

## マイナス金利下での日本の短期金融市場の実情

河村小百合

二〇一三年四月、日本銀行は黒田総

裁の下、「二年で二%」という物価目標達成を目指して、前例のない巨額の規模で国債等を買入れる「量的・質的金融緩和」（以下QQE）を開始した。

ところがその後、物価目標達成が一向に見通せないなか、日銀は一六年二月には「マイナス金利付き」QQEを、そのわずか半年後の同年九月には「長短金利操作付き」QQEを打ち出した。

矢継ぎ早にまるで目くらましのような金融政策運営のようにも見受けられるうえ、「マイナス金利」や「長短金利操作」（＝イールドカーブ・コントロール）は、一般にはなかなか理解されにくい

のではないか。

そうした金融政策運営のもと、日本の金融市場では、前回みたように、オーバーナイト（＝翌日物）といったごく短い期間から一〇年物、二〇年物といった長期の年限に至るまで、極めて低水準かつフラット（平たん）な形状のイールドカーブ（利回り曲線）が形成されている。これは、諸外国と比較しても極めて特異な形状だ。

今回は、日本の短期金融市場に焦点を当て、今どのような事態に陥っており、かつて同市場で活発な取引の下、短期金利が形成されていたときとはどのように違っているのかをみてみよう。

### 1 短期金融取引の衰退は顕著

図表1は、インターバンク（銀行間）

取引が行われ、日本の短期金融市場の本来は中核を成すコール市場の残高の長期的な推移をみたものだ。コール取引（ごく短期で回収できるため「呼べばこたえる」貸借ということで名付けられた）には、無担保、有担保の二方式があり、前者はオーバーナイトといったごく短い期間の取引で機動的に用いられることが多い。それぞれ最盛期（歴年末ベース）には、無担保コールで約三兆四兆円（一九九三年末）、有担保コールで約一四兆円（二〇一二年末）の残高があった。日銀が短期金融市場全体には、「必要最小限なちょうど分」程度の資金しか供給していないもとで、市場参加者のなかに資金が足りない参加者と資金が余っている参加者の双方がそれぞれ

れ多数存在すれば、これだけ活発な短期金融取引が行われていたのである。

ところが、足許あしもとの残高は、無担保コールでは五〜六兆円程度、有担保コールでは一〜二兆円程度にまで激減している。なぜこのような状況に至ってしまったのか。その理由は、二〇〇〇年代の量的緩和、そして一三年以降のQQEという日銀の金融政策運営において、①意図された短期金利の誘導水準がゼロ%ないし足許ではマイナス圏内と極めて低くなっているうえ、②国債等の買入れの対価として日銀から渡された巨額の資金は、民間銀行にとっては運用先、貸出先が限られるなかではその大半が余剰となり、短期金融市場のなかに抱え込まざるを得なくなっ

図表1 日本のコール市場の残高の推移 (末残ベース、億円)

暦年	無担保コール	有担保コール	暦年 月	無担保コール	有担保コール
1990	123,271	116,595	2015 10	58,169	136,038
1991	234,480	118,689	11	58,497	136,822
1992	316,964	127,671	12	56,487	136,832
1993	339,638	107,565	2016 1	68,460	141,489
1994	335,709	91,823	2	37,368	16,117
1995	292,605	93,047	3	19,540	10,184
1996	305,037	93,490	4	46,736	14,327
1997	305,884	87,215	5	39,775	14,035
1998	238,115	97,981	6	43,033	15,634
1999	125,475	93,463	7	54,184	19,699
2000	175,740	53,198	8	55,750	19,297
2001	69,344	102,278	9	50,438	9,773
2002	42,026	108,842	10	59,714	19,887
2003	62,217	125,971	11	55,428	19,918
2004	58,067	124,832	12	71,150	11,802
2005	75,606	135,969	2017 1	73,416	19,457
2006	124,055	93,073	2	64,931	20,433
2007	165,986	91,389	3	41,200	8,654
2008	65,453	102,892	4	61,184	19,959
2009	44,182	130,819	5	68,648	22,794
2010	39,049	120,042	6	60,244	18,405
2011	36,686	139,056	7	64,245	24,483
2012	59,667	133,949	8	62,336	20,177
2013	56,840	112,855	9	50,680	13,300
2014	51,928	115,541	10	66,827	20,851
2015	56,487	136,832	11	65,651	23,529
2016	71,150	11,802	12	58,175	22,416
			2018 1	73,433	23,049
			2	78,882	20,824
			3	43,761	9,497
			4	56,345	21,482
			5	56,000	12,231

