日 本 経 済 展 望

2010年10月

株式会社 日本総合研究所

調査部　マクロ経済研究センター

http://www.jri.co.jp/thinktank/research/

【目　次】

概説	1
わが国景気の現状	2
ファンダメンタルズ分析	5
わが国景気見通し	11
わが国金利見通し	12
マーケット分析	13

◆本資料は2010年10月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

国内経済グループ

ファンダメンタルズ：杢　村（Tel：03-3288-4524　Mail：matsumura.hideki@jri.co.jp）

金利動向　　：大　竹（Tel：03-3288-4739　Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp）

日本経済概説（2010年10月）

１．景気の現状：回復ペースが鈍化

・景気回復ペースは鈍化傾向。８月の鉱工業生産が３カ月連続の前月比減少となったほか、９～10月の計画でも減産の見込み。アジア向け輸出の頭打ち、耐久財購入刺激策による押し上げ効果一巡などが背景。

・もっとも、７～９月期はプラス成長を維持した見込み。①猛暑による夏物商品の需要増、②自動車の駆け込み購入、③タバコ値上げ前の駆け込み購入、などにより、個人消費が上振れたことが主因。10～12月期には反動減が顕在化。

２．景気見通し：減速が一段と明確化

・世界的に景気刺激策の効果が薄れつつあるほか、内需の回復力が脆弱なため、減速傾向が一段と明確化する見込み。

・国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備稼働率は上昇傾向をたどるものの、設備過剰感がなかなか解消されないため、設備投資の回復ペースは緩やか。さらに、円高が輸出企業の業績を悪化させるほか、原材料価格の上昇により利益率にも下振れ圧力。

・家計部門でも、所得環境の回復が遅れると予想されるため、消費マインドの大幅改善は期待薄。①ボーナス・所定内給与の低迷、②正社員、新卒採用の抑制による雇用環境の回復の遅れ、などを背景に、雇用者所得の本格回復は困難。

・こうしたなか、政策効果の息切れにより、景気に下振れ圧力。公共投資の減少ペースが加速するほか、エコポイント制度、エコカー減税などによる耐久消費財の需要も一巡。６月から子ども手当が支給され始めたものの、個人消費を押し上げる力は限定的。2011年入り後には失速感が強まる見通し。

・デフレ傾向も鮮明に。コアＣＰＩ前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

３．９月の金融政策・金利動向

・日銀は６～７日の定例会合で、政策金利（0.1%）の現状維持を決定。

・白川総裁は会合後の会見で、進行する円高や景気減速懸念の高まりに対して、「必要な場合には適時適切に政策対応を行っていく」と述べ、８月末の措置に続く追加の金融緩和策に含み。また、15日には、政府による為替介入に歩調を合わせ、介入資金を市場に放置する非不胎化措置の実施をアナウンス。

・長期金利（新発10年債利回り）は、月前半こそ、財政赤字拡大への懸念から上昇する局面もみられたものの、月末にかけては、日米中銀による追加金融緩和の観測などを受け、再び低下傾向が鮮明となり、1.0%割れで弱含み推移。

４．金融政策・金利見通し

【金融政策】

・日銀は、景気下振れリスクを意識した政策運営を当面継続する見込み。

・米国経済の先行き懸念が燻り続けるなか、ＦＲＢが追加の金融緩和策を実施し、円高が再び進行する局面では、日銀に対しても追加の金融緩和策の導入を求める声が強まる公算大。このもとで、日銀は情勢に応じて、固定金利の資金供給オペの増額や貸出期間の延長などを軸に、金融緩和の拡充を検討する見通し。

【長期金利】

・当面の長期金利は、①米国景気の先行き懸念の高まり、②日米中銀による追加金融緩和の観測、などが引き続き金利低下圧力として作用する一方、①国内外とも景気が厳しい２番底に向かう展開は回避されるとみられること、②金融資本市場は安定していること、から一方的かつ大幅に低下する可能性は小。2011年半ばにかけて、長期金利は1.0%前後の低水準での底ばいが長期化する見通し。

景気回復ペースが鈍化

企業部門を中心に、景気回復ペースは鈍化傾向。８月の鉱工業生産が３カ月連続の前期比減少となったほか、輸出もアジア向けの頭打ちを主因に増勢が鈍化。景気先行指数や景気ウォッチャー調査の現状判断ＤＩも弱含みに。

