

# 経済・金融 フラッシュ

## 日銀展望レポート(4/30) :

09年度実質 GDP 予想は政府見通しよりも楽観的、物価は2年連続のデフレを予想

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

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

### 1. 足元大幅修正だが、先行き回復シナリオは堅持

4月30日に今後2年間の経済見通しと金融政策の方向性を示す「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」が公表された（図表1）。

最近白川総裁は、足元の状況は1月の中間評価に比べ景気は「下振れて推移してきている」と述べていた。今回の展望レポートではその点を素直に反映し、1月見通しから実質GDP、消費者物価とも09・10年度とも下方修正している。

先行きの見通しについては、在庫調整が進み、生産の下げ止まりが見え始めていること、中国向けを中心に輸出の下げ止まりが見られる、ことに加え各国の経済政策の効果も見込めることから従来の「09年度後半からの回復シナリオ」は維持している。

ただし、回復のペースについては、海外経済の弱さや、内需も企業部門から家計部門へのしわ寄せが今後本格化するとの見通しから、極めて弱い成長を余儀なくされるとの見方のようだ。

（図表1）

▽2008～2010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	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	-3.2～-3.1 <-3.2>	+3.3	+1.2
1月時点の見通し	-2.0～-1.7 <-1.8>	+3.0～+3.2 <+3.1>	+1.1～+1.2 <+1.2>
2009年度	-3.7～-3.0 <-3.1>	-7.6～-6.9 <-7.5>	-1.6～-1.4 <-1.5>
1月時点の見通し	-2.5～-1.9 <-2.0>	-7.0～-6.0 <-6.4>	-1.2～-0.9 <-1.1>
2010年度	+0.8～+1.5 <+1.2>	-2.4～-1.4 <-1.8>	-1.1～-0.8 <-1.0>
1月時点の見通し	+1.3～+1.8 <+1.5>	-1.5～-0.8 <-0.9>	-0.6～0.0 <-0.4>

## 2.実質 GDP 予想 09 年度は政府見通し(▲3.3%)よりも楽観的

09 年度成長率見通しは1月から下方修正し▲3.1%とした。今回サプライズだったのが、この予想数値が、政府の予想(▲3.3%)よりもマイナス幅が小さかったことだ(図表2)。

おそらく今回予測数値の策定にあたり、日銀内には政府の追加経済対策の効果を織り込まないベースでの09年度の予測数値は▲4-5%台だったのではないかと推測する。そこに、追加経済対策の効果について民間予測機関のコンセンサス程度の1%台をプラスし、3%台前半という数字になったのではないかと推測する。

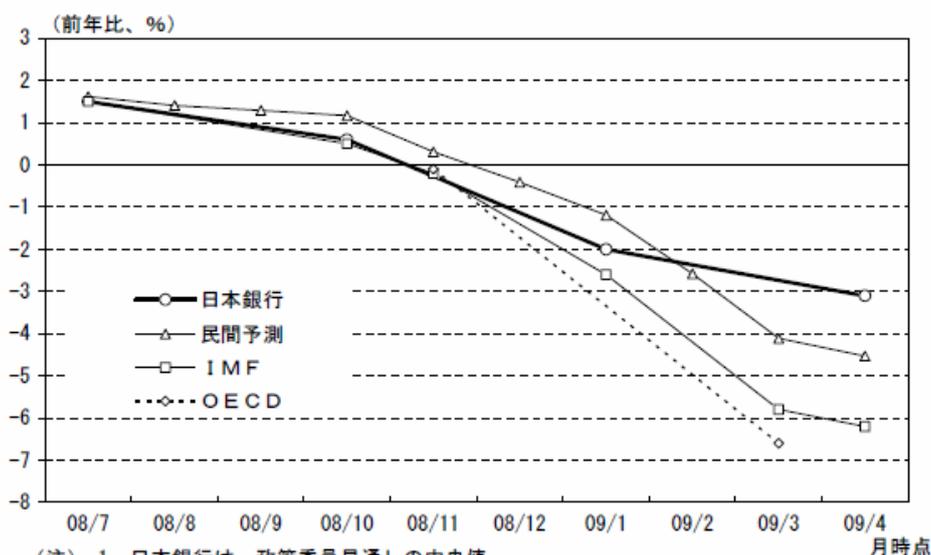
しかし、従来であればこのような経済状況で政府見通しよりも、楽観的な数値になることはなかったと思われる。もともとの景気認識が強めなのか、追加経済対策の効果を大きく見ているのか、どちらかだろうが(前者だと筆者は思うが)この点については、次回以降の展望レポートの修正方向が注目だ。

2010 年度 GDP 成長率見通しも1月よりも引き下げられ 1.2%となった。

また今回潜在成長率を 08 年 10 月の展望レポート時点の「1%台半ばないし後半」から低下し、「1%前後」と下方修正し、今回展望レポートでは「見通し期間の後半には、潜在成長率を上回る成長に復帰していく姿が想定される」としている。10 月展望レポートでは「2010 年度の成長率は潜在成長率並みになると考えられる」としており、表現が変わっているが、読み方によっては、10 年度の最後のほうの到達点は同じ成長率並みとも見れる。

(図表2) 実質GDP成長率見通しの改定状況

### (2) 2009年度



- (注) 1. 日本銀行は、政策委員見通しの中央値。  
2. 民間予測は、ESPフォーキャスト調査による。  
3. IMFおよびOECDの数字は暦年ベース。

(資料) 日本銀行、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」、IMF「World Economic Outlook」、OECD「Economic Outlook」等

