

# 日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能

伊豆 久

## 1 はじめに

先月（九月）は、主要中央銀行で新たな緩和策の発表が相次いだ。

六日には欧州中央銀行（ECB）政策理事会が、国債買取に関する新たなスキーム（OMTs：Outright Monetary Transactions）を発表した。ユーロ加盟国の国債を金額の制限を設けず買い入れるというもので、財政政策等について条件が付けられたとはいえ、ECBにとって異例の措置であり、市場に驚きを与えた。

一三日には、米国FRBが、いわゆるQE3を発表、政府機関が保証したMBSを月額四〇〇億ドルのペースで期限を定めず買い入れることとなった。

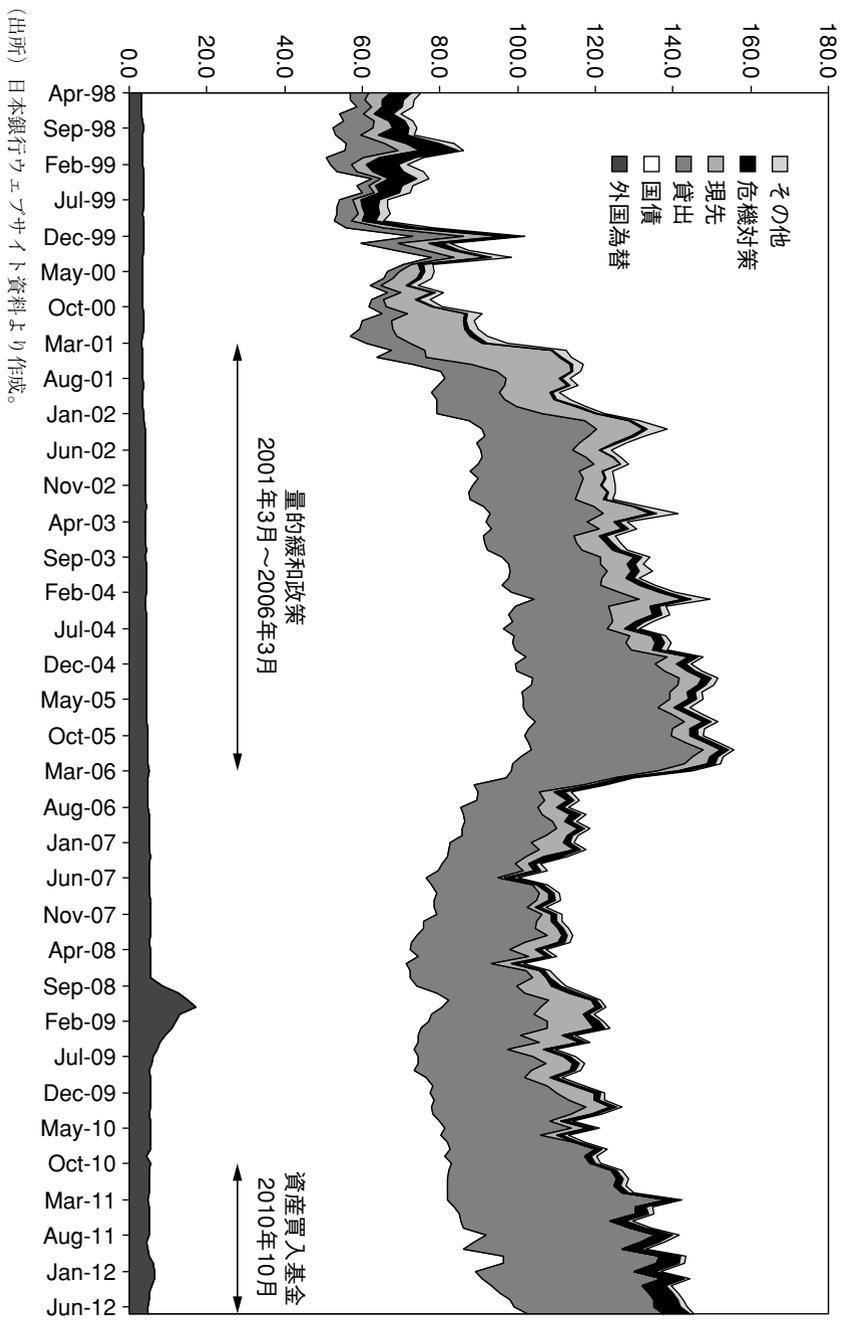
こうした欧米中央銀行の証券買取政策に促されるかのように、日本銀行も一九日、「資産買入等の基金」の規模を従来の七〇兆円から八〇兆円に引き上げると発表した。

