

2月の政策決定会合の予想

発表日：2007年2月15日(木)

～追加利上げの可能性は高まるが、現状維持か～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (5221-5223)

2006年10～12月の実質GDPは高い伸び率になった。これで、日銀政策委員の間で追加利上げをしたいという委員たちは勢いを得るだろう。しかし、福井総裁は1月の決定会合で混乱をみせただけに、政策委員会内の大多数の意見を追加利上げの賛成に集約しようとするだろう。その場合、慎重な見方をする委員たちは、1～3月に予想されるネガティブな指標の動きを相対的に重くみることになるだろう。追加利上げは、2月は見送られ、景気が再加速するタイミングの8月になると予想される。

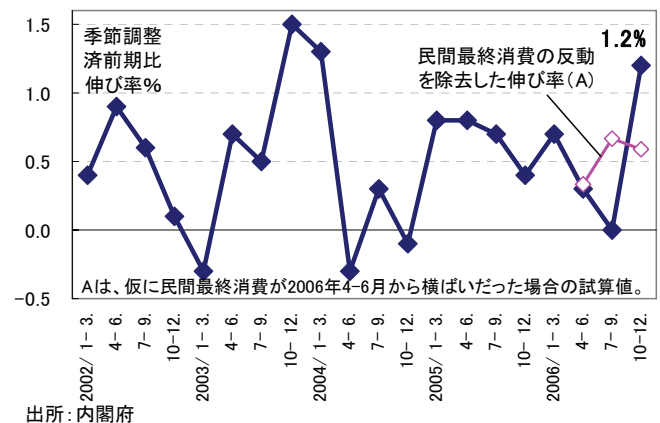
先行きに自信はついたが

2006年10～12月のQEが前期比1.2%（年率4.8%）と予想を上回る結果になった^{*}。2月20・21日に決定会合を控えた日銀にとっては、QEは追加利上げを判断するうえで、極めて重要な材料になることは間違いない。

^{*}2006年暦年の実質GDP成長率は2.2%。10月の展望レポートでの政策委員が示した2006年度の成長率は2.3～2.5%（中央値2.4%、大勢見通し）。

事前の予想では、QEは消費の反動増に引っ張られるという見方だったが、フタを開けると設備投資や輸出も強かった。民間最終消費については、4～6月は長雨の影響で消費税率の引き上げがあった1997年4～6月以来の大きなマイナスになり、7～9月はそこからの大幅な反動増加となる。季節調整値の前期比でみると、消費の反動増は当たり前とも考えられる。基礎統計の「家計調査」は7～9月が悪く、10～12月は良い方向に振れている。そうした振れを除外するために、民間最終消費が4～6月から10～12月までフラットだったと仮定すると、前期比0.6%前後の成長率が2期続いている格好になる（図表）。潜在成長率が2%近くだと考えて、日本経済は巡航速度で飛行しており、需給ギャップもトレンドとして需要超過を継続していることになる。少し先まで景気を展望すると、足元で足踏みの様相をみせていても、この停滞期の底は浅く、2007年央の回復がより明確なものになるという見方ができる。つまり、フォワードルッキングの視野でみて、先行きには自信が持てそうだというのが、今回のQEの結果である。

（図表）実質GDPの前期比の推移



激しく戦わされる景気判断

足元の経済指標に関しては、QEを含めた点検が9名の政策委員の間で活発に議論されるであろう。焦点は、（1）QEにみられる景気の基盤の強さと、（2）1月以降に予想されるネガティブな景気指標、を巡って、どのように総合判断するかである。

QEを重視する立場は、単なる10～12月の数字の強さだけではなく、フォワードルッキングでみて、展望レポートで描かれたシナリオの達成の蓋然性が高まったことを強調するだろう。一方、慎重な見方を重視する立場は、

- ①12月の毎月勤労統計で1人当たり現金給与伸比率がマイナスに転じ、個人消費も年末商戦が前年比で低調であること、
- ②消費者物価のコア指数が、原油価格下落を受けて3・4月のいずれかにマイナスに転じる可能性があり、政府からの「デフレ脱却の見極めをしっかりと」という批判にさらされることへの懸念があること、

③生産統計で12月の電子部品デバイスの在庫調整が予想以上にもたつており、生産予測指数で1月も厳しい生産調整を見通していること、などを材料視するとみられる。

仮に2月に利上げを行ったとすれば、将来の2・3年を経たときに後ろを振り返って、おそらくは景気指標が最も悪いタイミングで利上げに踏み切ったと思いつくことになるだろう（量的緩和・ゼロ金利解除は今から振り返って非常にタイミングのよい時に行っているように見える）。従って、筆者は、多くの政策委員は「景気の再加速をもう少し慎重にみて、もっと楽観的に展望が見えるタイミングを待った方が、衆目の納得を得やすい」という判断に傾くのではないかと予想する。

須田委員と春委員の見解

1月の決定会合以降、福井総裁を除いて、追加利上げを提案したとみられる須田委員と、現状維持に賛成票を投じたとみられる春委員が講演をしている両者の考え方に沿った2つの見解は、2月に再び議論を戦わせることになるだろう。そこで、両者の論点を整理しておきたい。

