



経済・金融フラッシュ

No.07-074 2007/09/20

9月決定会合・福井総裁定例会見～世界経済の不確実性増大

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 シニアエコノミスト 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail:yyajima@nli-research.co.jp

日銀は9月金融政策決定会合（18・19日）で現状維持を決めた。

市場では利上げなしがコンセンサスとなっていた。4年3カ月ぶりの利下げを決めたFRB（18日）、利上げを見送っているECBとの国際協調もあり、利上げは不可能な状況にあった。

筆者は今回の決定会合で、①先月まで利上げ提案を行っていた水野氏の動向、②金融市場の混乱に対する認識が先月と比べてどうか、③展望レポートを睨んでメインシナリオ、リスク要因の見直しを匂わすのかどうか、に注目していた。

水野氏は8月30日の講演で、「サブプライム問題に関する私個人の評価は、現時点でのFRBの適切な政策対応が前提、FRBが流動性リスク、信用収縮のリスクを回避するための「保険的な利下げ」までの政策対応で十分な金融環境であるならば、時間の経過とともに世界的に金融市場は安定化に向かう。一方、想定外の景気悪化を理由にFRBが利下げに踏み切った場合、議論の前提が変わる」「今後のFRBの動きを占ううえで、私が重要と考えるのは、米国の雇用情勢。想定外の景気悪化が見込まれるとすれば、米国の個人消費の下振れで、雇用情勢を起点に影響してくる」と述べた。その後、米8月雇用統計（9月7日）が4年ぶりに前月比マイナスとなり、景気悪化への懸念が一気に高まった。

FRBの利下げ後（18日）の声明文では、景気の現状認識について「引き続き、緩やかな拡大を続けている」とされている。また今回福井総裁も会見で「いわゆるリセッションに至るということではなく、いずれ経済が底を打って、米国経済自身の潜在成長能力近傍に成長が戻っていくという標準シナリオは崩れてはいないのではないか」との見解を示しており、現段階で水野氏は上記前提条件が崩れていないと判断したと読める。

金融市場に対する混乱について福井総裁は、「欧米の金融市場の状況は一段と悪化しているわけではないが、目立った改善もまだみられていない」との認識を示した。今週から発表されている米大手投資銀行の6-8月期決算や、ABCPのロールオーバーの状況、今回のFRBの利下げ効果など来月以降どう影響してくるか引き続き注目だ。

10月31日に公表予定の展望レポートは、①4-6月期のマイナス成長などから、2007年の成長率の数値が下方修正される、②リスク要因としてのIT在庫のトーンが弱まる、③リスク要因としての米国経済のトーンが強まるといったことは予想されるが、福井総裁は「これまでのフレームワークを今の時点ですらりと変えなければならないということは視野にない」との

認識を示した。次回展望レポートも緩やかか景気回復持続・物価の緩やかな上昇というメインシナリオは現時点では維持される可能性が高いようだ。

1. 金融経済月報：設備、住宅、企業物価、海外経済を下方修正

金融経済月報（基本的見解）は、足元の景気判断を「緩やかに拡大している」、また先行きについても「緩やかな拡大を続けると見られる」と14ヶ月連続、判断を据え置いた。

ただし、個別判断では、4-6月期の法人企業統計で17四半期ぶりに前年比で減少した設備投資、住宅、企業物価の先行きについて先月に比べて下方修正を行った。またサブプライム問題の影響で海外経済も若干の修正を行っている。

