

調査レポート

日本経済ウォッチ(2010年11月号)

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
～ 回避される可能性が高い鉱工業生産の腰折れ～
2. 景気概況 p.2
～ 景気回復の動きが一服している～
3. 今月のトピック p.3～11
～ 日本銀行の金融政策の展望～ 強まる金融緩和姿勢の行方
(1) 最近の金融政策の動向～ デフレ対応から円高対応にシフト
(2) 日本銀行の景気・物価に対する認識～ 足元の景気は下方修正
(3) 今後の金融政策の行方～ 追加緩和の思惑も

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、鶴田 零 (chosa-report@murc.jp)
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4
TEL: 03-6711-1250

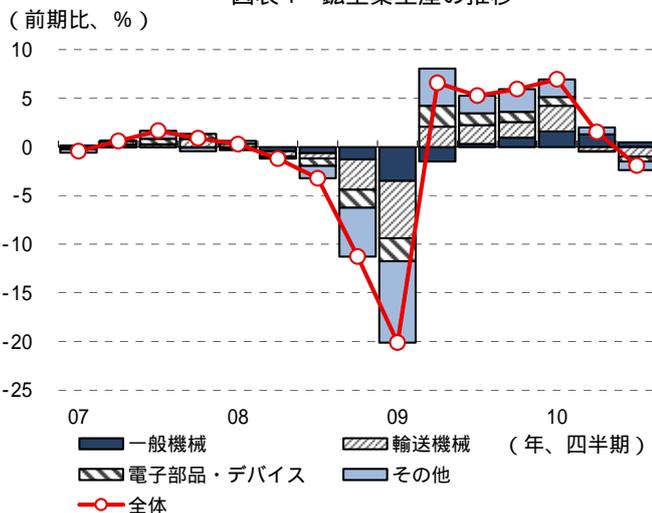
1. 今月のグラフ ～回避される可能性が高い鉱工業生産の腰折れ～

景気底入れ後、これまで鉱工業生産の急速な持ち直しを牽引してきた自動車と電子部品・デバイスが今年度に入ってから息切れしてきた。背景には、自動車についてはエコカー補助金支給策による追加的な需要押し上げ効果が弱まったこと、電子部品・デバイスについては中国などでの情報関連財の在庫調整の動きや、国内工場の稼働率の上昇により増産余地が小さくなったことなどがあると考えられる。鉱工業生産全体でみても足元では弱含んでおり、このまま腰折れしてしまうのではないかと懸念されている（図表1）。

もっとも、国内生産のもうひとつの牽引役である一般機械は引き続き好調であり、鉱工業生産全体の下支え役を果たしている。機械メーカーは、工作機械や建設機械など、新興国での旺盛な設備投資需要を着実に取り込んでいけるだけの高い国際競争力を維持しているほか、国内でも企業収益の回復などを受けて更新投資を中心に設備投資が底入れしたことなどが影響している。受注状況も引き続き堅調だ。受注と生産の相関関係を過去のデータで調べると、四半期でみて当期の受注は翌期の生産に最も結びつきやすい。2010年7～9月期の受注状況からは、10～12月期の生産も増勢を保つことができると見込まれる（図表2）。さらに、本年9月のエコカー補助金支給策の終了により生産が大きく減少している自動車についても、前月比でみて11月からは3ヶ月連続で増加し、減少に歯止めがかかる計画となっている。新車投入の効果や欧米向けを中心に輸出の増加が見込まれることなどが背景にあるとみられる。また、電子部品・デバイスではこのところ生産能力の拡大が図られており（2009年6月をボトムに足元までで約3割増加）、増産の余地が生まれてきている。中国などでの在庫調整がそれほど長引かなければ、輸出を中心に電子部品・デバイスに対する需要も再び増加し、それにつれて国内生産も増加に転じていくと見込まれる。

