
けいざい早わかり 2010年度第10号

最近の日本銀行の金融政策について

【目次】

- Q1. 日本銀行の金融政策の動向について教えてください p.1
- Q2. 最近、日本銀行は一段と金融緩和姿勢を強めていますね? p.2
- Q3. 日本銀行の景気や物価に対する見方は変化していますか? p.3
- Q4. 今後の金融政策の見通しを教えてください p.5

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

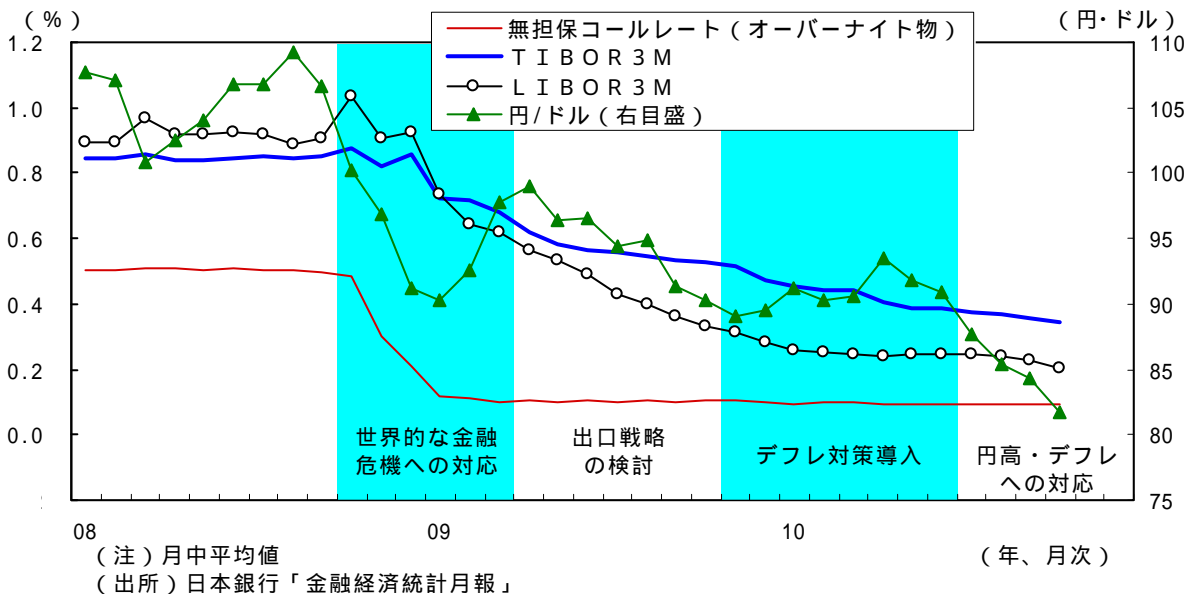
Q 1 . 日本銀行の金融政策の動向について教えてください

- ・ 2009 年度以降の金融政策は、 2009 年度に入ってからからの出口戦略の検討期、 2009 年秋以降のデフレ対策の導入期、 円高が進んだ 2010 年夏以降の景気失速を回避するための金融緩和期、に分類することができます（図表 1）。
- ・ 日本銀行は、2008 年 9 月のリーマン・ショック後、景気の悪化に対応して積極的な金融緩和を行うと同時に、金融市場の安定維持や企業の資金繰り支援のために様々な政策を導入しました。その後、世界の金融市場が落ち着きを取り戻し、2009 年春ころからは内外景気も回復に転じたことを受け、緊急的に導入した政策の解除のタイミングと手法についての検討が始まりました。解除に際して、どうすれば金融市場や実体経済への影響を最小限にとどめられるのかを検討することは、金融政策の出口戦略と呼ばれました。
- ・ 実際、金融危機対応策として導入された一部の政策については、2009 年末以降、期限が来たものから順次打ち切られており、その意味では、緩やかながらも出口戦略が実行に移されたといえます。
- ・ しかし、景気が回復してきても、デフレの状態からなかなか抜け出せない状況が続きました。特に、2009 年 11 月の月例経済報告で政府がデフレ宣言を行なった後、金融政策においてデフレへの対応を求める声が強まってきました。
- ・ そこで日本銀行は、デフレに対応するために、2009 年 12 月 1 日に臨時で金融政策決定会合を開催し、金融緩和の一段の強化を図るため、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ）を新たに導入しました。このオペは、通常の共通担保資金供給オペレーションと担保は同じですが、資金供給オペとしては期間が 3 ヶ月と長く、また貸付利率が入札ではなく短期金利の下限である 0.1% に固定されているという点に特徴があります。すなわち、超低金利で長めの資金を供給することで、「やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ということが目的です。なお、導入当初は、金額は 10 兆円とされていましたが、2010 年 3 月 16～17 日に開催した金融政策決定会合で、このオペを 20 兆円にまで増額することが決められました。
- ・ また、12 月 18 日の金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の理解」の内容が、「消費者物価指数の前年比で 2% 以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は 1% 程度を中心と考えている」に変更されました。これは、物価上昇率が「ゼロ% 以下であるマイナスの値は許容していない」、すなわちデフレを容認しないことを日本銀行が表明したものです。
- ・ さらに、デフレからの脱却を目指して、成長基盤の強化を図ることが必要であるとの認識が示され、2010 年 6 月 15 日に、貸付総額上限を 3 兆円として、成長基盤強化を支援するための資金供給の導入が決定されました。これは、成長基盤強化に資する融資または投資に対し、金融機関を通じて無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標

