
けいざい早わかり 2010年度第3号

日本銀行の出口戦略と金融政策の行方

【目次】

- Q1. 金融政策の出口戦略とは何ですか?p.1
- Q2. 最近の日本銀行の金融政策の運営について教えてくださいp.3
- Q3. 日本銀行の景気・物価に対する見方はどうなっていますか?p.4
- Q4. 今後予想される日本銀行の金融政策について教えてくださいp.6

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 . 金融政策の出口戦略とは何ですか？

- ・ 出口戦略 (exit strategy) とは、本来は軍事上ないしは経営上、撤退に際して損失を最小限にするため、最良の手段は何かを考えることを指します。金融政策については、リーマン・ショック後の世界的な金融危機において日本銀行を含め各国で導入された金融危機対応策を解除していく際、どうすれば金融市場や実体経済の動揺を最小限にとどめることができるかを考えることを意味します。
- ・ 世界的な金融危機に際して日本以外の国では、政府が税金を投入して不良債権を買い取ったり、民間銀行に出資したり、さらに経営が破綻した銀行を一時的に国有化するという政策も採用されました。また、日本も含めて、景気対策のために減税や公共投資の増額など大規模な財政出動を行った国もあります。この結果、各国とも財政状況が急速に悪化しましたが、どのようにして財政赤字を減らし、元の健全な財政状態に戻していくべきかという問題が、財政政策の出口戦略です。一般に出口戦略という場合には、こうした金融政策以外の一連の金融危機対応策を含むこともあります。
- ・ そもそも日本では、金融政策において、どのような金融危機対応策がとられたのでしょうか。日本銀行の分類によると、金融政策面では、政策金利の引き下げ、金融市場の安定確保、企業金融円滑化の支援、という3つの柱を中心に様々な措置を実施し、さらに日本銀行自身は金融政策としては位置づけていませんが、金融システムの安定確保のための対策も導入されました¹。ここでは、一連の金融危機対応策の内容については簡単な説明にとどめておきますので、具体的な点については図表1を参考にして下さい。
- ・ 政策金利の引き下げ：政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)を、2008年10月31日(0.5% → 0.3%)、2008年12月19日(0.3% → 0.1%)の2回にわたって引き下げました。
- ・ 金融市場の安定確保：金融市場が混乱して資金取引が麻痺してしまうことを回避するため、金融市場への資金供給量の拡大を意図した政策のことです。量的緩和政策を再導入したわけではありませんが、金融市場の資金供給量を増やした結果、日銀当座預金残高は急速に増加し、法定準備預金額を大きく上回りました。具体的には、米ドル資金供給オペの導入、日本銀行が銀行に資金を供与する際の適格担保の範囲の拡大、長期国債の買入れ額の増額、などの政策が導入されました。
- ・ 企業金融円滑化の支援：銀行の貸し渋りによって民間企業が資金繰りに行き詰ることを回避する目的で導入された政策です。企業金融支援特別オペの導入に加え、民間企業の発行するCP、短期社債を買い入れることも行なわれました。CP、社債の買い入れは

¹ 一般に、金融政策の目的には、「物価・通貨価値などの経済の安定」と「金融システムの安定」があるとされており、前者を目指すものを「狭義の金融政策」ともいい、後者を目指すものを「プルーデンス政策」ともいいます。一連の金融危機対応策については、分類は曖昧ではありますが、後者を目指した側面が強いと考えられます。

中央銀行が民間企業の信用リスクを負うということであり、極めて異例の政策であるといえます²。

- 金融システムの安定化を図るための措置：銀行の破綻を回避し、銀行の自己資本の毀損による貸し渋りの発生を防ぐために、銀行に劣後特約付貸付（劣後ローン）を供与し、銀行の保有している株式の買い入れを再開しました。