リーマンショック以降のFRB、ECBの政策については既に紹介してきた<sup>(1)</sup>。今回は日銀を取り上げ、一九九八年の金融危機以降のバランスシートの変化を概観することとしたい。

## 2 一九九八年以降の日本銀行のバランスシート

図1は、一九九八年四月から今年八月までの日本銀行のバランスシート（資産）の推移を月次ベースで示した

図1 日本銀行のバランスシート（資産、兆円）



(出所) 日本銀行ウェブサイトを資料より作成。

ものである。

まず目につくのが、量的緩和政策（二〇〇一年三月～二〇〇六年三月）によるバランスシートの拡大である。そしてそれが、国債の買いオペと金融機関への貸出の急増によって実現されていたことも明らかである。量的緩和政策の終了によって、一旦資産規模は縮小するが、二〇一〇年の初め頃から再び国債の買いオペと貸出によって——ただし今度は徐々に——拡大して現在に至っている。

量的緩和政策は、（少なくとも公式には）国債価格への関与ではなく、負債側の準備預金の増加が目標とされた点に大きな特徴がある。金融機関に、決済や準備預金制度上必要となる額を超えて中央銀行当座預金をもたせることの効果については、様々な議論があるが、少なくとも、素朴な貨幣数量説のいう「準備預金の増加はその乗数倍のマネーサプライの増加をもたらす」効果はなかった。このことが教訓となったのか、リーマンショック以降、FRBやECBもバランスシートを拡大させはしたが、その目的は長期金利の低下や国債流通市場の機能回復など、あくまで「資産サイド」に置かれている。もちろん金融機関への潤沢な流動性供給がなされているが、日銀のように準備預金の残高に目標値を設定するといった政策はとられていない。そして、日銀自身も、二〇一〇年一〇月に設置した資産買入等基金においては、資産価格への介入が目的とされ、買入資産の額に目標値を設定しており、量的緩和政策とは異なった性格付けがなされている。

いずれにせよ、国債の買いオペや貸出の増加が、近年の日銀のバランスシートの最大の特徴であり、その規模の大きさは、それを「非伝統的」な政策と位置付けるに十分である。しかし、そこで取得された資産の種類（国債、貸出債権）や取得方法（買いオペ、共通担保オペ<sup>(2)</sup>）は、日銀の通常の取得資産であり、通常の通貨供給方法である。ところが、図1で「危機対策」と分類したものは、資産全体に占める比率こそごくわずかであるが、そ

