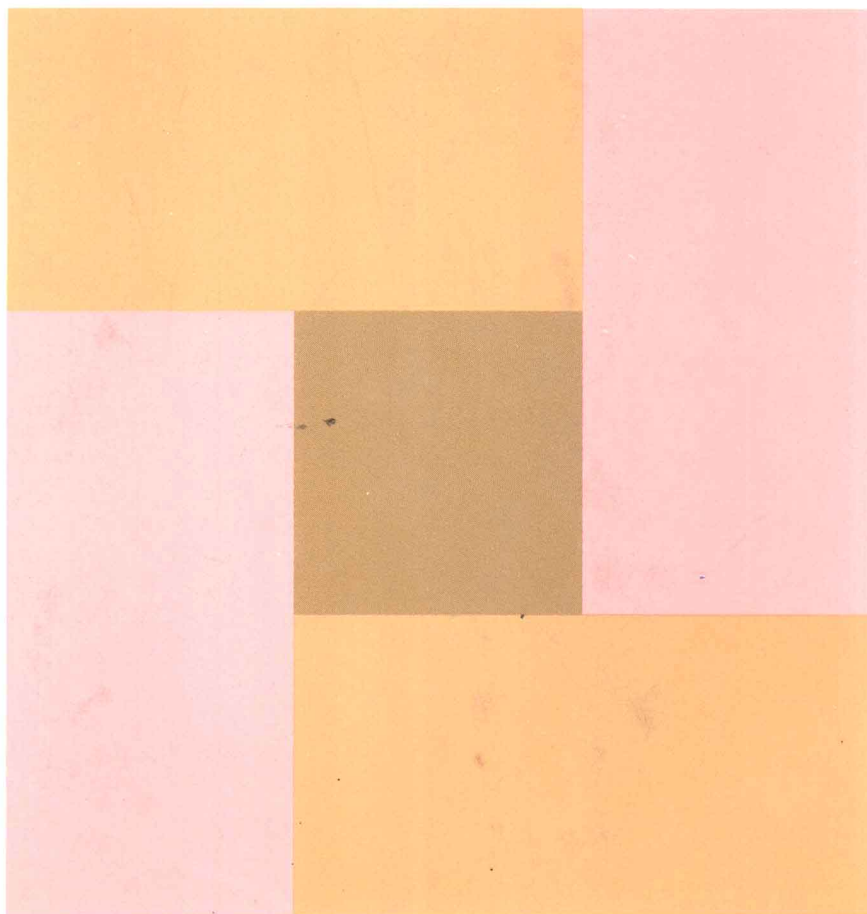


日本の金融市場

金融政策の効果波及メカニズム

黒田晁生 著



東洋経済新報社

日本の金融市場

金融政策の効果波及メカニズム

黒田晁生 著

*Financial Market in Contemporary Japan:
Transmission Mechanism of Monetary Policy*

東洋経済新報社

著者紹介

昭和22年 愛知県新城市に生まれる。
昭和46年 東京大学経済学部卒業，日本銀行調査局に入局。
昭和49年 イェール大学経済学部大学院に留学。
昭和56年 日本銀行金融研究所副調査役。
昭和59年 日本銀行調査統計局調査役。
現在 日本銀行金融研究所調査役。

主要著書・論文

『日本の金利構造』（東洋経済新報社，昭和57年〈日経・経済図書文化賞受賞〉）。

「金融自由化と金融政策」（館龍一郎編『21世紀の日本経済と企業』東洋経済新報社，昭和61年）。

“Expected Inflation and the Term Structure of Interest Rates,”
Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies* Vol. 1, No. 1,
June 1983.