一方、家計部門は底堅さを維持。以下３要因により個人消費が上振れているため、７～９月期はプラス成長となった見込み。

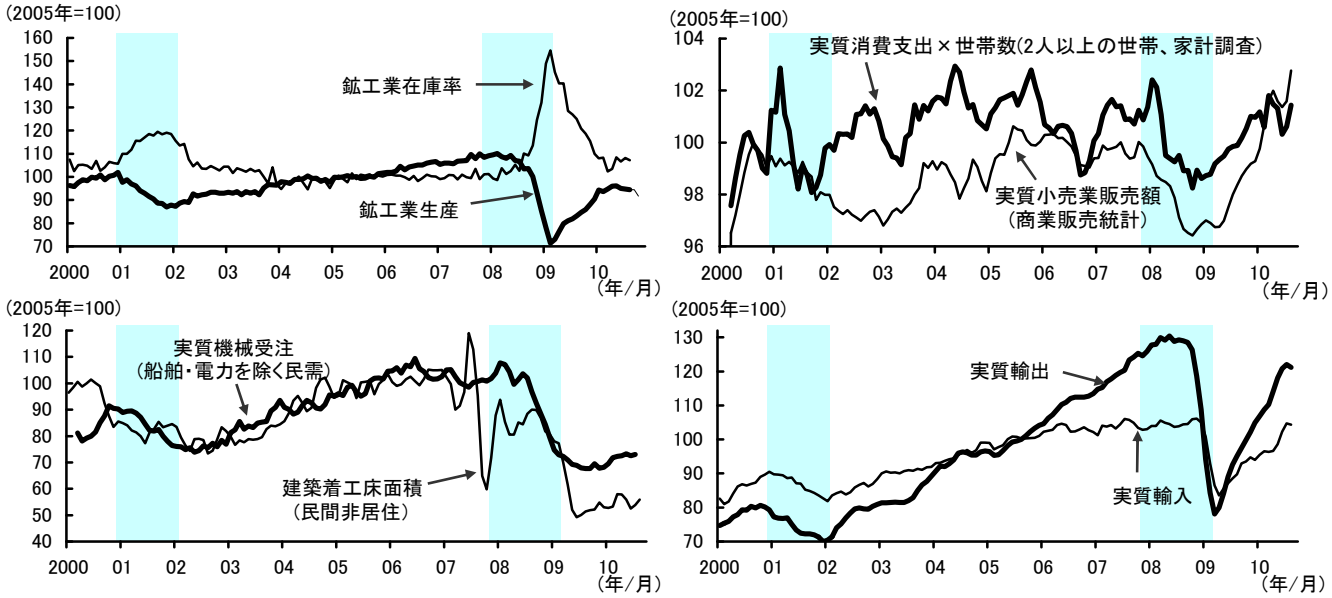
①猛暑によるエアコン・飲料などの需要増加。

②買い替え補助終了前の自動車の駆け込み購入。

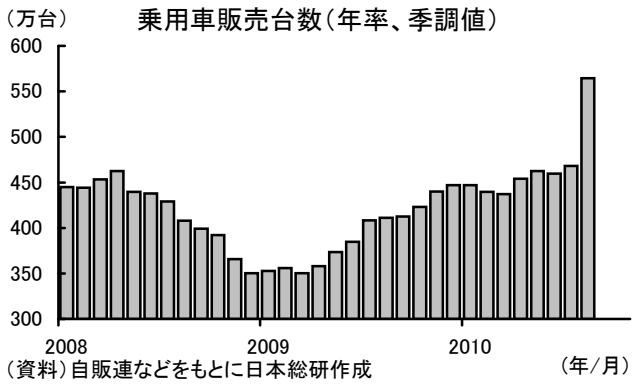
③値上げ前のタバコの駆け込み購入。

もっとも、10～12月期には反動減が顕在化。

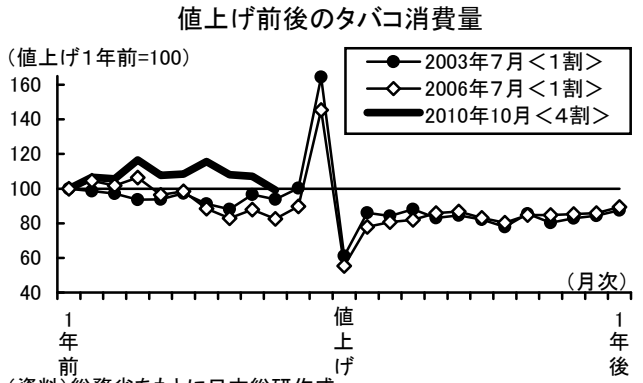
わが国主要景気指標の推移



(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。　(注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
(注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。　(注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
(注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
(注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。



(資料)自販連などをもとに日本総研作成



(資料)総務省をもとに日本総研作成

(株)日本総合研究所　日本経済展望　2010年10月

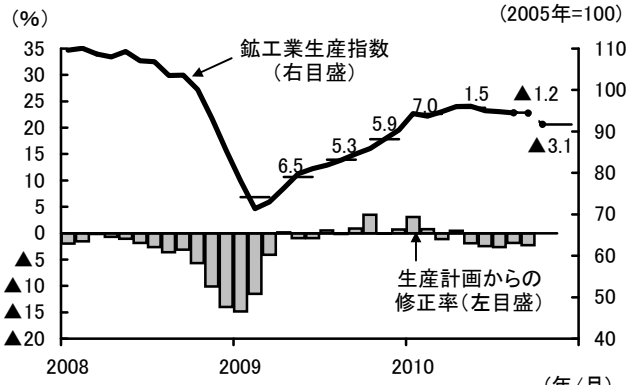
鉱工業生産は減少へ

８月の鉱工業生産は前月比▲0.3％と３カ月連続の減少。９月も同▲0.1％の見込みであり、７～９月期は６期ぶりに前期比減少となる公算大。

先行きも、減少傾向が一段と強まるリスク。10月の生産計画は前月比▲2.9％と大幅なマイナス。加えて、生産計画からの下方修正幅が拡大する傾向にあることを踏まえると、落ち込みがさらに深刻化する可能性も。

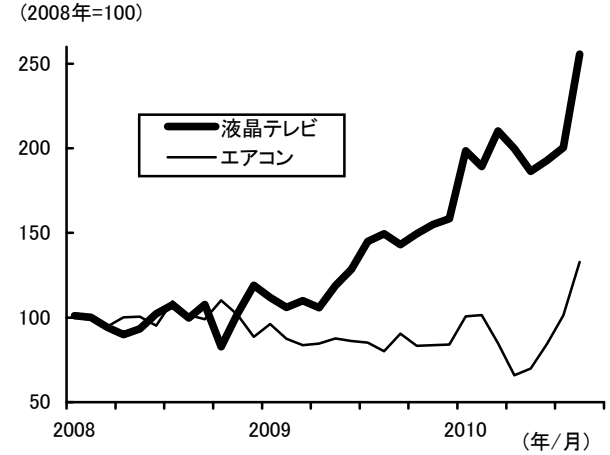
業種別にみると、薄型テレビやエアコンの需要急増を背景に、電気機械は堅調を維持。もっとも、輸送機械が９～10月の２カ月だけで二桁を超える減産の見込み。自動車買い替え補助の終了による国内販売の減少、新興国向けの輸出減などが背景。また、鉄鋼、一般機械、化学などでの生産下方修正も顕著。アジア向けの輸出が弱含んでいる可能性。

鉱工業生産（季調値）



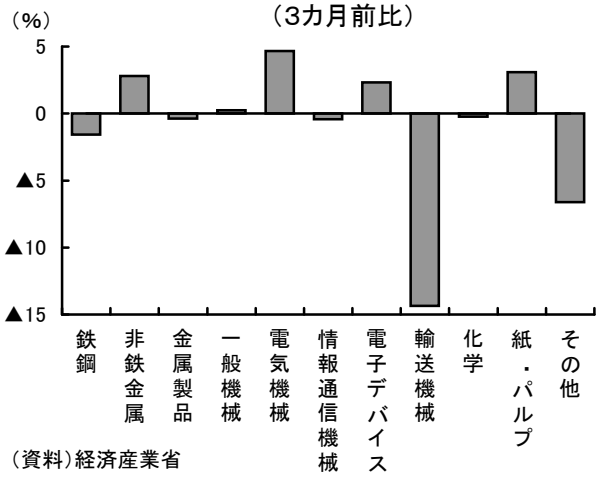
（資料）経済産業省「経済産業統計」
（注1）点線は9～10月の生産計画。
（注2）横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。

耐久消費財の出荷（季調値）



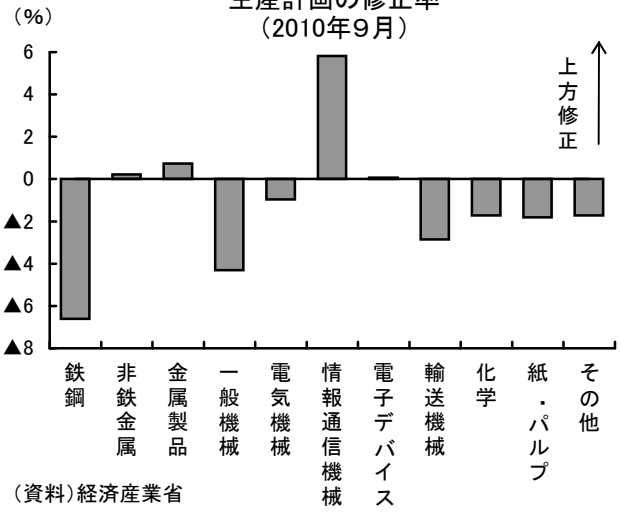
（資料）経済産業省

2010年10月の生産計画
（3カ月前比）



（資料）経済産業省

生産計画の修正率
（2010年9月）



（資料）経済産業省

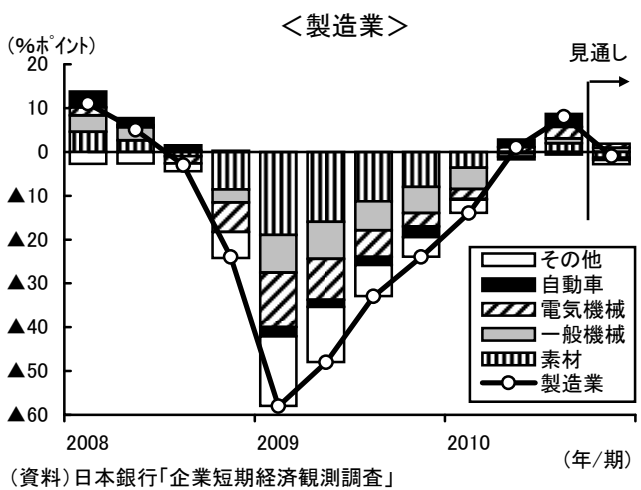
日銀短観：企業の景況感はピーク越え

日銀短観９月調査の業況判断ＤＩは大幅改善。大企業では製造業・非製造業ともに前回調査対比＋７％ポイントの上昇。輸出の増加（一般機械）、消費マインドの改善、自動車の駆け込み購入、猛暑などが押し上げに寄与。

