

日本の金融市場と金融調節*

小 栗 誠 治

I はじめに—金融市場の調節と日本銀行

日本銀行は、「銀行の銀行」として、金融機関をチャネルとして日本全体の金融システム上、不可欠である決済システムを提供すると同時に、民間金融部門の内部だけでは調整しきれない資金の絶対的過不足の調節を行っている。例えば、月末決済のために銀行券の必要量が増えたとすれば、これは最終的には中央銀行でないと供給しえないので、これに見合う必要資金を供給する。また、正月を終ると年末に大量に出た銀行券が余分となり、民間金融部門全体として資金の絶対的余剰が生じてくるので、それを日本銀行が吸収する。財政面をみても、国が税金を吸い上げたり、あるいは逆に公共事業の支払いをしたり年金福祉の資金を支払ったりすると、資金の絶対的過不足が生じるので、最終的にはそれを日本銀行が調節する。¹⁾

こうして、日本銀行は、金融市場で毎日起こっている資金の余剰や不足を調節する任務に当たっている。²⁾ 実際のところ、過不足を余すところなくきちんと調

* 本稿は、拙著『現代日本のセントラル・バンキング』（滋賀大学経済学部研究叢書、1998年）の第9章、第10章をベースに、加筆修正したものである。

1) ここで述べた金融部門全体の資金過不足の要因（銀行券、財政資金の動き）と金融調節（日本銀行による信用供与、回収）、準備預金との関係は、次のとおりである。

資金不足（余剰）

= 銀行券発行（還収） + 財政資金受入れ（支払い）…… (A)

= 準備預金減少（増加） + 日本銀行信用供与（回収）…… (B)

この式の(A)は金融部門全体としてみた場合の部門外への資金の流出（流入）によってもたらされた資金不足額（余剰額）を表わしており、(B)はその調節を示している。

2) 金融調節の実施に当たって、そのベースとなる資金過不足額の把握は最も重要な作業であるが、その手順は以下のとおりである。まず前月下旬に、翌月の月次ベースおよび日足ベースの資金需給予測を作成する（月次ベースは公表）。当月になると、前記の月次予測を改訂するほか、日足ベースについては、前日夕刻に翌日の資金需給見込みを作成し（17時30分頃公表）、当日の朝には、これをさらに改訂する（10時頃公表）。さらに当日夕刻には、実績（速報）を作成している（17時30分頃公表）。 ↗

節する場合もあれば、余剰をある程度残す、あるいは逆に不足をある程度残すというやり方も可能なわけで、日本銀行の操作で意図的に起伏を作ることができるのである。その結果として、資金の需給がきつめになったり、緩めになったりするので、金融市場の中で金利の波が形成されることになる。市場金利のコントロールとして日本銀行が実施する債券・手形オペレーションや貸出操作は金融調節と呼ばれるが、そのエッセンスがここにある。

本稿では、まず日本銀行が行っている金融調節の実際の姿を明らかにする。次に、金融調節実施の場である短期金融市場を巡る最近の動きについて考察するとともに、今後の課題を検討する。

II 金融調節の実際

1. 金融調節の手段

日本銀行は、金融市場における資金の過不足を調節するために、様々な金融調節手段を有している（第1表参照）。債券買切りオペは、成長通貨の供給手段という面が大きく他の調節手段と性格が異なっており、また、日本銀行貸出も、平成8年1月以降、原則として調節手段としては使わないこととされたので、これら2つを除けば、現在、日々の金融調節手段として用いられているのは次の7つである。すなわち、①手形買オペ、②TBオペ、③債券現先オペ、④CPオペ、⑤レポ・オペ、⑥売出手形、⑦FBオペ、である。

このうち、①から⑤は資金供給手段であり、⑥と⑦は資金吸収手段である。これらはいずれも現先方式なので、例えば、売戻条件付買オペレーションは、実行日には資金供給手段となるが、売戻期日になると、逆に日本銀行が金融機関から資金を吸収することになるため、売戻期日を資金余剰見込み日に設定することによって、資金過不足をならすことが可能である。

上記オペレーションのオフター日から決済日までのタイミングについては、現在、オフター日の当日スタート（ $T+0$ ）、オフター日の翌営業日スタート（ $T+1$ ）、オフター日の2営業日後スタート（ $T+2$ ）の3通りがある。手

