

資 料

西ドイツの金融調節方式の変遷について

【目 次】

- | | |
|---|--|
| <p>(はじめに)</p> <p>1. 近年のブンデスバンクの金融調節方式
(金利自由化後の金融政策運営)
(金融調節方式変更の必要性)</p> <p>2. 金融調節方式変更過渡期における市場運営と現行の具体的調節方式
(84年秋～84年末——新規オベのオファー)
(85年2月——ロンバート・レートの単独引上げ)</p> | <p>(現行の具体的調節方式)</p> <p>(1) 大蔵省証券の売却再開(85年2月以降)</p> <p>(2) 金融機関の準備預金の積みパターンに対応したオベの工夫</p> <p>(3) 固定金利オベ・金利入札オベの使い分け</p> <p>(4) その他のファイン・チューニング手段</p> <p>3. 金融調節方式変更についての若干の評価</p> |
|---|--|

(はじめに)

西ドイツ・ブンデスバンクは、85年初以降、市場運営に際して従来のロンバート貸出を中心とした金融調節から条件付債券買オベを中心とした調節方式に転じている。西ドイツは他の欧米主要国と異なり、60年代には金利の自由化を完了しており、また中間目標としてのマネーサプライ(中央銀行通貨量)のクレディビリティにも現状とくに問題が生じているわけではないが、そうしたなかでも市場運営上はさまざまな問題が生じており、このためこうした調節方式の変更が行われた点は見逃せない。本稿は、まず調節方式の変更に至る事情とその背景を整理し、またこの間の実際の市場運営について概観したあと、新調節方式について若干の評価を行うものである。

1. 近年のブンデスバンクの金融調節方式

(金利自由化後の金融政策運営)

西ドイツでは、60年代半に他の主要先進国に先駆けて預貸金金利自由化に向けての動きがスタートし^(注1)、67年4月には預貸金金利が全面的に自由化された(西ドイツにおける金利自由化の経過については、第1表参照)。この結果、ブンデスバンクはそれまでの公定歩合との連動関係を通じた市中金利の直接的なコントロールという金融調節メカニズム(例えば、戦後67年3月までは当座貸越金利

(第1表)

金利自由化の経緯

年 月	概 要
1931年12月	預貸金金利の最高限度に関する銀行間自主協定締結。 — 32年1月、「これが一般的拘束力を有する」旨、政府が宣言。
1936年12月	旧信用制度法に基づき、金利協定を銀行間で締結(期間1年以上4年未満の預金金利、手形割引金利等)。 — 37年1月～45年5月まで。それ以後は、各州銀行監督局が各州金融機関中央連合会に金利の最高限度を通達。
1965年3月	新信用制度法に基づく金利調整令制定。 — 長期金利自由化(規制対象預金の期間を4年未満→2年半未満に短縮)という点で、自由化に向けての第一歩。
1966年7月	大口預金(100万マルク超、期間3か月以上)の金利自由化。
1967年4月	金利調整令廃止。ただし、商業銀行協会等協会ごとに預金金利についての非拘束的な標準金利を設定。
1969年7月	標準金利を廃止。 — 貯蓄預金についてのみ、標準金利制を継続。
1973年10月	競争制限禁止法を制定、金利協調行為を禁止。

は公定歩合に+4.5%で連動)を失い、これに代わって種々の流動性調節手段と金利操作の組み合わせを通じて間接的に市中流動性や市中金利動向をコントロールすることが必要となった。

しかしながら、西ドイツの場合はCD、CPおよび現先市場といったオープン市場がそもそも存在せず、またTBについても発行規模が米国等に比して極めて小さなものにとどまっていることから、オープン市場におけるオペレーションを通じて国内非銀行部門の流動性を直接的にコントロールすることには大きな限界があった(注²)。一方、このようにオープン市場が未発達である反面、西ドイツではインターバンク取引の場であるコール市場が相当規模を有し(日本・米国・西

(注1) この時期に金利自由化が進展した理由は次のとおり。

- ① 西ドイツでは、1958年末のマルク交換性回復、59年の資本取引の自由化に伴い60年代前半には開放経済体制に移行していたが、この間ユーログラマー市場が急速に発展し、企業等はユーロ市場での資金運用・調達が可能であったため、国内金利のみを規制してもその効果は弱く、また内外金利差の変化に伴う資金の流出入が増大したため、国内金融市場に攪乱的作用を及ぼしていたこと。
- ② 金融機関の預金獲得競争から、銀行が証券兼営を利用して顧客との間で債券の買戻し条件付有価証券売却を行うことにより資金吸収を行うケースが目立つようになり、こうした現先取引が金利規制を受けず、最低準備制度の対象外でもあったことから、預金金利規制自体が形がい化し、金融調節上も問題となったこと。
- ③ 「ユニバーサル・バンキング」体制の下、商業銀行(とくに3大銀行)はすでに自由化されている証券利回りと預金金利との関係を無視しえないため、固定的な金利規制にあきたらない旨の見解を表明、政府もこの点を重視したこと。

(第2表)

短期金融市場の国際比較(85年末)

(()内は対名目G N P比率、%)

	西ドイツ(億マルク)	米 国(億ドル)	日 本(兆円)
インターバンク 市場	コール(注1) 2,348(12.8)	F F(注2) 610(1.5) +RPs	コール 5.1(1.6) 手形 14.7(4.6) 円転 5.8(1.8)
オープン市場	B A 100(0.5) T B 99(0.5)	B A 682(1.7) T B 3,999(10.0) C D(注4) 4,383(11.0) C P 3,031(7.6)	B A 0.03(0) T B(注3) 1.4(0.4) C D 9.7(3.1) 現先 4.6(1.4)
計	2,547(13.9)	12,705(31.9)	41.3(13.0)

(注1) 6か月未満のもの(西ドイツの定期物コールの最長期は1年6か月)。

(注2) 大手商業銀行のみ(82年末の国内総資産14億ドル以上)。

(注3) 85年平残。

(注4) 大口定期預金(10万ドル以上)。

ドイツの短期金融市場の比較については第2表参照)、金融機関のコール市場からの資金調達比率も高いことから、コール・レートの誘導による金利操作が行いやすい環境にあった(コール・レート、貸出・預金金利の動向については第1図参照)。

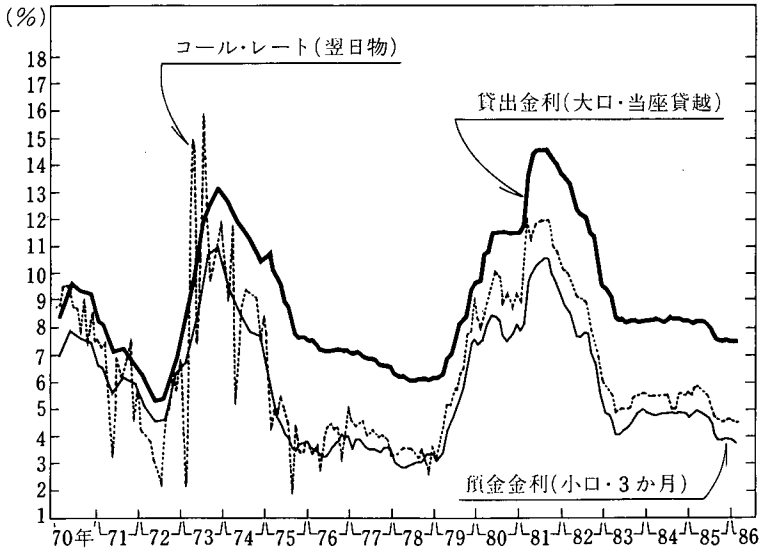
西ドイツでインターバンク市場であるコール市場が大きな比重を占めていることの背景としては、金融機関相互間に恒常的な流動性の偏在(市場では商業銀行

