



No.

日本銀行の行動基準

— 注目点の整理 —

石川セミ 3年 6250

藤原清明

## 1 序

はじめにこのテーマに関心を持った理由を述べておきたい。

一般にマクロ経済学の教科書タイプのもや、金融の教科書では、金融政策については極機械的な操作しか述べられていない。よって中央銀行の行動となると、公定歩合政策・公開市場操作・法定準備率操作が列挙され、各々の波及効果や、貨幣供給量の変化等に言及するのみで、相互の関連や中央銀行を一つの経済主体としてみた場合のことについては述べられていない。

特にマクロ経済学の教科書に於いては、唯、貨幣供給量の増減のみが扱われている。つまり、中央銀行の行動に関しては、その *decision-making* の過程や、各々の政策同士の間連については全くの *black box* にしてしまい、表面とに現われる経済に及ぼす効果のみを取り扱っている様な節がある。

日々の新聞の報道を読んでいると、日銀の公定歩合変更が行なわれた、とか、今度の国債売却額はいくらだった、とか、東京外国為替市場で日銀が介入して円を買い支えた、等々の記事が出ている。これら個々の日銀行動が日本経済(乃至は国際経済)に及ぼす効果は、他の条件が変わらなるとすれば、教科書による記述である程度は説明できると思う。

しかし、何故日銀がその様な政策をとったか、又政策相互の間連はどうなっているかについては、はっきりとした基準やモデルは明言されていない様なだ。いやもしかしたら、日銀内部にさえ、その様なものはないのかもしれない。

日銀は政府の台所であり、日本経済に対して大きな影響力を持っており、その行動には重要な意味がある。日銀がその行動をどの様に決定しているかは、大きな関心事となる。これから残された時間で、どれだけの事が分かるか不安ではあるが、このテーマについて考えていきたいと思う。

残念ながら、私自身の浅学の為、これから取り入ろうとしている城の見取図さえ持たずに大手門の前に立って城を眺めている様な状態なので、このレポートでは今までに気付いた点、疑問に感じた点、学者間で論争になっている点などを pick up して、問題を羅列する、という形式にして、このテーマの出発点、という位置付けにしようと思う。

## 2. 日本銀行金融政策の目標

日銀が目標と定めていることがその行動を知る上での key-point になる。

日本銀行法第一条によれば、

「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為 国家ノ政策ニ即シ通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ジテ以テ目的トス」と規定している。

日銀の政策目標は大まかに分けて 2つあると考えられる。

一つは、通貨(円)価値の安定であり、一つは適度の経済成長の助成である。

### ① 通貨価値の安定

貨幣もやはり経済財であり、需要と供給の関係でその価値が決まると考えてよい。

現在の管理為替制度の下では、金本位制・銀本位制に比べて、貨幣供給は中央銀行の裁量による所が大きい。それだけに通貨価値の安定は中央銀行が大きな責任を持たねばならぬところである。

通貨価値の安定は、貨幣本来の機能である「価値尺度」「交換手段」「価値の保蔵手段」を維持する上で、勿論必要であり、具体的な経済現象への影響は以下の様に挙げられる。

#### ・閉鎖経済における影響

- ・物価水準 → 雇用にも影響
- ・他の資産との相対的価値 → 資産構成にも影響
- ・利子率 → 利回りとの関連で投資水準にも影響

## ・開放経済における影響

・外国為替との交換レート (← 他国の物価, 金利との関連)

### ② 適度の経済成長の助成

金利の調整や、貨幣供給量の調整で、投資意欲・消費意欲の調整を好ことで、国民所得に影響を与えることができます。

日銀の営業はあくまで金融であり、各経済主体に資金の *availability* を与えることで刺激することしかできません。実物経済に対しては間接的な影響しか持たない訳だが、その役割は大きい。日銀の *announcement* 効果にも見られる様に、金融緩和の見通しがつくだけで、金利の低下を呼び、前向きな投資や設備投資が行われ、消費も拡大する。又適度の経済成長は雇用にも大きな影響を与える。

