

## 難局を迎えた短期金融市場

### 【ポイント】

1. 米大手証券会社破綻を境に、日本の短期金融市場は信用収縮と流動性不足により緊張感が一気に高まった。
2. 日銀の利下げを含めた金融緩和策により、市場は落ち着きを取り戻しつつある一方で、懸念されていた市場機能低下の兆候が露呈している。

### 1. はじめに

08年9月の米大手証券の破綻をきっかけに、世界的な金融危機に突入した。日経平均はバブル後最安値を更新するとともに、主要国通貨に対して円が大幅高となり、金融危機の影響が比較的軽微であるとみられていた本邦の景気見通しも著しく悪化した。量的緩和政策下の市場機能縮小<sup>1</sup>から回復途上にあった短期金融市場は、世界的な金利低下局面の中、再び試練のときを迎えている。

### 2. 信用収縮に陥ったインターバンク市場

米大手証券が破綻した08年9月以降、インターバンク市場では流動性不安から手元資金を厚めに確保する動きや、信用リスク懸念から取引先を選別する傾向が強まった。無担保コール市場で資金の出し手が期間の長い運用を手控えたことで、タームプレミアム（翌日物に対する上乗せ金利）が拡大、ターム物の取引量は減少した。

取引先を選別に関しては、外国銀行に対する与信枠を縮小、または運用自体を手控える国内金融機関が多くみられ、翌日物金利は国内銀行と外国銀行で調達金利の二極化<sup>2</sup>が常態化した。市場で調達出来ず、ロンバート型貸出<sup>3</sup>の利用による日銀からの借入が急増した。

信用不安の広がりには、レポ（現金担保付債券貸借）取引市場にも大きな影響を与えた。レポ取引は、資金の出し手が取り手から国債等を担保として受け入れるため、無担保取引と比べ安全性は高い。しかし、取引相手のカウンターパーティリスクやフェイル（決済不能）リスクへの警戒感から、指標金利となる東京レポレート（2営業日後スタートの翌日物であるスポットネクスト物の金利）は、実質的な上限となるロンバート型貸出金利付近で高止まった。

日銀は10月31日の金融政策決定会合において、7年7ヵ月振りとなる利下げ（無担保コール翌日物の誘導目標を0.5%から0.3%へ変更）を決定<sup>4</sup>。翌日物金利引下げにより、ターム物金利の低下が期待されたものの、その後も年末越えを中心に強含んで推移した<sup>5</sup>。

<sup>1</sup> 金融機関の短期市場セクションの人員削減、与信枠削減、取引ノウハウの低下といった現象がみられた。

<sup>2</sup> 日銀が連日大規模な資金供給オペレーションを実施したことにより、国内銀行による調達とみられる翌日物最低金利が0.05%となる一方、外国銀行による調達とみられる最高金利が実質的な上限となる0.75%を超える日もあった。

<sup>3</sup> 金融機関からの申し出があれば、希望する金額を担保の範囲内で日銀が貸出す制度。

<sup>4</sup> この他、ロンバート型貸出の適用金利を0.75%から0.5%へ引下げ、新たに日銀当座預金のうち所要準備を超える超過準備に対し0.1%の利息を付す補充当座預金制度を導入した。

<sup>5</sup> 銀行間の資金取引を反映するTIBOR（東京銀行間貸出金利）は利下げ直後に一旦低下した後は上昇を続け、利下げ前の水準を上回り10年振りの高水準（12月16日に3ヵ月物金利が0.92167%まで上昇）をつけた。

コール市場では大手銀行の年末越え調達金利が 0.9% 近辺まで上昇する場面もみられ、タームプレミアムは利下げ以前よりも拡大した。

日銀は利下げに加え、日々の金融調節において国債買現先オペによる資金供給を連日大規模に実施した。これは市場流動性の低下により金利が高止まりするレポ市場を主なターゲットとしたものであった。しかし、資金の目詰まりは解消されず、国債決済などにより資金需要が強まる日には、レポ金利は度々ロンバート付近まで上昇した。日銀が国債買現先オペを最大 5 兆円規模まで拡大したことでレポ金利は落ち着きを取り戻したが、レポ市場は日銀オペに大きく依存する構図が鮮明となった。

### 3. 逼迫する企業金融

インターバンク市場同様、一般事業会社の資金調達環境も、08 年 9 月以降 CP・社債の信用スプレッドが拡大するなど急速に悪化した。CP 市場では銘柄間の差はあるものの、全業種で年末越えの発行金利が大幅に上昇し、発行を中止する企業も多くみられた。

市場環境悪化の要因として、①投資家がリスク資産に対し慎重姿勢を強めたことに加え、②主要な引受け手となる銀行が、自己資本比率の問題からリスク許容度が低下、引受けを縮小したためと考えられる。10 月 31 日の利下げ後も状況に改善はみられず、賞与支給や法人税納付などで例年資金需要が高まる 12 月にかけて発行金利は上昇を続けた。

日本銀行が公表した 12 月の全国企業短期経済観測調査(短観)では、CP の発行環境判断がマイナス 20 と 03 年 12 月の調査開始以来最低となった。前回 9 月調査からのマイナス幅は 21 と、この間、市場環境が急速に悪化したことを物語っている。

11 月末時点の CP 発行残高は約 18.5 兆円と、9 月末(約 21.2 兆円)と比べ 13% 減少したが、同時に銘柄選別の動きが顕著となった。全体の発行量が減少する中、最上位格付け a-1 プラス格の事業法人の発行残高は 9 月末比で 2 割弱増加した。一方で、それを下回る事業法人は 2 割強減少と、投資家の需要は高格付け銘柄へ集中。ノンバンク・リースなど一部業種では、年末越えの発行金利が 2% を越え、CP での調達を断念し銀行借入にシフトする動きが顕在化した<sup>6</sup>。