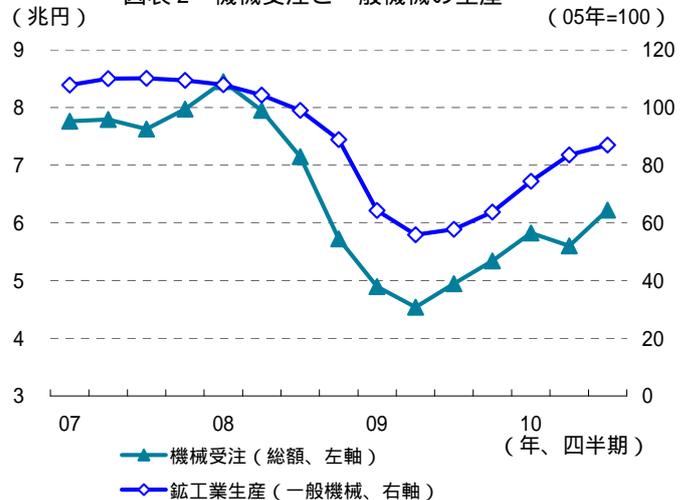
海外経済次第という面は否めないものの、鉱工業生産が月次でみて年内に再び水準を切り上げてくる可能性は十分にありそうだ。
（鶴田 零）

図表1 鉱工業生産の推移



（注）輸送機械は船舶・鉄道を除く。
（出所）経済産業省「鉱工業指数」

図表2 機械受注と一般機械の生産



（出所）内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数」

2. 景気概況 ～ 景気回復の動きが一服している ～

景気回復の動きが一服している。個別の経済指標では、すでに景気回復の勢いの鈍化を示唆するものも見られたが、最近になって弱さの度合いが増してきた。

9月の鉱工業生産は前月比 - 1.9%と4ヶ月連続で減少し、7～9月期では前期比 - 1.9%と6四半期ぶりに減少した。10月の生産予測指数は前月比 - 3.6%とさらにマイナス幅が拡大すると予想されており、弱含みの動きが鮮明となってきた。11月には自動車の生産も増加に転じる計画で、11月の生産予測指数は同 + 1.7%と持ち直す見込みである。しかし、鉄鋼業や電子部品・デバイス工業などの一部業種で在庫率が上昇しており、在庫調整の動きが生産を抑制する懸念もある。

輸出の勢いが弱まっていることも懸念材料である。9月の実質輸出は、前月に前月比 - 4.2%と急減した後も同 - 0.1%と小幅ながら2ヶ月連続で落ち込んだ。もっとも、エコカー購入時の補助金支給の期限切れを前に、国内販売優先のために自動車輸出が抑制された影響や、一部業種で生産が需要に追いついていないことも、弱含みの一因となっている。

個人消費では、エコカーへの補助金支給の終了により、9月の乗用車販売台数（除く軽）が前年比 - 5.4%、10月は同 - 28.8%と落ち込んだ。10月には値上がりしたタバコへの支出が急減する見込みであり、薄型テレビの販売好調を考慮しても10～12月期の個人消費はかなり弱含むと見込まれる。11月15日に発表された7～9月期の実質GDP成長率では、駆け込み需要で押し上げられた個人消費中心に前期比 + 0.9%と堅調な伸びとなったが、10～12月期にはその反動により前期比でマイナスに転じると予想される。年度下期に入ってから景気回復の動きが一服していることが、いずれ確認されることになる。

一方で、企業業績の改善を反映して、一人あたり現金給与総額は持ち直し傾向を続けており、9月は前年比 + 0.9%と7ヶ月連続で増加した。また、9月失業率も5.0%と3ヶ月連続で低下し、有効求人倍率の改善も続いている。雇用・所得情勢は依然として厳しい状況にあるが、改善の動きが続けば年度後半の個人消費を下支えすると期待される。なお、夏のボーナスの1人当たりの平均支給額が前年比 + 1.1%と4年ぶりに増加した。冬のボーナスでは、1人当たりの伸び、支給労働者割合ともに夏よりも拡大すると見込まれる。

