

## 2007年10月の日銀展望レポート

発表日：2007年10月31日（水）

～不透明感の中で標準シナリオを維持～

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日に半期ごとの展望レポートを発表した。全体のトーンは、賃金上昇の可能性を後退させるなどの点で下方修正気味である。2008年度の実質GDP見通しは前年比2.1%（4月見通し2.1%）と前回と同じだったが、消費者物価は前年比0.4%（4月同0.5%）とやや下方修正している。日銀としては標準シナリオを維持して、追加利上げの含みを残しておきたいという思いであろう。

## 福井総裁の強気発言

今回の展望レポートのトーンは総じて慎重である。福井総裁は、会見で「下振れリスクが高まっていると率直に言って申し上げられる」と言っている。その一方で福井総裁は、記者会見で「長い目でみたアップサイドリスクというのは結構大きい」（共同通信の報道から引用）とも述べている。このアップサイドリスクの説明には「長い目でみた」という修飾語が付いているところが微妙なニュアンスだ。福井総裁は、おそらく、消費者物価のコア指数が2007年11月からプラスに転じ、2008年1～3月もプラス幅を拡大させると予想されることを指しているのだろう。

さらに、展望レポートでは、追加利上げに向けた論拠についても、第一の柱である経済・物価情勢よりは、第二の柱である低金利の弊害の方についての言及が増えている。「長い目でみたアップサイドリスク」とは、低金利リスクのことを言っているとも受け取れる。

## 展望レポートの数字の評価

焦点だった2008年度の消費者物価見通しは、中央値が0.4%（前回0.5%）とやや低下した（図表1）。大勢の委員が0.2%～0.4%としているので、物価上昇の見通しはほぼ全員が下方修正したと予想される（前回0.4%～0.6%）。実質GDPの成長率は、2008年度中央値2.1%と前回比横ばいである。2007年度は設備投資や住宅投資の下振れもあって中央値1.8%（前回2.1%）へと下方修正である。展望レポートでは、住宅投資に関しては「2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられる」と言及している。住宅着工は、改正建築基準法の施行に伴って、年内は大きなマイナスになりそうであるが、日銀が2008年度は「幾分押し上げ」と表現している背景には、2008年1～3月ないし4～6月に立ち上がりを見込んでいることなのであろう。ここは不確実であるが、年末に構造計算の大臣認定プログラムが出来て、それが契機に住宅投資が動くとの読みなのであろう。

(図表1) 政策委員の経済・物価見通し

大勢の見通し	前年比%		
	実質GDP	国内企業物価	CPI除く生鮮
(2007年4月)	+2.0～+2.1 (+2.1)	+0.7～+0.8 (+0.7)	+0.1～+0.2 (+0.1)
2007年度	+1.7～+1.8 (+1.8)	1.9～+2.1 (+2.0)	0.0～+0.1 (+0.0)
(2007年4月)	+2.0～+2.3 (+2.1)	+0.8～+1.0 (+1.0)	+0.4～+0.6 (+0.5)
2008年度	+1.9～+2.3 (+2.1)	+0.9～+1.2 (+1.0)	+0.2～+0.4 (+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。

(参考) 政策委員全員の見通し

2007年度	+1.7～+2.0	+1.8～+2.2	+0.0～+0.1
2008年度	+1.9～+2.4	+0.8～+1.5	+0.2～+0.5

注：政策委員9名の見通し。( )内はその中央値。

展望レポートの数字からは、2008年度の消費者物価見通しを維持したことで、追加利上げに含みを残したというメッセージを受ける。標準シナリオの内容は後述するように、慎重なトーンを増やしていても、全体として横ばい圏内を維持している。