日本の金融市場

定価 4500 円

昭和63年7月21日 発行

著者 黒田 晁生

発行者 高柳 弘

発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1 東洋経済新報社

電話 編集 03(246)5661・販売 03(246)5467 振替 東京3-6518

印刷・製本 東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。これらの許諾については、小社(電話03-246-5634)までご照会ください。
©1988〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替いたします。

Printed in Japan ISBN 4-492-65115-2

金融財政係（昭和58年3月
～61年11月）で苦勞をわか
ちあった人々に

は し が き

最近におけるわが国の金融市場では、短期国債、債券先物、東京オフショア、CP など新たな市場が次々と生成・発展しており、それらの市場に関するミクロ情報を盛り込んだ解説書は、まさに枚挙に遑がないとの感がある。しかしながら、そうしためまぐるしいまでの最近の金融市場の変化に振り回されることなく、マクロの金融政策の視座から新たな金融市場のワーキング・メカニズムを掌握し直すという作業も今日において必要不可欠であるように思われる。本書は、そうした問題意識に立って、最近におけるわが国の金融市場の変貌をマクロの観点から整理するとともに、短期金融市場、公社債市場、預金市場などを通ずる金融政策の効果波及メカニズムを分析しようとするものである。

本書は、著者が、昭和61、62兩年度にわたって埼玉大学大学院政策科学研究科で行った講義「金融政策特論」の講義録を1冊にまとめたものである。そうした経緯もあって、本書の内容には、わが国の金融市場および金融政策の効果波及メカニズムに関する解説的な部分が数多く含まれているが、同時に著者としては、短期金融市場の金利決定メカニズムを中心とした独自の理論・実証研究を織り込むことによって研究書的な側面をも持たせるよう努力した。その意味で、本書が金融政策論の教科書、研究書のいずれとしても読者のお役に立つことができれば幸甚である。

本書の内容のうちかなりの部分は、著者が昭和58年3月から61年11月にかけて日本銀行調査統計局内国調査課金融財政係の担当副調査役および調査役として直接手がけた調査研究をベースとしており、それらの原論文については、関連各章の冒頭に記してある。本書の執筆に当たっては、それらの内容を大幅に書き改めるとともに、できる限り計測結果や図表類のアップ・デイトを図った。しかしながら、本書における見解は、あくまでも著者個人のものであり、著者の勤務する日本銀行の見解とは別物であることをあらかじめお断りしておきたい。また、本書に残された誤りがあるとすれば、その責は言うまでもなく著者個人に帰すべきものである。

本書の執筆に当たっては、多くの方々にお世話になった。まず、日本銀行金融研究所の鈴木淑夫所長（現在・理事）には、埼玉大学での講義と講義録執筆の機会を与えていただいたことに改めて感謝の意を申しあげたい。こうした機会がなければ、かつて手がけた研究成果を体系的にまとめようとする気力は生まれなかったであろう。

日本銀行の和栗俊介監事、若月三喜雄総務局長、福井俊彦営業局長には、著者の調査統計局在籍期間における3代にわたる調査統計局長として、毎月の月報会議や毎四半期の情勢判断作業等を通じて、調査研究活動のご指導をいただいたことに厚くお礼を申しあげたい。また、金融財政係に在籍した皆さんには、卓抜したアイディアと、労を惜しまぬ資料収集・計測作業に心から感謝の意を申しあげたい。本書では、皆さんの作業結果を数多く引用しており、著者個人のみの力ではどうい本書の誕生はありえなかったであろうことを銘記しておきたい。

東洋経済新報社の渡辺昭彦氏には、拙著『日本の金利構造』（昭和57年）について再び出版作業の労を煩わした。前回は、半年足らずで一気呵成に書き上げられたのに比べると、本書の執筆作業は、遅々たる歩みであり、原稿の完成が当初約束した時期から大幅にずれこんでしまったことをお詫びしたい。

最後に、結婚以来長年にわたって様々な喜びと悲しみをともにしながら、常に最良のパートナー役を果たしてくれている真理子に改めて深く感謝するとともに、本書刊行のこの機会をとらえて二人の子供、耕平と剛志の健やかな成長を祈ることとしたい。

昭和63年5月

大田区雪谷大塚町にて

黒田 晃 生

目 次

は し が き

序 章 本書の目的および構成…………… Ⅰ

第 1 章 わが国の短期金融市場と市場調節方式…………… 5

第 1 節 最近における短期金融市場の拡大と市場構造の特徴 (5)

わが国の短期金融市場の概要 (5)

