

テーマ：10～12月期GDPで2月利上げの可能性も  
～利上げを正当化する解釈は可能～

発表日：2007年2月15日（木）

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

## 反動的側面が大きいQEだが、利上げに前向きな解釈も可能

10～12月期の日本の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%と、市場の事前コンセンサス（同+0.9%）を上回る高い伸びとなった。内訳を見ると、個人消費が同+1.1%となったほか、設備投資も同+2.2%などと、内需の柱が高成長に寄与した形となっている。もっとも、個人消費の高い伸びは前期（7～9月期：前期比▲1.1%）の反動であるほか、同じく高い伸びを示した公的固定資本形成（前期比+2.7%）もテクニカルな特殊要因によるところが大きい。実態として、10～12月期の成長率が年率で5%近い拡大（前期比年率+4.8%）であったとはとても言い難い。

とはいうものの、前向きな解釈も可能だ。個人消費については、7～9月期の落ち込みをほぼ取り戻すほどの伸びは期待されていなかった。“暖冬”というマイナス要因がある中と見れば、実態は“そこそこ”と解釈することができる。2006暦年の雇用者報酬が前年比+1.5%、05年の同+0.9%から伸び率を拡大させてことも、“緩やかながら少しずつ家計へ恩恵が向かっている”という見方を後押しする材料となる。

## 環境は整ったか？

その他の日本経済を取り巻く環境を見ると、生産活動を中心に、月次指標からは日本経済がまだ緩やかながらも減速していることを伺わせる内容となっている。景気全体の先行指標である景気先行DIや、個人消費の先行指標となる消費者態度指数の改善も明確化していない。設備投資の先行指標となる機械受注も、勢いに翳りが見られるままだ。本来ならば、物価の伸び率が日銀が想定する下限で推移している状況下で、生産などの一致指標はともかく、先行指標の改善が明確化してくるまで、利上げを行うことは難しいと考えられる。

これに対し、10～12月期のGDP統計は、経済全体としてみれば“06年後半はモメンタム（加速感）は失われているものの、減速もしていない”との解釈を可能にする内容と言える。景気の先行きに関しても、米国をはじめ、海外経済の回復がより明確化していることは、“利上げをしたい”日銀にとっては追い風と言える。嫌も応もなく、米国経済が日本経済の最大の先行指標であることは間違いない。特に、2000年前後の内需の低迷が著しい局面ならともかく、足元では消費や設備投資の失速を示す兆候もないのが事実である。したがって、時間が経過する毎に回復感が増す米国経済の動向は、日銀にとっては利上げの環境が徐々に整っている——という言い方ができよう。

ただ一つ、消費者物価（生鮮食品を除く）の上昇率が鈍化傾向に転じ、向こう1～2ヶ月の間に前年対比マイナスになる可能性が大きいことは、利上げを困難にする材料である。これに関しても、物価は景気の“遅行指標”であるため、景気が回復すればやがて物価も上昇することは明白だ。したがって、消費者物価上昇率がプラスにならなくても、日本経済にかかってきたデフレ圧力（過剰雇用や過剰設備、過剰負債など）が様々な統計からほぼ払拭したと解釈されているなかでは、景気の拡大を前提に“低すぎる金利の是正”を謳うことは可能である。

要するに、日銀の利上げ（あくまでも“低すぎる金利の是正”）が多少なりとも正当化されるためには、①足元の景気認識について、『減速していないとの解釈』、②景気の先行きについて、『加速するとの解釈』——の二つの条件が揃うことが必要であり、最近の海外経済動向、そして今回のGDP統計は、そうした条件に適ったとの解釈も可能である。

少なくとも、全く条件が整っていなかった過去2ヶ月に比べれば、整いつつある。市場や政府を巻き込んだ妙な盛り上がり方をしていないことも、利上げ断行の追い風とも言える。あとは日銀の判断次第である。