

経済・金融 フラッシュ

日銀展望レポート(4/30) :

成長基盤強化へ資金供給の方法検討を指示、
展望レポートは2011年度にコアCPIプラス予想

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail: yyajima@nli-research.co.jp

1. 成長基盤強化へ資金供給の方法検討を指示

日銀は30日の金融政策決定会合で、「現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要」との認識から、「成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、あらためて報告するよう執行部に指示」を決定している。

今後追加緩和策としては、今までの経緯からみれば、①新型オペの金額を20兆円からさらに増額、②オペ期間を6ヶ月に延長などが考えられた。

しかし、現状でも短期市場取引の大半が新型オペになっており、その上、増額、期間延長となれば市場をかなり歪めてしまうとの配慮があったと思われる。また3月に拡大する際に反対票が2票でていることも「何か違うこと」という執行部への指示になったのだろう。

総裁は会見で「成長基盤強化の具体例」との質問に対して98年99年にかけて行なった企業金融支援の臨時貸出制度が参考になるとの見方を示した。金融緩和とは異なる新しい枠組みになるようだ。

ただ、日銀のHPで「成長基盤」で検索すると2002年と2004年の3件がヒットするが、最近まったくでいなかったフレーズだけに「違和感」ありだ。成長基盤の強化は政府の役割であると思えるだけに、日銀の意図がよくわからないというのが正直な感想だ。6月にもまとめる政府の新成長戦略を意識しているとの思惑もでそうだ。

2. 展望レポート : 緩やかな回復シナリオ、2011年度には消費者物価指数はプラス予想

毎年4月と10月の半期に一度の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)が公表された。

日本経済は緩やかな持ち直しを続け、消費者物価指数は2011年度にはマイナスを脱却するとの見通しとなった。

ただし、金融政策運営については、超低金利政策を継続して景気を粘り強く支援していく考えを示した。金融緩和の「打ち止め感」を市場に醸成させない細心の注意がなされている。

▽2009～2011 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009 年度	-2.2～-2.1 <-2.2>	-5.2	-1.6
1 月時点の見通し	-2.5～-2.5 <-2.5>	-5.3～-5.2 <-5.3>	-1.5～-1.5 <-1.5>
2010 年度	+1.6～+2.0 <+1.8>	+1.1～+1.5 <+1.3>	-0.5～-0.2 <-0.5>
1 月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	-0.5～-0.4 <-0.5>	-0.6～-0.5 <-0.5>
2011 年度	+2.0～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	-0.1～+0.2 <+0.1>
1 月時点の見通し	+1.7～+2.4 <+2.1>	-0.5～ 0.0 <-0.4>	-0.3～-0.1 <-0.2>

(経済情勢 : 新興国の旺盛な成長を背景に上方修正)

景気について「2009 年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた」とし、先行きについても「2010 年度から2011 年度を展望すると、わが国経済は回復傾向を辿るとみられる」と各種経済対策の効果は薄れるものの新興国の旺盛な成長を背景に回復が続くとの見方を示した。

大勢見通しでは2010 年度実質GDPが1.8%と1月見通し(1.3%)から上方修正されている。2011 年度については、2.0%と1月見通し2.1%から若干下方修正となった。

また展望レポート中で「2010 年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、2011 年度には更に高まる見通しである」と、需給ギャップが改善する見方を示している。

こうした見通しをめぐっては、上下にリスク要因が存在するとし、新興国・資源国経済の動向、先進国経済の動向、国際金融面での様々な動き、企業の中長期的な成長期待の動向の4つが指摘されている。

(物価動向 : 2011 年度には消費者物価指数はプラス予想)

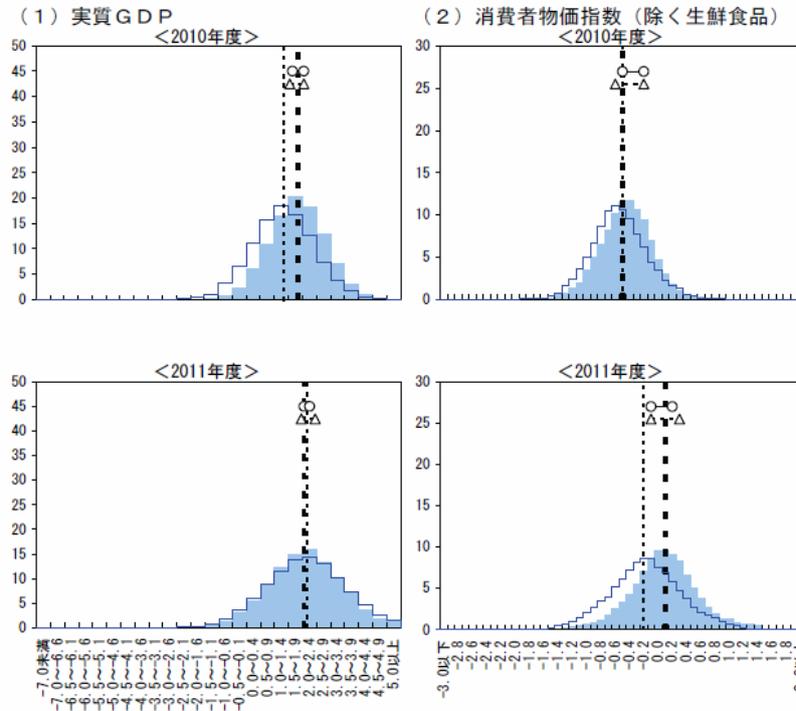
2011 年度にコアCPIがプラス転化する予想となった。2011 年度には0.1%と2008 年度以来のプラス予想を示している。本来的な物価の基調は、需給ギャップが緩やかに改善することがラグを伴って物価にもプラスに聞いてきてそれが2011 年度にプラスに寄与するとのストーリーを示してきている。

