

当座預金目標の引き下げの可能性

発表日：2月14日(月)

～量的緩和の意義を問い直す～

(No.B-37)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (5221-5223)

当座預金残高目標の引き下げに須田委員と福間委員が言及している。これは、札割れ対策として当座預金目標を引き下げても構わないという議論である。引き下げに言及した審議委員は2名であるが、仮に正副総裁が賛成に回れば一気に過半数になる。可能性がゼロでないことに注意しておく必要はある。

もっとも、引き下げ論の論理性を確認すると、資金需要がないので札割れが起こらないように供給オペを絞るという理屈は、短期金融市場で資金需要の余地を探るといった量的緩和の趣旨とは相容れないものになる。仮に、資金需要が盛り上がるので超過準備を積めないという脈絡ならば、筋は通っている。

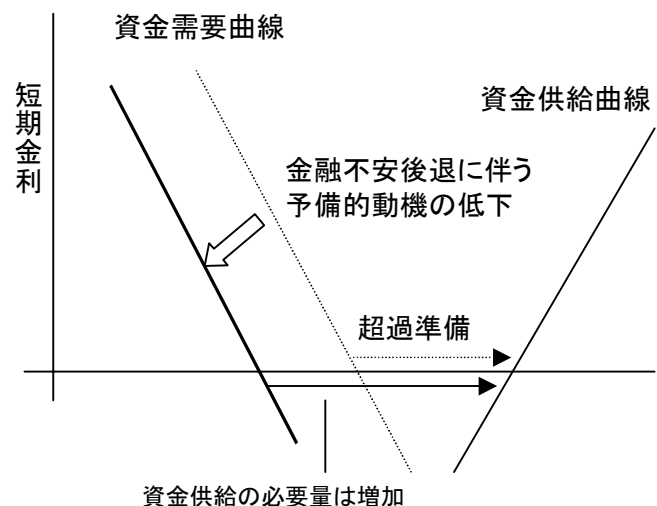
2人の当座預金目標値の引き下げ論者

2004年12月16・17日の決定会合では、2人の委員が当座預金残高目標値（以下「当預」と略）の30～35兆円についてタイミングを見ながら減額する可能性に言及していた。ひとは、福間委員だと言われ、もうひとは2月9日の講演内容から須田委員であることがわかった。須田委員は、「十分必要以上に『量』を出し続けることを前提」として、「資金需要が非常に弱い状況で、（中略）技術的な対応として、（当預を）下振れてしまうことは許容しても良いのではないか」（2月9日函館講演後の記者会見）と語っている。須田委員とみられる人物は、12月16・17日の決定会合で、「ペイオフ解禁を契機として金融市場の流動性不安が後退していく中では、デフレが継続するもとの、量的緩和政策における潤沢な資金供給と結果としてのゼロ金利の維持という枠組みは堅持しつつ、タイミングを十分に見極めながら、市場の資金の余剰度合いに応じて徐々に当預を減額していくことも考えられるのではないか」（議事要旨、福間委員と考えられる）という発言に同調している。須田委員は、福間委員ほど強くはないが、景気見合いで当預のレンジを広げてよいと考えている可能性がある。

当預引き下げ論は、足元の資金供給オペで札割れが頻発しており、当預30～35兆円を維持することが困難になっていることをどうにか解消したいという意図があるのだろう。札割れは、金融システム不安を背景にした予備的動機が後退し、資金需要が低下していることで起こっていると考えられる（図表）。引き下げ論は、自然体では30兆円の当預を維持できないのだから、需要低下に合わせて柔軟に目標値を引き下げて差し支えないという考えだ。

今回、引き下げ論に言及した須田委員は、2003年10月と2004年1月の当預引き上げに反対票を投じた人物である（そのほか植田・田谷委員がいた）。須田委員は、そもそも30～35兆円の当預を維持する意味合いに懐疑的であったと考えられる。そうした脈絡から言えば、2003年10月に同じく反対票を投じた植田委員もその立場にシンパシー

(図表)短期金融市場における資金供給



を感じている可能性が強い注。

今のところ、引き下げ論者は政策委員 9 人中の 2 人に止まっているが、将来的にこうした意見が過半数（5人以上）に動く可能性はゼロではない。例えば、常に一体で動く総裁・副総裁 3 人が、今は少数意見である引き下げ論に組みすれば、票決は裏返る。見通しとして、正副総裁が引き下げ論に傾く公算はかなり低いと考えられるが、今後正副総裁が宗旨替えしないかが注目される。

注：もうひとり 2003 年 10 月と 2004 年 1 月の両方で反対票を投じた田谷委員はすでに退任。2003 年 10 月に反対した植田委員も 4 月に退任予定ではある。

