

⇒ 研究ノート ⇐

東日本大震災後における日銀の市場との対話と流動性供給[☆]伊 藤 隆 康^{*}

要 旨

本稿の目的は、東日本大震災後における日銀の市場との対話や流動性供給策、金融緩和策の強化が短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証することにある。日銀による積極的な情報発信や流動性供給、金融緩和策の強化などにより、短期金融市場と日本国債市場は混乱なく安定的に推移した。また、こうした短期金融市場の混乱なき推移が、現金の円滑な供給から日銀ネットなどの決済システムの運行にとって必要不可欠であったことは言うまでもない。

キーワード：日銀，市場との対話，東日本大震災，流動性供給

JEL Classifications: E43, E52, G12

1. はじめに

2011年3月11日（金）の14時46分、東北地方の太平洋沖を震源としたマグニチュード9.0という未曾有の巨大地震（東北地方太平洋沖地震）が発生した。地震発生が大引け間際だったため、下げ幅は限定的となったが、日経平均株価（225種）はリスク資産回避の動きを背景に前日比179円20銭安の1万254円43銭に続落した。債券先物6月限は安全資産逃避の思惑を背景に一時1.36円高の139円90銭まで急騰し、新発10年債は1.270%まで低下した。日本相互証券が現物取引の中止を決めると、債券先物は上げ幅を急速に縮め、66銭高の139円20銭で取引を終了した。外為市場ではリパトリエーション（海外ドル資産を売却して円を買う動き）が進むとの思惑から、円相場が1ドル81円台の半ばに急上昇した。

日銀は11日にまず、一報として、「金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である」との声明を発表した。その後、日銀は流動性の供給を継続し、金融緩和政策の強化を決めた。本稿の目的は、東日本大震災後における日

^{*} 本稿を作成するにあたり、新潟大学プロジェクト推進経費（震災特別）の補助を受けている。記して謝辞を述べたい。

^{*} 新潟大学経済学部教授

〒950-2181 新潟市西区五十嵐2の町8050

TEL/FAX 025-262-6502

e-mail tito@econ.niigata-u.ac.jp

銀の市場との対話や流動性供給政策、金融緩和策の強化が短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証することにある。

東日本大震災後の日銀の市場との対話や短期金融市場、国債市場を分析した初めての研究として、本稿の意義は認められる。金融政策の変化が現物の金利に与えた影響を検証した伊藤(2005)や金融政策の予想が市場金利与える影響を検証した伊藤(2008)、包括緩和政策が金融市場に与えた影響を分析した伊藤(2011)などが類似の研究としてあげられる。また、日本銀行決済機構局(2011)は、日本銀行を含め、わが国決済システムや金融機関がどのような初期対応をとり、どのように金融・決済機能を維持したかを解説している。

2. 日銀の市場との対話と緩和の強化

以下に地震発生直後からの日銀による情報発信を時系列に整理した。情報はすべて日本銀行ホームページ(www.boj.or.jp)からの引用である。3月11日の震災直後の第1報から始まり、3月18日朝の日銀総裁による記者会見まで、日銀は金融市場の安定を確保するために積極的な情報発信を行ったといえる。また、別表1に東日本大震災関連情報(日銀ホームページから)を掲載した。

3月11日 東北地方太平洋沖地震について(第1報)

1. 本日午後2時46分頃、三陸沖を震源とする最大震度7の地震が発生した。日本銀行の本支店の建物に大きな被害はなく、窓口業務その他営業を継続している。また、日銀ネットは通常通り稼動している。
2. 日本銀行は、地震発生後直ちに、総裁を本部長とする「災害対策本部」を設置し、金融市場および金融機関の業務遂行に及ぼす影響等を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を整えた。
3. 日本銀行では、金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月11日午後4時現在 東北地方太平洋沖地震について(第2報)

1. 午後4時時点の状況についてお知らせする。
2. 日本銀行釧路支店において、避難命令が発令されたことにより全職員が避難している。
3. この他の日本銀行の本支店に大きな被害はない。日銀ネットは通常通り稼動している。
4. 日本銀行は、引き続き金融市場および金融機関の業務遂行に及ぼす影響等を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を継続する。
5. 日本銀行では、金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月11日午後5時現在東北地方太平洋沖地震について（第3報）

