

経済・金融
フラッシュ日銀決定会合・展望レポート
(10/27)：追加緩和を決定、5兆円の国債買い入れ

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. 8月以来の追加緩和を実施、基金 50⇒55 兆円、長期国債増額

日銀は8月以来の金融緩和に動いた。基金を50兆円から55兆円に増額し、その増額分は長期国債を購入する。

今朝ユーロでは債務危機の包括戦略で大筋合意となったが、日銀は海外経済の減速や円高で日本経済の下振れリスクは高まっていると判断。さらに物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するとの見方から、今回追加緩和を実施した。

白川総裁は最近の会見で8月の金融緩和策は、先行きがこうなることを読んでかなり踏み込んだ追加策を実施したとしていた。それでも今回追加緩和に踏み切ったのは、ここ数回の追加緩和実施の背景と同じように、今回も「円高」があったといえるだろう。

こうなると介入がどうなるのかだ。財務省も日銀も介入と追加緩和単体ではほぼ効果はなく、あわせ技が唯一の円高にある程度対抗できる措置と考えているはず。

本日ユーロの包括がまとまらなければ、急激な円高が進み、追加緩和と介入がセットで実施されると筆者は予想していた。

しかし、ある程度の包括合意がユーロで行なわれ、さらに日銀の追加緩和が実施されたが、大きく円安に振れることもなく、円高の動きはまったく変わらない。75円台に入り込む局面では介入があるとの可能性は引き続き高い。

2. 成長率・物価見通しは引き下げ、ただし、先行きの回復シナリオは維持

日銀は半年に一度の経済・物価情勢の展望（展望レポート）を公表し、2011-13年度の実質GDPと消費者物価指数などの見通しを示した。

7月時点から見ると2011-12年度について、成長率、物価見通しともに下方修正となっている。前回決定会合（10月6・7日）で海外経済は「当面減速」、回復時期は「11年度後半以降」としてきた記述を削除しており、今回の見直し下方修正は予想の範囲内だ。

成長率については、12年度復興需要が本格化するが、欧州問題の長期化でそのあおりを受け、新興国も鈍化が避けられなくなっている。また足元では円高が進み日本の輸出にブレーキがかかるとの見方が強まったため、7月2.9%から2.2%に引き下げている。

ただし、先行きは「当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率

が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していく」と回復シナリオは維持している。

物価については、8月のCPI基準改定の影響もあるが、世界経済の減速見通しを受けゼロ%での推移が長期化するとの見方を示してきた（2012年度0.1% ⇒ 2013年度0.5%）。

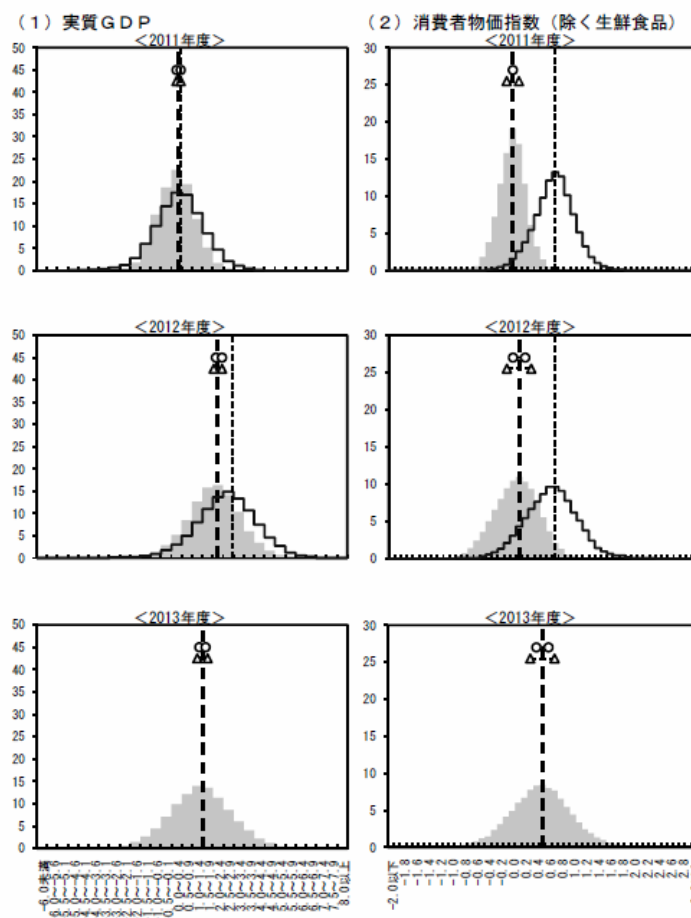
日銀は1%ほどの物価が見通せるまで、事実上のゼロ金利を継続すること約束しており、2013年度までは継続と見方がこの数値からは読み取れそうだ。

▽2011～2013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)
2011年度	+0.2～+0.4 <+0.3>	+1.7～+2.0 <+1.8>	0.0～0.0 <0.0>
7月時点の見通し	+0.2～+0.6 <+0.4>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+0.6～+0.8 <+0.7>
2012年度	+2.1～+2.4 <+2.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>	0.0～+0.2 <+0.1>
7月時点の見通し	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+0.9 <+0.6>	+0.6～+0.7 <+0.7>
2013年度	+1.3～+1.6 <+1.5>	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.4～+0.6 <+0.5>

