

今月の焦点

実質「ゼロ」金利調節の金融市場へのインパクト

要 約

日銀の2月以降のコールレート実質ゼロ金利誘導は、ターム物金利低下を通じて長期金利や為替相場の安定をもたらし、所期の効果をあげている。民需主導の自律的回復が展望できるまでの間、なお暫くこの調節が続けられるとみられる。先行き景気が下振れした場合の次の緩和目標を巡る議論が活発化、日銀内でもこの検討が行われている模様。しかしいずれの指標にも技術的難点があり、事実上、ターム物金利の低下を促す量的な資金供給が行われる可能性が大きい。4月からのF B・T B公募などによる短期市場の拡大が、イールドカーブの形成円滑化を通じてこれをサポートしよう。

これまでのところ所期の効果が実現

日銀は、2月12日の政策委員会で金融調節の目標とされる無担保オーバーナイトの金利につき「一層の低下を促す」ことを決定、これを受けた低め誘導により同金利は0.02%と短資手数料を除くと実質ゼロまで低下した。この日銀の調節や同時に報じられた金融システムへの公的資金導入の決定により、その後期末から4月にかけて金融市場では短期のターム物金利が低下に向うにつれ、長期金利が1.5～1.6%程度まで低下、為替相場の円安化が進み、株価も日経平均で16千円台を超える水準まで上伸するなど期待した効果が現れている（図1）。ただ過去に未経験の措置だけに、その持続性や次の政策対応、さらに短期金融市場全般への影響など計り知れない面も多い。これについて理論面からの検討も行われているが、ここでは実効可能性の観点から考えてみたい。

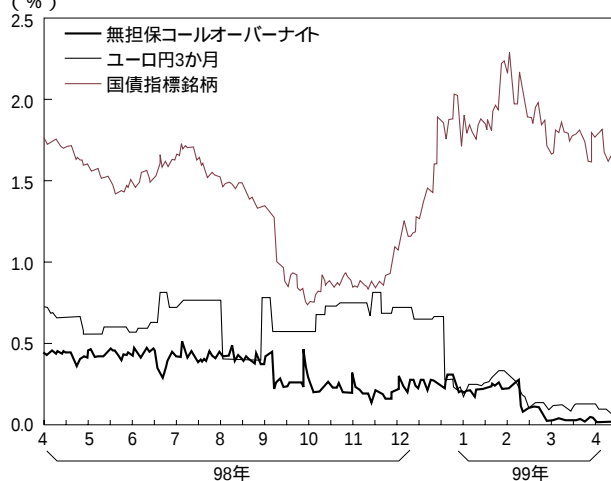
日銀が、こうした異例のゼロ金利への誘導に踏切ったのは「長期金利上昇や円相場の高止まりに伴う実体経済への悪影響に配慮したもの」（2/12日政策委議事要旨）であるが、この背景に日本の長期金利上昇による日米金利差縮小→米国への資金流入減少→米国長期金利上昇と株価下落への米国側の強い懸念があり、G7を控えてわが国の金融政策に対して緩和注文をつけた面があることは否めない。

事実、わが国の長期金利上昇を切っ掛けに、

生保など機関投資家の米国債・米国株売却など期末要因も加わって米国長期金利が上昇を示したが、わが国の長期金利低下を契機に同金利も落ち着きに向った（米国30年債金利 2月5.8→最近時5.5%）。

この「ゼロ金利」の切っ掛けとなった昨年末から本年1月のわが国長期金利の上昇要因については、日銀政策委員会の議事要旨で、行き過ぎた金利低下の是正のほか、先行きの景気回復期待、財政収支（含む地方財政）の悪化傾向、郵便貯金・財政投融资制度改革を見越した運用部オペ中止、金融機関の長期債価格変動リスクテイク能力低下による債券保有抑制などが考えられるが、それぞれを吟味すると「の期末を控えた金融機関要因の影響が大きい」

図1 国内市場の長短金利推移



い」とする委員の見方を紹介している。公的資金導入や期明けを契機に長期金利が落ち着きに向い、その後もこれが定着している事実は、この見方の妥当性を裏付けるものといえよう。

難しい「ゼロ金利」からの早期脱却

金融調節目標の翌日物コールレートが「実質ゼロ」となり、コール市場残高が減少（12月末24兆円→3月末19兆円・表1参照）これが短資会社の収益悪化懸念を強めていることは事実であるが、これまでのところインターバンク市場の機能を損なうという悪影響は現れていない。

表1 短期金融市場残高の推移 (単位: 兆円)