の取得資産や方法は、通常のものとは異なっている。次にそれについて見てみよう。<sup>(3)</sup>

### 3 日本銀行の「危機対策」

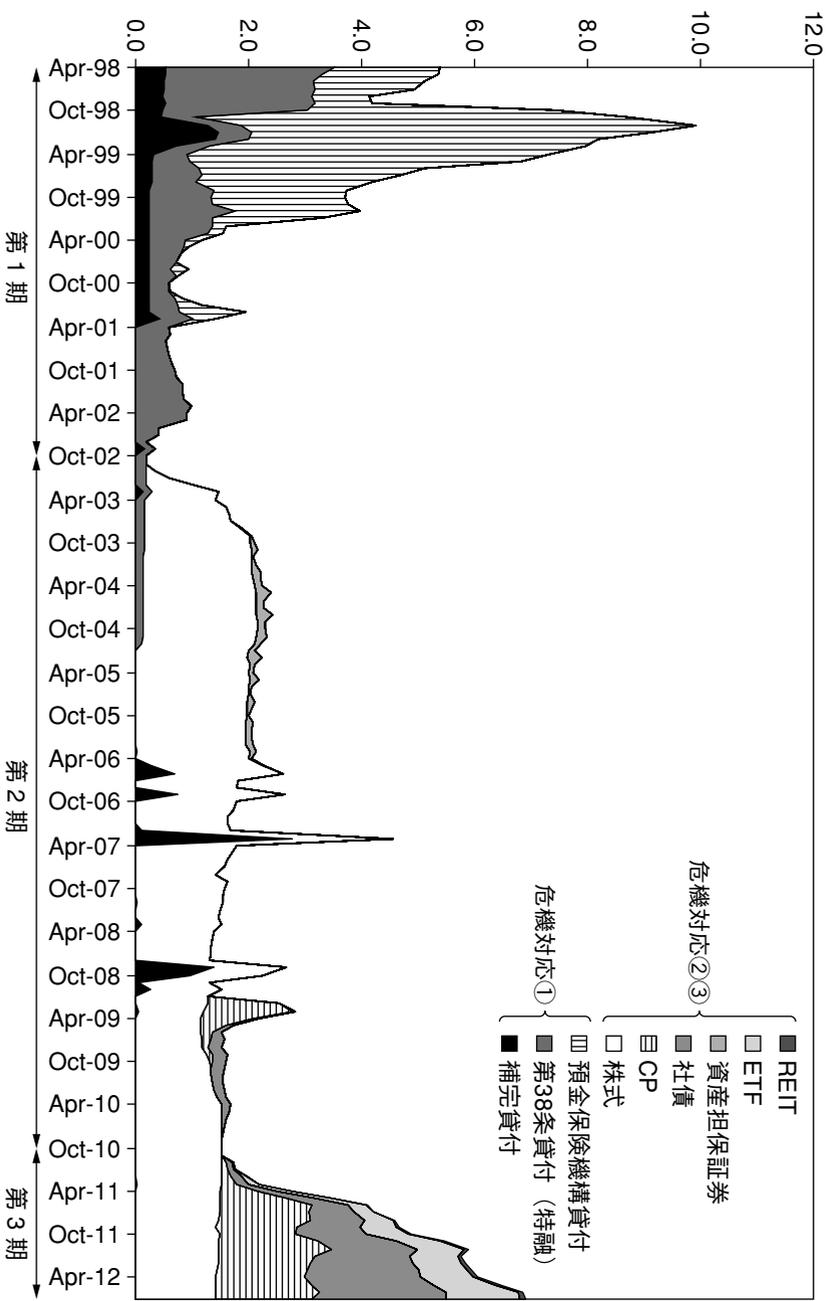
図2は、図1の「危機対策」だけを取り出したものである。これらは、日銀の通常の通貨供給方法である国債の買切オペや共通担保貸出とは異なる方法での通貨供給である。「危機対策」としたのはそのためである。

ところが、図2を見ると、その危機対策にも各種あり、また時期によって明確な違いがあることがわかる。一九九八年からの数年間（図2の第一期）は、「補完貸付」と「第三八条貸付」と「預金保険機構貸付」から成っている。ところが二〇〇三年から二〇一〇年まで（図2の第二期）は、株式がほとんどで、断続的に「補完貸付」が急増している。そして、二〇一〇年一〇月に資産買入等基金が設立されて以降（図2の第三期）には、CP、社債、ETF（株価指数連動型上場投信）などが増えている。

