

国債オペに関する日本とイギリスの比較

代 田 純
勝 田 佳 裕

要 旨

日本では、日本銀行による資金供給オペとしては、長期国債買入オペ、短期国債買入オペ、手形買入オペが中心である。また日本の準備預金制度は「後積み方式」と呼ばれ、ある月の預金平均残高に準備率を乗じた所要準備額を、その月の16日から翌月の15日までの期間に日銀の準備預金に積み増すことが義務づけられている。

日本の国債保有構造は、公的部門の保有比率が極めて高い、銀行（商業銀行）の保有比率も高い、という特徴を持つ。公的部門の引き受けには、郵貯、日銀、財政融資資金等が寄与している。オペとの関連で、長期国債における日銀保有比率を銘柄別に見ると（日銀ホームページに公表）、満期償還が近い銘柄（期近債）で日銀の保有比率が高くなっている。これは、日銀がオペの対象として期近債を選好しているほか、「日銀乗換」により借換え発行が日銀引受で可能になっていること、等々が影響している。また日銀保有国債の平均残存期間も短期化している。

イギリスでは、イングランド銀行による資金供給オペとしては、2週間満期のレポオペ（反対売買を伴う現先取引オペ）が中心である。イギリスの準備預金制度は、日々ベースの最終決済時点で残高がゼロであればよい、という制度である。

イギリスの国債保有構造は、保険・年金といった機関投資家のシェアが高い。逆に公的部門や商業銀行のシェアはほとんどない。国債保有構造におけるイングランド銀行のシェアも小さく、イングランド銀行の資産に占める国債の比率も30%程度（日本は70%程度）である。

イギリスと比較すると、国債オペを介して、日本で中央銀行が国債の受け皿となっていることが浮き彫りとなる。

目 次

- I. はじめに
- II. 日本における金融調節とオペレーション
 - 1. 長期国債買入オペ
 - 2. 短期国債買入オペ
 - 3. 手形買入(全店買入・本店買入)オペ
 - 4. 準備預金制度とオペレーション
- III. 日本の国債保有構造とデフレーション
 - 1. 公的部門の国債引き受け
 - 2. 日銀保有国債の平均残存期間
- IV. イギリスにおけるオペの概要と決済
- V. イギリスにおける国債保有と中央銀行
- VI. まとめに代えて

I. はじめに

歴史的に見ると、イギリスは第一次大戦において戦費調達のために莫大な国債を発行した。戦後、ドイツではインフレにより戦時国債の償却がはかられたが、イギリスでは国債保有者(レントナー層)の抵抗もあり、インフレ政策はとられず、国債は市中累積することとなった。さらに第二次大戦による国債も加わり、第二次大戦後のイギリスは大量の国債累積に直面してきた¹⁾。

イギリスが第一次大戦以降、長きにわたり経済的に衰退してきた背景のひとつに、大量の国債累積と、それに伴う高金利があると指摘されてきた²⁾。また1970年代後半から1980年代にかけ、イギリスは深刻なインフレに悩まされた。当時のインフレは現在でも年金基金などの資金運用に強い影響を与えている。

インフレによる苦い教訓から学び、今日ではイギリスの金融政策は、国債や国庫の資金繰りから独自性を勝ち取っていると評価できよう。これはイギリスに限らず、EU諸国に共通しているよう。

他方、日本では国債発行に根本的な歯止めがかからず、日銀のオペも国家財政に組み込まれている。日本がEUに学ぶべきは、この問題であろう。

II. 日本における金融調節とオペレーション

日銀は、わが国の中央銀行として金融政策の運営を図っている。金融政策とは、日銀が公開市場操作(以下、オペ)、公定歩合操作、預金準備率操作などの政策手段を用い、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」³⁾を目的として行われる政策のことであり、日銀法の条文では「通貨および金融の調節」⁴⁾という表現で規定されている。かつては公定歩合操作が金融政策の中核的な手段であったが、2003年度末現在ではオペが金融政策の中核的な手段となっている。金融政策の基本的な方針は、定期的に開催される政策委員会の金融政策決定会合⁵⁾で決定される。

日銀法では、金融政策の目的が「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定められているが、日銀が金融政策によってその目的を達成するために直接コントロールする対象は、従来は無担保コールレート(オーバーナイト物)であった。しかし、物価の継続的下落に対して、それを防止し、持続的経済成長のための基盤を整備する観点から、日銀は2001年3月19日に金融政策の主たる操作目標を従来の無担保コールレート(オーバーナイト物)から日銀当座預金残高に変更した。い

わゆる量的緩和政策の採用である。また、同時に、操作目標の変更を「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上年率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること」⁶⁾も決定した。

金融政策決定会合では、金融経済情勢の分析が行われた後、その情勢に対する適切な金融市場調節方針（以下、ディレクティブ）⁷⁾が決定される。日銀は、金融政策決定会合で決定されたディレクティブを実現するために、銀行券や国庫金の受け払いによって生じた日銀当座預金の変動に対応する形で、オペや貸出を行うことを通じて日銀当座預金の増減の調節を図っている。このような操作は、金融調節と呼ばれる。金融調節の実務は、日銀金融市場局が担当している。2003年度末現在では、原則として貸出に依存せず、オペ中心の金融調節が行われている⁸⁾。

オペには、資金供給オペと資金吸収オペの2種類がある。前者は、日銀が国債や手形を買い入れることもしくは国債を借り入れる際に担保金を差し入れることによって、日銀当座預金残高を増加させることを意図するものである⁹⁾。后者は、日銀が国債や手形を売却することによって、日銀当座預金残高を減少させることを意図するものである¹⁰⁾。

日銀は、2004年5月14日現在、次のようなオペ手段を有している¹¹⁾。資金供給手段として、手形買入（全店買入・本店買入）オペ¹²⁾、CP等買現先¹³⁾オペ、国債買現先オペ、短国買入オペ、国債買入オペ、ABCP等買入オペ、ABS等買入オペがある。資金吸収手段として、手形売出オペ、国債売現先オペ、短国売却オペがある。その他として、国債補完供給オペがある。

1999年以前は、手形買入オペが金融調節の中

核的な手段であった。しかし、同年4月からの政府短期証券公募発行開始¹⁴⁾に伴う短期国債市場の急速な拡大を背景に、短期国債の買現先オペが金融調節の中核的な手段となった。量的緩和政策が採用された2001年3月以降は、長期国債買入オペが金融調節の中核的な手段となっている。

図表1は、2001年1月から2004年3月までの各月末におけるオペ残高の推移（ストック）を示したものである。2004年3月末時点でのオペ手段ごとの残高をみると、長期国債買入オペが65.2兆円、短期国債買入オペが19.3兆円、国債買現先オペが2.3兆円、CP買現先オペが2.7兆円、手形買入（本店買入）オペが9.8兆円、手形買入（全店買入）オペが17.4兆円、資産担保証券買入オペが0.1兆円となっている。以下では、2004年3月末時点で残高の多い長期国債買入オペ、短期国債買入オペ、手形買入オペの概要を説明する。

