

「下限30兆円割れ」容認はどのように決まったか

発表日：6月20日(月)

～5月20日の日銀政策決定会合議事要旨～

(No. B-9)

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

5月20日の議事要旨では、福間・水野委員が当座預金引き下げを主張したが、結局、当座預金目標30兆円の下限割れが決定された。その時の議論では、下限割れには技術的な理由だけでなく、30兆円の下限維持に固執して長めのオペを多用すると、自然な金利形成を阻害するという論点が複数の委員から指摘されていた。この点は、否決された福間・水野委員の意見に通じるものがある。こうした意見の委員たちは景況感次第で福間・水野委員に傾く可能性がある。

下限割れ容認の認識

5月20日に日銀が当座預金目標30～35兆円の下限割れを容認したときの議事要旨が公開された。ここでは、そうした議長提案のほか、福間・水野委員の2名が当座預金目標の引き下げを主張し、福間委員は27～32兆円への当座預金目標の引き下げを提案したが、2：7で否決されていた。

まず、議事要旨における「下限30兆円割れ」の必要性の認識について紹介しておく。6月上旬の資金不足が一定期間続くことを踏まえると、下限割れを(30～35兆円)『程度』で読み込むことが難しくなる恐れがあり、『なお書き』として金融市場調節方針に書き込むことが必要であるとされていた。ただし、「上下双方向の『なお書き』が付されることで当座預金残高目標の意義が不明確とならないよう、発動条件については十分に明確なものとする必要がある」とか、「目標達成の努力が十分に行われるのであれば、当座預金残高目標の一時的な下限割れを許容することには反対しない」という留保条件を述べる意見も少なくなかった。こうした認識を踏まえ、5月20日の決定会合では、「資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする」という「なお書き」が追加された。

一方、福間・水野委員らによる「巨額の当座預金残高維持は、市場機能回復の障害となるほか、金融規律の低下を通じて将来的なインフレ・リスクが高まる」(福間委員)という意見は、「景気が『踊り場』にある中で、金融市場調節方針の変更を行うと、日本銀行の金融緩和スタンスが誤解されて、金融市場が過剰に反応するリスクがある」(何人かの委員)として退けられている。

技術的対応なのか？

5月20日の措置の位置づけを巡っては、それが政策変更の一環なのか、技術的な対応なのかという確認が行われた。大方の見方は、「今回の対応は、当座預金残高目標の引き下げなど、今後の政策運営の方向とは切り離して理解する必要がある」というものであったが、複数の委員から30～35兆円の当座預金を維持するための長めのオペに依存し過ぎると、「日本銀行のバランスシートの固定化が進み、機動的な金融調節が阻害されると同時に、市場のリスクプレミアムの極端な縮小など市場機能に一層悪影響が及ぶ」という指摘もあった。ここには、30兆円が技術的に積めないから下限割れを容認するという意味合いのほかに、短期金融市場における資金需要が低下する中で当座預金目標の達成にこだわると、金融調節が金利形成に望ましくない影響を与えるという判断が加わっている。複数の委員たちの趣旨は、当座預金目標の引き下げを主張する福間・水野委員の意図と通じるものがある。今回、議長提案に賛成した委員の中には、そうした福間・水野委員の論調にシンパシーを感じつつも、景気踊り場から脱す

るまでは当座預金目標をつつのはまずい、と思っている可能性はある。筆者の予想では、須田委員や西村委員はこうした見方を持っているのではないかと考えている。

一方、審議委員たちが技術的対応と断りつつ、量の維持が金利形成に与える影響に気にしているのに対し、財務省や内閣府の見方は異なっている。政府からの出席者の発言には、

「技術的な観点から『なお書き』を付記する措置により対応することは、やむを得ないことであると考えている。その場合でも、市場や国民に対し、今回の措置はあくまで技術的な観点から行われる対応であって、現在の量的緩和政策を堅持するという日本銀行の姿勢に揺らぎがないことを明確に説明して頂きたい」（財務省）。

「今後、財政要因等で当座預金残高が一時的に目標を下回る場合には、量的緩和政策を堅持する中での緊急避難的な技術的調整であることを対外的に明確にして頂き、また、下振れが発生した場合にはできるだけ早期にこれを解消して頂く必要があると考えている」（内閣府）という内容がある。5月20日の決定会合では、技術的理由で下限割れすることに厳しく反対する意見は、審議委員・政府出席者ともになかったものの、それが技術的対応の範囲を逸脱して、金融政策スタンスの変化につながることは根強い反対意見があることがわかる。

量的緩和政策の軸足は変化している

最後に、大局的視野で「下限割れの容認とは何であったか」という問題を、5月20日の議事要旨から読み取ってみたい。そもそも2001年3月19日に始まった量的緩和政策は、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレートから、日本銀行当座預金残高に変更する」ものだった。あらかじめ操作目標を設定し、それを達成することで政策効果を評価するという政策手法である。ところが、今思えば、当初は消費者物価を安定的にプラスにすることが政策目標であったのが、現在は政策目標自体が総合判断になっている印象がある。すなわち、量的緩和の副作用や、金利形成への悪影響などが政策目標に混在してくる状況である。この傾向は、2001年3月に量的緩和政策を決定したときと政策委員会のメンバーが入れ替わるとともに強まってきているようだ。

4月28日の議事要旨には、「何人かの委員は、量的緩和政策の効果について、それぞれの見解を披瀝した。ある委員は、量的緩和政策は、金融システムの安定確保と共にデフレ克服にも効果があると考えていると述べた。この点について、一人の委員は、確かに、量的緩和政策はデフレ・スパイラルの回避に効果があったと思うが、これは、潤沢な資金供給が金融システム不安によるクレジット・クランチの発生を防ぐことに貢献することを通じて達成されたものと考えていると述べた。また、別の複数の委員は、量的緩和政策は、経済・物価情勢の局面に応じて、その効果の出方には違いがあり、例えば、金融システム不安が後退した段階では、量的緩和政策の「約束」を通じた金利の効果がより強くなると指摘した上で、「約束」の強さと「量」の多寡は関係ないことを明確に説明していくことが大事であるとの認識を示した」とある。

最後の発言者が、「約束」と「量」は無関係とした言葉は、当初の目的自体が完全にうやむやになっていることを象徴しているのがわかるだろう。最近の「約束VS量」という立論自体が、量的緩和政策の解釈を変質させるロジックなのである。筆者の理解では、消費者物価が安定的にプラスになるまでという「約束」は、量的ターゲットの多寡にあるのではなく、量的緩和政策の「枠組み」にあるというのが日銀政策委員会の多数意見であろう。そう考えると、今後の日銀は「枠組み」自体を維持していたならば、消費者物価がマイナスであっても、当座預金目標の引き下げに動く可能性はある。下限割れの容認は、「量」の縛りを外して「約束」が守られていれば「量」を動かしても齟齬はないというコンセンサスを政策委員会に築くことに意図があったように思える。筆者は、下限割れの容認が「蟻の一穴」であると理解しているが、正確に日銀が何に一穴を空けたのかと言えば、「初めに操作目標（当座預金ターゲット）ありき」という2001年3月に決定した量の縛りに穴を空けたと理解している。