

展望レポート:デフレ脱却は変わらず

発表日:2011年4月28日 (木)

～2011年4月の消費者物価予想は0.7%のプラス～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

半期に一度の展望レポートでは、震災の悪影響を織り込んで、実質 GDP は2011 年度 0.6% (前回1月1.6%) と下方修正した。一方、消費者物価については0.7%の伸びを見込んでいる。実は、日銀の経済展望は、デフレ脱却色の濃い内容になっている。時間軸効果を働かせて緩和の影響を長引かせたいと考える。

時間軸効果を重視

日銀の展望レポートは、震災の影響があってもデフレに後戻りすることはないという経済展望になっている。すなわち、2011 年度の実質成長率が前年比 0.6% (中央値)、消費者物価が前年比 0.7%

(同) である (図表)。以前、経済活動への大きなショックが加わった2008 年のリーマンショックのときは、かつてないデフレ圧力が日本経済を襲ったが、今回は違っているという見通しである。そうした背景には、非製造業における雇用・物価の悪影響よりも、製造業を中心に据えてサプライチェーンの復活を重視する分析手法と、海外経済が堅調で原油などを通じたインフレ圧力の高まりの予想がある。

数字をみる限り、2012 年度までを展望して包括緩和を終了する構えではないようだ。包括緩和は、中長期的な物価安定の理解として消費者物価上昇率 1%を条件に挙げて、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」約束をしている。その達成は、消費者物価上昇率が2011 年度 0.7%、2012 年度 0.7%となっている数字からは読み取りにくい。現状では、まだ時間軸として低金利期待を織り込ませたいという日銀の意図がにじむ。

震災の影響度合いについては、1 月の中間評価のときに比べて2011 年度が実質 GDP ▲1.0%ポイントの下方修正、消費者物価が+0.4%ポイントの上方修正になっている。震災の影響を日銀が大きく見ているかどうかに関しては、ESP フォーキャスト調査における民間エコノミストの見方とほとんど変わらないという見方ができる。

一連の数字を見渡してやや驚くのは、2012 年度の実質 GDP 成長率が前年比 2.9% (中央値) が高いことだ。これは、日銀が2011 年度後半以降、経済成長率のリバウンドを大きくみていることがある。この点は、日銀自身が「2011 年度後半以降、緩やかな回復経路に復していく」と述べているとは少し齟齬がある。年度の経済成長率は、年度後半に大きく伸びるほどに翌年度のゲタも大きくなる。日銀は潜在成長率が0%台半ばと推計しているのに、実現する成長率を2.9%と高めに置いているのは、年度内のアップダウンを大きくみているせいだとも言える。展望レポートの説明では、「2012 年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続く」と記述されている。日銀のデフレ脱却の展望

(図表)2011年4月の経済・物価見通し

		前年比%
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2010年度	+2.8～+2.8 (+2.8)	▲0.3
2011年度	+0.5～+0.9 (+0.6)	0.5～+0.8 (+0.7)
2012年度	+2.7～+3.0 (+2.9)	0.5～+0.7 (+0.7)
2011年度(前回1月)	+1.4～+1.7 (+1.6)	0.0～+0.4 (+0.3)
1月→4月の変化幅	(▲1.0%)	(+0.4%)

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

(参考)民間エコノミストの経済・物価見通し

…4月のESPフォーキャスト(4/12日、経済企画協会)

	実質GDP	CPI除く生鮮
大勢の見通し		
2010年度	+2.84	▲0.75
2011年度	+0.44	+0.26
2012年度	+2.63	+0.29
2011年度(1月時点)	+1.39	▲0.18
1月→4月の変化幅	(▲0.90%)	(+0.44%)

は、まさにその回復力にかかっているとも言える。

もうひとつ、高い成長率の要因として、民主党政権が追加補正の金額を膨らませて、それが実質 GDP を押し上げるという効果を予想しているのであろう。巷間、20 兆円から数十兆円ともささやかれる震災対応の追加補正について、日銀政策委員もまた大規模化することを予想していると考えられる。

震災対策は被災企業で BBB 格以上を間接支援

今回の会合では、前回 4 月 7 日の決定会合で、白川総裁から議長指示のかたちで執行部に対して行なわれた 2 つの件についての報告があった。すなわち、①長めの長期資金供給オペレーションのスキームの詰め、②適格担保要件の緩和、の 2 つである。

