

---

## けいざい早わかり 2012年度第2号

# 日本銀行の金融政策の現状と展望

---

### 【目次】

- Q1. 日本銀行が一段と金融緩和姿勢を強めていますね ..... p.1
- Q2. 日本銀行は景気の先行きをどのように予測していますか？ ..... p.2
- Q3. 物価安定の目途とはインフレ・ターゲットとは違うのでしょうか？ ..... p.3
- 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.4
- Q5. 今後の金融政策は債券市場にどう影響するのでしょうか？ ..... 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](mailto:chosa-report@murc.jp) )

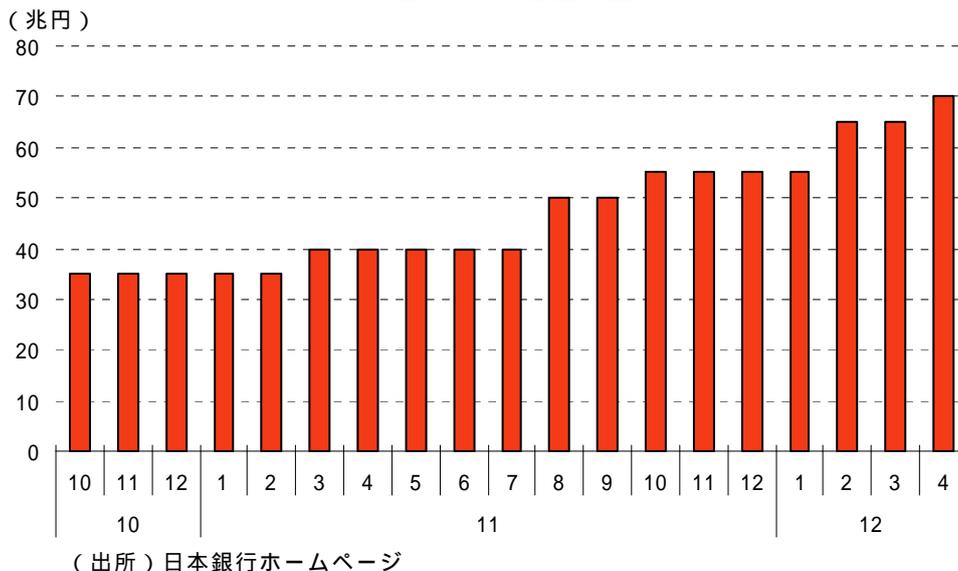
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 日本銀行が一段と金融緩和姿勢を強めていますね

- 日本銀行は円高阻止やデフレからの脱却を目指して、2010年10月5日に包括的な金融緩和政策に踏み切りました。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、資産等の買入れ基金の創設の3点セットです。特に、資産等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す。
- 導入時の基金の規模は、資産買入れ金額5兆円と既存の固定金利オペ<sup>1</sup>の30兆円と合わせて35兆円程度とされました。その後、東日本大震災直後の2011年3月14日に、企業マインドの悪化や金融市場の混乱が実体経済に悪影響を与えることを回避するために40兆円に増額されました。
- さらに、同年8月4日に50兆円、10月27日に55兆円、2012年2月14日に65兆円と基金の規模が拡大され、4月27日には70兆円まで増額されました（図表1）。景気自体は、震災後に一時的な落ち込みはあったものの、その後は急速に持ち直しており、2009年3月を底とした拡張局面にあります。このため一連の金融緩和政策の目的は、悪化した景気を刺激するためではなく、景気回復の動きをサポートし、デフレからの脱却を目指すためのものといえます。また、急激な円高の圧力を弱める意図や、欧州財政金融危機発生に伴う金融市場の混乱回避の目的もあったと考えられます。
- こうした政策に加えて、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するため、被災地の金融機関を対象に低利で資金を供給する「被災地金融機関を支援するための資金供給オペ」を実施しているほか、成長基盤強化に向けた融資・投資の取り組みを促すために、民間銀行を通じて長期かつ低利の資金を供給する「成長基盤強化を支援するための資金供給」を実施しています。

