

アジア諸国で相次ぐ金融政策 枠組み変更の背景と狙い

アジア調査部主任エコノミスト

多田出健太

03-3591-1283

kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

- アジア諸国で相次いで金融政策の枠組みが変更されている背景には、世界金融危機後の先進国の金融緩和の下、金融政策のトランスミッション機能が低下したという共通の問題があった
- 新たな枠組みは金融政策のトランスミッションを高める方向に改善された。特にインドでは、流動性問題に加えて即効性のある措置を併用したことで、より効果が現れやすいと考えられる
- もっとも、各国には未成熟な金融市場など、金融政策の枠組み以外にもトランスミッションを阻害している要因があり、それらが解消されなければトランスミッション問題の解決には不十分である

1. はじめに

アジア諸国では相次いで金融政策の枠組みが変更されている。2016年4月にインド、6月にフィリピンでは新しい枠組みでの金融政策運営が開始されたほか、この8月にはインドネシアでも新たな枠組みがスタートする。本稿では、これら3カ国の金融政策の枠組み変更について整理するとともに、各国がこれまでの枠組みにおいて抱えていた問題点を明らかにする。また、新たな枠組みにおける各国の共通点や相違点、変更によって期待される効果などについても考察する。

2. インドの金融政策枠組み

インド準備銀行（RBI）は4月5日に開催した金融政策会合において、政策金利であるレポレートを6.75%から6.50%へ引き下げることを決定した（図表1）。それと同時に、次に述べる「流動性管理の枠組み」を発表した。まず、銀行が流動性・定期性債務（NDTL）のうちRBIに義務的に積み立てる割合である現金準備率（CRR）をこれまで通りの4%に据え置いた一方、当該積み期間の2週間における1日当たり平均準備率の下限を95%から90%へ引下げた。次に、それまで銀行部門全体の流動性をNDTLの1%相当の不足となるように調整してきたが、以後は流動性の過不足がない状態を目指して徐々に調整を行うとした。最後に、政策金利の誘導対象とする市場金利（WACR）の上下限（コリドー）に関し、上限金利の限界貸出ファシリティー（MSF）金利を7.75%から0.75%ポイント引下げて7.00%へ、下限金利のリバース・レポレートを5.75%から0.25%ポイント引上げて6.00%とし、コリドーの幅を従来のレポレート±1.0%から同±0.5%へ縮小することを決定した。

今回の措置の背景には、銀行部門の流動性不足などの要因から金融政策の効果波及（トランスミッション）が遅いことへのRBIの問題意識がある。RBIは、2013年に米国が量的金融緩和政策を巻き戻すとの観測から通貨ルピーの急落に見舞われた際、通貨防衛のために利上げや流動性引締め策を

迫られていたが、その後は正常化を進めてきた。R B Iは2015年1月からは利下げに着手しており、政策金利は累積で1.25%低下したが、主要銀行の平均貸出基準金利（ベースレート）の低下幅は0.70%程度にとどまっていた（図表2）。上記の「流動性管理の枠組み」の変更により銀行部門の流動性不足が緩和され、貸出金利の引下げが促されると期待される。また、コリドローの幅が縮小することで短期金利の変動が抑えられ、WACRをレポレートに近づける効果が見込まれる。

以上の金融政策の枠組みの変更に加えて、R B Iは銀行のベースレートの算定方式を変更することにより、貸出金利の低下を直接的に促す措置を併用している。それまでは、各銀行が合理的と思われる計算方法を自由に選択してベースレートを貸出期間にかかわらず1つだけ定めてきた。これに対して、R B Iは2016年4月1日より、貸出基準金利の計算ガイドラインとしてMarginal Cost of Funds based Lending Rate (MCLR)を定めた。MCLRの導入によって、各行は資金調達コストを基に、定められた計算式に従いオーバーナイト、1カ月、3カ月、6カ月、12カ月物の貸出基準レートを設定することになった。ベースレートには金利の期間概念が取り入れられていなかったが、MCLRは貸出期間によって異なる基準金利を適用するため、特に短期の貸出においては金利の低下が期待できる。R B IはMCLRの導入によって、3月最終週のベースレートからオーバーナイトで50bp、その他の期間についても25bp低下したとしている。

