

日銀の年内利上げの蓋然性を探る

発表日：8月3日(木)

～政策委員たちの発言録の点検～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (5221-5223)

最近、政策委員たちから「日銀は年内利上げをしない」という観測を打ち消す発言が相次いでいる。この発言は年末、つまり2006年12月19日の決定会合で追加利上げを行う可能性を示唆するものだ。ここにきて米国経済の減速やハイテク循環のピークアウトが予想される一方、日銀は4月の展望レポートの景気シナリオを設備投資の上振れを根拠に上方修正させることも視野に入れているようである。もっとも、長期金利はこうしたアナウンスメントに反応薄である。

「年内利上げはない」とは言えない発言

日銀が年内に追加利上げを行うかどうか注目が集まっている。これは、年内利上げの可能性に関して、各委員たちの言及が相次いでいることが背景だ。例えば、須田委員は、7月26日の講演における質疑応答で「(年内の再利上げの可能性を)ないと決めつけるのは良くない」とした。福井総裁も8月1日の時事通信のインタビューで「年内はないとまでは言っていないのが真意だ」と述べた。水野委員は、「ゆっくりとした金利水準の調整という情報発信が年内追加利上げはないと誤って解釈されるのが気がかり」とまで言っている。これらの発言は、7月14日のゼロ金利解除後の総裁記者会見で「連続利上げはしない」とアナウンスされたときの感触とは異なるものである。素直に考えて日銀は、現段階から選択肢として「年内利上げがない」と断定するのは、景気が想定以上に上振れしたときの備えとして不十分だという意図であろう。とは言っても、今まで年内は利上げがないという安心感を抱いていた見方からすれば想定外であっただろう。

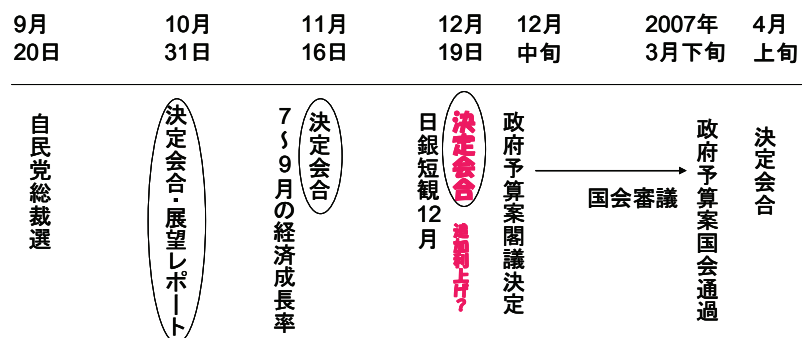
12月利上げの可能性

具体的に年内利上げの可能性としては、10月31日、11月16日、12月19日という3つの年末近くの政策決定会合が候補日になる。この3つの日が、ゼロ金利解除のあった7月14日からどのくらい離れているかを考えると、それぞれ5か月、4か月、3.5か月となる。過去の日銀の追加利上げの間隔が3～5か月であったことを勘案すると、12月19日であれば、過去のトラックレコードと比較して、ぎりぎり「ゆっくりした利上げのペース」と言えなくはない。

筆者の見方として、次の利上げは12月19日というタイミングであると考えられる。なぜならば、日銀が利上げに打って出にくい期間として、12月中旬から来年3月下旬にかけて来年度予算案の国会審議があるからだ(図表1)。予算案の中には2007年度の国債費が盛り込まれており、仮に日銀が予算審議中に利上げを行うと、予算案の前提が狂ってしまうことになりかねない。審議中の利上げは極力行いたくないというのが日銀の腹だろう。日銀にしてみれば、予算案の審議に配慮して追加利上げを考えたとしても、日銀が12月19日を逃した場合、次のチャンスとしては、2007年4月上旬になってしまう。

さらに、日銀が12月19日に追加利上げを検討するのならば、日銀短観と成長率の発表を踏まえることになろう。12月の短観は12月半ば、

(図表1)金融政策を巡る当面のスケジュール



一次 QE は 11 月半ば（二次 QE は 12 月上旬）という日程なので、12 月 19 日はそれらのデータが強く出た後での追加利上げとなるであろう。

米国経済の減速リスク

政策委員会のメンバーの懸案は、米国経済が減速するリスクである。須田委員は、7 月 26 日の講演で「（想定しているメインシナリオよりも）少し下振れたとしても大きなダメージがあるとは思っていない」と言及している。リスクの重みのイメージとしては「対外不均衡問題などの様々な問題を抱える中、不確実性が高い状況の下で様々なリスクが重なり、米国経済が大きく落ち込んでしまうこと」だとしている。この言葉を真に受ければ、日銀が米国減速リスクとして想定している程度はかなり下方向に広いということになる。