図表1. 資産買入等の基金の金額推移

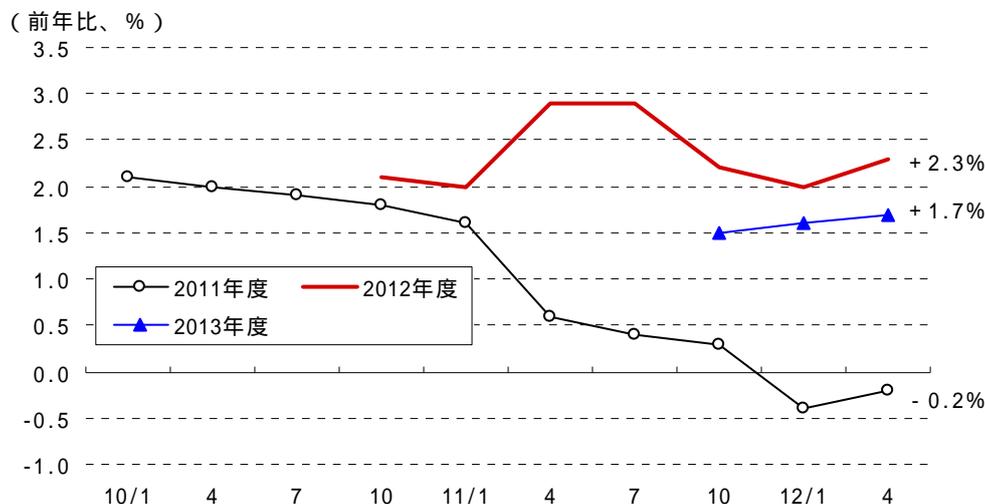


<sup>1</sup> 2009年12月1日に、金融緩和の一段の強化を図るために導入されたオペで、通常の共通担保資金供給オペレーションと担保は同じですが、期間が3ヶ月と長く、また貸付利率が入札ではなく短期金利の下限である0.1%に固定されているという点に特徴があります。超低金利で長めの資金を供給することで、やや長めの金利のさらなる低下を促すを通じ、金融緩和の一段の強化を図ることが目的とされています。

Q2．日本銀行は景気の先行きをどのように予測していますか？

- ・ 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)を公表し、その中で政策委員の景気(実質GDP成長率)、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。
- ・ 2012年4月に発表された展望レポートによると、日本銀行は足元の景気を「持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」と評価しています。さらに今後の動きについては、2012年度前半には緩やかな回復経路に戻って行くと考えられるとし、その理由として、新興国・資源国に牽引されて海外経済の成長率が再び高まり、輸出が増加基調に戻ることに、震災復興関連の需要の増加が公的需要および民間需要の両面で徐々に強まっていくこと、を挙げています。
- ・ 具体的な数字をみていくと、2012年度の実質GDP成長率については、生産から所得・支出への波及メカニズムが徐々に強まることを背景に比較的高い成長率となるとし、前年比+2.3%を予想しています(政策委員の大勢見通しにおける中央値)。また、2013年度については、復興需要による景気押し上げ効果が徐々に後退する半面、海外経済が高めの成長を続けるため、同+1.7%と順調な回復が続くと予想しています(図表2)。
- ・ 過去の見通しからの修正状況を見ると、2011年度については東日本大震災が発生したことから、その直後に大きく下方修正され、最終的には若干のマイナス成長が見込まれています。2012年度は、震災からの反動増によって急速に高まるとの見方がされた時期もありましたが、このところ2%台前半の予測値のまま、大きな修正はなされていません。また、2013年度についても1%台後半の予測値がほぼ据え置かれています。この半年間は、景気の先行きの見方に大きな変化はなかったようです。

