

「中央銀行の役割」(第2回) 「金融政策運営の実際」

(株)日本総合研究所調査部主席研究員
河村 小百合

今春以降、世界各国は新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴い、経済・社会の両面で危機状態に陥っている。そうしたなか、日本銀行をはじめとする主要国の中央銀行は、「政策金利を引き下げる」、「国債や社債といった資産の買い入れ額を大幅に増額する」、ないしは「買い入れ金額の上限を（一時的に）撤廃する」、といった形での危機対応策を相次いで繰り出している。国内外の中央銀行の金融政策運営の主たる手段はかねてから「政策金利の上げ下げ」であったところ、2000年代入り後はそれに「資産買い入れ」といった異例の手段も加わり、今やそれが常態化しつつあると言っても過言ではない。今回は、日銀に限らず主要国の中央銀行がそれらの手段をどのように用いて金融政策運営を行ってきたのか、どのような効果があったと考えられているのか、また、政策金利を上げ下げするための実際の金融調節は、かつてと今日との間でどのように変化してきているのか、等の点について、日銀の例を中心に詳しくみてみよう。

1. 規制金利時代から市場調節へ

日経平均株価が史上最高値（38,915.87円）をつけたのは1989年末のこと。それが翌90年の年明けから急落した。これがわが国の経済に今なお後遺症を色濃く残している“バブル崩壊”の始まりだった。今からたかだか30年ほど前に過ぎない当時、わが国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、日銀が日々、各ターム（翌日物<オーバーナイト>、○日物等）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。

しかしながら、この頃同時に金融自由化が進展しつつあり、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ていた。そこで日銀も90年代入り後ほどなくして、短期の市場金利を、日銀が「○%」という特定の水準を指示して民間金融機関に従わせるのではなく、金融調節によって誘導する運営に転換していった。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。

さらにその後、市場参加者の間では、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、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や、それらに関する様々な立場の市場参加者の見方等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ターム（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させていくようになった。

2. 政府からの独立性獲得前の事情

なお90年代前半は、依然として表向きの金融政策運営は、日銀が民間金融機関に貸出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。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、そして政治からの抵抗が根強かった。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、実務上の影響力が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¹。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、90年代後半にかけて、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（Fed）が政策金利である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94年から、日銀の場合（政策金利は無担保コールレート・オーバーナイト物）は98年の日銀法改正後から、となっている。

3. 金利誘導メカニズムの実際

次に、中央銀行は実際に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（生保等のノンバンク）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等に限定され、中央銀行はそこでの資金需給を公開市場操作（オペ）等によってほぼ完全にコントロールすることができる。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、前回みたように①銀行券要因と②財政資

金要因の2つがある。これは、わが国に限らず、他国にも共通する。中央銀行は日々、この2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。当時の資金余剰先としては、多額の預金を受け入れながら地元で優良な貸出先が乏しかった地方銀行が、また資金不足先としては、都市部で多くの貸出先を持ちながら預金量がそれに及ばなかった都市銀行が、それぞれ当てはまる。かつては短期金融市場において、そうした参加者間で活発な短期金融取引が行われていた。図表1は、90年代には無担保、有担保双方のコール取引が極めて活発に行われていたことを示している。そのもつとで、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る。これが、平時における金融調節のメカニズムである。

ただし、もし仮に資金需給の変動要因が銀行券と財政の2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等の平均残高（「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

