

### 頻発する「札割れ」と金融政策の行方

南 武志

2005年4月には普通預貯金の元利に対する政府による全額保証措置(いわゆるペイオフ凍結)が解除され、預金保険機構・貯金保険機構による全額保護の対象は「無利息、要求払い、決済サービスを提供できること」の3条件を満たす決済用預金・同貯金だけに限定されることになった。これまで不十分だった金融機関の破綻処理(破綻前処理も含む)に関する法制度がこの数年で整備されたこととあわせて、日本は97年秋以降続いてきた金融危機モードからは脱却できたと言ってもいいだろう。

近年の金融政策を振り返ると、金融危機への対応策が未整備だった期間中は、一貫して金融政策に過大な負担が掛かり続けていた。量的緩和政策にとって最大の目的である「デ

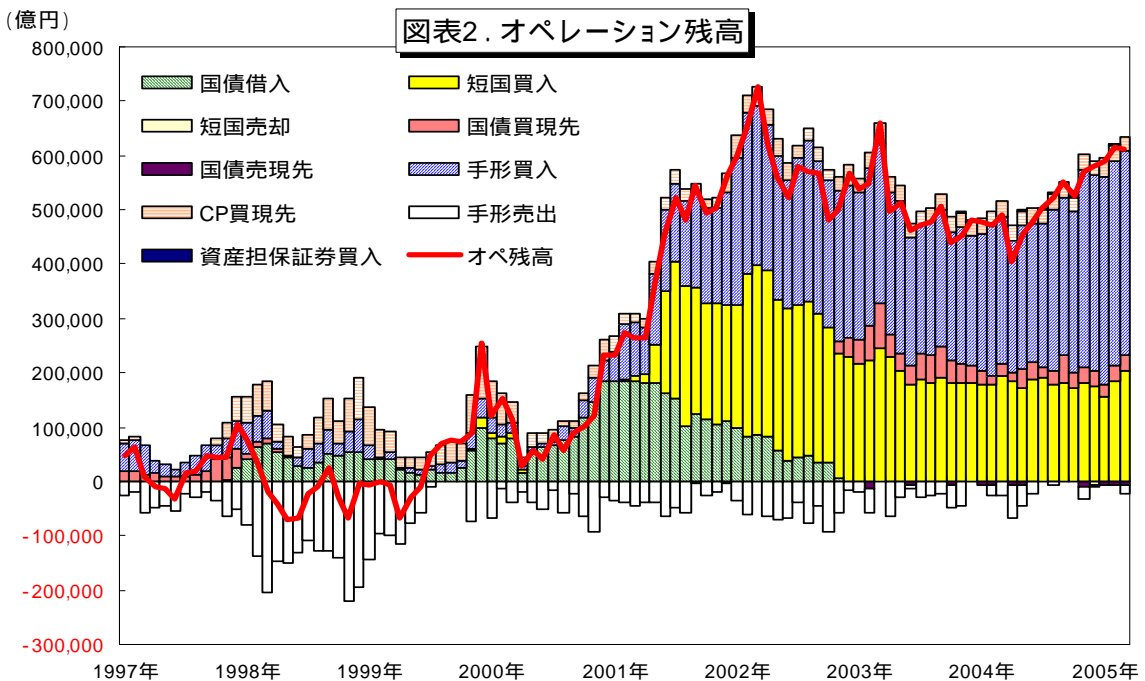
図表1. 短期市場オペレーションの動向

		資金供給オペ		資金吸収オペ
			うち、札割れ	
2004年	1月	18	1	11
	2月	21	2	7
	3月	17	0	13
	4月	15	0	17
	5月	32	0	10
	6月	17	1	7
	7月	21	3	5
	8月	28	1	6
	9月	22	2	5
	10月	28	3	5
	11月	31	5	5
	12月	12	1	7
2005年	1月	31	13	5
	2月	34	21	7
	3月	18	6	8
	4月	14	8	8

(資料)日本銀行資料より農中総研作成

(注)単位は回。中長期国債、ABCP等、資産担保証券、国債補充供給は除く

フレ脱却」はいまだ実現できていないが、10年近くに渡って持続してきたデフレ環境にも徐々に変化が見え始めているのも実際のところである。今後の金融政策運営のポイントをまとめてみた。