短期金融市場の規模拡大とその背景 (13)

米国の短期金融市場との比較 (19)

わが国の短期金融市場拡充の必要性 (21)

第 2 節 わが国の短期金融市場における市場調節 (24)

金融市場調節のフレームワーク (24)

金融市場調節のための諸手段 (27)

公定歩合操作および準備率操作 (29)

短期金融市場相互間の金利裁定 (31)

第 2 章 短期金融市場の金利決定メカニズム……………39

第 1 節 金融市場調節方式に関する 2 つのレジーム (39)

わが国の簡略化された資金循環モデル (40)

金融市場調節の制度的枠組み (レジーム) (41)

第 2 節 わが国の金融市場調節に関する実証分析 (44)

金融機関の保有する超過準備 (44)

ハイ・パワード・マネーの各需要項目の金利弾力性 (47)

ハイ・パワード・マネーとコール・手形レートの因果関係 (51)

第 3 節 日本銀行による短期金利のコントローラビリティ (55)

各種金利間の波及関係 (55)

コール・手形レートの外生性低下の背景 (58)

金融の自由化・国際化のもとでの金融市場調節のあり方（61）

〔付論〕 わが国の短期金利決定メカニズムに関する

理論・実証分析：サーベイ（63）

補章A わが国の金融市場モデルの定式化75

第1節 自由化・国際化以前におけるわが国の金融市場モデル：モデル

〔Mark I〕（75）

資金循環モデルの部門・資産別構成（75）

銀行部門の資産選択行動（76）

民間非銀行部門の資産選択行動（78）

資産市場の一般均衡条件（79）

レジームAにおける金融政策の効果（81）

レジームBにおける金融政策の効果（83）

第2節 自由化・国際化に伴う金融市場モデルの変化：モデル〔Mark II, III, IV〕（85）

オープン市場の発達：モデル〔Mark II〕（85）

長期国債市場の発達：モデル〔Mark III〕（87）

金融の国際化の進展：モデル〔Mark IV〕（88）

自由化・国際化に伴う金融政策効果の変化（90）

第3章 わが国の公社債市場の拡大過程と最近における構造変化95

第1節 マネー・フローの変化と公社債市場の発展過程（95）

第1期：昭和30年代まで（96）

第2期：昭和40年代（99）

第3期：昭和50年代以降（101）

第2節 国債発行量の拡大と国債流通市場の発達（105）

国債発行量の拡大過程（105）

国債の引受・消化構造（109）

国債流通市場の発達（111）

国債の取引所取引の拡充（112）

第3節 最近における公社債流通市場の構造変化（115）

バンク・ディーリングの開始と業者間市場の急拡大（115）

- 国債偏重型の市場構造 (116)
- 売買回転率の上昇 (117)
- ディーラー・スプレッドの縮小 (119)

補章B 企業の資金調達行動の変化と国内社債市場改革の必要性… 125

第1節 企業の資金調達行動の変化 (125)

- 企業の資金調達行動の概要 (125)
- 最近における企業の資金調達行動の変化 (126)

第2節 海外資本調達の増加と国内社債市場改革の必要性 (131)

- 海外資本調達の増加傾向とその内容 (131)
- 国内社債発行市場の現状 (135)
- 海外起債増加の背景 (137)
- 国内社債市場の改革の方向 (138)

第4章 金利の期間構造理論と長期債利回りの決定メカニズム …… 143

第1節 金利の期間構造理論 (143)

- 純粋期待理論 (143)
- 一定の利回りプレミアムを考慮に入れた期待理論 (144)
- 時間の経過とともに変化する利回りプレミアムを考慮に入れた期待理論 (147)

第2節 米国における金利の期間構造理論の実証分析 (151)

- Meiselman による「純粋期待理論」の実証 (152)
- 期間構造式によるアプローチ (153)
- Shiller による「分散制約テスト」 (158)
- 可変的リスク・プレミアムの計測 (162)

第3節 わが国における金利の期間構造理論の実証分析 (164)

- 拙著『日本の金利構造』における実証分析 (164)
- 期間構造式アプローチの拡張 (172)
- 可変的リスク・プレミアムの探究 (175)

