

量的緩和政策下の金融調節

金融調節から非伝統的金融政策を考える②

金融調査部 研究員 中村文香

「これでなっとく金融調節」第7回は、量的緩和政策下での金融調節と出口について解説します。

2000年末、米国でのITバブルの崩壊を背景に、日本経済は再び減速することとなりました。その対応として、一段の緩和を行うことを求められた日本銀行（日銀）は、2001年3月に、いわゆる「量的緩和政策」を採用し、「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する」という約束をしました。量的緩和政策は、後に米国FRBが導入することになるQE（Quantitative Easing）やECBのAPP（Asset purchase programmes）の原型となりました。

量的緩和政策とは、金融調節の操作目標を日本銀行当座預金（日銀当預）残高として、目標額まで増加させることを意味します。そして当時は、その目標額を徐々に引き上げていくことに特徴がありました。1995年以降、金融調節は、無担保コールレート（オーバーナイト物）をはじめとする短期金融市場の金利を誘導目標にしてきました。目標が「量」に変わったことで、金融調節はどのように変わったのかを見ていきましょう。

試行錯誤の量的緩和下の金融調節

金利のコントロールも、日銀当預の量を調節することを通じて行うので、「量」を目標にしてもオペレーションの大枠はあまり変わりません。ただ、量的緩和政策では、日銀当預の残高を、目標値に合わせて急速に増やしていくことが求められます。導入当初の目標残高は、所要準備を少し上回る水準の5兆円でしたが、2004年1月には30～35兆円にまで引き上げられました。

一般的に金融機関は、金利が付かない日銀当預に預ける額はできるだけ減らしたいと考えています。[本シリーズ第2回](#)で説明したように、日銀当預に預け入れられているお金の総量が、金融機関相互の支払いに利用できるお金の総量だといえます。当預残高を増やしていくと、金融機関同士でお金を融通する短期金融市場にお金がたくさんある状態になるので、「これ以上の当預の確保は不要では」と思う金融機関が増えてきます。すると、資金供給オペを行っても、応じる金融機関が少なくなり、オペのオファー額に対し、応札額が下回ってしまいます。これを「札割れ」といいます。資金供給オペで札割れが起こること自体は、資金需要が満たさ

れていることを示しているのです。悪いことではありません。ですが、札割れが頻発すると、日銀当預を増加させるという目標を達成することができません。量的緩和における金融調節では、どのようにして金融機関のニーズを刺激し、資金供給に応じさせるかが重要なポイントでした。

図表は、日銀当預の目標残高と、資金供給オペの札割れの割合を示しています。札割れの割合は、2002年前半と、2005年前半の二度高まっています。一度目は、日銀当預の目標残高を引き上げたタイミングだったため、積極的なオペに金融機関が対応しきれず、札割れが頻発したと考えられます。2002年時点では、90年代からの金融危機の不安が完全には払拭されておらず、金融機関は万一の事態に備え、余分なお金を手元に持ちたいと考える傾向にありました。ですから、日銀が大量に資金供給をしても、応じる金融機関が多かったのです。こうした資金需要を背景に、札割れは徐々に落ち着いていきました。量的緩和は、景気の下支えを目標とした政策ですが、金融システムの安定にも効果を発揮しました。また、資金供給の手段として、[本シリーズ第6回](#)で紹介したようなオペレーションだけでなく、長期国債の買入れ額が増額されました。従来、中央銀行は長期国債の買入れ増額には非常に慎重だったことを考えると、大きな変更だったといえるでしょう。2004年頃になると、金融危機後の不良債権処理が進展したこともあり、危機への不安が遠のいていました。金融システムの健全化が進み、これ以上余分なお金を持つ必要がない、と考える金融機関が増えました。日銀のオペレーションは札割れが増加し、さらなる資金供給を行う工夫が必要になりました。

お金が余っている中で、金融機関の応札意欲を高めるためにはどうすればいいのでしょうか。様々な手段が考えられますが、そのうちのひとつとして、資金を長めの期間で供給することが挙げられます。一般的に、長い期間お金を借りるとコストが高くなるため、低金利でお金をより長い期間借りられるのは魅力的です。2005年に札割れが頻発した際、日銀は長めの期間の資金供給オペレーションを実施しました。例えば、手形買入オペの期間は、2004年までは最長で約260日でしたが、2005年3月には300日を超えるオペが行われるようになりました。

2005年夏頃から、景気の回復が意識されるようになり、市場では量的緩和政策が解除されるのではないかと考えが始めました。金利が低いうちに資金を確保しようとする思惑から、9月以降のオペレーションでは札割れが減少し、資金供給オペレーションの期間も徐々に短期化していきました。

