

2021年4月14日 全7頁

マイナス金利政策の波及経路を再強化

日銀は補完当座預金制度の見直しで金融政策の持続性を確保

金融調査部 研究員 中村 文香

[要約]

- 2021年3月の金融政策決定会合で、日本銀行（日銀）は補完当座預金制度を見直すことを発表した。2016年の日銀当座預金（日銀当預）の階層構造導入から5年を経て明らかになった課題に対応し、今後の金融政策の実効性を高めるための見直しだ。
- 具体的には、①基準期間から日銀当預残高が増加し、ネット利払いが常態化しているケースの発生、②マクロ加算残高未利用分の増加、③マクロ加算残高に占める基準比率による調整部分の縮小、への対応である。
- 今回の見直しは、短期金融市場に対して政策効果を波及させる手段をメンテナンスしたと考えた方がよいだろう。裁定取引等が活発化した結果、政策金利残高が圧縮され、金融機関全体の日銀当預への利息のプラス幅が増える可能性はあるが、金利収入による直接的な収益押し上げ効果は大きくない。
- 短期金融市場をマイナス金利に誘導する手段が再強化されたことにより、今後仮にマイナス金利を深掘りしたとしても、政策金利残高を圧縮するための素地を整えることができたといえる。利下げがなく、マクロ加算残高が膨らみ続けた場合にも、政策金利残高を一定程度に保つ手段ができたので、これまで通りの政策運営が可能になった。まさに「より効果的で持続的な金融緩和を実施していく」という目的に沿った見直しであったと総括できそうだ。

2021年3月の金融政策決定会合で、日本銀行（日銀）はより効果的で持続的な金融緩和のために、「貸出促進付利制度」の創設などを決定し¹、同時に補完当座預金制度を見直すことを発表した²。2016年の日銀当座預金（以下、日銀当預）の階層構造導入から5年を経て明らかになった課題に対応し、今後の金融政策の実効性を高めるための見直しだ。本レポートでは、日銀当預の階層構造について振り返り、課題と今回発表された見直しについて述べる。

¹ 中村文香「日銀の付利制度が高める金融政策の実効性 ―金融機関の収益を補助し、マイナス金利の深掘りも選択肢に」（2021年3月24日、大和総研レポート）参照。

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20210324_022186.html

² 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」（2021年3月19日）、p. 18-20。 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2021/k210319c.pdf

日銀当預の階層構造とは何か

日銀は2016年1月、マイナス金利の導入と同時に補完当座預金制度を見直し、階層構造の導入を決定した。階層構造には三つの役割がある。一つ目がマイナス金利政策を補完し、短期金融市場に金融政策効果を波及させる手段となることだ。日銀当預への付利金利が異なる金融機関同士が取引を行うことにより、短期金融市場の金利をマイナス圏に押し下げる効果が期待できる。詳しくは後述する。

二つ目の役割は、市場機能を維持することだ。1999年にゼロ金利政策を導入した際、副作用として短期金融市場での取引がほとんど行われなくなり、市場機能が低下した。無担保コール市場の残高は、ゼロ金利政策導入前の1998年には平均して約25～30兆円であったが、ゼロ金利政策下では半分以下に落ち込んだ。その反省から、マイナス金利政策導入時には階層構造を導入することによって金融機関同士の取引を促し、市場機能を生かすことが目指された。

三つ目の役割は、金融機関収益への影響緩和だ。日銀当預全体に対しマイナス金利を適用すると、金融機関収益を過度に圧迫してしまい、金融仲介機能が弱まってしまうことが懸念された。そこで、マネタリーベースの拡大に伴って増加する残高に対してゼロ金利を適用し、マイナス金利の影響が一定に保たれるよう設定された。また、金融機関の日銀当預残高は、日銀の資産買入れに応じた結果増加したため、マイナス金利導入以前の残高には従来どおりの金利(+0.1%)を適用することが適当であると考えられた。結果的に、日銀当預を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層にプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用することとなった。