、なお、このほか年間および四半期ベースの資金需給予測も行われている。

(第1表) 金融調節手段一覧

金融調節	意義	手段	実施開始時期	適用金利	スタート日	オペタイム	オペ対象先	残高(9/9月末) (単位: 億円)	
公開市場操作	○ 金融市場の資金過不足の調整 ○ 市場金利の誘導	短期的な資金供給	手形買オペ	入札又は 指値(市場レート)	T + 0 T + 1	9:20(T + 0) 10:10(T + 1)	短資会社	46,783	
			TBオペ	入札	T + 0 T + 2	9:20(T + 0) 10:10(T + 2)	金融機関 証券会社 短資会社	0	
			債券現先オペ	入札	T + 2	10:10	金融機関 証券会社	0	
		CPオペ	入札	T + 2	10:10	金融機関 証券会社 短資会社	56,121		
		レポ・オペ	入札	T + 2	10:10	金融機関 証券会社 短資会社 証券金融会社	49,831		
		短期的な資金吸収	売出手形	入札又は 指値(市場レート)	T + 0 T + 1	9:20(T + 0) 10:10(T + 1)	短資会社	128,162	
			FBオペ	指値 (市場レート)	T + 0 T + 1	9:20(T + 0) 16:15(T + 1)	短資会社	0	
			債券買切りオペ	入札	T + 3	10:10	金融機関 証券会社	-	
		貸出 ^(注)	○ 個別金融機関への流動性供給	手形貸付	公定歩合	T + 0	機動的		31,834

(注) 日本銀行は、96/1月、金融調節のための貸出を原則として行わない旨对外発表。

形買オペ、売出手形、FBオペには、オファー日の当日スタート（ $T+0$ ）と翌営業日スタート（ $T+1$ ）の双方があり、TBオペもオファー日の当日スタート（ $T+0$ ）と2営業日後スタート（ $T+2$ ）の双方がある。債券現先オペ、CPオペ、レポ・オペは、オファー日の2営業日後スタート（ $T+2$ ）のみである。

オペレーションの期間は、オーバーナイトから8週間の間であるが、 $T+0$ スタートのオペレーションはオーバーナイトから1～2週間が多く、 $T+1$ および $T+2$ スタートのオペレーションは2～8週間が多い。なお、TBとFBについては、すべて振込債であり、日銀ネットを用いて効率的に処理されることもあって、オーバーナイトのオペ期間を設定することも可能となっている。

こうした現先方式のオペレーションのほか、日本銀行は、定期的（月2回）に国債の買切りオペを実施している。これは、経済成長に伴う銀行券発行ベースの増大に見合った資金を安定的に供給していくものである。国債買切りオペのオファー日から決済日までのタイミングは、オファー日の3営業日後、つまり $T+3$ スタートで行われている。国債買切りオペの実行は、資金不足期における他のオペ手段による資金供給の必要量を圧縮する効果も持っている。

オペレーションのオファー時刻（オペタイム）は、現在のところ、毎日、9時20分、10時10分、16時15分の3回の定まった時刻がある。9時20分のオファーでは、 $T+0$ スタートのオペレーションが実行される。10時10分のオファーでは、 $T+1$ 、 $T+2$ 、 $T+3$ スタートのオペレーションのうち、FBを除くオペレーションが実行される。 $T+1$ スタートのFBについては、16時15分のオファーにより実行される。なお、これら3つの定められたオペタイム以外にも、もし必要がある場合には、追加のオペレーションをオファーできるようになっている。

オペレーションの対象先は、市場の有力ディーラーである次のような先である。すなわち、①手形買オペ、売出手形、FBオペは短資会社、②債券オペ（現先型、買切り型とも）は金融機関、証券会社、③TBオペ、CPオペは金融機関、証券会社、短資会社、④レポ・オペは金融機関、証券会社、短資会社、

証券金融会社，である。

オペレーションの金利決定方式には、あらかじめ日本銀行がレートを設定する固定金利方式（指値方式）と、オペレーション参加先が自由にレートを入札する入札方式がある。日本銀行は、従来から市場メカニズムに則した方式である入札方式オペレーションの拡充に努めてきた結果、現在は、FBオペを除き、すべてのオペレーションが入札方式で実施されている。FBオペのみは、いまだにコール・手形レート等を勘案した指値方式で実施されている（FB市場の問題点については後述する）。

