

# Economic Monitor

## 3月追加緩和の可能性は低下したが...(1月の金融政策決定会合)

足元の経済情勢は概ね日銀の想定通りに推移しており、中間評価では成長率予想を据え置き。一方、日銀がインフレ率上方修正の要因とした国際商品市況の消費者物価への波及が、どの程度生じるかは不透明。社会保障問題の政治焦点化により、4月の統一地方選前に政治から追加緩和圧力が強まるリスクは低下。しかし、デフレ脱却は未だ展望できず、基金増額が今後検討される可能性は引き続き残存。

日本銀行は1月24~25日に今年最初の金融政策決定会合を開催し、市場予想通り、金融市場調節方針の据え置きを決めた。すなわち、無担保コールO/Nレート誘導目標を0~0.1%程度に、基金買入額は35兆円(=固定金利オペ30兆円+資産買入5兆円)に維持している。また、同時に発表した10月展望レポートの中間評価<sup>1</sup>では、成長率見通しを据え置く一方、消費者物価上昇率見通しは2011年度を若干上方修正した。

### 中間評価はインフレ予想を上方修正

展望レポートの中間評価では、2011年度以降の成長率を「概ね(10月の)見通しに沿って推移する」と据え置いた。但し、計数自体は若干下方修正されており、中央値で見ると2011年度は1.8%から1.6%へ、2012年度は2.1%から2.0%へ引き下げられた。2011年度0.2%Pt下方修正の理由に言及はないが、2010年度成長率が3.3%と上振れる反動が大きいと推測される。2010年度高成長について、ステートメントでは「過去の実績値の改訂もあって」とのみ説明されているが、10~12月期の個人消費がエコポイント駆け込み需要により想定を上回った影響も含まれると考えられる。エコポイント消費は需要先食いの部分が大きいため、2010年度高成長の反動が2011年度に生じ、成長率の下方修正要因となる。

成長率とは逆に、CPI上昇率予想は2011年度が0.1%から0.3%へ引き上げられた。2012年度予想は0.6%で変わらない。予想引き上げの理由としては「国際商品市況高の影響」が挙げられている。先行きの物価上振れリスクに関する表記が、12月決定会合の「新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇」から「新興国・資源国の高成長を背景とした国際商品市況の一段の上昇」へ微妙に変更されたことも踏まえると、国際的な農産物価格の上昇がCPI予想上方修正の理由と考えられる。そうした農産物価格上昇によるインフレ率押し上げは、新興国や米国で確認でき、特に新興国では金融引き締めの一因となっている。しかし、デフレの続く日本で、そうした輸入価格の上昇がどの程度CPIに波及するかは不透明であり、日銀の見込むほど

【1月中間評価における政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2010年度	1月	+3.3~+3.4	+0.5~+0.6	▲0.4~▲0.3
	中間評価	(+3.3)	(+0.5)	(▲0.3)
10月	展望レポート	+2.0~+2.3	+0.7~+0.9	▲0.5~▲0.3
		(+2.1)	(+0.9)	(▲0.4)
2011年度	1月	+1.4~+1.7	+0.7~+1.2	0.0~+0.4
	中間評価	(+1.6)	(+1.0)	(+0.3)
10月	展望レポート	+1.5~+1.9	+0.4~+0.7	0.0~+0.3
		(+1.8)	(+0.5)	(+0.1)
2012年度	1月	+1.9~+2.2	+0.5~+0.8	+0.2~+0.8
	中間評価	(+2.0)	(+0.7)	(+0.6)
10月	展望レポート	+2.0~+2.4	+0.3~+0.8	+0.2~+0.8
		(+2.1)	(+0.6)	(+0.6)

括弧内は政策委員見通しの中央値。

<sup>1</sup>日本銀行は4月と10月に展望レポートを公表し、その中間評価を7月と1月に行っている。

には CPI 上昇率が高まらない可能性が高いと考えられる。ちなみに、民間エコノミストのコンセンサス (ESP 調査) は 1 月時点で ▲0.2% である。

## 基準改定を加味するとインフレ率予想は 2011 年度 0.3% 前後

今年 8 月には CPI 統計の 2010 年基準への基準改定が行われる (従来は 2005 年基準)。その基準改定の CPI 上昇率に及ぼす影響は、①指数のリセット効果 (指数が 100 に戻る効果)、②ウェイト効果 (消費支出ウェイトの変化)、③品目改廃やモデル式変更要因、に分類される。このうち③は現時点で押し測りがたいが、①は固定基準年方式と連鎖方式の違いから 0.4%Pt 程度と推測され、②も加味すると 合計で 0.6%Pt 前後の下方修正になる可能性が高い。そうした 下方修正を加味すると、日銀の CPI 上昇率予想は 2011 年度 0.3% 2012 年度 0.0% となり、2011 年度も CPI 上昇率はマイナスのままである。

## 1~3 月期追加緩和の可能性は後退

追加緩和の可能性を考える上では 景気動向、デフレ脱却、政治動向の三つが重要である。まず、①の景気動向を見ると、現状判断において、輸出が「横ばい圏内」から「やや弱め」に修正された。しかし、先行き見通しにおいて「わが国経済は・・・景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し」とし景気再加速のタイムフレームを初めて示したことや、中間評価での成長率予想据え置きを踏まえると、足元の景気動向は概ね日銀の予想通りに推移していると判断できる。景気動向からは追加緩和の必要性は窺われない。一方、②のデフレについては、2011 年度のインフレ率予想こそ上方修正されたが、8 月の基準改定まで含めるとデフレ脱却については物価安定の理解にあるインフレ率 1% が視野に入ったとはとても言い難い。従って、物価動向は引き続き追加緩和要因となりうる。③について従来当社は、4 月の統一地方選を控えて 1~3 月期に追加緩和方向の政治圧力が強まると考えてきた。しかし、増税を含めた社会保障制度改革に政治の焦点が集まることにより、日銀に対する政治圧力はそれほど強まらない可能性が出てきた。加えて、日銀シンパの与謝野氏が経済財政担当大臣に就任したことも、日銀にとって多少の追い風となりうる (与謝野氏の政権内での影響力は極めて不透明ではあるが...)。

以上を踏まえると、潜在的な追加緩和圧力は残存するが、1~3 月期に追加緩和が行われる可能性は従来に比べ低下したと判断できる。但し、デフレ脱却が未だ展望できず、政府が掲げる 2011 年度中の CPI プラスが少なくとも新基準では極めて困難なこと、基金による資産買い入れが早いペースで進捗していることなどを踏まえると、早ければ 3 月、遅くとも遅くとも夏前には基金増額の検討が行われる可能性は否定出来ないだろう。