

Economic Monitor

据え置かれた 2012 年度見通しにこそ大きな不確実性 (7月の日銀金融政策決定会合)

日本銀行は 2011 年度の成長率見通しを若干引き下げたが、年度後半には緩やかな回復経路に復するとのシナリオは不変。一方、2012 年度成長率見通しは据え置きだが、電力供給制約の下で下振れリスクが高まりつつある。CPI 予想は 2011・2012 年度共に 0.7%だが、基準改定の影響を加味すればマイナス圏からは脱せず、日本経済のデフレ脱却は遠い。

日本銀行は 7 月 11～12 日に金融政策決定会合を開催し、政策金利である無担保コールレートの 0～0.1% 維持と基金による買入額の 40 兆円据え置きを決定した。また、4 月展望レポートの中間評価も行き、2011 年度の成長率見通しについて 4 月時点の 0.6% (大勢見通しの中央値) から 0.4% へ下方修正した。なお、2012 年度の成長率見通しの 2.9% 及び CPI 上昇率見通し (2011 年度と 2012 年度共に 0.7%) については据え置いている¹。なお、CPI 上昇率見通しは 2005 年基準である。

2011 年度成長率の下方修正は、日銀自身がステートメントで「2011 年度の成長率については、震災直後の落ち込みが大きかったことが影響」と述べている通り、3～5 月の落ち込みに対応しての微修正に留まる。すなわち、先行きについては「本年度後半には緩やかな回復経路に復していく」との見通しを変更していない。2011 年度の成長パス、特に 4～6 月期の落ち込み及び 7～9 月期のリバウンドの程度については、輸出や生産の回復や復興投資のテンポに大きく依存し、上下両方向に不確実性が特に大きいため、現時点で成長率見通しの修正を性急に行う必要があったかは疑問が残る。なお、当社では 2011 年度成長率を 0.6% と予想しているが、現時点で修正の必要はないと判断している。

一方、下方修正の議論が今後活発化すると考えられるのは、2012 年度の成長率見通しである。日銀自身がリスク要因として掲げる「電力の供給制約」について、政治混乱により不透明感が高まっているためである。白川総裁も記者会見において言及しているが、電力供給制約が 2012 年度にかけて生産や輸出増加の足枷となるのみならず、電力コストの上昇や供給の不安定化を通じて企業の拠点立地行動にも大きな変更を迫ることになれば、設備投資の抑制のみならず様々な経路を通じて日本経済の潜在成長率を押し下げかねない。

CPI 上昇率見通しについては、2011 年度と 2012 年度が共に 0.7% で据え置かれた。但し、8 月に行われる 2005 年基準から 2010 年基準への移行に伴い 0.8%Pt 強の下方改訂²となる可能性が高い。そのため、2010 年基準で見れば、マイナスの伸びが

【7月中間評価における政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2011年度	7月 中間評価	+0.2～+0.6 (+0.4)	+2.2～+2.5 (+2.4)	+0.6～+0.8 (+0.7)
	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)
2012年度	7月 中間評価	+2.5～+3.0 (+2.9)	+0.5～+0.9 (+0.6)	+0.6～+0.7 (+0.7)
	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)

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2.5%、

CPI 上昇率を2011年度0.5% 2012年度0.3%と予想している。

¹ CGPI 上昇率見通しについては 2011 年度が 4 月時点の 2.2% から 2.4% へ上方修正された。

² 従来は下方改訂を 0.6%Pt 程度と予想していたが、総務省による 7 月 8 日のウェイトやモデル式などの公表を踏まえ、修正した。詳細は 7 月 19 日付 Economic Monitor 「消費者物価指数基準改定の影響は 0.8%ポイント強に (改訂版)」を参照頂きたい。

続き、デフレ脱却に程遠いばかりか、日本銀行の擬似インフレターゲット（物価安定の理解の中央値）である1%も大きく下回る状況が継続する。

以下、ステートメントの変更点を見ていく。

まず、景気判断は、5月「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」が、6月の「震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている」を経て、7月は「震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している」へと上方修正された。生産活動が「供給面の制約が和らぐ中で、このところ持ち直しの動きが明確」になり、それを受けて輸出は「増加に転じている」との判断がその根拠である。加えて、国内民間需要に関する「家計や企業のマインドが幾分改善するもとで、持ち直しつつある」との見方も景気判断修正の背景の一つである。なお金融環境については、6月は中小企業での資金繰りの厳しさを強調していたが、7月は「総じて緩和の動きが続いている」との認識を前面に出し、判断を幾分引き上げた。

先行き見通しについて変更がない一方で、大幅な修正が施されたのがリスク要因についての記述である。6月のステートメントでは「震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性」として、漠然と広義のリスク要因を指摘していた。それが7月はサプライチェーンに関する懸念は「減じている」とする一方で「震災の家計マインド等を通じる影響」として需要面での不確実性を取り上げ、更には前述の通り「やや長い目でみた電力の供給制約」についても言及している。なお、5月以降の原油価格下落などを踏まえて、「国際商品市況の上昇」に関する言及は削除された。