

経済・金融 フラッシュ

日銀展望レポート(10/28):

CPI プラスの領域に入るのは 11 年度中、ゼロ金利長期間を示唆

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. 5兆円規模の基金詳細を発表、社債は「BBB格」以上、CPは「a-2格」も対象

10月28日の決定会合で5日の金融政策決定会合で打ち出した5兆円規模の基金について詳細を公表した。各種資産の買入れ規模を、長期国債と国庫短期証券で合計3.5兆円程度（うち長期国債1.5兆円）、CPや社債などが計1兆円程度、ETFやJ-REITは5000億円程度とし、社債やCPの買入条件については、過去に日銀が実施した時よりも基準を引き下げ、社債は「BBB格」以上、CPは「a-2格」も対象とした。

ETFやJ-REITの買い取りを早期に始めるために次回会合を当初予定していた11月15～16日から同月4～5日に前倒すると公表した（11月2～3日にはFOMC開催が予定されている）。

今回の内容は、ほぼ市場の予想通り（長期国債の買入れが1.5兆円は少し少額な気はするが、）で効果も限定的との評価になるだろう。今後も追加緩和の流れが続くと予想されるが、日銀の対応としては買取資産の拡大、買取枠拡大といった流れになっていくと思われる。

2. 展望レポート：緩やかな回復シナリオは維持、CPIプラスの領域に入るのは11年度中

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。

政策委員の大勢見通しでは、「景気の緩やかな回復継続+物価上昇率のマイナス幅が縮小」という従来の基本シナリオは維持しながらも、円高や米景気の減速懸念などで景気の下ぶれ懸念が高まっていることから、7月時点の予測に比べ10年度と11年度の実質GDPの見通しを引き下げた。

CPIの予想は11年度半ば以降にプラスに転じるが、12年度予想は0.6%にとどまり日銀が実質ゼロ金利解除の条件としている物価の見通しが「プラス1%程度」には達しない。ゼロ金利長期化を今回の展望レポートは示唆していると考えていだろう。

▽2010～2012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)
2010年度	+2.0～+2.3 <+2.1>	+0.7～+0.9 <+0.9>	-0.5～-0.3 <-0.4>
7月時点の見通し	+2.5～+2.7 <+2.6>	+1.2～+1.3 <+1.2>	-0.5～-0.2 <-0.4>
2011年度	+1.5～+1.9 <+1.8>	+0.4～+0.7 <+0.5>	0.0～+0.3 <+0.1>
7月時点の見通し	+1.8～+2.1 <+1.9>	+0.5～+0.9 <+0.8>	0.0～+0.2 <+0.1>
2012年度	+2.0～+2.4 <+2.1>	+0.3～+0.8 <+0.6>	+0.2～+0.8 <+0.6>

(経済情勢 : 足元鈍化、しかし2011年には回復経路、12年度には潜在成長を上回る)

景気について「緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている」とし、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はいえ、7月の中間評価時点の見通しに比べて下振れると考えられるとした。

先行きについては「2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくもとで、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる」「2012年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるもとで、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる」と従来の回復シナリオは維持している。

大勢見通しでは2010年度実質GDPが2.1%と7月見通し(2.6%)から下方修正されている。また2011年度も、1.8%と7月見通し1.9%から下方修正されている。しかし2012年度は2.1%と潜在成長率をかなり上回る成長を予想している。

(物価動向 : 2011年度中にはプラスへ、12年度はプラス幅拡大)

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7月見通しと同じ。2012年度は0.6%との予想となった。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効いてきてそれが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。

ただし、今回の予測数値には11年度夏に予定されている消費者物価指数の基準改定の影響は織り込まれていない。基準改定により、0.3~0.4%程度水準が下がるといわれており、実際のコアCPIがプラスになっていくのは、今回の日銀予想でも11年度の後半ということになりそうだ。

(金融政策運営 : 極めて緩和的な金融政策、生産性・成長力を高めることが必要)