図表2．実質GDP成長率の見通しの修正状況



(注) 政策委員の大勢見通しにおける中央値  
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」

- ・ もっとも、景気の下振れリスクについては日本銀行も警戒感を強めています。まず、欧州債務問題の解決にはなお多くの課題が残っており、国際金融資本市場における緊張が再び高まる懸念があることに加え、米国の景気の先行きに不安が残ることや、国際商品市況の高騰の影響が世界経済の下振れ要因となるとしています。第二に、復興関連需要を巡る不確実性も懸念材料であるとしています。その他、生産拠点の海外移転に伴う産業空洞化の動き、少子高齢化の影響といった構造問題もリスク要因として挙げられています。さらに、財政の持続可能性に対する信認が低下した場合、長期金利の上昇を招き、金融機関の経営や日本経済全体に悪影響が及ぶリスクについても言及しています（この点についてはQ5で詳しく説明します）。

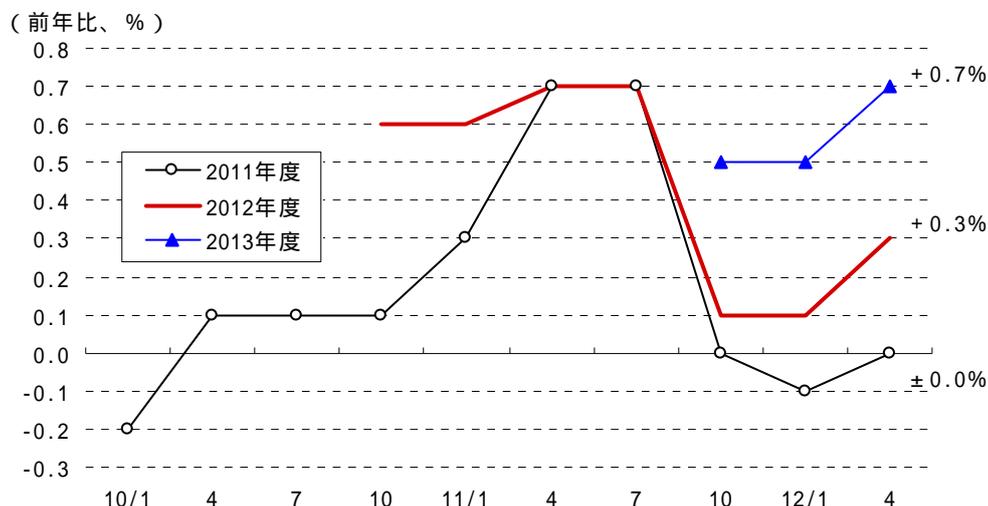
### Q3．物価安定の目途とはインフレ・ターゲットとは違うのでしょうか？

- ・ 日本銀行は金融政策の透明性を高めるために、これまでに様々な工夫を行なってきました。たとえば2006年3月に量的緩和を解除するにあたって、「新たな金融政策運営の枠組み」として、「中長期的な物価安定の理解(understanding)」という考え方が新たに導入されました。これは、日銀の各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると考える物価上昇率の数字を明示するもので、消費者物価指数の前年比で0~2%程度、中心値は大勢として1%程度とされました。この数値からはずれたからといって金融政策の変更を強いられるものではないという意味で、インフレ・ターゲットとは性格が異なります。しかし、政策委員の見方が数字で示されることは、金融政策の方向性を読み取るうえで有用な材料になります。
- ・ もっとも、その後もデフレがなかなか解消しない中で、2009年12月には中長期的な物価安定の理解をさらに具体的に示すことに踏み切りました。すなわち、「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2012年2月には、デフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた姿勢を明確化する取り組みの一環として、「中長期的な物価安定の目途(price stability goal)」を新たに導入しました。これまでの「理解」から「目途」に変更された点について日本銀行は、これまでは「各政策委員の見解」を集計した数値であったが、目途とは「日本銀行としての判断」であり、中長期的に目指していく目標値であるとしています。
- ・ 具体的に「中長期的な物価安定の目途」は1%とし、いわゆる時間軸効果を狙って、「それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」という方針も同時に明らかにしました。日本銀行は、目途という表現について、あくまで中長期的な目標値であり短期的に目指すべきもの(ターゲット)とは性格が異なると説明していますが、同時にターゲットと目途の違いはあいまいであり、日本銀行の方法もターゲットに近いと言えるとしています。

