

日本銀行は見通し下方修正も未だ強気（10月展望レポート）

日本銀行は、基金増額と貸出増加支援の追加緩和を行った上で、2014年度中の「目途」到達を示唆する展望レポートを公表。しかし、見通しはなお強気であり、2014年度中のインフレ率1%到達は困難と考えられ、将来的に日本銀行は追加対応を迫られる可能性が大。

日本銀行は10月30日に、10月二回目の金融政策決定会合を開催し、追加金融緩和を決定するとともに半年に一度の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を決定・公表した。

リスク性資産を含む基金増額と貸出増加のための資金供給を決定

まず、決定された追加金融緩和の内容は、資産買入等の基金の11兆円増額（80兆円→91兆円）と、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設、の二つである。前者の11兆円増額の内訳はa)長期国債5兆円、b)国庫短期証券5兆円、c)ETFや社債、REITなどのリスク性資産1兆円程度とされた。なお、長期国債については、2013年末までの残高達成期限は変わらないため、来年の買入ペースがこれまでの半期5兆円から半期7.5兆円へ加速することになる。また、後者の資金供給は、基準時点からの民間向けネット貸出増加額に対して共通担保貸付を通じて上限を定めず（無制限）最長4年間行われる。

政府と日銀の連名文書は共通認識の再確認に過ぎず

追加緩和と同時に、日本銀行は政府（内閣府、財務省）と連名で「デフレ脱却に向けた取り組みについて」と題する文書も公表した。しかし、文書は、政府と日本銀行の協定（アコード）というほどの内容ではなく、政府と日銀が「共有している認識を改めて明確に示」したものに過ぎない。これまで一方的に政府から追加対応を求められるだけだった日本銀行にとって、政府の政策対応コミットメントを引き出したという点では新たな一歩かもしれないが、記載されている内容に目新しさはない。

2012・2013年度成長率見通しを下方修正

次に、上述の追加緩和措置及び政府側の対応を加味した上で示された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を概観する。展望レポートに示された日本銀行の政策委員による見通し（中央値）では、成長率が2012年度について7月中間評価の2.2%から1.5%へ、2013年度は1.7%から1.6%へ引き下げられた上で、2014年度は新たに0.6%と予想された。但し、今回から、見通し計数には、消費税率引き上げの影響（日銀試算）が2013年度+0.3%Pt、2014年度▲0.7%Pt含まれているため、単純に修正すれば2013年度は1.7%から1.3%への下方修正、2014年度は1.3%成長の見通しとなる¹。

【10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
2012年度	10月 展望レポート	+1.4~+1.6 (+1.5)	▲1.2~▲0.9 (▲1.1)	▲0.1~▲0.1 (▲0.1)
	7月 中間評価	+2.2~+2.4 (+2.2)	▲0.3~0.0 (▲0.2)	+0.1~+0.3 (+0.2)
2013年度	10月 展望レポート	+1.3~+1.8 (+1.6)	+0.1~+0.7 (+0.5)	+0.2~+0.6 (+0.4)
	7月 中間評価	+1.6~+1.8 (+1.7)	+0.6~+0.8 (+0.6)	+0.5~+0.7 (+0.7)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	-	-
2014年度	10月 展望レポート	+0.2~+0.7 (+0.6)	+3.7~+4.4 (+4.2)	+2.4~+3.0 (+2.8)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	+0.8~+1.5 (+1.3)	+0.4~+1.0 (+0.8)

1括弧内は政策委員見通しの中央値。

2成長率見通しに関する消費税率引き上げの影響を除いたケースは当社による単純試算。

¹ ゲタの議論もあるため、本来は、単純試算は出来ないと考えられる。

下方修正後も日本銀行は強気

2012 年度及び 2013 年度の見通し下方修正は「海外経済の減速した状態が強まっている」ことを受けて、日本経済が現在の横ばい状態から脱する時期の後ずれを織り込んだものである。当社も、世界経済減速と日中問題により 7～9 月期の GDP 成長率が大幅なマイナスに転じる見込みとなったことを踏まえ、2012 年度及び 2013 年度成長率見通しの引き下げを予定している²。但し、日銀見通しは下方修正後でも、追加緩和措置を加味した後でも、2013・2014 年度について幾分強気に思われる。特に 2014 年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減により、マイナス成長へ転じる可能性があるだろう。

2014 年度中のインフレ率 1%到達を視野に

消費者物価上昇率は、2012 年度が 7 月中間評価の 0.2%から▲0.1%へ、2013 年度は 0.7%から 0.4%へ引き下げられた後、2014 年度は 2.8%と予想されている。2014 年度には、消費税率引き上げの影響（日銀試算）が 2.0%Pt 含まれるため、除いたベースでは 0.8%となり、2014 年度内に「物価安定の目途」である 1%到達が視野に入っている内容と言える。しかし、この 2014 年度のインフレ率見通しは相当に強気なものと言えるだろう。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も踏まえれば、2014 年度のインフレ率は、消費税率引き上げの影響を含まないベースで 2013 年度よりむしろ低下し、ゼロ近くにとどまる可能性が高いと考えられる。

なお、白川総裁は決定会合後の記者会見において、佐藤委員と木内委員が展望レポートの「消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して、それが見通せるようになるまで…強力に金融緩和を推進」という部分と「2014 年度には、当面の『中期的な物価安定の目途』である 1%に着実に近づいていく」という部分について反対したことを明らかにしている。二委員の反対は、当社と同様の 2014 年度中のインフレ率 1%到達が難しいという判断と、目指すべきインフレ率が 1%より 2%が望ましく、そこまで金融緩和を続けるべきとの判断に基づくものと推測される。

2014 年度目途達成は困難であり日銀は追加緩和を求められる可能性大

日本銀行は、9 月及び 10 月の 2 ヶ月連続での追加緩和措置により、日本経済の回復時期が後ずれする下でも、2014 年度中に「物価安定の目途」である 1%到達は可能との判断をメインシナリオに据え、新たな展望レポートを示した。しかし、既に述べたように、2013～2014 年度に関する日本銀行の成長率見通しは幾分強気であり、2014 年度中に 1%の「目途」到達を予想するインフレ率見通しも楽観的なものと、当社は判断している。従って、2014 年度中のインフレ率 1%到達が困難であることが明らかになるにつれて、日本銀行は更なる追加緩和措置を迫られる可能性が高いだろう。

なお、今回の金融緩和措置について、金融市場は失望による円高と株安で応えた。従前のメディア報道を受けて資産買入増額 10 兆円が今回会合では最低ラインとなっており、日本銀行は最低ライン＋アルファを決定したとは言える。しかし、そのアルファの主力が上述の「貸出支援措置」であったため、市場では失望を招いたのだろう。貸出支援措置の拡充により金融機関が新たな資金需要を開拓するとの判断に基づく政策対応と考えられるが、資金需要が乏しい故に金融機関が運用ポートフォリオに占める国債残高を積み増している現状で、貸出支援措置の実効性は正直疑わしいと言わざるを得ない。

² 31 日に 7～9 月期 1 次 QE 予想を公表し、その中で 2012・2013 年度見通しの修正については概略を示す予定である。