なお、かつては金融調節手段として、据置担保による日本銀行貸出が常時使用されていた。据置担保による貸出は、貸出の通知から実行まで極めて短時間で済む（通常約15分）ほか、実行や回収のタイミングおよびロットについて、日本銀行に完全な裁量があることから、機動的かつ弾力的な調節手段である。このため、日本銀行貸出は、日々の資金需給の最終的な金融調節に対応するための手段として用いられ、市場が終了する間際まで残った資金需給の不均衡³⁾をもたらす金利の不安定化を回避する機能を果たしていた。日本銀行貸出の利息計算は、「両端入れ」方式を採用していたため、貸出期間が短かければ短かいほど実効金利が高まり、公定歩合が結果的に罰則金利として機能することもあった（ただし、公定歩合の計算は、平成9年11月、「両端入れ」方式から「片落」方式に変更された）。しかし、日本銀行貸出は、平成8年1月以降、市場金利が急変した場合や準備預金の積み最終日の微調整等の例外的なケースを除き、原則として、金融調節の手段としては使わないこととされた。

3) 日本銀行貸出は、最も機動的な信用調節手段であり、かつては準備預金の積み最終日（通常15日）における着地調整（所要準備額の過不足を日本銀行信用によって調整する作業）に当たって、都市銀行を相手とする日本銀行貸出の実行・回収が用いられていた。着地の仕方には、貸出着地と回収着地の2通りがあり、貸出着地には、着地できなかった先に対し直接に日本銀行貸出を実行するものと、最終調整に入る前に特定行を内々指定し、そこに資金不足を集中した上、日本銀行貸出の実行によって埋めるものがあった。回収着地とは、各行が所要に達して着地（仮着地）した後、短資会社の手許にある余剰資金相当分を回収するもので、各行は日本銀行回収分につき市場からマネーを取入れて最終着地するものである。

2. 金融調節の1日の流れ

—「シグナリング・オペレーション」と「ハウスキーピング・オペレーション」
先に述べたように、金融機関相互間の資金繰り調整では解消されない金融機関全体の資金過不足については、中央銀行がこれを調整することのできる唯一の主体である。日本銀行はこうした金融調節を短期金融市場における各種オペレーション等によって実施しており、これらを通じて市場金利に影響を及ぼしている。

ここでは、日本銀行の金融調節の現状を、1日の流れに沿って大づかみにみてみよう。日本銀行は、前営業日の17時30分頃、当日の資金需給実績と翌営業日の資金需給予想を公表しているが、この予想数字に基づき、当日9時前後に「本日の金融調節をきつめにするか、緩めにするか、あるいは中立にするか」を決定する。そして、9時20分のオペタイムに、前日発表している資金需給の予想対比で金融調節量を決め、その日の調節姿勢のシグナリングを市場に送る。日本銀行の政策意図を市場に示すこのオペレーションは「シグナリング・オペレーション (signaling operation)」といわれる。1日のうち、シグナリング機能をもつのはこの9時20分の当日もの (T+0) のオペで、資金供給の場合であれば、当日決済できる手形、TBが使われる。

10時10分の2回目の調節では、翌営業日以降スタートもの (T+1, T+2) の先日付オペを実施する。資金供給の場合であれば、オペ資金の決済が翌営業日ものなら手形が使われるし、スポットものなら2営業日後スタートのTB, CP, 債券現先, レポ・オペが使われる。

16時15分位に、資金吸収調節手段として翌営業日スタート (T+1) のFBオペが実施されることも時々ある。

資金需給には季節性があるほか、日々でも大きく揺れる。しかし、当日決済可能な資金供給手段のうち、買入手形は1回のオペで4千億円が限度であり、原手形が市中で不足しているときは「札割れ」を起こす。札割れを起こすとレートが急激に下がり市場実勢から乖離してしまう。TBでは1回当たりのオペレーションの限度は1~2千億円である。従って、オペレーションのおよその目処

として、合計で6千億円程度しか当日中賄いきれない。そうすると、1～2兆円といった大きな資金不足日にこれだけのオペ手段で埋めるのはまず不可能である。これを避けるため、事前に大きな資金不足日に資金供給が行われるように先日付のオペレーションを打っておき、不足額を減らしておくようにする。それが10時10分に行われる先日付オペであり、これは政策的な意図のない単に資金需給の振れをならすためのオペレーションなので「ハウスキーピング・オペレーション (housekeeping operation)」といわれる。このように、政策意図を市場に明確に示すシグナリング・オペレーションと、そうした政策意図のないハウスキーピング・オペレーションの2つの性格の異なるオペレーションを現在使い分けている。

ただし、例えば年度末のように、市場金利が予想外に大きく変動するような特別の日が何日かあるので、そうした金利変動を抑える必要がある場合は、当日スタートの手形かTBオペを固定時刻以外に実施することもある。これを「介入型シグナリング・オペレーション」という。