金融政策運営については、「適切に政策対応を行っていく方針」「わが国経済の発展に向け、極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく」としている。

今回レポートの中で「中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である」と指摘し、「生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待される」と政府、民間の取り組みの重要性を述べている。

10年4月展望レポートとの比較

(図表) 景気・物価

	今回 (2010年10月)	前回 (2010年4月)
現状	<p>緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている。2010年度後半については、海外経済の減速や耐久消費財に関する政策効果の反動といった要因に加え、このところの円高の影響もあり、景気改善テンポが鈍化する可能性が高い。このため、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はいえ、7月の中間評価時点の見通しに比べて下振れると考えられる</p>	<p>2009年度後半のわが国経済は持ち直しを続けた。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。</p>
経済情勢の見通し	<p>2011年度入り後は、円高の影響は残るものの、海外経済の成長率が再び高まることなどから、輸出が増加を続けるほか、企業収益が改善していくも、設備や雇用の過剰感も徐々に解消していくため、わが国経済は緩やかな回復経路に再び復していくと考えられる。</p> <p>2012年度は、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を続けるも、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まり、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる</p>	<p>先行き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。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、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</p>
物価情勢の見通し	<p>国内企業物価指数の前年比は、為替円高の影響を受けつつも、マクロ的な需給バランスの改善や国際商品市況の動きなどを反映し、見通し期間を通じて緩やかな上昇が続くと見込まれる。消費者物価指数は、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改善していくことなどから、今後とも、前年比下落幅は縮小していくと考えられる。ただし、金融危機後の需要の落ち込み幅が極めて大きかったうえに、景気回復ペースが緩やかなため、需給バランスが改善していくには相応の時間を要する。このため、先行きの消費者物価の前年比の改善ペースも緩やかなものとなり、前年比プラスの領域に入るのは2011年度中になると考えられる。その後、2012年度にかけてプラス幅が拡大していくものと見込まれる</p>	<p>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、2010年度以降は、プラスが続くと見込まれる。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、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる</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. 先進国経済の動向 2. 新興国・資源国経済の動向 3. 企業や家計のマインドの動き 4. 企業の中長期的な成長期待の動向 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 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
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. マクロ的な需給バランスや、それが物価に及ぼす影響を把握する上での不確実性 3. 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 3. マクロ的な需給バランス

(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、先行き、景気改善テンポが一旦鈍化した後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価指数の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。マクロ的な需給バランスの改善テンポが緩やかなものとなることを踏まえると、前年比プラスの領域に入るのは2011年度中となり、その後、2012年度にかけてプラス幅を拡大させていくものと見込まれる。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、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる</p>	<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、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる。</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>
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、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くも、景気の下振れリスクにも注意が必要である。</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</p>	<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、国際金融面での動きなど下振れリスクもある。</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。</p>
政策運営	<p>第1に、「中長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する。また、資産買入等の基金の創設・活用を通じて、長めの市場金利の低下とリスク・プレミアムの縮小を促す。これらの「包括的な金融緩和政策」を通じてより強力な金融緩和を推進していく。第2に、多様な資金供給オペレーションを活用して、引き続き、金融市場の安定確保に万全を期していく。第</p>	<p>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、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</p>

	<p>3に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を通じて、金融機関や企業の前向きな取り組みを後押しするとともに、成長基盤強化に資する金融市場の整備などに向けて貢献していく。日本銀行は、今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、中央銀行として、適切に政策対応を行っていく方針である。</p> <p>本展望レポートでは、2012年度までの期間を念頭に置きながら、主として需要面の動向に焦点を当てて経済見通しを説明してきたが、これに加えて、中長期的な観点を踏まえた供給面からの分析も必要である。わが国の場合、成長率の趨勢的な低下、あるいは少子高齢化の進展といった中長期的ないし構造的な要因が経済に大きな影響を与えており、長期に亘る需要の低迷やデフレもそうした根源的な問題の表れである。わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくためには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待される。こうした取り組みのもとで、日本銀行としても、わが国経済の発展に向け、極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考えである</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。