

# 経済・金融フラッシュ

No.07-008 2007/04/27

## 4月展望レポート(4/27)～緩やかな物価上昇シナリオ

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 シニアエコノミスト 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail:yyajima@nli-research.co.jp

### 1. 展望レポートの評価と当面の金融政策見通し

#### (展望レポートの評価)

4月27日公表の展望レポートは、景気・物価情勢の見通しについて概ね前回10月展望レポートの延長線上の見方が示された。すなわち先行きについては、息の長い拡大を続け、物価も前年比のプラス幅は次第に拡大との見方である(図表1参照)。

(図表1) 政策委員の大勢見通し

対前年比、%、<>内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	2.0~2.1 <2.1>	0.7~0.8 <0.7>	0.0~+0.2 <0.1>
2006年10月時点の見通し	1.9~2.4 <2.1>	1.1~1.5 <1.2>	0.4~0.5 <0.5>
2008年度	2.0~2.3 <2.1>	0.8~1.0 <1.0>	0.4~0.6 <0.5>

(トーン変更点①：米国経済減速、円安・資産高騰などへのリスクウェート)

リスクウェートについて以下の2点について前回からトーンの変化がうかがわれる。

#### ①米国経済減速に対するリスク認識

- 今回は先行きの米国経済の減速のリスクについて「住宅市場の調整が予想以上に深いものとなったり、設備投資が下振れた場合、景気は一段と減速する可能性がある」とされ10月から新たに設備投資の下振れも指摘され、米国全体としては、景気減速のリスクウェートが高まったと読み取れる。

#### ②円安・資産高騰に対するリスク認識

- 今後の追加利上げの根拠・理論武装をどうしてくるのかという点で筆者は、今回の展望レポートで、①先行き物価が強くなるメカニズムをどう表現してくるか、②地価でみられる資産価格の状況を日銀がどう判断しているかについて注目していた(次回利上げは物価上昇率が低い中で利上げを検討することになるため、利上げ根拠を第一の柱より

も第二の柱によりウェートをかけた説明をせざるを得なくなるため)。

- ・ 結果として、①については、今までよりも踏み込んだ言及なし、②については、景気振幅のリスクで10月時点よりも踏み込んだ内容となった。

(トーン変更点②：政策運営で「変化」→「改善の度合い」)

先行きの金融政策の運営方針については、10月では「経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる」とされていたが、今回「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる」と変化から改善の度合いという言葉にかわっている。

この意図はなかなか読みにくいだが、景気・物価が直近期よりも良くなったら利上げをする、悪くなったらしないというものではない。特に物価上昇率が高まらなくとも利上げをするということではないか（さらに需給ギャップや物価上昇率の水準が上がれば、利上げのペースは速めるということを読ませようとしているのか）？

(物価安定の理解：変わらず)

今回の展望レポートでは、昨年4月の「物価安定の理解」の見直し作業も行われた。これも昨年度同様、安定の理解は0-2%程度、中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散との見解が示されている。

文言・数値が変わらなかったことから、レンジから外れ、先行きさらに外れるリスクが高い状態では利上げは難しくなったはずだ。

### (筆者の金融政策見通し)

今回の展望レポートはほぼ筆者の事前予想通りで、利上げ時期の見通しを変更する必要はなしと考える。

市場では5月GDPの発表で利上げにとの見方も一部あるが、筆者はCPIのマイナス、米国経済の再拡大が見えない現状では、利上げ議論自体難しいと見ている。

本日発表の4月東京都区部でも、サービス価格の上昇という点は見えていない。生産もIT在庫の積みあがりでも4-6月も足踏みの状況が続くそう。また米国でも先行き良好との動きは今のところない。

本日発表の4月全国消費者物価指数(コア)は▲0.2%で、物価安定で示された0-2%のレンジに足元おさまっておらず、先行きの景気・物価情勢は上向きというよりは、下向きのリスクが高まってきている状況にあり、利上げ容認派が審議委員の中で多数となる状況にはない。

CPIのプラス基調、米国経済の再拡大が確認できるのは、秋口以降。追加利上げは10-12

月期になると見ている。

以下は今回発表分と前回との比較。

## 2. 前回06年10月展望レポートとの比較

### (経済・物価情勢の見通し)

現状の景気実勢については、「好調な企業部門に比べると、家計部門の改善テンポがやや緩慢である」と指摘しているが、全体で見れば、10月展望レポートでの見通しに「概ね沿って推移した」としている。

