

## 慎重さをみせた展望レポート

発表日：2007年4月27日（金）

～2007年4月「経済・物価情勢の展望」の読み方～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

展望レポートは慎重な見方が多く、2008年度の消費者物価(除く生鮮食品)も前年比0.5%と予想の範囲で抑えられた数字になった。政策委員たちの中では、実体経済の改善が物価上昇に波及する経路に不確実性があるという議論が交わされたようだ。また、景気シナリオを慎重化させる一方で、円キャリートレードを牽制し、低金利が誘発する歪みに対して追加利上げを割り当てる可能性があることも記述されている。追加利上げは、米国再加速と投機リスクの両にらみだと言える。

## より明確に書き込まれたリスク

日銀の2007・2008年度の経済・物価見通しは、予想の範囲内でやや慎重だった。特に、2008年度の消費者物価(除く生鮮食品)は前年比0.5%（中央値）、実質GDP成長率は前年比2.1%（同）と抑えられた数字である（図表）。消費者物価コアは、原油価格下落の色合いが濃く出る2007年度上期はマイナスをイメージしているが、2007年度下期以降はプラス、2008年度も0.5%で置いている。この0.5%という数字は、前回2006年10月の展望レポートで、2007年度前年比0.5%と置いた数字と同じである。日銀は、この数字で2月に追加利上げをしてきたので、今回の展望レポートも上期中に利上げをする含みを残していると言える。

とは言っても、利上げの意図を示しながらも、スタンスとしては慎重なところが多い。まず、リスク・シナリオでは、米国経済について具体的な懸念材料を数多く盛り込んできた。米国経済の先行きについては「安定へ軟着陸する可能性が高い」と僅かに弱く表現を変えている（前回「安定に軟着陸していく可能性」）。説明文にある「住宅市場の調整が予想以上に深いものとなったり、設備投資が下振れた場合、景気は一段と減速する可能性がある」という個別具体的な表現も目立つ。日銀は、こうした米国経済に関するリスクが顕在化すれば、新しく二番目のリスクに掲げられた「IT関連財の需給動向」にも大きく影響してくるという見方なのである。

(図表) 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	
(2005年4月)	+1.3～+1.7 (+1.6)	+1.6～+1.8 (+1.7)	+0.2～+0.4 (+0.3)	
(2005年10月)	+1.6～+2.2 (+1.8)	+0.5～+0.8 (+0.6)	+0.4～+0.6 (+0.5)	
(2006年4月)	+2.1～+3.0 (+2.4)	+1.4～+1.8 (+1.5)	+0.6～+0.6 (+0.6)	
(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	実績見込み +2.1	実績 +2.8	実績 +0.1	
(2006年4月)	+1.8～+2.4 (+2.0)	+0.2～+0.5 (+0.3)	+0.7～+0.9 (+0.8)	
(2006年10月)	+1.9～+2.4 (+2.1)	+0.5～+0.8 (+0.6)	+0.4～+0.5 (+0.5)	
2007年度	+2.0～+2.1 (+2.1)	+0.7～+0.8 (+0.7)	+0.1～+0.3 (+0.2)	
2008年度	+2.0～+2.3 (+2.1)	+0.8～+1.0 (+1.0)	+0.4～+0.6 (+0.5)	

(参考) 政策委員全員の見通し

2007年度	+1.9～+2.5	+0.5～+1.5	▲0.1～+0.2
2008年度	+1.9～+2.4	+0.7～+1.2	+0.3～+0.6

注：政策委員9名の見通し。( )内はその中央値。

(参考) 今回改めて示された「中長期的な物価安定の理解」は「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している」と前回のメンバーと同じだった。

## 政策委員は物価感応度に迷いを感じている

もうひとつ、特徴的なのは、実体経済から物価につながる不確実性を強調してきた点である。「物価上昇率の先行き」に関するリスクでは、「需給ギャップに対する物価の感応度は（中略）不確実性がある。とりわけ、景気拡大が続く中であっても、賃金の上昇テンポが生産性との対比で高まっていかなぬような場合には、物価への下押し圧力が根強く残る」と、不確実性への懸念を詳しく敷衍している。米国について、景気減速が進んでいるのに、インフレ圧力がなかなか減衰しない、と語っている箇所は日米で好対照である。

政策委員たちが実体経済から物価につながるメカニズムについて不確実だと感じているのは、賃金であろう。「労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくと想定される」という見通しは、前回の展望レポートが「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」という強気の姿勢だったのとは様変わりである。労働需給が賃金上昇に波及してこないメカニズムは、実体経済から物価へというパスがどこかで寸断されているかもしれないとみているのだろう。

この部分はかなり深刻な問題をはらんでいる。フォワード・ルッキングでインフレ圧力の芽を摘もうとしても、景気拡大下でのインフレ圧力自体がフィクションになってしまいかねないからである。中央銀行がインフレが起こらないと利上げができないという古典的な構図が呪縛となり、日銀の金融政策を縛る可能性である。

おそらく、今回、そうした議論が政策委員会では活発に戦わされたのだろう。そのことは、本文に「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」と書き込まれたところに反映されている。福井総裁の記者会見でも「需給ギャップと物価の関係、以前より弱いとの委員が多い」という発言があった。

やや邪推をすると、今後の金融政策運営についてのパートでは、「日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」と書き改められていることにも少し反映しているのではないかと。前回は、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行う」という表記であった。福井総裁は記者会見で、「事前に金利の調整について一定のスケジュール感に則って、一定のペースで金利の調整をしていくという訳でないという意図を示したかった」ので、「度合いに応じたペース」に書き換えたと説明しているが、この修正は、「度合いに応じたペース」という意味合いの強調があるのだろう。両者の違いには、政策委員たちが今後は経済・物価の改善について、具体的な数字の改善幅をよく評価した上で追加利上げをするという意味合いにもじんでいるのではないかと。経済・物価の波及経路の不確実さを前提に、政策変更の材料をより明確に見極めようとするスタンスが感じられる。

## 円キャリートレードへも牽制

景気シナリオにはやや慎重さをみせた今回の展望レポートではあるが、2007年度上期中の追加利上げを完全に否定している訳ではない。

すなわち、リスクの3番目として、「金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大」を挙げている点である。ここは、「物価安定の理解」の二番目の柱＝「より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストも意識する」という立場とオーバーラップする。具体的な中身で目立つのは、「金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり」という言及があることだ。この言葉は、円キャリートレードを牽制するものである。円キャリートレードが、日銀の金融政策がそのまましばらく維持されるという予想に基づいて拡大するものであることを前提にすると、日銀は円キャリートレードを起こさせないように、投機的取引にも追加利上げを割り当てるという文言を入れたのだと考えられる。この点は、投機リスクにも金融政策を割り当てようという姿勢の表れである。

---

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。

## 次回利上げは9月か

展望レポートで慎重な言い回しが増えたことは、日銀が参議院選挙前の早期利上げの観測をなるべく打ち消したいという気持ちの表れだと考えられる。一旦は慎重な見方を示しておき、米国経済の再加速や賃金上昇の明確化が見て取れれば、そこで追加利上げに動こうという意図がある。そう考えると、米国経済の再加速を念頭においたとき、追加利上げの時期は参議院選挙が終わった後の9月という見方になる。今回の展望レポートは、従来からの9月利上げの見方をサポートする材料だったと総括できる。