



## 準備預金が潤沢なもとでの金融政策運営の論点

2023年11月6日

### 要旨

- 日銀の金融政策の「多角的レビュー」の第一弾では、今後の利上げ局面で日銀が会計上の赤字を一定期間計上し続けることになったとしても、物価安定のためには準備預金の金利引き上げを躊躇しないという意向が示された。したがって、近い将来にインフレ退治のために政策金利が引き上げられていく局面では、準備預金が大量に供給された「潤沢な準備預金レジーム」で金融政策が運営されていくことになる。
- 日本では潤沢な準備預金レジームに関して、日銀の赤字問題以外の議論が不足している。これまでは準備預金を潤沢に供給しておくことの弊害に議論が集中してきたが、23年3月に米国の中堅銀行が破綻して以降、流動資産としての準備預金の評価が高まっており、今後は利点にも着目して議論を進めるべきだろう。また、準備預金の供給量と貸出金の代替/補完関係の解明など検証が不十分な問題もある。今後はこうした論点に対する研究の進展が期待される。
- 準備預金供給の貸出金への影響については、企業・家計の資金需要動向、自己資本比率や流動性比率などの健全性指標、各銀行の準備預金金利収益の捉え方など、さまざまな要因が影響するとみられ、慎重な分析が必要となる。準備預金金利の引き上げで貸出金が過剰に減少した場合には、日銀は準備預金付利政策の設計をファインチューニングすることが求められるだろう。
- 今後本格的に利上げが開始された場合には、民間銀行は予期せぬ預金流出に直面するおそれもある。政策金利（≒準備預金金利）の家計・企業向け預金金利への転嫁率は「預金ベータ」と呼称されるが、日本は長らくゼロ金利下にあったこともあり、データから信頼性の高い預金ベータを推定することが困難である。つまり銀行は他行の預金金利の引き上げ姿勢が不透明なまま預金金利を決定せねばならず、状況によっては急速な預金流出も生じ得るだろう。こうした事態を回避するために、銀行は預金流出によるバランスシートの変化を最小限に留める適切な預金ベータを本格的な利上げ局面に突入する前に検討することが求められる。

## はじめに

日本銀行の植田総裁による「中央銀行の財務と金融政策運営」と題する講演が9月30日に日本金融学会で実施された。同講演は過去25年間の日銀の金融政策の「多角的レビュー」の第一弾と位置付けられる。4月の金融政策決定会合で実施が予告されて以降、多角的レビューの進め方については謎に包まれていたが、まずは現職の日銀総裁自らが先陣を切る形でレビューが開始された。

植田総裁は審議委員時代の2003年にも同学会で「自己資本と中央銀行」というテーマで講演をしており、今回はその20年ぶりの続編にあたる。今回の講演で植田総裁は、日銀の金融緩和の出口までは距離があると前置きしつつ、将来の利上げ局面において発生し得る日銀の会計上の赤字が金融政策運営に与える影響について、主要な論点を整理した上で見解を示した。

前回と今回の議論を見比べると、2003年当時は議論されておらず、今回新たに加わった概念がある。それは銀行が日銀に預けている預金（準備預金）への付利である。準備預金への付利は日銀の会計上の赤字を引き起こす本質的な理由であるものの、その導入の背景については「大幅な超過準備が存在するも短期金利を目標水準にコントロールするには、超過準備に金利を付すことが必要となります。」と言及するに留まっている。本稿ではそもそもなぜ準備預金への付利が必要となるのかについての背景を整理したのち、大量に準備預金が供給されている状況での金融政策運営における中央銀行の赤字以外の論点を紹介する。