量的緩和

←マイナス金利付きQQE開始

←長短金利操作付きQQE開始

量的・質的金融緩和(QQE)開始

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号

た点にある。

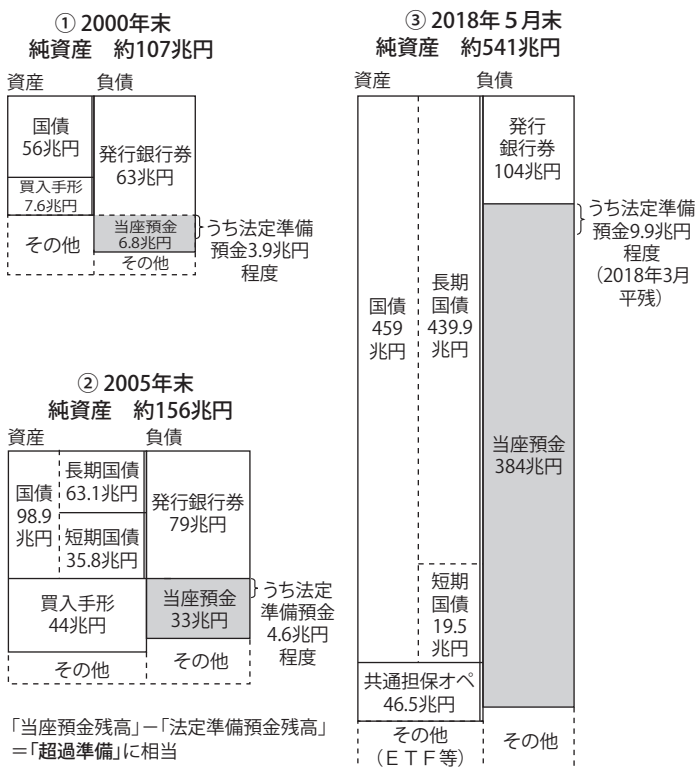
## 2 かつては活発だった短期金融取引

図表2はこの間の日銀のバランス・

シート（以下BS）の大まかな見取り図の推移を示したものである。このうち①図は二〇〇〇年末時点。九〇年代後半からの不良債権問題による銀行危機で日本経済全体が苦しんでいた時期だ。日銀はこの年の八月に「ゼロ金利政策」をいったん解除した後、翌年三月に多額の国債を買い入れる「量的緩和」を開始する直前に当たる。このとき、日銀のBSの負債サイドにある、民間銀行が預ける当座預金はわずか六・八兆円しかない。日銀は当時、国債を多額に買い入れて多額の資金を市場に供給する量的緩和のようなおオペレーションは決して行ってはおらず、

図表2 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較

(2000年末、2005年末と2018年5月末)



(資料)日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』各号の計数を基に作成

短期金融市場全体に必要な最小限の資金しか供給していなかった。加えて当時、日銀当座預金には利息は一切つかず、民間銀行は、準備預金制度の下で

預け入れが義務付けられる分や、民間銀行同士間の資金決済のために必要最小限の金額しか日銀当座預金には預け入れないのが普通だった。そうした金

融調節が行われるもとで当時のコール市場の残高は無担保・有担保合計で約二三兆円。資金を貸し借りする取引は今よりはるかに活発だった。

### 3 量的緩和で日銀当座預金が膨張

その後、日銀は銀行危機による経済の底割れを何とか食い止めようと、国債を多額に買い入れる「量的緩和」を二〇〇一年三月に開始した。日銀は国債を民間銀行から買い入れるため、民間銀行側には日銀から渡された巨額の対価が余剰資金としてあふれ返ることになった。図表2の②図は、二〇〇六年三月まで続いたこの量的緩和の末期、二〇〇五年末の日銀のBSだ。民間銀行側は持つて行き場のない巨額の資金をやむなく、無利子の日銀当座預金に預け、その規模は三三兆円に達していた。当時の日銀の短期金利の誘

導水準はゼロ%。市場参加者の誰も彼もが巨額の余剰資金を抱え込むなか、コール取引は無担保を中心に一気に細る結果となった(図表1)。

### 4 金利ゼロ%回避のため付利を開始

しかしながら二〇〇六年三月に量的緩和が解除され、わずか四か月で過剰な当座預金(超過準備)が日銀に吸収され、短期金利が〇・二五%に引き上げられると、コール取引は徐々に息を吹き返した(図表1)。「中央銀行が短期金利をゼロ%に誘導すると短期金融取引が細ってしまう」という当時の教訓は他の中央銀行にも共有されるところとなり、二〇〇八年秋には、他の主要中銀と足並みを揃えて日銀も当座預金に〇・一%の付利を行うようになった。どの銀行もいつでも預けられる日銀当座預金に〇・一%の利息がつくと

