

中間評価で下方修正されたシナリオ

発表日：2008年1月22日（火）

～年内の追加利上げは不可能か～

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月の展望レポートの標準シナリオから、経済物価情勢の見通しが幾分下振れていることを認めた。2007年度内は需要超過の状態からも遠ざかったようである。日銀は認めていないが、目下、日本経済は景気後退リスクに脅かされているというのが実情だろう。日銀の金融政策も、2008年内は現状維持を余儀なくされ、追加利上げの目処は2009年1～3月以降になるとみられる。

中間評価は下方修正

1月22日の政策決定会合では、2007年10月に策定した展望レポートの中間評価の標準シナリオが下振れしていることを認めた（図表1）。福井総裁の記者会見では、「先行き醸成判断は極めて微妙な局面にきている」と語っている。

仔細にみると、月報には、「住宅投資の減少が長引いていることなどから幾分下振れて推移している」と記述されている。さらに、「2007年度の成長率は潜在成長率をやや下回る水準になるとみられる」とある。これは、年度内の需給ギャップが需要超過ではないことを認めるものだ。本文中では、2008年度を含めるかたちで「より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく」としているものの、言葉の使い方のニュアンスは、今は需要超過ではないというトーンを強く感じさせる。

当面の図式は、物価指数がプラスであっても、ディマンド・プル・インフレではないと言える。すなわち、中間評価では、企業物価が2007・2008年度、消費者物価が2007年度の見通しを上振れとしているが、この見通し変化は、ディマンド・プル・インフレではなく、単にコスト・プッシュ・インフレであるということになる。

年内の追加利上げはない

日銀の景気物価情勢のシナリオが下方修正されていることは、すでに、前回12月の金融経済月報で先取りされている。そこでは、月報の判断が11月までの「緩やかに拡大している」から、「住宅投資の落ち込みなどから減速している」に下方修正された。また、1月15日のさくらレポート（地域経済報告）でも、全国9地域のうち東日本4地域が景気評価を引き下げている。

こうした見方の変化は、景気後退リスクが視野に入り、日銀が先行き悪化のシグナルを見極めなくてはいけなくなっていることを暗示している。金融政策についても、当面の追加利上げはシナリオの修正で不可能になり、現状維持の長期化、ないし利下げを考える局面になっている。筆者は、次の利上げの予想を、年内利上げなしに変更し、2009年1～3月以降まで追加利上げができないシナリオをメインにすることとした。

（図表1）経済物価展望の評価

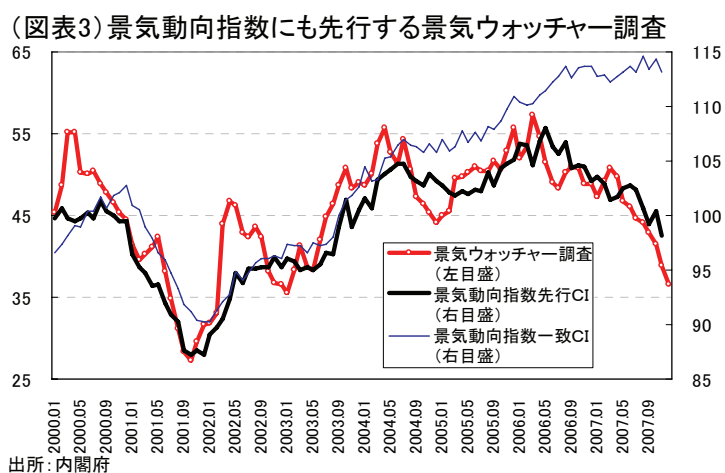
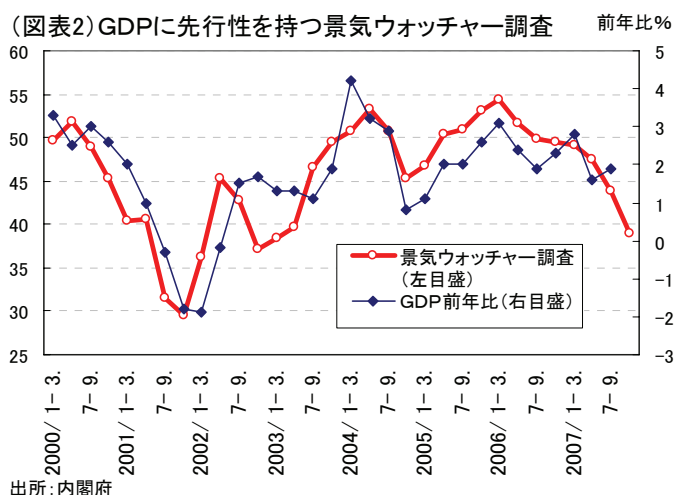
	景気物価 情勢	企業物価	消費者物価	
2005年4月	下振れ			
2005年7月	横	上振れ	横	
2005年10月	上振れ			
2006年1月	上振れ	上振れ	上振れ	量的緩和解除
2006年4月	上振れ			
2006年7月	横	上振れ	横	ゼロ金利解除
2006年10月	上振れ			
2007年1月	下振れ	下振れ	下振れ	追加利上げ
2007年4月	横			
2007年7月	横	上振れ	横	
2007年10月	横			
2008年1月	下振れ	上振れ	上振れ	