3. 積みの調整

以上のような金融調節の実際の流れを踏まえ、ここでは金融調節の心臓部ともいえる準備預金の積みの調整とそれを通じた金利コントロールについて説明しよう⁴⁾。

(1) 準備預金の積み方に関するルール

日本銀行が金融調節を行う場は金融市場であるが、金融市場の繁閉はすべて金融機関が日本銀行に保有している準備預金(より正確には準備預金積み立ての進捗状況)に反映されることになり、その意味で金融調節の制度的枠組みは準備預金制度により規定されているといえよう。準備預金制度のうち、金融調節との関連でポイントとなる事項は以下の点である。

- ① 所要準備額算定の基準となる預金等の残高は月中平残であり、準備預金

4) 「積みの調整」については、翁邦雄[1]38-60ページ、神崎隆[2]29-39ページ、鈴木淑夫・黒田暁生・白川浩道[5]45-46ページ、横山昭隆[18]132-137ページを参照。

の積み立て期間は当該月の16日から翌月の15日までの1ヵ月間である。

- ② 準備預金は、すべて日本銀行当座預金として積み立てることを義務付けられており、市中金融機関の手持ち現金は準備資産に含まれない。
- ③ 積み立て期間中の日本銀行当座預金の平残実績が所要準備額平残を上回った場合でも、翌期へのキャリー・オーバーは認められない。
- ④ 積み立て期間中の日本銀行当座預金の平残実績が所要準備額平残に対して不足した場合、その不足額に対して公定歩合プラス3.75%の過怠金が課される。

(2) 「能動的」金融調節と「受動的」金融調節

日本銀行の金融調節には2つの目的がある。第1の目的は、日々または季節的な資金需給に伴って生じる資金過不足をならし、市場金利の不必要な急騰、急落を防ぐことである。これは、「受動的 (passive)」金融調節といえる。これに対し、第2の目的は、物価情勢などから特定の政策判断をもって市場金利の水準に影響を与えることである。これは、「能動的 (active)」金融調節といえる。

日本銀行は、これら2つの目的に沿って、既に述べたような様々な調節手段を使いながら、日々の資金過不足をならすとともに、金利水準に対して働きかけを行っている。もっとも、短期金融市場の需給は、市場参加者の資金需要や金利観によって左右されるものであるから、金融調節は、日本銀行から一方的に働きかけるだけでなく、市場との対話を通じて行われていくものである。

イ、「能動的」金融調節

日本銀行の「能動的」金融調節は、「準備預金の積み進捗率」という形で行われている。準備預金の積み進捗率とは、期中の実際の準備預金残高（期初からの累計値）を当該積み立て期間中の所要準備額（積数）で除したものである。標準的なケースとして所要準備額を積み立て期間中、毎日均等に積み立てていく（期中同じ残高を維持する）場合を考えると、標準的な積み進捗率は1日当たり3.3%（1ヵ月30日の場合）ということになる。日本銀行は、金融市場の需給を引き締めたい場合には、日々の金融市場での資金不足（余利）に対する信

用供与（吸収）を少なめ（多め）に行うことによって、積み進捗率の経路を上
の標準的な経路より遅らせる。逆に、金融市場の需給を緩めたい場合には、積
み進捗率の経路を標準的な経路より早めるよう金融調節を行う。

次に、こうした準備預金の積み進捗率が、市場金利に影響するプロセスをみ
てみよう。資金ポジションに余裕のある先（ローン・ポジション行）にとつて
は、準備預金の積み上げは容易であるが、余裕のない先（マネー・ポジション
行）にとっては、準備預金の積み上げはつねにコストを伴い、積みの進捗は金
融市場の動向（金利、アベイラビリティ）に大きな影響を受ける。日本銀行が
信用供与をきつめにし、準備預金の積み進捗率を遅らせる場合、ローン・ポジ
ション行は市場で運用している資金を回収して準備預金の積み上げに回すこと
になろうし、マネー・ポジション行は市場から追加的な資金調達を行うことを
余儀なくされるが、これは市場金利の上昇を招来し、早めの資金調達を促すこ
とになる。仮に追加的な資金調達を行わないと、それだけで残りの期間におけ
る準備預金所要平残はさらに増加していくため、資金調達への圧力は加速度的
に強まっていくことになる。

もともと、日本銀行による準備預金の積みの調整は、積み立て期間である1カ
月を単位としてみた場合には、日本銀行当座預金の平残実績が所要準備平残に
ほぼ一致（すなわち、超過準備<無利息>は常にほぼゼロ）する形で行われて
いる（積み最終日の準備預金の積み進捗率は100%を達成）。

