

企業金融支援を強化する日銀

発表日：2009年1月22日（木）

～ CP買取りは3兆円、社債買取りも検討～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀は、前回会合で示した CP 買入れの仔細を明らかにするとともに、企業金融支援の内容にも踏み込んだ。年末の企業金融の逼迫状況から予想すると、年度末には政府・日銀の支援が重要性を増すとみただろう。展望レポートの中間評価も、政府見通しよりも随分と慎重な経済見通しになっていた。消費者物価の見通しは 2010 年度もマイナスとしている。先行き、日銀は景気情勢の不確実性を考慮して、社債・長期国債の買い切りなどの追加措置も視野に入れていくことだろう。

民間企業支援の拡充と政府への協力

日銀の決定会合は、CP・ABCP 買入れの金額を 3 兆円と定め、さらに残存期間 1 年以内の社債買入れについても検討する方針を打ち出した（図表 1）。政府の経済対策で日本政策投資銀行が 2 兆円の CP 買入れを行う方針を示したので、それに準ずるのではないかとみられていたが、それを上回る 3 兆円を打ち出したことで日銀なりの積極さがアピールされたとみられる。

また、長期国債買入れの仔細について、長期国債は年間 1-10 年以下 9.6 兆円、10-30 年以下 0.9 兆円、変動利付債 6,000 億円、物価連動債 1,800 億円と示した。需給悪化が起こっている変動利付債・物価連動債や、中期ゾーンに対する買い切り額についても具体的な内容を示しているところが特徴である。昨年末、財務省は変動利付債・物価連動債の需給悪化から年内発行の見送りを余儀なくされており、2009 年度の国債発行計画も抑制的である。こうした領域で日銀の買い切りが行われることは、需給バランスを改善するという点で、日銀は政府への支援ができる。

日銀は、企業の資金繰り支援について、政府と一体になった支援を強化するとともに、政府の国債管理政策にも貢献できるという点で、追加的措置の成果を期待するであろう。

企業の資金繰りに対して

政策決定会合の 1 月 22 日の早朝には、日銀から「主要銀行貸出動向アンケート」が発表された。おそらく、ボードメンバーは、この統計に目を通した後、企業金融支援を決めたと思われる。この「貸出動向アンケート」では、12 月時点で年末越えの資金需要が急激に高まる様子が確認され、年度末にかけても同様の逼迫が予想される結果であった（図表 2）。さらに、主要銀行の貸出運営スタンスでは、中小企業が政府の信用保証枠の支援（すでに 4.3 兆円実施）を受けて大きく改善する一方で、大企業・中堅企業についてはまだ慎重な姿勢が続いていた（図表 3）。このアンバランスは、大企業・中堅企業に対する公的支援を拡充させる必要性を感じさせたのであろう。政府の二次補正予算が通れば、日本政策投資銀行の 2 兆円の CP 買切りが正式に動き出す（すでに前倒し対応）が、それと同時に追加の手当てとして、CP 買入れが大きな補完的作用をもたらすと、日銀は期待するだろう。

この資金需要については、（1）急激な景気悪化に伴う運転資金需要とともに、（2）世界的金融不安によって銀行などが CP 引き受けに慎重化していること、（3）企業が万が一に備えて手元にキャッシュを確保しておきたいと疑心暗鬼に駆られていること、の 3 つが複合している。日銀は、金融制約を通じて景気が自己実現的に悪化する

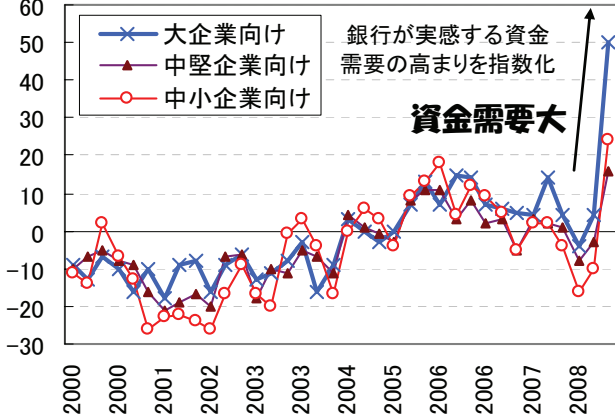
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

（図表 1）政策決定会合で打ち出された方針

- (1) CP、ABCPの買入れは3兆円
- (2) 社債買入れを次回までに検討
- (3) 不動産投資法人債の適格担保化
- (4) 長期国債買入れの対象の公表

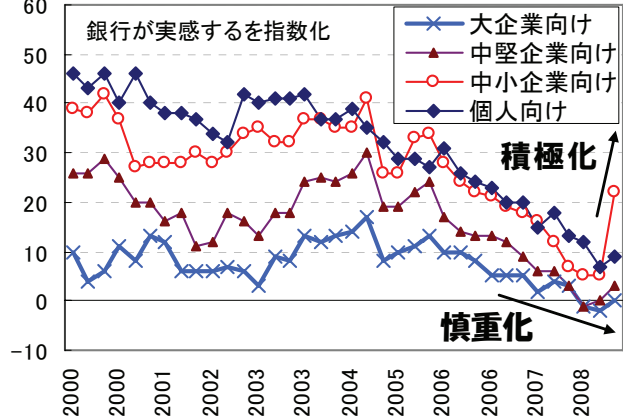
のどうしても歯止めをかけたいと考えているので、熱心に民間企業支援に取り組んでいるという動機がある。この資金需要については、景気情勢に不確実性が大きいので、一時的なものか、あるいは持続性のあるものかは、にわかには判断できないが、少なくとも民間金融機関がリスクをとれなくなっている中では、日銀が出動する合理的根拠があると考えられる。

