

企業支援を期間延長する日銀

発表日：2009年2月19日（木）

～ 2月19日の日銀政策決定会合～

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

日銀は社債の買い入れ額を1兆円と決めた。格付けはシングルA格以上でCPに準じた。社債発行企業は、CP発行先と顔ぶれが異なり、製造業などが多いので、マクロ経済効果として民間設備投資にもじわじわと好影響が期待される。一方、ターム物金利の引き下げはまだ議論が煮詰まっていない印象がある。

実行に移される社債買い入れ

2月の決定会合では、①社債買い入れの具体的内容と、②企業の資金繰り支援を約半年間延長すること、を決定した。日銀は、前回から予告していた社債買い入れと、あらかじめ年度末に期限切れになるとわかっていた企業支援をどうするかを決めてきた点で、意外性のない内容だと思われる。

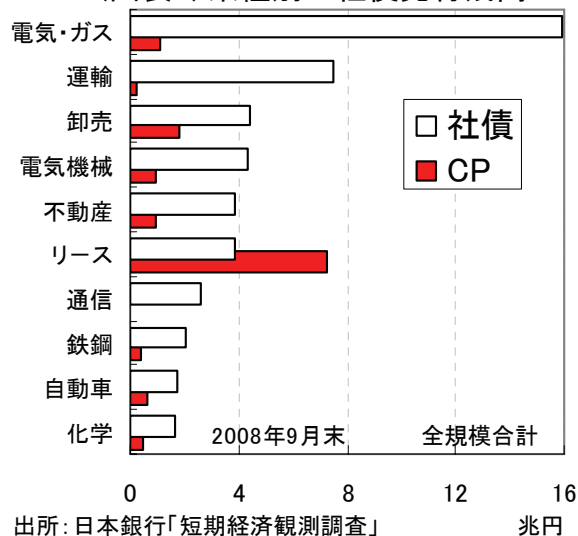
今回の決定を読み解くと、日銀は、12月2日から開始した企業向けの金融支援を年度末から延長せざるを得ないほどに、企業金融の悪化が長引くとみているのだろう。すなわち、3月末までの決算を踏まえて、来期以降の業績悪化によって企業の資金繰りが厳しくなる企業が増加することを念頭に置いているのであろう。

今回の社債の買い入れは、3月より開始されるので、年度末の範囲で効果が発揮されることが期待される。金額については上限1兆円（1企業上限500億円）で、格付けはA（シングルA）相当以上、残存期間1年以内に絞られた。この金額は年間発行8.8兆円（12月末、残高54.8兆円）の普通社債市場からみれば、約11%のボリュームに相当する。

また、日銀の買い切りオペの対象となる信用グレードは、すでに行われている民間企業債務の適格担保基準（BBB以上）よりも厳しく、CP・ABCPがa-1格相当となっていた。日銀としては信用リスクを極小化したい意向がみえる。おそらく、白川総裁の意向が働いたと考えられるのは、公表文に今回から「中央銀行として異例の対応を含め、様々な措置を実施してきた」という表現が新たに加わった点である。日銀としては、信用リスクを抱え込むことに、自分たちの意気込みを感じているという印象である。ただし、社債買い入れの票決では、須田美也子委員が反対票を投じており、政策委員の間に温度差があることを感じさせる。

肝心の「信用緩和」の拡張効果であるが、買い切りの対象をCPから社債に広げたことで、従来と異なる業種に緩和効果が広がる可能性が注目される。CPの場合は発行額の多くがリースによって占められ、次いで商社・不動産が相対的に多かった。買い切りを社債に広げると、その対象は電ガス・運輸を除くと、電気機械、鉄鋼、輸送機械などに及ぶ（図表1）。このところ輸出急減で国内設備投資を抑制している製造業に、社債買い入れの緩和効果が及んでくれば、それが設備投資の資金調達支援になる。社債買い入れが、CP買い入れとは異なる効果を発揮すれば、マクロ経済には大きな意味がある。

（図表1）業種別の社債発行残高



ターム物金利への働きかけは議論の途上か

ターム物金利の引き下げは、2月5日に水野温氏審議委員が、講演を通じて、検討課題であると話したことから注目されてきた。これまでの年度末対応の資金供給は、1～3か月の範囲内であったが、今回それが半年間伸びたことで、間接的にターム物金利の低下圧力は増したと言えよう。ターム物金利そのものではないが、LIBORやTIBORへの緩和効果について、白川総裁は記者会見の中では、「(クレジットリスクへの働きかけは)複雑なので多少手探りのところはある」と述べていた。