(金融政策運営 : 成長率・物価は上方修正ながら、緩和維持を強調)

金融政策運営については、「きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である」としている。

今回成長率・物価は上方修正がされているが、景気の先行きに対する不確実性が引き続き高いこともあり、金融緩和の「打ち止め感」を市場に醸成させない細心の注意がなされている。

リスク・バランス・チャート



09年10月展望レポートとの比較

(図表) 景気・物価

	今回	前回(2009年10月)
現状	2009年度後半のわが国経済は <u>持ち直しを続けた</u> 。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の改善、とりわけ新興国経済の強まりを背景に、輸出・生産は増加を続けた。また、企業収益の回復に伴い、設備投資は下げ止まりに向かった。個人消費も、各種対策の効果などから耐久消費財を中心に持ち直した。この間、公共投資は減少に転じた。	2009年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、 <u>持ち直しに向かった</u> 。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。 また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もともと、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった
経済情勢の見通し	先行き2010年度から2011年度を展望すると、わが国経済は <u>回復傾向を辿るとみられる</u> 。耐久消費財に対する各種対策は、その需要刺激効果が次第に薄れていき、2010年度中には完了すると見込まれる。もともと、新興国・資源国の力強い	先行き2009年度後半から2011年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は持ち直しつつあり、2009年度後半は、海外経済の改善と経済

	<p>成長を背景に輸出は増加を続けるほか、企業収益の回復に伴い設備投資も持ち直す可能性が高い。また、企業活動が活発化するにつれて、雇用・所得環境の改善も次第に明確化していくため、個人消費や住宅投資の伸び率は高まっていくと考えられる。これらを踏まえると、<u>2010 年度のわが国の成長率は、潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、2011 年度には更に高まる見通しである</u></p>	<p>対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。2010 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、<u>2011 年度には、わが国の成長率は、潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである</u></p>
<p>物価情勢の見通し</p>	<p>消費者物価は、前年における国際商品市況高の反動を主因に、昨年夏場にかけて、前年比下落幅が拡大した。その後、国際商品市況の影響が徐々に薄れていくに伴い、消費者物価の前年比下落幅は縮小に転じている。先行きの物価を巡る環境についてみると、まず、財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が回復傾向を辿るも、徐々に改善していく姿が想定される。次に、ユニット・レーパー・コスト(生産1単位当たりの人件費)は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下基調を続ける可能性が高いが、雇用・賃金の回復が見込まれる見通し期間の後半には、その低下幅は縮小していくとみられる。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化しておらず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。国際商品市況は、このところ、新興国・資源国の力強い成長などを背景に、振れを伴いながらも持続的に上昇してきている。先行きも、新興国・資源国の力強い成長が続くことなどを背景に、国際商品市況は、緩やかに上昇することを想定している。</p> <p>以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動向などを反映し、<u>2010 年度以降は、プラスが続くと見込まれる</u>。消費者物価指数(除く生鮮食品、以下同)についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、<u>2011 年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる</u></p>	<p>財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーパー・コスト(生産1単位当たりの人件費)は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。</p> <p>以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、2009 年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。2010 年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、下落幅は徐々に縮小すると見込まれる。消費者物価指数(除く生鮮食品、以下同)の前年比は、2009 年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。2010 年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられる。もっとも、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は</p>

		<p>緩やかであり、ユニット・レーバー・コストも弱めの動きを続ける とみられるため、消費者物価指数の下落幅の縮小ペースは緩 慢なものに止まると見込まれる。</p> <p>なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点 となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在 の物価見通しでは、緩やかとはいえ、見通し期間を通じて物価 の下落幅は縮小していくとみられるうえ、金融システムや中長 期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価 下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えら れる</p>
--	--	---

(図表) 上振れ・下振れ要因

	今回	前回 (2009年10月)
先行きの経済情勢	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新興国・資源国経済の動向 2. 先進国経済の動向 3. 国際金融面での様々な動き 4. 企業の中長期的な成長期待の動向 	<ol style="list-style-type: none"> 1 米欧におけるバランスシート調整の帰趨 2. 新興国・資源国経済の動向 3. 世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開 4. 企業の中長期的な成長期待の動向
先行きの物価上昇	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率 2. 輸入物価の動向 3. マクロ的な需給バランス 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率 2. マクロ的な需給バランス 3. 輸入物価の動向

(図表) 2つの柱の前回比較

	今回	前回 (2009年10月)
第一の柱	<p>わが国経済は、回復傾向を辿るとみられる。物価面では、中長 期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、 マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費 者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、下落幅が縮小し、 <u>2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる。</u></p> <p>日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続 的成長経路に復していくと考えられる。</p>	<p>わが国経済は持ち直しを続けていくと考えられる。また、消費 者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、2009年度後半以 降、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。</p> <p><u>こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれ ば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく展望が 拓けると考えられる。</u></p>
第二の柱	<p>景気については、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ 要因がある一方で、<u>国際金融面での動きなど下振れリスクもあ る。</u></p> <p>物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格</p>	<p>景気については、新興国・資源国の経済情勢など、上振れ要 因がある一方で、<u>米欧のバランスシート調整の帰趨や企業 の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下した とはいえ、依然として下振れリスクがある。</u></p> <p>物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格</p>

	の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。	の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある
政策運営	金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。日本銀行は、 <u>日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。</u> そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である	金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。