

年内利上げを見送った理由

発表日：2006年12月19日(火)

～政府の判断から独立するほどは自信を持っていない～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生(5221-5223)

日銀は、年内利上げを見送った。福井総裁は、個人消費の弱さと消費者物価の鈍さを強調していた。日銀は引き続き経済データを丹念に点検していく構えであり、2007年1月に追加利上げに踏み切るとする予想される。ただ、1月の利上げに関しては、①現時点と比べてそれほど有力な経済データが発表される訳ではないこと、②年内利上げが見送られたので1月の利上げも延期されるという連想が働きやすい、という座りの悪さがある。日銀にとって、2007年は参議院選挙を控えて、厳しい判断を迫られそうだ。

消費の見方を慎重化

日銀は12月18・19日の政策決定会合を受けて、金融調節方針を現状維持(全員一致)で据え置いた。年内利上げは見送られる結果となった。

福井総裁は、記者会見で「このところ個人消費や消費者物価などの面で弱めの指標が出ている」と述べている。金融経済月報でも「個人消費は、やや伸び悩みつつも増加基調にある」と、前月までの「個人消費は増加基調にある」という認識を下方修正している。政府の11月の月例経済報告の基調判断で「景気は、消費に弱さがみられるものの、回復している」と下方修正したのと平仄を合わせた格好だ。2006年7～9月のQEは、7月の長雨の影響があるとはいえ、個人消費は消費税率引き上げ直後以来となる前期比▲3.7%の大幅な落ち込みになった。百貨店売上、商業販売統計・小売業のデータも冴えない。物価についても、金融経済月報では、企業物価について「原油価格の反落が影響し、足元では3か月前比でみて横ばい」になっており、先行きも「目先、弱含みないし横ばいで推移する」と慎重な見方に転じている。政府の基調判断と独立して、景気認識の上方修正はできず、年内利上げには踏み切れなかったとみられる。

最近の経済データに対する評価

これまで福井総裁は、「年内利上げは否定できない」と繰り返し、「これから出てくるデータについて丹念に分析を加えていく」と基本姿勢を述べていた。この発言に基づき、二次QEや短観に注目が集まったが、結局、年内利上げを敢行する説得力にはなり得なかったのだろう。ただ、二次QEの基礎になる法人企業統計や短観では、企業収益の拡大ペースはより強まっていたので、景気全体の基盤をより強くみるようになった可能性はある。

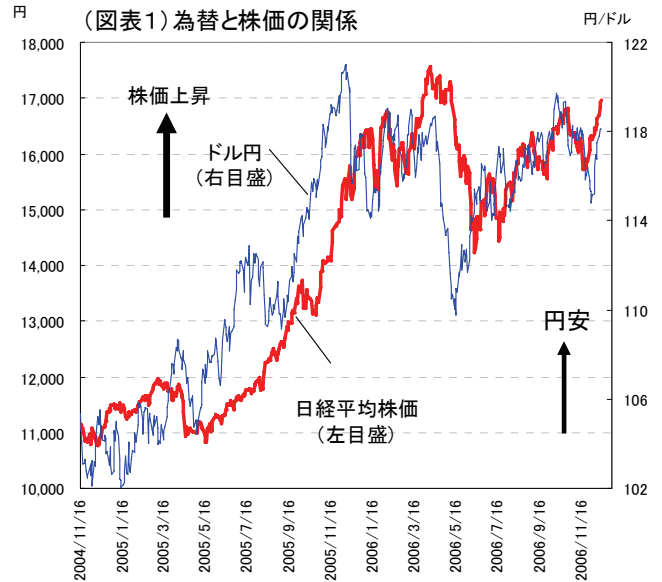
今回、消費の弱さという判断の修正は、企業部門に対する認識を弱気に変更したことではないので、利上げの意図を残しているとも受け取れる。CPIについても「弱め」と表現したが、11月のデータでは携帯電話通信費のマイナス幅が解消されて、+0.14%ほど上方修正される見込みである。消費者物価の先行きに関しては、2007年1～4月はタクシー・航空運賃、電気ガス、紙、タイヤなど個別の値上げが予定されている。先々に関して、物価情勢はそれほど弱くはない。福井総裁は、記者会見で「金融政策正常化の方向にさらに進んでいく必要がある」と追加利上げの意図をにじませている。そうした意味で、年内利上げは見送ったが、追加利上げが遠い先にあるとは考えにくい。

