

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ (2010年5月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ ..... p.1  
～ 依然として大きい薄型テレビの潜在的な需要～
2. 景気概況 ..... p.2  
～ 足元は景気持ち直しが続くも、勢いは鈍化へ～
3. 今月のトピック ..... p.3～14  
～ いまだ出口が遠い日本銀行の金融政策～
  - (1) 日本銀行の金融危機対応策～考えられる政策を総動員
  - (2) 最近の金融政策の動向～迫られる出口政策の方向転換
  - (3) 日本銀行の景気・物価に対する認識～デフレ解消がようやく視野に
  - (4) 予想される日本銀行の金融政策～出口は依然として遠い

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、中田 一良 ( chosa-report@murc.jp )  
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4  
TEL: 03-6711-1250

## 1. 今月のグラフ ~ 依然として大きい薄型テレビの潜在的な需要 ~

2009年5月に政府の家電エコポイント制度が開始されて以来、薄型テレビの国内出荷台数は急速な増加が続いているが、3月には一段と加速した(図表1)。4月の省エネ基準の改定に伴い、エコポイントの対象から外れる品目の値下げを背景に生じた駆け込み需要が、その主因として挙げられる。

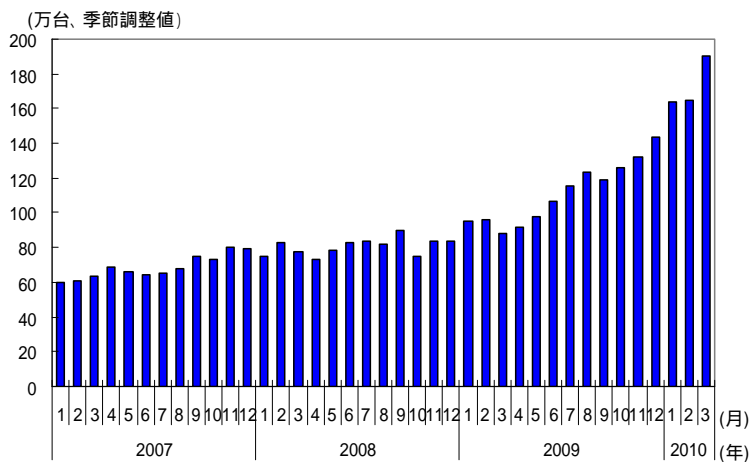
こうした好調な販売動向を反映して、薄型テレビの普及率(単身世帯も含めた総世帯ベース)は2008年度末の49.7%から2009年度末には63.4%まで上昇しており、100世帯あたりの保有台数は68.2台から94.8台へと増加した(図表2)。100世帯あたりの保有台数の増加幅(+26.6)が普及率の上昇幅(+13.7)を上回っていることから推測すると、複数台の薄型テレビを保有する世帯数が増加している可能性が高い。

他方、ブラウン管テレビの100世帯あたりの保有台数は146.2台から120.0台へと減少が続いているが、依然として薄型テレビの保有台数を上回っている。国内で保有されているブラウン管テレビの総数は、世帯数が約5000万世帯(国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)」による)であることを考慮すると、6200万台程度と推測される。これらがアナログ放送が停止される2011年7月までにすべて買い替えられるとは考えにくい、薄型テレビへの潜在的な買い替え需要はまだかなりの規模で存在すると言える。

2011年7月に向けて、薄型テレビを保有していない約1830万世帯の需要が出てこようが、買い替え需要全体の約3割に過ぎず、潜在的な買い替え需要の多くは、すでに薄型テレビを保有している世帯の2台目以降の需要である。こうした2台目以降の需要がいつのタイミングで、どの程度出てくるかが、今後も薄型テレビの販売が好調を維持できるか、家電エコポイント制度の期限切れ後の落ち込みがどの程度にとどまるかの鍵を握っている。

(中田 一良)

