

企業金融支援を前倒しで延長

発表日：2009年7月15日（水）

～7月15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)

9月末を期限に設定していた企業金融支援措置について、8月ではなく、7月の決定会合で12月末まで延長することを決めた。焦点だった企業金融支援特別オペについては、何らかの制限を設けるようなことは手控えて、そのままのスキームを延長することとした。日銀には、政権の行方が不透明になってきたのを受けて、暗黙のうちに意思決定が慎重化するバイアスがかかったように思える。結局、日銀が、企業金融支援のスキームをそのままに据え置いたのは、現時点でその副作用が我慢できる範囲だったという見方もできる。

何もなかった日銀

日銀は、9月末までに期限を設定していた危機対応のオペレーションを12月末まで延長した。事前には、オペのうち企業金融支援特別オペに関して、何らかの制約を設けるのではないかとという観測があったが、そうした出口戦略への着手と受け取られる対応には一切手をつけなかった。こうした日銀の姿勢は、現時点で、自分たちの行動が政治サイドからどうみられるかという点で、非常に慎重になっている様子を窺わせる。オペの期限延長にしても、7月15日の決定会合で決めなくても、次回8月11日の会合でよかったはずである。それを前倒ししたのは、衆議院解散後、選挙公示前というタイミングで、何らかの憶測を呼ぶことを警戒したためだと考えられる。7月14日の与謝野財務大臣の記者会見でも、「やっぱり日銀は危機対応としてのCP、あるいは社債の買入れという窓口だけは、使わないかもしれないけれども開けておいていいんじゃないかと、そういうふうに思っています」と異例の言及があった。与謝野大臣にすれば、すべてのオペのスキームを温存してほしいと要望した訳ではないが、薬が効きすぎた印象がある。

日銀の景況感改善か慎重か

日銀の景況判断は、「景気は下げ止まっている」と前月の「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」から若干ながら前向きに記述された。6月の政府月例経済報告と同様に「悪化」の文字を取ったほか、前月対比では、「下げ止まり」が、接近＝止まりつつある、から現在進行＝止まっている、へと進展した格好である。

ただし、7月の月例経済報告が「このところ持ち直しの動きがみられる」と前月の「一部に持ち直しの動きがみられる」から上方修正したのと比べると、日銀の方はややトーンが違うようにも感じられる。特に、政府と日銀では、個人消費の評価について差がみられる。政府は、個人消費についても「このところ持ち直しの動きがみられる」としているが、日銀は「個人消費は、各種対策の効果などから一部に持ち直しの動きが窺われるものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全

(図表1) 2009年7月の経済・物価見通し・中間評価

体としては弱めの動きとなっている」と厳しい見方を崩していない。総務省「家計調査」では、4・5月の消費支出が伸びていることについて政府の方が前向き

大勢の見通し	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮	前年比%
(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1月)	▲2.5～▲1.9 (▲2.0)	▲7.0～▲6.0 (▲6.4)	▲1.2～▲0.9 (▲1.1)	
(2009年4月)	▲3.7～▲3.0 (▲3.1)	▲7.6～▲6.9 (▲7.5)	▲1.6～▲1.4 (▲1.5)	
2009年度	▲3.7～▲3.0 (▲3.4)	▲6.0～▲5.8 (▲5.9)	▲1.5～▲1.2 (▲1.3)	
(2008年10月)	+1.5～+1.9 (+1.7)	▲0.3～+0.5 (+0.3)	+0.1～+0.5 (+0.3)	
(2009年1月)	+1.3～+1.8 (+1.5)	▲1.5～▲0.8 (▲0.9)	▲0.6～0.0 (▲0.4)	
(2009年4月)	+0.8～+1.5 (+1.2)	▲2.4～▲1.4 (▲1.8)	▲1.1～▲0.8 (▲1.0)	
2010年度	+0.6～+1.1 (+1.1)	▲2.1～▲1.5 (▲2.1)	▲1.2～▲0.7 (▲1.0)	