図表 1. 日本銀行の導入した主な金融危機対応策

金融市場の安定確保のための措置		
米ドル資金供給オペレーションの導入	米国連邦準備制度との間で米ドル・スワップ契約を締結し、これを原資として、東京市場でドルを必要とする金融機関(主に欧米金融機関の日本支店・現地法人)に対し、担保の範囲内でドル資金を供給することで金融機関の資金繰りを支援。供給上限額も当初の総額600億ドルから、1,200億ドルへ増額し、さらに無制限にまで拡大された。	2008年9月18日導入 2010年2月1日完了
補完当座預金制度導入	日本銀行当座預金のうち超過準備に利息を付す制度で、適用金利は補完当座預金制度適用利率と呼ばれる。補完当座預金制度適用利率は、短期金融市場金利の下限金利となるため、短期金利がゼロに下がる弊害を回避する一方、資金供給量を増やすことが可能となり、金融市場の安定確保を図ることができる。0.1%に設定されたため導入当初は無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標水準0.3%よりも低かったが、その後の利下げで誘導目標水準と同水準となった。	2008年10月31日導入
長期国債買入れの増額	市場に安定的に資金を供給することを目的として、長期国債買入れを増額(2008年9月時点の月1.2兆円から月1.8兆円へ)。	2008年12月19日 (月額1.4兆円) 2009年3月18日 (月額1.8兆円)
適格担保の範囲拡大	資金供給量を増加させるために、国債、政府に対する証券貸付債権、政府保証付証券貸付債権等の適格担保の範囲を拡大。	2009年4月7日導入
米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債の適格担保化	資金供給量を増加させるために、米国債、英国債、ドイツ国債、フランス国債を適格担保とする。	2009年5月22日導入
企業金融円滑化の支援のための措置		
企業金融支援特別オペの導入	民間企業債務を担保とする資金供給において「共通担保として差入れられている民間企業債務の担保価額の範囲内」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で資金を供給。	2008年12月19日導入 2010年3月末完了
CP等買入れ	CPおよびABCP(担保適格かつa-1格相当、既発行、残存期間3ヵ月以内)を3兆円を上限として(CP・ABCP合計、発行体別の上限1000億円)買入れる。	2009年1月22日導入 2009年末完了
社債買入れ	担保適格社債のうち格付がA格相当以上のもので、残存期間が1年以内であるものを買入れ(買入総額の残高上限は1兆円、発行体別の買入残高の上限は500億円)。	2009年2月19日導入 2009年末完了
民間企業債務の適格担保範囲の拡大	社債と企業向け証券貸付債権の適格要件を、「A格相当以上」から「BBB格相当以上」に緩和。	2008年12月2日導入
金融システム安定のための措置		
金融機関保有株式買入れの再開	総額1兆円、買入対象金融機関毎の買入2,500億円を上限として保有株式の買入れを再開。	2009年2月3日再開 2010年4月末完了
金融機関向け劣後特約付貸付	民間銀行に対し1兆円を上限に返済順位の低い劣後特約付貸付(劣後ローン)を行うことで、銀行の自己資本の強化を意図。	2009年5月8日導入 2010年3月末完了