1 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008年、pp146～149。

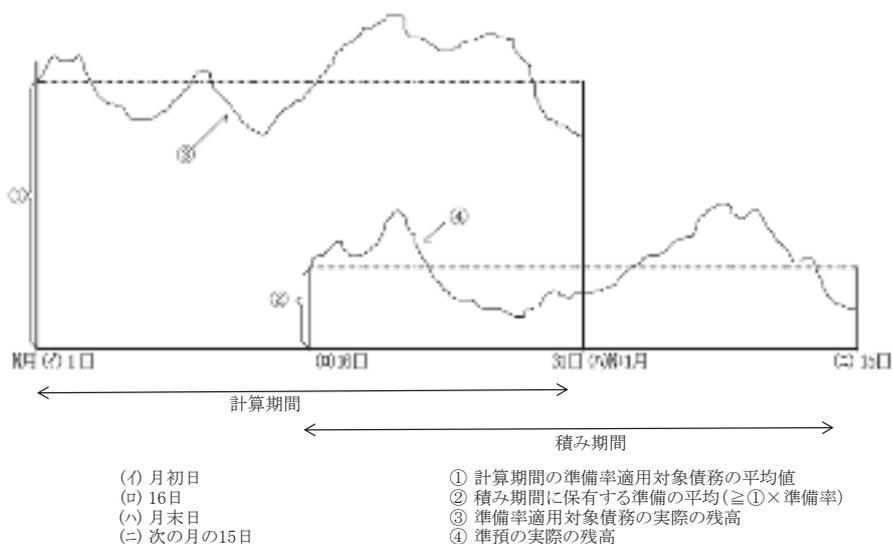
(図表1) わが国のコール市場の残高の推移

(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	
			暦年	月			
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	
量的緩和	2001	69,344		9	50,438	9,773	
	2002	42,026		10	59,714	19,887	
	2003	62,217		11	55,428	19,918	
	2004	58,067		12	71,150	11,802	
	2005	75,606					
量的・質的金融緩和(QQE)開始	2006	124,055	2019	1	65,010	33,174	
	2007	165,986		2	71,229	23,905	
	2008	65,453		3	41,283	9,883	
	2009	44,182		4	69,535	21,424	
	2010	39,049		5	80,506	21,980	
	2011	36,686		6	55,487	21,553	
	2012	59,667		7	82,674	22,309	
	2013	56,840		8	83,938	21,043	
	2014	51,928		9	60,524	14,574	
	2015	56,487		10	74,425	19,814	
	2016	71,150		11	74,923	22,072	
	2017	58,175		12	48,716	20,394	
	2018	39,941		2020	1	87,794	17,883
	量的緩和	2019	48,716		2	104,106	21,829
					3	84,301	6,685
			4		112,350	11,462	

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号。

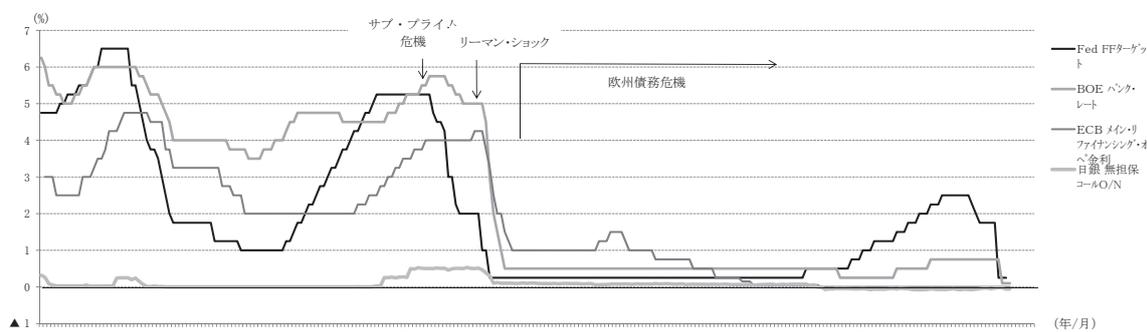
(図表2) 日本の準備預金制度 (概念図)



(資料) 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社、2008年 (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

(図表3) 日米欧の主要中央銀行の主な政策金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成。

(原資料) Federal Reserve, Bank of England, European Central Bank、日本銀行。

については、計算期間に遅れる形でスタートする「積み期間」中の平残（一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2）。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、自行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な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よう。この準備預金制度は、一国や経済圏全体の金融システムのなかで、金融仲介機能の主たる部分を、わが国と同様に銀行が担っている欧州においても、金融調節の土台となる制度として活用されている。

4. 世界で初めてのわが国の量的緩和(2001～06年)の経験

わが国ではバブル崩壊後の90年代後半に不良債権問題が深刻化し、主要な民間金融機関が相次ぎ経営破綻するなど、銀行危機状態に陥った。これ

は、後から振り返れば、他の主要国が2008年秋のリーマン・ショックで直面した事態を、わが国が約10年先んじて経験したことに相当する。

この頃、日銀は政策金利である無担保コールオーバーナイト（翌日）物の金利を引き下げ、危機の収束を図った（図表3）。速水優総裁時代の99年2月からは、政策金利を当時、引き下げ可能な限界と考えられていたゼロ%にするという、当時としては前代未聞の「ゼロ金利政策」を採用した。2000年8月にはこれを一旦解除したが、景気はその後再び落ち込む結果となったため、2001年3月からは、政策金利を再度、ゼロ%に誘導するとともに、「量的緩和政策」と呼ばれる国債の大量買い入れを開始したのである。

当時、短期金利の下限はゼロ%と考えられており、実際にゼロ%に達したところでいくら中央銀行が資金供給オペを行っても金利はそれ以上には下がりようがない。90年代末以降の金融危機のさなかに、こうした「ゼロ金利制約」に中央銀行として世界で初めて直面することになった日銀は、もはや打つ手は残されていないと諦めてしまわず、その前にまだ金融政策運営上やれることがあるのではないかと考えた。そこで、他の主要中央銀行を含めて未経験・未知の領域ながら、世界で初めての試みである量的緩和に踏み切ったのである。

5. 金融政策でなぜ景気を刺激できていたのか

ここで、中央銀行が政策金利を上げ下げすることによって、どのような経路で景気に影響を及ぼすことができていたのかを確認しておこう。

国全体の銀行システムは、中央銀行である日銀

を頂点に、その下にメガバンク、地方銀行等がぶら下がる形で構成されている。このうち、日銀と直接当座預金取引を行い金融調節のオペレーションの相手方となるのは、メガバンクや地方銀行、信用金庫であれば主に本店等で、信用組合等の協同組織金融機関であればその中央機関（全国信用協同組合連合会や労働金庫連合会、農林中央金庫等）である²。それらの下には、銀行や信用金庫であれば各々の支店がぶらさがり、全信組連の下には各信用協同組合が、労金連の下には各労働金庫が、農林中金の下には各農協等が、さらに支店等の形で枝分かれして数多くぶらさがっている。そしてこれらの支店等が中心となって、日本全国の現場での金融仲介業務（企業や家計向けの貸し出しや預金の受け入れなど）を担っている。銀行システムとはいわば、日銀を頂点として、その下に各銀行の本店、支店等が、あたかも木が枝分かれするような形状で連なる構成となっているのである。