1. 長期国債買入オペ

長期国債買入オペは、日銀が、入札によってオペ対象先から長期国債（中期国債を含む）を買い入れるオペである。同オペの買入方式は、オペ対象先が希望する売却利回りと日銀が定める基準利回りとの利回り較差による入札方式である¹⁵⁾。同オペが実施されると、日銀のバランスシート上において次の変化が同時に生じる。すなわち、資産サイドにおける「国債」の中の「長期国債」という勘定科目の増加と負債サイドにおける「当座預金」という勘定科目の増加である。後者が生じる理由は、日銀が、長期国債の買入代金をオペ対象先の日銀当座預金に入金するためである。

図表1 オペ残高の推移 (兆円)

	資金供給										資金吸収				
	長期国債 買入 オパ	短期国債 買入 オパ	国債買 入 オパ	CP買 入 オパ	国債借 入 オパ	手形買入 (本店)	手形買入 (全店)	補完 貸付	資産担保 証券買入	短期国債 売先 オパ	短期国債 売却 オパ	短期国債 売却 オパ	国債売 先 オパ	手形売 出 オパ	
2001年1月末	45.7	0.0	25.7	2.8	18.4	5.6	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	3.4	
2月末	46.2	0.3	24.6	2.0	18.6	10.1	-	-	-	1.1	0.0	0.0	0.0	3.8	
3月末	46.2	0.9	26.9	1.6	18.5	9.8	-	0.2	-	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	
4月末	46.6	1.5	24.7	1.6	18.3	8.7	-	-	-	0.7	0.0	0.0	0.0	3.7	
5月末	47.0	7.1	15.1	2.3	18.1	12.9	-	-	-	0.9	0.0	0.0	0.0	3.9	
6月末	46.1	18.8	7.0	2.2	16.3	14.9	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	6.5	
7月末	46.5	25.3	1.5	2.4	15.2	13.5	0.8	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	4.8	
8月末	47.2	25.7	1.0	2.4	10.3	12.4	3.2	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	5.7	
9月末	47.2	23.1	1.5	2.0	12.4	11.7	5.6	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	
10月末	48.1	21.5	0.0	1.6	11.3	10.2	7.2	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	
11月末	48.7	22.4	0.0	2.0	10.5	8.7	8.8	-	-	2.0	0.0	0.0	0.0	1.9	
12月末	48.5	21.4	0.5	3.6	11.0	11.1	9.6	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	
2002年1月末	49.2	22.8	0.0	3.9	9.7	15.9	11.2	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6	
2月末	50.0	29.8	0.0	3.0	8.4	15.2	14.6	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	
3月末	49.0	31.2	0.0	3.5	8.5	14.4	15.1	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
4月末	50.0	30.7	0.0	2.8	8.1	10.5	16.5	-	-	0.5	0.0	0.0	0.0	6.4	
5月末	51.1	27.7	0.0	3.2	5.7	7.7	18.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	
6月末	51.9	28.1	0.0	3.3	3.7	5.8	18.0	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	
7月末	52.8	28.2	0.0	2.3	4.4	8.9	18.0	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	
8月末	53.7	28.4	0.0	2.1	4.7	9.8	19.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	
9月末	52.8	27.4	0.0	2.6	3.5	8.0	20.0	-	-	0.2	0.0	0.0	0.0	4.6	
10月末	54.0	24.8	0.0	1.9	3.6	9.2	17.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	
11月末	55.3	23.1	-	2.2	2.7	5.5	19.7	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9	
12月末	55.6	22.8	-	3.7	3.8	8.1	19.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	
2003年1月末	56.8	21.6	-	4.5	2.7	8.0	18.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	
2月末	58.0	22.3	-	6.5	3.1	9.8	18.9	-	-	0.0	0.0	0.0	1.4	4.4	
3月末	58.0	24.7	-	8.3	3.9	9.8	19.3	-	-	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
4月末	59.1	23.1	-	4.1	2.7	7.1	19.0	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	6.3	
5月末	60.2	20.5	-	3.2	2.8	8.5	19.3	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	
6月末	59.9	17.7	-	3.6	2.8	6.9	16.6	-	-	0.0	0.0	0.0	0.8	0.6	
7月末	61.1	18.6	-	4.9	2.7	5.1	18.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.8	
8月末	62.0	18.0	-	5.3	2.6	7.5	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	
9月末	61.9	19.1	-	5.7	2.8	9.8	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	
10月末	63.8	18.2	-	4.0	2.8	8.2	15.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	4.1	
11月末	64.9	18.1	-	3.4	2.8	9.6	15.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	
12月末	64.0	18.0	-	3.3	2.8	7.4	16.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
2004年1月末	65.2	17.9	-	2.5	2.7	8.8	16.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	
2月末	66.2	17.9	-	1.6	2.6	10.4	17.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.8	
3月末	65.2	19.3	-	2.3	2.7	9.8	17.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	

(出所) 日本銀行 日銀当座預金増減要因と金融調節 (ストック)

国債買入オペ

長期国債 + 当座預金 +

前述したように、日銀は、2001年3月19日に開催された政策委員会の金融政策決定会合において、金融市場調節の主たる操作目標をそれまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から日銀当座預金残高に変更することを決定した。その際、日銀当座預金残高を円滑に供給する上で必要と判断される場合には、長期国債の買入額を増額することも決定した¹⁶⁾。2005年1月1日現在、同オペは日銀当座預金残高目標を達成するための主な手段である。

2001年3月19日の会合では、日銀当座預金残高目標を5兆円程度とし、国債の買入額をそれまでの月額4,000億円から増額させることが決定された。同年8月14日の会合では、それまで5兆円程度とされていた当座預金残高目標を6兆円程度に引き上げ、それに伴って、長期国債買入額を月額6,000億円に引き上げることが決定された。同年9月18日の会合では、それまで6兆円程度とされていた当座預金残高目標を、6兆円を上回るよう推移させることが決定された。同年12月19日の会合では、それまで6兆円を上回ることとされていた当座預金残高目標を10～15兆円程度に引き上げ、それに伴って、長期国債買入額を月額8,000億円に引き上げることが決定された。

2002年2月28日の会合では、年度末に向けいっそう潤沢な資金供給を行うこととし、それに伴って、長期国債買入額を月額1兆円に引き上げることが決定された。同年10月30日の会合では、当座預金残高目標を15～20兆円程度に引き上げ、それに伴って、長期国債買入額を月額1兆2,000億円に引き上げることが決定された。

2003年4月1日、4月30日、5月20日、2004

年1月20日の会合では、当座預金残高目標をそれぞれ17～22兆円程度¹⁷⁾、22～27兆円程度、27～32兆円程度、30～35兆円程度に引き上げることが決定された。

2005年1月1日現在、当座預金残高目標は30～35兆円程度、長期国債買入額は月額1兆2,000億円である¹⁸⁾。ただし、日銀は、同行が保有する長期国債の残高の上限を日銀券発行残高としている。この制約は、「日本銀行が保有する資産の固定化を回避し、金融調節の機動性を確保するとともに、日本銀行による長期国債買入額を増額が、国債価格の買い支えや財政ファイナンスを目的とするものではないという趣旨を明確にするためのものである」¹⁹⁾。2003年度末でみると、長期国債の保有残高は65.2兆円となっており、銀行券発行残高の71.4兆円を6兆円程度下回る結果となっている。