補完当座預金制度適用先の金融機関は、毎月16日～翌月15日の約1カ月間(積み期)に日銀当預に預け入れをしていた平均残高に対して付利を受ける。当預残高から、法定準備預金(所要準備)、基礎残高(+0.1%適用)、所要準備以外のマクロ加算残高(0%適用)を引いていき、残った額が政策金利残高(-0.1%適用)となる。基礎残高はほぼ一定に固定されており、マクロ加算残高の増減によって政策金利残高が決まっている(図表1)。日銀の「業態別の日銀当座預金残高」によれば、2021年2月(2月16日～3月15日)での各金利適用平均残高は、「基礎残高(+0.1%適用)」が208兆円、「マクロ加算残高(0%適用)」が227兆円、「政策金利残高(-0.1%適用)」が31兆円である。一般的にイメージされている「マイナス金利」とは異なり、日銀当預全体に適用される加重平均金利は+0.038%とプラスである³。

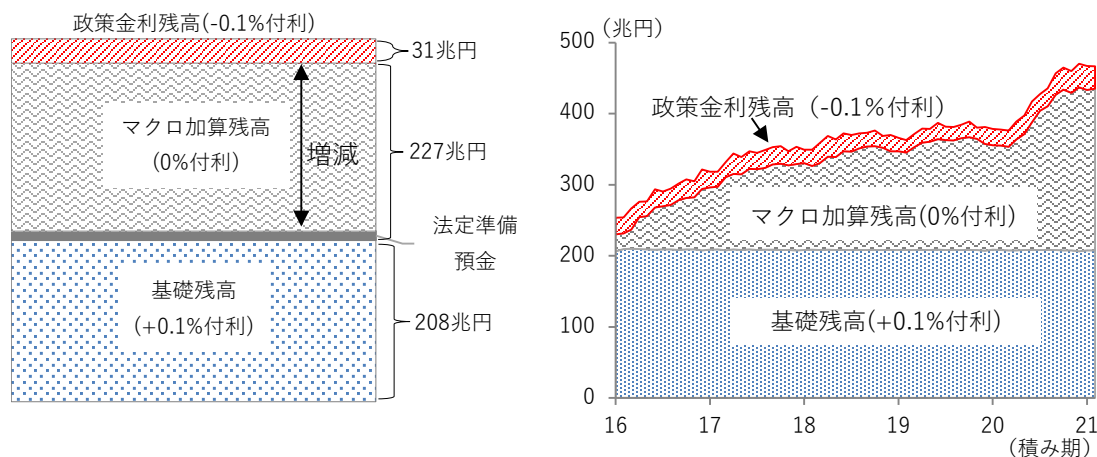
日銀当預の階層構造がどのように短期金融市場に影響を及ぼすのか、波及経路を確認する。マイナス金利政策は、金融機関が保有する日銀当預の一部にマイナス金利を課すだけでは成立しない。マイナス金利水準での金融機関同士の取引を促し、短期金融市場の金利を押し下げることが狙った政策である。

各金融機関は、一定額(基礎残高とマクロ加算残高の枠)以上に日銀当預残高が増えると、枠を超えた部分にマイナス金利が課されるため、できるだけ当預残高が枠内に収まるようにしようとする。金融機関全体で見ると、基礎残高やマクロ加算残高の枠に残高が満たない金融機関

³ $(208 \text{ 兆円} \times (+0.1\%) + 227 \text{ 兆円} \times (0\%) + 31 \text{ 兆円} \times (-0.1\%)) \div 466 \text{ 兆円}$

