

みずほマーケットインサイト

Japan

2008/4/30

みずほ総合研究所 市場調査部  
シニアエコノミスト 草場 洋方  
(03-3591-1249)  
[hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp](mailto:hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp)

## 日銀『展望レポート（2008/04）』の評価

～景気認識は慎重化し、金利正常化路線は正式に棚上げ。

政策金利は当面据え置きが続く見込み～

- 日銀は 08 年度の成長率見通しを下方修正したが、09 年度に向けては「潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける」と予測
- 08 年度のコアCPI上昇率は+1.1%に上方修正。09 年度は+1.0%の物価上昇を予測
- 金融政策運営パートからは「徐々に金利水準を調整（＝引き上げ）」の文言が削除され、金利正常化路線は正式に棚上げ

08 年度のGDP成長率は下方修正、  
コアCPI変動率は上方修正

この半年で、景気見通しを慎重化させる  
要因が数多く発生

住宅投資への見方はやや慎重化か

本日、日本銀行は金融政策決定会合を開催し、2008 年度、2009 年度の経済・物価見通しと先行きの金融政策運営の基本的な考え方をまとめた『経済・物価情勢の展望』（以下『展望レポート』）を公表した。はじめに政策委員の予測中央値を確認しよう。昨年 10 月時点との比較が可能な 2008 年度の見通しについては、実質GDP成長率が前年度比+1.5%（10 月：同+2.1%）に大きく下方修正された一方、コアCPI変動率は同+1.1%（10 月：同+0.4%）に上方修正された。

スタートしたばかりの 2008 年度について、この時点でかなりの見直し修正を余儀なくされた日銀であるが、この半年で彼らのシナリオの何処に変化が生じたのだろうか。まず、成長率については、『展望レポート』では住宅投資や設備投資の下振れを理由に挙げているが、もう少し細かく考えると、①住宅投資の反動増期待の剥落、②米国経済の景気後退懸念の高まりを受けた外需見通しの慎重化、③交易条件悪化や円高を背景とする企業収益・マインドの悪化懸念の強まりに伴う設備投資見通しの慎重化、④実質賃金の低迷を受けた個人消費見通しの慎重化、など、様々な要因が積み重なった結果、見通しの下方修正を余儀なくされたのだろう。

①について、改正建築基準法の施行による建築確認遅延の影響が一巡した後は住宅投資が伸びるとの見方から、10 月の『展望レポート』では「住宅投資の振れが 2008 年度の成長率を幾分押し上げる」としていた。しかし、今回の『展望レポート』では住宅投資に関する特段の言及が無くなり、特段成長率の押し上げに寄与する要因としては捉えていないことが窺える。実際、住宅投資は昨年夏場以降の極端な落ち込みこそ見られなくなっているが、昨年の落ち込みを取り戻すほどの勢いは感じられず、低位横這いといった状況が続いている。特に、賃金が伸びない中で地価の値上がりや資材コストの上昇で物件価格が跳ね上がった結果、分譲マンションや建売住宅は販売戸数や契約率が極端に落ち込んでいる。建築基準法の問題にフォーカスが当たった

## 外需見通しも慎重化

結果、住宅市場を巡るファンダメンタルズの弱さは覆い隠された部分があったが、建築基準法の影響が和らぐにつれて、それが徐々に鮮明になっており、日銀の住宅投資見通しもそれに合わせて幾分慎重化した可能性が高い。

②については、10月時点では米国経済の減速が長引く一方で他の地域が高成長を続けるとの見方から「海外経済全体としては、拡大を続ける」との認識に立っていたものが、今回は「海外経済は、減速はするものの、新興国中心に成長を続ける」という表現となった。引き続き海外経済の拡大基調は途絶えていないとの理解ではあるが、標準シナリオのパートに敢えて「海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性」から「景気の下振れリスクがある」との指摘が挿入されるなど、見方はトーンダウンしている。①米国経済の悪化が予想以上のスピードと深度で進んでいること、②足許で中国向けのIT関連財輸出が低迷するなど米国経済悪化の間接的悪影響が現れる兆しがあること、③インフレ加速により外需の牽引役である新興国の内需成長力に警戒感が出つつあること、などを背景に、外需全体についても判断が慎重化しているようだ。