2. 短期国債買入オペ

短期買入オペは、日銀が、入札によってオペ対象先から短期国債（割引短期国債、政府短期証券）を買い入れるオペである。同オペは、残存期間が2ヵ月～1年程度の短期国債を買い入れるため、短期のなかでは比較的長い期間の資金供給手段としての性格をもつ。これまでに実施されてきた同オペの経験から比較的札割れしにくいと認識されており、高水準の当座預金残高目標を達成する上で重要な役割を担っている。

短期買入オペは、日銀当座預金増減要因の短期的な振れをならずというよりは、同要因の中期的な振れを意識しながら必要かつ安定的な資金を供給する目的で活用されている。このような目的や短期市場の需給に影響を及ぼしやすいといった性格を踏まえながら、同オペでは基本

的に一定額のおfferを定期的に行うという運営がなされている。同オペの残高は、2003年度中は短期資金供給オペ全体の残高が減少する中減少傾向を示しているが、手形買入オペと同様、引き続き短期資金供給オペ残高の主要な部分を占めている（図表1参照）。

3. 手形買入(全店買入・本店買入)オペ

手形買入オペは、まずオペ対象先が日銀に差し入れている共通担保を担保として手形を振り出し、次に日銀がこれを手形金額から入札によって決定された割引率で割引かれた金額を差し引いた金額でオペ対象先から買入れるオペである。同オペの買入対象となる手形は、日銀が適格と認めた債券や手形等を担保としてオペ対象先が振り出した手形である。オペ対象先が日銀に差し入れている共通担保には、国債等の公的部門の債務や、社債やCP等の民間部門の債務が含まれる。手形の満期日には、日銀はオペ対象先から手形金額を受け取る。手形買入オペは、機能的には、入札によってレートや金額が決定される担保付資金取引としての性格もっている。

手形買入オペは、短国買入オペ等と比較して、特定市場との結び付きが強いこと及び期間を自由に設定できることから、offerに定期性をもたせることなく日銀当座預金増減要因の短期的な振れに対応させることを意識しながら実施できるという利点がある²⁰⁾。オペ対象先にとって手形買入オペは、多様な資産を担保として活用できることなどから利便性が高いと認識されている。このような特性から、手形買入オペは短国買入オペと同様、短期資金供給オペの主要な手段として活用されている。

手形買入オペのうち、全店買入オペ（日銀本

店・支店管下の金融機関等を広くオペ対象先とする手形買入）は、幅広い金融機関等に比較的長い期間の資金を安定的に供給することを目的とするオペである。一方、本店買入オペ（日銀本店管下の金融機関等のみをオペ対象先とする手形買入）は、比較的短い期間の資金を供給することを目的とするオペである。

4. 準備預金制度とオペレーション

日本の準備預金制度は、準備預金適用先金融機関が保有する各月の預金量の平均残高に準備率を乗じて算出される準備預金を、その月の16日から翌月の15日までの1ヵ月間（積み立て期間）に平均残高で維持することを義務づけるものである²¹⁾。これは、後積み方式と呼ばれる。この方式の下では各月の預金量の平均残高が問題となるから、所要準備額は月末時点で確定する。例えば、月初に日銀が準備供給を増加させ、そのことによって短期金融市場金利が低下し、これを受けて準備預金適用先金融機関が貸出を増加させ、その貸出の結果預金も増加したとしよう。しかしこの場合でも、後積み方式の下では前月の預金量に対応する準備需要は全く増加しない。所要準備比多めの準備供給が維持されたまま積み期間の末期に近づき各準備預金適用先金融機関の所要準備の達成が確実にになると、各準備預金適用先金融機関は所要準備を超える部分である超過準備を無担保コール（オーバーナイト物）市場で運用しようとする。しかし、マクロ的な超過準備を吸収できるのは中央銀行である日銀だけであり、日銀が超過準備を吸収しない限り、無担保コール（オーバーナイト物）金利は確実にゼロないしはその近傍まで低下する。

この主張の正しさは、2001年3月の量的緩和

政策採用以降、証明されているとあってよいであろう。なぜなら、超過準備がある状況下で、無担保コール（オーバーナイト物）金利がほぼゼロとなっているからである。むしろ、超過準備を供給することにより、日銀は無担保コール（オーバーナイト物）金利をほぼゼロに誘導できているというべきである。

日銀は、積み期間中の準備供給のペース（積みの進捗率）を用いて無担保コール（オーバーナイト物）金利を誘導している。すなわち、通常の場合、積みの最終日においては100%の準備が供給されるのであるが、日銀が早く積ませる場合は金利上昇傾向、遅く積ませる場合は金利低下傾向というシグナルを準備預金適用先金融機関は受け取り、実際無担保コール（オーバーナイト物）金利はそのように誘導される。準備需要の金利弾力性は、準備預金制度や決済システムのあり方及び期間のとり方（各営業日、積み期間全体等）に依存して全く異なる。

日本の準備預金制度では、準備預金適用先金融機関は、所要準備額を日銀に対する預け金の1ヵ月の平残として保有しなければならない²²⁾。その際、ある月の対象債務にかかる所要準備額は、その月の16日から翌月の15日までの1ヵ月間の日銀預け金で積むことになっており、準備預金の方がタイムラグをもっているという意味で後積み方式といえる。従って、積み期間全体をとってみれば、準備需要は前月の預金量に規定され、ほぼ金利非弾力的となる。

日銀は、1999年2月のゼロ金利政策採用以降、準備預金制度が要求する準備額以上の準備、すなわち超過準備を供給している。現実のマーケットで生じていることは、超過準備が存在しているといっても、準備預金制度が適用される銀行は超過準備を保有せず、実際には銀行

が不要とする資金がディーラーである短資会社の口座に積み上がってしまうという現象である。²³⁾

Ⅲ. 日本の国債保有構造と デュレーション

国債の発行方式には、大別して2つある。市中発行と公的部門発行である。平成16年度の国債発行予定額²⁴⁾は、162兆3,000億円となっている²⁵⁾。平成16年度の予算ベースでの市中発行予定額は、114兆6,000億円となっている。平成16年度の公的部門による国債の引き受け予定額は、46兆1,000億円となっている。平成15年度（当初）の公的部門による国債の引き受け予定額は、27兆5,000億円となっていた。

日本の国債保有構造については、公的部門による保有が多く、また、民間部門でも預金金融機関による保有割合が高いと指摘されている。図表2は、2003年度末の日本の国債保有者別内訳を示したものである。保有割合の大きさを目立つのは、政府等の41.4%、中央銀行の15.0%、預金金融機関の21.2%であり、この3部門だけで所有総額の77.6%を占めている。従って、公的部門及び預金金融機関による保有割合が高いという指摘は正しいといえる。また、大量の国債の発行は、公的部門の資金運用を助ける役割を果たしているともいえる。同時に、預金金融機関も資産における国債保有を増加させてきた。不況において、銀行の中小企業向け貸し出し増加が求められたが、実際には企業向け貸出が増加するのではなく、銀行の国債保有が増加してきた。

