

展望レポート 射程距離に入ったゼロ金利解除

発表日：4月28日(金)

～7月14日のゼロ金利解除に向けた積極姿勢～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

4月28日に展望レポートでは、「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」と記した。物価を巡る環境の変化もメインシナリオとして、需給逼迫を展望している。今後の物価見通しについても、消費者物価コアで2006年度前年比0.6%、2007年度同0.8%をみており、上方修正をすればすぐに1%前後の見通しに到達するという数字を置いている。2006年4月の都区部消費者物価、与謝野大臣の物価上昇への言及などを勘案しても、日銀は7月14日にゼロ金利解除に動きそうだ。

利上げに対する強いメッセージ

「金融政策運営という観点から重視すべきリスクを点検すると(中略)、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。その場合には、現在、需給ギャップの水準がゼロ近傍にあることから、中長期的にみると、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」(2006年4月展望レポート)。

総裁会見でも、「このまま政策金利一定ならば、上振れリスクの可能性が高まる」と発言している。日銀は、今のままゼロ金利を維持していると、中長期的にはインフレ・リスクがあると言っている。この表現は初めてであり、今後ゼロ金利解除を仕掛けてくるメッセージだと理解される。この言葉からは、日銀は今年7月にも利上げする公算が高いことが窺える。

従来、筆者はゼロ金利解除の生起確率は10月の方が高いとしてきたが、展望レポートを受けてメインシナリオを7月解除(7月14日)に変更する(政治サイドからの予想外の反撃の可能性を残して7月解除80%、10月解除20%)。

物価上昇の見通し

日銀は現状分析を「マクロ的な需給ギャップは、長く続いた供給超過状態が解消し、現在はゼロ近傍にあるとみられる」としている。消費者物価の見通しは、政策委員の中央値が2006年度前年比0.6%(前回0.5%)、2007年度0.8%と落ち着いた物価上昇率を掲げている(図表1)。

ゼロ金利解除を果たした2006年3月9日には、「物価の安定」の理解の範囲として、上昇率0~2%程度、その中央値は概ね1%前後(総合物価ベース)としていた。物価安定の理解の範囲が、先行き1~2年であり、2007年度の見通しが0.8%であるとすれば、あと+0.2%で望ましい物価上昇率1%に達する。

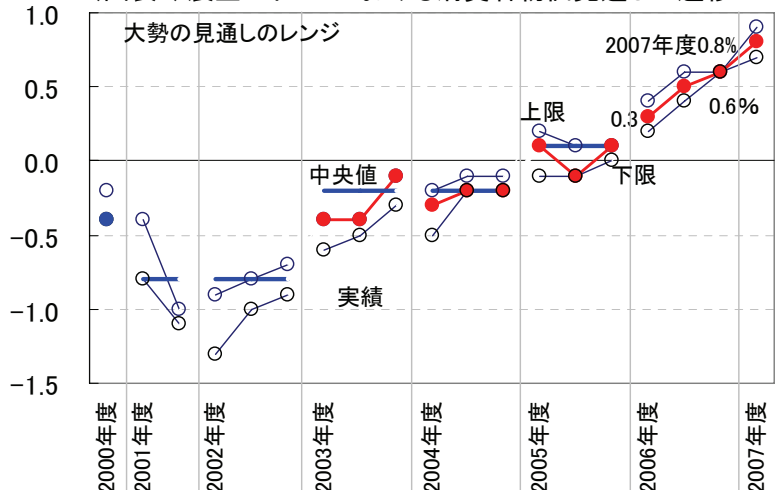
過去、展望レポートの消費者物価の改定状況を見ると、毎回+0.1~+0.2%の改定が繰り返されており、2006年4月以降に日銀の見方が上昇修正されれば、望ましい物価上昇率へ到達すると考えられる。今回の展望レポートでは、すでに望ましい物価上昇率への到達は、射程距離の範囲内に入ったと言える(図表2)。

