

# 経済・金融 フラッシュ

## 日銀展望レポート(10/30) :

### 3年連続のデフレ予想、CP・社債買取は年末、企業金融支援特別オペは年度末で終了

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

日銀は30日、金融政策決定会合を開催し、「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表した。日本経済は緩やかな持ち直しを続け、成長率は2010年度からプラス成長に回復するものの、消費者物価指数は2011年度まで3年連続で下落するとの見方を示した。

政策金利は現行の0.1%に据え置き、超低金利政策を継続して景気を粘り強く支援していく考えを示した。しかし一方で、CP・社債買い取りを年末で打ち切り、企業金融支援特別オペは来年3月末まで延長するものの年度末で終了することを決めた。昨年9月のリーマン・ショック後に導入された一連の緊急対策を打ち切るのは初めてだ。

▽2009～2011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)
2009年度	-3.3～-3.2 <-3.2>	-5.3～-5.0 <-5.2>	-1.5～-1.5 <-1.5>
7月時点の見通し	-3.7～-3.0 <-3.4>	-6.0～-5.8 <-5.9>	-1.5～-1.2 <-1.3>
2010年度	+0.8～+1.3 <+1.2>	-1.5～-1.0 <-1.4>	-0.9～-0.7 <-0.8>
7月時点の見通し	+0.6～+1.1 <+1.0>	-2.1～-1.5 <-2.1>	-1.2～-0.7 <-1.0>
2011年度	+1.6～+2.4 <+2.1>	-1.0～-0.3 <-0.7>	-0.7～-0.4 <-0.4>

## 1. 展望レポート : 物価は3年連続のマイナスを予想、緩やかな回復シナリオを維持

(経済情勢)

今回初めて2011年度までの経済見通しが示された。景気について「景気は持ち直しつつあり、2009年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる」と従来の回復シナリオが示された。

最近の金融経済月報では3ヶ月連続で足元の景気判断は上昇修正されてきている。その動きを示すように2009年度、2010年度の実質GDPの見通しが7月対比で上方修正されている。実質GDP見通しは、2009年度-3.2%、2010年度1.2%、2011年度2.1%の数値が示された。展望レポートでは「2011年度には、わが国の成長率は、潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである」としている。

なお今回潜在成長率について、2009年4月の展望レポート時点の「1%前後」から低下し、「0%台半ば」としている。

こうした見通しをめぐっては、上下にリスク要因が存在するが、下振れとして米欧におけるバランスシート調整の帰趨、世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開、企業の中長期的な成長期待の動向が指摘された。また上振れ要因として新興国・資源国経済の動向が挙げられている。7月まで指摘されてきた国内金融環境は姿を消した。

#### (物価動向)

3年連続のマイナス予想となった。成長率見通しは2010年度まで(今回潜在成長率が引き下げられたが)潜在成長率をわずかに上回る程度とみられるため、コアCPIはマイナス幅の縮小が大きくは進まず、コアCPI見通しが3年連続でマイナス予想となったと推測される。

ただし、政権誕生の影響をどう見込んでいるのかは不明だ。当研究所では、政権交代で成長率は09年度マイナス、10年度プラス、物価についてはマイナスの影響がでてくると試算している(暫定税率廃止や公立高校授業料、高速道路料金の無料化などが実現すれば、2010年度にコアCPIを0.5%程度押し下げると見ている)。

デフレスパイラルについて「金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さい」と日銀はデフレスパイラルに陥る可能性は低いと判断している。

