

# 中立モードを強調した展望レポート

発表日：2008年4月30日（水）

～消費者物価は2008・2009年度1.1%・1.0%の見通し～

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

展望レポートは、日銀が利上げモードを解除して、事実上の中立化宣言をした格好だ。今後の金融政策について、「予め特定の方角性を持つことは適当ではない」とスタンスを述べている。景気シナリオも「潜在成長率並み」とし、潜在的物価上昇圧力は解消した認識を持っている。当面は、短期金利を0.50%に据え置いたまま様子を見る姿勢である。唯一、引っかかるのは、消費者物価上昇率の予想が、2008・2009年度とも高めなことだ。この数字は、日銀が警戒感を完全に捨てていないのではないかと考えさせる。

## メッセージは中立化宣言

日銀の展望レポートが発表された。メッセージは、利上げモードを解除し、日銀が中立スタンスにあることを伝えていることだ。総裁会見では、中立化かどうかの明言は避けられたが、実質的に利上げモードの解消である。

レポート中で金融政策運営の姿勢を説明するくだりでは、「これまで（中略）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、（中略）という考え方で進めてきた」と断ったうえで、「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角性を持つことは適当ではない」、「上下両方のリスク要因を丹念に点検しながら、それに応じて機動的に金融政策を行っていく方針である」と述べている。

筆者にとって、これまでは金利水準を引き上げていく方向であったとあっさり日銀が認めていることは驚きである。福井前総裁の方針が利上げモードだったと述べているに等しい。従来の日銀の金融政策は、雰囲気市場に暗黙の了解として伝えるだけで十分と考えていた。今回の展望レポートでは、過去のスタンスを正直に開陳しているからこそ、「予め特定の方角性を持つことは適当ではない」という文言に高い信憑性を感じさせている。

白川総裁の政策方針は、下振れリスクの高い2008年度一杯は現在の0.50%の短期金利水準を据え置きながら、時間の経過とともに不確実性が薄れるタイミングを待って、2009年度半ば辺りで利上げに転換するつもりなのだろう。

## (図表1) 政策委員の経済・物価見通し

	前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	企業物価	CPI除く生鮮
(2007年4月)	+2.0～+2.3 (+2.1)	+0.8～+1.0 (+1.0)	+0.4～+0.6 (+0.5)
(2007年10月)	+1.9～+2.3 (+2.1)	+0.9～+1.2 (+1.0)	+0.2～+0.4 (+0.4)
2008年度	+1.4～+1.6 (+1.5)	+2.4～+2.8 (+2.5)	+0.9～+1.1 (+1.1)
2009年度	+1.6～+1.8 (+1.7)	+1.3～+1.8 (+1.5)	+0.8～+1.0 (+1.0)

注：政策委員の見通しのうち最高・最低を除いたメンバーのレンジ。( )内はその中央値。

### (参考) 政策委員全員(7名)の見通し

2008年度	+1.4～+1.8	+2.3～+2.9	+0.9～+1.2
2009年度	+1.5～+1.9	+1.3～+1.9	+0.8～+1.1

## 高めに予想された消費者物価

展望レポートの数字は、実質GDP成長率の中央値が2008年度1.5%、2009年度1.7%、消費者物価上昇率の中央値が2008年度1.1%、2009年度1.0%となっている(図表1)。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

展望レポートの数字に対する実感を述べると、GDP 成長率はおおむね予想通りの緩やかな拡大であったが、消費者物価の方は予想したよりも高めであった。2006年に量的緩和解除・ゼロ金利解除をしたときは、2006年度の消費者物価は前年比0.5～0.6%だったので、その数字よりも高めである。数字だけを見ると、日銀の政策委員たちは、現時点でも明らかに物価上昇に強い警戒感を抱いていると考えられる。

展望レポートの本文中で、中立宣言を明示的に行っている一方、消費者物価の伸び率が1%前後という数字になっている点は、私たちに先行きの物価上昇率をどう考えていくべきなのかを逆のメッセージとして投げかけているようでもある。つまり、日銀は、債券市場における金利形成に考えさせる材料として提示しているように見える。

今回の展望レポートでは、「中長期的な物価安定の理解」も更新された。今回は「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、書き振りは1年前とほとんど変わっていない。2008・2009年度の物価見通しは、まだ許容範囲内だという位置づけなのだろう。

なお、消費者物価の実績データは、現時点で2008年3月までのデータが発表されている。3月の物価上昇圧力は、食品分野の価格転嫁が思いのほか大きく、2008年4月以降の物価水準がたとえ横ばいであっても、2008年度0.7%のゲタを履いた状態だとみられる。個別品目の値上げの予定を勘案すると、少なくとも7～9月は物価上昇圧力が続くはずである。日銀の政策委員たちは、物価上昇圧力が2008年度後半にかけても徐々に高まっていくという見方を持っていると考えられる。

### 景気のシナリオは潜在成長率並み

白川総裁は、今回、景気シナリオを前回「緩やかに拡大している」から「減速している」に下方修正した。4月の金融経済月報における景気シナリオを踏襲し、「わが国経済は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」とした見方である。詳しく見ると、「2007年度の成長率は、見通しに概ね沿って、潜在成長率並みになった」という評価であり、先行きは2008年度前半については「減速を続ける」とある。その後になって、「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」としている。筆者は、年度後半に徐々に減速圧力が緩和されていくという見方に異論はない。表現を換えれば、加速感ほとんど感じられないという見方だろう。

