

日銀展望は消費者物価2年連続でプラス

発表日：2010年10月28日（木）

～次回会合をFRBの金融緩和後にぶつける～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

10月末の展望レポートでは、2011・2012年度の消費者物価が2年連続でプラスの見通しになった。日銀は包括緩和の継続について過度の期待感を持たせないように、抑制的な見方を金融市場に要請しているのであろうか。展望レポート自体の数字を読み解くと、世界経済が新興国を中心に成長を遂げて、日本経済も恩恵を受けるというシナリオである。その半面、28日の決定会合では、11月のFOMC直後に次回会合の日程をぶつけて、為替円高を牽制しようとする姿勢がみえる。

2011・2012年度とも消費者物価はプラス

日銀は、2010年10月の展望レポートを発表した。数字はいずれも予想外に強い。日銀の政策委員たちが金融市場よりも世界経済・日本経済に関して自信を持っていることがわかる。具体的には、実質GDPの年度成長率は2011年度1.8%（中央値）、2012年度2.1%と、堅調な巡航速度が維持されることを予想している（図表）。消費者物価（除く生産食品）は、2011年度0.1%、2012年度0.6%*と、2年連続のプラスの予想である。数字のうち物価見通しは2010・2011年度とも2010年7月の中間評価からほとんど下方修正されていない。民間エコノミストたちが、2011年度の物価がマイナス転化し、2012年度はせいぜい0.1～0.3%しかプラス浮上しないと予想していたのに、それと食い違う結果である（筆者は2012年度0.5%で予想）。包括緩和を新たに導入した10月5日の月報では、「改善の動きが弱まっている」と判断を下方修正したにも拘らず、中長期の展望が民間予想よりも強くなったのは、意外感が強いと言わざるを得ない。

※ 消費者物価は5年ごとに基準改定があり、その度に大きく下方修正されている。次回2010年度基準への切り替えは2011年8月に予定されている。このときには2011年1月に遡って消費者物価が修正される。うがった見方をすれば、2012年度の0.6%は基準改定があってもプラス幅が残ることを予想したプラス幅にも見える。

（図表）2010年10月の経済・物価見通し

前年比%			
大勢の見通し	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮
(2009年1月)	+1.3～+1.8 (+1.5)	▲1.5～▲0.8 (▲0.9)	▲0.6～ 0.0 (▲0.4)
(2009年4月)	+0.8～+1.5 (+1.2)	▲2.4～▲1.4 (▲1.8)	▲1.1～▲0.8 (▲1.0)
(2009年7月)	+0.6～+1.1 (+1.0)	▲2.1～▲1.5 (▲2.1)	▲1.2～▲0.7 (▲1.0)
(2009年10月)	+0.8～+1.3 (+1.2)	▲1.5～▲1.0 (▲1.4)	▲0.9～▲0.7 (▲0.8)
(2010年1月)	+1.2～+1.4 (+1.3)	▲0.5～▲0.4 (▲0.5)	▲0.6～▲0.5 (▲0.5)
(2010年4月)	+1.6～+2.0 (+1.8)	+1.1～+1.5 (+1.3)	▲0.5～▲0.2 (▲0.5)
(2010年7月)	+2.5～+2.7 (+2.6)	+1.2～+1.3 (+1.2)	▲0.5～▲0.2 (▲0.4)
2010年度(今回)	+2.0～+2.3 (+2.1)	+0.7～+0.9 (+0.9)	▲0.5～▲0.3 (▲0.4)
(2009年10月)	+1.6～+2.4 (+2.1)	▲1.0～▲0.3 (▲0.7)	▲0.7～▲0.4 (▲0.4)
(2010年1月)	+1.7～+2.4 (+2.1)	▲0.5～0.0 (▲0.4)	▲0.3～▲0.1 (▲0.2)
(2010年4月)	+2.0～+2.2 (+2.0)	+0.5～+0.8 (+0.7)	▲0.1～+0.2 (+0.1)
(2010年7月)	+1.8～+2.1 (+1.9)	+0.5～+0.9 (+0.8)	0.0～+0.2 (+0.1)
2011年度(今回)	+1.5～+1.9 (+1.8)	+0.4～+0.7 (+0.5)	0.0～+0.3 (+0.1)
2012年度(今回)	+2.0～+2.4 (+2.1)	+0.3～+0.8 (+0.6)	0.2～+0.8 (+0.6)

注1: 政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。

注2: 2010年度の消費者物価は、高校授業料無償化の要因(▲0.5%程度)を除外した数字。

なお、展望レポートの数字は、日銀が包括緩和をどのくらいの目途で手仕舞おうとしているかを読み解く材料になるはずであった。しかし、2012年度は消費者物価が0.6%とはなっていて、目途とされる1%前後は届いていない。ここには、日銀がやや強気であっても、包括緩和の終了は2013年度以降になるというメッセージが読み取れる。

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

強めの数字の根拠

どうして展望レポートの数字が強くなったのかは気になるところである。その点、本文を読むと、日銀は次のようなロジックで、強めの成長率・物価見通しを想定していると推察される。

