

4月展望レポートの評価 ～物価下振れにも「泰然自若」、利上げ継続示唆～

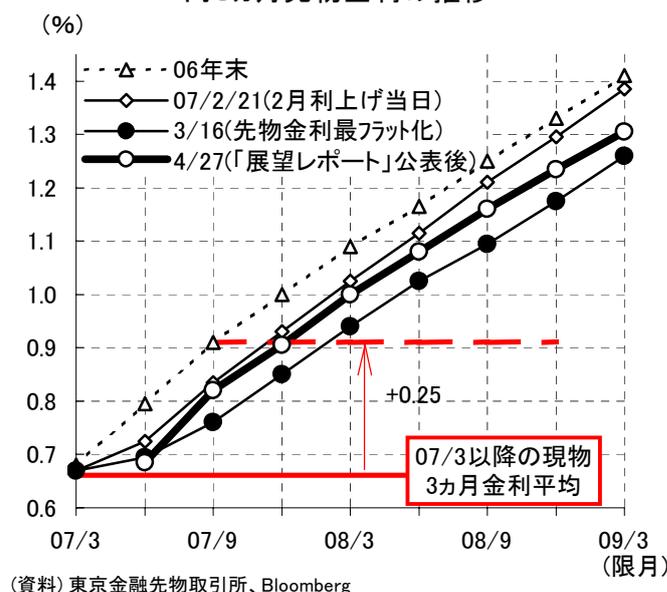
◎本日公表された日銀「展望レポート(経済・物価情勢の展望)」のポイント、および金融政策・市場金利へのインプリケーションは、以下の通り。

- 1) 今回の展望レポートを総じてみると、前回06年10月レポートの情勢判断・見通しが概ね踏襲されるなかで、「『中長期的な物価安定の理解』の点検」と題した補論を付して、「**短期的な景気・物価指標等の振れに囚われることなく、中長期的な展望に基づいて金利調整を進めていく**」姿勢を色濃く打ち出した、と言える。

すなわち、金融政策運営の「第1の柱」に基づく点検(08年までについて最も蓋然性が高い見通し)では、「物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」、「第2の柱」(より長期的な視点で重視すべきリスク)では、「実態と乖離した低金利長期化の期待定着が、経済・物価の振幅を大きくし、非効率な資源配分に繋がるリスクがある」と、前回とほぼ同様の結論。そうした中、「『中長期的な物価安定の理解』の点検」においては、「(金融政策効果の波及には長期間を要し)**物価の短期的な変動を全て吸収しようとする**と**経済の変動がかえって大きくなる**…、十分長い先行き動向を展望しながら、**中長期的にみた「物価の安定」実現に努める**」と明記されている。

- 2) 展望レポート公表後の会見で、福井総裁は「物価が目先弱かったり、マイナスであっても、長い目で見て経済の拡大メカニズム、物価の基調がしっかりしている場合…、金利を調整しないと好ましくない影響が及んで、景気が波打つ」と述べ、より直接的に「基調」重視の姿勢を示している。今朝発表の3月の全国CPI(除く生鮮)は前年比▲0.3%と、事前予想を下回り04年5月以来のマイナス幅へと拡大したが、これに伴う市場の金利観下振れを阻止しようとする意向が窺える。
- 3) 当社の金融政策見通しは、今回の展望レポートの内容を踏まえ、**メインシナリオとして「8月頃に追加利上げ」との見方を継続**。その後も、市場の期待安定化を意図して「概ね半年毎に利上げ」が実施されると予想している。市場の金利観は、今回の展望レポートを受けて先高観がやや回復しようが、物価のみならず、生産など景気面の指標も足元で冴えない状況下、日銀の主張に即してみても、早期利上げは正当化し難い状況。このため、当面は長短金利ともに現行水準近辺で安定的に推移する見通し。