	1996/12	1997/12	1998/3	/6	/12	1993/3
インターバンク市場						
コール市場	39.8	39.3	39.8	38.0	33.6	31.2
うち無担保	30.5	30.6	28.1	28.5	23.8	19.7
手形市場	11.1	10.3	25.8	14.8	25.7	11.3
オープン市場						
CD	32.0	38.6	39.2	37.6	40.1 ⁽¹⁾	
CP	10.8	12.0	13.0	12.0	17.5 ⁽¹⁾	
債券先物	11.9	10.0	13.1	9.4	11.5	
TB・FB	13.8	13.1	13.4	13.3	15.2	
債券貸借 ⁽²⁾	—	36.8	44.7	38.7	43.1	

資料 日銀「経済統計月報」、証券業協会「公社債月報」

(注) 1. CP、CD残高は11月末。

2. 債券貸借(レガ市場)——現金担保債券借入の計数。

こうしたことから「この調節がいつまで続けられるか」に関心が集まっている。

「実質ゼロ」金利の継続について速水日銀総裁は、4月下旬の支店長会議挨拶で「デフレ懸念の払拭が展望できるまで緩和スタンスを維持する」旨発言。その後の記者会見などで「企業収益が依然低迷し、雇用・所得の悪化が続いていること、民間ストックや雇用の過剰が大きい現時点で民間需要の速やかな回復は展望し得ない」との景気判断を示しており、現状ではゼロ金利からの早期脱却が難しいことを窺わせる。

次の調節目標は「量」か「金利」か

そこで問題となるのは、景気が先行き一段と下振れした場合に追加的緩和を行う必要が生じ

た際、調節ターゲットとして何を採用するかである。これについては、「量的目標」を掲げる見方と「ターム物金利」を掲げる見方とに分かれる。

量的目標を重視する立場は、金利がゼロ近傍まで低下している状況では「量的に緩和目標」を明示する方が望ましいとし、この量的目標としてマネタリーベース（流通現金＋準備預金）あるいは通貨供給量（マネーサプライ＝M2＋CD）を掲げている（図2参照）。

日銀政策委員会でも「マネタリーベースに目標を置いて量的緩和を明示すべき」（中原委員）との提案が紹介されている。しかし政策委員会内の議論でも、マネタリーベースについては「その9割が流通現金であり、この流通現金の調節は技術的に困難なこと」から量的緩和目標として疑問視する意見が多い。

図2 短期金融市場残高の推移

(残高は98/12月現在)

CD	20兆円	マネーサプライ (M2+CD) 609兆円
定期性預金 (準備預金)	384兆円	
要求払預金 (預金通貨)	154兆円	マネタリー ベース 60兆円
現金通貨(銀行券・硬貨)	51兆円	
金融機関保有現金	5兆円	
準備預金	4兆円	米国の フリー リザーブ

因みに、米国でも1970～80年代、金融調節の操作目標として量的指標を採用した時期があったが、金利のフレが大きいために取止めた経緯がある。この量的指標となった「フリーリザーブ」（所要準備＝加盟銀行の所要準備＋金融機関保有現金－連銀借入）は、連銀による操作可能な指標である。

また学界には量的目標として「マネーサプライ」採用が適当との意見が多い。しかしこれに

についても、次のような日米の金融市場構造の違いを考えると実効性の面で必ずしも適切とはいえない。というのは 米国の短期金融市場はオープンマーケットのウェイトが高く、市場調節もオープンマーケットオペが中心となっているのに対し、わが国はインターバンク市場のウェイトが高くオペもインターバンクが中心であること（表2）。企業の資金調達も米国では資本市場からの調達が多いのに対して、わが国は銀行の信用創造を通じて行われるルートが中心であること。このため銀行部門が不良債権の重圧によって信用乗数など機能低下しているわが国の現状では、金融調節で「マネーサプライ」をコントロールすることは難しいと考えられるからである。

表2 日米の短期金融市場比較

（単位：十億ドル）

	日 本		米 国	
	1990年末	1997年末	1990年末	1997年末
コール・手形 ⁽¹⁾	305.4	381.7	372.3	814.3
C D	140.3	296.7	546.9	711.4
C P	117.3	92.6	562.7	966.7
T B・F B	64.0	100.8	527.4	715.4
その他合計	676.2	948.5	2064.0	2869.7 ⁽²⁾
対GDP比	21.1%	24.3%	35.9%	37.6%

資料 日本銀行「国際比較統計」（1998）

（注）1. 米国はフェデラルファンドおよびレポ——インターバンク市場。

2. 米国のその他合計は1996年分（97年のBAがn.a.）。

他方、金利を重視する立場からは、翌日物コールより長めのターム物（1週間物、1ヶ月物など）の金利を目標に設定すべきとの意見がある。政策委員会の議事要旨にも「オーバーナイト金利以外の期間の金利を引き下げることによって資金量を増やすことができ、名目金利をターゲットにした方が実体経済との関係もわかりやすい」という意見が紹介されている。これは日銀内で緩和を測る尺度として「ターム物金利を重視する」方向で検討される可能性があることを推測させる。ただ、「目標値として公表するかどうか」については、期間が長くなるにつ

