

2015年4月30日会合と展望レポート

発表日：2015年4月30日（木）

～ずれた物価目標、達成は2016年度前半に～

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

展望レポートの公表資料では、2016年度の消費者物価の伸び率を2.0%（中央値）としたが、中心的な見通しは「2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現」と後ずらしている。にもかかわらず、黒田総裁の記者会見では、今までと同じロジックを用いて「基調には変化はない」と繰り返した。当面、総裁は強気を変えないだろうが、2015年秋には物価上昇率が2%まで急上昇するシナリオを展望できなくなって追加緩和に踏み切るだろう。

株価下落ショック

決定会合が行われた4月30日は、日経平均株価が前日比▲538.94円も値下がりした。市場の一部にあった4月30日の追加緩和予想は、現状維持ということで裏切られた。そのことも、株価下落に影響した可能性があったかもしれない。もっと深読みすると、米国の2015年1～3月の実質GDP成長率が前期比0.2%と極めて弱い数字になった背景には、ドル高が米企業の輸出環境にも微妙に悪影響を与えたことがある。ドル高によって成長率の鈍化が起こったと理解すると、日銀の追加緩和は現時点では非常に難しくなるとみることができる。つまり、4月30日に追加緩和が行われなかったことではなく、米国の成長率鈍化の背景にあるドル高傾向を助長するような、日銀の金融緩和そのものが困難に見えるようになって、緩和を織り込みすぎている日本の株式市場がショックを受けたのではあるまいか。

後ずれを認めた展望レポート

展望レポートの中で、消費者物価2%の上昇率を達成する時期の見通しは、「2016年度前半頃に2%程度の物価上昇率を実現」に改められた。従来の2015年度を中心に、という表現が変わったことは大きい。もっとも、黒田総裁の説明振りは、先行きの物価上昇の基調には変化はない、という見通しを繰り返すだけで、かなりわかりにくい。

今回の展望レポートの数字に注目すると、2015年度の経済成長率見通しが2.0%（中央値）と、前回1月中旬間評価の2.1%からほとんど変わっていない（図表1）。おそらく、日銀がこれまで前提にしていた2015年秋以降の物価上昇見通しが崩れなかったから、黒田総裁は「基調には変化はない」と強弁したのだろう。日銀にすれば、物価指標そのものは、原油下落の要因で振れが大きくなっているから、先行きの経済成長率見通しを前提にして、需給ギャップを予想しようとしている。確かに、これまでの流れを振り返ると、需給ギャップの変化とともに、物価指標は変化しているようにもみえる（図表2）。ならば、先行

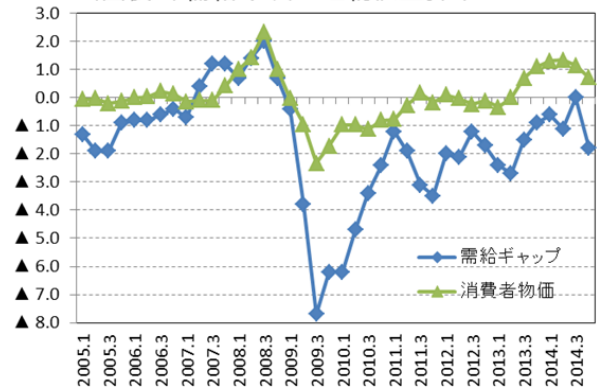
（図表1）2015年4月の展望レポート

大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税要因)	前年比%	
2013年度	+2.3	+0.8		
2014年度<4月>	▲1.0～▲0.8(▲0.9)	+0.8	+2.8	
2015年度<4月>	+1.5～+2.1(+2.0)	+0.2～+1.2(+0.8)		
2016年度<4月>	+1.4～+1.8(+1.5)	+1.2～+2.2(+2.0)	+3.2	
2017年度<4月>	+0.1～+0.5(+0.2)	+1.4～+2.1(+1.9)		
前回	2014年度<1月中旬>	▲0.6～▲0.4(▲0.5)	+1.1～+1.4(+1.2)	+2.9
	2015年度<1月中旬>	+1.8～+2.3(+2.1)	+0.4～+1.3(+1.0)	
	2016年度<1月中旬>	+1.5～+1.7(+1.6)	+1.2～+2.2(+2.0)	

