

日銀は「特別プログラム」の延長を視野

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 景気判断は2会合連続の上方修正

10月28、29日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。6月以降、これで4会合連続でのすえ置きとなる。

景気の現状判断は、9月の「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとの、持ち直しつつある」から、「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が再開するもとの、持ち直している（下線部筆者）」へと、小幅ながら2会合連続の上方修正となった（図表1）。ちなみに、前回9月の現状判断は、7月の「きわめて厳しい状態にある」から、「持ち直しつつある」へと3年2ヵ月ぶりとなる上方修正だった。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備 考
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合（11ヵ月）ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合（2ヵ月）連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	
20年9月17日	持ち直しつつある	↑	3年2ヵ月ぶりの上方修正
20年10月29日	持ち直している	↑	2会合連続の上方修正

（出所）日本銀行より明治安田総研作成

2. 先行きの見通しは不透明感増す

個別項目別の判断は、海外経済、輸出、生産が上方修正されている（図表2）。海外経済は、「7月：大きく落ち込

んだ状態にある→9月：持ち直しつつある→10月：持ち直している」と2会合連続の引き上げ、輸出と生産は、「7月：大幅に減少している→9月：持ち直しに転じている→10月：増加している」と同じく2会合連続の引き上げとなっており、足元の回復が海外経済のリバウンドに助けられている面が大きいことを示唆している。

内需関連は9月からおおむね横ばいだが、7月の展望レポートとの対比では、設備投資が「横ばい圏内の動き」から「減少傾向にある」へと引き下げ、個人消費は「持ち直しの動きがみられる」から、「全体として徐々に持ち直している」へと逆に小幅引き上げとなっている。

(図表2) 個別項目の判断

項 目	9月決定会合	10月決定会合	方向性
海外経済	持ち直しつつある	持ち直している	↑
輸出	持ち直しに転じている	増加している	↑
鉱工業生産	持ち直しに転じている	増加している	↑
企業収益・業況感	悪化している	悪化している	→
設備投資	減少傾向にある	減少傾向にある	→
雇用・所得環境	弱い動きがみられている	弱い動きがみられている	→
個人消費	全体として徐々に持ち直している	全体として徐々に持ち直している	→
住宅投資	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
公共投資	緩やかな増加を続けている	緩やかな増加を続けている	→
金融環境	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	→
予想物価上昇率	弱含んでいる	弱含んでいる	→

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

設備投資が減少傾向を辿っているのは、新型コロナウイルス肺炎の企業業績への影響が徐々に明らかになってきたのに伴い、ここへきて設備投資計画を下方修正する動きが顕著になってきたことを反映している。個人消費の持ち直しは、ペントアップ需要や、特別定額給付金の効果を反映していよう。もっとも、先行きの見通しに関しては、「先行きのわが国経済は、経済活動が再開し、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる」となっており、前回の「先行きのわが国経済は、経済活動が再開していくことで、ペントアップ需要(抑制されていた需要)の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、改善基調を辿るとみられる(下線部筆者)」から、ペントアップ需要の一節が抜け落ちている。ペントアップ需要の一巡が見込まれている形である。特別定額給付金にしても、足元ではGo To Travel キャンペーンの好調などを通じ、足元の個人消費の下支えに貢献しているとみられるが、今後その効果は減衰に向かうと考えられる。したがって、年末以降、個人消費の増勢は再び鈍化に向かう可能性が高いとみる。ここへきて、欧米で再び感染が急拡大しており、海外経済の先行きにもにわかに不透明感が漂ってきたことから、外需の先行きも楽観できない。なんらかのテコ入れ策なしには、年明け以降の景気が再び失速に向かうリスクが高まってきたといえる。

3. 欧州経済がリスクに

日銀は、先行きの見通しの留保条件として、「感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見通しでは、広範な公衆衛生上の措置が再び導入されるよう

な感染症の大規模な再拡大はないと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮され则认为している」としている。重要な部分がすべて前提になっているあたり、先行きの不確実性を如実に示しているが、少なくとも欧州では「大規模な公衆衛生上の措置」が再び導入されている状況にある。

