

Economic Monitor

経済・物価見通しを上方修正する下で追加緩和を模索する日銀

日本銀行は経済・物価見通しを大幅に上方修正し、2011年度のインフレ率をプラスと予想。その一方で、白川総裁は追加緩和の理論武装を指示しており、次の一手は追加緩和となる模様。

日本銀行は本日、4月2度目の金融政策決定会合を開催し、金融市場調節方針(無担保コールレートを0.1%前後で推移するよう促す)や共通担保オペによる供給額(20兆円)を現行方針で据え置くとともに、半期に一度の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表した。

物価見通しを大幅に上方修正

展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)は、成長率が2010年度1.8%(1月時点1.3%)→2011年度2.0%(2.1%)、消費者物価指数は2010年度▲0.5%(▲0.5%)→2011年度0.1%(▲0.2%)となった。特に修正幅が大きいのは2010年度の成長率見通しと、2011年度のCPI見通しである。

2010年度の成長率見通しは、2009年度後半の高成長(10~12月期実績前期比3.8%、1~3月期当社予想5.9%)で2010年度の成長のゲタが切り上がることもあり、0.5%Pt上方修正された。また2011年度のCPI見通しも、2010年度の成長率見通し上方修正による需給ギャップ縮小と資源価格の上昇などが影響し、従来の▲0.2%から0.1%へと、わずかながらもプラスの領域に上方修正されている。なお、2010年度のCPI見通しは、0.5%Ptの押し下げ効果がある授業料無償化の影響を除いて示されている。そのため、総務省公表のCPI実績と日銀見通しは、2010年度についてリンクしない。

【4月展望レポートにおける政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数
2009年度		(▲2.2)	(▲5.2)	(▲1.6)
2010年度	4月	+1.6~+2.0 (+1.8)	+1.1~+1.5 (+1.3)	▲0.5~▲0.2 (▲0.5)
	1月時点	+1.2~+1.4 (+1.3)	▲0.5~▲0.4 (▲0.5)	▲0.6~▲0.5 (▲0.5)
2011年度	4月	+2.0~+2.2 (+2.0)	+0.5~+0.8 (+0.7)	▲0.1~+0.2 (+0.1)
	1月時点	+1.7~+2.4 (+2.1)	▲0.5~0.0 (▲0.4)	▲0.3~▲0.1 (▲0.2)

※括弧内は中央値。

今回示された日銀の見通しは、民間見通しと大きく違わない。問題は、その見通しを前提に日銀がどのような金融政策を行うかだが、展望レポートには「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」と記されるのみで、具体的なガイダンスはない。2010年度、2011年度と2年連続で潜在成長率を上回る高成長を掲げ、かつ2011年度の物価上昇水見通しも示しつつ、利上げ方向のガイダンスは何も記さないのだから、素直に解釈すれば、追加緩和はあり得ない一方で、引き締め方向への転換も見通せていないということになる。

次の一手は追加緩和か

しかし、次の一手は、追加金融緩和となる可能性が高い。今回の決定会合において「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、改めて報告」との執行部への「議長指示」が行われたためである。「議長指示」を噛み砕けば「経済と物価の見通しを上方修正する下でも、追加緩和を可能とする理論的根拠を固めろ」ということに違いない。理論的根拠が固まった時点で、日銀は追加緩和に踏み切る腹づもりなのだろう。しかし、追加緩和を本当にすべきか。

現在の日本経済にとって、「成長基盤の強化」が重要なことは論を待たない。ただ、それにどこまで中央銀行が関与すべきか。議長指示から連想されるのは、金融危機に際して行われた CP や社債等クレジット資産の買入（2009 年末で終了）や企業金融支援特別オペ（2010 年 3 月末）である。信用秩序の維持（日銀法 1 条 2）に責任を有する日銀が、金融危機という異常事態に、金融市場の機能不全を補うためにクレジット資産を対象に資金供給オペを行うことは正当化される。しかし、日銀自身が展望レポートで示したように金融市場が機能を概ね回復した下で、中央銀行のバランスシートを毀損する可能性の高いクレジットの領域に、日銀が再び足を踏み入れることは明らかに問題である。成長基盤強化のための資金供給は、まずは①規制緩和等による民間リスク資金の動きの活発化によるべきであり、公的部門による関与も②日本政策金融公庫などの公的金融機関により実施されるのが筋である。日銀が積極的に関与すべき領域ではない（また、技術的にも日銀がとりうる手段は限られる）。

しかし、政府側からのプレッシャーもあり、もう日銀は後には引けない。正直、追加緩和方法が何になるのか、現時点では分からない。ただ望むのは、将来に禍根を残さない方法での追加緩和になることである。

引き締め転換は遠のいたが・・・利上げは 2011 年度後半となる可能性

日銀の追加緩和がどのように行われるのかも五里霧中となった状況で、利上げ時期を議論するのはナンセンスとも言えるが、あえて利上げタイミングを推し量れば、2011 年 10 月の展望レポートにて 2012・13 年度の 2 年連続インフレ率 1%以上の見通しを示した後の 2011 年度後半になる可能性が高い。利上げに必要なのは、日本経済が「物価安定の理解」の中央値である 1%近傍のインフレ率の下で安定推移することの見通しを示すことだが（実績ではなく見通しで足りる＝フォワードルッキング）、安定推移を語るには 1 年では足りず、2 年が必要だろう。そうした観点から、まず候補となるのは今年 10 月の次回展望レポートで示される 2011 年度・2012 年度の 2 年間の見通しである。しかし、2010 年度後半の引き締め転換はファンダメンタルズ的にあり得ず、また 2010 年度前半に追加緩和を模索しつつ 2010 年度後半の利上げを展望することは、金融政策の波及ラグを考慮すればナンセンスである。加えて、2011 年度の CPI プラス見通しは砂上の楼閣であり、そもそも条件を満たさない可能性が高い。2011 年夏に行われる CPI の基準改定（2005 年度→2010 年度）において、前々回・前回の基準改定を参考にすると CPI 上昇率は 0.3～0.5%Pt 程度下方修正される可能性が高いためである。従って、2011 年度の CPI 上昇率は最終的にマイナスにもなりうる。CPI の基準改定は統計の歪みを排除し、インフレ率の真の姿を示すものであり、（今回除かれた授業料無償化の影響などと違って）無視は出来ない。そのため、日銀は、新しい 2010 年度基準 CPI において、日本経済が「物価安定の理解」の中央値である 1%近傍のインフレ率の下で安定推移することを示す必要がある。その条件が満たされるのは、2012・13 年度の 2 年連続インフレ率 1%近傍の見通しを示すことが可能となる、更に 1 年先の 2011 年 10 月の展望レポートになると考えられる。