

## ゼロ金利解除とデフレ脱却宣言のタイミング

発表日：5月19日(金)

～日銀は6月解除を見送り、7月解除を確たるものに～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

6月解除があるかどうかを占ううえで注目された福井総裁の記者会見は、アナウンスなしで終わった。ゼロ金利解除のタイミングは、7月14日が極めて濃厚だ。これは、政府のデフレ脱却宣言が7月上旬に行われそうだという観測に基づき、日銀がほぼ同時にゼロ金利解除をしていくという読みからだ。5月19日に発表されたGDP統計では、GDPデフレーターがマイナス幅を縮小させ、特に国内デフレーターは前年比がほぼゼロになった。この変化が重視され、デフレ脱却宣言は行われるであろう。

### 6月解除説は遠のく

5月19日の政策決定会合後の総裁記者会見では、福井総裁はゼロ金利解除にすぐに動くというアナウンスメント※をしなかった。仮に、6月のゼロ金利解除があり得るならば、必ず今回の決定会合で示唆されると考えられるので、これで6月解除はほぼなくなったことになる。

※日銀の金融経済月報の要旨では、先行きの景気について前月の「着実に回復を続けていく」から、今月の「緩やかに拡大していく」へと書き換えられた。「拡大」という言葉はかなり強い表現である。ここには、早晚ゼロ金利解除をするニュアンスが込められている。

では、なぜ6月解除説が持ち上がったのだろうか。理由は、逆説的であるが、7月解除が本命になったからである。3月の量的緩和解除のときには直前まで4月が本命視されていたが、1か月前倒しで解除が行われた。その連想によって6月解除説が盛り上がったのだ。日銀が意図的にそうしたアナウンスをしたかどうかは不明だが、日銀にとって悪い気はしなかっただろう。6月解除の思惑が出るほど7月に解除したときに「6月解除を見送って7月にした」という説明ができるから、早すぎる印象が薄らぐ。内心、6月解除の噂を内心歓迎しているかもしれない。

6月解除がほぼなくなった今、7月解除の方の可能性が高い理由は、まさしく7月が絶妙のタイミングであるからだ。7月には後述するように、政府のデフレ脱却宣言が予想される。これまで政府は、日銀に対して「デフレ懸念があるから緩和解除を慎重に」と言ってきただけに、デフレ脱却宣言をしたタイミングこそ、ピンポイントで日銀へ慎重さを求める口実が失われる。

ほかにも、6月と7月であれば、7月の日程の方が解除の決定を説明しやすい。デフレ脱却宣言以外の様々な要因を列挙すると、

- (1) 消費者物価の発表は、6月の決定会合(6月15日)では、4月までの消費者物価しか発表(5月26日)されていない。7月の決定会合ならば、5月の消費者物価(6月30日発表)もプラス幅を拡大させている可能性がより高い。
- (2) 有力な景気指標としては、7月3日に日銀短観が発表されている。
- (3) 中原審議委員の任期は6月16日までなので、その最後の会合になる6月15日には、解除には動かないだろう(中原委員が反対票を投じて任期を終わるのを避ける)。
- (4) 6月のFOMCは29日に開かれる。ECB理事会は6月8日の追加利上げをすると予想される。6月15日に解除すれば、FOMC前の駆け込みだと指弾される。FOMCの利上げ打ち止めを待って、円高圧力が出尽くした後で、行う方が通りがよい(この点はFOMC後だからやりにくいという見方もできる)。
- (5) 8月25日には消費者物価の基準改定が行われるが、8月11日にゼロ金利解除をすれば、改定前の駆け込みと思われる。

以上のような要因を勘案して、7月14日の金融政策決定会合は政策変更が濃厚なタイミングになる。目下の円高・株安は、ゼロ金利解除の最大の障害であろうが、そうしたリスク要因が過度に大きくならないのならば、ゼロ金利解除はかなり蓋然性が高いと考えられる。

### 政府のデフレ脱却宣言

2006年1-3月のGDP統計は、デフレータのマイナス幅が前年比 $\Delta 1.3\%$ と、前期（前年比 $\Delta 1.6\%$ ）よりも縮小した。常々、内閣府は、消費者物価がプラス幅を拡大しても、GDPデフレータをより重視して、デフレ脱却を慎重に考えるべきだと指摘していた。今回は、そのデフレータが改善したのである。