これはもちろん、それぞれの時期の危機のあり方に対応した資金供給、資産の取得がなされているからである。

第一期（一九九〇年代末から二〇〇〇年代初め）は、大手金融機関の破綻が相次いだ時期である。日銀の主な短期資金供給方法であった担保付の金利入札形式のオペでは必要な相手に必要な額を供給することができず、①金融機関との相対取引による担保付貸出である「補完貸付」（二〇〇一年までは公定歩合貸出）<sup>(4)</sup>、②「第三八条貸付（特融）」<sup>(5)</sup>（無担保貸付）、③破綻処理の過程で資金不足に陥った預金保険機構への貸出が、行われたのである。当時は、戦後最大の金融危機が発生しているにもかかわらず、公的資金の注入のあり方、預金保険制度、破綻処理制度などが十分に整っていなかったため、日銀は、財政や預金保険機構の役割を一部、肩代わりせざるをえな

図2 危機対応 (兆円)



(出所) 図1に同じ。

った。しかし、この時期の危機対策は、基本的には金融機関への資金供給である。その後、りそな銀行が国有化された二〇〇三年頃には、ようやく銀行の破綻懸念の高まりという意味での金融危機は収まり、またそれまでには預金保険機構等も整備され破綻金融機関に対する日銀の役割も一時的な流動性供給に限定されるようになる。

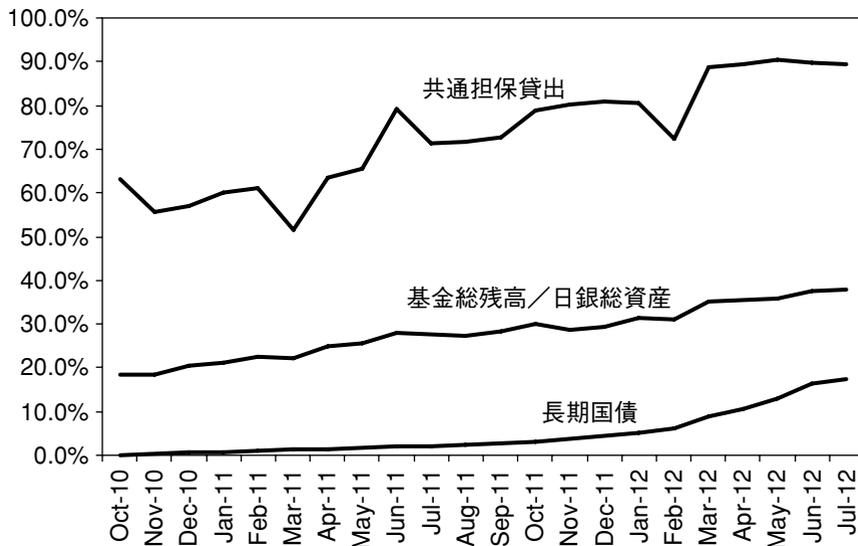
それゆえ、図2の第二期には、第一期のような金融機関への直接的な資金供給は見られなくなる。ところが今度は替わって、金融機関が保有する株式の購入が始まる（二〇〇二年一月～〇四年九月。〇九年二月～一〇年四月に再開）。株価の下落が続くなか、銀行のリスク負担を小さくするための措置であつたが、第一期の金融危機対策としての資金供給とその性格は大きく異なる。

そして第三期は、二〇一〇年一〇月の資産買入等基金の導入によって始まる。固定金利方式の共通担保貸付や国債の買いオペの他、新たにETFやREIT（不動産上場投信）などの買い取りが始まったのである。日銀が資産買入等基金設立の目的としている「長めの市場金利の低下」と「各種リスク・プレミアムの縮小」は、資本市場における価格の誘導そのものである。それが対応しようとしているのが、金融危機でないことは明らかである。

基金の形をとつたのは、「こうした措置は、中央銀行にとって異例の措置であり、特にリスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入は、異例性が強い<sup>6)</sup>」ためであるとされる。しかし、「基金」という言葉から一般にイメージされるバランスシートからの独立や金額の限定は、買入基金には存在しない。基金における資産も、日銀のバランスシートにそのまま計上され、基金以外の資産と何の区別もない（図3）。また基金の金額は設立後二年で七回も引き上げられている（表1、図4）。