(注2) 西ドイツにおいてオープン市場の未発達という金融構造上の特色が生じた背景を整理すると、次のとおり。

- ① T Bの発行規模が少ないのは、(イ)ブンデスバンクが連邦政府に対し短期信用を供与することが認められていること(ブンデスバンク法第20条に基づくもの。現行60億マルクを限度に公定歩合で貸付け)、および(ロ)西ドイツにおける為替平衡操作はブンデスバンクが自己勘定で行い、したがってわが国における外為証券に相当するものが存在しないこと、によるもの。
- ② 現先市場が存在しないのは、同国の有価証券取引税が高い(公共債0.1%、事業債0.25%。日本の場合は国債0.03%、それ以外の債券0.045%)こともあって、預金金利自由化後は現先取引のインセンティブが働かないことが主因。
- ③ C Pが存在しないのは、西ドイツではユニバーサル・バンキング体制の下、企業が資金調達を全面的に銀行に依存しており、企業としては手続面で簡単かつ機動的な調達が行える当座貸越(Kontokorrentkredit)を中心とした借入枠の確保を優先して、債券発行による資金調達を重要視してないことによるもの。
- ④ これら諸点に加え、とくにC Dの発行については、ブンデスバンクがこれまでマルクの国際化、準備通貨化はマルク相場の不安定化を招き、ひいては金融政策運営上の足かせになりかねないとして消極的な姿勢を示してきたという事情も大きい(もっとも、86年5月には西ドイツ金融・資本市場の国際競争力強化の観点から、国内金融機関によるマルク建C Dの発行が認められた)。

〔第1図〕

コール・レートと預貸金金利の推移



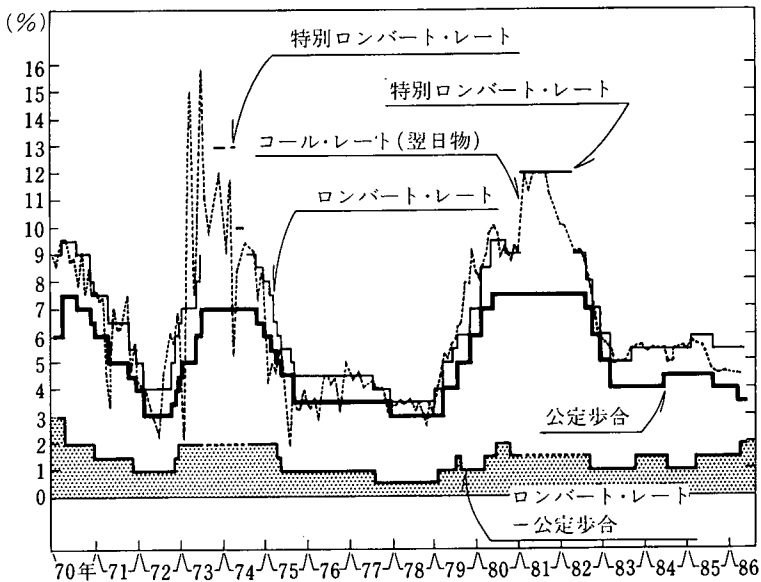
が借手、貯蓄銀行系統機関が貸手)がみられる点を指摘できよう。これは、①法的な奨励措置の影響もあって、預貯金が商業銀行より貯蓄銀行系統機関に集中しがちであること、②大企業が主として大銀行としか取引関係を結びたがらないため、貯蓄銀行等には優良貸出先が少ないうえ、西ドイツには余資運用対象としての優良な金融資産が少ないことから、貸手グループの余資は勢い恒常的借手グループに貸出される、といった事情によるものである。ちなみに、西ドイツ金融機関の総資金調達(預金および借入、貯蓄預金の合計)に占める6か月未満のコール・マネーの比率をみると、70年末12.0%→75年末14.3%→80年末10.9%→85年末9.8%と、最近では幾分低下しているものの、なおその水準は高い。なお、わが国の場合につき、これに対応する比率(ただし全銀ベース、コール・マネー/預金+C D +借入金+コール・マネー)を試算すると、同4.1%→2.4%→3.0%→5.4%と西ドイツの半分ないしそれ以下である。

こうした状況下、 Bundesbank は60年代後半以降、ロンバート・レートひいてはコール・レートの機動的・弾力的変更を行うとともに、これを補完するために他のファイナンス・チューニング手段の整備・拡充にも努めた。

まず66年5月、 Bundesbank は公定歩合引上げに際し、戦後初めて公定歩合の変更幅を上回るロンバート・レートの引上げを行い、それまで保たれてきた両者の連動関係(ロンバート・レート=公定歩合+1%)を断つ方向へ第一歩を踏出

〔第2図〕

公定歩合、ロンバート・レート、コール・レートの推移



した。その後、ブンデスバンクはこうした傾向をさらに推し進め、70年代半以降は公定歩合を据置いてロンバート・レートだけを単独変更するケースも目立つようになった(西ドイツにおける政策金利の変更状況については第2図参照)。また、ロンバート貸付は通常ブンデスバンクが枠を設定せずに貸応じる一方、市場金利比割高であるペナル・レート型の信用供与なので、一般にそのレートはコール・レートの上限を画することとなる筋合いにあるが、ブンデスバンクは為替相場等の動向次第で急速な金融引締めが必要とされる場合には、①ロンバート貸付に対する枠の設定や貸付停止、②特別ロンバート制度の発動、によりコール・レートがロンバート・レートを上回って上昇することも可能とした。

こうしたロンバート政策の弾力的な運営によって、ブンデスバンクはコール・レートに対するコントロール力を徐々に強めていったわけであり、その過程においては市中金利の誘導手段としてのロンバート・レートと政策シグナル効果を主たる役割とする公定歩合の役割分化が進行するとともに、ロンバート・レートの「市中金利の重心(center of gravity)」としての位置づけが明確化するに至った(前掲第2図)。

この間ブンデスバンクは、70年代入り後、主に銀行流動性の短期的な変動をならしたり、あるいは金利の乱高下を防止しつつコール・レートを目立たないように誘導・操作するための手段として、条件付手形オペ(金融機関との相対オペ)や

(第3表)
70年代以降における微調整手段拡充の動き

年 月	措 置 の 内 容
73年4月	売戻し条件付手形買オペ導入
79年4月	外為スワップおよび条件付外為取引導入
6月	売戻し条件付債券買オペ導入

外為スワップなどの微調整手段 (reversible assistance measures) の拡充に努め(第3表)、状況によっては公定歩合やロンバート・レートの変更に先立って、市場の反応等を見極めるためにこれら微調

