

# 金 融 市 場 レ ポ ー ト

—— 2005 年前半の動き ——

日 本 銀 行  
金 融 市 場 局

2005 年 7 月

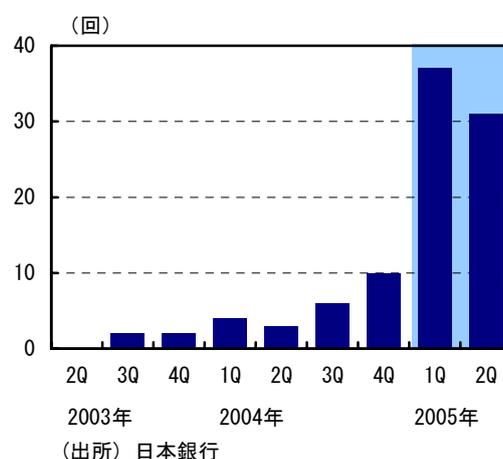
## 1. 短期金融市場

2005 年前半の短期金融市場は、日本銀行が所要準備を大幅に上回る資金供給を続けるもとで、極めて緩和的な状況が続いた。

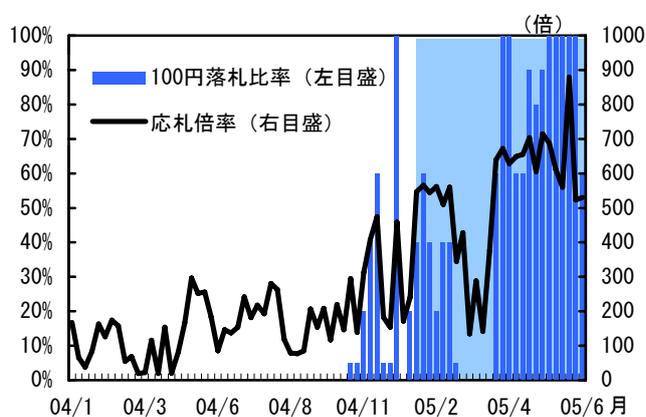
日本銀行の当座預金残高目標が 30～35 兆円程度に据え置かれるなか、金融機関の不良債権処理が進捗し、金融システム不安が後退したことを背景に、市場の資金余剰感は一段と強まった。こうしたもとで、日本銀行の資金供給オペ（金融機関にとっての資金調達）では、金融機関の応札姿勢が後退し、本年に入っていわゆる「札割れ」（応札額が資金供給予定額に満たない状況）が頻発した（図表 1）。

同時に、資金余剰感の強まりに伴って、政府短期証券等（FB・TB）に対する需要が増加し、FB 入札では 3 か月物を中心に「100 円（金利ゼロ）落札」が多発するなど、過熱気味の現象もみられた（図表 2）。こうしたなかで、短期金利は、オーバーナイトや 3 か月物に加えて、6 か月物、1 年物の金利も、一段とゼロに接近して推移した（図表 3、BOX 1）。

（図表 1）資金供給オペの札割れ回数

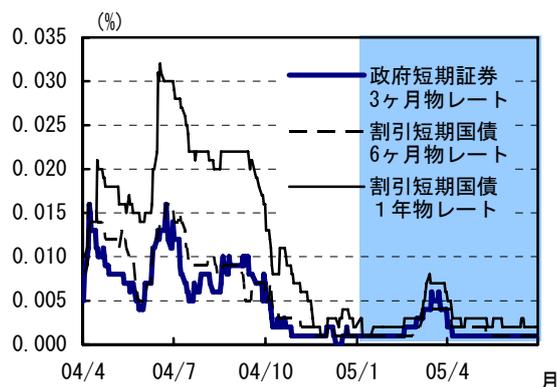


（図表 2）政府短期証券（FB 3 ヶ月物）入札



(注) 100 円落札比率は、99.9995 円と 100 円との落札額による加重和が、平均落札価格となるよう、落札総額を 99.9995 円での落札額と 100 円での落札額に按分することにより算出。したがって、実際の 100 円落札比率とは必ずしも一致しない。  
(出所) 応札倍率は財務省。100 円落札比率は日本銀行推計。

