

## 中央銀行の短期金利誘導はどう行われるのか？

河村小百合

「中央銀行が政策金利を引き上げ、金融引き締めを行った」、「中央銀行が金融を緩和し、政策金利を引き下げた」といった報道をよく目にする。では、各国の中央銀行は、どのようにして政策金利を上げ下げしているのか。

### 1 規制金利の時代

今からたかだか三〇年ほど前までのことながら、日本をはじめとする各国の金融市場はまだ厚みを欠き、当局の強い管理下に置かれていた。市場参加者は海外との金融取引も自由に行うことはままならず、国内の短期金融市場でも、日本銀行が日々、各チーム（翌

日物（オーバーナイト）取引の当日から翌営業日朝までの短い期間の取引、○日物などの金利水準を事実上決め、市場参加者はそれに従って取引していた。いわゆる「規制金利」の時代である。

### 2 市場金利誘導開始の背景

しかしながら、一九八〇年代末から九〇年代初め頃には、金融自由化が進展し、国内外の市場参加者が国境を越え、活発な金融取引を行うようになった。この頃から日銀も短期の市場金利を金融調節によって誘導する運営（後述4）に転換していった。その背後には、次第に市場での金融取引が厚みを増す

なかで、従前の規制金利方式では市場を制御し切れなくなってきた面もあったように見受けられる。

その後は短期金融市場と債券市場（いわば長期の金融市場）や外国為替市場との間で様々な取引を組み合わせた、異なる市場間での価格形成の相違から利益を得ようとする裁定取引が活発に行われるようになった。異時点間での金利（金融商品の価格）を取引する先物市場も発達した。市場金利は当局の指示に基づくのではなく、国内外の幅広い市場参加者による、幅広い金融取引を通じて、各国経済や金融システムの状態などを幅広く反映する形で形成されていくようになったのである。そして、すべての長短金利が決まる際の基盤となる一番短いチーム（オーバーナイト）の金利を金融調節で誘導するようになった各国の中央銀行は、そう

した流れに乗る形で、金融政策運営の効果を伝播<sup>でんぱ</sup>させていくようになった。

### 3 政府からの独立性獲得前の事情

なお、短期金融市場金利の誘導が始まった当時はまだ、表向きの金融政策運営は、日銀が民間金融機関に貸出しを行う際に適用される公定歩合の上げ下げによって行われていた。しかしながら当時の日銀は、政府から完全に独立した立場にはなく、とりわけ公定歩合を上げる際には、世論から、そして政治的な抵抗が根強かった。日銀が短期市場金利の誘導を開始した背景には、公定歩合よりもむしろ、民間金融機関同士の日常の取引に直接的に適用され、実務上の影響力の大きい短期金融市場金利を誘導することを通じて、機動的な金融政策運営を事実上確保するとの意味合いもあった、との見方も

ある。ただし当時は、短期市場金利の誘導水準が公表されることはなく、市場参加者にとってはベールに包まれた状態にあった。

その後、九〇年代の後半にかけて、先進各国の中央銀行が政府からの独立性を獲得するという流れが強まり、それと表裏一体として、中央銀行自らが国民や市場に対する説明責任を負う必要が生じたことから、短期市場金利の誘導水準が「政策金利」として公表されるようになった。世界的にみても、そうした運営が行われるようになってから、実はまだそれほど長い年月は経過していない。米連邦準備制度が政策金利である米短期金融市場のFF（フェデラル・ファンド）レートの誘導水準の公表を開始したのは九四年から、日銀の場合は九八年の日銀法改正後から、となっている。

（注）白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、二〇〇八年、一四六―一四九ページ

### 4 金利誘導メカニズムの実際

次に、中央銀行はどのようにして短期市場金利を誘導するのか、日銀を例にみてみよう。

短期金融市場は、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から成る。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が、この市場は参加者が、中央銀行と当座預金取引を行う民間銀行などに限定され、中央銀行はそこでの資金需給を公開市場操作（オペレーション）などによってほぼ完全にコントロールすることができ、ゆえに中央銀行はオペ等を通じて、短期市場金利、なかでもとりわけ最も

