



池上 彰のやさしい金融経済教室

いけがみ・あきら
73年、NHKに記者として入局。94年から05年まで『週刊こどもニュース』のお父さん役として親しまれる。現在、独立してフリーのジャーナリスト。

日本銀行の「金融調節」とは？

日本銀行が日本の金利を上げ下げしていることは多くの人が知っていますが、それには「公定歩合」を上下させるのだと思っている人がいます。実際はそうではないのです。今回は、これを考えましょう。

金融政策決定会合は大ニュース

日本銀行が毎月開く「金融政策決定会合」は、そのたびにニュースになります。とりわけ、「日銀がそろそろ金利を動かすのではないか」とマスコミが予想しているときは、大きく取り上げられます。金融政策の変更は、預金金利や住宅ローン金利などに影響を及ぼし、私たちの生活に密接にかかわっています。それだけ、日銀の動向は注目されているのです。

日銀が金利水準を動かすためにとる行動を「金融調節」といいます。どんな方法をとっているのでしょうか。

「公定歩合」ではなくなった

日本銀行が日本全体の金利水準を上下させるためには、「公定歩合」を動かす。学生時代、私はこう習いました。いまでもそうだと思う人が意外と多いのですが、実はそうではありません。

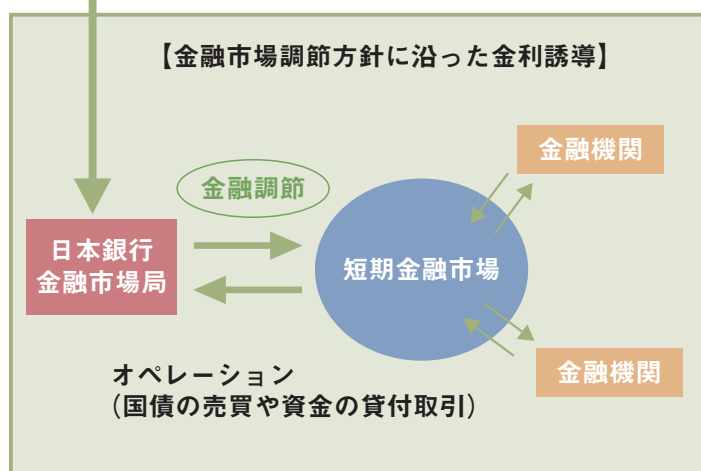


日本銀行政策委員会
(金融政策決定会合)

【金融政策運営の基本方針】=金融市場調節方針の決定

同方針に基づき金融調節を実施するよう指示

【金融市場調節方針に沿った金利誘導】



ません。

以前は確かに、公定歩合が預金等の金利水準を決める基準となっていました。公定歩合とは、金融機関が日銀から資金を借りるときの金利のことでした。

日銀から低利で資金を借りることができれば、金融機関も、企業に資金を低利で融資することができるので、企業はその資金で新しく工場を建設したり、

社員を雇ったりして事業を拡大する。そうすれば、景気がよくなっていく。

こう考えて、景気が悪いときは、日銀が公定歩合を引き下げ、景気回復を図りました。

逆に景気が過熱したときは、公定歩合を引き上げ、行き過ぎにブレーキをかけます。

ところが、一九九四年に金利が完全に自由化されたことで、

日銀が公定歩合を上下させることが、直ちに預貯金の金利と連動するとは限りなくなりました。

こうしたこともあって現在は、公定歩合ではなく、日銀が金融機関との間で国債を売買することなどによって、金利水準をコントロールするようになっていくのです。

「呼べば貸す」コール市場

金融機関の間では、資金が余っているところもあれば、一時的に資金が足りなくなるところもあります。こういったとき、資金の足りない金融機関は、資金が余っているところから短期間資金を借ります。「おい、資金を貸してくれ」と呼べば応えてくれるので、「コール（呼ぶ）市場」と呼ばれます。

