

# 経済危機局面における日銀見通しと金融政策運営

～日銀展望レポート（2009年4月）～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

2009年4月30日、日本銀行から『経済・物価情勢の展望』（いわゆる展望レポート）が公表された。展望レポートは、日銀の想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオやリスク要因とともに、これを踏まえた今後の金融政策運営の考え方が示されることになっており、先行きの金融政策運営を予見する上でのベンチマーク（基準）となる<sup>1</sup>。

08年秋以降、米系金融機関の破たんを契機にした米欧の金融危機は、実体経済にも悪影響を与え、米欧のみならず新興国も含めた世界経済全体が大幅にかつ急速に落ち込んだ。この中において、輸出を景気の主なけん引役としてきた我が国経済も急速に悪化することとなった。その後、足下では、主として世界的な在庫調整の進ちょく等を背景とした景気の下げ止まりの兆しも見え始めている中で、この動きが順調な回復につながっていくのかに注目が集まっている。

そこで、本稿では、今回公表された展望レポートにおける日銀の経済見通しとともに08年秋以降の金融危機と実体経済の悪化に対する日銀の金融政策を整理する。

## 1. 日本銀行の経済情勢の見通し

### 1-1. 大幅に下方修正された実質経済成長見通し

今回の展望レポートにおいては、日銀の政策委員の実質経済成長率の見通し<sup>2</sup>が、09年1月の中間評価時点<sup>3</sup>から大幅に下方修正された。この1月の中間評価においても、08年10月の展望レポート<sup>4</sup>において示されていた08、09年度のプラス成長見通しから、マイナス成長見通しに下方修正されていたが、今回の09年4月展望レポートでも再度下方修正され、マイナス幅は更に拡大した（図表1、文末参考図表1）。

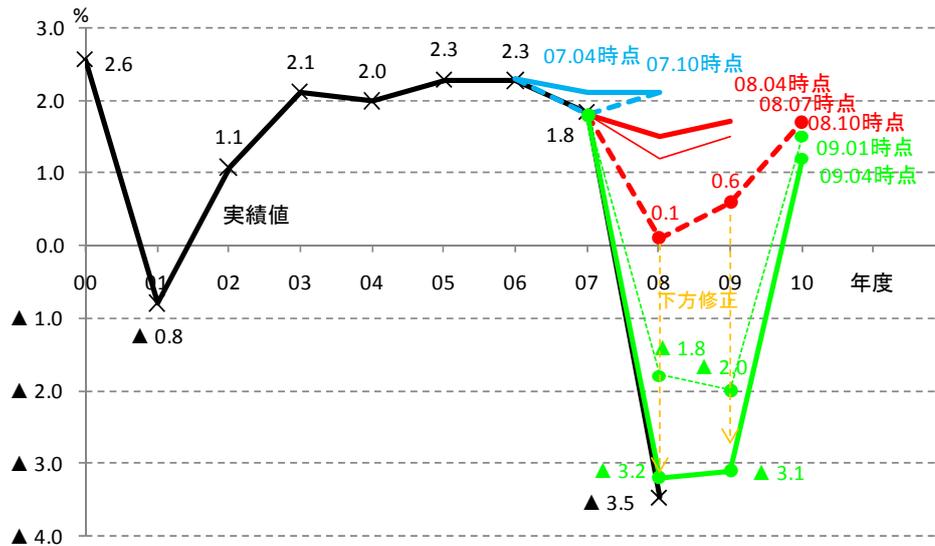
<sup>1</sup> 展望レポートは、毎年4月末及び10月末に公表される。また、展望レポート公表から3か月後の7月と1月には展望レポートの中間評価が行われている。

<sup>2</sup> 政策委員の大勢見通しの中央値。本稿では、この見通しを日銀の見通しとして扱う。

<sup>3</sup> 日本銀行『当面の金融政策運営について』（2009年1月22日）

<sup>4</sup> 08年10月の展望レポートの詳細については、拙稿「日銀標準シナリオの不確実性と下振れリスクの高まり」『経済のプリズム』第62号（参議院事務局企画調整室 2008年12月）参照。

図表1 政策委員の実質経済成長率見通しの推移



(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、内閣府『四半期別GDP速報』

まず、08年度の実質経済成長見通しは、08年10月時点では+0.1%であったが、09年1月時点で▲1.8%に、そして今回の09年4月の展望レポートで▲3.2%に下方修正された<sup>5</sup>(08年10月時点からは▲3.3%ポイントの下方修正)。また、09年度についても、08年10月時点では+0.6%成長であった見通しが、09年1月時点には▲2.0%に、そして今回の09年4月時点は▲3.1%に下方修正された(08年10月時点からは▲3.7%ポイントの下方修正)。なお、2010年度については、08年10月の展望レポートで公表以降、若干下方修正されてきたがプラス成長見通しは維持されている。

このように見通しが下振れした理由について、日銀は、(1)世界的な信用収縮やそれに伴う実体経済・貿易の縮小が予想以上のペースで進んだこと、(2)我が国の製造業が強みを発揮してきた耐久消費財や資本財の分野で世界需要が大きく落ち込み、円高も輸出に不利に働いたこと、(3)企業の中長期的な成長期待が幾分下振れたことを挙げている。

この点は指標からも確認できる。図表2は、我が国経済のけん引役となってきた輸出と企業部門の生産の推移である。いずれの指標も08年11月から09年2月にかけて正に「崖から落ちるという比喩が当てはまるような」<sup>6</sup>急激な落

