

インフレ目標導入後初の展望レポート

発表日：2013年4月26日（金）

～物価見通しよりも決意表明の数字～

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

黒田総裁になって初めての展望レポートが発表された。今回は、インフレ目標を導入してから初めての展望レポートでもある。注目点は、2015年度の消費者物価が+1.9%と高めの数字となっているところだ。実質成長率の見通しも2014年度+1.4%と消費税の反動を勘案すると高すぎる。日銀のシナリオは、見通しというよりも、決意表明という位置づけなのだろう。それを現実のものにするためには政府の成長戦略も果敢に協力しなくては行けない。

2015年度の物価見通しは+1.9%

日銀がインフレ目標2%を掲げて初めての展望レポートが発表された。日銀は、「2年程度のタイムスパンを考えながら、消費者物価2%の上昇率を実現するように、大量に資金供給を続ける」と宣言してきたので、その意思が客観的な予測数字にどのように反映しているかが注目されていた。

今回は2015年度の物価・経済見通しを発表したところに新しさもある。従来は、翌々年度の見通しは10月の展望レポートで発表していた。今回は、2年程度で2%の物価上昇を見込んでいるので、ちょうど2年後の2015年春を含む、2015年度の見通しを発表すべきという意見でまとまったのだろう。

具体的な数字は、2015年度の消費者物価（除く生鮮食品、除く消費税）の伸び率は1.9%（中央値）と高めの数字になった（図表1、2）。もしも、2015年春に2%の伸び率が達成されるとすれば、年度中の伸び率はいくらか減衰して、年度平均が1.9%に落ち着くというイメージが予想される。

※今回の展望レポートから企業物価の見通しが消えている。消費者物価・実質GDPと違って日銀・調査統計局が作成しているデータである。その理由を邪推すると、企業物価の方が輸入物価の変化を反映しやすく、大きく予想値が振れるのを嫌ったのか。あるいは、消費者物価の見通しとの整合性がなくなるを恐れたのだろうか。

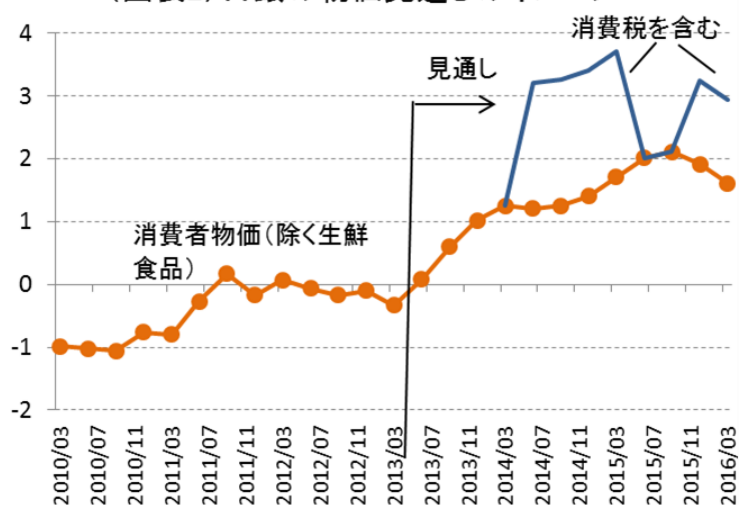
気になるのは、レンジが全員の見通しで、+0.8～+2.3%とばらついていることである。最強気・最弱気を除いた大勢の見通しでは+0.9～+2.2%である。この数字の裏側にあるのは、現時点で2015年度にインフレ目標を達成できるとみる政策委員と、

（図表1）2013年4月の経済・物価見通し

	前年比%	
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮
2012年度	1.0	▲0.2
2013年度	+2.4～+3.0 (+2.9)	+0.4～+0.8 (+0.7)
2014年度	+1.0～+1.5 (+1.4)	+0.7～+1.6 (+1.4)
2015年度	+1.4～+1.9 (+1.6)	+0.9～+2.2 (+1.9)
	消費者物価：消費税 要因を含む(中央値)	2014年度 +3.4 2015年度 +2.6
前	2013年度(1月中旬)	+1.9～+2.5 (+2.3)
回	2014年度(1月中旬)	+0.6～+1.0 (+0.8)
		消費税を含む +2.5～+3.0(+2.9)

