

## 日銀はCP・社債の買入停止を宣言せず

発表日：2009年10月14日（水）

～10月14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)

異例の企業金融支援措置として日銀が実施してきたCP・社債の買入れについて、日銀は10月14日の決定会合で12月末で終了するという事を宣言しなかった。政治サイドからの言及も一時期は活発だったが、最後のところで日銀は下駄を預けられて決断できなかつたと考えられる。白川総裁は、記者会見で「次回以降の適切なタイミングで判断」とし、政治サイドとの調整をさらに進めていく構えを採っている。

### 初めて民主党政権との手合わせ

日銀は、10月14日の決定会合で、焦点になっていたCP・社債の買入停止を表明しなかった。CP・社債の買入れについては、7月15日の政策決定会合で、それまでに9月末だった期限を、12月末に延長した。前回の延長宣言からちょうど3か月が経過した現在、予定通りにCP・社債の買入停止を宣言するかどうか注目されていた。

しかし、日銀は、12月末の期限を前にしてあらかじめ買入停止宣言をすることは見送った。決定会合後の記者会見では、白川総裁は「次回以降の適切なタイミングで判断する」と判断を一旦留保している。この発言は、買入停止の宣言を次回以降の決定会合での課題としている格好だ。白川総裁には、日銀にはCP・社債買入を停止する意向があり、政治サイドがその意向を踏まえてどう判断するかをみたいという気持ちがあるのではないだろうか。

この発端は、白川総裁がイスタンブールのG7の後、記者会見で、「CP・社債の買入れなどの時限措置については、金融市場・企業金融の改善度合いに応じて、適切に対応していく」と発言したことだ。鳩山政権では、日銀が買入停止を決めるとの観測が高まったことを受け、経済閣僚が独自の立場でコメントしたように見える。ただし、閣僚のコメントを時系列でみると、当初は意見調整が進んでいなかった印象が強かったものの、最近になると、藤井財務大臣をはじめ容認姿勢に変わり始めている。これは、最終的に、日銀自身に政策判断の下駄を預けたかたちであり、現段階で日銀に対して政治サイドからの意見は事前に伝えたというスタンスになっているのだろう。

### (参考)閣僚の発言履歴

- 10/14 日 峰崎直樹財務副大臣「大企業の資金需要が峠を越えたとして、日銀が合理的に判断すること」、「政府として決定を延期する議決延期請求権を発動することはない」
- 10/10 日 鳩山由紀夫総理「日本は雇用環境が厳しい状況にあり、(中略)そのような状況の中で、出口戦略というものは、まだ時期尚早である」
- 10/9 日 菅直人副総理「政府と日銀は必要な場合にはいろいろな議論をしてできるだけ連携をとるようにというのが日銀法にもある。私たちが中小企業金融についてかなり厳しい見方をしている」、「(日銀には)それとは矛盾しない行動をとってもらえるだろうと期待している」
- 10/7 日 古川元久内閣府副大臣「金融政策の具体的な手段は日銀が考えること。コメントしない」
- 10/6 日 亀井静香金融・郵政担当相「日銀は時々寝言みたいなことを言う」
- 10/6 日 藤井裕久財務相「応札がないのは事実だ。だからどうするかは日銀にとりあえず任せるべきことだ」
- 10/6 日 藤井裕久財務相も「白川総裁が、そのような経済状況に逆らうことはしないと確信している」と述べた。
- 10/3 日 白川総裁「CP・社債の買入れなどの時限措置については、金融市場・企業金融の改善度合いに応じて、適切に対応していく」

今の図式は政治からの強制力が働いたというよりも、最終的に日銀に揺るぎのない判断を求めたということであろう。日銀にすれば、「二番底」懸念や円高、デフレ、失業問題が話題になる中で、摩擦を恐れずに突破する自信を持ち得なかったとみられる。広い意味で言えば、日銀が政治的な意向に配慮したと言えなくもない。

白川総裁が記者会見で発したメッセージは、日銀としては次回以降に再度検討したいという旨を政治サイドに投げ返すものだ。再び、政治サイドの反応をみて、年内に買い切りを停止してもよいかという反応をみようとしているのが、白川総裁の戦術なのだろう。

## 日銀にとってのCP・社債買入

日銀には、CP・社債買入の停止を決める意向は強かったとみられる。本当は、10月14日の決定会で決定をしたかったのだろう。

すでに、CP買入のオペレーションでは、10月9日と9月18日の入札で応募がゼロとなっている（図表1）。9月11日の応札は70億円（オファー3,000億円）、9月4日は120億円（オファー同額）と大幅な札割れである。社債についても、9月7日の応札は278億円（オファー1,500億円）、8月5日は345億円（オファー同額）と同様に札割れである。異例の措置として開始したCP・社債買入はその実効性をほとんど失っているとみてよい。

日銀にしてみれば、CP・社債買入もさることながら、企業金融支援特別オペの扱いを気にしているのだろう。7月15日の決定会合では、これら是一緒に扱われて、12月末までの期限延長が行われた。本来は、買い切りと特別オペはセットなのだろうが、日銀は両者を分離して、まず意義が希薄になっている買い切りの方を停止しようと試みている。

