

# 下限30兆円割れの意味

～「技術論」という意図をどう読むか～

発表日：5月20日(金)

(No.B-6)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (5221-5223)

5月20日の決定会合では、下限30兆円割れを容認した。このことが長い目でみて、どういった意味を持っているのだろうか。筆者は遠大な量的緩和解除の布石が打たれたと考える。今は「技術論」という位置づけであるが、見方を変えれば、これは市場が量の変化に対して過敏に反応しないようにする地ならしである。現時点で量的緩和解除までの距離感は遠いが、今回の措置は日銀が長期金利への極端な介入を手控え、ゆくゆくは量的ターゲットの引き下げに動くための準備段階だったということになるだろう。

## 技術論と言わざるを得ない

日銀は、当座預金目標30兆円割れに踏み切ったことに対して「技術論(技術的要因)」という説明をした。「技術論」だというのが、よく考えると「技術論」としか言いようがなかったのではないか。当然ながら、消費者物価の伸び率がマイナス域を抜け出せない現状では、量的緩和政策の枠組みを変更できない。日銀の姿勢としても、量的緩和解除を念頭において30兆円割れを容認したと言えれば、緩和解除の思惑が止められなくなるほど強めることになったであろう。水野審議委員が就任会見で使ったロジックを援用すれば、日銀が一旦緩和解除に動き出すと、金利先高期待が起こって、運用利回りがゼロである当座預金に金融機関が資金を置かなくなる。意識的な当座預金目標の引き下げは、それ自体が量的緩和政策の崩壊を導くことになる。今の日銀は、緩和解除のメッセージを込めると自己実現的に当座預金目標の維持ができなくなるので、「技術論」としか言いようがなかったと考えられる。

## 30兆円割れは一里塚

筆者は、当座預金目標に実体的な効果はないと考えるが、目標にどう対処するかということに関しては時間軸に対するメッセージ性があるとは考える。そのメッセージとは、量的緩和解除までの距離感がどのくらいあるかということである。だからこそ、量的緩和解除には慎重であるべきだと考える。

筆者はもうすでに、日銀が量的緩和解除に向かって遠大な計画を立てて、一つ一つ布石を打ってきていると考えている。一番目は、2004年10月の展望レポートで2005年度消費者物価コアのプラス(中央値)を示したことである。このメッセージは、2005年度内(とくにその後半)に消費者物価コミットメントを点検するような局面があるとするものであろう。次に、2005年4月の展望レポートである。このときには、消費者物価がプラスになる見通しを2006年度に先送りしたが、0.3%の消費者物価をもって量的緩和解除を意識するメッセージを出している。そして、おそらく今回の30兆円割れの容認が3番目の布石であろうと考える。

筆者は、遠大な計画の中では、今回の金融調節の見直しが単なる「技術論」で済むとは考えていない。隠れた意図として、今回の30兆円割れを容認することで、債券市場などに量に反応することを希薄化させる方向に持っていこうとしているのではないか。今回、日銀が30兆円に徹底的にこだわらなかったことは、無理な資金供給はしないという意思表示である。

もともと量的緩和政策には、運用利回りがゼロ%の資金を積み立てるという平時では非常識な面を持っている。だが、その無理な資金供給を続けることには、イールドカーブを過度に押し下げさせる副次的効果を持っている。だから、日銀が量的緩和の量にこだわるということは、イールドカーブが人為的に押し下げられるという意味がある。

### 初期動作としての 30 兆円割れ

では、今回、日銀が無理な資金供給をしないというメッセージを発したことにどのような意味があるのか。それは、今後、景気情勢の変化に伴って、金利先高感が生じたときに、それを人為的な介入で押し下げに来ないということであろう。まさしく長期金利上昇は自然に任せるということであろう。この点は、今後、長期金利が上昇したときには、日銀の押さえが利きにくくなる分、跳ね上がりが大きくなるのが心配される(この点は日銀が押さえていた方が逆に跳ね上がるという別の見方もあろう)。

なお、景気情勢の変化によって、金利上昇が起こったときにも超過準備を積むことは困難になるが、そのときにも日銀は、「量的ターゲットは技術的な理由で困難になった」と言えるだろう。これは、超過準備がインターバンクに滞留し続けるかどうかについて、技術的理由が否かということが客観的に判別できないからである。

今のところ、決定会合で技術的な理由で日銀が当座預金目標を維持できなくなったことに、債券市場は強く反応していない。現時点では、量的緩和の量的な部分への感応度は乏しかったと言える。しかし、今後とも金融調節の量的部分への反応が乏しいということであれば、日銀としては量的ターゲットを引き下げやすい環境と判断するかもしれない。そうすると、今回の 30 兆円割れは、今後、量的緩和政策から脱却するときの地ならしになる可能性がある。

そもそも政策が方向性を 180 度反転させるときには、初期動作に対する風当たりが最も強い。二段三段の行動には、過去からの慣性力が加わる分、動きやすいということである。今回は、量的ターゲットの見直しを既成事実として作った点では、将来への慣性力を生んだということだろう。確かに、現時点で量的緩和解除までの距離感はまだまだ遠いだろうが、事後的にみると、おそらく今回が遠大な緩和解除に向けた地ならしの一環だったと位置づけられるだろう。

### なぜ、買い切りを増やさなかったか

今回の 30 兆円割れに関して、最大の疑問は、なぜ、1 年超の国債買い切りを素直に実施しなかったのかということがある。当然、こうしたオペを打てば、長期国債の買い切りとの切り分け論が問題になる。毎月 1.2 兆円の長期国債を買っているのと別枠で、中期の資金供給を認めるかということである。日銀としては、そんな措置を認めれば、オペの期間が際限なく長期化するだろうと心配する。長期間のオペが恒常化すれば、量的緩和解除を宣言し、金利プラスの世界に移行するには、吸収オペをしないとイケなくなり、より混乱を招くのではないかと考えるだろう。

筆者は、こうした際限のない買い切りには反対であるが、そうした議論を公明正大に行うことには意義を感じる。景気踊り場が続く中では、際限のない買い切りには歯止めをかけておいて、限定的に 1 年超の買い切りオペを認めてもよいとも考える。それに景気踊り場だから、買い切りオペの期間を限定的に長くするという手法は、まったく不自然さのない金融調節と考えられる。

今回、日銀がオペを長期化させる政策オプションを採用しなかったことは、量的緩和をどうしても止めたいという強い意思表示なのだろう。