当座預金維持論の人々

当預引き下げ論の可能性がゼロではないと断った上で、現時点ではまだまだ現実味が乏しいということも指摘したい。

すなわち、消費者物価がマイナス圏内から浮上せず、量的緩和解除の目処が依然として先である状況下で、当預引き下げを行えば、そのことは量的緩和解除までの距離感がさほど遠くないことを印象付けてしまう。量的緩和政策には、巨大な当預が維持されることで、ゼロ金利状態が長期的に保たれるという時間軸でのアナウンスメント効果がある。当預が減り始めただけで、将来的にゼロ金利状態が変更されるのではないかという期待を与えることになってしまうという不安がある。この不安は、長期金利を上昇させるリスクもあるので、多くの審議委員たちは取えてそのリスクを冒したくないと考えるだろう。大半の委員は資金供給が困難になっていることと、長期金利上昇のリスクを比較考量して「（当預を維持することの）副作用は著しく大きいとは言えない」と判断しているようだ。

このことは、裏を返せば、量的緩和解除が近づけば、段階的に時間軸効果を後退させる意味で、当預引き下げに動くかもしれないとも理解できる。筆者は、消費者物価がプラス域に入って、量的緩和解除の条件が整いつつある段階にならなければ当預引き下げには動かないと予想している。現時点の筆者のメインシナリオは、当預引き下げは消費者物価がマイナスのうちには実行しないという見方である。

「札割れ対策としての当預引き下げ」論の矛盾

当預引き下げ論の根拠は、「札割れが頻発するから下限 30 兆円の当預を維持できない」という素直な言い訳が用いられている。もっとも、よく考えてみると、この理屈には矛盾が隠れていることに気付く。

そこで、インターバンクに資金需要がないことを根拠にして、札割れが起こるのは仕方がないという考え方をよく吟味してみよう。通常の資金供給オペは、季節的な資金不足を穴埋めするために実施されているが、現状では季節的な需要に応じた資金供給の範囲を超えて、短期国債の買い切りなど 1 年近くの長期資金の供給にまで足を踏み入れている。これは、先々の季節的な資金需要まで先食いしている状態である。以前から日銀は、期間が 1 年以上の全店手形オペを積極化してきたが、足元ではこの部分でも札割れが生じている。オペの中心になっている短期国債の買い切りでも札割れが起こっている。日銀が供給オペの期間を広げている構図は、イールドカーブはますますフラット化していく中で、自ら追加的なオペを打つ余地を乏しくしているという自縄自縛に陥っている状態である。

この状況をどう理解するかということだが、ポイントは日銀が直面しているのはオペを打てるほどの資金需要がないから資金供給を減らしても構わないという論理構成だ。資金需要がないということは短期金融市場から資金が出回っていないという機能不全が続いていることを意味し、札割れはその結果として生じている。だから、日銀は資金需要がないことを受容して、札割れを容認している理屈になる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しかし、日銀が資金需要がないから資金供給を絞るとするのは、大量の資金供給を起点に資金需要の余地を探ろうとする量的緩和政策の趣旨に反する。量的緩和の役割について、論理が逆になってしまっている。

さらに、今、札割れが起りやすくなっているのは、景気後退懸念が頭をもたげ、日銀の量的緩和解除の目処も遠のいているという観測があるからだろう。これは、イールドカーブがフラット化しているから、供給オペが打ちにくいという状況である。札割れの原因が景況感の悪化であれば、ここで金融緩和の程度を縮小させるのでは、因果が逆になってしまう。

正論は、福井総裁が指摘するように「景気が回復すれば金融緩和の効果が増してくる」はずだということである。確かに、現時点で資金供給量を維持することは実質的な金融緩和の拡大を意味するだろう。とは言っても、今は無理矢理でも当預を維持することが、景気回復期において金融緩和効果を後押しすることになり、デフレ脱却の経済環境をより確実なものにすると考えられる。

当座預金目標を引き下げることの合理性とは

なお、筆者は、当預引き下げを絶対に行ってはならないとは考えない。筆者は、量的緩和政策の量的ターゲットの部分には金融不安対策という意味合いだけしか感じないが、日銀の立場に沿って考えることもできる。

日銀の論理になぞらえて考えれば、当預を減額しても構わないタイミングとは、当預の意義が薄らぐときである。そうした環境とは、今とは逆に資金需要が活発化して、超過準備が短期金融市場に歩留まりをつくれなくなったときである。もしも旺盛な資金需要が出てきたときには、短期ゾーンの金利が立ち上がり、資金供給オペを打ってもその上昇を止められなくなる。この状態では、銀行が超過準備を抱えておく動機もいよいよなくなり、日銀も当預を維持することが今とは違った意味で苦しくなると考えられる。これは、札割れではなく、正反対の意味で当預が維持できなくなる状態だ。そうした場合、超金融緩和の必要はかなり薄らぎ、量的ターゲットを維持することに意味がなくなる。当然、こうした世界では景気拡大の勢いは強まり、消費者物価も上昇していくであろう。筆者は、こうした状況になってこそ、満を持して当預を引き下げることができると思う。本来、量的緩和体制を修正していくには、このように論理的整合性を持ったかたちで当預を引き下げることが適切だと考えられる。