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。

出所：日本銀行

（図表2）需給ギャップと物価上昇率



出所：内閣府、総務省

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。

きは 2015 年 10～12 月に実質 GDP の前期比が段々とプラス幅を拡大していくとともに、需給ギャップがマイナス幅を急速に縮小させることで、物価上昇圧力を高めていくだろうと予想できる。そして、2015 年度後半の消費者物価指数は、今までのエネルギー要因のマイナスのゲタが剥落したときに、伸び率のプラス幅を拡大していくシナリオが成り立つ。

逆説的に言えば、そうした 2015 年秋以降の物価上昇の展望が崩れたときこそ、追加緩和に踏み切ることになるのだろう。筆者は、今回の決定会合における強気見通しによって、かえってシナリオが崩れたときには追加緩和に踏み切るだろうという予想である。追加緩和が濃厚なタイミングは、2015 年 10 月である。

なぜ、日銀は追加緩和をしないのか

どうして物価指標がエネルギー要因によってマイナスの伸び率に転じようとしているのに、日銀が追加緩和をしないのかという理由について考えてみたい。

単刀直入の回答は、黒田総裁が言うように、重要なのは今後の物価見通しであるからだ。その物価・経済見通しに関しては、黒田総裁を強気にさせるような材料がいくつもある。まず、原油下落が景気を良くする効果だ。原油下落は、物価指標に対して短期的にはマイナス要因だが、原油下落は確実に企業収益を嵩上げする。ならば、企業活動が活発化して、好循環は強まることになる。これは、2015 年度後半の成長率が加速する理由である。

次に、賃金上昇率の高まりである。春闘の結果は、個人消費にプラスであり、夏場のボーナス商戦を盛り上げることだろう。そうした消費増加は、中小企業の売上・収益の増加へと波及して、そこから中小企業の雇用者の賃金上昇へと連鎖していくだろう。需給ギャップの縮小に対しても、賃上げの効果は大きな追い風になるとみられる。

米経済拡大も、黒田総裁の記者会見の説明では、港湾ストなどの特殊要因があり、下押しされているだけで、拡大基調に変化はないということだ。筆者も、米経済の各種指標は必ずしも芳しくないが、日本経済に対しては 2014 年秋くらいから輸出環境の改善へと寄与してきた流れは変わらないとみる。今後、米経済拡大のペースがさらに鈍化しても、流れ自体はそう簡単に途絶えることはないだろう。利上げを展望している FRB も、そこは冷静にみながら政策運営をしているので、日銀をはじめエコノミスト達は、米利上げ＝景気腰折れという悲観的なシナリオをメインには据えていないはずである。

まとめると、(1) 原油下落のプラス効果、(2) 春闘が促す好循環、(3) 米経済のソフトランディング、の 3 つが、2015 年度の日本経済への追い風になることは、多かれ少なかれ現実化するだろう。なお、日銀のボードメンバーの間で、2014 年 10 月の追加緩和のときに票決が割れたことを思い出す。仮に、黒田総裁が現時点で追加緩和のカードを切ろうとすると、緩和慎重派の委員たちから、(1)～(3)の好材料を突き付けられて、もう少し追加緩和の前提になる景気情勢を見極めるべきだと反論されるだろう。つまり、(1)～(3)の好材料が現実化するかどうかを、黒田総裁など執行部の面々は少し時間をかけて見なくてはいけないと思っているのだろう。

出口論は難しい

最後に、今回の展望レポートでは、2017 年度の見通しにまで踏み込むことになった。黒田総裁の任期が 2018 年 4 月までだとすると、今回の展望レポートはほぼ任期中の見通しを示していることになる。一応、2016・17 年度の物価見通しは、2%前後の数字が掲げられている。しかし、その実現性は難しく、黒田総裁は今まで通り、出口に言及することは差し控えている。記者会見でも、「出口は時期尚早」という常套句を繰り返した。

筆者からすれば、2%の物価目標の達成が厳しくなっているので、黒田総裁には数字上の 2%目標達成を論じる余裕はないというように見える。やや深読みすると、黒田総裁は、2%を達成して、任期満了するのではなく、次の総裁に宿題を残したままバトンタッチする可能性が高まっているのではあるまいか（総裁再任もあるだろう）。

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。