図表2 国債の保有者別内訳

所有者	【日本 (16年3月末 (速報))】		【米国】	【英国】	【ドイツ】
	所有額 (億円)	割合	(16年3月末)	(14年3月末)	(15年9月末)
政府等	2,357,919	41.4%	14.5%	4.0%	0.0%
うち財政融資資金	535,046	9.4%			
郵便貯金	874,603	15.3%			
簡易生命保険	527,402	9.3%			
公的年金	406,906	7.1%			
中央銀行	852,303	15.0%	16.3%	5.5%	0.3%
銀行, 民間保険会社, 企業年金等	1,920,819	33.7%	9.0%	68.6%	40.1%
うち預金金融機関	1,206,522	21.2%	4.0%		
証券投資信託	86,355	1.5%	7.1%		
証券会社	49,718	0.9%	0.5%		
海外	213,569	3.7%	39.9%	12.2%	40.2%
家計	145,368	2.6%	11.9%	9.6%	19.3%
対家計民間非営利団体	62,661	1.1%			
非金融法人企業	10,544	0.2%	0.1%	0.1%	
合計	5,699,256	100.0%	(\$ 41,438億)	(£ 2,788億)	(13,459億ユーロ)

(注) 1) 計数ごとに四捨五入したため、計において一致しない場合がある。

2) 米国については、連邦政府が社会保障信託基金その他の政府勘定向けに発行した非市場性国債を含まない。なお、こうした政府勘定向けの非市場性国債の残高は、平成16年3月末現在、30,086億ドル(出典: Treasury Bulletin)。

3) 各国間で部門や取引項目の分類方法等が若干異なっている。

4) ドイツのデータは公共債。

5) 日本について、合計額(569.9兆円)が「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」における国債現在高(556.4兆円)と一致しないが、これは、資金循環統計上、国債が時価評価されていること等によるものである。

(出典) 日本: 資金循環統計(日本銀行), 米国: Flow of Funds Accounts of the United States (FRB), 英国: Bank of England Quarterly Bulletin Bank Return (BOE), ドイツ: Deutsche Bundesbank Monthly Report (2004年4月号)

(出所) 『債務管理レポート2004-国の債務管理と公的債務の現状』財務省理財局, 2004年, 48頁

1. 公的部門の国債引き受け

公的部門による国債の引き受けの概要は次の通りである。

(1) 郵貯窓販(郵便局における国債の募集の取り扱い等)

郵便局の窓口での国債の募集の取り扱いは、昭和63年度以降、広く国債を販売する目的で実施されている。これは、郵貯窓販と呼ばれる。郵貯窓販は、2年・5年・10年固定利付国債の

ほか、平成14年度からは個人向け国債についても実施されている²⁶⁾。郵貯窓販に当たっては、その国債の条件が恣意的なものとならないよう、市場で決定された客観的な条件がそのまま適用されることになっている。平成16年度の郵貯窓販は、これまでの販売状況等から、平成15年度(当初)の予定額の2兆1,000億円から若干増額の2兆3,000億円となることが見込まれている。2年・5年・10年固定利付国債については、郵貯窓販の結果応募額が募集(発行)予定額に達せず募集残額が発生した場合、法律に

より、その残額分の国債は日本郵政公社が残額を取得することになっている。したがって郵貯による保有シェアが高まりやすくなっている。

(2) 日銀乗換（日銀による借換債の引き受け）

日銀乗換とは、日銀の保有する国債が満期を迎えた場合、その借り換えのために必要な金額（満期到来額）の範囲内で同行が国債を引き受けることであり、乗換引受とも呼ばれる。日銀による国債の直接引き受けは、財政規律の弛緩や通貨の膨張をもたらしかねないとして、財政法第5条で原則禁止されている。しかし、国債発行当局は、日銀乗換は日銀が保有する国債の借り換えであり、財政規律の弛緩や通貨の膨張という事態を惹起するものではないという認識から、日銀乗換が財政法第5条に反していないことを正当化している。また、日銀が保有する国債を現金償還する際の民間資金需給への影響等²⁷⁾を考慮した場合、日銀乗換は財政法第5条のいう「特別の事由がある場合」に該当するものであり、国会の議決を経た金額の範囲内において例外的に認められているという認識からも、日銀乗換が財政法第5条に反していないことを正当化している。

2004年度においては、13兆2,000億円の日銀乗換が予定されていた。このうち4,000億円は、国債発行当局が日銀との間で行う買入消却に必要な資金調達のための借換債を日銀が引き受けるものである²⁸⁾。

日銀がオペで取得した長期国債の償還期限到来分については、1998年度までは再度長期国債で日銀乗換が行われていた²⁹⁾。しかし、1999年度以降は割引短期国債（1年）で日銀乗換が行

われている。2004年度において、日銀乗換は全て割引短期国債（1年）で行われる予定となっている。日銀乗換された割引短期国債（1年）の償還期限が到来した場合の取り扱いについては、日銀の資産の状況等に照らして、償還の都度、現金償還で受けるか再び割引短期国債（1年）で引き受けるかを判断することになっていたが、2002年度以降は全額現金償還を受けている。また、短期国債買入オペで買入れた割引短期国債（1年）については、1999年の買入開始以来、現金償還を受けている。

図表3は2003年度末現在の日銀の国債保有状況（10年債）を銘柄別に見たものである。この表から償還に近い銘柄ほど日銀が保有している割合が高いという傾向が読み取れよう。特に174回債は発行総額の51.02%を日銀が保有している。このことは、2001年3月以降の量的緩和政策に伴う長期国債買入オペの増額が一因となって生じたと思われるが、日銀によるオペが国債市場での長期金利形成を歪めているのではないか、といった問題を浮き彫りにしている。

(3) 財政融資資金乗換（財政融資資金における借換債の引き受け）

2004年度においては、2008年度に償還が予定されている国債について買入消却が行われる予定となっていたが、財政融資資金は、買入消却の対象となる銘柄を多く保有しているのである。こうした状況の下、買入消却を一層効率的に実施する観点等から、2003年度以降、財政融資資金からの買入消却が実施されており、財政融資資金は、買入消却に必要な資金調達のための借換債を引き受けている。このことは、財政融資資金の保有銘柄が変化するだけであり、保有残高としてはそれほど変化しないことを意味

図表3 銘柄別に見た日銀の国債保有状況(10年債)

銘柄	日銀保有分(億円)	日銀保有割合(%)	利率(%)	平均値(円銭)	利回り(%)	発行総額(億円)
174回債	26,248	51.02	4.6	102.14	0.031	51,267
182回債	23,014	34.04	3	104.32	0.056	67,599
187回債	20,817	25.94	3.3	106.97	0.148	80,254
200回債	17,783	29.35	2	106	0.373	60,593
201回債	5,227	9.66	1.9	105.84	0.413	54,104
204回債	26,647	32.81	1.6	104.78	0.454	81,206
207回債	5,785	11.09	0.9	101.65	0.545	52,170
210回債	10,780	11.63	1.9	106.42	0.585	92,653
234回債	2,402	2.83	1.4	102.07	1.11	84,857
235回債	740	1.29	1.4	101.8	1.155	57,387
237回債	4,426	8.11	1.5	102.32	1.193	54,554
240回債	3,072	5.94	1.3	100.55	1.229	51,674
256回債	472	0.92	1.4	99.96	1.404	51,296

