

# 2-24

## 株価

会社を作ろうとしたとします。まず必要なものは、お金ですね。銀行から借りることもできますが、親戚や友達からお金をだしてもらうこともできるでしょう。だしてもらったお金を使って商売が成功したら、その親戚や友達にお金を分けてあげるでしょう。これと同じしくみで運営されているのが株式会社です。

### ▶ 株式とは

株式とは、企業が資金を調達するために発行する紙切れのことです。企業には借り入れや債券発行などさまざまな資金調達法がありますが、株式の発行が最もコストがかからないものです。しかし、株式を発行しても受け取り手がなければお金は調達できません。見知らぬ人に株式を買ってもらうためには、それなりに信用のおける企業でないとならないことになります。

株主はなぜ企業の株を買うのでしょうか。それは企業が利益を上げた時にその一部を配当として受け取ることができるからです。企業の業績が好調だと、その企業の株券の価値が上がります。そうすれば株券を高く売ることもできます。

逆にいえば、企業の業績が悪くなると、配当はもらえないし、株券の価値が下がる可能性もあります。もし倒産したら、出したお金は戻ってきません。

ある企業の株を買うということは、その企業の将来の活動に期待しているということを表しています。

### ▶ J1とJ2のようなもの

創業時はどんな企業も無名で資金調達は難しいでしょうが、企業の実績が上がってくれれば不特定多数の人もその企業の株を買ってくれるようになります。まず上場するのが、**新興市場**と呼ばれる証券市場です。マザーズ、ヘラクレス、ジャスダックがあります。

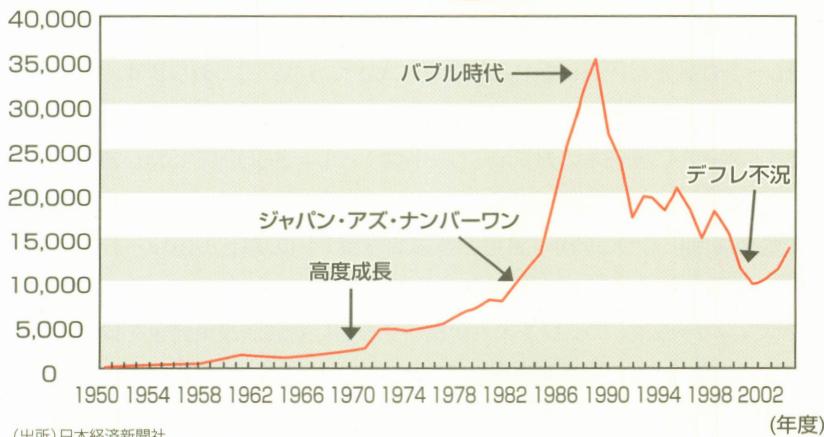
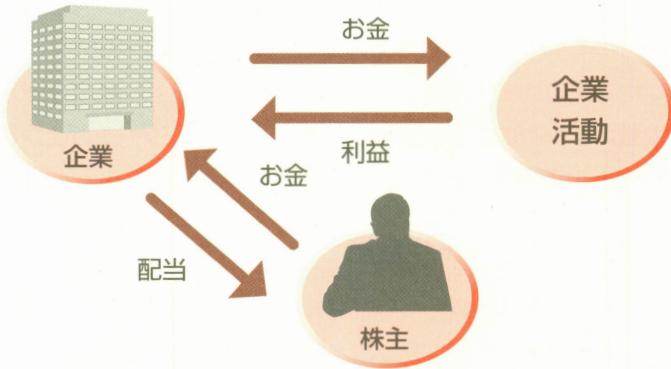
さらに実績がつくと、**東京証券取引所**に上場できます。第一部と第二部があって、第一部の方がランクが上です。サッカーのJ1とJ2のようなものと考えればよいでしょう。

## ▶ 集計量としての日経平均株価

株価は、それぞれ個別の要因で上下しますが、日本の代表的企業を集めれば日本全体の株価動向がつかめるでしょう。それが**日経平均\***と呼ばれる指標で、東証一部上場企業のうち225社の株価を平均したものです。東証一部全体の株価を平均したものは**TOPIX\***と呼ばれます。日経平均の方がハイテク企業が多いのが特徴です。

日経平均の動きを見ると、1980年代後半に高騰し、4万円近くまで値上がりしました。その後バブルの崩壊で下落が続いていましたが、最近持ち直しています。

### 株式の仕組み



(出所)日本経済新聞社

\***日経平均** 単純平均ではなく、統計としての連続性を持たせるために銘柄ごとにウエートづけを行ったうえで算出している。こういう計算方法を「加重平均」という。

\***TOPIX** 東証株価指数。これも単純平均ではなく、時価総額でウエートづけを行っている。

# 2-25 為替レート

為替レートとは、異なる通貨を交換する比率のことです。日本円とアメリカドルを交換するレートは対ドル円レートと呼ばれ、1ドルが何円になるかで表します。世界全体としてはドルで取引することが多いため、為替レートとしては、対ドル円レートを使って分析することが多いです。

## ▶ 数字が大きくなるのに円安

1ドル=100円から1ドル=200円になることを「円安になる」といいます。数字が増えているのに安くなったというのはなぜでしょう。これはこの表記法が1ドル当たりの価値を示しているためです。1ドル当たりの価値が100円から200円になったのですから、言葉の意味からはドルの価値が高くなつた(ドル高)ことを示しています。ただ、為替レートとは二つの通貨の比率を示したもので、一方が上がれば必ず一方は下がるためドル高=円安なのです。

## ▶ ニクソンショックとプラザ合意

日本の対ドル円レートは長期的に円高になっています。為替レートは海外のほかの国に比べたその国の通貨の価値を表していますが、それが経済全般の競争力を表していると考えれば、長期的には円が上昇しているというのは望ましいことです。

為替レートが大きく円高に転じる転換点は大きく分けて二つあります。一つがニクソンショックから始まった1970年代初頭の動きで、もう一つが1985年のプラザ合意です。戦後長い間日本の対ドル円レートは1ドル=360円でした。為替レートは一定の値に保たれる固定相場制でした。1971年8月にニクソンショックが起こり、一時変動相場制になり、同年12月の多国間協議で円の対ドル円レートは1ドル=308円にすることになりました(スミソニアン合意\*)。

ニクソンショックは、ニクソン米大統領が発表した新経済政策発表を契機に起こったものです。金とドルの交換を停止したため、為替市場だけでなく株式市場なども混乱しました。それまでドルは金の裏づけを持った通貨で、ドルを金と交換できました。しかし、米国経済への不信感からドルの信認が落ち、ドルを金に代える動きが強まつ

\* スミソニアン合意 この名称は、協議が開かれたアメリカのスミソニアン博物館に由来する。

たため交換を停止したのです。

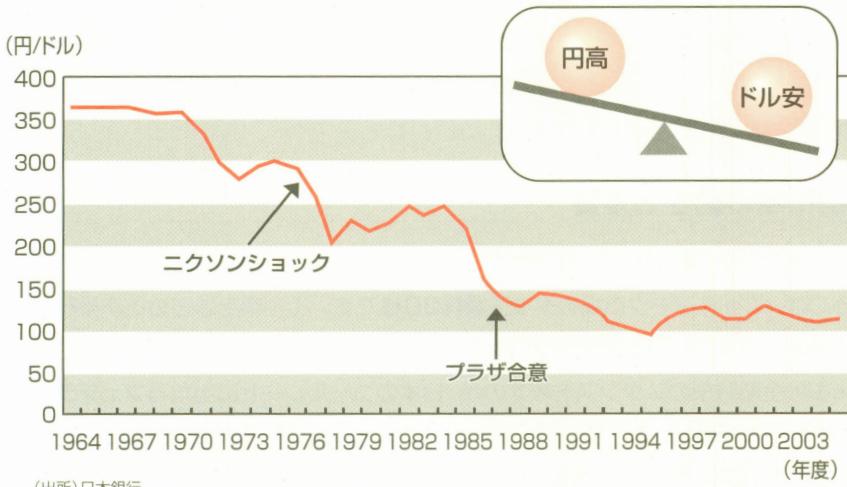
新しい通貨体制後も米国の国際収支は改善せず、1973年には**変動相場制**に移行しました。その後円は徐々に上昇していきます。

その動きに拍車をかけたのがプラザ合意です。この合意で、円は1ドル=200円台から1ドル=100円台になりました。80年代前半の米国の経常赤字が増え続ける一方、日本の経常黒字は増え続けて、国際的に对外不均衡が問題となりました。プラザ合意は、それを為替レートの調整で解決しようとしたものです。ニューヨークのプラザホテルで、主要5カ国の大蔵相・中央銀行総裁が集まって会議をしたことから、プラザ合意と呼ばれます。

その後も円高が続き、1995年には1ドル=70円代になったこともあります。その後は1ドル100円～120円台で推移しています。

為替レートは、新聞やニュースで毎日、報じられています。過去の動きを知りたい時は、日本銀行のホームページに時系列データがあります。

### 為替レートの動き



# 4-1

## 金融の仕組み

金融政策の仕組みを知るために、まず金融の仕組みを説明します。金融とは、家計など資金の余っている分野から企業など資金の足りない分野にお金を融通することです。金利の決定には金融市场の需給状況が大きく関与しており、中央銀行はその需給をコントロールすることで金融政策を行います。

### ▶ 金融機関の役割

世の中には貧乏な人も裕福な人もいますが、家計全体としては借り入れよりも預金の方がかなり多いです。家計全体としてはお金を金融機関に提供していることになります。一方、企業は工場の建設や新たな製品の開発などで大量のお金が必要としており、何らかのかたちで資金が必要な状態にあります。

これら二つの主体を結ぶのが金融機関です。家計から預金という形でお金を調達し、企業に貸し出しています。貸し出し金利は、預本金利よりも高く設定しており、この差額分が金融機関の収益になります。最近では振込みなどの手数料収入を増やす方向にありますが、銀行の基本的な収益源は貸し出しです。

金融機関にとって、日々の資金の出入り(需給)は一定ではありません。大口の融資があれば、お金が必要となりますし、政府に代わって税収を集める時期には現金が多く入ってきます。こうした短期的に必要なお金を調達し、余ったお金を運用するのが短期金融市场です。

一方、金融機関はまとめたお金を長期的に運用する場合もあります。国債の購入や株式の購入です。これらは長期金融市场に分類され、ここでやり取りされる国債など債券の金利を長期金利と呼びます。

家計が直接株式を買ったり、企業が株式を発行して資金調達をしたりする場合があります。こうした場合は、金融機関が間に入らないので直接金融と呼びます。金融機関が仲介する場合は、間接金融です。