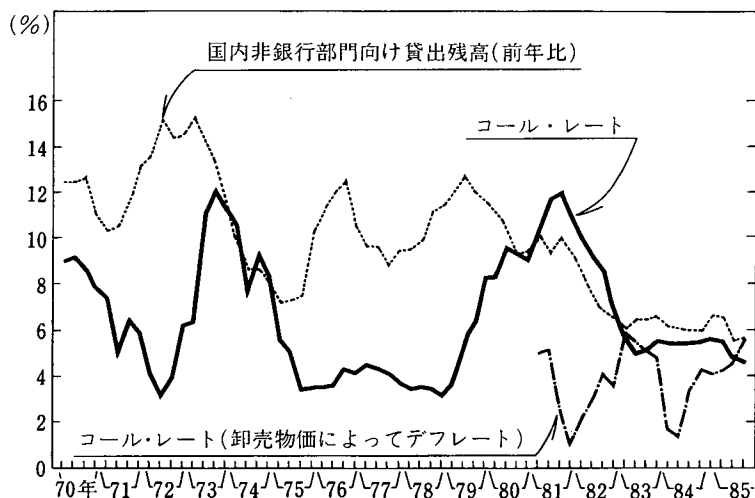
整手段を活用することを開始している。これらの微調整手段は、ロンバート・レートを中心とした金融調節を補完する役割を担うものである。

(金融調節方式変更の必要性)

70年代のロンバート・レートの弾力的変更を中心とした金融調節方式は、ファイニング手段の拡充にも助けられて、コール・レートの誘導力強化という点でかなりの成果を収めた(前掲第2図)。また預貸金金利が自由化されている状況下、コール・レートの変動は直ちに預貸金金利の平行な動きをもたらしており、この結果銀行貸出の増減はコール・レートの動きと密接な逆相関を示している^(注3)(第3図)。ブンデスバンクが79年以降中央銀行通貨量増加率の目標レンジ達成に成功し、また西ドイツの物価・生産等実体経済パフォーマンスの改善が著しいのも、ブンデスバンクのインフレ期待の鎮静化を最優先とした政策ス

(第3図)

コール・レートと貸出残高伸び率



(注3) なお、上記の預貸金金利の動きからみて、銀行貸出が抑制されるのは銀行の限界採算の変動による disintermediation を通じてというよりは、資金需要自体に対する抑制効果によるものといえよう。

(第4表)

中央銀行通貨量目標値の推移

年次	目標値	実績値	算定基準	条件(Proviso)
75年	8%	10.1%	75年12月の前年同期比	—
76	”	9.2	年平均の前年比	—
77	”	9.0	”	—
78	”	11.4	”	—
79	6～9	6.4	第4四半期平均の前年同期比	下限を狙って運営
80	5～8	4.8	”	”
81	4～7	3.5	”	下半分 ”
82	”	6.1	”	上半分 ”
83	”	7.0	”	”
84	4～6	4.6	”	—
85	3～5	4.5	”	—
86	3.5～5.5		”	—

タンスに加え、そうしたスタンスが金融市場、貸出市場に素直に反映される環境が存在したことによる面が大きいと思われる(70年代後半以降の中央銀行通貨量目標の達成状況については第4表参照)。

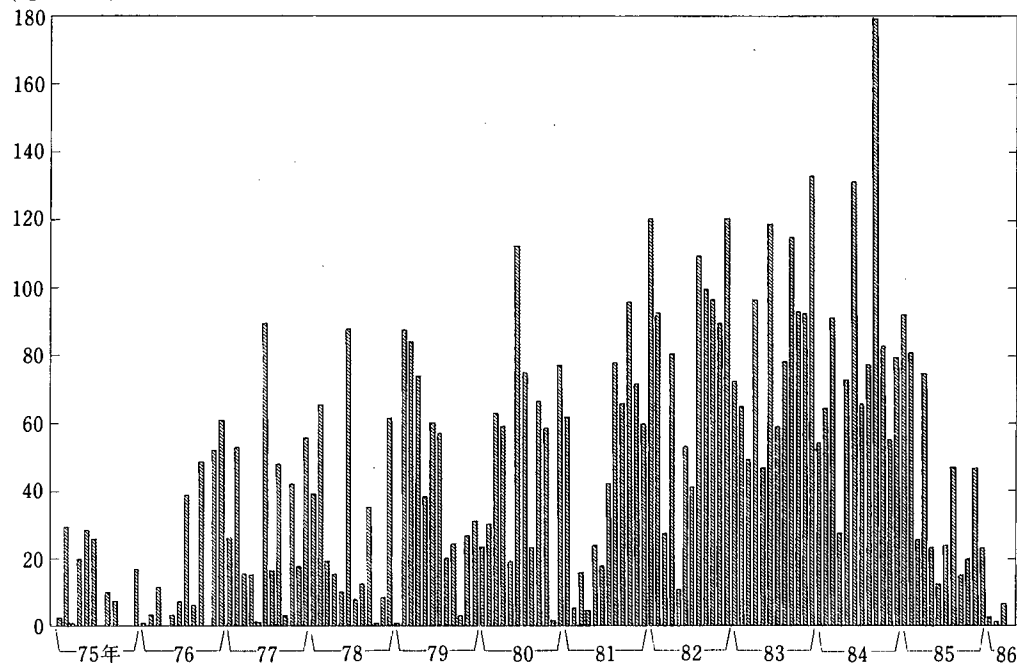
ロンバート・レートによるコール・レートの誘導力が強まった背景には、とくに80年代入り後、金融機関が恒常的にブンデスバンク借入に依存していたという事情を見逃せない。これは、この間のブンデスバンクの金融調節がやや絞り気味であり、銀行をほぼ常時再割引信用はもちろん、ロンバート貸付にも依存せざるを得ないような状態に追込んでいた(第4図)ためでもあるが、80年代入り後の成長通貨の供給ルートの変化がロンバート借入依存を高めた面も見逃せない。すなわち、西ドイツでは70年代後半まではほぼ恒常的に国際収支の黒字が続き、これを通じて成長通貨の供給がなされてきたが、79年以降は国際収支の赤字転化によって、外国為替の流入以外のルートにより成長通貨の供給が行われる必要性が生じた。また、西ドイツの一般財政収支は、政府の厳しい再建努力を反映して、81年をピークに赤字幅を縮小しており、この面からも再割引枠の変更やロンバート貸出が利用されるようになった事情がある(金融機関の総資金調達に占めるロンバート借入への依存度、75年末0.2%→83年末0.6%)。

しかしながら、80年代に入ってから、こうした金融機関のブンデスバンク借入依存恒常化を反映して、コール・レートがロンバート・レートにほぼ完全にペッグした状態が続き(前掲第2図)、またロンバート・レートの変更は政策の基本スタンスのシフトと受取られるため、それがロンバート・レートの機動的な変更