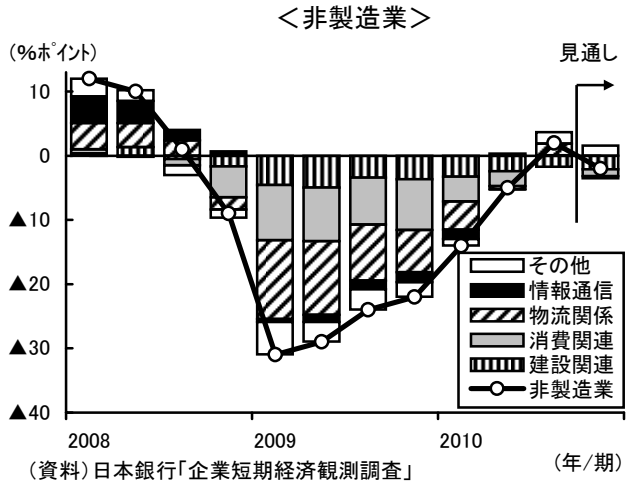
もっとも、先行きは大幅悪化の見込み。足元好調の反動（自動車）やアジア向け輸出の弱含み（一般機械、化学）などが背景。円高の影響も懸念されたものの、①想定為替レートの円高修正が小幅にとどまったこと、②2010年度下期の輸出売上が上方修正されたこと、などを勘案すると、今回はあまり織り込まれなかった模様。

業種間・規模間の二極化も拡大。2010年度の経常利益計画をみると、製造業で大きく伸びる一方、非製造業では小幅な伸び。さらに、非製造業・中小企業では経常利益が下方修正されるなど、厳しい状況が持続。

大企業の業況判断DIの内訳

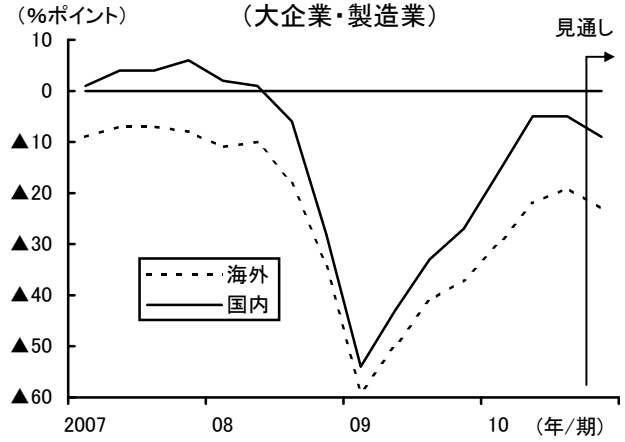


（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」



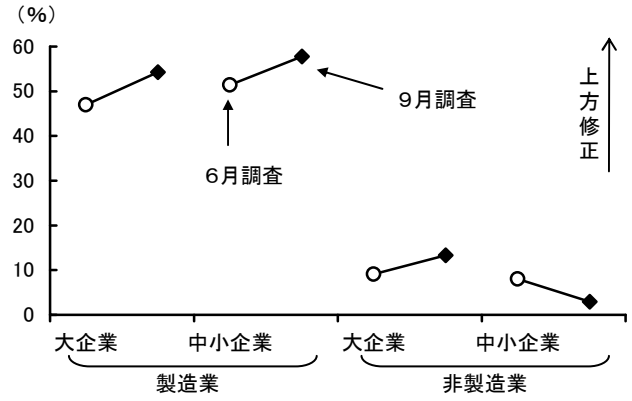
（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

製商品需給判断DI
（大企業・製造業）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

2010年度の経常利益の伸び率
（前年度比）



（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

輸出の増勢は鈍化

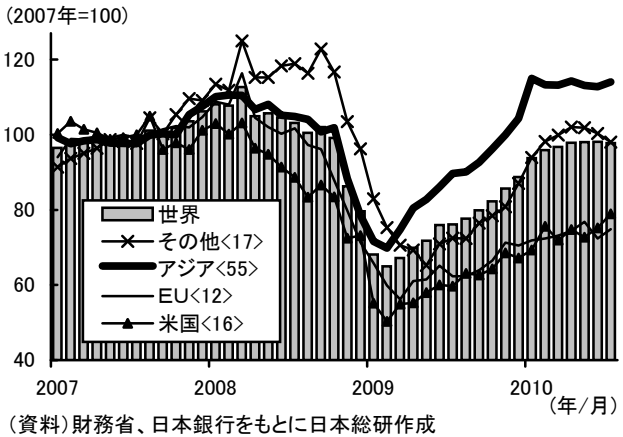
新興国経済の持ち直しに支えられて、輸出は底堅さが持続する見通し。

もっとも、輸出の増勢は徐々に鈍化する公算。2009年春以降の急増は、①大幅な落ち込みから元の水準に戻る動き、②海外諸国での景気刺激策、の二つが牽引。これらの要因が一巡するにつれ、輸出は海外経済の回復ペースに見合った緩やかな伸びに収斂していく見通し。

今後の輸出環境を展望すると、①中国での４兆元の景気刺激策の効果が薄れつつあること、②アジア諸国における電子デバイス製品の在庫調整、③欧米景気の回復力が脆弱にとどまること、などの要因を背景に、輸出の回復ペースは急速に鈍化する見通し。日銀短観９月調査における「海外での製商品需給判断ＤＩ」も先行き悪化に転じており、10～12月期の輸出頭打ちを示唆。

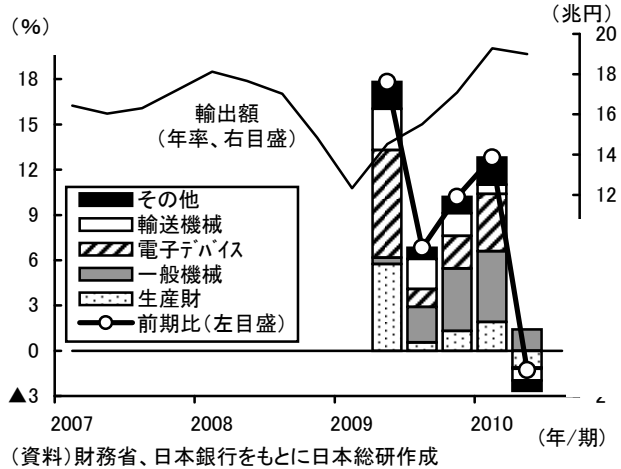
円高傾向が続けば、さらに輸出を下押しする懸念。

実質輸出（季調値）



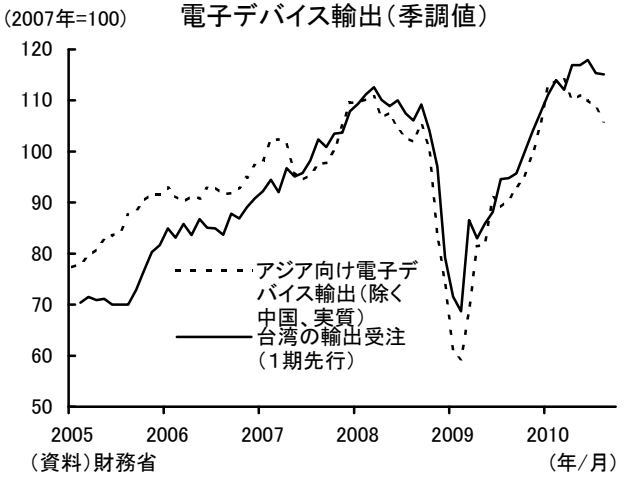
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成
(注)その他は中東・ロシアなど。<>は2009年度のシェア。