（図表 3）短期金利

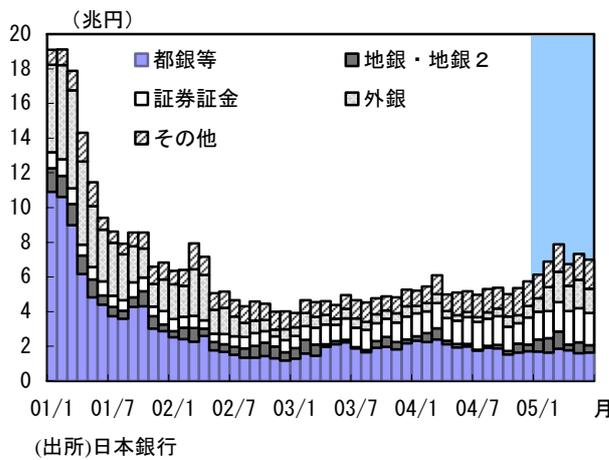


(注) データは 6 月末まで。以下とくにことわりのない限り同様。  
(出所) 日本銀行

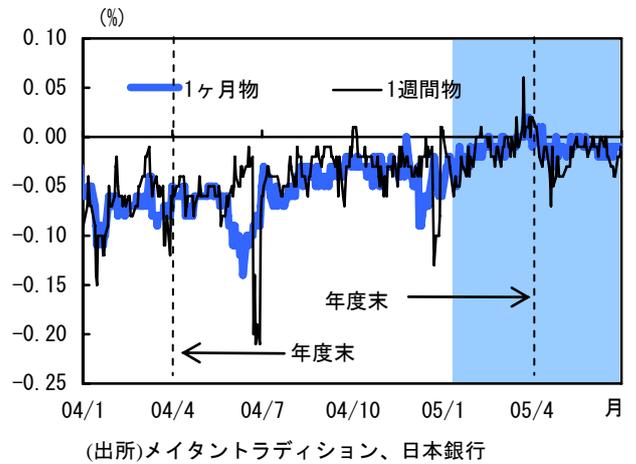
図表中のシャドーは、本レポートの分析対象期間(05年1-6月)を示す。

この間、無担保コール市場残高は、引き続き極めて低い水準で推移したが、本年前半は、外国銀行、証券会社による調達が増加したことに伴い、幾分増加した（図表4）。これは、①わが国銀行の信用力改善を受けて、為替スワップ市場における円転コスト（主に外国銀行が邦銀を相手にドル／円スワップで円を調達するレート）のマイナス幅が縮小し（図表5）、マイナス金利調達の機会が減少した外国銀行がコール市場での調達を増やしたこと、②活発な株式売買等に伴い証券会社の資金需要が増加していることが背景とみられる。

（図表4）無担コール市場残高(短資会社経由・取り手)



（図表5）円転コスト



【参考文献】

日本銀行金融市場局[2005]、「短期金融市場におけるマイナス金利取引」、日本銀行調査季報

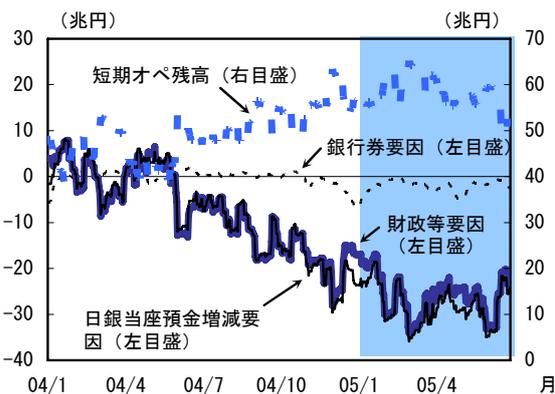
## 【BOX 1】 日本銀行の金融市場調節と短期金融市場

短期金融市場における資金の余剰感は、本年前半を通じ一段と強まった。この間、当座預金残高目標は「30～35兆円程度」に維持されるも、予想を上回る税収増や国債の前倒し発行等が当座預金残高を押し下げる方向に働いたため、日本銀行の短期資金供給自体（オペの残高）は増加した（BOX 図表 1）。