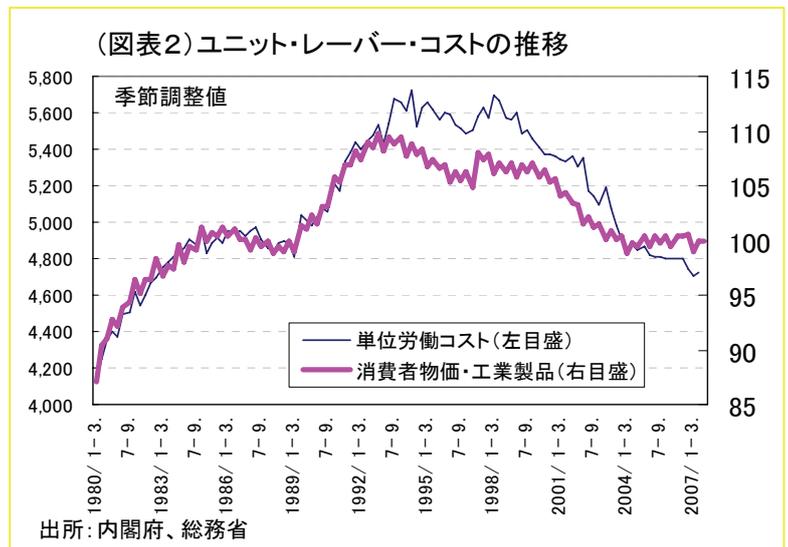
### 均してみると需要超過を維持

日銀の展望レポートは、「経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」という方針を維持した。経済・物価情勢に対する認識は、

- (1) 労働や設備といった資源の稼働状況が今後とも高まっていく、
  - (2) ユニット・レーバー・コストは、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い、
  - (3) 民間経済主体のインフレ予想は引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していくかたちになっている。
- というものだ。

しかし、前回4月の展望レポートに比べると、全体のシナリオのトーンが幾分弱くなっていることに気付く。まず、(2)のユニット・レーバー・コストが、前回は「下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い」という上方に変化する見通しだったのが、今回は「下げ止まっていく」と見方を改めている。これまでGDP統計から算出したユニット・レーバー・コストが下落を続けていることを受けたものだ(図表2)。日銀は、賃金上昇を通じて消費者物価にコストプッシュ圧力が生じていく見通しについて、以前よりもネガティブにみるようになっている。

もうひとつ、今回も「需要超過」の認識を維持しているようではあるが、「成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する」と表現を修正している。この修正は、今回の2007年度の実質GDPの成長見通しが、前回中央値2.1%から今回1.8%へと下方修正されていることを受けたものと考えられる。2007年度の成長率下方修正が、法人企業統計のサンプル替えに伴う、年度成長率のゲタの剥落であるにせよ、これまで潜在成長率が「1%台半ばから後半」という値をそれほど上回っていない。従って、展望レポートではっきりと現在は需要超過の状態が続くという表現を使えなかったのだと考えられる。



### サブプライム問題の評価

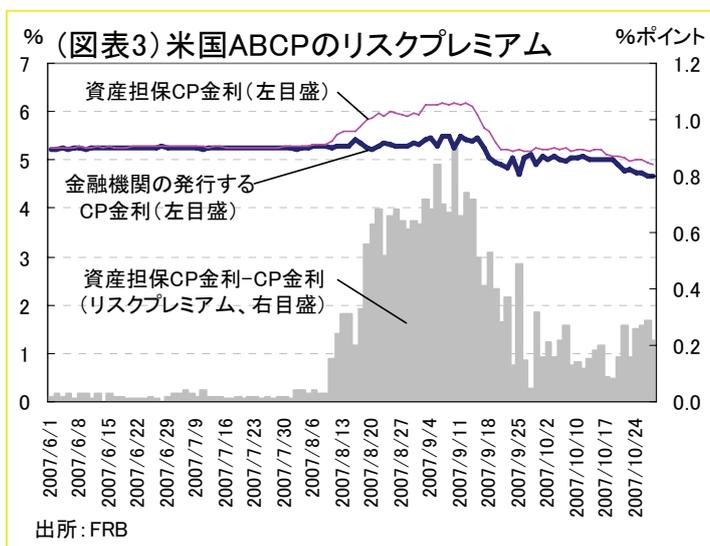
注目されたサブプライム問題の悪影響に関しては、「米国経済は住宅市場の調整を主因に減速が長引く一方、他地域が高成長を続けるとみられることから、海外経済全体としては、拡大を続ける可能性が高い」とするほか、「わが国の金融環境に及ぼす影響は限定的であり、金融機関は積極的な融資姿勢を続けているほか、CP・社債の発行環境も引き続き良好である」と強気姿勢をみせている。