(注) ■ は、すでに政策が打ち切られたもの

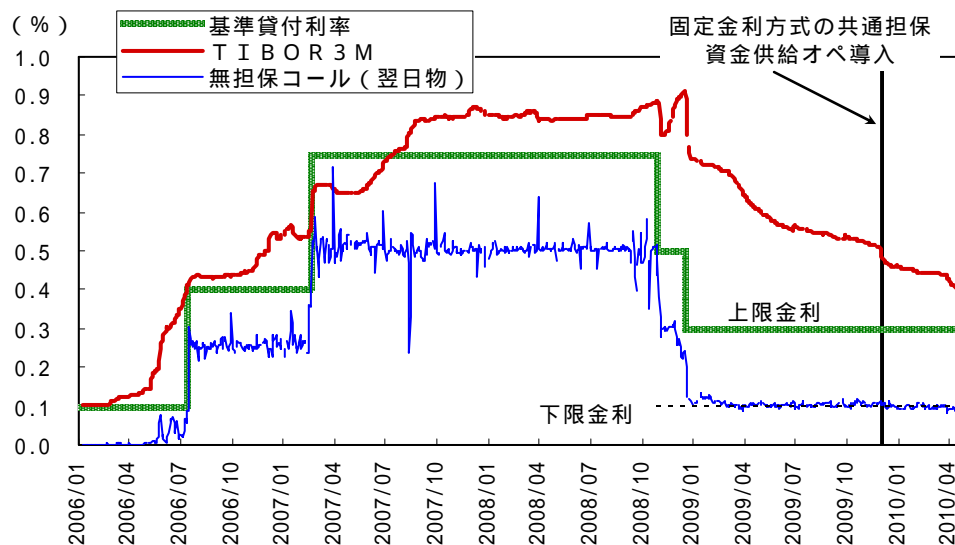
² これら企業金融円滑化の支援策は、主に倒産リスクの小さい大企業を対象としたものであり、中小企業を対象とした政策としては、日本政策金融公庫のセーフティネット貸付、危機対応円滑化業務などが導入されました。

Q2 . 最近の日本銀行の金融政策の運営について教えてください

- ・ 4月30日の金融政策決定会合では、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.1%前後で推移するよう促す」というこれまでの方針を維持することが決定されました。このように政策金利については、2008年12月に引き下げられて以来、据え置かれています。
- ・ この間、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、世界的な金融市場の混乱が収束してきたことを受けて、2009年末以降、期限が来たものから順次打ち切られています(図表1)。その意味では、金融政策は金融危機対応から常態に戻りつつあり、緩やかながらも出口戦略が実行に移されているといえます。
- ・ しかし、最近になって新たな問題が発生し、出口に向けた動きが足止めされつつあります。その問題とは、デフレが進行していることです。2009年11月の月例経済報告で政府がデフレ宣言を行ないましたが、その後、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います。
- ・ こうした中、デフレに対応するため日本銀行は、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³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³と担保は同じですが、期間が3ヶ月と資金供給オペとしては期間が長く、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。この一連の動きを受けて、実際にTIBOR3ヶ月金利などやや長めの短期金利の水準は低下しています(図表2)。
- ・ このように、金融危機対応のための政策は徐々に解除されてきましたが、デフレの進行という新たな問題に直面しており、金融政策の軸足が金融危機対策からデフレ対策へ移ってきています。

³ 日本銀行が適格と認める金融資産(国債、地方債、政府保証債、財投機関等債、社債、CP等、手形、証書貸付債権など)を根担保として貸付けを行うことで資金を供給するオペレーションで、貸付利率は入札で決定されています。2006年に手形買入オペレーションに代えて新たに導入されたものです。

図表 2 . 政策金利と短期金利の推移



(注) 無担保コールレート（翌日物）の上限金利は基準貸付利率（0.3%）であり、
 下限金利は補完当座預金制度導入（2008年10月31日）により0.1%となっている
 (出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

Q 3 . 日本銀行の景気・物価に対する見方はどうなっていますか？

- ・ 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)を公表し、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。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。また、1 月と 7 月においては、最新の情報も踏まえて、見通しの修正値が発表されています⁴。
- ・ 4 月 30 日に発表された最新の展望レポートの見通しの中央値を、2010 年 1 月 30 日時点のものと比較してみましょう。まず、実質 GDP 成長率については、2010 年度が上方修正(+1.3% +1.8%)され高い伸びとなりましたが、2011 年度は高い伸びのまま、ほぼ変更がありませんでした(+2.1% +2.0%)。次に、消費者物価指数(除く生鮮食品)では、2010 年度の変更はなくデフレが継続するとの見方が示されましたが(-0.5% -0.5%)⁵、2011 年度はプラスに上方修正され、デフレが 3 年ぶりに解消されるとの見通しに修正されました(-0.2% +0.1%)。
- ・ 展望レポートの内容をさらに詳しく見ると、景気に対する基本的見解の部分においては、2009 年 10 月 31 日時点では「わが国を含め世界経済は、昨年秋以降の金融危機がもたら