金融機関の調達意欲が低下するなかで資金供給の増額を図るため、日本銀行は短期資金供給オペの期間を徐々に長期化しており、4～6月期では過去最長の6か月強となった（BOX 図表 2）。これに伴って、日本銀行の資金供給が金融機関の市場調達を代替する傾向も一段と進んでいるとみられ、このことが6か月、1年といった長めのターム・プレミアムの縮小（本文図表 3）にもある程度影響したと考えられる。

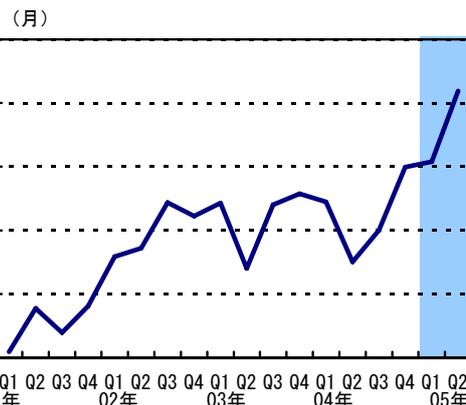
こうした状況下、日本銀行は、5月の金融政策決定会合において金融市場調節方針の「なお書き」を修正し\*、資金需要が極めて弱いと判断される場合には当座預金残高が目標を下回ることもあり得ることとした。この方針の下、法人税揚げ等により民間部門から財政部門へ大幅な資金移動が生じた6月2日、3日には、当座預金残高が目標の下限である30兆円を幾分下回った。

（BOX 図表 1） 当座預金増減要因と短期資金供給オペ残高



（注）2003年度末をゼロとした場合の累計値。  
（出所）日本銀行

（BOX 図表 2） 短期資金供給オペの平均期間



（注）「短期資金供給オペの平均期間」とは、各四半期中にオフアーされた、①手形買入、国債レボ（国債買現先、国債借入、短国買現先）および CP 等買現先の期間と、②短国買入において実際に買入れた銘柄の残存期間を、落札金額により加重平均したものの。  
（出所）日本銀行

### \* 金融市場調節方針の修正

#### ● 05年4月28日決定

「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」

#### ● 05年5月20日決定

「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

### 【参考文献】

日本銀行金融市場局[2005]、「2004年度の金融調節」、日本銀行調査季報

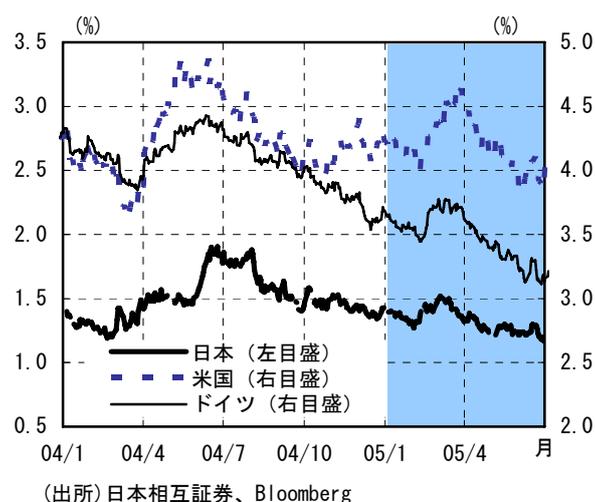
## 2. 国債市場（長期金利）

長期金利は、比較的狭いレンジ（10年新発国債利回り1.2～1.5%程度）の中での動きであったが、総じてみると、昨年後半以降の流れを引き継ぐかたちで低下傾向を辿った（図表6）。この間、本年前半は、欧米においても長期金利の低下がみられたが、わが国の低下は欧米に比べると小幅であった。

