

被災金融機関向けの長期オペ検討

発表日：2011年4月7日（木）

～総額1兆円で被災地の資金需要を支える～

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

4月6・7日の決定会合では、事前に予想されていた日銀の被災金融機関向けの資金供給の方針が発表された。ただし、議長から執行部への指示のかたちで、実行は先に持ち越されている。現在の政策対応として必要とされているのは、企業の操業・稼動が停滞している中で、不確実性や信用リスクを過度に怖がらずに末端まで行き渡っていく資金供給である。このオペがどのくらいの効果を発揮できるかが問われる。

長期間の固定金利オペレーションを検討

政策決定会合では、景気判断を下方修正して、被災地の金融機関向けに長めのオペレーション導入を検討することを決めた。その検討に関しては、次回4月28日の決定会合において執行部が政策委員会に報告するとしている。白川総裁によれば、この枠組みは「5月中には開始したい」ということである。

このオペの枠組みは、①期間1年間で共通担保を担保とする固定金利オペ、②貸付利率0.1%、③総額1兆円の設定である。この資金供給1兆円は、資産買入等の基金とは別に設定される。

対象先の金融機関は、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている被災地、すなわち、岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部に、営業所を有する先である。

今回の発表のポイントは、

- （1）通常の固定金利オペレーション※とは異なって期間1年と長い（成長支援の資金供給に準ずる）。オペの期間を長くすることで仲介する金融機関へのメリットを大きくしようという意図がある。

※通常の固定金利オペは、3か月、6か月の期間で0.1%の固定金利資金を供給。

- （2）系統金融機関を通じて、非対象先・非取引先への資金供給を行うことも検討。これは、資金供給を末端まで行き渡らせるための優遇措置とみられる。
- （3）対象金融機関の資金調達の制約を緩和するために、担保適格要件の内容を幅広くすることも検討。

1995年の大震災時に実施された支援貸出

過去に日銀は、1995年7月に阪神・淡路大震災支援として、同じような趣旨の貸出制度を設けている。1995年の時は、公定歩合（1.0%）での金融機関向け貸出を1年間にわたり総額5,000億円以内で実行するとした。この貸出は、被災地に営業店を有する金融機関を対象として応募を募り、実行されたのは2,715億円に止まった。内訳は、第二地銀1,020億円、信用金庫990億円、信用組合320億円、地方銀行265億円、労働金庫120億円という構成である。この制度は、当初の期限を1年に設定したが、実際は1996年からもう1年延長された。

5,000億円の枠のうち半分を超える程度しか応募がなかったのは、日銀の金融機関向けの低利融資というインセンティブだけでは十分ではなかったことを示す。それは、仲介する金融機関が被災企業の信用リスクに耐えられるだけの十分な自己資本を備えていなかったため、金融機関が信用リスクを敬遠したのだと考えられる。今回も、そうした限界があることは、事前に検討課題として吟味される必要があるだろう。

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。

景気判断は下方修正

日銀は、4月には景気判断を下方修正した。2・3月と連続して引き上げてきた判断からの変更である。これは、震災の甚大な被害を鑑みると当然である。実は、日銀が景気判断の材料である経済指標がほとんど揃っていない中で、判断を変えたところが評価のポイントだろう。

発表文の表現としては、「わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある」と、前月からは全面的な書き換えになっている。書きぶりには、通常の「景気は」ではなく「経済は」としているところにミクロ・ヒアリングで現状認識を裏付けたことがにじむ。企業の生産体制は、サプライチェーンが機能不全に陥り、連鎖的な悪影響を受けて姿を日銀は十分に認識しているのだろう。

<景気判断>

- 1月：わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。
- 2月：わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある。
- 3月：わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある。
- 4月：わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。

筆者が関心を持つのは、日銀の先行きについての見方である。その点、総裁会見では、白川総裁は「震災発生から1か月経っても、不確実性は想定どおり大きい」としながらも、「景気は供給制約が解消すれば緩やかに回復する」、「サプライチェーンの寸断は6〜7月には解消される」と述べている。半面、「電力供給不足の解消時期は特定できない、注意深く点検していく」とも留保を加えている。筆者は、白川総裁の「供給制約が解消すれば」という発言がやや楽観的にも聞こえる。皮肉にも白川総裁が述べている通り、「供給ショックは生産能力と同時に需要の減少ももたらしている」ので、肝心なのは供給制約が収益悪化を通じて需要を下方シフトさせることであろう。

日銀の発表文をよく読み込むと、白川総裁の述べているような、やや楽観的な見解であることがわかる。

「先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けて需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」

