

やはり日銀は年内利上げの構え ～7—9月のQEを背景にした利上げモード～

発表日：11月16日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (5221-5223)

総裁会見では利上げの時期について「いかなるタイミングも排除しない」と述べた。この言葉は一見刺激的にも受け止められるが、実に玉虫色の発言だ。気になるのは、IT在庫増に関して影響は軽微だという評価を下したことである。この評価は当面の障害になる材料を否定した意味で、年内利上げの可能性をサポートするものだと考えられる。何よりも11月14日のQEが日銀にとっては一番の追い風だったはずだ。今後、日銀は12月8日の二次QE、12月15日の短観の結果を待って、メインシナリオ通りに追加利上げができるかどうかを最終決定するであろう。

利上げの時期は「いかなるタイミングも排除しない」

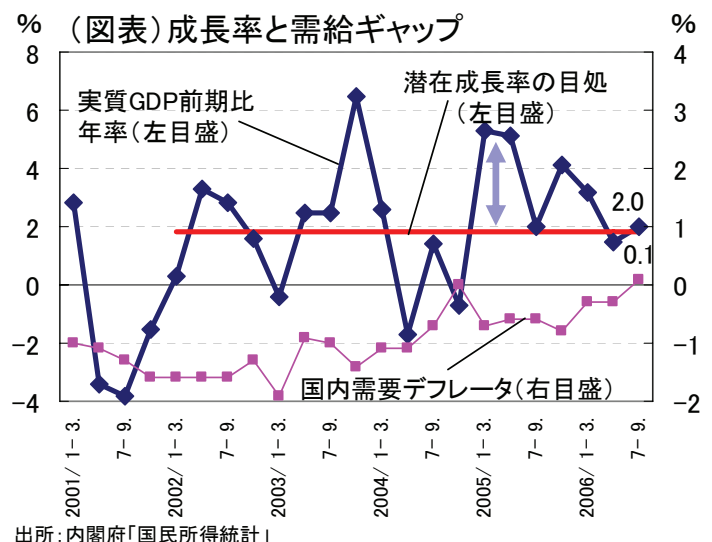
11月の決定会合を受けた総裁会見で、福井総裁は「(利上げは) いかなるタイミングも排除しない」と述べた。この言葉だけをみれば、捉え方によってはいつでも利上げできる環境だと宣言したとも受けとれる。反面、今までのように「年内利上げの可能性は否定できない」と表現してしまうと、12月19日しか決定会合が残されていないので、ピンポイントにならないように、「いかなるタイミングも」と言い換えているともとれる。相変わらず、総裁の言葉は玉虫色である。この言葉の解釈は、年内利上げの可能性を前提に今後の金融政策を進めていき、12月までの統計指標を確認していくということであろう。追加利上げの生起確率としては、12月19日が最も高いということである。

具体的な発言として気になったのは、「IT関連(電子部品・デバイス)在庫は大きな調整進行中とは見られず」「国内IT在庫増は世界的な動きと関連しない(国内的なもの)」という総裁の言葉だ。9月までの鉱工業生産は、電子部品デバイスの在庫積み上がりが今後の生産循環を下に向かせる悪いシグナルではないかと多くの人に思わせた。筆者の見解では、情報通信機械、精密機械、電気機械の在庫は積み上がっていないので、IT分野が深刻な生産調整を迎えるとはみていないが、一方で筆者には日銀のようにはっきりと判断を下せる材料を持っていない。この点は、年内利上げの障害になる有力な景気悪化リスクの材料を否定してのけたという意味で、間接的に日銀の年内利上げへの積極姿勢を示すものだと考えられる。

年内利上げの可能性に関しては、従来から日銀は「経済・物価情勢次第」と言っており、経済指標によって判断は変わりうるとしている。その意味では、具体的な発言内容よりも、11月14日に発表された2006年7—9月のQEが事前の予想よりも良かったことが年内利上げの確度を高めるイベントであったと言える。

自信を深めた GDP

何より「年率換算成長率 2.0%」はマジックナンバーとして威力のある数字である(図表)。すなわち、10月末の展望レポートで示された日本の潜在成長率は2%近傍であり、現在「マクロ的な需給ギャップは需要超過」という言葉を裏付けるものとなったことだ。7—9月のQEの内容からみて、10—12月は個人消費が前期比で反動増になる公算が高いので、引き続き需要超過を維持する



可能性が高く、この点でも「先行き（需給ギャップは）超過幅を緩やかに拡大していくとみられる」という見通しをサポートしている。物価に対する潜在的な押し上げ圧力を積極的に主張できる点で、日銀は政府に対して追加利上げの有力な説得材料を得たと言える。さらに、政府がデフレ脱却宣言に慎重さをみせた根拠となっている国内需要デフレターも、改定後7-9月にプラスに浮上している。政府にとっては、日銀に慎重さを求める一枚のカードを失ったかたちだ。政府については、11月22日に開催する月例経済報告で景気拡大の持続を確認するとみられるので、今次景気拡大局面の拡大期間は58か月となり、「いざなぎ越え」を果たすことになる。政府のスタンスが明るくなるほどに日銀は追加利上げに動きやすくなるという図式である。

