

国庫金管理の側面から見た量的緩和策の意義について*¹

—一国のキャッシュ・マネージメント現代化という視点を踏まえて—

加藤 出*²

中北 徹*³

要 約

日本銀行が量的緩和政策を実施していた最中の2005年に、日銀当座預金残高が当時の日銀の目標の下限である30兆円を下回るという事態が6営業日発生した。その原因のひとつに財務省の当時の国庫金管理の影響を指摘することができる。財務省はこの出来事をひとつの契機にして、その後、国庫金管理の効率化に取り組むようになる。そこでこの論文では、日銀の金融調節との関係において、国庫金管理に当時どのような問題があったのか、それはどのように改善されたのか、海外主要国の金融調節と国庫金管理の関係は現在どのようなになっているのか、また、量的緩和策実施時に大きな話題となった外国為替市場介入は日銀当座預金残高にどのような影響を与えたのか、といったポイントを考察した。

キーワード：国庫金管理，対民収支，量的緩和策，札割れ，非不胎化介入

I. 問題提起

この論文の目的は、日本銀行が量的緩和政策を実施していた時期（01年3月～06年3月）を主な対象にして、短期金融市場と国庫金管理との関係について分析を行なうことである。

国庫金管理の観点から量的緩和策を振り返るとき、注目すべき1つの事実として、特に2005年に日銀の資金供給オペレーションで「札割れ」が頻発に生じたことが挙げられる。国庫が民間から資金を大量に吸い上げる揚超日（税納付日、国債発行日など）に日銀が日銀当座預金残高目標を維持する場合、日銀は資金供給オ

ペを大規模に実施しなければならない。一方、当時、日本経済は緩やかに回復基調を続けていたが、そうした中金融システム不安が後退したことで、金融機関の超過準備需要は大幅に縮小していた。このため、日銀が資金供給オペを実施しようとする、競争入札の際に、日銀が希望した資金供給額（オファー額）を応札額が下回る「札割れ」が続出した。「札割れ」が相次ぐと、日銀は予定した資金供給を実現することができなくなり、日銀当座預金残高が目標の下限を下回る日が現れた。2005年にはそういっ

*1 本稿に示されている見解は、著者個人に属するものであり、著者が属している組織のものではない。

*2 東短リサーチ株式会社取締役チーフエコノミスト

*3 東洋大学大学院経済学研究科・教授 理事

た日が6月から8月にかけて6営業日発生した（6月2日，3日，7月29日，8月3日，4日，5日）。

その背景には，前述のように，国庫金の対民収支の動きが大きな影響を与えていたが，顧みれば，当時こうした状況に対する世論の理解と認識は十分ではなかった。一般的に，政府のデット・マネージメント政策（国債管理政策）については世論，マスコミの関心は高いが，キャッシュ・マネージメント政策（国庫金管理政策）についての関心は低い。国庫の責任者である財務大臣自身も「デフレ克服への努力を後退させた市場が受け止めないようにすべきだ」と，日銀に努力を促す発言を行っていた。

量的緩和策の効果について詳細を述べることはこの論文の意図ではないが，筆者らは，そもそも所要額を超える準備預金を金融機関が日銀に積み上げることが景気刺激への有効性を持つことに疑問なしとしない。むしろ，超過準備額の多寡が金融政策の緩和の度合いを表現しないとの立場をとっている。実際，2007年夏から始まった今回の金融危機において，米国のFRBは日銀が実施したような量的緩和策は採用していない。

しかし，財政資金の巨額受け超が2005年に日銀当座預金目標の維持を困難にしたことが話題なり，それを契機に，政府は国庫金管理の効率化に本格的に乗り出すという副次的な効果が現れた。国庫余裕金を圧縮するために，政府短期証券の発行額の抑制や，個々の財政項目の歳出・歳入そのもののタイミングを相互に一致させるという改革に足を踏み入れたのである。この結果，国庫金の振れは大幅に縮小し，政府の余裕資金を縮小させていく契機となった。以上の過程は，結果的に，日本の財政ファイナンスが試行錯誤をへて，市場との親和性を高めて，現代化していく調整過程に他ならない。

ユーロ加盟国においては，以前は，ギリシャ

やイタリアのように，財政赤字が大きな国では，国庫金管理効率化への意識が低い傾向が見て取れた。国庫金管理の効率化は，政府債務の納税者負担を軽減する意味合いももつため，その観点からも効率化は重要である。

筆者らは2005年5月の日本金融学会春季大会で，財政赤字が累増しながらも政府が資金繰り上の余裕資金を数十兆円も保有し，それが日銀の金融調節に影響を与えている状況に関する問題意識を報告した（中北・加藤「財政資金と金融調節～国庫金の管理と中央銀行の独立性」2005.5）。その後，財務省は国庫金管理の効率化に積極的に乗り出しており，本論文では，その効果を検証することも主要な目的のひとつとしている。

本論文は，冒頭で述べたとおり，札割れの頻発がなぜ生じたかという疑問を糸口に，その後にあった国庫の資金管理繰りの問題を取り上げ，量的緩和策と国庫金との関係について考察を行なう。

具体的に，Ⅱ章，Ⅲ章では，「国の銀行」としての中央銀行という観点から，国庫金の制度と資金繰りの仕組みを概説し，金融調節との関係を明らかにする。次に，Ⅳ章では，国庫の余裕金が膨張した理由を整理し，それが2005年の日銀当座預金目標割れにつながる流れをⅤ章で解説する。Ⅵ章，Ⅶ章では，財務省が着手した国庫金管理の効率化や，欧米主要国の国庫金管理の仕組みの概要と特徴について説明する。国際比較をつうじて，日本の国庫金管理の特徴や問題点が明らかになるとと思われる。米国では，リーマン・ブラザーズの破綻後にFRBが金融市場に大量の超過準備を供給したことで，米財務省の従来緻密な国庫金管理のスタイルが崩れるという興味深い現象が観察できる。Ⅷ章では，外国為替市場介入が対民収支に与える影響について解説する。最後に結論を述べる。

II. 国庫金と中央銀行の関係

II-1. 「政府の銀行」としての中央銀行

中央銀行の役割には、伝統的に通貨の発行(=「発券銀行」)、「銀行の銀行」の役割と並んで、「政府の銀行」としての役割がある。「発券銀行」とは、銀行券などの現金の供給や管理の機能であり、「銀行の銀行」とは、市中銀行などの金融機関に対して預金・貸出しなどのバンキング業務をすること、および、貸し出し機関の検査・監視機能を果たすことである。これに対して、「政府の銀行」とは、政府のメインバンクとしてバンキング機能を果たすことであり、具体的には、政府の預金を受け入れ、政府のために受払いを行って、国庫金の管理を担当するほか、場合によっては、政府に対して信用を供与することも含まれる。

これらの活動は、互いに独立ではなく、相互に結び付いている。例えば、「政府の銀行」について言えば、国庫金の管理を行なうことが、市中に流通するマネー量を変化させ、また、そのことが民間銀行の貸出しや短期金利の水準に影響を及ぼしている。

なお、「国庫」とは国家の活動を財政活動の主体としてみた場合、これを国庫と認識するものである。国庫には国の現金・預金のほか、有価証券、不動産、動産などが属するが、このうち現預金のことを、とくに「国庫金」と呼ぶ。日本では、国庫金の責任者は本源的に財務大臣(財務省内での担当は理財局)であるが、その指示にもとづいて日銀(業務局)がその固有業務として一元的に取り扱っている(日銀法第35条)。したがって、「政府の銀行」とは、国庫金の管理という業務を政府からの委託を受けた中央銀行が固有の業務として実施するもので、国庫金の管理業務とは政府の預金口座の管理の主体として認識した場合の中央銀行の役割に他ならない。

II-2. 役割の変遷と新しい動き

「政府の銀行」としての役割は、中央銀行のもっとも古い役割で、西欧では「国王の金庫番」としての生い立ちに遡るものである。中央銀行と国庫管理の関係は、歴史の文脈をとおして国家の機関としての役割分担の中で決まるものであり、本来、国々によって多様性が生じるのは当然である。しかし、近年の欧米主要国の間では、New Public Managementの発想、ECB設立の出発点になったマーストリヒト条約などの影響もうけて、政府の資金繰りを中央銀行に過度に依存しないように規律を働かせる傾向が顕著である。この点で重要なのは、中央銀行が政府に対して行う信用供与であって、戦間期をふくめて20世紀において、中央銀行による大量の国債引受や対政府信用供与が通貨の増発とインフレをもたらした経験から、中央銀行には何らかの制限を設けている国が多い(折谷1996)。

EU諸国では通貨統合の条件として、財政と金融の分離を重視し、財政健全性の基準を導入するのと並んで、ECBの独立性、対政府信用の禁止などを打ち出した。さらに、各国の中央銀行についても同様の定めが導入された(ECB定款21.1条)。共通通貨に参加していない英国においては、政府の財務管理に係わる業務全体をイングランド銀行から独立させ、Debt Management Officeと呼ばれる新設の組織に移している。このようにEU全体では、中央銀行の「政府の銀行」という機能そのものが、縮小・廃止される方向が鮮明である。

戦後日本では償還期限1年を超える国債の日銀引き受けと、政府の日銀長期借入が原則禁止されていたが、次ぎに見るように、対政府信用については99年に新しいルールとして「対政府取引に関する基本要領」が新たに定められて

いる。

II-3. 日銀の対政府信用取引に対する原則禁止

1999年3月以前は、政府が発行するFB（政府短期証券¹⁾）を日銀がほぼ全額引き受けることで（「定率公募残額日銀引受方式」）、資金管理を容易にこなすことができた。国庫の資金が短期的に不足する時は随時FBを日銀引き受けて発行し、余剰になる時は日銀に依頼してFBを随時繰り上げ償還すればよかった。このため、余裕金を用意しておく必要は基本的になく、財務省から見れば、効率的な資金繰りが可能だった。

しかし、FBの直接引受は財政法の精神に抵触する恐れがあり、また、「円の国際化」の観点から、リスクフリーの短期商品の市場を育成する必要性の議論も台頭していた。

日銀法改正を経て、1999年に日本銀行は、政策委員会の議決をへて、「対政府取引に関する基本要領」を定めた。そこでは、(i) 日銀は政府向けの信用供与はできない。(ii) ただし、例外的にFBを引き受けることがあるが、その場合、政府はFBの公募発行によって得た資金で可及的速やかにそのFBを償還させる。(iii) 国庫に余裕金が生じた場合、金融調節など業務に支障が生じない範囲に限り、日銀は保有するFBの政府からの繰り上げ償還の依頼に応じる。また、余裕金を政府当座預金から国内指定預金に組替え、FBの直近入札における利回りに応じた金利を付する、などが定められている。

これを受けて、99年4月から徐々にFBの市中公募（価格競争公募方式）が開始されることになった。2000年4月以降は完全に市中公募に移行している。

このように市場規律を重視した結果、政府は例外的な場合を除いて、資金の手当てを政府の銀行（メインバンク）である日本銀行に頼るこ

とができなくなった。日銀がFBを引き受ける例外的なケースとしては、政府が外為市場介入で円売り介入を行う際に、その介入資金を政府がFB（外国為替資金証券）を市場で発行して調達するまでの間に、一時的に行われている。