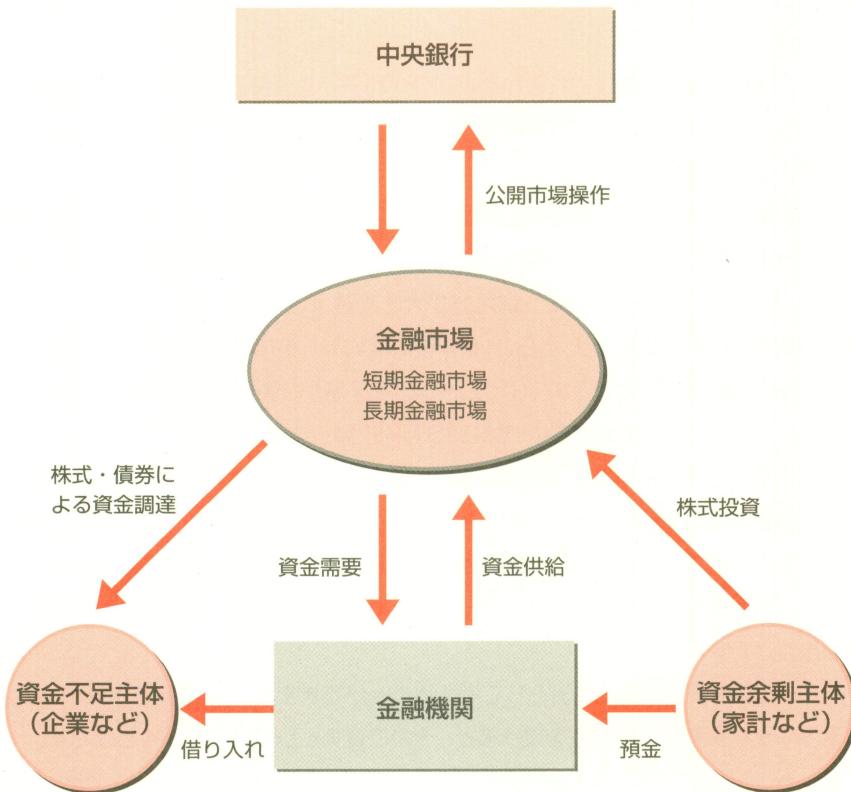
### ▶ 中央銀行の役割

金融政策を決定するのは中央銀行(日本銀行)です。日銀はさまざまな政策手段を持

っていますが、その中で最も重要なのが短期金融市場の需給を操作する**公開市場操作**（オペレーション、金融調節ともいう）です。

中央銀行が、短期金融市場で取引されている手形を買うと（「買いオペ」という）、その分お金が市場に供給され、金融機関は資金を調達しやすくなり、金利が下がります。反対に、手形を売ると（「売りオペ」という）、日銀にお金が回収されるため資金を調達しにくくなり、金利が上がります。こうした仕組みを利用して、短期金融市場に影響を与えて政策を実行しています。

### 金融の仕組み



# 4-2 金利とは

家計や企業はお金の貸し借りをするわけですが、取引する時の値段が金利です。預けると利子がもらえ、借りると利子を払う必要があります。経済に与える影響としては、借りる側の利子が重要です。

## ▶ 金利はお金のレンタル料

金利とは、お金を貸した時に上乗せされるものです。お金を銀行に預けるというのは、銀行に「貸している」ことになるので、預けた分金利がつきます。いわばお金のレンタル料です。

どのくらいお金が上乗せされるかを表すのが**利子**です。利子は通常1年間に支払われるものとして表されます。**利子率(金利)**は、もとのお金(元本)に対して何%増えるかを表すものです。

2年間の利子を計算する場合は1年間預けて利子で増えた分に対して、2年目の利子がつきます。こうした計算を複利計算と呼びます。毎年1万円ずつ積み立てているとすると、利子の水準によって、増え方が大きく違うことがわかります。利子率が5%の時100万円預けたとしたら、10年後には約1.5倍に増えます。逆に借りる場合は、利子率が高いと大変です。住宅ローンの利子率が3%だとして100万円を30年間借りるとしたら、総額の支払いは243万円になります。

お金を預けたり貸したりすることが、金融取引の基本ですが、お金を借りるというのは、「時間を買っている」という風にとらえることもできます。たとえば、貯金が貯まってからマイホームを買おうとすると、退職金が入った後の定年後になるかもしれません。お金を借りておけば、マイホームが先に手に入ります。欲しいものを先取りできるわけです。

一方、預金利子は我慢の報酬として考えることができます。本当は買いたいものがあるのにそれを我慢してお金を預けると、そのご褒美として利子がつくわけです。

借りると利子がつき、預けると利子がもらえます。昔の貸し借りならば、預ける人と借りる人が1対1で利子をやり取りすればよかったです。しかし、現在では借りたい人が貸したい人を見つけるのは大変です。そこで銀行という業態ができ

ました。銀行は、貸したい人の情報と借りたい人の情報を集めてマッチングしているわけです。

預金金利と貸出金利は大きく違うことに注意が必要です。預金金利が1%でも貸し出し金利は10%の場合があります。銀行は、調達する金利よりも高い利子率で貸し出すことで、収益を上げているためです。

## ▶ 借入金利が景気に大きな影響を与える

金利の経済活動への影響を考える場合は、借り入れ金利の影響が重要です。預金金利が上昇すると、確かに預金金利分の所得が増えますが、普通の家計にとっては賃金所得の方が大きく、消費を中心とした経済全体への預金金利の影響は大きくありません。

一方で、借り入れのほうは大きな影響があります。企業が設備投資に使うお金は何兆円分もあり、それが借り入れコストの違いによって大きく変動するからです。家計にとって、金利の上下は消費を現在するか、将来にするかという問題ですが、企業にとっては、現在投資を行うか、行わないかという問題です。そして投資をするかどうかが経済に重要な影響を及ぼします。

金利が低ければ投資が促進されます。投資は需要を増やすとともに、生産力を高めます。研究開発が進み、新たな技術が開発されれば、非常に安い費用でものが作られるようになるかもしれません。

アイディアはあるが、元手のない企業にお金を貸すことは、人々の夢の実現に手を貸すことになります。

### 100万円を銀行に預けた時の貯金残高

(単位: 万円)

	1年後	5年後	10年後	20年後	30年後
0%	100	100	100	100	100
1%	101	105	110	122	135
3%	103	116	134	181	243
5%	105	128	163	265	432
10%	110	161	259	673	1,745
20%	120	249	619	3,834	23,738

# 4-3

## 金融市场

金融市场には、大きく分けて短期金融市场と長期金融市场があります。短期金利の代表はコールレート、長期金利の代表は国債利回りです。それぞれの金利は裁定取引を通じて密接に関係しています。

### ▶ 見えないところで巨額な取引

私たちが銀行のお世話になるのは、多くの場合貯金をする時かお金を借りる時です。これらの金利は金融市场で決まった金利をもとに決められています。預資金利や短期・長期プライムレート(最も良い条件の貸出金利)は、インターバンク市場やオープン市場、公社債市場の金利を基準にして決まります。私たちの見えないところで銀行どうして大きなお金が動いており、その需給によって金利が決まっているのです。

貸したい人と借りたい人の需給を合わせるのが銀行の仕事ですが、一つの銀行でそれがぴったり一致するわけではありません。ある銀行ではお金を沢山預かって手持ち現金が多くあり、ある銀行では貸し出しが増えてお金が一時的に足りない場合があります。これを調整するのが、銀行間でお金のやり取りをするインターバンク市場です。その中心は一日単位でのお金の貸し借りが基本となっているコール市場です。「コール」とは呼ぶという意味で、呼べば戻ってくるお金(call at money)という意味です。日本銀行が金利を操作する時に重視するのは、コールレートの翌日物(無担保)です。インターバンク市場にはほかに手形市場などがあります。

インターバンク市場のほかに、金融機関でない普通の企業や地方公共団体も資金を調達できるオープン市場があります。代表的なものが譲渡性預金(CD\*)市場です。譲渡性預金の売買で決まる金利で、契約期間が長い分、金利水準は通常コールレートよりも高くなります。コマーシャルペーパー(CP\*)は優良な一般事業法人に認められた資金調達法で、CPを発行して資金を調達します。そのほか債券現先市場\*、レポ市場\*、などがあります。

また、割引短期国債(TB\*)、政府短期証券(FB\*)市場もあります。ユーロ市場ではTIBOR\*などの市場があります。TBは国債の償還・借り換え用に発行され、FB

\* CD Certificate of Depositの略。譲渡可能定期預金証書ともいう。企業などが対象の預金で、遊ばせておくにはもったい資金などを短期的に運用する際に活用される。

\* CP Commercial Paperの略。

\* 債券現先市場 債券を担保にして現金を貸し借りする市場。主に証券会社が利用する。

はコメの売買や為替市場での取引など政府の一時的な資金調達のために発行されます。

## ▶ 1年以上の取引が「長期」

長期金融市场は公社債市場と株式市場に分かれます。1年以上の長期にわたって契約する金利は**長期金利**と呼ばれます。債券の売買で取引されることが普通です。債券とは一種の借用証書でそれをやり取りするわけです。最も流通しているのは国債なので、長期金利の代表としては国債の利回りを見ます。

### 金利の種類

#### ●預本金利

	市場	名称	期間	説明
預貸金利	預貯金市場	預本金利	1年～10年	長短期金利を元に決定
	貸付市場	短期プライムレート 長期プライムレート	1年未満 1年以上	// 長期金利を元に決定

#### ●長短金利

	市場	名称	期間	説明
短期金利 (1年未満)	インバウンド市場	コールレート	1日	日々の資金調達
	オープン市場	債券現先	10日から3ヶ月	債券の活用
		債券レポ	10日から3ヶ月	債券の貸借
		CD	2週間から5年	金融機関の資金調達手段
長期金利 (1年以上)	公社債市場	CP	1年以内	企業の資金調達手段
		政府短期証券	60日以内	政府の短期的資金調達
		短期国債	3ヶ月・6ヶ月	借り換え債
		国債利回り 日経公社債インデックス	10年が中心	政府の財源調達手段

- \* レボ市場 現金担保付債券貸借取引。レボとは、Repurchase(買い戻し)に由来する言葉。現金を担保にして債券を貸し借りする市場。すべての金融機関が利用する。
- \* TB Treasury Billsの略。額面から割り引いた価格で発行される。
- \* FB Financing Billsの略。
- \* TIBOR Tokyo InterBank Offered Rateの略。東京での銀行間取引金利。「タイボー」という。

## 4-4

# 期間構造—金利はどのようにして決まるのか

預ける期間や種類によって、金利はそれぞれ違います。これらは、金利裁定によって整合性のある水準に決まっています。決まる理由は、①純粹期待仮説、②流動性プレミアム——などの理論があります。

## ▶ 将来の金利予想に左右される

まず、期間によって金利はどのように決まっていくかを考えてみましょう。その例として、1年もの定期預金金利と2年もの定期預金金利について考えてみましょう。1年ものの金利が1%で、2年目の人々の予想金利が2%の場合を考えてみます。1年目に1%の利子がつき、2年目には1%の利子がついたお金にさらに2%の利子がつくことになります。2年後には、103.02円戻ってきます。

この時2年もの定期預金金利はいくらが適当でしょうか。2年間預けて、1年ものより受け取る額が少なければ、みんな1年もの定期に預けるでしょうし、2年もの金利のほうが受け取る金額が大きければみんな2年もの金利のほうにするでしょう。両方の受け取る額が同じになる金利を計算するには、 $100 \times (1+R)^2 = 103.02$ を計算してRを求めればよいでしょう。これを計算すると、約1.5%になります。

2年目の金利が2%という予想でしたが、逆に0.5%という予想だとどうなるでしょうか。同様の計算をすると、約0.75%になります。

このように、将来の予想の違いによって、期間の長い金利の水準は変わることになります。将来金利が上昇するという予想であれば、長い金利になるほど金利が高くなり、反対の場合は低くなります。縦軸に金利をとり、横軸に期間を短いものから順に並べたものをイールドカーブ(利回り曲線)と呼びます。金利上昇が予想される時はイールドカーブは右上がりに、下落が予想される時はイールドカーブは右下がりになります。

## ▶ 流動性プレミアム仮説

この例では1年間預けても、2年間預けても預ける期間は問題にしない場合の計算

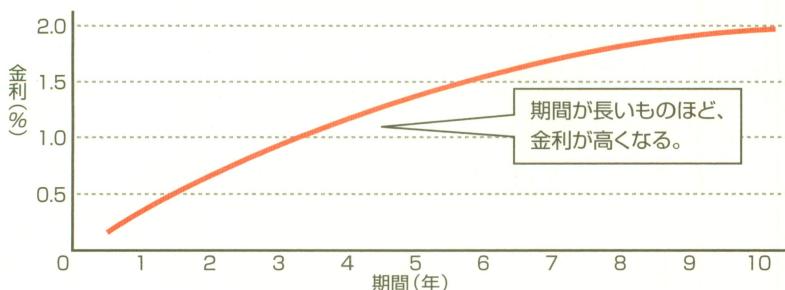
## 4-4 期間構造——金利はどのようにして決まるのか

でした。実際には、上で求まる理論値より長く預ける金利の方が高くなります。1年間預けるだけなら、その後資金をほかに使ったりできますが、2年間預けるとその間資金を固定しなければなりません。長く預ければ預けるだけ資金の流動性が低くなつて不便です。その分金利が高くなるというのが流動性プレミアム仮説です。上の例では、1年目の金利が1%、2年目の金利の予想が1%の場合、2年間預ける場合の金利は1%となります。流動性プレミアムがつく分、2年間預けた場合の金利は高くなると考えられます。