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。

に捉えているのに対して、日銀はボーナス減少の悪影響が6・7月に及ぶことをより慎重にみているのではなかろうか。

中間評価はマイナーチェンジ

今回の会合は、4月の展望レポートを中間評価するタイミングであった。日銀がヘッドラインの景気判断を若干前向きにする一方で、展望レポートの中間評価ではやや慎重だった。すなわち、2009年度の実質GDP見通しは、前回4月に▲3.1%だったのが、今回は▲3.4%へと中央値が下振れている（図表1）。「概ね見通しに沿って推移する」という表現は変わっていないが、米国経済の回復がややもたついていることを警戒しているのではなかろうか。

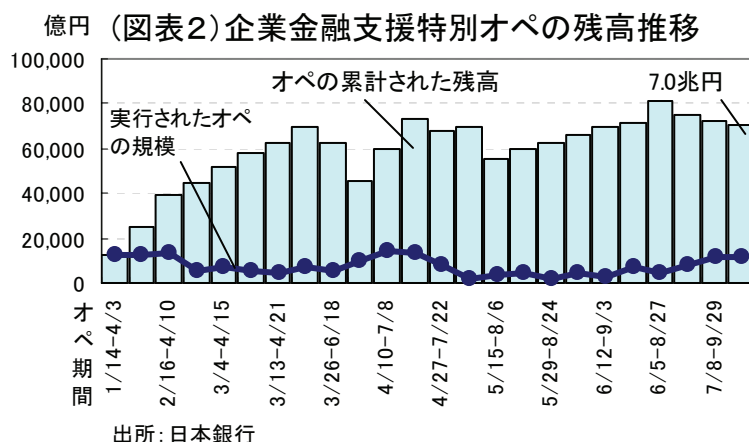
オペの延長を決定した背景には、単に選挙前という理由だけではなく、もしも、米国経済が弱くなったときに、日銀の判断について厳しい説明責任を問われるのではないかという不安もあるのだろう。かつて1993年の政権交代のときの経験を振り返ると、細川政権は以前の月例経済報告（1993年6月）で、景気判断を上方修正したことを、8月になって撤回した経験がある。もしも、今後、民主党政権が誕生して、大型経済対策を打とうとするならば、民主党政権が、5・6・7月と判断を上方修正してきた現政権の見方に異論を唱える可能性がある。そこで、日銀は、民主党政権が誕生するかもしれないシナリオについて、自らの行動を慎重なままで維持する方が得策と考えた可能性はある。

企業金融支援を延長する副作用

G8などの場では、危機対応について出口戦略を視野に入れることが活発に議論されている。与謝野財務大臣は、「議論すべきだが、実行する時期ではない」というスタンスである。これに対して白川総裁は、記者会見で「先行きの資金調達環境の不確実性が払拭されていない」として、企業金融支援を早急に見直すことには慎重な姿勢をみせている。白川総裁にしてみれば、「情勢次第」という基本線の下、「今後の状況が一段と改善していけば年末には時限措置を終了・見直す」という選択肢をにおわせつつ、出口を探すのが妥当という考えなのだろう。

今の状況について達観してみれば、危機対応オペを続けることの潜在的コスト＝副作用と、危機対応オペを止めるときのコスト＝切り替えショック、のどちらが大きいかを時間軸で比較考量することが重要である。副作用の方は、目下、CP金利などが過度に下がりすぎるリスクが指摘される。民間金融機関が企業金融支援特別オペを使えば、わずか0.10%の調達コストで資金を得て、それを使ってCPなどで運用することで鞘抜きができる。オペの残高は、7月15日時点で7.0兆円にも及ぶ（図表2）。このオペが活発に利用されると、約3か月以内のタームの金利水準が0.10%に接近することが考えられる。その場合、将来、市場金利が上昇し始めたときには、このオペが停止されることに伴って、金利上昇の反動が生じることが弊害と言えるだろう。「市場機能を阻害」、「金利形成に歪みが生じる」という説明は、そうした金利上昇の反動が企業金融にかえって有害な影響を与えるという内容を暗示させる表現である。

結局、白川総裁は、副作用については認識しながらも、現在は設備投資や企業活動が停滞し、市場金利がすぐに上昇するような地合いではないことに余裕を持って臨んでいるのだろう。白川総裁の「3か月後もう1回経済金融情勢をしっかり点検していこう」という発言は、功を焦らずという戒めからき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。