(資料)日本銀行資料より農中総研作成

## 最近の短期金融市場

一方で、05年に入ってから短期資金供給オペレーションにおいて、オファー額に対して応札額が達しないという「札割れ」が頻繁に発生するようになり、日銀はその対応に苦慮している。これに対し、日銀は様々な工夫、具体的には、3四半期以上先の期越え資金の供給を実施したり、オペの頻度を高めたり、といったことで何とかディレクティブを死守している状況である。まず、最初に足許の短期金融市場を取り巻く環境変化を考えてみよう。

各国が採用している準備預金制度の下では、金融機関は預金の支払準備として一定割合を所定期間にわたって中央銀行に預け入れる必要がある。日本では所要準備額は直近で約4兆5,300億円程度(05年1月時点)であるが、現状の量的緩和政策ではこの4.5兆円の所要準備預金以外にも、無利息の日銀預け金残高を30~35兆円に誘導しようという政策である。

量的緩和政策の最も重要な目的はデフレ脱却であることは言うまでもないことだが、その一方で、デフレから脱却できていないからこそ量的緩和政策が成立しているともいえる。市中から調達した流動性の高い短期資金を、流動性が低い中長期資金で運用することによって収益を稼ぐことが本業である金融機関にとって、無利息である超過準備預金や手許現金の保有は本来好ましいものではなく、毎月の積立期間を通じて超過準備を限りなくゼロにすることが短期資金運用担当者の腕の見せ所であった。しかし、持続的な物価下落という状況下では、無利息の資金を保有することの機会費用は極めて小さく、金融不安が残存する下では金融機関にとっても流動性の確保は不可欠な面もあった。その状況下で日銀は

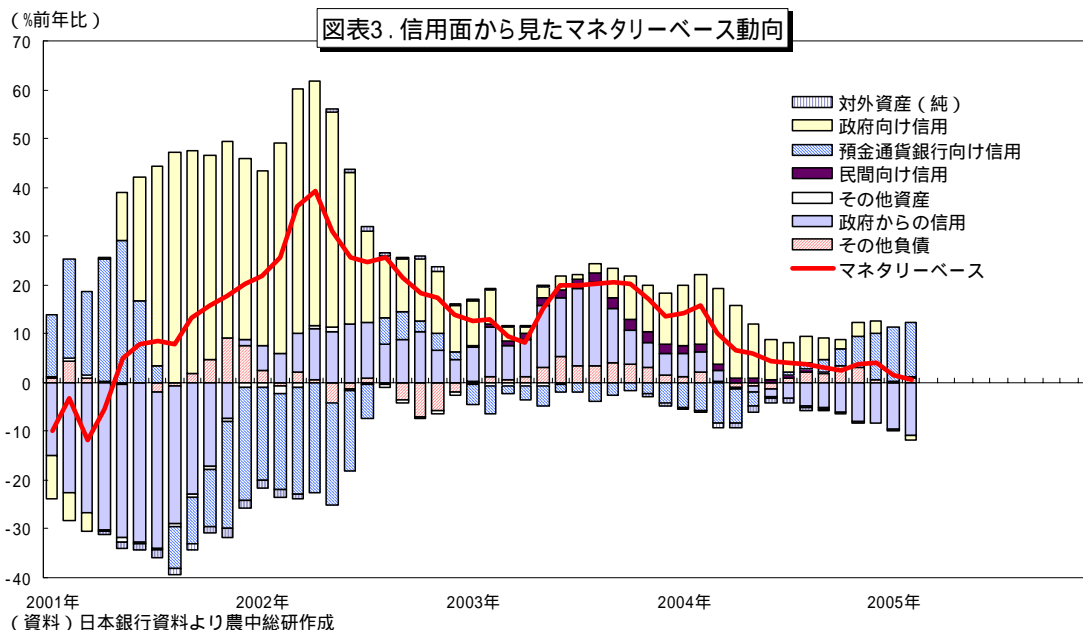
短期マーケットを通じて膨大な資金供給を行ったこともあり、行く当てのない資金がインターバンクに滞留した。各金融機関も超過準備の保有を容認するようになり、その結果量的緩和政策がこれまで続けることが可能であった。