## 金利の決まり方

	1年後	2年後
<b>1年もの定期預金</b>		
1年目の金利が1%、2年目の金利(予想)が1%の場合 計算式 もらえるお金	$100 \times (1+0.01)$ 101	$101 \times (1+0.01)$ 102.01
1年目の金利が1%、2年目の金利(予想)が2%の場合 計算式 もらえるお金	$100 \times (1+0.01)$ 101	$101 \times (1+0.02)$ 103.02
<b>2年もの定期預金</b>		
2年間預けた時の年間金利が1%の場合 計算式 もらえるお金	$100 \times (1+0.01)$ 101	$101 \times (1+0.01)$ 102.01
2年間預けた時の年間金利が1.5%の場合 計算式 もらえるお金	$100 \times (1+0.015)$ 101.5	$101.5 \times (1+0.015)$ 103.02
2年間預けた時の年間金利が2%の場合 計算式 もらえるお金	$100 \times (1+0.02)$ 102	$102 \times (1+0.02)$ 104.04

## イールドカーブ(金利上昇が予想される場合)の例



# 4-5 リスクとリターン

同じ期間お金を預けても金融商品の種類によっては利回りに差が出る場合があります。たとえば、国債と社債では社債の方が金利が高くなります。社債のほうがリスクが大きいため、リスクプレミアムが上乗せされるからです。

## ▶ リスクとリターン

金融商品の金利は、リスクも勘案して決められています。金利の違いは、借り手の信用によって変わってきます。

リスクとは、将来への不確実性のことです。たとえば、国債に100万円預けると、10年後には確実に元本と利子を得ることができます。一方、企業の株式を買うと、株価が大きく上がる可能性もある代わりに値下がりする可能性もあります。

株式を持つ場合のリスクについて、もう少し詳しく説明しましょう。好調な企業の株を買うと、その株を誰もが欲しがって、株価が上昇する可能性があります。株価は10%や20%上することは普通ですから、国債を購入するよりはずっと高い利益が得られます。高いリターンを生む可能性があるのが株式です。

しかし、好調だと思っていた企業が、不祥事を起こして急に倒産する場合もあります。そうすると、株価は急激に下がります。半額になったり、10分の1になったりすることも珍しくありません。株価を買う時点では、誰も予想もしなかったような値下がりをする場合もあります。株式を買うということは、常にそういうリスクを抱えてすることになります。国債や預金ではそういうことはまず起こりません。預けていれば必ず、金利が保証されます。

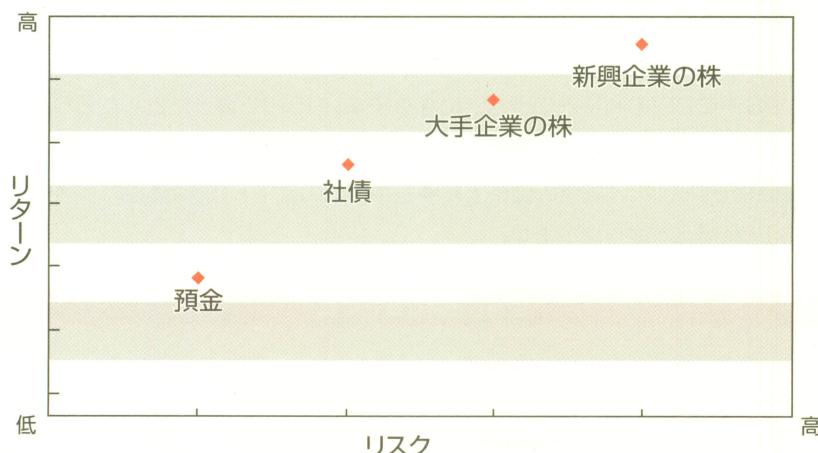
## ▶ 分散投資＝ポートフォリオ

こう考えると、株式を買うのは「一か八か」のようなギャンブルのような気がするかもしれません。確かに株式を一銘柄だけ買う場合は、大きく儲けるか、大きく値下がりするか、というリスクがあります。しかし、いろいろなタイプの企業の株を持っておけば、ある企業が損をした分をほかの企業が儲けた分で穴埋めできるかもしれません。このように、さまざまな株式を組み合わせることをポートフォリオと呼びます。

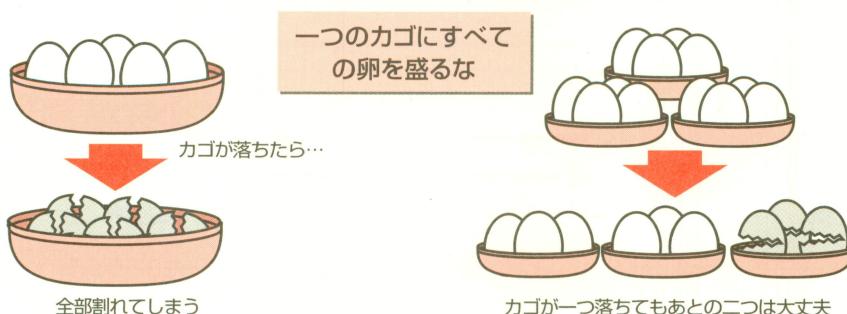
分散投資することで、リスクが小さくなることが知られています。一つのカゴに卵を全部入れておくと、カゴが落ちた時に全部割れてしまいますが、カゴを三つに分けておけば、カゴが一つ落ちてもあの二つは無傷で済むことにたとえられます。

資金的に多くの銘柄を買えない人もいるでしょう。その場合は、投資信託を利用することができます。これは、投資をしたい人のお金を金融機関が集め、集まったお金をさまざまなタイプの株や債券などの金融商品に預けるというものです。比較的少額で、さまざまな株に投資したのと同じ効果を持つことができます。

### リスクプレミアム



### ポートフォリオの考え方



# 4-6

## 債券の価格と金利

債券市場での取引は「価格」で行われますが、これは金利を取引していることと同じです。債券の値段が下がると必ず金利は上がるということを意味し、上がれば金利は低下することを意味します。

### ▶ 金利と債券価格は反対の動き

「1年後に100円返します」という債券を買うことを考えましょう。いくらだったら、この債券を買いますか？ まったく利子がつかない100円で買う人はいないでしょう。たとえば、98円で買ったとすると、98円払うと1年後には100円戻ってきます。98円に2円の利子ということになります。95円で買ったとしたら5円利子がつくことになります。このように、債券の取得価格と金利とは反対に動きます。

国債価格でいえば、「国債の価格上昇→長期金利の低下」「国債価格の下落→長期金利の上昇」が必ず成り立ちます。

#### 金利と価格は反対に動く



## 金利と価格の関係

現実に即した例で見ていきましょう。債券の利回り（金利）と債券価格（購入価格）には下の図のような関係があり、この式から見ても利回りと価格が反対に動くことがわかります。**表面利率**とは、毎年受け取る**利子（クーポン）**の金利です。

発行時は100円で債券Aが買えます。表面利率は2%です。1年後の市場の金利が3%に上がると、債券Aの価格は92.9円になります。ほかの金融商品が3%の金利になっている場合、この債券を買うことで得られる利回りも3%になるように価格が調整されるのです。反対に金利が1%に下落したら、債券Aの価格は116.8円になります。ほかの金融商品が1%の金利しかつかない時に、この債券Aを買うと2%の利子が毎年もらえます。その代わりに、購入する値段が高くなるという仕組みです。

### 金利と価格の関係

#### ◆例：債券A

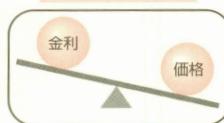
表面利率	満期	償還価格	発行価格
2%	10年	100円	100円

100円で購入して10年間持つておくと、毎年2%の利子がつき、10年後に100円が償還される。

#### ◆金利と価格の計算式

$$\text{債券利回り(%)} = \frac{\text{表面利率} + \frac{\text{償還価格} - \text{債券価格}}{\text{残存年数}}}{\text{債券価格}} \times 100$$

金利が上がれば、  
価格は下がる



1年後、市場の金利が3%に上昇すると…

$$2 + \frac{100 - X}{9} \times 100 = 3\%$$

▼価格は下落  
X = 債券価格  
= 92.9…円

1年後、市場の金利が1%に低下すると…

$$2 + \frac{100 - X}{9} \times 100 = 1\%$$

▼価格は上昇  
X = 債券価格  
= 116.8…円

# 4-7 銀行の種類

金融機関にはさまざまな種類があります。統計を読み解く際には、金融機関の業務内容の違いを知ることが重要になってくる場合があります。ここでは銀行の種類を整理したいと思います。

## ▶ 中央銀行と市中銀行

**中央銀行**とは「銀行の銀行」で、通貨の発行権を持っています。日本では、**日本銀行**がその役割を果たします。**市中銀行**とは中央銀行に対する言葉で、いわゆる民間の銀行です。

民間の銀行の中で最も大きいのは**都市銀行**です。都市銀行は、全国展開している銀行で、主に大企業が取引先となります。従来10行以上ありましたが、現在では三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行、りそな銀行と少なくなっています。

**地方銀行**は、横浜銀行、京都銀行など、その地方名を冠した銀行\*が多いようです。地方銀行はある地方を中心に展開している銀行です。地方銀行には**第二地方銀行**と呼ばれる銀行がありますが、これはもともと相互銀行だったものが地方銀行に転換したものです。都市銀行と地方銀行を合わせて**普通銀行**と呼びます。

## ▶ 信託銀行など

普通銀行の基本的な業務は、預金によって資金を調達し、貸し出しをすることです。これに対し、**信託銀行**は預金ではなく、個人や企業の土地や財産を預かり、それらを有効に活用することによって利益を得る銀行です。

**在日外国銀行**は、アメリカやイギリスなど海外に本店を持つ銀行の日本支店です。

**ネット専業銀行**は、支店を持たず、インターネットの中で業務を行う銀行です。貸し出しで収益を上げるのではなく、インターネットで行われるお金の授受を代行することによる手数料収入で稼ごうという業態です。

普通銀行に近い業態では、都銀や地方銀行のほかに、中小企業向け金融機関があります。各地の**信用金庫**がその代表です。都市銀行や地方銀行がお金を貸さない小さな企業に、お金を融資するのが業務です。信用金庫の強みは、守備範囲(担当地域)をか

\***地方名を冠した銀行** 太平洋戦争のさ中、政府の主導によって一県一行の原則で地方の小さな銀行を一つに統合する施策が実行された。

なり絞る代わりに、その地域内には支店を数多く置き、小さな企業の情報も入手していることです。

そのほか、金融機関としては郵政公社が重要です。2007年に民営化して「ゆうちょ銀行」になる予定です。

特定の目的をもって政府が出資して作った銀行としては、日本政策投資銀行や国際協力銀行など政府系金融機関があります。政策投資銀行は、日本経済の戦略的な部門に長期的なお金を貸す銀行です。

### 銀行の種類

種類	説明
中央銀行	日本銀行
都市銀行	全国規模で展開している銀行
地方銀行	都道府県単位程度で展開している銀行
第二地方銀行	地方銀行のうち旧相互銀行だった銀行
在日外銀	海外に本店がある銀行
ネット専業銀行	支店がなく、インターネットだけで取引する銀行
中小企業金融機関	信用金庫など、中小企業向けの銀行
郵便貯金	民営化して「ゆうちょ銀行」に
政府系金融機関	日本政策投資銀行、国際協力銀行など



