

「中央銀行の役割」(第1回) 「日本銀行設立の経緯と中央銀行の機能」

(株)日本総合研究所調査部主席研究員
河村 小百合

今や地方公共団体の地方債発行による資金調達6割を民間資金が占める時代となっている。わが国の地方財政運営は、基本的に地方交付税制度等を通じて国の支援を受ける一方で、各団体は毎年度、4つの健全化判断指標を公表し、自らの財政運営の健全性の度合いを世に問うている。市場の評価は各団体の調達金利に間違いなく跳ね返っている。地方財政は金融市場との密接なかかわりのなかで運営されているといっても過言ではないだろう。

その金融市場に極めて大きな影響を及ぼすのが、中央銀行たる日銀の金融政策運営である。近年では、指定金融機関等として各地方公共団体とつながりの深い地方金融機関の経営にも大きな影響を及ぼしつつある。

本連載では、中央銀行はいかなる役割を果たしているのか、金融政策はどのように運営されているのか、といった点について、日銀のみならず米連邦準備制度(Fed)、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)等の世界の主要な中央銀行も対象に含め、順次みていくことにしたい。

1. 日本銀行設立までの経緯¹

世界で最も古い中央銀行はどこだろうか。直感的にはイングランド銀行あたりか、という気がしなくもないが、答えはスウェーデンのリクスバンク(正式名称はSveriges Riksbankで、“スウェーデン国立銀行”の意味)である(図表1)。現在は、EU(欧州連合)に加盟しながらも単一通貨ユーロには加わらない選択をしたスウェーデンの中央銀行であるリクスバンクは、実験的な金融政策運営で知られ、セントラルバンカーの世界で一目置かれる存在である²。確かに同行は同国の通貨クローナの防衛のために政策金利を500%にまで引き上げたことがあり、マイナス金利政策も他の主要中央銀行に先駆ける形で実施した。2019年末には、日銀やECBがなかなかマイナス金利政策から抜け出せずにいるなか、リクスバンクはいち早くそこから脱却するなど、最近も注目されている。本連載でもいずれ、そうしたあたりの実情をとり

あげる予定である。

日本銀行は明治維新後の1882(明治15)年に設立された。これは、他の主要国との比較でみれば、

(図表1) 主要中央銀行の設立時期

中央銀行名	設立年
スウェーデン・リクスバンク	1668年
イングランド銀行	1694年
フランス銀行	1800年
オランダ中央銀行	1814年
ベルギー国民銀行	1850年
ドイツ・ライヒスバンク	1876年
日本銀行	1882年
イタリア銀行	1893年
スイス国民銀行	1907年
米・連邦準備制度	1913年
カナダ銀行	1934年
欧州中央銀行	1998年

(資料) 日本銀行『各国中央銀行の設立時期』(<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/history/j07.htm/>、2020年4月6日アクセス)を基に日本総合研究所作成。

1 本省の記述は、主として日本銀行『日本銀行百年史 第一巻』(1982年10月)、翁 邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013年7月等を参考にしている。

2 翁 邦雄『日本銀行』筑摩書房、2013年7月、p20。

比較的早い部類に属する。中央銀行の設立の経緯は国によりそれぞれであるが、多くのケースは民間銀行が先に設立され、そして場合によっては国が何らかの通貨を発行していたもとの、各地での決済を円滑に行い、価値の安定した通貨を供給する必要に迫られて中央銀行が設立されている。日銀もその例外ではなかった。

わが国においては、明治維新直後に殖産興業政策の一環として為替会社制度が設けられた。為替会社は政府の強い勧奨を受けて、東京・大阪・横浜・神戸・新潟・大津・敦賀の全国8か所に設けられたが、その設立の中心となったのは三井・小野・島田・鴻池といった幕藩期以来の富商であった。為替会社は身元金（出資金）・預金・政府からの貸付金や紙幣発行を資金源に、預金・貸出・為替・洋銀古金銀売買・両替を主たる業務とし、わが国における銀行事業の嚆矢ともいわれるが、その半官半民的性格や経営参加者の自覚の欠如等を背景に、その経営はほどなく行き詰まることとなった。