また、設備投資についても、実質GDPベースで7～9月期まで4四半期連続で前期比増加するなど、着実な増加基調が続いている。さらに、機械受注（船舶・電力を除く民需）は6～8月まで連続して前月比で増加しており、10～12月期の実質GDPにおいても景気を下支えすることが期待される。

10月以降、政策効果の剥落により、景気が踊り場に入ることは事前に予想されていた動きである。問題は踊り場にとどまらず失速に至るかであるが、海外景気の底堅さが持続し、極端な円高が回避されれば、企業業績改善を背景に設備投資の増加と賃金持ち直しによる個人消費の下支えによって、なんとか踏みとどまれる公算が高そうだ。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック ~ 日本銀行の金融政策の展望 ~ 強まる金融緩和姿勢の行方

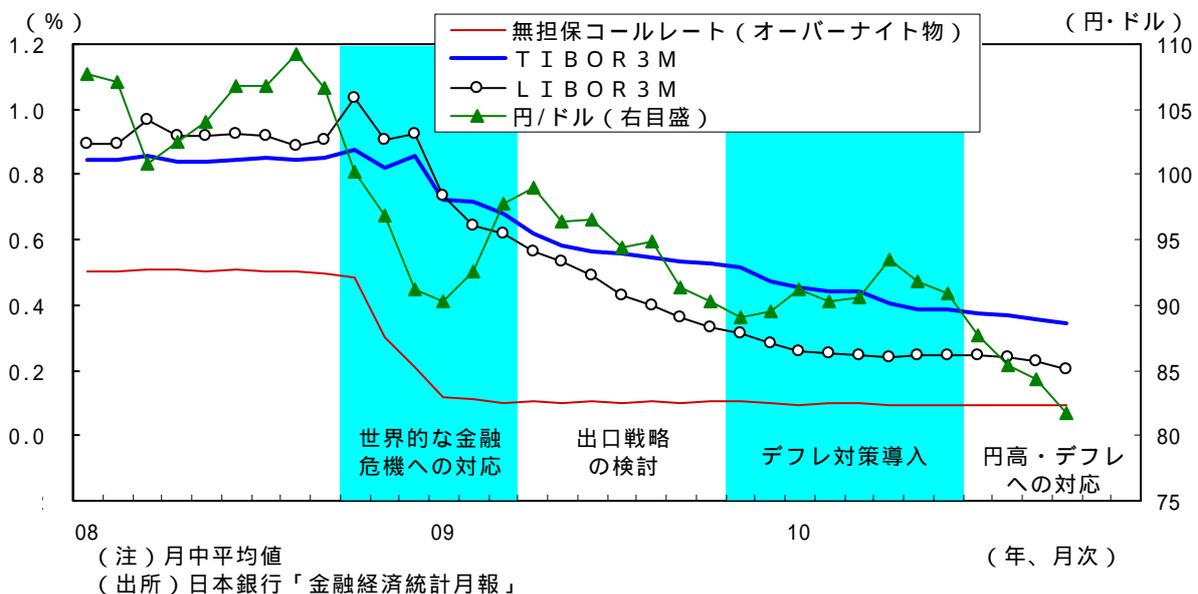
デフレの深刻化の懸念に加え、円高による景気悪化リスクの高まりに配慮して、日本銀行の金融緩和姿勢が再び強まっている。今後も一段の緩和強化が進むのか、また進むとすればどのような手段が考えられるのだろうか。

そこで今回は、最近の日本銀行の金融政策の動きを整理し、今後採用される可能性のある政策・手段について検討してみた。

(1) 最近の金融政策の動向 ~ デフレ対応から円高対応にシフト

金融市場の混乱をきっかけとした内外景気の悪化と、その後の回復局面において、日本銀行の金融政策の姿勢も大きく変わってきた。具体的には、2009年度に入ってから出口戦略の検討期、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よう(図表1)。まずは具体的な動きをみてみよう。

図表1. 日本銀行の金融政策と短期金利の推移



出口戦略の検討

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を、いかに金融市場や実体経済への影響を最小限にとどめながら実行するか、いわゆる金融政策の出口戦略の検討が始まった。

