

分析レポート

国内経済金融

「札割れ」が頻発する日本銀行の金融調節

南 武志

はじめに

日本銀行は、2010年10月に政策金利を0～0.1%へ誘導、時間軸の再設定、資産買入等基金の創設、から構成される「包括緩和策」を導入したが、その後も強まる円高・デフレ圧力や東日本大震災後の混乱を未然に防ぐために、の資産買入等基金の増額などを通じて金融緩和策を決定してきた（南（2011）などを参照）。さらに12年2月には「中長期的な物価安定の目途」を提示、当面は1%の物価上昇を目指した政策運営を行うことを明示するなど、運営スタンスを漸進的変更しつつある。

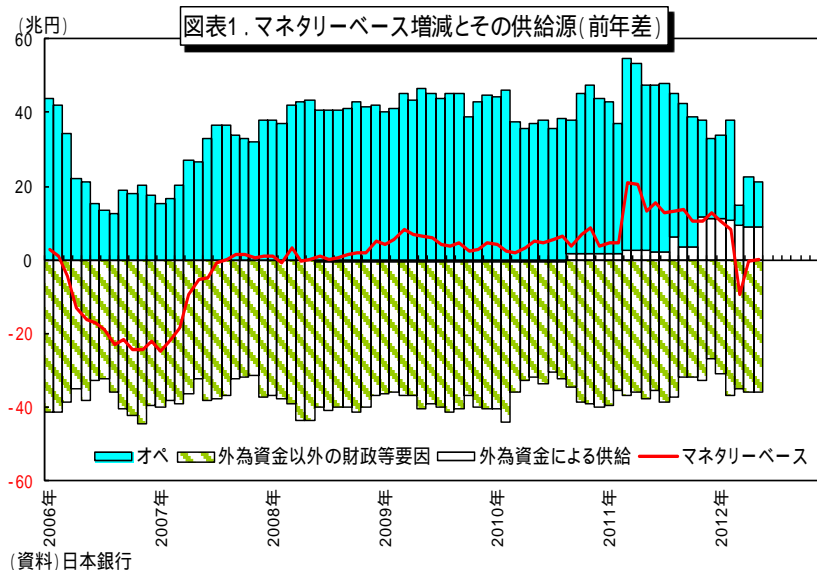
一方、最近ではオペの「札割れ」が頻発するなど、資金供給オペのあり方にも検討を要する事態となっている。

最近の資金供給オペ

以下では、日銀の公表する統計資料を用いて資金供給の現状について確認しよ

う。図表1は、「日銀当座預金残高増減要因と金融調節」という統計資料を、「マネタリーベース増減とその供給源」として組み替えたものであるが、急激な円高進行を受けて大規模な為替介入が行われた11年度下期以降、オペによる資金供給が大きく減額された様子が見て取れる（南（2012）でも指摘）。当時、日銀は介入資金を放置する「非不胎化介入」を匂わせたが、データを確認する限り、介入資金の存在を前提に、オペによる資金供給額を絞ったように見える。

次に、短期資金供給の残高を見てみよう。図表2は、短期の資金供給オペなどの残高について、従来からある短期資金供給オペ、資産買入等基金を通じたオペ（国債を除く）、その他（貸出を含む）に分けたものである。これらの残高の合計は約45兆円（12年5月末）であるが、前述の通り、資金供給オペが絞られているため、残高は徐々に減少する傾向にある。ただし、資産買入等基金を通じた国債買入を含めると、約55兆円（同）となり、全体の資金供給が減少しているわけではない。これは冒頭でも触れたが、包括緩和策導入後の金融緩和策が国債買入を中心とする資産買入等基金の増額・拡充を



柱に実施されてきたからである。

しかし、12年5月には、06年6月から手形買入オペに代わって導入された共通担保資金供給オペの残高がゼロとなった。その結果、従来型のオペ残高もゼロとなり、「資産買入等基金」を通じたオペや「その他」に移行された格好となっている。

日本銀行は、資産買入等基金に関して、あくまで「臨時的措置」として創設することを決定したはずだが、結局のところ、本来のオペが臨時のオペに移し替えられたことになる。

要するに、一見すれば緩和策を強化しているのだが、その裏側では従来のオペによる資金供給を減額・停止するといったことを同時進行させているといえる。

短期資金供給オペは札割れが頻発

冒頭でも触れたように、最近では資産買入等基金を通じた固定金利方式の共通担保資金供給オペ（以下、固定金利オペ）などにおいて、応札額が入札予定額に満たない、いわゆる「札割れ」が頻発している。日銀当座預金残高は6月20日には40兆円を超えるなど、金融機関の資金調達ニーズは乏しい状態となっている。

なお、固定金利オペ6ヶ月物はすでに5月以降、札割れが常態化しており、年越えの資金供給オペでさえも札割れが発生している。また、6月に入って3ヶ月物も札割れが発生している。さらに、資産買入基金を通じての国債買入オペについても残存期間「1～2年」については札割

れ現象が起きている。前述の通り、日銀は4月27日の金融政策決定会合において、国債買入額を10兆円増額し、かつ買入対象とする国債の残存期間も「1～2年」から「1～3年」へ長期化した（さらに、買入期限も13年6月末まで延長）。その結果、1回当たりの国債買入額は5千億円から7千億円へと拡大している。こうした緩和措置によって残存期間3年までの国債利回りは0.1%割れとなるなど、金融機関は深刻な運用難に陥っている。

14年度からの消費税増税が現実味を帯びつつある中、政府は日銀に対してデフレ脱却の達成を強く求めていることから、今後とも日銀は追加緩和の検討を余儀なくされるだろう。その際、資産買入基金での買入対象国債の年限延長も検討される可能性は高く、短～中期ゾーンの利回り低下を通じた長期金利の上昇抑制要因となるだろう。

参考文献

- 南武志（2011）「量的緩和政策解除後の金融政策運営と課題」、農林金融10月号
南武志（2012）「包括緩和政策下でのマネタリーベースの動き」、金融市場2月号