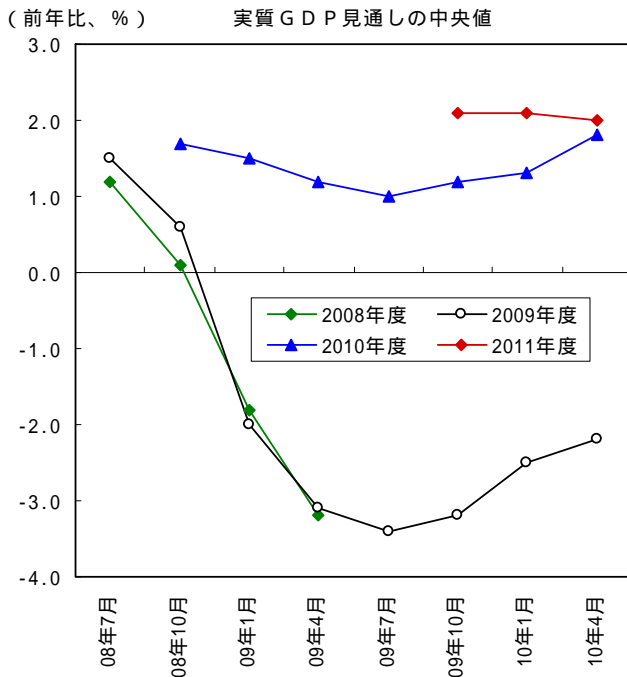
⁴ 1、7 月の中間レビュー時においては、展望レポートではなく金融政策決定会合後に発表される「金融市場調節方針に関する公表文」の中で発表されています。

⁵ 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。

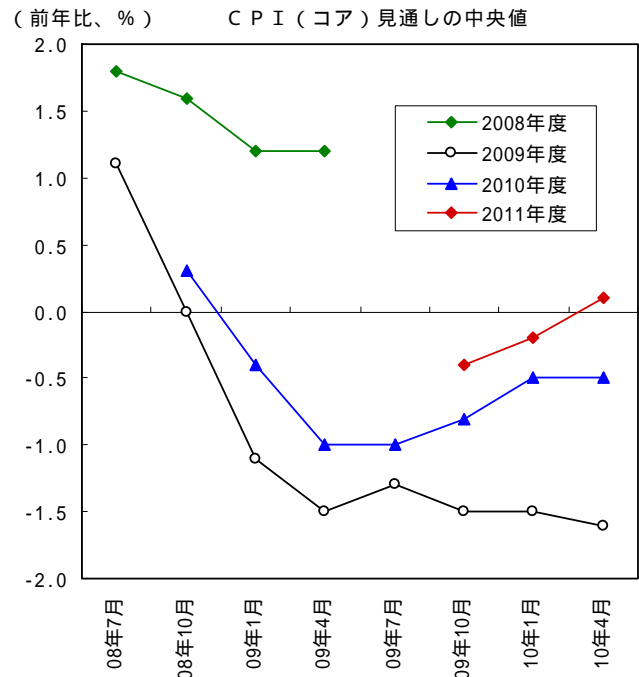
したパニック的な経済・金融活動の収縮という深刻な事態からは脱出しつつある」(下線部は筆者、以下同様)との記述でしたが、今回は「わが国も含めた世界経済は、金融危機に起因する急激な落ち込みから脱出し、昨年後半以降は回復基調を辿っている」と、前向きな表現に改められました。こうした判断の変化が、2010年度の実質GDP成長率の上方修正にも反映されていると考えることができるでしょう。実際、2010年度の実質GDP成長率の予想の修正状況を見ると、3回連続で上方修正されており、景気が日本銀行の政策委員の想定を上回って回復していることがうかがえます(図表3)。