図表 1 中央銀行のバランスシートの主な構成

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

(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

タームの短い  
オーバーナイト  
金利を、金融政  
策運営上意図す  
る水準に落ち着  
くように誘導す  
ることが可能で  
ある。

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  
政資金要因の二  
つがある。これ  
は、日本に限ら  
ず、他国にも共  
通する。前回説  
明したように、  
そもそも中央銀

行には①発券銀行、②銀行の銀行、③  
政府の銀行、という三つの機能があり、  
そのバランス・シートは概念上、**図表**  
1のような項目から構成される。資金  
需給変動の銀行券要因は①の「発券銀  
行」機能、財政資金要因は③の「政府  
の銀行」機能にそれぞれ対応する。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る。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ので、  
資金需給上は資金不足要因となる。ま  
た、財政資金要因についてみれば、法  
人税や所得税等の多額の税揚げ(税金  
の納付)が発生する日は、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

資金需給上は資金不足要因となる。

中央銀行は日々、この二つの要因に  
よる資金需給の見通しを立て、市場関  
係者にも日々公表しながら、資金供給  
オペ(例えば債券の買い入れオペ)や資  
金吸収オペ(例えば債券の売り戻しオペ)  
といった金融調節を実施する。一例と  
して、インターバンク市場全体として  
丁度必要な分の資金しか供給されてお  
らず、市場参加者のなかに手許てとの資金  
が余っている先と不足している先の両  
方が存在し、両者の間で活発な短期金  
融取引が行われていたかつての状況を  
想定してみよう。

資金余剰先の例としては、多額の預  
金を受け入れながら地元へ優良な貸出  
先が乏しかったかつての地方銀行が、  
また資金不足先の例としては、都市部  
で多くの貸出先を持ちながら預金の受  
け入れが追い付かなかったかつての都

市銀行が、それぞれ当てはまる。そうした参加者間で活発な短期金融取引が行われているもとで、日銀がオペで市場から資金を吸収すれば、資金不足の銀行は資金を借りにくくなって市場金利は上昇し、逆に日銀が市場に資金を供給すれば市場金利は低下する。こうしたからくりで、中央銀行は市場金利を意図する水準に誘導することができ

## 5 職人芸のような資金需給予測

なお、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、各国の取引慣行や在庫資金繰りなども反映した季節性がある。図表2・図表3はこれを月ごとにまとめたものであるが、実際の金融調

節は日々行われており、例えば、銀行券要因でいえば、一二月の最終営業日の銀行券の大幅増発(資金不足要因)や、財政要因でいえば六月初旬の年間最大規模での法人税揚げ(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、事前の入念な分析も職人芸のような経験知も総動員しつつ、市場参加者ともども緊張した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たことは、過去の日次ベースの短期市場金利の統計から確認することができる。

## 6 準備預金制度の意味

ただし、もし仮に資金需給の変動要因が銀行券と財政の二つのみであると

すると、営業日によっては、インターバンク市場参加銀行の資金ポジションがどこも大きく変化せず、取引があまり多く成立しないために、中央銀行にとっては市場金利を誘導しにくくなる日が生じる可能性がある。そこで活用されているのが「準備預金制度」である。これは民間銀行に対し、顧客から受け入れている預金の一定割合を、中央銀行当座預金の形で保有することを義務付ける、という制度で、その割合(預金準備率)は、民間銀行の業態や対象となる債務の種類に応じて、法律で細かく決められている。この法定準備預金の金額は、その計算の対象となる期間中に当該銀行が受け入れた預金などの平均残高(平残)に預金準備率を乗じて決定される。それを実際にどのように日銀に預けるかについては、計算期間に遅れる形でスタートす

図表2 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	小幅増発	期末の決済用現金需要があり、小幅増発
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7版]』有斐閣、2009年5月、p27、表1-3