(注) 日銀保有分は2004年4月7日現在

利率、平均値、利回りは同年4月2日現在

発行総額は2004年3月末現在

(出所) 日銀ホームページ、『日経公社債情報』、『公社債便覧』から作成

する。

2004年度においては、1兆円の財政融資資金乗換が行われる予定である。2003年度(当初)の予定額は、4,000億円であった。

(4) 財政融資特会債(財投債)・経過措置分

2001年度の財政投融資制度改革以前は、郵便貯金及び年金積立金は、その資金を資金運用部に預託していた。しかし、同改革によりこの預託義務が廃止され、原則として自主運用されることになった。また、財政融資資金特別会計は、同改革の結果、基本的に財投債の発行で資金調達が行われることになった。ただし、2001年度以後7年間の経過措置として、郵便貯金及び年金積立金は、財政融資資金の既往の貸付の継続に関わる資金繰り及び市場に与える影響に配慮するために財投債の一部の引き受けを行い、また、簡易生命保険においても、これまで

果たしてきた役割を踏まえ財投債の一部の引き受けを行うことになっている。2004年度においては、郵便貯金及び年金積立金の受ける預託金の償還の合計額が増加したこと等により、経過措置分の引受額が29兆6,000億円と、対前年度比11兆1,000億円増加する見込みとなっている。

以上見てきたように、日本の国債発行は公的部門の引き受けがあって可能になっている。同時に国債オペについても、金融政策としての意味よりも、郵貯・簡保・日銀といった公的部門の資金運用を助け、結果的には公的金融への資金流入を促進する役割を果たしている。

2. 日銀保有国債の平均残存期間

図表4は、それぞれ2002年12月30日現在、2003年12月30日現在、2004年12月30日現在の日銀が保有する国債の平均残存期間を示したものである。日銀保有国債計の残高をみると、51兆

図表 4 - 1 日銀が保有する国債の平均残存期間（2002年12月30日現在）

	残高(億円)	構成比(%)	平均残存期間(年)
日銀保有国債計	516,059	100.0	3.8
2年債	15,832	3.1	1.1
4年債	9,221	1.8	0.8
5年債	33,933	6.6	3.4
6年債	24,391	4.7	2.2
10年債	349,686	67.8	3.7
20年債	82,996	16.1	11.6

(注) 日銀保有国債残高は2003年1月14日現在のデータを使用。

日銀保有国債には、短期国債は含まれない。

〔出所〕 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」

日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」

図表 4 - 2 日銀が保有する国債の平均残存期間（2003年12月30日現在）

	残高(億円)	構成比(%)	平均残存期間(年)
日銀保有国債計	602,980	100.0	3.5
2年債	59,613	9.9	0.9
4年債	4,923	0.8	0.8
5年債	73,153	12.1	2.6
6年債	27,844	4.6	1.6
10年債	341,081	56.6	3.4
20年債	96,366	16.0	11.6

(注) 日銀保有国債残高は2004年1月13日現在のデータを使用。

日銀保有国債計には、短期国債は含まれない。

〔出所〕 上表と同じ

図表 4 - 3 日銀が保有する国債の平均残存期間（2004年12月30日現在）

	残高(億円)	構成比(%)	平均残存期間(年)
日銀保有国債計	624,242	100.0	3.0
2年債	94,256	15.1	0.8
4年債	1,653	0.3	0.2
5年債	93,396	15.0	1.9
6年債	25,667	4.1	0.8
10年債	305,628	49.0	3.5
20年債	103,642	16.6	11.0

(注) 日銀保有国債残高は2005年1月11日現在のデータを使用。

日銀保有国債計には、短期国債は含まれない。

〔出所〕 上表と同じ

6,059億円から60兆2,980億円を経て62兆4,242億円へと約10兆円増加している。しかし、発行年限別にみると、日銀保有国債の全てが単純に増加したわけではないことがわかる。

2年債は、1兆5,832億円から5兆9,613億円を経て9兆4,256億円へと約8兆円増加している。4年債は、9,221億円から4,923億円を経て1,653億円へと約7,500億円減少している。5年債は、3兆3,933億円から7兆3,153億円を経て9兆3,396億円へと約6兆円増加している。6年債は、2兆4,391億円から2兆7,844億円を経て2兆5,667億円へと約1,000億円増加しているが、これについてはほとんど変化がないといっ
てよいであろう。10年債は、34兆9,686億円から34兆1,081億円を経て30兆5,628億円へと約4兆5,000億円減少している。日銀保有国債残高における10年債の減少は、前節で述べた日銀乗換にその要因があると思われる。20年債は、8兆2,996億円から9兆6,366億円を経て10兆3,642億円へと約2兆円増加している。

日銀保有国債の構成比を発行年限別にみると、残高が増加しているものについては構成比も上昇し、残高が減少しているものについては構成比も低下していることがわかる。特に顕著なのは、2年債及び5年債の割合の上昇と、10年債の割合の低下である。2年債は、3.1%から9.9%を経て15.1%に上昇している。5年債は、6.6%から12.1%を経て15.0%に上昇している。10年債は、67.8%から56.6%を経て49.0%に低下している。ただし、割合の低下が顕著であるといってもまだ日銀保有国債計の約半数は10年債であり、依然として日銀保有国債が10年債に偏重しているという事実は否定できないであろう。しかし、2年債及び5年債の構成比の上昇と10年債の構成比の低下から、日銀保有

国債の短期化が進んでいるということがいえるであろう。

日銀保有国債の発行年限別に平均残存期間をみると、ほぼ全体的に短縮傾向にあることがわかる。日銀保有国債計の平均残存期間は、3.8年から3.5年を経て3.0年に短縮している。一般的に、低金利時には満期構成は長期化するといわれているが、日銀保有国債計の平均残存期間の短縮は、これとは相反する状況である。

IV. イギリスにおけるオペの概要と決済

イギリスにおけるオペの概要を明らかにしておこう³⁰⁾。イングランド銀行によるオペの特徴は、第一に、2週間を満期とするレポ（反対売買を伴う現先取引）による取引を通じて資金供給されることである。レポレートは「オフィシャル・レート」と呼ばれ、1998年イングランド銀行法により設置された「金融政策委員会」によって決定される。レポオペの短期的性格は、銀行部門が全体として、日々ネットで資金不足になることをもたらしている。したがってイングランド銀行のオペが金利に影響をあたえやすい、と考えられている。

イギリスのオペに関連する、第二の特徴は準備（当座）預金の残高が日々ベースということにある。すなわち日本ではすでに説明したように「後積み方式」と呼ばれる積み方式であったが、これは月ベースの預金量平均残高を基本として、準備預金の必要残高が決まるものであった。他方、イギリスでは日々の最終決済時点でイングランド銀行の決済勘定（当座預金）の残高をプラス・マイナス・ゼロにするという方式をとっている。つまりイギリスでは準備（当

座) 預金残高をプラスに維持する必要はないし、一定期間を通じた残高を維持する必要もない。イギリスでのポンド建て決済は即時グロス決済システム (RTGS) によるため、オペによってイングランド銀行が日々必要な流動性を供給すれば、決済銀行 (準備預金制度適用先銀行、以下同じ) はイングランド銀行での準備 (当座) 預金残高をプラスに維持できる。通常時には、準備 (当座) 預金には金利がつかないため、決済銀行は残高を最小化しようとする。日々の最終決済時点で残高がゼロになれば、担保適格証券を差し入れ、ペナルティー金利が適用となる。