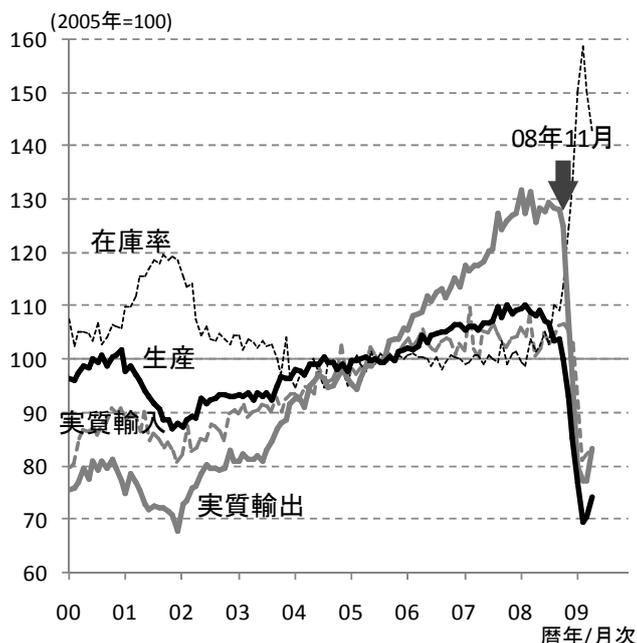
<sup>5</sup> 2009年5月20日公表の平成21年1~3月期四半期別GDP速報(1次速報)において、2008年度の実質成長率の実績値は▲3.5%とされた。

<sup>6</sup> 日本銀行『International Bankers Association(IBA) Information Forumにおける白川総裁講演「国際金融危機の下での外国金融機関」』(2009年1月27日)

ち込みを示している。

09年1月の中間評価時点で利用できた指標は08年11月までと考えられるが、その後、予想できない勢いで我が国経済が急速に悪化したことが確認できる。なお、09年3月及び4月の数値は改善の動きが見られる。これが回復基調へつながっていくのかが注目される。

図表2 鉱工業生産、実質輸出入の推移（月次）



(注1) 季節調整済指数。期間は2000年1月～2009年4月。

(注2) 在庫率＝在庫/出荷。

(出所) 経済産業省『鉱工業指数統計』、日本銀行『実質輸出入指数』

### 1-2. 2009年度▲3.1%成長見通しはプラス成長を意味

このように、今回の09年4月展望レポートにおいて、経済見通しは下方修正され、08年度、09年度ともに実質経済成長率▲3%台という2年連続のマイナス成長が示された。

しかし、09年度のマイナス成長という数字は額面どおりにとらえてはならない。我が国経済は08年10-12月期、09年1-3月期にかけて経済が急激に落ち込んだがゆえに、09年度中に景気悪化に歯止めがかかるとしても、年度平均で見れば08年度よりも低くなるという統計上の技術的要因、いわゆるマイナスの「ゲタ」が影響しているからである<sup>7</sup>。09年度の「ゲタ」については、内閣府の推計では▲4.9%とされている<sup>8</sup>。この数値と日銀見通し▲3.1%との差である1.8%ポイントは、09年度中に押し上げられるGDPの水準を表すことになる。

<sup>7</sup> 「マイナスのゲタ」についての詳細は、鈴木克洋・竹田智哉「マイナス成長見通しに隠された成長シナリオ～平成21年度政府経済見通し暫定試算～」『経済のプリズム』第68号（参議院事務局企画調整室 2009年5月）参照。

<sup>8</sup> 内閣府「平成21年度実質GDP成長率について」（『平成21年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報）』（2009年5月20日）の参考資料）。なお、09年4月の展望レポート公表時点は、ゲタの数値の公表前であるが、日銀総裁は「▲5%程度のゲタ」を認識しており（日本銀行「総裁記者会見要旨」（2009年5月1日））、日銀の見通しには同程度のマイナスのゲタは既に織り込まれていたことがうかがえる。

これを機械的に成長率に換算すれば、日銀の 09 年度実質経済成長率見通し▲3.1%を実現するためには、09 年度においては毎四半期とも前期比 0.8%（年率換算 3%）の成長率を達成する必要があることになる<sup>9</sup>。

### 1-3. 維持された 09 年度後半からの回復シナリオ

3%という経済成長の経済環境は、近年の経済成長を基に考えれば、高めの成長であり、やや過熱気味の環境が思い起こされる。今回の日銀の経済見通しの背景として、どのような成長シナリオが想定されているのだろうか。図表 3 は 09 年 4 月の展望レポートで示された日銀の成長シナリオの概要である。

図表 3 日銀の見通しにおける我が国経済シナリオ（概要）

<p>&lt;2009 年度上期&gt; 前期比マイナスが残る</p> <p>①国内外の在庫調整が徐々に進ちよくし、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていき<sup>10</sup>、②交易条件の改善が国内民需を下支えすることなどから、悪化のテンポは徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かう。</p>
<p>&lt;2009 年度下期&gt; 在庫調整の反動で一時的に高めのプラス</p> <p>①各国の政策効果を背景に、国際金融市場が落ち着きを取り戻し、海外経済が徐々に回復に転じるほか、②国内でも各種政策効果が次第に現れるため、民間部門の中長期的な成長期待の更なる下振れは回避されて、緩やかに回復していく。</p>
<p>&lt;2010 年度&gt; 潜在成長率(+1%前後)を上回る成長に復帰</p> <p>2000 年代半ばにかけて蓄積された金融・実体経済の様々な過剰の調整にはかなり時間を要するため、海外経済の回復力は緩やかなものにとどまり、そのもとで、設備や雇用の調整圧力が根強く残り、景気回復のテンポは緩やかになる。</p>

（出所）日本銀行『経済・物価情勢の展望（2009 年 4 月）』より筆者要約

今回の日銀のシナリオでは、輸出・生産を急速に大幅に落ち込ませた主因である世界的な過剰在庫が調整され、09 年前半には、景気悪化の速度が徐々に落ちて次第に下げ止まり、09 年度後半には、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融政策、財政政策の効果によって成長率は緩やかに上昇し始め、2010 年度には潜在成長率（1%前後<sup>11</sup>）を上回る成長に戻るという姿が描かれてい