〔第4図〕

ロンバート貸出残高の推移

(億マルク)



を妨げたこともあって、コール・レートを中心とする短期金利にも硬直性が目立つようになり、それが Bundesbank の国内金利のファイン・チューニングを妨げる結果を招くようになった。短期金利の硬直性をみるための一つの指標として、コール・レートとロンバート・レートの金利差の平均乖離差を計測すると(第5表)、期を追うごとに格差が低下し、80年代入り後はコール・レートがロンバート・レートにほとんど張りついたままの状態となってしまったことがわかる。

ロンバート貸出への恒常的依存とそれに伴う市中金利の硬直化という上記の問題に加え、80年代入り後における内外経済環境の変化もまた、Bundesbank に(第5表)

(コール・レート<翌日物>-ロンバート・レート)の平均乖離(絶対値)

期	間(注)	平均乖離
70年1月~73年5月(n=41)		1.06
74年7月~81年2月(n=80)		0.56
82年5月~85年1月(n=33)		0.07

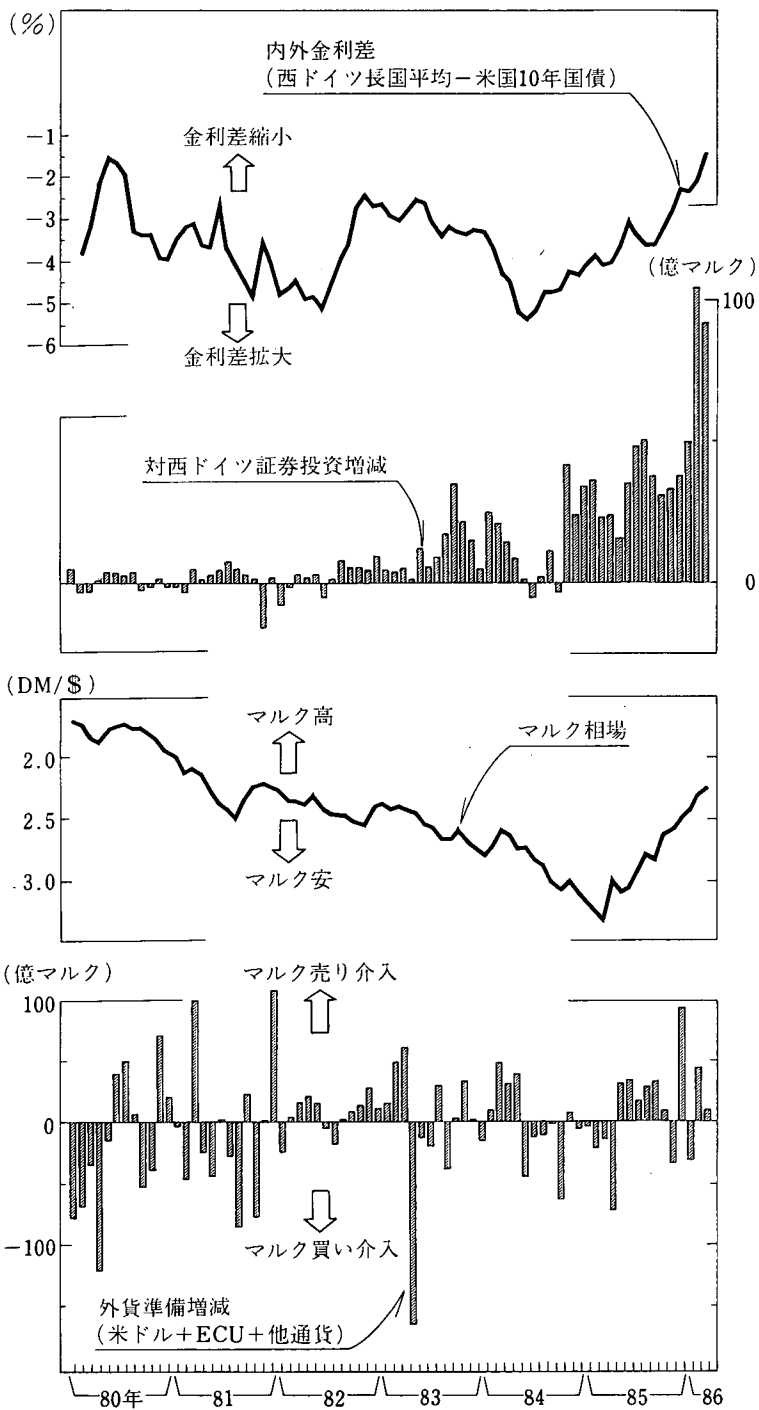
(注) 次の期間は原則としてロンバート貸出を停止。
73年6月1日~74年7月3日
81年2月20日~82年5月6日

新たな対応を迫る一因となった。

すなわち、80年代に入ると、①金融・資本市場の国際化の進展とともに西ドイツへの資本流入が活発化し、マルク相場もこれに伴って短期的に大きな変動を示すようになったこと(第5図)、②国内金融市場においても、市場が金融政

[第5図]

対外経済環境の変化



(第6表)

ブンデスバンク国庫納付金の推移

年 度	金 額(百万マルク)
75	398
76	—
77	—
78	—
79	—
80	2,272
81	10,510
82	11,038
83	11,366
84	12,944
85	12,650

策スタンスの変更予想や経済指標の予想外の動きに敏感に反応を示すようになったこと、および、③米国高金利等を反映したブンデスバンクの高収益に伴う国庫納付金の急増^(注4)(第6表)や、マルク安に伴う為替市場における介入増加(前掲第5図)が市中流動性の短期的変動を招いたこと、などかつてみられなかったような環境変化が生じたため、ブンデスバンクとし

ても、金融・為替市場における期待の短期的変動や市中金利・流動性の変動に柔軟に対応していくことを迫られ、そうした政策運営のための枠組みを整備する必要性が高まったわけである。

2. 金融調節方式変更過渡期における市場運営と現行の具体的調節方式

(84年秋～84年末——新規オペのオファー)

上記のように、西ドイツでは弾力的な市場調節を行いうるような枠組みの整備が急務となり、ブンデスバンクはこれに対応するため、84年秋以降金融機関に対する相対での条件付債券買オペを拡充することにより、金融機関の過度なロンバート貸出への依存解消を図っている。