ロ、「受動的」金融調節

日本銀行の「受動的」金融調節とは、日々または季節的な資金過不足の変動
をできるだけならすような調節のことである。これは、日々の資金過不足の地
合いを尊重し、そのことが市場金利に自然な形で反映するような調節を行うも
ので、「自然体の金融調節」ともいわれる。⁵⁾

5) 「自然体の金融調節」の意味について、神崎隆[2]は次のように説明している。「ここで
自然体の金融調節といった場合、季節的な資金過不足をそのまま放置してそれをストレート
に短期金利に反映させるという意味ではない。季節的に大幅な資金過不足が生じる時期
には、基本的にこれをならす方向で準備の供給を行う訳であるが、その場合100%これを
ならすのではなく、こうした資金過不足の地合いがある程度短期市場金利に反映するよう
な形で調節を行うことを意味している」（同論文38ページ）。

Ⅲ 短期金融市場を巡る新しい潮流と今後の課題

最近、短期金融市場に新しい潮流が生起しており、日本銀行の金融調節にも大きな影響を与えることが予想される。一つは、わが国でも本格的なレポ市場の取引が開始されたことであり、日本銀行もこれを使ったレポ・オペを平成9年11月にスタートさせた。もう一つは、日本銀行が中心となって、平成12年末までに日本銀行当座預金の決済をRTGS化すべく作業が鋭意取り進められていることである。さらに、短期金融市場の従来からの大きな課題であったFB市場の問題も、最近に至り動き始めようとしている。

そこで以下では、これらの短期金融市場を巡る最近の動きと今後の課題について検討したい。

1. レポ・オペの導入

(1) レポ・オペ導入の必要性

現行オペレーション手段のうち中核的存在となっているのは手形買オペである。しかし、手形買オペには、印紙税等の問題から企業が資金決済で手形を使わないケースが増え、原手形の造成テンポが鈍化しており、このままでは金融調節力が損なわれかねないという問題を抱えている。また、債券（国債）現先オペにしても、市場で玉の手当を行うと有価証券取引税が課されるし、手持ち債券でオペに対応すると簿価が変動してしまうといった制約要因もあって、調節手段としての機能度に問題がある。

こうした状況の中であって、手形に代わる金融調節の場になると期待されているのが、国債を対象とした現金担保付債券貸借市場（いわゆるレポ市場）である。レポ市場は、国債を実質的な担保とする取引であること、日々値洗いが行われること、などの点からみて、リスク管理上優れた市場であると考えられる。また、その市場規模も拡大を続けており、既に相当の規模に達している（レポ市場残高は、レポ・オペ開始時点で26兆円と、短期金融市場では無担保コール市場<30兆円>に次ぐ規模であり、TB<13兆円>、CP<10兆円>を大きく凌駕している）。さらに、国債現先オペと異なり、有価証券取引税がかから

ないほか、簿価変動を伴わず国債価格変動引当金の問題も生じない。

以上の諸点を踏まえて、日本銀行は、金融調節手段を一層充実し、金融調節の機動性、有効性をさらに高める観点から、平成9年11月にレポ市場を使った買オペによる金融調節（いわゆるレポ・オペ）を開始した。その後、日本銀行はレポ・オペを積極的に活用し、平成10年9月末のレポ・オペによる資金供給残高は5兆円に達している。米国など海外中央銀行では、レポ市場を使った金融調節がオペレーションの中心的手段となっており、日本銀行も、今後レポ市場が一層拡大していけば、優れた調節手段であるレポ・オペを将来的には金融調節手段の中核とすることを展望している。

(2) レポ・オペの具体的スキーム

レポ・オペの具体的なスキームは、以下のとおりである（第2表参照）⁶⁾。

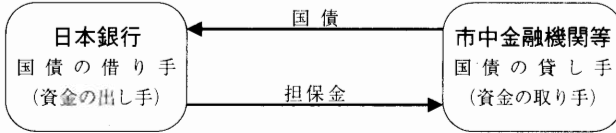
- ① 当面は資金供給（国債借入）のみ。もっとも、将来的には資金吸収のオペ手段として活用することも展望されている。
- ② 借入先（オペ先）は、日本銀行本店と当座預金取引のある金融機関、証券会社、短資会社、証券金融会社のうちから、自己資本比率およびレポ市場におけるプレゼンスを基準として選定される⁷⁾（現在35先。ただし、原則として1年ごとに見直し）。
- ③ 借入対象国債は、利付国債（借入銘柄を特定しないジェネラル取引）。
- ④ オペ期間は、オーバーナイトから6ヵ月まで可能だが、実際には2～8週間の間。決済日は、約定の2営業日後（T+2）の3時時点（資金）、一般処理（国債）で決済。
- ⑤ 国債の借入に際して日本銀行はオペ先に対し、現金担保を差入れる。差入れる担保金額は、借入れる国債の約定日に算出した時価総額に一定比率（基準担保金率）を乗じた額とする。ただし、基準担保金率は、98%以下の水準で設定する（海外中央銀行のFed、BOEのレポ・オペにおける基準担保金率も概ね同率）。