①は、貸付金利 0.1% で 1 年間で貸し出す資金供給は、「1 先あたり 1,500 億円を上限にすること」、「貸付受付の期間が 2011 年 10 月末まで」であることが新たに決まった。②の部分については、より実質的な緩和効果があると考えられる。つまり、資金供給の担保となる社債の範囲を、従来の A 格以上から BBB 格以上に広げている。ここでの BBB 格以上の企業については、被災地に事業所等を有する企業になっている。さらに被災地の範囲は、岩手・宮城・福島の 3 県だけではなく、青森・茨城・栃木・千葉県の一部と広がっていることにも気付く。

日銀の追加的緩和措置の余地として、BBB 格の社債購入という選択肢があるのだが、現在の日銀はアウトライト方式で金融機関の保有する社債を買い上げることは選択せず、部分的な範囲でしか認めなかった。それは、低金利オペレーションのかたちで被災地に係わる企業に限定して BBB 格の企業支援をする方針なのである。

西村副総裁が新提案して否決

意外な変化と言えば、西村清彦副総裁が、資産買入基金を 40 兆円から 45 兆円に増額する提案を行なって否決されたことである。須田委員が退任してしまつて造反票を入れる人物が政策委員会内に不在になっていることがよく話題になるが、今回の西村副総裁の提案は必ずしも政策委員会が一枚岩ではないことを示唆する。

うがった見方をすれば、日銀出身者ではない副総裁が追加緩和を提示することで、政府が 6 月にも二次補正に動くときに日銀も同時に動くことを選択肢にしていることがアピールできる。二次補正予算の決定に接近した日程として、5 月 19・20 日の会合と、6 月 13・14 日の会合がある。もしも、政策委員会内で何も議論がないまま、二次補正の具体化が進んで 5 月・6 月に基金を増額すれば、日銀が財政ファイナンスに協力したと疑われる。そうではなく、以前から西村副総裁の頭出して論議されていた基金の増額が徐々に他の政策委員に浸透してから、基金増額と復興国債の買取対象化を決めれば、日銀が妥協して政府に協力したという体裁ではなくなる。様々な憶測ができるが、西村副総裁の基金増額の提案は、単独意見が突出したのを抑えられなかったというのではなく、何らかの先行性を持っているとみられるのではないか。これはあくまでトリッキーな見方である。

一方、白川総裁の記者会見では、西村副総裁の提案について「震災の影響が長期化したときの实体经济への波及を防ぐため」と説明している。また、それを否決したことに対しては、「他の委員は 3 月の基金増額の効果を点検していくべきだ」と語っている。この脈絡からは、震災の悪影響が予想されるようになれば、他の委員たちも基金増額に賛成するという含みがあるようにも感じられる。

また、もしも、基金の増額が決まれば、日銀は欧米中央銀行と正反対の量的緩和強化に単独で動くことになる。特に、FRB は 27 日の FOMC で改めて 6 月末に QE2 を終了すると決定したばかりである。ECB は 4 月 7 日に利上げに転じている。基金の増額は、長期金利には明示的な効果が表れなくても、為替レートの円安圧力として作用する可能性がある。記者会見の白川総裁の発言では、QE2 の終了に関連して、「キャリートレードを考える上では将来の（欧米の）金利のパスがどう変わっていくかが要因だ」とある。白川総裁は、今後の内外金利の拡大が為替に影響

していきそうなことを十分に意識していることがわかる。

記者会見をFRB並みにしてはどうか

最後に、金融政策の本論ではないが、金融政策の枠組みに関して述べておきたい。前日 27 日に FOMC でバーナンキ議長が、ホームページのビデオ・コーナーで記者会見を映したことは、日銀にも大きな影響を与えると予想する。筆者もその映像をみて感性に響くものがあったが、白川総裁の記者会見でも質問があった。

ひとことで述べると、昔は日銀の情報公開が中央銀行で最も進んでいたが、今は FRB に学ぶべき点が多くなっている。日銀の情報発信をこまめに読んでみると、1 営業日遅れて活字化される総裁記者会見では、いくつかの表現が書き換えられていることがある。つまり、オリジナルの肉声ではないデメリットである。これからの日銀は、肉声でスポークスマンが説明する威力をもっと発揮できるように、FRB 以上の情報発信の進化を目指さなければならない。