BOJ Watching

経済関連レポート

４月の展望レポート

～審議委員はオール与党に～

発表日：2017年4月27日（木）

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

４月の会合では、展望レポートが発表される。2019 年度の見通しが、消費税率の引き上げを踏まえて行われた。今回、景気判断は上方修正されたが、２%の物価上昇は「安定的に超える時期が 2018 年度より後になる可能性が高い」と見通しが後ずれした。とはいえ、2016 年末に需給ギャップがプラス転化して、その流れが続くと見ている。

景気は上方修正

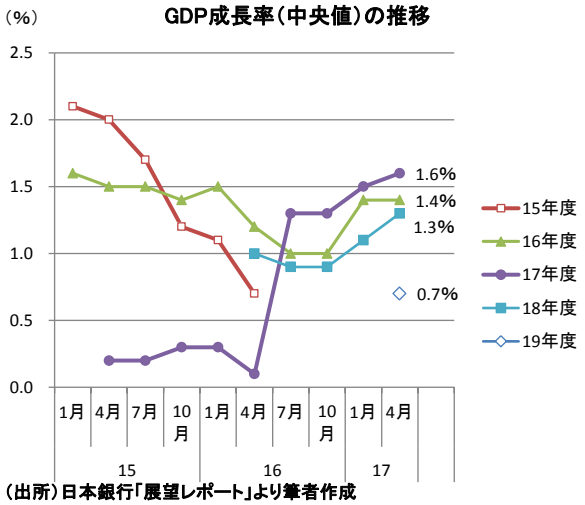
４月 26・27 日の決定会合は現状維持となった。この会合は、展望レポートが発表される回となっている。そこでは、初めて 2019 年度の見通しが発表されている点が注目される。

まず、景気判断は、「緩やかな拡大に転じつつある」と上方修正された。記者会見では「一歩前進」としている。前までは「緩やかな回復基調を続けている」とされていたので、巡航速度を上回ることを示唆している。各論のところでは、マクロ的な需給ギャップは、「このところ改善しており、昨年末（2016 年末）にプラス転化した」とある。なお、拡大という表現が使われたのは 2008 年３月以来の９年ぶりだとされる。つまり、リーマンショック前に何とか戻った状態だということだ。「失われた９年」が金融不安後の局面の中にあって、今は長期停滞の谷間で“ひと山越えた”ことになる。

今回の展望レポートでは、2019 年度の経済・物価見通しが初めて発表されている（図表１）。2019 年度の実質 GDP は前年比の中央値が 0.7%、消費者物価が 2.4%。2019 年 10 月に消費税率が 10%に引き上げられることを除外した時の消費者物価はコア指数で 1.9%である。日銀の分析によると、税率は 8%から 10%になるが、新聞などの非課税対象を除くと、2019 年 10 月以降の物価を前年比＋1.0%ポイント押し上げる。2019 年度全体に対しては前年比＋0.5%ポイントの押し上げになるという。

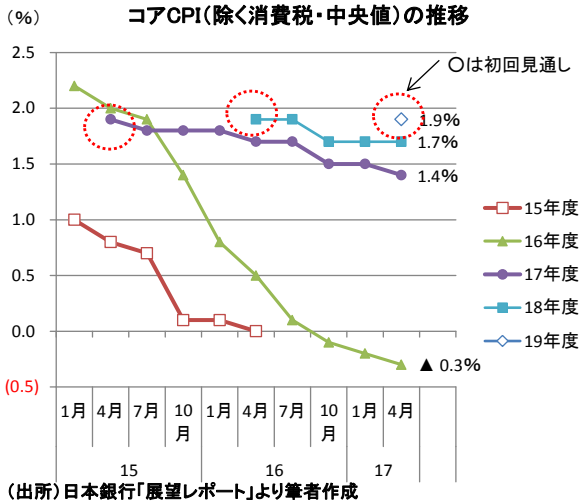
もっとも、初回の展望レポートでは、物価見通しが 2.0%前後になるのは一般的なことである（図表２）。筆者などは常識的に 1.0%前後が妥当とみるが、日銀はそれを適合的な予想と言って、2.0%の建前にこだわる。毎回物価見通しは実績が近づくと下方修正されるのが常である。筆者を含めた多くのエコノミストたちは、これを日銀のこだわりだと冷淡に見ている。

