

# 経済・金融フラッシュ

No.08-015 2008/04/30

## 4月展望レポート(4/30)～金利正常化から中立姿勢へ

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 シニアエコノミスト 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail:yyajima@nli-research.co.jp

白川総裁はじめての展望レポートが4月30日に公表された。

今回の展望レポートは、景気判断の下方修正、下振れリスクの強調を行うとともに、金融政策運営について、10月の展望レポートでの「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」から、今回は「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、従来の金利正常化から「中立姿勢」への変更を明確に打ち出した。

### (景気の見方を下方修正、需給ギャップは拡大せず消費者物価指数も1%程度)

今回の展望レポートは、前回10月と比べて現状、先行きとも景気の見方を下方修正している。

- ・ 現状判断：10月「経済は、緩やかに拡大している」→今回「減速している」
- ・ 先行き判断：10月「均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い」→今回「概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い」

さらに特徴的なのは、金利正常化のロジックで使われてきた「生産・所得・支出の好循環メカニズム」という文  
言が消えていること。

政策委員が予想した実質GDP成長率の中央値は、2008年度が1.5%と昨年10月の前回(2.1%)から下方修正。今回初めて公表した09年度は1.7%で潜在成長率並みの見解を示す数値となっている。

(図表1) 政策委員の大勢見通し

対前年比、%、< >内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	1.4~1.6 <1.5>	2.4~2.8 <2.5>	0.9~1.1 <1.1>
2007年10月時点の見通し	1.9~2.3 <2.1>	0.9~1.2 <1.0>	0.2~0.4 <0.4>
2009年度	1.6~1.8 <1.7>	1.3~1.8 <1.5>	0.8~1.0 <1.0>

政策委員の見通しの幅

対前年比、%、< >内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	1.4~1.8	2.3~2.9	0.9~1.2
2007年10月時点の見通し	1.9~2.4	0.8~1.5	0.2~0.5
2009年度	1.5~1.9	1.3~1.9	0.8~1.1

物価については、2008年度については、前回10月よりも上振れしているとの評価。ただし、先行きについては、「マクロの需給ギャップも概ね現状程度の水準で推移すると予想される」との見方から2009年度も1%程度の伸び率にとどまるとの見方を示した。

#### **(政策運営上最も重視すべきリスクは「景気下振れ」、金利正常化から中立姿勢へ)**

今回の展望レポートでは、景気の下修正とともに、下振れリスクを明確に示している。例えば、今回から導入された「リスク・バランス・チャート」で、08年度の実質GDP、08,09年度の消費者物価指数で、メンバーの中では上振れよりも下振れの可能性が高いとの見方が強調されている。

また金融政策上、景気の下振れリスクをもっとも重視するスタンスに変更。10月では低金利の景気刺激効果をリスクの一番にもってきえていたが、今回は「海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスク」を最初に記述するなどしている。

景気の下修正、下振れリスクの強調を行うとともに、金融政策運営について、10月の展望レポートでの「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」から、今回は「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、従来の金利正常化から「中立姿勢」への変更を明確にしている。

#### **(物価安定の理解：「分散」の文言が消えた。岩田元副総裁がいなくなった影響か)**

「物価安定の理解」については「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」とされた。10月には中央値について「大勢として、概ね1%の前後で分散している」とされていたが、今回分散が削除されるなど微妙に言い回しに変更されている。

メンバーの交代で0%や2%という範囲の上限・下限の人が少なくなったのか。岩田元副総裁はおそらく物価安定の数値を高めに提示していたと思われ、その影響と推測される。

#### **(従来の低すぎる金利、刺激効果がでるなどの見方は残る。霧が晴れば金利正常化へ)**

当面の金融政策は中立姿勢に変更したが、「緩和的な金融環境」を強調するなど短期金利の低さその弊害といった点については従来の認識を維持している。景気の下振れリスクが減ってくれば（白川総裁が会見等であつかう「霧が晴れば」）、再び金利正常化にスタンスを変えてくるだろう。