実際、金融危機対応策として導入された企業金融支援特別オペやCP、社債などの買入れなどの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（図表2）、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よう。

なお、2010年2月にいったん打ち切られた米ドル資金供給オペは、その後の財政問題をきっかけとして発生した欧州での金融混乱に際して、2010年5月に再導入されている（ただし、2011年1月末までの時限措置）。

図表2．金融危機局面において日本銀行が講じてきた政策

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 2010年5月10日再導入
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

（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

デフレ対策の導入

しかし、景気の回復にもかかわらず、設備や雇用の過剰感が大きい状態が続いていたため物価の上昇圧力は高まらず、デフレの状態からなかなか抜け出せない状況が続いていた。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、日本銀行に対してデフレへの対応を求める声が強まることになった。

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（以下、固定金利オペ）の新規導入を決定した。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一であるが、資金供給オペとしては異例の期間3ヶ月という長期間にわたるものであったことや、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で、従来のオペと比べて金融緩和効果を強める内容であった。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」という効果が期待された。なお、導入当初は、金額は10兆円とされていたが、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20兆円にまで増額された。

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ある。

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た¹。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ある（期間は最長4年まで延長可能）。

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あるが、2009年末ころからデフレ対策に軸足を移さざるを得なくなっていた。

円高への対応

しかし、2010年夏以降、さらに強力な金融緩和に踏み切ることが余儀なくされた。その原因が円高の進行である。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ないが、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が必要になってくる。急激な円高が進み始めたのは2010年夏からであ

¹ すでに4月30日時点で議長から執行部に対し検討を指示しており、5月21日には骨子素案が発表済となっていた。

るが、これに対して日本銀行は8月12日に総裁談話を発表し、円高や株安が進んでいる状況に対し、「こうした動きやその国内経済に与える影響について、注意深くみていく」として、まずは円高の進行を牽制している。

さらに、円高に歯止めをかけるためには、日本銀行が金融緩和を実施せざるを得ないと観測が強まる中、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、従来の期間3ヶ月・20兆円の固定金利オペに、新たに期間6ヶ月・10兆円を追加することを決定した。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、この措置によって円高の流れが変化するには至らなかった。

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いったんは円安が進んだものの、一時的な動きにとどまり、10月の初めにかけては再び円高が進行した。このため、10月5日に日本銀行は、景気については「海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっている」、またデフレについては「今後、景気の下振れなど実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性には、注意が必要である」ことを理由に追加金融緩和に踏み切った。

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る。この緩和策を、日本銀行自身は「包括的な金融緩和政策」と呼び、金融緩和を一段と強力に推進する姿勢を鮮明に打ち出した。

特に、資産の買入れ基金の購入対象については、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る。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いる。特にリスク・プレミアムについては、本来、リスクとそれに見合ったリターンとのバランスにおいて市場で決定されるべきものであり、これをコントロールしていくことは、従来の中央銀行の金融政策の枠を大きく超える措置であるといえる。

基金の規模は、新設された資産買入れ枠5兆円に、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ており、2011年末までに買取りが完了する予定となっている²。

以上みてきたように、円高の進行にともなって、日本銀行は一段と金融緩和を強化する

² すでに国債の買入れは開始されており、社債の買入れも12月9日から、CPの買入れも12月15日から始まることと決定している。

姿勢を打ち出した。11月15～16日の金融政策決定会合を、11月4～5日に前倒ししたのは、ETFおよびREITの買入れを早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うためと説明されているが、市場では米国の11月2～3日のFOMC（連邦公開市場委員会）の開催日の翌日に設定することで、為替市場で円高が進行した場合に備えたものとの見方がもっぱらである。