もっとも当時は、民間による銀行設立の機運が高まっており、大蔵省に対する出願が相次いでいた。1872年には国立銀行条例が公布された。これは、米国において1863年に制定されていた全米通貨法（National Currency Act）に基づく国法銀行（National Banks）制度にならったもので、海外視察から帰国した伊藤博文らが持ち込んだものとみられる。“国立銀行”はその直訳であった。上述の為替会社は国立銀行への転換が認められたものの、その大部分は損失が多額に上ったため解散し、唯一、横浜為替会社（後の横浜正金銀行→旧東京銀行→現三菱UFJ銀行）のみが転換を果たした。その後、国立銀行制度は紆余曲折を経つつも条例改正等を経て発展し、最盛期には全国で153行が存在した（図表2）。

しかしながら明治政府は当時、積極的な殖産興業政策を展開する一方で、そのための財政的な基盤を持たなかったために、財源は事実上紙幣の発行に依存していた。当初は為替会社、その後は国立銀行に発行させるようになった円貨の紙幣はいずれも“不換紙幣”で、金貨や銀貨、金地金といった価値の裏付けとなる資産を持たずに発行されていた。1877（明治10）年以降は、西南戦争のための戦費調達目的も加わり、この“不換紙幣”の発行が膨張したために、国内は激しいインフレに悩まされることとなった。そこで明治政府は欧州各国の例にならい、不換紙幣の整理による通貨価値の安定と、効率的な金融・決済制度を確立することを目的に、日本銀行を設立したのである。

1882年3月に日本銀行設立を建議したのは大蔵卿（現在の財務大臣に相当）であった松方正義である。松方はそれに先立ち大蔵大輔（現在の財務次官に相当）であった1878年にフランス博覧会事務局副総裁としてフランスに赴いた際、当時のフランスの大蔵大臣であったレオン・セーの勧めもあって、設立が古く組織や執務の方法も永年の因習にとらわれているフランス銀行ではなく、設立からまだ年数が浅く、秩序が整然としているベルギー国立銀行の制度を研究することとした。そして日本銀行設立と建議や日本銀行条例は、ベルギー国立銀行の制度を基に策定されることとなり、1882年10月に日本銀行は営業を開始した。図表3は設立後間もない日本銀行の取引先の顔ぶれをみたものである。このなかに、今日、全国に存在する民間銀行の源流を数多く見出すことができよう。

それからすでに130年余りの年月が経過した。その後の経緯を詳細に記す紙幅は今回はないが、この間、日本銀行は銀本位・金本位制の時代、世界大恐慌を受けての金本位制の崩壊以降、管理通

（図表2）明治初期の国立銀行の設立状況

年	開業銀行数	資本金（円）	銀行券発行免許高（円）
1876 明治9	12	21,176,100	19,340,880
77 10	27	3,230,000	2,584,000
78 11	109	12,545,000	9,628,000
79 12	5	775,000	556,000
合計	153	37,726,100	32,108,880

（資料）日本銀行『日本銀行百年史 第一巻』、1982年10月、表1-1、p29。

（原資料）明治財政史編纂会『明治財政史』第12巻、明治財政史発行所、昭和2年、p307。

(図表3) 1983(明治16)年末の日本銀行コルレス取引先

(千円)

