

10月末予定の展望レポートの見通し

発表日:2007年10月16日(火)

～消費者物価はプラス見通しを維持～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀は10月31日に発表される予定の展望レポートで、追加利上げに向けてどのくらい含みを持たせるのだろうか。2008年度の実質GDP見通しは前年比2.0%（4月見通し2.1%）、消費者物価は前年比0.4%（4月同0.5%）とプラスは維持されると予想される。ただし、標準シナリオとして、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるにしても、2007年度は需要超過の状態がごく僅かになるはずなので、その点はシナリオに反映される可能性がある。政策委員たちはサブプライム問題の懸念が薄らいだ後の物価・経済情勢をどう展望していくかがポイントである。

追加利上げに向けた景気認識の変化

日銀が10月31日に発表する展望レポートは、追加利上げに対してどのくらい含みを持たせるかがポイントである。夏場からは先行きの展望に対して、サブプライム問題の重石がのしかかって、日銀が自信を持って追加利上げに動ける環境ではなくなっていた。日銀にすれば、先行きサブプライム問題の懸念が限定的であるとの見極めを行った上で、早期に追加利上げに移りたいと考えるだろう。

そうした視点に立つと、直近の日銀の視点は一頃比べてリスクへの警戒感は緩和されたように思う。最近の福井総裁の定例記者会見では、「米欧の金融市場では、なお不安定な状態が続いている」と慎重さを見せつつも、「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持される中で、先行き、物価安定の下での息の長い成長を続けていく蓋然性が引き続き高いと判断される」（10月12日の総裁会見）と総論を括っている。

実は、この総括判断は、夏場には異なっている。8月の記者会見では「先行き、物価安定の下で息の長い成長を続けていく蓋然性が高いけれども、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況などをさらに丹念に点検し、見通しの蓋然性とそれに対するリスクを一層見極めた上で、適切な政策判断を行っていきたい」（8月24日）と後段に長い留保条件がついていた。現時点で日銀の切迫感がいくらか後退していると考えられる。

※サブプライム問題が顕在化する7月以前は、総括判断は「景気は息の長い成長を続けていく可能性が高いと判断している」とトーンが強めであり、現在の「蓋然性」という表現は以前よりはややトーンダウンしたかたちである。

潜在的物価上昇圧力はより不確実に

今回の展望レポートでは、日銀の総括判断は、「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持する」というシナリオを引き継ぐであろう。成長率見通しも、2007年度は下方修正するが、2008年度は2%成長を維持する見通しである（図表1）。

ただし、現時点で日銀が想定している好循環のメカニズムは、4月の展望レポートのときよりはその作用が若干弱まっている。日銀はこのことをどう位置づけるのだろうか。例えば、最近の福井総裁は「マクロ的な資源の稼働状

(図表1)「政策委員の経済・物価見通し」の見通し

大勢の見通し	実質GDP		CPI除く生鮮	
	前年比%		前年比%	
(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4月)	+2.0～+2.1	(+2.1)	+0.1～+0.3	(+0.2)
2007年度	+1.7～+2.0	(+1.8)	▲0.1～+0.1	(+0.0)
(2007年4月)	+2.0～+2.3	(+2.1)	+0.4～+0.6	(+0.5)
2008年度	+1.9～+2.2	(+2.0)	+0.3～+0.6	(+0.4)

注:政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。

況の高まりの割には、消費者物価の上昇が鈍い状態が続いている」と認めざるを得なくなっている。これは、外需の強弱によるものではなく、労働需給が賃金上昇につながる感応度の低さからである。この感応度が高い場合には、生産拡大が賃金上昇に波及し、個人消費の増加、そしてさらなる生産拡大へとフィードバックする。消費者物価上昇率が高まらないのも、同根の問題であろう。

外需環境にしても、米国経済の下方修正の可能性が強まる中で、輸出全体で見ればアジアなど新興国の高成長を追い風にして、日本の外需全体は底堅く推移するというトーンを強めている。日銀の標準シナリオは、外需から内需へスイッチしていくシナリオから、外需が米欧から新興国市場へ牽引力をシフトさせるシナリオへと、微妙に中身を書き換えながら、標準シナリオが崩れないように工夫しているように思える。

もうひとつ、日銀が常々使ってきた「需給ギャップが需要超過」という見解についても苦しくなっている。2007年度の実質GDP見通しは、4-6月の二次QEで設備投資が大幅下方修正され、年度のゲタも▲0.5%ポイント程度低下することになった。また、最近の住宅投資が改正建築基準法の影響もあって予想以上に落ちているのも、成長率見通しを2%弱→1.6~1.8%へと下方修正させる要因になっている。10月末の展望レポートでは、2007年度の実質GDP見通しが2.1%→1.8%へと下方修正されると予想されるので、そうなると、これまで「1%台半ばから後半」とされてきた潜在成長率に、2007年度の成長率が接近し、足元の需要超過幅はほとんどゼロ近傍にまで縮まってしまう。日銀はサブプライム問題を除外して

