

景気上振れながら緩和維持を強調した金融政策運営

～日銀展望レポート（2010年4月）～

企画調整室（調査情報室） 鈴木 克洋

2010年4月30日、日本銀行から『経済・物価情勢の展望』（いわゆる展望レポート）が公表された¹。展望レポートは、日銀の想定する先行き経済・物価情勢の標準的なシナリオやリスク要因とともに、これを踏まえた今後の金融政策運営の考え方が示されることになっており、先行きの金融政策運営を予見する上でのベンチマーク（基準）となっている。

世界経済は、2008年秋の米欧の金融危機を契機とした急激な落ち込みから脱し、新興国の力強い成長に牽引される形で緩やかな回復を続けており、この状況下で我が国経済も持ち直しを続けている。特に、世界経済の情勢は、前回2009年10月の展望レポート時点の評価よりも、新興国経済の強まりを背景に上振れ気味に展開している状況にある。その一方、こうした新興国が資源価格や資金フローに大きな影響を与えるというように世界経済に構造変化が生じているほか、先進国では大規模な経済対策に伴って巨額の公的債務残高を抱えるようになり、よりバランスの取れた持続的成長をいかに達成するかといった中長期的な課題にも直面している。

本稿では、こうした状況下に公表された今回の展望レポートについて、日銀の経済・物価見通しとともに先行きの金融政策運営の考え方について整理する。

1. 日銀の政策委員の経済・物価情勢の見通し

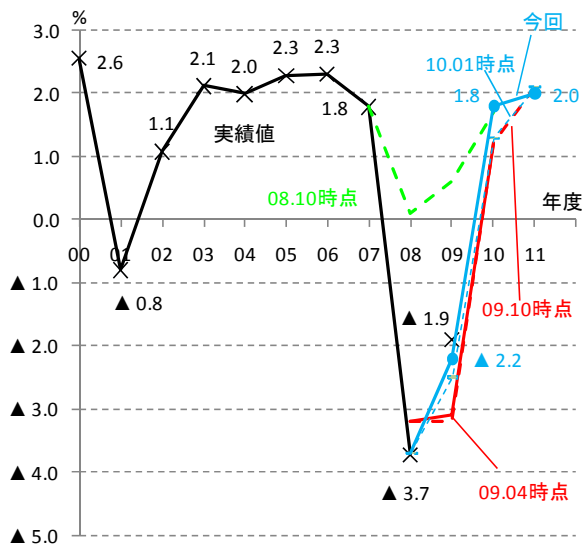
今回の展望レポートにおける政策委員の経済と物価の見通し²を確認する（図表1、文末参考図表）。今回の先行き見通しの対象は2011年度までの期間である。まず、実質経済成長率の見通しについてみると、2010年度1.8%、2011年度2.0%となり、2009年10月の展望レポート及び2010年1月の中間評価と比較して、2010年度はやや上方修正、2011年度はほぼ維持された。他方、消費者物価指数（除く生鮮食品）伸び率の見通しについては、2010年度▲0.5%、2011

¹ 全文公表は翌5月1日。なお、展望レポートは、毎年4月末及び10月末に公表されることとなっている。また、展望レポートの公表から3か月後に当たる7月と1月にはそれぞれの展望レポートの中間評価が行われている。

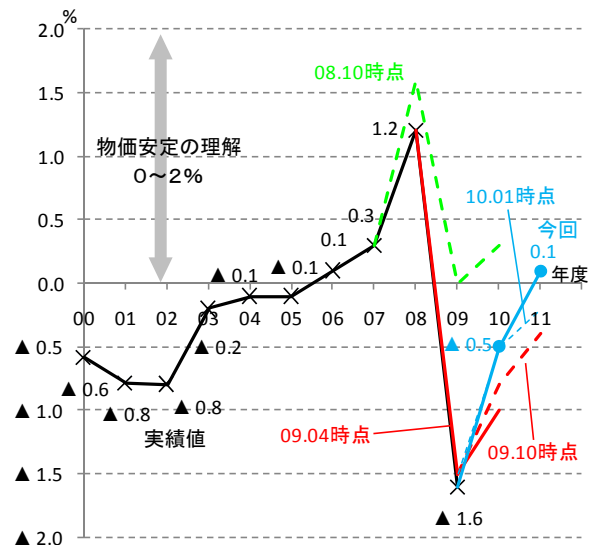
² 政策委員の大勢見通しの中央値。本稿では、この見通しを日銀の見通しとして扱う。