こうした銀行システムのもとで、日銀が短期金利を引き下げ誘導しようと、民間銀行の本店等を相手方に金融調節オペレーションを行って資金を供給すれば、短期金融市場で行われる取引につく短期金利が下がり、その効果は銀行システムの枝分かれしている形状に乗る形で広く世の中に伝播していく。具体的には、各銀行の支店等がわれわれ家計や民間企業向けに実行する貸出が増加して、設備投資や住宅投資が増えて経済活動全体が活発化するように後押しするのだ。金利がプラスの状態にある通常の世界では、国内外を問わず、民間銀行がこのように企業や家計向けに実行する貸出の全体額は、回り回って民間銀行が企業や家計等から受け入れる預金（＝「マネーストック」）に等しくなるが、その伸びは、おもとの日銀が各銀行の本店等に向けて供給する資金（＝「マネタリーベース」）の伸びよりはるかに大きくなることが知られている。銀行システム全体が、次々と枝分かれしていく形状で構成されていることからすれば、この点は感覚的にも理解しやすいのではないか。

深刻な銀行危機の影響がまだ尾を引いていた2001年当時、「ゼロ金利制約」に直面した日銀は、

短期金利をゼロ%よりさらに低くは下げられなくとも、オペレーションで短期金融市場にこれでもか、これでもかと巨額の資金を供給すれば、その効果が各民間銀行の本店等から支店等を通じて拡大し、市場でプラスの金利がついている時と同様に企業や家計向けの貸出が増え、経済活動を押し上げられるかもしれないと考え、ゼロ金利下での量的緩和に踏み切ったのだ。これは、世界で初めて試みられた実験的な金融政策であった。

6. 量的緩和の効果の現実

では、その量的緩和の効果の現実はどのようなものだったのか。

図表4は、1990年代末からのわが国のマネー関係指標を指数化した推移を示したものだ。このうち、「マネタリーベース」（太線）は日銀が短期金融市場でオペを通じて民間銀行に直接供給した資金の残高に、銀行券の発券残高を加えたものを表す。「信用」（細線）は、民間銀行から企業や家計向けの貸出の残高のことだ。「M2+CD」は「マネーストック」とも呼ばれ、民間銀行がわれわれ顧客から受け入れる預金等の残高を示すものであるが、企業や家計向けの貸出は、それがひとたび実行され、設備投資等の資金として使われることになれば、いずれかの民間銀行の預金としていずれは戻ってくることになる。そのため、民間銀行全体として大きく捉えれば、貸出が増えれば預金も同じように増える筋合いのものである。

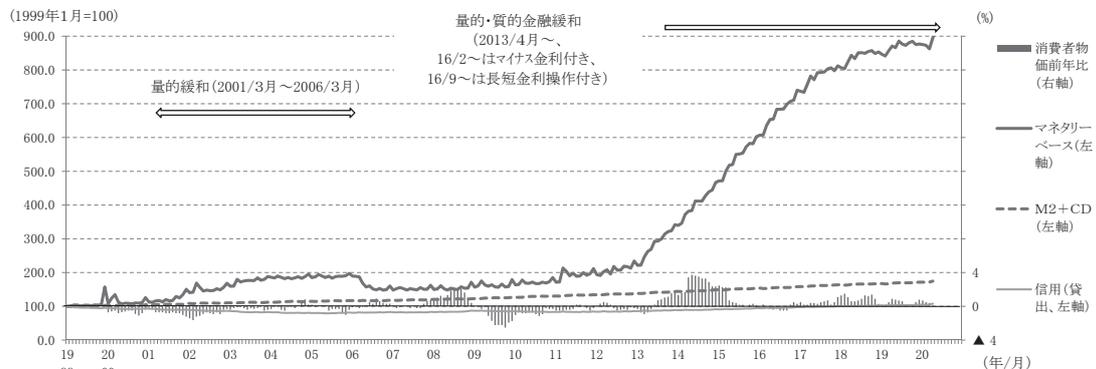
金利がプラスの状態にあったかつての時代には、中央銀行が民間銀行等を相手に供給するマネタリーベースの量を増やせば、言い換えれば、短期金融市場にオペで資金を供給して短期金利を引き下げ誘導すれば、それとともに、マネタリーベースを大きく上回る形で民間銀行による貸出（図表4中の「信用」）やマネーストック（図表4中の「M2+CD」）が伸び³、経済活動を刺激することができていた。これはわが国に限らず、各国を通じて共有されていた経験で、金融政策運営の基本を支えるメカニズムとなっていた。