## 国内企業部門に対する判断はかなり弱気化

③の企業部門については、前回の『展望レポート』から最も見方が弱気化した部分かも知れない。前回は「企業部門の好調が続く」、「高水準の企業収益が続く」と前向きな表現が並んでいた企業部門のパートだが、今回は「企業にとって厳しい収益環境が続く」、「(設備投資の)伸び率は緩やかになる」と慎重な表現が増えている。実際のところ、この半年間で企業部門を取り巻く環境が大きく悪化したのは事実だ。原油価格は年初に100ドル/バレル(WTI先物最期近物)を突破した後も上昇を続け、足許で120ドル/バレルに達しようかというレベルにある。他にも、例えば鉄鋼石や石炭の今年度輸入価格はそれぞれ前年度比+65%程度、+200%程度(原料炭)と極端な値上げ幅で決着した。原燃料費の高騰度合いは固定費の圧縮など内部努力では賄うことが出来ないレベルに達し、一方で川下に行くほど価格転嫁が難しい需要環境に変化が生じているわけではないため、多くの企業は自らの利潤を減らすしか道が無くなっている状況だ。また、米ドルに対する円高が進んだことで、自動車や機械など輸出関連企業の収益に強い負の影響が生じている。交易条件の悪化と円高を主因に企業のキャッシュフロー創出能力は目先大きく落ち込むことが確実な情勢であり、同時に企業マインドが悪化していることも踏まえれば、2008年度の設備投資は慎重に見ざるを得ない。日銀は「中長期的な需要を見据えた投資が続くことから(設備投資は)大企業を中心に引き続き増加する」としているが、「ここ数年に亘って高い伸びを続けてきたことから、伸び率は緩やかになる」との表現からは、ここ数年設備投資が果たしてきた内需の牽引役の役割を今後も期待するのはやや厳しいという認識に立っていることが窺えよう。

「好循環メカニズム」の弱まりで家計部門の見通しもやや弱気化

④の家計部門については、『展望レポート』では「雇用者所得が緩やかに増加するも、個人消費は底堅く推移する」との見方は崩していない。しかし一方で、「中小企業を中心に収益が伸び悩むも、人件費抑制姿勢は根強く続き、賃金の伸び率は緩やかなものに留まる」と先行きに慎重な記述がみられる。物価の上昇を背景とする実質賃金の低迷と消費者マインドの悪化が実質消費に下押し圧力を加えていることに加え、企業所得の見通し悪化に伴って日銀の景気シナリオの根幹であった「生産・所得・支出の好循環メカニズム」が弱まっていることから、企業から家計への所得の波及の度合いについても、従前の見通しに比べて弱気化していることは否めない。

コモディティ市況の一段高を受けて物価見通しは上方修正

一方、この半年で物価見通しに影響を与えた要因は、何と言ってもコモディティ市況の一段の高騰だろう。原油、金属、穀物など幅広い商品の値上がり止まらず、いよいよ企業も耐え切れずに価格転嫁姿勢を強めている。需要が弱いためフル転嫁が出来る状況にはないにせよ、消費者物価段階にまでジワジワと上昇圧力が波及している。当社の見通しでは、揮発油税の暫定税率が復活する5月以降にはコアCPI上昇率が恐らく1%台半ばに達するであろうし、このまま原油価格が120ドル/バレル近傍で高止まりすれば年末辺りまで1%近傍の上昇率が続く可能性が高い。このような環境変化が今回の見通しに織り込まれたものと考えられる。