以上のように、インドでは金融政策の効果がスムーズに波及していかない要因に1つ1つ対処しており、この成果が徐々に顕在化することでトランスミッションの問題は改善すると期待される。

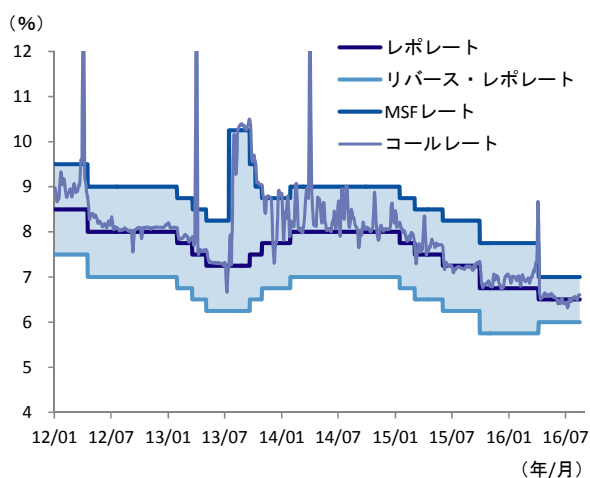
3. インドネシアの金融政策枠組み

2016年4月15日、インドネシア中央銀行（B I）は8月19日から政策金利を中銀参照金利（B Iレート）から7日物リバース・レポレートに変更することを発表した。

この背景を探るために、以下では今回の変更に至るまでの経緯を振り返る。

B Iは2008年6月9日、誘導対象を1カ月物中銀手形（S B I）金利からオーバーナイト金利に変更す

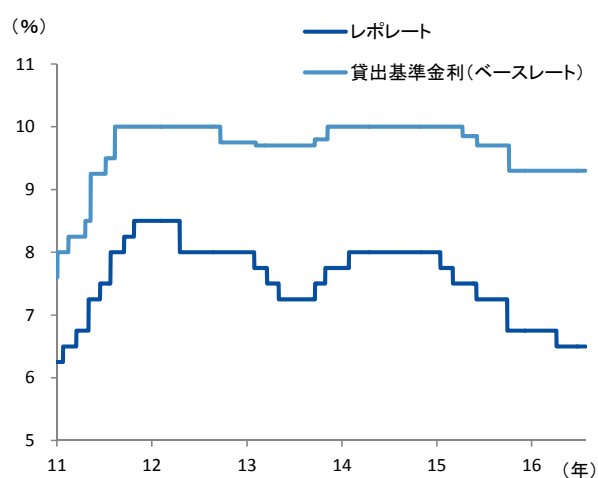
図表1 インドの政策金利と銀行間金利の推移



(注)コールレートは後方5日移動平均値。

(資料)インド準備銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 インドの政策金利と貸出金利の推移



(注)貸出基準金利(ベースレート)はインド・ステート銀行による。

(資料)インド準備銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

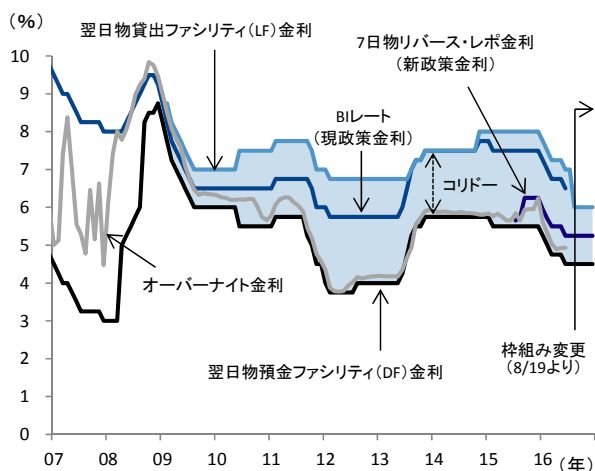
るとともに、B I レート▲0.5%の預金ファシリティー（DF）金利を下限、B I レート+0.5%の貸出ファシリティー（LF）金利を上限とするコリドーを形成し、オーバーナイト金利がコリドー内で推移するように誘導を開始した¹。この結果、オーバーナイト金利はリーマン・ショック後の世界金融危機の最中においても、コリドー内でB I レートに沿って安定して推移した（図表3）。