利上げの根拠は、極端な緩和状況の解消

ところで、日銀が追加利上げを主張する根拠は何なのであろうか。実は、日銀は10月末の展望レポートから超低金利水準の是正を言い始めている。中立金利を下回る短期金利水準をそのまま長期間継続すれば、先々、設備投資の過熱を招く恐れがあるから、今のうちに少しずつ将来への備えとして徐々に金利水準を小刻みに引き上げておくべきだという理屈である。展望レポートをみると、経済情勢の上振れ・下振れ要因の2番目に、「企業の投資行動の一段の積極化」が挙げられている。展望レポートでは、「極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が、期待成長率や資金調達コスト・為替相場見通しなど、採算に関する楽観的な想定に基づいて投資を一段と積極化する場合には、成長率が一時的に大きく上振れる」リスクがあると明記してある。前回の展望レポートまでは、企業の投資行動が積極化する可能性に対する理由がそれほどはっきりとは示されてこなかったが、10月のレポートでは、「極めて緩和的な金融環境」が起点となって設備投資が過熱する可能性が示されている。

注意すべきは、日銀が指摘する投資過熱のリスクが一度や二度利上げをした程度では収まらないことだ。つまり、潜在成長率が2%近傍だとみなすと、潜在成長率＝中立金利と考えた場合、今の短期金利の誘導目標は中立金利を大きく下回っていることになる。日銀は、企業の資本収益率が潜在成長率並みであり、現状、資金調達コストがその率を大きく下回っているので、企業がバランスシートを膨らませようとする準備に入っていると仮説を置いている。日銀の金融政策はそれに備えて、企業の投資行動があまり過度に進まないように、スピード調整をした方がよいと判断しているのだろう。もっと正確に言えば、日銀は現在の設備投資を抑制しようとしているのではなく、将来の設備投資に加速度がついたとき、ハンドルを切り損ねることがないように、今からスピードが制御できるところまで短期金利にしておきたいのである。日銀流の発想で言えば、0.25%ずつ利上げをしても、現状の設備投資にほとんど影響を及ぼさないから、利上げをしておくのだという理屈になる。

そして、より注意深く考えれば、日銀がこの理屈で年内利上げに成功した後も、さらにその次の利上げを同じ理屈ですることも可能だという点を確認しておかねばならない。日銀にしてみれば、3月の量的緩和解除、7月のゼロ金利解除と一回一回の政策変更には複雑な理論武装と多大な政治的摩擦を要してきたので、今後の利上げではなるべくそうした摩擦を避けたいという思いがある。設備投資の過熱を理由に、短期金利を中立金利に近づけたいという説明は、先々の利上げを容易にする意図も隠されている。

政府との対話は如何に

日銀の追加利上げについて、安倍政権の経済成長戦略と相容れないから、日銀が思い描いているようなタイミングでは進まないと考える人は多い。それが事実であるかどうかは別にして、日銀自身が相当警戒していることは確かだろう。

このところ、政府や党の首脳からは日銀をけん制する発言が相次いでいる。例えば、安倍首相は10月31日のフィナンシャル・タイムズとのインタビューで、「デフレ脱却は政府・日銀が一体となって取り組むべき課題であり、まだその目標には達していない」と述べたとされる。11月2日の経済財政諮問会議では、マクロ経済運営が議題になり、会議後の記者会見で大田大臣は「（日銀の展望レポートに関して）私はやや下振れリスクの方を注視して見ていきたい」と

述べている。

さらに、中川秀直幹事長は自身のホームページで「日銀には、インフレが進むリスクと同様、再びデフレが深刻化してしまうリスクにも、全責任をもって、『起きる前にきめ細かく』手をうっていただきたい」との釘を刺している。

これらの発言は、基本的に日銀の行動を厳しく見ていることに変わりはないが、具体的に日銀の利上げ姿勢を批判するものではない。むしろ、日銀が追加利上げに踏み切った後に景気に悪材料が出たときに事後的にそれを指弾できる構えだと受け取れる。政府の中には、事前に金融政策に口出しをすべきではないという共通認識があり、結果責任を問うという言い方しかできないのだと考えられる。

対する福井総裁も、政府との間合いを計り、具体的な利上げの示唆はせずに、「経済・物価情勢次第」という曖昧戦略に終始している。この点はことのほか慎重だ。また、利上げの根拠としては日銀が挙げる「過熱リスクに備える」という内容も、実は誰も論証できない理屈であり、具体的な論戦を煙に巻くものだ。政府と日銀は、お互いに傷がつかないぎりぎりの間合いに立ち止まり、足元の経済指標を個々に確認しているのが現状と言える。

注目されるイベント

そこで、年内利上げについては、12月19日に至るまでのイベントごとに、情勢を見極めるのだろう。政府としては、日銀の判断に歯止めをかけるだけの十分な説得材料がなければ、日銀に押し切られるリスクがある。7—9月のQEのような数字が相次げば、止められなくなる。そうした意味で、今後いくつかの指標を確認しながら、機が熟すかどうかを日銀は待ち、政府も同じく指標に注視するだろう。

当面、注目される日程を挙げると、以下の通りである。

<今後の注目のイベント>

- 11/22 月例経済報告
- 11/27 福井総裁講演
- 11/28 福井総裁講演
- 11/29 鉱工業生産10月発表
- 11/30 野田審議委員講演
- 12/1 消費者物価全国10月発表
- 12/7 岩田副総裁講演
- 12/8 7—9月二次QE発表(法企12/4)
- 12/15 日銀短観12月調査
- 12/18・19 政策決定会合

この中で、最大の注目は12月15日の日銀短観である。次に、7—9月の二次QEである。10月の消費者物価、鉱工業生産も重要ではあるが、前2者に比べるとインパクトは大きくない。今後、日銀はいくつかのイベントをこなし、かつ統計指標を確認したうえで、メインシナリオ通りに追加利上げができるかどうかを最終決定するであろう。