

5分間 投資サロン

「金融調節」という言葉を聞いたことがあるでしょうか。日銀が金融市場に回るおカネの量を増やしたり減らしたりすることです。なぜ、そんなことをするのか、どんな方法があるのか、今後の課題もまじえて紹介します。

金融調節入門

銀行などが資金をやり取りする金融市場には、毎日数十兆円規模のおカネが動いています。毎週金曜日には現金自動預け払い機（ATM）などで現金を扱う人が増えるため、おカネが金融市場から出ていきます。逆に国債の償還日には国庫からおカネが支払われるため、銀

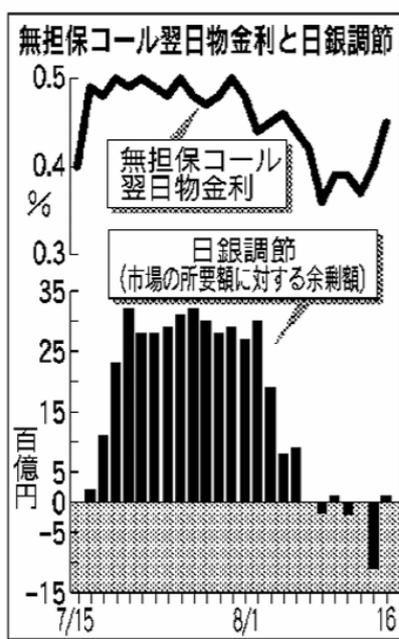
行預金として資金が市場に戻ってきます。金利が資金需給の影響で毎日上下に振れると、経済活動は円滑に進みません。このため、日銀は金融市場の日々の資金過不足をなら

公定歩合と並ぶ政策手段

して、金利が一定水準で安定するように調節します。これが金融調節の第一の役割です。

具体的には、金融機関が持っている債券や手形を短期金融市場で買入れたりを売ったりして、資金の供給や吸収をします。通常は午前九時二十分ごろしたオペレーションをします。

ある日の市場の資金過不足は、基本的に銀行券（日銀券）と日銀が資金を供給する日銀券（お札）要因と財政要



です。積みが早めに進んでいけば市場の資金は余剰気味になりますが、逆に遅れていけば資金需給はきつくなります。

供給額を少なめにすれば、資金需給はきつくなり金利は上昇しやすくなります。これは前日までの金融

九六年七八月の例で見ると、日銀は七月十九日から十一営業日にわたって準備金の積み立て状況を含めた市場の所要額に対し、三千億円程度の資金余剰となる緩めの調節を続けました。公定歩合（現行年〇・五％）の引き上げ観測から金利先高観が強まり、日銀が誘導対象とする無担保コール翌日物金利が上昇基調で推移したためです。

日銀が緩めの金融調節を実施した結果、翌日物金利は政策水準としている〇・五％をやや下回る水準に落ち着きました。このように、金融調節による金利誘導は、公定歩合操作と並ぶ日銀の重要な政策手段の一つでもあるのです。

96年7～8月期当時の積み所要額（1日当たり平均）は概ね4兆円。これに対し、棒グラフの縦軸目盛りでわかるように、所要より1割弱ほど多めの3千億円余の資金供給（積み上3千億円）を連日行うことで、無担コールの上昇圧力を抑えていたことが確認できる（白井註）。

5分間 投資サロンの

日銀は金融機関が持っている手形や債券を買い入れたり、売り出したりすることで、金融調節を実施するわけですが、最近はその手段が多様化しています。昨年九月に譲渡性預金(CD)を買い入れる「CD買いオペ」を約六年半ぶりに再開したのに続き、十一月にはコマースナルペーパー(CP)を買い入れる「CP買いオペ」を約四年ぶりに再開しました。

調節手段を増やしたのは企業や個人の資金需要が強調されたためです。当時、金融システム不安を背景に郵便貯金に資金が吸収されました。一方、その資金の

金融調節入門 ④

市場重視、手段を多様化

金融調節手段の多様化

▽95年	
7月4日	即日決済の手形オペに入札方式を導入
7日	短期市場金利の低め誘導を機に、日銀貸し出しを停止(日銀特融は除く)
9月26日	CD買いオペを再開
11月20日	CP買いオペを再開
▽96年	
6月28日	大蔵省が債券買い切りオペを再開