ここでの金利水準は短期のもので、「コールレート」といいます。この金利は、需要と供給の関係で決まります。資金が余っている金融機関が多数あれば、金利は低下しますし、資金が足

りない金融機関が多ければ、金利水準は上昇します。

ということは、コール市場で貸し借りされる資金の量を上下させれば、金利水準もコントロールできるはずですね。現在の日銀は、これをしているのです。

国債を売買することなどによる金融調節

金融機関は、近年、お客から預かった資金を運用するために、国債を大量に買っています。金融機関には、現金ではなく、国債がたくさんあるのです。

もし日銀が、こうした国債を買い上げたら、どうなるでしょう。日銀は代わりに資金を払いますから、金融機関にはその分資金が増えます。そうなれば、コール市場で貸すことのできる資金も増えますね。コール市場に資金が増えれば、需要と供給の関係で短期金利は低下します。

一方、日銀が持っている国債を金融機関に売ると、金融機関の手持ちの資金が減りますから、

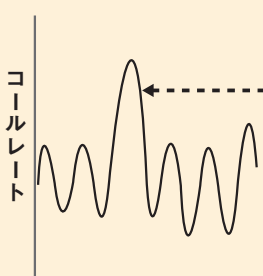
コール市場で貸し出せる資金の量は減り、コール市場の金利は上昇します。これが、現在の日銀が実施している金利のコントロール方法なのです。

これに対し、公定歩合の役割は小さくなり、現在では「基準貸付利率」と呼ばれるようになりました。「基準貸付利率」は、現在では、日銀が誘導する対象である無担保のコールレート（翌日物）の目標水準よりも高く設定されていて、二〇〇一年に導入された補完貸付制度に適用される金利になっています。補

完貸付制度とは、金融機関が日銀に差し入れている担保の範囲内で、希望するときに希望する額を借り入れることができる制度です。「基準貸付利率」よりも、コール市場の金利が高くなった場合には、金融機関は日銀から「基準貸付利率」で借りることができることから、「基準貸付利率」は、コール市場の金利の上限という役割を果たしているのです。

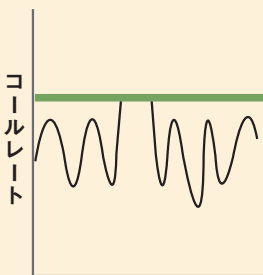
もはや「公定歩合」の役割は限定的であり、日銀の政策金利は現在ではコールレートになっているのです。

従来のコールレートの変動



期末日等、何らかのショックによって市場金利が大幅に上昇する可能性

補完貸付制度導入後のコールレートの変動



基準貸付利率
= 日銀はこの金利水準で受動的に貸出を実施

基準貸付利率は、コールレート変動の上限を画すこととなり、金利変動がより安定化する。

ここでは、日本銀行による金融調節の実際の仕組み等についても少し詳しく説明します。金融調節をより詳しく知るためには、短期金融市場や資金過不足について理解しておくことが有用です。

1 金融機関間の資金の決済と短期金融市場

金融機関は、日々、様々な資金の受け払いを行っています。顧客である個人や企業による取引の決済や、金融機関自身の取引の決済を行うためです。前者には、例えば、消費者がクレジットカードで買い物をした決済のための銀行口座からの引き落とし・クレジットカード会社への支払いや、企業から従業員への給与振り込みなどが含まれます。後者には、銀行が証券会社から債券を購入する、といったケースが考えられます。こうした資金の受け払いに伴い、各金融機関には資金の不足や余剰が生じることがあるため、短期に貸し借りを行っています。このような貸し借りをを行う場が「短期金融市場」(注)です。こうした市場は一般の方にはあまりなじみがないかもしれませんが、金融のプロが巨額の資金をやり取りする重要な場です。無担保コール市場はこうした短期金融市場の一つであり、

日々五〇〇兆円前後の取引が行われています。そしてこの市場で形成される金利のうち、翌日までの取引のレートである無担保コールレート(オーバーナイト物)が、日銀が金融調節によりコントロールすべき金利とされています。