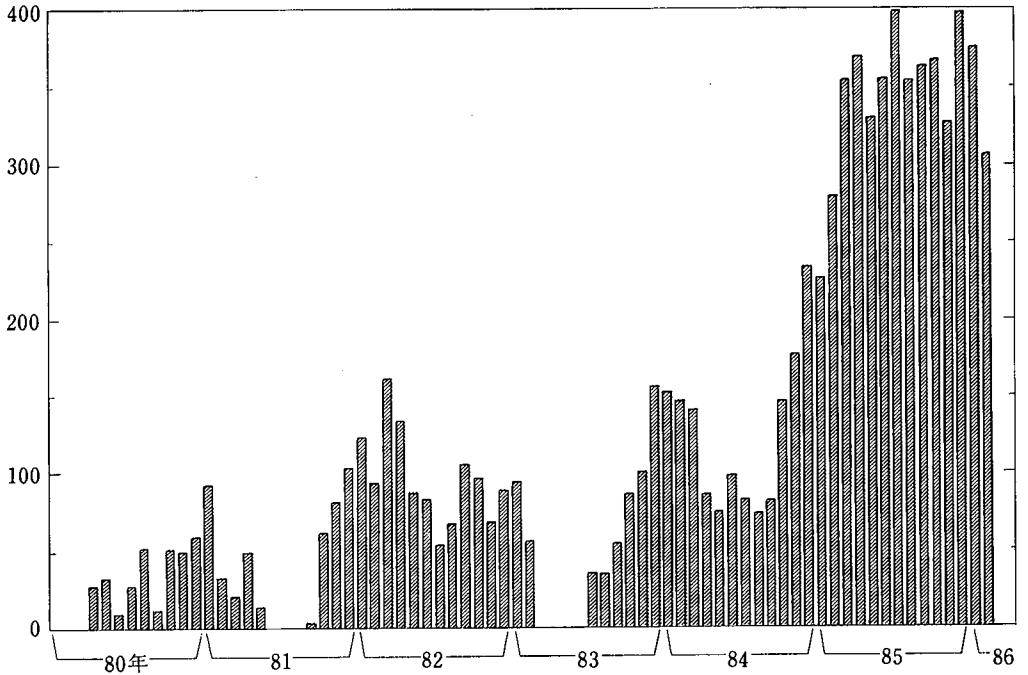
まずブンデスバンクは、84年10月、同年4月以降ロール・オーバーを繰返してきたオペ(月初期落ち・約80億マルク)に加え、月央期落ちの新規オペ(同規模)をオファーしたあと、12月にはさらにもう1本の新規オペ(約90億マルク)を追加して3本オペ体制を確立した(この時点で、オペの期落ちは月初・月央・月末に分散)。この結果、オペ残高は84年第4四半期(月末の平均)には153億マルクと、同年第1～3四半期(同、104億マルク)に比べ若干増加することとなった(第6図)が、ブンデスバンクの意図したほどには伸びず、肝心のロンバート貸出削減という点に関しては、さほど目立った進展はみられなかった(ロンバート貸出残高84

(注4) ブンデスバンク納付金自体は、直接に市場の流動性に影響を与えるものではないが、政府預金の市中預託ないし国債発行額の減額を通じて、間接的に市場の流動性を変動させうる。

〔第6図〕

条件付債券買オペ残高の推移

(億マルク)



年1～9月末平均85億マルク→10～12月末同72億マルク)。

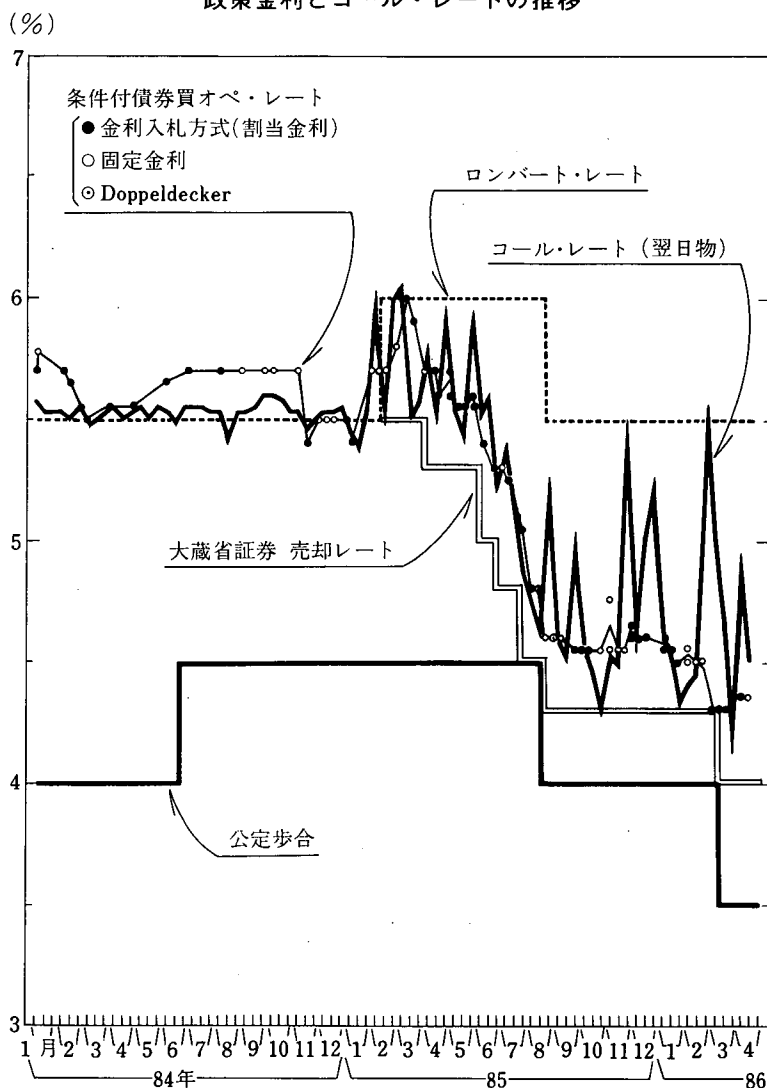
この時点で、ロンバート貸出の削減が思うように進まなかった理由として、ブンデスバンクは以下の点を指摘している(ブンデスバンク月報等)。

- ① ブンデスバンクがマルク安の進行に対処してマルク買介入を行ったため、市場に追加的な流動性需要が生じたこと。
- ② 新規オペのオファーにあたり、ロンバート・レートと同レートないしそれを上回るレートでオファーしたため、金融機関に入札に参加するインセンティブが働かなかったこと(第7図)。
- ③ 金融機関が準備預金の積みに際し、月後半に余裕を残せるよう、月前半に(場合によってはロンバート借入に依存してでも)積極的に準備預金を積み、可能な限りオペには頼らないという従来からのパターンを堅持したこと(注5)。

(85年2月——ロンバート・レートの単独引上げ)

(注5) 西ドイツの場合、前月23日・末日・当月7日・15日の対象債務平残を所要準備算定の基礎として、当月初から月末までの平残で所要準備を積む方式(いわゆる semi-lagged)を採用。

〔第7図〕

84年以降におけるオペ・レート等の
政策金利とコール・レートの推移

こうしたことから Bundesbank は、これら問題点に対処するとともに、金融調節の一層の円滑化を図るために、85年2月1日、公定歩合(4.5%)を据置いたままロンバート・レートの0.5%引上げ(5.5%→6.0%)を実施した。同措置は、同行プレス・コミュニケにも示されたとおり、「専ら金融市場調節手段の技術的改善に資することを目的としたもの」であって、金融政策スタンスの変更を意図するものではなかった。

すなわち、金融機関がロンバート貸出へ過度に依存している状況を改善するためには、ロンバート・レートを下回るレートでオペをオファーすることが不可欠

であった一方、この目的のためにオペ・レートを急速に引下げれば、市場がこれを金融緩和スタンスへの転換と受止めかねず、当時マルク安が進行していたこともあって、ブンデスバンクとしてはこうした対応はとり難かった。そこで逆に公定歩合を据置いたまま、ロンバート・レートを単独で引上げるという措置をとるに至ったものである。