にもかかわらず、「基金」と称することが選ばれたのは、日銀の買入国債の残高が日本銀行券の発行残高を超

図3 日銀のバランスシートに占める買収基金残高のシェア



(出所) 図1に同じ。

表1 資産買入等基金の目標残高

(兆円)

決定日	2010年 10月28日	2011年 3月14日	2011年 8月4日	2011年 10月27日	2012年 2月14日	2012年 4月27日	2012年 7月12日	2012年 9月19日
貸付	30.0	30.0	35.0	35.0	35.0	30.0	25.0	25.0
買入	長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0	19.0	29.0	34.0
	国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	4.5	4.5	4.5	14.5
	CP等	0.5	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	社債等	0.5	2.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
	上場投信	0.45	0.90	1.40	1.40	1.40	1.60	1.60
	不動産投信	0.05	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12
	小計	5.0	10.0	15.0	20.0	30.0	40.0	55.0
合計	35.0	40.0	50.0	55.0	65.0	70.0	80.0	
達成目標時期	2011年末	2012年 6月末	2012年末	2012年末	2012年末	2013年 6月末	2013年 6月末	2013年 12月

(出所) 日本銀行発表資料。

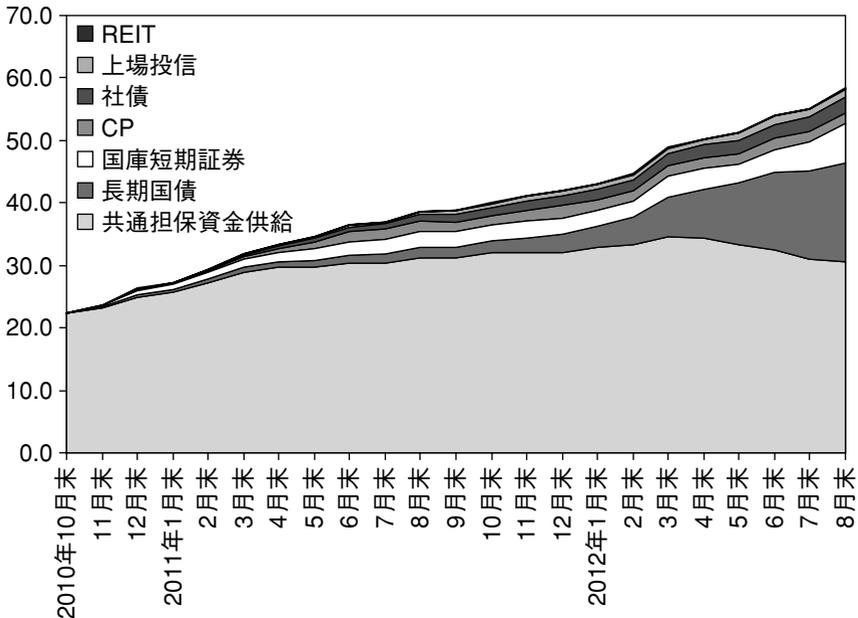
えること（いわゆる「日銀券ルール」の破綻）を含め、取得資産の種類や金額の拡大はあくまで一時的なものであるべきだとの趣旨からであろう。

こうした日銀の「危機対策」の変化は、「危機」が金融危機（金融機関の連鎖的破綻の危機）からマクロ的な危機（金融資産価格の全体的低下）に移行していることの反映である。FRBが、リーマンショック直後のMMFやCP市場への資金供給から、国債やMBSの購入へと政策を転換させているのと同様である。しかし、後者への対応は（金融危機時における流動性の範疇を超えた資本性資金の供給やCP市場等への介入とともに）、中央銀行が行うべき業務、達成可能な目標なのか議論の分かれるところである。

#### 4 「危機対策」と「最後の貸し手」機能

前節で見た日本銀行の「危機対策」を、「最後の貸し手」(Lender of Last Resort 以下、LLRと略)