中国向け実質輸出（季調値）



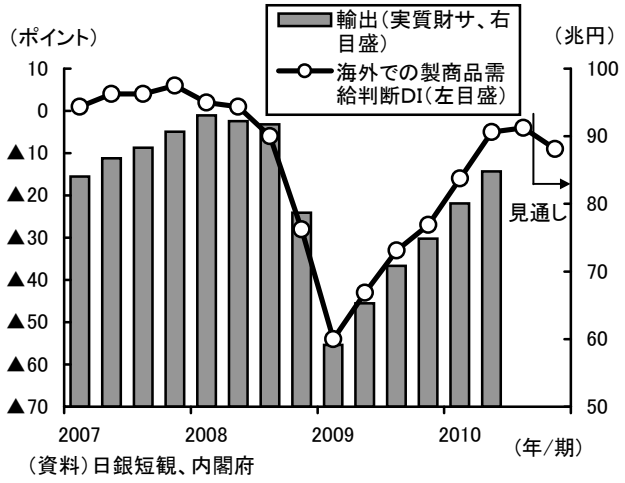
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

台湾の輸出受注額とアジア向け電子デバイス輸出（季調値）



(資料)財務省

海外需給と輸出



(資料)日銀短観、内閣府

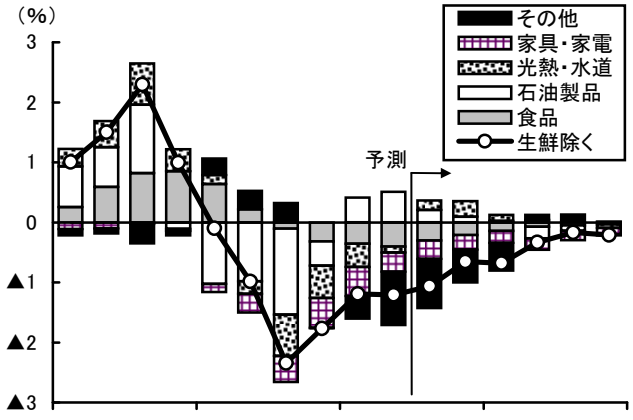
消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

消費者物価の下落幅は徐々に縮小。もっとも、４～６月期のＧＤＰギャップが▲５％弱と大幅なマイナスが残っているため、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。家電製品、被服など幅広い製品・サービスで価格下落の動きが続く見込み。ＧＤＰギャップが解消する時期は早くても2012年末で、その間は物価下落圧力が残存。

一方、資源価格の上昇により、交易条件が悪化傾向。2010年４～６月期には、資源国への所得流出額が前年同期差８兆円に拡大。最終製品価格への転嫁が困難な状況下、企業のコスト押し上げ要因に。

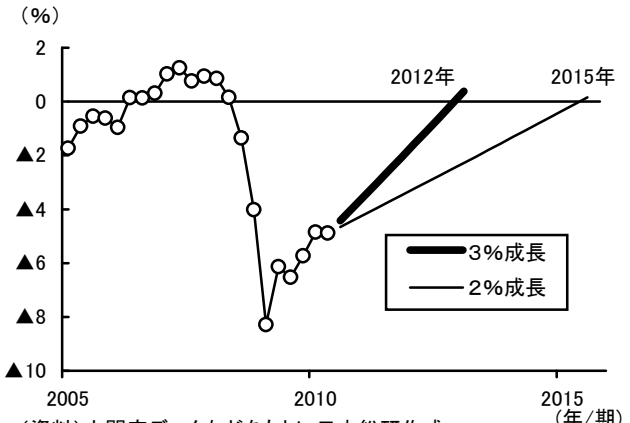
販売価格の下落、コスト増により、企業収益に下振れ圧力。

消費者物価の予測（前年同期比）



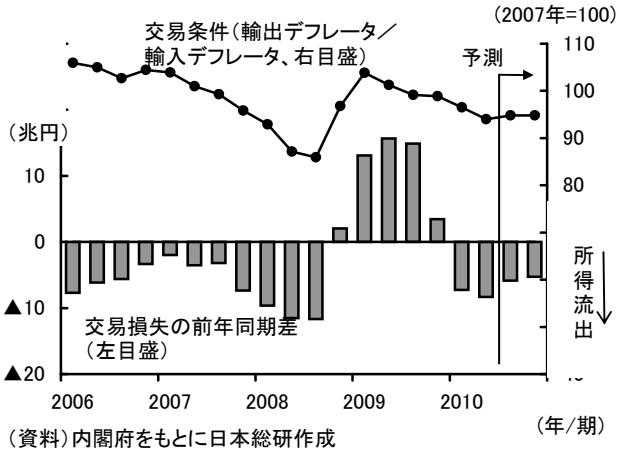
（資料）総務省「消費者物価」をもとに日本総研作成

GDPギャップの推移



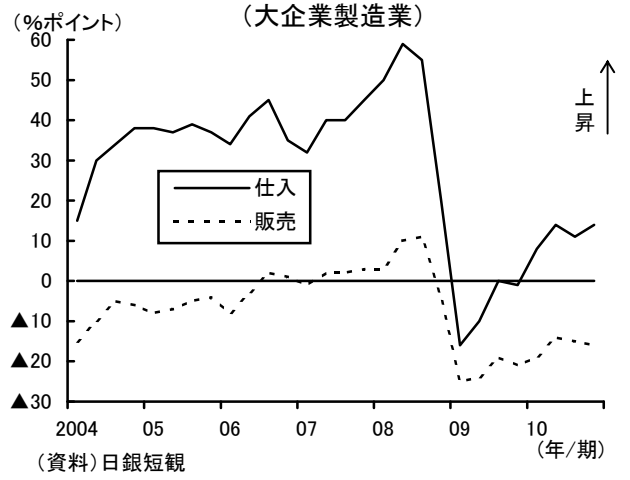
（資料）内閣府データなどをもとに日本総研作成
（注）潜在成長率は1%と仮定。

資源価格上昇の影響



（資料）内閣府をもとに日本総研作成

価格判断DI
（大企業製造業）



（資料）日銀短観

（株）日本総合研究所 日本経済展望 2010年10月

設備投資の低迷は長期化の懸念

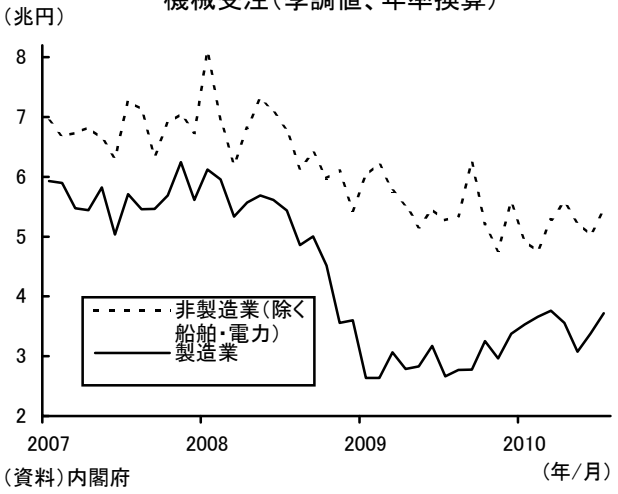
設備投資は緩やかな増勢。設備投資に数カ月先行するといわれる機械受注をみると、非製造業からの受注減少に歯止めがかかっていないものの、電気機械を中心に製造業からの受注は底離れの動き。建築着工も、大都市圏の再開発案件などに牽引されてやや持ち直し。もっとも、水準でみれば、依然として直近ピークを３～４割も下回っている状況。