<sup>9</sup> 筆者試算。なお、前記脚注 8 の内閣府資料では、内閣府「平成 21 年度経済見通し暫定試算（内閣府試算）」における実質 GDP 成長率▲3.3%を実現するために必要な成長率は、前期比 0.7%（年率換算 2.6%）としている。

<sup>10</sup> 09 年 5 月 22 日の政策決定会合では、「下げ止まりつつある」に上方修正されている。

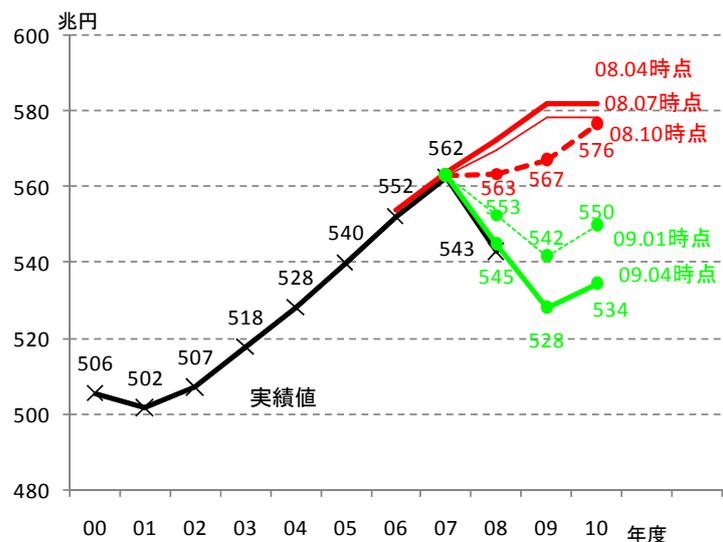
<sup>11</sup> 08 年 10 月の展望レポートまでは我が国の潜在成長率を「1%半ばないし後半」（05～07 年

る。これは、「海外経済も減速局面を脱するにつれて、09 年半ば以降に成長率が徐々に高まってくる」とした 08 年 10 月の展望レポートにおけるシナリオ<sup>12</sup>とほとんど変わりが無い。08 年秋以降の世界的な経済の急激な落ち込みという状況を経ながらも、我が国経済の回復過程については、きっかけ（海外経済の調整終了）についても時期（09 年度後半以降）についても経済シナリオは維持されたことになる。

ただし、このように維持された成長シナリオであるが、見通しどおりに経済成長率を達成したとしても、08 年 10-12 月期、09 年 1-3 月期の水準が大幅に落ち込んだため、実感の乏しい回復になる可能性がある。図表 4 は、日銀の実質経済成長率見通しを実質 GDP 実額（水準）に置き換えてみたものである。同じ 09 年度後半からの経済回復といっても、08 年 10 月時点に比べて 09 年 4 月時点は大幅に低い位置から

のスタートとなり経済環境は大きく異なっている。また、日銀のシナリオでは、09 年度中には在庫調整の反動による一時的な高成長率を見通しつつも、中期的なトレンドとしては、2000 年代半ばから蓄積されてきた様々な過剰<sup>13</sup>の調整

図表 4 日銀見通しからみた GDP 実額（推計）



(注) 前年度の実質 GDP 額に日銀の実質経済成長率見通しを乗じて作成した。なお、前年度の実質 GDP 額は、見通しを公表する各時点で利用可能な情報を基にしている。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、内閣府『四半期別 GDP 速報』

度)と推定していたが、大幅な景気悪化で資本ストックの伸び率が低下していることなどを反映して、今回の 09 年 4 月展望レポートにおいて「1%前後」に下方修正された。

<sup>12</sup> 08 年 10 月の展望レポートでは「09 年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続くと見込まれるが、その後、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、成長率が徐々に高まっていく姿が想定される。その時期は 09 年度半ば以降となる可能性が高い」としていた。

<sup>13</sup> 例えば、金融面ではサブプライムローン問題に象徴されるような世界的な信用バブルなどがある。また、実体経済面では、金融面の信用バブルを背景にして、家計部門では米欧の住宅投資ブーム、新興国・資源国を含めた世界規模の自動車などの耐久消費財ブームのほか、企業部門では、家計の需要の高い伸びを前提とした設備投資の拡大・増強などがある。

の長期化による海外経済の回復力の弱さとともに、国内に根強く残る設備や雇用の調整圧力によって我が国の景気回復の速度は遅くなるとみており、水準の回復には、相当の時間を要することになる。

なお、以上のシナリオは、現時点で蓋然性の高い見通しであり、このシナリオに対して予想されるリスク要因の点検もされている。今回の09年4月の展望レポートでは、図表5のとおり、全部で4点挙げられており、いずれも基本的には海外経済の動向次第のものである。引き続き海外経済の不確実性の高い中で、上振れよりも下振れのリスクに重点が置かれている。

図表5 09年4月展望レポートにおける経済のリスク要因

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① 国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨</li><li>② 世界各国で取り組んでいる各種政策の影響</li><li>③ 企業の（グローバル需要に関する）中長期的な成長期待の動向</li><li>④ （国際金融資本市場の緊張が高まった場合の）国内の金融環境の動向</li></ul> |
|--|