（図表１）日銀「政策委員の大勢見通し」における GDP成長率（中央値）の推移



（出所）日本銀行「展望レポート」より筆者作成

（図表２）日銀「政策委員の大勢見通し」における コアCPI（除く消費税・中央値）の推移



（出所）日本銀行「展望レポート」より筆者作成

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。

もうひとつ、最近はGDPもバイアスがある。2016年中の見通しは期中に数字がジャンプしている。研究開発費などを設備投資に含めた影響である。こうした影響もあって日銀は、潜在成長率を「0%台後半」に上方修正している。これは1月の見通しでもそうだったが、従来の「0%台前半」からGDP改定を受けて上方修正したのである。今回はここに「生産性の上昇を新たに織り込んだ」とある。そうした上で、「わが国経済は、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を続ける」と結論づけている。

２%達成シナリオ

日銀の目標達成は、総裁会見では「2%程度に達するのは2018年度頃になる可能性が高いが、安定的に超えるのは2018年度より後になる可能性が高い」と見通しを先送りした。ただ、展望レポートの名kでは「2018年度頃」で変わりがない。ここでは、2019年度が加わったので、「見通し期間の中盤」となる。さて、これをどうやって実現するのか。足元では「一部の耐久財やサービス価格が幾分弱め」になっていて、2016年度は▲0.3%である。この数字は1月の▲0.2%から下方修正である。

日銀の説明では、輸出・生産の増加や経済対策効果が後押しになり、マクロの需給ギャップがプラス幅を拡大していくとする。「こうしたもとで、賃金の上昇を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくという好循環が作用していく」というストーリーである。この筋書きは変わっていない。むしろ、労働需給はじわじわと引き締まっていて、賃上げ圧力を高めているとみえる。

もっとも、実際は円安と原油上昇を抜きにして物価上昇は有り得ない。１月はトランプ大統領が就任した直後で、今よりも不確実性が大きかった。展望レポートもその点を改善したとは判断せず、今も地政学リスクなどを強調している。

筆者は、2017年夏以降に日銀が頼みの綱にしている好循環がもっと明確に賃金などを押し上げるかがポイントだと見ている。2%は程遠いとしても、1%近くまでは物価上昇が進んで欲しいと思う。この頃が日銀シナリオの蓋然性が今よりも試されると予想する。

オール与党化？

展望レポートのドットチャートは常に見通しが下に２つほどばらけてきた。木内委員と佐藤委員が9名の中で現実的な見通しを示してきたからだ。この２人の実直なスタンスは、賞賛されて然るべきだ。長いものに巻かれない姿勢を貫くのは並大抵ではなかっただろう。

その２名は、2017年7月をもって退任する。残念である。代わりに、エコノミストの片岡剛士氏と銀行出身の鈴木人司氏が後任として名前が挙がっている。6月に国会承認となる見通しである。この両名は、木内・佐藤氏とは違うだろう。9名の政策委員の中で、野党だった２人が交代すると、オール与党化する可能性がある。オール与党化してしまうと、ますます日銀のボードメンバーに対する金融市場の注目度は落ちるだろう。時代が大きく変化する中では、意見が異なっても、9名全員が真摯に先行きの見方を戦わせることがなくてはならない。政策決定プロセスが鶴のひと声になるのはまずい。

多くの人が、この人事の先に、2018年4月の総裁・副総裁の人事を予感している。強烈なリフレ論者が、執行部の後任に選ばれるのではないかという予感である。それらの人物は2023年まで金融政策の舵取りをする。今回、記者会見では、黒田総裁は「具体的議論は時期尚早」、「物価目標2%実現が出口戦略の始まり」と語っている。もしも、後任が黒田総裁と同等、それ以上のリフレ論者であれば、筆者は真剣に出口論がソフトランディングするのか恐ろしく感じる。

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。