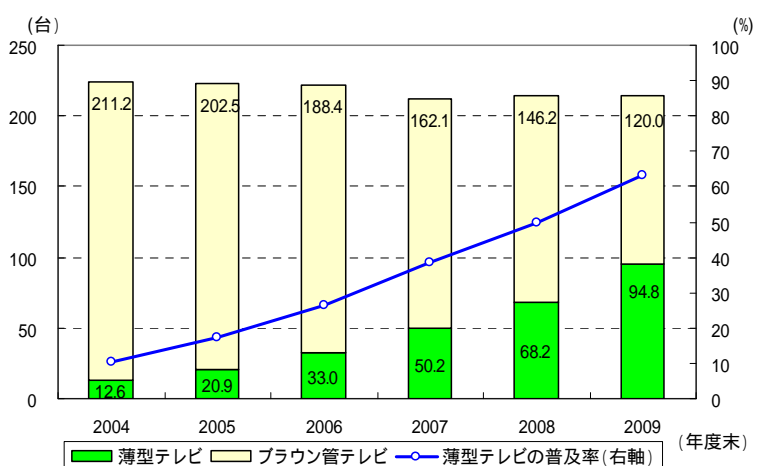
図表1 薄型テレビの国内出荷台数



(注) 季節調整は当社による

(出所) 社団法人電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷実績」をもとに作成

図表2 100世帯あたりの保有台数と薄型テレビの普及率



(注) 単身世帯も含めた総世帯ベース

(出所) 内閣府「消費動向調査」

## 2. 景気概況 ~ 足元は景気持ち直しが続くも、勢いは鈍化へ ~

景気は持ち直しの動きが続いており、一部でその勢いが増してきている。輸出や生産の増加が続き、個人消費が堅調に推移していることに加え、低迷していた企業の設備投資や雇用・所得環境にも底入れの動きが広がりつつある。しばらくは景気を持ち直しの動きが続こうが、反動増や政策効果によって押し上げられている面も強く、こうした効果が一巡してくれば、勢いは徐々に鈍化してくる見込みである。さらに、ギリシャの財政問題を発端として欧州で信用不安が高まっており、景気に対する波乱要因となる可能性がある。

5月20日に発表される2010年1~3月期の実質GDP成長率は、前期比で+1%を超える高い伸びとなった可能性が強い。経済対策の効果が一巡した公共投資は3四半期連続で減少する見込みだが、アジア向けを中心に輸出が好調で外需寄与度が引き続きプラスとなったと思われる。さらに、個人消費が政策効果によって堅調に増加したことに加え、設備投資は持ち直しが続き、住宅投資は5四半期ぶりに増加に転じると見込まれるなど民間内需も堅調である。特に個人消費は、政策効果によって当面は堅調に推移しようが、年度後半には政策効果の剥落により急減するリスクが残る。

輸出と個人消費の高い伸びを背景に、鉱工業生産も1~3月期は前期比+6.7%と堅調に増加した。これは景気を持ち直しに転じた直後の2009年4~6月期の同+6.5%を超える高さである。もっとも、月次の動きでは、生産予測調査で4月は前月比+3.7%と高い伸びが見込まれているものの、2月、3月の実績（それぞれ前月比-0.6%、同+0.3%）および5月の予測（同-0.3%）に見られるように、このところ勢いは鈍化してきている。

輸出は、3月の実質輸出が前月比+2.8%と13ヶ月連続で増加するなど、好調を維持している。輸出増加の主因はアジア向けが堅調に増加しているためであり、欧州での信用不安の高まりは、日本からの輸出への直接的なインパクトはさほど大きくないと考えられる。しかし、こうした信用不安が、株価の下落や金融機関の経営問題を通じて金融不安につながることになれば、世界経済の回復の腰を折ることになりかねず、輸出のマイナス材料となるリスクがあるため十分な警戒が必要である。

雇用情勢は、最悪期を脱した後も改善の動きが続いていたが、3月の失業率が1、2月の4.9%から5.0%に上昇するなど厳しい状況が続いている。一方、3月の一人あたり現金給与総額は前年比+0.8%と、1年10ヶ月ぶりにプラスに転じた。所定内給与の減少幅縮小に加え、製造業を中心に所定外給与が増加して全体を押し上げた。今後も大幅な増加は期待できないが、悪化に歯止めがかかることは消費者マインドにとってプラス材料である。

個人消費も底堅く推移している。3月の家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）は、薄型テレビ、自動車の購入増から前月比+5.9%と急増した。雇用・所得情勢が持ち直しつつあるとはいえ、政策効果による押し上げがかなり効いているものと考えられる。

（小林 真一郎）

### 3. 今月のトピック ~いまだ出口が遠い日本銀行の金融政策~

昨今、出口戦略という言葉を見聞きする機会が増えている。出口戦略とは、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最良の手段は何かを考えることである。金融政策について言えば、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に、いかに金融市場や实体经济へ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ている。

今後、日本銀行の金融政策についても出口に向かって動き出すことが予想されるが、出口への道のりは長くて険しそうである。今回は、リーマン・ショック後の日本銀行の金融政策の動向を踏まえ、今後の金融政策の行方について考えてみた。

#### (1) 日本銀行の金融危機対応策 ~考えられる政策を総動員

2008年9月のリーマン・ショック後の世界的な金融危機に際し、日本を含む各国の金融当局は、システムリスクの発生を防ぐための対応を迫られることになった。この際、日本ではどういった金融危機対応策が導入されたのだろうか。

日本銀行は、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、さらに金融システムの安定確保のための政策も導入した。これらの措置は金融危機という非常時への対応のためであり、多くの措置に期限が定められ、金融市場の混乱が終息すれば打ち切られることが予定されていたものである。以下に、簡単にその内容についてまとめた(図表1も参照)。

##### 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、日本銀行は金融市場への資金供給量の拡大を意図した政策を実施した。量的緩和政策を再導入したわけではないが、金融市場へ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ることとなった(図表2)。その意味では、日銀当座預金残高の目標額こそ存在しないが、量的緩和に近い状況に至ったと考えられる。