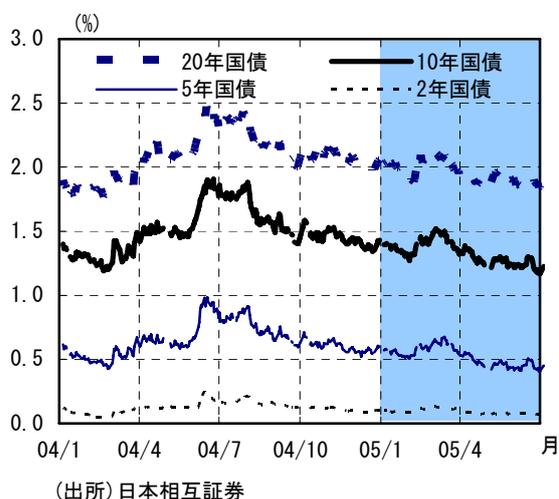
本年前半の長期金利の推移をみると、年初から3月半にかけては、株価が年初来高値を更新して上昇し、経済指標も市場予想比上振れるケースが多かったことなどを受けて、景気の先行きに対する慎重な見方が後退したことから、金利は3月初にかけて1.5%台まで上昇した。もっとも、その後は、再び予想を下回る経済指標が増えたことや、海外経済の景気拡大ペースに対する懸念が強まったことなどから、6月末にかけて、昨年2月（1.190%）以来となる1.2%割れの水準にまで低下した。なお、7月以降は、やや強めの経済指標の発表が続いたことなどから、長期金利は1.2%台後半に上昇している。

年限（ターム）別の金利の動きをみると、全ての年限で金利が低下した（図表7）が、期間別スプレッドに分解してみると、2～5年の短中期ゾーンの縮小が目立った。これに比べ、5～10年のスプレッド縮小は小幅に止まったほか、10～20年のスプレッドはむしろ若干拡大した（図表8）。

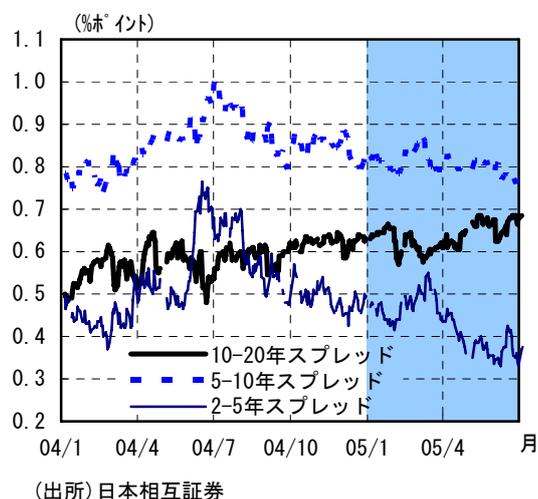
（図表6）内外長期金利（10年）



（図表7）期間別金利



（図表8）期間別スプレッド



2-5年ゾーンの金利低下は、わが国の景気回復ペースに対する市場の見方が幾分慎重化し、量的緩和継続期間に対する市場の見通しが長期化したことや、短期金融市場における資金余剰感の強まりを受けた短期金利低下の影響を受けやすかったことなどが背景とみられる。

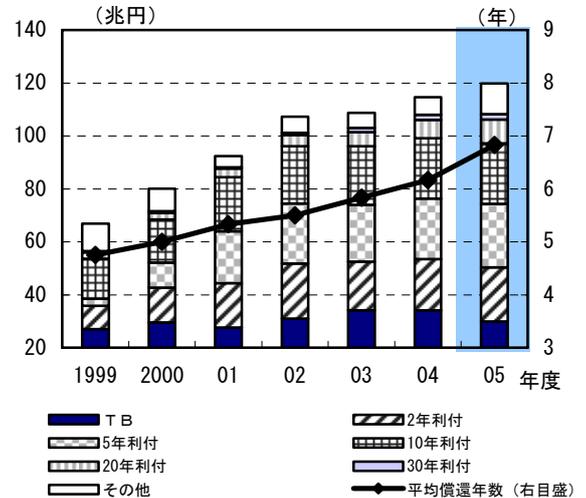
一方、10年を越えるゾーンの金利の下げ幅が、短中期ゾーンと比較して小幅に止まり、10-20年間のスプレッドがむしろ拡大したのは、国債の増発が20年債を中心に行なわれ、相対的に需給面の影響を受けやすかったことがあるとみられる(図表9)。

長期金利は本年前半総じて低下傾向を辿ったが、この間の金利低下は、①わが国の景気回復ペースに対する市場の見方が幾分慎重化したこととともに、②欧米の長期金利の低下傾向が続く中で生じたことが特徴である。以下、これらについてやや詳しく分析する。