ただし、上振れ・下振れ要因として掲げられたリスク・ファクターの第一番目として、「国際金融資本市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では下振れるリスクがある。こうした米欧経済を巡るリスクが顕現化した場合には、その程度によっては、他地域の成長にも悪影響を及ぼし、世界経済全体として下振れる可能性がある」と書き込んでいる。

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。

日銀の追加利上げのスタンスに関しては、これまでサブプライム問題の動揺がなかりせば、追加利上げに動き出すと考えられてきた。しかし、日銀が米国経済の減速シナリオを以前に増して意識してきていることは、追加利上げに動きづらい状況をつくっていると理解できる。このリスク説明には、サブプライム問題が金融市場で一服してきたとしても、しばらくは実体面への影響を見極めようという姿勢の変化が感じられる。

なお、サブプライム問題に関しては、米国のポールソン財務長官が30日に「高利回りの債券などを除いて正常化している」と発言しているように、一頃の緊張感が和らいでいる面もある。ABCPに乗ったリスクプレミアムも一時期よりは縮小している(図表3)。日銀はこうした変化に言及してくるかと思われたが、そうした認識は示してこなかった。総裁会見では、「国際金融市場の不安定はしばらく続く」と所見を述べている。



### 物価が上昇していく論拠

今回の展望レポートを読むと、「より長い目でみて(消費者物価は)プラス幅が次第に拡大する」と結論づけている一方で、その論拠になる部分が徐々に消えてきていることに気付く。物価上昇のメカニズムとしては、①原油高騰とその価格転嫁、②需給の引き締め、③賃金の上昇、などが挙げられるが、いずれにしてもそれらの波及メカニズムを明確には思い描いていない。コストの価格転嫁については、「厳しい競争環境にさらされている消費者段階では、原材料高などの価格転嫁は企業間取引ほどには進んでいない」としている。物価見通しのうち、2008年度の企業物価見通しを中央値1.0%(大勢のレンジ0.9%~1.2%)でしかみていない点は、前回比で原油高騰が先行きも継続することを事実上織り込んでいない数字である。労働需給の引き締め、賃金動向についても前述したように、下げ止まりから上昇への展開を思い描くほどの自信を持っていない。日銀が指摘する物価上昇の圧力は、あくまで潜在的リスクであって、現段階では強い蓋然性を感じさせるものでない。「より長い目でみて」という表現は、そうした意識の表れなのかもしれない。

### 今後の金融政策運営

次の利上げの時期は、今回の展望レポートで標準シナリオを維持しているため、従来とは変わらず2008年1月の見通しである。年末の米国のクリスマス商戦を確認し、消費者物価のコア指数が2007年11月のデータからプラスに転じるのを待って、追加利上げに動くであろう。逆に言えば、そうした確認をしないで年内利上げを見切り発車することはできないだろう。

今回の展望レポートの政策運営への言及で気になるのは、「物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行う」という表現である。この文言は、現在の政策対応を表現したものであるが、「余裕」という言葉は、筆者の記憶では量的緩和解除前に慎重さを強調するために使われた言葉である。福井総裁は、今回、この言葉を使ってさらに慎重さを示そうとしているのかもしれない。そうした意味で、日銀の追加利上げ姿勢はやや後退しているとみるべきだろう。

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。