第三の特徴は、政府向け一時貸付金 (Ways and Means Advance) が2000年4月までオペの一部を成してきたが、2000年4月以降は停止されたことである。つまりオペによる銀行券残高の増加は民間銀行の資金需要だけを反映するものとなっている。これはイギリスのオペと政府の関係象徴する動向であり、日本とは極めて対照的である。

第四の特徴は、レポオペの対象となる証券は、ギルト債 (ストリップ債を含む)、非ポンド建て市場性債、ポンド建て大蔵省証券、適格銀行手形、適格地方債、EEA 中央政府によるポンド建て債、国際機関債等である。レポオペの取引期間中に、これら証券の価格は変動する可能性があり、オペの対象金融機関が反対売買に応じなければ、イングランド銀行に信用リスクが課される。こうした事態を避けるため、イングランド銀行はオペ対象機関に、供給される流動性以上の時価 (この差額部分をマージンと呼ぶ) を持つ証券を差し出すよう求めている。マージンは証券の種類、通貨建て、残存期間に応じて、1%前後で変動する³¹⁾。仮に反対売買

の時価よりも時価が大きく低下する場合、オペ対象機関は追加の証券差し入れを求められる。

第五の特徴としては、買い切り (on an outright basis) オペの対象となる証券は限定された範囲である。具体的には、ポンド建て大蔵省証券、適格銀行手形、適格地方債だけである。長期国債であるギルト債が対象となっていないことはもちろん、買い切り対象の証券でも残存期間は2週間 (レポオペの最長期間) を超えることはない。最短の場合、1日である。

第六の特徴として、通常オペは毎日午前9時45分と午後2時30分にオファーされ、これを補完するオペとして追加のオペが午後3時30分と同4時20分に実施されることがある。また少数のオペ対象機関に資金供給が集中するとイングランド銀行が懸念する場合、個々のオペ対象機関への配分額を抑制することもある。レポオペが開始された1996年から1998年にかけて、レポオペ対象機関のうち上位5機関のシェアは40~50%であり、レポオペ開始当初から寡占化が懸念されてきた³²⁾。午後2時30分のオペが実施された後にも、なお資金不足が残っている場合、3時30分にオーバーナイトのレポオペが実施される。この時のレポレートは通常のレートよりも、100ベース・ポイント高くなる。

第七の特徴として、以上のオペでも資金過不足が残る場合、午後4時20分に遅行レポオペが実施される。これは当日の金融市場取引が終了後であり、オーバーナイトで実施される。この時のレートは通常のレポレートよりも150~200ベース・ポイント高い (資金供給) もとなる。

イギリスにおけるオペの概要は以上のようなものであるが、これをデータから見ると、図表5が示すように、ギルト債のレポオペが中心と

図表5 イングランド銀行のオペ残高

(単位 100万ポンド)

	2002年				2003年				2004年			
	第一四半期	第二四半期	第三四半期	第四四半期	第一四半期	第二四半期	第三四半期	第四四半期	第一四半期	第二四半期	第三四半期	第四四半期
大蔵省証券買い切り	25	0	0	519	0	0	459	109	1,253	209	414	1,554
銀行引受手形買い切り	0	0	58	246	58	3	1,155	232	103	68	83	33
ギルトレボ	20,380	18,045	17,833	17,242	19,316	20,819	17,698	24,153	20,869	22,811	23,822	26,570
銀行引受手形レボ	250	293	0	75	45	0	0	0	0	0	0	0
大蔵省証券レボ	113	2144	1,042	3,451	300	58	2,138	0	0	0	0	0
運用措置	365	50	1,000	411	125	150	0	0	0	100	0	0

〔出所〕 Bank of England

なっている。特に、2004年になってから、レボオペのなかで銀行引受手形オペや大蔵省証券オペは実施されず、運用レボオペも減っており、ギルト債レボが一層中心となっている。

現在、イギリスのオペに関わって、新しい改革が検討されている。これは、市場参加者から、ポンドのオーバーナイト金利の変動性が高いため、安定性を求める声が強まっているからである³³⁾。イングランド銀行のオーバーナイト・オペでイングランド銀行がオーバーナイト金利の決定者とはなりえていないこと、それはオーバーナイト・オペの上乗せ部分が150~200ベース・ポイントと非常に大きく、ごく少数の金融機関しか応じられないため、結果的に変動性が高い、と指摘されている。

さらには、変動性をもたらす他の要因も指摘されている。現在、レボレートは金融政策委員会(MPC, Monetary Policy Committee)が決定する。他方、レボの期間は2週間が中心であるが、間にMPCを挟むようなレボ実施(2週間のうちにMPC開催が予定される)でも、レボ実施日に支配的なレートでオファーされている。このため、MPCで金利変更が決まった場合、以前のレートでの満期日まで資金供給は持ち越しとなる。通常の市場での裁定(アービトラージ)が機能し、MPCに先立つオーバー

ナイト金利は、イングランド銀行からの借り入れコストとオーバーナイト市場での借り入れのつなぎコストを同一化する。こうしてMPCでレボレートが引き上げられると予想されれば、市場のオーバーナイト金利が低下するし、逆の場合は逆になる。こうして、金利のボラティリティーが高まり、利回り曲線は歪むこととなる。

現在のオペの枠組みはイングランド銀行の他の目的との関連でも改革されねばならない、とされる。第一に、民間銀行はRTGSのメンバーであり、イングランド銀行の当座(準備)預金を最小化しようというインセンティブを持つ。したがって日々の資金需要をまかなうために準備預金を積み増すことはない。海外諸国とは異なり、流動性準備という側面はない。第二に、短期金利の変動性は参加者にとり不利益であり、情報が不公平である。こうした認識は参加者を妨げ、市場の流動性を損なう、とされる。

以上のような認識を背景として、オペ改革の方向性として、①準備預金の必要準備額を現在の日々ベースから、一定期間における平均残高ベースへの変更、②付利される準備預金の導入、③オペレートの上乗せ部分の縮小(25もしくは100ベース・ポイント)、④インデック

ス・レポ（MPCのレポレートが上昇した時、金利は連動して上昇）の導入、⑤オペの頻度（毎日か週1回か）、等が検討されている。

V. イギリスにおける国債保有と中央銀行

イギリスにおける国債保有は、日本と異なり、公的部門による保有シェアは極めて少ない。図表6が示すように、保険・年金といった機関投資家が63～64%と過半を保有している。これに海外投資家が17～18%で次いでいる。また銀行による保有シェアも極めて低く、銀行・住宅金融組合合計で0.1～0.7%といったシェアにとどまる。その他金融機関が10%前後保有し、家計が6.5～6.6%を保有している。唯一の公的保有主体としては地方政府・公企業があるが、そのシェアは1%程度であり、わずかである。

最大の国債保有者は「保険・年金」であるが、特に保険会社が国債保有のシェアが高いと見られる。2002年年末現在で機関投資家による国債保有残高を見ると、保険（生命保険）が1,313億ポンド、保険（損害保険）が184億ポンド、年金基金が845億ポンド、インベストメン

図表6 イギリスの国債（ギルド債）保有
（単位 10億ポンド、%）

	2003年3月末		2003年9月末	
保険・年金	201.8	63.8	211.5	64.5
銀行・住宅金融組合	2.2	0.7	0.3	0.1
その他金融機関	31.4	9.9	33.3	10.2
家計	20.8	6.6	21.2	6.5
地方政府・公企業	3.4	1.1	3.3	1
海外	56.9	18	58.4	17.8
合計	316.5	100	328	100

〔出所〕HM Treasury, *Debt and reserves management report 2004-05*.