この点については、会合後の定例会見で、欧州の状況や、日本でも北海道で警戒ステージが引き上げられている現状に鑑み、感染再拡大への警戒感の程度を問う質問が出されている。これに対し黒田総裁は、「**欧州でも重症者の数はそれほど増えていないとか、死者はあまり増えていないとか、様々な状況があります。それから、欧州の一部の国では、公衆衛生上の措置を再導入していますが、春に行われたような全面的な外出禁止や抑制、店舗の閉鎖といった形ではなく、ある程度、地域や場所などのターゲットを絞って行われています**」と答えている。しかし、現状認識としては遅れ気味の内容となっている印象が否めない。すでに、会合前の10月27日の時点で、WHOのマーガレット・ハリス報道官が、欧州で新型コロナウイルスの1日あたりの死者数が、前の週より40%近く増加していることを明らかにしたうえで、「欧州地域全体で、感染者数と死者数の猛烈な驚くべき増加が見られる」、「一部の国では病床が急速に埋まりつつある」とのコメントを残している。おそらく、会合の想定QAが作成されたタイミングに拠るのだろうが、欧州情勢は、展望レポートにおける先行き見通しの大きなリスクとして浮上してきたと言えそうである。

4. 「特別プログラム」の延長措置は取られず

市場の一部で予想されていた、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の延長措置は取られなかったが、これは筆者も予想していた。理由は黒田総裁のコメントどおりで、「年度末越えの資金繰りがどうかということは、来年になって議論になるのかもしれませんが、今慌てて何かしなくてはならないということはないと思います」というところだろう。どのみち、年末にかけて第三次補正予算が編成され、そこで各種の企業金融支援措置が延長、あるいは追加される可能性が高い。新たな政策の追加があった場合は、日銀としても、歩調を合わせて、なんらかのバックファイナンス措置を強化する必要性が出てくる。もし、今回の会合で延長していたら、現状の枠組みのまま延長ということになるが、枠組み自体を変える可能性が少しでもあるのであれば、その時に一緒にやった方が、バタバタ感を印象付けなくて済む。

会見では記者から、「内部ではいつどうするかという議論は始まっているのでしょうか」との質問も出された。これに対し黒田総裁は、「**来年3月末までの時限措置を間際になって云々するということは良くないと思いますので、当然のことながら、状況をみながら必要な時期に延長するというのであれば決定していきたいと考えています**」と述べている。延長自体は既定路線と言っているようにも聞こえ、そうすると実施時期が問題となる。国の予算に関しては、今年も補正と新年度予算を合わせた15ヵ月予算となるのが確実である。年末までには補正予算の詳細も固まるだろう。次回の会合は12月17,18日、その次の会合が1月20,21日である。1月後半となると、残り2ヵ月余りであり、年度末越えの資金繰り支援を決定するには押し詰まり感が否めない。また、12月会合で見送れば、市場は1月会合での延長決定をほぼ100%織り込むとみられ、市場の予想に対し後手に回る印象も出てくる。これも日銀としては好ましくないだろう。そうすると、12月17,18日の会合でなんらかの措置が発表される可能性が高いということになる。

5. インフレ目標の位置づけは後退

半期に一度の展望レポートでは、20年度の成長率が前年比▲4.7%から同▲5.5%へと、比較的大きな下方修正がなされた(図表3)。インフレ予想に関しては7月から大きな変化はなく、2022年度のコアCPIは前年比+0.7%と、引き続き、黒田総裁の就任から10年経っても、2%はおろか、1%にも達しないとの見通しとなっている。こ

の点については記者から、「インフレ目標が、今もってあらゆる手を使って早期に実現しなければいけないものなのか、それとも中長期的な目標として、無理をせずそのときの経済情勢に合わせて緩やかに達成を目指すという目標になっているのか 一中略一 もし、内容、性格が変わっているとすれば、いつから変わったのかということを確認させて頂けますか」との質問が出されている。従来なら「まったく変わっていません」と一言で退けられてもおかしくない質問だが、黒田総裁は頭越しの否定

