

## (証券市場)：異次元の金融緩和で出回った資金はどこに行ったのか

日銀の国債保有額が急激に増加してきている。その影響で、国債マーケットでは様々な変化が起きている。金利の低下、流動性の低下などである。一方で、金融緩和の効果として期待される貸出はそれほど大きく伸びていない。

2013年4月4日、日銀は「量的・質的金融緩和の導入」を決めた。いわゆる異次元の金融緩和である。更に、2014年10月31日には、「量的・質的金融緩和の拡大」として、金融緩和が更に強化された。これにより、マーケット全体に占める日銀の国債保有割合は急激に上昇してきている。日銀が言うところの長期国債（2・5・10・20・30・40年債、物価連動債、変動利付債、以下「国債」という）のうち、市中発行分に占める日銀の保有割合は、量的・質的金融緩和前の2013年3月末時点では12%程度であったが、2014年12月末には24%にまで拡大している。追加緩和の影響で、今後このペースは更に拡大する見込みである。当社の試算では、このペースで緩和を続ければ2015年12月末に日銀の国債保有割合は33%になる。

図表1 日銀、預金取扱機関、保険・年金基金の主な資産・負債状況

日銀は更に、デュレーションの長期化を進めている。2013年3月まで国債の買入対象は平均残存期間3年弱にしていた。これを異次元の金融緩和以降、6~8年程度に長期化した。そして2014年11月以降は7~10年程度と更に長期化するとしている（2014年11月に日銀が購入した国債の平均残存期間は6.8年と、目標となる7~10年に届いてなかったが、12月は9.5年と大幅に長期化している）。その結果、日銀が保有する国債の平均デュレーションは、2013年3月末時点で3.6年であったが、2014年12月末には5.6年まで長期化した。

(単位:兆円)

	日銀		預金取扱機関		保険・年金基金	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債
<b>①2013/3末残高</b>						
現金・預金	1	148	205	1,248	13	
日銀預け金		58	55			
貸出/借入	26	15	681	171	55	13
証券	141		638	115	439	19
国債等(注1)		128	366		225	
保険・年金準備金						431
その他	9	14	160	150	47	90
合計	176	176	1,684	1,684	554	554
<b>②2014/9末残高</b>						
現金・預金	1	254	316	1,299	15	
日銀預け金		162	157			
貸出/借入	31	15	698	202	52	14
証券	250		603	121	467	22
国債等(注1)		233	308		232	
保険・年金準備金						444
その他	8	21	165	159	49	102
合計	290	290	1,781	1,781	582	582
<b>③(②-①) 2013/3末~2014/9末の増減額</b>						
現金・預金		106	110	51		
日銀預け金		(注2) 103	102	(注3)		
貸出/借入		5	16	31		
証券		110	-35	6		
国債等(注1)		(注2) 105	(注3) -58	(注3)		28
保険・年金準備金						6 (注4)
						12

(資料) 日銀資金循環統計

(注1) 国債等には、国債、国庫短期証券、財政投融資債を含む

(注2) 日銀の保有国債増加に伴い、日銀預け金が増えている

(注3) 預金取扱機関の国債売却資金は、ほとんど日銀預け金へ回っていると考えられる

(注4) 保険・年金基金は日銀が国債を購入している過程でも、国債残高を増やしている

日銀が国債残高を増やした分、残高を減らしているのは、主に預金取扱機関である。(図表1)。預金取扱機関は国債を売却した資金をどこに振り向けているのか。本来は貸出に振り向け、企業活動を支援してもらうことが日銀の狙いであろう。しかし、貸出はそれほど大きく伸びていない(図表2)。大きく伸びているのは、日銀預け金である。日銀預け金とは、準備預金制度により金融機関が預金の一定割合(準備率)を預けることを義務付けられている日銀の当座預金である。本来は準備率を日銀が操作することにより、金融機関の貸出を増減させることを目的としていた。現在では金融機関が他の金融機関と取引を行う場合の決済口座として利用される役割が大きくなっている。

準備預金制度の対象となる金融機関が、準備率を超えて日銀に預けている金額を、「超過準備」というが、それには現在0.1%付利される。そのため、国債を売却した金融機関は、当面そこに預け入れることができる。現在の国債金利は短中期ゾーン（7年未満）がほとんど全て0.1%以下になっているため、金融機関から見ると0.1%の日銀当座預金の方が魅力的に見えることもあるだろう（国債は担保や貸借としても利用価値があるため、0.1%を下回ってもニーズがある。また、準備預金制度対象外の金融機関は0.1%を下回った国債を購入する）。