- ・ 次に、物価についての評価は、2009年10月時点の「消費者物価指数の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられる」から、「消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる」に変更されました。2010年度には大きな変化は見込まれないものの、2011年度にはデフレが解消される可能性があるとの見方に修正されており、この点は大きな変化であると言えるでしょう。過去からの修正状況を見ると、2010年度、2011年度ともに上方修正されてきたことがわかります(図表3)。
- ・ さらに、展望レポートの中では、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率の目安が発表されています。これを「中長期的な物価安定の理解」と呼んでおり、2009年10月の前回展望レポートでは、「消費者物価で0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」とされていました。ところが、デフレ懸念が強まってきた2009年12月18日の金融政策決定会合において、この「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表明したものです。今回の4月30日の展望レポートにおいても、引き続き同じ表現となっています。
- ・ 以上見てきたように、金融政策の決定において投票権を保有している日本銀行の政策委員においては、総じて、景気に対しては前向きな見方になってきており、物価については「中長期的な物価安定の理解」を大きく下回る状態が続くという悲観的な見方が後退した、と考えることができます。

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



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」



(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」

Q 4 . 今後予想される日本銀行の金融政策について教えてください

- ・ 日本銀行の金融政策については、前項で説明したような景気や物価の見通しを踏まえて、「新たな金融政策運営の枠組み」という考え方に基づいて運営されています。「新たな金融政策運営の枠組み」とは、2006年3月に量的緩和を解除する際に発表された手法であり、どのような場合に金融政策を変更するのか、その考え方を明示したもので、政策決定の透明性を高めるために導入されました。
- ・ この手法では、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することになっています。第1の柱では、「先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通し」(いわゆるメイン・シナリオ)が、日本銀行の政策委員が望ましいと考えている景気や物価の経路から逸脱していないかという観点から点検されます。さらに第2の柱では、「金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスク」が点検されます(いわゆるリスク・シナリオ)。こうした点検の内容は、展望レポートにおいて定期的に公表されています。
- ・ 日本銀行の金融政策は、こうした手法を念頭においてを予想する必要があります。今回の展望レポートでは、第1の柱は、景気は回復傾向をたどり、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は下落幅が縮小していき、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できるとなっています。さらに第2の柱は、景気、物価とも上振れリスク、下振

れリスクとも存在するとなっています。さらに、以上の2つの柱による点検を踏まえて、金融政策運営については、デフレを解消させるために「きわめて緩和的な金融環境を維持していく」と説明し、当分の間は金融引き締めを行なわない姿勢を明確にしています。

- ・ 昨年12月以降、日本銀行はデフレに対する警戒感を相当強めていたことはすでに述べましたが、景気や物価に関する見方は、デフレから脱却する姿が描けないといった最悪の状態からは前進したと考えることができます。このため、4月30日の金融政策決定会合後の記者会見で、日本銀行の白川総裁が「現時点で追加政策が必要とは考えていない」と発言したように、次回の金融政策の変更は引き締め方向になると日本銀行は想定していると思われます。しかし、デフレが解消するとしても、早くも2011年度からとなりそうなこと、足元の景気下振れリスクが残ることなどから、当面は現在の「きわめて緩和的な金融環境」が継続されるでしょう。
- ・ それでは、政策金利の引き上げも含めた金融引き締めが実施されるタイミングはいつごろになりそうでしょうか。まず、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比がプラスに転じることが大前提です。さらに、その後再びマイナスに戻るのではなく、「中長期的な物価安定の理解」の水準である1%に向けて上昇していくと見込まれることも必要になってきます。このタイミングは、景気が順調に持ち直し続けたとしても、2011年度の半ば以降になりそうです。
- ・ なお、4月30日の金融政策決定会合において、日本の成長基盤強化を促すために、「民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する」目的で、新たな貸出制度の創設を行なうことが発表されました。詳細は今後検討されますが、イノベーションを促進するような研究開発、科学・技術の振興、あるいは成長分野として期待される環境・エネルギー事業などに融資する金融機関を対象に、低利の資金供給を行うものとされており、金融緩和の一段の強化といった性格を含むものではありません。

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。