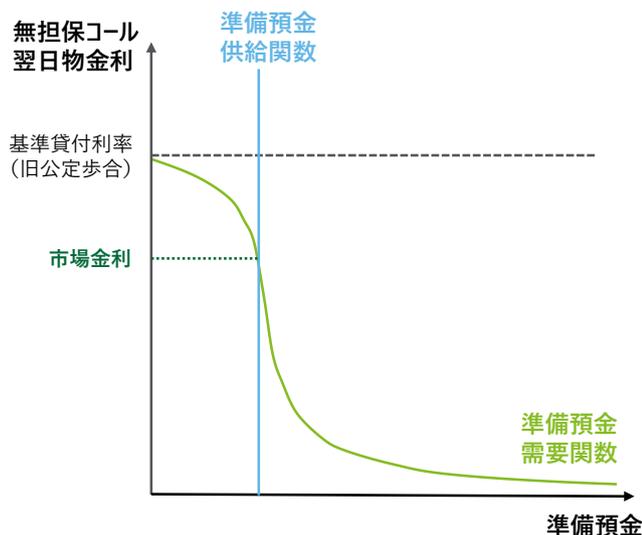
## 大量の準備預金の供給により従来の方法では政策金利の引き上げが困難に

政策金利の引き上げ（利上げ）とは、市場で形成される「銀行間取引金利」を引き上げていくことを意味する。銀行間取引金利とは、銀行が日銀に預けている預金（準備預金）を短期で貸し借りする市場（コール市場）で形成される金利であり、日本では「無担保コール翌日物金利」がこれに対応する。近年は10年物国債金利（長期金利）が操作目標となっていることもあり、なじみが薄い概念となってしまっているが、従来はこの銀行間取引金利を操作することが金融政策運営とされていた。

銀行間取引金利がなぜ政策金利と呼ばれるかという点、同金利は経済活動と関係するおよそすべての金利の基準となっているからである。政策金利が変われば、家計の住宅ローン金利や企業向けの貸出金利、政府が発行する国債の金利など、国内のすべての金利が影響を受ける。

では銀行間取引金利はどのように市場で決まるのだろうか。銀行間取引金利の決定原理を需要と供給のフレームワークで示すと図表1のようになる。緑の線は銀行の準備預金需要である。銀行は手元の準備預金が少ないほど、ほかの銀行から準備預金を高い金利で調達することを受け入れるので、準備預金需要関数は通常右下がりの形状となる。また、銀行は緊急時には日銀から基準貸付利率（かつての公定歩合）で資金を借り入れることができるため、これより高い金利でほかの銀行から資金を借りることはない。したがって、日銀からの貸出金利である基準貸付利率が銀行間取引金利の上限を形成する。なお、[Afonso et al.\(2022\)](#)によれば、理論的には準備預金需要は準備預金が多いほど金利感応度が低下していく非線形的な性質を持つ。準備預金の供給については、日銀は民間銀行相手に国債などを売買する「公開市場操作」を通じて、銀行の準備預金量をコントロールできるので供給曲線（青線）は垂直となる。

