

# 三次利上げの観測高まる

～タイミングは9月か8月。焦点は税負担～

発表日：2007年6月12日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

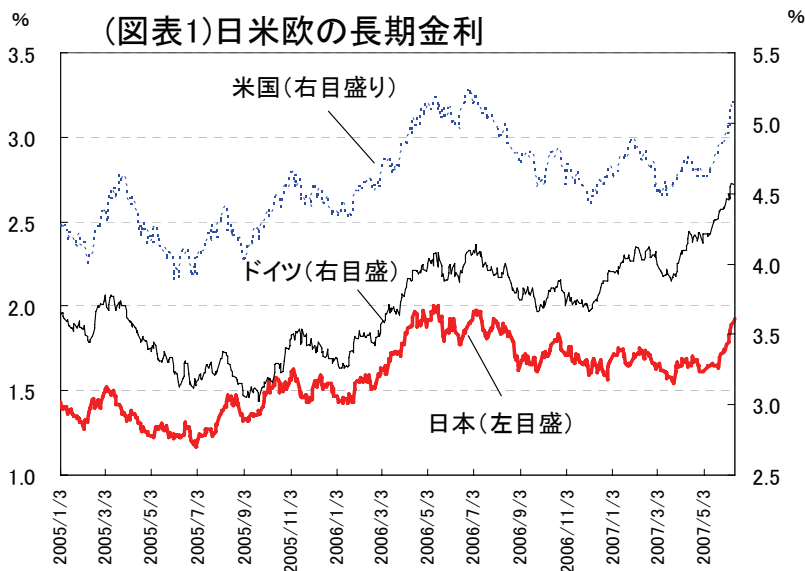
世界的な長期金利上昇と同時に、日銀の追加利上げの観測も高まっている。今回は日銀が自作自演で利上げ観測を誘導しておらず、市場発で利上げの機運が高まっているところがポイントだ。背景にはFRBやECBの政策スタンスの変更や米国経済悲観論の後退がある。日銀は、参議院選挙後に内閣改造を待ち、さらに定率減税廃止など税制変更の影響を見極めたいと思うだろう。7月の家計調査、商業販売統計の結果を待つと9月になる。筆者は第三次利上げが8月に前倒しになる可能性も残し、メインシナリオを9月(生起確率)6割、サブ8月4割(同)と予想する。

## 利上げ観測は自作自演ではない

にわかに日銀の第三次利上げの観測が高まっている。欧米の長期金利上昇に反応して、日本の長期債が売られていることが、追加利上げ観測の高まりを連想させやすい環境をつくっていることは間違いない(図表1)。ただし、今回の利上げ観測の高まりが、日本の長期金利上昇を説明するための後講釈だとか、実体のない単なる思惑だ、と判断するとミスリードになる。むしろ、最近になって機が熟すのを待っていた日銀の思惑通りに、追加利上げの条件が徐々に高まってきたことに注目すべきだ。

今回に限って特徴的なのは日銀が自発的に動いた形跡がないことだ。ゼロ金利解除や二次利上げは、やや自作自演色があつたが、今回はそのときとは違っている。議論が分かれるのは、5月22日に水野審議委員が時事通信のインタビューだろう。このとき、水野審議委員は「7月の展望レポートの中間評価がひとつの区切り」と利上げの意向を示していた。この発言をシグナルと解釈する人も居るが、発言の時点でそう理解する人はほとんど居なかったのではあるまいか。筆者は水野発言が組織的なものではなく、あくまで1/9の意見(9人のメンバーの1人の意)でしかないとみる。従って、水野発言を除外すると、慎重に言葉を選んで6月1日の西村審議委員の講演を含めて、第三次利上げを示唆する日銀側のアナウンスはない。

短期・中期ゾーンのイールドカーブは自作自演の地ならしをしていないにも拘わらず、利上げ観測を織り込むようになった。これは、経済環境が少しずつ日銀が思っている通りに動いてきたと債券市場が予想しているからだとして理解できる。



## 欧米政策金利との関連

第三次利上げの機運が高まっている経済的理由を整理すると、①内外金利動向、②景気情勢、③物価環境、の3つにわけて考えることができる。以下では、個別に利上げ観測を高めている動きをみてみよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

まず、内外金利動向である。6月6日のECB理事会では、レポレート<sup>1</sup>を4.00%に予定通り引き上げ、利上げ継続の構えをみせた。FRBの利下げ観測も、6月6日にバーナンキ議長がインフレ懸念を明示し、年内利上げの芽は消えた。最近、米国利下げの観測の後退とともに、弱気論者も今までとは変わってきている。米国の長期金利上昇はそうした底流変化を受けている。

