

日銀展望レポートを検証する

～強気すぎる日本銀行の物価見通し～

経済調査部 新家 義貴

(要旨)

- 日本銀行が公表した展望レポートでは、強気スタンスが目立った。消費者物価指数（前年比）の見通しは、2011年度が+0.1%、2012年度が+0.6%であり、民間エコノミストと比べて明確に高い。この見通しを素直に見れば、2012年度中にも金融引き締めが行われる可能性も否定できない。
- 現在の物価を取り巻く環境を見る限り、こうした見通しは楽観的過ぎる可能性が高い。これは、日本銀行が「包括緩和政策」に対して大きな期待を寄せていることが背景にあると思われる。
- もっとも、日本銀行は包括緩和の効果进行过大評価している可能性が高く、実際の効果は限定的である。結果的に日本銀行の物価見通しは今後下方修正されると思われる。
- 過度に強気な見通しを提示することは、時間軸効果を自ら損なうことに繋がる。2011年夏に行われる基準改定で消費者物価の下方修正が予想されるなか、敢えて金融引き締め懸念をもたらすような強気見通しを出すことには議論があろう。
- 今後、景気や物価が日本銀行の見通しと比べて下振れていくようであれば、追加緩和が実施される可能性は高い。

1. 展望レポート公表

日本銀行は10月28日に「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表した。これは、日本銀行が経済・物価情勢に関する判断や金融政策運営の考え方を示すもので、「展望レポート」と呼ばれている。この展望レポートでは、実質GDPや消費者物価指数についての予測値も提示されており、先行きの金融政策を占う上で市場関係者からの注目度が非常に高い。公表は毎年4月と10月にされるほか、1月と7月には、展望レポートの簡略版である「中間評価」も公表されている。本稿では、物価を中心に、今回の展望レポートの内容を検証したい。

2. 民間エコノミストと比べて強気な日銀物価見通し

今回の展望レポートでは、日本銀行の強気なスタンスが目立った。消費者物価指数（除く生鮮食品）の2011年度見通しは前年比+0.1%となり、7月時点から変更されなかった。年度の

平均値が+0.1%ということは、年度半ば頃には消費者物価がプラスに転化することを意味しており、2011年度いっぱいには消費者物価上昇率はマイナスが続くという民間エコノミストのコンセンサスと比べると、明らかに高い見通しである。また、今回から新たに予測の対象となった2012年度については+0.6%と、伸びの加速が見込まれている。これも、2012年度末には+1%程度まで上昇率が高まるという想定が置かれていることが示唆される。日本銀行は、現在の実質ゼロ金利政策を消費者物価上昇率が+1%程度に高まるまで継続すると表明しているため、仮に日本銀行の見通しが実現すれば、2012年度中にも金融引き締めが行われる可能性があるということになる。市場の事前の予想では、2011年度は小幅マイナスに下方修正、2012年度はゼロ～小幅プラス程度の予測値になるとみられていただけに、今回の日本銀行の強気見通しは驚きを持って迎えられた。

資料1 日銀展望レポートの見通し

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	+1.8%	+0.1%
7月時点	+1.9%	+0.1%
2012年度	+2.1%	+0.6%

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2010年10月)」より作成

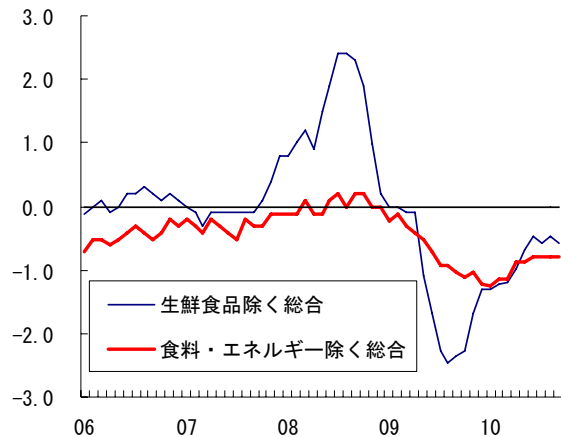
(注) 消費者物価指数は、高校授業料無償化の影響を除いている

3. 物価を取り巻く環境は厳しい

もともと、実際には、このように順調に物価が上昇に転じることは難しいのではないだろうか。足元の物価動向を確認すると、2010年9月の消費者物価指数(除く生鮮食品)は前年比▲1.1%となっている。2009年と比べれば下落幅は縮小しているが、これはエネルギーや食料品といった、商品市況の動向に左右される品目による影響が大きい。物価の基調をより正しく把握できる「食料・エネルギーを除く総合(米国型コア)」は前年比▲1.5%と大幅な下落が続いている上、4月以降下落幅がほとんど変わっておらず、改善は遅々として進んでいない。08年度後半の景気の落ち込みがあまりに大きかったことから依然として大きな需給ギャップが残存しており、需給バランスの崩れに由来する物価下落圧力が根強いことが背景にある。

ここにきて、世界経済の鈍化を背景とした輸出の減速やエコカー補助金制度の終了に伴う自動車販売の激減等を受けて、景気が減速感を強めていることを踏まえると、需給バランスの改善は今後滞る可能性が高く、物価下落圧力は残存し続けるだろう。また、円高が進んでいることも、輸入物価の下落を通じて物価を押し下げる要因となる。物価下落が早期に解消するとの見方は楽観的過ぎると思われる。

資料2 消費者物価指数の推移(前年比)(%)



(出所) 総務省「消費者物価指数」より作成

(注) 高校授業料実質無償化の影響は除いている

4. 日本銀行は「包括緩和」の効果を通大評価?

