

展望レポートで注目される論点

発表日：2007年4月25日（水）

～米国経済をリスク要因として強調か～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

4月27日の政策決定会合で示される展望レポートは、2008年度の消費者物価（除く生鮮食品）を0.6%（中央値）と置いて、追加利上げに含みを持たせるであろう。一方、シナリオのリスク要因として、サブプライム問題など米国経済のリスクをいくぶん強めて、早期利上げの意図を隠す構えだと考えられる。これは、米国経済が年央にも再加速すれば、そこから利上げになるトリガーの役割を果たす。今秋9月に追加利上げがあるかどうかを探るための重要なイベントである。

2008年度の物価見通し

4月27日に発表される次回の展望レポートは、2月利上げに続く、次の利上げの意図をどう読み取るかが注目される。

まず、日銀が追加利上げの意思表示は、2008年度の消費者物価（除く生鮮食品、以下消費者物価コアと略す）の伸び率で暗示される。過去、政策変更があったときは、先行きの消費者物価は0.5%以上（中央値）で置かれている（図表1）。筆者は、次回の政策委員たちの見通しでは、2008年度の消費者物価コアとして前年比0.6%（中央値）が掲げられると予想する。

前回10月の展望レポートでは、2007年度0.5%（中央値）とされたが、結局、追加利上げに踏み切った2007年2月は消費者物価の実績が前年比▲0.1%とマイナスに転じ、2007年度の実績見込みも前年比0.1%に止まる見通しである。このことは、日銀は足もとの数字にこだわっていないことを物語る。日銀は「判断は1～2年先の経済や物価の姿を展望した上でのフォワード・ルッキングな視点に基づく」（2月21日の議事要旨）ことを強調するのである。

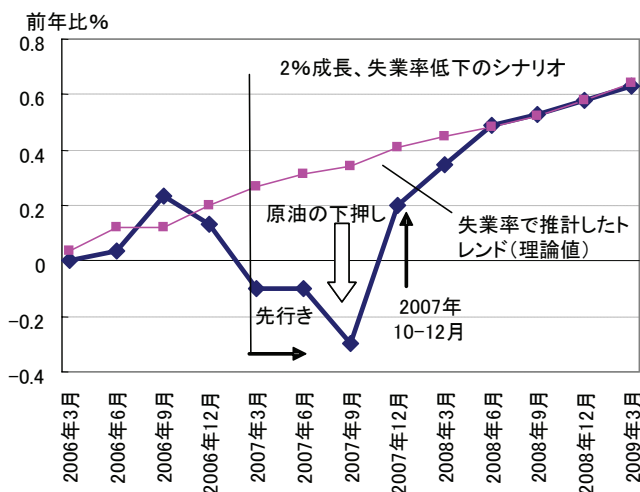
では、なぜ、日銀は2008年度の消費者物価コアを0.6%前後に置いてくるという見通しを立てられるのか（図表2、3）。筆者なりの解釈を加えれば、日銀のイメージは成長率・失業率・消費者物価の3者を軸にしたフィリップス・

（図表1）政策委員の経済・物価見通しの予想

		前年比%		
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮		
(2005年4月)	+1.3～+1.7 (+1.6)	+0.2～+0.4	(+0.3)	
(2005年10月)	+1.6～+2.2 (+1.8)	+0.4～+0.6	(+0.5)	
(2006年4月)	+2.1～+3.0 (+2.4)	+0.6～+0.6	(+0.6)	
(2006年10月)	+2.3～+2.5 (+2.4)	+0.2～+0.3	(+0.3)	
2006年度	実績見込み +2.1	実績見込み	+0.1	
(2006年4月)	+1.8～+2.4 (+2.0)	+0.7～+0.9	(+0.8)	
(2006年10月)	+1.9～+2.4 (+2.1)	+0.4～+0.5	(+0.5)	
2007年度	+2.0～+2.4 (+2.2)	+0.1～+0.3	(+0.2)	
2008年度	+2.0～+2.5 (+2.4)	+0.2～+0.8	(+0.6)	