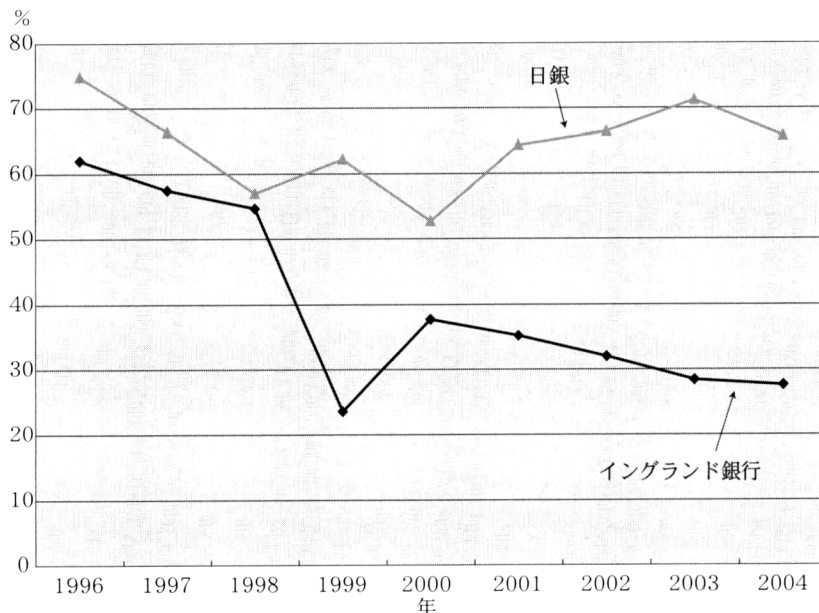
ト・トラストが4.7億ポンド、ユニット・トラストが71億ポンドとなっている³⁴⁾。機関投資家による保有合計残高は2,417.7億ポンドであり、ギルト債に中短期債を加えた国債残高の64%にほぼ対応する。2,417.7億ポンドのうち、54%が生命保険、7.6%が損害保険、35%が年金基金によって保有されており、保険ならびに年金の高さが理解されよう。

保険会社の有価証券構成を見ると、15年以上債や5～15年債といった中期・長期債の比率が高くなっている。ひとつには、2001年以降イギリスでは景気が減速していたため、金利低下・債券価格上昇から債券が買われたためであろう。しかし、循環的要因だけではなく、資金性格が長期性である保険・年金には長期的な国債が適していると思われる。

こうした保険・年金を中心にイギリスでは国債が保有されているが、オペの意味としては保険・年金の運用を助長しているといえようか。この点、別途の検証が必要となるが、イギリスにおける国債イールド・カーブを見る限り、イギリスの国債イールド・カーブは2003年現在、順イールドであり、オペによって債券価格形成・長期金利形成は歪んではおらず、結果的にオペが保険・年金の資産運用を助長した可能性は小さいと推定される。また以下に見るように、イングランド銀行の国債保有の内容は、レポオペによるギルト債等の一時的所有が中心であり、買い切りオペによる所有は大蔵省証券等に限定されている。

イングランド銀行の資産内容をアニュアル・レポートから確認してみると、発行部（銀行券を発行）では総資産が360億ポンドあるが、イギリス国債が148億ポンド、レポオペによる取得証券等が212億ポンドとなっている³⁵⁾。さら

図表7 中央銀行と国債保有 (対総資産の国債比率)



(出所) 日銀、イングランド銀行のホームページから作成

に内訳として、イギリス国債148億ポンドのうち、1.2億ポンドがイギリス国債(証券)、13.5億ポンドが大蔵省証券、133.7億ポンドが国家貸付資金への一時貸付となっている。またレポオペによる取得証券等212億ポンドについては、211億ポンドがレポオペでの一時的所有証券である。したがって、発行部による国債保有は、主として、国家貸付資金への一時貸付と、2週間後には売り戻す予定のレポオペによる国債である。

ついで銀行部(当座預金を受け入れ、貸し出しする)によるポンド建て債券保有額は2004年2月末で83億ポンドである。この内訳としては、5年以上債が20.46億ポンド、1年超5年未満債が8.3億ポンドとなっている。銀行部による国債保有額は2004年2月現在で17.3億ポンドである³⁶⁾。銀行部はイギリス国債以外の債券も保有しているが、その過半はイギリス国債と見られる。したがって銀行部はイギリス国債を

17億ポンド程度、中長期債中心に保有していると推定される。

イングランド銀行全体としての国債保有額は、発行部による360億ポンドが短期の貸付、レポオペの一時所有であり、また銀行部による中長期国債保有が17億ポンドであった。こうしてみると、イングランド銀行の国債保有は内容的にも日本とは大きく異なっていると言える。日本では長期国債買い切りオペによる長期債保有が中心であったが、イギリスでは中長期国債の保有は小さく、レポオペによる一時的な保有に過ぎない。

以上のように、中央銀行の国債保有について、日本とイギリスを比較すると、金額以前の問題として、内容的・質的にも大いに異なっている。そしてさらに対総資産比率でも日本は極めて国債保有が高く、イギリスは低くなっている。図表7が示すように、イングランド銀行の国債保有額の対総資産比率は2000年以降、低下

傾向をたどり、2000年における37.7%から2004年には27.6%まで低下した。他方、イングランド銀行による対民間銀行むけの貸出が多く、銀行部の総資産195億ポンド（2004年11月現在）のうち、貸出は110億ポンドを占めている。また発行部でも総資産357億ポンドのうち、国債保有額は135億ポンドにとどまっている。イングランド銀行の場合、銀行部と発行部を合わせた合計の総資産は330億ポンドであるが、1ポンド=205円で換算して、総資産は6兆7,650億円であり、日銀の総資産151兆円（2005年2月）と比較すれば、その規模が小さいことは自明である。イギリスの場合、中央銀行の規模が小さく、しかも国債の保有比率が低いと言える。

他方、日本の場合、中央銀行の規模が異常なまでに大きく、さらに資産における国債の比率が70%程度と高いのである。ゼロ金利政策や量的緩和政策といった90年代以降の日本における金融政策は、意図はどうあれ、結果的には日本銀行の国債保有額を膨張させ、財政の国債費負担を軽減してきたと言えよう。一般に、中央銀行は「発券銀行」、「銀行の銀行」、「政府の銀行」と三つの側面を持つとされる。日本銀行は「政府の銀行」という側面が突出して強い、と言えよう。

VI. まとめに代えて

以上で明らかにしたように、イギリスではレポ・オペが中心であり、買い切りオペでは大蔵省証券などに限定されている。しかし日本では長期国債の買い切りオペが大規模に実施されている。