(図表) リスクバランスチャート



11年4月展望レポートとの比較

(図表) 景気・物価

	今回 (2011年10月)	今回 (2011年4月)
現状	<p>わが国の経済は、東日本大震災の後、生産・輸出を中心に、大きく落ち込んだ。すなわち、生産設備の毀損やサプライチェーンにおける障害など供給面の制約を背景に、生産活動が大きく低下し、その結果、輸出も大幅に減少した。また、わが国の経済の先行きや原子力発電所の事故の影響などを巡る不透明感から、企業や家計のマインドが悪化したこともあって、国内民間需要も弱い動きとなった。</p> <p>その後、多くの企業で、被災設備の復旧とともに、代替施設での生産や代替調達先の確保など、様々な努力と工夫が行われ、供給面の制約解消は、当初の予想を上回るペースで進んだ。電力需給を巡っては、定期検査後の原子力発電所の再稼働の問題などから、先行きの不確実性は払拭されていない。ただし、当初強く懸念されていた本年夏場については、電力会社による緊急的な供給体制の整備に加え、企業や家計による節電や電力使用平準化の工夫などによって、経済活動への大きな制約となることは回避できた。以上の結果、震災直後に大幅に落ち込んだ生産や輸出は、すでに震災前の水準に復している。そうしたもとで、企業や家計のマインドの改善もあって、設備投資や個人消費などの国内民間需要についても、持ち直している</p>	<p>震災前までの景気展開は、前回(2010年10月)の展望レポートにおける見通しにほぼ沿った動きとなっていた。</p> <p>こうした状況は、今回の震災によって大きく変化している。震災後は、わが国経済が、供給面で大きな制約を受けているため、海外経済の回復を起点として輸出や生産の増加がわが国経済の回復を支えていくというメカニズムが弱まっている</p>
経済情勢の見通し	<p><u>わが国経済は、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。</u>すなわち、2011年度下期は、輸出や生産を中心に、海外経済減速や円高の影響を受けるとみられる一方、資本ストック等の復元に向けた復興需要が、公共投資、民間設備投資、住宅投資、さらには耐久消費財の消費といった様々な面で、徐々に顕在化してくると考えられる。2012年度は、復興需要が年度を通じて寄与することに加え、海外経済の成長率が緩やかに高まり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムが働くため、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を</p>	<p>わが国経済は、2011年度前半は、下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるもとで、年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い。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ため、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる</p>

	上回る成長が続くと考えられる。なお、 <u>2012年度までの見通しを、7月の中間評価時点の見通しと比べると、海外経済の減速や円高の影響から、幾分下振れると考えられる</u>	
物価情勢の見通し	国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇が続くと見込まれる 消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移したあと、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の改善を反映して、 <u>見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていくと考えられる</u>	国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとで、国際商品市況の上昇を反映し、見通し期間を通じて上昇が続くと見込まれる。 消費者物価についても、国際商品市況上昇の影響がラグを伴いつつ波及すると考えられる。加えて、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基調的にみて改善していくことから、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる

(図表) 上振れ・下振れ要因

	今回	前回 (2010年10月)
先行きの経済情勢	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向 2. 海外経済の動向に関する不確実性 3. 復興需要に関する不確実性 4. 企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 今回の震災がわが国経済に与える影響については、不確実性が大きい 2. 中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持されることを想定しているが、震災を契機とした企業や家計の成長期待の変化にも注意を要する 3. 海外経済の動向 4. 国際商品市況が一段と上昇した場合の影響
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 	<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

(図表) 2つの柱の前回比較

	今回	前回 (2010年10月)
第一の柱	わが国経済は、当面、海外経済減速や円高の影響を受けるものの、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を維持するとみられることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。 物価面では、消費者物価の前年比は、2009年末頃から下落幅は着実に縮小を続け、最近では概ねゼロ%となっている。以上の最近までの動きも踏まえつつ、先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、当面はゼロ%近傍で推移するが、中長期	わが国経済は、震災の影響により、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる。もともと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、わが国経済は、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。 物価面では、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していくもとで、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅の

	<p>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の改善を反映して、見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていくと考えられる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、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>プラスで推移すると見込まれる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、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>第二の柱</p>	<p>景気については、バランスシート調整が米国経済に与える影響には引き続き注意が必要である。また、欧州のソブリン問題については、今後、財政と金融システム、实体经济の負の相乗作用が、強まっていくことにならないかどうか、注視していく必要がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。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</p>	<p>景気については、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。さらに、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある。米国経済については、成長率が上振れる可能性もある一方で、バランスシート調整が景気を下押しするリスクがあるほか、欧州については、ソブリン問題の帰趨に引き続き注意が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加に繋がる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、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</p>
<p>政策運営</p>	<p>昨年 10 月に導入した「包括的な金融緩和政策」のもとで、資産買入等の基金による金融資産の買入れ等を進めており、買入れ等の規模については、この間、累次にわたり大幅な増額を行ってきている。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「中期的な物価安定の理解」に基づき、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方針を明らかにしている。</p> <p>先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、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ために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、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。</p>	<p>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ために、「包括的な金融緩和政策」を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である</p>

(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。