(図表2) 急速に高まった企業の資金需要



出所: 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート」

(図表3) 銀行の貸出運営スタンス



出所: 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート」

大幅な下方修正になった経済物価見通し

1月22日は注目の経済指標として、財務省「貿易統計」が発表された。その結果は12月の輸出数量が前年比▲29.8% (金額▲35.0%) という前例のない落ち込みになっていた。この数字は、2008・2009年度の実質GDPを予想する際には、大きなダウンサイド要因になったはずである。

日銀の展望レポートの中間評価では、実質GDP見通しが2008年度▲1.8% (前回10月0.1%)、2009年度▲2.0% (前回0.6%) と大幅に下方修正された(図表4)。政府の経済見通しが1月19日に2009年度▲0.8%と閣議決定されたばかりであるが、日銀の政策委員たちの見通しはその数字よりもはるかに厳しい。筆者は、日銀の中間評価が、政府の見通しに近い数字になるとみていたので、率直に言って、日銀の正直さには驚きである。

日銀の基調判断は、「見通し期間の後半には、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けるとみられるものの、このような見通しを巡る不確実性は高い」と記されている。この表現は、まだダウンサイドリスクが顕在化する可能性を示唆しており、追加的な政策動員を念頭においていると理解できる。

中間評価における少し意外な数字は、日銀が2010年度を展望するとき、消費者物価コアの前年比を▲0.4% (前回0.3%) とマイナス成長でみてきたことである。この数字は原油価格の想定如何ではあるが、日銀が物価展望に極めて慎重である証拠である。つまり、実質ゼロ金利近辺の緩和状態を2009年内には解除しそうにないし、2010年度にかけてもそれが続きそうなニュアンスを示している。

(図表4) 2009年1月の経済・物価見通し(中間評価)

	前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮
(2008年4月)	+1.4~+1.6 (+1.5)	+2.4~+2.8 (+2.5)	+0.9~+1.1 (+1.1)
(2008年7月)	+1.2~+1.4 (+1.2)	+4.7~+5.0 (+4.8)	+1.7~+1.9 (+1.8)
(2009年10月)	+0.1~+0.2 (+0.1)	+4.3~+4.8 (+4.6)	+1.5~+1.6 (+1.6)
2008年度	▲2.0~▲1.7 (▲1.8)	+3.0~+3.2(+3.1)	+1.1~+1.2 (+1.2)
(2008年4月)	+1.6~+1.8 (+1.7)	+1.3~+1.8 (+1.5)	+0.8~+1.0 (+1.0)
(2008年7月)	+1.4~+1.6 (+1.5)	+1.8~+2.0 (+1.8)	+1.0~+1.2 (+1.1)
(2008年10月)	+0.3~+0.7 (+0.6)	▲1.4~▲0.4(▲0.8)	▲0.2~+0.2 (0.0)
2009年度	▲2.5~▲1.9 (▲2.0)	▲7.0~▲6.0 (▲6.4)	▲1.2~▲0.9 (▲1.1)
(2008年10月)	+1.5~+1.9 (+1.7)	▲0.3~+0.5 (+0.3)	+0.1~+0.5 (+0.3)
2010年度	+1.3~+1.8 (+1.5)	▲1.5~▲0.8 (▲0.9)	▲0.6~ 0.0 (▲0.4)

注: 政策委員8名の見通しのうち最高・最低を除いた6名のレンジ。()内はその中央値。

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。

今後の金融政策について

日銀は、追加緩和の余地を模索している。日銀には、これで緩和策は十分だとか、これで打ち止めという姿勢がどこにもみられない。総裁の記者会見でも、景気情勢の不確実性を率直に心配していた。むしろ、政策効果があれば、予断を持たずに実行するというスタンスである。

今後しばらくの間、日銀が検討していく範囲は、(1) 短期金利を0.1%から0~0.1%へと引き下げること、(2) 長期国債の買い切り増額、(3) 社債買取りの拡充、であろう。

注目されるのは、社債買い切りの拡充である。社債購入は、その対象が残存期間の長いものになると、日銀がリスクを負うことになる。日銀のバランスシートの健全性を考えると、白川総裁としてはなかなか受け入れがたいと考えられる。しかし、逆説的にそのことは、銀行のバランスシートから潜在的な自己資本低下圧力を切り離す効果がある。銀行が十分に慎重拡張するためには、バランスシートの潜在的なリスク要因をオフバランス化することが有効になってくる。これは、中央銀行は流動性供給に徹すべきという原理原則を踏み外すものなので、日銀は政府と協調しながらその種の対応策の必要性を吟味していくとみられる。

マクロ景気にとって、一連の日銀の対策は単に下支えに過ぎないという見方は根強い。筆者もそうかもしれないと思う。その一方、社債の資金調達を日銀が支援することは、アップサイドの要因になる可能性があるかもしれないという気もする。なぜならば、企業には強烈なキャッシュ選好（流動性選好）が働いていて、容易に企業内部のキャッシュを取り崩さないからだ。少し解説すると、企業の設備投資に対して、「内部資金（＝キャッシュ）が増えると設備投資が増える」という因果関係がここ数年で大きくなっていて、現在は企業がキャッシュ選好を強めているから、設備投資が結果的に抑制されるという不具合が生じている。そうすると、企業が手元のキャッシュを使わずに、社債調達がしやすい環境をつくってやれば、潜在的な設備投資需要が多少は動き出す可能性がある。日銀が社債のような長期のリスク資産に影響力を及ぼそうとする背景には、そうした政策効果に対する読みがあるのかもしれない。