図表1 政策委員の経済・物価情勢見通しの推移

(実質経済成長率)



(消費者物価指数伸び率)



(注1) 見通しは、政策委員の大勢見通しの中央値。

(注2) 実質経済成長率は、2009年10-12月期GDP 2次速報(2010年3月11日公表)時点。なお、展望レポート後に公表された2010年1-3月期GDP 1次速報(2010年5月20日公表)において2009年度の実質経済成長率実績値は▲1.9%となった。

(注3) 消費者物価指数伸び率の見通しは「生鮮食料品を除く」ベース。なお、物価安定の理解は「総合」ベース。ただし、2010年度については物価押下げ要因になる高校授業料実質無償化の影響を除いた数値。

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、内閣府『四半期別GDP速報』

年度 0.1%となった。従来の見通しでは2年連続の物価の下落が見込まれていたが、今回のレポートでは経済持ち直しの動きから上方修正され、特に2011年度の物価は、数字上ではプラス領域になることも見込まれた。ただし、政策委員の大勢見通しは「▲0.1~+0.2%」の範囲にあり、物価下落の継続を見通す見方もあるほか、リスク・バランス・チャート³においても依然としてマイナス領域への分布が広がっているように物価の見通しが下振れする確率は否定されていない。このため、日銀がデフレ脱却を明確に展望したとまでは言い切ることはできない⁴。

こうした日銀の経済・物価情勢の見通しの前提として、どのような経済シナ

³ リスク・バランス・チャートは、各政策委員が、見通しが上振れまたは下振れる可能性について想定した確率分布を集計したもの。2008年4月の展望レポートで導入された。

⁴ さらに、今回の物価見通しでは、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料実質無償化の影響が除かれている。2010年度の物価上昇率を0.5%ポイント程度押し下げることが見込まれているが、逆にこれは2011年度に0.5%ポイント押し上げることを意味する。実際に観察される物価は日銀見通しより変動の大きいものになることが予想される。

リオが想定されているのか、次節以降で整理する。

2. 展望レポートにおける経済・物価のシナリオの概要

2-1. 今回のシナリオの特徴

今回の成長シナリオを概括すれば、(1)「輸出」が経済回復の原動力となり、(2)企業業績の回復が雇用・所得環境に波及する（いわゆる「企業から家計へ」というものであり、大枠としては従来のロジックとそれほど変わらない。

ただし、今回のシナリオには、これまでとは違う特徴的な点が2つあげられる。1つ目は、成長シナリオで示される海外経済の中心が「欧米経済」から「新興国経済」に代わった点である。従来のシナリオでは、欧米経済を中心とする海外経済の成長が我が国の輸出増加の背景であった。しかし、リーマンショック以降、欧米経済はバランスシート調整が続くなど回復が鈍い一方、新興国経済は力強い成長を遂げている。こうした情勢を受け、今回のシナリオでは、我が国の回復について、こうした新興国経済の成長を起点としている。

2つ目は、展望レポートが対象とする短期の見通し(2年程度)を超えて、中長期的な視点から我が国経済について言及した点である。今回の展望レポートでは、基本的見解の冒頭に、前述の世界経済における構造変化や先進各国の直面する課題とともに、我が国経済について「少子高齢化・人口減少を背景に国内需要が減少することが見込まれる中、実質経済成長率や生産性を引き上げていくことが、重要な課題」との認識を示した。なお、この認識は今回の見通しの検討に際して「念頭に置いた」ものであり、直接的に日銀の見通しには現れることにはならないが、展望レポートと同時に公表された『当面の金融政策運営について』⁵(2010年4月30日)において検討が指示された「成長基盤の強化に資する新たな取り組み」にもつながる。この点は4節で後述する。