（２）日本銀行の景気・物価に対する認識～足元の景気は下方修正

こうした金融緩和の一段の強化の一方で、日本銀行の景気と物価に対する認識は、どのように変わってきているのだろうか。2009年以降の「経済・物価情勢の展望」（以下、展望レポート）における基本的見解の変化をみると（ただし、1月と7月については金融政策決定会合における中間レビュー時の内容）、2009年7月に「下げ止り」と判断された後、2010年1月に「持ち直し」、4月に「回復基調」、7月に「緩やかに回復」と徐々に上方修正されてきた。これに対し、10月28日に発表された最新の展望レポートによれば、「改善の動きが弱まっている」として、景気に対する基本的な見解が下方修正された（図表3）。同様に、毎月発表される金融経済月報における景気に対する概要部分の説明が、10月、11月と2ヶ月連続で下方修正されている（図表4）。

図表3．経済・物価情勢の展望における基本的見解の変化

基本的見解	
2009年1月	わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。
4月	最近に至り、在庫調整の進捗などを背景に、世界的に景気の下げ止まりに向けた動きがみられ始めているほか、各国当局は大規模な政策対応を検討中あるいは実施途上にあり、今後、これらの政策が効果を発揮していくことが期待される。もっとも、こうした動きが、世界経済の順調な回復につながっていくかどうかについては、なお確実とはいえない状況にある。
7月	わが国の景気は下げ止まっている。
10月	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。
2010年1月	わが国の景気は、国内民間需要の自律的回復力はなお弱いものの、内外における各種対策の効果などから持ち直している。
4月	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。もっとも、世界経済は、危機以前の状態に戻る過程にあるわけではない。
7月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
10月	緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている。

（出所）日本銀行ホームページ

図表4．金融経済月報における概要の変化

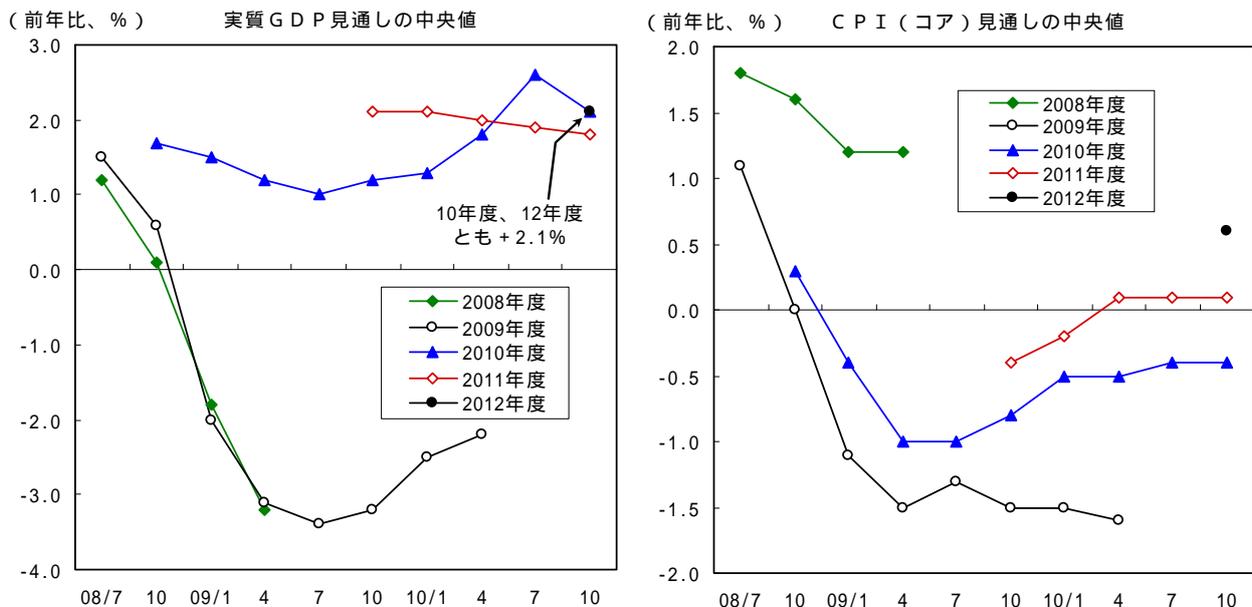
金融経済月報～概要	
2010年7月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
8月	わが国の景気は、海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある。
9月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。
10月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きが弱まっている。
11月	わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。