円3ヵ月先物金利の推移



◎今回の展望レポートの内容を、前回(06年10月)分と対比しつつ、やや詳しくみると次の通り。

- 1) 先行きの見通しは、「物価安定のもとで、持続的な成長を実現していく可能性が高い」と、従来見解を踏襲。すなわち、政策委員の大勢見通し(中央値)では、①実質GDP成長率が2007年度：2.1%、08年度：2.1%と定常ペースの拡大基調を継続、②消費者物価(除く生鮮)上昇率は、0.1%、0.5%と、足元のもたつきからプラス基調を明確にしていく見通しが提示された。これらは概ね市場の事前予想の範囲内。
- 2) **景気の上振れ・下振れ要因**として指摘したのは、①**海外経済の動向**、②**IT関連財の需給動向**、③**金融環境などに関する楽観的な想定に基づく金融・経済活動の振幅拡大**、の3点。
 - ①で、米国経済を巡るリスクとしては、前回に続く「住宅価格の調整が予想以上に深い場合」に加えて、今回新たに先行指標の弱い動きを踏まえて「設備投資が下振れた場合」を指摘。このほか、米国の「インフレ圧力が減衰しない可能性」、中国の上振れリスク、国際商品市況の状況、は前回と同様。
 - ②は、昨年4月レポートで指摘され、前回レポートでは「海外経済」が減速した際のリスクに含められたが、今回再び独立項目として復活した。3月生産統計でのIT関連在庫増が意識された模様。
 - ③は、前は「設備投資の積極化→資本ストックの過剰な積み上がり」という実体面のリスクの指摘にとどまっていたが、今回「**金融資本市場における行き過ぎたポジション構築**」、「**非効率な経済活動への資金・資源が使われるおそれ**」等、警戒を金融分野も含めたより広い概念へと拡大している。主に、円キャリー取引の隆盛など為替市場の動きを意識したとみられる。
- 3) 物価を巡るリスクについては、「需給ギャップに対する物価感応度」を前回に続いて挙げたが、感応度の方向は「低下」と明確に指摘し、「その程度に不確実性がある」とした。これは、後段の「金融政策運営」における「第2の柱」の点検に際して、「経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある」との指摘に繋がっている。
- 4) 金融政策運営に関して、「第1の柱」、「第2の柱」による点検の結論は、冒頭で指摘した通り。ただし、最後段でこれまでを振り返る形で「(金利)調整のペースはゆっくりとしたものであり、**極めて低い金利水準による緩和的な環境が維持され「た」と過去形で表記**された点は目を引く。その後を受けて、「今後もこうした基本的な考え方を維持する方針である」、「リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで、徐々に金利調整を行う」と締められているが、先行きの「金利調整」の結果、「極めて低い金利水準」と言えなくなる事態に布石を打ったものと解釈される。
- 5) 今回新たに加えられた補論では、「中期的な物価安定の理解」の点検の視点として、①**CPIの計測誤差(バイアス)は大きくない**、②**物価下落・景気悪化の悪循環に備える「のりしろ」の必要性は、企業体力や金融システムの頑健性の高まりを背景に低下**、③**家計や企業が「安定」と考える物価上昇率は大きな変化はない**、との議論の経過が示された。

日銀「経済・物価情勢の展望」：政策委員の見通し(4月27日公表)

(前年度比%、【 】内は中央値)

		2007年度			2008年度		
		全員見通し			全員見通し		
		最小	大勢見通し	最大	最小	大勢見通し	最大
実質GDP	今回(07/4)	+1.9	+2.0~【+2.1】~+2.1	+2.5	+1.9	+2.0~【+2.1】~+2.3	+2.4
	前回(06/10)	+1.8	+1.9~【+2.1】~+2.4	+2.6		--	
国内企業物価	今回	+0.5	+0.7~【+0.7】~+0.8	+1.5	+0.7	+0.8~【+1.0】~+1.0	+1.2
	前回	+1.0	+1.1~【+1.2】~+1.5	+1.7		--	
消費者物価 (除く生鮮)	今回	▲0.1	0.0~【+0.1】~+0.2	+0.2	+0.3	+0.4~【+0.5】~+0.6	+0.6
	前回	+0.4	+0.4~【+0.5】~+0.5	+0.6		--	

(注)「大勢見通し」とは、各委員の見通しから最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。