と、枠を超える残高を持つ金融機関の両方があるため、後者は前者に資金を貸付けることで、政策金利残高を最小限に抑えようと考えられる。

図表 1 日銀当預の階層構造（左）・各金利適用残高の推移（右）



(注) 左図の金額は 2021 年 2 月時点。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

短期金融市場への金融緩和の波及メカニズム

マイナス金利が適用される政策金利残高を有する金融機関 A と、ゼロ金利が適用されるマクロ加算残高の枠がまだ余っている金融機関 B があるとする。金融機関 A は、たとえマイナスであっても、 -0.1% よりも高い（マイナス幅が小さい）金利であれば、他の金融機関に資金を貸し出すインセンティブを持つ。マイナス金利で資金を貸すとは、借り手に対して利息を払って資金を貸すことである。金融機関 B は、マクロ加算残高枠の余裕の範囲内であれば、マイナス金利で資金を借入れ、A から利息を受け取る方が収益にプラスとなる。A・B 間で貸し借りが行われることにより、短期金融市場の金利にマイナス圏への低下圧力をかけることができる。日本銀行によれば、無担保コールレート（翌日物）の加重平均金利は、2016 年 4 月以降一貫してマイナスとなっており、2021 年初から 3 月末までの平均は -0.016% である。

このように金融機関同士で裁定が働く状況では、政策金利残高が増加すれば短期金融市場の金利に低下圧力がかかり、減少すれば、金利に上昇圧力がかかる仕組みだ。短期金融市場の金利を低位で安定させるためには、金融機関同士の裁定取引が活発に行われることと、政策金利残高が大きく変動しないよう調節することが肝要となる。

マクロ加算残高の調節方法

政策金利残高は、日銀当預残高からマクロ加算残高等を引いた後の残差である。そのため、政策金利残高を適切に保つには、マクロ加算残高を柔軟に増減させることがカギとなる。マクロ加算残高は大きく分けて、所要準備、オペの利用残高、基準比率による調節部分の三つで構成されている（内訳の推移は p. 6 図表 4 参照）。

マクロ加算残高枠の構成要素のうち、オペの利用残高は金融機関の応札によって決まり、所要準備は預金残高によって規定されるため、日銀が直接影響を及ぼすことができるのは基準比率による調節部分である。基準比率は全ての金融機関に一律に適用される値で、3カ月に1回程度見直される。基準平均残高（2015年1月積み期から12月積み期（基準期間）の日銀当預平均残高）と呼ばれる値に基準比率をかけてマクロ加算残高枠を調節している。日銀当預全体の増減や、マクロ加算残高を構成する他の要素が増減に応じて、基準比率を変化させることで政策金利残高を一定に保つことができる。

補完当座預金に関する三つの課題

日銀当預の3層構造の導入から5年がたつ中で、三つの課題が生じている。以下では、それぞれの課題と2021年3月の決定会合で示された解決策について解説する。

1点目：基準期間から日銀当預残高が増加した金融機関のネット利払いが常態化

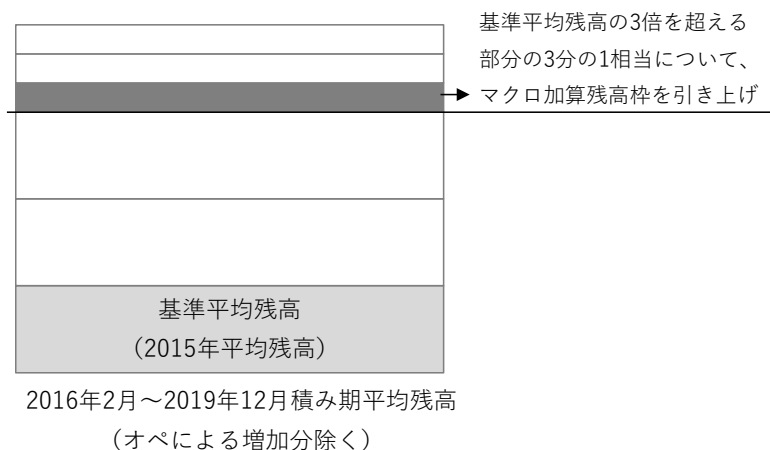
基準期間である2015年から日銀当預残高が大きく増加してしまった金融機関は、日銀当預残高の水準に比して基礎残高とマクロ加算残高が小さく、日銀への利払いが恒常化してしまうケースがある。日銀当預のうち基礎残高とマクロ加算残高の一部は、2015年の基準平均残高をもとに決定されている。金融機関の受け入れ預金が増加すると、それに応じて所要準備も増加する。基礎残高は、基準平均残高から所要準備を引いた額なので、所要準備が増加した分だけ、プラス付利を受ける金額が少なくなる。マクロ加算残高については、利用額に応じてマクロ加算残高の上限が引き上げられる一部のオペ（いわゆる「マクロ加算残高2倍措置⁴」の対象となるオペ、コロナオペ等）を利用しない限り、基準比率の引き上げ分しか枠が増加しない。結果的に、コロナオペ等の利用以外の要因で日銀当預残高が急激に増加した場合、日銀へのネット利払いが増加しやすいといえよう。