今後を展望すると、このまま順調に設備投資の増勢が続くとみるのは早計。日銀短観の2010年度計画をみても、設備投資の低迷持続を示唆。大企業の設備投資計画（ソフトウエアを含み土地を除くベース）は前年度比＋4.9%の増加ながら、直近ピークから２割近く低い水準。

この背景には、設備過剰感の解消の遅れ。製造業の設備稼働率は直近ピークを15%程度下回っており、依然として過剰設備を抱えている状況。

加えて、中長期的にも、設備投資の低迷が続く懸念大。内外の成長率格差が広がるなか、企業は、国内投資を抑制し、海外シフトを積極化させる方針。実際、今後３年間の設備投資計画をみても、製造業を中心に極めて慎重なスタンス。

機械受注（季調値、年率換算）

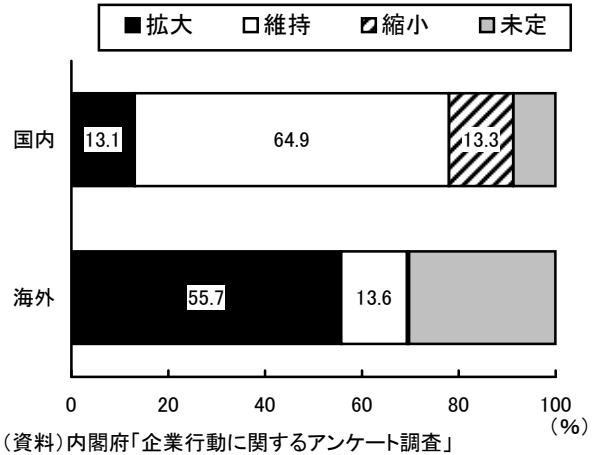


（資料）内閣府

設備投資額の修正状況
（ソフトウエアを含み土地を除く、大企業）

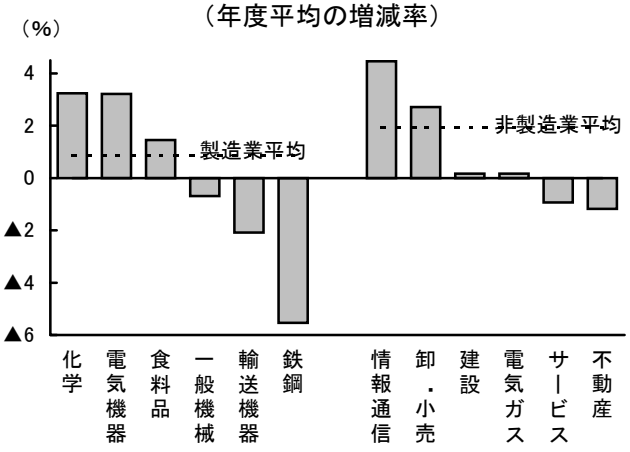
（資料）日本銀行

生産工程の事業展開方針



（資料）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
（注）調査時点は2010年１月15日。調査対象は上場製造業532社。

今後3年間の設備投資計画
（年度平均の増減率）



（資料）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
（注）調査対象は上場企業2,457社。調査時点は2010年１月。

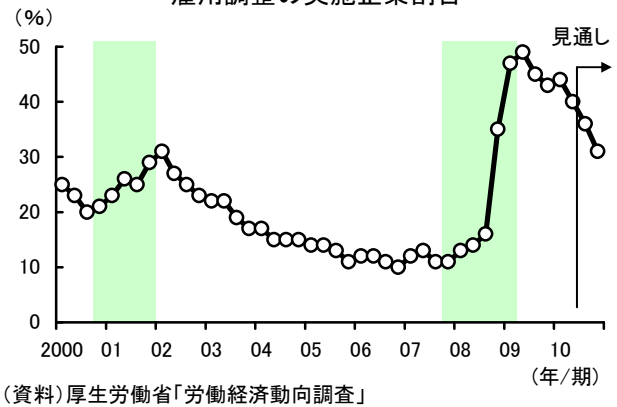
所得環境は厳しいものの、政策効果により可処分所得は増加

労働分配率は徐々に低下しているものの、雇用過剰感は依然として高止まり。当面、景気持ち直しによる売上増加を受け、企業が生み出す付加価値額は増加が見込まれるものの、雇用者への分配を削減する動きには歯止めがかからない公算大。

したがって、当面は、雇用・賃金の抑制スタンスが持続。雇用面では、企業が過剰雇用を抱えているため、新規採用を増やすのは困難。平均労働時間が低い水準にあることから判断しても、雇用低迷は長期化の公算大。給与面では、所定外給与は増加するものの、総じて賃金を抑制する姿勢が続く公算。この結果、雇用者報酬は小幅な伸びに。

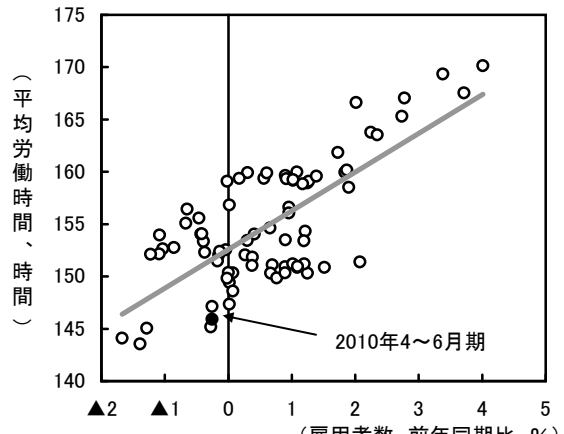
2010年度は子ども手当の支給などにより、家計の所得環境は改善が明確化。もっとも、消費刺激策などですでに消費性向が上昇しているうえ、将来の消費税引き上げ懸念により節約志向も強まるため、個人消費の押し上げ効果は限定的にとどまる見込み。

雇用調整の実施企業割合



(資料)厚生労働省「労働経済動向調査」
(注1)調査対象は事業所規模30人以上の約3,000社。
最新調査は2010年8月上旬。
(注2)シャドー部は景気後退期。

労働時間と雇用者数の関係



(資料)総務省、厚生労働省
(注1)過去20年間の四半期データ。
(注2)労働時間は季調値。事業所規模5人以上。

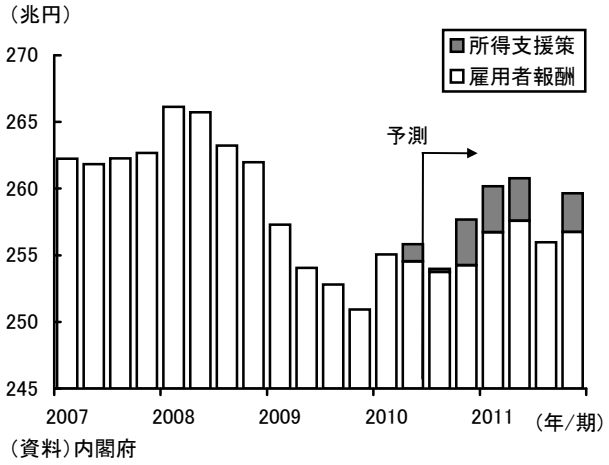
家計への給付・負担額

(兆円)