白川総裁は、そうした加速感の乏しい様子を「潜在成長率並み」と表現しているようだ。「潜在成長率並み」とは、需給の逼迫感を伴わず、労働・資本の平均的な投入ペースに沿って経済が安定的に伸びていく状態を示す。全体的な中立的スタンスを裏付けるのが、「潜在成長率並み」という言葉でもある。

なお、今回は、「生産・所得・支出の好循環メカニズム」という表記が削られた。おそらく、そうした自律的作用が止まってしまった状態は、「潜在成長率並み」と言っても、失速方向にバイアスがあることは否めないだろう。そうした意味では、追加ダウンサイドリスクがあれば、利下げに動く可能性もまだ残っている。

### リスクシナリオは米国住宅動向

毎回、展望レポートには、上振れ・下振れ要因が列挙される。日銀が挙げた第一の「海外経済や国際金融資本市場の動向」については、「今後、住宅市場の調整や金融資本市場の動揺がより深く、長くなる場合には景気は下振れる可能性がある」とされている。

また、第二の要因としては、「エネルギー・原材料価格の動向」が挙げられている。その影響については、「海外への所得流出が増加することにもなり、企業や家計の支出行動にマイナスの影響」としている。言葉がわかりにくいので解説すると、コストプッシュインフレによって、企業収益が下押しされたり、家計の実質購買力が減少することを「所得流出」と表現しているのだろう。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

さらに、日銀が挙げているのは「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」である。このリスク要因は、以前からバブル再燃といった確率は高くなくとも起こった場合に影響が大きいマイナス効果を示していた。これは第二の柱である。これまでは、利上げの説明材料として、この第二の柱が使われてきたきらいがある。その点、今回は「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」と述べられていて、そうした使い方に一応の封印がされている。

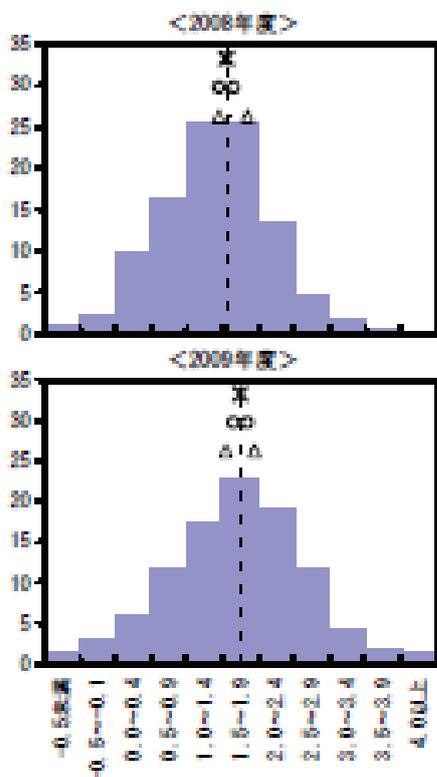
### 白川総裁の独自色

今回の展望レポートは、それなりに白川色が表れているように思える。今回から「リスク・バランス・チャート」というかたちで、政策委員たちの見通しについて確率分布を図にしている（図表2、詳しい図は<http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/tenbo/gor0804a.pdf>のP11を参照）。海外では、イングランド銀行が、ファン・チャートというかたちでインフレ・レポートの中に、今後の物価上昇率のパスを扇上にみせている。日銀は、対外的に政策委員の見通しをわかりやすく見せていくために、今回からファンチャートの変形として、リスク・バランス・チャートを導入したと考えられる。

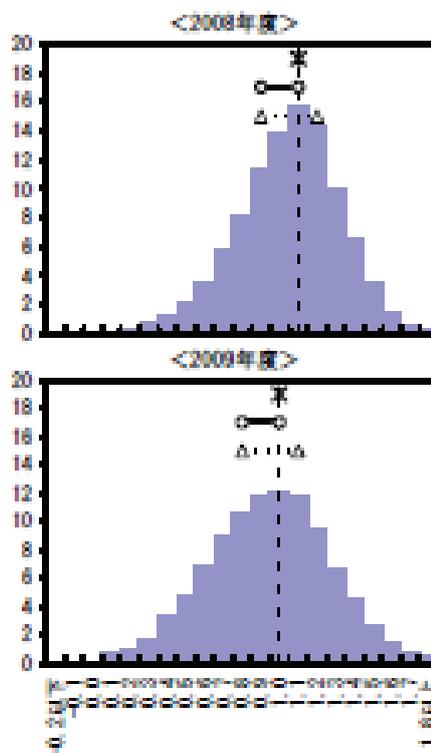
白川総裁の独自性ということ言えば、分析のキメの細かさが各所に表れていることである。経済理論に精通した白川総裁らしさでもあろう。景気シナリオも、2008年度の前半と後半で書き分けられている。予断を持って今後の金融政策に臨まないことを、今までは「利上げモードでございました」と白状して説明しているのも、かえって正直さを感じさせる。奇をてらわずに、判断の途中経過を包み隠さずに述べているところが特徴的である。今回は、政策委員会が7名と少数であったことも、白川総裁の色を出しやすかった背景なのかもしれない。

## (図表2)リスク・バランス・チャートの図表

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



出所：日銀「展望レポート」の公表資料をそのまま転写したもの。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。