

## 日銀展望：物価は想定どおりに上昇中

発表日：2013年10月31日（木）

## ～2013年10月の展望レポート～

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

10月の決定会合は現状維持となったが、半期に1度の展望レポートの発表が目された。2013年度の物価見通しは上方修正され、2014・2015年度の強めの見通しは維持された。当面の最大のリスクにみえる消費税増税に関しては、超過需要の状態を継続して、デフレ圧力を乗り切れるという評価である。

## 展望レポートの修正状況

日銀が半期に一度発表している展望レポートが10月31日に発表された。今回の展望レポートは、量的・質的緩和が始まった直後の4月26日のレポートの次の見通しになる（7月11日に中間評価があった）。経済・物価見通しの数字で、中央値に変化があったのは3点である（図表1）。

(図表1) 2013年10月の経済・物価見通し

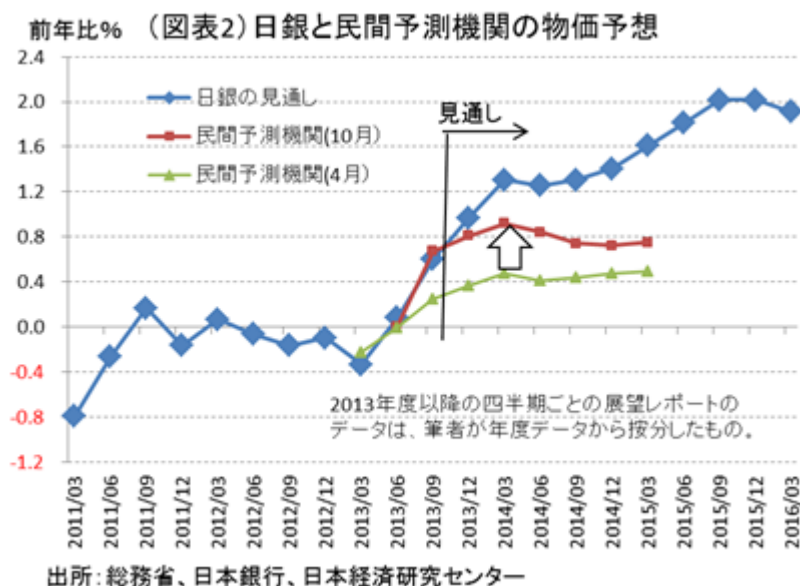
			前年比%
大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税要因)	消費税要因を含む
2013年度	+2.6～+3.0 (+2.7)	+0.6～+1.0 (+0.7)	
2014年度	+0.9～+1.5 (+1.5)	+0.8～+1.6 (+1.3)	+2.8～+3.6 (+3.3)
2015年度	+1.3～+1.8 (+1.5)	+0.9～+2.2 (+1.9)	+1.6～+2.9 (+2.6)
前回			
2013年度(7月中旬)	+2.5～+3.0 (+2.8)	+0.5～+0.8 (+0.6)	
2014年度(7月中旬)	+0.8～+1.5 (+1.3)	+0.7～+1.6 (+1.3)	+2.7～+3.6 (+3.3)
2015年度(7月中旬)	+1.3～+1.9 (+1.5)	+0.9～+2.2 (+1.9)	+1.6～+2.9 (+2.6)

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。

- ・2013年度の実質GDPは4月+2.7%→7月+2.8%→10月+2.7%の下方修正。7-9月の成長率見通しが弱めになって、年度の予想値にも修正が加わった。5月中旬からの株安と為替変動によって、夏場の個人消費、設備投資、輸出が足踏みし、それが7-9月の成長率にも響いた。
- ・2014年度の実質GDPは4月+1.4%→7月+1.3%→10月+1.5%の上方修正。消費税増税に備えて、安倍政権が6兆円近くの経済対策を打とうとしていることを踏まえた上方修正である。
- ・2013年度の消費者物価（除く生鮮食品）は4月+0.7%→7月+0.6%→10月+0.7%の上方修正。月次の物価上昇率の推移は、4月以降で着実に上ぶれており、円安作用などが想定以上に広い裾野で物価を押し上げている。

