3x)$

$x$  = 実績増加率 - 基準増加率