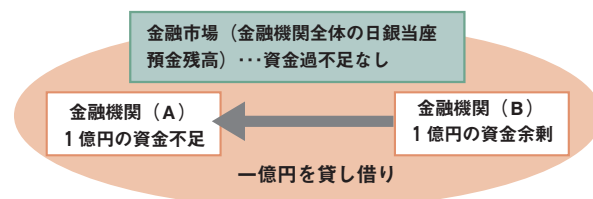
(注) なお、短期金融市場といっても、証券取引所のような特別な建物があるわけではありません。電話やコンピューター端末を用いて資金の取引を行う抽象的な意味での金融取引の場なのです。

2 資金過不足と金融調節

金融機関は、上に述べたような資金決済を円滑に行うために、日銀に当座預金口座を開設し、そこに資金を預けています。金融機関間の資金の決済を、日銀当座預金の振替により行うわけです。こうした決済により、個々の金融機関の日銀当座預金残高は増減しますが、金融市場全体でみた場合、金融機関間の受け払いの場合、誰かの支払いが他の誰かの受け取りになることから、日銀当座預金総額は増減しません。日銀当座預金の総額が増減するのは、金融市場外との受け払いがあるときです。具体的には、金融機関と政府との間

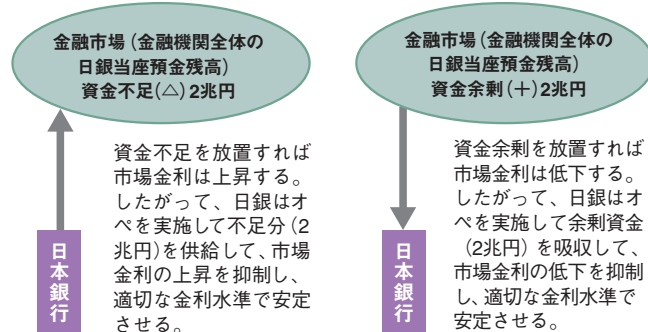
(図表1) 金融市場の資金過不足とその調整

- ケース1 金融市場全体として需要に見合う資金量が存在する場合
＝日本銀行のオペレーションによる調整は不要
○金融機関が資金を融通し合うことで、個別金融機関の資金余剰と不足の調整が完了。



- ケース2 金融市場全体として資金の不足または余剰がある場合
＝日本銀行のオペレーションによる調整が必要
○日本銀行のオペレーション(オペ)による調整を行わないと、資金の過不足が解消しない。

(1) 金融市場が資金不足の場合 (2) 金融市場が資金余剰の場合



の財政資金の受け払い(資金需給上の「財政要因」といいます)と、銀行券(お札)の日銀からの引き出しと預け入れ(同じく「銀行券要因」といい、日銀から見れば銀行券の発行・還収)です。日銀当座預金の総額は、財政資金の払い(例えば年金の支払いや国債の償還)があつた場合や銀行券の日銀への預け入れ(還収)があつた場合には増加し、財政資金の受け(例えば税金の受けや国債の発行金受け入れ)や銀行券の引き出し

(発行)があつた場合には減少します。個々の金融機関は、様々な受け払いや短期金融市場での資金貸借を通じて自らの日銀当座預金残高が適正水準になるようにしますが、銀行券要因や財政要因によって生じる民間金融機関全体の日銀当座預金残高の増減は、金融市場全体としての資金過不足なので、金融機関が相互に融通し合うだけでは補いきれません。金融市場全体として資金不足(余剰)となる状態が