09年度に向けては、景気・物価共に巡航速度に復するとの見方

さて、足許の景気認識を「緩やかに拡大している」から「減速している」に下方修正し、今年度の景気見通しも下方修正した日銀ではあるが、よりフォワードルッキングにみた景気・物価のイメージはそれほど悪いものとはなっていない。つまり、2009年度の経済成長率は「潜在成長率並み」の前年比+1.7%に回復し、コアCPI上昇率は同+1.0%と「中長期的な物価安定の理解」の中心値そのままの姿を描いており、インフレの加速をみている訳ではない。このようなシナリオをとっている背景には、景気については、好循環メカニズムは足許弱まっているが崩れてはいない、という理解があり、物価については、コストプッシュの影響が和らげば「成長率が概ね潜在成長率並みで推移するも、資源の稼動状況は横ばい圏内の動きとなると考えられ、マクロの需給ギャップも概ね現状程度の水準で推移する」ことから持続的な物価上昇圧力は乏しいとの見方を採っていることが大きく影響している。

前提となっている政策金利のパスは？

なお、日銀の景気見通しを読む上で注意しなければならないのは、彼らがどのような政策金利の前提をおいて見通しを作成しているかという点だ。「市場の織り込む政策金利のパスを参考にしている」というのが日銀の公式見解だが、例えば今日現在のOIS(オーバーナイトインデックススワップ)は、向こう1年で2回(25bp×2)の利上げが実施されることをほぼ織り込んで

いる。このような前提の下で 2009 年度に向けて景気・物価が巡航速度に向かうというシナリオなのであれば、市場参加者は利上げに向けて身構えなければならぬことになる。但し、足許の O I S の利上げ期待は先週末発表の 3 月コア C P I が前年比 +1.2% に上昇したことで長期金利が急騰し、その結果として狼狽的な相場が形成された可能性が高く、日銀の見通しはそれを織り込んでいない（つまり、先週末以前の「向こう 1 年利上げも利下げもなし」という見方に従っている）とみるのが自然かも知れない。その場合、実際の経済が日銀のシナリオ通りに進んだ場合、恐らく利上げも利下げもないということになる。この点、『展望レポート』では「金融市場における先行きの利上げ見通しは後退し」という記載があるから、おそらく標準シナリオは政策金利が横這い推移することを前提として組まれているのではないかと考えられる。

#### 景気の上振れ・下振れ要因

標準シナリオのパートでも殊更強調されていたが、今回の『展望レポート』では海外経済や国際金融資本市場の不確実性が最大のリスク要因と認識されている。米国、欧州については下振れリスクが強調されており、それに引けられる形での世界経済の減速リスクも認識されている。中国は下振れ、上振れ双方をみている。また、資源国については活発なインフラ投資等による上振れリスクを指摘している。その他の景気へのリスクとしては、インフレ昂進による世界的な景気減速リスク、企業の成長期待の下振れ・上振れ双方のリスク、緩和的な金融環境により景気の振幅が大きくなるリスク、などが指摘されている。

#### 物価の上振れ・下振れ要因

物価については、上振れリスクへの警戒感が相対的に強いのが特徴だ。生活必需品の値上がり等を受けて家計のインフレ期待が高まるリスクや企業の価格転嫁行動の広範化リスクなどが指摘されている。また、引き続きコモディティ価格の上下両サイドへの不確実性も認識されている。

#### 「中長期的な物価安定の理解」に変化なし

量的緩和解除のタイミングで導入された「中長期的な物価安定の理解」については、C P I でみて 0~2%、中心値が 1% 程度ということで特に変化がなかった。（強いて言えば、従前の「中心値は概ね 1% 前後で分散」というよく意味の通らない表現が簡略化された。）

#### 「徐々に金利水準の調整を行う」との文言がなくなった

最後に、金融政策運営のパートに関して言うと、特徴的なのは「徐々に金利水準の調整を行う」という金利正常化に向けた意欲を滲ませる文言が完全になくなったことだ。代わって、「不確実性が極めて高い状況の下で、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」、「下振れリスクが薄れ（…）見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのか、よく見極めていく必要がある」と、政

