

利上げを決めた2月の決定会合 ～ラストチャンスに賭けた日銀～

発表日：2007年2月21日(水)

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 2006 年 10～12 月の実質 GDP が高い伸び率になったことを受けて、短期金利を+0.25%引き上げる決定を行った。政府は議決延期請求権を提出せず、日銀の政策運営を見守る意向である。金利水準の正常化を進めるスタンスは正しいにしても、そのタイミングは慎重を期さねばならない。当面、消費者物価(除く生鮮食品)の伸び率が 3、4 月にマイナスになる可能性が否定できない中では、利上げの根拠付けが苦しい展開になりそうだ。日銀は、ゆっくりと金利正常化を進めざるを得ない。

「当分利上げできない」環境からの脱出

日銀は、2月20・21日の政策決定会合で追加利上げを決定した。誘導目標の無担保コールレート翌日物は+0.25%の引き上げ(短期金利 0.25%→0.50%)、補完貸付の基準金利は+0.35%(基準金利 0.40%→0.75%)とした。票決は、追加利上げ賛成が8、反対が1と賛成多数で議長提案を決定した。この反対票は岩田副総裁である(今回は投票結果を即時発表)。

1月の決定会合は9名の政策委員が6対3で現状維持を決めるというギリギリの選択だっただけに、2月の決定会合では「もうこの機会を逃すと当分利上げはできない」という切迫感が高まり、それが多数の政策委員たちの気持ちを動かしたのだろう。

福井総裁は、「カレンダーを意識して情勢判断を進めていくというアプローチは採っていない」と言うが、2月の利上げを逃せば政治日程との絡みで金融政策は動きづらい環境になっていたことは間違いない。4月に統一地方選挙を控え、7月には参議院選挙がある。日銀が短期金利を上げて、銀行が基準金利を1、2か月遅れて引き上げれば、借入金利の上昇に直面する中小企業に対して心証は良くない。日銀は、政治的圧力の実感が今以上に3～7月にはもっと強まると予想し、現在のタイミングを選んだのであろう。利上げのタイミングとして「なぜ今が選ばれたのか」というわかりにくさは、政策委員たちが「3月以降に上げるよりは2月に上げていた方がまし」と考えていることに起因するのだろう。

また、過去の経緯を振り返ると、1月の決定会合は、政策委員会を外側から見て政治的圧力に屈した構図になったことも微妙に影響していると思われる。今回、政策委員会は、日銀が政治的圧力に屈して追加利上げを断念したイメージを払拭し、金融政策が自由を保持していることを示したかったと考えることもできる。表面的には日銀は政治的圧力を考慮せずに、経済指標に基づいて淡々利上げをした格好であるにしても、それが結果的に政治的な独立性をアピールすることになっている。

情勢判断は堅実だったか

2月の追加利上げは、2月15日に発表されたQEを根拠にしている色合いが強い。1月の決定会合後の総裁記者会見では、「追加的に情報を蓄積し分析を重ね、全体を再構築してその判断をより確かなものにする」と政策委員たちの姿勢を説明していた。ただし、その発言に従って、それ以降、2月の決定会合までに発表された各種経済指標を確認してみると、実質GDP(QE)くらいしか楽観的な材料は見当たらない(図表1)。むしろ、所得環境、物価展望に関しては、停滞色が濃く、自律的メカニズムの力強さを欠く。

日銀にすれば、2006年10～12月の実質GDPが予想以上に

(図表1)最近の経済データについて

2/15	実質GDP(2006年10-12月)	◎		
2/9	機械受注		△	
2/8	景気ウォッチャー調査			×
1/31	毎月勤労統計			×
1/30	鉱工業生産		△	
1/30	家計調査		△	
1/30	労働力調査		△	
1/29	商業販売統計		△	
1/26	消費者物価		△	
1/25	貿易統計	○		

高めになったことで、2007 年央の景気再拡大に向け、ソフトランディング期待が高まったという見方が成り立つとするのであろう。これは、フォワードルッキングの視点で、足元の追加利上げをサポートする論理構成とも言える。

しかし、たとえフォワードルッキングの見地に立っても不都合に見えるのは、消費者物価であろう。目下、ガソリン・灯油などのエネルギー関連物価が押し下げに寄与しはじめており、3、4 月にはコア指数が一時的にマイナスに転じる可能性がある。この動きは、家計所得の回復が進むと解消されてくるだろうが、「デフレ脱却をしっかりと見極めるべきだ」という声に勢いを与えるものだ。日銀の物価展望は、2006 年度 0.3%、2007 年度 0.5%を見込んでいたが、エネルギー価格の低迷でその達成は厳しくなっているのが実情だ。景気と物価の足並みが揃わないところに日銀の歯切れの悪さが残る。

筆者は、金利水準の正常化を進める方向性が正しいと考えるが、専ら QE を根拠に利上げしたという点は、日銀に対して慎重さを求める声への説得力が乏しいと考えられるので、この点はやや心配である。

政府・政治との対話

今回の決定会合では、政府は議決延期請求権を提出しなかった。政府は日銀との足並みの乱れを心配したのであろう。1 月の政策決定会合のときを思い返すと、日銀が年初から政治的圧力にさらされ、政策判断がそれに配慮した印象が残った点で、後味の悪いものになった。直後の G7 などの国際会議でも、日銀総裁と財務大臣の歩調にいくらか心配が感じられた。

そうした反省もあったのだろう。1 月の会合後、政府・与党は金融政策に対して一定の距離を置く姿勢が採られた。尾身財務大臣は「色々なことを総合的に含めて自然体でいきたい」とし、大田経済相も「コメントは控えたい」と、中立的スタンスに徹していた。この姿勢は、表面的には金融政策の独立性を尊重しているが、うがった見方をすれば、日銀が慎重な判断を続けているうちは政府から圧力をかけることはしないという暗黙の圧力に切り替えたとも受け取れた。仮に、政府がそうしたスタンスであったのなら、これからの態度を微妙に変えていくかもしれない。