## 1. 展望レポート（基本的見解）：10月との比較

(図表2) 現状、先行き判断の前提やメカニズム

	今回	前回（2007年10月）
現状	わが国経済は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、 <u>減速している</u>	わが国経済は、緩やかに <u>拡大している</u> 。
先行き	先行き2008年度から2009年度を展望すると、 <u>概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い</u> 。すなわち、2008年度前半は、住宅投資が次第に回復に向かうものの、米国を中心とした海外経済の減速やエネルギー・原材料価格高の影響などから、景気は減速を続けるとみられる。その後は、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるとみられるため、成長率は徐々に高まっていく可能性が高いと考えられる。その結果、 <u>2008年度の成長率は前回見通し対比で下振れ、1%台半ば程度になるとみられる</u> 。また、 <u>2009年度の成長率は1%台後半程度になると考えられる</u> 。ただし、 <u>海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクがある</u>	<u>海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されることで、息の長い拡大を続けると予想される</u> 。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが、成長率の水準は、 <u>均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い</u> 。
先行きの前提やメカニズム	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済は、減速はするものの、新興国を中心に成長を続け、そのもとで輸出は引き続き増加する可能性が高い</li> <li>2. 設備投資は、中長期的な需要を見据えた投資が続くことから、大企業を中心に引き続き増加する</li> <li>3. 家計部門では、雇用者所得が緩やかに増加するも、個人消費は底堅く推移するとみられる</li> <li>4. 緩和的な金融環境が、引き続き民間需要を後押しするとみられる</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加</li> <li>2. 企業部門の好調</li> <li>3. 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる、</li> <li>4. 極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられる</li> </ol>
物価を巡る環境変化	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>マクロの需給ギャップも概ね現状程度の水準で推移すると予想される</u>。</li> <li>2. ユニット・レーバー・コストは、なお低下を続けているものの、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれてマイナス幅は縮小していくとみられる。</li> <li>3. 民間経済主体のインフレ予想は、各種サーベイ調査では、購入頻度の高い品目の価格が上昇していることや上昇品目の数が増えていることに伴い上振れており、先行きにかけて物価が上昇していく形となっている。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる</u></li> <li>2. ユニット・レーバー・コストは、なお低下を続けているものの、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い</li> <li>3. 民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。</li> </ol>

(図表 3) 上振れ・下振れ要因

	今回	前回 (2007年10月)
先行きの経済情勢	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済や国際金融資本市場の動向</li> <li>2. エネルギー・原材料価格の動向</li> <li>3. 企業の成長期待の動向</li> <li>4. 緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性があることである</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済の動向</li> <li>2. 緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性である</li> </ol>
先行きの物価上昇	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 家計のインフレ予想や企業の価格設定行動</li> <li>2. 原油をはじめとする一次産品の価格動向</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性</li> <li>2. 原油をはじめとする商品市況の動向</li> </ol>

(図表 4) 2つの柱の前回比較

	今回	前回 (2007年10月)
第一の柱	<p>わが国経済は、当面減速するが、見通し期間全体では、概ね潜在成長率並みで推移するとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、均してみれば1%程度で推移する可能性が高い。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に概ね沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。</p>	<p>わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。</p>
第二の柱	<p><u>海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクに最も注意する必要がある。</u>ただし、企業部門や金融システムの頑健性が高くなっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクは小さくなっていると考えられる。</p> <p>物価面においては、エネルギー・原材料価格のさらなる上昇や、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化により、物価が上振れるリスクがあるが、「中長期的な物価安定の理解」から大きく乖離する可能性は小さい。長期的には、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するなど緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクは、引き続き存在し、特に上記のような下振れリスクが薄れる場合には、その重要性は増すと考えられる。</p>	<p>経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。</p> <p>今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみる事ができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、日本経済も影響を受けると考えられる。</p> <p>経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続</p>



		<p>く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。</p>
<p>政策運営</p>	<p>金融政策運営については、これまで、①短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて、極めて低い水準にあり、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、②引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。</p> <p>実際の政策運営においては、昨年2月に政策金利水準を0.5%に引き上げ、その後は、これを維持した。これは、蓋然性の高い見通しとしては、物価安定のもとでの持続的な成長という見通しが維持されたが、そのペースは、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速したことや、リスクの面でも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など、下振れリスクが高まったことなどを考慮したものである。こうした経済の減速や下振れリスクの高まりを背景に、金融市場における先行きの利上げ見通しは後退し、対応する期間の金利は低下している。</p> <p><u>現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない。この先、下振れリスクが薄れ、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは、下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある。日本銀行としては、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である。</u></p>	<p>金融政策運営については、これまで、(1)金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、(2)引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。</p> <p>現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。</p> <p>すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。</p>

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)