第5章 マネーサプライ・コントロールをめぐる諸問題…………… 183

第1節 マネーサプライ重視政策の内容と中心指標の選択問題（184）

マネーサプライ重視政策の内容（184）

マネーサプライ中心指標の選択問題（185）

第2節 マネーサプライ・コントロールのメカニズムと最近における変化（194）

従来におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズム（195）

最近における金融自由化のもとでの変化（197）

第3節 マネーサプライの評価方法（199）

マネーの流通速度の捉え方（199）

望ましいマネーサプライ伸び率の算出方法（202）

〔付論1〕 最近における欧米主要国のマネタリー・ターゲティング政策の変化（203）

〔付論2〕 わが国の通貨需要関数の計測結果（207）

〔付論3〕 『日本経済新聞』『経済教室』（昭和62年6月10日付）「マネーサプライの増加，インフレ懸念小さい」の批判的検討（215）

補章C 金融政策の効果波及メカニズム…………… 223

—— 3つのケース・スタディー——

第1節 ケース・スタディー〔I〕：昭和60年10月におけるインターバンク市場金利の「高目放置」について（223）

インターバンク市場金利のいわゆる「高目放置」とオープン市場金利への波及（224）

長期債利回りへの波及（227）

為替レートの高化（229）

金融機関貸出およびマネーサプライの増加（231）

第2節 ケース・スタディー〔II〕：昭和61年前半における「実質金利高」論について（234）

当時におけるいわゆる「実質金利高」の実態（234）

「実質金利高」現象への理論的説明（237）

金融の量的緩和と「実質金利高」の関係（239）

第3節 ケース・スタディー〔Ⅲ〕：昭和62年初における「トービンの q 」と株価水準の評価について（240）

「トービンの q 」理論の概要（240）

「トービンの q 」に関する実証研究（241）

「トービンの q 」による株価水準の評価：批判的検討（243）

エピローグ——今後の検討課題—— 247

参考文献 (References) 249

索引 255

序 章

本書の目的および構成

本書の目的

わが国の金融市場は、昭和59年の「日米円ドル委員会報告書」を1つの契機として目まぐるしいまでの変貌を遂げつつあるが、そうした新しく生成・発展しつつある金融市場を舞台として、わが国の金融政策の効果波及メカニズムは、どのように変化しているのであろうか。また、その場合に、金融政策の有効性は、どのようにして確保されていくのであろうか。本書では、最近におけるわが国の金融市場の変貌をマクロ的な観点から整理するとともに、わが国の金融政策の波及経路 (transmission mechanism) という視座から、短期金融市場、公社債市場、預金市場などのワーキング・メカニズムをできるだけ克明に描写することを目的としている。

本書は、わが国の金融市場の中心的部分を幅広く分析対象としており、その内容は多岐にわたるが、主たる論点をあらかじめ記述しておけば、以下の3つである。

まず第1は、短期金融市場金利のコントローラビリティに関するものである。ここでは、わが国の短期金融市場の自由化・国際化が進展し、各種のオープン市場を中心として短期金融市場全体の規模が拡大するもとで、日本銀行による短期金利のコントローラビリティは低下しないのだろうかという問題が検討される。こうした問題に対して本書では、日本銀行は、短期金融市場の自由化・国際化が進展する状況下においても、結局のところハイ・パワー・マネーの需給コントロールを通じて、短期金利のコントローラビリティを確保しうることを主張している。また、今後の金融市場調節に関しては、従来以上にハイ・パワー・マネー需給のコントロールを狙いとした能動的な日本銀行信用の調節が必要となるであろうというのが、本書において読者に伝えたいメッセージである。

