

## やはり年内利上げを否定しなかった記者会見 発表日：8月11日(金) ～8月11日の決定会合を受けて～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生(5221-5223)

福井総裁は8月の記者会見で年内利上げの「可能性は当然否定できない」と年内利上げに含みを残した。現時点では、言質をとられない程度に年内利上げの観測を振り撒いていれば市場の期待形成に対して十分という距離感であろう。4-6月のGDPに関しては、設備・消費の堅調さを確認している。福井総裁は、米国経済減速による国内景気の腰折れ懸念を心配していない様子であり、「先行きも息の長い成長が続くと自信を持っている」と語っていた。

### 年内解除説に対して

8月の政策決定会合後の記者会見では、年内利上げの可能性について「今後の情勢次第。年内の可能性を問われれば、当然否定はできないが、かといって、年内の利上げを示唆する意図はない」とお茶を濁した。言葉の力点は、「可能性は当然否定できない」という箇所だ。ここは年内利上げの可能性を示すものだ。ただし、市場に完全に年内利上げを織り込ませることに関しては、その必要はないという意図だろう。言質をとられない程度に利上げの観測を振り撒いていれば十分という距離感である。

また、これまで須田・水野委員が示唆した年内利上げの可能性に対して、強いトーンで裏書きするものではなかった。水野委員が低すぎると述べていた長期金利に対しては「今の長期金利の水準そのものが妥当かどうかはコメントしにくい」と語った。

もうひとつ、筆者が注目する発言は「想定どおりの展開ならば情勢変化に応じて徐々に金利調整を進めていく」と語っている点だ。こちらの発言は、4月の展望レポートで示された2006年度の消費者物価前年比0.6%※（委員9名の中央値）、実質GDP前年比2.4%が達成されそうであれば、追加利上げの可能性があることを示す。日銀は7月のゼロ金利解除だけに満足しているのではなく、年度内の追加利上げまで視野に入れて考えていることは確かであろう。8月の記者会見の結果を加味して、筆者の見方として、12月19日に追加利上げに動くシナリオには変更はない。

※この展望は、消費者物価の基準改定を織り込んでいない数字。

### 4-6月のGDPの評価

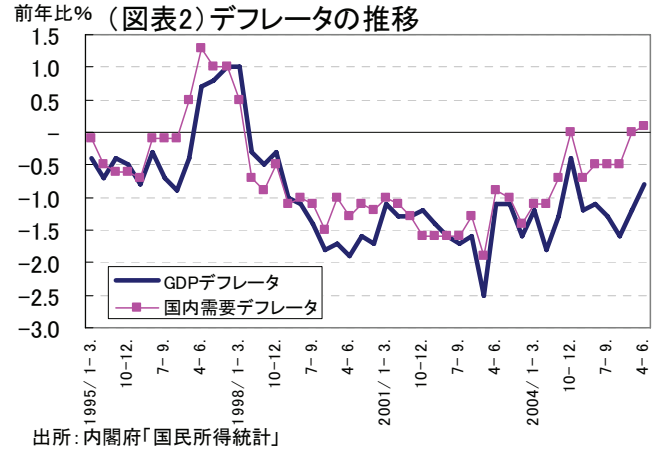
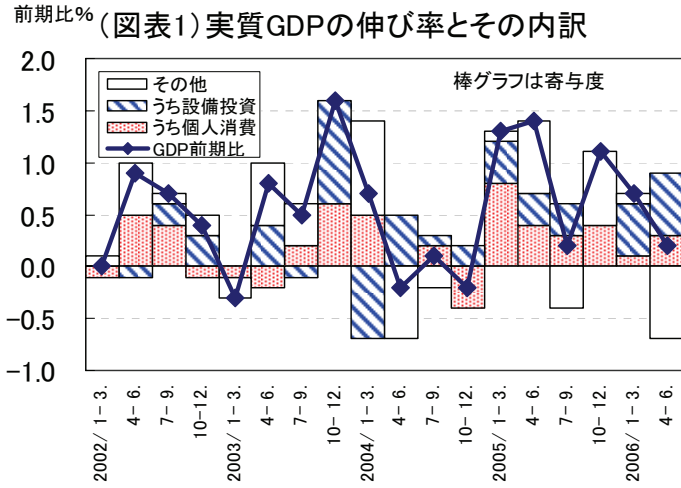
では、福井総裁は現在の景気の巡航速度に関してはどういった認識なのか。8月11日の決定会合の当日早朝に発表された2006年4-6月のQEに関しては、「設備投資や個人消費など民間需要は比較的安定した伸びが維持されており、非常にしっかりしている。安定した民間需要が景気回復を支えている」とした。先行きの展望に関しては「4月の展望レポートや7月の中間評価に比べて設備投資が心持ち強めである一方、個人消費はやや弱めだ。それらを併せてほぼ想定通りに動いており、先行きも息の長い成長が続くと自信を持って判断した」としている。意識すれば、下期に米国の景気が減速したとしても、国内景気の拡大ペースは腰折れしないという見方に自信があると述べているのであろう。