リーマン・ショック直後の2008年9月18日に導入されたのが、米ドル資金供給オペである。これは、日本銀行に担保を差し入れれば、それが円建てであっても米ドル建ての資金を借り入れることができるというものである。ドルの供給上限額は、導入当初は総額600億ドルとされたが、その後1,200億ドルへと増額され、最終的には無制限にまで拡大され

た。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）に対しドル資金を供給することで、金融機関の資金繰りを支援することが目的であった。

2008年10月31日には、補完当座預金制度が創設された。これは日本銀行当座預金のうち、いわゆる「超過準備」（法定準備預金額を超える金額）に利息を付す制度であり、適用金利は補完当座預金制度適用利率と呼ばれている（現在0.1%）。この利率は、短期金融市

図表1．日本銀行が導入した金融危機対応策

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ABC P(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・ABC P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

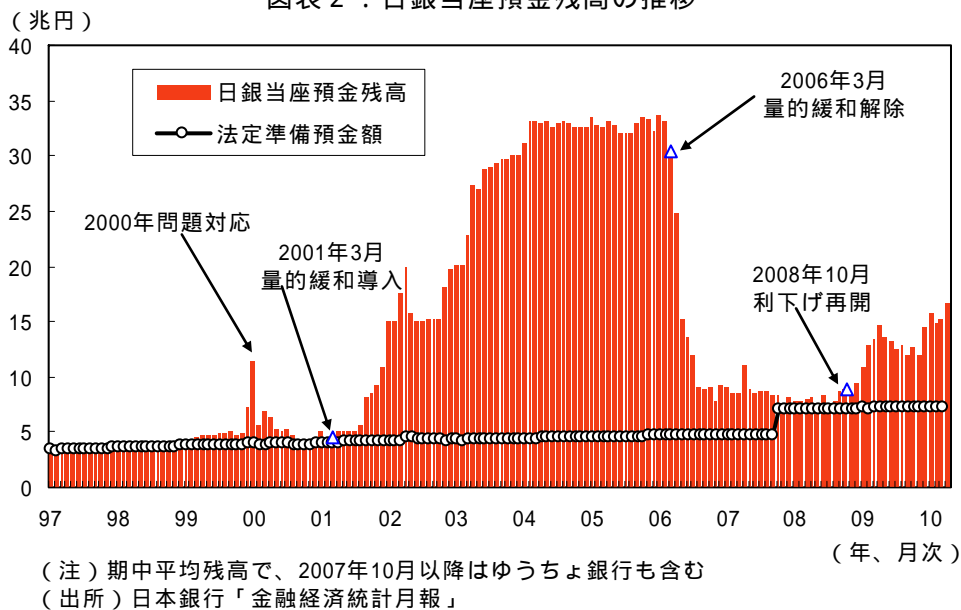
(注) ■ は、すでに政策が打ち切られたもの

(出所) 日本銀行資料より三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

場金利の下限金利となることを意図して導入されたものである。たとえば、補完当座預金制度適用利率が 0.1% の時、コールレートが 0.05% まで下がれば、資金の出し手は余剰資金を運用するよりも日本銀行当座預金に残しておいた方が高い利回りで運用することができるため、コールレートは 0.1% 以下には下がらなくなる。コールレートがゼロに下がる弊害を回避する一方で、資金の供給量を増やす効果を狙ったものであり、この制度は米国などでも導入された。

さらに、市場に安定的に資金を供給することを目的として、長期国債買入額がそれまでの月 1.2 兆円から最終的には月 1.8 兆円まで拡大された。また、公開市場操作における資金供給オペレーション（買いオペ）の際の担保において、対象となる企業の信用ランクが「A 格相当以上」から「B B B 格相当以上」に変更され、地方公共団体に対する証書貸付債権が適格担保化されるなど、担保の適格条件が緩和された。