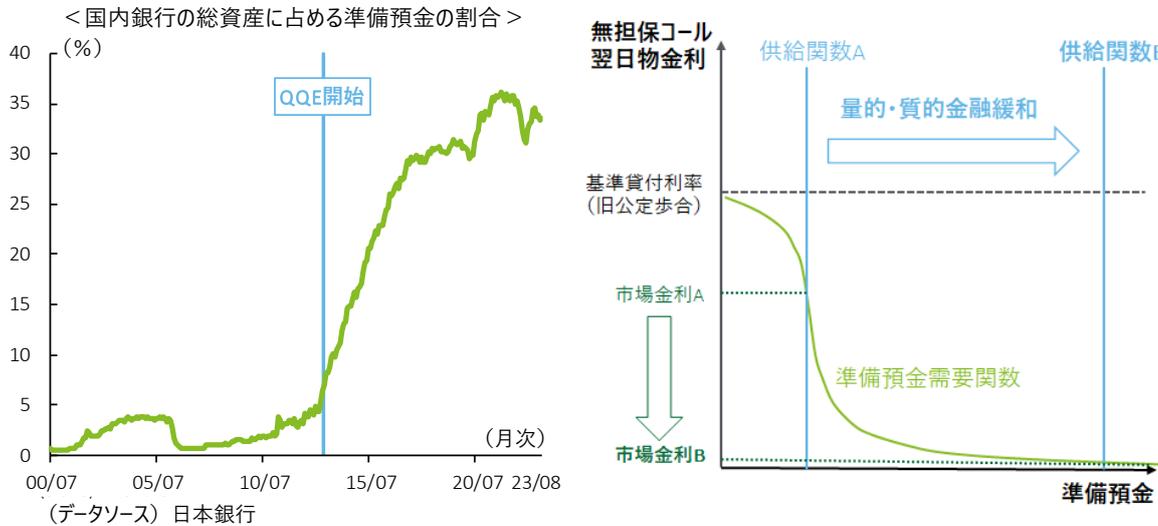
図表1：従来は準備預金の供給量を調整して市場金利を操作していた



銀行間取引金利は、市場において準備預金の需要と供給の均衡点で決まる。従来は公開市場操作を通じて準備預金量を調整する（供給曲線を左右にシフトさせる）ことで市場金利を操作していた。

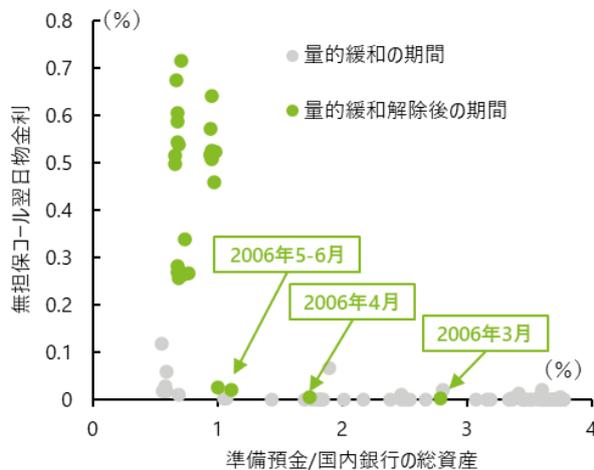
ところが、2013年に開始された量的・質的金融緩和（QQE）を通じて、民間銀行には大量の準備預金が供給されてしまった（図表2左）。つまり供給曲線が大きく右にシフトしてしまったのである（図表2右）。このような状況下では、これまでのように公開市場操作で準備預金の供給量を多少変化させたとしても、市場金利にほとんど影響を与えることはできない。

図表2：QQE後は準備預金の供給量の変化に対して市場金利が非感応的になった



では、このように準備預金が大量に供給された状況ではどのように政策金利を引き上げればよいだろうか。まずは素朴な発想として、銀行間取引金利が準備預金の供給の変化に対して弾力的に反応する（準備預金需要関数がフラットではない）領域まで、準備預金の供給を削減すればよいのではないかと、思う浮かぶ。実際に、2006年に福井元総裁のもとで量的緩和(QE)が解除され、ゼロ金利から利上げに転じた局面ではこのアプローチが採用された。図表3は国内銀行の総資産に占める準備預金の割合と市場で形成された銀行間取引金利の関係を示したものである。これをみると、2006年3月のQE解除後、徐々に準備預金の供給量を削減し、06年7月よりゼロ金利から離脱していることがわかる。つまり、前回利上げ局面の政策対応は、「日銀のバランスシートの縮小（国債保有の削減）が先、政策金利の引き上げが後」だったわけである。