2-2. 経済・物価のシナリオ

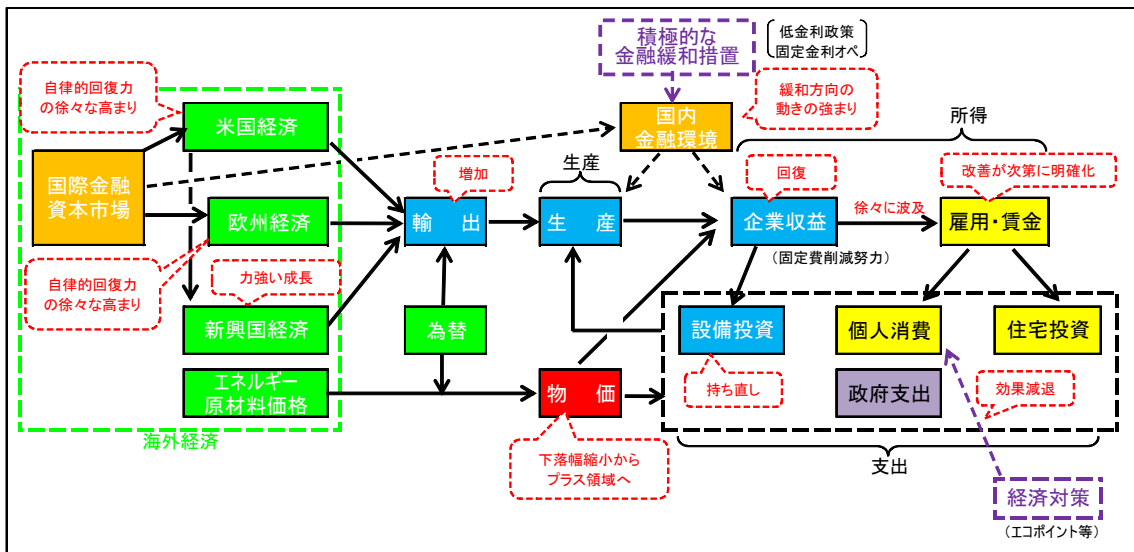
本節では、日銀見通しの前提となる先行き2年程度の経済・物価のシナリオについて、我が国経済の波及経路(図表2)⁶に沿って確認する。

2-1節のとおり、我が国経済は、主に新興国・資源国の力強い成長を起点と

⁵ 金融政策決定会合において決定された金融市場調節方針に関する公表文書。今回、政策金利を0.1%とする方針が維持されたほか、我が国経済の成長基盤の強化の観点から、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方法について検討が指示された。

⁶ 図表2は一般的に理解される経済の波及経路をイメージ化したものである。なお、実際の経済は複雑に絡み合っており、図表2ほど単純ではないが、理解を容易にするために簡略化している。

図表2 我が国経済の波及経路（イメージ図）



（出所）筆者作成

して、輸出・生産は増加を続けることが見込まれている。企業部門においては、こうした輸出・生産の増加に加え、企業の固定費削減努力もあって、企業収益は回復を続ける。これに伴って設備投資も持ち直す可能性があるとしている。

一方、家計部門においては、2010年度中にエコポイント等の経済対策の効果がなくなるため、個人消費の回復ペースは一時的にやや鈍化するものの、上記の企業活動の活発化につれて、雇用・所得環境の改善が次第に明確になり、これによって個人消費や住宅投資の伸び率は高まっていくと考えている。

加えて、日銀の政策金利0.1%という低金利政策の継続や2009年12月に導入した「固定金利オペ⁷」などの積極的な金融緩和措置が、実体経済が改善していくとともにその景気刺激効果を強め、経済・物価の改善を後押しすることになるとしている。

また、物価（消費者物価指数）については、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あるとしている。その根拠として、物価変動に影響を与える3つの要因（需給ギャップ、予想インフレ率、輸入コスト）から説明している。つまり、(1)マクロ的な需給バランスが徐々に改善すること、(2)企業・家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すること、(3)国際商品市況が緩やかに上昇すること、を想定しているためである。

⁷ 正確には「固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション」。国債などの担保を見合いに期間3か月の資金を政策金利0.1%の低金利で10兆円（2010年3月には20兆円に増額）供給するオペレーション。4節参照。

2-3. 経済・物価シナリオにおける上振れ・下振れリスク

こうしたシナリオは中心的な見通しであり、これに対して想定される上振れ下振れリスクが別途挙げられている。まず、実体経済面においては、(1)新興国・資源国経済の動向、(2)先進国の動向、(3)国際金融面での様々な動き、(4)企業の中長期的な成長期待の動向の4つのリスクである。新興国・資源国の経済の強まりなどは上振れ要因となる一方で、欧米における金融システムの弱さや財政赤字問題を背景とした国際金融の動揺などは下振れのリスクとなる。

他方、物価面の上振れ・下振れ要因としては、上記の実体経済におけるリスクに伴う物価変動のほか、物価固有のリスクとして、(1)家計や企業の中長期的な予想インフレ率、(2)輸入物価の動向、(3)マクロ的な需給バランスを把握する上での不確実性の3点が挙げられている。新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇は上振れ要因となる一方で、中長期的な予想インフレ率の低下などは下振れリスクとなる。