### 景気は「上がる」のか？

試験の答案を見ていると、景気に関する言葉の間違いが目に付きます。「景気が上がる、下がる」と表現する学生がいますが、景気は経済の状態を示す言葉なので、「良い、悪い」が適当でしょう。景気の変化を表すには、「改善、悪化」となります。

「増加」と「上昇」を混同している例も多いです。量の場合は、「増加、減少」で、指標や比率の場合は「上昇、下落」です。国内総生産（GDP）は生産額を示しているので、「増加、減少」と表すのが適当です。企業収益や輸出入なども同じです。

同じGDPでもGDP成長率（経済成長率）は比率のデータなので、「上昇、下落」が正しいでしょう。消費者物価指数やその上昇率であるインフレ率、失業率、財政赤字のGDP比率などはこのタイプになります。

# 4-8 日本銀行の役割

千円札には日本銀行券と書いてあります。千円札自体には1,000円分の価値はありませんが、みんな安心して使っているのは日本銀行という信用があるからです。お金の価値が落ちないようにすることが、日本銀行の大きな役割になっています。

## ▶ 発券銀行、政府の銀行、銀行の銀行

国の金融システムの中心となる機関を**中央銀行**と呼びますが、日本では**日本銀行**がその役割を果たします。日本銀行法第一条には、日銀の目的として①銀行券を発行すること、②物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること、③決済システムの円滑かつ安定的な運行を確保し、金融システムの安定に資すること——と書いてあり、これらが日本銀行の基本的な役割と考えることができます。

日本銀行は、紙幣\*を日本で唯一発行できる「**発券銀行**」であり、税収を集めたり、国債を売買したり、政府支出の窓口となったりする「**政府の銀行**」でもあります。また、市中銀行に貸し出しを行う「**銀行の銀行**」でもあります。

日銀は、日本で唯一紙幣を発行しており、その価値を守るのが使命です。お金の価値とは、裏を返せばモノの価値なので、物価の安定が日銀の大きな使命の一つです。物価の安定を図るために、日本銀行は金融政策を行います。基本的には金利水準を誘導することで、経済を安定化させています。

## ▶ 日銀当座預金とは

「銀行の銀行」とはどういう意味でしょうか。私たちはお金を銀行に預け、資金が足りない時は銀行からお金を借ります。同じように、銀行は日銀にお金を預け、日本銀行からお金を借りることができます。残念ながら、個人が日本銀行に口座を開いたり、お金を借りたりすることはできません。

銀行や証券会社など金融機関は、日銀に**日本銀行当座預金(日銀当預)**という口座を開きます。これを通じて、金融機関は日銀へ預金をします。これを金融機関側から見た場合は、「**日銀預け金**」と呼びます。当座預金とは資金のやり取りを円滑にするためにする預金で、利子はつきません。金融機関は日銀当預を使って、他の金融機関や日

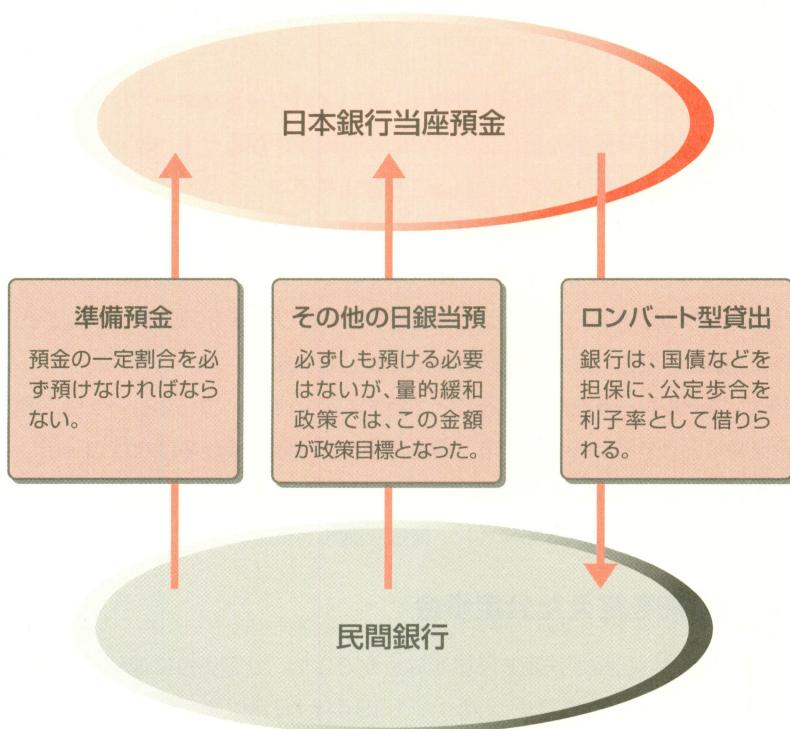
\*紙幣 10円玉や500円玉などの硬貨を補助貨幣といい、これらは政府が発行しているため、政府通貨(政府貨幣)と呼ばれる。

銀との取引をします。また、個人や企業に支払う現金通貨の支払準備としても預けています。

さらに、銀行は受け入れた預金の一定割合（**所要準備額**、**必要準備額**）を日銀に預ける義務があり、これを**準備預金**と呼びます。当座預金と準備預金は口座が別になっているわけではなく、日銀当預に預けていれば準備預金とみなされます。証券会社も日銀当預に口座を開いていますが、預金を持ってないので、準備預金を置いておく必要はありません。

金融機関は日銀からお金を借りることもできます。**補完貸付制度（ロンバート型貸出制度\***）といって、国債などの担保があればいつでも**公定歩合**を利子率として借りることができます。

### 日銀は「銀行の銀行」



\* ロンバート型貸出制度 オペレーションは日銀からのオファーによるが、ロンバート型貸出は金融機関の都合で借りることができる。

# 4-9

## 金融政策の波及メカニズム

日本銀行は金融政策の手段として三つの道具を持っています。金融調節と公定歩合と預金準備率操作です。これらの道具を使って、中間目標を達成します。中間目標としては金利やマネーサプライが考えられます。

### ▶ 日本銀行の三つの政策手段

金融調節（公開市場操作）とは、短期金融市場に介入することで金利に影響を与えるものです。公定歩合は、日本銀行の貸し出しの金利である公定歩合を操作するものです。預金準備率は、銀行が日銀の当座預金に準備するお金を作り出すものです。

このうち、公定歩合の操作はあまり金融市場に影響がなくなりました。公定歩合よりコールレートの方が低い場合が多く、金融機関の日銀に対する借り入れ需要は強くないためです。

預金準備率についても、同準備率を操作してハイパワードマネー<sup>\*</sup>の大きさは変えられますが、日銀当座預金の量を調整するのに時間がかかるうえ、効果の経路もはつきりしないため金融政策として使われることはまれです。

金融政策の最終目標は経済や物価の安定ですが、中間目標としては金利とマネーサプライ（通貨供給）が考えられます。1970年代末、アメリカでは金融政策の重点を金利からマネーサプライにしました。しかし、マネーサプライをコントロールすることは意外に困難で、現在は金利重視の政策に転換しています。

金利は、コールレートを調整することで行われています。コールレートは、銀行間で資金をやりとりする際の金利です。資金が余った金融機関が多ければコールレートは低くなり、資金がほしい金融機関が多ければコールレートは高くなります。日銀はコールレートを目標水準になるように、資金を調節します。

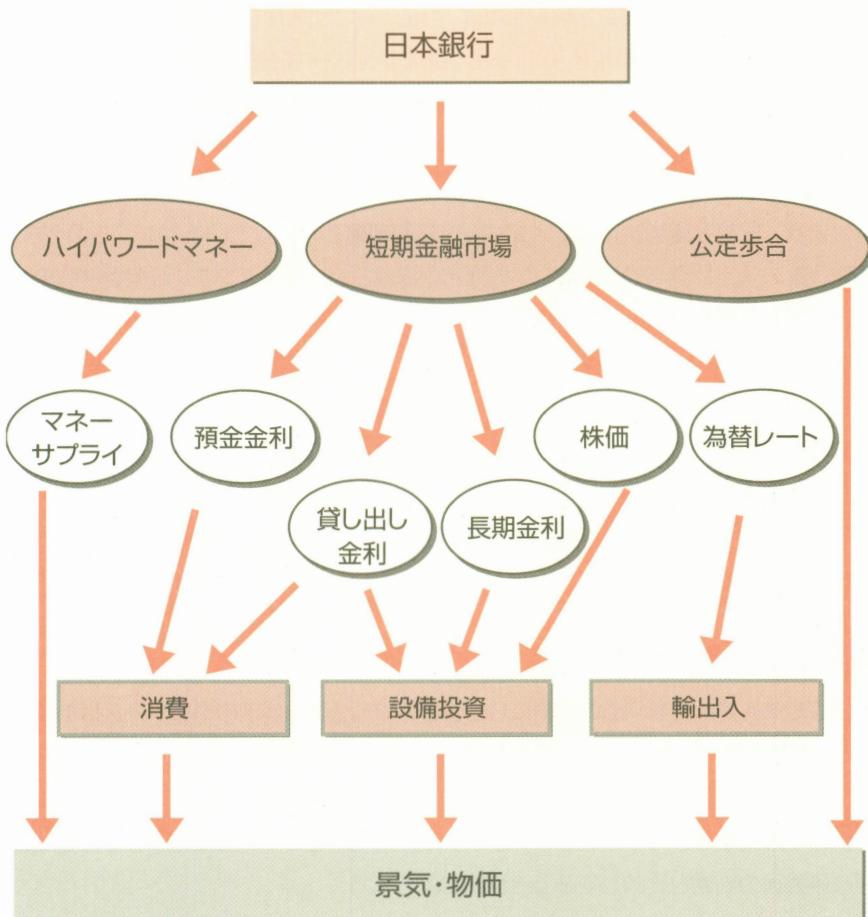
### ▶ 中心的な役割を終えた公定歩合

従来、公定歩合は日銀が決定する重要な金利でした。公定歩合に連動して、預金金利などが決まっていたためです。しかし、1994年10月以降、銀行が金利を自由に設定できるようになってからは、公定歩合には象徴的な意味しかなくなりました。

\*ハイパワードマネー 詳しくは4-14節参照。

ただ、2001年に補完貸付制度（ロンバート型貸出制度）を導入してからは、短期金利の上限\*としての役割を果たしています。補完貸付制度とは、担保があればいくらでも市中銀行の貸し出しに応じるもので、その時の金利が公定歩合です。当時、経営不振の銀行が金融市場からお金を探し難くなる可能性がありました。しかしこの制度によって、銀行が資金を必要とした時、日銀から際限なくお金が借りられる枠組みができたため、金融不安がやわらぎました。

## 金融政策の波及経路



\* 短期金利の上限 公定歩合がコールレートより低ければ、日銀から借りた方が利払いが少なくなるため、事実上の上限として機能する。

# 4-10

## 金融政策の決定メカニズム

日本銀行が金融政策を決定する際重要なのが金融政策決定会合です。日銀の総裁、副総裁のほか、学識経験者を含んだ9人の構成メンバーでの多数決で決められます。月に1—2回の金融政策決定会合のほか、毎週定例の会議も行っています。

### ▶ 日銀政策委員会が決定

金利水準の変更など重要な政策変更は、月に1—2回開かれる金融政策決定会合の場で決定されます。金融政策決定会合の構成メンバー（日銀政策委員）は9人です。内訳は日銀総裁、副総裁（2人）、審議委員（6人）です。審議委員は、金融政策に詳しい学識経験者から選ばれます。学者のほか商社、電力会社、銀行、証券会社などの出身者が選ばれています。政策委員会の意思決定は1人一票づつの合議制で、多数決で行います。日銀を運営する主要メンバーは日銀理事と呼ばれていますが、このうち、金融政策の決定に関与できるのは、総裁と副総裁2人の計3人です。政策委員会のメンバーを見ればわかるように、日銀の行員だけで金融政策を決定しているというわけではありません。