は避け、質問の趣旨からはやや逸れる形で、インフレ目標の趣旨や必要性を説明する回答に終始している。

実際、「2年で2%」にこだわっていた当時と比べれば、日銀の中でも2%の位置づけは徐々に後退しつつあるのが実情であろう。そもそも、日銀は4月の決定会合で、物価のモメンタムが損なわれたことを認め、政策金利のフォワードガイダンスについては、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」という表現を削除、物価と政策金利見通しのリンク自体を切っている。当面は感染症の動向に紐付けるということだが、この点、会見では、「コロナ対応策が終われば、仕切り直して2%に向けた取組みに移れるとお考えなのか」との質問も出された。黒田総裁は、「**感染症の影響が和らいでいくにつれて、経済活動の刺激と、2%の「物価安定の目標」の達成に向けた道筋をより明確にしていくことに、金融政策のウエイトが動いていくと思います**」と述べたが、フォワードガイダンスの表現がどうなるかはともかく、2%については事実上中長期的な目標に祭り上げ、目先の金融政策のかじ取りとは切り離すという運用になっていくだろう。

(図表3)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値、4月のみレンジ)

	前年比(%)	20年4月展望レポート(大勢見通しのレンジ)	20年7月展望レポート	20年10月展望レポート	20年10月展望レポート(当社予想)
2020年度	実質GDP	▲5.0~▲3.0	▲4.7	▲5.5	▲5.0
	コアCPI	▲0.8~▲0.4	▲0.6	▲0.7	▲0.7
2021年度	実質GDP	2.8~3.9	3.3	3.6	3.2
	コアCPI	0.0~0.7	0.3	0.4	0.4
2022年度	実質GDP	0.8~1.6	1.5	1.6	1.5
	コアCPI	0.4~1.0	0.7	0.7	0.7

※4月は中央値を発表せず

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所)日本銀行より明治安田総研作成

6. 金融システムの頑健性には自信示すが

なお、コロナ対応オペについては、「+0.1%の付利があり、足許で例えば、地方銀行でも与信費用が想定よりも少なかったということで、企業業績で業績予想を上方修正するところも出てきており、一部では日銀による経営支援という指摘も出ています。この点について見直しの可能性を教えてください」との質問も出された。黒田総裁は「**ご指摘のようなことも含めて、今後検討することになると思いますが、今の時点で何か具体的な中身の変更といったものを考えているというわけではありません**」と短く答えるにとどめている。事実、コロナオペは金融機関にとって貴重な運用手段のひとつになりつつあるが、センシティブな問題であり、黒田総裁としては深入りを避けたいところであろう。そもそも、日銀当座預金の基礎残高の0.1%の付利も、マイナス金利政策の採用後、金融政策から切り離された時点で、銀行に対する補助金の意味合いが強くなっている。ただ、ECBは企業金融支援にあたり、日銀よりもさらに手厚いインセンティブを金融機関に与えるなど、同様の政策は他国でも実施している。これは補助金と言うよりも、超低金利下での、金融システム安定化策のひとつと捉えるべきだが、政治的に問題視される可能性がないわけではない。

金融システムについては、「先般公表された金融システムレポートでは、リスクシナリオではあるのですが、景気の停滞が続けば、資金需要の低迷と金融機関の資本制約によって、2022年度にも貸出が減少に転じるとの分析が示されました」との質問も出された。黒田総裁は、「**10月の金融システムレポートで示している通り、わが国の金融システムは、景気改善がかなり緩やかなものにとどまると想定しても、相応の頑健性を備えていると評価しています**」と答えており、金融システムの安定性維持のために、なんらかの追加的な政策対応が必要と考えている様子はない。

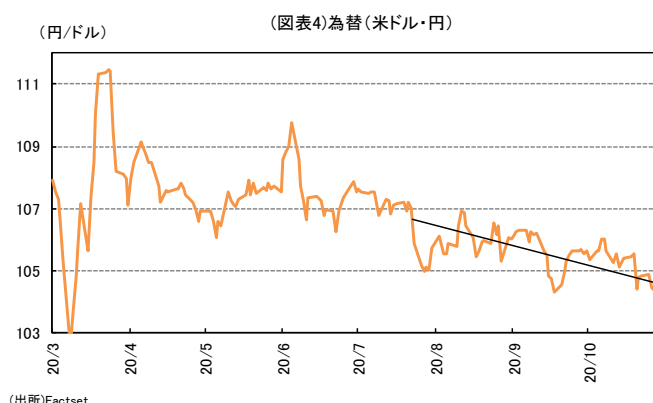
金融システムレポートにおける日銀の現状評価は、新型コロナウイルス感染症は企業や家計の資金繰りに強いス