策運営のスタンスを完全にニュートラル化させた上で、目先は下振れリスクに注目していく姿勢が明確となった。金利正常化路線はここで一旦正式に棚上げされたことになる。

#### 政策金利は当面据え置きに

さて、簡単に纏めれば、今回の『展望レポート』で日銀の景気認識が弱気化したことは間違いないが、一方でインフレに対する警戒感がこれまでより幾分高まったことも窺える。加えて、2009年度に向けては景気・物価共に巡航速度に復することをメインシナリオにしている。このような日銀の見方と当社の景気・物価見通しを総合して今後の政策金利のパスについて考えると、現時点では、向こう一年程度は政策金利の据え置きが続くとみておくのが妥当だと考えている。日銀と当社の見通しを比べると、物価の見通しは大きく変わらないが、景気については今回の『展望レポート』で示されたシナリオに比べて当社は幾分慎重であり、米国景気の低迷がかなり長期化すること等から2009年度についても国内の成長率は潜在成長率を下回る可能性が高いと考えている。

#### 利下げに追い込まれる可能性は依然低い

但し、それでも、①設備や債務などの深刻なストック調整が起こるリスクが低いこと、②現状の政策金利水準は既に十分に緩和的で一段の政策金利引き下げは市場機能の低下などの副作用が大きいこと、③金融市場が混乱しクレジットスプレッドが拡大している中ではそもそも政策金利の引き下げの限界的な効果はかなり減殺されること、などから、利下げまで至る可能性は依然として低いと考えている。

#### 一方、利上げは非現実的

一方、利上げについては、インフレリスクへの対応が焦点となるが、①当社の見通しとして原油などのコモディティ市況は落ち着く方向にあるとみていること、②景気が減速する中でコストプッシュの影響が剥落すれば物価上昇に持続性は無いと考えられること、③そもそも日本で利上げしても国際商品市況が落ち着くわけではなく、従って利上げはインフレ圧力に対しての解にならないこと、などから、利上げについては暫く現実的でないと考えている。

以 上

【『展望レポート』「基本的見解」の概要】

		2007年10月	2008年4月
基調判断	足もと	わが国経済は、緩やかに拡大している	わが国経済は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している
	先行き	海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが、成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い	2008年度前半は、住宅投資が次第に回復に向かうものの、米国を中心とした海外経済の減速やエネルギー・原材料価格高の影響などから、景気は減速を続けるとみられる。その後は、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるとみられるため、成長率は徐々に高まっていく可能性が高い。その結果、2008年度の成長率は前回見通し対比で下振れ、1%台半ば程度になるとみられる。また、2009年度の成長率は1%台後半程度になると考えられる。
個別動向	海外経済	米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他の地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、拡大を続ける	海外経済は、減速はするものの、新興国を中心に成長を続ける
	輸出	増加を続ける	輸出は引き続き増加する可能性が高い
	企業収益	高水準の企業収益が続く	設備・在庫・雇用などの面で調整圧力を抱えていない
	設備投資	増加を続けると予想される。もっとも、これまで数年にわたって高い伸びが続いたことから、資本ストック循環の観点からみて、伸び率は昨年度までよりは低いものになる	中長期的な需要を見据えた投資が続くことから、大企業を中心に引き続き増加するとみられる。もっとも、原材料価格高等を背景に企業にとって厳しい収益環境が続くことや、資本ストック循環という観点からみると、これまで数年にわたって設備投資が高い伸びを続けてきたことから、伸び率は緩やかなものとなる
	雇用者所得	企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいく	雇用者所得が緩やかに増加する
	企業の姿勢	グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強い	中小企業を中心に収益が伸び悩むもとで、人件費抑制姿勢は根強く続く
	雇用者数	増加が続く	企業の人手不足感は強く、増加を続ける
	賃金	賃金水準の高い段階世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっているが、労働市場の需給が更に引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていく	労働需給がタイトな状況が長期化することから、じわじわと上昇圧力が加わっていきとみられる。もっとも伸び率は緩やかなものにとどまる
	その他の波及ルート	株式配当の増加など様々なルートによる波及も続く	
	個人消費	緩やかな増加基調を辿る	底堅く推移する
金融環境	極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするとみられる。米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的	緩和的な金融環境が、引き続き民間需要を後押しするとみられる。国際金融資本市場の動揺が続いているが、欧米に比べ、信用スプレッドの上昇は総じて小幅であり、金融機関への影響も限定的	
物価を巡る環境		①マクロ的な需給ギャップの需要超過、②ユニットレバークストは下げ止まり方向、③民間経済主体のインフレ予想の上昇	①マクロの需給ギャップは現状程度の水準で推移、②ユニットレバークストはマイナス幅縮小方向、③民間経済主体のインフレ予想の上昇
企業物価	足もと	前回見通し対比上振れ	前回見通し対比上振れ
	先行き	原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続ける	原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続ける
消費者物価	足もと	前回見通しに概ね沿って推移。規制緩和などを背景に厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない	石油製品や食料品の価格が上昇していることから、前回見通し対比で幾分上振れ
	先行き	前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大	石油製品や食料品の価格上昇テンポを反映して、2008年度前半までは1%台前半で推移し、その後はやや低下する。結果、2008年度は前回見通し対比で上振れて1%程度、2009年度も1%程度の伸び率となる。