こうした上振れ・下振れ要因は、日銀がシナリオを描くに当たって想定した前提や条件そのものについてのリスクであり、これらリスクが顕在化した場合は、日銀の経済シナリオは根本から崩れてしまうこととなる。中国など過熱気味とされる新興国経済の先行きやギリシャなど欧州諸国の財政問題に伴う金融不安など海外経済・国際金融市場において不安定な要素が残っており、これらの動向は注意深く見ていく必要がある。

3. 先行き金融政策運営の考え方

展望レポートでは、以上の経済・物価の見通しを踏まえて、先行きの金融政策運営の考え方が示されることになっている。今回の展望レポートでは、前回2009年10月の展望レポート以降とられてきた「デフレから脱却し、物価安定の下での持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識し、「そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく」として、「きわめて緩和的な金融環境を維持していく」方針が堅持された。

足下の金融政策は、国内の金融市場が落ち着きを取り戻していることから、前回の展望レポートの時点で、2008年秋の金融危機以降にとられた各種の臨時措置の完了が宣言され⁸、金融システム面の緊急時対応から、金融（金利）政策

⁸ CP・社債買入れは2009年12月末まで、米ドル資金供給オペは2010年2月1日まで、企業金融支援特別オペは2010年3月末までで終了した。ただし、民間企業債務等の担保要件の緩和、補完当座預金制度は延長された。なお、米ドル資金供給オペについては、ギリシャの財政問題を背景にした欧州における金融不安に対処するため、2010年5月1日に再開された（2011

面の平時対応に舵が切られている。また、我が国の経済状況も、世界同時不況における急激な落ち込みから脱し、緩やかに回復している状況に上方修正されるなど⁹、景気判断も上振れして推移している。

このように景気が上振れ気味で推移しながらも「緩和的な金融環境の維持」を強調し、さらには、金融緩和を強化するために「固定金利オペ」といった追加的な金融緩和策を導入するといった金融政策の運営方針は、従前の平時の運営方針—先行き景気が回復するのであれば金利水準を徐々に引き上げていく¹⁰—と比べると金融政策の姿勢が大きく変わったという印象を受ける。

こうした今回の金融政策スタンスの背景には、「デフレに象徴される経済の沈滞は根深い問題」であり、金融緩和の効果が見えるまで時間がかかること、「低金利が継続する中で、景気が回復し、収益性の高い案件が増えてくれば、低コストで調達できる資金の使い勝手が大きく向上」するなど¹¹これから景気回復によって低金利の持つ景気刺激効果が次第に強まってくるといったシナリオが想定されている。

なお、今回の運営方針によって、いわゆる金融緩和政策の「出口」は依然として遠いとして、超低金利の状態が続くという見方が一般的となっている。

4. 新型オペ（固定金利オペ、成長基盤強化支援オペ）の概要

最後に、前回の展望レポート以降に採られた金融政策についてみることにする。ここでは、2009年12月導入の「固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション」（固定金利オペ）、導入に向けて検討が進められている「成長基盤強化を支援するための資金供給」（成長基盤強化支援オペ）の概要を整理する（図表3）。

4-1. 固定金利オペ

固定金利オペは、政策金利（オーバーナイト物金利）が0.1%と実質ゼロ金利となる中で、政策金利引下げ以外の追加的な緩和策の手段として、やや長め

年1月31日までの措置)。

⁹ 5月21日の政策委員会・金融政策決定会合において、景気判断を4月時点の「持ち直しを続けている」から「緩やかに回復しつつある」に上方修正している。

¹⁰ 例えば、金融危機以前の『経済・物価情勢の展望(2007年10月)』では「(1)金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を迎るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、(2)引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた」としている。