（出所）日本銀行『経済・物価情勢の展望（2009年4月）』より筆者要約

## 2. 日本銀行の物価情勢の見通し

### 2-1. 物価見通しも下方修正により2010年度もマイナス

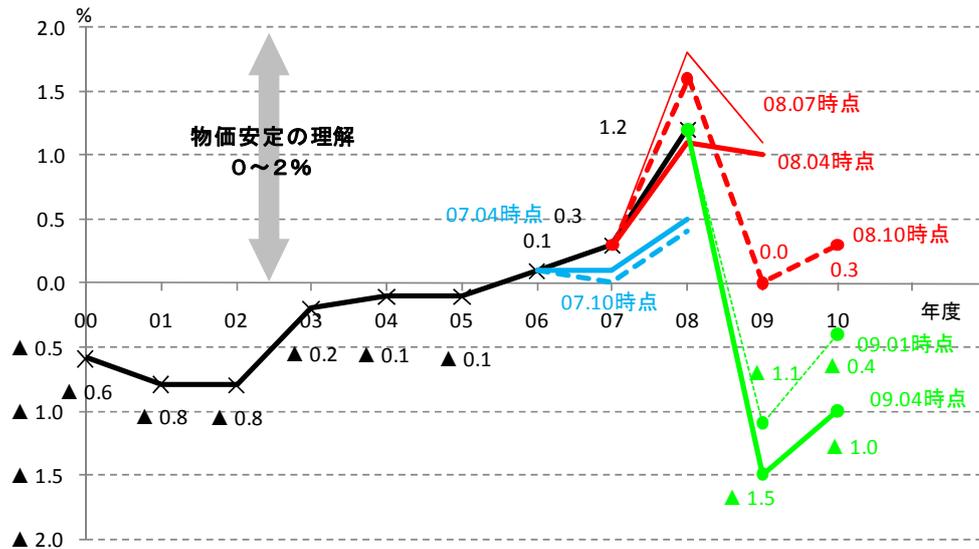
日銀の物価の見通し（消費者物価指数（除く生鮮食品）前年比。以下同じ。）についても、経済の見通し同様に大幅に下方修正された（図表6）。

09年度の物価の見通しは、08年10月時点では+0.0%であったが、09年1月時点で▲1.1%に、そして今回の09年4月の展望レポートで▲1.5%に下方修正された（08年10月時点からは▲1.5%ポイントの下方修正）。さらに、2010年度についても、08年10月時点では+0.3%であった見通しが、09年1月時点には▲0.4%に、そして今回の09年4月時点で▲1.0%に下方修正された（08年10月時点からは▲1.3%ポイントの下方修正）。このように今回の日銀の見通しにおいては、09年度▲1.5%、2010年度▲1.0%と2年連続で物価が持続的に下落していく姿が描かれることになり、今回の見通し期間内での、いわゆるデフレ脱却は難しいとの見方になっている。

また、今回の展望レポートにおいて点検が行われた「中長期的な物価安定の理解」<sup>14</sup>については、「消費者物価指数前年比0～2%程度の範囲内（政策委員

<sup>14</sup> 金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率のこと。毎年1回点検が行われている。

図表6 政策委員の物価上昇率見通しの推移



(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、総務省『消費者物価指数』

ごとの中心値の大勢は1%程度)」となり、06年3月の制度導入時点から変更はなかった。今回の物価見通しを、この「物価安定の理解」に照らせば<sup>15</sup>、2010年度までの見通し期間中においては、物価安定の状況は満たさないことが見通されたということになる。

## 2-2. 物価はマイナスの需給ギャップの下押し圧力で当面マイナス推移

次に、このように物価の見通しが2年連続で下落するとした見通しの背景となっている日銀のシナリオを確認する。

08年度は実績値で+1.2%となり、主に国際商品市況の急騰といった費用要因（コストプッシュ）によって原油製品価格、食料品価格が押し上げられたことを中心とした物価上昇であった。しかし、09年度前半は、これら価格上昇の動きの落ち着きが逆に物価にマイナスに寄与することになるほか、厳しい競争環境を背景とする価格引下げによって、物価は下落傾向となり、一時的には大幅なマイナス（▲2%台）になることも想定されている。その後、09年度後半は、原油製品価格の影響が一巡し、物価の下落幅は縮小するものの、今度は、景気の急落で生じた大幅なマイナスの需給ギャップによる物価下押し圧力が次第に高まるようになり、物価の下落幅は拡大していく可能性が高い。2010年度

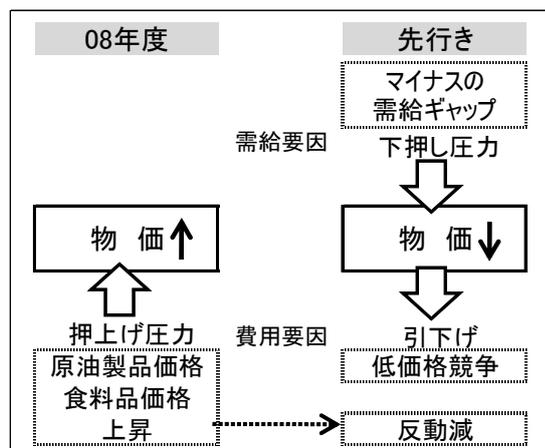
<sup>15</sup> ただし、政策委員の物価の見通しは消費者物価指数のうち生鮮食料品を除くベースであるのに対して、「物価安定の理解」は同指数の総合指数であり、対象としているベースが若干異なる点は注意が必要である。

を見越しても、このマイナスの需給ギャップが残ることなどから、物価にははっきりとしたマイナスが残るとしている（図表7）。

ただし、このように物価が下がりやすい状況ではあるが、日銀は、基調的な物価下落の加速（デフレスパイラル）の状況まで陥ることはないことを想定している。その理由として、企業・家計における中長期的なインフレ予想が今回の経済危機局面でも大きく変化していないことを

挙げている。これを基に、日銀シナリオでは、中長期的なインフレ予想が、大幅なマイナスの需給ギャップに伴って若干下方シフトするものの、安定的に推移することを前提として、デフレスパイラルの回避を見込んでいる<sup>16</sup>。

図表7 物価変動の要因（イメージ）



（注）一般に理解されている物価変動の要因を日銀シナリオにあわせてイメージ化したが、実際には様々な要因が相互に関連しているためこれほど単純ではない。

（出所）筆者作成

### 3. 今回の経済危機局面における日銀の金融政策と先行きの政策運営

#### 3-1. 金融政策の「3つの柱」

08年秋以降の欧米を中心とする世界的な金融危機と世界同時の経済悪化に対し、急激な需要の落ち込みを防ぐとともに、金融市場の安定確保等のため、各国とも金融・財政政策において各種の対応がとられてきた。我が国においても累次の経済対策が行われるとともに、日銀も、金融政策面、金融システム面から、従来からの政策手段を活用するほか、民間企業の信用リスクを負担する形で民間債務を買い入れるといった「異例な」措置を導入するなど様々な措置を講じてきた（文末参考図表2）。