また、2001年3月に日銀が量的緩和策を導入した際、日銀は市場から購入した国債が償還を迎えるときの対応を変更した。従来は、償還が来た国債は乗り換え引き受けが行われていた。しかし、変更後は、日銀政策委員会の承認の下、償還が到来した国債を一旦1年物短期国債に乗り換え引き受けし、その後、現金償還されるようになった（ただし、長期国債の償還が集中した「2008年問題」に協力する形で、日銀は、乗り換え引き受けした1年物短期国債をロールオーバーするケースも見られた）。

II-4. 国庫金と日銀金融調節の関係

日銀の金融調節については、日銀当座預金を増減させる項目に着目するとき、各項目の増減（△）について、次の基本式が恒等的に成立する。

$$\Delta \text{日銀当座預金} = \Delta \text{銀行券} + \Delta \text{財政（政府対民間収支）等} + \Delta \text{金融調節}$$

つまり、日銀が金融政策を遂行する上で操作する対象となっている日銀当座預金残高は、日銀券の発行残高、政府対民間収支（政府預金残高の増減と言い換えることもできる）、日銀資金供給残高、という主に3つの変数によって決まってくる（正確には、その3つ以外に、海外中央銀行が日銀に設置している預金残高の増減や、日銀の経費支払いなども日銀当座預金残高に影響を与えるが、それらは、日銀の統計上、「財政等要因」の「等」の部分に含まれている）。ここで重要なのは、中央銀行自らが操作できるのは△金融調節であり、その他は制御の対象で

1) 2009年2月以降に発行されているFBを財務省は、従来の短期国債（TB）と区別せずに国庫短期証券と呼んでいるが、本論分では2005年に起きた現象をテーマにしているため、FBという名称で統一することにする。

ないことである。このような項目は当座預金変動要因、あるいは海外では自律的要因（autonomous reserve factor）と呼ばれ、△銀行券、および、△政府対民間収支が該当する。

II-5. 札割れ多発の誘因は、銀行券要因か？ 財政等要因か？

「銀行券要因」を具体的に見てみると、金融機関が手持ちの銀行券を自行の日銀当座預金に預け入れると（還収）、日銀当座預金の増加要因になる。反対に、金融機関が銀行券を自行の日銀当座預金から引き出せば、当座預金を減少させる要因として作用する。日銀券は、週内変動、月内変動、年内変動の増減パターンを示しながら、トレンドとしては経済規模の拡大にある程度伴って増加してきた。

前述のように、2005年の6月から8月にかけて日銀当座預金残高は量的緩和策の目標下限（30兆円）を6営業日割り込んだが、当時の日銀券の動きは日銀の金融調節に大きな負担をかけていなかった。

日銀券の増減が1日に1兆円を超えるケースは、以前は年間で度々見られた。例えば、1993年の場合は17日あった（最大は、12月9日の増発1兆9,485億円）。

日銀券が大きく増発される日は、日銀は資金供給量を増加して、日銀当座預金の減少をある

程度相殺しなければならない。しかし、近年は日銀券発行残高が大きく変動する日は少なくなっている。企業や公務員の給与・ボーナスが現金払いから銀行振り込みに変わったことや、クレジット・カードなど非現金の決済が普及したことなどが影響している。2005年の場合、日銀券の増減が1日に1兆円を超えた日は1日もなかった（最も大きく動いた日は12月22日の増発6,892億円）。また、月間の日銀券残高の増減を見ても、1993年6月は1兆9,449億円の増発だったが、2005年6月は5,650億円の増発であり、振幅は遙かに小さくなっている。

一方、「財政等要因」とは、主として財政資金の受払いに伴って生じる要因のことである。例えば、国債の市中発行や税納付が行われると（財政資金の受け超）、金融機関の日銀当座預金から政府預金への振込みが発生するため、日銀当座預金の減少要因になる。一方、国債償還や年金支払いなどの財政支出が行われると（財政資金の払い超）、政府預金から金融機関の日銀当座預金への支払いが生じるので、日銀当座預金の増加要因になる。

2005年に日銀が当座預金残高を目標レンジに維持できなくなったケースにおいては、「財政等要因」の巨額の受け超が大きな影響を与えていた。その原因を理解するために、以下、国庫金管理の仕組みを整理してみよう。

III. 国庫金管理の仕組みと対民収支のパターン

III-1. 国庫金の資金管理はなぜ必要なのか

国の会計は租税収入や公債金収入などの歳入予算と、歳出予算が見合ったものになっているので、国庫金の受払いは、年度を通じれば基本的には収入・支出が均衡するはずである。しかしながら、実際は、年度によって、対民収支が大幅に受け超になったり、あるいは大幅に払い超になったりしている。

また、短期間においても収入と支出のタイミングにずれが発生するため、国庫金の管理を支障なく適正に進めるためには、日々の資金不足や資金余剰に対する調整の措置、すなわち、資金繰り（Cash Management）が必要になる。

もっとも、資金管理の必要性は、国庫に限った話ではない。政府にかぎらず、一般に経済活動を行う主体にとって、取引需要は短期的には

偶発的な事情から左右される余地が大きく、資金の受払いのタイミングは一致しない。企業はもちろん、家計も資金管理が必要である。とくに、大手企業においては、多通貨に渡る資金管理の巧拙は採算にも大きく影響するため、近年グローバル・キャッシュマネジメントなどの名称の下、効率性の高いさまざまな進んだ資金管理手法が導入されている。

国庫金の管理は、民間企業とは異なる大きな影響力を持っている。国庫金のフローは巨大である。政府預金が大きく増加（減少）すると、民間の日銀当座預金は大きく減少（増加）するため、短期金融市場に対して大きな影響を与えることになる。特に2005年以降の国庫金管理改革以前は、税、年金、交付金、国債発行のタイミングがばらばらに行われていたため、金融市場では大きな資金過不足が頻繁に現れていた。財務大臣が権限をもって各省庁の歳出入のタイミングを調整する仕組みが欠けていたため²⁾、大きな振れを与件に資金管理を行わざるをえず、国庫管理者は資金ショートの可能性を考慮して、政府資金を日銀の口座に過大に積み上げる傾向が強かった。これは政府全体としての統合性（integrity）が欠けていたからである。

また、国庫の資金繰りが非効率であれば、結果的にそれは納税者負担を生むことになる。公債を大量に発行して、利息を支払いながら、一方で巨額の余裕資金を抱えることは、逆鞘を生む可能性が高い。金融市場および納税者に対する影響を考慮すると、政府預金残高をある一定のレベルに安定させ、かつその水準を低位に維持することは重要と考えられる。

Ⅲ-2. 対民収支のパターンと振幅

では、資金繰りの仕組みと実際はどのようなになっているのだろうか。概要を簡単に述べると次のとおりである。

財務省は、日々の国庫金の受払いについて、日銀の協力をつうじて得た収支見込やヒアリングなどをもとに収支見込を策定する。この策定収支見込みと実績は毎月公表される。このような収支見込から短期的な資金不足が予想される場合、国は所要額につきFB発行などによる資金調達を行う。

詳細にわたる説明は、鎌田（2006）・東短リサーチ（2009）に譲るが、金融市場にとって資金不足になる租税や社会保障の納付日、また、資金余剰になる年金の支払日や国債・国庫短期証券の償還日は決まっており、月中や年間においてパターンが形成されている。現在の国庫金対民収支のパターンを、以下に掲載する（図表1, 2）。

なお、ここで注意すべきは、対民間財政収支の振れが大きいというとき、厳密には2つの意味が込められている。1つは、文字通り、「日々の財政資金」の受払いが大きいことである。例えば、2004年度（国庫金管理改革が開始される前年）の場合、6月2日と12月2日の法人税揚げ日はそれぞれ、7兆円強の資金が、日銀当座預金から政府預金に移転した。一方、偶数月の原則15日である年金支払日には、5～6兆円前後の資金が政府預金から日銀当座預金に移転した。

わが国の国庫金の対民間収支の振幅は、多くの欧米主要国に比べても大きい。これには、我が国の国庫管理における原則のひとつである「国庫統一の原則」も大きく影響している。あらゆる種類の国庫金を日銀に集中して、その出納事務を取り扱わせることとし、日銀を最終的かつ総括的な現金出納機関としている（大内2005）。

一方、米国や多くのユーロ加盟国の場合、国庫金を中央銀行だけでなく民間銀行の口座も使いながら管理することで、税揚げ日や社会保障

2) 国庫金管理改革以降は改善が見られたが、本論執筆時、政権交代を受けて、民主党政権が2009年度第二次補正予算の見直しとして、事業仕分けを行い、それに伴って、異例の措置として、すでに執行が始まっていた同補正予算の執行が停止された事例もある。

図表1 国庫金対民収支：月中の平均的パターン（東短リサーチ作成）

（国庫から見た受超と払超の要因。国庫金管理改革後）

日	収支	要因
1		
2	受超	法人税・消費税・社会保険料等納付 普通交付税交付(4,6,9,11月)
3	↑	
4		
5		
6	払超	
7	↓	
8		
9		
10	受超	国庫短期証券償還・発行
11		
12	受超	源泉所得税納付(1, 7, 8月は特に大きい)
13		
14		
15	受超	2年国債発行 ただし、年金支給月(2,4,6,8,10,12月)は、払超
16	↑	
17	払超	
18	↓	
19		
20	受超	ただし、国債償還・利払い(3,6,9,12月)は、 大幅払い超
21	↑	
22		
23		
24		
25		
26	払超	
27	↓	
28		
29		
30		
31	↓	

払い日に民間の準備預金残高に与える影響を小さくしている（ただし、国庫の余裕金を民間金融機関に預けることは、政府から民間金融機関への与信行為になるため、担保の徴求などによる信用リスクの管理や、それに伴うオペレーション・コストを考慮する必要が生じる）。

「対民間財政収支の振れ」のいま1つの意味は、「特定の日の財政資金の受払い額についての事前予想と実績値の乖離」である。これは金融調節を担当する日本銀行の担当者や、コール市場などの短期金融市場参加者にとってより強い含意を持つであろう。各省庁の個々の様々な

日々の資金の受け払いを予測することは、職人芸的な経験と技術が必要とされる。また、中央政府から地方自治体を経て、財政資金が民間に散布される場合には、そのタイミングに不確実性を伴うケースもよく見られる。

国庫金の対民間収支の予測のエラーが大きくなると、日銀はその日の日銀当座預金を意図した水準に誘導することが困難になる。それにより、日銀当座預金残高が市場参加者の予測とずれてくると、コール取引の需給関係に影響を及ぼす。その影響が現れ始めるのは、午後の時間帯になってからのことが多く、取引の残り時間

図表2 国庫金対民収支：年間の一般的パターン（東短リサーチ作成）

財政資金要因		
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い要因も多いが、申告所得税や国庫短期証券の発行により、受けと払いがほぼ均衡。
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の納付があるが、年金や地方交付金、国債償還・利払いがあり全体では払超。
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）の納付が大きいため受超。
9月	トン	地方交付金や国債償還・利払いなどの大きな払い要因もあるが、財政融資資金の貸出回収が大きいいため、受けと払いがほぼ均衡。
10月	受超	年金払いがあるが受超。
11月	受超	地方交付金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い要因もあるが、法人税や労働保険料、申告所得税の納付が大きいため受けと払いがほぼ均衡。