	2010年度	2011年度
給付増	3.8	3.8
子ども手当、出産一時金	2.7	2.7
公立高校の無償化	0.4	0.4
公的年金控除の引き上げ	0.1	0.1
高速道路の無料化	0.6	0.6
農業の戸別所得補償	0.1	0.1
負担増	▲ 1.3	▲ 2.2
公務員人件費の削減	▲ 0.3	▲ 0.6
児童手当の廃止	▲ 0.4	▲ 0.4
配偶者控除の廃止	▲ 0.5	▲ 1.1
たばこ税の引き上げ	▲ 0.1	▲ 0.2
純増減	2.5	1.6

(資料)予算書などをもとに日本総研作成
(注)2011年度の子ども手当は月額 13,000 円で据え置くと想定。

家計の所得環境



(資料)内閣府

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2010年10月

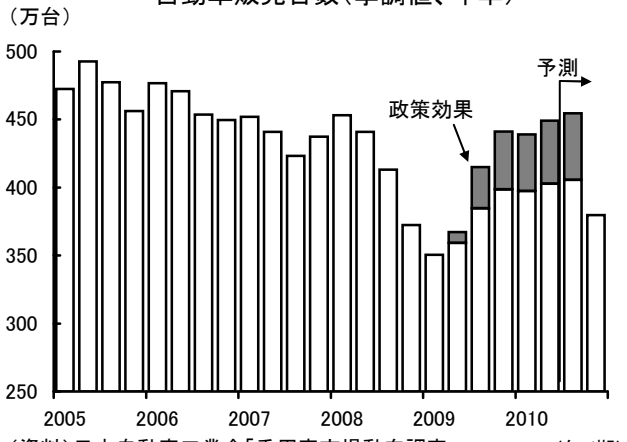
耐久財消費は2011年度下期に大幅減

＜自動車＞
　自動車の買い替え補助が９月末で終了するため、自動車販売はその後減少へ。政策効果による押し上げ分は、販売台数の１割程度と推計。

＜テレビ＞
　テレビの潜在需要が年1,000万台なのに対し、足元ではその２倍のペースで販売。この大部分は、地デジ切り替え前の駆け込み需要。地デジ切り替え前までに、さらに2,000万台の買い替え需要が顕在化する見込みで、足元の高水準の販売は当面持続する公算大。もっとも、地デジ切り替え後には深刻な反動減へ。
　2011年６月末には、国内で保有されるテレビの半分は購入後３年以内の新製品に置き換えられている見込み。2011年半ばから数年にわたり、テレビの買い替え需要が大幅に落ち込むのは不可避。

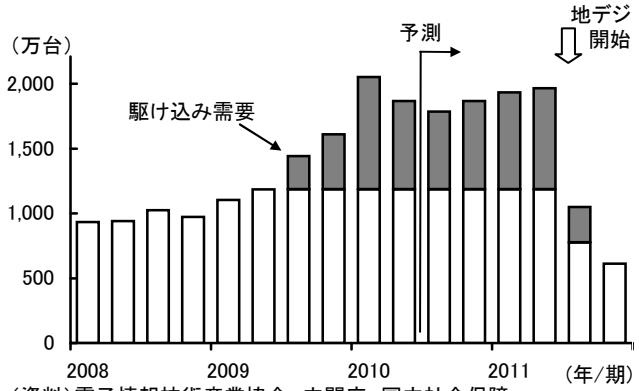
テレビの反動減が現れる2011年後半には、耐久財だけで実質個人消費を８兆円押し下げると試算。

自動車販売台数（季調値、年率）



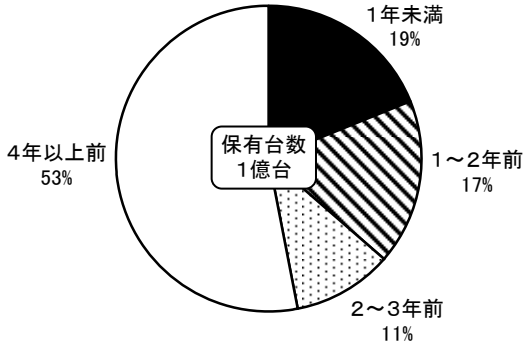
（資料）日本自動車工業会「乗用車市場動向調査」、自販連などをもとに日本総研作成

テレビ販売台数（季調値、年率）



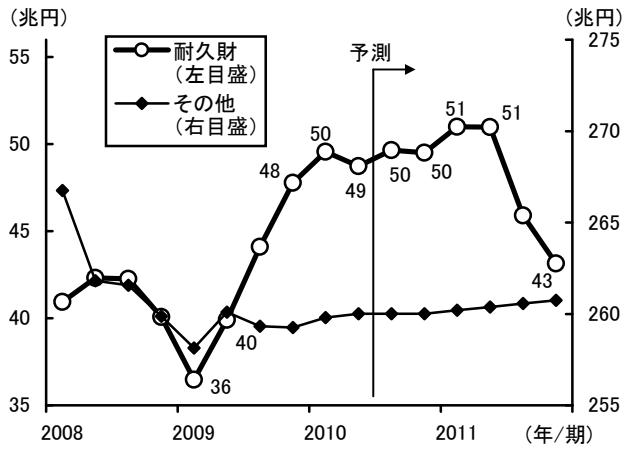
（資料）電子情報技術産業協会、内閣府、国立社会保障・人口問題研究所、総務省「地上デジタルテレビ放送に関する浸透度調査」をもとに日本総研作成

購入時期別のテレビ保有状況
（2011年6月末時点、試算値）



（資料）日本総研作成

形態別の個人消費（季調値、年率）



（資料）内閣府、総務省などをもとに日本総研作成

（株）日本総合研究所　日本経済展望　2010年10月

円高：加工型製造業を中心に大きなマイナス影響

円高の影響は以下の３ルート。

①価格面を通じた影響

輸出決済において為替差損、輸入決済において為替差益が発生。輸出依存度が高い加工型製造業では収益が下振れる一方、輸入比率が高い素材型製造業、非製造業では収益が上振れ。マクロ全体でみると、為替差益が為替差損を上回るため、ネットでプラス影響。

②数量面を通じた影響

半年から２年のラグを伴って、輸出数量を押し下げ、輸入数量を押し上げるため、貿易収支の黒字が縮小。

③事業展開への影響

製造業を中心に、製造拠点の海外シフトが加速する結果、国内の設備投資・雇用が減少。

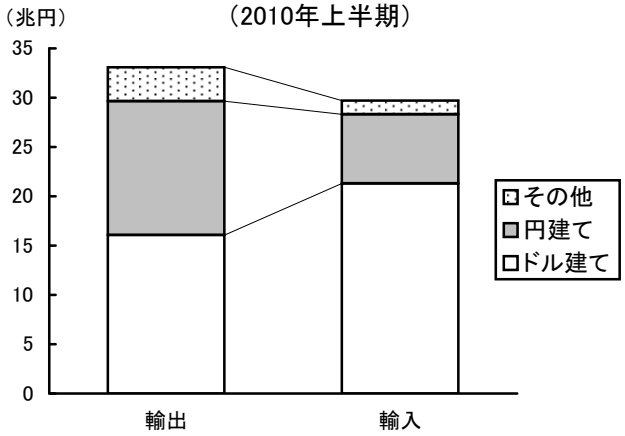
総合的にみると、円高が長期化した場合、プラス影響が限定的にとどまる一方、わが国経済の牽引役である加工型製造業に対するマイナス影響が深刻化するため、景気を大きく下押しする見通し。

