

日銀は異例の措置を一部解除

発表日：2009年10月30日（金）

～CP・社債の買入れは年末に停止～

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

日銀は政策決定会合で、CP・社債の買入停止を予定されていた「年末まで」にすることを宣言した。その代わりに、企業金融支援特別オペは「年末まで」の期限を「来年3月末まで」に延長した。日銀の金融緩和姿勢は、持続的成長に復することを「粘り強く支援していく」という言葉に象徴される。政府としては、形式的にCP・社債の買入停止を問題視するよりも、定期協議を設けて実質的に金融政策との調整を進めていこうという構えなのだろう。今回、白川総裁にとって、日銀の独立性が尊重されたという落とし所が得られたのは一番の成果だったとみられる。

特別オペは3月末まで延長

前回10月14日の決定会合で懸案だったCP・社債の買入停止の扱いをはっきりと、「本年12月末」までと宣言した（図表1）。白川総裁の説明では「初期の目的を十分に達成した」というのが理由である。代わりに、企業金融支援特別オペは再び来年3月末までに延長することを決め、緩和的な金融政策運営の修正にメリハリをつけた。

このところ、長期金利が上昇してきているので、事前には日銀がCP・社債の買入停止

（図表1）10月30日の決定会合で決まった事項

●各種時限措置の取り扱い

- (1) 企業金融支援特別オペについては、その実施期限を来年3月末までに延長した上で完了する。4月以降は、より広範な担保を利用できる共通担保オペ等の金融調節手段を活用して潤沢な資金供給を行う体制に移行する。
- (2) CP・社債買入れについては、CP・社債の発行環境が大幅に好転し、CP・社債市場の機能回復という所期の目的を達成したことを踏まえ、予定通り、本年12月末をもって措置を完了する。
- (3) 民間企業債務およびABCPの担保要件の緩和措置については、引き続き、企業金融の円滑化を支援していることを踏まえ、その実施期限を来年12月末まで延長する。
- (4) 補完当座預金制度は、その実施時期を（2009年12月16日の積み期間から）当分の間延長する。

※なお、水野委員は、特別オペを来年3月末で完了すること、社債買入れについて本年12月末で完了することには反対した。

を決めようとすることは、政府との間での調整が難航すると予想されていた。しかし、白川総裁は、前回決定会合以降、鳩山政権のメンバーと水面下で調整を進めて、表向きで日銀批判が表れないように、うまく準備を進めてきたのだろう。今回の決定会合の前には、多くの閣僚からは以前のような金融政策に対する牽制発言が出ることはなく、日銀の独立性が尊重されるような格好になった。日銀の決定がソフトランディングを得られた背景を推測すると、（1）前回10月14日は、その前の10月3日（G7後）にはアナウンスを始めてから、日銀自身が政府との意見調整を完了させるのにあまりに時間が足りなかったが、今回は時間があつた、（2）前回の閣僚の牽制発言への反応を受けて、閣僚自身が金融政策に対する独立性を保とうという姿勢に変わった、（3）日銀と政府の間で定期協議が設けることが決まり、今回は日銀主導を演出するが、次回以降は定期協議を踏まえることに落とし所を決めた、などの解釈ができる。そのほかにも様々な解釈は成り立とうが、いずれにせよ鳩山政権は、日銀に一定の裁量を与える独立性の重視をアピールできたとみることができる。この点は、白川総裁にとっても一番の成果になったとみられる。

キーワードは「粘り強く支えていく」

日銀は、展望レポートの結語のところで、「持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく」という考えを強調している。この言葉は、白川総裁の記者会見でも前面に出されていた。おそらく、白川総裁は、政府などの外部との調整においてこのスタンスをことさらに繰り返したと想像される。特別オペの延長は、オペの担保

に BBB 格の企業債務を含んでいることもあり、政府にはその延長措置が日銀の「粘り強い支援」を体現したと考えられる。白川総裁は、記者会見で「金融市場が再び大きく動揺したときに再びやらないと言っている訳ではない」と釘を刺した。この発言は金融市場が大きく動揺しなければ特別オペは予定通り 3 月末で打ち切るという姿勢を暗示させるものである。政府は、景気の「二番底」懸念にも一定の警戒感を持ち、場合によっては二次補正を打つ可能性もあるので、日銀に慎重姿勢を維持してもらうことは歓迎すべきことだったのであろう。

事実、日銀の決定会合後に、藤井財務大臣は「特別オペの延長は国債市場に関係するので結構なこと」と発言している。実質的に影響の乏しい CP・社債の買入停止を議論するよりも、意味のある特別オペの扱いの方を焦点にしていることが窺える。

日銀にとっても出口論というのは、CP・社債の買入停止のことではなく、特別オペの停止から始まるという認識なのであろう。その出口に足を踏み入れられるかどうかは、日本経済や金融市場が「二番底」懸念を無風で乗り切れるかどうかにかかっている。

2011 年度の成長見通しは高め

今回の展望レポートで注目されていたのは、2011 年度の消費者物価の見通しであった。実際にその数字は政策委員の中央値▲0.4%（レンジ▲0.7～▲0.4%＜大勢＞）と、予想から大きく乖離するものではなかった（図表 2）。日銀は物価安定の理解として 0～2%と示しているので、展望レポートの数字自体は、日銀が金融緩和の解除に慎重な姿勢を示すのに十分に低めの数字とみることができる。その一方、驚きだったのは、2011 年度の実質 GDP 成長率の見通しが、中央値+2.1%（レンジ+1.6～+2.4%＜大勢＞）と高めであったことだ。