具体的には、金融政策の面では、(1)金融危機前には0.5%であった政策金利<sup>17</sup>が0.1%まで相次いで引き下げられた(0.5%→08年10月31日:0.3%→08年12月19日:0.1%)<sup>18</sup>ほか、(2)米ドル供給オペの導入(08年9月18日)<sup>19</sup>、年

<sup>16</sup> なお、「中長期的なインフレ予想」が下振れするリスクについては、輸入物価の動向と併せて、物価のリスク要因として指摘している。

<sup>17</sup> 無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標。

<sup>18</sup> このほか、08年10月31日には、市場機能を維持しながら積極的な流動性供給を行うことが

未越え・年度未越え資金の積極的な供給、適格担保の範囲拡大<sup>20</sup>、長期国債買入れ額の拡大(年間 14.4 兆円→08 年 12 月 19 日 16.8 兆円→09 年 3 月 18 日 21.6 兆円)<sup>21</sup>などの措置、さらに(3)民間企業債務に係る担保適格要件の緩和(08 年 10 月 14 日及び 08 年 12 月 2 日)<sup>22</sup>、民間企業債務担保の範囲内で低利・金額無制限で資金を供給する企業金融支援特別オペの導入(08 年 12 月 2 日)<sup>23</sup>、C P や社債の買入れオペの導入(08 年 12 月 19 日及び 09 年 1 月 22 日)<sup>24</sup>などが行われた。これらの政策は、(1)政策金利引下げ、(2)金融市場の安定化確保のための措置、(3)企業金融円滑化の支援のための措置の「3つの柱」として整理されている。また、金融システム面では、金融システムの安定確保を図るため、金融機関保有株式の買入れの再開(09 年 2 月 23 日)<sup>25</sup>のほか、金融機関向け劣後特約付貸付制度の導入(09 年 3 月 17 日)<sup>26</sup>が行われている<sup>27</sup>。

---

できるようにするため「補完当座預金制度」(日銀当座預金の超過準備額に 0.1%を付利するもの)が導入された(09 年 10 月 15 日までの時限措置(当初 09 年 4 月 15 日まで))。詳しくは、脚注 4 の拙稿参照。

<sup>19</sup> 米国連邦準備制度(FRB)との米ドル・スワップ取極により調達したドル資金を、日銀に差入れられた担保を裏付けとして民間金融機関に貸し付ける資金供給オペレーション。貸付額は無制限(当初 600 億ドル)、09 年 10 月 30 日までの時限措置(当初 09 年 4 月 30 日まで)。

<sup>20</sup> 適格担保は、民間金融機関等が日銀から共通担保資金供給オペ、補完貸付、日中当座貸越などの与信を受けるために日銀に差し入れる担保のこと。従来からの国債や格付の高い社債やコマーシャルペーパー(CP)などの適格担保に加え、高格付の不動産投資法人債(いわゆる REIT 債)、中央並びに地方の政府証券貸付債権等が逐次追加されてきた。

<sup>21</sup> 増額にあわせ、買入れ対象に変動利付債、物価変動債、30 年債が追加されたほか、残存期間別に買入れる方法が導入された。

<sup>22</sup> 脚注 20 の適格担保では民間債務は高格付のものに限られているが、その特則として、日銀の認める資産担保短期債券(ABC P)と BBB 格相当以上の社債等を担保として認めることとなった(09 年 12 月 31 日までの時限措置(当初 09 年 4 月 30 日まで))。

<sup>23</sup> 日銀に担保として差し入れている民間企業債務(社債など)の範囲内で、金額に制限を設けずに、無担保コールレートの誘導目標と同水準の金利(現在 0.1%)で 1~3 か月の資金を貸し付ける資金供給オペレーション。09 年 9 月 30 日までの時限措置(当初 09 年 4 月 30 日まで)。

<sup>24</sup> 適格担保の CP 及び ABC P 並びに社債のうち一定の条件を満たしたものを、下限利回りを設けた入札方式により買入れる資金供給オペレーション。CP 及び ABC P の買入れ上限は 3 兆円、社債は 1 兆円。09 年 9 月 30 日までの時限措置(CP 等は当初 09 年 3 月 31 日まで)。

<sup>25</sup> 日銀は、不良債権問題克服と金融システム安定化のため、民間金融機関保有株式の価格変動リスクの削減努力を促すために 02 年 11 月 29 日から 04 年 9 月 30 日まで 3 年間(当初 03 年 9 月 30 日まで)の時限措置として民間金融機関から 3 兆円(当初 2 兆円)を上限として株式の買入れを行った(取得株式の売却は 07 年 9 月 30 日以降から開始し 2017 年 9 月 30 日までの予定だったが、08 年 10 月 15 日に売却停止の措置)。今回再開した株式買入れは 2010 年 4 月 30 日までの時限措置で総枠 1 兆円。なお、取得株式は過去の分も含め 2012 年 3 月 31 日以降から売却を開始し 2017 年 9 月 30 日までに処分することとしている。

<sup>26</sup> 民間金融機関向けに、下限利回りを設けた入札方式により期間 10 年と永久物の 2 種類の劣後特約付で貸付を行うもの。総枠 1 兆円(1 行当たり上限 3,500 億円)で新規貸付は 2010 年 3 月 31 日までの時限措置。

