

決定会合、労働需給圧力に自信

発表日：2014年4月30日（水）

～微調整だった展望レポート～

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

展望レポートが発表されて、2013・2014年度の経済成長率以外はほとんど変更がなかった。新しく示された2016年度は消費者物価の前年比2.1%を見込んでいる。2%の物価上昇は、「見通し期間の中盤頃」、すなわち2015年度に達成されるというシナリオである。消費税増税後の様子をみながら、日銀は労働需給の逼迫が物価を押し上げることに、さらに自信を深めていると感じられる。

「追加緩和を行う必要はない」発言は封印

4月30日の政策決定会合は、現状維持であった。展望レポートの発表もあり、黒田総裁は普段よりも肌理細かく経済・物価情勢の見方を説明した印象である。ひとつ気になったのは、「現時点で追加的な緩和を行う必要があるとは思っていません」という発言をしなかったことだ。前回4月8日の会合では、この発言が為替動向に変動を与えて、追加緩和期待を強く抱いている人の心理に打撃を与えた経緯がある。黒田総裁にすれば、以前からの説明を繰り返したに過ぎないが、総裁会見の注目度が高かったために市場を失望させる発言と捉えられてしまった。従って、今回の黒田総裁は、NGワードとして前回の発言を封印して、追加緩和期待をしぼませることを意図的に避けたのだろう。総裁会見を聞いた印象でも、前半部分では総裁が言葉を選びながら質疑応答を行っていると感じられた。

現時点での日銀のスタンスを改めて確認しておく、①経済・物価はほぼシナリオに沿って動いている。②想定に沿った動きである限り、2%の物価上昇は達成可能。だから、追加緩和に踏み切る必要性があると考えていない。③もっとも、日銀のシナリオを狂わせるリスク要因が顕在化したときには躊躇なく追加緩和に踏み切る、という構えになる。

展望レポートは2014年度の成長率を下方修正

日銀の2014年4月の展望レポートは、2014年度の実質成長率（中央値）が1.1%と、前回中間評価（2014年1月）の1.4%から下方修正されている（図表）。同時に、2013年度の成長率見通しも実績に置き換わって2.2%（2014年1月2.7%）に下方修正されている。黒田総裁の説明では、「輸出回復が後ずれした」と表現されていた。これは、輸出が思ったよりも伸びなかったことを指す。おそらく、円安下でも輸出数量が伸びずに、2013年度の下期が予想よりも下ぶれて、2014年度のゲタも小さくなったとみられる。展望レポートの本文には「わが国経済との結びつきが強いASEANなどの新興国経済のもたつきの影響が大きい」と指摘されている。円安

(図表) 2014年4月の展望レポート

| | | | 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 | +2.5~+2.9 (+2.7) | +0.8 | |
| 2014年度 | +0.8~+1.3 (+1.1) | +1.0~+1.5 (+1.3) | +3.0~+3.5 (+3.3) |
| 2015年度 | +1.2~+1.5 (+1.5) | +1.2~+2.1 (+1.9) | +1.9~+2.8 (+2.6) |
| 2016年度 | +1.0~+1.5 (+1.3) | +1.3~+2.3 (+2.1) | +2.0~+3.0 (+2.8) |
| 前回 | 2013年度<1月中旬> | +2.5~+2.9 (+2.7) | +0.7~+0.9 (+0.7) |
| | 2014年度<1月中旬> | +0.9~+1.5 (+1.4) | +0.9~+1.6 (+1.3) |
| | 2015年度<1月中旬> | +1.2~+1.8 (+1.5) | +1.0~+2.2 (+1.9) |
| 前々 | 2013年度 | +2.6~+3.0 (+2.7) | +0.6~+1.0 (+0.7) |
| 々 | 2014年度 | +0.9~+1.5 (+1.5) | +0.8~+1.6 (+1.3) |
| 回 | 2015年度 | +1.3~+1.8 (+1.5) | +0.9~+2.2 (+1.9) |

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。

出所：日本銀行

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。

が輸出数量を押し上げる効果が乏しかったことは、筆者などが常々指摘する通りである。日銀は、円安が輸出に与える影響力が弱かったことを、必ずしも読み切れなかった。

現状、米経済の加速が進んでいくとみられるので、日銀のシナリオは大幅な見直しを余儀なくされてはいないが、もしも米経済が弱ければ、輸出の下振れは量的・質的金融緩和の効果に大きな疑問を投げかけるくらいの事件になっていたかもしれない。