円高が製造業の営業利益に与える影響
（2010年度下期、89.44円／ドル→85.0）

	計画＜短観＞（兆円）	円高による変動	
		（兆円）	比率（%）
自動車	0.15	▲ 0.25	▲ 169.0
造船・重機	0.21	▲ 0.06	▲ 30.9
電気機械	1.24	▲ 0.23	▲ 18.3
鉄鋼	0.39	▲ 0.06	▲ 14.9
一般機械	1.00	▲ 0.12	▲ 12.0
化学	1.41	▲ 0.06	▲ 3.9
金属製品	0.21	0.00	0.6
食料品	0.81	0.06	7.2
非鉄金属	0.12	0.04	33.0
石油・石炭	0.08	0.11	139.9

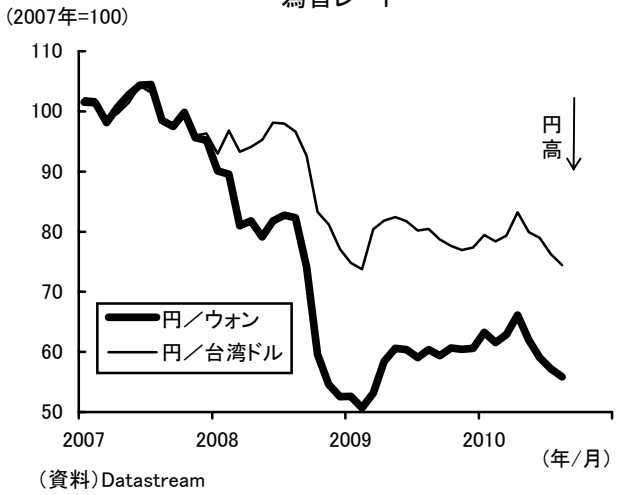
（資料）日銀短観、貿易統計、産業連関表をもとに日本総研作成
（注）外貨建て輸出割合（59%）、輸入割合（76%）を一定と仮定。

貿易取引における決済通貨別内訳
（2010年上半期）



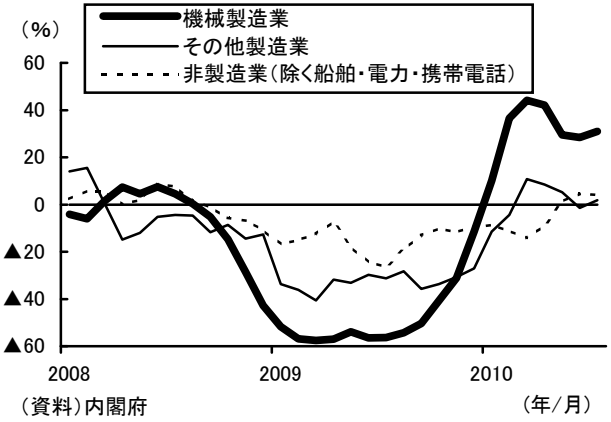
（資料）財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総合研究所作成

為替レート



（資料）Datastream

業種別の機械受注
（3カ月移動平均の前年同月比）



（資料）内閣府

2010年度＋1.9%成長、2011年度＋0.7%成長

・世界的に景気刺激策の効果が薄れつつあるほか、内需の回復力が脆弱なため、減速傾向が一段と明確化する見込み。

・国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備稼働率は上昇傾向をたどるものの、設備過剰感がなかなか解消されないため、設備投資の回復ペースは緩やか。さらに、円高が輸出企業の業績を悪化させるほか、原材料価格の上昇により利益率にも下振れ圧力。

・家計部門でも、所得環境の回復が遅れると予想されるため、消費マインドの大幅改善は期待薄。①ボーナス・所定内給与の低迷、②正社員、新卒採用の抑制による雇用環境の回復の遅れ、などを背景に、雇用者所得の本格回復は困難。

・こうしたなか、政策効果の息切れにより、景気に下振れ圧力。公共投資の減少ペースが加速するほか、エコポイント制度、エコカー減税などによる耐久消費財の需要も一巡。６月から子ども手当が支給され始めたものの、個人消費を押し上げる力は限定的。2011年入り後には失速感が強まる見通し。

・デフレ傾向も鮮明に。コアＣＰＩ前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

わが国経済・物価見通し

（四半期は前期比年率、%）

	2010年			2011年				2012年	2009年度	2010年度	2011年度
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	（実績）	（予測）							（実績）	（予測）	
実質GDP	1.5	1.7	▲ 0.5	2.5	1.4	▲ 1.6	▲ 0.6	1.5	▲ 1.9	1.9	0.7
個人消費	0.0	2.5	▲ 1.2	2.2	2.3	▲ 6.1	▲ 3.3	1.0	0.7	1.4	▲ 0.6
住宅投資	▲ 5.1	▲ 3.1	▲ 1.5	1.2	2.4	2.6	1.9	0.5	▲ 18.5	▲ 5.0	1.2
設備投資	6.2	1.9	2.1	2.4	2.9	3.9	4.2	4.3	▲ 15.3	3.3	3.1
在庫投資 （寄与度）	(▲ 0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(▲ 0.3)	(0.9)	(0.2)	(▲ 0.3)	(▲ 0.5)	(▲ 0.1)	(0.2)
政府消費	1.1	1.1	0.5	0.6	0.2	0.8	0.6	0.4	1.7	1.3	0.5
公共投資	▲ 10.3	▲ 10.5	▲ 7.6	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 2.3	9.3	▲ 7.4	▲ 4.1
純輸出 （寄与度）	(1.9)	(0.1)	(▲ 0.0)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(▲ 0.1)	(1.4)	(0.3)
輸出	25.8	7.1	2.4	3.6	4.5	6.1	6.5	6.7	▲ 9.5	18.6	4.9
輸入	17.4	9.6	3.8	2.4	3.5	4.2	4.8	4.6	▲ 11.8	11.4	4.1

（前年同期比、%）

名目GDP	0.7	1.4	0.6	▲ 0.8	0.0	0.2	0.7	0.8	▲ 3.6	0.5	0.4
GDPデフレーター	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.4	0.0	0.2	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 0.3
消費者物価 （除く生鮮）	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2
鉱工業生産	21.0	14.0	8.4	1.7	1.1	3.2	3.8	3.9	▲ 8.9	10.8	3.0

完全失業率 （%）	5.2	5.0	4.9	4.6	4.6	4.6	4.5	4.4	5.2	4.9	4.6
経常収支 （兆円）	3.49	4.50	4.26	4.98	3.85	4.93	5.13	5.93	15.78	17.23	19.84
対名目GDP比 （%）	2.9	3.9	3.4	4.3	3.2	4.2	4.1	5.0	3.3	3.6	4.1
円ドル相場 （円/ﾄﾞﾙ）	92	86	85	85	86	87	88	89	93	87	88
原油輸入価格 （ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	82	77	79	79	79	79	79	79	69	79	79

（資料）内閣府、総務省、経済産業省、財務省。予測は日本総合研究所。
（注）海外経済の前提：米国は2010年＋2.6%、ユーロ圏は2010年＋1.6%、中国は2010年＋9.6%。