これまで日銀の潜在成長率についての見方は、以前の 1%前後から低下しているという説明であった。今回はそれが「0%台半ば」という数字に低下していると明らかにした。潜在成長率の低下は、資本ストックの伸び率が下がっていることが背景にある。その数字を念頭に置くと、日銀の中央値+2.1%という数字は、潜在成長率を上回る意外なものであることがわかる。真面目に読むと、成長率が+2.1%であることは需給ギャップが需要超過に変わり、物価上昇圧力を生じさせる。消費者物価が前年比▲0.4%という低位にあるのは、不整合という解釈もできる。

（図表 2）2009 年 10 月の経済・物価見通し

				前年比%
大勢の見通し				
実質 GDP		国内企業物価		CPI 除く生鮮
(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 7 月)	▲3.7～▲3.0 (▲3.4)	▲6.0～▲5.8 (▲5.9)	▲1.5～▲1.2 (▲1.3)	
2009 年度(今回)	▲3.3～▲3.2 (▲3.2)	▲5.3～▲5.0 (▲5.2)	▲1.5～▲1.5 (▲1.5)	
(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)	
(2009 年 7 月)	+0.6～+1.1 (+1.0)	▲2.1～▲1.5 (▲2.1)	▲1.2～▲0.7 (▲1.0)	
2010 年度(今回)	+0.8～+1.3 (+1.2)	▲1.5～▲1.0 (▲1.4)	▲0.9～▲0.7 (▲0.8)	
2011 年度(今回)	+1.6～+2.4 (+2.1)	▲1.0～▲0.3 (▲0.7)	▲0.7～▲0.4 (▲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。

しかし、日銀は、需給ギャップに関して、そうした拘子定規な読み方をしていない。その点、展望レポートの記述を読み込む必要がある。日銀は消費者物価について「ユニット・レーバー・コストも弱めの動きを続ける」ことをマイナス物価の理由として挙げ、一方で+2.1%成長に関しては「見通しでは、グローバル需要に関する中長期的な成長期待が維持される中で、海外経済の持ち直しを背景に、設備投資も緩やかに回復することを想定している」ことを述べている。両者の関係は、展望レポートの中で製造業と非製造業のコントラストとして書き分けられ、内需と外需が必ずしも一致しない可能性を示唆している。

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、過去の経験に沿えば、外需と内需のコントラストがあっても2%成長は可能である。2003～2007年の世界の経済成長率は5%近くまで上昇し、当時の日本経済はジョブレス・リカバリーであったにもかかわらず、実質2%成長を達成した。日銀は、前回までの展望レポートは異なり、世界経済に関する見解が「不確実性は、一頃に比べ低下したとはいえ、依然高い状況にある」と、4月時点の「世界経済の順調な回復につながっていくかどうかについては、なお確実とはいえない状況にある」から上方修正している。以前に比べて、世界経済のダウンサイド・リスクがいくらか緩和したことが、2011年度の世界経済の成長シナリオが巡航速度に戻っていくことを想定させたとして理解できる。

※筆者のようなエコノミストが、実質GDP2.1%という数字を見ると、それだけで心が落ち着かなくなる。うがった見方をすれば、これは2011年度も利上げがないという見方を攪乱することが目的なのかもしれない。一般の人が2011年度の消費者物価▲0.4%という3年連続マイナスの数字をみると、当分は現状のままゼロ近傍の短期金利が続くと考え。そうすると、時間軸効果が働いてしまい、過度にイーロドカーブが押し下げられる。その作用は、将来には逆に「時間軸外し」の反動を生む。日銀はそうした時間軸効果の安心感が働かないように、金融市場の関係者にマジックナンバーとして安心感を生じさせない数字を入れ込んだのかもしれない。実際は、もっと政治的な要因かもしれないが、現時点では理解に苦しむ数字である。

金融政策運営のスタンス

白川総裁の会見などでは、慎重姿勢の印象が強く感じられるが、展望レポートの記述の方は慎重一辺倒ではない。リスク要因に関しての記述では、「世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開」ということについて、「（世界経済の）成長率が高まっていく中で緩和的な金融環境が過度に長期間維持されると、経済活動や物価の振幅を大きくするリスクがある」とか、「必要以上に長期間に亘って公的措置が維持された場合には、非効率な分野に資源が滞留することによって、経済全体の生産性が低下する可能性もある」とある。この説明は、仮に低金利の副作用が目立つようであれば、金融政策を中立的政策運営に戻す重要性が強調されている。

この記述は、たとえ国内の物価環境が労働市場の弱さを背景に大きくは改善しなくとも、超低金利の弊害が目立ってくれば、緩和的過ぎる金融政策運営を徐々に中立化していくことができる、という特殊なロジックを織り込ませてあるのだと解釈できる。

もちろん、日銀が利上げするまでに至るには、いくつかのハードルがある。それは、（1）グローバル需要が十分に高まっていること、（2）国内雇用・物価環境がデフレ・スパイラル的な流れから遠のいていること、を前提にして、（3）超低金利の弊害防止をするために、超低金利を影響中立的に戻すというステップである。現時点では、まだまだ小さな窓にしか見えない出口であるが、日銀はその出口をイメージしながら歩いているのだろう。

筆者のシナリオとしては、日銀の利上げがいつになるかという目処については、2011年度以降（4～6月）になるとみることができる。