## 2. 今後の政策運営：超低金利継続を強調し、利上げ期待の醸成を避ける

今回のCP・社債買取の年末打ち切り、特別オペの3月末終了宣言は、事前に観測報道がなされていたこともあり、市場にとっては予想の範囲内で大きな混乱はない。

ただし、今後の流れを考えると日銀の出口戦略、利上げの思惑は高まりやすくなった。

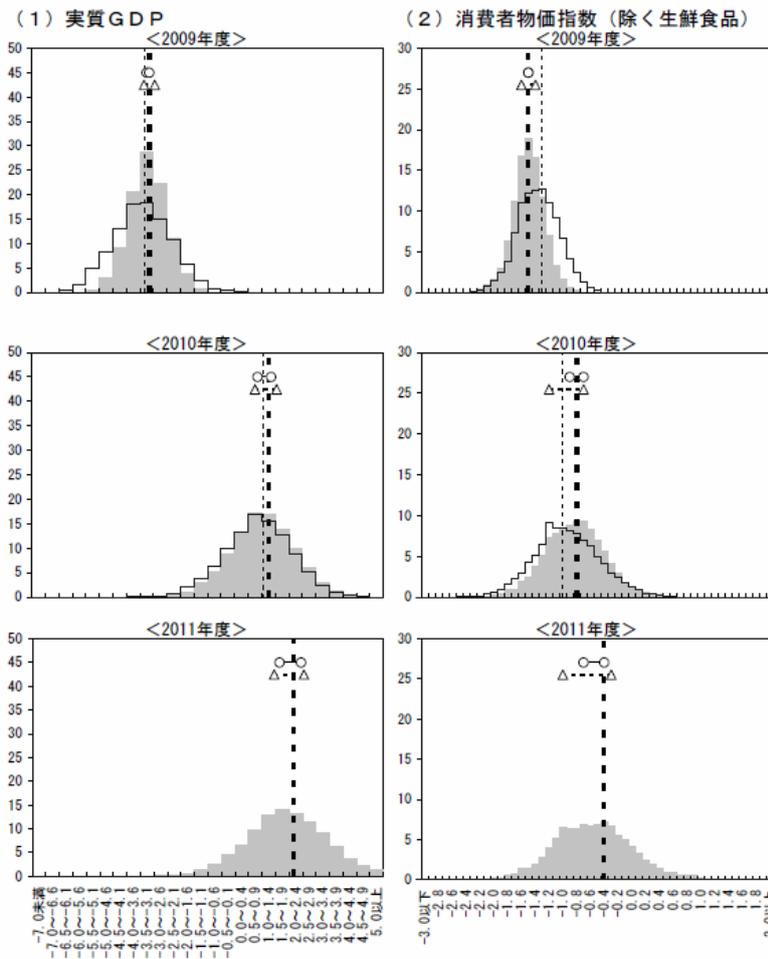
現時点で市場は、日銀の利上げはFRBの後との予想が大半だろう。

その米は次回FOMCで声明文の変更が行なわれるのではとの観測がでている(次回FOMCの声明本文で、FF金利は「長期間 (for an extended period)」低水準にとどまるとしていることについて、この表現を和らげるとの見方がでている)。そうなれば米利上げ観測はいつそう強まりかねない。

日銀が今後、景況感の上方修正、次回以降の展望レポートでの成長率、物価見通しを上方修正するなどすれば、市場は出口を強く意識するだろう。

日銀は、短期金利から長期金利に上昇圧力(特別オペ停止で少なからずターム物金利に上昇圧力はかかりやすくなった)がかからないように、市場調整を行うとともに、超低金利政策を今後も継続していくと市場に伝える難しい情報発信がいままで以上に必要になったといえる。

## リスク・バランス・チャート



### 4月展望レポートとの比較

(図表) 景気・物価

	今回	前回 (2009年4月)
現状	<p>2009年度前半のわが国経済は、前年度後半の急激かつ大幅な悪化から、<u>持ち直しに向かった</u>。すなわち、内外の在庫調整の進捗や海外経済の持ち直し、とりわけ新興国の回復などを背景に、輸出・生産は大きく増加した。</p> <p>また、政府による経済対策の実施に伴い、公共投資は増加を続けた。もともと、厳しい収益環境や低い稼働率などを背景に設備投資は大幅な減少を続けた。個人消費は、各種対策の効果などから耐久消費財に持ち直しの動きが窺われたものの、雇用・所得環境が厳しさを増す中で、全体としては弱めの動きとなった</p>	<p>わが国経済は、<u>大幅に悪化している</u>。2008年度のわが国経済は、1月の中間評価時点と比べると、大幅に下振れた。企業部門では、海外経済の急速な落ち込みから輸出が著しく減少したほか、企業収益や金融環境の悪化により設備投資も大幅に低下した。家計部門でも、消費者マインドや雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費が弱まってきた。</p>
経済情勢の見通し	<p>先行き2009年度後半から2011年度を展望すると、わが国経済は、他の先進国と同様、世界経済の動向に引き続き大きく左右される展開を辿る可能性が高い。現在、わが国の景気は</p>	<p>先行き2009年度から2010年度を展望すると、わが国経済は、海外経済や国際金融資本市場の動向に大きく依存した展開を辿る可能性が高い。2009年度前半は、国内民間需要は</p>