第2の論点は、公社債市場における利回り決定メカニズムに関するものである。昭和50年代以降、わが国の公社債市場が国債を中心としてめざましい発達を遂げるにつれて、長期債利回りの決定要因としては、各種金融投資手段の間での金利裁定取引に関する障害に起因した市場分断的要因のウェイトが低下する一方、将来の短期金利に関するいわゆる「期待（予想）」要因のウェイトが上昇してきた。しかしながら、ここで注意すべきなのは、仮にそうした金利裁定取引に対する障害が完全に除去されたとしても、将来の短期金利の動向に関する不確実性が存在する以上、長期債利回りの決定要因としてリスク・プレミアムが必要とされるということである。すなわち、最近におけるわが国の長期債利回りの変動メカニズムを理解するためには、いわゆる可変リスク・プレミアム（time-varying risk premium）を加味した形での期待理論（expectations theory）というフレームワークが必要だというのが本書の立場である。

第3の論点は、マネーサプライ・コントロールに関するものである。ここで問題は、昭和60年春以降における一連の預金金利自由化措置の影響により、わが国の通貨需要関数が、このところ不安定化しているようにうかがわれることであり、また、各種金融市場が著しい変化を遂げるなかで、マネーサプライのコントロール・メカニズムも大きく変化しつつあるようにうかがわれることである。しかしながら、そうした理由によってマネーサプライ重視政策の修正が必要であるというように短絡してはならない。マネーサプライへのショックは、中央銀行にとって最も重要な最終政策目標である物価安定を損なわしめることになるからである。現時点において必要なのは、わが国における金融政策の効果波及経路を明確に把握するために、通貨需要関数やマネーサプライのコントロール・メカニズムについて不断の調査・研究を進めることなのである。

本書の構成

本書は大別して3つの部分から構成される。すなわち、①短期金融市場を取り扱った第1、2章および〔補章A〕、②公社債市場を取り扱った第3、4章および〔補章B〕、③マネーサプライと金融政策の効果波及メカニズムを取り扱った第5章および〔補章C〕である。

短期金融市場

第1章では、わが国の短期金融市場の発展過程および最近における各短期金

融市場の概要について解説したあと、わが国の短期金融市場の特徴（ないしは問題点）を指摘し、併せて今後における発展の方向を探る。また、日本銀行による短期金融市場調節のフレームワークと日本銀行の用いる様々な信用調節手段について解説する。次に第2章では、第1章で述べた現実の短期金融市場を簡単にモデル化することを通じて短期金利の決定メカニズムを分析する。すなわち、日本銀行の金融市場調節方式に関し、レジームA（ハイ・パワード・マネーの能動的調節を通ずるコール・手形レート の 決 定）とレジームB（コール・手形レートの直接的コントロールと日本銀行信用の受動的調節）の2つを考え、日本銀行が従来においてA、Bいずれのレジームを主として採用してきたのかについて若干の実証分析を行う。なお、〔補章A〕では、わが国の金融市場モデルを具体的に定式化し、上記2つのレジームのもとでの金融政策諸手段の効果の違いについて解説する。

公社債市場

第3章では、わが国の長期金融市場の中核的存在である公社債市場について、第2次大戦後から最近に至るまでの発展過程をマネー・フロー（資金循環勘定）の変化と対応させる形で考察する。また、最近におけるわが国の公社債市場のいくつかの構造変化（バンク・ディーリングの開始、国債偏重型の市場構造の形成、売買回転率の上昇、ディーラー・スプレッドの縮小）を指摘する。なお、〔補章B〕では、最近におけるわが国企業の海外起債増加の背景を探るとともに、国内社債市場の問題点と今後の改革の方向を検討する。次に第4章では、公社債市場における長期債利回りの決定メカニズムを主として金利の期間構造理論の立場から検討する。すなわち、期待理論を中心とした金利の期間構造理論の諸仮説について解説するとともに、米国およびわが国における実証分析結果を整理する。

マネーサプライと金融政策の効果波及メカニズム

第5章では、金融政策の「中間目標」として位置付けられるマネーサプライのコントロールをめぐる諸問題を取りあげる。まず、わが国のマネーサプライ重視政策の内容を解説するとともに、マネーサプライの中心指標として何を選択すべきかという問題を検討する。また、最近における金融自由化進展のもとでのマネーサプライのコントロール・メカニズムの変化やマネーサプライの評価方法についても解説する。最後に〔補章C〕では、金融政策の効果波及メカ

