

利上げの論理を示してきた展望レポート

発表日：10月31日(火)

～2006年10月の日銀展望レポートを読む～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

10月の展望レポートでは、2007年度の消費者物価コアの伸び率を0.5%(中央値)と置いてきた。CPIショックを払拭したいという意図が読める。この数値もさることながら、今回の展望レポートは追加利上げの根拠として、設備投資の過熱を挙げてきたことが新しい。息の長い景気拡大を持続するためには、低金利が持続するという期待を定着させて、設備投資の過熱させるようなことがないようにしなければならないというロジックである。ただし、福井総裁の記者会見では、12月利上げに前傾化するような言動はみられなかった。展望レポートと併せて考えると、年内利上げを射程に入れつつ、まだ様子を見ていると理解できる。筆者の見通しとしては、日銀に迷いが残っているとはいえ、12月利上げの可能性は高いとみている。

利上げ準備のロジック

展望レポートを踏まえた福井総裁の記者会見では、明示的な年内利上げを示唆する発言はなかった。筆者は年内利上げの可能性は依然として高いと判断するが、日銀は今まで以上に慎重になっていると考えられる。

そうした慎重さを福井総裁は持っているのだろうが、展望レポート自体はかなり強気であった。数字としては、消費者物価の2007年度見通しは、大方の予想通り前年比0.5%である(図表1、2)。

注目すべきは、今回の展望レポートの中で次のような言葉があったことだ。

「短期金利は、経済や物価との関係からみて、極めて低い水準で推移している」

という短期金利を評した言葉である。さらに、展望レポートでは、上振れ要因として

「極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト・為替相場見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて投資を一段と積極化する場合、成長率が一時的に大きく上振れる反面、その後は資本ストックの過剰な積み上がりの反動が生じ、調整を余儀なくされる可能性がある」

という過剰投資のシナリオを描いて見せている。日銀のメインシナリオでは、「息の長い拡大を続ける」としているが、この言葉は反動が生じるようなことがあると、息の長い拡大は見込めないというニュアンスを含んでいる。展望レポートの後半には、

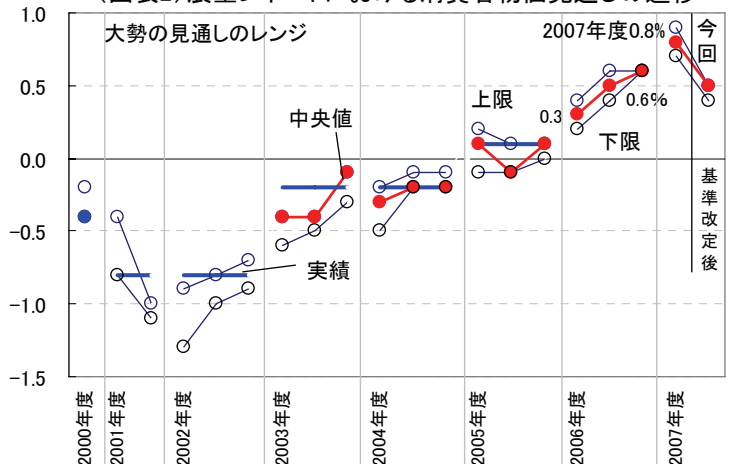
「仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動な

(図表1) 政策委員の経済・物価見通し

	前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	国内CGPI	CPI除く生鮮
2006年度 (2006年10月)	+2.3～+2.5 (+2.4)	+2.9～+3.5 (+3.0)	+0.2～+0.3 (+0.3)
2006年度 (2006年4月)	+2.1～+3.0 (+2.4)	+1.4～+1.8 (+1.5)	+0.6～+0.6 (+0.6)
2007年度 (2006年10月)	+1.9～+2.4 (+2.1)	+1.1～+1.5 (+1.2)	+0.4～+0.5 (+0.5)
2007年度 (2006年4月)	+1.8～+2.4 (+2.0)	+0.8～+1.1 (+1.0)	+0.7～+0.9 (+0.8)
(全員の見通し)			
2006年度	+2.2～+2.5	+2.9～+3.5	+0.2～+0.3
2007年度	+1.8～+2.6	+1.0～+1.7	+0.4～+0.6

注：政策委員9名の見通し。()内はその中央値。

(図表2) 展望レポートにおける消費者物価見通しの遷移



どを通じて、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」

という言葉がある。この言葉からも、日銀は設備投資の過熱リスクを根拠にして、早晚利上げに転じる含みを示しているのである。

CPI ショックを払拭

8 月下旬の CPI ショック以降、下方改定が尾を引き年内・年度内が困難化したという見方が台頭したが、今回の展望レポートで日銀が示した数字はそれを払拭しようとするものである。すなわち、2007 年度の CPI コアは中央値 0.5%（レンジ 0.4~0.6%）、2006 年度中央値 0.3%とプラス幅が高まることを示している。前回、基準改定前の数字で 2007 年度 0.8%、2006 年度 0.6%と+0.2%ほど上昇幅をスライドさせるシナリオだったが、今回も同じく+0.2%ほど前年比が上方スライドするかたちを引き継いでいる。

もうひとつ、前回の展望レポートと今回で異なる点として、実質短期金利で評価することを止めた点が注目される。このことは、CPI の新基準でみて、実質短期金利を評価することが不都合になったので、従来の実質短期金利の使用を止めたとも理解できる。裏を返せば、日銀が利上げの自由度を得たいと考えるから、実質短期金利の使用をしなくなったと読むことができる。

展望レポートの数値評価

前述したように、2007 年度の CPI コアが前年比 0.5%となったことに意外感はない。この数字の意味は、名目賃金上昇率が 1995~97 年の状態まで回復してくることをイメージしている可能性を示している。ユニットレーバークストも、