図表 2 . 日銀当座預金残高の推移



企業金融円滑化の支援（中央銀行が民間企業への銀行融資を肩代わり）

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として、いくつかの政策が導入された。

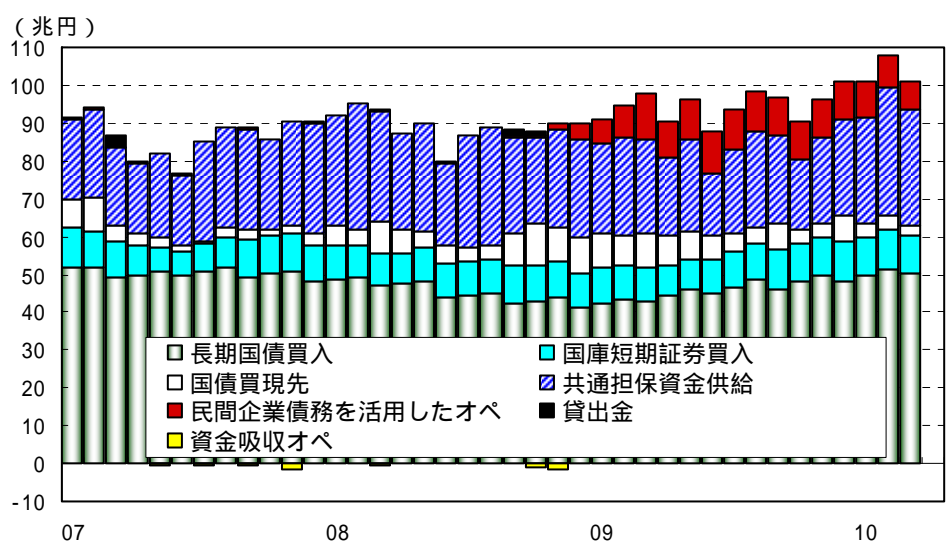
まず、2008年12月19日に企業金融支援特別オペレーションの導入が決定された。現在の資金供給オペの主要手段は、共通担保資金供給オペレーション（共通担保オペ）と呼ばれる手法である。これは、日本銀行が適格と認める金融資産（国債、地方債、政府保証債、財投機関等債、社債、CP、手形、証書貸付債権など）をあらかじめ日本銀行に担保（根担保）として差し入れておき、この担保の範囲内で貸付けを行うことで資金を供給するというものである。貸付利率は入札で決定され、高い利率を提示した銀行から順に落札することができる。これに対し、企業金融支援特別オペは、共通担保のうち民間企業債務（社

債、CP、手形、証券貸付債権など)だけを対象としたものである。担保の範囲内であれば金額に制限を設けずに、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標と同水準で銀行に資金を供給する。銀行の企業向け貸出債権を日本銀行が一時的に買入れる(間接的に肩代わりする)ことで、企業の資金調達を支援する効果が期待される。

さらに、2009年1月22日には、民間企業の発行するCPを買い取る方針を発表し、2009年2月19日には格付がA格相当以上で残存期間が1年以内の短期社債を買い取ることを決定した。買い取りとは、日本銀行が民間企業に直接的に民間企業に貸出を行なっている状態であり、中央銀行が民間企業の信用リスクを負担するという極めて異例の政策である。なお、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ものとしては、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た。

およびの各政策が導入された結果、オペレーション残高がどう変化したのか確認しておこう。まず2009年に入ってから、残高はそれまでの90兆円前後から100兆円近い水準にまで増加している(図表3)。押し上げた主な手段は、民間企業債務を活用したオペ(新設された企業金融支援特別オペレーション、社債買入、CP買入の3つのオペに、従来からあったCP買現先を加えたもの)と、長期国債の買入額である。

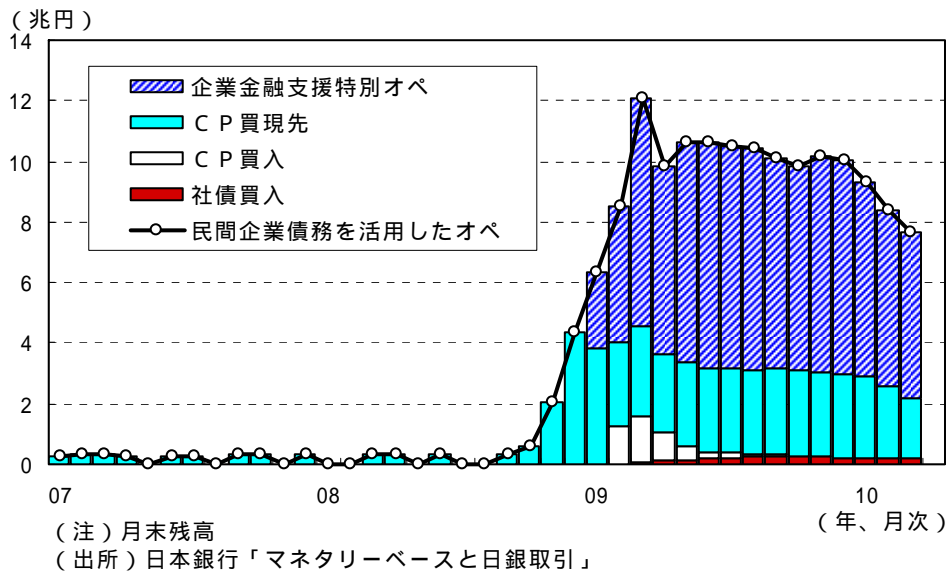
図表3. オペレーション残高の推移



(注1) 月末残高 (年、月次)  
 (注2) オペ残高 = 短期オペレーション残高 + 長期国債買入 + 日銀貸出  
 (出所) 日本銀行「マネタリーベースと日銀取引」