買い切りについては、「応札がほとんどない買い切りに意義がないのならばこれを止める」という判断も、「意味ないから続けても構わない」という両方の判断が成り立つ。日銀にすれば、先行きに特別オペを機能縮小・停止にしたいと考えるので、その手前でCP・社債買入の方を先にやらねばいけないと考えたのだろう。今回は、日銀が出口論へ着手したのではないか、という言葉の重みに配慮して、CP・社債の買入に手を付けなかった。このことは、さらに先にある大量資金供給の手仕舞いが大きく遅れそうだという印象を与える。

## 日銀の景況判断

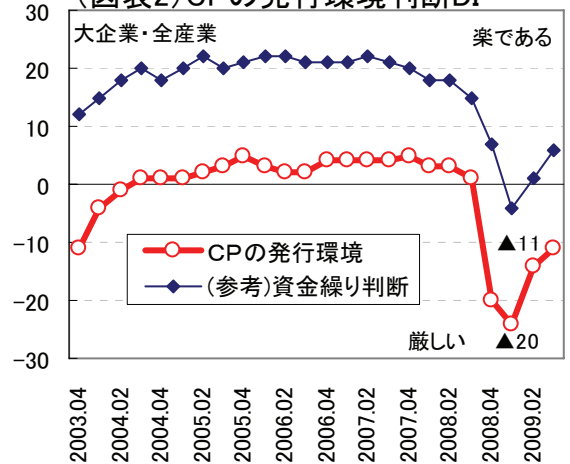
日銀の声明文では、景気判断は「持ち直しつつある」と改善されている。9月の判断は「持ち直しに転じつつある」、8月の判断は「下げ止まっている」となっており、2か月連続で上方修正されたことになる。声明文の中身の変化に注目すると、「企業の景況感、製造業大企業を中心に、改善の動きがみられる」という言及が加わり、10月1日発表の日銀短観の業況判断DIが順調に回復していたことが、日銀の判断を前進させたことがわかる。

おそらく、同じような判断が、9月短観のCPの発行環境判断、資金繰り判断をみて行われたのだろう（図表2）。日銀は、大企業部門については、異例の金融支援がなくとも問題ないとみたと考え

（図表1）CP・社債買入れの応札状況

＜CPの買入れ＞			単位：億円
	応札総額	落札総額	
10月9日	3,000	0	
9月18日	3,000	0	
11日	3,000	70	
4日	3,000	120	
8月28日	3,000	120	
21日	3,000	75	
7日	3,000	150	
7月31日	3,000	120	
24日	3,000	150	
17日	3,000	190	
＜社債の買入れ＞			
9月7日	1,500	278	
8月5日	1,500	345	
7月6日	1,500	513	

（図表2）CPの発行環境判断DI



出所：日本銀行「短期経済観測調査」

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。

られる。

一方、日銀の景気認識の変化で注目されるのは、「消費者物価の前年比は、当面、現状維持で推移したあと、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの予想のもと、（中略）下落幅を縮小していく」という表現である。前回は、「当面、下落幅が幾分拡大するものの」と述べていたのが、やや前向きになっている。筆者の観測では、全国の消費者物価は11・12月のデータでマイナス幅が前年の裏が出るかたちで縮小していきそうだとみている。日銀もこうした変化は織り込み済みなのだろうが、そうした変化をあまり強調せず、9・10月は「現状維持で推移」になりそうだと慎重な言い方をしている。白川総裁の記者会見でも「物価下落が原因となる景気悪化の可能性を注意してみていく」と述べられている。今回の表現の変化は、前向きに文章が変わっているが、筆者の印象では物価に対する日銀の慎重姿勢が感じられる。

## 鳩山政権との意思疎通

今回の決定会合から読み取れるのは、出口に向かっていこうとする日銀の慎重姿勢である。政治サイドからのコメントに対して、“圧力に逆らえなかった”というよりも、“下駄を預けられて判断しようとしたが、自信を持って踏み切ることができなかった”という状況なのだろう。次回10月30日か、11月20日の決定会合までにCP・社債の買入停止をうまく調整できるかどうかは、まだ微妙な段階である。

買入停止に踏み切る場合、特別オペの扱いについても、一旦年度末に期限を延長しつつ、機能の縮減・停止を決めて行くと思われる。白川総裁は、共通担保オペの金利水準が0.12~0.13%まで下がり、特別オペの0.10%の調達もはや特別視されなくてよいという意向を漂わせた。「技術的な話であるにもかかわらず、技術的な話ではなく受け止められる可能性がある」という白川総裁の発言は、オペの存在意義が世の中全体に伝わらない苛立ちを感じさせるものだ。

しかし、実際のところはこうした技術的な問題よりも、日銀が緩和解除という話を進めるには客観情勢が時期尚早だったということが重要なのだろう。言い換えれば、年末から年度末にかけての「二番底」懸念の行方と、政府の二次補正の動向が読み切れないことが、日銀を躊躇させたという理解もできる。

長い出口戦略の中で、日銀が求められるのは、それ相応の説明責任である。先々の緩和解除のところまで、政権に対して説得的な材料で理解を求めなくては、日銀の独立した金融政策は歩を進められない。一頃は、民主党政権になったから、日銀の金融政策は自由度が高まったという観測があった。そうした見方は、自民政権であれ、民主党政権であれ、景気情勢に対して日銀の金融緩和継続を求めるというスタンスに変わりがないことを軽視している。欧米の中央銀行に対して、日銀はよりきめ細かい説明を求められるし、日銀は海外の出口政策の「後手」に回るかたちで、緩和解除を進めていかざるを得ない公算が大きい。