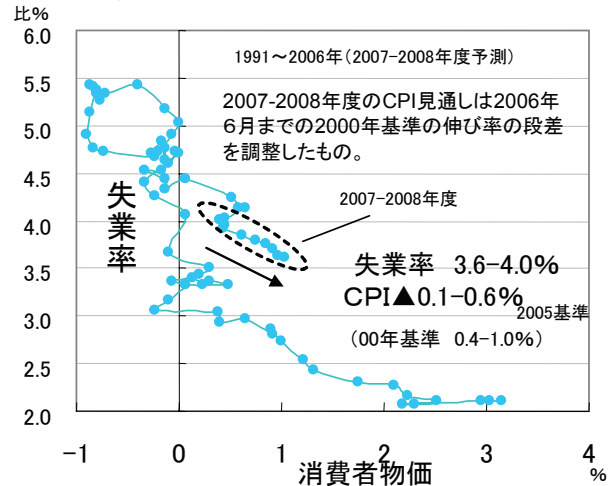
注：政策委員9名の見通し。（）内はその中央値。

（図表2）消費者物価コアの推移と見通し



出所：総務省(実績部分)

（図表3）フィリップス曲線に沿った物価上昇率



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。

カーブがあるのではなかろうか。この3者の関係を結ぶと、実質GDPが2%前半の成長ペースであれば、失業率は年間▲0.2%以上低下する圧力を及ぼす。そこから、2007・2008年度の失業率を考えると、失業率はそれぞれ3.8%・3.6%と段階的に低下することになる。そして、その失業率に対応する消費者物価コアは、0.2%・0.6%という数字になると考えられる。

ただし、実際の消費者物価コアは、エネルギー要因によって大きくかく乱される点には留意が必要である。原油価格が2006年夏場にピークを付けたので、消費者物価コアの前年比は2007年7～9月に前年の原油要因によって大きく下押しされる（前年比▲0.3～▲0.4%ポイント）。実際の消費者物価は、トレンドに比べてその分下押しされる格好になるだろう。その後、消費者物価は2007年度下期にかけてエネルギー要因の下押しが剥落して、トレンドに回帰していく。この姿はグラフに描くと一目瞭然であるが、2008年度にかけて物価上昇率は0.6%にまで高まるイメージである（前掲図表3）。日銀がフォワードルッキングで考えて先行きの物価上昇の展望に自信を持っているのは、エネルギー要因を除外したトレンドが上方へと向かっているからなのである。

なお、次回展望レポートでは「物価安定の理解」の更新が行われるだろうが、おそらくは政策委員たちが前回示した0～2%程度の物価イメージはほとんど変えてこないだろう。

やや慎重なトーンになる米国経済

展望レポートでは、2008年度の消費者物価見通しに追加利上げの意図をにじませるだろうが、その一方で慎重な見方を加えることも同時に行うであろう。それは、シナリオのリスク要因として挙げられる米国経済についてである。

4月11日の福井総裁会見では、「住宅市場の調整が今も続いていることを基本軸として、米国経済全体の減速過程がまだ続いていると思います」と述べられている。ここにはソフト・ランディングを前提としながらも、日銀はリスク・シナリオにより慎重になっている面が窺われる。そうしたスタンスから類推すると、おそらく展望レポートでは、これを踏まえてリスク要因として米国経済の動向に注意を払うことになるのではないかと考えられる。

ただし、日銀がリスクを強調するからといって、それが追加利上げをしそうにないということは意味する訳ではない。4月の展望レポートで指摘されたリスクが、年央にかけて米国経済が再加速して解消されてくれば、その評価は追加利上げの方向に向かう。つまり、日銀は米国経済のリスク解消を追加利上げのトリガーのような存在として扱われるのだと考えられる。

前回、2006年10月の展望レポートでは、設備投資に関して「資本ストック循環の観点からみて、2007年度にかけて、設備投資の伸び率は低下していくと想定される」とリスクが述べられていた。しかし、結果的にそのリスクは解消されたことも評価されて、2月に追加利上げが行われた。そのときの記者会見では、「企業部門では、好調な収益を背景に設備投資が増加している」という前向きな評価が述べられている。同じように、米国経済は一旦はリスク要因として取り上げられ、その後で追加利上げの布石になる可能性がある。

