

西村副総裁は基金増額を提案せず

発表日：2011年5月20日（金）

～5月19・20日の政策決定会合～

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

日銀の追加緩和の可能性について、西村副総裁が2回連続で基金の増額を提案するかどうか注目が集まった。しかし、そうはしなかった。前回4月28日の段階で不確実性が強かった状況が後退してきたことや、マーケット環境の変化があるのだろう。今後、政府の二次補正のスケジュールが明らかになってくれば、それと連携するかたちで検討が進む可能性はある。仮にそうなれば、成長基盤強化支援や買入基金増額などのメニューが浮上するだろう。

基金増額を見送った西村副総裁

5月の政策決定会合は、全員一致で現状維持を決めた。前回4月28日の決定会合では、西村清彦副総裁が「資産買入等の基金を5兆円程度増額し、45兆円程度とする」議案を提出していた。ところが、今回、西村副総裁はその提案を連続して行なうことはしなかった。白川総裁は、記者会見で「西村副総裁は経済・物価見通しなどを共有しており、基金増額をしなかったと理解している」と語っている。

思い出すのは、前回、白川総裁が「3月に思い切った金融緩和を行い、その買入れについてはまだ始まったばかり。そうした効果を見極めて行くことが今は適切」と語っていた方針である。ここに来て西村副総裁は、総裁や他の委員たちが言う“効果の見極め”に同調して、3月来の緩和措置で一応の効果が得られたという判断に変わったと理解ができる。

西村副総裁の景気認識は、4月22日に行なった記者会見を辿ると、「非常に不確実性が高い」という点に特徴があった。この言葉を繰り返す西村副総裁は、人一倍、ダウンサイド・リスクをみていたと想像される。そうすると、時間が経過して、自分も様子見をしてもよいと思うくらいに見通しが安定してきたということなのだろう。政策委員会内でも、震災の悪影響を警戒する当初の緊迫感が、限界的に緩和されたことが窺われる。

目下、白川総裁が念頭に置いているのは、成長基盤強化支援の増額であろう。3兆円で設定した成長基盤強化支援の枠は、2010年6月15日に決められた（方針決定は5月21日）。その実行期限は、2012年6月末になっているが、すでに2.1兆円を使い、次第に上限が見えてくることが予想される。白川総裁は、期限までに枠を拡充することに含みを持たせている。記者会見でも「震災復興では成長力強化策の検討も大切」と述べている。

もうひとつ、記者会見で白川総裁が強調したのは「浜岡原発停止などもあり、電力供給はやや長い目でみて楽観できない」という点である。不確実性という点で、白川総裁には原発の扱いはもっとうまくやってほしいという気持ちがあるのかもしれない。

震災後の警戒感は緩んだか

警戒感が強かった西村副総裁が他の委員との現状判断を突っ込んで議論したことは、重要なことである。多くの政策委員は何をもって、西村副総裁の厳しい景気認識との調整を行なったのであろうか。

具体的に4月28日に比べて、約3週間を経過した現時点での情勢判断に影響を与えるとすれば、1～3月のQEが挙げられる。5月19日発表のQEは在庫要因を中心に見方が下方修正された。4月28日の展望レポートでは2010年度の実質GDP見通しは最も慎重な委員が2.7%（中央値2.8%）となっていたのが、実績は2.3%だったので、すべ

ての委員の見通しが下振れたことになる。しかし、このデータだけでは不確実は、高まらなかったようだ。

総裁の記者会見の内容をみると、「自動車メーカーなどから、ひところの予想に比べ生産の増加が前倒しで実行できるとの見通しが出ている。夏場の電力供給も一時心配されていたほど深刻な事態にはならないとの見方が強まってきているように思う」（共同通信の報道）とある。日銀は、日々のニュースとして追加される生産調整の緩和報道やヒアリングに基づき、「秋口以降、供給面の制約が全体として和らいでいく」とみているのだろう。

ほかに、西村副総裁が基金の増額を見送った理由を考えると、金融市場の動向も影響しているはずだ。この間の変化を整理すると、（1）長期金利の低下が4月28日以降進んで、長期国債の増額をしなくとも緩和材料が加わったこと、（2）4月上旬から進んできた円高傾向に歯止めがかかり1ドル=80~82円の推移になっていること、（3）東電の賠償スキームが提示されたこともあり、社債市場の不安定さが後退してきていること、などが挙げられる。

政策委員が反対を入れた経験

これまで執行部内で意見が割れて反対票が投じられた事例は、前回の西村副総裁を除いて、2007年2月21日の岩田一政副総裁の経験がある。このときは、ゼロ金利解除後、誘導目標を0.50%へと引き上げる決定が行なわれている。岩田副総裁は、利上げに反対する理由として「① 賃金、個人消費の弱めの動きが払拭されておらず、IT部門を中心に生産面で、軽度ではあれ踊り場となる可能性が高く、物価上昇率の先行きに不透明感が強いこと、② 物価の先行きについて、『展望レポート』などで丁寧に説明する必要がある」という内容を挙げていた。岩田副総裁の場合、2007年2月以降は反対票を投じることはしなかった。

西村副総裁の提案が目を引くのは、追加緩和の程度が足りないという方向で問題提起をしている点である。過去、政策委員の中で、執行部に対して追加緩和を広げる方向の提案で反対票を投じたのは、中原伸之審議委員を除くと、2003年4月8日・同9月12日の福間年勝審議委員の2回の提案に限られる。福間委員は、量的緩和の当座預金目標の増額を提案し、その後、政策委員会も福間委員の増額と同じ方向に動いている。この当時は、福間委員の提案には、先行性があるとされた。

※ 追加緩和ではないが、2008年10月31日に0.50%→0.30%に利下げしたときは、利上げ幅について0.25%にするという意見対立があって、須田・中村・亀崎委員が反対票を投じたことはあった。また、同じような対立は、2001年2月9日に公定歩合を0.35%に下げるのを0.10%にすべきと田谷禎三審議委員が提案していたときにも起こった。

政府の二次補正予算との対応

仮に、日銀の追加緩和に動くとするれば、それは政府の2011年度第二次補正予算に合わせた対応であろう。政府・日銀が一体となって動くという問題意識によって基金増額を提案する可能性はある。

もっとも、二次補正が編成される目途が今のところ不透明である。菅首相は、6月22日までの国会ではなく、8月以降に臨時国会を開いてそこで二次補正を論議する構えをみせた。ただし、二次補正を8月以降に先送りしたという批判をかわすために、菅首相は小規模な補正予算を通常国会の会期延長で行なう可能性も示唆しており、情勢は混沌としている。

日銀の決定会合の日程をみると、二次補正が8月以降になるとすれば、6月14日と7月12日ではなく、8月5日と9月7日というスケジュールが焦点になりそうだ。もしも、政府の二次補正で規模が巨大に膨らむとすると、当座は赤字国債の増発を余儀なくされるだろう。これは、先々の増税のスケジュールを決めたとしても、足元では国債増発で切り抜けねばならないからだ。その側面支援として、日銀が基金を増額して長期国債の買入増加を検討する可能性はある。

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。