(景気回復見通しの慎重化)

景気(実質GDP成長率)に対する市場参加者の見通しは、04年8月をピークに04・05年度見通しともに低下傾向を辿り、本年入り後も基本的には低めの見通しが続いた(図表10)。また、物価(CPI上昇率)に対する市場参加者の見通しも、04年中は小幅のプラスで推移したが、05年入り後はマイナス圏内で低下傾向を続けた。こうした市場における景気・物価見通しの慎重化は、原油価格の高騰や米国・中国等海外経済の景気減速懸念、或いはIT部門における調整などから、わが国経済の先行き不透明感が強まったことが基本的な背景と考えられる。

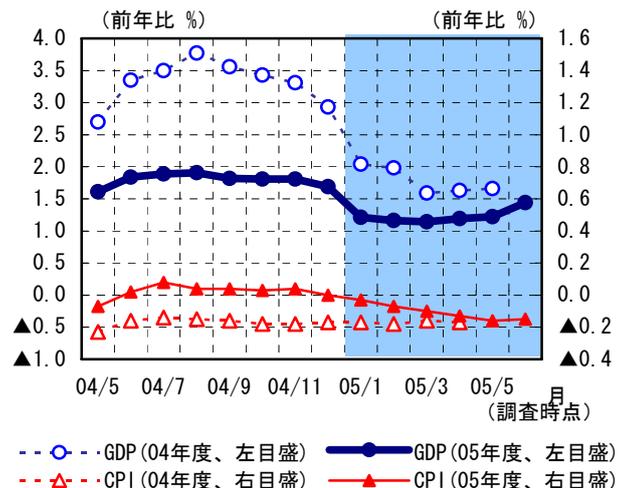
(図表9) 国債発行規模



(注) 市中発行分のみ。03年度までは実績、04年度以降は当初予算ベース。

(出所) 財務省

(図表10) エコノミスト調査による景気・物価の見通し



(注) 1. 直近調査時点は、05/5/30~6/6日。

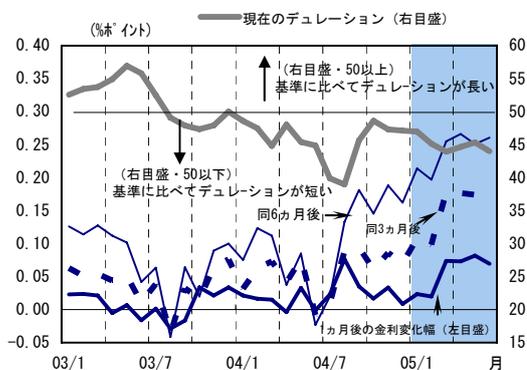
2. GDP(実質)は、05/1月調査より連鎖方式ベース。それ以前は、固定基準年ベース。

(出所) 経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

長期金利が低下傾向を辿るなかで、市場参加者による金利の先行き見通しや保有債券のデュレーションの変化をみると、金利の先行きについては小幅ながら上昇見通しが維持されたほか、デュレーションもやや短かめに運営する傾向が続いた（図表 11）。この点は、長期金利が史上最低を記録した 03 年 6 月の金利低下局面において、金利低下期待が強く、市場参加者がデュレーションを長期化させていたのと対照的である。このように、市場参加者が先行き上昇を警戒しながらも金利水準が徐々に切り下がってきた本年前半の状況は、①中期的な景気回復シナリオ自体は引き続き維持されていたこと、②その一方で景気が踊り場を脱する時期についての市場参加者の見方が徐々に慎重化したことを示唆しているとみられる。

量的緩和継続期間に関する市場の見通しも長期化した。因みに、ユーロ円金利先物レートをを用いて、「同レートが量的緩和政策導入前のユーロ円金利（ここでは①ゼロ金利政策当時の平均値 0.19%、②無担保コール O/N 金利の誘導水準が 0.25%であった当時の平均値 0.51%の 2 つを利用）を上回るのは、現在からどの程度先となっているか」をみたのが図表 12 である。量的緩和継続期間に関する市場の見通しは、時々を経済指標に反応して変動したが、本年前半を通してみれば、市場における景気・物価見通しの慎重化を反映して、総じて長期化傾向を辿った（BOX 2）。