が少ない中で金融機関はその日の資金繰りを完了させようとするため、オーバーナイト金利のボラティリティは高まることになる。

Ⅲ-3. 受けと払いのタイミング調整は要請ベース

このような実態の中で国は資金繰りを行っている。一般的には、資金の受け入れと支払いのタイミングが一致していれば、資金繰り上の問題は小さくなる。そのためには、まず財政資金の受払いの調整を図らなければならないが、一般に個々の予算項目に関する歳出入のタイミングは、法律の定めがない限り、各省庁の担当大臣に委ねられている。とくに、「交付金の交付月そのものを変更するには法改正が必要であり、その他租税の納期や年金の支払日を調整し

ようになると社会的な慣行や制度を変える可能性がある」（鎌田2005）。このため、財務大臣は要請ベースでの調整を申し入れる権限をもつに留まると解釈される。

例えば、社会保障関連の支出などは、現状のような偶数月のみの年金の支払いを毎月にする制度に改正すれば、受給者の利便性向上のほか、財政収支の変動（volatility）の縮小につながるはずである。他の財政の支出も、法令、歴史的慣行として歳出のタイミングは決められてきたため、それを変更することは実際問題として容易な作業ではない様子である。しかし、年金の支給を毎月に変更することは、国庫金対民収支の問題に改善につながるだけでなく、多くの受給者に歓迎されることが予想されるため、政府は今後の課題にすべきと思われる。

IV. なぜ国庫の余裕金は巨大に膨張したのか？

IV-1. 2005年は30兆円を超えていた国庫の余裕資金

政府預金残高と政府の対日銀国債買現先残高（後述IV-4参照）はいずれも政府の一時的な余裕資金と見なすことができる。両者の合計は、2001年に一時40兆円を超えていた。巨額の債務を抱える政府にとっては、短期の余裕資金は異様に潤沢であった（図表3）。

日銀の資金供給オベに札割れが相次いだ2005年における政府預金と政府の対日銀国債買現先の合計残高は、2001年のピーク時よりは小さいとはいえ、月末平均31兆6,508億円という高水準にあった（前年比+7兆4,591億円）。

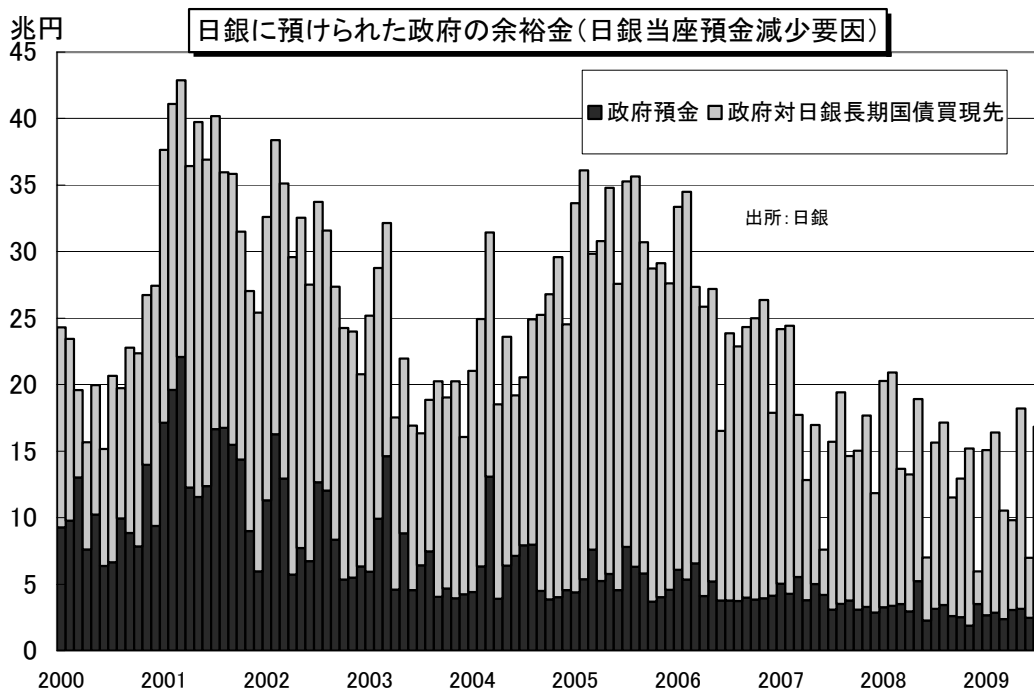
同残高が増加することは、民間の日銀当座預金残高を減少させる要因になる。日銀が日銀当

座預金残高をある水準に維持したい場合は、日銀はその分、市場に対する資金供給量を増大させなければならない（政府が民間から吸収した資金を、日銀が資金供給オベを通じて市場に環流させる行為と見なすこともできる）。2005年は、日銀の資金供給オベに負荷がかかっていたことが理解できる。では、政府の余裕資金はなぜ当時それほど巨額に積み上げられていたのだろうか？

IV-2. 政府預金の仕組み：余裕金は国内指定預金に預けられる

これまで述べてきたように、日本では国庫金は基本的に日銀に預けられており、それを政府預金と呼んでいる。政府預金は日銀本店のみに設置されており、①当座預金（民間が日銀に開

図表3



設している日銀当座預金とは別)、②別口預金、③指定預金(国内指定預金、外貨指定預金、在外指定預金)、④少額紙幣引換準備預金の4種類がある。③の中の国内指定預金を除くと、原則無利子の預金である。

国庫の資金繰りに特に関連するのは、当座預金と国内指定預金である。対民間および対日銀の国庫金の受け払いは、当座預金で行われている。前述したとおり、1999年度から段階的に始まった政府短期証券(FB)の市中公募化に伴い、1999年4月に国内指定預金が創設され、財務大臣が定めた利息が日銀から支払われるようになった。利率は、直近のFB公募入札における募入平均利回りを0.05%下回る金利であり、0.01%を下限としていた。しかし、量的緩和策が始まって、FBの募入平均利回りが0.01%を下回るケースが頻繁になった。このため、募入平均利回りが0.01%を下回った場合には、募入平均利回り(端数切捨て)を国内指定預金金利とすることに改められた。

財務省の国庫キャッシュ・マネージャーは、当座預金に支払準備金として常に1,500億円の残高を維持するようにしている(FB市中公募開始前である1999年3月までは原則400億円、4月末、12月末、3月末は500億円だった)。それを上回る資金は付利が行われる国内指定預金「一般口」にシフトされる(大内2005)。国庫の余裕金に関する法律上の定義はないが、財務省は、国内指定預金「一般口」の残高を国庫余裕金と呼んでいる。

IV-3. 政府預金残高の推移

政府預金全体の月末残高は日銀から公表されている。政府預金全体の増減は、国庫余裕金である国内指定預金(一般口)の変動に大きな影響を受けていると推測される。

月末の政府預金残高の年度平均は、1997年度は9,301億円、98年度は9,306億円だったが、99年度から急増を見せた。2001年度には12兆9,087億円に達している。この増加の主因は、主に次の2つにあったと考えられる。

a) FB市中公募化の影響

国庫に一時的な資金不足が生じることが予見された場合、政府は短期の債券であるFB(政府短期証券)を発行して、その資金不足を埋めようとする。FBには、財務省証券(国庫全体の収入・支出の時期のずれを補うために発行される)、食糧証券(食糧管理特別会計の年度内の資金繰りのために発行される)、石油証券(石油及びエネルギー需給構造高度化対策特別会計の年度内の資金繰りのために発行される)、それに加え、融通証券である外国為替資金証券(外為市場介入など外国為替資金特別会計に資金不足があるときに発行される)などがある³⁾。

1999年4月からのFB発行の市中公募化以前は、長い間、財務省は日銀FB引き受けを利用して、随時、FBの発行と償還を行うことができた。しかし、市中公募化以降は、金融市場のコンディションを見ながらFBの発行計画を立てる必要が生じるようになった。このため財務省は、政府預金残高の季節的な変動を考慮しながら、FBの前倒し発行や、発行金額の平準化を行った。政府預金が不足しないように、安全なマージンを見込んで多めにFBを発行していた面もあっただろう。結果的に、国庫の余裕金が増大することとなった⁴⁾。

b) 郵便局定額貯金の大量満期問題

2000~2001年度にかけて、郵便局の定額貯金が大規模(106兆円)に満期を迎えた。満期

3) この他に、制度上は、財融資資金証券、国有林野事業証券、貿易再保険事業証券がある。

4) 会計検査院(2006)によれば、「指定預金の一般口残高累計額の資金不足の累計額に対する割合は、98年度が106.3%であったのに対して、03年度には同割合が188.6%に増大した。これは「09年4月から採用された市中公募入札方式の下での資金調達、定率公募残高日銀引き受け方式(旧方式)によるものと比較し、資金不足額に対する発行残高累計の割合が大きくなっていて、より多くの資金余剰が生じる状態になっている」。

を迎える貯金がどの程度郵便局から流出するのが不透明であったため、政府は、多めの資金を政府預金に確保していた。

郵便局定額貯金の大量満期問題を乗り越えた後の政府預金残高はピークアウトしたが、それでもFB市中公募化以前に比べると遙かに高水準の残高が継続されていた。月末平均残高は、04年度5兆6,318億円、05年度5兆4,800億円である。FB市中公募の下で、当時の財務省は、「安全なマージン」として巨額の資金を政府預金に確保しながら国庫の資金繰りを行っていたといえる。

Ⅳ－４．もうひとつの余裕金＝特別会計の対日銀長期国債買現先

国債整理基金と財政融資資金は、手元に持つ短期の余資を、日銀に対し長期国債買現先（売り戻し条件付き買入）を行うことで運用している。その残高の月末年度平均は、1997年度は10兆7,667億円だったが、2001年度は21兆6,825億円に急増した。前述の郵貯の大量解約に備えて、財政融資資金が運用資産の現金化を進めていたのではないかと推測される。

その後、同残高は、一旦減少し、2003年度には14兆3,358億円まで低下した。しかし、翌年度から再び急増を示す。2004年度は20兆4,093億円、05年度は25兆8,057億円を記録し

た。この増加は、長期国債の償還が大量に集中した、国債のいわゆる「2008年問題」に関連があったと考えられる。債券市場の混乱を回避するため、財務省は2008年の数年前から早めに前倒し的に借り換え国債を発行し始めていた。このため、国債整理基金が持つ余裕資金が増加していた模様である。

Ⅳ－５．超低金利が国庫金管理に与えた影響

政府が大量の余裕資金を2005年に抱えていた背景をあらためて整理すると、上述のように、FB市中公募への移行の影響や、国債の2008年大量償還問題の影響があったことに加え、日銀によるゼロ金利政策（あるいは量的緩和策）の影響も挙げられると思われる。例えば、FB発行金利など短期の市場金利がゼロ%に近い超低水準にあり、それと政府預金の指定預金口座の付利金利との差が小さく、かつイールドカーブの傾斜が緩やかで、短期金利と長期金利のスプレッドが小さい場合は、政府が長期国債やFBを発行しながら、他方で国庫の余裕金を指定預金に積み上げておくことのコストは相対的には小さくなる。そのような超低金利環境では、国庫金管理の効率化に向けたモチベーションは、生まれにくかったものと推測される。