以上の二大目標については 異論はないと考えられる。

但し、この二つは ある程度 *trade off* の関係にあると見られる。

例えば

「金融緩和 ⇒ 貨幣供給量↑, 利率↓ ⇒ 景気刺激 ⇒ 財への需要↑

→  $\left\{ \begin{array}{l} \text{経済成長} \uparrow \\ \text{物価水準} \uparrow = \text{通貨価値} \downarrow \end{array} \right.$

という図式が考えられる。

故に「適度の」経済成長が目標とされるのだが、それでは日銀は、一体的にはどの程度の経済成長も適度とし、通貨価値が保たれていると判断するのであろうか。

残念ながらこれまでの文献では、その事に触れたものはなく、日銀関係者も言及してはいない。もしとしたら日銀内部の *decision-making* も模索に過ぎぬのかも知れぬ。

この点が大きな問題点として考えられる。

③ マクロ的視野から見た日銀行動

④ 通貨量の調整

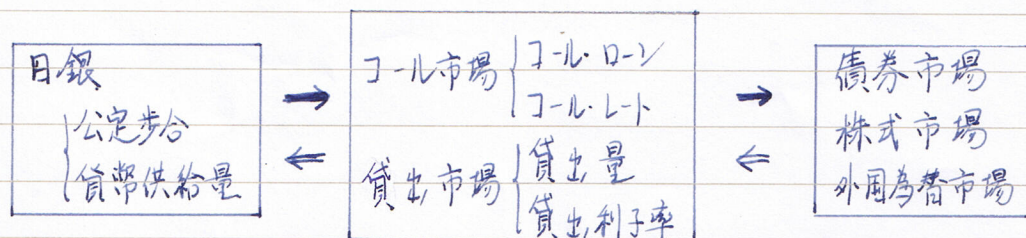
日銀の取り得る政策はいくつかあるが、それらは大きく見て全てが通貨供給量の調整につながるものと考えられる。

日銀の政策には以下のものがある。

- ・ 公定歩合政策 - 日銀貸出・手形再割引
- ・ 債券売買操作
- ・ 法定準備率操作
- ・ 貸出限度額規制
- ・ 窓口指導
- ・ 外国為替売買

① ここで考慮しなければならないことがある。これらの政策は、それぞれの直接的な効果としては、貨幣供給量の増減をもたらす訳だが、その効果の大きさや間接的な効果は各々異なるのではないかと、いうことである。

この事を考えるには、flowだけではなく、stockもみなくてはならぬ。即ち、貨幣以外の資産市場への効果、及びそこから貨幣市場への feed-back も考える必要がある。



この考えをモデル化したものに、堀内昭義氏の「日本の金融政策」第1章「資産市場の一般均衡分析」がある。この結果を参照すれば、以下の様になる。

同じ high-powered-money 量を供給するとした。

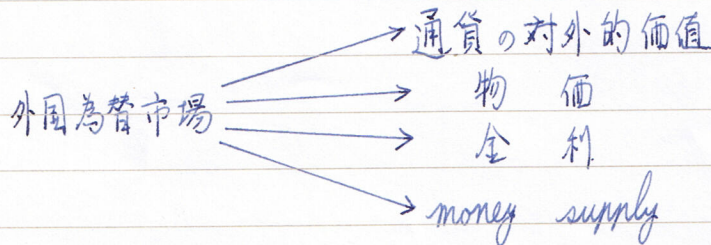
	債券利率の下降	コール・レートの下降	貸出利率の下降	貨幣供給量の増加
公定歩合政策	貸出限度額規制が有効な限り影響なし			
日銀貸出	小	大	大	—
債券売買操作	大	小	小	—

となり、どの政策を通じての high-powered-money の供給かにより、その効果は異なる。

- ② 堀内昭義氏のモデルでは扱われていない、外国為替売買も、日銀の重要な貨幣供給手段である。外国為替をどれだけ売買するかという事は、直接円通貨の供給につながるからである。

金本位体制下では、金の現送により、外国通貨との相対価値が保たれていた。又、

adjustable peg を採用したブレトン・ウッズ体制も崩れ、変動為替相場制に移った現在に於いて、外国為替市場の動向は、一國の金融・経済に及ぼす影響は大きい。



