

量的緩和下の短期金融市場

東短リサーチ株式会社 加藤 出

< 報告要旨 >

なぜ日銀当座預金引き上げが実現できたのか？

2004年4月現在、日銀当座預金目標は30～35兆円であり、実際の日銀当座預金残高は33兆円前後で推移している。準備預金の所要平均残高約5.7兆円（郵政公社分を含む）に対し6倍弱に達している。日銀の資金供給オペは強制ではなく、それに応札するか否かは市場参加者の自由意志による。よって、日銀が当座預金目標を引き上げても、金融機関が自発的に日銀から資金を借りて、日銀の口座に資金を滞留させなければ、その目標は実現されない。量的緩和策の下で金融機関が従来の資金繰りの規律を放棄して、超過準備を増大させた理由としては、超過準備保有に対する心理的抵抗感がゼロ金利によって減退した、金融システム不安から生じる流動性不安が発生した、金融機関が日銀当座預金に資金を滞留させたくないような資金供給オペを日銀が巧みに実施するようになった、日銀当座預金を増加させて利鞘を得ることを目的に外銀のマイナス金利による円資金調達が増加した、といった点が考えられる。

日銀当座預金目標は“ギミック”か？

それらの動機による日銀当座預金残高の増加がインフレ率に影響を与えるとは考え難いため、短期市場の多くの実務家は、日銀当座預金目標を“ギミック”と見なしている。実際、2004年1月20日に決定された3兆円の日銀当座預金目標引き上げは、短期供給オペの若干の増加と短期吸収オペの若干の減少で実現されている。日銀が購入する短期国債などの資産はほとんどゼロ金利である。また、吸収手段である日銀売出手形もゼロ金利である。つまり、日銀当座預金、短期国債、日銀売出手形という限りなく代替性が高い三つの商品の市場における残高を少々変えたに過ぎない。

FRBのバーナンキ理事とラインハート金融政策局長も量的緩和策の「量」の効果について懐疑的な見解を示している（講演、2004年1月3日）。複数の日銀政策委員も、量的緩和策によるインフレ期待醸成やポートフォリオリバランスは未だ確認できていないと評価している。また、量的緩和策の国民に対するアナウンスメント効果も限られている。2004年3月に実施された日銀調査によれば、量的緩和策について国民の41.1%が「聞いたことがない」、31.6%が「聞いたことはあるが、内容はよく知らない」と答えている。

短期金融市場の変化：多方面に見られる感覚の麻痺

量的緩和策の下で、短期金融市場は大きく変容した。通常の世の中では、お金を貸す人の方が、借りる人よりも条件交渉の際などに優勢に立つことが多い。しかし、量的緩和策下の短期金融市場では関係が逆転する。日銀と市場の関係も大きく変化した。日銀は自ら設定した当座預金目標というノルマを維持しなければならない。このため、資金供給オペに参加してもらうために、自然と日銀の市場参加者に対する態度も腰が低くなる。

コール市場においては、オーバーナイト取引は連日 0.001%が中心となっている。100億円を運用しても利息は 273 円に止まるためオペレーショナルコストが捻出できない。外銀同士の取引ではマイナス金利も恒常化している。短期金利がミクロの世界で推移しているため、市場参加者、マスコミ、更には日銀政策委員にも、千分の数%程度の金利上昇を針小膨大に受け止めてしまうケースが見られる。準備預金最終日、年末、期末などに季節的な金利上昇がほとんど発生しなくなった。一方、奇妙な話だが、ニューヨーク市場におけるドル資金の季節性が、東京の円の短期市場でマイナス金利取引として観察されるケースがある。また、市場での取引が縮小し、日銀が圧倒的に最大のプレーヤーとなったために、日銀の資金供給オペの実施頻度が短期金利に影響を与えるようになった。本来の姿とは異なり、資金不足月に短期金利は低下し、資金余剰月に短期金利が上昇するという“ねじれ現象”が観察される(ただし、金利変動の幅は千分の数%から百分の数%程度だが)。

今後の望ましい政策コミットメント

低インフレ率の実現され、金融政策への信認が高まると、資産市場にユーフォリアが発生するケースがグローバルに観察される。この現象は、イギリスやオーストラリアなどインフレーション・ターゲティングを採用している国においても深刻な問題となっている。「バブル先進国(及びバブル崩壊先進国)」である我国だけに、消費者物価の動向に近視眼的に囚われずに、日銀は環境の変化に対処できる政策スタイルを模索すべきだろう。