日本銀行「経済・物価情勢の展望」よりみずほ総合研究所作成

【 政策委員の経済・物価見通し 】

		2007年10月		2008年4月		増減
実質GDP	2008年度	中央値	2.1%	1.5%		▲0.6%
		大勢見通し	1.9% ~ 2.3%	1.4% ~ 1.6%		
		全員見通し	1.9% ~ 2.4%	1.4% ~ 1.8%		
	2009年度	中央値		1.7%		
		大勢見通し		1.6% ~ 1.8%		
		全員見通し		1.5% ~ 1.9%		
国内企業物価指数	2008年度	中央値	1.0%	2.5%		+1.5%
		大勢見通し	0.9% ~ 1.2%	2.4% ~ 2.8%		
		全員見通し	0.8% ~ 1.5%	2.3% ~ 2.9%		
	2009年度	中央値		1.5%		
		大勢見通し		1.3% ~ 1.8%		
		全員見通し		1.3% ~ 1.9%		
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	2008年度	中央値	0.4%	1.1%		+0.7%
		大勢見通し	0.2% ~ 0.4%	0.9% ~ 1.1%		
		全員見通し	0.2% ~ 0.5%	0.9% ~ 1.2%		
	2009年度	中央値		1.0%		
		大勢見通し		0.8% ~ 1.0%		
		全員見通し		0.8% ~ 1.1%		

(注) 数値は前年度比変化率

(資料) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」よりみずほ総合研究所作成

【 『展望レポート』で認識されているリスク要因 】

項目	上振れ要因		下振れ要因	
	10月	4月	10月	4月
海外景気	中国では、固定資産投資を中心に過熱感が強く上振れ	中国では、固定資産投資などの内需の動向次第では上振れ	米国住宅市場の調整深刻化による米国景気の一段の減速	米国住宅市場の調整や金融資本市場の動揺の深刻化による米国景気の下振れ
			国際金融市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、欧州経済が下振れ	国際金融市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、欧州経済が下振れ
			米欧経済のリスクが顕現化した場合、その程度によっては世界経済全体として下振れ	米国景気下振れの影響がその他地域にも波及した場合、世界経済全体として下振れ
海外物価	中国の物価上振れ	国際商品市況が想定以上に上昇した場合		
	米国でインフレ圧力が減退しない可能性			
IT関連財の需給			海外経済が予想以上に減速した場合、需給バランスが崩れる可能性	
経済主体の楽観的行動	低い実質金利を背景とした金融・経済活動の過度な積極化	企業の成長期待が低下する場合、設備投資を中心に下振れ		
国内物価	資本・労働の稼働水準の高まりを受けたインフレ期待の昂進	消費者のインフレ予想の高まり	物価の需給ギャップへの感応度の予想以上の低下	企業のコスト削減努力などにより価格上昇が想定ほど進まない可能性
	原油などの資源価格	原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きの広範化	原油などの資源価格	原油などの一次産品の価格動向

(資料) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」よりみずほ総合研究所作成