注：政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。

前年比% (図表2) 日銀の物価見通しのイメージ



出所：実績は総務省「消費者物価」、見通しは筆者作成。

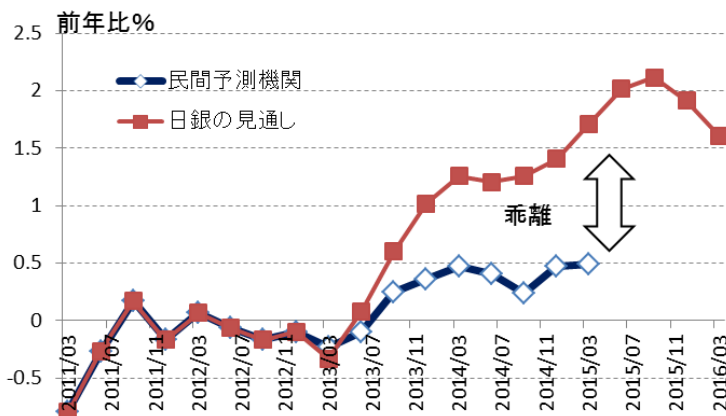
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

達成が今のところは困難とみる政策委員が少なくとも2名以上ずつで分かれているということである。この2名は、少なくとも木内委員と佐藤委員だと考えられる。

筆者の見解では、2015年度の見通しを+0.8%ないし+0.9%と置いている政策委員は、前の白川総裁のゴール1%の時代と整合的な見方を守ったのだと考えている。彼らは、2013年初頭までゴールは1%の上昇率であって、その達成はすぐには難しいので、がまん強く実質ゼロ金利を継続すると考えていた。そうした認識はインフレ目標を採用した今もぶれずに、がまん強く超金融緩和を継続することで、見通しの上振れを、時間をかけて待たざるを得ないと考えているのだろう。

なお、2013年度の物価見通し・中央値は+0.7%、2014年度は+1.4%とこちらも高めである。4月の日本経済研究センターのESPフォーキャストでは、2013年度+0.3%、2014年度+2.5%（消費税要因を含む）となっている（図表3）。民間エコノミストが考える実勢に比べて、今回の展望レポートは2013年度が+0.4%ポイントの上方乖離、2014年度が+0.9%の上方乖離になっている。つまり、政策委員たちの見通しは民間エコノミストとの比較でも大変強気な数字と言える。これは、展望レポートの数字が単なる経済見通しではなく、日銀政策委員たちの決意表明のような数字になっているからだと考えられる。

（図表3）日銀と民間エコノミストの見通しの乖離



注：民間予測機関は、日経センターのESPフォーキャスト（4月）。日銀の見通しは、展望レポートに基づき、筆者が作成。

消費税の反動減の後で高成長を描く

実質GDPの見通しは、物価に負けず劣らずに強気だ。2013年度は中央値+2.9%、2014年度+1.4%である。2013年度は消費税の駆け込み需要のせいだという説明はできるが、2014年度がなぜこれほど強い数字になるのかはやや理解に苦しむ。2014年4～6月は駆け込み需要の反動減が避けられないはずだ。そう考えると、日銀のシナリオは2014年7～9月にかけて景気回復のペースが一段と強まっていく景気のパスを想定していることになる。

筆者が手元で計算してみた数字では、2014年度の実質成長率が+1.4%になるのならば、2014年7～9月辺りからGDPギャップが需要超過に転じて、物価上昇圧力を働かせやすくなる公算が高い。つまり、日銀は、需給面でのデフレ圧力が消費税率を引き上げて、反動減が解消される時期から解消されるとみていることになる。このシナリオが現実のものになるためには、2014年度の春闘交渉で、多くの企業がベースアップを十分に認めて、個人消費が余程強くならなくてはならないことになる。

この2014年度の成長イメージについて日銀はきめ細かい参照データを開示している。発表資料では、消費税率の引き上げによって生じる駆け込み需要とその反動について、2013年度+0.3%、2014年度▲0.7%、2015年度+0.2%としている。この数字を展望レポートの中央値から除外すると、2012年度+1.0%の実質成長率から2013年度+2.6%、2014年度+2.1%、2015年度+1.4%という流れになる。金融緩和の力が最も作用するのは2013年度であり、その勢いが減衰しながら2015年度にかけて民需の自律的拡大をイメージしていると理解できる。

円安効果は強調されていない

教科書的に言えば、インフレ目標を掲げる金融政策は、裁量政策に比べて透明性が上がるということになる。今回の展望レポートでの経済・物価情勢に関する説明は以前に比べてより明快に変わったのだろうか。