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。

- ・すでに述べたように、日本銀行はデフレを容認しないことを宣言し、消費者物価指数が前年比で1%にまで上昇することを目途として実質ゼロ金利政策を継続していくことを宣言しています。このため、少なくとも消費者物価指数の前年比で1%に近付き、その後も1%を超えて推移し続けるとの判断が可能になるまでは、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。
- ・2012年4月の展望レポートによると、日銀の現時点での消費者物価指数の見通し（政策委員の大勢見通しにおける中央値）は、2011年度の前年比±0%に対し、2012年度で同+0.3%、2013年度で同+0.7%といずれも1%を下回っています（図表3）。このため、近い将来の金融引き締め政策が必要となる経済環境にはならないと日本銀行自身は考えている、と判断できます。また、現在の経済情勢から判断すると、物価が上昇していくリスクは実際にかかなり小さいと見込まれます。
- ・むしろ、日本銀行が懸念材料として挙げているように、欧州財政金融危機の再燃などによって世界同時株安や急激な円高といった金融市場で不安定な動きが広がるようであれば、追加の金融緩和が行われる可能性があります。もっとも、政策金利が実質的にゼロにまで下がっている状況下では、追加の金融緩和の手段は限定されています。基本的には70兆円まで増額された資産買入等の基金の増額や、資産の中身の変更（たとえば、リスクの高い資産のシェアの引き上げや、買い取る国債の残存期間の長期化）で対応することになると思われます。
- ・一方、日本銀行は、今回の見通し期間後半（2013年度後半）にかけて物価上昇率が0%台後半となり、その後、1%に遠からず達する可能性が高いとも指摘しています。仮に日本銀行の予想通りの動きとなった場合、金融引き締めの有無は、消費税の引き上げのタイミングとの関係が重要になってきます。早ければ2014年4月に消費税が8%に引き上げられる可能性があります。直後に景気が一時的に落ち込むリスクがあり、引き上げの影響を見極めるまでは金融引き締め政策に転じることは難しいと考えられます。このため、消費税の引き上げのタイミングまで金融緩和政策を解除できなければ、引き締めに転じる時期はさらに先になるでしょう。