こうした日本銀行の強気見通しの背景には、「包括緩和」に対する過大な期待があると思われる。包括緩和とは、①実質ゼロ金利政策の実施、②消費者物価指数で+1%程度とされる「物価安定」が展望できるまで実質ゼロ金利政策を継続、③国債やETFなどの資産を買い入れるための基金創設、を柱とする金融緩和であり、10月5日に決定された。これらは非常に思い切った措置であり、日本銀行がかける期待も大きい。実際、日本銀行の白川総裁も記者会見で、民間エコノミストの見通しに比べて日本銀行の見通しが高い理由の一つは、包括緩和の効果を検討に入れているかどうかだという趣旨の発言をしている。

もともと、こうした包括緩和政策が景気や物価を押し上げる力は限定的だろう。まず、前述の①については、元々0.1%でしかなかった短期金利がゼロに下がったところで効果はほとんどない。また、②については、実質ゼロ金利の長期化を市場に織り込ませることで長期金利の低下を期待する措置であるが、長期金利の水準が既に1%を下回り低下余地が小さいことを考えると、効果は限定的なものにとどまるだろう。③についても、買い取り額は今のところ限定的であり、大きな期待はできないとみられる。

実際、金融市場においては、この包括緩和に対する評価は限定的である。緩和措置公表直後

こそ、いったん円安が進行したが、そうした効果は長くは続かず、再び円高トレンドに逆戻りしているほか、株価についても依然低迷が続いている。金融緩和には、先に述べた金利低下による景気押し上げ効果のほか、為替レートの減価や株価上昇といったルートを通じての景気押し上げ効果が通常期待されるのだが、現時点でそうした状況は実現していない。この点、金融緩和期待から長期金利が大幅に低下し、株価も上昇していた米国とは大きく異なる。

このように、日本銀行の見通しは、包括緩和の効果を過大評価することで上振れ過ぎていると考えられる。一部では「展望レポート」というよりも「願望レポート」だとの声も出ている。

5. 緩和効果を自ら損なう面も

日本銀行が過度に強気な見通しを出すことは、大きな問題をはらんでいる。

前述の通り、包括緩和政策の大きな柱の一つとして、消費者物価指数で+1%程度とされる「物価安定」が展望できるまで実質ゼロ金利政策を継続するというものがある。これはいわゆる時間軸効果を狙ったものであり、先行きも金融緩和が長期化すると市場参加者に予想させることで、長期金利を押し下げる効果が期待される。

だが、今回日本銀行が出した見通しでは、2012年度内にも+1%が展望できるとの見方になっており、2012年度中にも金融引き締めが行われる可能性が示唆されている。これは、自らが狙った時間軸効果を自ら損なう行動であると言えるだろう。

6. 2011年夏の基準改定により物価指数は下方修正される見込み

もう一点注意したいのが、2011年夏に実施される消費者物価指数の基準改定（2005年基準から2010年基準へ）の影響である。基準改定では、新たに登場した新商品などを物価指数に取り込むことや、より直近の消費ウェイトに基づいて物価指数を計算し直すといった作業が行われるが、過去の例では、基準改定によって消費

者物価指数の伸び率は下方修正されることがほとんどで、前回の基準改定では▲0.5%ポイントの下方修正だった。

展望レポートでは、基準改定の影響は考慮されていない。そのため、仮に前回と同じく▲0.5%ポイントの下方修正になると仮定すれば、日本銀行の物価見通しは、2011年度が▲0.4%、2012年度が+0.1%となる。受ける印象はがらりと変わるだろう。

7. 見通しが下振れれば追加緩和の可能性も

本稿で述べてきた通り、日本銀行の見通しは、包括緩和の効果を過大評価することで上振れ過ぎていると考えられることに加え、2011年夏の消費者物価指数基準改定の影響も織り込まれていない。

こうした状況下で、敢えて2012年度中にも金融引き締めが行われると受け止められかねない見通しを出すことは、市場との対話の観点から言っても問題があると思われる。

まだ始まったばかりの包括緩和政策ではあるが、仮にこの先、日本銀行の見通しの甘さが証明されることになれば、追加緩和に追い込まれる可能性は高いのではないだろうか。

しんけ よしき（主任エコノミスト）