

日銀は用心深く出口に言及

発表日：2009年6月16日（火）

～6月16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)

白川総裁は、決定会合後の会見で、企業金融支援に関する方針について「市場参加者からみて予測可能性のあるかたちで9月末までの適切な時期に判断していく」と回答した。6月のG8声明が出口戦略について言及する中で、日銀も何か基準を示したいと考えているのかもしれない。ただし、日銀は景気判断で先行きについて「最終需要の動向に大きく依存する」と、実質的に出口に対しては慎重に臨むという意向を示し、早すぎる緩和解除の観測を牽制している。

景気判断は2か月連続で前進

日銀の景気判断は、「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」と前回「悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある」よりも前進させた。6月の政府の月例経済報告が「悪化」の文字を削除するとみられているので、日銀の方も判断を前進させつつも、形式的に「悪化」の文字を残した格好だ。発表文の表現をみると、今回6月は「輸出・生産は持ち直しに転じつつある」と「下げ止まり」よりも前進し、公共投資も「増加していく予想」から「増加している」と変えている。当面は「景気下げ止まりの動きが次第に明確になっていく」としている。

一方、先行きの見方に関しては、「最終需要の動向に強く依存する」と表現を変えている。ここには、景気動向の見方についてまだまだ慎重な姿勢で臨んでいるというニュアンスを伝えようとしているのだろう。今、仮に日銀が先行きに楽観的なビューを持っていると受け取られれば、金融市場から危機対応からの撤収が早いのではないかという憶測を生むだろう。日銀は、あらぬ憶測をされたくないの、慎重姿勢をニュアンスとして伝えてきたのだとみられる。

また、「最終需要に依存する」という言葉は、これまでの日銀のシナリオに関して、2009年度後半以降の「持ち直し」がどれくらい強いかを考えさせるメッセージにもみえる。筆者の理解では、（1）現時点で慎重にみている国内民間内需について、輸出・生産改善の好影響がどこまで波及してくるか、（2）在庫調整を除いた要因でどこまで外需が盛り上がるか、という2点がポイントだと考えている。

説明を求められてきた出口論

白川総裁は、決定会合後の記者会見で、出口戦略のことについて受け答えをし始めたことが注目される。出口戦略への言及は、決定会合後の記者会見の質問での受け答えというかたちであるが、今回、白川総裁は新しい言葉を加えて言及している。具体的には、「何か新しいことを言ったというわけではまったくない」と断ったうえで、すでに決まっている9月末などの金融支援措置について、「それぞれ措置の目的や仕組みが異なるほか、金融市場や金融環境と与える効果も様々。従って、時限措置ごとに対応を考える必要があると思っている」と答えた。よりはっきりした発言としては「市場参加者からみて、予測可能性のある形で9月末までの適切な時期までに判断していく方針だ」と述べていた。この発言は、これまでの年度末対応の企業金融支援の方針について9月末までに、ゆっくりと舵を切ることに含みを持っているとも受け取れる。白川総裁は、基本認識の前提として、「C P、社債市場の状況は大きく改善」とも語っている。

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。

<支援措置などの終了日程>・・・2月19日の決定会合で前年度末までだった企業金融支援を延長したもの

- ・CP、社債等買入れ（9月30日まで）
- ・企業金融支援特別オペ（9月30日まで）
- ・補完当座預金制度（10月15日まで）
- ・ドル資金供給オペ（10月30日まで）
- ・民間企業債務の適格担保としての格付け要件緩和（12月31日まで）
- ・資産担保CPの適格担保要件の緩和（12月31日まで）

長期国債買い切りはどうか？

一連の企業支援の手法を並べてみて気になるのは、これらの期限の中に、長期国債の買い切りが含まれていないことである。企業金融支援の措置の中に、長期国債の買い切りを通じた流動性供給が含まれないとは言い切れない。

長期国債の買い切りについては、これまで銀行券ルールに抵触する可能性を示唆しながら、増額余地は少ないという説明をしてきたという経緯がある。考えようによっては、いつまで月1.8兆円のペースで購入し続けるかわからないとも言える。ただし、常識的に考えると、膨張したバランスシートを、長期国債の売却でスリム化するようなことは行わないだろうし、月1.8兆円（年間21.6兆円）の減額修正にも極めて慎重に臨むだろうと考えられる。