V．2005年に札割れの頻発を招いた構造

V－１．超過準備に対する予備的需要の減退と巨大な国庫金の受け超

2005年に日銀が遭遇した激しい札割れの発生の事情は次のとおりである。

第一は、不良債権の問題が峠を越えて、また、日本経済の回帰回復が極めて緩やかながら鮮明になるのに伴い、日本の多くの金融機関（とりわけ、メガバンク）は資金繰り計画の実

施に余裕を持って望むことが可能になった。このため超過準備に対する予備的な需要は後退し始めていた。このため、30～35兆円という当座預金目標をコミットとして掲げていた日銀の金融調節との間にギャップが生じ始めていた。

第二に、前述したように、政府預金や政府の対日銀買現先が増加し、財政資金の受け超が累増していたため、日銀の短期資金供給オペ残高

は高水準にあった。そうした中で追加的に受け超が巨額になる日（法人税納付日や国債発行日など）を迎えると、日銀は当座預金残高目標を維持するために、更に資金供給オペを増加させなければならなくなる。金融市場では、2005年の年初から、日銀当座預金が30兆円を割り込む可能性があることが指摘されていた⁵⁾。

V-2. 当座預金目標割れに直面した日銀の対応

2005年2月、3月の月初に日銀当座預金残高は、目標の下限である30兆円に近づいたが、日銀は手形買入オペの期間を一段と長くすることで応札を集め、30兆円割れをかりうじて回避した。しかし、6月2日は法人税納付のため、国庫の受け超の額が例年かなり大きくなる。6月2日が近づくにつれ、その日の日銀当座預金残高は30兆円を割り込むとの予想が市場では増えていった。

その事態を可回避するため、日銀は例年よりも早く、5月中旬から、6月2日に資金を供給する先日付スタートのオペの入札を次々と実施していった。しかし、大幅受け超日が近づくにつれ、連日のように通達される日銀の資金供給に対して、金融機関のアパタイトは飽和状態となり、札割れが頻発した。0.001%という超金利であっても、金融機関は日銀から資金を借りようとしめないケースが増加した。目標を維持できない状況を想定した日銀は、量的緩和に対する日銀のコミットメントが低下したと市場参加者（とりわけ、誤解が生じやすい海外の投資家）に受け止められることを懸念した。日銀は5月20日の金融政策決定会合で、金融調整の基本方針は変わらないことを示しつつも、声明文に次の文章を挿入した。「また、資金供給に

対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」。

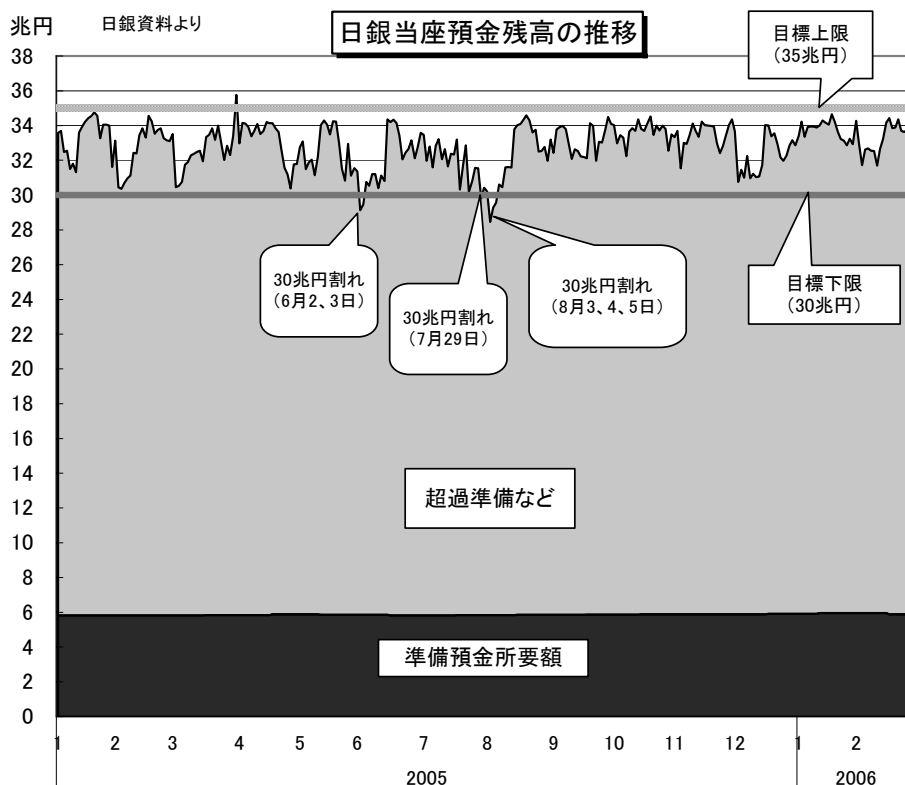
結局、日銀当座預金残高は、6月2日、3日に30兆円を割り込んだ。その後も、札割れは頻発した。例えば、本店方式手形買入オペの場合、日銀が6月6日から8月2日にオフアした計12本（期間は132日～168日）のオフア総額は9兆6,000億円だったが、全てが札割れとなり、応札総額は2兆4,359億円にとどまった。その影響で、7月29日、8月3日、4日、5日に当座預金は30兆円未満となった（図表4）。

しかし同年夏頃から、金融市場は2006年に量的緩和策が解除される可能性があることを徐々に意識し始めた。このため、オペを実行する日銀金融市場局にとっては幸いなことに、札割れの発生頻度が低下を見せることとなった。先行き、金融政策が変更され、短期金利が上昇する可能性があるならば、量的緩和策解除の時期をカバーすると予想される期間の長い資金を0.001%で日銀から借りておく方が有利だと金融機関が考えるようになったからである。もし、量的緩和策の解除観測が市場で高まらなければ、オペの札割れは更に深刻化し、日銀当座預金残高目標を維持できない日はより増加したものと推測される。

金融機関の超過準備に対する需要が後退している環境では、もともと30～35兆円という日銀当座預金目標の維持が困難になっても不思議はない（当時の所要準備は6兆円程度）。そこへ、財政資金の受け超が大きく累増し、それに合わせて日銀が短期資金供給オペ残高を増大させなければならなくなると、オペの札割れは不可避になる⁶⁾。

5) 例えば、東短リサーチ・ウィークリーレポート2005年1月17日号は、次のように述べている。「日銀当座預金残高の下限維持において、当面の注目日は2月2日（税揚げ等による不足）である。ただし、仮に手形買入オペにも札割れが発生する事態になったとしても、日銀は手形買入オペの期間を伸ばせば札割れを回避できるだろう。問題はゴールデンウィーク明け後の5月後半から6月2日にかけてであろう」「6月2日の大幅不足日が大きな“山場”といえるだろう」「金融政策決定会合で現行の日銀当座預金目標のあり方に関する議論が盛り上がるのは、タイミング的には5月19～20日の会合だろうか」。

図表4



VI. 財務省の国庫金管理改革

VI-1. 「国庫金の効率的な管理について」

2005年の6月から8月にかけて日銀当座預金残高が目標下限を割り込んだことは、財務省に国庫金管理の効率化を促すひとつのきっかけになったようである。同年8月26日に財務省は「国庫金の効率的な管理について」を発表した。これは、国庫金の受け入れと支払いのタイミングをそろえ、国庫余裕金の圧縮を狙うものである。それは、対民収支の受け超と払い超に

おける大きな振幅を抑制することにもつながる。

具体的な対策は以下のとおり。

- ①普通交付税の交付日は、4・6・9・11月の原則月末だったが、これを租税・年金保険料による大きな受け超がある2営業日目（原則）に移動する。
- ②個人向け国債（1月、4月、7月及び10月の原則10日発行）、2年物国債（毎月の

6) 日本銀行金融市場局（2006）では、財政要因の振れが著しく大きい場合、「局面によっては、相殺するべき受払いがない結果、財政要因の振れが均しきれない場合も生じている。また、近年の税収額や国債償還額の増加に伴って財政要因等の振れそのものがこれまで以上に大きくなる日が生じていることもあり、引続き調節面での必要性が高い局面もみられている。」(p.5) と述べている。

原則20日発行)について、発行日を原則15日に移動する。偶数月の15日は年金支給日に該当する。

- ③各行政機関に対し、支払日が法定されていない歳出金について、支払日を原則月末から2営業日目とするよう、速やかに文書で協力を要請する。

更に2006年5月24日には、「国庫金管理の効率的な管理の強化について」が財務省から発表された。従来13週物のFB発行により行ってきた第2四半期以降の特別会計の資金繰りの一部について、短期間の国庫余裕金繰替使用と、償還2ヶ月程度のFBの発行を併用することにより、国庫余裕金残高、13週物FB発行額の縮減を図るものである。

Ⅵ-2. 政府預金残高の減少と対民収支の平準化

これらの対策により、政府預金残高は大幅に減少した。月末残高の年度平均をみると、2004年度、2005年度は5兆円台だったが、2006年度は4.3兆円、2007年度は3.6兆円、2008年度は3.0兆円に減っている。政府預金が減少した分が、FBなどの公債発行の減額につながって

いるならば、納税者負担も軽減されたと評価すべきと思われる。

また、日々の対民収支の振れの平準化も進んだ。例えば、法人税納付によって受け超が特に大きくなる6月と12月の第2営業日(原則)をみると、2002年から2004年にかけての平均は5.5兆円だったが、2006年から2008年の場合は3.1兆円へと小さくなった。年金支払いがある偶数月の15日(原則)は大きな払い超日だったが、これも次のように変化している。改革前の2004年の偶数月15日(原則)の払い超の平均は5.8兆円だったが、2008年は3.5兆円に縮小した。

巨大な受け超日や払い超日が減少すれば、日銀のネットの資金供給の振幅も小さくなる。短期金融市場参加者の実感としても、対民収支の大きな振幅が短期金利に影響を与えるケースは、2005年の国庫金管理改革後は減ったと見なされている。国債の発行償還日を除くと、ここ数年は、受け超、払い超の幅が5兆円を超える日は、レアケースになっている。国庫金管理改革の前後の比較をするために、以下に、2004年と2008年の対民収支の日々の動きのグラフを掲載する(次ページの図表5、6)。