図4 資産買入等基金の残高（兆円）



(出所) 日本銀行発表資料より作成。

機能との関連で整理するとどうなるであろうか。有名なバジヨットの定義に従えば、それは、①流動性不足には陥っているが、債務超過ではない銀行に対して、②有担保で、③罰則金利を適用して、実行されるものでなければならぬ。

日銀の「危機対策」のうち、この定義に当てはまるのは「補完貸付」のみであろう。それは、適格担保の提供を前提に、しかし政策金利（コールレート誘導目標値）よりも高く設定された「基準貸付金利」で、金融機関の希望する全額を貸し出すものである（注4参照）。

しかし、「補完貸付」に関する日銀の説明は二〇〇六年頃を境に変化している。

二〇〇四年度、〇五年度の金融政策を回顧した文書は、「補完貸付」について「資金調達の安全弁としての役割を期待されている」と述べ、<sup>(7)</sup> LLRの一部に位置付けている。<sup>(8)</sup>

ところがその後「資金調達の安全弁」という言葉は使われなくなり、替わって、「翌日物金利の上限を画する機能を期待されている」との表現が使われるようになる。<sup>(9)</sup> 日銀のウェブサイトを見ても（二〇一二年九月末閲覧）、

「補完貸付」は、オペと並ぶ通常の「金融政策手段」の一つに分類されており、LLRを意味する「信用秩序維持に資するための資金供給」には含まれていない。二〇一一年に刊行された日本銀行金融研究所の解説でも、「補完貸付」はLLRから除かれている。<sup>(10)</sup>

こうした変化は、「補完貸付」が日常的に用いられるようになったことを反映したものではないかと思われる。すなわち、導入当初より、市場金利の高騰（「基準貸付金利」を上回ること）を抑制する機能が期待されていたが、その利用頻度は「安全弁」という言葉がイメージさせる程度に比較的低く見込まれていたのではないだろうか。ところが、導入後まもなく「補完貸付」の利用は例外的なものではなくなる。図2を見ればわかるように、

○六年から○八年にかけて、ごく短期間ながら金融機関はたびたび「補充貸付」を利用し、その金額もかなりの規模に達している。

このことは、米国では同様の制度（窓口貸出）がステイグマの存在によって機能せず、サブプライムローン危機下のFRBにとって課題の一つとなったことと対照的である。<sup>(11)</sup>日本の金融機関には、中央銀行の窓口貸出を受けることに抵抗がない。また、市場金利の高騰が頻繁に生じることは、市場における裁定機能が十分働かないことを意味している。

では、現在の日本銀行がLLRとしているものは何だろうか。

日銀のウェブサイトと日銀金融研究所の前掲書によれば、それは、まず、前述の「三八条貸付」（日銀法第三八条にもとづく無担保貸付）、いわゆる日銀特融である。他に、預金保険機構への貸付、コンピュータのシステム障害などで一時的資金不足に陥った金融機関への無担保貸付（三七条貸付）などが挙げられている。

ところがそれ以外の、この間日銀が行ってきた諸施策、株式の買入れ、劣後貸付、ETF・REITの買入れ等は、LLRに含まれていない。日銀ウェブサイトでも日銀金融研究所前掲書（二四九―一五〇頁）でも、これらは、「信用秩序維持に資するための資金供給」（LLR）に含まれず、「その他の金融システムの安定確保のための施策」に分類されている。そしてこれらは、日銀法上は、第四三条第一項（他業禁止）の但書にもとづいて実施されている。<sup>(12)</sup>他業禁止の例外規定を用いざるをえないのは、それが日銀の本来業務ではないからである。以上から考えると、日本銀行の定義するLLRは以下のように整理することができよう。

日銀のウェブサイト（「教えて！にちぎん」）は、LLRを「資金繰りに問題が生じた金融機関等に対して、資金供給を行う主体がほかにいない場合に、中央銀行が文字どおり最後の貸し手として資金の供給を行うこと」と

