Apr 30, 2014　No.2014-055　伊藤忠経済研究所

Economic Monitor

所　長　三輪裕範　03-3497-3675　miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員　丸山義正　03-3497-6284　maruyama-yo@itochu.co.jp

日本銀行は追加金融緩和に関するハードルを大幅に引き上げ

日本銀行は、2014 年度に関して成長率見通しを明確に下方修正する一方、インフレ見通しを据え置き、成長率が想定より多少下振れしても、2%インフレ見通し達成に向けた蓋然性が容易には低下しない旨を示唆。今回の示唆により、追加金融緩和の実施に必要となる経済情勢下振れのハードルは大幅に上昇。

2015 年度から 2016 年度に 2%インフレ目標を達成する旨の見通し

日本銀行は、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した。展望レポートは政策委員会及び金融政策決定会合において検討した経済及びインフレの見通し、並びに金融政策運営の考え方を示すものである。展望レポートでは、成長率及びインフレ率の見通しが最も注目されるが、中でも、今回は、新たに示された **2016 年度見通しにおいて、消費税率引き上げの影響を除いたベースでの消費者物価上昇率（除く生鮮食品）が政策委員の大勢見通しがレンジで 1.0～2.2%、中央値において 2.1%**と示された点が目を引く。2014 年度のインフレ見通しは 1.3%、2015 年度は 1.9%と従来から不変であり、**2015 年度から 2016 年度に日本銀行が掲げるインフレ目標である 2%を達成**される旨が見通されている（展望レポートでは「見通し期間の中盤頃に…実現」と表現）。

成長率見通しを民間想定に近いところへ下方修正する一方、インフレ見通しを据え置き

こうしたインフレ目標達成を示唆する内容の展望レポートの公表は、インフレ目標達成に対する自信を繰り返し強調してきた黒田総裁発言に照らし、既定路線であり、新たなメッセージはない。寧ろ重要なのは成長率見通しの下方修正であり、更に言えば成長率見通しの下方修正にも関わらず、インフレ見通しを据え置いた点と判断される。**実質 GDP 成長率見通しは、2013 年度が 2.7%から 2.2%へ、2014 年度は 1.4%から 1.1%へ、ともに明確に下方修正**された。なお、2015 年度の成長率見通しは 1.5%で据え置き、今回初めて公表された 2016 年度は 1.3%である。

先に結論を言えば、成長率見通しの明確な下方修正にも関わらず、インフレ見通しを据え置いたことで、日本銀行は、当面少なくとも 2014 年度前半における追加金融緩和のハードルを大幅に引き上げたと言える。**2013・2014 年度における成長率見通しの下方修正とインフレ見通しの据え置きの組み合わせについて、日本銀行は①労働需給の引き締まりと②中長期的な予想物価上昇率が実際の賃金・物価形成に影響を与え始めている点の二つを理由に挙げ、経済全体の需給ギャップの変動に対するインフレの反応を従来より緩慢なものへ修正**した。加えて、当社を含め民間の多くは、2014 年度の成長率見通しを 1%未満と想定しているが、今回の日本銀行の 1.4%から 1.1%への見通し下方修正により、両者の乖離は大幅に縮小した。

追加緩和に必要な景気下振れのハードルを大幅に引き上げ

こうした二つの点を勘案すると、**追加緩和に必要となる 2014 年度前半の経済動向のハードルは大幅に引き上げられた**と判断される。従来、当社では、4～6 月期の落ち込みが日銀想定より厳しく、7～9 月期に向けた回復テンポが緩慢との経済見通し（当社の 2014 年度成長率予想は 0.5%）を前提として、「将来のインフレ目標達成の可能性が低下するため、早ければ 7 月にも日本銀行は追加金融緩和へ踏み切る」可能性が高いと考えてきた。しかし、今回の展望レポートを踏まえると、**2014 年後半に日本銀行が追加緩和**

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。

へ踏み切るためには、そうした経済の下振れ度合いでは足りず、6 月に至っても 7～9 月期に向けた持ち直しの動きがほとんど見られないといった経済動向、例えば 2014 年度の成長率見通しがマイナスへ転落するような下振れリスクの高まりが必要になると考えられる。そうした景気低迷のリスクの高まりに対しては、日本銀行は 7 月にも追加緩和へ踏み切るだろう。

2014 **年度前半の経済動向が当社見通し程度への下振れとなった場合にも、将来の追加緩和が排除される訳ではない**。但し、展望レポートを踏まえると、その場合に追加緩和へ至るには、**成長率の下振れだけでは足りず、インフレ率が「しばらくの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向を辿」るとする見通しに対する下振れリスクが顕在化するまで待つ必要**がある。そのため、**想定される追加緩和の時期は「早ければ 7 月」から「2014 年度終盤（2015 年 1～3 月期）」へ後ずれ**する。

輸出下振れの理由に関する論点

金融政策運営の論点からは若干離れるが、今回の成長率見通しの下方修正に関しては、他にも注目すべき論点が存在する。2014 **年度の成長率見通しの下方修正について、日本銀行は「新興国経済のもたつき」を主因とする「輸出の回復の後ずれ」を主因として指摘**した（これは 2013 年度の下方修正に関しても同様と推測できる）。ここでの論点は、**輸出の低迷が日本銀行の言う「後ずれ」程度で済むのか、それとも日本銀行自身が不確実性の一つとして指摘している「海外生産移管の拡大といった構造的な要因」の影響の方が大きく、「後ずれ」では済まないか**である。当社が従来から指摘するように、後者の「海外生産移管の拡大といった構造的な要因」の影響の方が大きい場合には、輸出の回復は「後ずれ」では済まず、今回の展望レポートにおいて 2013 年度と 2014 年度の成長率見通しが下方修正されたのと同様に、**いずれ** 2015 **年度以降の成長率見通しも引き下げられるリスク**が存在すると言える。

▽2013～2016 年度の政策委員の大勢見通し

――対前年度比、%。なお、＜　＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質ＧＤＰ	消費者物価指数（除く生鮮食品）	消費税率引き上げの影響を除くケース
2013 年度	＋2.2～＋2.3 ＜＋2.2＞	＋0.8	
1 月時点の見通し	＋2.5～＋2.9 ＜＋2.7＞	＋0.7～＋0.9 ＜＋0.7＞	
2014 年度	＋0.8～＋1.3 ＜＋1.1＞	＋3.0～＋3.5 ＜＋3.3＞	＋1.0～＋1.5 ＜＋1.3＞
1 月時点の見通し	＋0.9～＋1.5 ＜＋1.4＞	＋2.9～＋3.6 ＜＋3.3＞	＋0.9～＋1.6 ＜＋1.3＞
2015 年度	＋1.2～＋1.5 ＜＋1.5＞	＋1.9～＋2.8 ＜＋2.6＞	＋1.2～＋2.1 ＜＋1.9＞
1 月時点の見通し	＋1.2～＋1.8 ＜＋1.5＞	＋1.7～＋2.9 ＜＋2.6＞	＋1.0～＋2.2 ＜＋1.9＞
2016 年度	＋1.0～＋1.5 ＜＋1.3＞	＋2.0～＋3.0 ＜＋2.8＞	＋1.3～＋2.3 ＜＋2.1＞

（資料）日本銀行