Ⅶ. 海外主要国の国庫金管理の現状と金融調節

海外の主要国においては、国庫金管理はどのように運営され、また、それは中央銀行の金融調節にどのような影響を与えているだろうか。

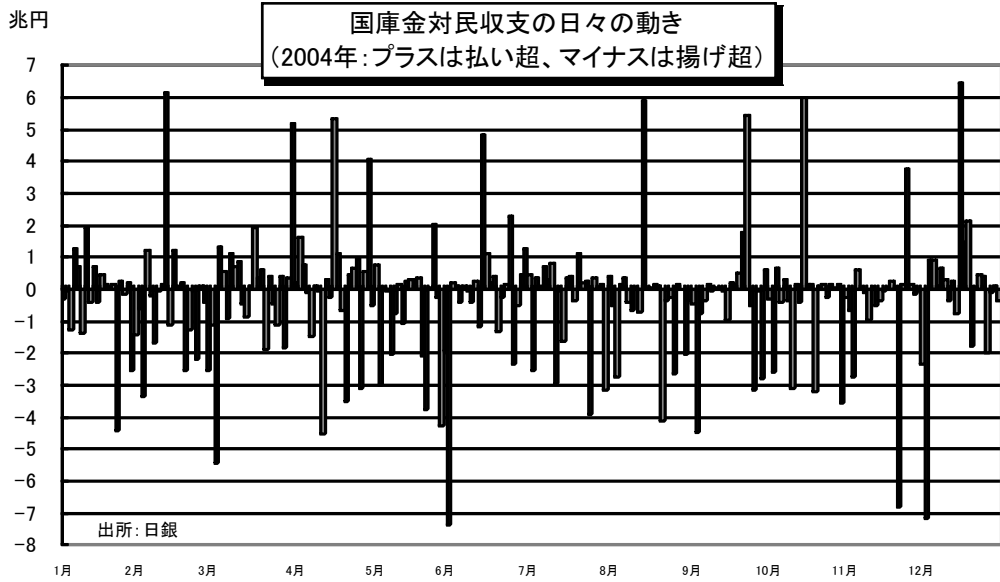
Ⅶ-1. ユーロ圏の国庫金管理

ユーロ加盟国の政府が中央銀行にある政府預金残高を増減させると、民間金融機関が保有するユーロの準備預金残高は影響を受ける。もし、すべての加盟国政府が政府預金残高をそれぞれ日々大きく増減させ、しかも、金融調節を

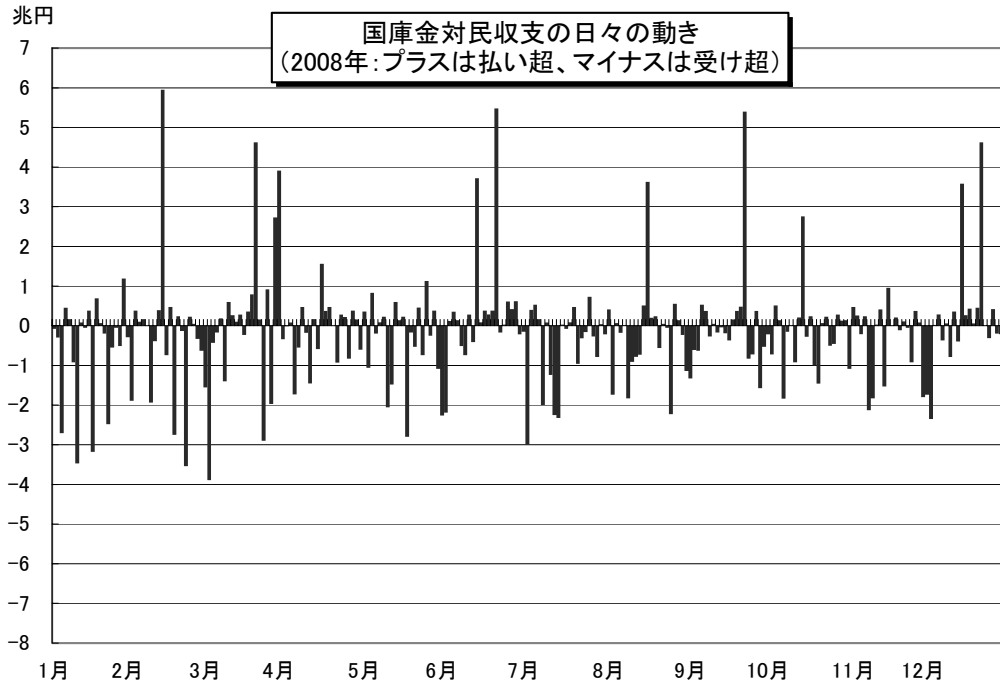
担うECB(欧州中央銀行)がそれらの動きを事前に予見することが困難だとしたら、ECBの準備預金残高コントロールはカオスに陥るだろう。その場合、銀行間のオーバーナイト金利のボラティリティは著しく高まることになる。

しかし、実際には多くのユーロ加盟国は、中央銀行の金融調節に問題を生じさせないように国庫金を管理している。欧州共同体条約第101条は、ECBおよび各国中央銀行が、その当座預金の貸越機能や他の信用供与機能を使って政

図表 5



図表 6



府にファイナンスを行うことを禁止している。この条項は、事実上、加盟国に自立的なキャッシュ・マネージメントを行うように促している。また、“New Public Management”の影響を受け、民間企業の効率的なキャッシュ・マネージメントを欧州の多くの政府が手本にしてきた面も影響している。

国別に見てみると⁷⁾、ベルギー、ドイツ、フランス、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランドの中央銀行における政府預金残高の日々のボラティリティは非常に低くなるように管理されている。それらの国では、政府預金残高はほとんどゼロであったり、あるいは、政府預金残高にターゲットが設けられたりして、金融市場への影響が最小化されている。

憲法院が定めた目標の下で緻密な国庫金管理を行っているフランス

フランスのケースを見てみよう⁸⁾。2003年12月に憲法院は、国庫のキャッシュ・マネージメントの目標を、国家財政の継続性を確保することと、手持ち資金を積極的に運用することと定めた。国庫金口座を増減させる地方自治体やその公的事業の資金フローをよりよく予見しつつ、国庫の手持ち資金を積極的に運用して効率性を高めることは、憲法が要求する税金の正しい使用を可能にする。また、それらは、国庫金口座残高がマイナスになることを避けると同時に、中央銀行が公的機関に前貸しをすることを禁じた欧州共同体設立条約第101条の遵守を可能にするという。

憲法院が定めた上記の目標を受けて、AFT (Agency France Trésor = 国債庁) が国庫のキャッシュ・マネージメントを厳格に行っている。AFTは1日の終業時のフランス銀行(中央銀行)における政府預金残高に1億ユーロという目標を掲げている(国庫金のフ

ローの金額の大きさに比較すると、非常に小さい金額である)。同残高の実績は、2007年度は平均9,600万ユーロ、2008年度は平均8,500万ユーロだった。AFTは国庫金管理上の目標は達成されていると年次報告書でアピールしている。また、手持ち資金の運用収益がEONIA(ユーロ・オーバーナイト平均金利)と比較してどうだったかも、報告書に記載されている。

ECBに問題視されてきたイタリアの国庫金管理

一方、ユーロ圏で中央銀行の政府預金残高が最も大きく変動している国は、イタリアである。以前は、ロンドンやフランクフルトのユーロのマネー・デイラー達は、イタリアの税金納付日や年金支払日はオーバーナイト金利を変動させる日として警戒していた。

ECBは2005年に、ユーロ加盟国の国庫金管理を解説する資料の中で、イタリア政府の対応を以下のように、批判していた。「イタリアでは、中央銀行における政府預金残高に上限はなく、その変動に対する配慮もなされていない」。

財政規律が低く、国債発行残高が大きい国は、国庫のキャッシュ・マネージメントもルーズになってしまう傾向が見受けられるように思われる。2006年に、ユーロ圏の政府の中央銀行における預金残高の変動が大きかった順は、1位がイタリア、次いで、スペイン、アイルランド、ギリシャだった。

イタリア政府の国庫金管理に関する2009年10月時点のECBの指摘は次のようになっている。「イタリアでは、政府の活動が流動性に与える影響は顕著である。税金納付や社会保障の支払いが、政府預金の変動する主要な理由となっている」。2005年よりは批判のニュアンスがマイルドになったが、これはイ

7) ECB ホームページ、<http://www.ecb.int/mopo/liq/html/treas.en.html>

8) フランス国債庁「2008年年次報告書」より。

タリア政府が改善の努力を示しているためと考えられる。近年のイタリア政府は、政府預金の変動の予見可能性を高めるために、情報公開を進めている。また、2007年4月からは、政府預金が増加する際は、イタリア政府が市場に対して資金運用を行うなどして、以前よりもユーロの準備預金残高に対して影響を与えないように配慮を見せるようになった。

Ⅶ-2. 英国の国庫金管理

英国で1997年に労働党政権が成立すると、同政府は早々にイングランド銀行の改革に乗り出した。同年5月に政府は、政策金利の決定権を財務省からイングランド銀行に移管し、金融政策の独立性を高めた。その一方で、金融監督業務を同行から分離し、FSA (Financial Service Authority) を同年5月に設立した。更に、イングランド銀行が担っていた国債管理政策も分離し、DMO (Debt Management Office = 債務管理庁) を1998年4月に設立した。2000年4月には、国庫金管理の役割もイングランド銀行からDMOに移された。

現在のDMOの使命は、「長期的な観点から政府の資金調達コストを最小化すること」、「政府のネットのキャッシュ・フローがマネーマーケットに与える影響を相殺し、そのコストを最小化すること」にあるとされている⁹⁾。

英国はユーロ・システムに加盟していないが、マーストリヒト条約を意識しながら、公的債務、国庫金の管理を改革してきた。DMOのオペレーションによって、イングランド銀行における政府預金口座の残高は一定に保たれている。このため、英国では、財政資金のフローは、準備預金残高に影響を与える自律的要因 (Autonomous factors) には事実上含まれない。

Ⅶ-3. 米国の国庫金管理

米国では、第一次世界大戦以降、財務省は、準備預金残高への影響を小さくするために、FRBにおける政府預金口座 (Treasury General Account: 以下TGA) の残高の変動を抑えようとしてきた。

近年においては、財務省は日々のTGA残高に50億ドルという目標を設定してきている。その目標の維持のために、財務省はTT&L (Treasury Tax & Loan) プログラムを採用している。日本の財務省は、国庫金をすべて日銀に開設した政府預金口座で管理しているが、米国の場合は、FRBに開設してある口座 (TGA) と民間金融機関に対する資金運用であるTT&L (預金, レポ, TIOなど。TIOは後述) で管理している。

税納付日などに資金が大きく民間からTGAに入金される際は、原則的に、米財務省は目標 (50億ドル) を超過する資金を、TGAからTT&Lに移す。逆に、TGA残高が減少することが予想される場合は、TT&LからTGAへ資金を移転させる。なお、TT&Lは民間金融機関に対する資金運用であるため、財務省はクレジット・リスクを回避するために、運用先から担保を徴求している。

米国の国庫金管理効率化策

更に近年の財務省は、FRBと協調しながら、国庫金管理の効率化を一段と推進してきた (ニューヨーク連銀のスタッフはこれを“イノベーション”と呼んでいる)。主なポイントは以下のとおり¹⁰⁾。

- i) 電子納付 (The Electronic Federal Tax Payment System) : これにより、財政資金が準備預金に与える影響をFRBが予測する際の精度が著しく向上し、金融調節が失敗する頻度が低下した。

9) DMOホームページ (<http://www.dmo.gov.uk/>) より。

10) 参考: ニューヨーク連銀 “Recent Innovations in Treasury Cash Management” K.D.Garbade, J.C. Partlan and P.J.Santoro.