この課題への対応として、日銀は、『『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』導入以降に当座預金残高が大幅に増加し、かつ、日本銀行に対するネット利払が常態化している取引先については、2019年までの当座預金残高の増加度合いに応じて一定金額をマクロ加算残高枠の計算に加算することとする⁵』と発表した。具体的には、2016年2月積み期から2019年12月積み期の平均残高から、基準平均残高の3倍の額を引いた値の3分の1相当分、マクロ加算残高の上限を引き上げるという（図表2）。どの程度枠が増えるかは、2016年2月積み期から2019年12月積み期の平均残高に依存するが、マクロ加算残高が引き上げられた分、金融機関の金利負担は減少する。

⁴ 対象となるオペレーションの各積み期の平均残高と、2016年3月末時点の残高を上回る額分、マクロ加算残高の上限を引き上げる措置。新型コロナ対応金融支援特別オペ、被災地金融機関支援資金供給オペ、貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給オペ、貸出支援基金の運営として行う成長基盤強化を支援するための資金供給オペ等が対象。

⁵ 日本銀行「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】」、p. 19。

図表2 マクロ加算残高枠引き上げのイメージ



(出所) 日本銀行より大和総研作成

2点目：マクロ加算残高未利用分の増加

2点目の課題は、金融機関同士の裁定取引が活発に行われないうことで、マクロ加算残高の未利用分が存在する一方、政策金利残高が必要最低限の額を上回り続けていることである(図表3)。日銀は、金融機関同士の裁定取引が十分に行われた状態を「完全裁定」と呼び、完全裁定後の政策金利残高が約5兆円になるように基準比率を調節している。

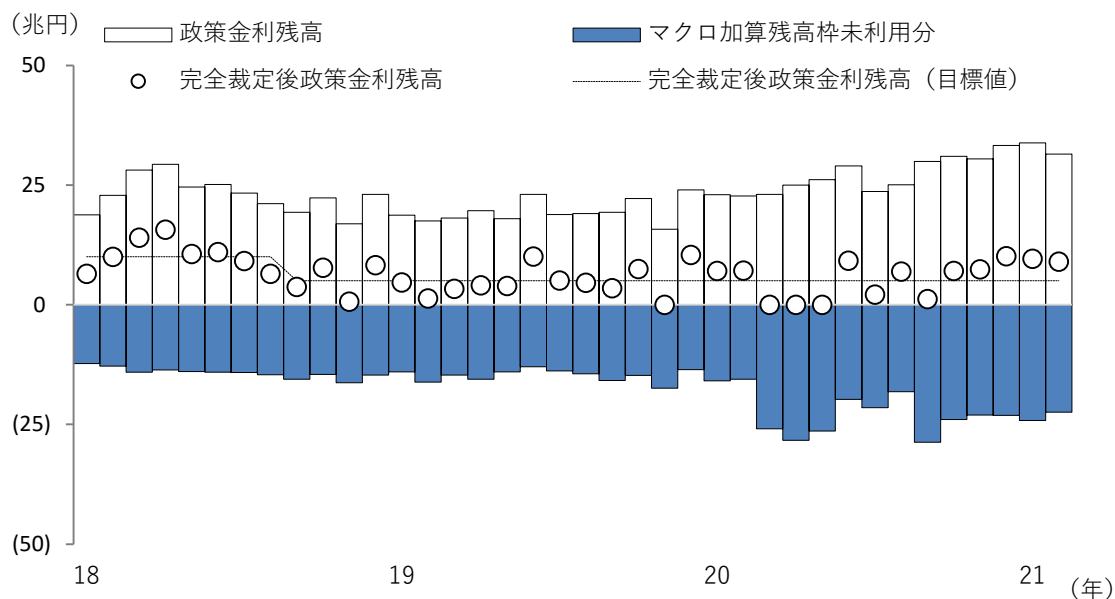
金融緩和の効果を短期金融市場に波及させるためには、政策金利残高が存在するだけでは不十分で、政策金利以上ゼロ以下の水準で裁定取引が行われる必要がある。ところが実際には、取引のコストや安全性の観点から、裁定取引は活発ではないようだ。