6) レポ・オペの目的、スキーム等については、日本銀行[9]を参照。

7) 平成10年6月、日本銀行は、レポ・オペ先の選定基準を見直し、これを公表した（「レポ・オペ対象の公募等について」日本銀行、平成10年6月21日）。

（第2表）レポ市場向けオペレーションの基本スキーム

(1) スタート時

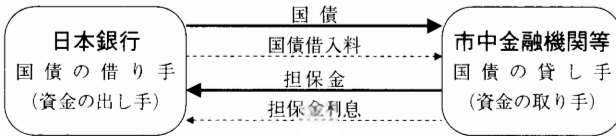


<計算方法>

▽担保金 : 約定時に算出した時価総額×基準担保金率

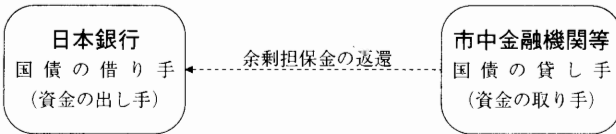
▽レポ・レート : 担保金利率 - (国債借入料率 / 基準担保金率)

(2) エンド時



(3) 値洗いに伴い担保金の調整が発生する場合

—— 取引期間中に国債価格が下落し、日本銀行が請求のうえ国債の貸し手から担保金の一部返還を受ける場合（逆に、国債価格が上昇した場合には、国債の貸し手は日本銀行に対して追加担保金の差入を請求することが出来る）。



（注）基準担保金額＝時価総額（日々の国債価格変動を反映）× 基準担保金率

（出所）日本銀行[9]

- ⑥ 金利設定方式は、レポレート(=担保金利率 - $\frac{\text{債券貸借利率}}{\text{基準担保金率}}$)の入札方式。
- ⑦ 借入日(実行日)の前営業日から返済日(エンド日)の前々営業日まで、毎営業日、借入国債の値洗いを行う。値洗いの結果、差入れ担保金額に過不足が生じた場合には、日本銀行又はオペ先は、相手先に対し、過不足分の現金担保の調整を請求する権利を有する(「マージン・コール方式」)。

2. FB市場の創設

わが国の短期金融市場で、現在、決定的に欠けているのは短期の国債のマーケットであり、中核的なマーケットがまだ出来ていない状況にある。短期金融市場の中核的商品として望ましいのは、信用度や流動性が高く、商品として均質で、受け渡しが簡便であることである。日本銀行が最も機動的に金融調節を行うことができるのはそうした商品であり、商品として最も適しているのが政府の発行する短期の国債である。その意味で、短期の国債のマーケットの整備を急ぐ必要があるといえる。そのためにはまず量の確保が必要である。

現在、短期の国債としてTBがあるがその残高は高々13兆円であり、しかもそのうち日本銀行が買える限度もある。日本の金融市場において、日本銀行が多いときには20兆円程度の資金を供給している時に、わずか13兆円のマーケットでは極めて不十分であり、何としても量の確保が必要である。

しかしそれはTBだけでは難しく、現在日本銀行が定率で引受けているFBを公募入札発行へ移行することがどうしても必要と考えられる。現在のFBの発行方式は、定率公募残額日銀引受方式であり応募額が募集額に満たない場合は、残額を日本銀行が引受けることになっている。しかも、実際の金利は常に公定歩合を下回る水準に設定されている(現在は、公定歩合の0.5%に対し、0.375%に設定)ため、マーケットでは購入されず、通常ほぼ全額が日本銀行引受けとなっている。FBとして、現在、大蔵省証券、外国為替資金証券、食糧証券があり、発行残高としては外国為替資金証券が圧倒的に多い。このFBを市中発行することにより、FBの残高を増やすことが何としても必要である。

ただ、現在のFBは国庫の資金繰りを極めて弾力的にするための制度になっている。日本銀行が一旦引受けるが、国庫の資金繰りに余裕ができれば、すぐ期限前償還するので、弾力的な政府の資金繰りができ、政府にとってはコストが最も安い仕組みになっている。政府では、こうしたメリットを残しながら、市中にFBを公募する仕組みはなかなか考えにくいとしているが、この点は技術的に十分な検討を行う必要があるところである⁸⁾。