約定銀行	実際取引先	貸付極度額	約定銀行	実際取引店	貸付極度額
三井銀行	八王子出張店	7	川崎銀行	千葉支店	28
〃	小田原 〃	12	〃	木更津 〃	10
〃	名古屋 〃	37	〃	佐原 〃	12
〃	岐阜 〃	29	横浜正金銀行	本店	200
〃	高山 〃	3	中井銀行	浦和支店	33
〃	津 〃	37	第七十七国立銀行	本店	10
〃	青森 〃	8	第六十七 〃	〃	14
安田銀行	栃木支店	12	第十九 〃	〃	11
〃	宇都宮 〃	16	第百三十九 〃	〃	11
〃	足利 〃	6	北陸銀行	〃	19
第一国立銀行	石巻 〃	7	〃	七尾 〃	11
〃	古川 〃	8	第六十九国立銀行	本店	20
〃	盛岡 〃	11	伊藤銀行	岡崎支店	34
〃	宮古 〃	4	計		617
〃	一ノ関 〃	7			
第百十四国立銀行	本店	26	第九国立銀行	本店	23
第三十四 〃	徳島支店	25	第百三十五 〃	八代支店	16
第五 〃	鹿児島 〃	20	第九十二 〃	本店	18
〃	加治木 〃	8	第二十三 〃	〃	19
第三十二 〃	堺 〃	20	第百六 〃	〃	22
〃	八尾 〃	14	第八十七 〃	〃	9
第百三十 〃	福知山 〃	11	伊万里銀行	〃	7
三井銀行	大津出張店	14	第百四十七国立銀行	宮崎支店	14
第六十四国立銀行	八幡支店	18	第百十 〃	山口 〃	11
第百三十三 〃	本店	13	〃	徳山 〃	10
第十八 〃	〃	19	第六十一 〃	本店	11
第五十八 〃	福岡支店	26	第九十六 〃	〃	11
第五十二 〃	本店	27	第七十八 〃	〃	14
第二十二 〃	〃	40	計		466

(資料) 日本銀行『日本銀行百年史 第一巻』、1982年10月、表4-2、p329。

(原資料) 日本銀行保有資料『第三回半季報告材料書類』(明治16年下期)。

貨制度(通貨制度としては不換制)時代に移行した。そして第二次世界大戦での敗戦、およびその後のブレトンウッズ体制(世界全体としては金・ドル本位制)時代を経て、1971年のニクソンショック以降、わが国を含む主要国は外国為替の変動相場制のもとでの管理通貨制度に移行し、今日に至っているのである。

2. 発券銀行

こうした設立の経緯からも明らかなように、中

央銀行の根幹たる機能としては、まず銀行券の発行(=「発券」)すなわち通貨の供給が挙げられる。今日のわが国においては日本銀行法第四六条第二項において、日本銀行券は「法貨として無制限に通用する」と定められており、日銀は法制度上、通貨を独占的に発行する権限を与えられている。ちなみに、現在の日本銀行券をはじめとする各国中央銀行の発行する銀行券は、金銀等の準備資産に裏付けられた「兌換紙幣」ではなく、そうした準備資産を持つことを要しない「不換紙幣」、すなわち管理通貨として発行されている。

通貨には、①決済（交換）手段、②計算単位、③価値の保蔵手段、という3つの機能がある。中央銀行の発行する銀行券が、あまねく全国においてこの機能を果たせるようになるためには、単に法律で明確に定めておけばよいというものではない。確かにそうした法制度が確立されているもとにおいて、当該国の国民は、「法貨」を相手から渡されたときはその価値を認めて受領しなければならないが、自ら「法貨以外の通貨」を保蔵することや、その価値を認める他人とやり取りすることまでを、当該国が法律によって禁ずることは事実上かなり難しい。国民の基本的な人権を十分に尊重する一般的な民主主義国家においてはなおのこと困難であろう。実際、これまでの経験からも、例えば財政破綻した新興国等で、自国通貨に代わり実態として米ドル等他国の信用力ある通貨が流通するようになり、当該国の政府としてもそれを追認ないしは黙認せざるを得なくなるような例はいくつも存在している。

通貨がこの3つの機能をしっかりと果たせるようになるためには、誰もが決済手段として受け入れてくれるという安心感、換言すれば「通貨の信認」が使用する人々の間に醸成されていることが必要になる。通貨の「信認」は、発行主体の健全性および信用力に対する評価を源として醸成されるものである。具体的には、多くの国々の間での国際的な資本移動が自由化されている、いわゆる

