

2009年4月展望レポートのシグナル

発表日：2009年4月30日（木）

～緩和一辺倒の姿勢からの転換か～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

展望レポートは、2009年度実質GDPの見通しを▲3.1%と前回1月(▲2.0%)と比べて下方修正したが、基本的見解などで示している情勢判断は、むしろ上方修正である。今回の決定会合は、半年ぶりに何のアクションも採らない結果となった点が目を引く。日銀は、2009年度前半に景気情勢がゆっくりと下げ止まるシナリオを前提にして、さらなる追加緩和を打ち止めて、既往の金融緩和効果や政府の追加経済対策の様子をみるスタンスに、舵を切ってきている可能性がある。

半年ぶりに何もせず

4月30日の決定会合は、半年ぶりに本当に何もアクションを採らない「現状維持」の決定になった。2008年10月31日の会合以来、日銀は常に何らかの方策を追加してきた。それが、ここに来て様子見の姿勢にゆっくりと舵を切ろうとしている。展望レポートの数字にしても2009年1月よりも下方修正になっているが、後述するように、日銀のスタンスは必ずしも下方修正ではない（図表）。

白川総裁の記者会見では、長期国債の買い切りをさらに増額するのではないかとという観測が根強いことに対して、「今の買入れが最適だと思っている」と思惑を明確に否定して見せている。政府が追加経済対策の実施に伴って、新規国債発行10.8兆円を増発するが、改めてそれに反応して財政ファイナンスのようなことをする意図がないことを示したかたちだ。

筆者は、追加緩和の可能性があるともみていたが、今回の日銀のスタンスをみて、当面、現状維持を継続する可能性が高くなったと見方を変更する。日銀が長期国債買い切りを実施するにしても、それは長期金利の上昇などの標準シナリオの変更があった場合であろう。

（図表）2009年4月の経済・物価見通し

				前年比%
大勢の見通し	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮	
(2008年7月)	+1.2～+1.4 (+1.2)	+4.7～+5.0 (+4.8)	+1.7～+1.9 (+1.8)	
(2008年10月)	+0.1～+0.2 (+0.1)	+4.3～+4.8 (+4.6)	+1.5～+1.6 (+1.6)	
(2009年1月)	▲2.0～▲1.7 (▲1.8)	+3.0～+3.2(+3.1)	+1.1～+1.2 (+1.2)	
2008年度	▲3.2～▲3.1 (▲3.2)	+3.3 実績	+1.2 実績	
(2008年7月)	+1.4～+1.6 (+1.5)	+1.8～+2.0 (+1.8)	+1.0～+1.2 (+1.1)	
(2008年10月)	+0.3～+0.7 (+0.6)	▲1.4～▲0.4(▲0.8)	▲0.2～+0.2 (0.0)	
(2009年1月)	▲2.5～▲1.9 (▲2.0)	▲7.0～▲6.0 (▲6.4)	▲1.2～▲0.9 (▲1.1)	
2009年度	▲3.7～▲3.0 (▲3.1)	▲7.6～▲6.9 (▲7.5)	▲1.6～▲1.4 (▲1.5)	
(2008年10月)	+1.5～+1.9 (+1.7)	▲0.3～+0.5 (+0.3)	+0.1～+0.5 (+0.3)	
(2009年1月)	+1.3～+1.8 (+1.5)	▲1.5～▲0.8 (▲0.9)	▲0.6～0.0 (▲0.4)	
2010年度	+0.8～+1.5 (+1.2)	▲2.4～▲1.4 (▲1.8)	▲1.1～▲0.8 (▲1.0)	

注：政策委員8名の見通しのうち最高・最低を除いた6名のレンジ。()内はその中央値。

景気回復のイメージ

日銀が、次々に緩和政策を追加・拡充する対応は、いつか足踏みするとみていたが、どうやらそのタイミングが近づいているようだ。展望レポートの基本的見解では、「最近に至り、在庫調整の進捗などを背景に、世界的な景

気の下げ止まりに向けた動きがみられ始めている」と記している。その背景は、第一番目が景気情勢の変化で、二番目が政府の追加経済対策である。

日銀は展望レポートの中で、今回は細かい成長のパスを描写し、「2009 年度前半は、国内民間需要は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くと予想される。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」と述べている。