トレスを加えているものの、政府・日銀の政策対応に加え、金融機関が相応に充実した財務基盤を備えてきていたことから、円滑な金融仲介機能が維持されているというものであった。企業金融支援策が各業種のデフォルト率上昇を抑制しているとの分析を実施するなど、全体としてここまでの財政・金融政策の効果に自信を示す内容となっていた。

また、「わが国では、企業が全体として流動性や自己資本を手厚く確保し、財務基盤を趨勢的に強化していたことも、金融仲介機能の維持に寄与」と、企業の財務基盤の強化に向けた取り組みも評価している。こうした企業行動はこれまで「内部留保のため込み」という文脈で、どちらかと言えば批判にさらされてきたものだが、危機下での耐性という点では利点を持つことが示された形である。確かに、金融システムレポートで示された現預金比率と自己資本比率の各国比較をみると、2000年以降、欧米は均せばほぼ横ばいに近い推移を辿ってきたのに対し、日本のみが右肩上がりで推移しており、違いは歴然としている。こうした企業行動は消極的な投資スタンスの裏返しでもあり、長期化すれば資本装備率の低下やイノベーションの機会喪失を通じ、さらなる潜在成長率の押し下げに繋がる可能性もある。そうした意味では、必ずしも日本企業の行動が優れていたとは言えないが、危機が頻発する中、ここまで成功してきたのは事実であり、今後も日本企業が手元流動性を厚く保つ傾向は容易に変わらないだろう。

7. 米大統領選が円高を招く可能性

一方、日本の金融システムの相対的な安定は、リーマン・ショック後、長年にわたり、「リスク回避的な円買い」の一因となってきた。この点、為替相場で円高圧力がかかり続けている点は日銀も注視しているとみられる。会見では記者から「来週の米国選挙に向けて、市場では神経質な動きが続いているようですが、一部では円高懸念が結構強い」との質問が出された。黒田総裁は、「(為替相場は) **比較的安定的に動いているということに尽きる**」と答えている。しかし、ボラティリティは小さいにしろ、トレンド的には、ここ数ヵ月じりじりと円高が進んできたのが実態であり(図表4)、「安定的に円高圧力がかかり続けている」という表現が正しいようにも見える。



米大統領選が目前に迫ってきたが、スムーズに新大統領が決まる可能性は低い。相場自体に円高バイアスがかかる中では、さほど強い材料でなくても、するすると円高が進む可能性もある。米大統領選では、期日前投票の規模が当初予想以上の水準に上ったのは周知のとおりである。当日投票所に出かける有権者は共和党支持者が多く、期日前投票は民主党支持者が多いことを考えれば、3日の投票日直後に、トランプ氏が勝利宣言に近い内容の発表を行い、郵便投票の結果がある程度明らかになった時点でバイデン氏が勝利宣言するというのが、ありうべき展開である。ここから混乱が本格化する。接戦州では裁判が頻発する可能性があり、両候補の争いは最高裁がなんらかの判断を下すか、もしくは下院投票までもつれ込む可能性もある。そうなれば、リスク回避的な円高加速は必至である。日銀としては、マイナス金利の深堀りくらいしか手がないが、副作用対策も必要で、結局は何をやっているのかわからなくなるリスクも高い。相場がマイナス金利の深堀りを円売り要因と解釈してくれるかどうか不透明で、そうすると2011年以来の本格的な為替介入が俎上に載ってくるかもしれない。為替介入とて、協調介入でもなければ相場のトレンドを変えられるものではなく、基本的に米国の了承がなければ実施できないことからハードルは高い。ドル崩壊の可能性が浮上するのでもない限り、トランプ氏はもちろんのこと、バイデン氏が大統領になっても介入は容易に認めないだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●

株式会社 明治安田総合研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 3-2-11 TEL03-6261-6411