ところが図表4が示すように、金利がゼロ%に

2 本連載第一回の図表5（日銀の当座預金取引先の相手方の業態別内訳）を参照。

3 金融論では、「マネーストック」を「マネタリーベース」で除いたものを「信用乗数」という。

(図表4) 日本のマネタリーベース・広義マネー・信用(1999年1月=100)と消費者物価指数前年比の推移



(資料) 日本銀行時系列統計データを基に日本総合研究所作成。

(注1) マネタリーベース、M2+CD、信用(貸出)は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月および2019年10月の消費税率引上げの影響を含むベース。

(注2) M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示。

(注3) 貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

まで低下したもとの、日銀が量的緩和によってマネタリーベースを大幅に増加させても、民間銀行の貸出や、貸出が還流する形で戻ってくる預金(マネースtock)は、金利がプラスであった時代のように伸びることはなかった。金利がプラスの時代と同じ動きをするのであれば、指数化したマネースtockや民間銀行の貸出は、同じく指数化したマネタリーベースを大きく上回って推移するはずであるところ、上回るどころか大きく下回る結果になってしまったのである。民間銀行の貸出が伸びない以上、社会全体の経済活動が活発化することもなく、図表4が示すように、物価が上がることもなく、その後、わが国ではデフレ状態が長期化することになった。

その後の専門的な実証分析等を通じ、当時の日銀の量的緩和の効果としては、国債を大量に買い入れてマネタリーベースを供給する、すなわち流動性の供給を通じて金融危機を収束させるうへでは効果があったものの、実体経済や物価の押し上げには殆ど効果がなかった、という理解が一般的になっていた⁴。この点は、専門的な分析を経ずとも、この時期にわが国で生活していた私たち

国民の、景気や物価動向に関する肌感覚とも合致するものといえよう。そして白川総裁時代までの日銀も、量的緩和の効果に関するこうした評価や理解を受け入れつつ、以降の金融政策運営を組み立てていたのである。

社会科学である経済学や金融論は、自然科学の世界とは異なり、研究室の机上で構築した理論が現実にも通用するのかどうかを、あらかじめ実験して確認することはできない筋合いのものだ。「金利が“ゼロ金利制約”にあるもとのでは、中央銀行が民間銀行向けに供給するマネタリーベースをいくら増やしても、金利がプラスの時代のように、民間銀行から市中の企業や家計向けの貸出が伸びることはない」というのは、日銀が世界で初めて、ゼロ金利制約下で量的緩和政策を試みてみて初めてわかったことだったのである。

7. リーマン・ショックで海外中銀も“ゼロ金利制約”に直面

眼を海外に転じると、日銀が2006年に量的緩和を解除した2年後の2008年にはリーマン・ショッ

4 金融危機時には、金融機関同士が相手の経営状態や返済能力について相互不信状態に陥るため、市場で資金不足者と資金余剰者が効率的に取引することは難しくなり、通常時よりもはるかに多くの資金(流動性)が必要になることによる。

5 ただし、やや細くなるが、日銀が多額の国債を買い入れる量的緩和と合わせて実施していた「時間軸政策」(海外では「フォワード・ガイダンス」と呼称することもある)には、景気を下支えするうへで一定の効果があったとみられている。時間軸政策とは、政策金利である短期金利をゼロ%といった超低水準に維持する状態を、現在のみならず将来にわたる一定の期間、継続することを約束する政策のことである。

クが発生し、今度は世界全体が金融危機に直面することになった。そして欧米の主要な中央銀行もたちまち、政策金利を引き下げたくてもそれ以上は引き下げられないという「ゼロ金利制約」に相次いで直面することになった（前掲図表3）。本連載ではこの後、Fed、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）が金融危機後に展開した金融政策運営について詳述する。これらの各中央銀行が危機後に採用した大規模な資産買い入れ等の金融政策手段は、一見、日銀が2001年から6年間展開した量的緩和と似通っているようであるが、詳細にみると、実際の金融調節の目標の設定の仕方や効果の狙い方等の面で、実は日銀の量的緩和とは“似て非なる”ものであることがわかる。彼らにおおむね共通するのは、①当時、唯一の先行事例であった日銀の6年間の量的緩和の経験を十分に検討し尽くし、同じ轍は踏まないという意味で反面教師としていることや、②そうした大規模な資産買い入れ等の金融政策をひとたび始めてしまうと、後々の正常化が極めて困難となりかねない、という点に配慮している点である。本連載では紙幅の関係上、直接取り上げることは難しいが、それ以外の中央銀行についても、量的緩和の効果の限界に関するそうした理解や正常化局面での問題を鑑み、金融危機に瀕しても、大規模な資産買い入れを安直に採用することはしなかったカナダ中銀やリクスバンク（スウェーデン中銀）のような例も存在する。

他方、日銀は、黒田東彦総裁が就任した直後の2013年4月からQQEを開始した。これは、黒田総裁の「それまでの日銀の金融緩和の度合いが足りなかったから、日本はデフレから長年脱却できなかった」、「マネタリーベースを大幅に増加させれば物価は上昇する」⁶とのかねてからの持論に基づくもので、日銀はこの時点から、金融調節の目標を、それまでの短期金利（政策金利）から、日銀が民間銀行相手に供給する資金量であるマネタリーベースに変更するという、「マネタリーベース・コントロール」を採用した。同総裁は、13年4月の記者会見で、「マネタリーベースや長期国債等の保有額を2年間で2倍に拡大し、2年間で2%の物価目標を達成する」と述べている。とこ