景気後退リスク

今、日本経済は、景気後退リスクに脅かされている。軽微な悪化ではなく、本格的な景気後退リスクである。1月の金融経済月報の基本的見解の記述では、従来の「景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続ける」という総括は変更していないが、個々の変化に目をこらすとダウンサイドの流れは徐々に勢いを増している。

生産活動は、12月の予測指数が前月比4.0%と高めであるものの、労働需給は緩和方向にある。これは、アジア向け輸出の増加というプラスの効果が見えにくいということでもある。消費マインドは、景気ウォッチャー調査や消費者態度指数に表れているように、2006年10月から急降下している。地方経済では、ガソリン高が消費者の活動を慎重化させ、改正建築基準法を契機とした住宅・建築需要減が建設・不動産・関連素材メーカーに大打撃を与えている。

景気判定で重視される内閣府の景気動向指数では、一致指数が輸出堅調を背景に底堅く推移しているため、現時点では、景気後退局面入りとは判定されないであろう。しかし、先行指数に関してはこのところ急落し、景気後退に近づく様相をみせている。前述の景気ウォッチャー調査の下落は、実質GDPの伸び率や景気動向指数・先行CIに対して先行性があるようにみえる（図表2、3）。



追加利上げの予想は総崩れになるかも

今まで日銀が利上げをしそうだという観測があった背景には、福井総裁の存在がある。金融市場でBOJウォッチングをしている人々の中では、福井総裁がこれまで追加利上げに執念を燃やしていることを皆が知っている。福井総裁が、金利正常化をしようとしているから、景気変動が均されてくれば金利引き上げに着手するだろうという観測である。

しかし、今、その図式は変わろうとしている。2月上旬から次期総裁の人選がよりはっきりして、福井総裁が交代する3月中旬の時期が近づくと、福井総裁の執念を薄らいでくる。実は、景気情勢の悪化に加えて、福井総裁が舞台から姿を消そうとしていることが、利上げ観測の基盤を変えようとしている。こうした要因も加わって、日銀の追加利上げが早期に行われるという観測は、大きく後退するとみられる。

物価と景気のねじれの行方

政治サイドからは、日銀の利下げの可能性に言及する声も聞かれ始めている。しかし、日銀としては、今は利下げ方向に金融政策を動かさない理由がある。それは、消費者物価が2~4月の消費者物価がプラス幅を高めそうなことである。ここで、食品・日用品などの価格転嫁が進めば、日銀は金融緩和に動かないだろう。中間評価の物価見

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。

通しでは、前述の通り上昇修正をしている。

ただし、こうした利下げ観測に歯止めがかかっている状況が、ずっと続くかどうかはわからない。仮に、日本経済が深刻な景気後退に陥れば、物価には下落圧力が働いて、利下げも視野に入ってくる。反対に、景気がアジアなど新興国の景気拡大が牽引力となり、ソフトランディングに向かっていけば、潜在的な物価上昇圧力は高まる。追加利上げの観測もそのときに高まる。

今は、前者の蓋然性が高いので、リセッション・シナリオへ移行していくかどうかをもっとよく見極めなくてはならない。従って、追加利上げもしばらくは封印されるとみることが妥当であろう。