つまり、米国経済の再加速が2007年央に見込まれると考えられるので、日銀がシナリオを上方修正してくるタイミングがちょうど7月の参議院選挙が終わった辺りと重なることになる。日銀は、参議院選挙前に利上げ観測を強調することで、火中の栗を拾うようなことはしない。このトリガーはそうした政治的要因への配慮でもあると想像できる。

練り直されるシナリオ

今になって、前回10月の展望レポートを振り返ると、すでに実勢にそぐわない経済展望が少なからず散見される。シナリオの中で、先行きも回復ないし拡大が見込みづらい部分を修正する可能性がある。例えば、「賃金はいずれ

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。

は上昇が明確になる可能性が高い。こうしたもとの、個人消費は、着実な増加を続けるとみられる」とある。ところが、12月の総裁会見では、「個人消費および消費者物価の面で弱めの指標が出ている」と10月の展望レポートのシナリオに比して弱めのトーンに変わった。ここからは、自律的拡大のメカニズムをメインに据えたシナリオが日銀にとって見通しづらくなった様子が窺われる。今も、日銀には、厚生労働省「毎月勤労統計」は、団塊世代の退職などのバイアスがあって本当のことがわからない、と視野の外におこうとする姿勢があるように感じられる。そうした意図を反映して、次回の展望レポートでは見通しづらいう内需の自律的拡大の姿に注目するよりは、米国経済の方にリスクの焦点を移して、景気情勢を点検するという構えにシフトする可能性がある。

そのほか、「各種サーベイ調査に示されるように、企業や家計の物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも上方修正されている」という展望レポートの見方も、ここ数回の「生活意識に関するアンケート調査」では、むしろ物価上昇率の見通しは下振れているため、そぐわなくなっている。この表記も落とされる可能性がある。

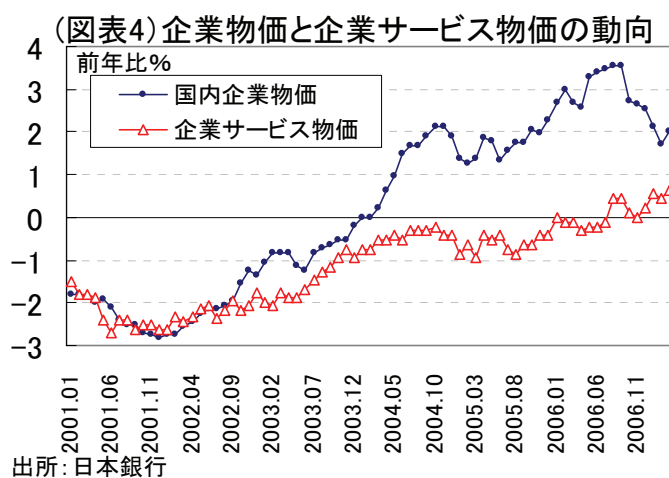
早期利上げ観測は本物か

ところで、ここにきて日銀の追加利上げが早まるのではないか、という観測がある。そうした見方をどう考えるべきだろうか。

筆者は、こうした観測が2月末の世界同時株安から「年度内の利上げは1回」とする見方から、「年度内の利上げは2回はありそうだ」という見方に修正されてきたことに過ぎないと思う。これは債券市場にあった見方が、エコノミストの見方の方に収斂してきたとも表現できよう。筆者は次の利上げが9月であり、その次が2008年1～3月にありそうだとみている。そうした見方の方が蓋然性を高めているということだろう。

一部には、9月よりも前のタイミングに追加利上げがありそうだという観測もあるが、そうした見方が支持される材料が増えたということではないと思われる。

こうした観測をファンダメンタルズの変化に基づいて説明すると、企業物価・企業サービス物価に上向きに変化する兆候があると言えるかもしれない(図表4)。具体的には、原油価格(WTI)が2007年1月に一旦落ち込んだ後、60ドル/バーレル台半ばまで回復していることが一因である。こうしたエネルギー要因の変化を織り込むと、2007年度上期中の消費者物価でもエネルギー要因の下押し圧力がやわらぎ、エネルギー要因を含めた物価の姿がやや上方に変化してきている可能性がある。



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。