1. 午後5時時点の状況についてお知らせする。
2. 本日の資金決済・国債決済は、これまで予定通り進捗している。
3. 日本銀行は、引き続き金融市場および金融機関の業務遂行に及ぼす影響等を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を継続する。
4. 日本銀行では、金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月11日午後7時現在東北地方太平洋沖地震について（第4報）

1. 午後7時時点の状況についてお知らせする。
2. 本日の資金決済・国債決済は、予定通り終了した。
3. 日本銀行は、引き続き金融市場および金融機関の業務遂行に及ぼす影響等を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を継続する。
4. 日本銀行では、週明け後も、金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月12日午前10時30分現在東北地方太平洋沖地震について（第5報）

一 週末の対応、12日午前10時30分時点

この週末、東北地方を中心とする被災地域の金融機関において、預金を円滑に払戻すため、休日営業等の取組みが拡がりつつあります。日本銀行は、これを支援するため必要な体制を確保している旨、東北地域の金融機関に連絡し、金融機関の現金手当て等に対応しています。また、東北以外の地域においても、金融機関と緊密な連絡をとり、柔軟に対応できるよう体制を整えています。

3月13日午後5時現在東北地方太平洋沖地震について（第6報）

1. 13日午後5時時点の状況についてお知らせする。
2. 被災地域所在の金融機関の多くが、預金を円滑に払い戻すため休日営業を実施したのを受けて、日本銀行は、これを支援するため、昨日および本日、一部の本支店で金融機関の現金手当てに対応した。
3. 日本銀行は、明14日（月）、本店および全支店で通常どおり営業を実施する。
4. 日本銀行は、引き続き金融市場および金融機関の業務状況を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を継続する。
5. 日本銀行では、引き続き金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月14日午前9時30分現在東北地方太平洋沖地震について（第7報）

1. 14日午前9時30分時点の状況についてお知らせする。
2. 日本銀行は、本店および全支店で通常どおり営業を実施している。
3. 日本銀行は、引き続き金融市場および金融機関の業務状況を把握するとともに、所要の対応を講ずる体制を継続する。
4. 日本銀行では、朝方、7兆円の即日資金供給オペ（過去最大規模）および3兆円の先日付資金供給オペを実施した。引き続き金融市場の安定および資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針である。

3月14日午後2時48分金融政策決定会合の結果発表（一部抜粋）¹

金融緩和の強化について

1. 東北地方太平洋沖地震の発生後、日本銀行は、金融市場および金融機関の業務遂行への影響を把握するとともに、金融機能の維持および資金決済の円滑を確保するために、万全の措置を講じてきている。また、適切な金融市場調節の実施を通じて弾力的な資金供給を行っている。

（中略）

3. (2) 資産買入等の基金

基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とする。

増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下のとおりとし、2012年6月末を目途に増額を完了する。

長期国債：0.5兆円程度

国庫短期証券：1.0兆円程度

CP等：1.5兆円程度

社債等：1.5兆円程度

指数連動型上場投資信託：0.45兆円程度（認可取得を条件とする）

不動産投資信託：0.05兆円程度（同上）

3月14日午後3時30分から約45分間白川方明日銀総裁の定例記者会見（一部抜粋）

…中略… 日本銀行は、金融市場および金融機関の業務遂行への影響を把握するとともに、金融機能の維持および資金決済の円滑を確保するために、万全の措置を講じてきています。また、適切な金融市場調節の実施を通じて、弾力的な資金供給を行ってきています。…中略…

¹ この時の決定について反対者はなく、全員の賛成となった。

3月18日総裁談話²

日本銀行は、為替市場におけるG7各国との協調行動が、為替相場の安定的な形成に寄与することを強く期待している。

3月18日午前9時00分から約5分間日銀総裁記者会見（一部抜粋）

日本銀行は、為替市場におけるG7各国との協調行動が、為替相場の安定的な形成に寄与することを強く期待しています。日本銀行としては、強力な金融緩和を推進するとともに、金融市場の安定を確保するため、今後とも、潤沢な資金供給を行っていく方針です。…中略… 短期金融市場では、金融機関の予備的な資金需要が高まりましたが、日本銀行が連日未曾有の資金供給を行っていることもあり、落ち着きを取り戻しつつあります。