追加利上げほどのタイミングを選ぶのか

筆者は、日銀の利上げ姿勢がもっと強いのではないかと考えていたが、予想よりも慎重であった。そこで、なぜ、日銀が年内利上げのタイミングを選んでこなかったのかを少し考えてみたい。

フレームワークとしては、①現在のタイミングで利上げしたときのデメリット（＝見送るメリット）と、②利上げを行わないときのデメリットの両方があり、その比較考量で政策変更が行われるはずだ。

まず、①現在利上げしたときのデメリットとしては、拙速さを印象付けることが挙げられる。米国経済のソフトランディングの蓋然性が高まっても、クリスマス商戦の結果を見極めた方がよいとの見方が成り立つ。政府は現時点でのデフレ脱却に同意せず、慎重な見方を堅持している中で、日銀の判断が際立って強いことは孤立感を与える。また、市場の期待が利上げを強く意識して、円高になることもデメリットとしてある。11月末から12月初にかけて115円前後の円高になり、株価も下落した（図表1）。最近では、為替と株価の連動性がみられ、日銀の利上げ観測は相場に変動を与えやすくなっている。



こうしたデメリットを勘案すると、デメリットの裏返しとして、見送ることのメリットとして、次のような表現もできる。すなわち、（1）年内利上げをしないことで慎重さを強調できること、（2）足元の円高を防止して株価上昇を促すこと、である（図表2）。

（図表2）利上げのタイミングの比較考量

利上げをしたときのデメリット	＝利上げをしないメリット	⇔利上げを見送ったデメリット
拙速さを印象付ける 米国経済減速の見極めが甘い 織り込まれていない円高	慎重さを強調できる 円安を通じた株価上昇	1月利上げのないという連想 2007年度予算の審議中 説得力のある経済データがない

利上げのタイミングを慎重にみたときのデメリット

もう一方の日銀が、年内利上げをしなかったことのデメリットを考えてみよう。日銀は、7月にゼロ金利解除を果たし、すでに半年近くが経過しているため、先々の利上げのタイミングを市場に意識させる意図もあり、追加利上げを一定ペースで行いたいと思っているだろう。ただ、2007年7月には参議院選挙があって、その直前に利上げをすることは、今以上に困難になることが明らかだ。

まず、デメリットとしては、日銀が1月に追加利上げを考えている仮定として、政府予算案が12月20日には閣議決定され、国会審議へと進んでいくことの影響がある。1～3月の予算案の審議中に日銀が利上げをすれば、予算案の前提を動かすことになり、印象はよくない。1月の追加利上げに対して予算のスケジュールはマイナスだ。

さらに、重要なのは「年内利上げがなかったから、1月利上げもない」という連想が強まることだ。福井総裁は記者会見で、「（追加利上げに関しては）市場とのすりあわせ」を意識している旨に言及した。足元の市場の見方は日銀短観の企業収益が好調だったことで、2007年春以降の見方が2007年初に収斂してきている。しかし、今回、日銀の姿勢が慎重であることから、利上げの見通しがさらに遠くなる可能性も否定できない。筆者は、1月利上げの機会を日銀が逃せば、追加利上げの期待は総崩れになる可能性を感じる。

一方、追加利上げのタイミングとして12月と2007年1月に差があると言え、それほど差はない。経済指標のスケジュールをみても、12月26日に11月の消費者物価、12月28日に鉱工業生産が控えるに止まる。両方とも上方の動きになると予想されるが、この2つのデータだけでは力不足である。

1月利上げはあるか

今のところ、追加利上げの目処が2007年1月だと予想する。しかし、1月利上げが必ずありそうだという有力な根拠は正直言って乏しい。1月の決定会合では、展望レポートの中間評価が行われ、そこで12月の日銀短観の結果などを踏まえて、シナリオを見直すことになっている。もっとも、日銀短観などについては、年内利上げを見送った以上、今さら材料視することは不自然さが残る。むしろ、注目点としては、株価動向が強くなるかどうかが重要である。個人消費は、前年の株価上昇で資産効果の強い影響があったと考えられるので、個人消費のトレンドは株価次第の面がある。年末の株価が上昇すれば、日銀にはポジティブである。

今後、2007年に入ると、安倍政権が参議院選挙を強く意識することは間違いない。そうなると、日銀は7月の参院選に近い時期に追加利上げをすることが困難になるだろう。政府と日銀との間で微妙な展開がしばらく続きそうだ。