なれば、実際にはそれが市場金利の下限として機能し、市場参加者同士での取引は〇・一%を上回る金利水準で成立する場合にのみ行われるようになるため、市場金利がゼロ%にまで低下し、短期金融取引が細ってしまう事態は避けられると考えられたのである。

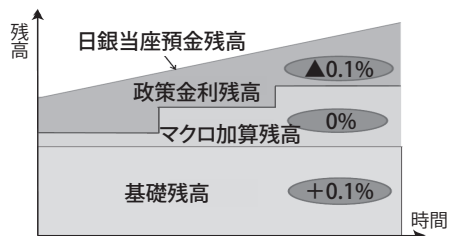
### 5 マイナス金利で取引は激減

そして、黒田日銀のもとでQQEが五年以上にわたって実施された二〇一八年五月末時点の日銀のBSを示したのが図表2の③図である。日銀当座預金は、二〇〇〇年代の量的緩和時を大きく凌駕する三八四兆円規模にまですでに膨張。それでもQQEの導入当初から約三年間は、当座預金への〇・一%の付利が継続されていたため、コール市場でもそれなりの規模の取引が行われていた。

ところが二〇一六年二月に「マイナ

「ス金利政策」が導入されると状況は一変。コール取引は急減した。マイナス金利とは、プラス金利であれば「お金を借りる側が貸す（預ける）側に利息を支払う」とは逆に、「お金を貸す（預ける）側がお金を借りる側に利息を支払う」というもの。突然の政策変更に対して、当初は民間金融機関側のシステム対応が間に合わなかったものの、対応が進むにつれて無担保の取引は徐々に回復したが、有担保コール取引の残高は一気に一〇分の程度に縮小してしまい、足許までその状態が続いている。日銀は二〇一六年九月には金融政策運営を「長短金利操作付きQE」に切り替え、一〇年物長期金利の誘導水準を示すようになったが、日銀当座預金へのマイナス金利適用方式や適用金利水準はそのまま継続しているからだ。

図表3 日本銀行が2016年2月から導入した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」における階層方式による補完当座預金制度の概要



(資料) 日本銀行『本日の決定のポイント』、2016年1月29日(同年2月3日公表Q8追加版)を基に日本総合研究所作成

## 6 三層構造方式の日銀のマイナス金利

日銀が二〇一六年二月にマイナス金利政策を導入した時点ですでに、民間銀行は日銀に巨額の当座預金を預ける状態となっていた。その当座預金全体にマイナス金利を適用すると、民間銀行全体が巨額のマイナスの利息(手数料)を日銀に支払わざるを得なくなる

図表4 日銀当座預金の三層構造

階層	対象	付利金利
①基礎残高	「2015年1月～12月積み期間(2015年1月16日～2016年1月15日)の当座預金平残(基準平残)」「所要準備額」	+0.1%
②マクロ加算残高	「所要準備額」	0.0%
	「貸出支援基金等の平均残高」等	
	「MRFに関する特則の適用対象預金残高」 「マクロ加算額(基準平残×基準比率)」	
③政策金利残高	当座預金残高のうち①と②を上回る金額	▲0.1%

(資料) 日本銀行金融市場局『2017年度の金融市場調節の概要』4ページ

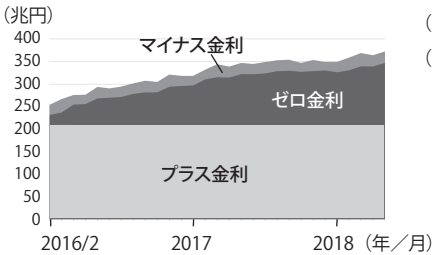
ため、日銀は当座預金を図表3のような三層に分けて、その一部に限ってマイナス金利を適用することとした。すなわち、マイナス金利政策導入の時点で民間銀行が日銀当座預金に預けていた残高は「基礎残高」とし、従前どおりプラス〇・一%の利息を日銀が民間

銀行に支払う。ただし、マイナス金利政策導入後に民間銀行側が日銀に新たに預け入れる残高（政策金利残高）についてはマイナス金利を適用する。なお、この政策金利残高は時間の経過とともに大きく膨らみ、民間銀行側のマイナス金利負担が過度に大きくなりかねない。そこで、日銀側で適時、中間の「マクロ加算残高」を設定し、民間銀行にとって準備預金制度で預け入れが義務付けられている分などと合わせてゼロ金利を適用することとしたのである（図表4）。

## 7 コール取引の変質

こうしたマイナス金利政策の枠組みのもと、三層別にみた日銀当座預金はその後、実際には図表5のように推移している。もっとも、民間銀行による日銀当座預金の運用状況は、業態別にかなり異なっている。