ろがその後の日本経済の実際の推移は図表4が示す通りで、貸出やマネーストック（預金）の伸びが高まることもなく、物価が伸びたのも最初の1年間のみでそれ以降は総じて伸び悩む状態が今日に至るまで続く、という結果になっている。要するに、国全体を巻き込むこれだけ大掛かりな金融政策の実験を行っても、効果の面では、2000年代の量的緩和時と大差ない結果を確認したにとどまっている。そして日銀は2016年9月の「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール。以下YCC）付き量的・質的金融緩和」の導入（詳細後述）に際し、2013年4月以降、金融調節の方針の対象としていたマネタリーベースをその対象からは外し、長短金利に置き換えている。

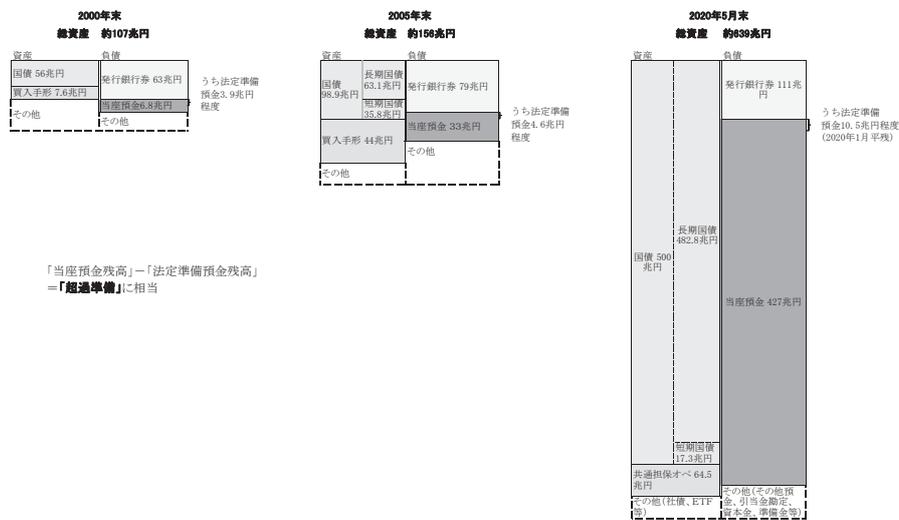
8. 中央銀行の資産規模拡大下での金融調節の変質

金融危機以降、日銀をはじめとする主要中央銀行の資産規模が大きく拡大するもとでは、政策金利を狙い通りの水準に誘導するうえでの金融調節の手法も、かつてとは大きく様変わりしつつある。日銀の過去20年間のバランス・シート（以下BS）の大まかな見取り図の変化（図表5）をもとにみてみよう。

本稿の第3章でみたように、準備預金制度を機能させたうえで、銀行券・財政要因による資金供給の見通しを立てて、中央銀行がオペによる資金供給や資金吸収を日々行って短期金融市場金利を狙い通りの水準に誘導できるのは、あくまで、同市場全体として余剰資金がなく、市場に“資金不足の参加者”と“資金余剰の参加者”の双方が存在していることが大前提となる。そうした状況のもとでは、中央銀行である日銀のBSは図表5の一番左の図のようになり、民間銀行から日銀に預けられる当座預金は、市場全体の余剰資金の少なさを反映して、ごく限定的な額にとどまる。ところが、日銀が2001年から実施した量的緩和の末期（2005年末）における日銀のBSをみると（図表5の真ん中の図）、この当座預金が33兆円にも膨らんでいる。これは、銀行等が、日銀の量的緩和による国債買い入れの対価として得た資金を、持って行

6 黒田総裁は、総裁候補として臨んだ2013年3月の衆参両院の議院運営委員会における所信表明においてもこうした見解を明確に述べている。

(図表5) 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2020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。

き場がなく持て余し、金利もつかないのにやむなく日銀の当座預金に置いていたことを意味する。この状況では、市場には“資金不足の参加者”は誰もいないゆえ、日銀がかつてのような金額の資金吸収オペを行ったところで、市場参加者同士の金融取引は起こらず、市場金利もつかない。単純に考えれば、日銀が買い入れてきた国債を、今度は反対方向で売却してしまえば、容易に市場から資金吸収をできることになるが、国債は金融商品であり、買い入れ時と売却時の価格が同じとは限らない。一般的に考えて、危機時に買い入れた国債も、その後経済が回復してくれば市場金利もよい意味で上昇するため、売却時には債券である国債の価格は下落することになる。そうなれば、日銀が売却時に大幅な損失を被ることになり、国債売却による資金吸収は現実的な手段ではない。そのため、当時の日銀は自ら「銀行券ルール」を定め、量的緩和の期間中、順守することを自らに課していた。これは、買い入れる長期国債はBSの負債サイドの銀行券の発券残高を超えないようにする、というもので、結果的に日銀は、国債の買い入れ高全体をほぼ、銀行券の発券高の範囲内にとどめることができ、負債サイドの当座預金に見合う買入手形のオペ残高を有していた。日銀は2006年3月に、量的緩和の解除をアナウンスしたのに合わせ、この買入手形のオペの満期がすべて同年7月までに到来するように設定しており、解除のアナウンス後わずか4カ月の間に、買入手形オペをロールオーバーさせず満期落ちさせることを通