この表現は、前回3月までの「先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していく」という文言の間に、震災の混乱からの收拾というプロセスを挿入した内容である。

筆者は、もっとダウンサイド・リスクを厳しく見ており、積極的な政策の関与の必要性を感じる。おそらく、「緩やかな回復経路に復していく」シナリオは、適宜、補正予算が追加されて、企業の投資抑制、雇用削減が防止されなくては無理だろう。政府の強力な政策支援が動員されることを前提にしなければ、経済成長の低迷が長引くというのが筆者の認識である。

リーマンショックの後しばらくして、日銀は「こうした見通しに関する不確実性は高く、（中略）回復への条件が整うには、相応の時間を要するとみられる」という表現を使っていた。筆者は、補正予算の条件が整わないうちは、こうした認識と同じくらいに厳しいと考える。しっかりした景気先行きへの見通しは、4月28日の展望レポートを待たなくてはならないだろう。

必要とされる政策対応

3月11日の震災からもう4週間近くが経とうとしている。現状、企業の中には、店舗・工場の稼働が止まってしまい、従業員給与を支払うためのつなぎ融資が得にくいと苦しんでいる先が少なくない。こうした停滞は、すでに

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。

被災地域のみならず、関東、西日本、他の地域に及んでいる。そうした状況下では、金融機関による融資拡大のバックアップが効果的だ。とりわけ、融資先の信用リスクが見えにくい中で、一定の節度をもってつなぎ融資ができるようにすることは、二次波及のダメージを潜在的に小さくするだろう。そうした意味で、方向性として、日銀がより直截的な金融面のバックアップに乗り出したことは合理的な判断だと考える。

政策全体の対応として、金融政策の位置づけは、政府の予算措置に時間がかかることを前提に、それまでの期間は支援を肩代わりすることである。すでに日銀は第一弾を3月14日に発動し、社債買取などは潜在的な効果があったとみられる。今回は、それに二の矢を継ぐかたちで行われた。

経過を追うと、日銀の役割は、時間とともに変容している。日々の資金供給では、日銀は3月14日から巨大な即日オペでの資金供給を活発に行ってきたが、3月23日からはそうした対応を手控えている。これは、ごく短期のオペの応札が鈍ってきたことから、従来のより長めの固定金利オペへと軸足を移したのだろう。

現在は、短期の資金供給を活発化させる対応だけではなく、金融機関がいかにも不確実性のある企業向けに資金供給を応じられるかを問題と考えているのだろう。ただし、そうした役割は、公的金融機関や信用保証協会を通じ、信用リスクの一部を財政資金がバックアップする仕組みの方が効果的かもしれない。

日銀の政策対応に一段の拡充の余地があるとすれば、一定の範囲内で担保適格要件の基準を緩和して、財政資金による損失保証を加えながら、民間金融機関が一層の融資拡大に動けるようにすることである。今回の金融機関向けの対応は、そうした信用面での緩和への道を拓くための準備段階という見方もできる。

一部には、日銀は現在（4月7日）から28日まで検討期間を設けて時間稼ぎなどはせずに、即座に対応をした方がよかったという見方もある。その点は技術的制約があるかもしれないので、何とも言えないが、次回会合では日銀が一層の工夫を加えられるかどうかを期待したい。

日銀の国債直接引き受け

前回の決定会合から現在に至るまで、与党が復興支援を論議する中から、補正予算の財源を日銀による復興国債の直接引き受けをも検討するという観測が流れた。日銀にとっては、独立性を脅かす恐ろしい話である。総裁会見では、「日銀による国債引き受けは重要なインフラである通貨への信認を毀損される」、「長期金利上昇・市場不安定化で国債発行が困難になるおそれがある」などの副作用をあげつらって予防線を張った。

心理的な拒否反応を示す声は、白川総裁のみならず、与党幹部にも幅広くあって、そうした極論は一服している。本当のところ、白川総裁の口からは、政府への遠慮があって言いにくい面もある。だから、改めて筆者から述べておくと、市場で消化せずに日銀が引き受ければ、債券需給を悪化させずに資金調達ができるという発想は、日銀の国債直接引受けの問題を狭く解釈しているように思える。財政法5条に抵触する縛りがあって、国会の議決が必要という手続論が、問題なのでもない。本当の問題は、ファイナンスがイージーになると、同時に歳出面でも財政規律がなし崩しになることである。財政規律の喪失とは、歳出拡張に歯止めが効かなくなり、国債の信用を劣化させることである。政権が不人気な増税策を採らざるを得ないところに、同時に財政規律が働いている。白川総裁には、勇気を持って財政規律の重要性を説いていく使命がある。