定義している。その具体的な内容は、バジヨットの定義と比べると、①「補完貸付」を含んでいない点でより狭く、②しかし、担保の徴求や罰則金利の適用を条件としていない（「特融」を認めている）点では、日銀の定義のほうが広い。しかし両者は、③LLRをあくまで流動性不足に陥った金融機関への資金供給に限定し、④それゆえ、株式等の資産の買入れを含まない点で共通する。そうした資産の買入れは、中央銀行の本業業務の一部であるLLRではなく、日銀法第四三条の禁止する「他業」に当たり、ただ「財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けた」ことによって実施されているのである。国債の買入れや共通担保貸付も、法的には通常業務に他ならないが、それが量的に金融調節のレベルをはるかに上回り、「長めの市場金利の低下」を目的とする以上、経済的には通常業務やLLRの範囲を超えたものと言わざるをえないであろう。

#### 注

(1) FRBについては、「バランスシートから見たFRBの金融危機対策」本誌二〇〇九年六月号、ECBについては「欧州中央銀行における『資金偏在』問題」本誌二〇一一年六月号他。

(2) ただし、共通担保オペは、従来、金利入札方式によって行われる貸出であったが、二〇〇九年二月に別に固定金利方式が開始された。現在では後者が共通担保資金供給の九〇%以上を占めているため、その通貨供給方法は大きく変化したことになる。なお、日銀は、（現先のように売買形式をとらない）「貸出」であっても入札が行われれば「オペ」とするのが適当であるとしてきたが（日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」二〇〇八年六月、二六頁）、それに従うと、固定金利方式は補完貸付同様、「オペ」ではないことになる。

(3) なお、図1において、「外国為替」が二〇〇八年末に増加しているのは、リーマンショック直後、日銀がFRBとの為

替スワップ協定に参加し、FRBから調達したドルを金融機関に供給した際のものである。

- (4) 従来の公定歩合貸出の制度は二〇〇一年に廃止され、補完貸付制度が導入された。両者は、事前に日銀が定めた固定金利での担保付貸出である点で共通するが、前者では貸出において日銀の裁量が働くのに対して、後者では貸出の申し込みがあれば日銀は全く受動的に希望額を全額供給する点で異なる。図1、2では二〇〇一年以前の公定歩合貸出も「補完貸付」としている。

- (5) 日銀法第三八条第二項は、「日本銀行は、前項の規定による内閣総理大臣及び財務大臣の要請があったときは、第三三条第一項に規定する業務（通常業務）のほか、当該要請に応じて特別の条件による資金の貸付けその他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うことができる」としている（括弧内と傍線は引用者）。傍線の「特別の条件による貸付け」が実際には無担保融資を意味している。日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣、二〇一一年、一四七頁。

- (6) 日本銀行「『包括的な金融緩和政策』の実施について」二〇一〇年一〇月五日、二頁。

- (7) 日本銀行金融市場局「二〇〇四年度の金融調節」一八頁、「二〇〇五年度の金融市場調節」二二頁。

- (8) 同時期に発表された、日本銀行「ペイオフ全面解禁後の金融システム面への対応について」二〇〇五年三月一八日でも、「補完貸付」は「(1)最後の貸し手機能の發揮」の項目のなかで説明されている（二二頁）。

- (9) 「二〇〇六年度の金融市場調節」一八頁。「〇七年度」「〇八年度」「〇九年度」版でも全く同じ表現が使われている。

- (10) 日本銀行金融研究所『日本銀行の機能と業務』有斐閣、一四七頁。

- (11) 日本銀行金融市場局「二〇〇七年度の金融市場調節」が、わざわざ「補完貸付の利用を忌避するような動きは特にみられないと考えられる」と述べているのは（一八頁）、米国のステイグマを意識したものであろう。ステイグマについ

ては、拙稿「リーマン・ショックとFRB―金融危機と短期金融市場―」『証券経済研究』第七三号、二〇一一年三月、一〇三頁参照。

(12) 第四三条第一項「日本銀行は、この法律の規定により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。

ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りでない。」

(い) ず ひさし・客員研究員)