ただし、景気の先行きについては、2010年度後半は「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」としており、景気の落ち込みが続き、失速にいたることは日本銀行のメイン・シナリオとしては想定されていない。なお、2011年度に景気が再び回復軌道に戻る要因としては、「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の、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していく」ことが挙げられている。

実質GDP成長率の予測値（中央値）をみると（図表5）、2010年度は年度後半の弱さを反映して、7月時点から下方修正されているが（+2.6% → +2.1%）、2009年7月時点の予想値が+1.0%であったことと比べると、大幅な上振れであると考えられる。2011年度については小幅の変更にとどまっており（+1.9% → +1.8%）、今回から発表された2012年度については、「新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとの、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズム」が強まることから、堅調な伸びが予想されている（+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%）³、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る（+0.6%）。景気に対する認識が下方修正されているとはいえ、足元の調整が短期間で終了するとの見方をしていることもあって、物価見通しについての修正は行なわれていない。

図表5．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」

³ 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る。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る。

このように、景気の動きについては、調整が今年度後半の一時的な動きにとどまるとし、物価については、着実にデフレが解消に向かうとの見方に大きな変更はないとしている。包括的な金融緩和政策の導入時には、「わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性が強まっている」との情勢判断を踏まえて、「金融緩和を一段と強力に推進することが必要と判断した」としているが、実際の景気・物価の見通しについては、さほど悲観的な内容にはなっていないと考えられる。

(3) 今後の金融政策の行方～追加緩和の思惑も

以上、最近の金融政策の動向および日本銀行の景気認識の変化をみてきたが、これら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。

日本銀行は、すでに述べたようにデフレを容認しないことを宣言しており、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る。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る⁴。日銀の現時点での消費者物価指数の見通し(中央値)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%であり、こうした見通しが大きくはずれることがなければ、当分の間、金融引き締め方向への変更はなさそうである。

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との見方が高まる可能性がある。

日本銀行は、11月5日の金融政策決定会合後に、現在の金融政策スタンスを、「本日の決定により、リスク性資産を含む総額35兆円の資産買入等の基金の枠組みが整ったことになる。日本銀行としては、週明けに基金による国債の買入を開始し、以後、順次他の資産の買入を進めることにより、包括的な金融緩和政策の早期の効果波及を図っていく」としており、資産買入れによる金融緩和は時間をかけて進めていく方針である。このため、「今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に政策対応を行っていく方針である」としているが、決定に基づいて資産の買入れを計画通り進めていくことが当面の政策であり、追加緩和の可能性を示唆している内容にはなっていない。

しかし、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ない。この場合には、実際になんらかの追加対応策が採られる可能性がある。

その場合の政策手段であるが、まず5兆円の資産買入れのペースを引き上げることが考えられる。当初の計画よりも短期間のうちに金融緩和の効果あげていこうとするもので

⁴ 「ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする」としており、急速にインフレ圧力が強まった場合には、この限りではないとしている。