“開放経済”の下にある今日においてはとりわけ、①通貨主権を行使する主体である国（政府）による健全な財政運営と、②中央銀行による国内外での通貨価値の安定維持のための機動的な金融政策運営が不可欠であるといえよう。

3. 銀行の銀行

さらに、日銀をはじめとする多くの中央銀行の設立の経緯からも明らかなように、中央銀行は「銀行の銀行」としての機能も果たしている。

中央銀行も銀行である以上、その活動はすべてバランス・シート（以下BS）に反映されることになる。日銀の最近のBSがどのような項目で構成されているのかをみると（図表4）、民間銀行が多額の資金を日銀当座預金に預け入れていることがわかる（日銀の負債勘定〈BSの右側〉）。日銀の当座預金取引先の現在の顔ぶれは図表5の通りで、その主力は銀行や信用金庫、証券会社等で構成されている。信用組合や労働金庫等の場合は個々には日銀と直接の当座取引はないものの、その中央機関（上部機関）である全国信用協同組合連合会や労働金庫連合会が日銀の当座預金取引先となっているほか、各地の手形交換等の業務を担っている銀行協会も日銀の当座預金取引先となっている。

私たち国民は直接、日銀と取引することはない

（図表4）日本銀行のバランス・シート項目の内訳（2020年3月末時点）

（億円）

資産		負債・資本	
金地金	4,413	発行銀行券	1,096,166
現金	2,051	当座預金	3,952,560
短期国債	123,767	その他預金	518,202
長期国債	4,735,414	政府預金	126,338
CP等	25,519	売現先勘定	241,163
社債	32,208	引当金勘定	61,322
金銭の信託（信託財産株式）	7,307	資本金	1
金銭の信託（ETF）（*1）	297,189	準備金	32,520
金銭の信託（J-REIT）（*2）	5,834		
共通担保資金供給	543,286		
外国為替	245,125		
その他含む資産合計	6,044,326	その他含む負債・資本合計	6,044,326

（資料）日本銀行『営業毎旬報告（令和2年3月31日現在）』、2020年4月7日を基に日本総合研究所作成。

（注*1）信託財産指数連動型上場投資信託。

（注*2）信託財産不動産投資信託。

(図表5) 日銀の当座預金取引先の相手方の業態別内訳

業態	数
銀行	123
信託銀行	13
外国銀行	50
信用金庫	248
協同組織金融機関の中央機関	4
証券会社・日本法人である外資系証券会社 (*1)	32
外国法人である外資系証券会社 (*2)	3
証券金融会社	1
短資会社	3
資金清算機関	1
金融商品取引清算機関 (金融商品債務引き受け業を行う金融商品取引所を含む)	3
銀行協会	33
その他	6
合計	520

(資料) 日本銀行『当座預金取引の相手方一覧 (2020年3月末・金融機関等コード順)』、2020年4月1日 (<https://www.boj.or.jp/paym/torihiki/ichiran.pdf>、2020年4月6日アクセス) を基に日本総合研究所作成。

(注*1) 原資料上の表記は「金融商品取引業者 (外国法人である金融商品取引業者を除く)」。

(注*2) 原資料上の表記は「外国法人である金融商品取引業者」。

が、私たちが民間銀行に預けた預金を用いて行う決済は、最終的には各民間銀行の日銀当座預金を通じて決済されることになる。その意味では、民間銀行も預金という一種の「通貨」を私たち国民に提供していることになる。また、私たちが日常使うお札である日本銀行券も、日銀から国民に直接供給されているわけではない。あくまで、私たち国民が取引先の民間銀行から現金を引き出すのに応じて、民間銀行が、自らの日銀当座預金を取り崩す形で日銀から引き出し、自行のATM等を通じて、私たち国民に供給している。このように、決済システムは、中央銀行が独りで全てを差配できるようなものでは決してなく、民間銀行との二人三脚で運営されている。

