

景気は停滞、年度内利上げは不可能に ～物価見通しも変容を迫られる(8月の政策決定会合)～

発表日：2008年8月19日（火）

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

日銀は、7月に展望レポートの中間評価をしたばかりなのに、2008年度の成長率見通しを大幅に見直すことを余儀なくされそうだ。8月の決定会合後の声明文では、景気判断がこれまでの「減速」から「停滞」へと大きく書き換えられた。一方、総裁会見で、白川総裁は景気と物価の双方にリスクがあるという姿勢を崩さなかったのは、利上げカードを温存したいという思惑からである。そうした発言の背景には、このまま年度内の追加利上げが困難になると、長期金利を過度に押し下げかねないという懸念があるのだろう。しかし、原油反落を認めるならば、物価の二次的作用を認めなくては、物価上昇の予想は維持できない。利上げ予想を維持するにしても、論理的に苦しくなっているかたちだ。

景気認識は「停滞」

日銀は、声明文の冒頭を「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している」と書き換えた。展望レポートの中間評価が行われた先月7月15日には「さらに減速している」と景気判断を表現していたので、一段の下方修正である。これは、政府が事実上景気後退を認めたことと平仄を合わせた変更になっている。

ところで、「停滞」という言葉に注目すると、これは1998年5月以来の表現であり、ゼロ金利・量的緩和の下では使われていない。ゼロ金利・量的緩和のときは「調整」や「悪化」という表現を使用している。今の日銀は、現状の「停滞」状況をゼロ金利・量的緩和を実施していたときと同一視されたくない、という風にも読める。

また、先行きの見方については、「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される」とする。前回までの景気展望と比べると、成長経路に復する見方には変わりがないものの、足元の地盤沈下が一段進んでいる分、成長経路に復するまでの期間はより長期化したと考えられる。

最近、先行きの利上げを予想するBOJウォッチャーの間では、2009年前半までの見通しがほぼ完全に姿を消してしまったようだ。筆者は、2009年7～9月という目処を変更していないが、方向感として日銀の利上げが困難になったという見方では他者と一致している。このように多くの人が、日銀の景気認識が大きく下振れたとみる根拠は、わずか1か月前の中間評価で、2008年度の成長見通しを1.2%（4月1.5%）から大きく下方修正せざるを得なくなったからだろう。この修正の背景には、4～6月の一次QEが大きなマイナスであったことにより、2008年度の成長率のゲタ（単純計算では▲0.8%ポイント）を下方修正されたことがある。2008年度の成長率は、7～9月以降にプラスを続けたとしても、1.2%の数字を超えることはほとんど不可能に思える。

今後、景気後退局面を2009年度の早い段階で抜けるとしても、追加利上げの目処は2009年央以降にならざるを得ないだろう。筆者は、2008年度中は短期金利0.50%を据え置き、後退期から抜け出せる目処を2009年度初と考えて、早くて7～9月に追加利上げに動く予想する。

物価見通しも変質

白川総裁は、記者会見で「景気の下振れリスクと物価の上振れリスクの双方にリスクがあり、注意が必要」と物価上昇リスクへ言及することは忘れなかった。ここには、追加利上げ期待自体を完全に消したくないという日銀の

思いがにじんでいる。日銀流に考えると、ここで追加利上げの予想を消してしまうことは、長期金利が過度に押し下げられる作用をもたらす。それでは、先行きに景気回復の予想が現れたときに、今度は長期金利を過度に上昇させる、という心配が出てくるからだろう。現状、長期金利は1.4%台前半で推移していて、金利水準が予想外に下がっているという印象を拭えない。

従って、日銀としては悲観的なシナリオを全面に出すことは、時間軸で長期金利の振れを大きくしてしまうと考えるのだろう。思想的には、政策当局が自分から市場のボラティリティをつくることはしてはいけない、という考えに基づいているとも言える。

ただし、追加利上げの芽を摘まないために言及している物価上昇リスクが変容したことは間違いない。原油価格が反落する公算が高まってきたことがその背景だ。白川総裁は、「原油価格の反落が定着するかどうかは不透明」と明言を避ける一方で、「原油価格の下落は長い目でみて世界と日本経済にプラス」としている。景気後退懸念が強まる中では、原油反落の効果をより処とするしかない図式だ。

もっとも、白川総裁は、原油反落の可能性を示唆しつつも、もう一方で「物価の二次的効果は現時点では発生しているとは判断せず」とも述べている。もしも、日銀が先行きの物価上昇の可能性を成り立たせようとする、原油価格が反落すると、物価の二次的作用なくしては消費者物価の見通しは1%以上のプラスは見込みを示すことはできない。①原油反落と②二次的作用がないことを前提にすると、③先行きの物価上昇の展望が成立しない、というねじれを抱えているのが現状である。

日銀は利下げをするか

一方、日銀は利上げモードよりも、利下げモードに傾いているとみている人も少しずつ増え始めている。その点について、筆者は利下げもまた難しいと考えられる。なぜならば、仮に利下げをすると、国内信用の面で低金利効果が波及するよりも、為替のルートを通じて円安が進むことが予想される。円安は、輸出セクターにはプラスである反面、輸入物価を押し上げて、コストプッシュ・インフレに拍車をかけてしまう。物価情勢に関して言えば、物価指数にデフレを現れるような急変があれば、日銀は利下げに踏み出すが、そのシナリオは描きづらいと言える。

さらに、日銀は景気後退を事実上認めてはいないが、その調整の深度を大きくは見えていないことも利下げしない理由であろう。白川総裁も「景気は大きく落ち込む可能性は小さい」と述べ、その根拠について製造業セクターが「大きく在庫を抱えている状況ではない」という説明している。日銀は、調整の深度を大きく見ておらず、日本の金融セクターも毀損していないことを理由に、日銀は現状維持を続けるであろう。