(図表1) 政策委員の経済・物価見通し

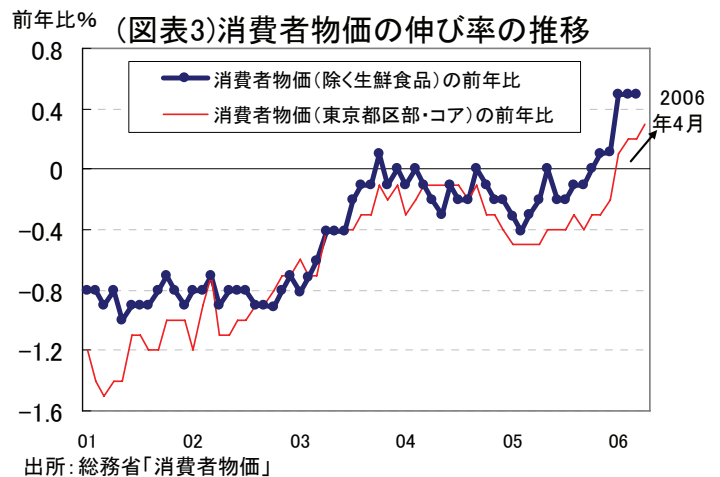
| 大勢の見通し | 実質GDP | 国内CGPI | CPI除く生鮮 | 前年比% |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|------|
| 2006年度 (2006年4月) | +2.1~+3.0 (+2.4) | +1.4~+1.8 (+1.5) | +0.6~+0.6 (+0.6) | |
| 2006年度 (2005年10月) | +1.6~+2.2 (+1.8) | +0.5~+0.8 (+0.6) | +0.4~+0.6 (+0.5) | |
| 2007年度 | +1.8~+2.4 (+2.0) | +0.8~+1.1 (+1.0) | +0.7~+0.9 (+0.8) | |
| (全員の見通し) | | | | |
| 2006年度 | +2.1~+3.0 | +1.3~+1.8 | +0.5~+0.7 | |
| 2007年度 | +1.6~+2.5 | +0.7~+1.3 | +0.7~+1.0 | |

注：政策委員9名の見通し。()内はその中央値。

(図表2) 展望レポートにおける消費者物価見通しの遷移



4月28日に発表された全国消費者物価は除く生鮮食品で3月前年比0.5%になったが、都区部の消費者物価は4月0.3%と3月0.2%よりも上昇した。4月には診療報酬、電力料金の引き下げがあって、上昇率がへこむと考えられてきたのが、先行性のある都区部の4月の数字をみると、エネルギー価格や衣料・教養娯楽・教育などの価格が上昇基調を強めたため、そうならなかった(図表3)。この点も、日銀が2006年4~6月以降の物価上昇基調に自信を深めさせる要因になる。



物価上昇圧力の背景

今回の展望レポートは、潜在的物価上昇圧力に絡んだ話がやたらに多い。

「資源の稼働状況は高まっている。短観によると、企業の設備や雇用人員に関する判断は、過去十数年の中で最も不足方向に変化してきている」

「労働需給の引き締まりは比較的幅広い分野でみられており、先行きは、景気の成熟化に伴って、生産性の上昇率も減速すると考えられることから、ユニットレバーコストは下げ止まりから若干の上昇に転じていく可能性が高い」

「各種サーベイ調査に示されるように、企業や家計などの物価上昇率の見通しは、短期、中長期とも、徐々に上方修正されている」

「2005年度の国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、前回の見通し対比上振れており、前年比上昇率は1990年初以来の水準となっている」

これらの説明は、リスク・シナリオの方ではなく、メインシナリオとして展望レポートの「見通し」の部分にきちんと書かれている言葉である。

リスク認識も変化

日銀がメインシナリオをデフレ状態から緩やかな物価上昇に変更したことは、「上振れ・下振れ要因」の記述をも微妙に変えてきている。

すなわち、第一のリスクである「海外経済動向」は、前回2005年10月のときに分かれていた原油価格、海外経済を統合したものだ。原油価格をリスクとして第一から外した点が目立つ。第二のリスクには、はじめて在庫調整圧力がダウンサイド要因として挙げられ、第三が企業の投資行動の積極化を記している。ここには、外需の牽引力が年後半に弱まったとしても、内需主導の牽引にスイッチするという見方がある。

日銀の利上げへの障害

仮に、日銀の7月解除にストップかけるのならば、政治からの牽制と、長期金利の動向の2つがあるだろう。しかし、直近の動向をみると、そうした歯止め要因があまり強く作用しないと思わせる出来事が重なっている。

まず、28日に与謝野経済担当相は、「物価が上がることを心配する時期が半年から1年の間に来るのではないかと述べたうえで、「政府・日銀は、物価動向は下がることについて警戒してきたが、上がることにも警戒しなければならない」と語った。与謝野大臣は、福井総裁の良き理解者として、ゼロ金利解除を支援する側に回ると考えられる。これは、小泉総理の任期中こそ、日銀にとってゼロ金利解除のチャンスであると思わせるであろう。

また、長期金利については、米国金利の影響がある。ここきてバーナンキFRB議長は、議会証言で利上げの打ち止めに言及し、それが米国長期上昇に歯止めをかけている。最近、日米の長期金利の相関度は極端に高まっており、米国で長期金利上昇が限定的になれば、その分、日本の金利上昇にかかる圧力も弱まっていくであろう。日米の短期金利差の縮小が円高リスクになっていく公算は高まっているが、今のところ日銀は日本の長期金利上昇に対する懸念が弱まっていることを追い風にゼロ金利解除を急ぐ可能性が高い。