

テーマ：予想を上回った7～9月期GDPと金融政策
～実態は減速。ソフトランディングはあくまで予断～

発表日：2006年11月14日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

7～9月期GDPの実態は緩やかな減速

日本の7～9月期実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、潜在成長率（2%弱とされる）を小幅上回る結果となった。マイナス成長予想も出ていたなかで、市場にとっては大きなサプライズとなった格好だ。

しかし中身を見れば、外需の前期対比寄与度が+0.4%p、在庫が同+0.3%pとなっており、より国内景気実態に近い実質国内最終需要は前期比▲0.2%と、ヘッドラインとは裏腹の悪い内容となる。もっとも、個人消費の落ち込み（前期比▲0.7%）には天候など特殊要因が絡んでいる。どれがどの程度攪乱して、実態はどの程度の成長であるのか把握することは困難だが、緩やかな減速経路を辿っていると見て間違いないだろう。このことは、景気動向指数の動きなどと整合的であると言える。

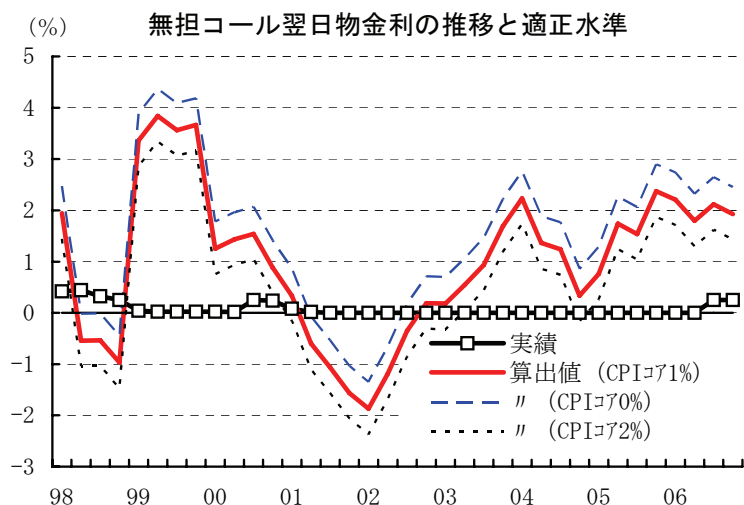
注目される福井総裁の会見

本統計を受けて注目されるのが、日銀金融政策決定会合後に行われる福井日銀総裁の記者会見だ。最近の総裁のコメントからは、早期利上げに向けて極めて積極的な姿勢が伺われるというのがマーケットの評価である。GDP発表前は、市場では成長率の下ぶれリスクが警戒されていたこともあり、記者会見で福井総裁はタカ派的な姿勢からトーンダウンを余儀なくされると期待されていた。しかし、実際には潜在成長率を上回る結果となったことから、一転して記者会見の内容が警戒される雰囲気となりつつある。

筆者は、ヘッドラインこそ高めとなったものの、実態としては景気の減速傾向が続いていることを示す内容と判断しており、少なくとも年内に利上げを行わなければならないような内容ではないと考える。

そもそも、日銀が利上げに前向きな姿勢を強めている背景には、①すでに需給ギャップは需要超過状態、すなわちインフレギャップの状態にあると判断していること（日銀や内閣府など）、②CPI上昇率はプラス圏内にあること、③政策金利（無担コール翌日物）水準は、景気に対して極めて刺激的な水準にとどまっていること（中立水準は1.50%前後と試算される）——などが挙げられる。さらに、福井総裁が繰り返し述べている重要な点として、④今後も日本経済は堅調に推移すると見込まれること、が挙げられる。

たしかに、民間シンクタンクやエコノミストの大半は、06年度だけでなく、07年度も潜在成長率を上回ると見ている（07年度の予測コンセンサスは2.0%成長：8月時点予測）。足元でインフレギャップ状態にあり、先行きも潜在成長並みかそれ以上の成長が続くとなれば、望ましい金利水準は少なくとも景気に対して中立的な水準となる。このまま現状の低金利で放置しておけば、やがてイン