ニズムの応用分析として3つのケース・スタディー，すなわち，(1)昭和60年10月におけるインターバンク市場金利のいわゆる「高目放置」，(2)昭和61年前半にしばしば行われた「実質金利高」論，(3)昭和62年初における「トービンの q 」を援用した株価水準の「上げ余力」論，についての検討を行う．

第1章

わが国の短期金融市場と市場調節方式*

本章では、わが国の短期金融市場の概要と日本銀行による金融市場の調節方式について解説する。

まず第1節では、わが国の短期金融市場の発展過程および最近の短期金融各市場の概要について解説したあと、わが国の短期金融市場の特徴（ないしは問題点）を指摘し、併せて今後における発展の方向を探る。

次に第2節では、日本銀行による短期金融市場調節のフレームワークを解説するとともに、日本銀行が様々な信用調節手段をどのように用いて短期金利をコントロールしているのかについて紹介する。

第1節 最近における短期金融市場の拡大と市場構造の特徴

わが国の短期金融市場の概要

短期金融市場を、(1)金融機関中心であるが、市場によっては機関投資家、企業などを含む広範な市場参加者を持ち、(2)取引形態は相対型^{あいたい}と対比する意味での市場型、(3)金利が自由に変動、(4)取引期間が1年未満、という4つの条件を満たす資金取引の場として定義すれば、^(注1・1) わが国の国内における円建の短期金融市場としては、現在のところ、コール市場、手形市場、円転、東京オフショア市場の短期円資金取引、債券現先市場、CD（譲渡性預金）市場、円建 BA

* 本章は、昭和60年10月に作成した BIS エコノミスト会議提出ペーパー「日本の短期金融市場および金融調節方式の変化」をベースとしつつ、今回新たに書きおろしたものである。原論文は、その後大幅な加筆訂正のうえ、日本銀行『調査月報』昭和61年2月号論文「最近における短期金融市場の動向について」として公表されている。原論文のアイディア、資料収集、計測作業については、畑山卓美氏、野村幸男氏に多くを負っている。

第1-1表 短期金融市場（国内・

		昭和51年末	52	53	54	55
イン ター ン ク 市 場	①コール	25,671	26,164	23,260	34,725	41,333
	②手形	50,910	60,840	65,902	63,268	57,381
	③円転(広義)	—	—	—	—	15,000*
	④東京オフショア(円建分)	—	—	—	—	—
オー プ ン 市 場	⑤債券現先	20,839	31,362	42,069	39,604	45,068
	⑥CD(譲渡性預金)	—	—	—	18,198	23,574
	⑦政府短期証券(市中売却残高)(注)	—	—	—	—	—
	⑧短期国債	—	—	—	—	—
	⑨円建BA	—	—	—	—	—
	⑩CP	—	—	—	—	—
③インターバンク市場 (=①+②+③+④)		76,581	87,004	89,162	97,993	114,000*
⑥オープン市場 (=⑤+⑥+⑦+⑧+⑨+⑩)		20,839	31,362	42,069	57,802	68,642
短期金融市場 (=③+⑥)		97,420	118,366	131,231	155,795	183,000*

(注) 政府短期証券は、年平均残高。

〔参考〕

	昭和51年末	52	53	54	55
①外貨預金(注1)(億円)	27,756	34,701	48,160	45,682	65,770
②非居住者円預金(億円)					11,379
③MMC(億円)					—
④大口定期預金(億円)	—	—	—	—	—
⑤中国ファンド(億円)	—	—	—	—	2,310
自由金利の預金性商品(億円) (=①+②+③+④+⑤)	27,756	34,701	48,160	45,682	79,459
⑥東京ドル・コール(億ドル)	10	13	27	49	117
⑦ユーロ円(狭義グロス)(注2)(億ドル)	—	27	62	103	112
国内・円建短期金融 市場の周辺市場(億ドル) (=⑥+⑦)	10	40	89	152	229

(注1) 預金性商品(除く中国ファンド)は、いずれも全国銀行ベース。(注2) ユーロ円は、BIS統計による。
(資料出所) 日本銀行『経済統計年報』等。