

「量的緩和解除のシナリオ」を予想する

発表日：6月15日(水)

～量的緩和解除は2006年10-12月が目処～

(No. B-8)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

日銀は、量的緩和解除に向けた遠大な作戦を展開している。次のアクションは、当座預金ターゲットの引き下げの前に、6か月以上の長い資金供給オペを手控えて、当座預金残高が20兆円台に下がっていくことを容認すると考えられる。ターゲットの引き下げはそうした市場環境を恒常化させた後、現状追認するかたちで行われるだろう。これは、債券市場が量的調節に対して過敏になっている姿勢を緩和させる意図がある。そして、量的緩和解除は、消費者物価が0.3~0.5%になってから2006年10-12月に短期金利をプラスにするかたちで行われると予想される。

「次の一手」の布石を考える

日銀は5月20日の決定会合で、30兆円の当座預金目標の下限割れ容認を決定し、遂に6月2・3日は30兆円割れを黙認した。今後の金融政策について、衆目の関心は、当座預金ターゲットの引き下げという「次の一手」に集まっているが、そう単純に進むのであろうか。筆者は、当座預金ターゲットの引き下げに動く前に、日銀が次なる布石を打ってくるかと考える。

まず、次なる布石が何であるかを説明する前に、日銀サイドから漏れてくるメッセージを読み解いてみたい。筆者は、「資金供給オペは市場機能を封殺しない」、「景気回復が進むと『量』の効果よりも(CPIコミットメントという)『約束』の効果の方にウエイトが移ってくる」という2つのキーワードに注目する。

現状、日銀は、買い切りオペを除く資金供給オペの少なからぬ部分を、6か月以上の手形・全店オペに依存している(図表1)。CP、手形・本店オペのような3、4か月以内の資金供給オペはほとんど札割れに陥っている。今の状態は、日銀がもしも長期間の全店オペで資金供給オペが打たなければ、すぐにでも当座預金目標は30兆円以下に落下してもおかしくない市場環境だと言える。

そうした中で日銀は、3月くらいから長めのオペを使って、2005年末越えの資金需要に応えるかたちで、どうにか大量の流動性を供給している。だが、こうした長めのオペは、本来、金融機関が年末になって取ろうとする資金需要を先食いする行為に過ぎない。今、長めのオペで資金供給を行うことは、将来の札割れを助長することにもつながる。さらに、先行きの金利形成の意味でも、先行きの資金需要を満たしていくことは、タ

(図表1)最近の手形・国債の資金供給オペの入札実績

2005		実行日	期日	オファー	応札額(億円)	応札倍率	利回り	備考
6月14日	CP買現先	6月16日	8月4日	4,000	6,542	163.6%	0.004	
9	手形買入・全	6月13日	2006/2/15	10,000	6,710	67.1%	0.001	長期間
8	手形買入・本	6月10日	10月26日	8,000	1,430	17.9%	0.001	
7	CP買現先	6月9日	7月27日	4,000	7,551	188.8%	0.004	
7	手形買入・全	6月9日	2006/2/9	10,000	22,512	225.1%	0.001	長期間
2	手形買入・全	6月6日	2006/2/7	10,000	26,568	265.7%	0.001	長期間
1	手形買入・本	6月3日	10月14日	2,000	1,955	97.8%	0.001	
5月9日	国債買現先	5月11日	7月7日	4,000	1,589	39.7%	0.001	
10	CP買現先	5月12日	7月7日	4,000	3,761	94.0%	0.002	
10	手形買入・本	5月12日	9月14日	8,000	3,377	42.2%	0.001	
11	手形買入・全	5月13日	2006/1/24	10,000	22,065	220.7%	0.001	長期間
16	国債買現先	5月18日	7月12日	4,000	1,527	38.2%	0.001	
17	CP買現先	5月19日	7月14日	4,000	2,460	61.5%	0.001	
18	手形買入・本	5月20日	11月18日	8,000	10,144	126.8%	0.001	長期間
23	国債買現先	5月25日	7月15日	4,000	1,326	33.2%	0.001	
23	手形買入・本	5月25日	10月6日	8,000	3,623	45.3%	0.001	
23	手形買入・全	5月25日	2006/2/15	10,000	24,583	245.8%	0.001	長期間
24	CP買現先	5月26日	7月21日	4,000	4,188	104.7%	0.001	
25	手形買入・本	5月27日	10月14日	8,000	2,842	35.5%	0.001	
26	手形買入・全	5月30日	2006/3/15	10,000	28,633	286.3%	0.001	長期間
30	国債買現先	6月1日	7月28日	4,000	3,100	77.5%	0.001	
31	手形買入・全	6月2日	2006/3/22	10,000	30,618	306.2%	0.001	長期間
5月中 6か月以内のオペ					52,000			
6か月超のオペ					48,000			
					億円			
					億円			