水準（0.1%）で期間1年以内の貸出を行なうというもので、景気対策として民間企業の設備投資需要の掘り起こしをねらったものです。

- ・このように、出口を目指そうとしていた日本銀行の金融政策ですが、2009年末ころからデフレ対策に軸足が移されることになりました。しかし、2010年夏にはさらに強力な金融緩和に踏み切ることが求められるようになりまし。デフレ懸念に加えて、円高の進行を背景に景気が失速するリスクへの対応を迫られることになったのです。

図表1. 日本銀行の金融政策と短期金利の推移

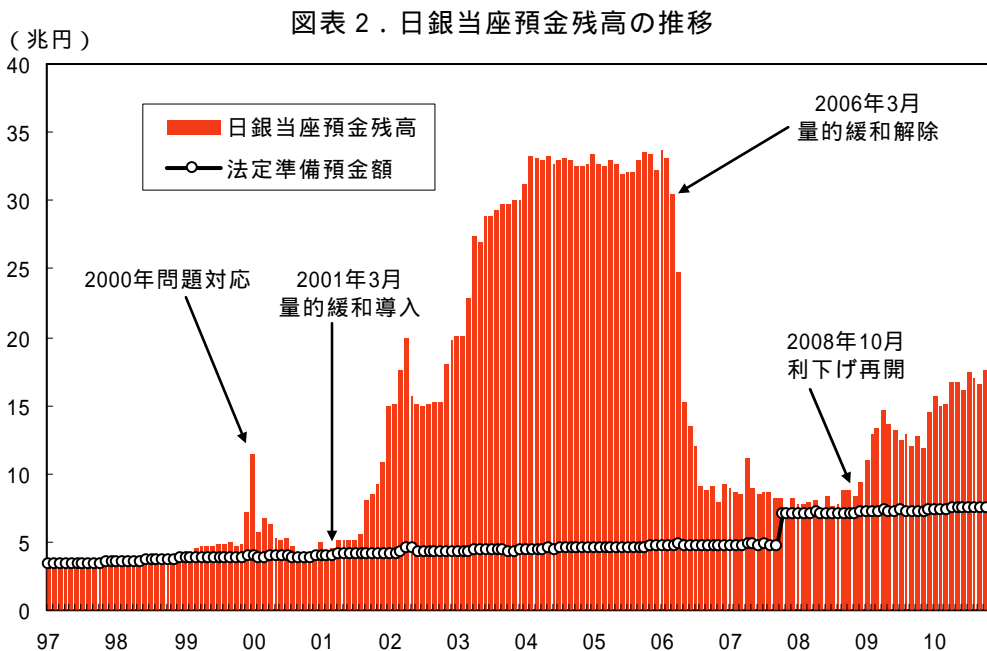


Q2. 最近、日本銀行は一段と金融緩和姿勢を強めていますね？

- ・円高を阻止すること自体は、本来、日本銀行の金融政策の目標とされるべきものではありません。しかし、円高によって景気が悪化することを防ぐという意味では、やはり円高への対応も必要になってきます。急激な円高が進み始めたのは2010年夏からですが、これに対して日本銀行は8月12日に総裁談話を発表し、円高の進行を牽制しています。
- ・また、円高に対して日本銀行が金融緩和を実施せざるを得ないとの観測が強まる中、8月30日に臨時の政策決定会合を開き、円高などの進行により景気の先行き不透明感が高まったとして、固定金利オペを従来の期間3ヶ月・20兆円に、新たに期間6ヶ月・10兆円を追加することを決定しました。もっとも、米国でも追加的な金融緩和が実施されるとの見方が強まっていたこともあって、円高の流れが変化するには至りませんでした。
- ・その後、9月15日に約6年半ぶりに円売りドル買いの為替介入が行なわれたことを受けて円安が進みましたが、こうした動きも一時的にとどまり、その後は再び円高が進行しました。このため、円高阻止やデフレからの脱却を目指して、日本銀行は10月5日に追加金融緩和に踏み切りました。具体的には、政策金利を0~0.1%に引き下げる実質ゼロ金利政策の実施、物価が安定してくるまで実質ゼロ金利政策を継続していくと宣言

することによる時間軸効果の導入、資産の買入れ基金の創設の3点セットであり、現状で考えられる政策を総動員した内容となっています。この緩和策を、日本銀行自身は「包括的な金融緩和政策」と呼んでいます。

- ・特に、資産の買入れ基金の購入対象に、国債、CP、社債だけでなく、ETF（指数連動型上場投資信託）、REIT（不動産投資信託）が含まれており、間接的であれ株式、不動産を中央銀行が購入するという極めて異例の政策であるといえます。また、基金創設の目的は、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムも縮小を促すとしており、特に後者については異例性が強い措置と考えられます。規模は今回の資産買入れ金額5兆円と既存の固定金利オペの30兆円と合わせて35兆円程度とされました。なお、買入れ金額5兆円の内訳は国債3.5兆円程度（うち、長期国債1.5兆円程度、国庫短期証券2.0兆円程度、CP等0.5兆円程度、社債等0.5兆円程度、ETF0.45兆円程度、REIT0.05兆円程度とされ、2011年末までに買取りが完了する予定です。
- ・この金融緩和は、市場に資金を供給するという点では量的緩和と同じ効果があると考えられます。現在の日本銀行当座預金残高は18兆円弱となっており（11月11日現在）、法定準備金である7.4兆円を大幅に上回っています（図表2）。



