

追加利上げを決めた2月の議事要旨 ～変化した消費者物価に対する見解～

発表日：2007年3月26日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

2月20・21日の政策決定会合議事要旨が発表された。注目は1月17・18日に否決された追加利上げの提案が、なぜ、2月に覆ったのか。そこで議長提案に変わり、追加利上げの決定という運びになったのはどうしてなのかという点である。1月の議論と、2月の議論のどこに差があって、正反対の議決になったのかを考察したい。

利上げの理由

まず、2月の議事要旨の中で、追加利上げが決定された理由についてみてみたい。

筆者なりに2つに根拠をまとめると、

- ・「先行きの経済・物価情勢の改善」に対する自信
 - ・行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みを生じさせないため
- という理由があると考ええる。

日銀にすれば、明示的なインフレ・リスクがあるから追加利上げをするのではなく、すでに示されている経済・物価展望のシナリオの中で、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになる」（2006年10月の展望レポート）と意思表明をしている。このロジックは、現状が極めて低い金利水準なので、前提となる物価・経済シナリオに従って情勢が推移するのならば、金利水準を調整していくという内容である。

もっとも、1月の決定会合で、政策委員会の示していたスタンスは、「このところ強弱様々な指標が出ていることから、今後公表される指標や様々な情報を引き続き丹念に検証し、経済・物価情勢をさらに見極めることが適当」と言っていた。1月の会合で行われていた展望レポートの中間評価では、「昨年10月の展望レポートで示した『見通し』に比べて、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって個人消費を中心に幾分下振れている」としていた。

この点、2月の決定会合では、「日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環のメカニズムの変調は生じておらず、物価安定のもとで、息の長い成長を続ける蓋然性は高まっている」と判断を下している。具体的に、2月20・21日の決定会合を前に2月15日に発表された10～12月のGDP一次速報が、「7～9月の個人消費の落ち込みが一時的なものであり、日本経済が実質2%程度の成長軌道を裏付けるものであった」が大きかったようだ。GDP速報をみて、「さらに見極めることはできた」という申し開きが成り立つというのが、2月の利上げの理由ということなのであろう。

「超低金利の是正」論への傾斜

議事要旨で気になるのは、1月時点で追加利上げを主張していた須田・水野・野田委員の主張に、政策委員会全体が一気に傾いたことである。

1月の決定会合議事要旨によれば、3委員は次のような主張をしていた。

須田委員：低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着すると、中長期的に経済・物価が大きく変動する可能性がある。

水野委員：展望が確認できた以上、金融政策の正常化を進めるのが自然。

野田委員：現行の政策金利水準を維持すれば、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる。

これらの「超低金利の是正」論は、2月の会合では少数意見から大多数の意見に変わっている。ある委員は「予想実質収益率の回復に対応して、実質利子率を調整し、資源および資金の効率的配分を促すことが望ましい」と、かつての中立金利論を想起させるような発言をしている。ここには、福井総裁が2月になって追加利上げの側に動いたのも、それに追随して、1月は現状維持に票を入れていたのに、2月は福井総裁についていくという行動を採った審議委員がいたことを窺わせる。1月は追加利上げに福井総裁が慎重だったのも、とりあえず「様子をみたい」と判断を留保していて、2月に考え方を「超低金利の是正」論に切り替えた可能性である。

この脈絡からすれば、現状でも日銀は短期金利 0.5%で十分とは判断しておらず、さらなる追加利上げを視野に入れながら臨んでいくと考えられる。

物価指標を封じるフォワードルッキング論

1月と2月の議事要旨を見比べて大きく変化した内容は、消費者物価に対する見方である。2月の議事要旨では、「今回、政策金利引き上げが決定された場合には、その判断は、1〜2年先の経済や物価の姿を展望した上での、フォワード・ルッキングな視点である」から、「目先、消費者物価が弱含みに推移し、場合によってはマイナスとなることは十分念頭に置いた上で、その先を明確に説明すべきだとの見解で一致した」とある。

2月の決定会合で1人反対票を入れた岩田副総裁は、「物価上昇率の先行きに不透明感が強い」とし、大多数の見方に異を唱えている。筆者の予想でも、2007年は2・3月と8・9月に消費者物価コアの前年比伸び率がマイナスに転じるので、インフレリスクから縁遠い数字になりそうだと考える。

日銀は、2月の決定会合に臨むに当たって、足元の物価指標に縛られないための理論武装として、フォワードルッキング論を編み出し、その論理を軸にして追加利上げを推進したのだろう。2月は、いわば数字に囚われたインフレターゲットの流儀を打ち砕く流れを作り出した点で大きな変化が起こったと考えられる。

今後の追加利上げについて

2月の議事要旨などから推察される材料を使って、今後の金融政策のスタンスを考えると、

- (1) 超低金利の是正を目指して、追加利上げは継続される。
- (2) 年内・年度内に物価指標がマイナスを示しても日銀は追加利上げをフォワードルッキングの方針で行ってくる。ということが読み取れる。

ただし、その場合、金融政策に対しては、政治的圧力が加わってくることが予想されるので、そこでの立ち振る舞いが焦点になろう。

これに対して、今のところ日銀は「政治的圧力があるから低金利がずっと継続される」という見方が定着することに不快感を抱いていると考えられる。1月の決定会合で、須田・水野委員が述べていたのは、「低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着する」（須田委員）ことへの警戒感や、「そうした状況が定着することによって、市場との対話が困難になる」（水野委員）との嫌悪感だった。そこから考えると、日銀は政治的配慮をしつつも、金融政策運営の期待が「利上げできない」という状況を避けるような運営を目指すとは予想される。

なお、筆者は、次の利上げについて、参議院選挙が終わった後の2007年9月のタイミングで短期金利 0.75%を目指して政策変更にも動くとは予想している（9月の決定会合は9月18・19日）。選挙が7月に済み、内閣改造があるかもしれないので、その後の組閣をみて、1・2か月の時間をかけて利上げにも動くという見方である。

2007年8・9月のタイミングは、消費者物価コアが原油価格の要因で前年比▲0.4%ポイントほど押し下げられる可能性がある（8月の消費者物価発表は9月末）。2月の議事要旨を読む限り、日銀はこうした物価指標のマイナスにも影響を受けずに利上げに踏み切る可能性があると考えられる。