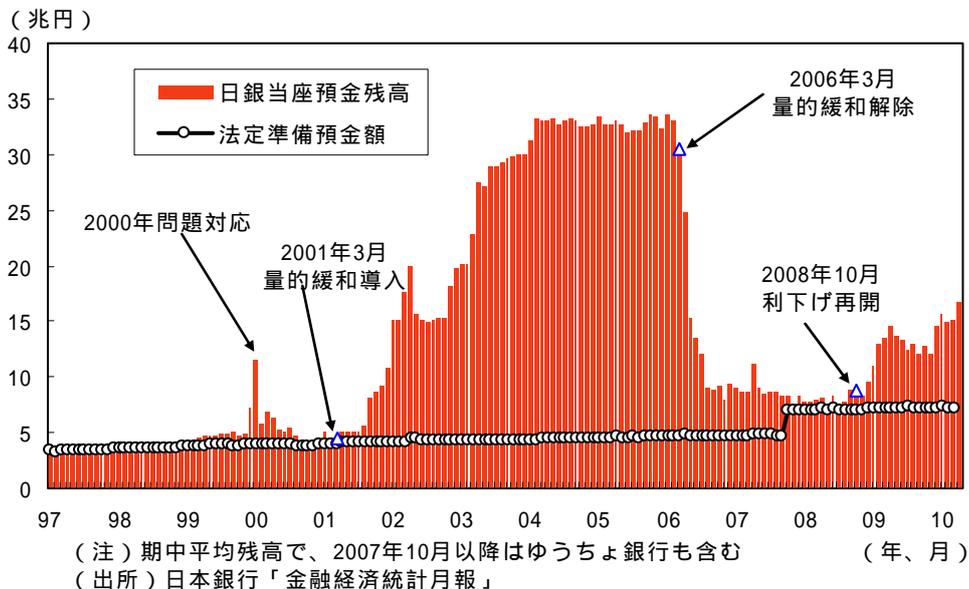
ある。

それでも不十分であるということであれば、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手段は残されていない。この際、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考えられよう。

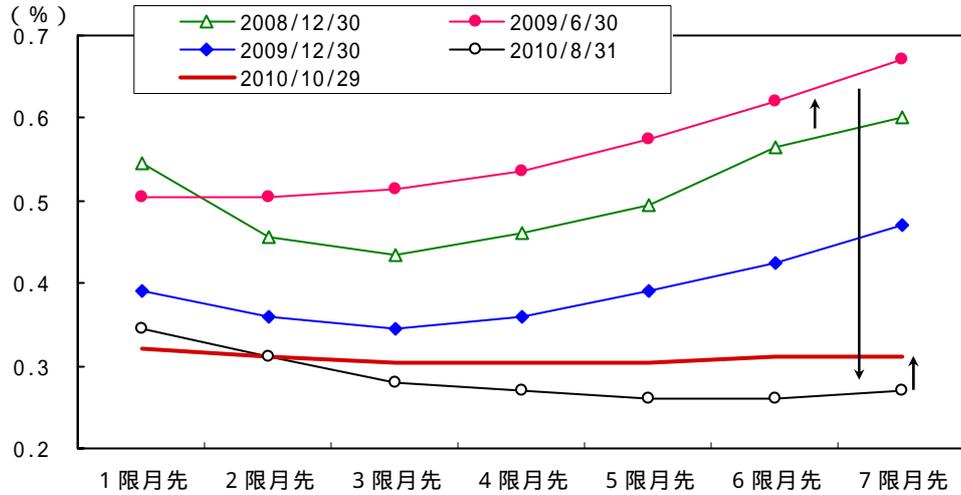
なお、現在のゼロ金利政策を量的緩和に切り替えることには、あまり意味がない。すでに足元の日本銀行当座預金残高は 18 兆円弱程度と(11月中旬現在)法定準備金である 7.4 兆円を大幅に上回って推移しているためである(図表 6)。また、毎月の長期国債の買入れ額(現在月 1.8 兆円)についても、資産の買入れ基金の増額によって対応すれば十分であり、引き上げられることはないであろう。

なお、TIBOR3ヶ月物金利の先物である金先レートの動向をみると、景気の底打ちの動きがはっきりしてきた 2009 年夏の時点と比べて、固定金利オペの新規導入などデフレへの対応が強まった 2009 年末には大きく水準が低下している(図表 7)。さらに、円高への対応によって新たに期間 6ヶ月・10兆円の固定金利オペを追加した 2010 年 8 月末には先の限月を中心にレートが低下し、包括的な金融緩和が行なわれた後の 10 月末の時点ではほぼフラットな状態になっている。当分の間、金融引き締めが行なわれないことを市場が織り込んだ状態といえ、短期金利は当面、低位で安定して推移しそうである。

図表 6 . 日銀当座預金残高の推移



図表7．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

(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。