この中で、特に注目したいのは、物価の見方である。黒田総裁は、常々、2年間で2%の物価上昇率を達成すると宣言している。この見方に懐疑的なエコノミストは多いが、4月以降で見ると、確かに黒田総裁の宣言した通りの道筋で物価指標は押し上げられている（図表2）。通常感覚で言えば、2013年度の予想だけでなく、2014・2015年度も上方修正するところだが、展望レポートではそれをしなかった。なぜならば、展望レポートの見通しは最強気派だったからだ。2014年度の予想は消費税要因を織り込まずに前年比+1.3%、2015年度は前年比+1.9%と、ほぼすべての予測値よりも強い。インフレ予想を引っ張っていくシグナルとして展望レポートが強い数字を示し、その後、民間予想はそこに否応なく近づく数字を予想させられるようになった。総裁会見では「年度内に1%に行くのではないか」という見解も示された。黒田総裁にすれば、「物価の推移は予想通りに推移していますね」という所見を述

べたいところだろう。2014・2015年度の見通しをこれ以上に強くする必要はなく、高めの数字を置いたまま、“果報は寝て待て”の構えなのだろう。



民間エコノミストには、「2年で2%の物価上昇は困難なので追加緩和もあり得べし」との見方は根強く、筆者も依然として懐疑的だが、黒田総裁は当初自分たちが計画した巨大緩和のシナリオ通りで何も問題はないと高を括っているようにもみえる。

なお、見通しの判断に関しては、7月の中間評価と比較して、①成長率は「概ね不変」、②物価も「概ね不変」としている。

### 消費税増税の波乱に対する見方

定性的な評価として注目されるのは、日本経済が消費税率の引き上げの反動減をどのように乗り切ろうとしているかという点についてである。この点について、日銀はどうみているのだろうか。これまで黒田総裁は、「日本経済の成長が大きく損なわれることにはならない」という評価を下していた。今回も、総裁会見で質問に答えて、「景気腰折れリスクのようなものは小さくなったというのは、その通りだと思う」とも話している。

押し上げ・押し下げの効果は、4月の展望レポートのときと同じく、消費税率の引き上げが年度の成長率に及ぼす影響は、「2013年度+0.3%ポイント程度、2014年度▲0.7%ポイント程度、2015年度+0.2%ポイント程度」と記述している。日銀が消費税増税の波乱を乗り切ると、評価している根拠をまとめると次の3つになる。

一つ目は、マクロ的な需給バランスが、超過需要を継続することで物価下落圧力にはつながらないというロジックである。超過需要が維持される背景としては、海外経済の持ち直しで輸出が増加することと、金融緩和、各種企業減税効果によって設備投資が増加することを根拠として挙げている。

二つ目は、前向きの循環の持続である。企業収益が改善し、労働需給が引き締まって、さらに予想物価上昇率が高まると、それに応じて賃金上昇が進むと期待している。総裁会見では、「政労使会議などを踏まえると、今後賃金が上昇していくことが見込まれる」と強気の発言があった。

三つ目は、期待インフレ率の効果である。日銀は、量的・質的緩和を始めたときから、期待インフレ率の役割を重視している。期待インフレ率の高まりは、「企業や家計を含めた価格・賃金形成に徐々に浸透していく」という作用を及ぼす。日銀が2%の物価目標を達成する道筋をしっかりと描いているのならば、この期待インフレ率の効果が

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。

民間企業・家計の投資・支出行動に持続的に働きかけることになる。その場合、消費税増税の反動減があっても、その圧力は期待インフレ率の作用で相殺されて一過性の作用で終わるとみているのだろう。

### 3 委員からの異論

今回の決定会合では、久方ぶりに全員一致になった。これまで対案を示してきた木内委員は、議案提案をしなかった。

もっとも、展望レポートの見解については、佐藤・木内・白井委員の3名が反対票を投じている。佐藤・木内委員は、2%達成の可能性についての見方を修正した方がよいという反対論。白井委員は、下振れリスクをより意識したわかりやすい記述への変更を要請したという。

こうした異論の成否はともかく、9名のうち執行部3名を除く、6名の半分以上が異論を唱えることは、一般的には執行部の求心力の低下とみられやすい。しかし、細かくみると、これはある意味で健全だと言える。例えば、2年で2%の物価上昇率を達成しようとする現執行部に対しては、民間エコノミストをはじめ懐疑論が多い。佐藤・木内委員の異論は、そうした懐疑論を代表していてナチュラルな反論と言える。それに対して、黒田総裁の推進する量的・質的緩和のトラックレコードは、今のところは懐疑論の見方を覆して成果を上げている。そうした意味で、政策委員会内の議論は、懐疑論に対する説明責任を果たしているようにもみえる。従って、異論の相次ぐ政策委員会の議論は、ある意味で健全だとみることができる。