- (1) 「2011 年以降は新興国・資源国経済の高成長が続く中」で、「先行きの海外経済は、当面、減速していくものの、回復基調そのものは途切れず、成長率が再び高まっていく姿が想定される」。その根拠は、IMF の 10 月見通しでも 2011 年（暦年）が 4.8%と高い成長率となり、2011・2012 年の成長率もそれぞれ 4.2%、4.5%と高めになっていることがある。米国・欧州に関しては率直に慎重な経済展望が述べられているのに、対照的に新興国のポテンシャルは高く評価しているのが実情だ。日本経済は海外からの追い風で堅調な成長を遂げる。
- (2) 世界経済の高成長を背景にした 2011・2012 年度の日本経済の成長ペースは、日銀が考える潜在成長率「0%台半ば」を大きく上回るものである。日銀の成長率見通しが高いほど、潜在成長率から乖離して需給面から物価を押し上げる圧力が働く。消費者物価は、需給ギャップがタイト化の方向に向かうことで、押し上げられると想定されている。
- (3) 新興国を中心とする世界経済の成長は、「相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、先進国の金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性」を想起させる。資源インフレのシナリオは、標準シナリオとして明示的に描かれてはいないが、同じ作用が標準シナリオには織り込まれていると推察される。

2012 年度の消費者物価を前年比 0.6%と置いてきたことの意味は、果たして何であろうか。事前には、日銀が先行きを過度に悲観的にみること、意図的に時間軸効果を強烈に働かせようと考えているのではないかと考えてきたが、そうではなかった。日銀の意図は、包括緩和の終了が早期ではないことは明らかであるとしても、超緩和が無期限に続くという見方にはしたくないという抑制姿勢があると想像される。日銀は、過度の金融緩和期待を織り込ませて、実体経済が異なるパスを通ったときに生じる反動を警戒しているのだろう。

信用緩和は BBB 格以上

10 月 29 日の決定会合では、前回会合（10 月 5 日）に決定した資産買入基金の運用に関して仔細なルールを定めて発表した。買入資産ごとの買入残高上限は、

- (1) 長期国債 1.5 兆円程度
- (2) 短期国債 2.0 兆円程度
- (3) CP・ABCP 等 5,000 億円程度
- (4) 社債等 5,000 億円程度
- (5) ETF 4,500 億円程度（認可取得を条件とする）
- (6) J-REIT 500 億円程度（認可取得を条件とする）

となっている。合計の上限金額は 5 兆円で、固定金利オペと併せると 35 兆円という規模になる。買入れは、「準備の整った資産から開始し、2011 年末を目途に実施」となっており、単純計算で月平均 3,800～4,200 億円の資産買入れを進める格好である。

今回、社債の買入対象のグレードを BBB 格以上として、リーマンショック後の「企業金融円滑化の支援のための措置」に合わせた。通常時の適格担保の要件 A 格以上よりも一段階下の範囲まで買入対象を広げて、「信用力その他に問題のないもの」という条件を付けつつも BBB 格以上の社債利回りを低位に押し下げていこうとする方針を明らかにした。この点は、「包括緩和」の一翼を担う「信用緩和」の具体的な内容を示すものである。白川総裁は、

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

記者会見では、社債買入れは「格付けの低いものほど緩和効果が出る」と、その意図を語っている。

ただし、BBB 格以上の買入れに関しては、公表文の説明で「信用力その他に問題のないもの」という縛りをかけている。その理由は、日銀が何でも買い取るわけではないというニュアンスをモラルハザード防止のために潜りこませたのだろう。

QE2 後に日銀の会合をぶつける

目新しい決定としては、次回会合を定例の 11 月 15・16 日から 11 月 4・5 日へと前倒しすることを事前に発表したことである。この日程は FOMC が 11 月 2・3 日に開催され、11 月 4 日朝に米追加緩和の効果が為替相場などを大きく動かすことを念頭において決めたものだとして理解できる。日銀は、「もっぱら ETF、J-REIT の買い入れをできるだけ早く実現したい」から次回の日程を早めたとしているが、これを額面どおりには受け取ることのできない。

こうした対応をみるにつけて思い出すのは、10 月 23 日の G20 財務相・中央銀行総裁会議では、声明文で「通貨の競争的な切り下げを回避する」と謳われたことだ。日銀は、FRB がドル安を促進するような追加緩和を打ち出すのならば、その翌日に決定会合をぶつけているようにみえる。これは、通貨切り下げの競争ではないが、追加緩和の競争に足を踏み入れているようにも感じられる。日銀は金融市場に対して、大幅な円高が FOMC で起こったならば、対抗して追加金融緩和を辞さずというメッセージを送り、ドル安に歯止めをかけるアクションを用意していると円高を牽制していると理解できる。

日銀がどんなアクションを採ろうとしているかは未だ定かではない。白川総裁は、記者会見では、「必要ならば買入資産の上限の増額もあり得る」という従来の発言を繰り返した。仮に、FOMC で円高が急進すれば、そうした可能性も選択肢の中に入るのであろう。

ETF と J-REIT

日銀が 5,000 億円程度の上限で、ETF と J-REIT を購入することは、10 月 5 日に決まっていた周知の方針である。10 月 28 日の決定会合で明らかになったのは、主に J-REIT に関する内容である。具体的には、各銘柄の発行額の 5% を上限として、発行する投資法人の信用力に問題のないものに限定する方針である。日銀の買入額が 1 年間で、ETF 4,500 億円、J-REIT 500 億円という規模はいかにも小さい。日銀としては、金融緩和の積極姿勢をみせるためだけに、こうした例外的な資産を買ったと考えられる。両資産の引当金は、購入時の簿価と時価の差額を計上し、決算時の報告で反映されるだろう。

もう一方で注目されたのは、資産買入れの出口戦略である。この点は、遂に明らかにされなかったというのが率直な印象である。今回の発表では、「処分を行う際には、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した方針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させる」という明確ではない方針が記されているだけだ。この点は隠れた国民負担にもつながるだけに説明責任が求められるはずなのだが、事前の疑心暗鬼を気にしてぼやかしたのだろう。いずれにしても、新しいゼロ金利政策が解除されても、即座に ETF や J-REIT が処分される訳ではなさそう。