こうした政策運営が機能しなくなったのは、世界金融危機後の米国を中心とする先進国の金融緩和局面の下、特に2010年から2012年にかけて海外の投資資金が大量にインドネシアへ流入したことが背景にある。海外からの資金流入によって銀行間市場において流動性が積み上がり、金利に強い低下圧力がかかるようになった。そうした中でB I は2010年6月にコリドーの幅をB I レート±0.5%から同±1.0%に拡大、さらに2011年9月と2012年1月にはB I レートを据え置いたまま下限金利のDF金利のみを引下げ、オーバーナイト金利の低下を容認する措置をとった。その結果、オーバーナイト金利はB I レートから下方にかい離し、コリドー下限のDF金利に沿って推移するようになった。

B I がDF金利を引下げた理由としては、B I がオーバーナイト金利をコリドー内に収めるために市場から流動性を吸収する際に生じる利払い負担を懸念したことが考えられる²。世界金融危機後の2010年、2011年にB I の自己資本は大きく毀損していたため（図表4）、そうした状況下において流動性の吸収を行うことに伴う金利負担の増大を恐れたものとみられる。自己資本が毀損したとしても政府が資本注入を実施すれば問題ないが、その場合に懸念されるのは、中央銀行の独立性が損なわれる恐れがあることだ。

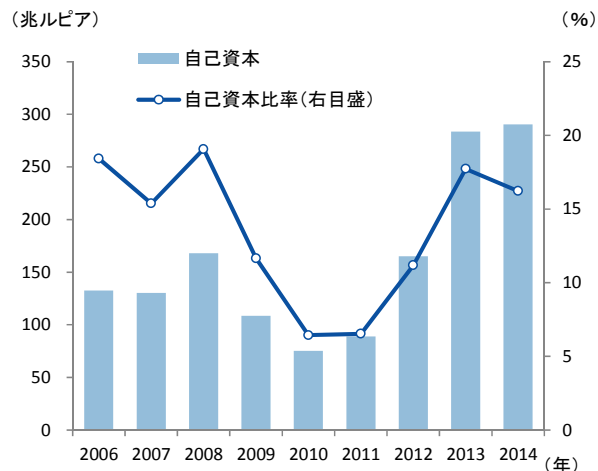
こうした金融政策運営の結果としてB I レートの政策金利としてのシグナル効果は消滅した。参照レートに過ぎず実体のないB I レートの変更を通じて金融政策の運営方針を示すためには、B I レートとオーバーナイト金利の連動性が確保されなければならない。しかし、上述の通り、オーバーナイト金利がB I レートからかい離してしまったため、B I レートの政策金利としての機能が失われたというわけだ。また、オーバーナイト金利はかろうじてコリドー下限でコントロールされているものの、銀行間市場が未発達であるため3カ月から12カ月物といった短期金利のイールドカーブは適切に形成

図表3 インドネシアの政策金利と銀行間金利の推移



(注) 政策金利について、8月以降は変更がないとして延長。
 (資料) インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表4 インドネシア中央銀行の自己資本



(資料) IFSより、みずほ総合研究所作成

されておらず、市場金利をコントロールしても銀行貸出金利に波及しにくいといった問題もある。

以上の経緯を受けて、8月19日以降、政策金利はB I レートから改め、B I と市中銀行との間で実施される日々の金融調節の際に参照されている7日物リバース・レポ金利とし、金利コリドーの幅はリバース・レポ金利±0.75%とすることを決定した。金利コリドーはこれまでの政策運営によって上下非対称かつ政策金利±2.5%と幅の広いものとなっていたが、今回の変更によって上下対称とし、幅を狭くすることで短期金利の変動の抑制を図る。

B I は枠組み変更の目的として、①金融市場のベンチマークとなっている7日物リバース・レポ金利を政策金利として使用することによって、金融政策のシグナル効果を強めること、②ターム物取引を活発化し、特に3～12カ月物の銀行間市場におけるイールドカーブの効率的な形成を通じて、政策金利から銀行貸出金利へのトランスミッションを促進することなどを挙げている。