じて、44兆円という巨額の資金を短期金融市場から吸い上げ、量的緩和実施前の余剰資金のない状態に戻すことに成功し、かつてのような金融調節を再び行えるようになったのである。その状態は、白川前総裁時代の2013年3月まで続いていた。

しかしながら、黒田総裁のもとで13年4月にQQEに着手した時点で、この「銀行券ルール」は“一時的に”という言い回しのもとで停止され、現在に至っている。日銀の現在のBSの拡大振りは図表5の一番右の図のようなもので、もはや、かつての買入手形オペに相当する共通担保オペを満期落ちさせたとことで55兆円の資金を吸収できにすぎず、短期金融市場には多額の資金余剰が残存することになる。

同様の状況下で、いかにすれば短期金利を引き上げ誘導することができるのか。2015年末から先行して正常化に取り組んだFedが編み出したのが、民間銀行がFedに預ける当座預金にFedが付利する水準を引き上げ、それに大規模な資金吸収オペを組み合わせることで短期金融市場の動意を促し、市場金利が成立するように仕向ける、という手法だ。Fedはこの手法によって実際に、2.5%にまで、政策金利であるFFレートを引き上げ誘導していた。日銀も、いずれ来るであろう正常化局面においては、Fedと同様のこの付利による手法に寄らざるを得ないことを国会での参考人質疑等を通じて認めているものの、この手法には、買い入れている国債等の資産の利回り次第では金利引き上げ局面で“逆ざや”となり、当該中銀の財

(図表6) 日本銀行が保有する利付国債の残高等(2019年4月30日時点)

	保有残高 (億円)	シェア (対発行残高, %)	残存年数 (加重平均, 年)
2年債	264,566	47.8	0.8
5年債	1,092,867	73.1	2.3
10年債	1,847,823	58.3	5.8
20年債	882,936	35.8	11.6
30年債	314,172	27.0	24.6
40年債	71,707	30.8	35.7
変動利付債	41,046	21.9	1.8
物価連動債	20,009	21.0	6.5
合計	4,535,516	48.4	7.6

(注1) 残高は総額金額ベース。

(注2) 国債の発行残高は、流動性供給入札および買入追加入札による残高の変動を含む。

(資料) 風間直樹前参議院議員あて日本銀行開示資料(2019年6月6日)。

務運営に深刻な影響を及ぼしかねない、という難点がある。金融政策運営上、かつてはなかった“大規模な資産買い入れ”という手段が加わったことによって、かつては政策金利の引き上げ誘導にコストがかかることなどあり得なかったものが、今後は、買い入れた国債の満期落ち等を通じて、BSを縮小できるまでの間、中央銀行の財務運営上、付利のコストがかかるようになってしまったのである。ちなみに、日銀の2019年度決算によれば、買い入れた国債の利回りはわずか0.247%、運用資産全体でも0.242%にとどまる。これは短期金利をわずか0.3%に引き上げ誘導するだけで、日銀が“逆ざや”に陥ることを意味する。付利の対象となる当座預金はすでに400兆円超であり(前掲図表5)、この先日銀は、利上げによって“逆ざや”幅が1%ポイント拡大するごとに、年度当たり4兆円のコストを負担せざるを得ない。これに対して2019年度末時点での日銀の自己資本は、引当金勘定まで含めても9兆円強しかない。

なお、日銀が2019年に開示した資料によれば(図表6)、買い入れた国債の平均残存期間は8年弱程度とみられる⁷。これは、今後仮に日銀が、満期が到来した国債のすべてを“満期落ち”させて、売却損を被ることなく資産規模の縮小を図るとしても、これほどまでに膨張した資産規模を半減させるまでに8年弱程度を要することを意味する。したがって、ひとたび日銀が金利引き上げ誘導を余儀なくされる局面に入れば、付利コストが日銀の財務運営を圧迫する期間が10年以上の長期間に

わたって継続することになる。

9. マイナス金利とイールドカーブ・コントロールの実際

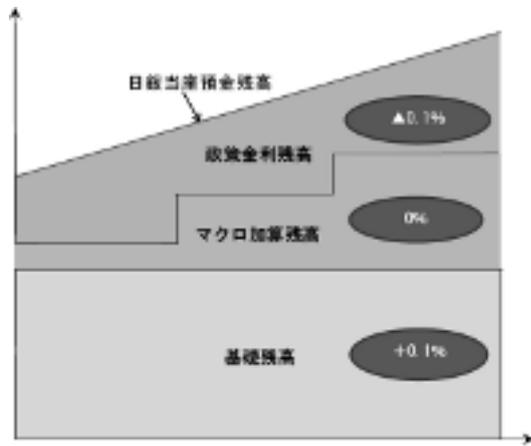
最後に、日銀が2016年以降QQEと合わせて導入している「マイナス金利」や「長短金利操作(YCC)」の実態をみてみよう。