問題のある一部になったりしている短期国債(A)の金融機関に資金(B)の発行残高が、また少いものもある原因になっています。最近新たなオペ手段として、債券の貸借取引である債券レポ市場が注目されています。債券レポ取引の残高は開始から五カ月しかたっていないにもかかわらず、八月末現在で七兆円に達しているからです。

出口である政府系金融機関の貸出金利は、日銀の超低金利政策で民間の金利が低下する中で相対的に高くなっています。資金が金融市場に流れにくくなったのです。これまで主要な調節手段であった「日銀貸し出し」が使えなくなったことも、調節手段を増やした理由の一つです。日銀は昨年七月七日、短期市場金利を公定歩合以下の水準に誘導する新しい政策を打ち出しました。金融機関に公定歩合で資金を貸す日銀貸し出しより市場金利の方が低くなると、日銀貸し出しの意義は薄れました。また、CDオペは経営にせんでした。このため日銀がCDを買うことで、資金を調達しやすくなったわけです。昨年末の経験から、調節手段を多様化しないと、資金供給が難しくなる危険があることが分かってきました。これは信用力が高いために米国で有力な調節手段が出てきたわけです。

5分間 投資サロン

日銀は日々の金融調節に
よって市場金利をコントロ
ールしていますが、では、
金融調節はどのような経路
で金利体系に影響
を及ぼしていくの
でしょうか。金利
低下を促す「緩め
調節」を例に説明
しましょう。

金融調節入門

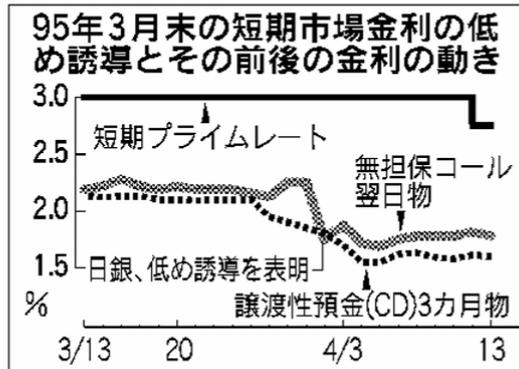
日銀が直接、調
節の場と位置付け
ているのは金融機
関が互いに短期の資金を融
通し合うコール市場です。
金融機関は毎日の資金繰り
の帳じりをコール市場での
貸し借りで合わせているの
で、日銀が市場に資金を多
めに供給すれば、貸借期間

一日の無担保コール翌日物
金利がまず下がります。
期間が最も短い翌日物金
利の水準は、一週間物以上
の比較的長めの短期金利を
計算する基準になります。
例えば翌日物が年〇・四五

裁定通じ金利体系に波及

の時に年〇・五五%の一
週間物の資金を欲しがる金
融機関はありません。翌日
物での貸し借りを一週間続
けたほうが、全体の支払金
利が少なくて済むからで
す。

参加者が適正と判断する水
準に徐々に落ちて行く
のです。同時にコール以外
の譲渡性預金(CD)やユ
ーロ円といった別の短期金
融市場にも影響が波及し、
期間が同じであれば、金利
はほぼ同じ水準に収れんし
ます。この過程を「金利裁



日銀は景気浮揚効果
を狙って、九五年以降、
五八%にまで低下。都銀は
三回にわたって「短期
市場金利の低め誘導」
を実施しました。この
際、「緩め調節」で市
場金利を大きく押し下
げています。
一回目は九五年三月
三十一日で、日銀はこ
の日朝、市場の資金需
給が八千億円程度の太
幅余剰となる調節を実施、
さらに午前十一時には二
億円の追加資金供給を通知
しました。この結果、無担
保コール翌日物金利は前日
の二・二五%から一・七五
%に急低下したのです。
金利裁定が働いた結果、
都市銀行が資金調達コスト
の目安とするCD三カ月物