- ii) 財政資金の集中監視 (Treasury Investment Program = TIP) : 2000年から、財務省とFRBは財政資金の流れをセント・ルイス連銀で集中監視するようになった。リアルタイムで当局は財政資金の動きをモニターできるようになった。
- iii) 競争入札による余裕資金の運用 (The Term Investment Option = TIO) : 2002年4月から開始されている。TGA残高が数日後にターゲットを上回る事が予見される場合、財務省は余裕金を市中に運用するとアナウンスし、競争入札を実施する。財務省（および納税者）にとってのTIOのメリットは、余裕金の運用利回り向上にある。財務省が民間に預金する場合は、フェデラルファンド金利の週間平均金利から25ベーシス・ポイント差し引いた金利が適用される。一方、TIOは競争入札制で金利が決まるため、市場の短期金利の実勢が反映される。一般的には、TIOの方がTT & L預金よりも利回りが高い。2003年11月から2006年2月にかけて実施された166回のTIOにおける利回りは民間預金に対して16.3ベーシス・ポイント高かった（中心値¹¹⁾。

金融危機下で著しい後退を見せる“イノベーション”

これまで米財務省は、国庫金のキャッシュ・マネージメントの効率化を推進するたびに、その成果は納税者に利益をもたらすと議会にアピールしてきた。また、FRBにおける政府預金（TGA）の残高が安定することは、裏を返せば民間金融機関の準備預金残高の安定につながるため、フェデラルファンド金利のボラティリティを低減させてきた。

このためFRBも財務省が緻密なキャッシュ・マネージメントを志向する方向性をサポートしてきた。しかしながら、2008年9月中旬に起きたリーマン・ブラザーズ証券の破綻をきっかけに、財務省の国庫金管理は大幅な方針転換を見せるようになった（図表7）。

前述のように、従来、財務省はTGA残高に50億ドルという目標を設けてきた。近年の実際の年度毎のTGA平均残高を見てみよう（米国のfiscal yearは10月から9月。米財務省DTSデータより日々の残高を集計。以下の2008年度はリーマン証券破綻前の9月12日まで）。

2006年度（2005年10月～2006年9月）
= 50.0億ドル
2007年度（2006年10月～2007年9月）
= 53.4億ドル
2008年度（2007年10月～2008年9月）
= 51.5億ドル

ほぼ目標の50億ドルに近い水準で推移していたことが分かる。しかし、2009年度（2008年10月～2009年9月）の平均残高は驚くことに541.7億ドルに達した。

残高が高水準になっただけでなく、2009年度はTGA残高の変動も激しかった。TGAの日々の増減が100億ドル（絶対値）を越えた日数は年度別に以下の通りである。

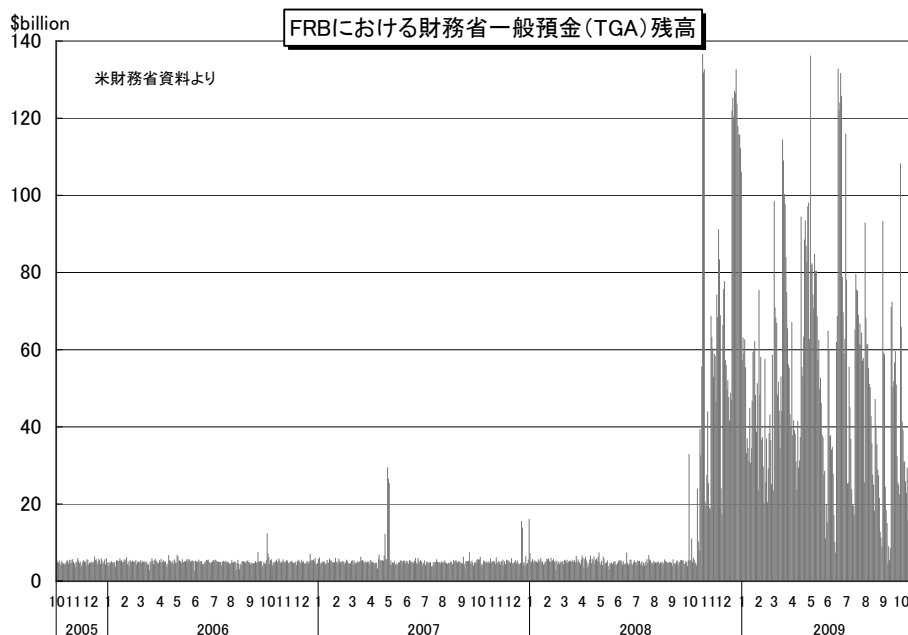
2006年度 = 0日
2007年度 = 5日
2008年度 = 3日
2009年度 = 89日

1日で最も大きかった変動幅は以下の通りである。

2006年度 = 75.1億ドル
2007年度 = 295.0億ドル
2008年度 = 161.2億ドル
2009年度 = 1,366.7億ドル

11) 参考：ニューヨーク連銀 “An Examination of Treasury Term Investment Interest Rates” Warre. B Hrung.

図表7



政府預金 (TGA) が急増した理由

米財務省は、長い年月をかけて構築してきた緻密な国庫金管理の手法を、現在は放棄してしまっている。国庫金のほとんどはTGAに預けられ、ルーズに放置されているように見える。その理由としては、次の点が挙げられる。

- ①FRBはリーマン・ブラザーズの破綻後、金融市場の混乱を鎮めるために、市場に対する資金供給を大胆に拡大した。その結果、準備預金残高は2008年9月後半から爆発的に増加した。リーマン破綻前の1年間の超過準備預金の平均残高は19.4億ドルだったが、その後急増した。2009年4月から2009年9月までの半年間の超過準備の平均残高は7,964.7億ドルに膨張した(毎週水曜日の残高を平均したもの)。
- ②超過準備がこれだけ増加すると、金融機関はTIOを通じて財務省から資金を借りる意欲を失う。このため、金融機関がTIOに応札する金利は低下した。札割れも生じるようになった。また、財務省にとっても、応

札金利があまりに低いとTIOを実施する意義がなくなる。

- ③FRBは2008年10月から準備預金に付利を行っている。2008年12月16日のFOMCでFRBはフェデラルファンド金利誘導目標を0~0.25%にすると同時に、超過準備への付利を0.25%に設定した。これによりTT&L預金の金利はほぼ0%になったと推測される(TT&L預金の金利は、フェデラルファンド金利週間平均金利マイナス25ベース・ポイントのため)。
- ④財務省がTT&L残高(TT&L預金、TIOなど)を減らして、TGA残高を増大させると、金融機関の超過準備はその分減少する。それはFRBの金融機関に対する利払いを減少させる。それによりFRBの利益が増加すると、FRBが財務省に毎年支払う納付金が増加する。このため、そのような環境においては、TGA残高を増やして、TT&L残高を減らす方が、納税者にとって利益になると財務省は考えるようになった。

仮に現在のFRBが、かつての日銀のように、準備預金を増加させることを意図した「量的緩和策」を採用しているのだとしたら、財務省がTGA残高を増加させていることは金融政策にとって障害となる。しかし、バーナンキ議長率いるFRBは量的緩和策は採用していないと明言しているため、FRBと財務省との間でこの件に関して今のところ摩擦は起きていない¹²⁾。また、現在のFRBは大量の超過準備を市場に供給しているため、財務省がTGA残高を従来のように緻密に管理しなくなっても金融調節上の支障は現れていない。

ニューヨーク連銀は、2007年（暦年）まではTGA残高予測の精度を毎年の金融調節年報で発表してきた（図表8）。2008年10月

以降はその精度がどう変化したか興味を惹かれるが、同連銀は2008年の金融調節年報で予測精度の公表をやめている。

米財務省が近年進めてきた国庫金管理の“イノベーション”は、日本の財務省にとっても先行例として参考になっていたと思われる。しかし、リーマン破綻後の非伝統的金融政策によって、米国の国庫金管理は大きく変容した。現時点では、日本の国庫金管理の方が、遙かに緻密に運営されていると言えるだろう。現在のような状況が仮に長期化すると、米財務省において、きめ細かいキャッシュ・マネジメントを行える人材が少なくなり、容易には元のスタイルに復帰しにくくなるかもしれない。

図表8

**FRBにおける財務省一般預金(TGA)残高の増減
実績とFRB予測**

	million \$			
	実績平均	最大実績	予測平均誤差	予測最大誤差
2001年	823	7,413	537	2,975
2002年	903	8,622	481	3,629
2003年	745	3,552	489	2,224
2004年	739	4,272	415	2,353
2005年	704	4,924	444	4,277
2006年	585	6,945	404	7,040
2007年	919	23,791	424	3,291

*ニューヨーク連銀、金融調節年報より

**日銀における政府預金残高の増減
実績と日銀予測**

	億円			
	実績平均	最大実績	予測平均誤差	予測最大誤差
2006年度	9,536	108,200	469	4,436
2007年度	9,768	93,000	550	2,878
2008年度	7,923	54,800	500	5,218

*日銀、金融調節年報より

12) 逆にFRBは財務省に依頼して、超過準備を吸収するプログラム＝Supplementary Financing Program(SFP)を実施してもらっている（FRBは日銀の売出手形オペのような資金吸収手段を有していないため）。財務省は国庫の資金繰りのニーズとは別にキャッシュ・マネージメント・ビルを発行し、市場から吸収した超過準備をFRBの口座に寝かせている。同プログラムによる超過準備吸収額は、2008年10月下旬に5,590億ドルに達したが、その後、減額された。金融・経済危機の下で国債発行額が増加し、議会が定める連邦政府の債務のシーリングとの関係で、SFBビルの発行が難しくなったのだろう。2009年11月上旬に同プログラムの残高は150億ドルに減る見通し。議会が債務のシーリングを引き上げれば、残高はある程度増加するだろう。

Ⅷ. 外国為替市場介入に伴うFB発行と日銀当座預金残高

2003年1月から2004年3月にかけて日本政府は、外国為替市場で合計35兆円にも及ぶ円売りドル買い介入を実施した。日銀の量的緩和策における日銀当座預金残高目標は、2003年初は15～20兆円だったが、2004年3月は30～35兆円になっていた。外為市場介入の間に15兆円引き上げられていたことになる。

当時は、「日銀は、円売りドル介入によって市場に散布された円資金を部分的に非不胎化した」（アラン・グリーンズパン議長）という解釈が多く聞かれた。しかし、介入に伴う実際の資金の流れに関しては金融市場関係者の間でも誤解が多くいたため、ここでポイントを整理しておこう。

外為市場介入は中長期的に見れば、原則的には、日銀当座預金残高に対して中立であり、日銀当座預金残高を変動させることはない。しかし、財務省理財局は、介入に伴ってFBの市中発行額が急増することを回避するために、国庫余裕金繰り替え使用や、FB国庫内引き受けを多用してきたため、対民収支への影響はやや複雑である。

Ⅷ-1. 外為市場介入が対民収支に与える影響

外為市場介入が対民収支に与える影響は以下の通りである。

①介入2日後の円資金支払いは一旦、日銀当座預金残高の増加要因になる

政府が（日銀を代理人として）円売り介入を実施すると、その2日後に決済が行われる。財務省が管理する外国為替特別会計（以下、外為特会）はFB（外国為替資金証券と呼ばれる政府短期証券）を発行し、それを日銀が引き受け、その資金を財務省は介入の取引相手に支払う。したがって、この資金の動きは、日銀当座