しかし、冒頭で触れたように、金融システム不安は解消する方向にあり、金融機関の流動性保有ニーズは減退し始めている。また、例えば05年度後半にもデフレ脱却が実現しそのだとの予想が優勢になってくると、日銀当座預金残高を日銀が設定した量的目標に誘導することはかなり困難になってくる。無利息の現金や超過準備の保有コストが高まり、金融機関にとってリスク・リターンが最適な資産ヘシフトする(いわゆるポートフォリオリバランス)ことは確実である。

## 札割れ発生の原因

ここで、日本銀行「マネタリーサーベイ」を用いて、信用面からマネタリーベースを寄与度分解してみると、「(日銀から)銀行への信用」が伸び率拡大に寄与している反面、「政府から(日銀へ)の信用」が伸び率減少に寄与していることが分かる。現金と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースも「政府からの信用」も日銀バランスシート上は同じ負債であるため、他の条件が不変の中でこの「政府からの信用」が増加すればマネタリーベース増加率への寄与度はマイナスになる。

更に、「日本銀行の対政府取引」によると、「政府からの信用」とは政府余裕金(国債整理基金、財政融資資金)の運用に該当しており、この中身は日銀保有の長期国債の売り現先、日銀保有のFB・TBの売却(アウトライト)、となっている。日銀には「政府の銀行」という役割もあり、政府資金の余資運用への協



力も業務の一環ではあるわけであるが、実際この行為はマネタリーベースの縮小につながっている。しかしながら、日銀の金融政策としては、マネタリーベースを含む日銀当預残高を一定に保つ必要があるため、民間に対する資金供給オペを強化して、少なくとも政府に売却した分だけは民間保有資産を購入しなくてはならない。

一方、なぜ政府に余裕資金が発生しているかを考えると、いわゆる「2008年問題」という国債の大量償還や財投債発行に理由があると考えられる。政府は、国債大量償還の影響を分散する施策の一環として、借換債の前倒し発行を行っているが、これが国債整理基金特別会計の運用ニーズを高めていると考えられる。また、02年度で約7.3兆円、03年度で約4.4兆円と、毎年大量の運用残額が発生しているにも関わらず、財投債をあらかじめ多めに発行していることも余資運用ニーズを高めている一因と推測される。

