

BOJ Watching

日本銀行分析レポート

景気判断の表現を変えた日銀の思惑

発表日：2005年3月17日(木)

～春先の生産拡大を根拠に、次回展望レポートは下方修正したくない～ (No. B - 43)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (03-5221-5223)

日銀は3月の金融経済月報で、景気判断のヘッドラインの表現を変えた。福井総裁は、判断修正かどうかという明言を避けたが、形式的には据え置き、実質的には上方修正含みであろう。問題は、なぜ日銀は4月1日の日銀短観の発表前に、景気判断の表現変更を行ったのかということである。筆者は、そこには4月の展望レポートを念頭に置いて、判断据置き(ないし前進)の既成事実づくりの思惑があると考えられる。

景気判断を書き変えた日銀

3月の日銀の景気判断は、「わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、基調としては回復を続けている」と表現が改められた(図表1)。総裁会見では、「景気認識は?」と問われて「経済・物価情勢についての私どもの見方であるが、一言で言えば、経済情勢、物価情勢とも、基本的に判断を据え置いている」と答えている(福井総裁は月報ベースの景気判断が据置きか、上方修正かは明言していない)。しかし、少なくとも金融経済月報のヘッドラインの表現内容が変わったことは、日銀が景気判断を上方修正としたいという意図が強くにじみ出ている。日銀の景気判断は、昨年11・12月に下方修正されたが、次回4月の状況をみて正式に上方修正する公算は高いということになる。

日銀が景気判断を微妙に変化させてきた背景には、景気循環の鍵を握ると考えられる電子部品・デバイスの在庫調整が1月に進捗したことがある(図表2)。3月の金融経済月報では、実質輸出・設備投資・鉱工業生産の見方を上方修正している。ただし、政府の3月の月例経済報告は「景気は、一部に弱い動きが続いており、回復が緩やかになっている」という景気判断を変更していないので、日銀の判断の方が微妙に強化している格好だ。今、日銀の景気判断の表現を変えてきた背後にある思惑とは一体どのようなものなのだろうか。

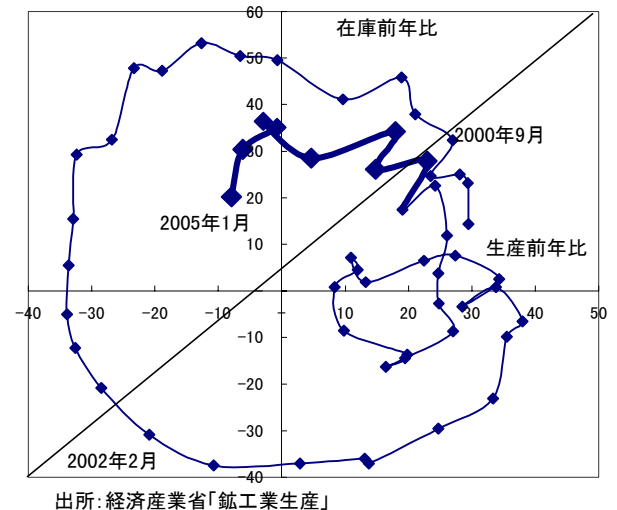
景気認識を下方修正してきた経緯

福井総裁の関心事は、4月28日の展望レポートで、当面の判断をどう置くかということであろう。昨年10月の同レポートでは、消費者物価を僅かながらプラス(中央値0.1%)にして、将来の量的緩和解除への布石を打った。ところが、日銀が強気のシナリオを展望レポートで置いた直後の昨年11月に景気判断は下方修正を余儀なくされた(展望レ

(図表1)日銀の景気判断の表現の変遷

2004年10月	(経済物価情勢の展望)わが国の景気は、回復を続けている
11月	わが国の景気は、 輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるもの 、全体として回復を続けている
12月	わが国の景気は、 生産面などに弱めの動きがみられるもの 、基調としては回復を続けている
2005年1月	わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるもの、基調としては回復を続けている
2月	わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるもの、基調としては回復を続けている
3月	わが国の景気は、 IT関連分野における調整の動きを伴いつつも 、基調としては回復を続けている。

(図表2)電子部品デバイスの在庫循環



ポートは10月29日、11月の月報は11月18日)。日銀の強気の観測は、僅か3週間でもろくも狂ってしまったように見える。さらに、1月の消費者物価は通信費の予想外の押し下げがあって、0.3%にまで低下してしまった。2004年度下期の状況を勘案すると、日銀が展望レポートで示した景気・物価シナリオを次回4月に下方修正しても何の違和感もない。