れ実効性に問題が出てくるだけに疑問が残る。

従って日銀の現実的な対応として、具体的目標設定は避けつつターム物の金利を睨んで、同金利の低下を促す形で資金の量的供給を調節するというスタンスを採ることとなる。そうした場合でも、緩和措置の政策的「アナウンスメント効果」を高める必要が生じた場合に、安定的に流動性を供給する手法として「買切りオペの増額」の可能性を否定するものではない。

レポ・オペなど多様化した調節手法

今後ターム物金利が、調節の目安として重視されると考えられる背景には、最近の短期金融市場拡大や金融調節手法の多様化により、イールド・カーブ形成がスムーズに行われるようになったという事情もある。こうした観点から、最近の日銀の金融調節手法の多様化について見ると、次のような特色がある。

まず第1に、97年11月以降の国債貸借市場（いわゆるレポ市場）拡大を踏まえたレポ・オペの導入と積極活用である。大手銀行・証券の破綻を契機に、余資運用金融機関は手元余裕資金のコール市場での運用に当たって信用リスクに敏感となった。これを受けてコール市場（特に無担）などインターバンク市場が伸び悩んだことに対処して、日銀は、有担で日々値洗いを行う仕組であるためリスク管理面で優位性があり、また長めの資金供給（レポ期間は1週間～3ヶ月）が可能のため季節的資金不足期の期越えの供給にも有効な同オペを活用した（表3）。

第2には、銀行の「貸し渋り」対策として企業金融支援のためのC Pオペ再開や社債担保オペなど、直接企業への資金供給にも途を開いたことである。

こうして第3に、買オペ先行により準備預金の「積み上の幅」を大きくして緩和感を醸成すると共に、レポ・オペを活用して年末・期末など資金繁忙期を超える足の長い資金供給を厚め

に行い季節的な資金過不足のフレをマイルドなものにしたことである。

この間、金融不安の高まりから銀行預金引き出しが増加し銀行券の発行残高が年率10%（金額ベースで4～5兆円）を超える高い伸びを示した時期には、国債の買切りオペも増額された（表3参照）。

表3 最近の日銀の金融調節（資金供給）

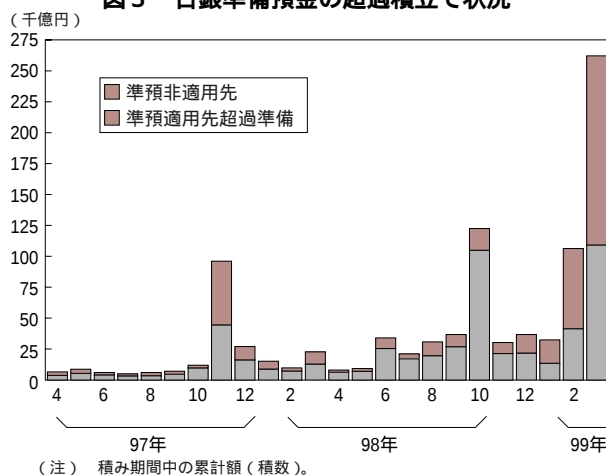
（各年間のネット資金供給額、▲は吸収——単位兆円）

	貸出	買入手形 買入C P	T B 売買 な ど	債券貸借 (レポオペ)	売出手形 F B 売買	国債買切	銀行券 増加額
94年	▲0.1	▲1.0	1.0	—	1.0	1.4	1.3
95	▲3.6	3.0	4.8	—	1.2	4.1	3.4
96	▲0.4	▲1.4	▲1.5	—	▲2.8	5.2	4.4
97	2.7	0.5	1.3	2.6	1.7	3.4	4.0
98	▲2.8	4.3	▲5.9	2.9	▲14.4	5.9	1.1
94～98年	▲4.2	5.2	▲0.4	5.5	▲16.7	20.0	14.2

資料 日銀「経済統計月報」

こうした調節により「無担コール」市場は縮小傾向を示し、「実質ゼロ金利」となっていることは更に減少していることは上述のとおり。同時に、この過程で日銀への準備預金の超過積立てが発生し、この金額も月を追って増加している（図3）。

図3 日銀準備預金の超過積立て状況



この超過準備は、準備預金制度の適用対象先より非適用先の分（証券、短資など）が多い点

も一つの特色であり、これは金融機関の資金調達になお不安を残していることを推測させるが、同時に米国型の「フリーリザーブ」の量的目標設定が難しいことを示す例証でもある。