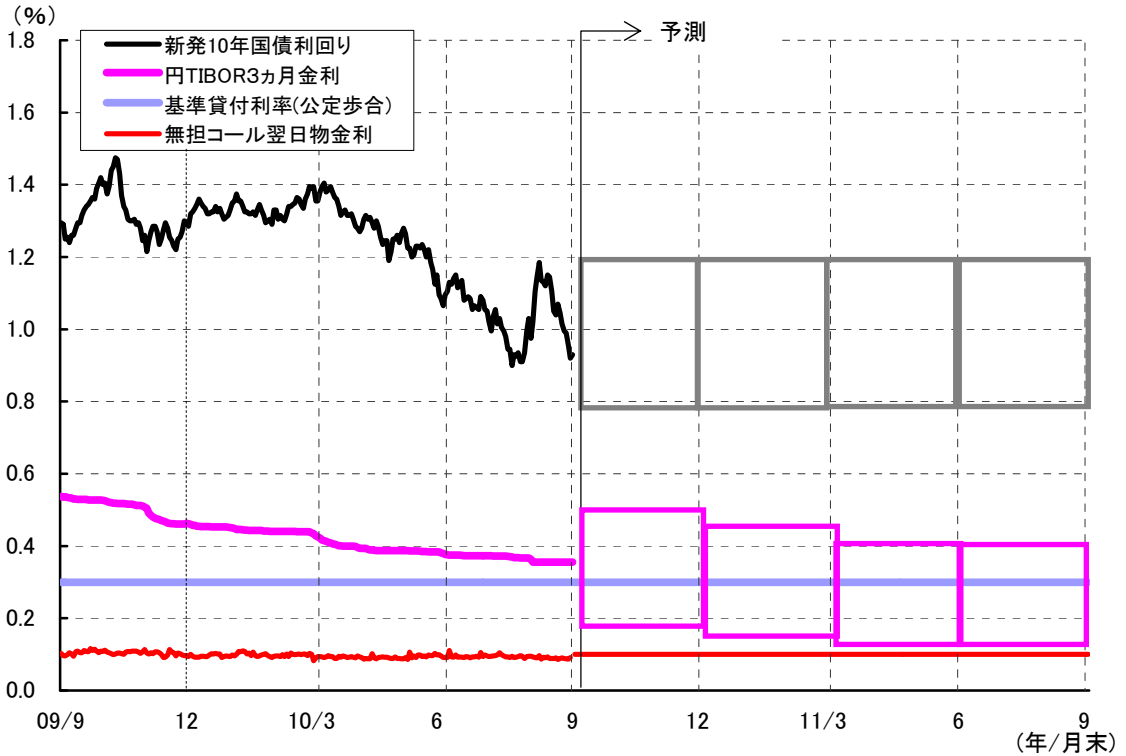
日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。
長期金利は、低水準での底ばいが長期化する見通し

日銀は、円高や米国経済の先行き懸念を受け、下振れリスクを意識した政策運営を当面継続する見込み。

８月30日に決定した追加緩和策の効果を見極めつつ、為替介入に歩調を合わせた非不胎化措置などにより、積極的な金融緩和姿勢を維持する見通し。

長期金利は、①米国景気の先行き懸念、②日米中銀による追加金融緩和の観測、などが金利低下圧力として作用する一方、①国内外とも景気が厳しい２番底に向かう展開は回避されるとみられること、②金融資本市場は安定していること、から一方的かつ大幅に低下する可能性は小。2011年半ばにかけて、長期金利は1.0%前後の低水準での底ばいが長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し



(%)

				2011年		
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
無担ｺｰﾙO/N誘導目標	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
基準貸付利率(公定歩合)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
TIBOR3ヵ月物金利	0.39	0.37	0.32	0.30	0.28	0.26
円ｽﾜｯﾌﾟ5年物金利	0.69	0.56	0.53	0.55	0.55	0.55
新発10年国債利回り	1.27	1.04	0.95	1.00	1.00	1.00

(注)無担コール・基準貸付利率は末値。
その他は期中平均値。

予測

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2010年10月

金融政策：情勢に応じて、金融緩和の拡充を検討する見通し

春以降、①米国経済の先行き懸念、②燻り続ける欧州での信用不安、などを背景に、為替相場では円高が進行。

日銀は、「特定の為替レート水準を意識して金融政策を運営することは経済の不安定化をもたらす」という従来の立場を堅持しつつも、８月30日の臨時会合で、追加の金融緩和策として、固定金利方式の資金供給オペ（新型オペ）の拡充を決定。具体的には、現行の期間３ヵ月の資金供給残高20兆円に加えて、追加的に10兆円程度、期間６ヵ月の資金供給を開始。進行する円高や景気減速懸念の強まりに対応して、やや長めの金利低下を促す狙い。

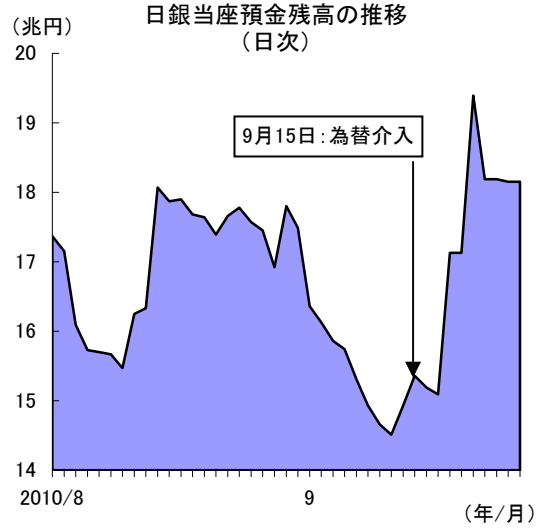
加えて、為替介入では、市場に供給した円資金を放置することで、実質的な金融緩和の効果を持たせる非不胎化措置の実施をアナウンス。この結果、９月21日に、日銀当座預金残高は５ヵ月ぶりに19兆円台を記録。白川総裁は「為替市場における財務省の行動が、為替相場の安定的な形成に寄与することを強く期待している」「今後とも金融市場に潤沢な資金供給を行っていく方針」との談話を発表。

もっとも、為替介入の効果は一時的であり、米国経済の先行き懸念が燻り続けるなか、当面リスク回避の円高が進みやすい状況に変化なし。ＦＲＢが追加の金融緩和策を実施し、円高がさらに進行する局面では、日銀に対しても追加の金融緩和策の導入を求める声が強まる公算大。このもとで、日銀は情勢に応じて、新型オペの増額や貸出期間の延長などを軸に、金融緩和の拡充を検討する見通し。

為替相場の推移

（資料）Bloomberg

日銀当座預金残高の推移
（日次）



（資料）Bloomberg

最近の金融政策にまつわる動き

金融政策/概要	
3月17日	新型オペの拡充 ・2009年12月に導入した新型オペの資金供給規模を10兆円から20兆円に増額
5月10日	米ドル資金供給体制の整備 ・FRBとの間で米ドルスワップ取極めを再締結 ・米ドル資金供給オペの実施体制を改めて整備
6月15日	成長基盤強化を支援するための新貸出制度の導入を決定 ・金融機関の成長基盤強化に向けた投融資の範囲内で、長期かつ低利の資金を供給
8月30日	新型オペの拡充 ・追加的に10兆円程度、期間6ヵ月の資金供給を新たに開始

（資料）日本銀行公表資料を基に日本総研作成

最近の政府・日銀高官発言

【野田財務相：９月15日為替介入後緊急会見】
*為替相場の過度な変動を抑制するため、為替介入を実施
*わが国の経済はデフレが進行し、依然として厳しい経済情勢にあるなかで、足元の（円高の）動きは経済・金融の安定に悪影響を及ぼし、看過できない問題である
【白川総裁：９月16日全国証券大会】
*為替介入が為替相場の安定的な形成に寄与することを強く期待している。日銀は、強力な金融緩和を推進しており、今後とも金融市場に潤沢な資金供給を行っていく
【白川総裁：９月27日大阪市内での講演】
*円高が景気に及ぼす影響を注視。景気の下振れにつながる場合、適時適切に対応していく
【海江田経財相：９月28日インタビュー】
*金融政策と為替相場との関係に関心がある。仮に日銀が量的緩和政策を実施した場合、円高で推移している為替相場に何らかの影響を与える可能性がある

（資料）報道資料を基に日本総研作成