こうした状況の下、現在は日本銀行が一旦引受けたFBをオペレーションとして市中に売却して、FB市場ができる仕組みになっている。特に4～5月の資金余剰期には、日本銀行が保有しているFBを大量に市中に売却している。これをさらに増やしていけばマーケットは出来るが、今の制度のままだと、どうしても人為的に作っていく形となる。というのも、一旦日本銀行が公定歩合よりも低い金利で引受けて、それを高いレート、つまり逆鞘で市中に売るという、二重金利的な操作になるからであり、このためなかなか十分に増やしていくことはできにくい。

FBを日本銀行引受けではなく、市中公募の形に切り替え、信用リスクがなく海外からも保有ニーズの高いFB市場を創設することは、円の国際化を進め、金融ビッグバンを推進していく上でも取り組むべき重要な課題である⁹⁾。

3. RTGSと金融調節

日本銀行は、決済リスク削減の観点から、平成12年末までに日本銀行当座預金の「時点決済」を廃止し、「RTGS(Real Time Gross Settlement, 即時グロス決済)¹¹⁾」のみとする方針で取り組みを進めている。日本銀行当座預金の決済は、現在でも、両方のいずれもが利用可能な作りとなっているが、これまでの

8) 日本銀行[7]を参照。

9) 速水優[13]150-167ページを参照。

10) 大蔵省も、ここへきてFBの日銀引受け方式を廃止し、平成11年度から市中公募入札方式に切り替える方針を固めたようである（日本経済新聞、平成10年8月2日朝刊）。

11) 「時点決済」とは、支払い指図を直ちに実行せずに蓄積していき、当該システムに参加している各金融機関ごとに、総受取額と総支払額の差額を計算の上、1日の特定時点（現在のわが国でいえば午後1時、3時、5時といった時点）でこの差額のみを決済する方

ところ、大半の取引は時点決済されている。しかし、時点決済は、参加者の1つでも決済不履行に陥るとシステム全体の運行がストップしてしまう問題があり、決済ボリュームの増大や金融機関の破綻等の金融環境の変化を考えれば、現在のような時点決済は決して好ましいとはいえない。最近では各国でRTGS化が急速に進み、世界の主要中央銀行の中でRTGSでないのは日本だけとなっている。¹²⁾

ところで、RTGSの下で金融調節の方法、有効性はどのように変化するのであろうか。現在のように取引の大半が時点決済で行われている状況の下では、日々の決済に必要とされる金額は極めて小さく、通常は準備預金の所要準備額を下回っている。このため、決済に必要とされた日々の資金の増減は、準備預金の「積み進捗率」の変動の中に吸収された形になっている。このため、銀行の準備保有も、専ら準備預金制度に基づく所要準備額を満たすためのものであり、オーバーナイト・コールレートに反応し、右下がりとなっている。こうした状況の下で、日本銀行の金融調節は、既述のように準備預金の「積みの進捗率」を変化させることによって、オーバーナイト・コールレートをコントロールしている。

しかし、日本銀行当座預金の決済がRTGS化されれば、オーバーナイト・コールレートのコントロールの方法もまた変化する可能性がある。RTGSでは、取引の1本1本が即時に決済されるので支払金額の全額を日本銀行当座預金に保有しておく必要があり、その大きさは所要準備額をはるかに上回ることになろう。従って、銀行の日々の準備需要は、所要準備額によって決まるのではなく、専ら決済金額の大きさによって決まることになり、オーバーナイト・コールレートに反応する形にはならなくなるであろう。もし、こうした状況が現実のものとなれば、準備預金の「積み進捗率」に影響を与えることによってオーバーナイト・コールレートをコントロールする現在の方法は、RTGSの下ではうまく

ㄨ 法である。これに対し、「即時グロス決済」とは、支払指図が発出されるつど、1本ごとに直ちにこれを決済する方法のことである。RTGSの考え方、必要性、わが国における具体的スキーム等については、松下康雄[16]、日本銀行[8]を参照。

12) 日本銀行信用機構局[10]3-8ページ。

機能しなくなる可能性がある。

RTGSの下での適切な市場調節のあり方は今後の重要な検討課題であるが、中でも解決を要する大きな問題の1つは、取引先金融機関の努力によっても調達できない日中流動性の不足を日本銀行がいかなる方法、条件で供与するかということである。RTGSの下では、個別銀行の流動性不足を即座に補填する必要があるので、現行の入札方式のオペレーションでは迅速な対応が難しい恐れもあり、日本銀行が日中流動性の不足銀行へバイラテラルに流動性を供与することが必要となろう。

