

# 経済・金融 フラッシュ

## 12月日銀決定会合：2ヶ月連続で下方修正、今年の振り返りと来年の展望

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

TEL: 03-3512-1837 E-mail: yyajima@nli-research.co.jp

### 1. 今年の最後の決定会合は、現状維持

日銀は20-21日に今年最後の金融政策決定会合を開き政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を0-0.1%程度に据え置き(全員一致)、総額55兆円の基金による各種金融資産買い入れも据え置いた。

前回の11月会合では、足元の判断について、景気持ち直しのペースが緩やかになっているとしていたが、今回は「持ち直しの動きが一服している」に2ヶ月連続で下方修正した。

先行きについても、当面は横ばい圏内の動きになるとし、海外経済の減速や円高などを背景に、日本経済はしばらく停滞が続くとの認識を示した。

ただし、横ばい後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくとの「回復シナリオ」は維持されている。

(図表1) 日銀の現状判断の推移

	現状
2011年12月	海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している
2011年11月	持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている
2011/10/27(展望)	供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている。
2011年10月	持ち直しの動きが続いている
2011年9月	震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている
2011年8月	震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている
2011年7月	震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している
2011年6月	震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている
2011年5月	(据え置き)
2011年4月	震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある
2011年3月	改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある
2011年2月	改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある
2011年1月	(据え置き)

### 2. 2011年の金融政策：3度の基金増加の緩和、緩和のテーマは少しずつ変化

2011年の日銀金融政策は、3月、8月、10月と計3回の追加金融緩和を実施した(図表2)。

この追加緩和の狙いは、少しずつ変化してきている。春先から夏場にかけては今年3月の東日本大震災へのショックへの対応であった。夏場から秋口にかけては一時1ドル=75円台にも突入した歴史的な円高が大きなテーマだった。それが、秋からは欧州債務危機が深刻化するなかでの国際的な金融危機の回避へと変化。現在では日本の輸出、生産が明らかに下を向き始めたことで、先行きの国内景気悪化という懸念

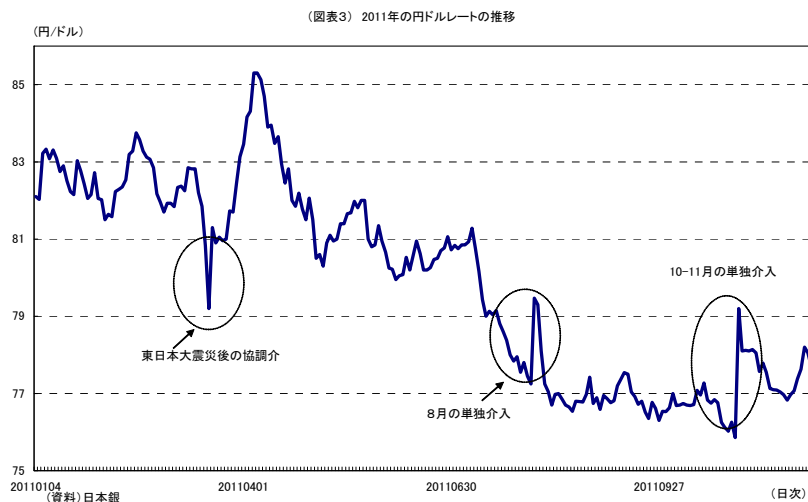
への対応へとシフトしてきている。

ただ、こうした異例の緩和にもかかわらず、足元の日本経済の状況は芳しくない。欧州債務危機の深刻化などで緩和効果が打ち消されている可能性が高いうえ、そもそも異例の政策であるだけに効果の検証を巡ってもさまざまな議論がある。日銀自身も11月の金融政策決定会合で、追加緩和は見送ったものの、景気の現状判断について大震災後の4月以来となる下方修正を行い、12月決定会合でも2ヶ月連続の下方修正に至り、事実上の景気の踊り場入りを示唆した。

(図表2)「資産買入等の基金」の増額

	10/10開始	11/3月	11/8月	11/10月
総額	35兆円程度	40兆円程度	50兆円程度	55兆円程度
長期国債	1.5	2.0	4.0	9.0
国庫短期証券	2.0	3.0	4.5	4.5
CP等	0.5	2.0	2.1	2.1
社債等	0.5	2.0	2.9	2.9
ETF	0.45	0.9	1.4	1.4
J-REIT	0.05	0.1	0.11	0.11
固定金利オペ	30.0	30.0	35.0	35.0

(注)資金買入等の基金とは別に、年間21.6兆円の長期国債の買入れを実施している  
(出所)日本銀行「日本経済:現状、見通し、課題」2011.11.28



### 3. 2012年の金融政策：ポイントは「回復シナリオ」をどこまで引っ張れるのか？メインシナリオは基金増額、回復シナリオ維持できなければ、かなり大胆なことも議論の遡上に

世界の金融情勢に目を転じれば、欧州に端を発した金融システム不安が収まるどころかこれからも続く。日銀を含む主要6中銀は11月30日、ドル供給の拡充策を発表したが、日銀の白川方明総裁が「あくまでも(抜本的な構造改革までの)時間を買う政策だ」と語ったように、まさしく応急措置に過ぎない。

欧州問題も欧州各国の足並みはなかなかそろわず、今後もスピード感は上がらないだろう。

中国人民銀行(中央銀行)も同日、国内のインフレ抑制のために継続した引き締めスタンスを転じ、預金準備率の引き下げによる金融緩和を発表。欧州中央銀行(ECB)は今後、市場で期待が高まるユーロ圏国債の買い支えを通じ、事実上の量的緩和に乗り出す可能性が高い。米国でも景気回復が思わしくなければ、FRBは量的緩和第3弾(QE3)に踏み切るだろう。12年は世界的な金融緩和の到来となりそうだ。

白川総裁は11月の講演で「日本経済は輸出面を中心に厳しい局面が予想される。日銀は強力な金融緩和を引き続き推進し、持続的な成長経路に復する過程を支える」と述べる一方、「(日本経済が)デフレ傾向から明確に脱却していくためには、根源的な原因である成長力の低下に歯止めをかける取り組みが不可欠だ」と言及した。直接的に政府を批判しなかったものの、日本経済を支えるには金融政策だけでは限界があるとの危機感を示した。

とはいえ、日本経済を取り巻く現状を考える限り、日銀は12年も引き続き追加緩和へと動かざるをえないと予想する。その理由の1つが、消費税の引き上げに向けた野田佳彦政権の動きだ。ニッセイ基礎研究所の試算では、1%の消費税増税で実質国内総生産(GDP)を0.24%押し下げる。消費税増税の議論が進展すれば日本経済の先行きに大きな下押し圧力がかかると見込まれるため、金融政策は当然、緩和策を打ち出す必要に迫られる。また、世界的な成長鈍化や金融システム不安が、今後も貿易や為替、金融を通じて日本経済に重くのしかかってくるだろう。

金融緩和のメインシナリオとしては、11年の追加緩和で行った延長線上の選択肢が有力だ。国債やETF、リートなどのリスク資産を買い入れる基金を、昨年の増加分(20兆円)を上回る規模で実施する可能性が高いのではないかと。

しかし、欧州債務問題の悪化などが一層進行すれば、「先行きの回復シナリオ」の旗を降ろし、タブー視されてきた外債も基金の枠内などでの購入といった異例中の異例の手段が金融政策の俎上にのってきてもおかしくはない。

日銀にとって12年は、金融政策の限界へと挑む試練の年となりそうだ。

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。