これらの動きは、日本と欧米の潜在的な政策金利差を拡大させるものである。ドル円・ユーロ円がともに円安方向に動いているのは、内外金利差を背景にしている。2月末の円キャリートレードの巻き戻しはドル円相場を一時115円/ドルまで円高方向に動かしたが、円金利の変更がしばらくなさそうだとわかると、再び120円近辺まで円安に戻っていった。おそらく、このまま欧米金利の上昇ないし上昇観測が起これば、122円/ドルよりも円安に進むだろう。そうすると、日銀は将来の反動を貯め込むような過度の円安になったと考えて、追加利上げを念頭に置くことになる。内外政策金利の拡大は、為替を介して、日銀に利上げの誘因を与えるのである。

### 景気悲観論の後退

次に、景気情勢について考えよう。景気は「ここにきて」という訳ではないが、じわじわ悲観論を裏切るような統計データの発表が積み重ねられている。3月の機械受注統計（5月15日発表）では、3月実績と4～6月見通しが下向きの数字を示し、景気悲観論を唱える人々が勢いを増した。景気動向指数のDIが1～3月は3か月連続で50%を割って、景気後退のリスクを感じさせた（図表2）。

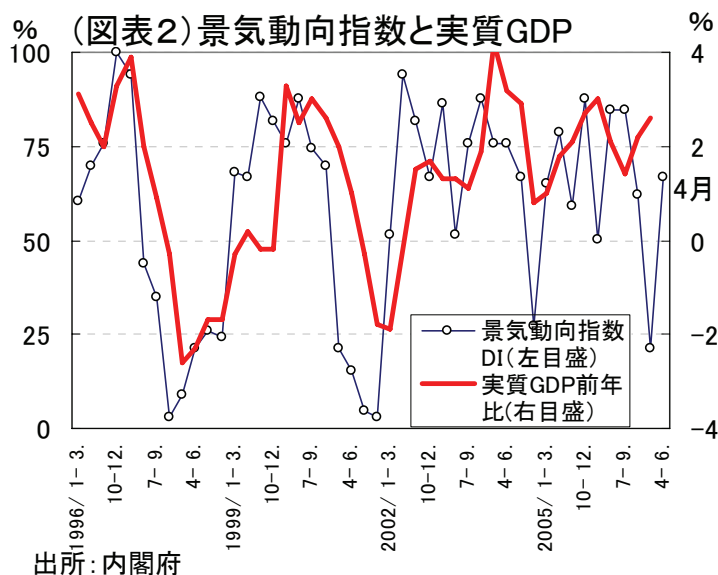
ところが、二次QEに対応する法人企業統計季報の1～3月の設備投資が堅調な数字になって、設備投資腰折れリスクが後退した。二次QEも、年率3.3%と高い成長率になった。4月の鉱工業生産が堅調に変わり、景気動向指数の反転を始めたようである。このまま失業率が下がっていけば、自然失業率に接近して、賃金上昇圧力が徐々に高まっていく可能性もある。

残された課題としては、鉱工業生産のうち電子部品デバイスの在庫調整が依然として長引いていたり、毎月勤労統計の現金給与総額のマイナスの伸びが続いていることはある。そうした課題はあるが、全体的な経済指標は徐々に明るい方向に向かい、景気の踊り場的な状況は着実に変化しつつある。これも、日銀の追加利上げの環境を整えるものと理解できる。

### フォワード・ルッキングの射程距離

一見すると、今の物価環境は、第三次利上げには逆風のように見える。消費者物価コアの前年比マイナス幅は、しばらくは縮まらない。これは、7～9月の消費者物価が前年のエネルギー高騰で嵩上げされていることの裏が2007年7～9月に表れるからだ。2007年度でみても、消費者物価コアの前年比は0.1～0.2%程度になる公算が高い。

消費者物価が「当面、マイナスなのだから追加利上げはない」という見方は単純明快でわかりやすいが、日銀はそうした発想で金融政策を動かさない。なぜならば、物価上昇圧力を経済指標で確認してから短期金利を動かすのでは、政策効果の反応が遅すぎると考えるからだ。自動車の運転になぞらえれば、ドライバーは5～30mほど前方の視界を確認してハンドルを切る。フォワード・ルッキングの政策運営は、現時点から展望できる将来の物価動向を

