

7月の展望レポート

発表日：2017年7月20日（木）

～物価2%は2019年度頃に先送り～

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

展望レポートの改定がある7月会合は無風で終わった。変化と言えば、中長期的な予想物価上昇率の高まりが「やや後ずれしている」として、2%の達成を2019年度頃としたことだ。今後、審議委員の交代や執行部の任期切れを迎えて、展望レポートの数字も揺れ動くだろう。

経済と物価のちぐはぐ

7月の決定会合も無風のまま現状維持となった。新しいことと言えば、物価2%の達成時期がさらに先送りされたことだろう。総裁会見では、中長期的な予想物価上昇率の高まりが「やや後ずれしている」と語られた。黒田総裁の任期切れを2018年4月に控えて、日銀は2%未達の責任についていよいよ曖昧にしている。

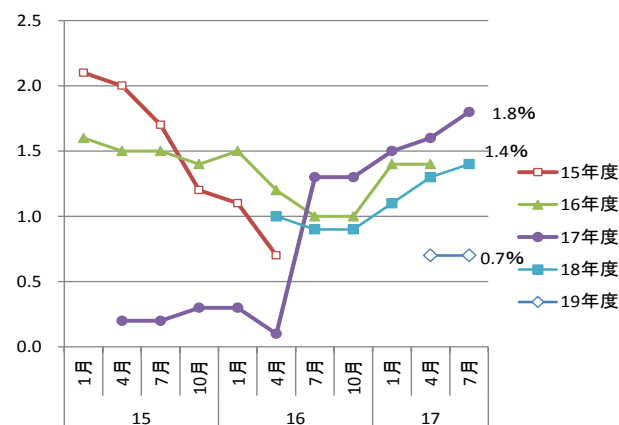
まず、経済・物価見通しについてみていこう（図表1、2）。経済見通しの方は、前回4月の1.6%成長を上方修正して1.8%成長としている。これは、「国内景気判断を一步前進させた」ことと整合的である。設備投資が堅調な中で、個人消費が上向いてきたことに日銀は自信を深めているのだろう。潜在成長率を上回っている状況からさらに成長見通しを上方修正したので、理屈としては物価上昇圧力が強まっていることになる。

しかし、2017年度の消費者物価の見通しは、前回1.4%から今回1.1%へと割と大きな下方修正である。今までの高すぎる物価見通しが下方修正されることは珍しいことではない。日銀は、その理由を携帯電話や通信料の値下げに加えて、「賃金、物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が企業や家計に根強く残っていること」を強調している。筆者は、需給ギャップの作用が物価に伝わりにくい点を分析するのが日銀の役割のはずであって「考え方や慣行」のせいにするのはやや情緒的だと感じる。

物価見通しの先送り

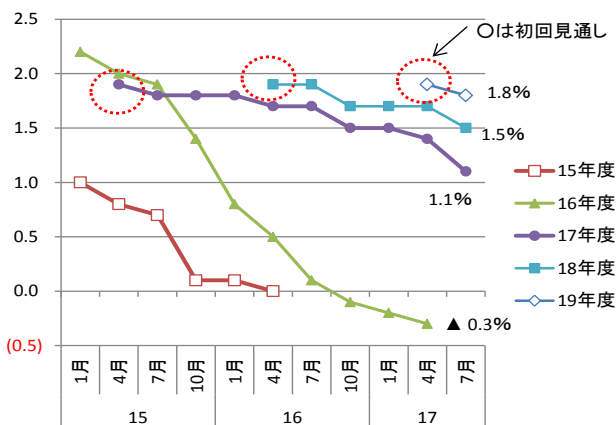
7月の決定会合のポイントは、2%の達成時期が「2019年度頃になる可能性が高い」とまた後ずれする見通しになった点だろう。前回4月の展望レポートでは、「2018年頃」と記述されていた。あの時の総裁会見では、「2%程度に達するのは2018年頃になる可能性が高いが、安定的に超えるのは2018年度より後になる可能性が高い」という微妙な言い回しをしていた。

(図表1)日銀「政策委員の大勢見通し」における
GDP成長率(中央値)の推移



(出所)日本銀行「展望レポート」より筆者作成

(図表2)日銀「政策委員の大勢見通し」における
コアCPI(除く消費税・中央値)の推移



(出所)日本銀行「展望レポート」より筆者作成

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。

今更のような2%目標の先送りだが、日銀のシナリオは違和感がある。7月の見通しは、2017年度の成長率1.8%、2018年度1.4%、2019年度0.7%と段々伸びが低くなる。日銀は需給ギャップが、潜在成長率（0%台後半）を上回った部分だとみているので、2017、2018、2019年度とプラスのギャップが小さくなる見通している。それにも拘らず、物価見通しは2017年度1.1%、2018年度1.5%、2019年度1.8%（除く消費税）と伸びが高まっていく。物価を押し上げる需要超過の圧力が、段々と減衰していくのに、なぜ消費者物価はかえって上昇するとシナリオを立てられるのか。

いつもの日銀は、需給要因で説明できないところは、予想物価上昇率の高まりで辻褃を合わせていた。しかし、2018・2019年度は、黒田総裁は任期切れではないか。そうすると、この期待形成の効果は、次期総裁の評価が加わるという推論が成り立つ。本当にそうなるのだろうか。

2人の審議委員と執行部交代

展望レポートの数字は、微妙にメンバーの交代の影響を受ける。木内・佐藤委員は今回の展望レポートが最後になる。代わりに、10月の展望レポートは、木内・佐藤委員よりも強気の数字を置くメンバーに入れ替わるだろうから、中央値が上ぶれしやすいとみる。正確に言えば、木内・佐藤委員がいなくなると、経済・物価の見通しが同じような数字に収斂してしまい、より外側から政策委員内の見解の相違がみえにくくなると考えられる。

また、黒田総裁と2人の副総裁も2018年4月に任期を迎えて交代する。前述のように、2018・2019年度にかけて、インフレ予想がより強まるとすれば、次期執行部の人選がインフレ予想に大きな影響力を与えるはずだ。これはあながちうがった見方とはいえない。仮に、黒田総裁の再任や、中曽副総裁の昇格であれば、インフレ予想はそれほど上向かないだろう。筆者は、より過激なリフレ論者を執行部に据えてほしいと願っているのではない。逆にインフレ予想で物価が上昇するという理屈を政策ツールとして用いることのむなしさを伝えたいだけだ。