(現行の具体的調節方式)

ブンデスバンクは、上記のようにロンバート・レートの単独引上げを実施したあと、条件付債券オペを中心とした金融調節を円滑化し、さらにその有効性を高めるため、幾つかの施策を講じてきた。そこで、現行の具体的な調節方式の枠組みとそれについてのブンデスバンクの考え方を整理すると、以下のとおりである。

(1) 大蔵省証券の売却再開(85年2月以降)

ブンデスバンクは、85年2月、ロンバート・レートの引上げと併せ、それまで停止(81年9月以降)してきた大蔵省証券の売却を再開した^(注6)(売却レート5.5%)。これは、予期せぬ流動性の流入によってコール・レートがアンダーシュートしてしまうような事態を回避できるようにするため、余資金融機関に対し“last-resort investment outlet”を提供することにより、コール・レートに下限を画することを目的としたものである。なお、85年2月以降の大蔵省証券売却レートの変更のタイミングや幅をみると(前掲第7図)、条件付債券買オペ・レートの変更とほぼ同時・同幅であったことから、両レートの金利差は0.2~0.3%ポイントでほとんど変化がなく、両レートはほぼパラレルな動きをたどっている。

(注6) 大蔵省証券の売却は、73年8月に開始されて以降81年まではごく一時的に利用されるに過ぎなかったが、85年2月以降は現在まで継続的に利用されている。これは、債券オペ重視の市場運営においては、予期せぬ流動性の変動等によるコール・レートの変動的な変動が従来よりも増大することとなるため、その変動に対してよりきめ細かいコントロールを狙ったものと思われる(こうした手段を用いないと、コール・レートはロンバート・レートと公定歩合を各々上限・下限とする2%程度の広いレンジの中で自由に泳ぐこととなる筋合い)。

大蔵省証券売却の実施時期

	期間5日	期間10日
73年8/13~31 日	6.75 %	7.0 %
10/23~25	6.75	7.0
80年2/15		8.25
2/20		8.25(9日)
2/25	8.25(4日)	
81年5/5~9/10	11.5*	
85年2/1~3/29	5.5(3日)	
4/1~6/6	5.3(“)	
6/7~20	5.0(“)	
6/21~7/18	4.8(“)	
7/19~8/15	4.5(“)	
8/16~86年3/4	4.3(“)	
86年3/5~	4.0(“)	

* 5/14日まで7日、それ以降5日

(2) 金融機関の準備預金の積みパターンに対応したオペの工夫

西ドイツの金融機関の準備預金積みパターンは、前述のとおり前倒し傾向をもっているが、ブンデスバンクはそうしたパターンに対応しつつ、金融機関がロンバート依存を脱却して条件付債券買オペを利用しやすくするために、85年入り後種々の工夫を行ってきている。

まず、85年1月から4月までの間は、3本のオペが並行して行われていた時期であるが、ブンデスバンクはこの期間中、月前半のオペに対する割当を厚めに配分し、さらに同年5月以降はこのうち各月初のオペを期間60日前後のオペで補完する(Doppeldecker < 2階建バス >方式)こととして、次第に条件付債券買オペを流動性供給の主たる手段として定着させている(第8図)。この結果、85年春以降、ロンバート貸出への恒常的依存の解消、条件付債券買オペによる市中金利の誘導というブンデスバンクの所期の政策目的が急速に達成されることとなった。

条件付債券買オペ残高は、前述のとおり84年秋からすでに増加傾向にあったわけであるが、85年春以降はオペ・レートがロンバート・レートを下回るようになり、またオペ本数も4本(月当たり、うち2本はDoppeldecker)となったことから残高は一段と増加、その後現在まで300億マルクを超える水準を維持している(前掲第6図)。この間、金融機関の条件付債券買オペに対する関心も明らかに高まっており、入札参加金融機関数は83年には最高288行、84年には同285行に過ぎなかったものが、85年には同407行にも達した。

一方、83～84年には月末残高の平均で80億マルクを超える借入残高を記録していたロンバート貸出は、85年3月以降急速な減少を示し、85年3月～12月末平均では約30億マルクと84年の半分以下にまで減少した。さらに本年入り後はこれが一段と減少し、一時的な例外を除けばロンバート貸出残高はほぼゼロに近い状態となっている(前掲第4図)。

(3) 固定金利オペ・金利入札オペの使い分け

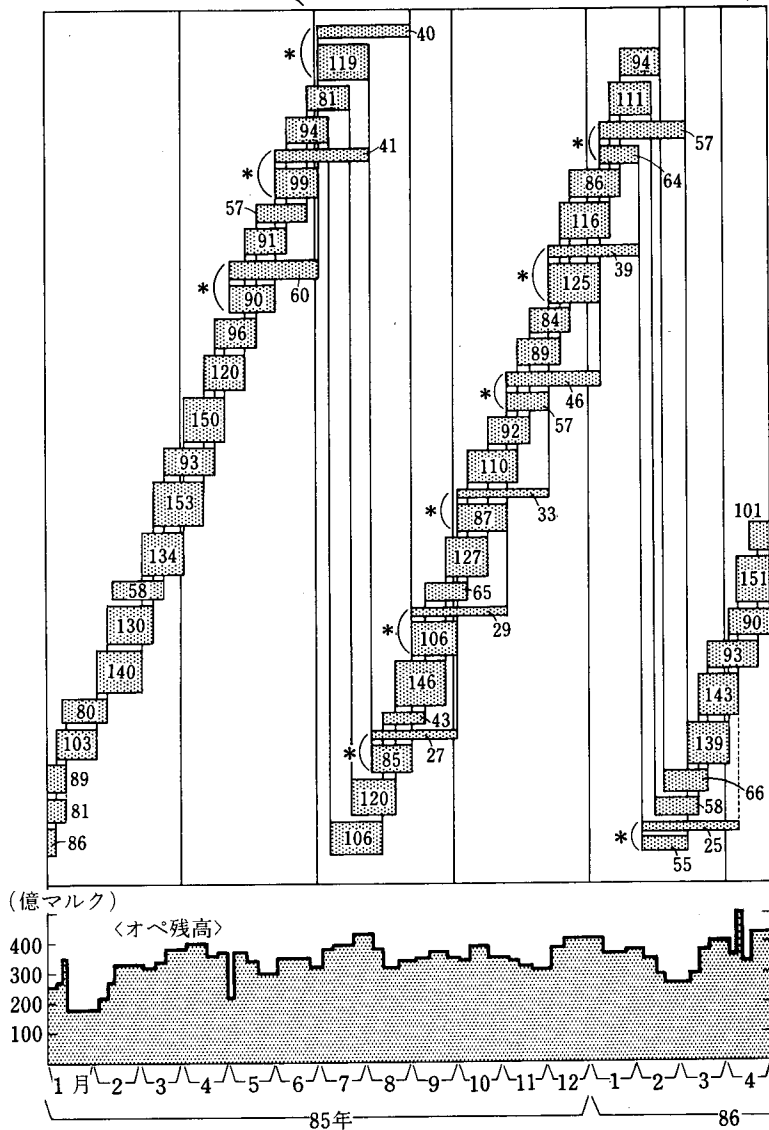
ブンデスバンクは、条件付債券買オペ・レートの指導金利(Leitzins)としての機能がほぼ確立された85年夏以降、これにさらに政策意図のアナウンスメント的な機能をも付加する方向で債券オペを行っている。

