

# Economic Monitor

## 次の日銀の正念場は春先（12月の金融政策決定会合）

包括的な金融緩和の効果を見極めるために、日本銀行は金融政策を据え置き。現在の踊り場的な経済状況は日銀の予想通りだが、春先に輸出を基点とする景気再加速の兆しが見られなければ追加金融緩和が必要に。また統一地方選を控えた政治サイドからの圧力次第では、景気動向によらず基金増額の可能性もあり。

日本銀行は12月20～21日に今年最後となる金融政策決定会合を開催し、市場予想通り、金融市場調節方針の据え置きを決めた。すなわち、無担保コール O/N レート誘導目標を0～0.1%程度に、基金買入額は35兆円（＝固定金利オペ30兆円＋資産買入5兆円）に維持している。

金融政策据置の前提である景気認識の大枠、すなわち「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」に変更はないが、足元の動きを受けて個別項目では微修正が行われている。法人企業統計により企業収益の改善一服が確認され、エコカー補助金終了やIT・デジタル分野での生産調整により10～12月期の鉱工業生産は減少が確実なことを受け、収益（11月：言及なし→12月：改善ペースに一服感がみられる）や生産（横ばい→やや減少）、業況感（言及なし→製造業を中心に弱め）に関する判断が下方修正された。一方、7～9月期もGDPがベースの設備投資が拡大を続けたことを踏まえ、設備投資に関する判断は若干だが上方修正されている（持ち直しに転じつつある→持ち直しつつある）。景気については概ね妥当な認識と考えられるが、12月以降の金利上昇などを踏まえると、金融環境については自画自賛が過ぎるだろう。金融環境の判断は11月の「緩和方向の動きが続いている」が、12月は「企業の資金調達コストが低下傾向にあるほか、金融機関の貸出態度が改善するなど、緩和方向の動きが強まっている」に上方修正された。また、日本経済の先行きについては「景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後 … 緩やかな回復経路に復していくとみられる」との見通しが据え置かれている。

10月5日に日本銀行が開始した「包括的な金融緩和」は、12月15・16日からETF及びJ-REITの買入も始まったことで漸く全ての政策が出揃った。現在は「包括的な金融緩和」による効果を見極めるべき段階にある。また、10月の展望レポートや大方のエコノミストの予想通り、日本経済は「景気改善テンポの鈍化した状況」すなわち「踊り場的な状況」に入っており、景気認識の観点からも金融政策について新たなアクションが必要な状況ではない。今回の金融政策据え置きは妥当な判断と言える。

今後の金融政策を占う上でのポイントは二つある。一つ目は、当然だが「景気動向」である。日本経済が「景気改善テンポの鈍化した状況」から抜け出す動きが春先にかけて確認できるかどうかを鍵を握る。つまり、1～3月期の景気動向が概ね明らかとなる3～4月に、輸出を基点とする「回復経路に復していく」動きが確認できなければ、追加緩和が視野に入ってくる。多くのエコノミストが10～12月期のマイナス成長を、当社は1～3月期もマイナス成長を予想しているが、そのマイナス成長はエコポイント縮小・終了などの政策要因によるところが大きい。そのため、日本銀行は成長率に拘泥せず、再加速の鍵を握る輸出動向に注目し、金融緩和の有無を判断したいと考えているだろう。しかし、そこで立ちはだかつてくる

<sup>1</sup> 鉱工業生産は7～9月期も前期比▲1.8%と減少したが、季節調整の歪みを除いたベースでは0.3%と横ばいだった（当社試算）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

のが二つ目のポイントの「政治動向」である。グランドビジョンを欠いた場当たり的な政策運営と民主党政権の内部抗争に、多くの国民は辟易している。4月に統一地方選を控えて、そうした自らに対する風当たりを弱めるために、民主党政権が景気低迷の責任を日銀へ押し付け、追加緩和圧力を強めることは火を見るより明らかである。そのため、輸出が回復に向かい景気動向からは追加金融緩和が不要であっても、政治圧力に屈し、日本銀行が基金増額による追加緩和に踏み切る可能性は否定出来ないだろう。