金融政策決定会合には、政府から財務省と内閣府の幹部が出席し意見を述べることができます。政府の出席者には議決権はありませんが、議決を次の会合に延期するよう求める議決延期請求権を持っています。

そのほかにも毎週火曜と金曜に定例の会議があり、資金需給など日々の政策の決定をしています。

### ▶ 展望レポートを発表

日銀政策委員は何を判断の材料にしているのでしょうか。個別の情報ソースはあるにしろ、最も重要なのは毎月発表される「金融経済月報」でしょう。これは、日銀のスタッフが毎月作成している景気の現状判断をするための資料で、第2章でも紹介しました。この資料をもとにしながら、自分なりの景気判断をして、総裁をはじめとした日銀政策委員の判断と比較してみると面白いでしょう。

金融政策を決定する日銀政策委員の考え方方がわかるのが、「経済・物価情勢の展望

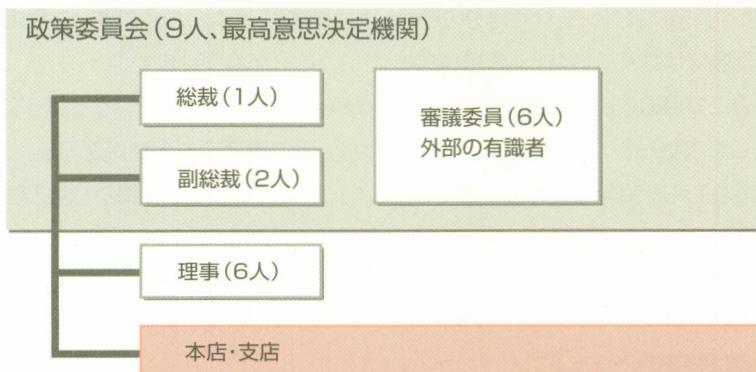
(展望レポート)」です。年2回4月と10月に発表され、「実質GDP成長率」「国内企業物価指数」「消費者物価指数(生鮮食品を除く)」の予想を公表します。9人のうち高いほうから5番目の予想を中心値とし、最大値、最小値を除いた幅を、「**大勢見通し**」として発表しています。そのほか、景気の上振れ要因、下振れ要因などについても発表しており、金融政策決定の背景がわかる資料となっています。

## ▶ 金融政策の独立性

金融政策は、政府から独立した日本銀行の決定事項とされています。政府は国会の影響を受けます。政治家は不景気になると人気がなくなりますので、インフレの悪影響よりも景気を優先しがちです。景気過熱によるインフレを防ぐため、政府と独立した機関が必要となるのです。

一方、金融政策と財政政策がばらばらに動いていたのでは効果のある政策は行えませんので、政府との意思疎通を図ることは重要です。このため、前述の通り金融政策決定会合には、政府の代表者が出席することになっています。その際でも、政府の委員は議決権はありません。ただ、議決を次の会合に遅らせて、さまざまな検討する時間的余地を作り出す権利は持っています(議決延期請求権)。

日本銀行の組織図



金融政策は政策委員会による金融政策決定会合で決定。

# お金とは何か？

私たちは毎日お金を使って生活していますが、お金というのは不思議な存在です。商品との交換に使うことが多いですが、お金自体の貸し借りも頻繁に行われています。お金の機能や成り立ちについてまず説明しましょう。

## ▶ 3つの機能

お金には三つの機能があります。一つ目は**交換機能**です。たとえば、昔のある島を想像してみてください。島で魚を取っている人が一人、畑で野菜を作っている人が一人いたとします。この場合は、魚と野菜を交換すれば、それぞれ欲しいものが交換できるでしょう。世の中に2人しかいなければ、物々交換で経済活動はすみます。

しかし、3人になったとしたらどうでしょう。魚を取っているAさんは牛乳が欲しくないけれど、野菜が欲しいとします。野菜を作っているBさんのところに行って、魚を買ってもらおうとするでしょう。ところがBさんは牛乳が欲しいけれど、魚は欲しくなかった場合、取引は成立しなくなります。物々交換はお互いの欲しいものを相手がそれぞれ持っている場合にしか成立しません（欲望の二重一致）。

貨幣が発明されれば、こうした不都合はなくなります。市場に一度品物を持っていて、まず貨幣に換え、それで自分の欲しいものを買えばよいからです。お金の発明は経済活動にはなくてはならない出来事だということがわかります。

貨幣の二つ目の機能は**保蔵機能**です。魚や野菜をそのまま持っていると腐ってしまうかもしれません、一度お金に換えておけば、いつまでも保存可能です。また、保存可能なものが貨幣として使わされてきました。貝や金や石などが使われたのはそのためです。

最後に**価値尺度機能**があります。モノをお金と交換するということは、商品に値段が付くということです。野菜が貨幣1個分、魚が貨幣2個分で交換できるとしたら、魚の価値は野菜の2倍あることがわかるわけです。

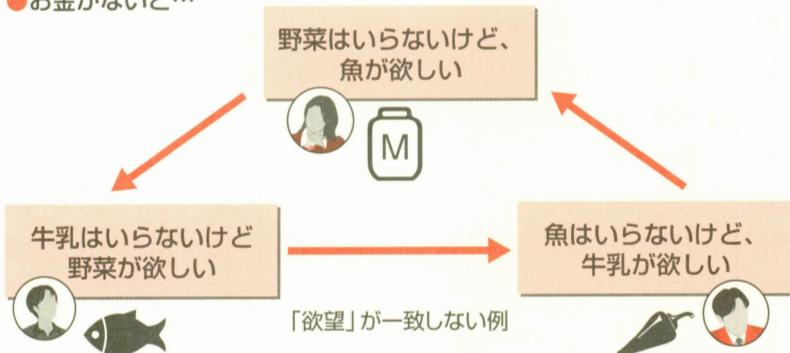
## ▶ 貨幣の価値を維持するとは

世の中に出回っているお金が全部2倍になつたらどうなるでしょうか。これまで

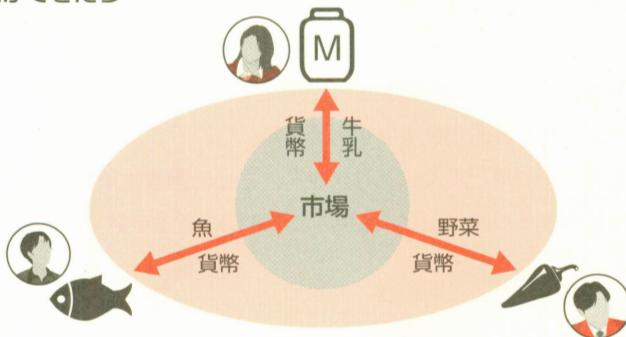
全員で集めると貨幣が100個分だったものが、200個になったとした場合です。最初に多少混乱はあるかもしれません、経済活動の総量が変わらないとしたら、お金の価値は半分になってしまうでしょう。野菜がお金1個分で買えていたものが2個分で買えるということになり、値段は倍になってしまいます。このように、お金をむやみに増やすと、物価が上がる可能性があります。つまりお金の量を適切にコントロールするということは、物価をコントロールするということと同じことを表しています。

### お金の交換機能

#### ●お金がないと…



#### ●市場ができたら…



# 4-12

## 民間にあるお金の量が マネーサプライ

マネーサプライとは、通貨（マネー）の供給（サプライ）のことです。日本銀行が発行した現金と、銀行が発行した預金通帳の金額の合計です。マネーサプライにはどこまでを通貨ととらえるかによって、さまざまな種類が考えられます。

### ▶ マネーサプライは現金だけではない

通貨\*というと、現金をまず思い浮かべるでしょう。確かに現金は通貨の代表選手です。ただ、通貨の範囲を広くとると、さまざまな「お金」が考えられます。通貨は「流動性の高い金融資産」と定義でき、流動性をどの程度にするかで想定される通貨の範囲が変わってきます。

流動性とは、使いたい時にすぐ使えるかどうかを表すものです。たとえば、現金は使おうと思った時にすぐ使うことができます。株式を持っている場合、使おうとしてもすぐ使えません。株を売って現金化するまでに、最低2日程度はかかるためです。この定義から考えると、最も流動性が高いのは現金ということがわかります。

次は、当座預金と普通預金（両者を合わせて預金通貨ともいう）です。当座預金とは、企業がお金を支払ったり預かったりする時に使う預金で、利子はつかない代わりに出し入れが自由です。普通預金は利子がつく代わりに、振込みなどには手数料がかかります。

その次に流動性が高いのは、定期預金（準通貨ともいう）です。定期預金は一定の期間預けておく代わりに、普通預金よりも利子が高いものです。ただ、解約することもできるので流動性はそれほど低くはありません。さらに譲渡性預金（CD\*）があります。個人にはなじみがありませんが、企業などが大口のお金を数ヵ月間置いておくために使います。

### ▶ マネーサプライの代表的指標

こうした通貨はまとめて呼ぶ名称が決まっており、現金と当座預金・普通預金を合わせたものをM<sub>1</sub>、それに定期預金を加えたものをM<sub>2</sub>と呼びます。さらに、CDを合

\* 通貨 currency が通貨、money が貨幣と訳されることが多いようだが、区別は厳密ではない。ちなみに日銀は、「お金」を意味する用語にはほぼ通貨を用いている。

\* CD Certificate of Deposit の略。譲渡可能定期預金証書ともいう。4-21節のコラム参照。

## 4-12 民間にあるお金の量がマネーサプライ

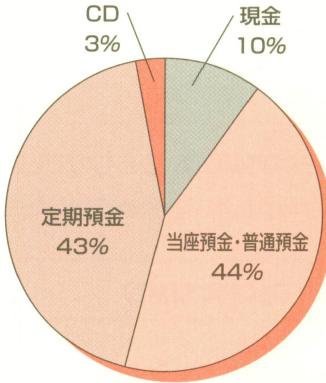
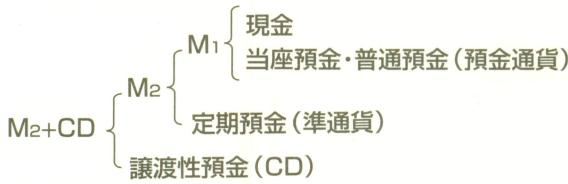
わせたものが $M_2+CD$ です。

$M_2+CD$ がマネーサプライの代表的指標です。国際的な比較にも $M_2+CD$ が使われるが多く、非常に重要な指標です。

流動性にはさまざまあり、 $M_3^*$ という定義や広義流動性という概念もあります。注意すべきなのは、郵便貯金が $M_2+CD$ に含まれていないことです。郵便貯金から民間銀行へと預金がシフトしたり、その反対のことが起こると $M_2+CD$ は変動します。しかし、全体の預金量には変わりがないので、経済に与える影響はそれほど変わりません。

「マネーサプライ統計」は、日本銀行から発表されています。銀行は預金を使って貸し出しを行うので、貸し出しの動きはマネーサプライと基本的に連動します。ただ「貸し渋り」が起こると、貸し出しが増えず、信用創造機能が発揮されない場合があります。これをチェックするためには、日本銀行が発表する「銀行貸出残高」を見る必要があります。