業態別に見ると、マクロ加算残高の未利用分の割合が高いのは、外国銀行、第二地銀協加盟行、準備預金制度非適用先(証券会社など)だ。マクロ加算残高の未利用分が増える背景としては、2015年時点からの日銀当預残高の増加幅が他業態と比べて緩やかであることなどが考えられる。一方、日銀当預残高に占める政策金利残高の割合が高いのは、信託銀行、外国銀行、その他準備預金制度適用先(ゆうちょ銀行や、大手信用金庫など)だ。

この課題に対し、日銀は、一定期間マクロ加算残高の利用割合が低かった先について、マクロ加算残高の枠を圧縮し、全取引先に再配分する方針を示した。この措置により、金融機関全体で見たマクロ加算残高の枠は変わらないが、より積極的に裁定取引を行い得る主体に枠が分配されることになる。

ただし、短期金融市場の資金の取り手側が積極化するだけでは完全裁定には至らない可能性がある。裁定取引が行われないう要因として、資金の出し手・取り手の双方とも、信用リスクを含む取引のコストを敬遠することがあると考えられる。裁定取引を行えば、0～1%分の利払いを抑えたり、利息を受け取ったりすることができるが、取引には相手方の信用リスクや、取引手数料といった様々なコストが伴う。こうした信用リスクの問題は根深いと思われるため、今回の変更が真価を発揮するのは、政策金利が引き下げられた局面かもしれない。