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。見直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。

一ム物金利を過度にフラットにする行為とも言える。つまり、今の長めのオペを使った資金供給は、ターム物の自然な金利形成を殺してしまうものなので、資金供給オペが「市場機能を封殺しない」ようにすると言っている意図は、長めのオペに過度に依存する状況を控えていくということなのであろう。この言葉は、先行きの資金供給の長期化が見直されて、当座預金が 30 兆円以下に減少していくことを放置するかもしれないということを暗示している。

では、30 兆円割れが一時的ではなく、恒常化すればどうなるか。この状態が日銀による人為的な措置なのか、これまで長めのオペを打ちすぎて資金が積めない状況なのかを客観的に評価することは難しい。こうした状況では、日銀への風当たりが多少強まるにしても、債券市場にはあまり悪影響は及ぼさないと考えられる。むしろ、日銀は、景況感が上向いた後に、恒常化する当座預金減少を追認するかたちで、当座預金ターゲットを引き下げるのではないかと。そうすれば、日銀は当座預金ターゲットの見直しに対して「現状追認だから引き締めではない」という説明ができる。この段階では、量の意味合いが債券市場にショックを与えない環境が醸成されるという訳である。日銀が、「量よりも約束にウエイトが移っている」と言っているのは、将来、量に対する債券市場の過剰反応を緩和しようとする意図の表われだと理解できる。

因みに、福井総裁は、1988 年に営業局長として、新金融調節方式という改革の責任者だったことがある。この新しい金融調節の説明は、市場追従型で公定歩合操作は行うということだった。短期金融市場の需給逼迫でインターバンクレートが上昇するので、公定歩合の変更もそれに自然に追従するという理屈である。だが、この市場追従の内幕は、日銀が準備預金制度の下での資金供給を吸収オペで絞り込み、短期金利の上昇を促すという自作自演の高め誘導であった。当時、日銀は史上最低の 2.5% という公定歩合を長期継続し、政府との折衝でも円高などを理由に低金利維持を余儀なくされていた。そうした政治環境を突破しようとする福井総裁らの大義名分は、「市場追従」という名目だった。今の量的緩和政策を解除へ導くときも、福井総裁はこの追従型という大義名分をもう一度使うかもしれない。

長いオペを減らしていく理由

日銀が 6 か月以上の長めのオペを手控えていく理由は、もうひとつある。量的緩和解除を行うときに、吸収オペを行いたくないからだ。仮に、量的緩和解除に踏み切ったならば、その時には当座預金残高を法定準備に見合う 6 兆円程度まで落とすことになる。その際、すぐには期落ちしないオペが大量にあると、当座預金を減らしにくいことになる。通常の 1、2 か月のオペであれば、オペのロールオーバーをしなければ、期落ちしてそれが超過準備の吸収の役割を果たすが、長めのオペが占める割合が極端に上昇するとそうはいかない。そうした場合に、日銀は多額の吸収オペを打つ必要が出てくるかもしれない。多額の吸収オペを量的緩和解除時に実行すれば、金利跳ね上がりの不確実性を伴うし、引き締めの印象を強めてしまう。

例えば、現時点であれば、2006 年 3 月中旬まで手形オペの期日まで延びているので、日銀は少なくとも 2006 年 3 月まで量的緩和解除をしたくないはずである。逆に言えば、日銀自身に量的緩和解除の目処が固まってきた段階で、解除のタイミングを念頭に置いて、長めのオペを徐々に手控え、短期国債の買い切りのペースを落としていくはずである。

焦点は景況感の改善

今後の日銀の戦略は、当座預金が恒常的に減少していく環境を不自然さなく作り出すことだというのが筆者の読みである。5 月 20 日の札割れの一時的な容認の決定は、日銀が当座預金目標にがっかりと縛られた状況を変化させ、量的緩和解除に導いていくための「蟻の一穴」だったと思われる。現状では、日銀がオペをどう打っていくかで当座預金残高自体が変化しうる状況という意味で、日銀は金融調節の自由度を多少なりとも取り戻したと理解できる。

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。見直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。

ただし、自由度を復活させたとは言っても、量的ターゲットの引き下げに動くことは、現状のような景気踊り場を脱却できない経済状態では実行できないだろう。少なくとも、今秋以降に生産循環が持ち直しに向かっていくタイミングか、消費者物価が前年比プラスに浮上してくる時期でなくてはなるまい。