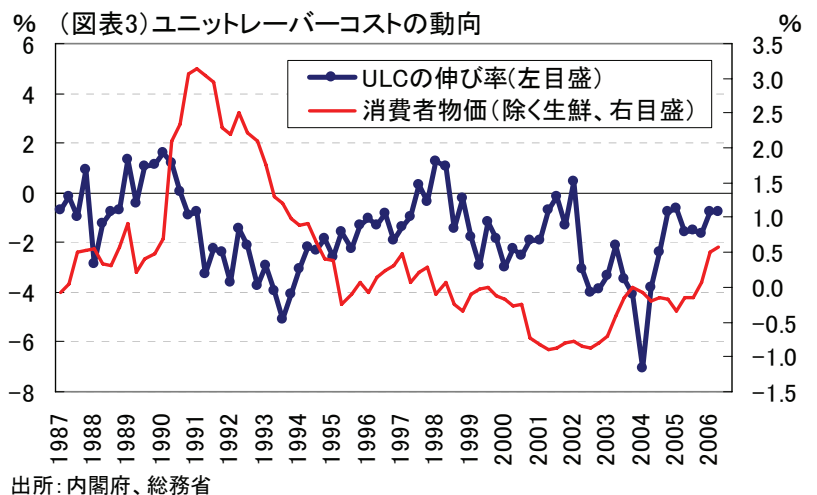
「先行きは、景気拡大の長期化に伴って生産性の伸びが鈍化し、賃金の上昇も明確になる中で、下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い」

と述べている（図表 3）。

むしろ、国内企業物価が 2007 年度 1.2%（中央値、前回 1.0%）の方が驚きである。なぜならば、自然に考えれば、足元の原油反落がしばらくは企業物価を押し下げるとみられるからだ。展望レポートの説明では、「先行きについては、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる」とある。日銀は、海外経済の減速にもかかわらず、資源インフレや円安傾向がある程度は持続すると想定しているのだろう。

実質 GDP 成長率は、2006 年度 2.4%、2007 年度 2.1%と前回 4 月とほぼ同じだった。この 2006 年度の数字には、先日内閣府が CPI 改定に伴ってデフレーターを改定したことにより、実質 GDP が+0.3%ポイント修正された影響が入っているかもしれない。日銀としては、その効果を含めても、おおむね横ばいという見方なのだろう。

消費者物価に関しては、2006 年度の見方を中央値 0.3%で据え置いたところに特徴がある。足元の消費者物価は、ガソリン・灯油の高騰一服で押し下げ圧力が 10 月には出てくるだろう。11 月になれば携帯料金のマイナス幅一巡、2007 年 1~3 月は電力料金の値上げが押し上げに作用してくるだろうが、エネルギー価格の下押しを考えれば、2006 年度 0.2%という可能性も成り立つ。全員の見通しをみると、少なくとも 2 人の審議委員は 2006 年度 0.2%という見方であったことがわかる。



リスクに強い日本経済の像

日銀の景気シナリオで特徴的な表現として、日本経済のねばり強さが強調されているところが指摘できる。

「海外経済が予想外に減速した場合（中略）でも、わが国企業が全体として過剰雇用・設備の調整を終え、収益力も高水準にあることは、景気全体への影響の緩衝材になる」

という箇所である。ほかにも、

「金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、それが物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さい」

という評価もある。これらの表現は、日本経済の自律的拡大が底堅いので、米国経済の減速に加えて、緩和的な金融環境を修正する追加利上げを行ったとしても大丈夫ということも同時に示している。

さらに、日銀はそうした底堅さを兼ね備えつつ、日本経済が、

「(先行きの経済の姿は) 雇用者所得や配当の増加などを通じて、好調な企業部門から家計部門への波及が進んでいくとみられる。雇用者数は着実な増加を続けるとみられる。賃金の上昇は、これまでのところ、企業の根強い人件費抑制姿勢などから緩やかであるが、労働市場の需給が着実に引き締まってきていることを踏まえると、いずれは上昇が明確になる可能性が高い」

としている。この見方はかつてのダム論と何ら変わりがない。

利上げの動機

日銀は今回の展望レポート慎重姿勢を崩さない一方で、年内利上げ（ピンポイントで12月19日）ができるように布石を置いてきていることは確かだ。必ず12月利上げに踏み切れるかどうかは、今後の安倍政権との対話次第であるが、少なくとも日銀は年内利上げに前向きであろう。

日銀が、米国経済の減速リスクにもかかわらず、利上げに前向きな理由は、次の3つが挙げられる。

- (1) 安倍政権が参議院選挙を強く意識する場合、2007年7月に近づいたタイミングでの利上げはできない。そこで、早い段階で短期金利を0.5%にする利上げを実施し、その後参院選まで金利水準を据え置きたい。
- (2) 政府予算案が国会に提出され、審議される期間が12月中旬から来年3月までであるので、予算案の前提に変更を加える利上げをその時期にはしたくない。
- (3) ECBの利上げが12月に予想されるが、ECBがそこで利上げを休止した場合、その後日米欧の中で日本だけが利上げを行うことになり、為替に円高圧力が生まれやすい。

これらの理由から、福井総裁は年内利上げの可能性を視野に入れながら、金融政策を進めているのだろう。筆者は、12月利上げの可能性がほかのタイミングに比べて最も高いと考える。もちろん、12月利上げの可能性が100%だとは言いきれないが、日銀はその可能性は十分に念頭に置きつつ、次回短観などで意思決定を下すことになるだろう。