先行きについては、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるも、息の長い拡大を続ける」と従来どおりの見方を示した。

先行き経済・物価についてのメカニズム・前提は前回とほぼ同様の点をあげている。

消費者物価指数の現状については、「先行きは、原油価格の動向にもよるが、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はごく小幅のプラス、2008年度は0%台半ばの伸び率となると予想される」と、現状のマイナスは一時的との見方で先行きは緩やかに上昇するとの最近の見解どおりの内容となった。

(図表2) 先行きの前提やメカニズム

	今回	前回 (2006年10月)
先行き	生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるも、息の長い拡大を続けると予想される。成長率の水準は、2007年度、2008年度とも、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。	内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むも、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、2006年度は2%台半ば、2007年度は2%程度と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い。
先行きの前提やメカニズム	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加</li> <li>2. 企業部門の好調</li> <li>3. 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながら着実に進んでいくとみられる</li> <li>4. 極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押し</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加</li> <li>2. 企業部門の好調</li> <li>3. 雇用者所得や配当の増加などを通じて好調な企業部から家計部門への波及が進む</li> <li>4. 極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押し</li> </ol>
物価を巡る環境変化	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. マクロ的な需給ギャップをみても、引き続き、需要超過方向で推移していくと考えられる。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. マクロ的な需給ギャップは需要超過。先行きも拡大</li> <li>2. ユニットレバークストは下げ止まりから若干の上昇に転</li> </ol>

	<p>2. ユニット・レーバー・コストは、なお低下を続けているものの、賃金の緩やかな上昇のもとで、下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い。</p> <p>3. 民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、既往の石油製品価格の下落の影響などから全般に下振れているが、引き続き先行きにかけて物価が緩やかに上昇していく形となっている。</p>	<p>じていく可能性が高い</p> <p>3. 企業や家計の物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、上方修正されている</p>
--	---	---

**(上振れ・下振れ要因)**

先行きの経済へのリスク要因としては、10月対比では

- ① 米国経済減速のリスクウェートが高まる
- ② 円安・資産高騰に対するリスクウェートが高まる

物価については、10月に指摘していた潜在成長率に対する指摘がなくなっている。

(図表 3) 前回との比較

	今回	前回 (2006年10月)
先行きの経済情勢	<p>1. 海外経済の動向 米国:住宅市場の調整が予想以上に深いものとなり、<u>設備投資</u>が下振れた場合、景気は一段と減速する可能性がある。</p> <p>2. IT関連財の需給動向</p> <p>3. <u>金融環境などに関する楽観的な想定に基づく、金融・経済活動の振幅の拡大である。</u></p>	<p>1. 海外経済の動向</p> <p>2. 企業の投資行動の一段の積極化</p>
先行きの物価上昇	<p>1. 需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性</p> <p>2. 原油をはじめとする商品市況の動向</p>	<p>1. 需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性</p> <p>2. 原油をはじめとする商品市況の動向</p> <p>3. 潜在成長率の影響</p>

**(金融政策運営)**

2つの「柱」の説明はほぼ10月同様の内容。

先行きの金融政策の運営方針については、10月では「経済・物価情勢の変化に応じて、除々に金利水準の調整を行うことになると考えられる」とされていたが、今回「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。」と変化から度合いという言葉にかわっている。

(図表4) 2つの柱の前回比較

	今回	前回 (2006年10月)
第一の柱	<p>わが国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。こうした動きは、「中長期的な物価安定の理解」に沿ったものと評価できる。このように、わが国経済は、物価安定のもとの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。</p>	<p>内需と外需がともに増加するもとの景気拡大が続くとみられる。また、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比は、需給ギャップが需要超過幅を緩やかに拡大し、ユニット・レーバークロスからの下押し圧力が減じていくもとの、2007年度にかけて前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定のもとの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断される。</p>
第二の柱	<p>経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある。一方、前述のような下振れ要因が発生した場合、経済情勢の改善が足踏みするような局面が考えられる。また、経済情勢の改善にもかかわらず、物価が上昇しない状況が続く可能性もある。ただし、企業部門の体力や金融システムの頑健性が高まっていることから、物価下落と景気悪化の悪循環が生じるリスクはさらに小さくなっていると考えられる。</p>	<p>企業の収益率が高水準となり、物価もプラス基調で推移している状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある。一方、下振れのケースとしては、景気拡大や物価の上昇が足踏みするような局面も考えられる。ただし、金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることから、それが物価下落と景気悪化の悪循環に転化するリスクは小さいと考えられる。</p>

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)