

経済・金融 フラッシュ

日銀決定会合・展望レポート(4/27): 5兆円基金増額、買入れ国債の長期化などの追加緩和策を 決定

経済調査部門 チーフエコノミスト 矢嶋 康次

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

1. 5兆円の基金増額、市場期待が高かっただけに、「失望」に

日銀は27日、①5兆円の基金増額(65→70兆円)、②基金の買取期間を従来の2012年末から2013年6月末に延長、③購入対象とする国債も長期化(これまで残存期間1~2年→1~3年)とする追加緩和を決定した。

追加緩和決定は、5兆円基金を増額しインフレ目標を導入した2月以来となる。

今回の追加緩和は、①今回示した展望レポートでも見通しの対象期間となる2013年度まで物価安定のめどとなる1%が展望できないこと、②足元で円高、株安の動きが出始めていることが、足元で改善傾向の景気回復を阻害するリスクを意識したためと思われる。

事前の市場予想では、追加緩和実施がほぼ100%予想されており、緩和策のオプションがいろいろ予想されていた。今回の決定内容はほぼ事前に予想されていた策の範囲内のもの。ETF、リートを購入金額を増やしたのは少しサプライズだったが、全体としてサプライズは演出できなかった。

市場では発表直後いったん株高、円安に振れたが、(2月に比べると)サプライズが小さい分、効果は長く続かず短時間で消化されてしまった。

来週には4月の米雇用統計、GW明けにはフランス大統領選挙、ギリシャ総選挙など控え、結果次第では円高が進み、株価下落となるリスクも意識せざるをえないと思われる。

| 時期 | 主な金融政策 | 備考 | |
|---------|---|---|--|
| 08年 10月 | 政策金利引き下げ(0.5%→0.3%) | | |
| | 12月 政策金利引き下げ(0.3%→0.1%) | | |
| 09年 12月 | 固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの導入(総額10兆円) | | |
| 10年 3月 | 固定金利オペの拡充(総額20兆円) | | |
| | 8月 固定金利オペの拡充(総額30兆円) | | |
| | 10月 実質ゼロ金利政策導入 時間軸政策導入 資産買い入れ基金創設(総額35兆円) | | |
| 11年 3月 | 基金5兆円増額(総額40兆円) | | |
| | 4月 | 被災地金融機関支援 | |
| | 6月 | 成長基盤強化支援で新たに貸出枠 | |
| | 8月 基金10兆円増額(総額50兆円) | | |
| | 10月 基金5兆円増額(総額55兆円) | | |
| | 11月 | ドル資金供給の拡大 | |
| 12年 2月 | 基金10兆円増額(総額65兆円) インフレ目標設定(消費者物価上昇率1%) | | |
| | 3月 | 成長基盤強化支援で新たに貸出枠 | |
| | 4月 | 基金5兆円増額(総額70兆円) 買入れ対象の長期国債の残存延長(1-2年以下 → 1-3年以下) | |

2. 2012-13 年度とも成長率、物価は上方修正、ただし、物価目標の1%には達せず

日銀は半年に一度の経済・物価情勢の展望（展望レポート）を公表した。

足元の国内景気について「なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」との認識を示した。

国内景気の先行きは「わが国経済は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、2012 年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。」との見通しを示した。

消費者物価の前年比については「今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い」との見通しを示した。

(図表)