B I は実体のないB I レートに代わって短期金融市場で頻繁に参照されている7日物リバース・レポ金利を政策金利とすることで、金融政策のシグナルを従来よりも市場に明確に示すことが可能となるだろう。もっとも、それだけでは一朝一夕にターム物取引を活発化し、銀行間市場でイールドカーブが効率的に形成されることは期待できない。また、過去の枠組みが機能しなくなったのは、その枠組み自体に問題があったからでなく、B I が過剰流動性を吸収せずに許容した結果であることは既に述べた通りである。したがって、今後も短期金融市場の発展に資する一段の施策が求められるほか、海外からの大量の資本流入に直面した際に、確実に過剰流動性を吸収し、オーバーナイト金利を7日物リバース・レポ金利に誘導できるかどうか、新たな枠組みの成否を握る。

4. フィリピンの金融政策枠組み

2016年5月16日、フィリピン中央銀行(B S P)は新たな金利コリドー(I R C)の枠組みを公表し、6月3日から実施するとした。この変更は2015年9月30日に予告されていたものである。

それまでB S Pの政策ツールとしては主要政策金利の翌日物借入金利(リバース・レポ金利)と翌日物貸出金利(レポ金利)、さらに市中銀行の余剰資金を吸収する主要な手段であるリバース・レポがあったものの、実態としては特別預金口座(S D A)を活用して金融政策を運営してきた。

今回の決定では、翌日物リバース・レポ金利を引き続き政策金利としたうえで、翌日物レポ金利は翌日物貸出ファシリティ(OL F金利)、S D A金利は翌日物預金ファシリティ(OD F金利)に置き換えられた。OL F金利はリバース・レポ金利+0.5%、OD F金利はリバース・レポ金利-0.5%に設定し、OL F金利を上限、OD F金利を下限とする金利コリドーが形成される(図表5)。後述するように、これまでの金融政策運営の結果として実質的には金利コリドーは既に形成されていたが、今回の変更で正式に金利コリドー方式を採用するとともに、流動性吸収手段として新たにターム物預金入札ファシリティ(T D F)も設けられた。

インドネシアと同じく、まずは枠組み変更の背景を探るためにこれまでの経緯を振り返る。

B S Pの金融政策は2012年から利下げサイクルに入り、政策金利と金融調節手段であるS D Aの金利を同時に引下げていたが、2013年からはS D A金利だけを引下げるようになった。一連のS D A金利の引下げの背景には、資本流入に伴う通貨高の抑制やB S P自身の金利負担を緩和する意図があったとみられる。以下、このことについてやや詳しく説明する。

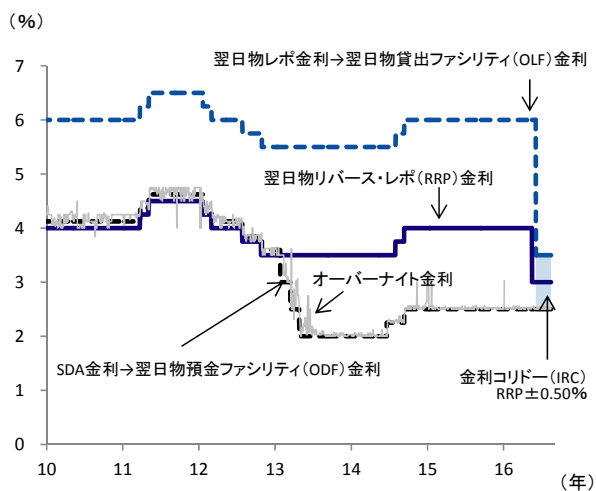
BSPのバランスシートを見ると、資産サイドは米ドル買い介入などで得た外貨準備、負債サイドは当座預金とSDAがメインである。資産サイドの米ドル資金は米国政府短期証券などを通じた低金利での運用となる一方、負債サイドのSDAに対しては比較的高いペソ建ての短期金利を支払う必要があるため、収支の逆ザヤが生じることになる。この結果、BSPの損失が膨らみ、自己資本は大幅に減少した。これはBIが置かれた状況と同様であり、BSPも同じようにSDA金利を引下げて利払い負担の増大を回避したとみられる。しかし、インドネシアと同じく、実質的にコリドーの下限金利となっていたSDA金利だけが引下げられたことによって、オーバーナイト金利は政策金利からかい離してコリドーの下限に沿って推移するようになり、政策金利のシグナル効果が低下する結果となった。さらに、インターバンク市場が未成熟で、イールドカーブの効率的な形成が不十分なため、オーバーナイト金利から銀行貸出金利への波及が進みにくいこともインドネシアと共通している。

