

経済・金融フラッシュ

No.07-095 2007/11/01

10月展望レポート(10/31)～下ぶれリスクは高まるも景気回復・物価上昇シナリオは維持

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

10月31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4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、物価も次第にプラスになるとの見方である。

政策委員9人による見通し数値はほぼ事前のコンセンサス通りの内容となった。実質GDPの予想中央値は2007年度を前回(4月)2.1%から1.8%に下方修正、2008年度は前回と同じ2.1%に据え置いた。消費者物価指数は、2007年度を前回0.1%から0.0%、2008年度を前回0.5%から0.4%に下方修正した。

景気については「住宅投資の振れが07年度の成長率を幾分下押しする一方、08年度の成長率を幾分押し上げるとみられる」とした上で、「成長率の水準はならしてみると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」、物価については「上昇基調を続けると見られる」との見方を示している。

福井総裁は会見で、今後の金融政策運営について「日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道をたどる蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行う」との考えを改めて示した。

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	1.7~1.8 <1.8>	1.9~2.1 <2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
2007年4月時点の見通し	2.0~2.1 <2.1>	0.7~0.8 <0.7>	0.0~+0.2 <0.1>
2008年度	1.9~2.3 <2.1>	0.9~1.2 <1.0>	0.2~0.4 <0.4>
2007年4月時点の見通し	2.0~2.3 <2.1>	0.8~1.0 <1.0>	0.4~0.6 <0.5>

政策委員の見通しの幅

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	1.7~2.0	1.8~2.2	0.0~+0.1
2006年10月時点の見通し	1.9~2.5	0.5~1.5	▲0.1~+0.2
2008年度	1.9~2.4	0.8~1.5	0.2~0.5
2006年10月時点の見通し	1.9~2.4	0.7~1.2	0.3~0.6

(今後の政策の論点：コストプッシュインフレと国内の景気鈍化)

委員の予測数値には幅はあるとしても、2007 年度のコア消費者物価指数の予測で全員がプラスを予想している。コア消費者物価指数は、4月から9月分の6ヶ月間、▲0.1%となっており、年度後半ゼロを上回るとの見方だ。

原油価格の高騰を受けコア CPI は早ければ10月分からゼロないしプラスになってくる可能性がでてくる。

物価状況が改善すること自体は日銀の利上げにとってはサポート材料となりうるが、足元の物価改善の動きは、景気回復が長期にわたり需給環境の改善が続いていることよりは、原材料高騰といったコスト・プッシュ・インフレーションの色合いが強く、日本経済にとって健全なものとは言い難い。

原材料の高騰は、新興国の経済発展にともなった実需で価格が上がっており、日銀が利上げをしても、すぐ原材料高騰の流れが変わるということは期待しにくい。家計、企業の状況が大きく変わる可能性は小さく、一方で賃金低迷、大企業と中小企業の格差、地方の疲弊などに対して利上げのマイナス面が目立つ可能性すらある。

日銀としては、日本経済が「持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、金利水準の調整を行う」という金利正常化のロジックに沿って利上げの必要性を市場と対話することになるだろうが、先行き景気回復が続き、ディマンド・プルによるインフレ圧力が高まるとの自信・確信が必要となる。

今回の展望レポートは、足元のダウンサイドリスクが前回4月に比べて強まっている。福井総裁も会見で「世界経済に不確実性が生じている。下ぶれリスクは高まっている」とした。筆者は、下ぶれリスクについて米国経済・国際金融市場の混乱という要因とともに、国内要因もダウンサイドを意識した文面になっていると感じた。とくに家計部門、中小企業、賃金の弱さというキーワードが目立っている。

国内の状況を見ると、設備投資の頭打ち、賃金・消費の低迷、さらに改正建築基準法の影響が住宅投資を予想以上に落ち込ませており、日銀のシナリオである「緩やかな回復」のモメンタムが落ちてきていることも否定できなくなっている。

当面最大の注目点は、米国経済・国際金融だが、今年2月の利上げの際にも論点となった国内経済、特に賃金・消費動向が利上げ判断を大きく左右する展開となるだろう。

1. 展望レポート（基本的見解）：4月との比較

(経済・物価情勢の見通し)

景気の現状については「緩やかに拡大している」。先行きは「海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで息の長い成長を続ける」との見通しを示した。

先行きの前提やメカニズムについては、4月同様に、①海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加、②企業部門の好調、③好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進む、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する、との4点を指摘している。