一方、企業支援特別オペレーションは、期間3か月に限定され、以前よりも拡張されなかった。このオペレーションは、政策金利と同水準で3か月間の資金調達ができる点で、期間を6か月にしたときにはターム物金利への影響力が大きいとみられる。その部分を3か月に限定したことは、まだターム物金利の本格的なコントロールに、二の足を踏んでいることの表れであろう。

また、白川総裁の会見発言では、「オーバーナイト金利がゼロになると、市場機能が阻害される」ということが繰り返されていた。今回、補完準備預金制度が延長されたが、フロアー金利を0.10%としている対応は据え置かれている。もしも、ゼロ金利政策を採用すれば、ターム物金利の押し下げにも効果が大きいだろうが、そこまでは許容しなかったかたちである。日銀の「信用緩和」は、今のところ、従来のCPIターゲットや量的緩和政策とは質的に異なる形態を維持している。

次なる課題

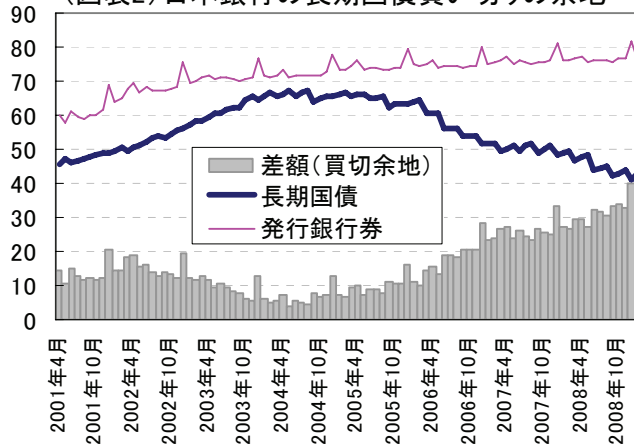
人によっては、日銀が社債買入れを「残存期間1年以内、1兆円」と限定したことへの批判があるだろう。この点は、日銀が信用リスクの受け手として、一気に条件緩和には動けないということだろう。損失を被る当事者の心理は、見た目よりも遥かに厳しいものである。

もっとも、日銀は今後社債の買入れが予想以上の政策効果を発揮してくれば、条件緩和に徐々に動くと予想される。買入れ金額を2～3兆円に増額したり、残存期間の拡大はあり得る。こうした信用緩和は、市場へのサプライズを演出することにあまり意味はなく、実績を積み上げることに意味がある。そうした視点に立つと、日銀には、次なる課題として政府保証を別途得るかたちで、信用リスクを受けられる余力を高めることが求められる。FRBの政策がまさにそうであるように、危機時の金融政策は財政政策との相違がなくなってくる。つまり、政府と日銀の損失負担はいずれにしる国庫のダメージになるので、日銀は政府のバックアップを得てこそ、損失リスクを引き受けられるということである。

もうひとつ、金融政策の展望としては、さらなる追加緩和が、政府の追加的経済対策に連動するかたちであり得るだろう。2008年10～12月のQEが年率▲12.7%の大幅な落ち込みになったが、今後2009年前半の成長率悪化は予断を許さない状況である。麻生政権も、追加対策を打つ可能性が十分にある。

そうした中、政府の財政政策は、いつまでも埋蔵金に頼ってはいられず、国債の大量増発に動かされる可能性がある。先日のローマG7では、各国が連動して財政出動をしていく方針が確認された。日本もその例外ではないので、多かれ少なかれ財政出動の真水を増やしていかざるを得ないだろう。日銀は、政府から信用補完を受ける代わりに、長期国債の買い切り増額をさらに実施するとみられる。

兆円 (図表2) 日本銀行の長期国債買い切りの余地



出所: 日本銀行

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。

なお、日銀の長期国債の買い切り余地は、このところ大きくなっている（図表2）。発行銀行券残高 76.8 兆円（1 月末）に対して、長期国債保有残高は 42.5 兆円。その差額 34.3 兆円が買い切りの余地になる。荒っぽく言えば、長期国債は 1.8 倍程度まで増やすことができる。