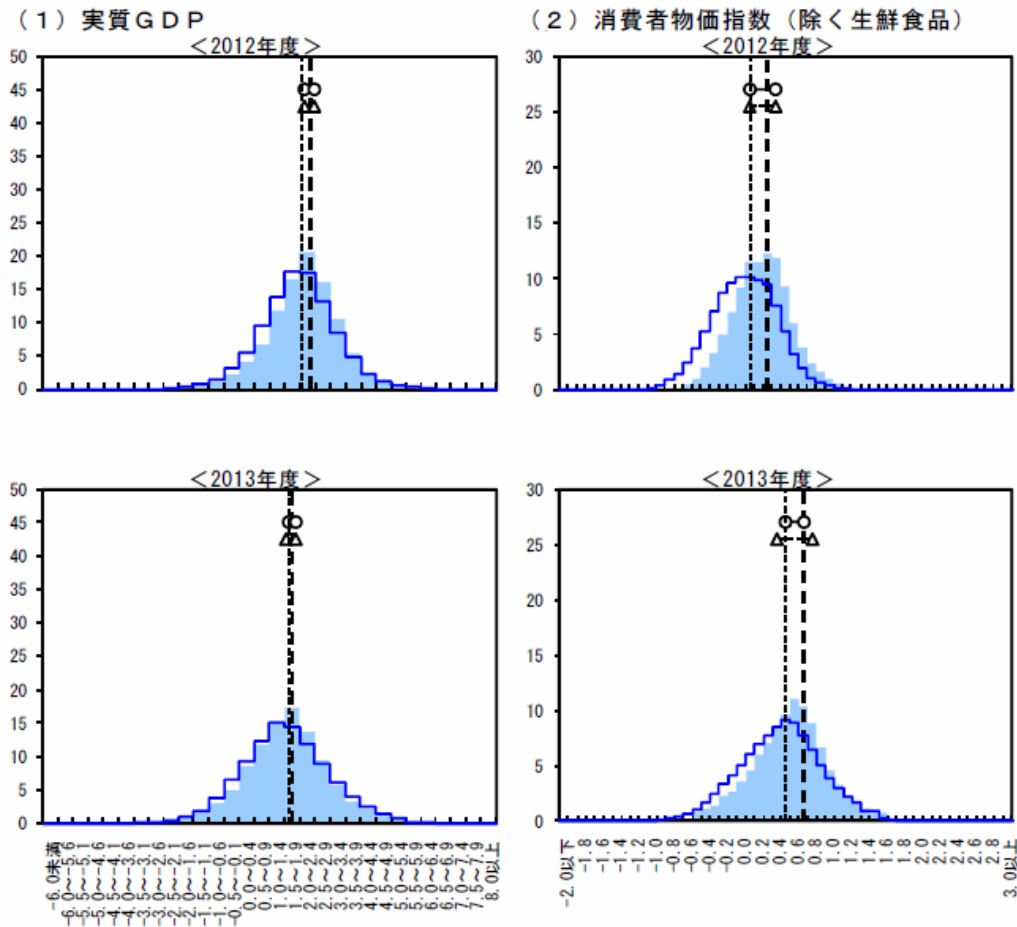
▽2011～2013 年度の政策委員の大勢見通し

——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～-0.2 <-0.2> | +1.7 | 0.0 |
| 1 月時点の見通し | -0.4～-0.3 <-0.4> | +1.8～+1.9 <+1.8> | -0.1～ 0.0 <-0.1> |
| 2012 年度 | +2.1～+2.4 <+2.3> | +0.4～+0.7 <+0.6> | +0.1～+0.4 <+0.3> |
| 1 月時点の見通し | +1.8～+2.1 <+2.0> | -0.1～+0.2 <+0.1> | 0.0～+0.2 <+0.1> |
| 2013 年度 | +1.6～+1.8 <+1.7> | +0.7～+0.9 <+0.8> | +0.5～+0.7 <+0.7> |
| 1 月時点の見通し | +1.4～+1.7 <+1.6> | +0.6～+1.0 <+0.8> | +0.4～+0.5 <+0.5> |

2012年度、2013年度の実質国内総生産（GDP）見通し、コアCPI見通しともに上方修正されている。コアCPIについては、2013年度0.7%と日銀の目標としているプラス1%には届いていない。

(図表) リスクバランスチャート



11年10月展望レポートとの比較

(図表) 景気・物価

| | 今回 (2012年4月) | 前回 (2011年10月) |
|----|--|---|
| 現状 | <p>わが国の経済は、リーマン・ショックからの回復の途上において、東日本大震災により再び大きく落ち込んだ後、昨年秋口までは、サプライチェーンの修復につれて、着実に持ち直してきた。その後、2011年度後半は、輸出や生産が海外経済の減速や円高の影響などを受け、景気は横ばい圏内の動きとなった。2011年度の成長率は、1月の中間評価時点の見通し通り、震災後の落ち込みを反映して、小幅のマイナスになったと見込まれる。最近の景気をみると、なお横ばい圏内にあるが、<u>前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。</u></p> | <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</p> |