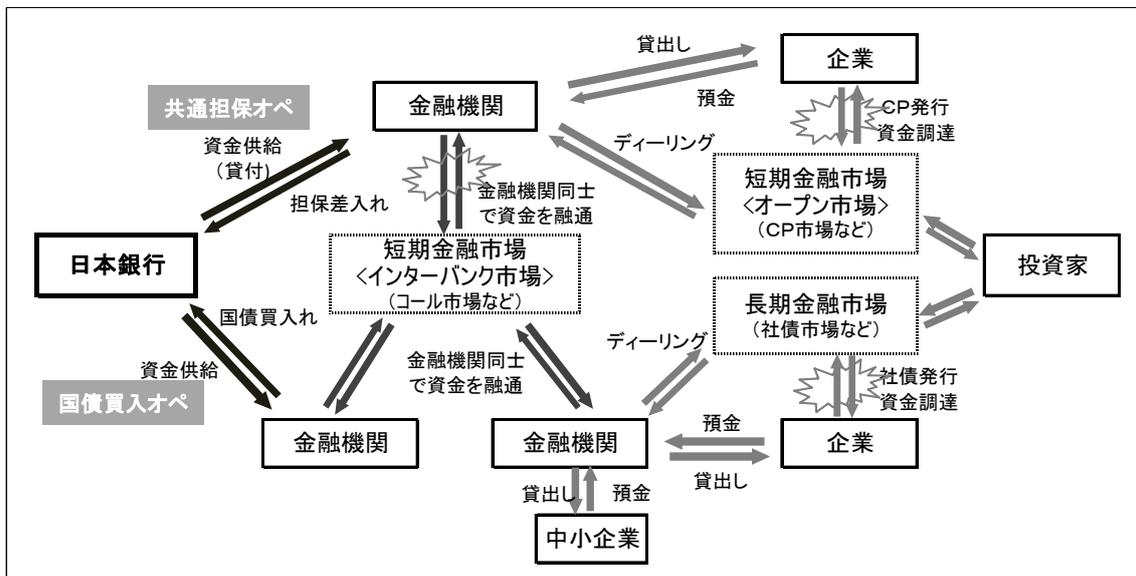
<sup>27</sup> 金融システム面での 2 つの政策は、通貨及び金融の調節という通常の金融政策(日銀法第 1 条第 1 項)ではなく、信用秩序の維持(同法第 1 条第 2 項)のため、同法第 43 条(他業禁止)

### 3-2. 08年秋以降の金融市場の状況

こうした数々の政策は、政策金利の上げ下げによって通貨供給量をコントロールするという一般的に理解されている「金融政策」というよりも、そうした政策目標を実現するための手段としての「金融調節（オペレーション）」という実務的な色彩が強いものとなっている。これらの政策の目的を理解するために、08年9月のリーマン・ブラザーズの破綻を契機とする金融危機の発生以降の状況を見ることとする（図表8）。

今回の米欧の金融危機においては<sup>28</sup>、金融機関や投資家など資金の出し手が、取引先の信用度を極度に警戒するようになったため（カウンターパーティー・リスク）、金融機関同士が資金を融通し合うインターバンク市場のみならず、住宅ローンやその証券化商品の市場、企業が資金調達を行うCPや社債などの市場も取引が急激に縮小し、金融市場は全般的な機能不全の状態となった。また、金融機関自身も、自己資本が毀損したことに加え、預金流出や資金繰りの悪化に直面し、貸出態度を急激に慎重化させた。その結果、相対的に信用度の低い

図表8 金融市場と日銀のオペレーション（イメージ）



(出所) 筆者作成

のただし書の規定（ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りでない。）に基づき、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けて行われ政策である。なお、これらの政策は、金融政策を審議する金融政策決定会合ではなく、業務管理や内部管理事項など金融政策以外の事項を審議する通常会合において導入が決められた。

<sup>28</sup> 以下は、日本銀行『白川総裁金沢支店開設100周年記念講演「最近の金融経済情勢と金融政策運営」』（2009年5月25日）などをもとに作成。

金融機関や企業を中心に、資金繰りが悪化し、決済のための現預金が不足する（キャッシュ流動性の低下）ほか、市場の収縮によって保有している金融資産が市場で売却できなくなる<sup>29</sup>（市場流動性の低下）といった「流動性の枯渇」の問題が生じることになった。

我が国金融市場でも、米欧ほどではないがこうした動きが確認される。例えば、インターバンク市場では、政策金利の引下げにもかかわらず、期間の比較的長目のターム物の金利が高止まりをみせたほか、債券市場では、金利に上乘せされる信用スプレッドが急拡大するなどCP・社債の発行環境が急速に悪化した。市場での資金調達が困難になった大企業は銀行借入に依存することになり、中小企業の資金繰りにも影響を与えることになった。

### 3-3. 金融危機局面における金融政策

このように金融市場全体が機能低下している状態では、カウンターパーティー・リスクが高まっているために、経済全体として資金供給は十分であっても、資金不足に直面している銀行・企業には資金が十分に行き渡らない可能性が高い。こうした流動性の低下に対して有効な対応策は、資金不足に直面した経済主体に対して中央銀行が「最後の貸し手」として積極的に資金（流動性）を供給するという「バンキング政策」と考えられている。その手段の一つとして、資金供給オペレーションにより市場全体に対して資金を供給するという政策がある。今回の日銀の政策もこのバンキング政策に該当するものとされている<sup>30</sup>。

例えば、民間企業債務に係る担保適格要件の緩和は、共通担保資金供給オペなどの有担保の貸出において、日銀からの与信限度額が引き上げられることになり、資金不足先は資金提供を受けやすくなると考えられる。CPや社債などの買入れオペ対象の拡大や増額も資金供給を増やすことができよう。加えて、こうして新たに担保や買入れ対象となった債券は、日銀の資金供給オペによって現預金への交換が可能になるため、その債券の市場流動性も向上し当該市場の機能回復につながっていく効果も期待できるだろう。実際に、今回の政策を背景に短期金融市場は徐々に落ち着きを取り戻してきたほか、CPや社債等の

---

<sup>29</sup> 現金を得るために価格を大幅に引き下げて売却したり、売却に長い時間を要したりすることなども含まれる。なお、市場流動性の低下は、手元に現金が入りにくくなることから、キャッシュ流動性の低下にもつながる。