## マネーサプライ



(出所) 日本銀行「マネーサプライ統計」

\*  $M_3$   $M_2+CD$  + 郵便貯金。

# 4-13

## 銀行は預金を使ってお金を流通させる

銀行は、通貨を発行しているわけではないのに、なぜマネーサプライに預金が含まれるのでしょうか。それは、「預金」も通貨の一つとして考えることができるためです。

### ▶ 預金が預金を産んで増える

マネーサプライに銀行預金が含まれるのは、銀行預金にもお金を流通させる機能があるためです。銀行の信用によって、預金をどんどん作り出すことができるので、**信用創造**と呼ばれます。

KさんがA銀行に100万円預けたとしましょう。最初の段階で預けたこのお金のことを**本源的預金**と呼びます。A銀行は100万円受け取ります。このうち、法律で決まっている預金準備率分を日本銀行に預けます。預金準備率が10%だとしたら、10万円を日本銀行に預けます。残った90万円は貸し出しに回すことができます。そこでX社に90万円貸し出したとします。X社は90万円受け取ますが、通常それはどこかの銀行の預金となります。A銀行に預けることもできますが、違う銀行でも構いません。B銀行に預けたとすると、B銀行は90万円預金として受け取ることになります。このうち預金準備率の10%分である9万円を日本銀行に預け、残りをC社に貸し出します。以下この繰り返しで、だんだん新たな預金額は減っていきつつも預金額全体としては増えていくことになります。

### ▶ 預金は信用乗数倍増える

では、最初に預けた100万円はどの程度、膨らむのでしょうか。それを表すのが**信用乗数**で、増えた預金を最初にあった本源的預金で割ったものです。

$$C(\text{信用乗数}) = D(\text{預金}) / D_0(\text{本源的預金})$$

数学の「等比級数の和」の公式を使えば、信用乗数と預金準備率の間には次の関係があることがわかります。

$$C(\text{信用乗数}) = 100/r(\text{預金準備率、単位: \%})$$

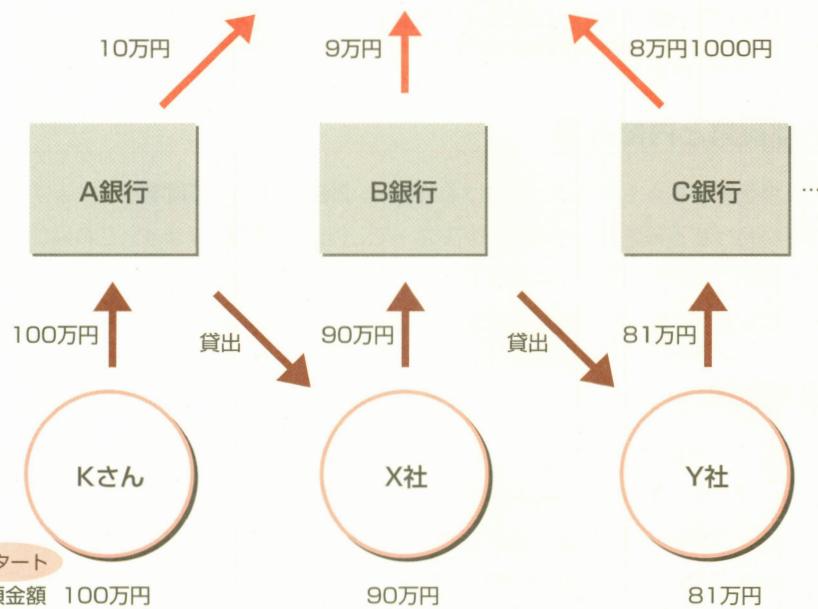
預金準備率が10%の場合、信用乗数は10となります。つまり、もともとあった100万円の預金は、銀行が貸し出し行動を繰り返すことにより、1,000万円分の預金に増えます。

このように、銀行は預金を現金と同じように流通させていくことができるので、銀行預金も貨幣の一種としてとらえることができ、マネーサプライに含まれることになるのです。

### 信用創造のメカニズム

日銀預け金（準備預金）  
預金準備率が10%の場合

中央銀行



全部合わせると、 $100 + 90 + 81 + \dots = 1,000$ 万円になる

# 4-14

## ハイパワードマネー

日本銀行が持つお金は、銀行の信用創造の源になります。信用創造によって何倍ものマネーが生み出されます。それゆえ、まさに「ハイパワード（倍率の高い、影響力の大きい）」なお金なのです。

### ▶ ハイパワードマネー

ハイパワードマネーとは、日本銀行が自由に動かせるお金のこと、ベースマネー、マネタリーベースとも呼びます。内訳は、現金と準備預金です。現金は日銀が発行する紙幣を中心ですので、その量をコントロールすることができます。準備預金は、民間銀行が日銀に預けているお金です。日銀はオペレーションという手段で、このお金を増減できます。

ハイパワードマネー＝現金通貨＋準備預金（＝銀行準備、支払い準備金）

### ▶ 外部貨幣と内部貨幣

貨幣を供給する主体によって分ける分類に、外部貨幣と内部貨幣があります。中央銀行が発行する貨幣はハイパワードマネーで、外部貨幣と呼びます。これは、民間の経済活動の外側で決定される貨幣であるためです。一方、民間銀行の預金は内部貨幣と呼ばれます。銀行は民間活動のなかにあって、貨幣を供給しているためです。

### ▶ 貨幣乗数

ハイパワードマネーが、マネーサプライを何倍増やすかを表すのが貨幣乗数です。マネーサプライをハイパワードマネーで割れば計算できます。

マネーサプライは、現金と預金の合計 ( $C + D$ )、ハイパワードマネーは現金と準備預金の合計 ( $C + R$ ,  $V = 0$  と仮定) ですので、分子と分母の両方を預金で割ると、 $R/D$  (支払い準備・預金比率) と  $C/D$  (現金・預金比率) から構成される式に変形できます。

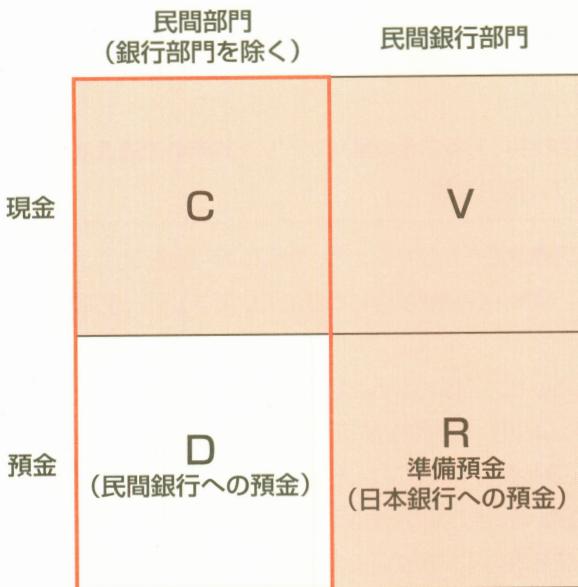
この変形から、預金に対して銀行の支払い準備が増えると貨幣乗数は小さくなり、預金に対する現金の比率が大きくなると貨幣乗数は大きくなることがわかります。

$$\text{貨幣乗数} = M(\text{マネーサプライ}) / H(\text{ハイパワードマネー})$$

$$\text{貨幣乗数} = \frac{M}{H} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}}$$

(注)  $V=0$  と仮定

### マネーサプライとハイパワードマネーの関係



- マネーサプライ =  $C+D$
- ハイパワードマネー =  $C+V+R^*$

\*  $C+V+R$   $V$  (銀行部門の保有現金) をゼロとして、 $C+R$  と表す場合が多い。 $V$  を銀行部門の超過準備と考え、準備預金の一種と考えることもできる。

# 4-15

## マネーサプライとGDPの関係

マネーサプライは金融政策上重視される指標です。マネタリズムと呼ばれる学派では、マネーサプライの役割を特に重視しています。マネーサプライとGDPは密接な関係にあり、マネーサプライを操作すれば、GDPが操作できるという考え方が元になっています。

### ▶ 貨幣数量式

マネタリストがマネーサプライを重視するのは、マネーサプライとGDPが密接な関係にあるためですが、その根拠となっているのが**貨幣数量式**です。

#### ● 貨幣数量式(フィッシャーの交換方程式)

$$MV = PT$$

M : 貨幣量(世の中にあるお金の量) V : 貨幣の流通速度

P : 物価 T : 取引回数

貨幣量に**貨幣の流通速度**をかけたものが、物価に取引回数をかけたものに等しくなるというものです。貨幣の流通速度はわかりにくいですが、一定期間に貨幣が何回転するかを表します。

りんごだけが流通している国があるとして、具体的な数字で説明しましょう。りんごの値段(物価)が100円、取引回数が30回だと3,000円分お金が動いたことになります。これが右辺を表しています。その国に貨幣が1,500円あったとすると、3,000円分お金が動くにはお金が2回転することがわかります。この2回転というのが貨幣の流通速度を表しています。このように、貨幣の流通速度は、等式が合うように最後に計算されるものです。

### ▶ GDPとマネーの関係を表すケンブリッジ方程式

貨幣数量式のVを右辺に持っていく、 $1/V = k$ とし、取引回数は経済活動の大きさを表すと考え、Tを実質GDPとすると、物価をかけたPTは名目GDPを表すことになる。

なります。Mはマネーサプライと考えます。kをマーシャルのkと呼び、次の式をケンブリッジ方程式<sup>\*</sup>と呼びます。

マネーサプライ = k × 名目GDP

この式を反対に読むと、次の式になります。

名目GDP = マネーサプライ / k

つまり、マネーサプライが決まれば、GDPが決まる事になるわけです。マーシャルのkの逆数とは貨幣の流通速度です。ケンブリッジ方程式が安定的に成り立つ大前提是貨幣の流通速度が安定しているかどうかにかかっています。これまでの経験では、それほど安定していないことがわかっています。

この方程式を信用して、70年代末のアメリカで金利の動きを考慮せず、マネーパライだけを操作しようという試みが行われました。しかし、予想以上に金利が乱高下するうえ、 $k$ も安定していなかったため、うまくGDPをコントロールできませんでした。

現在でもマネーサプライは重要な変数ですが、政策達成のための変数としてはマネーサプライ操作よりも金利操作が重視されています。

## マネーサプライとGDPの関係

MV=PT → 貨幣量 × 貨幣の流通速度 = 物価 × 取引回数

$$MV=PT \rightarrow \text{貨幣量} \times \text{貨幣の流通速度} = \text{物価} \times \text{取引回数}$$

↓

$\text{マネーサプライ} \quad \quad \quad \text{名目GDP}$

$\text{マネーサプライ} = \text{名目GDP} \times k$

$\text{マーシャルの} k = \frac{\text{マネーサプライ}}{\text{名目GDP}} \rightarrow \text{マネーサプライとGDPとの関係}$

$\text{名目GDP} = \frac{\text{マネーサプライ}}{\text{マーシャルの} k} \rightarrow \text{マネーサプライが決まればGDPが決まる}$

\* ケンブリッジ方程式 アルフレッド・マーシャル(1842年—1924年)ら、ケンブリッジ大学の研究者によって明らかにされたことから、こう呼ばれる。

# 金融政策の歴史

公定歩合は、日本銀行が市中銀行に貸し出す際の金利です。金利の自由化後は公定歩合よりもコールレートの方が低い場合が多く、象徴的な意味合いが強くなっています。しかし、1994年の自由化前の公定歩合は非常に重要な意味を持っていました。公定歩合をもとに、金融政策の歴史を振り返ってみましょう。

## ▶ 景気過熱を防ぐ

高度成長期までは、経済水準が先進諸国に追いついていないため、経済成長の余地が大きく、放っておけば経済は高い成長をしました。大きな制約の一つが、貿易収支が赤字になって外貨準備が不足することでした。景気が過熱して輸入が増え、貿易収支が赤字になると輸入代金を払うための外貨がなくなっています（**国際収支の天井**）。そこで貿易収支が赤字になれば金利を引き締め、黒字になれば金融を緩めるという政策がとられました。貿易黒字が定着するまでの金融政策は、貿易収支をにらみながら行われました。