この様に外国為替市場の影響は、日銀営業の最大目標である「通貨価値の安定」や、その目標達成のための政策手段に直接及ぶものだけに重要である。

かつて「1ドル=360円」を維持好む為に、日銀が市場に介入していた時代とは異なる。

意義も日銀介入は持っている。

日銀の外為市場介入の判断基準は何か。その量的決定は如何なるメカニズムでなされるのか。といったところを言及している文献を見たことはない。

### ② 最後に「窓口指導」の問題について述べてみたい。

これについては、様々な見解があり、その有効性が問題になっている。又、窓口指導と関連して日銀の貸出行動に関するルールにも関心が払われる。

以下では、代表的な主張を比較してみたい。

#### A) 日銀関係者の考え方 - 日銀調査局・呉文二

窓口指導は、公定歩合操作・債券売買操作・準備預金操作などの正統的金融政策手段を補完する手段として用いられる。

しかし、その持つ重要性は、その速効性、確実性、そして円滑な政策実行手段に認められる。他の正統的政策がその効果が現われるのに *time-lag* を伴い、一度効果が現われるとその影響は大きいのに反し、窓口指導では直接指導できると共に、細かい調整が可能である。

従って、日銀関係者は「窓口指導」を重要な政策として考えているし、その効力も大首肯と考えている。

#### B) 信用判当仮説 - 嶋山昌一、岩田一政、浜田宏一、堀内昭義

日銀貸出の決定様式に関しては、日銀が自らの裁量に於いて個別の銀行への貸出額を割当てると考えるものである。

つまり日銀が無制限に借入申入れに応じるとすれば、各銀行はコールレートが公定歩合の水準に低下するまで、コールマネーから日銀借入へと資金調達を代替する筈である。しかし現況にはコールレートが公定歩合を継続的に上回っている。

このことから考え、日銀の貸出は、個別の銀行の行動に於いて日銀の貸出が決まる

のではなく、それとは独立に日銀が一時的に設定する貸出の「絶対的限度」により決定される、と考えられる。

堀内昭義「日本の金融政策」第4章「窓口指導の有効性」に於ける理論的枠組においては、

「資産市場の一般均衡モデルでは、窓口指導の効果を相殺する2つのルートがある

i) 民間非銀行部門の証券保有額の調整

窓口指導 → 信用割当 → 銀行の貸出資金不足 → 民間非銀行部門が証券を売却 → 貨幣保有高増加

ii) 窓口指導対象外の銀行が貸出を増加する

この2つのルートのどちらかでも存在すれば、窓口指導の効果は失われる」

c) surveillance cost の導入 — 古川 顕

日銀は銀行からの借入需要に、受動的に貸し出しを減らし、借入が増加するにつれて surveillance を強め、日銀借入の cost が次第に割高になる様、意識させることができる。

これによると、

日銀借入総費用  $TC$ , 日銀借入残高  $B$ , 公定歩合  $\alpha$ , 日銀借入一単位に件)

surveillance cost  $h$ ,  $\alpha$

$$TC = \{r_0 + h(B; \alpha)\} \cdot B \quad \frac{\partial TC}{\partial B} > 0, \quad \frac{\partial^2 TC}{\partial B^2} > 0, \quad \frac{\partial TC}{\partial \alpha} > 0$$

$\alpha$  は surveillance cost を高める様な日銀の操作可能な政策パラメーター。これから限界費用  $MC$  は



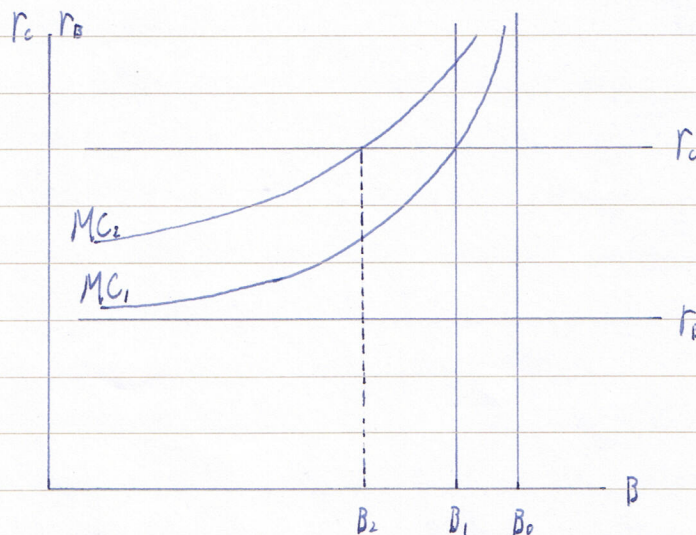
$MC = r_B + h(B; \alpha) + h_0(B; \alpha) \cdot B$   
 従って借入額は、コストを  $r_c$  とすると、