(注) テーラールールによる適正金利は、均衡実質金利を1.5%、潜在成長率を1.75%、安定的な物価上昇率を0～2%とした。

フレの加速に繋がる——というのはもっともな判断であるとする。

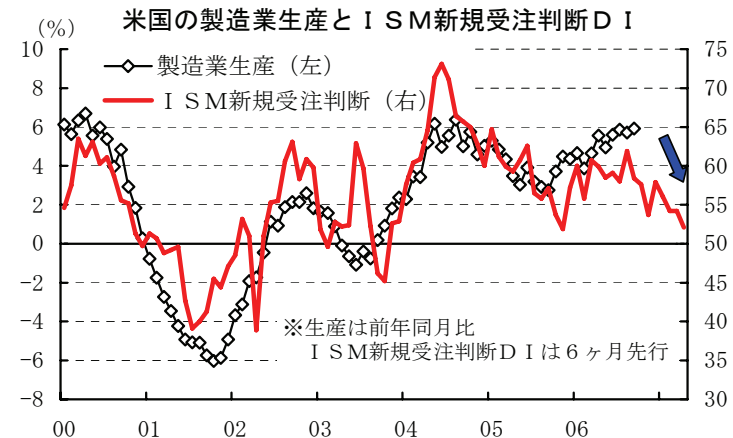
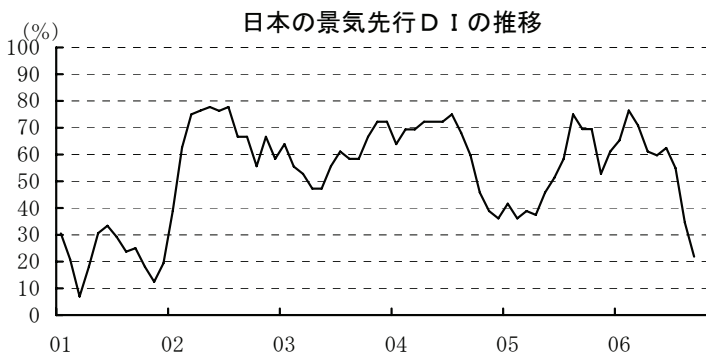
この点では、筆者も全く同感である。現在日本がおかれた状況で、インフレが処置できなくなるほど加速するリスクがどの程度“現実的”かは別として、【インフレギャップ+潜在成長持続】の状況下では、あるべき金利水準は景気中立的な水準であるとする。

潜在成長持続はあくまで“予断”

問題は、潜在成長持続というのは、あくまでも“予想”であるということだ。フォワードルッキングな金融政策を行うには、将来のインフレ圧力などを勘案する必要がある。しかし、繰り返し述べているように、日本経済は足元で緩やかながらも減速過程にある。さらに重要なことは、景気先行指数など、景気に対して先行する指標にもボトムアウトを示唆するものはないということだ。すなわち、日本経済がこのまま緩やかな減速を脱し、企業から家計への所得移転も盛り上がる——という福井総裁の見方を示唆するものは、少なくとも現状では無いのである。

筆者をはじめ、多くのエコノミストが日本経済に楽観的な見方をしているのは、あくまで“この程度であれば大丈夫”という予断によるところが大きい。すなわち、内需は総じて堅調で、外需の減速が小幅にとどまるようであれば、景気が予想以上に下ぶれるリスクは小さい——というものだ。ここでカギを握るのは米国経済だが、現状では金利低下を背景に住宅分野に底入れの兆候が見られる一方、生産活動など景気一致指標は減速が明確化し始めたところである。金利低下やガソリン価格の下落を背景に、個人消費がこのまま堅調さを保てば、米国経済の下ぶれリスクは相当程度小さくなったと判断できる。ここで重要なイベントが、12月のクリスマスセールとなる。米国では最も消費活動が活発化するこの時期に、企業が期待したほど消費が盛り上がりなければ、在庫の積み上がりによって米国経済の停滞は予想外に長引くリスクも出てくる。現状では、消費マインドも高水準にあることから、クリスマスセールも“そこそこ”の結果が期待されているが、ふたを開けるまで分からないような微妙な情勢にあることも確かである。

“べき論”を述べれば、こうした米国経済の動向を見極めることにより、日本経済は堅調に推移するとの“予断”も、相当程度確度のある見通しになろう。年内に利上げをすることと、米クリスマスセールを見極めてから判断することと、時期的には大きな差はないが、不透明な“予断”をもって金融政策を行うか否かは、今後の金融政策に対する市場の信任を左右するほどの大きな違いがあると考えられる。



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。