（注）期中平均残高で、2007年10月以降はゆうちょ銀行も含む
 （出所）日本銀行「金融経済統計月報」

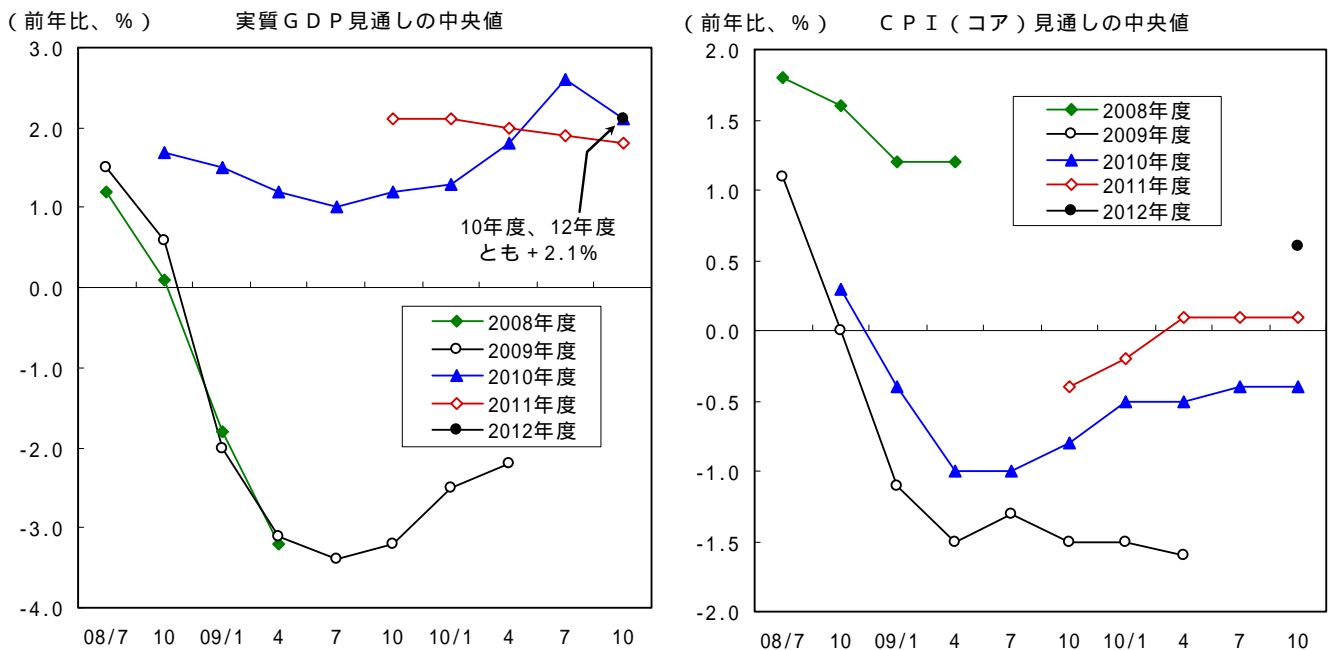
Q3．日本銀行の景気や物価に対する見方は変化していますか？

- ・日本銀行は毎年4月と10月に「経済・物価情勢の展望」（以下、展望レポート）を発表し、その中で政策委員の景気（実質GDP）、物価（国内企業物価および生鮮食品を除く消費者物価指数）の見通しレンジおよび中央値を公表しています。また、1月と7月に

は、最新の情報も踏まえて、見通しの修正値を発表しています。これは、金融政策の透明性を高めるための措置であり、今後の金融政策の動向を判断するうえで重要な参考情報です。

- ・2010年10月28日に発表された最新の展望レポートによれば(図表3) 実質GDP成長率については、2010年度は年度後半の弱さを反映して下方修正されましたが(+2.6% +2.1%)、2011年度については小幅の変更にとどまっています(+1.9% +1.8%)。また、今回から発表された2012年度については堅調な伸びが予想されています(+2.1%)。
- ・一方、消費者物価指数(除く生鮮食品)については、2010年度、2011年度とも変更はなく(それぞれ-0.4%、+0.1%)¹、2010年度はデフレが続くが、2011年度にはデフレが3年ぶりに解消される見通しで、2012年度は緩やかな物価の上昇が続くと予想されています(+0.6%)。

図表3. 展望レポートにおける政策委員の見通し(中央値)の変化



(注) 2010年度の消費者物価指数については、1年間にわたり前年比を0.5%程度押し下げると試算される高校授業料の影響を除いている
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」

- ・景気に対する基本的な見解をみると、7月時点の「緩やかに回復しつつある」に対し、10月は「緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きが弱まっている」とされており、現状の認識については下方修正されています。景気の見通しについては、「回復傾向を迎

¹ 2010年度の消費者物価指数については、4月からの公立高校授業料実質無償化・私立高校授業料への補助金支給の影響を除いて表示されています。なお、高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げると試算されます。