間接金融への依存が高まる一方で、銀行は景気悪化による企業倒産件数の増加など融資環境が厳しさを増す中、自己資本比率の制約から貸出余力が低下。借入需要に応えることが難しい状況<sup>7</sup>となり、事業会社の資金調達環境は逼迫した状況が続いた。

### 4. 12月19日の追加利下げ以降の動向

金融と実体経済の負の連鎖に対する懸念が日増しに強まる中、12 月 17 日に FRB (米連邦準備理事会) が事実上のゼロ金利・量的緩和策を導入した。国内外から追加緩和圧力にさらされた日銀は、12 月 19 日の金融政策決定会合で政策金利の引下げを含む追加緩和策を決定した。

具体的な決定内容は、①翌日物金利の 0.1% への引下げ、超過準備に対する付利金利 (0.1%) の据え置き、②長期国債買入れの増額、③企業金融面での追加措置 (時限措置として CP 買切りオペ導入の検討、直前の政府決定により CP 買取枠を設定する日本政策投資銀行の CP 買現先オペ等の対象先への追加、民間企業債務を活用した資金供給オペ開始)、以上の 3 点である。

---

<sup>6</sup> 日本銀行が公表した貸出・資金吸収動向によると、11 月の銀行貸出平均残高は前年同月比 3.6% 増加と、92 年 4 月以来 16 年 7 ヶ月振りの高い伸びとなった。直接金融での調達から銀行借入へのシフトが主な要因と考えられる。

<sup>7</sup> 短観 12 月調査、金融機関の貸出態度判断 DI (「緩い」との回答から「厳しい」との回答を差し引いた値) は、大企業、中小企業とも前回 9 月調査から低下した。大企業は 99 年の調査開始以来初めて「厳しい」超に転じた。

これらの決定を受け、短期金融市場の状況は大きく変化した。買い手不在で機能不全に陥っていた CP 市場は、政府・日銀の一体的な取り組みを好感し発行金利は大きく低下。高格付け銘柄を中心に買いを集めている<sup>8</sup>。今後は最上位格よりも格付けが劣る銘柄でどれだけ投資家の需要を集めるか注目されるが、銘柄間格差も徐々に解消される見通しである。足元の金利低下により FB3 ヶ月物（政府短期証券）が 0.1%台後半まで低下する中、CP の金利水準の高さが見直され、最上位格銘柄は低下余地を模索する展開となっている。今後、日銀による買取スキームが定まり買い安心感が広がることで、絶対値妙味から a-1 格銘柄についても金利低下と発行増加が予想される。

インターバンク市場でも、事前の市場予想に対し満額回答となった日銀の追加緩和策を受け、ターム物金利の低下がみられた。大規模な資金供給オペによる日銀当座預金残高の積み上がりにより、流動性不安が緩和されたことに加え、日銀が CP 買入れを含めた企業金融支援策を打出したことで市場に安心感が広がったことが要因と考えられる。コール市場では、大手行の 1 ヶ月物調達金利が 0.2%を下回るなど、タームプレミアムは急速に縮小。年明け以降の市場は平静を取り戻した。

その一方、低金利の弊害として日銀の白川総裁が発言の度に懸念を示していた「短期金融市場の機能低下」の兆候が早くも露呈している。08 年 9 月まで 20 兆円を超えて推移していたコール市場残高は、年初以降 16 兆円台と量的緩和下の 03 年以来の水準まで縮小している。絶対金利水準の低下に加え、超過準備に対して付利される補完当座制度の適用金利が、翌日物金利と同じ 0.1%に据え置かれたことが要因である。金融機関は無担保コール市場で運用せずとも、日銀当座預金に資金を放置することで同水準の利息を稼ぐことが出来る。通常、短資会社を媒介した取引では 0.02%の仲介手数料がかかる。そのため日銀当座預金に口座を持たない投信・生損保などを除くと、0.12%以下では市場で取引を行うインセンティブが働かず、運用が手控えられやすい。

但し、付利金利を廃止すると、大量に資金供給を行った場合、金利低下に歯止めがきかなくなる。下限金利としての下支え効果の消失で実質的なゼロ金利となるため、今回の決定は市場取引のインセンティブを残すためのぎりぎりの判断だったと日銀は説明する。

付利の対象となる超過準備は 4、5 兆円規模まで膨らむ一方、ロンバート型貸出の利用は常態化している。レポ金利も利下げを受けて大きく低下しているが、依然として日銀が資金の出し手となる構図に変化はなく、資金のめぐりは必ずしも良くない。

## 5. 最後に

このように、市場での取引量減少や日銀オペへの依存度の高まりがみられるものの、ゼロ金利を回避したことで市場取引のインセンティブは残り、ぎりぎりのところで短期金融市場の機能は維持されている。現時点で白川総裁はこれ以上の金利引下げには後ろ向きで、従来型の量をターゲットとした量的緩和策の景気浮揚効果にも否定的な見方を示している。但し、今後も急速な円高・株安の進行、デフレスパイラルの可能性を考慮すると、日銀の思惑とは裏腹に追加緩和策を迫られることが予想される。土俵際に追い込まれた短期金融市場が今後もその機能を維持出来るか否か、当分の間予断を許さない状況が続く。

（資金債券部 八郷 大輔）

<sup>8</sup> 1月に入り、年度内物の最上位格電力銘柄の発行金利が 0.1%まで低下している。12月のピーク時には 0.7%を超える取引もみられていた。