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。

その点、筆者はわかりにくくなっている点が気になる。今回の金融緩和の効果は、為替レートを通じた輸入物価の押し上げから、消費者物価に影響してくることは、ほとんど暗黙のご了解のはずである。しかし、展望レポートの基本的見解では、前面に出していない。これは、G7、G20などで為替をターゲットにした金融政策をしないという公式見解があって、それに抵触する可能性がある為替のパスへの言及は行いきにくいという事情があるからだろう。

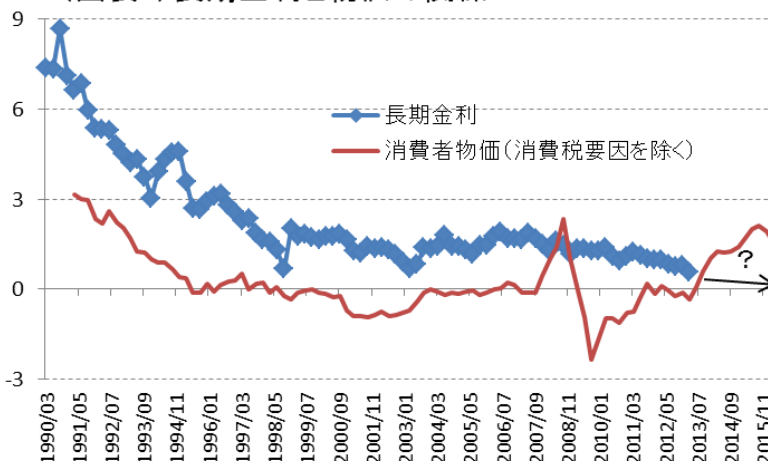
基本的見解におけるシナリオは、前々から説明されている通り、①長期金利の低下、②資産価格の上昇、③民間需要の自律的拡大、という三段階論である。特に景気回復の流れは、「本年（2013年）中頃には緩やかな回復経路に復していく」としたうえで、2014～2015年度は消費税率の振れの影響を受けつつも、「国内民間需要の前向きな動きが続き、基調的に潜在成長率を上回る成長が見込まれる」とある。

日銀のシナリオには、G7などの国際会議で上手に立ち振舞わなければ、持続的円安というデフレ脱却の前提を認められないという不安定さがある。黒田総裁の手腕として期待されている海外への情報発信力への過剰な期待感が、デフレ脱却の戦略の中には隠れていると言えよう。

日銀のリスクシナリオのリスク

毎回、展望レポートでは、上振れ・下振れの双方のリスクを検討している。その中では、長期金利の上昇リスクへの言及が手薄である。具体的には、リスクの5番目の要因に、「財政の中長期的な持続可能性に対する信認が低下するような場合」は、長期金利の上昇リスクがあると記述されている。本当は、物価上昇率が2%に近づくにつれて、長期金利にも物価上昇の圧力がかかっていくという見方が自然であるはずだ（図表4）。黒田総裁は、現時点ではあえて出口論を封印しているが、いずれ長期金利と物価上昇のリンケージが復活する可能性についての具体的な対処イメージを語らなくてはいけなくなるだろう。

％（図表4）長期金利と物価の関係



注：消費者物価の実績は総務省。先行きは筆者作成。

展望レポートの位置づけ

黒田総裁にとって、今回の展望レポートは、インフレ目標の実現可能性をアピールする上で極めて重要だったと考えられる。日銀が期待を操作して、人為的に期待インフレ率を引き上げようとするのならば、まず日銀がそうした見通しを流布する必要があると考えられるからだ。

しかし、2年間で2%の物価上昇率というシナリオはいかにも過大なハードルである。物価上昇のシナリオを、円安を通じた波及効果で実現しなくてはならないという実情もなかなか苦しいところだと考えられる。この点は、日銀が説明責任を果たそうとするほどに、苦しくなるジレンマにもみえる。

また、マーケットの中には、もっと追加緩和を行って欲しいという声がある。記者会見では、黒田総裁はそうした見解には否定的だ。もしも、今後、景気が不測の外生的ショックに見舞われた場合には、追加緩和に突き動かされる可能性も否定できない。今後、日銀は、成長戦略の後押しを取り付けながら、黒田総裁の采配によってどのように隘路を抜けていくかが注目される。

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。