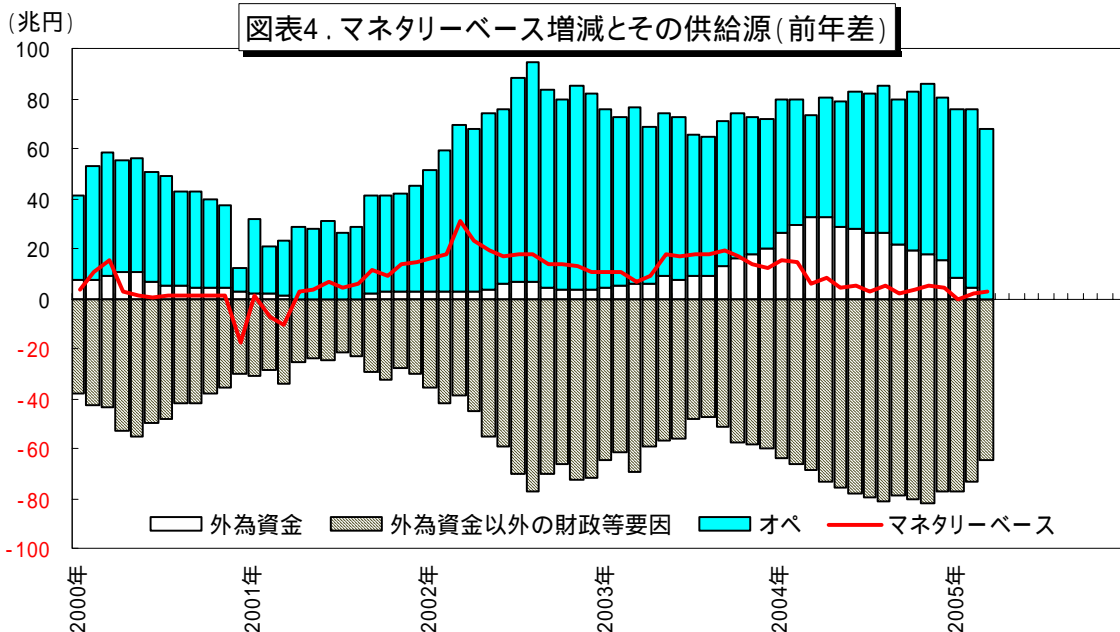
### 札割れ発生の原因

別の視点から札割れ頻発の原因を探って

みよう。日本銀行「日銀当座預金増減要因と金融調節」からは、最近の札割れ続出の背景には、04年3月まで実施されていた大規模為替介入の反動が出ている可能性が高いことがわかる。この為替介入を実施していた時期には、「幸いにも」マーケットへの資金供給を外為資金要因が代替してくれたため、日銀による資金供給オペを少なくすることができた。つまり、財務省が円をマーケットに放出するという行為をしてくれたおかげで、日本銀行の負担は軽減されていたのである。もちろん、その過程で当座預金残高目標も引き上げた(03年10月、04年1月)が、その幅は介入規模と比較しても小さかった。しかし、為替介入をやめると、その追加引き上げ分が資金供給オペに対して重い負担となっている。

このように、日銀オペの札割れが頻発しているという現象の直接的原因には、政府の経済活動が少なからず関係していることが推測できる。

### 今後の金融政策のポイント



04年10月に公表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、05年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率が+0.1%(政策委員見通しの中央値)となるなど、05年度中にも量的緩和政策が解除されるのではないかと、との思惑を呼んだ。しかし、05年1月時点での中間評価では、「基調としては10月の見通しに沿って推移するとみられるが、固定電話通信料引下げの指数面への影響等によっては、やや下回って推移する可能性がある」と、事実上消費者物価見通しを下方修正し、量的緩和政策の予想解除時期は先送りされた。

今後の金融政策を見通すと、シナリオ的には、現状の残高目標を死守、残高割れを容認、量的目標を放棄し、物価安定目標など別の機軸を設定する、などが挙げられるだろう。この場合にキーとなるのが「量的緩和政策継続のコミットメントの明確化」で示した、いわゆるデフレ脱却3条件の取扱いである。こうしたコミットメントは長めのターム物金利までゼロに近づける「時間軸効果」をもたらしたが、そ

れは日銀に対するマーケットの信頼があつてのことである。自らの政策運営上都合が悪くなったという理由で、放棄することになれば動学的不整合性の問題を引き起こしかねず、マーケットの日銀への信認が悪化する恐れもある。

5月下旬から大幅な資金不足期に入ることもあり、残高目標の取扱いがどうなるかにマーケットの注目が集まっている。福井日銀総裁は、デフレ脱却が実現するまで量的緩和政策の枠組みを堅持することを表明する一方、技術的要因により残高目標がクリアできなくても、それは引締めではない、と将来的な残高引き下げ(もしくはその容認)を示唆する発言も行っており、上述のシナリオでは前頁の「容認」が最も確率が高そうな印象を受ける。なお、これを契機に残高目標を引き下げたとしてもそれを達成し続ける保証はなく、量的目標を掲げる限り、厳しい状況が続くといわざるを得ない。

なお、「現状の量的緩和政策の枠組み」とは、無担保コールレートをほぼゼロに誘導す

るように大量の資金供給を行っている量的政策全般を指すのか、「日銀当座預金残高 30～35 兆円に誘導する」という現在のディレクティブに沿った状況を指すのかが不明瞭であり、より具体的に明示すべきである。また、望ましい物価上昇率として+2%前後を掲げる中央銀行が多い中で、デフレ脱却の目処としてゼロインフレを設定している状況が果たしてよいのかも本来ならばきちんと議論すべきであろう。