この間、上記銀行の「貸し渋り」に対処して、年末・年度末の企業金融支援ため11月、12月、1月に銀行に貸出された臨時貸出は、4月15日完済されており、企業金融面でも徐々に落ち着きを取戻していることを窺わせる。

F B・T B 市場など短期市場拡大もプラス

今後の金融調節を考えるうえで、もう一つ考慮する必要があるのは、4月以降の政府短期証券（F B）の公募発行、T Bの入札制への移行に伴う短期金融市場拡大である。

現在30兆円前後日銀が引受ているF Bが、今後1年の間に漸次市中公募に振替わり、金融機関や事業法人の保有する短期金融資産に占めるF Bの割合が増えていくこととなる。またF Bの市中公募の狙いの一つである「円の国際化」の趣旨に沿って、税制改革（有価証券取引税・非居住者向け源泉所得税撤廃）も行われた結果、今後アジアの中央銀行や外国法人などのT B・F B保有が増えることも期待される。こうして内外のF B・T B保有が増えることによって内外ディーラーの取扱いが活発化し、市場の厚みが増すものとみられる。そうすると日銀の金融調節手段としてのF BとT Bが「短期国債売買オペ」として一本化し（これまでF Bは売却、T Bは買入に限定）、手形売買に代わって調節の中心となる可能性が大きい。これにつれて短期金融市場でのイールド・カーブ形成が残存期間に応じた弾力的に行われることも期待される。日銀保有のF Bが市中公募の振替わることで、日銀の期間構成に応じた国債保有に弾力性が増すこともこうした動きをサポートしよう。

今後、債権流動化など金融の証券化や国債・社債の期間構成の多様化が進めば、投資家の範

囲が金融機関から法人・個人などへと拡大し、金融商品の期間構成も多様化してくることが予想される。そして税制や取引ルールの国際基準へのさや寄せにつれて短期金融市場の国際化＝インターバンク中心からオープン中心への移行も進むこととなろう。そうした市場が実現すれば、現在のインターバンクの規模が縮小しても、

信用リスクを反映した資金運用市場としてのオープン市場と短期決済性資金の貸借市場としてのインターバンク市場の機能が分化することとなろう。そのなかで短資や証券会社などがこれら拡大した短期市場の仲介機能にビジネスチャンスを見出す余地が広がるとみることができ
(荒巻 浩明)

コラム

日銀のバランスシート拡大について

資金供給先行により「積み上を大きくする」緩め調節やレポ・オペの増加、さらには金融システム安定化のための預金保険機構への貸出増加により、日銀のバランスシートは資産・負債が両建の形で拡大している。因みに98年12月末現在日銀の総資産は、91.2兆円と前年同期比約20兆円(4割)の増加となった(下表)。

日本銀行のバランスシートの動き

(主な資産・負債勘定——単位:兆円)

	97年12月末(A)	98年12月末(B)	(A)－(B)
(資産)			
買入手形(含むCP)	9.5	13.7	4.2
うち国債借入担保金	2.6	5.5	2.9
保管国債(レポ・オペ)	2.3	5.0	2.7
国債	47.4	52.0	4.6
その他とも計	71.5	91.2	19.7
(負債)			
売出手形	5.2	19.6	14.4
借入国債(レポ・オペ)	2.3	5.0	2.7
当座預金	3.5	4.4	0.9
発行銀行券	54.7	55.9	1.2

両建てオペレーション
二重計上

こうした点を捉え、市場関係者のなかには「日銀の資産内容の劣化」を指摘する声がある。これについて日銀では、買いオペ先行による両建てオペの拡大、銀行券増発および準備預金積み上げに対応した資金供給の拡大、レポ・オペの経理処理に伴う二重計上などの事情を挙げ、バランスシートの拡大が即資産内容の劣化に繋がるものではないと説明している(日銀法第54条に基づく国会報告など)。

その後、拡大したバランスシートは、3月末には金融システムの不安後退や「ゼロ金利」調節によって金融市場が落ち着きを示し、両建てオペを減少させた(資産——買入手形・国債借入担保金、負債——借入国債、売出手形)結果、総資産は79.1兆円と前年同期比約12兆円減少(▲13%)となり、この説明が妥当であることを示している。

ただ、最近の増加した資産のなかにいわゆる「特融」(日銀法第38条<旧法第25条>づく破綻先への融資)が増加していること等保有資産の残存期間が長期化していること、また信用リスクも増大していることは否めず、この点は総裁も憂慮を表明しており、今後注視すべき点である。