



# Economic Monitor

## 4月展望レポートの予想 ～ 大震災に関する日銀分析

4月展望レポートでは、2011年度成長見通しの下方修正とインフレ見通しの上方修正が示される見込み。但し、大震災後という特殊な状況であるため、見通し自体よりも日本最大の陣容を誇る機関による大震災後の経済動向分析という点こそが重要。

日本銀行は4月28日に、4月二度目の金融政策決定会合を開催し、経済や物価情勢の先行き及び金融政策の方針を示す、半期に一度の「経済・物価情勢の展望」(いわゆる展望レポート)を公表する。本来は、金融政策の方針こそが重要であり、前者の経済分析及び見通しはその前提に過ぎない。しかし、大震災後の日本経済においては、既に当社レポートなどでも説明したように、大震災からの復旧状況、夏場の電力供給制約の程度とそれへの対応、原子力発電所問題に関する状況が刻々と変化している。大震災後という特殊な状況での日本経済の先行きを予想するためには、正確な現状把握こそが最も重要であり、その点において支店網と多数のスタッフを有し、日本最大のリサーチ機関である日本銀行の分析は傾聴に値する。今回の展望レポートは、日本最大のリサーチ機関が、大震災後の日本経済に関する現状把握と先行きに対する考えを示す点こそが重要だろう。

大震災後の状況が刻々と変化している現状で、日銀政策委員はギリギリまで最新の情報を収集し、経済見通しを作成するはずである。そのため、本稿の執筆時点において審議委員が示す見通しを予想することは難しい(例えば、東京電力による夏場の電力供給見通しも日々揺れ動いている)。ただし、先行きの金融政策を考える上で、日本銀行の描く経済の姿を予め想定しておくことは無意味ではないだろう。また、日銀への取材に基づく各メディアによる観測記事<sup>1</sup>や白川総裁の14日のNY講演<sup>2</sup>などから察するに、4月一回目の金融政策決定会合において示されたステートメントから、経済見通しに関して定性的に大きな変化はなさそうである。

4月7日のステートメントでは、景気判断が「震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある」へ下方修正されており、2011年度成長率予想の下振れは確実である。しかし「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...緩やかな回復経路に復していく」との回復シナリオも維持されており、2011年度成長率が従来予想の1.6%から一気にマイナス圏まで転落することもなさそうである。当社では、4月展望レポートにおける政策委員の成長率予想(中央値)を2011年度0.8%(1月中間評価1.6%)、2012年度2.5%(同2.0%)と見込んでいる。なお、2012年度の成長加速には供給制約の緩和と消費需要の回復、復興投資の本格化が寄与する。一方、CPI上昇率については、白川総裁が記者会見で「財によってはボトルネック...短期的には物価が少し上がる要素」、「国際商品市況がさらに上昇...物価は上昇していく要素」と述べていることから、若干の上方修正が施される可能性が高い。当社ではCPI上昇率予想について2011年度0.4%(1月中間評価0.3%)、2012年度0.6%(同0.6%)への上方修正を見込んでいる。なお、共に現行2005年基準である<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 日本経済新聞が8日朝刊で、Bloombergは18日に、ロイターは19日に展望レポートに関する観測記事を示している。

<sup>2</sup> 「東日本大震災：社会の頑健性と復興に向けた意思」白川総裁、ニューヨーク、Apr 14, 2011

<sup>3</sup> 8月には2010年基準への改訂が予定されているが、当社では改訂の影響を0.6ポイント程度と考えている。

金融政策の方針に関しては、大震災後の脆弱な経済情勢などを踏まえ、粘り強い緩和姿勢が引き続き強調される見込みである。なお、Bloomberg 報道にあったように、審議委員の交代(須田 白井)を受け、「物価安定の理解」に関する従来の「委員の大勢は1%程度を中心と考えている」との表現が微修正される可能性があるだろう。

4月28日の決定会合において、追加の金融緩和措置が講じられることはないと考えている。日本銀行は供給制約が需要自体を押し下げるリスク、つまり被災による工場毀損やサプライチェーン途絶、電力供給制約による生産低迷という供給制約が、雇用所得環境や消費マインドの悪化を通じて個人消費などの最終需要を下押しするリスクが高まれば、追加緩和に踏み切ると考えられる。しかし、4月に入ってからの百貨店販売や飲食店販売の復調報道などを参考にする限り、消費者の支出意欲は3月対比では改善傾向にあり、日本銀行が4月に追加緩和措置を講じる可能性は低いだろう。

#### 【4月展望レポートの予想】

|        |              | 実質GDP                 | CPI                   |
|--------|--------------|-----------------------|-----------------------|
| 2011年度 | 4月<br>展望レポート | +0.2 ~ +1.2<br>(+0.8) | +0.1 ~ +0.6<br>(+0.4) |
|        | 1月<br>中間評価   | +1.4 ~ +1.7<br>(+1.6) | 0.0 ~ +0.4<br>(+0.3)  |
| 2012年度 | 4月<br>展望レポート | +2.2 ~ +2.7<br>(+2.5) | +0.2 ~ +0.8<br>(+0.6) |
|        | 1月<br>中間評価   | +1.9 ~ +2.2<br>(+2.0) | +0.2 ~ +0.8<br>(+0.6) |

括弧内は政策委員見通しの中央値。

当社は成長率を2011年度0.6% 2012年度2.4%、  
CPI上昇率を0.4% 0.3%と予想している。