注意したいのは、現在の流動性供給が、量的緩和政策のときと異なっていることだ。量的緩和政策の下では、福井前総裁は、当座預金目標は大きく引き上げたが、長期国債の買入れ金額は月1.2兆円（年間14.4兆円）から増やさなかった。従って、据え置きで供給される流動性水準が高まり過ぎるという問題は生じず、緩和解除を行うときもオペレーションの期落ちを待てばよかった。その点、今回は長期国債を買い増している分、据え置きで供給される流動性が膨らんでしまっているという違いがある。

もうひとつ、補完当座預金制度の扱いも微妙である。現状、短期金利をゼロ%に貼り付けることには問題があるとして、当座預金には0.10%の付利をしている。この制度を中止したうえで、大量の流動性供給を行えば、短期金利が0.10%よりも下がってしまう状態が続く可能性がある。こちらも、補完当座預金に付利をする扱いを延長するかどうか、そして、短期金利水準を引き上げるまで維持するのかが注目される。

長期金利上昇と出口戦略

白川総裁が出口について、言及せざるを得なくなったのは、6月13日のG8財務相会合では、声明で「出口戦略は、国によって異なり得るが、長期的に持続可能な回復を促進するために不可欠である」と示されたからだ。ここでの出口戦略とは、危機対応のために採られた例外的な政策を、元に戻すための戦略のことである。出口戦略には、それを公開する選択肢と、公開しない選択肢がありうるが、「出口戦略を議論する」と言われているときは自動的に、出口を公開する選択肢を採っていることになる。

G8において出口戦略が声明で取り上げられたことは、前回4月のロンドン金融サミットで75兆円（7,500億ドル）の財政措置による危機対応を宣言したばかりなので、それと矛盾するような印象がある。しかし、その後、長期金利が上昇してきたので、各国政府・中央銀行は、財政出動に対して、持続可能性を念頭に置いた出口戦略を示すことでバランスを採らざるを得なくなったのであろう。仮に、制限のない財政拡張が意識されれば、財政プレミアムというかたちで長期金利上昇の副作用が出る。各国の政策担当者は、4月末から目立ち始めた長期金利上昇に神経を尖らせているので、最近になって出口戦略に言及していると考えられる。

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。

日銀にとっての出口論

日銀の政策委員の間でも、出口戦略に関していくつかの議論があるようだ。水野温氏審議委員は、5月28日の講演で、「事態が好転した場合に非伝統的政策から離脱する手法に関して、市場関係者に理解を求めておくことが（金融市場に混乱を起こさないためには）重要である」と述べていた。これと符合するような発言が、4月30日の決定会合議事要旨にもみられた。議事要旨では、ある委員が「臨時・異例の措置を、どのような方法で解除していくかについて、検討する必要が生じ得る」と述べている。この発言は、出口戦略についても十分に情報発信をしておくことが重要だという水野委員の考え方と合致する。

現時点で日銀が出口に言及することには、時期尚早という見方が多い。確かに、今すぐに出口を見据えて緩和解除に取り組むというのは、いかにも時期尚早だろう。しかし、今回は、1999年のゼロ金利政策、2001年からの量的緩和政策のときとは異なり、あらかじめ出口を示唆するコミットメントがなかったという相違点がある。以前のように、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで」とか、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」という基準が、今回は設けられなかった。今回はそうした枠組みがないままに、9月末以降にいくつもの緩和手法が打ち切られるというスケジュールになっている。

水野審議委員は出口のことに言及しているが、現時点では、出口ということが2009年9月末の企業支援オペの終了以外にどうなっているのかも正確に定義されていない。解釈の仕方によって、日銀が利上げに踏み切るまでは、出口でないということも言える。出口論にはそうした曖昧さがある。

その一方で、日銀は今まで大量の流動性供給に関しては、明示的な時間軸を設定してこなかったもので、9月末以降に流動性供給から撤収すると、そこで段差が生じてしまう可能性が残る。この点は、半期末の9月の金融情勢が完全に落ち着いているかどうかにも係わっている。今回、白川総裁が「市場参加者からみて予測可能性のあるかたちで9月末までの適切な時期に判断していく」とあえて言っているのは、かつての時間軸効果のように、日銀が能動的に出口に向かうという意図を見せなくても、環境が徐々に整ってくれば自然と出口に関する認識が深まってくるような仕組みにしたいという意図なのかもしれない。

出口戦略の話題があれこれと憶測を呼んでいるが、今回の白川総裁の記者会見でわかったことは、少なくとも9月末までには、企業金融支援の手法が見直され、そのときにはもう少し具体的な出口について説明が出てきそうだという事である。