これまでの白川総裁は「年度後半以降、持ち直し」ということは説明していたが、年度前半にまで言及することはなかった。このわかりにくさを氷解させるには、2008 年 10 月の展望レポートの記述をみればよい。10 月の展望レポートでは、「2009 年度半ば頃までは、海外経済の減速局面が続き、（中略）停滞色の強い状態が続く可能性が高い」、「2009 年度半ばからは、（中略）回復基調を取り戻し、日本経済の成長率は潜在成長率へ次第に近づいていく」と記してあった。この記述を比較すると、2009 年度の実質 GDP が 2008 年 10 月・2009 年 1 月に比べて下方修正であったとしても、実質的に上方に軌道修正してきていることがわかるだろう。

今回の展望レポートでは、年度前半の見方を変えた上で、2009 年度後半についても「各国における各種政策が効果を顕わすとともに、（中略）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応や財政・金融政策の効果もあって、緩やかに持ち直し、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」と述べられている。

「潜在成長率」に込められた意図

日銀は、景気シナリオの伏線として、潜在成長率という用語を使い、自分たちの姿勢を伝えようとしている。ポイントは、日銀が 2009 年度後半について「潜在成長率を上回る成長率になる」＝需給ギャップの解消、という解釈である。日銀が伝えたいメッセージは、すでに需給ギャップを穴埋めするのに十分な財政出動が行われていることなのかもしれない。この見方の背景には、仮に、年度下期に潜在成長率を下回るような成長率になっていけば、追加的財政出動＝新規国債発行が必要になり、日銀に対する長期国債買い切りの増額圧力が働くという事情が隠れている。

また、今回、日銀は潜在成長率の推定を、「1%台半ばないし後半」としてきたのを、「1%前後」に改めている。人によってはこの操作を需給ギャップの計算のごまかしだと非難するかもしれないが、それは正しくない。潜在成長率は、生産要素の投入ペースによって決まってくる能力拡大のスピードである。金融危機は、そのペースを下方屈折させたと考えられる。この理解は正しい。

その場合、以前の潜在成長ペースのところまで人為的な需要穴埋めをしても、下方屈折した潜在成長ペースまでしか成長力は回復しないことになる。つまり、いわゆる総需要政策の持続性は、1%前後よりも上には望めないという解釈が成り立つだろう。日銀は、現状の経済対策の効果によって潜在成長率を上回る景気回復が達成されることを見守るつもりなのであろう。

日銀の説明は複雑なことを意味しているので、もうひとつ追加しておきたいことがある。白川総裁は 2009 年度のゲタについて、▲5%であるとしている意味である。日銀は、2009 年度の成長率・中央値を▲3.1%と前年度比でマイナスではあるけれども、ゲタの▲5%よりはマイナス幅が少ない数字にしている。この数字の解釈は、実質 GDP の前期比でみて、2009 年 4～6 月以降の 4 四半期の成長率は平均するとプラス方向であるということである。四半期ベースでは、4～6 月から 2010 年 1～3 月まで+1.9%ポイント（＝▲3.1%マイナス▲5%）改善しているのが実情なのである。この+1.9%ポイントという数字は奇しくも、追加経済対策の効果（1.9%の押し上げ）と一致している。

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。

内需のリスクとデフレ懸念

日銀は外需を中心に改善をみている一方で、内需については慎重さを崩していない。家計部門に関しては、「雇用・所得環境は、当面、厳しさを増していく」とし、先行きについても「見通し期間中、個人消費の回復は緩慢なものに止まると見込まれる」と冷ややかである。この見方は、消費者物価の見通しが、2009年度▲1.5%、2010年度▲1.0%と連続してマイナスであることと符合する。

おそらく、日銀は外需改善の好影響がなかなか内需には波及せず、消費者物価を押し上げるエネルギーにつながらないとみているのだろう。消費者物価を決定する経済的要因の世界で考えると、2009年度は前年度の原油高等の裏が出るかたちで、プラス維持は困難だとみられる。日銀は、実質GDPの見通しに基づく需給ギャップとは別の見解を示すように、消費者物価の展望について「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」と評価している。日銀は、「国際商品市況は、世界経済の回復につれて、緩やかに上昇することが想定される」と語っているので、そうしたコストプッシュ要因を加味しても、内需の需要下押し要因の方が上回って、物価下落の圧力が勝るとみているのである。

こうした物価の評価は、日銀が追加緩和の方向を修正したとしても、利上げに向かうまではまだ程遠い状態にあることを市場に伝えたいからであろう。展望レポートの中の2つの柱に基づく点検のパートでは、「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な成長経路に復していく展望が拓ける」とする一方で、「ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある」と付け加えている。警戒的なアナウンスメントは、前回10月の展望レポートのときの注記と実質的に変わっていない。