例えば、西ドイツの市場金利は85年8月の公定歩合、ロンバート・レートの引下げをはさんで、同年春から秋にかけてかなり急速に低下したが、10月に入っても依然市場には一段の金融緩和期待が強かった。そうした状況下、ブンデスバンクはドル相場が一層上昇するリスクにかんがみ、当面積極的に金利低下を誘導す

〔第8図〕

条件付債券買オペの実施状況と同残高の推移〔85年以降〕

- 1. 棒グラフ内の数字はオペ金額（億マルク）
- 棒グラフの横の長さはオペ期間を表わす。
- 2. *のマークを付したものはDoppeldecker。



る考えないことを市場に示す狙いで、公定歩合、ロンバート・レートに据置いたまま債券オペの最低入札金利を4.50%→4.55%に0.05%引上げた。この結果、市場金利も下げ止まり、ブンデスバンクも「短期金利の大幅な反転上昇を招くことなく、ブンデスバンクとしての基本スタンスを市場に理解させるという目的は十分に達成された」と評価している^(注7)。

ブンデスバンクはこれと同時に、オペレーションにおいて固定金利オペと金利入札オペの使い分けもかなり明確に進めてきているようにうかがわれる。すなわち、金融・為替市場で金利不透明感が強まり、ブンデスバンクがその時点でのどの程度の金利水準を望ましいと判断しているかを明確に示す必要がある場合には、固定金利オペを用いる一方、市場金利の実勢を見極めようとする場合ないしは市場実勢を追認する姿勢の場合には、最低入札金利の提示によって歯止めは設けつつも、金利入札方式を選択している模様である。

(4) その他のファイン・チューニング手段

上記の諸手段に加え、ブンデスバンクはとくにオペレーションとオペレーションの間の期間においては、その他のファイン・チューニング手段によって金利の予期せぬ変動をならすことに努めている。例えば、本年3～4月は季節的にも市場がタイト化した時期であったが、4月上旬以降ブンデスバンクは、①条件付債券オペの前倒し実施、②公金預金の市中預託、③ブンデスバンク収益の国庫納付の第1回分増額(当初予定50億マルク→80億マルク)、等の諸措置を講じ、市場金利の上昇を防いでいる。

また、ブンデスバンクは、上記の如く84年7月から約1年間にわたり再割枠を据置き、この間流動性の供給は主として条件付債券オペによって賄ってきた。この結果85年夏頃には4本のオペが並行することとなったが、こうした短期リファイナンスが増大すると、金融機関はほぼ1週間ごとに到来するオペの更新のたびにオペの金利・割当額につき新たな見通しを立てて入札に参加しなければならず、その都度、金利・流動性リスクを負うために、オペがあまり頻繁になると市場がナーバスになりがちとなる。ブンデスバンクはこうした状況に対処するため、85年8月1日より再割枠を30億マルク(603億マルク→633億マルク)拡大し、市場の安定化に努めた。ブンデスバンクは過去においても、再割枠の調整により市場運営をスムーズ化させることがあったが、今後も債券オペの頻繁化とともにその必要性が高まるものとみられる。

(注7) 85年8月以降は、公定歩合やロンバート・レートの変更に先立ち、市中金利をあらかじめ誘導(ないし追認)するためにオペ・レートを変更するパターンが定着しているため、オペ・レートの変更が先行きの政策の転換を知らせる働きをしているという面もある(例えば、86年3月の公定歩合引下げ時にも、直前にオペ・レートを引下げている)。

3. 金融調節方式変更についての若干の評価

以上に概観した85年以降の条件付債券買オペを中心とした金融調節方式について、ブンデスバンク自身は、「85年春以降の金融緩和情勢やドイツ・マルクの対米ドル相場の堅調推移などが新たな調節方式への円滑な移行を可能にしたという面も無視できず、したがって現段階で新たな調節方式の有効性等の評価につき判断を下すことは早計である」(ブンデスバンク月報)としながらも、「ブンデスバンクの金利・流動性政策に高い弾力性が付与されたという意味で、一次試験はとりあえず合格である」(同)とかなり前向きな評価を下している。

そこでこうした評価の問題について考えてみるために、まず新たな調節方式への移行に伴い、金融政策運営の枠組みに具体的にどのような変化が生じたかをみてみると、かつてロンバート・レートの変更が政策の基本スタンスのシフトと受取られたために、これがロンバート・レートの機動的な変更を妨げ、ひいては短期金利の硬直性を招来したのとは対照的に、新しい調節方式の下では、①オペ実施に際しては、オペ・レートや割当額等具体的内容の決定は本部役員会(原則週1回開催)が行いいうること(公定歩合、ロンバート・レートは中央銀行理事会<原則月2回開催>の決定を要する)、②オペ・レートはロンバート・レートよりもはるかに小刻みに設定しうること(オペ・レートの刻みは0.05%、ロンバート・レートの刻みは原則0.5%)、③ロンバート貸出には通常枠が設定されず、金融機関の求めに応じてブンデスバンクが貸応じているのに対し、債券オペの場合は期落ちオペをどれだけロール・オーバーするかにつき、その時々金融情勢に応じてブンデスバンクが自由に決定できること(ちなみに、86年入り後のオペについて割当額と期落ち額の差くすなわち、非ロール・オーバー分ないしは流動性の追加供給分>をみると、-60~+85億マルクにも達し、両者が金額的に見合うケースは極めてまれ)、など、ブンデスバンクによる金利・流動性政策の弾力化・機動化を可能とする枠組みが備わってきた。そして、こうした枠組みの中で、政策運営上の操作目標とされているコール・レートは、それ以前に比べ変動幅を大きく

(第7表)

コール・レートの変動係数

期	間	変動係数
83/11月上旬~85/1月下旬	(n=45)	0.00796
85/2月上旬~86/4月下旬	(n=45)	0.10777

く拡大しており(第7表)、ブンデスバンクが新たな方式の下で、従来以上に金利メカニズムを利用した金融調節を行っていることを示唆している。

また、こうした枠組みの下で、諸政策金利の役割・位置づけがどのように変化したかという点に着目すると、まずコール・レートがオペ・レートを中心として変動するようになったため、ロンバート・レートの指導金利としての機能が失われ、オペ・レートがこれに代わり、この結果ロンバート・レートには市場金利の上限としての役割のみが残されることとなった点を指摘できる。この間公定歩合については、すでにロンバート・レート主体の調節を行っていた当時からアナウンスメント効果を主たる役割としており、この面では大きな変化がないことはいうまでもないが、市場金利の下限としての役割(すなわち、コール・レートが公定歩合を下回るようであれば、金融機関はコール・マネーを取入れ再割引の返済に充てる)については、大蔵省証券の売却が再開・継続されていることに伴い、同売却レートに移ったといえよう(実際のコール・レートの変動をみても、同売却レートを下回ることなく、したがってコール・レートは、ロンバート・レートを上限、同売却レートを下限に変動するかたち<前掲第7図>)。