しかし、昨年10月に日銀が描いていた景気シナリオには、「生産・在庫面では、IT関連財の在庫調整が進行中であるが、調整は軽度なものととどまると予想される」という見通しが描かれていて、この見通しの当否がシナリオ全体を変更しないことを正当化する最後の拠り所になっている。実際、2005年1月の中間見直しでは、「(先行きについては)春以降、IT関連財の調整が一巡すると見込まれることから、『景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していく』という『見通し』に概ね沿った動きとなると予想される」と見通しが書き改められている。

ターニングポイントは2月28日だった

そうした中で、2月28日に発表された1月の鉱工業生産では、電子部品・デバイスの在庫調整が進捗する結果になり、春先の生産回復の見通しについて蓋然性が高まった。2月28日の講演で、福井総裁が債券価格について量的緩和策の長期継続を過度に織り込むことに注意を促す発言をした伏線には、同日にちょうど生産統計に発表があり、日銀の景気シナリオに追い風が吹いたという事情もあると考えられる。

そこで、今回の景気判断の表現変更を考えると、福井総裁が次回展望レポートで、現状維持ないし上方修正を狙っているという思惑があるのではないのか。実は、景気判断で重要となる2つの指標が4月28日の次回展望レポートまでに発表される。ひとつは、4月1日の日銀短観であり、もうひとつは3月30日の鉱工業生産2月分(3月分は展望レポートと同じ日の早朝に発表)である。

4月1日の短観は、前回12月短観で大企業・製造業が4ポイントの低下となったあと、その景況感悪化が一時的なものか、しばらく尾を引くものかを見定めるうえで重要である(筆者は現時点で若干のプラス<大企業製造業は前回比+1ポイント改善>を予想している)。2月の鉱工業生産は、1月の在庫調整の進捗が単月の振れではないことを確認する材料となる。

今回の日銀の景気判断は、常識的に考えて、「わが国の景気は、生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている」との表現を維持して、4月1日の短観を待ってもよかったようにも感じられるが、日銀はそこを書き直してきたのである。その理由を深謀すると、次回短観と2月の生産を受けて、4月6日の決定会合で次の景気判断を引き上げたいという意図があるからなのではないか。つまり、4月28日に展望レポートを改定するということになれば、4月の景気判断で正式に上方修正できれば、昨年11・12月に下方修正したピハインドを取り戻すことができることになる。前回10月の展望レポートからの相対関係を維持して、少なくともシナリオの現状維持を図ることができる。

もちろん、こうした目論見は、4月1日の短観と3月30日の鉱工業生産がよくない結果に終われば、元の木阿弥になってしまう。しかし、4月28日の展望レポートまでにゲインを得て、過去2回のピハインドを穴埋めしたいと思うのであれば、4月の景気判断を上方修正することが必要になってくる。そうした意味では、福井総裁は勝負に出たと言える。今年3月19日で福井総裁は、就任3年目を迎えるが、5年の任期の中間年に入るにあたって、量的緩和解除までの距離感をどうしても後退させたくない(ないし前進させたい)という強い思いがにじみ出ている。

伏線は長期金利低下

日銀が、景気判断の表現内容を変えた背景には、もうひとつ、長期金利が低下していることがある。長期金利は、2月28日の福井発言もあって、一時的に1.5%越えとなったが、直近では1.415%まで低下した(図表3)。日銀は長期金利上昇に対しては、神経過敏になっており、長期金利が上昇する地合いにあるときは福井総裁も刺激的な発言を打ち

消すように努力することが多い。その点、今は足元で長期金利が低下しているので、比較的安心して福井総裁は景気強
気認識を示せるようになってきている。今回も、景気判断を据え置いたかどうか曖昧にしつつ、内容を前進させた背景には、
長期金利が上昇した流れが一転して低下方向に動

いていることがある。長期金利が上昇していない
ことは、福井総裁が強気論を語るタイミングとし
て好ましいということでもある。

日銀は、長期金利が上昇してほしくはないが、
量的緩和解除の自由度を確保しておきたいので、
景気判断を強めに置いておきたいと考えている。
そうした脈絡で考えると、今後の日銀は、長期金
利の反応をみながら、さらに景気に対して強気の
立場を採っていく可能性があるだろう。

