

# Economic Monitor

## インフレ見通しは強気も引き締めを意味せず(4月展望レポート)

西村提案はサプライズ。需要側の落ち込みが明らかとなれば、西村提案が執行部提案に切り替わり、追加緩和が行われる可能性あり。2011年度の実質GDP成長率予想は、日本最大のリサーチ機関の予想として尊重すべきだが、インフレ予想はやや供給制約を重視し過ぎとの印象。

日本銀行は本日、4月二度目の金融政策決定会合を開催した。西村副総裁が現行40兆円の基金を5兆円増額し45兆円とする提案を行ったが、西村副総裁を除く全員の反対により否決されている。その結果、金融政策に変更はなく、政策金利である無担保コールレートは0~0.1%に、基金による買入額も40兆円に据え置かれた。なお、前回4月6~7日の決定会合において検討が指示された「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」及び「被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和」については詳細が決定され、公表されている。

執行部の一翼を担う副総裁が独自提案を行い、かつそれが否決されるのは、新日本銀行法の下では初めてである。西村副総裁が追加緩和の独自提案に踏み切った理由は、現時点で明らかではない。ただ、4月21日の横浜での講演において西村副総裁は「先行き不透明感の高まりで企業の投資意欲や家計の購買意欲が減退し、設備投資や個人消費を全般的に下押ししている」と指摘しており、サプライチェーン途絶などによる供給側の制約のみならず、需要面でも日本経済が大きく落ち込むリスクが高まっていると判断して、追加金融緩和の提案に踏み切ったものと推測できる。西村副総裁以外の審議委員は、4月に入り日本全体で自粛ムードが幾分薄れていることなどを踏まえ、需要が落ち込むリスクは低下したと判断して、西村提案を否決したものと考えられる。しかし、需要低迷に関するリスクは今回公表された展望レポートでも言及されており、今後の統計やヒアリングにおいて需要側の支出意欲低下が明らかとなれば、次回会合では西村提案が執行部提案となり、可決される可能性も十分にあるだろう。

西村総裁による独自提案というサプライズはあったが、本日の会合における主たる目的は、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)の策定である。今回の展望レポートにおけるポイントは2つある。一つは政策委員による経済見通し、もう一つは物価安定の理解の見直しである。

新たな実質GDP成長率予想は2011年度0.6%、2012年度2.9%、CPI上昇率予想は2011年度0.7%

2012年度0.7%である。日本銀行は大震災後の日本経済及び産業動向について最も情報を有している機関の一つであり、彼等による2011年度の成長率予想は比較的信頼度が高い見通しとして尊重すべきであろう(但し、2012年度は日銀自身が言うように海外・国内共に不透明性が極めて高く、相当の幅をもって考える必要がある)。一方、消費者物価伸び率につ

【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	CGPI	CPI
2011年度	4月 展望レポート	+0.5~+0.9 (+0.6)	+1.6~+2.6 (+2.2)	+0.5~+0.8 (+0.7)
	1月 中間評価	+1.4~+1.7 (+1.6)	+0.7~+1.2 (+1.0)	0.0~+0.4 (+0.3)
	4月 展望レポート	+2.7~+3.0 (+2.9)	+0.3~+0.7 (+0.6)	+0.5~+0.7 (+0.7)
2012年度	1月 中間評価	+1.9~+2.2 (+2.0)	+0.5~+0.8 (+0.7)	+0.2~+0.8 (+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。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

いては幾分強気との印象を受ける。原油価格想定が1月中間レポート段階とは異なるため上方修正は必至だが、供給制約が物価上昇に繋がるメカニズムを重視している模様である。しかし、その一方で、展望レポート自体が触れているように需要減少の影響も考慮する必要がある。今回の予想で気になるのは不透明性が高いと再三再四、展望レポートの中で強調しておきながら、GDP成長率とCPI上昇率ともに予想レンジが極めて狭い点である。これだけ不確実性が高いのであれば2011年度についてマイナス成長を予想する政策委員が存在しても不思議ではない（政策委員全員の2011年度見通しのレンジも0.5~1.0%に留まる）。あまりに複雑な状況のために、執行部や事務局の提示したシナリオが、そのまま政策委員から受け入れられたのではないだろうか。政策委員が一体であることはある意味で望ましいが、多様性がないという点においてリスクでもある。

第二のポイントである「中長期的な物価安定の理解」は、前回までの「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」から「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である」へ変更された。「委員の大勢」や「考えている」との文言が削除されたことで、政策委員ひいては日本銀行としての「中心は1%程度」との判断が鮮明になっている。擬似インフレターゲットとしての「物価安定の理解」の位置づけが、より鮮明になったと言えるだろう。中長期的な物価上昇率を1%程度に誘導していくとの金融政策スタンスが、明確化されていくことを期待する。

今回の展望レポートにおけるインフレ見通し（2011年度0.7% 2012年度0.7%）は2012年度後半にインフレ率が1%を超える可能性を示唆するものである。従って「物価安定の理解」という観点に絞れば、2012年度や2013年度の利上げが視野に入ってくる。しかし、大震災直後という特殊な状況であるため、今回のインフレ見通しをもって日本銀行による利上げ時期予想を行うことは正しくないだろう。当面は粘り強い金融緩和の継続こそが肝要であり、日本銀行も同様の方針と考えられる。