図表3：前回の利上げ局面では準備預金の供給量調整で金利を引き上げた



(注) 「量的緩和の期間」は2001年3月から06年2月、  
「量的緩和解除後の期間」は2006年3月から08年8月。

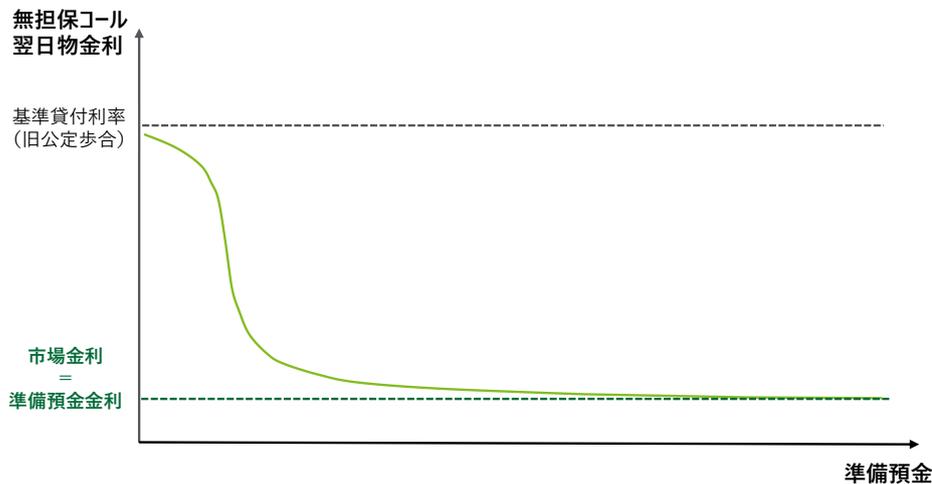
(データソース) 日本銀行

こうした手段で政策金利を引き上げるためには、日銀のバランスシートを縮小する時間が十分に確保できることが前提となる。かりにいまから10年後にゼロ金利を解除するのであれば、これから国債の買い入れを徐々に停止して準備預金の供給量を緩やかに減らし、またかつてのように公開市場操作を通じて政策金利を調整すればよい。しかし、もし今後インフレを退治するために政策金利を引き上げていくのであれば、日銀のバランスシート縮小を気長に待っている時間はない。かつて公開市場操作で銀行間取引金利を操作していた時代には、国内銀行の総資産に占める準備預金の割合が2%未満の領域で準備預金の供給量を調整していたが、足元では同割合は30%を超えている。これを短時間で2%以下にまで低下させるためには、日銀が保有する国債を大量に売却して銀行から直接準備預金を回収するほかない。かりにこれを実行すれば長期金利の暴騰（国債価格の大幅な下落）は不可避である。

## 大幅利上げの直接的な対価は「中央銀行の赤字」か「国債価格の暴落」の2択

そこで活用されるのが準備預金金利である。日銀に預けている準備預金に金利が付く場合、銀行は準備預金金利より低い金利でほかの銀行に準備預金を貸すことはない。もしそのような銀行が存在したとしても、ほかの銀行がこの銀行から準備預金金利より低い金利で準備預金を調達し、日銀に預けて無リスクで利益を得るアービトラージ（裁定取引）を繰り返すことで市場金利は準備預金金利にいずれ収れんする。したがって、準備預金金利は銀行間貸出金利の下限を形成する（図表4）。つまり、準備預金金利を引き上げれば、いまのように大量に準備預金が供給されている状況でも政策金利を引き上げることができるのである。