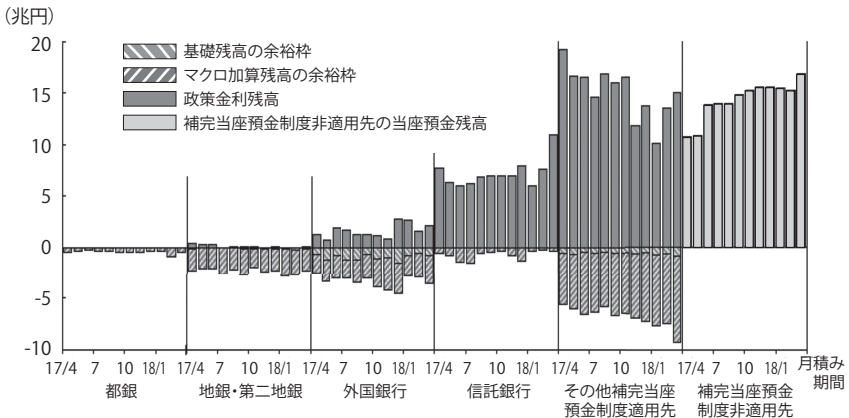
図表5 日銀当座預金の適用金利別残高の推移（補完当座預金制度適用先）



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、「時系列統計データ」

（注）「補完当座預金制度」とは、日銀当座預金のうちのいわゆる「超過準備」（民間銀行等の余剰資金の預け入れ分）に利息を付す制度。日銀と当座取引のある金融機関のほとんど（銀行、証券会社、短資会社等）が対象となるが、政府系金融機関や清算機関等、日銀と当座取引があっても対象外となっている機関も一部にある。投資信託、保険会社等はそもそも、日銀に当座預金を有していないため、対象外である。

図表6 日銀当座預金の三層構造の業態別分布



（資料）日本銀行金融市場局『2017年度の金融市場調節の概要』6ページ  
（原資料）日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」

図表6が示すように、都市銀行（いわゆる「メガバンク」）は、マイナス金利による負担を回避すべく、余資があっても決して日銀当座預金には預け増しすることはないように他で運用して政策金利残高を生じさせず、かつ、日銀側が適時に一定の条件で設定するマクロ加算残高は、マイナスではないゼロ％で資金を置ける貴重な枠であるゆえ余裕枠は一切残さずフルに日銀に預けるといふ運用姿勢をとっている。

これに対して地方銀行や第二地方銀行は、業態全体としてこのマクロ加算残高の余裕枠を一定程度残す形での日銀当座預金運用が続いている。他方、信託銀行やその他の補完当座預金制度適用先の一部（ゆうちょ銀行等）は、国債償還資金の流入や、家計等からの預金流入が続き、持つて行き場のないそれらの資金を、マイナス金利のコスト負担を伴う政策金利残高を積み増す形

で日銀当座預金に預けざるを得ない状況にある。これらの信託銀行等は、日銀当座預金に政策金利残高の形で預け増しをすれば、▲〇・一％の手数料を日銀に徴求されてしまうのに対し、例えば▲〇・〇五％という若干でもゼロ％に近い高めの金利で受け入れてくれるところがあれば、当然そちらに預けようとする。そこで登場するのが上述のような日銀当座預金の運用ポジションにある地銀や第二地銀で、ゼロ％が適用されるマクロ加算残高について日銀から割り当てられた分をフルには利用していないこれらの地銀等は、信託銀行等から▲〇・〇五％で資金を預かるといふマイナス金利取引を行ってある。それを日銀当座預金のゼロ％が適用されるマクロ加算残高の枠で運用すれば、信託銀行等から得たマイナス金利分の利息が得られるからだ。

これが現在の日本の短期金融市場で

行われているコール取引の実態だ。要するに、どの市場参加者も手許に余剰資金があふれ返っているなかで、日銀が現在のマイナス金利政策の運営上設定している三層構造を利用した裁定取引が、一部の市場参加者によって細々と行われているに過ぎない。これは、かつて資金不足の参加者と資金余剰の参加者がともに多数存在するなかで行われていた活発な取引とは明らかに性質を異にするものである。そしてこのマイナス金利政策は、日銀が民間銀行にマイナス金利を課しても、民間銀行はそれを同じように自らの顧客である預金者に課すことは容易ではないため、現行政策の長期化が民間銀行の資金繰りを悪化させ、経営を圧迫していることは論をまたない。いったい何のための金融政策運営なのか、という感を禁じ得ない。

（株）日本総合研究所調査部上席主任研究員