¹¹ 西村清彦日本銀行副総裁『最近の金融経済情勢と金融政策運営—宮城県金融経済懇談会における挨拶—』（日本銀行、2010年4月21日）

図表3 新型オペの概要

<固定金利オペ>	
<input type="checkbox"/> 目的	: 金融緩和の強化(やや長めの金利の低下を促す措置)
<input type="checkbox"/> 金利	: 政策金利0.1%(固定)
<input type="checkbox"/> 期間	: 3か月
<input type="checkbox"/> 方法	: 共通担保を担保とする貸付け
<input type="checkbox"/> 供給額	: 10兆円(12/1) → 20兆円(3/17) (週1回×8,000億円 → 週2回×8,000億円)
<成長基盤強化支援オペ(骨子素案)>	
<input type="checkbox"/> 目的	: 成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援
<input type="checkbox"/> 金利	: 政策金利0.1%(固定)
<input type="checkbox"/> 期間	: 原則1年。借換え可能
<input type="checkbox"/> 担保	: 共通担保を担保とする貸付け
<input type="checkbox"/> 対象先毎の貸付総額	: 金融機関から成長基盤強化に向けた取組方針の提示を受け、そのもとで行われた融資・投資の実績に基づき貸付け
<input type="checkbox"/> 貸付総額、期限等	: 本措置開始時に、貸付総額、貸付受付期限、借換え可能回数等を定める

(出所) 日本銀行資料より作成

の金利(ターム物金利)の更なる低下を促す方策が効果的として導入されたものである¹²(2009年12月1日)。

具体的には、期間3か月の資金を政策金利水準(0.1%)の超低金利の固定金利で供給するものであり、導入当初は、資金供給規模を10兆円程度(週1回×8,000億円)としていたが、金融危機対応の臨時措置である企業金融支援特別オペが2010年3月末で完了することに伴い、その残高が漸次減少していくことを踏まえて¹³、供給額が20兆円に増額された(2010年3月17日)。

この固定金利オペによって、短期国債金利や銀行間取引金利などやや長めの金利(ターム物金利)が低下し貸出金利へ波及するとともに、日銀の緩和姿勢の明確化を通じて企業マインドの下振れを回避する効果があったとしている。その一方で、副作用も指摘されている。短期金融市場取引の縮小によって金融機関の資金調達面での安心感が低下したこと、金融機関の利ざやが圧縮し資金仲介活動のインセンティブが低下したことが挙げられている¹⁴。

現時点では、日銀は追加的な緩和措置は否定しているものの、今後の経済情勢次第では更なる緩和措置が求められることになろう。その場合には、この固

¹² ターム物については従来から「入札金利」方式によるオペで供給は行っている。

¹³ 企業金融支援特別オペに基づく資金供給残高(月末残)は最大で約7.5兆円(2009年3月)、本措置終了時点(2010年3月)では約5.5兆円であった。

¹⁴ 日本銀行『総裁記者会見要旨』(2010年5月1日)

定金利オペの拡充という対応が一つの手段として考えられるだろう。方法としては、供給額の増額やターム物の長期化（6か月物など）が考えられる。ただし、拡充によって上記の副作用が拡大する可能性があるほか、特定のオペの資金供給量が金融緩和の度合いを測るといった誤解を与える懸念、金利低下の効果が限定的でありアナウンスメント効果も期待しにくいといった意見もあり、本措置の拡充も一長一短であることは念頭に置いておく必要があるだろう。

4-2. 成長基盤強化支援オペ

2-1 節のとおり今回の展望レポートでは、中長期の視点から我が国経済の課題について言及した。中央銀行の金融政策の射程は、あくまで先行き2年程度の循環的な経済情勢であり、足下の経済の回復をサポートすることでその役割を果たしたとみることもできる。しかし、こうした短期を見ているだけでは、我が国経済の現状は説明できないという強い思いが、今回の中長期の記述と新たな政策の導入へとつながったとしている。

つまり、デフレの根本的な原因は、「人口の減少や生産性低下による成長率の趨勢的な低下」であり、「デフレ克服のためには、政策当局と民間主体が時間をかけて、日本の趨勢的な成長力の向上に粘り強く取り組んでいく必要が不可欠」であることから「民間経済主体の前向きな活動を金融面から下支えする」ための方策の導入を検討することとなった。こうした日銀の方向性や考え方については、一般的にも歓迎できるものであろう。

現時点では、具体的なスキームは不明であるが、骨子素案に従えば、期間1年の資金（借換え可能）を政策金利水準（0.1%）の超低金利の固定金利で、成長基盤強化に向けた融資・投資をしている民間金融機関に資金を供給するものとされている。直接個別企業に貸し出すような政府系金融とは違い、民間金融機関のバックファイナンスの制度に近い。なお、本制度はあらかじめ貸付限度を定めるほか、一定の期限を区切った時限措置であるとしている。