BSPは今回の金融政策の枠組み変更により、狭い金利コリドーと入札方式のTDFという流動性吸収オペレーションを採用し、オーバーナイト金利を政策金利に近づけることで政策金利のシグナル効果を高め、金融政策の波及効果を高めようとしている。また、TDFの取引量を増やすにしたがって、銀行間取引が活発化することで適切なイールドカーブが形成されることを期待している。

BSPのテタンコ総裁も声明で、「SDAに集まる資金の流れを食い止め、市場金利と金融政策の関連性を強める」と強調した。それまで、BSPは資金吸収手段としてリバース・レポとSDAを有していたが、担保となる国債が不足しているためリバース・レポ取引は活発ではなく、流動性吸収の大半は無担保で無制限に利用できるSDAを通じて行われてきた。中銀のバランスシートをみると、2016年3月末時点でリバース・レポ残高は約3,100億ペソであるのに対し、SDA残高は約1兆275億ペソとほぼ3倍に上る（図表6）。

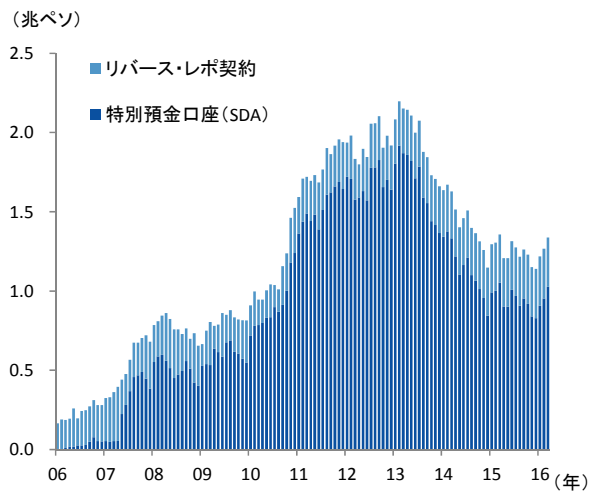
BSPは6月から既に新たな枠組みで金融政策をスタートしており、今のところTDF入札金利はSDA金利と同水準に設定されている。今後、BSPはTDFを緩やかに増やしていくと共に、TDF入札金利を徐々に政策金利に近づけていく方針だ。もっとも、オーバーナイト金利が政策金利からか

図表5 フィリピンの政策金利と銀行間金利の推移



(資料)フィリピン中央銀行、Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表6 フィリピンの流動性吸収手段の残高



(資料)フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

い離れたのは、B S Pが国内の銀行間市場における過剰流動性を容認したからである。S D AであろうとT D Fであろうと、過剰な流動性を吸収するという機能に本質的な変化はなく、B S PがT D Fの入札規模をどの程度拡大して流動性を吸収するかが新たな枠組みの成否を決める。これが実現されれば、T D Fによって過剰流動性が確実に吸収され、実際に市場金利は政策金利に収れんすることが見込まれる。他方、インドネシアと同様に、それだけでは銀行間取引の活発化して適切なイールドカーブを把握できる環境になるとはと思われず、そのような銀行間市場の発展には時間を要するとみられる。

5. トランスミッションの改善には一段の取り組みが必要

本稿では、インド、インドネシア、フィリピンにおける金融政策の枠組み変更について見てきた。このタイミングで金融政策の枠組み変更が相次いでいる背景の1つには、世界金融危機以降、先進国において非伝統的金融政策³が採用されるなど大幅な金融緩和が進められたことがある。先進国の金利が大幅に低下すると同時に極めて緩和的な流動性環境がもたらされる中、相対的に高金利かつ高い成長の見込める新興国への投資が盛り上がった。その結果、各国で影響は様々だが、金融政策のフレームワークにゆがみが生じ、金融政策の機能が低下することとなった。各国は問題に対処すべく今回の枠組み変更を決定し、新たな枠組みは金融政策のトランスミッションを高める方向に改善された。特にインドでは、流動性問題に加えてベースレートの算定方式の変更という即効性のある措置を併用したことで、貸出金利のゆがみは明確に是正されたと考えられる。