図表4：準備預金金利は市場金利の下限を形成する

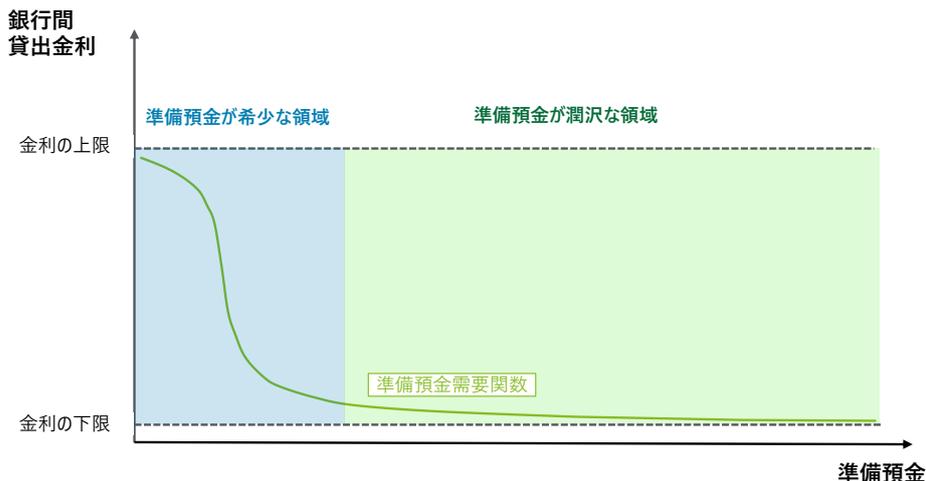


ただし、準備預金が大量に供給されている状況では、準備預金金利の引き上げによる民間銀行への利払い費用の増加により、日銀は赤字に陥ってしまう可能性が高い。中央銀行の損益は「保有資産の利回り」と「負債の調達コスト」の差で近似できるが、日銀の場合はQQEで購入した国債の利回りが低く、わずかな準備預金金利の引き上げでも赤字に転じるおそれがある。つまり、いまの日銀が置かれている状況において、短時間で政策金利を大幅に引き上げるためには、「中央銀行の赤字」か「国債価格の暴落」のどちらかを許容するほかない。後者の社会的コストが甚大であるのは誰の目からみても明らかであるが、前者の社会的コストは自明ではない。このため、世界中の中央銀行でQEが実施されたりリーマン危機以降、中央銀行の赤字問題に関しては金融政策の実務の面と経済学の理論面で数多くの議論が展開されてきた。

植田総裁は今回の多角的レビューでこれらの議論を踏まえた上で、「日本銀行の収益や資本が減少すると、通貨の信認が失われるのではないか」という問いに対し、通貨の信認は財務の健全性によって直接的に担保されず、適切な金融政策運営により確保されると回答している。その根拠としては、海外の中央銀行で赤字や債務超過の事例がみられるものの、通貨の信認は維持されていることを挙げている。また、通貨の信認を維持するための適切な金融政策は日銀の一時的な赤字には直接的に制約されない点を強調した。

端的に言えば、今後の利上げ局面で日銀が数兆円単位の会計上の赤字を一定期間計上し続けることになったとしても、物価を安定させるために準備預金金利の引き上げが必要なのであれば、それを躊躇するつもりはないということである。準備預金の供給量を「希少な領域」と「潤沢な領域」に分けるとすると、今後の利上げ局面では後者の領域で金融政策を運営していく意思を示したとも受け取れる（図表5）。ちなみに米連邦制度準備理事会（FRB）は「潤沢な準備預金レゾーム」で金融政策を運営していくことを19年1月の時点ですでに正式に表明している。

図表5：準備預金の供給量は需要曲線の傾きに応じて「希少な領域」と「潤沢な領域」にわかれる



## 日銀の赤字以外の側面からも潤沢な準備預金レゾームに関するレビューが必要

潤沢な準備預金レゾームには、「準備預金への付利」と「大量に準備預金を供給しておく」という2つの特徴があるが、近年は金融システムの安定性という観点から後者の評価が高まっている。今年3月に米国の中堅銀行が破綻して以降、満期目的の有価証券として保有する国債の含み損が銀行破綻のトリガーになり得ることが明らかとなり、流動性資産としての準備預金の安全性が相対的に高まっている。昨今の米銀破綻の背景にはスマートフォンのクリックひとつで預金が出する「デジタル・バンクラン」といった技術革新要因もあり、こうした事態に対応するために中央銀行が大量に準備預金を供給し続ける姿勢を明確にしておくことは金融システムの安定上は望ましい措置であるといえる。

こうした利点がある一方で、いまだ議論や検証が不十分な未知のコストもある。代表的な例は準備預金供給と貸出金の関係である。そもそも、準備預金という概念が登場して以降、付利がされてこなかった背景には、準備預金への付利が銀行の貸出インセンティブを阻害し、貸出金がクラウドイングアウトされる（減ってしまう）のではないかという懸念があった。