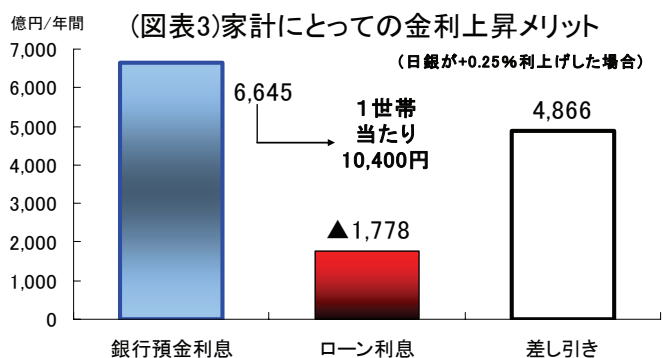
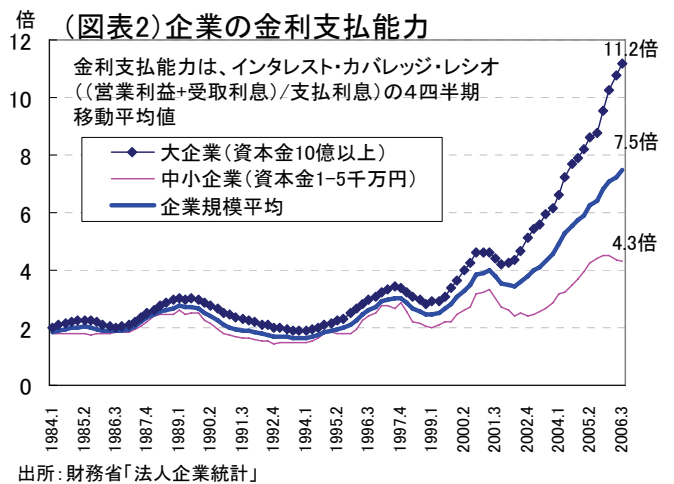
もうひとつ、政府の中に経済正常化・金利正常化の路線を支持する流れがあったことも指摘できる。日銀が超金融緩和の状態を変えられぬとすれば、同様に増税もできないという流れができてしまう。今秋には消費税率を引き上げる必要があるかどうか大きな議論になると予想されているが、その際に、日銀が金利水準を経済環境に応じて正常化に歩を進めていけば、経済正常化に合わせて消費税率の引き上げを推進しやすくなるという考え方も成り立つ。そうしたバランスに配慮する立場から金融政策の独立性が支持された部分があるかもしれない。

実体経済への影響

追加利上げが行われた結果、実体経済にはどのような効果があるのだろうか。筆者は、+0.25%の利上げ幅では景気が腰折れするような悪影響は出ないとみている。企業の財務内容をみると、大企業は財務リストラを進め、借入金利負担の能力は飛躍

的に高まっている。一方、中小企業にしても、デフレ時代に比べて体力を回復してきている。支払利息に対して営業利益・受取利息がどのくらいあるかをみたインタレスト・カバレッジ・レシオでは、歴史的に高くなっており、企業の金利負担能力も十分にあると考えられる(図表 2)。

また、家計の方には、預金の受取利息^注の増加という影響がある。国内銀行の預金利息の中から家計に支払われる金額を 1 年間で計算してみると、利息増加が+6,645 億円、逆



注: 第一生命経済研究所試算。銀行預金は国内銀行が家計に支払う預金利息。

にローンの支払利息は△1,778 億円の増加が見込まれる(図表 3)。住宅ローンについては、元利均等方式で借りている人はすぐには負担増にはならないとみられる。従って、預金利息の増加だけに注目すれば、2006 年 3 月の住民基本台帳 5,110 万世帯で割ると1世帯当たり 10,400 円になる。この数字の実感は、筆者にとってはやや大き過ぎる感があるが、それは高貯蓄世帯と少貯蓄世帯の間でのギャップが大きいことを反映していると考えられる。

注:内閣府「国民経済計算」によると、2005 年度の家計の財産所得・利子受取額は 3.0 兆円である。

相場への影響

マーケットへの影響は、債券よりも為替を経由した効果が注目される。2 月の決定会合直前まで 120 円/ドルを超える円安だったのが、追加利上げ観測をいくらか織り込むかたちで 119 円/ドル台に戻っていた。日本と海外の短期金利が縮小すれば、円キャリートレードの巻き戻しが起こるといふ観測は絶えないが、その反対に、欧州などが利上げを継続する中では内外金利差が広がっている状況に変わりはなく、円キャリートレードはそれほど縮小しないという見方も根強い。筆者は、足ともで+0.25%の追加利上げを行った効果よりも、この利上げを受けて日銀と政府・与党との関係がどのように変化しているかが注目される。仮に、政府・与党が今までよりも強く超低金利の維持を求めてくれば、為替の大規模な巻き戻しは起こらないであろうし、逆にそうした圧力が弱そうなので日銀の追加利上げが続くと見られれば為替に反動が表れる可能性もある。

今後の金融政策の見通し

今後の金融政策を考えると、2007 年 9 月と 2008 年 1~3 月に追加利上げがあると予想する。日銀の姿勢にもよるが、年内ないし年度にあと 2 回の追加利上げの可能性はある。景気情勢は、2007 年夏場には世界経済の再拡大を受けて加速感が表れると予想される。その勢いに乗って、日銀は福井総裁の任期満了である 2008 年 3 月までに短期金利水準を 1% まで引き上げると考えられる。日銀が考えている金利正常化は 1% 台が一応の目処になるとみられる。