(図表2) 金融調節の1日の流れ

8:00以降	当日および翌日以降のオペ実行案を策定 (コール市場取引開始) 取引状況の情報収集
9:20	即日スタート・オペがある場合にはオファー
9:30～ 13:00	先日付スタート・オペをオファー 引き続き、市場参加者から取引状況の情報収集 この間に適宜、追加的な即日スタート・オペを オファー
(10:00)	前営業日の「日銀当座預金増減要因と金融調節」 の実績(確報)発表
16:00以降	(株式等の取引終了、債券等の店頭市場取引も山 を越える) その日の市場の動きや実施したオペ の取りまとめ
18:00頃	当日の「日銀当座預金増減要因と金融調節」の 実績(速報) および翌営業日の予想を発表 翌日およびそれ以降の金融調節案の策定の準備

放置されれば、金利上昇(低下)圧力が強まります。金融市場調節方針に見合うように無担保コール市場のオーバーナイト物金利を誘導するためには、最終的には日本銀行がオペレーション(オペ)等によって資金を供給あるいは吸収して調節しなければなりません。これが日本銀行による金融調節の役割なのです。

3 金融調節の1日の流れ

それでは、次に、実際の金融調節の1日の流れをみてみましょう。

(一) 市場動向の把握とオペ計画
まず、金融市場の情勢を把握しな

ければなりません。朝一番には、前日の各市場の状況や日本時間の夜の間の海外市場の動向などを踏まえて、当日の市場における取引の動向に関する情報を集めて分析します。

これらを元に、コール市場で資金の需要がどれくらい強いのか、銀行券要因や財政要因などにより日銀当座預金はどの程度増減するかを判断し、ターゲットとする無担保コールレート(オーバーナイト物)を適切なレベルにするのに必要と考えられる資金量に調節することを目指し、その日に行うオペの計画(どのオペ手段でどれだけの資金の供給・吸収を行うか)を固めます。

(二) オペの実行

オペを行う場合、まず、オペの入札を行うことを、銀行や証券会社等の取引相手に対して通知します(オファー)。オペのオファーを行う時刻は、当日スタートのオペなら午前九時二十分、翌日以降スタートの短期国債の売買オペなら十時十分というように、オペの種類により決まっています。

各オペのオファー後、金

融機関からの入札を受け付け、どの取引相手と幾ら取引を行うかを決定します。その間も、金融市場は色々なニュースに反応しながら「経済は生き物」の言葉そのままに動いていきますから、日本銀行ではコール市場や各種金融市場の状況についての情報収集を続けます。その結果、朝に想定した以上に資金需要が強く(弱く)、そのままでは無担保コール・オーバーナイト物金利が適切な水準よりも上昇(低下)するおそれ強いと判断される場合には、必要に応じて追加的なオペをオファ一するのです。

(三) 市場動向の取りまとめ

日本銀行では、一日を通じて株式市場や債券市場など様々な市場の動きについて、市場参加者から情報を電話で頻繁に集めるなどして金利・価格の動きをウォッチしており、時刻にかけて一日の市場の動きやその日実施したオペの結果について取りまとめます。

また、全国から集められる当日の銀行券発行状況や財政資金の出入りの実績データをとりまとめ、「日銀当座預金増減要因と金融調節」の実績(速報) および翌営業日の予想を

発表します。

これでその日の金融調節はいったん終わりますが、内外の市場は新しいニュースを織り込みつつ動き続けています。日本銀行は、こうして時々刻々と変化する市場をにらみながら、次の金融調節に必要な準備を進めていくのです。

(図表3) 日本銀行の短期オペ手段の概要

	資金の供給／吸収	取引の方式	資金供給の裏付資産(担保)
共通担保オペ	供給	資金の貸付け	日本銀行の適格担保(注)
国債現先オペ	供給(買現先オペ) 吸収(売現先オペ)	売戻し条件付き買入れ 買戻し条件付き売却	国債 —
短期国債売買オペ	供給(買入オペ) 吸収(売却オペ)	買入れ 売却	— —
C P等買現先オペ	供給	売戻し条件付き買入れ	CP等
手形売出オペ	吸収	手形の売出し	—

(注) 国債、地方債、政府保証債、財投機関等債、社債、C P等、手形、政府等・企業向け証書貸付債権など、幅広い金融資産が対象となり得る。