<sup>30</sup> 今回の政策について、各国の中央銀行とも「質的緩和」若しくは「信用緩和」と呼んで、日銀が01年3月から06年3月までの当座預金残高を政策目標とした「量的緩和」と区別している。なお、一部の新聞報道等においては、バンキング政策の結果として市場に潤沢な資金が供給される点に注目して「量的緩和」と呼ぶところもある。

起債市場も改善に向けた動きが観察され始めた。

### 3-4. 金融政策運営の中心はバンキング政策

今回の4月の展望レポートにおいて、今後の金融政策運営について、「当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である」としており、引き続き「バンキング政策」を中心に金融政策運営を行っていくことが示された<sup>31</sup>。

しかし、今回の日銀見通しにおいては、先行きの物価下落を見込んでおり、物価安定を図るという日銀の本来の目的<sup>32</sup>に照らせば、物価下落に対する政策的な考え方を示す必要があったのではないだろうか。

また、バンキング政策は、日銀が潤沢な資金を供給して市場機能の更なる悪化を防止することができる一方で、日銀がインターバンク市場の機能の一部を代替するほか、民間企業の信用リスクなど本来市場で評価されるべき各種のリスクを一部肩代わりするものであることから市場本来の機能をゆがめる可能性もある<sup>33</sup>。我が国金融市場は、現在、落ち着きを取り戻しているものの、今後の実体経済や国際金融資本市場の動向次第で流動性の状況は変わるものであり、再び金融市場の機能低下の問題も生じかねない。今回の日銀の政策は、時限的措置が多いものの、経済・金融市場の情勢に応じて漸次延長されてきた。これらの措置をいつ解除するののかも含め、流動性の問題と市場本来の機能の維持のバランスを取りながら運営をするという難しいかじ取りが求められる。

(内線 75043)

#### 【参考資料】

- 白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年3月  
日本銀行「International Bankers Association (IBA) Information Forumにおける白川総裁講演『国際金融危機の下での外国金融機関』」、2009年1月27日  
日本銀行「白川総裁 金沢支店開設100周年記念講演『最近の金融経済情勢と金融政策運営』」、2009年5月25日  
日本銀行金融研究所編『増補版 新しい日本銀行 その機能と業務』有斐閣、2004年10月

<sup>31</sup> 09年5月22日には米英独仏の政府が発行する外債建債券を適格担保とする措置がとられた。これら債券は外債建てのため、日銀は為替リスクを一部肩代わりすることになる。

<sup>32</sup> 日本銀行法第2条

<sup>33</sup> なお、日銀は、CPや社債の買入れオペを導入する際に、これら個別企業の信用リスクを引き受けるに当たって、「企業金融に係る金融商品の買入れについて」（09年1月22日）を公表し、必要性の判断、実施に当たっての留意事項について整理を行い、過度な引受けとならないような措置をしている。

参考図表 1 経済・物価情勢の展望 (09年 4月30日)

対前年度比、%

2008年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年4月 時点	- 3.2 ~ - 3.1 [ -3.2 ] ( - 3.2 ~ - 3.0 )	+3.3 (実績値)	+1.2 (計算値)
2009年1月 時点	- 2.0 ~ - 1.7 [ -1.8 ] ( - 2.0 ~ - 1.6 )	+ 3.0 ~ + 3.2 [ +3.1 ] ( + 2.8 ~ + 3.2 )	+ 1.1 ~ + 1.2 [ +1.2 ] ( + 1.0 ~ + 1.2 )
2008年10月 時点	+ 0.1 ~ + 0.2 [ +0.1 ] ( - 0.4 ~ + 0.3 )	+ 4.3 ~ + 4.8 [ +4.6 ] ( + 4.0 ~ + 4.8 )	+ 1.5 ~ + 1.6 [ +1.6 ] ( + 1.5 ~ + 1.7 )
2008年7月 時点	+ 1.2 ~ + 1.4 [ +1.2 ] ( + 1.1 ~ + 1.5 )	+ 4.7 ~ + 5.0 [ +4.8 ] ( + 4.6 ~ + 5.2 )	+ 1.7 ~ + 1.9 [ +1.8 ] ( + 1.5 ~ + 2.0 )
2008年4月 時点	+ 1.4 ~ + 2.3 [ +1.5 ] ( + 1.4 ~ + 1.8 )	+ 2.4 ~ + 2.8 [ +2.5 ] ( + 2.3 ~ + 2.9 )	+ 0.9 ~ + 1.1 [ +1.1 ] ( + 0.9 ~ + 1.2 )
2007年10月 時点	+ 1.9 ~ + 2.3 [ +2.1 ] ( + 1.9 ~ + 2.4 )	+ 0.9 ~ + 1.2 [ +1.0 ] ( + 0.7 ~ + 1.2 )	+ 0.2 ~ + 0.4 [ +0.4 ] ( + 0.2 ~ + 0.5 )
2007年4月 時点	+ 2.0 ~ + 2.3 [ +2.1 ] ( + 1.9 ~ + 2.4 )	+ 0.8 ~ + 1.0 [ +1.0 ] ( + 0.7 ~ + 1.2 )	+ 0.4 ~ + 0.6 [ +0.5 ] ( + 0.3 ~ + 0.6 )
2009年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年4月 時点	- 3.7 ~ - 3.0 [ -3.1 ] ( - 3.8 ~ - 2.5 )	- 7.6 ~ - 6.9 [ -7.5 ] ( - 7.8 ~ - 6.8 )	- 1.6 ~ - 1.4 [ -1.5 ] ( - 1.8 ~ - 1.2 )
2009年1月 時点	- 2.5 ~ - 1.9 [ -2.0 ] ( - 2.8 ~ - 1.8 )	- 7.0 ~ - 6.0 [ -6.4 ] ( - 7.0 ~ - 5.0 )	- 1.2 ~ - 0.9 [ -1.1 ] ( - 1.3 ~ - 0.8 )
2008年10月 時点	+ 0.3 ~ + 0.7 [ +0.6 ] ( + 0.3 ~ + 0.8 )	- 1.4 ~ - 0.4 [ -0.8 ] ( - 1.5 ~ - 0.2 )	- 0.2 ~ + 0.2 [ 0.0 ] ( - 0.3 ~ + 0.3 )
2008年7月 時点	+ 1.4 ~ + 1.6 [ +1.5 ] ( + 1.4 ~ + 1.7 )	+ 1.8 ~ + 2.0 [ +1.0 ] ( + 1.7 ~ + 2.4 )	+ 1.0 ~ + 1.2 [ +1.1 ] ( + 1.0 ~ + 1.3 )
2008年4月 時点	+ 1.6 ~ + 1.8 [ +1.7 ] ( + 1.5 ~ + 1.9 )	+ 1.3 ~ + 1.8 [ +1.5 ] ( + 1.3 ~ + 1.9 )	+ 0.8 ~ + 1.0 [ +1.0 ] ( + 0.8 ~ + 1.1 )
2010年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年4月 時点	+ 0.8 ~ + 1.5 [ +1.2 ] ( + 0.7 ~ + 1.5 )	- 2.4 ~ - 1.4 [ -1.8 ] ( - 2.6 ~ - 1.3 )	- 1.1 ~ - 0.8 [ -1.0 ] ( - 1.2 ~ - 0.4 )
2009年1月 時点	+ 1.3 ~ + 1.8 [ +1.5 ] ( + 1.2 ~ + 2.0 )	- 1.5 ~ - 0.8 [ -0.9 ] ( - 1.8 ~ - 0.5 )	- 0.6 ~ 0.0 [ -0.4 ] ( - 0.7 ~ 0.0 )
2008年10月 時点	+ 1.5 ~ + 1.9 [ +1.7 ] ( + 1.3 ~ + 2.0 )	- 0.3 ~ + 0.5 [ +0.3 ] ( - 0.3 ~ + 0.6 )	+ 0.1 ~ + 0.5 [ +0.3 ] ( - 0.1 ~ + 0.5 )