量的緩和策からの出口政策の推測

今後、日銀が量的緩和策の出口政策に着手する際に、コア CPI はゼロ%を上回ったものの、先行きのインフレ懸念は強くないというケースを想定してみよう。

日銀当座預金残高を減額して行くと、その過程でオーバーナイト金利が一時的に上昇する頻度が徐々に高まってくる。ただし、量的緩和策の長期継続により、多くの金融機関が資金繰りの“安全策”として超過準備を保有しようとするため、現在は「中立調節」と呼べる日銀当座預金残高がどの水準にあるのか誰にも判別がつかない。また、昨年来実施された空前の円売りドル買い介入の結果、政府短期証券(FB)の市中発行量は急膨張している。それが出口政策時の短期市場の波乱要因となる恐れもある。

現在、日銀の短期供給オペの主力は手形買入オペと短国買入オペが担っている。日銀当座預金残高を減額するということは、それらのオペを減額することに他ならない。しかし、日銀が短期供給オペを急激に減額すると、FB 発行金利等が跳ね上がり、それが他の短期市場に波及し、更に中長期金利に影響を与える恐れもある。また、ゼロ金利以外の環境を経験していないディーラーが増加しているだけに、混乱が増幅される潜在的风险がある。

ショックを回避しながら、日銀が当座預金残高を減額しようとする3ヵ月以上の時間がかかるかもしれない。或いは、発想を転換して、出口政策時に日銀当座預金に付利を行うという手段も考えられよう。準備預金への付利は ECB などで行われており、それを出口政策時の一時的な激変緩和措置として“転用”するというアイデアである。日銀当座預金に付利を行えば、日銀当座預金を減額せずともイールドカーブ全体を直ぐに持

ち上げることができる。その後、徐々に資金供給量を減少させていけばよい。

「危機管理対策」としての出口議論

量的緩和策の長期化によって、短期市場のインフラは著しく損なわれてしまっている。あらゆる金融機関で短期市場セクションの人員削減が行なわれた。また、日本の金融機関は2~3年で人事異動を繰り返して行くため、現在、ゼロ金利以外の環境を経験したことがある短期市場ディーラーは半数以下に減少していると推測される。更に、専用電話回線が撤去されるなどのディーリング設備の縮小も生じている。

量的緩和策解除が近づいて来た場合には、多くの金融機関は短期セクションの建て直しに着手しなければならない。この点が、過去の引き締め転換時と最も異なるポイントである。短期市場参加者にとっては、「危機管理対策」として出口議論に臨む必要がある。(その他、实体经济と乖離した日銀券発行残高、国債買入オペにおける日銀とFRBの相違、非不胎化介入が成立しない現在の為替市場介入のスキーム等について報告した)。

< 討論者からのコメント >

東洋大学 中北 徹

討論者として、両報告の見方に対して基本的に同感である。ゼロ金利政策と量的緩和策の結果、何がもたらされたのかといえば、デフレスパイラルへの対処という点を別にすれば、景気浮揚などファンダメンタルズに対する直接的な効果は顕著には認められない。つまり、ベースマネーの増加はほとんどマネーサプライの増加をもたらさず、現実には、景気の緩やかな回復も輸出の増加や設備投資の回復といったマネーの増加とは違う要素から起っている。一方、ゼロ金利政策は、無視できない副作用(モラルハザード)をもたらし、資金のコストへの意識を希薄化させて、金融仲介機能を低下させ、インターバンクを中心とする市場機能を麻痺させた。

加藤氏の報告は、こうした経過と現状をつぶさに観察し、詳細のデータを使いながら、必要に応じて日米比較も行いながら、量的緩和策の効果を分析、批判したものであり、単なる事実の整理にとどまらず、鋭い政策評価にまで立ち入ったもので、豊富な示唆に富むものとなっている。とくに、モラルハザードの実態を銀行など金融機関の行動、中央銀行の行動様式の変容、さらに、政府の財政規律の低下(短期国債の発行増大)にまで立ち入った詳細な分析である。

ここで質問したいのは、短期市場のインフラを縮小したことに伴うコストどう評価するか、という点である。報告では、「あらゆる金融機関で短期セクションの人員削減が行われ、ゼロ金利以外の環境を経験しているディーラーは半数以下に減少している」とするが、今後金利が上昇反転したとき、単にディーリングルームの再構築にとどまらず、ディーラーの確保・研修など人的資源の増強、復帰するまでの試行錯誤など多大のコストを発生させ

る。しかも、これらの費用の大半はすでに埋没した可能性が大きいのではないかと。

次に中曽氏の報告は、ゼロ金利策のもとで、短期金融市場におけるマイナス金利の顕在化という現象に注目する。すなわち、円市場の金利が最低水準に下ったことで、邦銀に対する信用リスク・プレミアムの内外市場格差が、円転コストのマイナス幅の拡大として露見している。このメカニズムを金利裁定式を用いて明らかに、いくつかの分析を行っている。後半では、量的緩和策のイールドカーブに与えた影響を、時間軸効果という概念を中心にモデル分析し、その結果、中期ゾーンを中心にフラット化が観察されるとする。なお、時間軸効果はレポ取引・金利スワップなどへ波及メカニズムを高めている。