図表3 マクロ加算残高枠未利用分と政策金利残高の増加

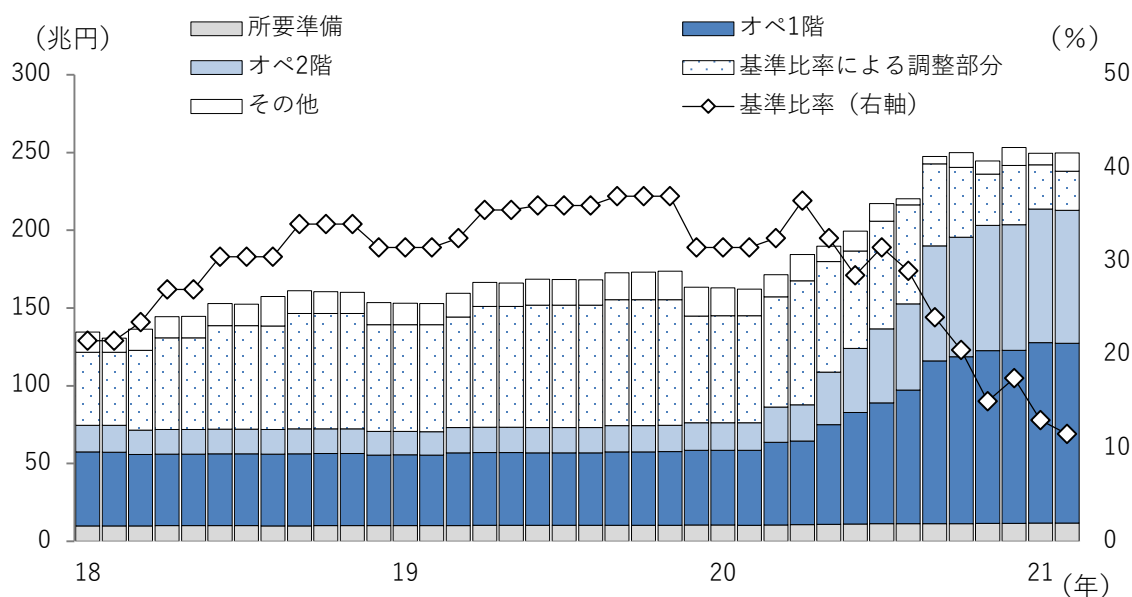


(出所) 日本銀行より大和総研作成

3 点目： マクロ加算残高に占める基準比率による調整部分の縮小

3 点目の課題は、コロナオペ等の利用増加を背景に、マクロ加算残高に占める基準比率による調整部分が縮小していることである。マクロ加算残高枠の内訳を見ると（図表 4）、2020 年半ばからオペ 1 階・2 階部分が増えている。マクロ加算残高 2 倍措置の対象となるオペを利用すると、オペの各積み期の平均残高（1 階部分）と、2016 年 3 月末時点の残高を上回る額分（2 階部分）、マクロ加算残高の上限が引き上げられる。

図表4 マクロ加算残高の内訳



(出所) 日本銀行より大和総研作成

コロナオペの利用拡大を背景に、マクロ加算残高枠が過度に大きくならないよう基準比率を引き下げた結果、基準比率による調整部分が減っている。ピーク時には37%だった基準比率は、2021年2月には11.5%まで引き下げられた。オペの利用残高がさらに増加し、基準比率がゼロになると、日銀が直接マクロ加算残高を調節する手段がなくなる。

そこで3月の決定では、仮にゼロまで基準比率を引き下げてもマクロ加算残高枠の調整ができない場合には、オペ2階部分に「加算比率⁶」と呼ばれる乗数をかけて、マクロ加算残高を圧縮することとした。こうした措置は、コロナオペ等のインセンティブを若干削ぐことになるが、政策金利を動かさずに短期金融市場の金利に影響を与える手段を維持できたといえよう。

見直しの主眼は短期金融市場に対する政策波及手段のメンテナンス

本レポート冒頭で、階層構造には短期金融市場への金融政策効果波及と、市場機能の維持、金融機関収益への影響緩和の三つの役割があると述べた。上述した3点の課題を整理すると、1点目は個別の金融機関収益への悪影響の問題、2点目・3点目は金融政策の波及経路と市場機能の維持に関する問題であるといえる。緩和的な金融環境が続く限り、日銀当預の残高は増加する可能性が高い。また、貸出促進付利制度の導入などを背景に、オペの利用によるマクロ加算残高枠の引き上げも続くだろう。これまでのところ、課題がある状態でも短期金融市場の金利をマイナス圏に誘導することは可能だったが、今後さらに当預残高やマクロ加算残高枠の引き上げが続けば、日銀当預を通じた短期金融市場への影響力が弱まってしまう可能性があった。

裁定取引等が活発化した結果、政策金利残高が圧縮され、金融機関全体の日銀当預への利息のプラス幅が増える可能性はある。ただし、たとえ政策金利残高が5兆円まで圧縮されたとしても、日銀当預全体の平均金利が現在の0.038%から0.043%に上昇する程度で、金融機関にとって金利収入による直接的な収益押し上げ効果は大きくない。従って、今回の見直しは、1点目の課題への対処を除き、金融機関収益への悪影響軽減を主眼に置いたものではない。どちらかといえば、短期金融市場に対して政策効果を波及させる手段をメンテナンスしたと考えた方がよいだろう。

短期金融市場をマイナス金利に誘導する手段が再強化されたことにより、今後仮にマイナス金利を深掘りしたとしても、政策金利残高を圧縮するための素地を整えることができたといえる。利下げがなく、マクロ加算残高が膨らみ続けた場合にも、政策金利残高を一定程度に保つ手段ができたので、これまで通りの政策運営が可能になった。まさに「より効果的で持続的な金融緩和を実施していく」という目的に沿った見直しであったと総括できそうだ。

⁶ 加算比率は0~1の比率。