3. 日銀の流動性供給

表1に示したように、日銀は震災後の翌週3月14日から即日スタート分の資金供給オペレーションを通知した。特に、14日は合計で15兆円にのぼる資金供給を通知し、8兆9,262億円の流動性を供給した。震災対応としての日銀による当日スタートのオペレーションは3月22日まで継続したが、いずれのケースでも応札倍率は1倍を下回り、資金供給を希望した金融機関には流動性が供給された。3月14日にオファーされた7兆円のオペに対する応札倍率が0.735倍と最

表1 日銀の資金供給オペレーション（即日スタート分）

オファー日	種 類	オファー額 (億円)	落札額(億円)	応札倍率(倍)	エンド日
2011/3/14	共通担保資金供給 (全店)	70,000	51,460	0.735	2011/3/15
	共通担保資金供給 (全店)	50,000	25,400	0.508	2011/3/15
	共通担保資金供給 (全店)	30,000	12,402	0.413	2011/3/15
2011/3/15	共通担保資金供給 (全店)	50,000	36,608	0.732	2011/3/16
	共通担保資金供給 (全店)	30,000	17,200	0.573	2011/3/16
2011/3/16	共通担保資金供給 (全店)	35,000	20,500	0.586	2011/3/17
	共通担保資金供給 (全店)	15,000	7,124	0.475	2011/3/17
2011/3/17	共通担保資金供給 (全店)	50,000	11,220	0.224	2011/3/18
	共通担保資金供給 (全店)	10,000	5,000	0.500	2011/3/18
2011/3/18	共通担保資金供給 (全店)	30,000	16,770	0.559	2011/3/22
	共通担保資金供給 (全店)	10,000	3,000	0.300	2011/3/22
2011/3/22	共通担保資金供給 (全店)	20,000	1,300	0.065	2011/3/23

注：データソースは日本銀行。落札額と入札額は等しい。

² 3月17日の日本時間早朝（ニューヨーク時間の16日夕方）に円相場は1ドル=76円25銭まで買い込まれ、95年4月につけた79円75銭の高値を16年ぶりに更新した。

高となり、その後倍率は徐々に低下し、3月22日には0.065倍まで下がった。これは日銀による断続的な流動性供給のために、短期金融市場では資金の調達圧力が徐々に弱まったことを示している。

4. 短期金融市場と国債市場の反応

無担保コールレート（オーバーナイト物）の平均値は3月14日と15日の両日に誘導目標水準上限の0.1%を若干上回った³。しかし、日銀による大量の流動性供給や金融緩和策の効果により、オーバーナイト物の金利から3カ月物金利まで、概ね安定して推移したといえる。また、14日の金融緩和強化を好感して、新発国債の利回り（2年、5年、10年）が低下し、期末の31日まで概ね安定して推移した。表2から表4に3月11日から4月1日までのデータの推移につき、日次の終値ベースのものを示した。

表2 無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移

	平均	最高	最低
2011/3/11	0.087	0.150	0.065
2011/3/14	0.109	0.150	0.070
2011/3/15	0.103	0.150	0.075
2011/3/16	0.092	0.120	0.060
2011/3/17	0.095	0.150	0.060
2011/3/18	0.092	0.120	0.080
2011/3/22	0.084	0.125	0.060
2011/3/23	0.077	0.110	0.060
2011/3/24	0.074	0.110	0.060
2011/3/25	0.071	0.110	0.060
2011/3/28	0.072	0.110	0.050
2011/3/29	0.072	0.110	0.050
2011/3/30	0.071	0.110	0.050
2011/3/31	0.062	0.110	0.045
2011/4/1	0.061	0.150	0.050

注：データソースは日銀。単位は%。

³ 無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準は、0～0.1%である。

表3 日本円TIBORの推移

	1週間物	1カ月物	2カ月物	3月物
2011/3/11	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/14	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/15	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/16	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/17	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/18	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/22	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/23	0.1369	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/24	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/25	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/28	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/29	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/30	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/3/31	0.1362	0.1800	0.2600	0.3400
2011/4/1	0.1357	0.1800	0.2593	0.3400