さらに、民間企業債務を活用したオペの内訳を見ると、中央銀行にとってリスクが小さい企業金融支援オペおよびCP買現先が積極的に利用されており、社債・CPの買入はそれほど増加していない(図表4)。これは、日本銀行が多額の民間企業の信用リスクを抱え込むまでの事態には至らなかったためと考えられる。

図表4．民間企業債務を活用したオペの内訳の推移



金融システムの安定化を図るための措置（銀行経営を支援）

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の措置であり、まず2009年2月3日に銀行の保有している株式の買い入れが再開された。さらに2009年5月8日には、銀行の資本強化を目的として、1兆円を上限に返済順位の低い劣後特約付貸付（いわゆる劣後ローン）を行うこと決定した。劣後特約付貸付は無担保の貸出であり、銀行が破綻した場合には返済されないリスクが高く、銀行の信用リスクを負うという極めて異例の措置である。

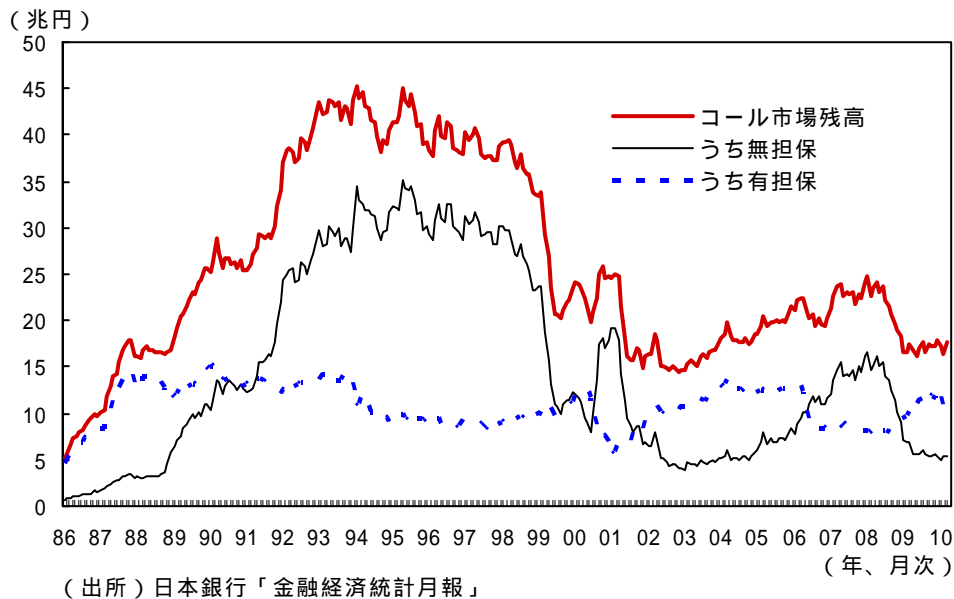
なお、日本銀行自身はこれらの措置を金融政策とは位置づけておらず、金融政策決定会合ではなく政策委員会・通常会合において実施を決定した。

以上見てきたように、日本銀行は考えられる政策を総動員して金融危機に対応し、その大部分が過去に例のないものであった。これらの金融危機対応策として導入された政策の一部については、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る（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きたと考えられる。

もっとも、コール市場残高をみると、日本銀行からの潤沢な資金供給を受けて、銀行間での資金の取引が落ち込んだままであり、また有担保取引が無担保取引を上回る状態が続いているなど、金融市場が完全に元の状態に戻ったというわけでもない（図表5）。



図表5 . コール市場残高の推移



## (2) 最近の金融政策の動向～迫られる出口政策の方向転換

出口に向かいつつあった日本銀行の金融政策であるが、2009年12月以降は修正を余儀なくされている。その原因となったのが、デフレの進行と欧州の信用不安の発生である。ここでは、足元までの金融政策の足取りについて整理した。

### デフレ問題と出口政策の修正

2009年11月20日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た。こうした中、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を新たに導入することを決定した。