注目すべきは、デフレータの構成項目である設備投資・個人消費デフレータが大きくプラス方向に動いたことだ（図表1）。民間企業設備デフレータは、前年比 $0.0\%$ になった。設備デフレータでマイナス幅が解消するのは、68SNAベースで1993年1-3月にマイナスに転落して以来、実に13年振りのことだ。おそらく、設備投資のうち建設投資の数量が増加したために、指数が上昇方向へ強く変化したと考えられる。パーシェ指数ではそうしたことが起こりやすい。また、民間最終消費デフレータも、消費者物価と同様に前年比 $\Delta 0.2\%$ （前期の前年比 $\Delta 0.8\%$ ）までマイナス幅を縮小した。デフレータ全体では、原油高騰・円安の効果で輸入デフレータが大きく押し下げ要因になっているが、国内デフレータの方が明らかに変化してきているのである（図表2）。QE発表後の記者会見では、与謝野大臣も、

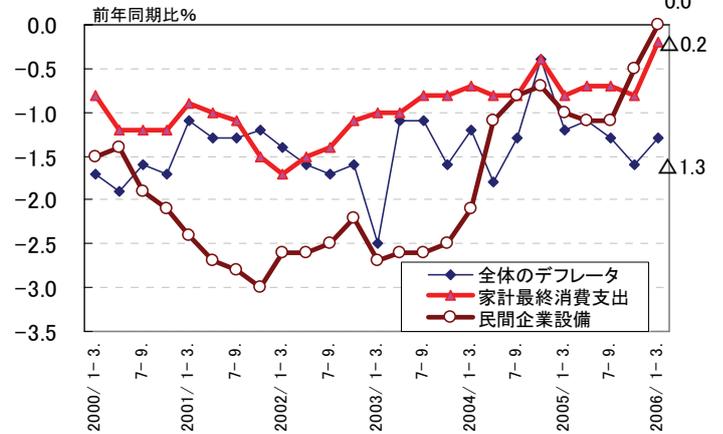
「原油の輸入を考慮しないで考えれば、デフレータは限りなくゼロ」とこの変化を認めている。

この変化は、政府の基調判断に大きな影響を与えるはずだ。政府の月例経済報告は、7月にデフレ脱却を宣する可能性が高い。月例経済報告は毎月上旬に開催されており、7月上旬は政策決定会合の直前になる。6月の月例経済報告は、2006年1-3月のGDPを前向きに評価し、その後の7月の月例経済報告で、日銀短観や5月までの消費者物価を前向きに評価するだろう。

このタイミングは、小泉政権が経済政策の有終の美をかざる政治的なポジショニングを考えても絶妙である。6月中旬は、骨太の方針（「基本方針2006」）が諮問会議で決定される。諮問会議はデフレ脱却宣言の地ならしをここでものかもしれない。諮問会議のメンバーである福井総裁は、市場でゼロ金利解除の思惑が高まっていることを暗にメンバーに確認しながら、風向きを確認するだろう。

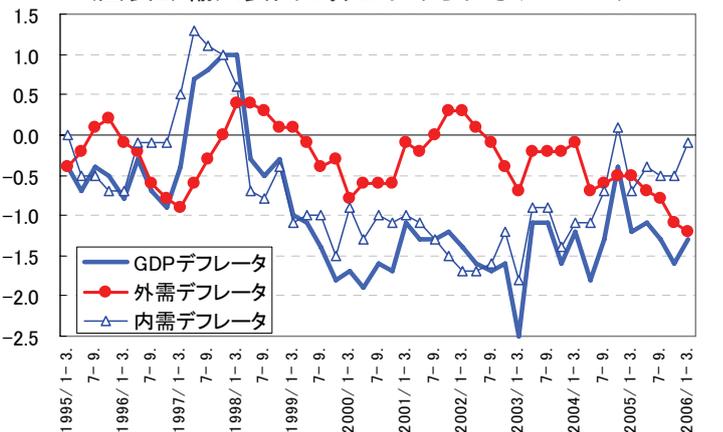
小泉総理としては、就任直前の2001年3月16日に森政権下で戦後初のデフレ宣言を行われて以来、ずっとデフレ脱却宣言の機が熟するのを待っていたはずだ。それは、デフレ脱却宣言が5年間の任期中の悲願であり、政権が大団円を果たすには不可欠のイベントだと考えられるからだ。自民党次期総裁選レースが本格化する7月こそ、そのタイミングとして有力なのであろう。

（図表1）GDPデフレータの構成項目の伸び率



出所：内閣府「国民所得統計」

前年比%（図表2）輸入要因で押し下げられるデフレータ



出所：内閣府「国民所得統計」