1970年代の金融政策は、物価との戦いでした。第1次オイルショック後、第2次オイルショック後にインフレが起こり、それを沈静化するために金融政策が使われました。景気拡大は財政政策、インフレ沈静化は金融政策という棲み分けができていた時代でした。

## ▶ プラザ合意後

その後の2回の金融引き締めは、両方ともタイミングを逸したものになりました。バブル期は引き締めが遅すぎ、2000年は引き締めが早過ぎました（後述）。

プラザ合意以降、円相場は円高気味に推移しました。円高になると輸出の減少、輸入の増加を通じて景気の悪化が懸念されます。一方、金融を引き締めるということは円相場を円高気味\*に動かしてしまいます。このため、日本銀行はなかなか引き締めに動きませんでした。株価や地価といった資産価格は高騰していましたが、消費者物価や卸売物価（企業物価）は落ち着いていたのも原因でした。資産価格のインフレも、やはり経済に悪影響を与えるということを当時の政策当局者や民間エコノミストはは

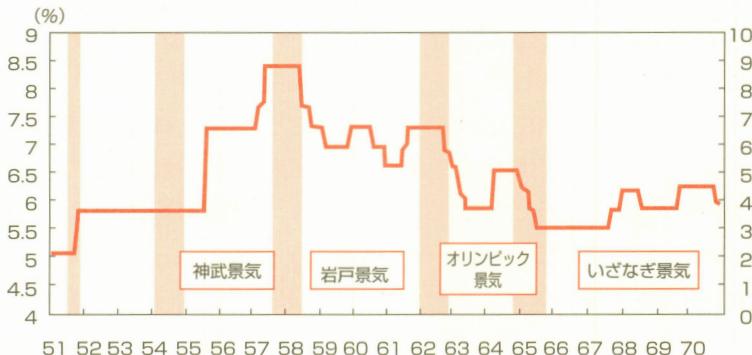
\*円高気味 引き締め→金利の上昇→ドルを売って円を買う（買った円で預金なり債券投資なりする）から円高に誘導する効果がある。逆に財政の引き締めは円安気味に動かす。

つきり認識していなかったといえます。結局、公定歩合を上げたのは1989年9月でした。

バブル期後期の金融引き締めはかなり強すぎたため、バブル崩壊後、景気は大きく悪化しました。公定歩合を下げていきましたが、それよりも景気悪化の度合いが強く、ゼロ金利政策へとつながっていきます。

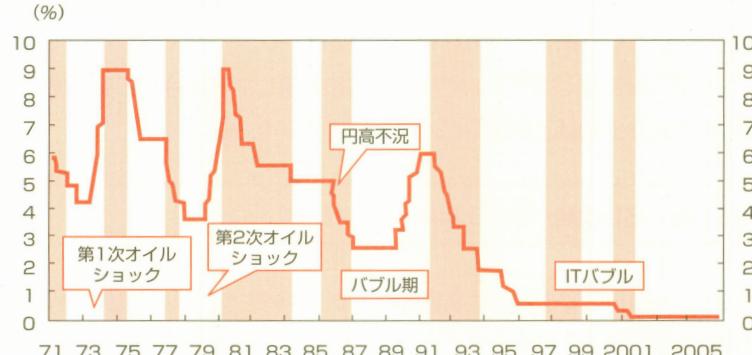
### 戦後の景気変動と公定歩合の推移

1951(昭和26)年～1970(昭和45)年



(資料)日本銀行『公定歩合』、色の部分は景気後退期。

1971(昭和46)年以降



(資料)日本銀行『公定歩合』、色の部分は景気後退期。

# 4-17 ゼロ金利政策

バブルが崩壊して、金融政策としては緩和の度合いを常に強めていくという異常な事態が約10年も続きました。日本銀行はバブル崩壊後、金融を緩和し続け、99年にはコールレートの誘導水準をゼロ%としました。ゼロ金利政策は2000年にいったん解除されますが、その後景気は落ち込み、ゼロ金利解除が早過ぎたことがわかりました。

## ▶ コールレートが政策金利に

日銀はバブル崩壊以降、景気がなかなか良くならないデフレ<sup>\*</sup>の状態が続くため、金利を低下させ続けていました。折からの金利の自由化とも相まって、1994年からはコールレートが公定歩合を下回ることが常態となりました。銀行は資金調達をするのに、日銀から借りる必要がなくなりました。公定歩合より金利の低いコール市場から資金調達すればよいからです。こうしたことから、日銀は1994年に政策スタンスを示す指標を公定歩合からコールレートに変更しました。

1997年以降、金融システム不安が高まり、1999年には日銀は政策金利であるコールレートをゼロにしました。政策金利を下げるところまで下げ、ほぼゼロとしたため、ゼロ金利政策と呼ばれています。

コールレートがゼロになるということは、銀行が日々に必要なお金を金利なしで調達できるということです。日銀は、金利政策面でこれ以上の政策はとれません。

金利がゼロになれば景気が良くなるかといえば、そうとはいえません。企業が設備投資をする際に勘案する金利は、価格の変動を考慮した実質金利です。実質金利は、通常の名目金利から物価上昇率（インフレ率）を引いたものです。

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{物価上昇率(インフレ率)}$$

日銀がコントロールできるのは名目金利です。金利をゼロまで下げたとしても物価の下落が続ければ、実質金利は上昇を続けることになります。実質金利を下げようと思っても、名目金利はゼロより下、つまりマイナスにはできないために、実質的には“金利が上がっている”状態になってしまいます。物価が下落を続いている場合、金利操

\* デフレ デフレーションの略。物価の持続的な下落のこと。インフレの反対。

作では緩和策がとれない可能性があります。

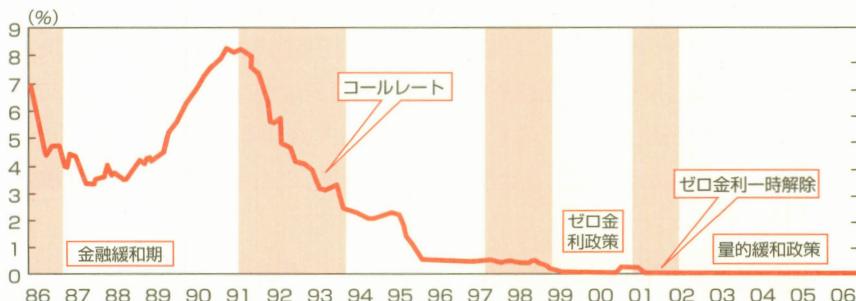
## 日銀に勇み足

ゼロ金利政策は、2000年8月にいったん解除されましたが、これは早まった解除であるといわれています。ゼロ金利政策を解除した後、アメリカ経済が悪化し日本も不景気になりました。当時は、政府などがゼロ金利解除に反対していましたが、それを押し切ってゼロ金利を解除して失敗しました。振り返ってみると、当時はまだ消費者物価上昇率の前年同月比がマイナスのデフレ状態であり、景気回復が明確に認められる状態ではなかったと考えられます。

景気の方向としては確かに上向きだったわけですが、外的なショックがあるとすぐに影響を受けそうな弱い回復力であったと考えられます。

また、「**流動性のわな**」に陥るという問題があります。金融緩和が実体経済に与える経路としては、中央銀行による貨幣供給増→金利の低下→設備投資増加→経済全般の拡大——という経路が想定されています。しかし、金利がゼロに近い状況ではいくら貨幣を供給しても、すべて現金として保有され、貨幣供給の金利への影響はなくなります。金融緩和策がわなに陥ったように、何の効果も持たなくなるわけです。ゼロ金利政策下は、まさにそういう状態であったといえます。

### バブル以降の金融政策



(出所)日本銀行ホームページ 色の部分は景気後退期

# 4-18

## 量的緩和政策

量的緩和政策は、政策目標を金利ではなく、日銀当座預金にするものです。2001年3月から実施された政策で、2006年3月に解除されました。ゼロ金利政策も含み、量的緩和政策を続けるメドを示したコミットメントも行いました。量的緩和政策は、金融不安を払拭するのに効果があったと考えられます。

### ▶ ゼロ金利政策+コミットメント+α

量的緩和政策は、金融政策の調節目標を金利から量に変えたものです。量というのは銀行が日本銀行に預ける預金の残高を指します。具体的には、日銀が手形や国債などを銀行から買い入れます。買った代金は、各銀行の日銀に開いた当座預金の口座に振り込まれます。これが**日本銀行当座預金(日銀当預)**です。この残高を高めることを目標にしたのが量的緩和政策です。

量的緩和政策の効果の一つは**金利効果**です。量的緩和政策には、コールレートがゼロ近くになるまで資金供給するという政策も含まれています。コールレートは、日々の資金の必要量によって上下します。資金の必要量が多ければ金利は上がりますが、金利がゼロになるように、日本銀行が資金を供給し続けるので、コールレートはゼロ近くになります。量的緩和政策はゼロ金利政策を含んだ政策です。

次に、「デフレを脱却するまで量的緩和政策を続ける」と明言する**コミットメント効果**が重要です。コミットメントとは「誓約」のことと、日銀が金融緩和を続けることを約束することを指します。ゼロ金利政策でも、短期金利はゼロに誘導することができますが、金融緩和を続けるということを将来に渡って約束することで、1年後、2年後といった長い期間の金利も安定させる効果があります。これを**時間軸政策(時間軸効果)**と呼びます。

2003年10月にはコミットメントの明確化が行われました。コアCPI<sup>\*</sup>の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで、つまり①基調としてゼロ%以上で、②先行き再びマイナスになると見込まれないこと——という条件をクリアしない限り継続するしました。

さらに、量的緩和政策固有の効果として、**ポートフォリオバランス効果**が期待され

\* コアCPI 生鮮食品を除いた消費者物価指数。詳しくは2-22節参照。

ました。これは、銀行の資産に金利を生まない当座預金の比率が増えることによって、収益を上げるために貸し出しや株式などリスクの高い資産を増やすという効果です。現実には、貸し出しが増え始めたのは量的緩和政策が始まってからかなり後でした。

当初期待されたのは、ポートフォリオリバランス効果により貸し出しが増え、貸し出しが増えることで預金も増え、マネーサプライが増えるという効果<sup>\*</sup>でした。しかし、現実にはハイパワードマネーは増えるけれども、マネーサプライは増えないという状況が続きました。量的緩和で、貸し出しを増やそうという構想は期待はずれに終わったといえます。

とはいっても、金融システム不安を緩和する効果はありました。金融不安が起る時は、取り付け騒ぎなど預金の大量引き出しが起こりますが、銀行がいつでも払い出せる大量の日銀預け金を持っていたことで、資金が滞るという不安が解消されたからです。

### ポートフォリオリバランス効果

#### ●量的緩和前

日本銀行

資産	負債
国債・手形100	銀行券50
	当座預金50

銀行

資産	負債
国債・手形150	預金300
貸出100	
日銀預け金50	

買いオペ  
手形 100  
  
日銀預け金 100

#### ●量的緩和後

資産	負債
国債・手形200	銀行券50
	当座預金150

資産	負債
国債・手形50	預金300
貸出100	
日銀預け金150	

\* マネーサプライが増えるという効果 マネーサプライが増えるとお金の価値が低下し、物価が上昇する。こうしてデフレからの脱却を図った。

# 4-19

## インフレターゲット

インフレ目標、またはインフレターゲットとは、あるインフレ率を金融政策の目標とすることです。インフレ率の目標値を公表すれば、人々が将来のインフレ率を予想しやすくなり、市場の混乱を未然に防ぐことが期待できます。