しかし、各国には金融政策の枠組み以外にもトランスミッションを阻害している要因があり、それらが解消されなければ問題解決には不十分である。各国では短期金融市場が未発達なために、市場で3カ月～12カ月物など短期金利の適正水準が把握しにくいといった問題等を抱えている。特に、インドネシアやフィリピンの中央銀行は、今回の枠組み変更によって短期金融市場の深化が進むことを期待しているが、それには長い時間を要するだろう。短期金融市場の更なる拡充を図っていく必要があるほか、インドネシアとフィリピンでは中央銀行が自ら従来の枠組みをゆがめて金融政策が機能不全に陥った面もあり、金融政策の運営に関し、透明性・一貫性を高めていくことも重要である。

また、フィリピンでは国内銀行の資金運用先が不足しているという、より根本的な問題もトランスミッションを阻害する一因である。現在の金融規制では、1社・グループ当たり与信限度（Single Borrower's Limit）が自己資本の25%以下と定められており、銀行は産業を独占する財閥大手企業などの巨額の資金需要に対応できない。融資先企業がないため、銀行は過剰流動性を抱えてきたという背景があり、こうした問題を解決しない限り、B S Pは資金吸収オペによる収支の逆ザヤを負担し続ける必要がある。従来の枠組みが機能不全に陥った経緯を踏まえると、銀行の資金運用難の問題を解決するため、規制緩和等も併せて進めていく必要があろう。

そしてインドでは、不良債権問題がトランスミッションに影響を及ぼしている。インドの商業銀行の不良債権比率は2009年3月の2.4%から上昇し、2016年3月には7.6%となった。また、不良債権に貸出条件緩和債権を合わせた問題債権全体の比率は2009年3月の4.6%から上昇し、2016年3月には11.5%となった。2016年3月は2015年9月から急増したが、これはR B I が2017年3月末までに不良債権処理に目途をつけるよう指示し、債権価値の見直し（A Q R : Asset Quality Review）を行った結果である。

こうした不良債権の増加が銀行の収益を圧迫し、貸し渋りにつながっていた。

不良債権問題に対し議会在2016年5月に破産法を可決するなど、インド政府は問題の解消に向けた措置も講じているが、効果が現れるまでには時間がかかる。さらに、近年のインドの金融政策の制度改革に貢献してきたラジャン総裁が、与党の母体であるヒンドゥー教至上主義団体との摩擦を一因に退任することとなり、後任人事次第では金融政策の制度改革が後退する懸念もある。インド政府は8月5日にRBIが守るべき向こう5年間のインフレターゲットを年+4%±2%に正式設定したことを受け、RBIは引き続き物価安定重視の金融政策を進める意向とみられるが、今後も反対勢力に屈することなく適切な金融政策の枠組みを構築していることが求められる。

¹ 2010年7月7日まで、DFはFASBI、LFは翌日物レポと呼ばれていた。

² DF金利の引下げは景気刺激を目的としていたという見解もあるが、その場合はDF金利ではなくBIレートを引下げるのが自然である。

³ 日米欧の中央銀行では将来の短期金利予想に働きかけるフォワードガイダンスや、中央銀行が国債などの資産を買い入れてバランスシートを拡大する量的金融緩和(Quantitative Easing)、さらにはマイナス金利政策といった非伝統的金融政策を導入している。

参考文献

Bangko Sentral ng Pilipinas(2016) “BSP Implements Interest Rate Corridor (IRC) System in Q2 2016”, May. 2016

Bank Indonesia(2016) “Governor of Bank Indonesia: BI Sets the 7-day Repo Rate as a New Policy Rate”, Apr. 15

Reserve bank of India(2013) “Statement by Dr.Raghuram Rajan on taking office on September 4, 2013”, Sep. 4

Reserve bank of India(2014) “Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework”, Jan. 21