そして中央銀行は、民間銀行とのこうした当座取引の基盤があるからこそ、金融政策を運営するうえでの資金貸出 (供給) や回収 (吸収) などの金融調節オペレーションを、民間金融機関を取引相手として実施できることになる。とりわけわが国のように、国全体の金融仲介の構造上、企業等が債券・株式の発行などで市場から資金を調達する「直接金融」よりも、銀行経由で資金を調達する「間接金融」のウエートが高い国においては、中央銀行が民間銀行を相手に行う金融調節オペ

レーションを通じて、当該民間銀行による企業や家計向けの貸出等の与信活動、ひいては国全体の経済活動に影響を及ぼすことが、より効率的にできるのである。

また、民間金融機関が万が一、経営上の苦境に陥ることがあれば、中央銀行は「最後の貸し手」としての役割を発揮することになる。中央銀行は、「銀行の銀行」として金融システムの安定を確保する、というミッションも負っているのである。

4. 政府の銀行

中央銀行はさらに「政府の銀行」としての機能も果たしている。日銀の場合、国の資金を政府預金として受け入れ (前掲図表4)、①国の歳入や歳出を実際に資金の受け払いとして行う出納事務、②歳入や歳出に応じて政府預金の受け入れと支払いを計理 (記録) する資金計理事務、③歳入や歳出を官庁別・会計別に整理・集計して官庁と照合・確認する計算整理事務からなる国庫事務を行っている。日銀はこのほか、国債の発行、振替決済、元利金の支払いからなる国債事務の委託を政府から受けて実施している。国庫事務や国債事務についても、日銀の本支店のみでなし得る業務

では決してなく、多くの民間金融機関の店舗が「日本銀行歳入代理店」「日本銀行国債代理店」となっ
て協力し、民間との二人三脚で運営されている。

日銀はこのほか、外国為替事務（外国為替市場
介入、外貨準備運営）についても、政府の委託を
受けて実施している。わが国の場合、外国為替市
場介入の実施の意思決定は政府（財務省）が行い、
日銀はその指示に基づいて実際のオペレーション
を行うという役割を担っている。

このようにみると、中央銀行である日銀の①発
券銀行、②銀行の銀行、③政府の銀行という3つ
の機能はそれぞれ、中央銀行のBSを簡略化した
図表6において、いずれも負債サイドの銀行券（①
発券銀行機能）、民間銀行の保有する当座預金（②
銀行の銀行機能）、政府の保有する当座預金（③
政府の銀行機能）の動きとして表れてくることが
わかる。

5. 財政資金の資金需給への影響

地方財政制度は、わが国全体の財政制度のなか
で運営されているが、実は地方財政をはじめとす
る財政資金の動きは、金融市場に大きな影響を及
ぼしている。そのあたりをやや詳しくみてみよう。

日銀をはじめとする各国の中央銀行が金融政策
運営を行ううえでの基本は、政策金利を上げ下げ
することである。近年、日銀は大規模な国債等の
買い入れを長期化させているが、政策金利の上げ
下げとは別のこうしたいわゆる“非伝統的な手段”
による金融政策運営の含意については次回に
詳述する。

各中央銀行はかつて政策金利を上げ下げする
際、わが国でも1980年代までの規制金利時代には、
日銀が毎日「今日の〇か月物金利は△%です」と
定める形で金融政策運営を行っていた。それが可
能だったのは、当時は民間金融機関の活動が大幅
に規制され、自由な金融取引を行うことができな

かったからこそである。しかしながら、主要国が
戦後の復興を果たし、経済力をつけるようになる
につれて、金融は自由化され、民間金融機関は自
らの判断で自由に金融取引を行い得るようになった。
そのように民間金融機関が力をつけた状況下
では、中央銀行はかつての規制金利時代のような
金融政策運営は到底行うことができなくなり、自
ら短期金融市場に参加して、そこで金融調節オペ
レーションを行うことを通じて、市場取引の際に
形成される短期金利を自らが決めた政策金利水準
へと誘導するようになった。中銀が資金供給オペ
レーションを行えば、市場に参加する民間金融機
関の資金繰りが緩和し、市場参加者同士の取引で
成立する金利は低下し、短期金利（多くの中央銀
行はオーバーナイト物の短期金利を政策金利とし
ている）を目標とする水準まで引き下げ誘導する
ことができる。逆に中銀が資金吸収オペレーショ
ンを行えば、民間金融機関の資金繰りはタイトに
なり、市場での取引金利は上昇し、政策金利を引
き上げ誘導することができる、という具合である。