るとみられる」という7月の内容に対し、10月は「2010年度後半については、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い」ものの「2011年度入り後は、緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる」としています。つまり、足元の景気の弱さは長期間続かないとしており、その理由としては、「海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していく」ことをあげています。

Q4．今後の金融政策の見通しを教えてください

- ・日本銀行は、デフレを容認しないことを宣言しており、「中長期的な物価安定の理解」において「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」としています。さらに包括的な金融緩和政策の措置のひとつとして、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」ことを明確化しています。このため、少なくとも消費者物価指数の前年比で1%を超え、さらに一定期間にわたって1%以上で推移し続けなければ、金融政策を緩和から引き締めに変更することはないと考えられます。すでに述べたように、日銀の現時点での消費者物価指数の見通しは、デフレが解消した2011年度で+0.1%、物価上昇率が高まると予想している2012年度でも+0.6%なので、日本銀行の見通しが大きくはずれなければ、当分の間そうした変更はなさそうです。
- ・むしろ、今年度下期の景気の状態を考えると、追加の金融緩和が行なわれる可能性があると思われます。特に、為替市場で再び円高が進んだ場合には、市場で追加緩和の期待が高まる公算が高く、緩和が行なわれなければ、いっそうの円高が進むといった事態になりかねません。その場合の政策手段ですが、金利の低下余地がない現状においては、包括的な金融緩和政策で導入された資産の買入れ基金を35兆円から増額していくこと以外に残されていません。ただし、増額する場合に、リスクの高い資産の購入や、残存期間の長い債券の購入シェアを増やすことはありえるでしょう。

お問合せ先 調査部 小林 真一郎
E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。