1月25日に行われた須田委員の講演では、

- ・ フォワードルッキングに、かつ総合判断によって、これまでどおり新たな金融政策運営の枠組みに則って政策運営を行っていく。
- ・ 低金利が実体経済と離れて長く継続するという期待が定着するところの気がかり。
- ・ 物価は一時的に伸び率がマイナスを付ける可能性はある。原油価格の調整に目処が立てば、景気拡大に伴う需給の引き締まりが、物価を押し上げる方向に作用し、再び上昇基調に戻る。

また、2月8日の春委員の講演では、

- ・ 昨年夏以降の賃金、個人消費関連の経済指標が回復感に乏しいものとなっている。
- ・ 先行きのコアCPIは、石油製品などの動きによる振れを伴いつつも、基調としては緩やかに上昇していく可能性が高い。
- ・ 現状維持の案に賛成した6名の委員は、先行きの経済・物価の見通しやリスクについてさらに追加的な情報を加えて判断することが適切との意見。
- ・ 先行きインフレリスクをそう大きく意識するような状況ではない。

両者の議論が対照的なのは、追加利上げを主張する須田委員が、都合のよいタイミングなどを選ぶというのではなく、そもそも超低金利の是正を先読みしながらやっていかなくてはならない、という立場なのに対し、利上げに慎重な春委員は物価が先行き上昇する見方に同意しながらも、現時点ではインフレリスクがないので、まだ見極める時間的余裕があると考えているところにある。

QEが強い数字になったことが、春委員のような「見極めたい」という政策委員の気持ちを動かしたかどうかのポイントになる。筆者は、1月の決定会合がもめただけに、追加利上げを主張する委員たちが持論で押し切ったばかりではなく、福井総裁以下の執行部が「見極めたい」と感じている委員たちに関して「今が利上げのタイミングとして違和感がない」という結論にまとまることを目指していると考えられる。

そうした視点に立つと、やはり、1-3月のデータが思わしくないかもしれないということを念頭において、「もう少し見極めよう」という方向に流れると予想できる。

政府との関係はどうか

1月の決定会合以降、政府と日銀の間で、追加利上げに関してほとんど波風は立っていない。QE発表後の発言をみると、大田経済財政大臣は「消費は横ばいで、決して強いとは言えない」とし、塩崎官房長官は「GDPだけをみて判断す

ることではなく、様々な指標、様々な声を配慮しながら、きつとお決めになるんだろうな」と述べている。

政府は日銀との関係について、ことを荒立てるようなことはせず、日銀の中でしっかりと慎重な意見を考慮して欲しいという意図を持っていると考えられる。日銀にしても、政府の意向を暗黙のうちに斟酌し、政策委員がまとまって追加利上げに動くのならば、利上げに動こうとするし、まとまれば現状維持を続けるとみられる。

福井総裁に関しては、通貨外交の視点を重視する可能性もある。2月9・10日のエッセンのG7では、欧米当局者の中で円安を巡り水面下で対立があった。欧州は日本の低金利が円安を招いたとし、米国は日本のファンダメンタルズに沿っていると異なる見解をみせた。結果は、ポールソン財務長官の「円は基調的な経済ファンダメンタルズに基づき、競争的市場で取引されている」という議論が強く、日本もその見方に同意した。せっかく円安容認で日米当局者がまとまったところなのに、日銀だけが追加利上げに向けて動くことはやや強引さを感じさせるだろう。福井総裁は、他の政策委員以上にこの通貨外交のバイアスに引きずられる可能性がある。

追加利上げは8月か

仮に、2月に利上げがないとして、3月以降はどうなのだろうか。この点について、1月に追加利上げを提案した審議委員3名は、ずっと利上げを主張せざるをえなくなるので、彼らの立場を考えて3月以降の近いタイミングで全員が利上げに動くだろう、という憶測がある。筆者は3名にしてもそうした強烈なこだわりはなく臨機応変に対応すると予想する。

また、福井総裁は「カレンダーを見ながら決めている訳ではない」と述べ、その場その場の決定会合でしっかりした経済指標が出揃えば、追加利上げに動く意思表示をしている。これはさましく正論であるが、日銀の金融政策は、摩擦のない真空状態で判断しているのではない。日銀がそのつもりでなくとも、政治的圧力はイベントのタイミングを踏まえながら影響力を及ぼすだろう。

2月の決定会合を逃すと、3月は年度末を越える金融調節のタイミングの利上げになるだろうし、4月は統一地方選挙が8日と22日に予定されている。また、その後は7月22日の参議院選挙に近づく。一旦、カレンダーを眺めると、追加利上げのタイミングは7月上旬の決定会合よりもあとのタイミング、すなわち8月半ばの決定会合以降になると考えられる。

筆者は、そうした政治イベントなどが一巡した8月のタイミングでは、景気再拡大の動きも強まり、現時点よりは断然経済環境が改善するとみている。景気情勢との整合性を考えても、無理のない追加利上げが行えるのは、8月の決定会合からだと考えられる。