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[ ]内は、中央値。( )内は、政策委員全員の見通し。

「大勢見通し」は、政策委員全員の見通しのうち最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 2009年1-3月期の経済指標の動向を勘案して、2008年度実質GDPについても政策委員の見通しが示された。

(注3) 各政策委員は、政策金利が市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にして見通しを作成。

(注4)  は、今回発表の分。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』より作成

参考図表2 今回の金融危機局面に

金融政策面での措置

政策	政策金利			資金供給オペレーション				
	政策金利	補完貸付制度 基準貸付金利	補完当座預金 制度適用金利	国債買現先	CP買現先	長期国債 買入れオペ	CP買入れ	社債買入れ
期限(延長後)	-	-	2009/10/15	-	-	-	2009/9/30	2009/9/30
これまでの状況	0.50%	0.75%			四半期ごと1回	上限:年14.4兆円		
2008/9/16								
2008/9/17	0.50%	0.75%						
2008/9/18	0.50%	0.75%						
2008/9/19								
2009/9/29	0.50%	0.75%						
2009/10/3								
2009/10/7	0.50%	0.75%						
2008/10/14	0.50%	0.75%		オペ対象追加 (30年債等)	積極化			
2008/10/31	金利引下げ 0.30%	金利引下げ 0.50%	導入 期限:09/4/15 0.10%					
2008/11/21	0.30%	0.50%	0.10%					
2008/12/2	0.30%	0.50%	0.10%					
2008/12/19	金利引下げ 0.10%	金利引下げ 0.30%	0.10%		オペ先追加 (政投銀)	上限:年16.8兆円 オペ対象追加 (30年債等) 残存期間別方式	導入決定	
2009/1/16								
2009/1/22	0.10%	0.30%	0.10%				導入 期限:09/3/31 上限:3兆円	導入決定
2009/2/3								
2009/2/19	0.10%	0.30%	延長:09/10/15 0.10%		オペ対象追加 (政府保証付 短期債券)		延長:09/9/30	導入 期限:09/9/30 上限:1兆円
2009/3/17								
2009/3/18	0.10%	0.30%	0.10%			上限:年21.6兆円		
2009/4/7	0.10%	0.30%	0.10%					
2009/4/10								
2009/4/28								
2009/4/30	0.10%	0.30%	0.10%					
2009/5/22	0.10%	0.30%	0.10%					

(注) 2009年6月1日現在。  
(出所) 日本銀行ホームページより作成

おいて日本銀行が講じてきた政策

					金融システム安定のための措置		
米ドル供給オペ 2009/10/30	企業支援 特別オペ 2009/9/30	適格担保			国債補完供給 -	株式買入れ 2010/4/30	劣後特約付 貸付 2010/3/31
		要件緩和と特則					
		ABCP 2009/12/31	社債等 2009/12/31				
		-					
					要件緩和 期限:08/9/19		
導入 期限:09/1/30 上限:600億ドル							
					延長:08/10/4		
延長:09/4/30 上限:1200億ドル							
					延長:08/11/14		
上限:無制限		掛け目引上げ					
			導入 期限:09/4/30		延長:09/1/16 品貸料引下げ	処分停止	
	導入決定			導入 期限:09/4/30			
	導入 期限:09/4/30						
					延長:09/4/30		
		対象追加 (REIT債等)					
						買入れ再開 期限:10/4/30 上限:1兆円	
延長:09/10/30	延長:09/9/30	担保対象追加 (政府保証付 短期債券等)	延長:09/12/31	延長:09/12/31	オペ対象追加 (30年債等)		
							導入決定
		担保対象追加 (中央・地方政府 証書貸付債権等)					
							導入 期限:10/3/31 上限:1兆円
					延長:09/10/30		
		担保対象追加 (外貨建外債)					