注：データソースは全国銀行協会。単位は%。

表4 日本国債利回りの推移

	2年物	5年物	10年物
2011/3/11	0.210	0.540	1.245
2011/3/14	0.170	0.475	1.205
2011/3/15	0.215	0.495	1.210
2011/3/16	0.225	0.510	1.220
2011/3/17	0.220	0.500	1.200
2011/3/18	0.210	0.480	1.205
2011/3/22	0.210	0.500	1.245
2011/3/23	0.210	0.485	1.215
2011/3/24	0.215	0.475	1.205
2011/3/25	0.210	0.465	1.215
2011/3/28	0.210	0.475	1.235
2011/3/29	0.210	0.475	1.225
2011/3/30	0.205	0.485	1.240
2011/3/31	0.210	0.490	1.250
2011/4/1	0.205	0.505	1.275

注：データソースは三菱UFJモルガン・スタンレー証券。
単位は%。

5. まとめ

本稿の目的は、東日本大震災後における日銀の市場との対話や流動性供給策、金融緩和策の強化が短期金融市場と国債市場に与えた影響を検証することであった。日銀による積極的な情報発信や流動性供給、金融緩和策の強化などにより、短期金融市場と日本国債市場は混乱なく安定的に推移した。また、こうした短期金融市場の混乱なき推移が、現金の円滑な供給から日銀ネットなどの決済システムの運行にとって必要不可欠であったことは言うまでもない。

参考文献

- 伊藤隆康 (2005), 『長期金利と中央銀行－日本における金利の期間構造分析』日本評論社, pp.1-181.
伊藤隆康 (2008), 「日銀の市場との対話－2007年1月から2月の金融政策運営を分析して」『金融構造研究』第30号, pp.37-47.
伊藤隆康 (2011), 「日銀の包括緩和政策に関する短期的な効果の検証」『新潟大学経済論集』第90号, pp.237-247.
日本銀行ホームページ (www.boj.or.jp)
日本銀行決済機構局 (2011), 「東日本大震災におけるわが国決済システム・金融機関の対応」 BOJ Reports & Research Papers.

別表1 日銀による東日本大震災関連情報 (ホームページ www.boj.or.jp から)

日本銀行の業務継続状況

日本銀行は、東北地方所在の各支店・事務所を含め、すべての本支店・事務所で通常どおり業務を行っています。日銀ネットも、正常に稼働しています。

災害関連情報

- 2011年4月8日 宮城県沖を震源とする地震について
2011年3月14日 東北地方太平洋沖地震について (第7報, 午前9時30分時点)

金融上の特別措置

- 2011年3月13日 長野県北部の地震にかかる災害に対する金融上の措置について (長野県)
2011年3月13日 長野県北部の地震にかかる災害に対する金融上の措置について (新潟県)
2011年3月11日 平成23年(2011年)東北地方太平洋沖地震にかかる災害に対する金融上の措置について

損傷したお金の引換え

- 2011年7月6日 岩手県盛岡市での引換え業務の終了について
- 2011年4月15日 岩手県盛岡市における損傷通貨の引換えの実施について
- 2011年3月24日 損傷したお金の引換えについて

国庫・国債の取扱い

- 2011年5月25日 東日本大震災の被災者の方が記名国債を紛失した場合の手続の特例及び被災者に対する買上償還（償還の前倒し）について
- 2011年4月8日 罹災者の方が年金、恩給および国税還付金等をゆうちょ銀行または郵便局の窓口で受取る場合の措置について
- 2011年3月25日 国庫・国債事務の代理店の窓口事務について
- 2011年3月15日 東北地方太平洋沖地震等の被災者の方が個人向け国債の中途換金を請求する場合の手続の特例について

外為法に関する手続き

- 2011年3月15日 東北地方太平洋沖地震による災害に伴う外国為替及び外国貿易法に基づく報告の提出猶予について

金融政策

- 2011年10月7日 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について
- 2011年10月7日 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正について
- 2011年4月28日 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等について
- 2011年4月28日 被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和の概要
- 2011年4月28日 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの概要
- 2011年4月7日 当面の金融政策運営について（現状維持、議長から執行部への指示、13時10分公表）
- 2011年3月15日 総裁定例記者会見（3月14日）要旨
- 2011年3月14日 金融緩和の強化について（14時48分公表）

その他措置・政策関連情報

- 2011年3月18日 総裁記者会見（3月18日）要旨
- 2011年3月18日 総裁談話