量的緩和政策の出口

2006年3月の金融政策決定会合で量的緩和政策の解除が決定されました。操作目標が金利に戻され、日銀は3月時点で31兆円あった日銀当預の残高を、所要準備程度になるように減らす作業を始めました。

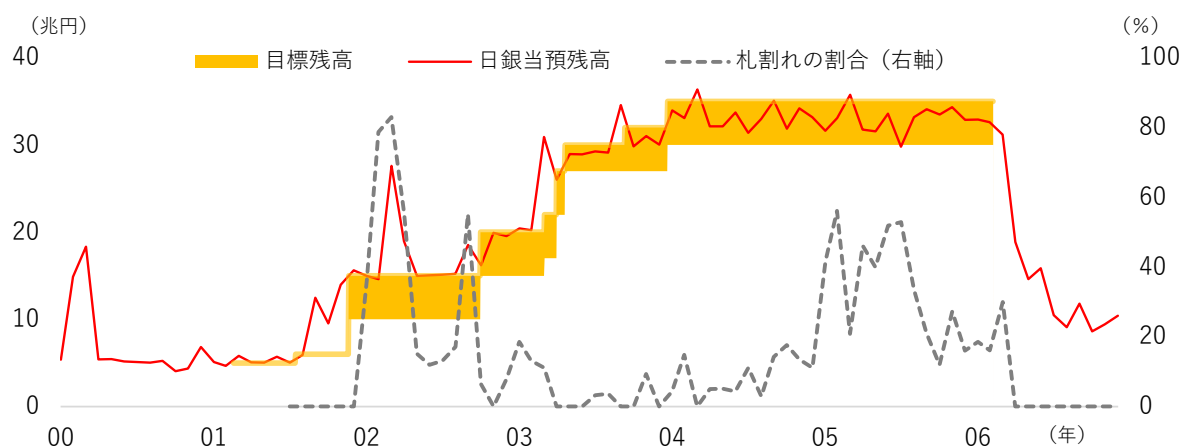
日銀当預の残高を増やす際に使われた主なオペレーションは、手形買入と短期国債買入でした。手形買入はオペの期限が1年以内に設定されており、期限が来れば自然に残高が減ってい

きます。上述の通り、オペの期間は徐々に短期化しており、2006年3月以降は最長でも60日だったため、速やかに残高は減っていきました。短期国債も、償還日が1年以内に来るので、買い増さなければ、残高は減ります。

残高を減らす作業中は、市場金利が大きく動かないよう、オペが終了する期日を分散させるといった工夫が行われました。また、資金需要を見極め、必要であれば資金供給オペを行いました。このようにして日銀当預の残高は2006年末には10兆円に減りました。

今回は、量的緩和政策と並行して行われていた、資産担保証券買入などの非伝統的と呼ばれる政策についてご紹介します。

図表. 日銀当預残高と資金供給オペ札割れの割合



(注1) 札割れの割合は、各月の資金供給オペの札割れ回数を、各月の資金供給オペ実施回数で割った値。資金供給オペは ABCP 買入、CP 買現、国債借入、国債買現先、国債買入、手形買入(全店)、手形買入(本店)、短国買現、短国買入、共通担保(全店)、共通担保(本店)。

(注2) 札割れの割合は、データの制約により2001年7月以降のみ表示。

(出所) 日本銀行、東京短資より大和総研作成

参考 金融調節手段の変更

決定会合	金融調節手段の変更
2001/8/14	長期国債の買入れ増額（月4千億円→月6千億円）
2001/12/19	長期国債の買入れ増額（月6千億円→月8千億円） ABCPをCP買現先オペの対象および適格担保とする 適格担保となるABSの範囲を拡大
2002/2/28	長期国債の買入れ増額（月8千億円→月1兆円） 適格担保拡大の検討
2002/9/18	短期国債の現先オペ、国債借入オペを国債現先オペに一本化
2002/10/30	長期国債の買入れ増額（月1兆円→月1兆2千億円） 手形買入期間の延長（「6か月以内」→「1年以内」）
2002/12/17	証書貸付債権の担保拡大 ABCPの適格基準の緩和
2003/4/8	資産担保証券の買入れの検討
2003/4/30	産業再生機構に対する証書貸付債権を適格担保とする
2003/10/10	国債買現先オペの期間延長(最長期間を6か月→1年)
2004/1/20	資産担保証券の買入基準見直し
2004/4/9	国債の補完供給制度の導入
2006/4/11	共通担保資金供給オペレーション導入

（出所）日本銀行より大和総研作成

以上