図表3．日本銀行の消費者物価指数の見通し

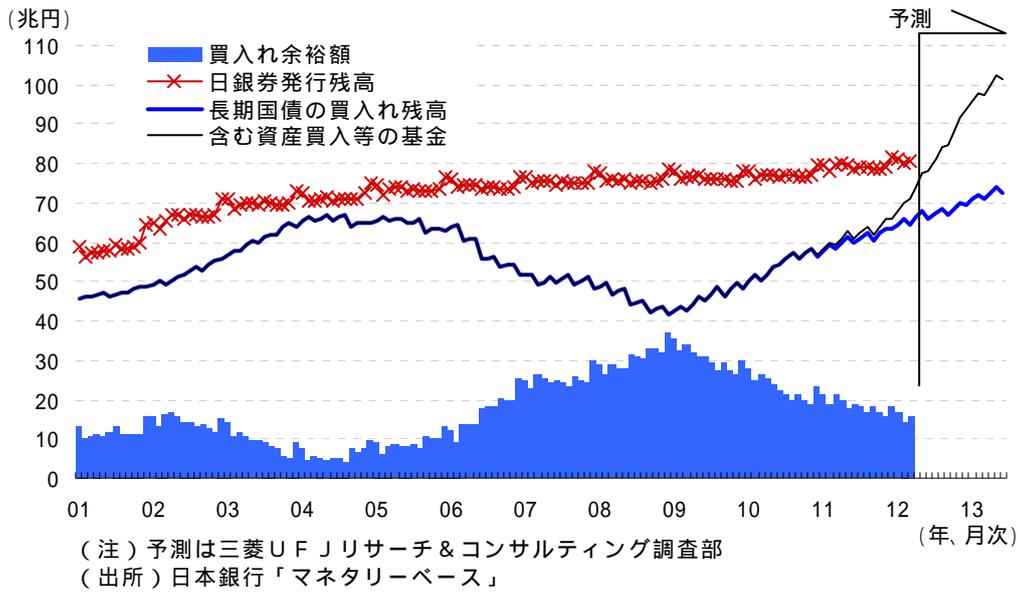


(注) 政策委員の大勢見通しにおける中央値  
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」

Q5．今後の金融政策は債券市場にどう影響するのでしょうか？

- ・ 日本銀行の金融政策は2つの点で債券市場に影響を及ぼします。一つは金融政策の変更の有無と、そのタイミングにおいて、もう一つは長期国債の購入額の大きさにおいてです。
- ・ 金融政策の変更は、すでに述べたように、中長期的な物価安定の目途である消費者物価指数が1%を下回っている状況では見送られるものと考えられます。このため、かなりの期間にわたって債券利回りの低下を促す要因となります。
- ・ 長期国債の購入については、従来から行なっている毎月1.8兆円の買い取りオペ（年額21.6兆円）に加え、資産等の買入れ基金の動向も関係してきます。基金では、70兆円の買入れ額のうち、29兆円が長期国債（除く国庫短期証券）の購入に充てられることになってはいますが、4月末現在の買入れ額は約7.8兆円です。今後、買入れ額は2012年末までに24兆円、2013年6月末までに29兆円に拡大する計画であり、今後も順調に長期国債が購入される計画です。日本銀行による長期国債の購入は債券市場の需給にとってプラス要因であり、今後も長期国債の利回りは低位で安定して推移する可能性が指摘されます。
- ・ ただし、こうした日銀の買入れが、中央銀行がファイナンスしていることと同じとみなされるリスク（いわゆるマネタイゼーションであると認識されるリスク）もあります。日本銀行は、中央銀行による財政赤字の無制限のファイナンスの思惑が金融市場において発生することを阻止するために、買入れた長期国債の残高は日銀券発行残高の範囲内に収めるという自主ルール（日銀券ルール）を設定しています。資産等の買入れ基金は、このルールの枠外としていますが、仮に資産買入等の基金にもルールが適用されると考えると、近いうちに上限を突破することは確実にあり（図表4）、日本銀行自身も年末までには突破することを認めています。
- ・ こうした中、2012年4月に発表された展望レポートにおいて、「金融市場のグローバル化が進展している状況を踏まえると、多くの先進国で公的債務残高への懸念が生じている中で、わが国の財政運営に対する市場の目も厳しくなってきているとみられる」として、「仮に財政再建に向けた取り組みが不十分であると市場に評価された場合には、長期金利の上昇を招き、金融機関の経営ひいては日本経済全体に悪影響が及ぶと考えられる」とのリスクが初めて指摘されました。
- ・ 現時点では、政府が財政再建に取り組む姿勢を示していることもあって、市場では長期金利の上昇を懸念する動きは見られません。しかし、政府の財政再建への取り組みが遅れる場合はもちろんのこと、今後も基金の増額が続いた場合には、中央銀行による財政ファイナンスではないかとの見方が高まり、金利が上昇するリスクがあることは否定できません。

図表4．増加する日銀の長期国債買入れ残高



お問い合わせ先 調査部 小林 真一郎  
 E-mail : [chosa-report@murc.jp](mailto: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ので、当社までご連絡下さい。