### ▶ インフレ率を目標にする

インフレターゲットとは、日本銀行の政策目標であるインフレ率そのものを目標にしようというものです。

従来からインフレ率の安定は日銀の目標でしたが、直接目標値とすることはありませんでした。インフレ率が操作可能ではないとの考え方からです。

日銀は、金利(特に短期金利)ならば完全に操作することができます。コールレートをある目標値にしようと思えば、短期金融市场で、金融調節(公開市場操作)を行うことにより金利の微調整ができます。ハイパワードマネーに関しても、その内訳は現金と市中銀行が日銀に預けている当座預金なので操作が可能です。

しかし、金利と並んで中間目標とされるマネーサプライの操作は簡単ではありません。マネーサプライは、現金と預金の合計ですが、人々の預金行動を正確に把握することは難しいためです。金利も、長期金利となると完全に操作することはできません。長期金利は短期金利とは違い、将来の金利や経済への予想によって左右される部分が多いのです。

さらにインフレ率(物価上昇率)となると、さまざまな要因が反映されるため、操作が難しくなります。それを目標値として設定するのは困難だ、というのがインフレターゲットに消極的な人の意見です。現実の経済が目標値から離れている時、それを目標値に近づけるための完全な手段を中央銀行は備えていません。

### ▶ 「目標」であるがゆえに有益

一方で、目標を示すことが有益だという意見もあります。インフレ率の安定が中央銀行の使命である以上、それに向かってあらゆる手段を講じる責任があるという意見です。さらに重要なのは、人々の予想(期待)への影響です。中央銀行がインフレ率の

目標値を公表することで、人々が将来のインフレ率を予想しやすくなります。中央銀行は目標値に向けて（積極的にせよ消極的にせよ）金融政策を運営しますので、その結果、金利の動向（引き締めなのか緩和なのか）なども比較的予想しやすくなり、市場での混乱を未然に防ぐことが期待できます。

金融政策の成否は経済に大きな影響を与えるので、場当たり的な「裁量」ではなく、きちんとした「ルール」を作り運営すべきだ、というのがインフレターゲットを支持する人たちの考え方です。

ただ、これまでインフレターゲットが導入されたのは、いずれも現状の物価が高くなるのに対して、それを下げるための方法として使われてきました。日本の場合は、現状の物価が低いのに対して、それを引き上げるための手段<sup>\*</sup>として考えられています。

### 世界の金融政策

国・地域	中央銀行	手段	特徴・目標数値
日本	日本銀行	ターゲットを設定しない	
アメリカ	連邦準備制度理事会(FRB <sup>*</sup> )	ターゲットを設定しない	
EU <sup>*</sup> (ヨーロッパ連合)	欧州中央銀行(ECB <sup>*</sup> )	インフレ参照値	2%
イギリス	イングランド銀行	インフレターゲット	2%
ニュージーランド	ニュージーランド準備銀行	インフレターゲット	1~3%
カナダ	カナダ中央銀行	インフレターゲット	1~3%
スウェーデン	スウェーデン中央銀行 <sup>*</sup>	インフレターゲット	2±1%
オーストラリア	オーストラリア準備銀行	インフレターゲット	2~3%

\*「EU」は加盟国のうち、ユーロ（欧州通貨同盟）参加国のみ

\*「インフレ参照値」はインフレターゲットよりも目標としての拘束力が弱いとされる

\*「目標数値」は2006年9月現在の値。“それ以下”とか“その水準”など採用国独自の留保がある

\* **手段** インフレターゲットを採用することで、インフレ率の目標値が公表される。現在の値がそれより低いで、人々の予想インフレ率が上昇する。インフレ=価格上昇だから、企業は積極的に活動しようとする。その結果、資金需要が旺盛になり銀行の（名目）利子率が上昇する。銀行は融資すれば儲かるし、企業は利子が高くても価格上昇を期待して借り入れを増やす。よってマネーサプライが増加し、物価が上昇する。予想インフレ率の上昇が名目利子率を上昇させることを「フィッシャー効果」といい、「名目利子率=実質金利+予想インフレ率」の関係を「フィッシャー方程式」という。

\* **EU** European Unionの略。

\* **FRB** Federal Reserve Boardの略。

\* **ECB** European Central Bankの略。

\* **スウェーデン中央銀行** 17世紀末に創設された、現存する世界最古の中央銀行。現地ではリクスバンクと呼ばれる。ノーベル経済学賞（アルフレッド・ノーベル記念経済学スウェーデン銀行賞）は、この銀行によって贈られる。

# 4-20 非不胎化介入

「胎化」とはお母さんの胎内に子供ができることで、「不胎化」とはできないようにすることです。金融政策の用語で使う「不胎化」は、為替介入の影響を国内経済に発生させないようにする政策です。

簡単にいえば、為替介入と同時に国内のお金を増減するものが「不胎化介入」、為替介入だけして、国内のお金の増減をしないものが「非不胎化介入」です。

## ▶ 為替相場安定のための介入

変動相場制のもとでは、**外国為替市場**で円相場が決まります。しかし、余りにも大きな変動や投機的な動きがある時、日本銀行は財務大臣の代理\*として**外国為替特別会計(外為特会)**の資金を使って外国為替市場に介入し、為替相場の安定を図ります。これを**市場介入(外国為替平衡操作)**といいます。

円高が急激に進み、その動きを止めようとする場合は、為替市場で円売り・ドル買い介入をして円安方向に為替レートが動くように調整します。

## ▶ 非不胎化介入は介入だけ実施

介入は国内の金融市場にも影響を及ぼします。為替市場で円を売るということは、それだけ銀行が持っている円の量が増え、日銀の当座預金が増えてハイパワードマネーが増えます。円売り介入は為替相場には円安圧力となると同時に、金融緩和をしていることになるわけです。

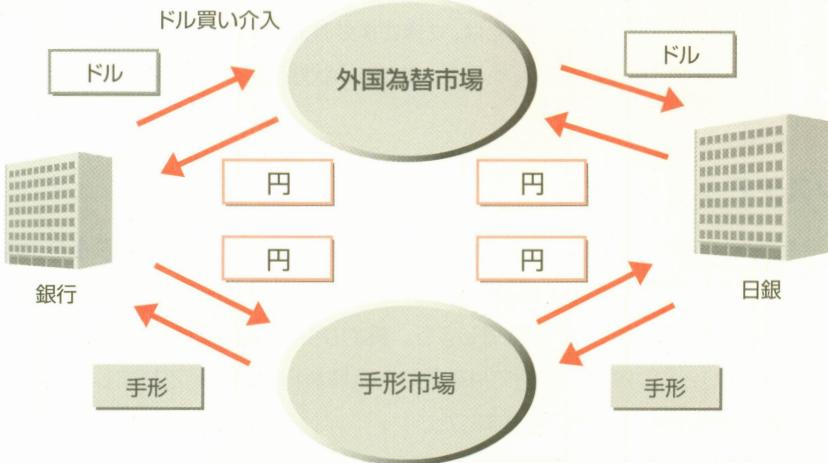
国内金融市場に影響があることが望ましくないと日銀が判断した場合は、介入とともに、オペレーションを通じてお金を金融市場から引き上げます。こうした政策を「**不胎化**」と呼びます。

ややこしいですが、不胎化介入をしない場合を「**非不胎化介入**」と呼びます。為替レートが円安になるのが望ましく、国内市場も緩和すべきであれば、お金を金融市場から引き上げる必要はないので、外国為替市場への介入だけにすれば「**非不胎化介入**」となります。

\* 財務大臣の代理 日銀は介入に際して、主体的に行動しない。事前の相談・協議はあるにしても、あくまで市場介入は政府(財務省)の行動。

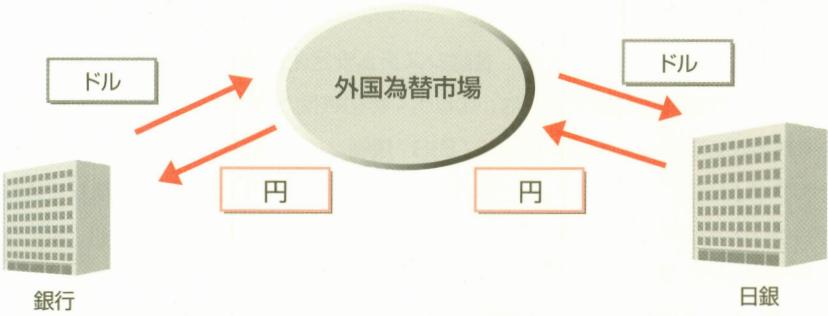
## 非不胎化介入

## ●不胎化介入



銀行に円資金が入る→市中にお金が多く出回る  
銀行に入ったお金の分だけ手形の売りオペで吸収する→国内市場のお金の量は変わらない。

## ●非不胎化介入



銀行に円資金が入る→市中にお金が多く出回る

# 4-21

## 金融システムの安定

「金融システムが安定している」とは、さまざまなお金の流通がスムーズに行われていることを指します。金融システムがうまく働かない状態になりそうな時に、安定させるのが日本銀行の一つの役割です。

### ▶ システミックリスク

金融機関に信用が置けなくなると、人々は自分のお金を守ろうとして預金を引き出すという行動であります。ある銀行の支払いが滞るかもしれないという恐れをいだけば、その銀行から預金を引き出すでしょう。預金の引き出しが同時に多数起こることを「取り付け」といいます。最近では破綻した兵庫銀行などで起こりました。預金者が窓口に殺到し、パニックになりました。

一つの銀行は、すべての預金者に預金額を返すのに十分なお金を持っているわけではありません。同時に引き出すことは不可能です。このため、ほかの銀行に貸しているお金を引き出そうとするかもしれません。こうしたことが連鎖的に起これば、金融機関全体に不安定な状況が波及するかもしれません。これをシステミックリスク(金融システム不安)といいます。

### ▶ プルーデンス政策

このような状態を防ぐために、金融システム安定化政策(プルーデンス政策)がとられます。事前的な措置としては、なるべく金融機関が健全であるように、日本銀行や財務省が監視しています。さらに、BIS<sup>\*</sup>規制という国際的な基準で自己資本比率を水準以上に保つよう監視しています。自己資本比率が低い場合は、業務ができないというペナルティが課せられます。1988年に制定(バーゼル合意)され、新たな基準(バーゼルⅡ、新BIS規制)が2007年から実施される予定です。

金融システム不安が起こった後の対策としては、日銀特融、預金保険機構などの制度があります。支払いがすべて行われそうにない銀行に対しては、日本銀行がその銀行にお金を貸します(日銀特融)。また、預金保険機構では、預金者の預金をある程度まで保障します。

\* BIS Bank of International Settlementsの略。国際決済銀行。

金融不安を起こした金融機関を、政府が助けることをセーフティーネットと呼びます。そうすると、経営がうまくいかなくても助けてくれるかもしれない、ということを経営や管理が甘くなる事態が考えられます。このことを、モラルハザード（倫理の欠如）と呼びます。

## 新BIS基準

$$\text{自己資本率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{総資産:貸出や保有株式(リスクウェートをかけて計算)}}$$

貸出、投資先	リスクウェート
国・地方公共団体	0%
政府関係機関等	10%
銀行・証券会社	20%
事業法人	格付けにより20-150%または一律100%
中小企業・個人	75%
住宅ローン	35%
延滞債券	150%
株式	100%

\* 総資産には、市場リスク（金利や為替の変動に関するリスク）やオペレーションリスク（コンピューターの障害などで生じるリスク）も加味する。



## CDとは何の略？

「CD」にはいろんな意味があります。音楽やパソコンの記憶媒体として使うコンパクト・ディスク（Compact Disc）、銀行でお金を下ろす時に使うキャッシュ・ディスペンサー（Cash Dispenser）、ブランドのクリスチャン・ディオール（Christian Dior）もCDです。

金融用語で使うCDは、譲渡性預金（Certificate of Deposit）です。Negotiableが前について、NCDという場合もあります。「譲渡する資格のある預金」という意味の無記名の定期預金です。最低預け入れ金額が5,000万円なので、個人ではなく、企業の資金運用手段として使われています。