(原資料注1) 資金過不足は、図表3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)。

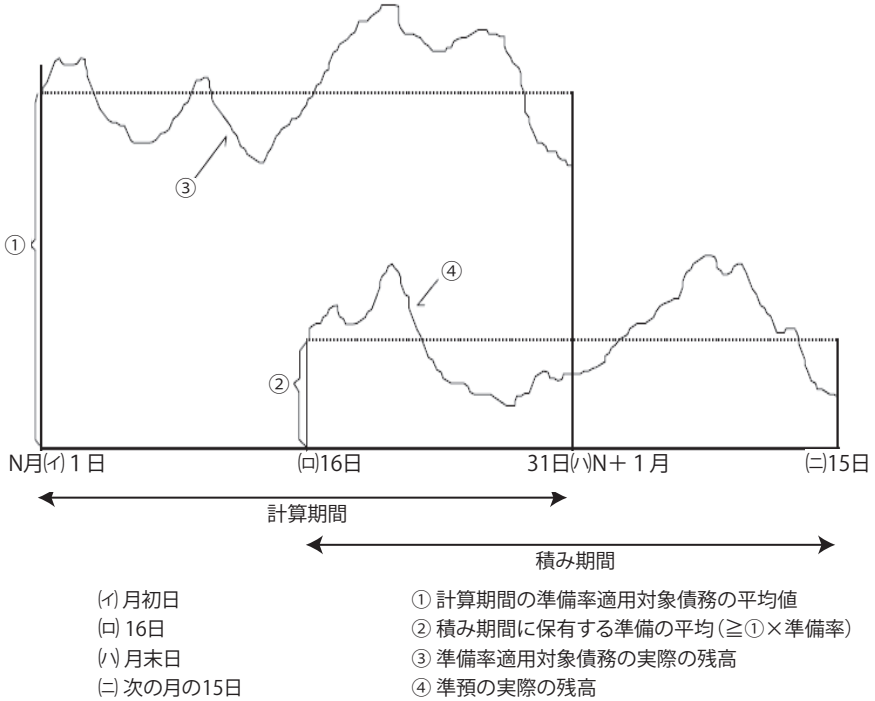
図表3 財政等要因の年間パターン

	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)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いためほぼ過不足なし

(資料) 図表2 前掲書(p29、表1-4)

(原資料注) 図表2の原資料注2に同じ

図表4 日本の準備預金制度(概念図)



(資料) 図表1 前掲書 (p134、図7-3-2) に日本総研が一部加筆して作成

(原資料) 宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2000-J-3』日本銀行金融市場局、2000年2月14日

る「積み期間」中の平残（営業日当たりの平均残高）として達成すればよいことになっている（図表4）。この準備預金制度の存在により、銀行券要因や財政資金要因のみでは、自らの資金ポジションが大きく動かない営業日においても、各行はインターバンク取引を行うニーズが生まれる。

また、各行の日々の準備預金残高は、振れを伴うことが許容されており、いわゆる「積み最終日」時点での最終的な平残が所要準備額に到達すれば構わない、という設計になっている。ゆえに、特定の営業日に、各行にとって予期せざる手許の資金繰りの急変や、短期金融市場全体の資金需給に急な変化があった場合も、その日は準備預金の積み立て分を取り崩して対応することができ、「積み最終日」を除けば、市場金利を日々円滑に変化させながら形

成することが可能になるのである。

このように、インターバンク市場参加各行が、必要最小限の準備預金を中央銀行に預けるようになってきている状態が、中央銀行の側からすれば、市場金利の円滑な誘導を可能にする土台を作り出していたとみることができる。

## 7 変わり果てた姿の短期金融市場

しかしながら、現在の黒田日銀が「量的・質的金融緩和」を開始して以降、日本の短期金融市場は多額の余剰資金であふれかえり、資金不足の市場参加者などは、もはやどこにも存在しない状態となつて久しい。当局、民間の双方で、緊張感のある金融調節が行われていた時代の市場取引を実際に経験した人材も少なくなりつつある。そして何よりも、このように変わり果てた短期金融市場の姿は、日銀の将来的な金

融政策運営の持続可能性に、大きな問題を突きつけることになる。この点については今後の連載で明らかにしていくこととしたい。

(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員)