筆者の見通しでは、消費者物価がプラスに転化する時期のメインシナリオは2006年1月である(図表2)。このタイミングは、2005年1月の通信費の値下がり要因が一巡する時期である。

一方、最近の毎月勤労統計をみると、所定内賃金が4年半振りにプラスになるという明るい兆しもある。こうした所得環境の改善が早まれば、米価格の要因が剥落する2005年11月からのプラスもあり得るだろう。こちらはサブシナリオであるが、その可能性は徐々に高まっている。

筆者の予想では、景況感が上向いてくるのは2005年10-12月辺りからとみている。日銀はその頃から当座預金の30兆円割れを恒常化させ、2006年1-3月に当座預金ターゲットを引き下げる議論を行っていくとみている。実際に、当座預金ターゲットを引き下げるのは、今年と同じく当座預金残高の維持が苦しくなる2006年4-6月のどこかであると予想する。この時期には、消費者物価は+0.3%と量的緩和解除が実施されてもおかしくない状況になっていると考えられる。

(図表2) 消費者物価の見通し



量的緩和解除は2006年10-12月か

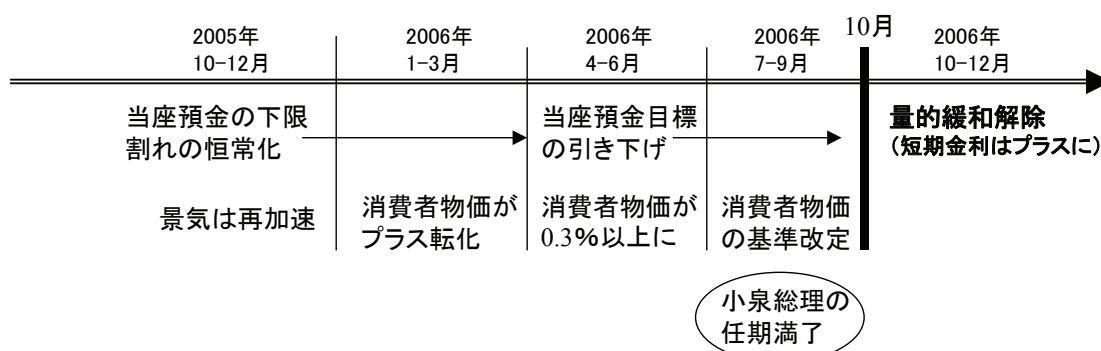
そうしたステップを経て、量的緩和解除が実行されるタイミングは、どのあたりなのか。筆者は、その時期が2006年10-12月辺りだと予想する。その理由は、

- (1) CPIの基準改定が2006年8月にあつて、そこで消費者物価が多少下方に水準訂正されたとしてもプラス幅を維持することを確認すること、
- (2) 小泉政権が2006年9月に任期を迎え、次期政権が小泉政権の路線を踏襲している間であること、
- (3) 次期政権が消費税率引き上げに動き出す時期であり、景気弱気論を打ち出しにくい時期であること(日銀にだけ量的緩和解除を慎重にしろとは言にくい)、

があると考えられる。

日銀の展望レポートは毎年4月末、10月末に発表されるが、2006年4月の展望レポートで2006年度の消費者物価の上方修正を示して当座預金引き下げに動き、その次の2006年10月の展望レポートと前後に、量的緩和解除に動くことと予想している(図表3)。

(図表3) 量的緩和解除までのシナリオ



こうしたタイミングとは別の視点として、量的緩和解除に関して、ゼロ金利を経由するのか否かという論点もある。筆者は、量的緩和解除のタイミングが、景気情勢がかなり良くなって、短期金利水準をプラスにしてもおかしくない経済情勢まで待って行われることになるので、量的緩和解除はゼロ金利を経由しないで行われると考える。

つまり、量的緩和解除＝プラスの短期金利、という理解である。その理由は、量的緩和の枠組み変更というのは、量的ターゲットから金利ターゲットへの移行を意味していて、日銀はプラスの短期金利にすることによって、金融調節における資金供給をかつての中立調節にすることがはっきりとした枠組み変更になると考えられるからだ。ゼロ金利政策であれば、資金供給が発生する資金需要に対してアコモデートする受け身の状態になるため、日銀が意図する過剰流動性の吸収はできないだろう。政策委員会の議論では、水野・福間審議委員を中心に、量的緩和の枠組みを維持しては、過剰流動性の副作用を批判する論調があるので、将来、量的緩和を解除する段階では、量的緩和解除は過剰流動性を吸収するためだという意図がもっと鮮明になるに違いない。2006年10-12月辺りに予想される量的緩和解除は、短期金利を0.10~0.25%のレンジで誘導するかたちの金利調節に回帰することになるだろう。