イギリスでは買い切りオペの場合でも、残存

期間が2週間以下のものに限定されている。しかし日本では長期国債、しかも残存期間は10年に近いものも対象になっている。日銀は2002年1月に、オペ対象除外銘柄を「発行後1年以内」から、「発行後1年以内のうち、発行年限別の直近発行2銘柄」に縮小した³⁷⁾。これは、「市場の流動性、機動性」のためにとられた措置であるが、日銀オペが限りなく日銀引受による国債発行に近づいていることを意味する。また中央銀行が長期金利形成に深く関与すること、ひいては証券市場に踏み込むことを意味している。本来、中央銀行の役割は決済システムを守るため、安定的な資金調節を行うことであり、その場は短期金融市場であろう。イングランド銀行は中央銀行としての本来の使命に忠実である。

注

- 1) 代田 純、『現代イギリス財政論』勁草書房、1999年を参照されたい。なお、勝田佳裕の既発表論文として、勝田佳裕、「量的緩和政策と長期国債の買いオペレーション」、『経済学研究』駒澤大学大学院経済学研究科院生会、2005年3月。
- 2) ウイルソン委員会報告等が指摘してきた。
- 3) 日銀法第2条。
- 4) 日銀法第1条。
- 5) 政策委員会は、日銀総裁、2名の副総裁及び6名の審議委員で構成され、日銀の政策や業務全般にかかる重要事項を決定する。そのうち、金融政策の基本事項については「金融政策決定会合」という特別な会合で決定される。金融政策決定会合は、月1～2回開催され、①政策委員の他、政府からも出席する、②会合の決定事項が直ちに公表される他、同会合での議論の概要が「議事要旨」として約1ヵ月後に日銀ホームページで公表される、という仕組みになっている。宮野谷篤「日本銀行の金融調節の枠組み」日本銀行金融市場局、2000年、6頁参照。
- 6) <http://www.boj.or.jp/seisaku/01/pb/g010319.htm>
- 7) 政策委員会の金融政策決定会合で金融市場調節方針が決定されると、政策委員会から執行部に対して、同方針に基づき金融調節を実施するよう指示が行われる。従って、金融市場調節方針は、しばしば「ディレクティブ」と称される。宮野谷篤「日本銀行の金融調節の枠組み」日本銀行金融市場局、2000年、6頁参照。
- 8) 日銀は、短期資金供給のための手段として公定歩合による有担保の日銀貸出を保持しているが、1996年1月以

- 降, 原則として貸出に依存しない金融調節を行うこととしている。宮野谷篤「日本銀行の金融調節の枠組み」日本銀行金融市場局, 2000年, 25頁参照。
- 9) ただし, 買現先オペを実行した場合, オペ期間が終了する際には日銀当座預金残高は減少する。
 - 10) ただし, 売現先オペを実行した場合, オペ期間が終了する際には日銀当座預金残高は増加する。
 - 11) 「国債買現先オペ」及び「国債売現先オペ」は, 2002年11月から開始された。これに伴い, 「短期国債買現先オペ」, 「短期国債売現先オペ」及び「国債借入オペ」は廃止され, 「短期国債買現先オペ」及び「国債借入オペ」は「国債買現先オペ」に, 「短期国債売現先オペ」は「国債売現先オペ」にそれぞれ移行した。
 - 12) このオペは, 日銀当座預金決済 RTGS 化後に, 手形買入オペと社債等担保手形買入オペとが一本化されたものである。
 - 13) 「買現先」とは, 将来の特定日に売り戻す条件を付して, 証券を買い入れる取引を指す。取引実行日に資金が供給され, 売戻日に資金が吸収されるため, 短期間の資金供給機能を有する。逆に, 「売現先」とは, 買い戻し条件付の売却取引であり, 短期間の資金吸収機能を有する。これらの取引に対し, 買いまたは売り戻し条件が付かない売買取引は, アウトライト(無条件)取引と呼ばれる。
 - 14) 政府短期証券は, 短期的な資金繰りの調整を目的として政府が発行する割引債券であるが, 1999年3月までは, 発行利回りが市場金利よりも低く設定されていたため, 民間からの応募はほとんどなく, 発行額のほぼ全額が日銀によって引き受けられていた。しかし, 1999年4月に, 政府短期証券の発行が原則として公募入札方式となり, それ以降政府短期証券の市場が急速に拡大した。
 - 15) 基準利回りは, 日本証券業協会の公表する「公社債店頭売買参考統計値」(前日集計分)を用いている。
 - 16) <http://www.boj.or.jp/seisaku/01/pb/g010319.htm>参照。
 - 17) この時の当座預金残高目標の引き上げは, 郵政公社発足に伴う技術的な変更であり, 金融緩和ではない。
 - 18) 実際の運営は, 1回の買入額を3,000億円とし, 月4回オファーが行われている。また, 同オペの月間買入額は金融政策決定会合で決定される。
 - 19) 「日本銀行の政策・業務とバランスシート」日本銀行企画室, 2004年, 11頁。
 - 20) 「2003年度の金融調節」日本銀行金融市場局, 2004年, 19頁参照。
 - 21) この預入額が所要額に達しなかった場合には, その不足分について, 公定歩合に3.75%を加算した利率でペナルティとしての過怠金を支払わなければならないという規定がある。
 - 22) 翁邦雄, 『金融政策』東洋経済新報社, 1993年, 46頁参照。
 - 23) 翁邦雄, 「ゼロ・インフレ下の金融政策について」, 『金融研究』, 日本銀行金融研究所, 1999年8月号, 148ページ参照。
 - 24) 新規財原債, 借換え債, 財投債の合計。
 - 25) 『債務管理レポート2004-国の債務管理と公的債務の現状-』, 財務省理財局, 2004年, 14ページ。
 - 26) 『日本国債ハンドブック 2004』, 財務省, 2004年, 17ページ。
 - 27) 日銀が保有する国債の借り換えに必要な金額に限定して乗換が認められている。注25) 前掲書, 17ページ。
 - 28) 買入消却とは, 国が, 国債を償還期限が到来する前に買入れ, これを償却することで, 債務を消滅させること。
 - 29) 『日本銀行の政策・業務とバランスシート』, 日本銀行企画室, 2004年, 21ページ。
 - 30) 以下での説明は, 主として, The Bank of England's operations in the sterling money markets, Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2002, pp153-161に基づく。
 - 31) Bank of England operational in the sterling money markets, Operational Notice, applicable from 14 March 2005, p 12
 - 32) Sterling wholesale markets: developments in 1998, Bank of England Quarterly Bulletin, February 1999, p38
 - 33) Reform of the Bank of England's operations in the money markets, Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2004, p218
 - 34) Financial Statistics, 2003
 - 35) <http://www.bankofengland.co.uk>
 - 36) Financial Statistics, 2005 January, p86
 - 37) 「国債市場と日本銀行」, 日本銀行金融市場局, 2004年, 4ページ。
- (付記) 本稿は, (財)全国銀行学術研究振興財団 2003年度助成「デフレ下における量的緩和政策のトランス・ミッション・メカニズムに関する回帰分析」による研究成果の一部である。
- (代田 純 駒澤大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)
(勝田佳裕 駒澤大学大学院博士課程)