（図表 11）市場参加者の見通しと保有国債のデュレーション



(注) 1. 調査対象は、証券会社・機関投資家の債券担当者。  
 2. 直近調査時点は、05/6/28~30日。  
 3. 10年新発国債利回り（調査期間中平均）：  
 03/7月:0.945%、03/8月:1.420%  
 (出所)Quick「QSS債券月次調査」、日本銀行

（図表 12）量的緩和継続期間に関する市場参加者の予想



(注) ユーロ円 3ヶ月金利先物のイールドカーブにおいて、  
 ①ゼロ金利政策時（99/2月～00/8月）、②無担保コール O/N 金利誘導水準 0.25%時（00/8月～01/2月）のユーロ円 3ヶ月物金利の平均値を上回る時点までを、予想される量的緩和の継続期間とした。  
 (出所) 東京金融先物取引所、日本銀行

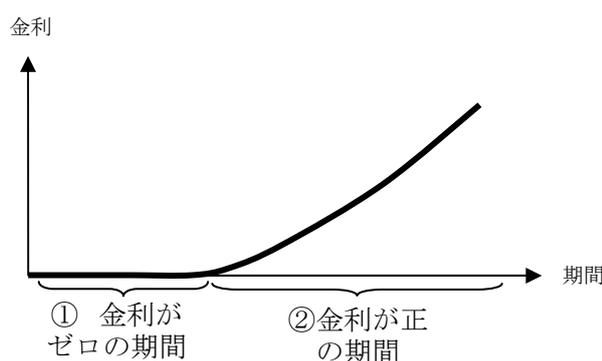
## 【BOX 2】 量的緩和継続期間に関する市場参加者の予想の計測

市場参加者が予想する量的緩和継続期間について、本文では、「①ユーロ円金利先物（3ヶ月）が、ゼロ金利政策当時のユーロ円金利平均値を上回る時点と、②無担保コール O/N 金利の誘導水準が 0.25%であった当時のユーロ円金利平均値を上回る時点」という簡便な形で示した。こうして計算される期間は、過去における政策金利（無担保 O/N コール金利）とユーロ円 3ヶ月物金利の差が量的緩和政策後も概ね同程度という単純な前提に立っているため、期間の長さ自体に大きな重みをもって解釈することはできないが、期間の長期化・短期化といった変化の方向性は、ある程度時々々の市場の見方を反映しているとみることができる。

市場における金利の先行き予想を抽出する方法としては、この他にも金利の期間構造モデルを利用する方法がある。ただ、わが国の金利の期間構造は、BOX 図表 3 のように、短期ゾーンでゼロに貼り付き、ある時点から屈折して上昇を始める形状となっている。このため、一般に用いる金利の期間構造モデルは利用しにくいことが指摘されている。例えば、モデルに当てはめると金利が負の値を取ってしまったたり、ボラティリティが金利水準に依存して決まるモデルでは、ボラティリティの値が極めて小さくなってしまいうという問題が生ずる。

Gorovoi and Linetsky(2004)は、こうした既存のモデルの欠点を補い、金利ボラティリティが小さくなり過ぎることを避けるとともに、金利が負値を取る場合は金利をゼロとみなすというモデルを構築し、同モデルによって、わが国の金利の期間構造が説明可能であることを報告している。試みに、このモデルを用いて、市場に織り込まれた金利の先行き予想を抽出し、この予想の下に「短期金利がゼロでなくなる時点」を計算してみると（BOX 図表 4）、これまでのところは、ユーロ円金利先物を用いた簡便な方法による見通し（本文図表 12）に概ね一致した動きとなっている。

（BOX 図表 3）わが国の金利の期間構造



（BOX 図表 4）モデルから計算されるゼロ金利継続期間



### 【参考文献】

- Gorovoi, V., and V. Linetsky [2004], “Black’s Model of Interest Rates as Options, Eigenfunction Expansions and Japanese Interest Rates,” *Mathematical Finance*, Vol.14, No.1, pp.49-78
- Linetsky, V. [2004], “Computing Hitting Time Densities for CIR and OU Diffusions: Applications to Mean-reverting Models,” *Journal of Computational Finance*, Vol7, pp.1-22.