しかし、本措置の効果については異論も多く、主に2つに集約できるだろう。一つに、日銀が「成長」の分野・事業を判断できるのか、間違った場合には資源配分をゆがめることになる。もう一つに、資金需要がないため、導入してもマクロ的な効果は少ない、というものである。具体的な制度設計はこれからであり、こうした異論も踏まえて、実効性のある制度設計が行われることが望まれる。

（内線 75043）

参考図表 経済・物価情勢の展望 (2010年4月30日)

対前年度比、%

2009年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
実績	- 1.9	- 5.2	- 1.6
2010年4月 時点	- 2.2 ~ - 2.1 [- 2.2] (- 2.2 ~ - 2.0)	-	-

2010年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年4月 時点	+ 1.6 ~ + 2.0 [+ 1.8] (+ 1.5 ~ + 2.0)	+ 1.1 ~ + 1.5 [+ 1.3] (+ 1.0 ~ + 1.6)	- 0.5 ~ - 0.2 [- 0.5] (- 0.6 ~ - 0.2)
2010年1月 時点	+ 1.2 ~ + 1.4 [+ 1.3] (+ 1.0 ~ + 1.5)	- 0.5 ~ - 0.4 [- 0.5] (- 0.9 ~ - 0.4)	- 0.6 ~ - 0.5 [- 0.5] (- 0.7 ~ - 0.4)
2009年10月 時点	+ 0.8 ~ + 1.3 [+ 1.2] (+ 0.7 ~ + 1.5)	- 1.5 ~ - 1.0 [- 1.4] (- 1.5 ~ - 0.9)	- 0.9 ~ - 0.7 [- 0.8] (- 1.2 ~ - 0.7)
2009年7月 時点	+ 0.6 ~ + 1.1 [+ 1.0] (+ 0.5 ~ + 1.5)	- 2.1 ~ - 1.5 [- 2.1] (- 2.1 ~ - 1.4)	- 1.2 ~ - 0.7 [- 1.0] (- 1.2 ~ - 0.6)
2009年4月 時点	+ 0.8 ~ + 1.5 [+ 1.2] (+ 0.7 ~ + 1.5)	- 2.4 ~ - 1.4 [- 1.8] (- 2.6 ~ - 1.3)	- 1.1 ~ - 0.8 [- 1.0] (- 1.2 ~ - 0.4)
2009年1月 時点	+ 1.3 ~ + 1.8 [+ 1.5] (+ 1.2 ~ + 2.0)	- 1.5 ~ - 0.8 [- 0.9] (- 1.8 ~ - 0.5)	- 0.6 ~ 0.0 [- 0.4] (- 0.7 ~ 0.0)
2008年10月 時点	+ 1.5 ~ + 1.9 [+ 1.7] (+ 1.3 ~ + 2.0)	- 0.3 ~ + 0.5 [+ 0.3] (- 0.3 ~ + 0.6)	+ 0.1 ~ + 0.5 [+ 0.3] (- 0.1 ~ + 0.5)

2011年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年4月 時点	+ 2.0 ~ + 2.2 [+ 2.0] (+ 1.9 ~ + 2.4)	+ 0.5 ~ + 0.8 [+ 0.7] (+ 0.4 ~ + 1.0)	- 0.1 ~ + 0.2 [+ 0.1] (- 0.1 ~ + 0.3)
2010年1月 時点	+ 1.7 ~ + 2.4 [+ 2.1] (+ 1.6 ~ + 2.5)	- 0.5 ~ 0.0 [- 0.4] (- 0.5 ~ + 0.2)	- 0.3 ~ - 0.1 [- 0.2] (- 0.3 ~ - 0.0)
2009年10月 時点	+ 1.6 ~ + 2.4 [+ 2.1] (+ 1.4 ~ + 2.5)	- 1.0 ~ - 0.3 [- 0.7] (- 1.1 ~ + 0.2)	- 0.7 ~ - 0.4 [- 0.4] (- 1.0 ~ - 0.3)

(注1) 数値は、大勢見通し。ただし、[]内は、中央値。()内は、政策委員全員の見通し。

「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ見通しを作成。

(注3) 2009年度の国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となる高校授業料の影響を除いている。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。

(注5) は、今回発表の分。

(参考) 政府の経済見通し

対前年度比、%、()内は名目GDP

2010年度	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数(総合)
政府経済見通し (2010年1月)	+1.4 (+0.4)	-0.9	-0.8

(出所) 日本銀行『経済・物価情勢の展望』、『経済見通しと経済財政運営の基本的態度』等から作成