このように、公定歩合とロンバート・レートという伝統的な政策金利は、いずれも市場金利に対する直接的誘導力を失い、むしろ基本的な政策スタンスを示すものとして、名目的な役割(アナウンスメント機能)を主たる機能とするようになったといえる。これに関連して、公定歩合やロンバート・レート変動の頻度について、ブンデスバンク自身が「金融調節手段としての公定歩合、ロンバート・レートの位置づけが従来とは変わってきているため、両者の変更の頻度は減少するかもしれない」(85年6月20日、ペール総裁)との考え方を示している点は注目される点である。

以上検討してきたように、ブンデスバンクはかつてのロンバート貸出を中心とした市場調節から、条件付債券オペを中心とした市場調節へと金融調節方式の転換を図ることによって、弾力的な政策運営を可能とする素地をつくり上げてきた。こうした西ドイツの政策運営方式を他の主要先進国と比較すると、他の主要先進国がオープン市場を中心とした市場調節を指向してきたのに対し、あくまでインターバンク市場を中心とした市場調節を行ってきたことが特徴的である。

こうした特徴点の背景には、西ドイツにおいてはそもそもオープン市場が未発達であったことがあるのは先に指摘したとおりであり、そうした状況下において、ブンデスバンクは、ロンバート・レートの弾力化、ファイン・チューニング手段の拡充、条件付債券オペの活用等によりコール・レートに対する誘導力を強化し、インターバンク市場を通じる政策運営に成功を収めてきた。また逆にいえ

ば、西ドイツの場合少なくともこれまでのところでは、インターバンク市場を通じての調節をオープン市場を通じた調節に切換える必要性自体が希薄であったといえよう。

ただ、今後を考えた場合、金融国際化の進展やそれに伴う国際間の金利裁定の活発化など、金融政策を巡る環境は一層変化を遂げていくことが不可避とみられる。そうしたなかで、同行の金融政策が引続き有効性を保持していくことができるかどうかは極めて注目される点であり、いずれ来たるべき金融引締め(新方式下では未経験)への転換時に果たしてどのような政策手段の組合わせでこれに対処していくのか、その有効性の面で問題は生じないのかについては注視を怠れないところである。

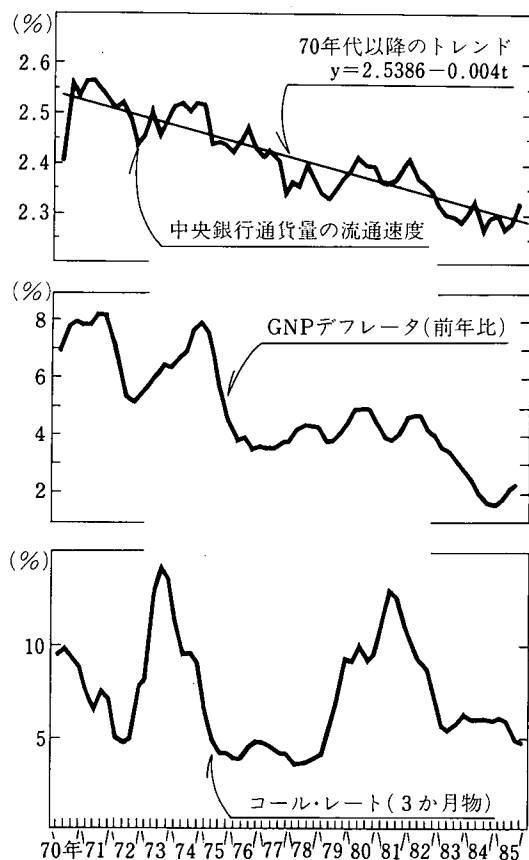
(付 論)

本稿でみた金融調節方式変更の金融政策全体の枠組みの中での位置づけを明確にするため、西ドイツにおける85年までのマネタリー・ターゲティングの実績をみると、他の先進主要国がいずれも金融革新の進展等によってマネーサプライのコントロールに苦勞しているのとは異なり、かなり良好なパフォーマンスを示してきた。

すなわち、西ドイツの場合、マネタリー・ターゲットの対象である中央銀行通貨量の動きを名目G N Pとの対比でみると(第9図)、その流通速度は達観すれば70年代以降ほぼ長期トレンドに沿った推移をたどり、かつトレンドからの乖離が生じた場合にも、それは金利の動きを反映した一時的なものにとどまっており、中央銀行通貨量と実体経済・金融情勢との関係が安定的であるように見受けられる。

〔第9図〕

中央銀行通貨量の流通速度、G N P
デフレーター上昇率、短期金利の推移



なお、日本銀行(調査統計局)で推計した通貨需要関数をみると、この点が一層明らかとなる(第8表)。すなわち、71年から85年までを計測期間として、中央銀行通貨量を取引需要要因(名目G N P)と金利要因で説明する関数を推計すると、かなりパフォーマンスが良く、いずれの要因の説明力も高い。さらに、推計期間を70年代のみに限定した場合と比較しても、所得弾性値、金利弾性値や関数のパフォーマンスにほとんど変化が生じないことから判断して、この間通貨需要関数は極めて安定していたと考えることができよう。これは西ドイツの場合、60年代中に金利自由化が完了したこともあって、最近とくに通貨需要関数にシフトをもたらす要因が生じていな

(第8表)

通貨需要関数の計測結果

()内は t 値

計測期間	定数項 α	所得弾性値 β	金 利 弾 性 値 τ	\bar{R}^2	D.W.
71/1～ 85/4期	-1.36583 (34.62637)	1.10383 (195.65210)	-0.05069 (5.30828)	0.9985	1.20
71/1～ 79/4期	-1.31193 (17.53079)	1.09461 (99.66134)	-0.05214 (4.46040)	0.9973	1.49

(注) 計測は次式による。

$$\ln(\text{中央銀行通貨量}) = \alpha + \beta \ln(\text{名目GNP}) + \tau \ln(\text{長国平均利回り})^*$$

* 2期移動平均

いことが主因と考えられる。

また実際のマネーサプライの推移をみても、前述のとおり79年以降は毎年 Bundesbank が設定した目標値内に収まるなど、中央銀行通貨量のコントロール性はかなり高いということができ、こうした点からも西ドイツの場合には他の主要先進国とは異なり、中間目標としての量的金融指標(monetary aggregates)についてはこれまでとくに大きな問題には直面してこなかったといえる。したがって、本稿で検討した新たな調節方式への移行も、中間目標の不安定化への対処といった性格のものではなく、むしろ西ドイツの金融環境の変化に即してきめ細かい金利政策運営を可能とするために枠組みを整備したものとして位置づけることが適当であろう。