日銀が2001年から6年間実施した量的緩和時の教訓の一つとして、「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」(前掲図表1)という経験があった。その点は他の中央銀行にも共有されることとなり、リーマン・ショック直後において、主要中央銀行が政策金利を完全なゼロ%にまで下げてしまうことはなかった(前掲図表3)。日銀も同様の認識に基づき、2008年秋には、他の主要中銀と足並みを揃えて、当座預金に0.1%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0.1%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0.1%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。

そうした対応は、黒田総裁のもとでQQEが開始された後も続けられていたが、日銀は2016年2月、QQEに付加する形でまず、マイナス金利政策を導入した。その時点ですでに、民間銀行は日

7 日銀は、買い入れた国債の全銘柄は公表しているが、そこから算出した平均残存年数のデータは、現時点では公表していない。

(図表7) 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)。

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ため、日銀は当座預金を図表7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、従前通りプラス0.1%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

(図表8) 日銀当座預金の三層構造

階層	対象	付利率
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16日)の当座預金平均残高(基準早期)」－「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」など	
	「MRFに関する特別の適用対象預金残高」「マクロ加算額(基準平均×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%

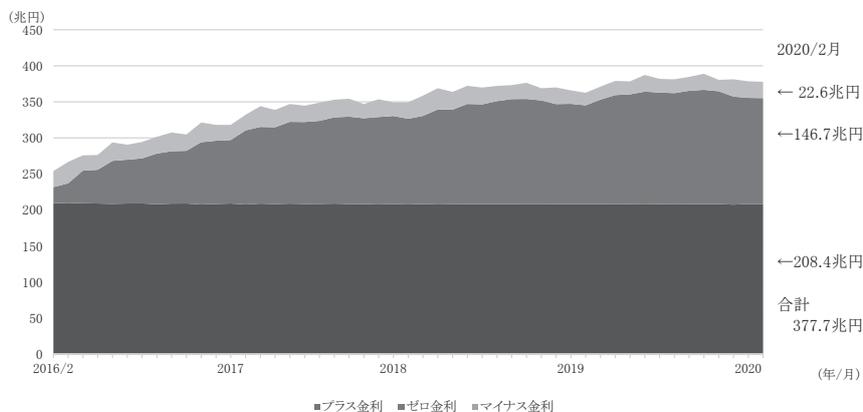
(資料) 日本銀行金融市場局『2018年度の金融市場調節の概要』、2019年5月30日、p4。

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、日銀は、中間の「マクロ加算残高」を適宜設定し、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等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8)。

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9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10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

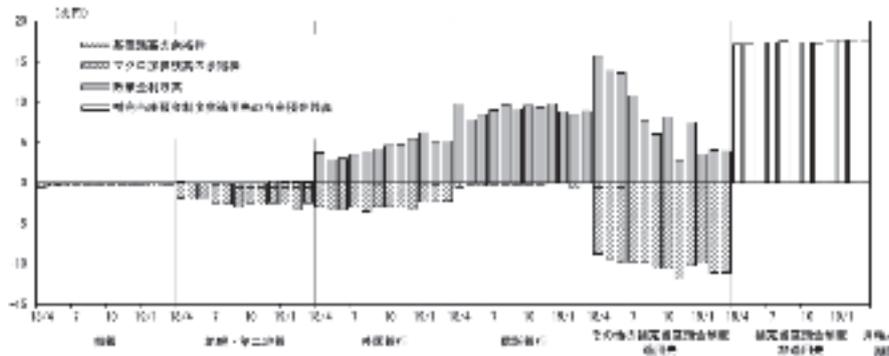
(図表9) 日銀当座預金の適用金利別残高の推移(補完当座預金制度適用先)



(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10) 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『2018年度の金融市場調節の概要』、2019年5月30日、p5。
 (原資料) 日本銀行「業態別の日銀当座預金残高」。

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極力残さず、ほぼフルに日銀に預けるという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、持っ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、▲0.1%の手数料を日銀に徴求されてしまうのに対し、例えば▲0.05%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、信託銀行等から例えば▲0.05%で資金を預かるというマイナス金利取引を行っている。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。

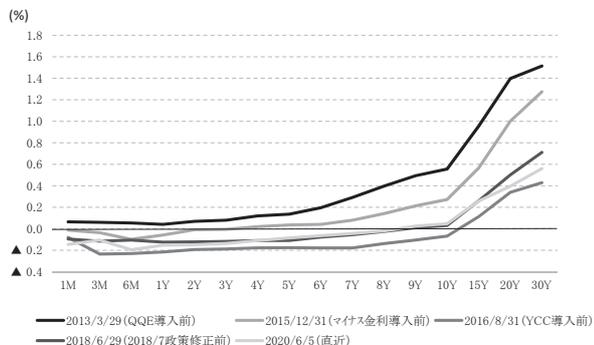
これが現在のわが国の短期金融市場で行われているコール取引の実態だ。要するに、どの市場参

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のに過ぎない。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。実際のコール市場の残高の推移をみても（前掲図表1）、月ごとの振れを伴いつつも、取引はかつてより大幅に減少している状態が続いていることがみてとれる。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。