すでに、日本の 6 月の生産統計では、電子部品デバイスの在庫調整局面入りになっており、生産全体を牽引するモータメントは減速方向に転換すると予想される。アジア経済もそうした流れに 2006 年下期入り後は次第に変わっていく可能性は十分にある。そうした展開の中では、日銀が米国経済の減速のリスクを斟酌して、何を契機にしてブレーキを踏み始めるのが今後の注目のひとつになる。その点、須田委員の語るように、米国減速への受容度合いが下方向に広いのであれば、筆者は米国の減速が始まった後のイベントとしてクリスマス商戦の出来上がりが判断の鍵を握ることになると考える。日銀は、クリスマス商戦の結果が大幅に弱い数字だとわかったときには、利上げを先送りする可能性がある。

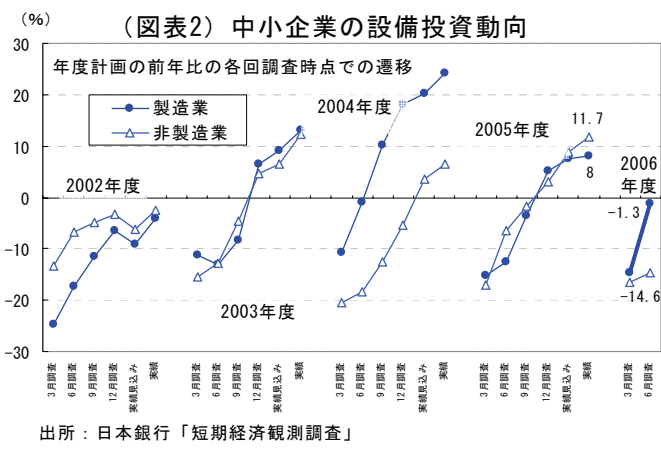
とは言っても、利上げが予想される 12 月 19 日の時点ではクリスマス商戦の途中経過しかわからない。米国のクリスマス商戦の結果は、1 月末に発表される個人所得支出統計を確認するまで待つ必要がある。日銀が年内利上げに踏み切るのならば、クリスマス商戦の結果を見極める前ということになる。つまり、日銀が様子見をするにしても、筆者として短期金利を 0.5%に引き上げた後だという見方になる。

年内利上げが言及された背景

年内利上げの可能性に言及が増える中で、その可能性を強いトーンで話す人もいる。水野委員は 8 月 2 日の講演の質疑応答で「6~9 月にかけて設備投資が中小企業を中心に上方修正」され、「4 月の展望レポートよりも上振れる可能性が十分にある」と語っていた。6 月短観では、中小企業・製造業の 2006 年度設備投資計画が、各回調査のパターンよりも上振れる推移になっていたのも、水野委員はそれを受けている格好だ（図表 2）。

4 月の展望レポートの基本的見解では、「先行き 2 年間で展望すると、景気回復の長期化に伴い、資本ストック循環の観点からみて、いずれかの時点で設備投資の伸び率は低下していくと想定される」としていたが、水野委員のイメージは今はその前提よりも強いということであろう。今後 10 月の展望レポートでシナリオの上方修正をすれば、年内利上げの蓋然性は一段と強まり、さらに 4 月に想定されていた先々の利上げ見通しも連動して前倒しになるという含みを持つことになる。

ところで、政策委員たちがなぜ今のタイミングで、年内利上げについて言及し始めたのだろうか。推測すれば、7 月 14 日にゼロ金利解除を行われて以降、長期金利の上昇がみられなかったことに日銀が不安を感じているからかもしれない。最近では、日本の長期金利だけでなく、米国の長期金利も地政学的リスクの高まりもあって上昇しにくい展開になっている。8 月 2 日の水野委員の発言には、「年内利上げはないと解釈されると、長期金利がファンダメンタルズの改善にもかかわらず、低下してしまうリスク」が指摘されている。常々、福井総裁は、「市場金利の織り込み方が不十分なときにはボラティリティが高まる」と述べている。つまり、現在も日銀は



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。見直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。2

イールドカーブの形状には目配りをして、長期金利が想定とは異なる動きになれば、先々の利上げ観測にアナウンスメントを加えて調整する考えがあるのではないか。もっとも、このところの長期金利は、日銀関係者のアナウンスメントに反応薄であり、2%を割った水準で落ち着いている。米国の長期金利が下がっている作用がより大きいからだと考えられる。日銀が、低位にある長期金利を問題視するのならば、しばらくは年内解除の観測をより喧伝していく可能性はある。