



『好事魔多し』: 景気「拡大」が出口論刺激も、物価 2% 遠く時期尚早

- ・ 日銀は景気判断を 9 年ぶりに「拡大」に引き上げ、緩和の「出口論」を刺激するリスクがある
- ・ 物価が安定的に 2% に到達するのはまだ先であり、出口論は時期尚早であろう
- ・ 景気「拡大」という「好機」にこそ「早すぎる出口論」という「魔」が潜んでいるリスクがある

輸出・生産の拡大で景気の総括判断が「拡大」へ

**輸出・生産主導で「拡大」へ引き上げ** 日銀は 4 月の金融政策決定会合において、景気判断について、下記 9 項目の内、3 項目で上方修正とした(図表 1)。総括判断に 9 年ぶりの「拡大」との文言が入って上方修正されたことが注目されている。内容としては、輸出と生産の回復および業況判断(短観)、労働需給の引き締めであり、そうした面での動きが総括判断までも引き上げたと思われる。この点については 3 月までの貿易統計、2 月(一部 3 月)までの生産等の指標の動きと整合的であり、無理のない判断だと思われる。一方、設備投資、物価についての日銀の判断は、やや強気・楽観的だと思われる。

図表 1 日銀の景気判断の比較表

		前回 (3月15~16日)	今回 (4月26~27日)	景気判断
1	総括判断	わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている。	わが国の景気は、緩やかな <b>拡大</b> に転じつつある。	上方修正 ↑
2	海外経済	海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。	海外経済は、新興国の一部に弱さが残るものの、緩やかな成長が続いている。	変更なし -
3	輸出	そうしたもとで、輸出は持ち直している。	そうしたもとで、輸出は <b>増加基調</b> にある。	上方修正 ↑
4	設備投資・業況感	国内需要の面では、設備投資は、企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある。	国内需要の面では、設備投資は、 <b>企業収益や業況感が業種の拡がりを伴いつつ</b> 改善するなかで、緩やかな増加基調にある。	変更なし -
5	雇用・消費	個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。	個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。	変更なし -
6	住宅投資・公共投資	この間、住宅投資と公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。	この間、住宅投資と公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている。	変更なし -
7	生産・労働市場	以上の内外需要の緩やかな増加に加え、在庫調整の進捗を反映して、 <b>鉱工業生産は持ち直している。</b>	以上の内外需要の <b>増加</b> を反映して、 <b>鉱工業生産は増加基調にあり、労働需給は着実な引き締めを続けている。</b>	上方修正 ↑
8	金融環境	わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。	わが国の金融環境は、きわめて緩和した状態にある。	変更なし -
9	物価	物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。	物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、0%程度となっている。予想物価上昇率は、弱含みの局面が続いている。	変更なし -

(出所)日本銀行、新生銀行 金融調査部(適宜、当部で改行、取り消し線、下線を付している)

物価目標の到達時期は不変

**2018年度での物価目標到達は不変** 物価目標の到達時期については、2018年頃で不変となった(図表2)。展望レポートの中では、「労働市場で顕著なマクロ的な需給ギャップの改善が物価の上昇に結びつく」とされているが、過去20年程度の日本では需給ギャップの改善が物価の上昇に結びつく局面はなく、もっぱら為替と原油で説明可能となっていた。しかし、ミクロの事象としては足元でも人手不足による値上げ、さらには値上げ企業の株価上昇など、①単価の引き上げ⇒売上の増加⇒収益の増加を見越した動きがみられている。需給ギャップが大幅に緩和的だった時期には、②値上げ⇒売上の減少⇒収益の減少⇒株価下落となっていた可能性が高い。足元では、マクロの設備投資や消費の内需指標からは、マクロ的に①の値上げ以降の好循環が生じるほどの状態とは思われず、2%の物価目標到達にはさらなる景気拡大の持続を待つ必要がある。

年間80兆円の目標は維持

**年間80兆円目標は不変** 最近の日銀の国債買入れ額が、年間80兆円の増加に満たないペースであることから、市場の一部では年間80兆円のマネタリーベースの増加目標が下方修正されるのではないかと、との見方があった。しかし、結果は現状維持となった。長期金利のゼロ%目標と、マネタリーベースの増加目標については相容れない部分があるものの、金利が概ねゼロ%程度で推移していれば問題ないとの判断であるとみられる。

景気「拡大」が出口論を活性化させよう

**今後の焦点** 黒田総裁の記者会見では、景気判断が「拡大」に上方修正されたことを受けて、出口戦略に関する質問が多かった印象がある。ただ、日銀は物価が2%を安定的に上回るまで緩和を続けるとしており、多くの市場参加者が物価は2%に届かないとの見通しを持っているにも関わらず、出口に質問が集中することにはやや違和感がある。それにも拘わらず、出口に関する質問が多くなるのは、FRBに加えて、欧州でも出口に向けた観測が強まっていること、また麻生財務大臣の「増税ができる環境になってきた」との発言が背景にあらう。当部も日本経済が輸出・生産を主導として回復局面にあるとみているものの、企業収益や所得対比でみた設備投資や消費の伸びは弱々しく、物価に対しては強気に転じるまでには至っていない。デフレの状態から2%の物価目標の達成を目指す日本経済にとっては、景気が良い時に敢えて2%まで待ってインフレ期待を安定化させることこそ、物価目標の真の意義であらう。景気「拡大」という「好機」にこそ「早すぎる出口論」という「魔」が潜んでいると考える。早すぎる出口論は物価目標、ならびに持続的かつ安定的な日本経済の成長を妨げるものとなりかねない。今こそ物価目標の意義を再確認しておきたい。

日銀の解除の条件は物価が安定的に2%を上回ること

景気拡大時に物価上昇を待つのがインフレ目標の意義

図表2 今後の日本経済見通し(日銀・市場コンセンサス・当部)

	経済成長率(実質GDP、%)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト		新生銀行	
	(2017年1月30日～1月31日国会)	(2017年4月26日～4月27日国会)	(2017年2月調査、調査期間：1月26日～2月2日) 回答数41社	(2017年4月調査、調査期間：3月27日～4月3日) 回答数40社	経済見通し第1号 (2016年12月)	経済見通し第2号 (2017年3月)
2016年度	1.4	1.4	1.3	1.3	1.0	1.3
2017年度	1.5	1.6	1.2	1.3	1.7	1.8
2018年度	1.1	1.3	1.1	1.1	1.4	1.5
2019年度	—	0.7	—	—	—	—

	物価(コアCPI、%、消費税率の引き上げの影響を除くベース)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト		新生銀行	
	(2017年1月30日～1月31日国会)	(2017年4月26日～4月27日国会)	(2017年2月調査、調査期間：1月26日～2月2日) 回答数41社	(2017年4月調査、調査期間：3月27日～4月3日) 回答数40社	経済見通し第1号 (2016年12月)	経済見通し第2号 (2017年3月)
2016年度	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
2017年度	1.5	1.4	0.8	0.8	0.8	0.9
2018年度	1.7	1.7	1.0	1.0	0.9	1.1
2019年度	—	1.9	—	—	—	—

(出所)日本銀行、日本経済研究センター、新生銀行 金融調査部

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会