質問したいのは、平成 17 年 4 月にペイオフの凍結解除が行われた場合、マイナス金利が一層拡大して、さらに、内外市場での信用格差が露見する恐れがあるかどうかである。なぜならば、その場合、全額保護という特例措置が外れるため、不振銀行の資金調達コストが増大して、全体として邦銀に対する信用コストが押し上げられる可能性がなきにしもあらずだからだ。

最後に両報告者にお尋ねしたいのが、2 点の質問である。

1 つは、(とくに、中曽氏に対して)いわゆる金融政策の出口論に関連して、今後、市場金利が上昇に転じたとき、早晩、量的緩和策の解除が問題になるとして、それは市場金利の構造でみたとき、イールドカーブの次元でいえば、中期 = 貸出期間が 3~5 年程度のゾーンがもっとも限界的に大きな影響が及ぶ領域である。しかし、この部分こそ不良債権が密集していて一番デリケートな部分ではないのか。この部分がしっかり手当てされないと、企業倒産・銀行の経営不安などを惹起する引き金になるという意味で、もっとも crucial な論点ではないか。

2 つ目は、金融(政策)と財政の関係、とくに、現在の日本に財政のコミットメントがあるかないかについてである。財政規律が保持されないと、金融政策が適切に運営されても、マクロ経済学でみたとき、単に後追いでしかなく、金融政策の有効性が著しく低下する。つまり、実質金利は財政で先に決まってしまうために、金融政策は名目金利を操作しているだけで、実質金利に影響を及ぼすことができず、結局、経済の実態に影響を及ぼすことができない可能性がある。とくに、日本では財政構造改革に失敗して以後、財政の運営責任の主体が不在ともいえる状況が続いている。小泉総理は、30 兆円という国債発行額の上限を放棄しており、すでに 40 兆円に近づいている。財政規律の重要性と切り離して、今後の金融政策の有効性を論じることができないと考えるが、この点についてのコメントをうかがいたい。

< 報告者リプライ >

・短期市場のインフラ縮小のコストについて

量的緩和策によって損なわれた短期市場のインフラを今後如何に回復させるかは、市場関係者の大きな問題意識になっている。しかし、量的緩和策を解除しても短期金利はしばらく

くは超低金利の水準が継続されることが予想されるため、収益の観点から、短期セクションの人員を元の数に完全に元に戻したり、地方金融機関が閉鎖した東京のディーリングルームを再設置することは当面は考え難い。限られた条件の中で対応せざるを得ない面があるため、ある程度の波乱は避けられないだろう。ただし、解除の前に市場参加者が入念な準備を進めることができれば、混乱はかなり抑え込めるだろう。そのためには、日銀は出口政策議論を封印せず、市場に警戒心を与えておく方が良い。

なお、量的緩和策が現在の景気回復に寄与した面は小さいと考えているが、量的緩和策の効果と弊害をうやむやにせず、今後きちんと検証する必姿勢が重要と考えている。

・ **量的緩和策の解除が中期金利（貸出期間3~5年程度）に与える影響について**

市場の先行きのインフレ予想がモデレートな時であれば、量的緩和策を日銀が解除しても、その後の利上げのペースは緩やかだろうと市場は考える。よって、中期金利の上昇も比較的緩やかなものに止まることができるだろう（一時的な急変動はありえる）。

しかし、量的緩和策解除がビハインド・ザ・カーブとなってしまうとインフレ予想が高まってしまうと、解除時のショックはより大きくなってしまふ。

・ **金融政策と財政政策の関係について**

量的緩和策の下では金利メカニズムが働きにくいために、政府債務の増加が金利上昇として顕在化しにくかった。それが結果的に我々の感覚を麻痺させ、財政システム再構築の緊急性を忘れさせてきた。しかし、デフレが終了すると、今までのように金融政策による問題先送りが効かなくなってくる。長期金利上昇を抑えようと日銀が国債買入オペを増額すると、かえって期待インフレ率が上昇してしまう恐れが出てくる。カナダやオーストラリアは、いずれもインフレターゲット採用国だが、90年代に景気回復と同時に財政赤字削減に着手して改革に成功している（財政赤字の深刻さは日本ほどではなかったが）。日本でも本質的には、愚直に財政赤字削減のコミットメント（長期的なスケジュール）を提示していく以外に道はないと思われる。

以上