	<p>持ち直しつつあり、2009 年度後半は、海外経済の改善と経済対策の効果を背景に、景気は持ち直していくとみられる。2010 年度もこの傾向は維持されるものの、世界経済の回復のペースが緩やかなものに止まるとみられること、国内においても需要刺激策の効果が減衰する中で、雇用・賃金面の調整圧力が残存することなどから、年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースも緩やかなものとなる可能性が高い。その後は、米欧におけるバランスシート調整が相応に進捗するとともに、わが国においても、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられる。このため、<u>2011 年度には、わが国の成長率は、潜在成長率を明確に上回るペースまで高まる見通しである</u></p>	<p>引き続き弱まっていく一方で、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出・生産の減少に歯止めがかかっていると予想される。このため、わが国経済は、悪化のテンポが徐々に和らぎ、次第に下げ止まりに向かうとみられる。2009 年度後半以降は、各国における各種政策が効果を顕わすとともに、2000 年代半にかけて蓄積された金融や実体経済における様々な過剰の調整も徐々に進捗するとみられるため、国際金融資本市場が落ち着きを取り戻し、海外経済も持ち直していくと考えられる。わが国経済も、こうした海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、緩やかに持ち直し、<u>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</u></p>
<p>物価情勢の見通し</p>	<p>財・サービスのマクロ的な需給バランスを反映する労働や設備の稼働状況は、景気が持ち直すにつれて回復していく姿が想定される。ただし、出発点となる本年度初の稼働状況の落ち込み幅が異例に大きかったため、労働や設備の稼働状況は、見通し期間の終盤頃に向け時間をかけて過去の平均的な水準に近づいていく可能性が高い。次に、ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は、企業による賃金の抑制姿勢を背景に、低下していく可能性が高い。この間、中長期的な予想物価上昇率は、長期金利の動向や、家計や企業を対象としたアンケート調査等からみて大きくは変化していない。また、国際商品市況は、年明け以降、最近時点まで上昇してきたが、世界経済の成長のペースが緩やかなものに止まる可能性が高いことを踏まえ、先行きは概ね横ばい圏内での推移を想定している。</p> <p>以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスの悪化を反映して、2009 年度後半も下落を続けるが、国際商品市況の動向を反映し、下落のペースは鈍化するとみられる。2010 年度以降は、マクロ的な需給バランスの改善に伴い、下落幅は徐々に縮小すると見込まれる。消費者物価指数（除く生鮮食品、以下同）の前年比は、2009 年度後半には、前年における石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、下落幅はやや大きく縮小する。2010 年度以降は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移すると見込まれる中で、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価指数の前年比下落幅は、引き続き縮小していくと考えられ</p>	<p>労働や設備といった資源の稼働状況は、現在、過去の平均を大きく下回る水準にあり、需給ギャップは大幅なマイナスとなっているとみられる。先行きは、景気が回復するにつれて、資源の稼働状況も緩やかに回復していく姿が想定されるが、見通し期間の後半に至っても需給ギャップのマイナスは残存するとみられる。ユニット・レーバークスト（生産1単位当たりの人件費）は、生産の大幅な減少により一時的に上昇した後、低下していく可能性が高い。この間、中長期的なインフレ予想は、長期金利の動向等からみて、大きくは変化していないとみられる。また、国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇していくことが想定される。</p> <p>物価指数に即してみると、国内企業物価指数は、既往の国際商品市況安や需給環境の悪化を反映して、2009 年度は大幅に下落するとみられる。2010 年度は、需給ギャップのマイナスが残存するため、国内企業物価指数は下落を続けるが、国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、下落幅は縮小すると見込まれる。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品価格の下落や食料品価格の落ち着きに加え、経済全体の需給バランスの悪化などを反映して、2009 年度半ばにかけて下落幅が拡大していく可能性が高い。その後、中長期的なインフレ予想が安定的に推移するとの想定のもと、石油製品価格や食料品価格の影響が薄れていくため、下落幅は縮小していくと考えられる。もともと、需給ギャップのマイナスが残存し、</p>

	<p>る。もっとも、上述したとおり労働や設備の稼働水準の回復は緩やかであり、ユニット・レーバー・コストも弱めの動きを続けるとみられるため、消費者物価指数の下落幅の縮小ペースは緩慢なものに止まると見込まれる。</p> <p>なお、物価が下落を続ける経済においては、物価下落が起点となって景気を下押しするかどうか重要な問題となる。現在の物価見通しでは、緩やかとはいえ、見通し期間を通じて物価の下落幅は縮小していくとみられるうえ、金融システムや中長期的な予想物価上昇率が安定していることも踏まえると、<u>物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さいと考えられる</u></p>	<p>賃金も弱い動きを続けるとみられるため、2010 年度においても下落が続くと見込まれる</p>
--	--	---

(図表) 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. 米欧におけるバランスシート調整の帰趨</li> <li>2. <u>新興国・資源国経済の動向</u></li> <li>3. 世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開</li> <li>4. 企業の中長期的な成長期待の動向</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 国際的な金融と実体経済の負の相乗作用の帰趨</li> <li>2. 世界各国で取り組んでいる各種政策の影響</li> <li>3. 企業の中長期的な成長期待の動向</li> <li>4. 国内の金融環境の動向</li> </ol>
先行きの物価上昇	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 企業や家計の中長期的な予想物価上昇率</li> <li>2. マクロ的な需給バランス</li> <li>3. 輸入物価の動向</li> </ol>	<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. 輸入物価の動向</li> </ol>

(図表) 2つの柱の前回比較

	今回	前回 (2007 年 10 月)
第一の柱	<p>わが国経済は持ち直しを続けていくと考えられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、2009 年度後半以降、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。</p> <p>こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく展望が拓けると考えられる。</p>	<p>わが国経済は、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、2009 年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、2009 年度半ばまでにやや大きく下落した後、2009 年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。</p> <p>こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。</p>
第二の柱	<p>景気については、<u>新興国・資源国の経済情勢など、上振れ要因がある一方で</u>、米欧のバランスシート調整の帰趨や企業の中長期的な成長期待の動向など、一頃に比べれば低下したとはいえ、依然として下振れリスクがある。</p> <p>物価面では、<u>新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格</u></p>	<p>景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。</p> <p>物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフ</p>

	の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある。一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある	レ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある
政策運営	金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである	当面、景気・物価の下振れリスクを意識しつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行っていく方針である。

(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。