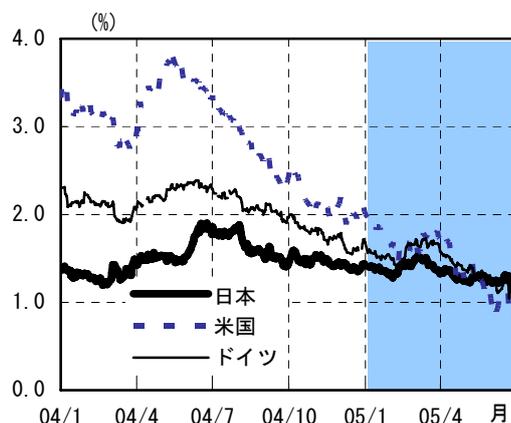
### (欧米の長期金利低下の影響)

わが国の長期金利が低下傾向を辿った背景には、欧米の長期金利低下も影響したと考えられる。欧米金融市場では、昨年半ばから本年前半にかけて長期金利の低下傾向が続いている（前掲図表6）。米国では、景気が比較的堅調に推移し、政策金利が引き上げられているにもかかわらず、長期金利が低下を続けた。欧州でも景気に対する見方の慎重化や、年金制度改革に伴う長期債需要の高まり（負債に見合った長期資産への投資拡大）などから、長期金利は低下傾向を辿った。このため、欧米の長短金利差は昨年後半から急速に縮小し、足許ではわが国を下回るようになってきている（図表13）。

こうしたなかで、日米欧間のクロスボーダーでの債券投資動向をみると、趨勢的に3地域間の債券投資が増加するもとの（図表14）、昨年後半から本年前半にかけては、これまであまりみられなかった海外からの対日債券投資が拡大した（図表15）。こうした国際資金フローの動きも需給面からわが国の長期金利の低下に寄与したものとみられる。

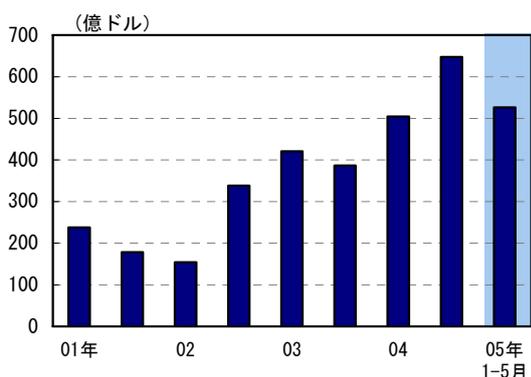
(図表13) 日米欧長短金利差

(10年金利-3ヶ月物短国金利)



(出所) 日本相互証券、Bloomberg

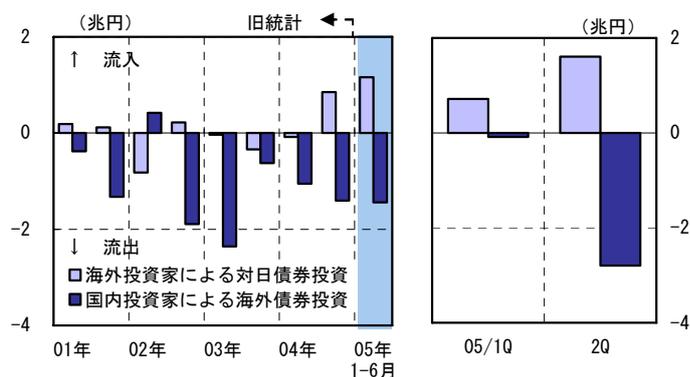
(図表14) 日米欧3地域間の債券投資額  
(グロスベース)



(注) 各地域から他の2地域への月中債券投資額合計(欧米による日本債券購入+日欧による米国債券購入+日米による欧州債券購入)の半期平均。

(出所) 日・米財務省

(図表15) わが国の対内外債券投資



(注) 04年12月までは決済ベース。05年1月からは約定ベース。月中流入・流出額の四半期・半期平均。05年1月取引分から一部計上方法が変更されており、従前のデータとは連続していない。05年4-6月分は速報値。

(出所) 財務省