中央銀行はこうした金融調節オペレーションを
行う前にあらかじめ、当日の短期金融市場におけ
る資金需給の状況をしっかりと把握しておくこと
が必要になる。短期金融市場には、インターバン
ク（銀行間）市場と、銀行以外の参加者（生保等）
を含むオープン市場があり、短期市場金利形成の
核となるのはこのうちのインターバンク市場であ
る。

そのインターバンク市場の資金需給を変化させ
る要因には、①銀行券要因と②財政資金要因の2
つがある。これは、日本に限らず、他国にも共通
する。銀行券がどの程度増発されるかは、私たち
国民がどの程度の現金をATM等から引き出すか
によって決まり、その動きには季節性がある（図
表7）。民間銀行は、ATM等からの引き出しが
多ければ、自行が日銀に預けている当座預金を取
り崩して現金を用意するため、資金需給上はイン

（図表6）中央銀行のバランスシートの主な構成

国債	銀行券その他資産	(…「発券銀行」機能の発揮で変動)
その他資産	民間銀行の保有する当座預金	(…「銀行の銀行」機能の発揮で変動)
(貸出金等)	政府の保有する当座預金	(…「政府の銀行」機能の発揮で変動)
外貨資産		

（資料）白川方明『現代の金融政策』日本経済出版社、2008年（p135、図7-3-3）に日本総研が一部加筆して作成。

(図表7) 年間資金過不足の平均的パターンと銀行券要因

	資金過不足	銀行券要因	
1月	不足	大幅還収	12月のボーナス資金および年末決済用現金が月初を中心に大量に還収。
2月	不足	トン	大きな要因なく、ほぼ過不足なし。
3月	余剰	小幅増発	下旬を中心に期末決済用現金が小幅増発。
4月	トン	増発	下旬に連休越えの現金需要で増発。
5月	不足	還収	連休越え現金の戻りで還収。
6月	余剰	小幅増発	ボーナス現金需要による小幅増発。
7月	不足	トン	ボーナス現金需要があるが、前月増発分の戻りもあり、ほぼ過不足なし。
8月	不足	トン	大きな要因なく、ほぼ過不足なし。
9月	トン	トン	大きな要因なく、ほぼ過不足なし。
10月	不足	トン	大きな要因なく、ほぼ過不足なし。
11月	不足	トン	大きな要因なく、ほぼ過不足なし。
12月	不足	大幅増発	ボーナス資金と年末現金需要で大幅増発。

(資料) 東短リサーチ株式会社(編)『東京マネー・マーケット〔第8版〕』有斐閣、2019年11月、p28、表1-3。
(原資料注1) 資金過不足は、図表8の財政等要因と合わせた結果である。
(原資料注2) 「トン」はおおよそ過不足のない状態を表す(金融業界では「トントン」を縮めた用語としてよく使われる)。