幅余剰となる調節を実施、
さらに午前十一時には二
億円の追加資金供給を通知
しました。この結果、無担
保コール翌日物金利は前日
の二・二五%から一・七五
%に急低下したのです。
金利裁定が働いた結果、
都市銀行が資金調達コスト
の目安とするCD三カ月物
金利も四月十一日には一・
五八%にまで低下。都銀は
短期プライムレート(最優
遇貸出金利)を〇・二五%
引き下げ二・七五%にしま
した。緩め調節による短期
市場金利の低め誘導が、銀
行の貸出金利引き下げを促
したわけです。
金利が完全自由化された
結果、金利は市場参加者の
先行きの金利観によって動
きやすくなっています。こ
のため日銀も「調節によっ
てピンポイントで誘導でき
るのは、無担保コール翌日
物金利だけ」と説明してい
ます。
しかし、日銀の金融調節
姿勢は市場参加者に対する
アナウンスメント効果も持
っており、時として長期金
利の上昇をけん制するため
に緩め調節を実施すること
もあるようです。

■ 日銀金融調節 ③ 公開市場操作

日銀は実際にどうやって金融調節をしているのでしょうか。金融調節とは、金融政策の運営目標（今は日銀当座預金残高を十五兆二十兆円程度に保つこと）を達成するために金融市場の資金量をコントロールすることです。その具体的な手段がオペレーション（オペ、公開市場操作）です。オペは「資金供給オペ」と「資金吸収オペ」に区別できます。供給オペでは、日銀が銀行や証券会社などの金融機関から債券や手形

施を通知し、オペの種類や〇・一％で五百億円を必札期間金額などを示します。した場合、金利の高いA銀行供給オペの場合、入札に参入したB証券が落札し、C銀行は落札できません。

を買い取り、その代金を金融機関が日銀に開いている当座預金口座に振り込むのは必札をとりまとめ、高いは手持ちの国債や社債などで、当座預金残高はその分、金利を示した必札者から順を裏付けにして期間一カ月

オペ落札金利、金融情勢映す

増えます。吸収オペはその逆。日銀が債券や手形を売って金融機関から代金を受け取ります。その分、当座預金は減るわけです。オペは入札方式です。日銀は午前九時二十分や午後一時ごろなど一定の時間に金融市場に向けてオペの実

主な日銀オペ (単位兆円、10月末時点)

資金供給オペ	市場への資金供給残高
手形買い入れ(本店方式・全店方式の合計)	27.1
コマースナルペーパー(CP) 現先買い	1.9
短期国債買い切り	24.8
中長期国債買い切り	54.0
資金吸収オペ	市場からの資金吸収残高
手形売り出し	9.4

供給オペのうち期日が決まらなければ金融機関が後日、資金を返す必要のあるオペには、手形買いのほか国債現先買いなどがあります。期日がなく、日銀が国債を償還まで買い取るオペもある

ります。政府短期証券を調達したい」という金融機関の意向の反映です。券(FB)などを対象にした短期国債買切りと、十年債などを対象にした中長期国債買切りの二種類です。オペでは「落札金利」と「必札倍率」に注目しましょう。額をどのくらい上回ったの金融市場の需給環境を示し、数値が高いほど銀行の資金繰りの需要が強いことを表します。逆に金融機関の資金需要が後退すると供給オペの提示した一番低い金利が最低落札金利、全落札者の金利の加重平均が平均落札金利です。供給オペの金利上昇は「利子が高くても資金生じなくなりました」

■ 日銀金融調節 ④ 量的金融緩和

日銀は金融政策で操作目標としてきた短期金利がゼロに近づいたことを受け、昨年三月に金融機関が自由に使える手元資金量を示す日銀当座預金残高を新たな操作目標に据えしました。当座預金残高を潤沢な水準に維持することが量的金融緩和の政策です。

マネーレスン

④ 量的金融緩和

備資金を一定額積むよう義務づけられており、その必要量は四兆円強です。市場参加者の需要よりも当座預金程度にしています。このような金融緩和手法は主要国では類をみませる必要はない以上、効果

経済効果で見方分かれる

金融残高が高い水準で推移させることから資金供給が緩み、短期金利は限りなくゼロに近い水準に抑えつけられます。日銀は量的金融緩和の導入後も経済や金融の情勢が不安定になったことで金融緩和を強化し、段階的に当座預金残高を高い水準で推移させることにより、経済学者などによって見解が分かれるところですが、最近は一時的に期待されている量的緩和効果は、日銀が潤沢に供給した資金が实体经济に浸透していくというも



日銀が量的金融緩和で操作できるのは日銀当座預金残高だけです。M2+CDの

(一)の項おわり