

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 ③



# 巨額の超過準備 解消が出口戦略の焦点

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

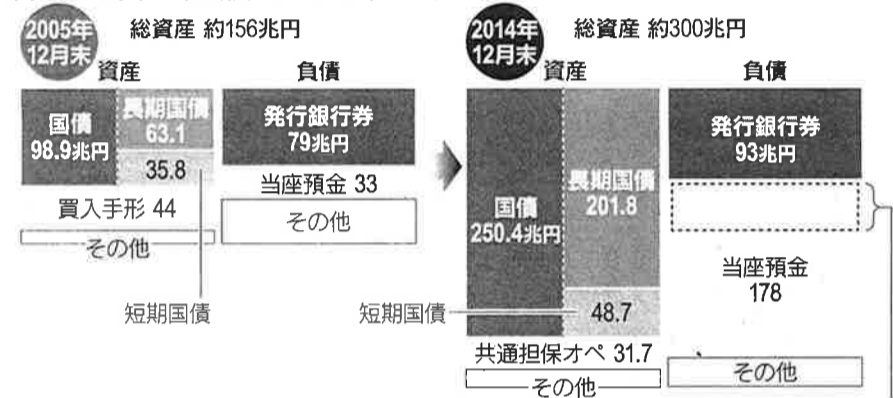
## 日本は議論を封印「銀行券ルール」も放棄で資産拡大

大規模な資産買い入れ(LSAP)を実施してきた日本や米国の中央銀行ですが、いずれは金融政策を危機前の姿に戻さなければなりません。特に米国は正常化に向け検討していますが、その過程にはどんな問題があるのでしょうか。かつて日銀がこだわっていた「銀行券ルール」を使って考えてみましょう。

2001~06年に「量的緩和」を進めていた日銀は自らに「長期国債の保有残高は、銀行券の発券残高を超えないようにする」というルールを課し、順守していました。この取り決めがあったおかげで当時の日銀は比較的早く、金融政策を通常の政策金利調節に戻すことができました。06年3月に量的緩和を解除した後、わずか4カ月後の同年7月にはオペで短期金融市場の資金供給を調節して、政策金利である無担保コール翌日物金利を引き上げるように誘導できるようになりました。

右上の表を見てください。銀行券ルールを順守していた05年12月末時点の日銀のバランスシートでは長期国債の保有残高が約63兆円で、銀行券の発券残高の79兆円を下回っていました。バランスシートの負債側には33兆円の当

日銀では資産も負債もこの10年で大きく膨らんだ



正常化局面では売出手形を振り出しか? 出所 日本銀行「金融経済統計月報」各号の計数をもとに日本総合研究所作成。数値は四捨五入

座預金があり、このうち銀行が積むように義務付けられた「法定準備預金」が4.6兆円程度ありました。それ以外の大量の当座預金は「超過準備」(通称「ブタ積み」)で、民間銀行にとっては完全な余剰資金でした。無利子を承知で日銀当座預金に預けるほど、どの民間銀行もお金が余っていたのです。

市場参加者全員が巨額資金を持って余しており、短期金融市場で資金取引が成立せず、金利はつきません。日銀にしてみれば、この状況で短期金利の引き上げ誘導はまなまりませんでした。

銀行券ルール順守を目的に、日銀は当時の当座預金の残高目標(30兆~

35兆円)を維持するため、期間数カ月という短期のオペでそれに見合う資金を供給していました。民間銀行はその資金をもとに、当座預金に預けたのです。表のように05年12月末時点で買入れた手形の残高は44兆円でしたが、3カ月たった3月以降は、満期が来たところすべて市場に売り戻して資金を吸収し、06年7月には残高がゼロになりました。銀行券ルールのおかげで、金融調節の障害となかなかない超過準備を、短期間で解消できたのです。

これに対して現在の日銀は「量的・質的金融緩和」を導入した13年4月の時点で、銀行券ルールを放棄しました。

14年末時点で長期国債の保有残高は201兆円強と、銀行券の発券残高の93兆円を凌駕(りょうが)しています。当座預金178兆円のうち法定準備預金は8.5兆円程度で、残りのほとんどが「超過準備」です。当座預金を短期間で減らすために使える短期資金供給オペ(共通担保オペ)の残高は32兆円弱しかありません。先行きの正常化局面での困難が予想されます。

