

景気改善の期待感を強める白川総裁

発表日：2011年1月25日（火）

～1月の金融政策決定会合～

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

「デフレ脱却に至る展望は開けている」と総裁会見はやや強気だ。ヘッドラインの景気判断を「一服感がみられる」と据え置いたのとは異なって、景気再拡大の早期化への期待感が強く感じられる。展望レポートの中間評価は、2011年度0.3%へと上方修正(前回0.1%)され、その理由は国際商品市況の上昇の影響と説明されている。

やや強気な総裁発言

白川総裁が決定会合後に行った記者会見では、記者会見前に文章で公表された日銀の公式見解よりも、やや強気の印象を受けた。例えば、「デフレ脱却に至る展望は開けている」、「1-3月期とは確定的に言うことはできないが、早晩、緩やかな回復基調に復する蓋然性が高い」といった具合である。

確かに、景気再拡大の目途が前倒しされる機運はある。ちょうどIMFが発表した世界経済見通しは、世界経済の拡大予想を2011年4.4%と前回10月の4.2%から引き上げている。特に、米国経済が前回2.3%の予想から2011年3.0%へと上方修正されたのが目立つ。日本も、米国の加速期待や新興国の好調を背景にして、景気回復のタイミングがいくらか前倒ししてもおかしくはない。

問題は、数年来、こうした機運が何度もみられてきたのに、結局は、消費者物価が内需拡大に支えられて押し上げられるような変化にまでは展開しなかったことである。白川総裁が喜んでいる外需の好転は、景気判断を上方修正するに足る材料かもしれないが、それがデフレ脱却を着実にする内需波及へと十分に進展していくかどうかはまだ懐疑的にみる方がよい。

微妙な立ち位置

日銀の金融政策の位置の取り方は少し難しくなっている。現時点では、包括緩和が景気刺激に役立っていることを説得力を持ってアピールさせつつも、それが包括緩和を終了させる予想にまで発展することは好まないだろう。位置関係は、包括緩和の自己評価が「有効以上・十分以下」というものだ。

総裁会見でも、「時間軸についての考え方は全く変わっていない」と釘を刺し、長期金利が上昇しかけている動きについても「日本の長期金利の上昇幅が相対的に小さいのは時間軸効果の影響もある」と包括緩和の不可欠さを強調した格好だ。

包括緩和には、景気情勢が改善するほどに長期金利が上昇していく作用を人為的に抑え込むような役割を担っていて、景気情勢が金利上昇に耐えうるくらいに頑健にならないと金利牽制のひもを放せないというジレンマを抱えている。だからこそ、白川総裁の語録で頻繁に使われていた「ねばり強く金融緩和を続ける」姿勢を当分は堅持せざるを得ない。

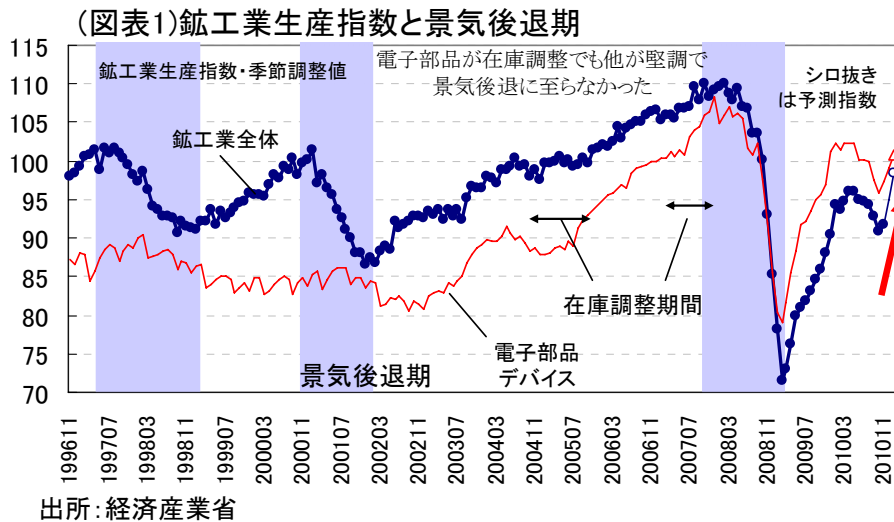
「一服感」の判断は徐々に変化するだろう

日銀の公表文は、ヘッドラインは「改善の動きに一服感がみられる」が前月から変わっていないが、そこに力点を置いてはいけない。ほかに先行きの景気改善に徐々に軌道修正を始めようとしていることが読み取れる。すなわ

ち、「わが国経済は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、緩やかな回復経路に復していくとみられる」と前月から微妙な言い方で表現を変えている。総裁発言ほど鮮烈ではないが、発表文にも強気化が隠れている。

一方、ヘッドラインの「一服感がみられる」という評価は、10月の会合で「改善の動きが弱まっている」とした評価から修正したものが、11・12月、そして1月と続いてきたものである。この評価の背景には、鉱工業生産がエコカー補助金の反動を受けて減少していることがある。包括緩和を10月に導入したときには、円高懸念が大きく、エコカー補助金などの反動減もどのくらい長引くのか予想できなかった。