筆者が意外だったのは、GDPの特徴として「個人消費はやや弱めだ」と論評したところだ。大方の事前予想では、4-6月の個人消費は長雨など天候不順の影響を受けて芳しくないという見方だったが、蓋を開けてみると、1-3月の前期比0.2%を上回る4-6月0.5%の伸びとなっていた。多くのエコノミストの見方よりも、福井総裁の消費に関する見方はより強気だったのだろうか。

実質GDPに関して解説しておく、4-6月の前期比は0.2%と伸び率の鈍化が明白であるが、その中身をみると、民

間企業設備（前期比 3.8%←1-3 月 3.3%）と前期よりも伸び率は高まっていた（図表 1）。GDP全体の伸び率が低かったのは、在庫、住宅、公需が揃って下向きだったことにある。総じてみると、個人消費と設備投資の 2 大項目で伸び率が高めていることは、日本経済の内需拡大色はより強まっていると前向きにみることができる。福井総裁が会見の中で「民需は非常にしっかりしている」と述べたのもこうした認識からだろう。

また、デフレーターに関しては、国内需要デフレーターが 1-3 月に前年比 0.0%になった後、4-6 月は前年比 0.1%へとプラス方向の動きを続けたことも、日銀にとっては明るい材料になっているだろう（図表 2）。



## FRBの利上げ休止の影響

福井総裁は、米国の金融政策運営について「引き続きインフレのリスクが残っているので、これで金利引き上げが終わりではなく、引き続き金利引き上げの可能性を残していると私たちは受け止めている」と評価した。日米金融政策の関係に関しては、以前から米国が利上げを停止すると、日銀は利上げができなくなるという観測が強かった。その点、福井総裁の発言からは、米国が利上げ停止とは理解しないというスタンスをとり、日本への牽制力は感じないという見方を述べている。

因みに、福井総裁のスタンスとは別に、8月8日のFRBの利上げ休止が日銀の追加利上げの自由度を奪うかと言えば、筆者はそうはみていない。FRBが今後のインフレ指標次第で利上げ再開があり得るという姿勢を採ったことは、ドル円に対してはドル安修正に歯止めをかける効果があった。FOMCの声明文ではインフレ圧力が低下するとみているとされているので、筆者は余程強いインフレ懸念の材料が出てこないと利上げ再開にはならないと考えられるが、FRBが今回のようなスタンスを採ったことで、ドル高の作用は残存した。当面、金融政策の要因は、ドル高・円安の作用をもたらすだろう。日銀にとっては、為替円高が急進しなければ、日米金利が縮小してもあまり問題視しないと考えられる。

## 藁人形にされた公定歩合

なお、日銀は、今回の政策委員会で、「公定歩合」という名称を使わないことを決議している。7月14日のゼロ金利解除のときに、福井総裁は「公定歩合という言い方を私どもはお蔵に入れたい」と発言していたが、それを今回実行したのである。歴史を紐解いてみると、公定歩合は、日銀が1982年に開業して以来、当初、割引歩合と称していた適用利率が、戦後になって「公定歩合」という称号で呼ばれ始めたらしい。戦後1946年11月に金利改定されてから今まで60年間に亘って愛用されてきた。その長い歴史に終止符を打ったのが、本日の決定である。日銀ホームページの統計コーナーではいち早く「基準割引率および基準貸付利率（従来「公定歩合」として掲載されていたもの）の推移」という表現に書き改められている。福井総裁は「日本銀行の金融政策上の主要な手段はコール市場のレートの調整であり、日本

銀行のディスカウント・ウィンドウとは割引とか貸出というものではない」から「公定歩合という言葉は、今後お互いに使わないでいければ非常に嬉しい」と述べている。しかし、本当は、ゼロ金利解除の際に日銀が政府と調整を進めるに当たって、コールレートを0.25%に変更すると同時に、公定歩合を0.5%にしようとしたところ、政府から公定歩合を0.5%にも上げるのは好ましくないと反対されたために、公定歩合という名称の重みに困っていたのであろう。日銀にとって公定歩合はロンバート型貸出にしか使っていない補助的な役割にもかかわらず、その言葉に存在感があるために障害になったことは大変心外だったと考えられる。従って、無用の存在感を消すために、徹底した名称変更をしたというのが意図のようだ。振り返ってみれば、2001年の9.11テロ直後には公定歩合を0.25%から0.1%に引き下げて、公定歩合のアナウンスメント効果を意図的に利用してきたはずだ。今回、そのアナウンスメントが逆に効いているのは皮肉なことだ。