日銀と同様、米国もLSAP実施の影響で、先行きの金融政策運営には困難を抱えています。下で示した表は米国の中央銀行のバランスシートの主な項目について構成シェアが、金融危機前と最近でどう変化したか比べています。銀行券ルールで見ると、14年末時点で、長期国債の保有規模は、銀行券の発券残高を大きく上回り、さらに相当な規模の住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れ残高も存在します。

これらを今後、市場で売れば市場金利の急騰を招きかねず、実際に動くことはかなり難しいでしょう。米国も今後長期間にわたって巨額の超過準備が残り、先行きの金融政策運営の障害となかなかないことが懸念されているのです。

## 米国は市場金利の引き上げ誘導を先行明言

ただ、米国が日銀と大きく違うのはLSAPを実施していた最中の11年6月から、米連邦公開市場委員会(FOMC)で再三、金融政策の正常化で採り得る選択肢について実現可能性や効果、リスクなどを議論し、公表してきたことです。12年9月、第3次LSAPは正常化の議論をしながら踏み切った政策でした。

14年9月にはLSAP終了に先立ち正常化に向けた戦略を公表しています。「終了後の国債やMBSなどの売却は容易ではない」と認め、今後の金融政策は「巨大な規模のバランスシートを抱えたままで市場金利の引き上げ誘導を先行させる」と明言しています。資産規模の縮小は「基本的に保有資産の再投資の停止で行い、それは市場金利の引き上げ誘導の開始後に始める」と説明し、金利引き上げ誘導には「『超過準備に対する付利水準の引き上げ』

米中央銀行のバランスシートを見ると「銀行券」を上回って大量の国債を保有しているのが分かる

2005年末		2014年末	
資産	負債	資産	負債
長期国債 57%	銀行券 90%	長期国債 55%	銀行券 29%
短期国債 32	当座預金 2	短期国債 0	当座預金 53
短期供給オペ 6		住宅ローン担保証券(MBS)・エージェンシー債 40	
		短期供給オペ 0	
その他 6	その他 9	その他 6	その他 18
合計 100	合計 100	合計 100	合計 100

資産に占める割合の小数点以下を四捨五入したため、各項目の総和は必ずしも100にならない。出所 米連邦準備理事会(FRB)の統計資料(15年1月)から日本総合研究所作成

を用いる」と明らかにしました。

このような手段を用いる根底には「民間銀行がいつでも中央銀行の当座預金に資金を預けて一定の利子を得られるのであれば、市場金利はそれを上回る水準で形成されるはずだ」という考え方があります。金利の引き上げ誘導には日銀の売り出し手形に相当する「オーバーナイト・リバースレポ(ON

RRP)」などのオペを用いる予定で、13年9月からの先行演習では、市場金利の押し上げ効果を確認済みです。

ちなみに日銀は現在、超過準備に0.1%の付利をつけており、米国と同じく「付利の水準以上の短期市場金利が形成されるはずだ」との見解を公表しています。ただ実際の無担保コール翌日物金利は、10年1月以降ほぼ一貫

して0.1%を下回っています。

FOMCの議事要旨や首脳陣の講演内容等を読む限り、市場金利の引き上げ誘導に必ずしも自信満々ではなさそうです。銀行間取引で相互不信に陥るような金融危機では、インターバンク資金が中央銀行の当座預金に集中する公算が大きく、中央銀行が決めた金利を適用する「管理(規制)金利」を使わざるを得なくなる可能性もFOMCでは議論しています。今後の正常化局面での金融調節の実務面でのハードルの高さをいかに厳しく認識しているのかが分かりますし、ここまで公表している点に市場や国民との対話の誠実さをうかがい知ることができます。

日銀は「時期尚早」との理由で出口戦略の議論を封印しています。正常化は米国と同じような方法で進めるしかないでしょう。次回は日銀が正常化の過程で直面する課題を考えてみます。

許諾番号 30041614 日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

掲載日 2015年5月24日 日経ヴェリタス 60ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

日本経済新聞社は、記事内容により、特定の企業・団体や商品・サービスの購入・投資等を推奨するものではありません。