RTGSの下での日本銀行による日中流動性供与の方法は、現在のところ、次のようなものが考えられている¹³⁾。すなわち、①現行適格担保による日中当座貸越の形式をとる、②日中流動性の供与先は、希望する全ての当座預金取引先とする、③取引先ごとの限度額は、当分の間設定しない、④利息については、当分の間徴求しない、⑤供与された日中流動性は、当日における日銀ネット当預系の稼働時間内に全額返済させる。万一返済されなかった場合には、相当のペナルティー金利を課す。日中流動性を当日中に返済させるのは、日本銀行が金融調節のターゲットにしている市場金利がオーバーナイト金利であるため、日中流動性を大量に供与し、それが返済されずにオーバーナイト化してしまうと、オーバーナイト金利の誘導が非常に攪乱されるリスクがあるからである。¹⁴⁾

IV おわりに

以上、わが国の短期金融市場を巡る3つの大きな動向について説明し、今後の課題にも言及した。これらはいずれも世界の潮流に沿った動きであり、日本銀行もこれに対しグローバルスタンダードに基づいた対応をとってきている。新しい市場、新しいシステムが導入されると金融調節の有効性が低下する恐れもあるので、この点については不断の検討、改善が必要である。また、近年、為替、株式等の市場の規模が極めて広く深くかつグローバル化したことに伴い、

13) 日本銀行[8]15ページ。

14) RTGSが金融調節へ及ぼす影響等についての分析は、Rossi[23]、Borio「20」に詳しい。

「インザマーケット」においてセントラル・バンキングを遂行する中央銀行にとって、マーケットとの付き合い方に難しさが一層増してきている。この点も中央銀行の新しい課題といえよう。

参考文献

- [1] 翁 邦雄『金融政策－中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社，1993年。
- [2] 神崎 隆「短期市場金利の決定メカニズムについて－日米金融調節方式の比較分析－」『金融研究』1988年8月。
- [3] 金融制度調査会「日本銀行法の改正に関する答申」1997年12月。
- [4] 鈴木 淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社，1974年。
- [5] ———・黒田晃生・白川浩道「日本銀行の金融調節方式について」『金融研究』1988年12月。
- [6] 中央銀行研究会「中央銀行制度の改革－開かれた独立性を求めて－」1996年11月。
- [7] 日本銀行「政府短期証券の公募入札発行について」日本経済新聞社編『論集・現代の金融問題2 短期金融市場』日本経済新聞社，1980年。
- [8] ———「日本銀行当座預金決済の『RTGS化』の枠組みについて－関係者のご意見・ご提案を踏まえて－」『日本銀行月報』1997年4月。
- [9] ———「レボ市場向けオペレーションの実施について」1997年10月31日。
- [10] 日本銀行信用機構局「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』1995年10月。
- [11] 西川元彦『中央銀行－セントラル・バンキングの歴史と理論－』東洋経済新報社，1984年。
- [12] 長谷川芳春編，マネーマーケット・フォーラム著『ザ・マネーマーケット』金融財政事情研究会，1996年。
- [13] 速水 優『円が尊敬される日』東洋経済新報社，1995年。
- [14] 福井俊彦「最近の金融政策運営について」『日本銀行月報』1995年12月。
- [15] 堀内昭義『日本の金融政策－金融メカニズムの実証分析－』東洋経済新報社，1980年。
- [16] 松下康雄「わが国決済システムの現状と課題」『日本銀行月報』1997年3月。
- [17] 三重野 康『日本経済と中央銀行』東洋経済新報社，1995年。
- [18] 横山昭雄『現代の金融構造－新しい金融理論を求めて』日本経済新聞社，1977年。
- [19] Blinder, Alan S., *Central Banking in Theory and Practice*. The MIT Press, 1998.

- [20] Borio, Claudio E.V., "Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries," BIS Working Papers No.40, March 1997.
- [21] Colander, David C., and Dewey Danne, eds., *The Art of Monetary Policy*. M.E. Sharpe, 1994.
- [22] Kuroda, Iwao, ed., *Towards More Effective Monetary Policy*, Macmillan Press, 1997.
- [23] Rossi, Marco, *Payment Systems in the Financial Markets: Real-Time Gross Settlement Systems and the Provisions of Intraday Liquidity*, Macmillan Press, 1998.