それが、11月の鉱工業生産統計をみると、実績で前月比1.0%と下落に歯止めがかかっているほか、予測指数が12月3.4%、1月3.7%と予想外の増加になっていた(図表1)。これは、予想以上に中国や南米などへの輸出が好調になっていることが背景にある。



こうした動きもあって、政府の月例経済報告では生産を「下げ止まりの兆し」と前向きに評価して、1月の基調判断を「景気は、足踏み状態にあるが、一部に持ち直しに向けた動きがある」と上方修正をした。今回の日銀の決定会合では、日銀が公式にはそうした政府側の判断上方修正に乗ってこなかったというコントラストがみられた。

ここには、政府の敏感な反応に対して、日銀がやや慎重なポーズを堅持したいという姿勢が読み取れる。今後、前述の「徐々に脱し」という表現は、2月以降のタイミングを待って、上方修正されるのだろう。

少し驚く 2011 年度消費者物価の上昇修正

今回の展望レポートの中間評価では、2011 年度の実質GDP見通し(中央値)が下方修正されて、2011 年度の消費者物価見通しが上方修正された(図表2)。

(図表2) 2011年1月の経済・物価見通し

大勢の見通し	前年比%		
	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮
(2010年10月)	+2.0~+2.3 (+2.1)	+0.7~+0.9 (+0.9)	▲0.5~▲0.3 (▲0.4)
2010年度(今回)	+3.3~+3.4 (+3.3)	+0.5~+0.6 (+0.5)	▲0.4~▲0.3 (▲0.3)
(2010年10月)	+1.5~+1.9 (+1.8)	+0.4~+0.7 (+0.5)	0.0~+0.3 (+0.1)
2011年度(今回)	+1.4~+1.7 (+1.6)	+0.7~+1.2 (+1.0)	0.0~+0.4 (+0.3)
(2010年10月)	+2.0~+2.4 (+2.1)	+0.3~+0.8 (+0.6)	0.2~+0.8 (+0.6)
2012年度(今回)	+1.9~+2.2 (+2.0)	+0.5~+0.8 (+0.7)	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。

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。

実質GDPの方は、まず、2010年度が、2010年7-9月のQE（11月15日公表）がエコカー減税の駆け込み、猛暑効果の嵩上げによって予想以上に上方修正された（10月2.1%→中間評価3.3%）。一方、2011年度予想の方は、2010年10-12月の反動減もあって、2011年度にかけてのゲタが調整されることで、下方修正される予想になっている（10月1.8%→中間評価1.6%）。

消費者物価については、2011年度が前回中央値0.1%から中間評価0.3%へと伸び率が上方修正されている。日銀の発表文では、その点について「国際商品市況高の影響」と言及されている。これは、昨秋以降の原油など食品・素材価格の上昇を受けた見直しである。

注意したいのは、10月時点の政策委員の大勢の見通しが0.0-0.3%のレンジだったのが、今回の中間評価では0.0-0.4%とわずかにしかレンジが変わっていないことである。9人の政策委員の5人目を中央値として掲示するから、その上方修正に驚くが、実際には若干名の政策委員がごくわずかに原油価格の想定を変化させただけで中央値が意外に大きく動いたというのが実情だろう。この点だけを見て、日銀が包括緩和の出口を模索し始めたと解釈するのは早計である。

今後の物価見通しに関しては、8月に実施予定の2010年基準への基準改定で、大幅な下方修正が行われる予想である。ラスパイレス指数の歪みが一気にリセットされて、▲0.5~▲0.7%ポイントの下方修正が見込まれる。ただし、その効果が年度ベースの物価上昇率に与える影響は、2011年度の見通しは大きな影響を及ぼすが、2012年度になると修正圧力はかなり減衰するだろう。2005年基準の改定でも、2006年度は▲0.3%ポイント下方修正されたが、2007年度の前年比について新旧改定を試算するとほとんど変化しなくなっていた。日銀の包括緩和の解除が、2012年度よりも先であるとするならば、白川総裁は現時点でリセット効果をあまり重視していないと思われる。

前途の不透明な壁

日銀にとっては、包括緩和を解除する手前に幾多の乗り越えないといけない問題がある。目下のエネルギー高騰の流れは、エネルギー多消費型の新興国の高成長を背景にするとともに、先進国の金融緩和の影響を受けている。先進国が金融緩和を継続して、新興国が引き締めをしようとする、新興国は強めに金融引き締めを行うリスクがある。一部の新興市場の株価はその作用に揺さぶられて不安定化している。

もうひとつ、エネルギー高騰の背景にある米国のQE2も問題だ。2011年6月のFRBの国債購入の期限までは、金融緩和期待が投機資金を刺激していても、6月以降がどうなるかは今ひとつ見えない。FRBがQE2をどう見直すのか、強すぎる金融緩和期待が萎んで反動を大きくするのではないかと、という不確定要素がある。

現時点で、白川総裁は、国際商品市況の高騰をあまりネガティブには捉えていない。新興国経済の回復が、市況高騰につながっても、輸出企業が売上・収益を上げれば、コストプッシュの悪影響は相殺できると計算しているのだろう。反面、日本の内需にとってはコストプッシュ・インフレは交易損失を拡大させ、購買力の海外流出を招くことになるので、楽観はできない。交易損失の拡大以上に、外需から内需へと景気再拡大のエネルギーが満ちていくかどうかは依然として不透明であるのが実情だ。