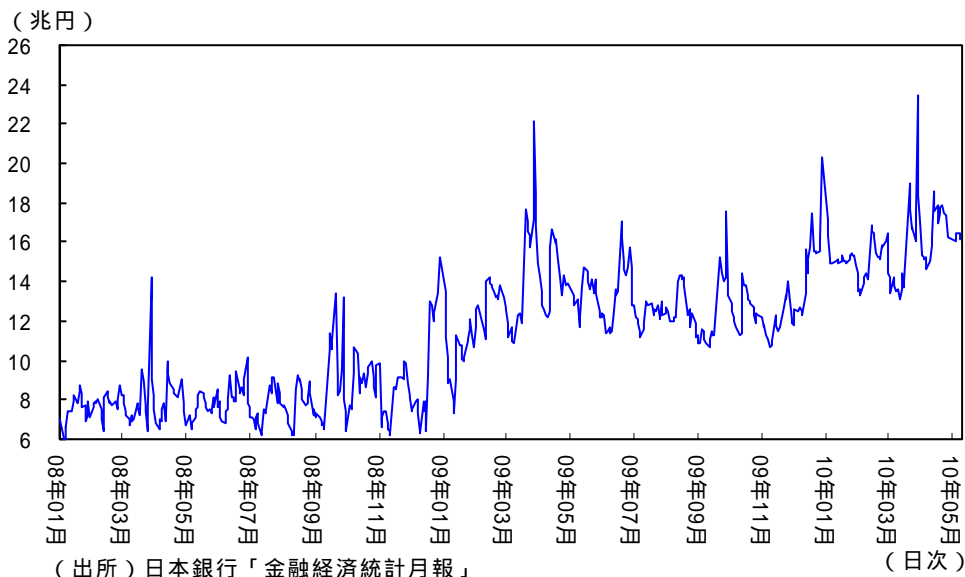
このオペは、通常の共通担保資金供給オペレーションと担保は同じであるが、期間が3ヶ月と資金供給オペとしては期間が長く、また貸付利率が入札ではなく短期金利の下限である0.1%に固定されている。すなわち、超低金利で長めの資金を供給することで、やや長めの金利を低下させ、金融緩和の一段の強化を図ることが目的である。このオペによる資金供給額は10兆円とされた。

さらに、2010年3月16～17日に開催した金融政策決定会合では、このオペによる資金供給額を20兆円にまで増額することが決められた。増額の背景には、3月末で打ち切られた企業金融支援特別オペレーションの残高が4月以降に漸次減少していくため、これを固定金利オペの増額で補うという目的もあった。ただし、期間が長いことや担保範囲が広いことを勘案すると、金融緩和を一段と強化したものと考えられる。

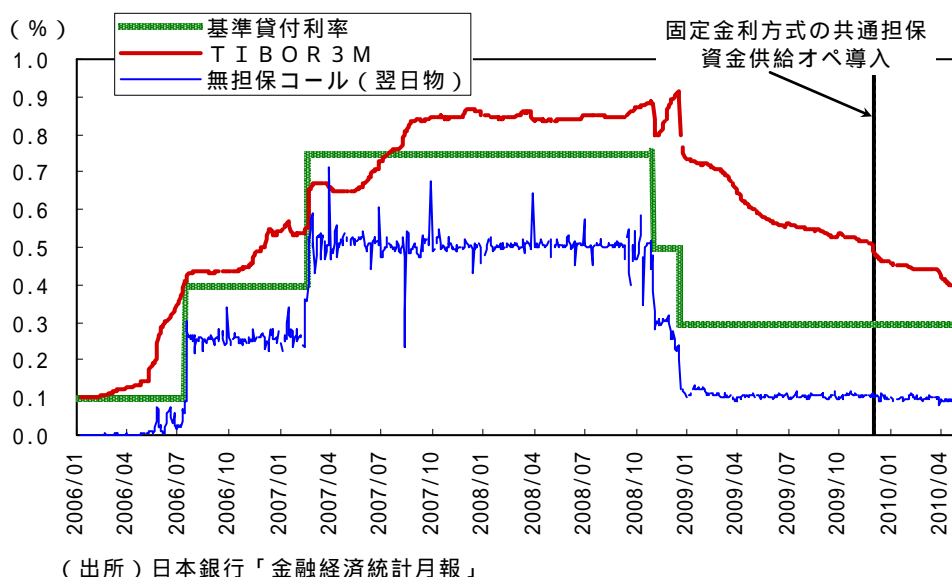
こうした措置は、これまでの出口政策の修正を余儀なくされた結果であるといえよう。出

口に向かっていたはずの金融政策だが、むしろ緩和状態が一段と強化されたのである。実際に日銀当座預金残高は増加傾向にあり、2010年度に入ってからさらに水準が高まっている（図表6）。また、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションの導入、供給額の上乗せを受けて、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る（図表7）。

図表6．最近の日銀当座預金残高の推移



図表7．短期金利の推移



### デフレを容認しないことを宣言

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、経済、物価の現状評価や見通しについて説明を行っている。この中で、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おり、これを「中長期的な物価安定の理解」(以下、物価安定の理解)と呼んでいる。

この物価安定の理解は、2009年10月の展望レポートまでは、「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、「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」に変更された。つまり、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ある。なお、4月30日の展望レポートにおいても、引き続き同じ表現がされている。

このように、デフレ進行という新たな問題に直面した結果、金融政策の軸足がデフレ対策へ移ってきており、出口に向けた動きが足止めされることになってしまった。

#### 欧州信用不安とドル供給オベの再開

さらに、最近ではギリシャの財政問題をきっかけとする欧州での信用不安の高まりという問題も持ち上がってきた。リーマン・ショックによる世界的な金融危機に直面した後であるだけに、金融市場ではリスク回避の動きが高まりやすく、このところ世界的に株価の低迷が続いている。また、一部の欧州諸国の国債格付が大幅に引き下げられ、国債価格が急落している。こうした金融市場の動揺が続けば、金融機関の経営問題などを通じて金融不安につながるリスクがある。そうなれば、解除した緊急危機対応策を再導入するなど、入口に逆戻りすることにもなりかねない。