ところが、最近は準備預金の供給はむしろ貸出金をクラウドインさせる（増やす）のではないかという説も出てきている。この背景にあるロジックは、23年に米国で相次いだ中堅銀行の破綻のように、銀行が保有する資産と負債のデュレーション（平均残存期間）のミスマッチが銀行破綻の引き金になるのであれば、銀行に多額の準備預金を供給することでデュレーション・ミスマッチが改善し、銀行のリスク許容度を高めることでむしろ貸出は増えるのではないかというものである。このように、準備預金の供給は貸出金を増やすこともあれば減らすこともあり得るため、どちらが正しいのかはデータから検証するほかない。米国ではノースウエスタン大のJiang准教授らの研究チームがどちらの説が正しいのかについて実証研究しており、FRBのQEによる準備預金の供給は銀行貸出をクラウドイングアウトさせる「意図せざる結果」をもたらしたと結論付けている（[Diamond et al.\(2023\)](#)）。

準備預金供給の貸出金への影響については、企業・家計の資金需要動向、自己資本比率や流動性比率などの健全性指標、各銀行の準備預金金利収益の捉え方など、さまざまな要因が影響するとみられ、慎重な分析が必要となる。準備預金金利の引き上げで貸出金が過剰に減少した場合には、日銀は準備預金付利政策の設計をファインチューニングすることが求められるだろう。

また、潤沢な準備預金レゾームに固有の問題ではないものの、今後本格的に利上げが開始された場合には、民間銀行は予期せぬ預金流出に直面するおそれもある。政策金利（≡準備預金金利）の家計・企業向け預金金利への転嫁率は「預金ベータ」と呼称されるが、日本は長らくゼロ金利下にあったこともあり、データから信頼性の高い預金ベータを推定することが困難である。つまり銀行は他行の預金金利の引き上げ姿勢が不透明なまま預金金利を決定せねばならず、状況によっては急速な預金流出も生じ得るだろう。こうした事態を回避するために、銀行は預金流出によるバランスシートの変化を最小限に留める適切な預金ベータを本格的な利上げ局面に突入する前に検討することが求められる。

今回の多角的レビューで日銀の赤字が金融政策運営の制約にならないという見解が示されたことで、利上げ局面の論点は潤沢な準備預金レゾームにおける金融政策運営を包括的に考察するフェーズに移った。これまでは、準備預金の「金利」に論点が集まってきたが、今後は準備預金を大量に供給しておくこと自体が物価や金融システムにどのような影響を及ぼすのかも論点となる。

これまで日本では潤沢な預金レゾームの論点のうち、日銀の赤字という限定された問題がクローズアップされてきた。これは「中央銀行の赤字」というフレーズが人々の注目を集めやすいという理由のほか、簡易的な会計シミュレーションなどで比較的誰でも定量的な議論ができるという、いわば「扱いやすい」問題であったことが背景にありう。そういう意味では、今回の多角的レビューではまずは扱いやすい問題から処理されたとみることでもできる。扱いやすい問題が処理されたあとに残るのは難問である。日本の潤沢な準備預金レゾームで何が起きたのか、そしてこれから何が起こるのかという難問については議論や検証が不足しているため、今後のレビューを通じて社会的な理解が深まっていくことが期待される。

## Author / Contact

梶田 脩斗 Kajita Yuto  
有限責任監査法人トーマツ  
リスクアドバイザリー事業本部  
金融サービス  
リスク管理戦略センター  
マネジャー  
[yuto.kajita@tohmatsumatsu.co.jp](mailto:yuto.kajita@tohmatsumatsu.co.jp)

## 有限責任監査法人トーマツ

リスク管理戦略センター  
〒100-8360 東京都千代田区丸の内3-2-3  
Tel 03-6213-1000 Fax 03-6213-1005

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士 法人、DT 弁護士 法人およびデロイト トーマツ グループ 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナル グループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市に約1万7千名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト ([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp)) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュートーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバー フォーム および関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバー フォーム ならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のフォームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーフォームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市（オーストラリア、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスクアドバイザリー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約9割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来175年余りの歴史を有し、150を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約415,000名の人材の活動の詳細については、([www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、DTTL、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー フォーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2023. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301