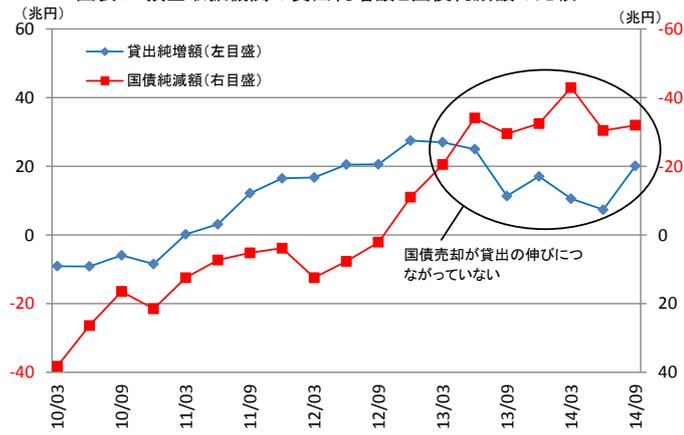
預金取扱機関の中でも対応は分かれている。異次元の金融緩和以降、国債残高を減らし日銀預け金を増やす傾向は、都市銀行に集中している（図表3）。地方銀行等、他の預金取扱機関は国債残高を減らしていない

（図表4）。都市銀行の方が地方銀行より期間の短い国債を多く保有している傾向があるため、国債を売却しやすいという面がある。このように、日銀が国債を購入し、行き先を失った資金の大半は主に都市銀行を仲介して日銀預け金として再び日銀に戻ってきていると考えられる。

一方、国債マーケットには金融緩和が大きく影響している。金利が低下していることはいまでもないが、日銀がマーケット全体の3分の1近くも保有するようになると、流動性低下の影響が更に懸念される。日銀が残高を増やした分、残高を減らしているのは主に都市銀行で、比較的短期間に売買を繰り返していた参加者である。保険・年金基金等、長期保有の投資家は、日銀が残高を増やしてきた過程の中でも、更に残高を増やしている（図表1）。日銀も金融緩和が続く間は国債を持ち続ける長期保有の投資家であると考えられるので、このように長期保有の投資家ばかりが国債マーケットに残る状況になると、売買が成立しにくくなることも考えられる。今後も流動性の低下には注意が必要だろう。

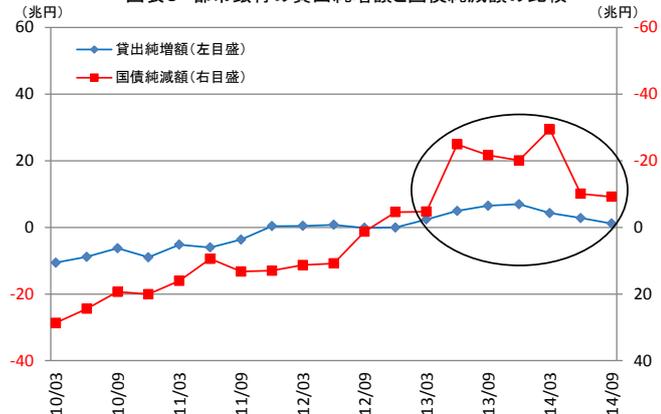
（千田 英明）

図表2 預金取扱機関の貸出純増額と国債純減額の比較



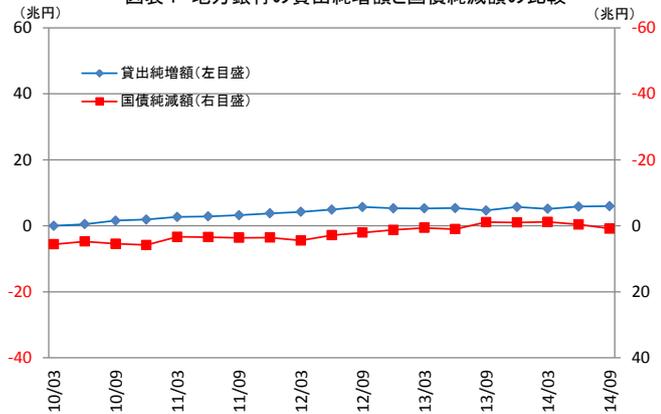
(資料)日銀資金循環統計  
(注)金額は4四半期累計(ex.14/09 は13/10~14/09の純増又は純減額)

図表3 都市銀行の貸出純増額と国債純減額の比較



(資料)日銀資金循環統計  
(注)金額は4四半期累計(ex.14/09 は13/10~14/09の純増又は純減額)

図表4 地方銀行の貸出純増額と国債純減額の比較



(資料)日銀資金循環統計  
(注)金額は4四半期累計(ex.14/09 は13/10~14/09の純増又は純減額)