$$r_c = r_B + h(B; \alpha) + h_0(B; \alpha) \cdot B$$

で決定される。これを  $B$  についてとくと、

$$B = B(r_c - r_B; \alpha) \quad \frac{\partial B}{\partial (r_c - r_B)} > 0, \quad \frac{\partial B}{\partial \alpha} < 0$$

この考え方を図解すると、



貸出限度額  $B_0$ 、限界費用曲線  $MC_1$  が上の様に与えられていれば、貸出は  $B_1$  点で内生的に決まる。

今、日銀が公定歩合引上げ、再割引率形の信用基準などの  $\alpha$  の引上げをしたとすると、 $MC_1$  は  $MC_2$  に shift し、借入額は  $B_1$  から  $B_2$  となる。

ここで  $B$  の信用割当仮説との比較を試みる。

図の  $B_1$  が個別銀行の最大借入可能額となる。この考え方は日銀借入の  $MC$  は  $MC = r_B$ 、従って  $r_B$  の変更は  $B$  に何の影響も及ぼさぬ。更に再割引高格基準の変化等も無効となる。よって日銀の貸出供給量の直接コントロール

以外は無効に存てしむ。

以上の A), B), C) の比較で際立った差が現われるのは、B) が窓口指導それ自体の有効性は否定するが、堀内氏の実証でも述べている様に、補完政策としての意義は認められた。C) は窓口指導の有効性を認めていて、A) はその中間としている所である。

## ② 政策手段選択の基準はあるか

今、何らかの理由で日銀が金融引締政策をとつとしたと取、この時考えられる政策はいくつかあるが、前述した通り、それぞれの政策の効果は異なり、又その効果の及び範囲も異なると思われる。そこで問題になるのは、日銀はその政策手段の選択或いは組み合わせをどの様に決定すると考えているのだろうか。又日銀には、各資産市場の balance を取るという意志はあるのだろうか。

## 4. 一法人としてみた場合の日本銀行

日銀は、日本銀行法に基く特殊法人である。

資本金は 1 億円、内 5,500 万円は政府出資、他は民間出資である。

出資者の権利は最高年 5% の配当を受けるところのみで、毎期余剰金の内、配当金と積立金を除いた残額は国庫に納付することになっている。

又、その balance sheet は以下の通りである。

資産	負債
金地金	発行銀行券
割引手形	金融機関預金
貸付金	政府預金
買入手形	準備金
国債	積立金
債券	資本金
海外資産	その他
その他	

この balance sheet での資産構成と、日銀の政策手段の選択とは無関係とは考えられない。例えば、資産構成の中で海外資産の占める割合が極端に低い場合、金融引締即ち通貨供給量の減少をほかる手段として海外資産の買却は行なえず、他の手段に頼らざるを得ない。又外為市場で円が急落し、通貨価値の安定が犯され、物価上昇・インフレが予想される時、日銀の市場介入、ドル売円買が望まれる訳だが、海外資産が少なければ、それができなくなる恐れもあるのではないだろうか。

この様に自己の資産構成により、金融政策の選択の範囲が拘束されたり、又そのような事を事前に防止する様な政策を選択したりすることがあるのではないだろうか。

## 参考文献

館・浜田「金融」

館龍一郎「金融政策の理論」

Niehans "The Theory of Money" Ch. 12 the art of central banking

日本銀行調査局「わが国の金融制度」

吳文二「金融政策」

岩田・浜田「金融政策と銀行行動」

堀内昭義「日本の金融政策」

古川 顕「日本銀行の貸出供給ルール」季刊現代経済 45

小宮・天野「国際経済学」