2%達成は2015年度中盤頃

さらに、展望レポートの数字に細かく注目すると、2015年度の実質成長率（中央値）は、1.5%（2014年1月1.5%）、2016年度1.3%（初回調査）であった。日銀は、潜在成長率の動向について、「このところ『0%台半ば』と計算されるが、見通し期間の終盤にかけて徐々に上昇していくと見込まれる」としている。意識すると、2014年度は0%台半ばの潜在成長率の値から、2015・2016年度にはもっと上昇すると言っている。それによって、2015・2016年度は需給ギャップが需要超過に転じて、それが消費者物価を2%以上に押し上げるという想定である。今回の展望レポートでは、消費税を除いた消費者物価上昇率が2014年度1.3%、2015年度1.9%、2016年度2.1%とプラス幅を拡大させる見通しである。

反面、筆者は、需給ギャップと物価の関係からみて、日銀が想定する1.9%や2.1%の物価上昇率は、感応度を強く見すぎていると考える。この点に関して、日銀は物価を押し上げる作用を念頭に置いているのだろう。その何かを推測すると、キーになるのは労働需給の逼迫だと考えられる。

今回の展望レポートや総裁会見をみて、筆者は日銀の労働需給についての見方が、やや強気だと思える。展望レポートの本文では、「雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移していることを反映して、労働面を中心に改善を続けており、最近では過去の長期平均並みである近傍に達しているとみられる。すなわち、失業率が3%台半ばとみられる構造的失業率に近づきつつあるなど、労働需給は着実に引き締まる傾向が強まっている」と説明されている。これも、要約すると、消費税増税後もサービス消費（＝雇用誘発効果の大きい国内需要）が堅調なので、労働市場は完全雇用に接近して賃金が上がりやすいと言っているのだ。

この労働需給の逼迫が理論的な根拠になって、日銀の物価見通しは、「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」というシナリオになっている。ここでいう「中盤頃」とは、2015年度のことを指している。つまり、2014年夏から次の消費税増税の2015年10月辺りまでに労働需給の逼迫を背景に、労働コスト上昇による物価上昇が進むと考えているのだろう。

なお、記者会見では、この「中盤頃」の時期の特定に関しては、ぼやかされていた。総裁記者会見の説明によると、今回の見通しに反対票を投じた木内・佐藤、白井委員の間で、物価見通しに差があり、「頃」という表現を使って「幅を持たせた」ようだ。木内委員と同じような意見を持っていた佐藤委員は、今回は初めて反対票を入れたかたちである。

消費税反動は「想定範囲内」

消費税引き上げから約1か月が経って、消費税の反動が気になるころだ。総裁会見では、「想定範囲内」というのが黒田総裁の評価であった。また、小売業界からのヒアリングでは、反動減の影響が徐々に和らいでいることが聞かれ、外食・旅行などのサービスでは、基調に変化なく底堅い動きが続いているという声が多かったとされた。こうした理解は、日銀が今後、労働需給が引き締まっていく予想を強めていると考えられる。展望レポートの物価見通しの中央値自体は、もともと民間エコノミストの予想よりも高めであったので動かされていないが、おそ

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。

らく、日銀としては事前の見方よりは上ぶれなのだろう。もう少し詳しく言えば、民間エコノミストは、円安効果が一段落してくるので、2014年5月以降は物価上昇圧力は減衰してくるとみてきた。これに対して、日銀は国内の自律的メカニズムの駆動によって物価上昇圧力が高まるとみていた。筆者には、日銀がみている自律的メカニズムの作用とは具体的に何の変化なのかはわからないが、今回の会合での材料を基に考えると労働需給の変化がそれに該当することになる。

最後に、展望レポートの本文をつぶさに読むと、今までよりも細かく説明が成されるようになってきた印象がある。これは、強気のシナリオを肉付けする材料が増えて、さらに消費税が実際に上がったことが大きい。

追加緩和との絡みで言えば、市場予想よりも強気の日銀のシナリオの方が現実化している状況にある。黒田総裁の胸のうちの代弁すると、「たとえ追加緩和がなくても、経済・物価ともに好ましいパフォーマンスになっているでしょう。私の言った通りです」ということなのだろう。