### 3.CPI予想 2年連続のデフレ予想

物価は、09年度▲1.5%、10年度▲1.0%と1月時点よりも下方修正され、2年連続でデフレが続くとのシナリオだ。

おそらくこのシナリオでは、原油の先行き価格が横置きとの前提の中で、足元の大幅な需給ギャップ拡大がしばらく物価の押し下げ要因となるが、09年度後半から需給バランスが多少なりとも改善(見通し後半には潜在成長率を上回る成長に復帰とのシナリオ⇒物価押し上げ圧力)、原油価格の影響もはく落するため、10年度のマイナスは縮小してくるとの予想だろう。

明日発表の3月分コアCPIがマイナスに転じそう。今後の動きは引き続き原油などの価格動向に大きく左右されるが、賃金がどの程度下がるのかで今年度後半以降のコアCPIのイメージが次回の展望レポートの見直し作業時で変わる可能性があり注目だ。

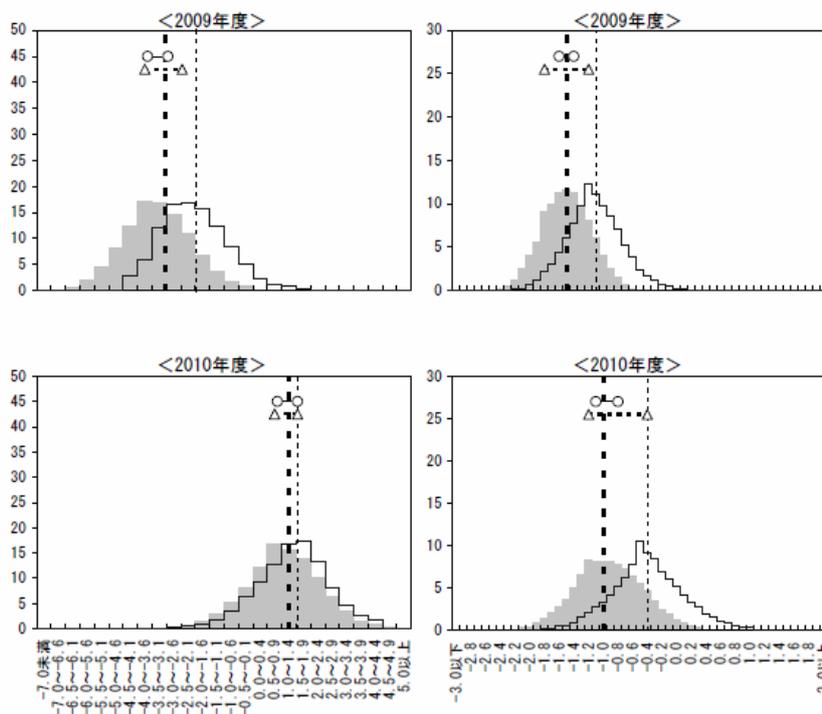
リスクバランスチャートを見ると、1月時点と同様に、見通しを策定することに景気下振れ、物価下振れの傾向が続いている(図表3)。

(図表3)

#### リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP

(2) 消費者物価指数(除く生鮮食品)



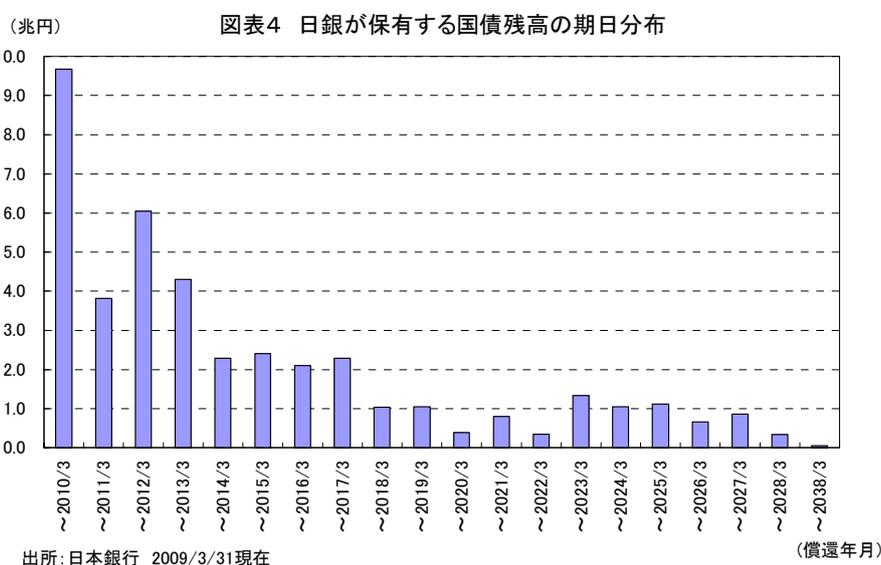
- (注1) 縦軸は確率(%)を、横軸は各指標の値(前年比、%)を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2009年1月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2009年1月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

#### 4. 今後の政策運営

3月分の生産統計が示すように景気悪化ペースは足元緩やかになりつつあり、また懸念されていた5月危機も企業への公的資金導入などが法案成立したこともあり、不安が和らいでいる。しかし、景気は急回復が望めない中、消耗戦を余儀なくされており、依然下振れリスクが高い。

日銀は大きなショックがなければ、現在の政策金利維持の中、企業金融支援策を少しずつ強化するとのスタンスだろう。

大きなショック(一番懸念しているのが、国内の大型倒産)があったときに、量的金融緩和、ゼロ金利など政策のフレームワークを根本からかえると読む。その際政府も動き、これに対応する形で、「銀行券ルール堅持」から「政府との協調」を演出する「策」を打ち出す可能性あり。その際「なおがき」対応や長期国債の定義(残存1年未満の長期国債を短期国債と同列とみなす)の読み替えなどで対応する可能性があるだろう(図表4)。



(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はありません。