実際、5月10日に日本銀行は臨時の金融政策決定会合を開き、銀行間でのドル資金取引が麻痺することを回避するために、米ドル資金供給オベの再開を決定した。欧州のドル短期金融市場における緊張が再び高まっている状況を踏まえ、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス銀行との協調対応策として決定されたものである。日本の銀行ではなく、主に欧米銀行のドルの資金繰りを支援する目的のためだが、国際金融市場での混乱が広がるようであれば、国際協調の下で追加の対応を迫られることにもなりかねない。

#### (3) 日本銀行の景気・物価に対する認識~デフレ解消がようやく視野に

金融政策の今後の動向を判断するためには、中央銀行の景気や物価に対する認識を把握しておく必要がある。展望レポートでは、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が公表されている。これは金融政策の透明性を高めるための措置であり、毎年4月と10月に数値が発表され、1月と7月に最新情報を踏まえて修正値が発表されている。

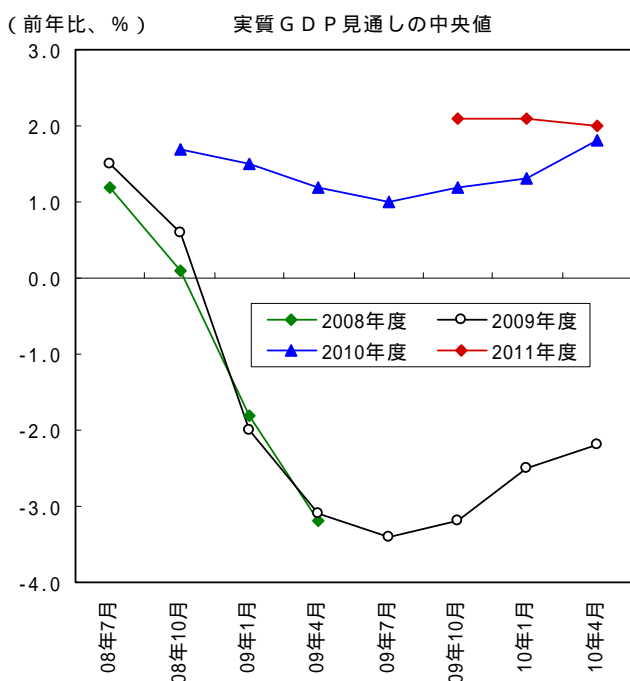
4月30日に発表された展望レポートの見通しの中央値を、2010年1月30日時点のもの

と比較してみよう。まず実質GDP成長率については、2010年度が上方修正（2010年1月時点の前年比+1.3%から同+1.8%に修正、以下同様）され高い伸びとなり、2011年度は高い伸びのまま大きな変更が行なわれなかった（+2.1% → +2.0%）。次に、消費者物価指数は、2010年度はデフレが継続するとの見方が示されたが（-0.5% → -0.5%）、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が示された（-0.2% → +0.1%）。

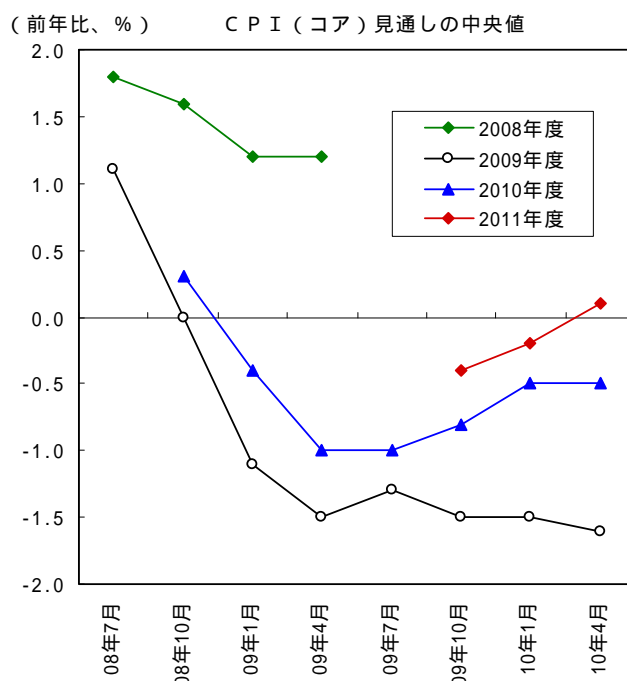
展望レポートの内容をさらに詳しく見ると、景気に対する基本的見解の部分においては、2009年10月時点では「わが国を含め世界経済は、昨年秋以降の金融危機がもたらしたパニック的な経済・金融活動の収縮という深刻な事態からは脱出しつつある」との記述であったが、今回は「わが国も含めた世界経済は、金融危機に起因する急激な落ち込みから脱出し、昨年後半以降は回復基調を辿っている」と、前向きな表現に修正されている。こうした判断の変化が、2010年度の実質GDP成長率の上方修正にも反映されていると考えられる。実際、2010年度の実質GDP成長率の予想の修正状況を見ると、3回連続で上方修正されており、景気が日本銀行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る（図表8）。