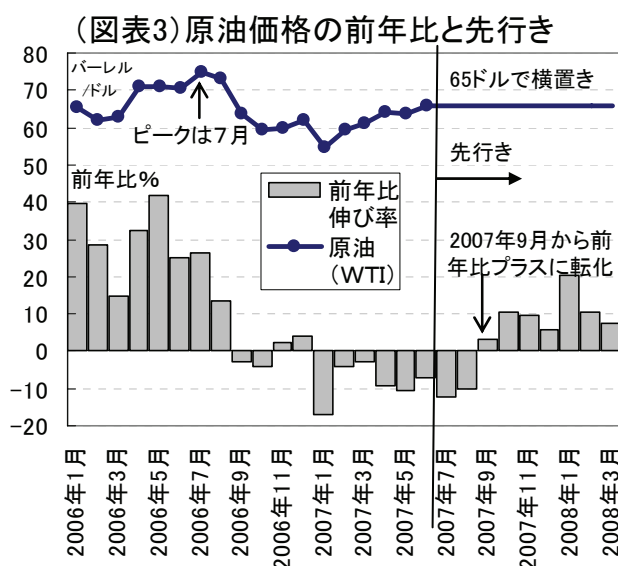


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

評価して微調整を重ねていくのである。

2月の追加利上げのときも、このフォワード・ルッキングの考え方を日銀は援用したが、筆者は当時の経済環境で0~2%の物価上昇率を展望することはいささか現実味がないことだと思わざるを得なかった。それに比べると、現在は2007年11月前後には物価上昇率がプラス転化する蓋然性が高まっていて、ようやくフォワード・ルッキングが成り立つようになってきていると考える。日銀の使っている「フォワード・ルッキング」という言葉の射程距離がより現実味を帯びてきたと言い換えてもよい。

例えば、先行きの原油価格（WTI）の前年同月比について、2007年6月の原油価格を先行きも横ばいで仮置きすると、9月にはプラスに転じる見通しである（図表3）。原油価格は2007年1月に大底をつけた後、着実に上昇してきている。原油価格が消費者物価のエネルギー要因に2~4か月のタイムラグを伴って波及すると考えると、やはり10~11月には消費者物価を前年比プラスに浮上させるだろう。



### 利上げのタイミングは如何

政治的な要因を勘案すると、筆者は、7月22日の参議院選挙までは日銀の第三次利上げはないと確信している。選挙前に利上げをして政府・与党に対して悪印象を抱かれる選択を日銀は敢えてしないだろう。利上げできる環境かもしれないが、利上げしなければいけない環境ではあるまい。

むしろ、選挙後の8月23日と9月19日の決定会合のいずれかのタイミングで、日銀は第三次利上げを決断するだろう。生起確率を示すと、4:6のウエイト（9月が6割、8月が4割）になる。

8月の決定会合直前は、7月2日の日銀短観と、7月12日の展望レポート中間評価を経て、8月13日に4~6月のQEが発表される。日銀は、米国経済の想定を上方修正させ、QEの堅調さに自信を深めて、8月23日に三次利上げに踏み切る可能性はある。

ただし、筆者が気にするのは、定率減税廃止・住民税の税源移譲の負担増である。この負担増が6月の定期給与に乗ってくると、7月の個人消費は下押しされるリスクがある。4~6月のQEでは、税制変更の影響を織り込めないで、8月時点では見切り発車になるという嫌味がある。

順当に考えると、日銀の多くの政策委員は、7月の家計調査（8月31日）、商業販売統計（8月30日）を待ちたいと思うであろう。おそらくは、7月の個人消費は、ボーナス増の効果や雇用拡大もあっていくらか凹んでも、日銀は税制変更の影響は乗り切れたと判断するだろう。政府も税制変更をした手前、日銀の判断に異を唱えることはしないだろう。

参議院選挙後に予想される内閣改造で、仮に経済閣僚が交代したとしても、7月の消費統計を見極めれば、そのときの経済閣僚は日銀の第三次利上げを拙速とは見ないと予想される。逆に、8月に追加利上げを決定したときは、就任早々の新閣僚から日銀の拙速な政策変更を指弾されるので、印象は悪くなる。これが、筆者が9月の方が第三次利上げの生起確率が高いとみている根拠である。

もちろん、6・7月の日銀の景況判断のトーン、株価情勢によって、税制変更の影響を見極めずに政策委員たちが見切り発車する姿勢をみせる可能性もある。その点で筆者は、8月の可能性も残しておきたいと考えている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。