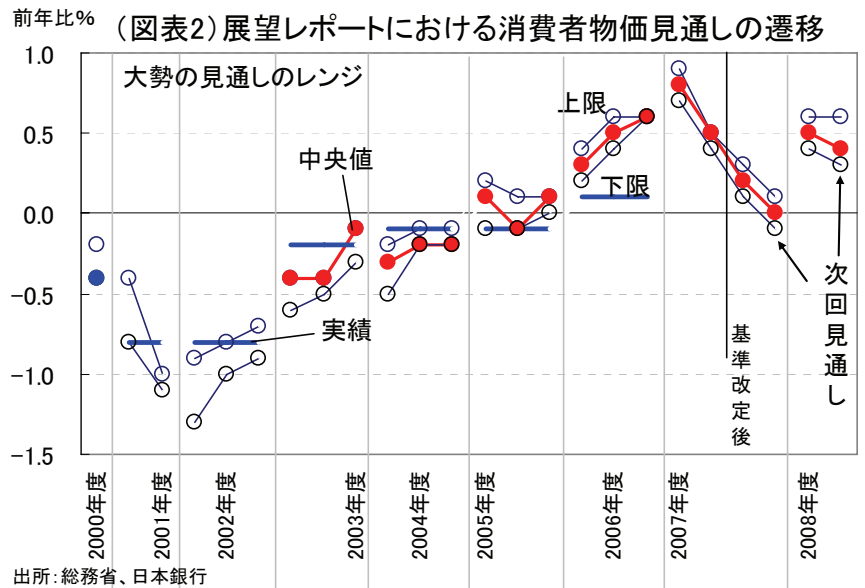
考えた実体経済の拡大ペースに関して、減速を認めざるを得なくなりそうなのが実情である。

消費者物価の上昇ペース

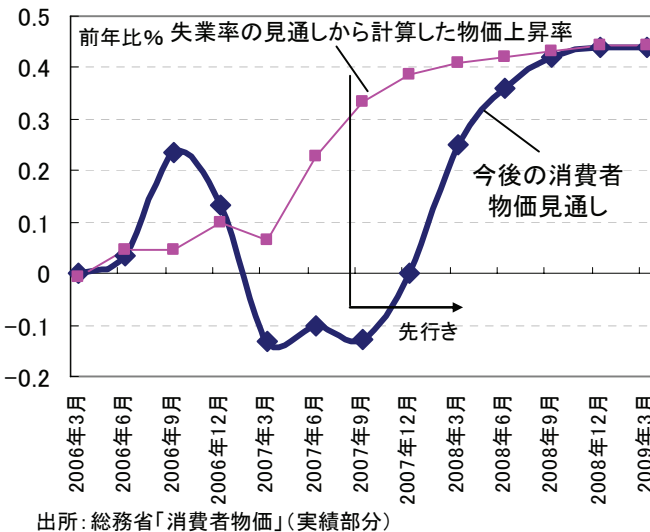
日銀の物価見通しは、2008年度0.4%程度の上昇を見込むと予想される（2007年4月は2008年度0.5%、図表2）。

筆者は、日銀の標準シナリオが質的に変容していると感じているが、計数の部分はそれほど修正してこないと考える。

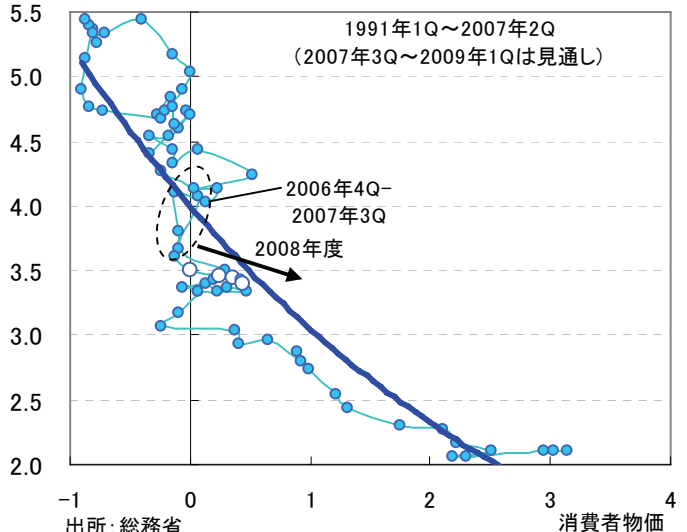
なぜ、2007年度内の需給ギャップの縮



(図表3)消費者物価(除く生鮮食品)の伸び率



(図表4)日本のフィリップス・カーブ



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。

小が、2008年度の消費者物価見通しを大幅に下方修正させないかといえば、日銀が先行きの労働市場の需給逼迫をイメージして、物価見通しを考えるからであろう。このため、足元では需給ギャップが縮小されているのに、ワールドルッキングで考えると、引き続き物価上昇圧力が働くような想定になる。

労働市場からみた物価の予想は、主に失業率の状況を反映したものになる。最近の完全失業率は、2007年4-8月にかけて3.6%~3.8%まで低下しており、2008年度も3.5%前後まで低下する公算が高い。今後も失業率が緩やかに低下するとすれば、過去のフィリップス・カーブの形状から予測して、2008年度の消費者物価上昇率は0.4%程度と予想される。