| | | |
|----------|--|--|
| | | 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。 |
| 経済情勢の見通し | わが国経済の先行きを展望すると、 <u>新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、2012年度前半には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、輸出が増加基調に復するほか、復興需要の増加が公的需要・民間需要の両面で、年度を通じて景気の押し上げに寄与すると考えられる。こうしたもて、生産から所得・支出への波及メカニズムも徐々に強まるため、2012年度全体をみると、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、復興需要による景気押し上げ効果が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では幾分鈍化するものの、海外経済が高めの成長を続けるもて、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられる。 <u>1月の中間評価時点の見通しと比べると、2012年度および2013年度の成長率は、欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下し、市場環境がやや改善したことなどから、2012年度を中心に、幾分上振れて推移すると考えられる</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、 <u>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て、潜在成長率を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を続けると見込まれる。 消費者物価の前年比は、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の改善を反映して、 <u>今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。</u> <u>今回の消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、景気の見通しが幾分上方修正されており、その分、マクロ的な需給バランスの改善も見込まれるうえ、為替円高の修正や原油価格上昇の影響もあって、幾分上振れている</u> | 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を続けると見込まれる 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> |

(図表) 上振れ・下振れ要因

| | 今回 | 前回 (2011年10月) |
|---------|-------------------------|-----------------------------|
| 先行きの経済情 | ● 国際金融資本市場や国際商品市況の影響を含め | ● 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 |

| | | |
|----------|--|--|
| 勢 | <ul style="list-style-type: none"> た、海外経済の動向 ● 復興関連需要を巡る不確実性 ● 企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性 ● <u>わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題</u> | <ul style="list-style-type: none"> 動向 ● 海外経済の動向に関する不確実性 ● 復興需要に関する不確実性 ● 企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性 |
| 先行きの物価上昇 | <ul style="list-style-type: none"> ● 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ● 輸入物価の動向 | <ul style="list-style-type: none"> ● 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率 ● 輸入物価の動向 |

(図表) 2つの柱の前回比較

| | 今回 | 前回 (2011年10月) |
|------|---|--|
| 第一の柱 | <p>わが国経済は、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、<u>2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。</u></p> <p>消費者物価の前年比は、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の改善を反映して、<u>今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。</u>こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、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、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。</p> <p>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> |
| 第二の柱 | <p>景気面では、欧州債務問題に端を発するテイル・リスクは低下しているが、国際金融資本市場や海外経済を巡り、なお大きな不確実性が存在する。</p> <p>また、国際商品市況の一段の上昇が、交易条件の悪化に伴う実質購買力低下などを通じて、国内民間需要を下押しする可能性もある。さらに、復興関連需要については、今後の強まり方や経済効果などを巡る不確実性がある。</p> <p>この間、中長期的な成長期待については、成長力強化への取り組み次第では、上振れ・下振れ双方の可能性がある。財政の持続可能性確保へ向けた取り組みも、経済動向に大きな</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、上下双方に不確実性が大きい。中長期的な予想</p> |

| | | |
|------|---|---|
| | 影響を及ぼし得る。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある | 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 | <p>デフレ脱却に向けて適切な政策運営に努めていく。</p> <p>すなわち、第1に、日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないことを条件としている。この点、現時点において、過度に楽観的な期待に基づいて金融的な不均衡が生じているとは考えにくい。もっとも、政府債務残高が顕著に累増しているなかで、金融機関は多くの国債を保有しており、何らかのきっかけで、長期金利が上昇した場合、経済・金融に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要がある。こうした観点からは、金融政策の運営に対する信認を維持していくことが重要である。</p> <p>第2に、日本銀行としては、強力的な金融緩和の推進と併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から引き続き取り組んでいく。わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。こうした課題を克服し、新たな経済成長の基礎を築いていくためには、民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある。また、このような企業の前向きな活動を支えていくために、政府が環境整備に努めることや、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを行うことも、重要である。さらに、政府債務が対GDP比でみて先進国中最大となっているもとで、中長期的な財政の持続可能性をしっかりと確保していくことも不可欠である。このように、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である</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た。また、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、「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的な金融緩和の推進、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> |

(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。