預金残高の増加要因となる。ただし、実際は、日銀は外為特会の対民収支に加え、他の国庫金の対民収支や日銀券の動きを勘案しながら日銀当座預金残高を調整する必要があるため、介入額のみで日銀当座預金が増加するとは限らない。

②FB市中公募によって介入資金は事実上不胎化

その後、財務省は（日銀との取り決めに従って）“すみやかに”円売り介入実施相当のFBを市中公募し、そこで得た資金で、日銀に先ほど引き受けさせた外為証券を償還する。つまり、この時点で、①によって市場に散布された円資金は財務省によって回収され、日銀に返済される。日銀当座預金残高にとっては減少要因となる（不胎化）。なお、ここでも実際の日銀は、他の国庫金の対民収支や日銀券の動きも勘案して金融調節を行っている。

このように、原則的には、円売り介入は日銀当座預金残高に対して中立要因である。中央銀行マネーで自国通貨売り介入を行っている国（例えば中国など）とは異なり、日本では信用創造ができない政府の外為特会の勘定で介入が行われるため、外為市場介入を巡っての「不胎化」「非不胎化」の議論は基本的に成立しにくい。

③国債管理政策上の観点もあって、FB市中公募のタイミングは一様ではない

財務省がFBの市中公募を行う際は、発行の時期や金額に関する短期金融市場参加者の予見可能性に配慮する必要がある。FB発行額が急激に増加したり、予期せぬタイミングで発行が行われたりすると、ディーラーは入札に積極的に参加しづらくなり、FB発行レートのボラ

テリティが高まる恐れがある。このため、円滑な発行を重視する国債管理政策上の視点から、短期金融市場のコンディションを見ながら財務省はFBの市中公募のスケジュールを立てて行かざるを得ない（また、仮に、市場介入実施後に決まった日数を経てFBを市中で発行すると、市場に介入のタイミングと金額を知られてしまう問題も生じる）。

外為市場介入の金額や頻度が大きくなかった時期は、財務省は比較的“すみやかに”外為特会が発行するFBを市場で公募していた。しかし、介入の実施金額が巨大になってくると、公募額の急激な増加を避けようとして、市中発行の時期は後ずれ気味になっていった。推計すると、介入実施2日後に日銀が引き受けたFBが償還されるまでに数ヶ月かかっていた時期もあった¹³⁾。

また、財務省は、FB市中公募額の増加を回避するために、次に見るように、国庫内にある滞留資金を活用してきた。

Ⅷ-2. FB市中発行額を抑制する「国庫余裕金繰替使用」と「国庫内FB引き受け」

外為証券はFBの中で圧倒的に発行残高が大きいFBである。特に、2003年1月から2004年3月の巨大な円売りドル買い介入を経て、外為特会の要資金調達額は急激に膨張した。円売りドル買い介入の実施が終わっても、円買いドル売り介入を実施しない限り、外為特会は基本的にはFBを発行し続けなければならない。それをそのまま市中公募でまかなおうとすると、短期金融市場を混乱させる恐れがあった。

このため、財務省は、国庫内にある余裕資金を会計間で融通することで、市中のFB発行残

高を抑制する措置をとってきた。具体的な手法は次の2つである。

(1) 国庫余裕金繰替使用

国庫余裕金（指定預金「一般口」の残高）を資金が不足している会計に対して、無利子で融通する手法（図表9）。それを利用できる会計は、特別会計のうち、財政融資資金、外国為替資金及び特別調達資金である。繰替使用を使えば、その分、市場で発行するFBの金額を減らすことができるため、国全体の利払い費を減少させることができる。2004年1月の外為特会の繰替使用は10兆円を超えていた。なお、国庫余裕金繰替使用は、以前は法律上年度末をまたぐことができなかったため、年度末（3月）になると同繰使用は残高がゼロになっていた（年度によってはその要因でFBの市中公募額が増えていた）。

財務省理財局は、「特別会計に関する法律」の改正を働きかけ、2008年3月から年度末を越える国庫余裕金繰替使用が行われるようになった。しかし、最近では、前述の国庫金管理改革の効果により国庫の余裕金自体が大幅に削減されているため、繰替使用の実施額は小さくなっている。外為特会の月末時点の国庫余裕金繰替使用残高の年度平均は以下の通りである。

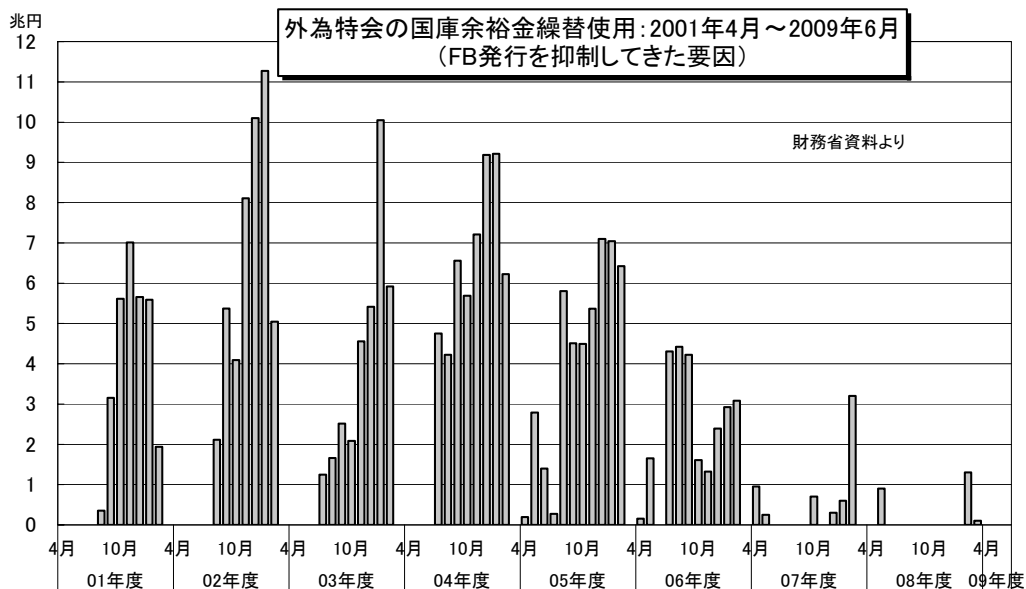
2004年度（平成16年度）	4.4兆円
2005年度（平成17年度）	3.8兆円
2006年度（平成18年度）	2.2兆円
2007年度（平成19年度）	0.8兆円
2008年度（平成20年度）	0.2兆円

(2) 国庫内FB引き受け

特別会計が余資を保有している場合、その会

13) 日銀は政府の要請を受けて、2003年12月26日に、外為特会が日銀に対して米国債の買戻し条件付き売却を最大10兆円相当行うことを了承している。国会が定めた同年度予算における外為特会の借入れ限度額（FB発行額と国庫余裕金繰替使用の合計）は79兆円だった。しかし、大規模な介入の実施により、同特会の借り入れ額は限度に近づいていた。2004年1月の補正予算の審議で借入れ限度額が引き上げられるまでの間に、介入の余地を生むための緊急避難措置がそれだった。政府は日銀に米国債を買戻し条件付きで売却して、円資金を入手し、それを用いて円売り介入を行った。外為特会はしばらく間をおいてから、それに相当するFBを発行して、その代わり金で米国債を日銀から買戻した。

図表9



計に他の会計が発行するFBを購入させることで、FBの市中発行を抑制する手法（図表10）。推計では、国庫内FB引き受けの残高は、2006年に40兆円に迫る水準に増加していた¹⁴⁾。

しかし、最近では景気対策のためのいわゆる「埋蔵金」の吐き出しもあって、国庫内FB引受が大幅に減少している。ここ最近では10兆円前後に低下していると推測される。過去のピーク時よりおよそ30兆円前後減っているものと思われる。

FBとTB（短期国債）を合計した市中発行残高（図表11）は、2006年10月末は89.8兆円だったが、2009年10月末は121.6兆円に増加している。

Ⅷ-3. まだ終わっていない巨額円売り加入の出口政策

政府が外為市場で円買い介入を行わない限り、外為特会の借入額は減少しない（図表12）。2009年度（平成21年度）の国庫短期証券

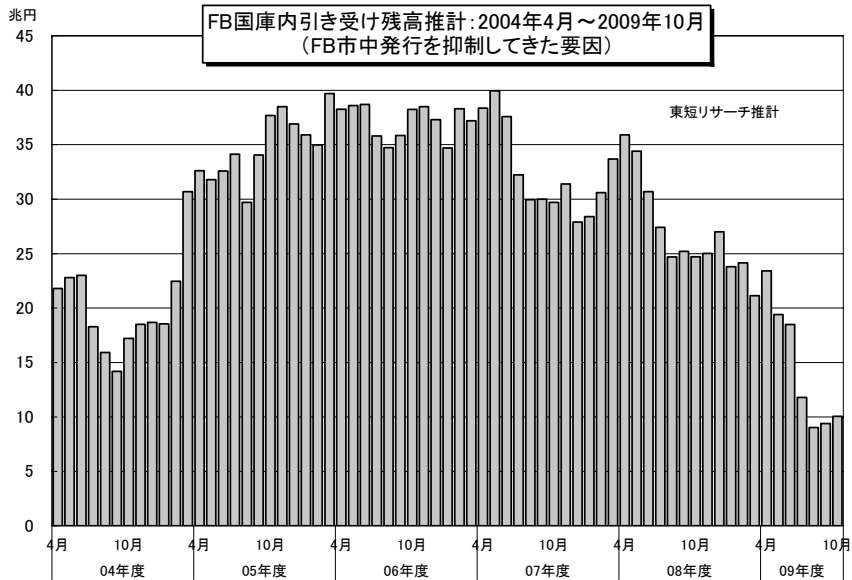
（FBとTB）の市中発行額が巨大になっているのは、過去の大規模円売り介入の「遺産」がベースにあり、なおかつ、市中公募をこれまで抑制してきた国庫余裕金繰り替え使用や国庫内FB引き受けが以前のように大きく利用できなくなってきたことが要因となっている。

今後も、政府がいわゆる「埋蔵金」（特別会計の積立金など）の吐き出しを推し進めようとするならば、国庫内FB引き受けの額は更に減る可能性も考えられる。それは国庫短期証券の市中発行額増加要因になり得る。