なお、こうした見方に対して、携帯電話料金プランの採用が消費者物価の伸び率を大きく引き下げることから、2008年度は物価マイナスで推移するとの観測がある。しかし、筆者は、インパクトが不確実なテクニカルな要因を前提に、日銀は先行きの物価展望を立てはしないと予想する。日銀は、前述したように、潜在的物価上昇圧力に焦点を当てていると考えられるので、あまりテクニカルな要因には拘泥しないであろう。

※※auは11月12日から新料金プランを開始し、携帯電話機の販売奨励金を廃止する代わりに、通話料を3割程度安くするサービスを提供すると報じられている。NTTドコモも早ければ11月にauに追随し、同様のサービス提供する可能性もあるとされる。大手2社が通話料を3割引き下げるとは、機械的に計算すると消費者物価コアを最大▲0.4%ポイントの引き下げするインパクトになる。しかし、この新サービスを適用されるのは、大幅に値上がりした電話機種に買い換える人に限られるので、通話料の値下げの恩恵を享受できる人は急激には増えず、消費者物価が▲0.4%ポイントも引き下げられることは考えにくい。電話機が値上がりしているのに、以前の割安な（過小評価された）ウェイトで電話機の値上がりを物価指数に織り込むのもアンバランスである。新料金プランを物価指数にどのように反映させるかは、総務省次第の部分大きい。

潜在的物価上昇圧力と実際の物価動向

日銀は、先行きの物価シナリオを労働需給を中心とした潜在的物価上昇圧力で図りつつも、実際の消費者物価の伸び率との間に大きな乖離があることは知っている（前掲図表5の通り）。その乖離については、時間の経過とともに埋まっていくものであり、その解消が起こっているか、いなか注目しているだろう。

その点、最近の物価動向で気になるのは、原油等商品市況が高騰していることに反応して、食品分野などで新たな価格転嫁の動きが広がっていることである。マヨネーズ、食パン、カップ麺などの値上げはその代表例である。こうした変化は、従来の潜在的物価上昇圧力が実際の消費者物価に徐々にさやよせされる過程が始まったと理解される。今のところ、そうした個々の変化を積み上げても、2007年8月の消費者物価には+0.07%ポイント程度の上方寄与に過ぎない。しかし、今後は商品市況如何では上方寄与を大きくしてくると、展望レポートでも、そうした価格転嫁の動きを警戒して、先行きの物価上昇率の上ぶれ要因と考えるようになるかもしれない。

ところで、足元の需要超過が縮小するのに、価格転嫁が進んでいく状況をどう理解すればよいのか。ここにきて、価格転嫁が進むのは、本当の需要超過が拡大している可能性を示唆している。可能性としては、（1）潜在成長率が1%台後半よりも下であること、（2）2007年度の成長率が1%台後半である状態は一時的であること、のいずれかであろう。4-6月の実質GDPが法人企業統計のサンプル替えて低くなったから判断して、実体が（1）よりも（2）であると考えさせる。日銀短観の雇用判断DIの不足超や、製造業の稼働率からみても、2007年度の需要超過幅が縮小しているかどうかは明らかではなく、日銀もGDP成長率が一時的に低い数字になっていると考えるだろう。次回の展望レポートでは、こうした需給ギャップの幅や、価格転嫁などをどう統合的に考えるかも見所のひとつになるだろう。

展望レポートを踏まえた追加利上げ

日銀は、メインシナリオを「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持される」中で、「リスク要因を点検し

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。

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」政策スタンスを維持するとみられる。2008年度の実質GDP、消費者物価の伸び率は下方修正しても、政策スタンスは変えないと考えられる。

ポイントは、現状の経済・物価情勢が、展望レポートのシナリオに向かって動き出すことがどの時点で鮮明になっていくかである。現時点から展望できる動向として、アジア等新興国の成長が、日本の輸出を押し上げる動きは、年末にかけて高まる可能性はある。生産予測指数が高い伸びを示している2007年10月の鉱工業生産は、11月29日に発表予定であり、そこで12月までの生産予測が発表される。12月17日には日銀短観が発表される。そして、12月20日が決定会合である。生産や短観の結果が良ければ、最短で12月利上げの可能性はある。

ただし、米国のクリスマス商戦の動向を見極めるためには、12月20日のタイミングはいささか勇み足であろう。11月の消費者物価を12月28日の発表日に確認して、消費者物価がプラスに転じるのをみたいと日銀は思うだろう。年末ごろになれば、消費者物価の伸び率が、2008年1-3月にかけて前年の裏が出るかたちで上昇することが見通せる。日銀のシナリオは、最短で12月、メインが2008年1月を次期利上げの目処として、政策運営に臨んでいると考えられる。

※※※2008年1月は、次回展望レポートの中間評価のタイミングでもある。仮に、日銀が1月に追加利上げをするのならば、標準シナリオをそこで修正することになる。