マイナス金利政策のそうした副作用を日銀自身も認め、事実上それを部分的にせよ緩和するため、日銀は2016年9月、QQEの「総括的検証」と合わせてYCCを打ち出した。これはオーバーナイト（翌日物）の短期金利に適用する政策金利▲0.1%はそのままに、年限10年の長期金利がゼロ%程度になるように国債買入れを行う、というものであった。

これには当初、市場関係者から戸惑いの声が多くあがった。上述のように、中央銀行は、市場参加者がほぼ銀行等に限られ、かつ、流動性の絶対的な供給量を自らがほぼ完全に制御できる短期金融市場においては、資金供給・吸収オペレーションを通じて、最も短い期間であるオーバーナイトの市場金利を意図する水準に誘導することができる。しかしながら、期間の長い金融市場になれば

(図表11) 「量的・質的金融緩和」(QQE) 開始後の日本のイールドカーブ(利回り曲線)の形状の変化



(資料) Thomson Reuter Eikon を基に日本総合研究所作成。

なるほど話は別で、国内外の多様な市場参加者が様々な取引を通じての市場金利形成に参与するうえ、取引の規模も大きく膨らむ。ゆえに、中央銀行が長期金利を望む水準に誘導することは不可能である、というのが、わが国のみならず諸外国に共通する一般的な理解であったからだ。

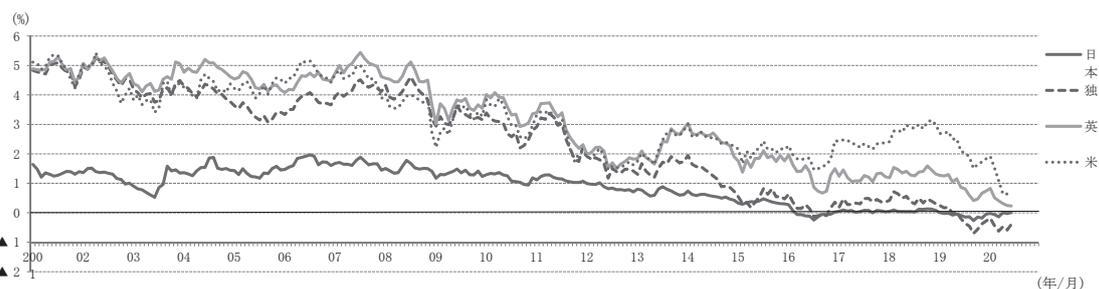
しかしながら、実際に蓋を開けてみると、図表11が示すように、日銀は巨額の国債買い入れを通じて、年限10年の長期金利をゼロ%程度に誘導してみせ、しかもその状態を今日に至るまで継続している。

ではなぜ現在の日銀は、長期金利をコントロールできているのか。中央銀行の金融調節の能力に関する、国内外でのこれまでの“常識”が覆ったのか。その答えは、日銀が2013年4月以降、YCCの導入時点、そして今日に至るまですでに7年以上にわたってQQEを継続してきたことにより、わが国の国債発行残高の相当な部分をすでに買い占めてきていることによる。日銀が保有する利付国債のシェアはすでに発行残高の5割超に達しているとみられ、国債の発行年限によっては、主力の一つである5年債のように2019年時点ですでに7割超に達しているものもある(前掲図表6)。すで

に7年以上にわたるQQE続行に伴い、主として民間銀行はそれまで保有していた国債のかなりの部分を日銀に売り渡してきたが、各種の金融取引のなかにはあらかじめ担保として国債を差し入れておく必要があるものも少なくなく、民間銀行は、これ以上は国債を手放せない状態にすでに達している。こうした状況下では、通常であれば、様々な経済指標や財政運営のニュース等に反応して行われるはずの国債取引が極めて低調とならざるを得ない。実際、2008年のリーマン・ショック以降最近に至るまでの10年国債金利の動きを他の主要国と比較してみても、わが国の国債金利は極めて動意に乏しかったことがみてとれる(図表12)。この間、二度にわたる消費税率の引き上げ延期や基礎的財政収支黒字化目標の2020年度から25年度への先送りといった財政状況を一段と悪化させるニュースにも、国債金利はおおよそ反応することはなかった。足許のコロナ危機で、わが国の国債は大幅な増発が見込まれているが、市場は反応薄であることに変わりはない。要するにわが国では、日銀のこれまでの国債買い入れの累積により、国債市場における価格発見機能が失われた死に体同然の状態になっており、それゆえ日銀によるYCCが可能になっているとみることができよう。

他方、他の主要中銀は、少なくとも本稿執筆時点(6月8日)においては、日銀のように長期金利を金融政策運営の目標に据えることはしていない。その理由は、①市場機能、すなわち様々な見方を持つ多くの市場参加者によって形成される価格発見機能を尊重し、自国経済の実力に見合った、持続可能な経済政策運営を行うため、②中央銀行も“銀行”であるゆえ、リスクテイクには自ずと限界があって然るべきと認識されているため、と考えられる。

(図表12) 主要国の10年国債金利の推移



(資料) Thomson Reuter Eikon を基に日本総合研究所作成。