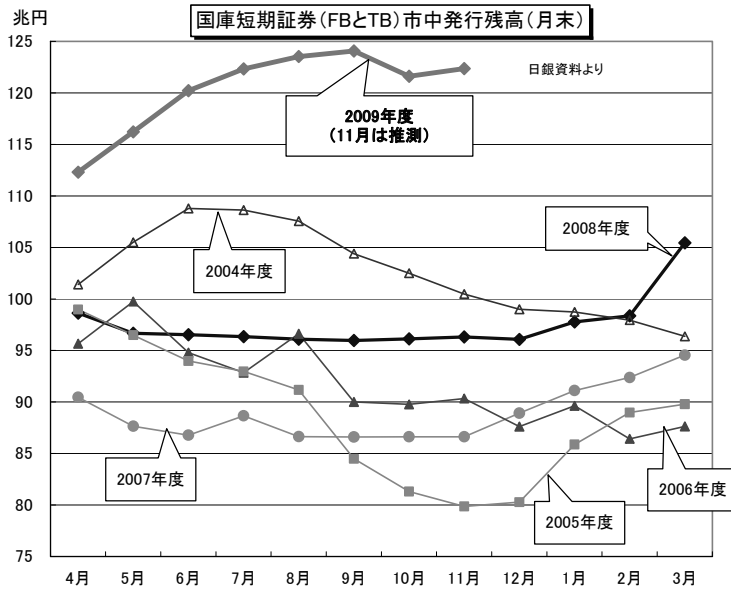
国庫短期証券の発行レートは、市中発行額が巨大であるにもかかわらず、これまでのところ比較的安定している。リセッション下で多くの金融機関は貸出を伸ばしにくく、彼らが大量の資金を国庫短期証券市場に流入させていることに加え、日銀が0.1%という超低金利の無担保コール・オーバーナイト金利誘導目標を維持し、それに合わせて短期金融市場に大規模資金供給を行っていることが国庫短期証券の発行

14) 国庫内FB引き受けの残高は、FBとTBの総発行残高から、FBとTBの市中発行残高、日銀引き受けのFBとTBの残高を差し引いて推計している（現在はFBとTBの市中発行は国庫短期証券に統合されている）。

図表10



図表11



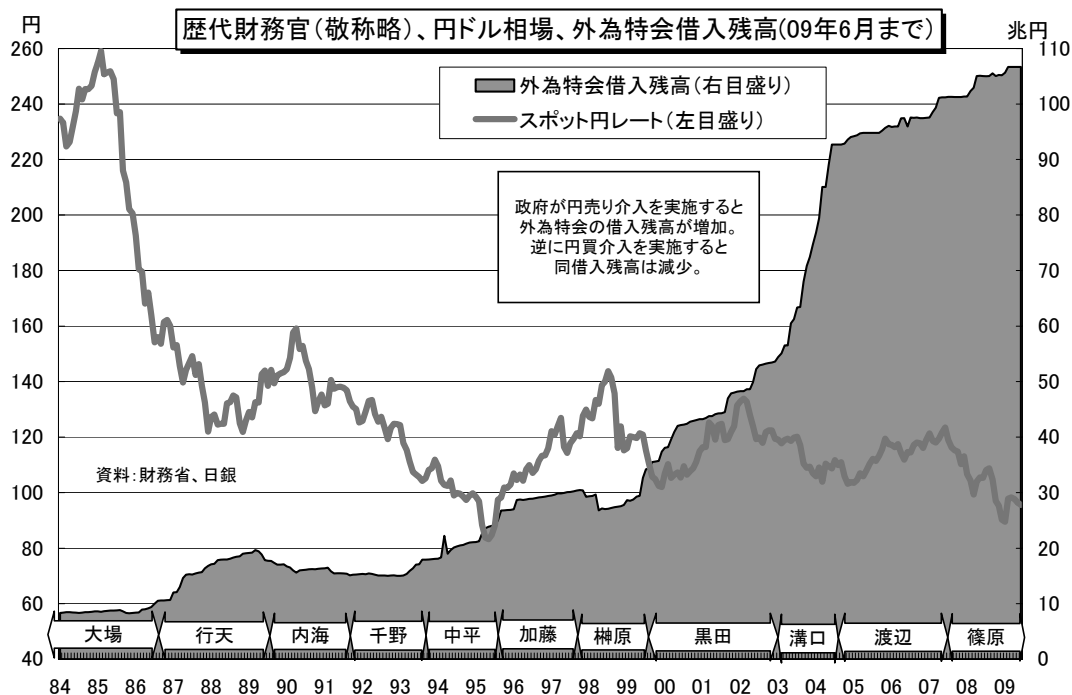
レートを抑えている（2009年12月から日銀が開始した固定金利方式の共通担保資金供給オペも同レートを低下させている）。

しかし、先行き、経済状態が回復し、金融機関が運用資金を他の先へシフトさせ、かつ日銀が現行のような非常に手厚い資金供給をやめて

金融政策を正常化させると、国庫短期証券の金利は上昇し易くなり、不安定さが現れてくると予想される。

2003年1月から2004年3月にかけて実施された計35兆円の外為市場介入の「出口政策」は、まだ終わっていないと言える。

図表 12



IX. まとめ

2000年度以降、日本政府が保有する余剰資金は異常な高水準へと膨張した。日銀引き受けによるFB発行に長年依存していた国庫の資金繰りから、FB市中公募に立脚した自立した資金繰りに大きく転換したことの影響がそこに見られた。FB市中公募化から日が浅い状況においては、国庫の資金ショートを回避させることを最優先課題にした保守的な資金繰りが選択された模様である。郵便貯金の大量満期問題もその傾向に拍車をかけた。

財務省は2003年度(平成15年度)に策定した「財務省の使命と目標」において、「国庫金の効率的な運用及び正確な管理」を掲げていた。国庫の余裕金を削減するため、余裕金繰替使用や国内指定預金残高の目標水準が記されて

いた。それ以降、政府預金の残高は抑制傾向が続いたが、長期国債の2008年償還集中問題などが影響して、特別会計の余裕金は再び大きく増加することになった。

1999年2月から始められた日銀のゼロ金利政策、2001年3月から始められた量的緩和策は、あらゆる経済主体にとって流動性を保有する際の機会費用を著しく低下させ、金利コスト削減への意欲を薄れさせていた。それは国も同様であり、政府も与野党も、国庫が莫大な余裕資金を抱え、かつ対民収支が日々大きく変動することに対する問題意識を持ちにくくさせていた。

日銀は国庫管理の効率化のために2000年以降「国庫金事務の電子化」を推進するととも

に、財務省理財局に対して財政収支の平準化を働きかけていたようである。財務省理財局でその問題意識が徐々に醸成されつつあった中、2005年6月から8月にかけて、対民収支の揚げ超が大きな要因となって、日銀の資金供給オペに札割れが多発した。その結果、日銀が日銀当座預金残高目標の維持に失敗する事態が現れ、それはマスメディアに大きく取り上げられた。

我々は日銀当座預金残高の目標逸脱が、回復途上にあった当時の日本経済に悪影響を与えたとは考えていない。もともと、日銀当座預金残高目標を伴う量的緩和策の設計の合理性について我々は懐疑的である。現時点で、FRB、ECB、そして日銀が、そのスタイルの政策を採用していないのは、彼らも同様の見解を持っているからだと思われる。

とはいえ、2005年に生じた札割れの頻発と日銀当座預金残高の目標逸脱は、財務省に国庫金管理改革を促す契機になった。このような副次的効果を生んだことは、日銀量的緩和策の意図せぬ功績と考えられる。

日本政府は巨額の公債発行残高を背負っているだけに、尚更、効率的なキャッシュ・マネジメントを推進していくことは、納税者に対して今後も非常に重要なことと考えられる。対民収支の平準化の観点からも、年金払いを現行の隔月から毎月に変更することなどが今後は検討されるべきだろう。

また、現在、国庫短期証券の市中発行残高

は、過去の円売り介入の「遺産」として、巨大な残高に積み上がっている。外為特会が円買い介入を行わない限り、原則的には外為特会の借入れ残高は減少しないため、高水準の国庫短期証券の発行量が続くものと思われる。

当面の経済環境、外為相場を考慮すると、政府が円買い介入を実施することは考えにくいだろう。しかし、外為特会が、剰余金を一般会計に納付するために発行している国庫短期証券（かつてのFB）だけは、せめて早急に見直すべきと思われる。一般会計に剰余金を納付する際、同会計は資産サイドで保有している外貨建て資金の運用益を円転せずに、毎年あらたにFBを増発してきた。外貨の運用益は外貨建て証券などに再投資されており、未実現益が累増する中で、剰余金の納付を目的に外為特会が国庫短期証券の発行額を毎年累増させている姿は不自然である。

これに関しては、国庫短期証券の発行額の膨張を抑えるという観点に加え、外為特会の国民に対する透明性を高める必要性からも、毎年度、外為市場にインパクトを与えない金額で徐々に円転を行い、国庫短期証券の増発を抑えるように方針を転換すべきと思われる。それを目的とする円転は、外為相手を誘導するための市場介入とは異なることを事前に市場に時間をかけて丁寧に説明しておけば、金額が限定されるだけに、市場に大きな混乱は起きないものと推測される。

参 考 文 献

我孫子善一郎「我が国の国庫制度～対民収支編～」『ファイナンス』2006.1 pp.18-31
大内總「我が国の国庫金制度について～入門編～」『ファイナンス』2005.6 pp.42-62
折谷吉治「中央銀行」（館龍一郎編『金融辞典』東洋経済新報社1994所収 pp.196-200）
会計検査院「国庫金の状況」（同『平成15年度

決算結果検査報告書』2004.第6章第1節第4の1（[www/http://report.jbaudit.go.jp/org/h15/2003-h15-1251-0.htm#4_2](http://report.jbaudit.go.jp/org/h15/2003-h15-1251-0.htm#4_2)）
加藤出・山広恒夫「バーナンキのFRB」ダイヤモンド社2006.3
鎌田修「我が国の国庫制度～補足編～」『ファイナンス』2006.5 pp.22-29

- 小宮隆太郎「見当はずれの日銀バッシング」(岩田規久男編著『金融政策の論点』東洋経済新報社 2000.7 第五章所収 pp.51-64)
- 下鶴毅「我が国の国庫制度～対民収支編～」『ファイナンス』2005.11 pp.22-39
- 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞社 2008.3
- 高野寿也「我が国の国庫制度～応用編～」『ファイナンス』2006.4 pp.11-16
- 高野寿也「国庫キャッシュマネジメント改革」『ファイナンス』2007.11 pp.9-15
- 東短リサーチ「加藤出ウィークリー・レポート」(2003年6月20日号, 10月3日号, 2004年1月9日号, 1月16日号, 2月23日号など)
- 東短リサーチ編(黒田啓征・加藤出・責任編集)『東京マネーマーケット-第7版-』有斐閣 2009.3
- 中北徹「世界に比して国庫管理がルーズな日本」『エコノミスト』2005.7.26号 pp.72-74
- 中北徹・加藤出「財政資金と金融調節～国庫金の管理と中央銀行の独立性」2005.5
- 日本銀行金融研究所『新しい日本銀行』有斐閣 2004.10
- 日本銀行金融市場局「2005年度の金融市場調節」
- 日本銀行金融市場局「2008年度の金融市場調節」
- 日本銀行金融市場局「日本銀行の金融調節」2009.6
- ニューヨーク連銀 “Recent Innovations in Treasury Cash Management” K.D.Garbade, J.C. Partlan and P.J.Santoro.
- ニューヨーク連銀 “An Examination of Treasury Term Investment Interest Rates” Warre. B Hrung.
- フランス国債庁「2008年年次報告書」
- DMOホームページ <http://www.dmo.gov.uk/>
- ECB「欧州中央銀行の金融政策」, 小谷野俊夫・立脇和夫 [訳], 東洋経済新報社 2002.7
- ECBホームページ, “Liquidity analysis” における Government deposits の説明 (<http://www.ecb.int/mopo/liq/html/treas.en.html>)