(図表8) 財政等要因の年間パターン

	財政等要因	
1月	大幅受超	源泉所得税(12月ボーナス分)の納付が大きいのに加え、支払要因が少なく、大幅受超。
2月	受超	年金払いがあるが、労働保険料納付もあり受超。
3月	払超	法人税納付や財政融資資金の貸出回収など受超要因が多い。しかし国債の償還・利払いや公共事業費、特別交付金等の支払いが大きく払超。
4月	トン	年金や地方交付金、出納整理払いなど払超要因も多いが、申告所得税や国庫短期証券の発行によりほぼ過不足なし。
5月	大幅受超	財政融資資金回収などがあり、大幅受超。
6月	払超	年間最大規模での法人税納付があるが、年金や地方交付金、国債償還・利払いがあり払超。
7月	大幅受超	源泉所得税(6月ボーナス分)・株式配当課税の納付が大きいのに加え、労働保険料納付もあり大幅受超。
8月	受超	年金払いがあるが、源泉所得税(7月ボーナス分)の納付が大きいため受超。
9月	トン	地方交付税や国債償還・利払いなどの大きな払超要因もあるが、財政融資資金の貸出回収が大きいためほぼ過不足なし。
10月	受超	年金払いがあるが受超。
11月	受超	地方交付税の払いがあるが、労働保険料納付もあり受超。
12月	トン	国債償還・利払いなどの大きな払超要因もあるが、法人税や申告所得税の納付が大きいためほぼ過不足なし。

(資料) 東短リサーチ株式会社(編)『東京マネー・マーケット〔第8版〕』有斐閣、2019年11月、p29、表1-4。
(原資料注) 2019年現在、日銀が行う大量の国債・国庫短期証券買入オペにより、財政の余剰要因にカウントされる国債・国庫短期証券の市中償還額が大幅に減っているため、表で払超やトンの月も、受超となっている場合がある。

ターバンク市場にとって資金不足要因となる。また、財政資金要因についてみれば、国税である法人税や所得税等を国庫に納める税揚げが多く発生する日は、民間銀行が日銀に保有する当座預金から、政府が日銀に保有する当座預金に多額の資金が振り替えられることになり、これもインターバンク市場の資金不足要因となる。財政要因にも季節性があり(図表8)、地方財政との関係でいえば、地方交付税交付金や特別交付金等の払いもこの財政要因に大きく影響していることがみてとれる。交付金の交付等によって財政要因が“払超”となれば、インターバンク市場にとっては資金余剰要因となる。日銀はそれらによって発生する資金需給を踏まえたうえで、当日、果たしていくらの規模の資金供給ないしは吸収のオペレーションを実行すれば、政策金利を引き下げ、ないしは引き上げ誘導できるかを考えつつ、金融調節オペレーションを行っているのである。なお、地方公共団体の場合は、各地方の金融機関が指定金融機関として財政運営上重要な役割を担っている。地方財政運営による資金需給への影響を考えると、地方交付税といった国との間での財政資金のやり取りを別にすれば、当該団体自身への住民や企業からの地方税の納税、各団体から住民や企業等向けの手当てや補助金等の支出といった地方財政運営上の財政資金の動きは、指定金融機関を中心に民間金融機関同士でやり取りされることになるため、日銀が金融調節を行う場である全国レベルのインターバンク市場の資金需給に影響を及ぼすことは

ない。

このように、短期金融市場の資金需給を左右する銀行券要因や財政資金要因の変動にはそれぞれ、各国の取引慣行や国庫資金繰りなども反映した季節性がある。わが国の例でみれば、銀行券要因については毎年12月の最終営業日の銀行券の大幅増発(資金不足要因)や、財政要因でいえば毎年6月初旬の年間最大規模での国税の法人税揚げ(資金不足要因)日の資金需給の読みは、当局である日銀にとっても極めて難しく、事前の入念な分析や職人芸のような経験知も総動員しつつ、かつては市場参加者ともども緊張感を持って金融調節が行われていた。こうした特定日の資金需給の読みが実際に外れれば、市場で形成される金利水準は大きく上振れ、ないし下振れする結果となって表れていたことは、過去の日次ベースの統計における短期市場金利の足取りから確認することができる。最近では、米国での例ではあるが、2019年9月に主要な短期金融市場であるレポ市場の金利が大幅に上振れしたことがあり、その背景の一つとして、同国の財政要因(連邦税揚げ)による資金需給への影響を、調節を担当するニューヨーク連銀が読み誤った可能性が取り沙汰されている。今回は、そういったあたりも含め、金融政策運営の実際について、過去と現在の比較も踏まえ、詳しくみてみることにしよう。

以 上