ただし、細かい文言では、米国経済について、4月「足もとは住宅市場の調整が続いていることなどから減速しているが、先行きは安定成長へ軟着陸する可能性が高い」から今回「住宅市場の調整を主因に減速が長引く」と下方修正している。また好調な企業部門から家計部門への波及の箇所では、「賃金については、グローバルな競争や資本市場からの規律の高まり、原材料高などを背景に、中小企業を中心に人件費抑制姿勢が根強いことに加え、賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化などもあって、やや弱めの動きとなっている」と中小企業の人件費抑制姿勢が強いことを指摘している。

物価を巡る環境も4月と同様に、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、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、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い、③民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、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、との見方が示された。

細かい文言では、足元の賃金の伸び悩みから、ユニット・レーバー・コストについて、4月「下げ止まりから若干の上昇」から今回「下げ止まっていく」と下方修正されている。

(図表 2) 先行きの前提やメカニズム

	今回	前回 (2007年4月)
先行き	<u>海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はあるものの、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が続けると予想される。住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げるとみられるが、成長率の水準は、均してみると、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。</u>	生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大が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。
先行きの前提やメカニズム	<ol style="list-style-type: none"> 1. 海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加 2. 企業部門の好調 3. 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる、 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するとみられる 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 海外経済の拡大が続くことを背景に、輸出は増加 2. 企業部門の好調 3. 好調な企業部門から家計部門への波及が、緩やかながらも着実に進んでいくとみられる 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するとみられる

<p>物価を巡る環境変化</p>	<ol style="list-style-type: none"> 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 2. ユニット・レーパー・コストは、なお低下を続けているものの、<u>賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い</u> 3. 民間経済主体のインフレ予想は、各種調査では、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。 	<ol style="list-style-type: none"> 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。 2. ユニット・レーパー・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。 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。
------------------	--	--

(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、①海外経済の動向、②緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性、の2点が指摘されている。

4月に指摘されていたIT在庫については、足元の生産回復、IT在庫の改善を受けリスク認識が低下し項目として削除されている。また②の要因は少し文言が変わっているが、4月の3つ目のリスク要因と見ることができる。

米国経済については、「住宅市場の調整が一段と厳しいものとなった場合や金融資本市場の変動の影響が予想以上に広範なものとなった場合、資産効果や信用収縮、マインド悪化などを通じて、個人消費、設備投資が下振れ、米国景気が一段と減速する可能性も考えられる」と指摘。さらに原油価格について、「原油価格をはじめとする国際商品市況は、世界経済全体の高成長や地政学的要因などから高値圏で推移しており、その状況如何では、世界経済や物価の先行きに影響を与える可能性がある」とされた。

物価については、4月同様、①需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性、②原油をはじめとする商品市況の動向、の2点が指摘された。

(図表3) 前回との比較

	今回	前回 (2006年10月)
<p>先行きの経済情勢</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 海外経済の動向 2. 緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性である 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 海外経済の動向 2. IT関連財の需給動向 3. 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。
<p>先行きの物価上昇</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性 2. 原油をはじめとする商品市況の動向 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 需給ギャップに対する物価の感応度に不確実性 2. 原油をはじめとする商品市況の動向

(金融政策運営)

2つの「柱」、今後の金融政策運営ともほぼ4月同様の内容。

第2の柱について足元のサブプライム問題に絡んで下ぶれリスク、今後の金融政策運営では、量的金融緩和解除から時間が経過していることもあり、その過程を丁寧に説明している箇所が追加されている。

(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>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>
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が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。</p> <p><u>今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとの、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる。また、前述のように海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因があり、これらに変調が生じた場合には、日本経済も影響を受けると考えられる。</u></p> <p>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>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。</p> <p>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。</p> <p>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>(運営)</p>	<p><u>金融政策運営については、これまで、(1)金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るのであれば、金利水準は引き上げていく方向にある、(2)引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する、という考え方で進めてきた。現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができ、経済・物価の見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクなどを、2つの「柱」に基づいて十分に点検しながら、ゆっくりと金利水準を引き上げてきた。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。</u></p> <p>すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、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。</p>	<p>昨年3月の量的緩和政策解除以降の金融政策運営を振り返ると、経済・物価情勢の先行きを展望して、(1)生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、息の長い成長が続く中で、(2)消費者物価は長い目でみると緩やかに上昇し「中長期的な物価安定の理解」に沿って推移する蓋然性が高いという判断に基づいて、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ってきた。物価上昇圧力が弱いもて、調整のペースはゆっくりとしたものであり、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針である。</p> <p>すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、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。</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)