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

図表8．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」

方に修正されており、この点は大きな変更であると言える。また、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る（図表8）。

このように、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る。

#### （4）予想される日本銀行の金融政策～出口は依然として遠い

以上述べてきたことを踏まえて、今後の金融政策の動向を予想するとどうなるだろうか。予想にあたっては、現在、どのような過程を経て金融政策が決定されているのかについて、まずは知っておく必要がある。ここでは、金融政策の運営方式を整理したうえで、金融政策を予想してみたい。

##### 金融政策の運営方式

日本銀行の金融政策については、前項で説明した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る。この枠組みは、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、どういう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、インフレーターゲット導入の議論が高まる中で、政策決定の透明性を高めるために導入された。

この手法では、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る。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外れてしまっていないかという観点から点検される。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」が点検される（いわゆるリスク・シナリオ）。これら2つの「柱」に基づく点検を踏まえて、当面の金融政策運営の考え方が展望レポートにおいて公表されることになる。

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る。さらに第2の柱は、景気、物価とも上振れリスク、下振れリスクともに存在するとなっている。これら2つの柱による点検を踏まえた結果、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る。

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

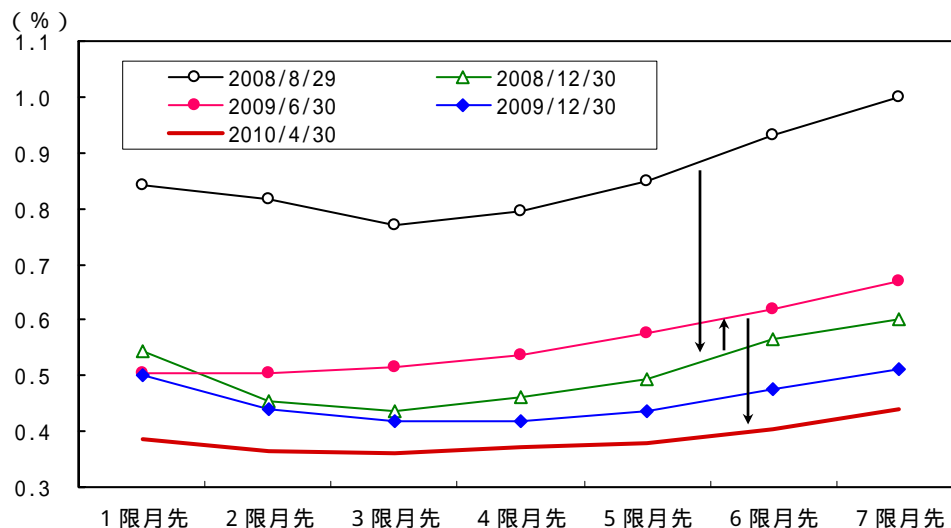
からは前進したと考えることができよう。このため、4月30日の金融政策決定会合後の記者会見で、日本銀行の白川総裁が「現時点で追加政策が必要とは考えていない」と発言したように、次回の金融政策の変更は引き締め方向となると予想される。しかし、当面デフレが続くこと、欧州での信用不安の高まりによる国際金融市場の混乱のリスクが残ることなどから、現在のスタンスである「きわめて緩和的な金融環境」が長期間にわたって継続される可能性が高いだろう。

#### 政策金利の引き上げは2011年度半ば以降

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、具体的にはいつごろになるのだろうか。あくまで欧州での信用不安の問題が長期化・深刻化しないことが大前提であるが、消費者物価指数がプラスに転じることが絶対条件であり、さらにその後も、すぐにマイナスに戻るのではなく、物価安定の理解の水準である1%に向けて上昇幅の拡大が続くと見込まれることも必要である。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年度の後半とかなり先のことになりそうである。このため、最初の政策金利の引き上げは2011年度後半から2012年度初めとなると考えられる。

TIBOR3ヶ月金利の先物取引である金利先物レートの推移を見ると、リーマン・ショック直前の水準から、その後の利下げを受けて水準は大きく切り下がったが、景気の持ち直しと共に2009年春先以降は若干上昇している（図表9）。しかし、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションの導入後は再び低下に転じ、最近ではかなり先の限月まで0.4%を下回る水準に低下し、イールドカーブがフラット化している。このように、短期金融市場においても、相当先まで短期金利の水準に変動がない、すなわち政策金利の引き上げはないと織り込まれる状態となっている。

図表9．金利先物レートの推移



(注) 将来時点で取引できるTIBOR3ヶ月物金利の水準を示す  
(出所) 日本経済新聞

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た。詳細は今後検討されるが、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ないと考えられる。

(小林 真一郎)

- 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。