(図表1) 金融経済月報の個別判断（先月との比較）

		2007年9月	2007年8月
現状	公共投資	低調に推移している。	低調に推移している。
	輸出	増加を続けている	増加を続けている
	企業収益	企業収益が高水準で推移する	企業収益が高水準で推移する
	設備投資	引き続き増加基調にある	引き続き増加している
	雇用者所得	緩やかな増加を続ける	緩やかな増加を続ける
	個人消費	底堅く推移している	底堅く推移している
	住宅投資	足もと減少している	横ばい圏内の動きとなっている
	生産	足もと横ばいながら、基調としては増加を続けている	足もと横ばいながら、基調としては増加を続けている
	国内企業物価	3か月前比でみて上昇している	3か月前比でみて上昇している
	消費者物価(除く生鮮食品)	ゼロ%近傍で推移している	ゼロ%近傍で推移している
先行き	輸出	海外経済が全体として拡大するも、増加を続けていくとみられる	海外経済の拡大を背景に、増加を続けていくとみられる
	国内民間需要	高水準の企業収益や雇用者所得の緩やかな増加を背景に、引き続き増加していく可能性が高い	高水準の企業収益や雇用者所得の緩やかな増加を背景に、引き続き増加していく可能性が高い
	生産	増加基調をたどるとみられる	増加基調をたどるとみられる
	公共投資	減少基調で推移すると考えられる	減少基調で推移すると考えられる
	国内企業物価	当面、上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる	目先、国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。
	消費者物価(除く生鮮食品)	目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される	目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。
金融環境	企業金融を巡る環境	緩和的な状態にある	緩和的な状態にある
	マネーサプライ	民間の資金需要はこのところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストはやや前年比2%程度の伸びとなっている	民間の資金需要はこのところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは前年比2%程度の伸びとなっている
	金融市場	短期金融市場では、オーバーナイト物金利は0.5%前後で推移し、ターム物金利は、前月と比べ低下している	短期金融市場では、オーバーナイト物金利は0.5%前後で推移し、ターム物金利は、前月と概ね同じ水準となっている。
	為替・資本市場	円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。	米国の住宅金融問題に端を発した世界的な不透明感の高まりを背景に、わが国でも、前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している。また、円の対ドル相場は上昇している。

2. 定例記者会見：世界経済の不確実性が増大、しかし金利調整は必要

（利上げ見送りの判断：世界経済について不確実性が増大）

利上げ見送りの判断を聞かれ、福井総裁は、「経済・物価情勢はこれまで公表された経済指標から、わが国経済は引き続き緩やかに拡大していることを確認した。その一方で、金融市場において、世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど、世界経済について不確実性が増大しているという認識だ。したがって、金融市場や世界経済の動向を引き続き注視する必要がある」と答えた。

（日本経済の現状認識は：8月以降あまり大きな変化なし）

日本経済の現状認識はとの質問に、福井総裁は「8月以降は一言で言えばあまり大きな変化はない」「物価安定の下で、緩やかだが粘り強く続くだろうという判断を全く変えていない」「ひとむかし前の日本経済に比べると、外からのショックに対しても、頑健性がやや増している。米国経済の調整が、やや長引いたり深まる場合でも日本経済に対する直接的な影響を押し量るには、世界経済への影響というワックションがある。一直線で米国経済が悪くなると、一定の比例関係で日本経済も悪くなるという単純な構図ではなくなってきている」と答えた。

（金融市場の混乱の現状認識は：目立った改善も見られていない）

金融市場の混乱の現状認識はとの質問に、福井総裁は「一言で言えば、特に米国、欧州の金融市場では不安定な状況が続いている。より具体的に言うと、CDO（資産担保証券）、ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）等の証券化商品の市場の機能が大きく低下している」「このように、欧米の金融市場の状況は一段と悪化しているわけではないが、目立った改善もまだみられていない」「クレジット市場の状況がどの程度改善するか、金融機関のディスクロージャーなどによって、相互の信頼が回復していくかどうか、企業金融が全体として円滑に行われ続けていくかどうか、今後も金融市場の調整の過程で引き続きそういう状況が維持されていくかどうか、こういった諸点に注目していかなければならない」との見解を示した。

（水野審議委員と他の委員との差：『もう少し時間をかけて判断する余裕がある』と『今、十分判断できる』の違い）

福井総裁は、水野委員は前回会合に続き、0.25%の利上げ提案をしたことを明らかにした。また、水野委員と他の委員の間で見解の相違はとの質問に、「日本経済が現状、展望レポートで示している標準的なシナリオに沿って動いてきているという点については、政策委員の間で見解の相違はほとんどない」「先行きについても、物価安定の下で緩やかであっても、着実な息の長い成長を続ける蓋然性が高い点について、そんなに大きな違いはない」とした上で、「サブプライム問題をトリガーとして欧米市場中心に起こっている金融上の不確定要因が、欧米の経済、さらには世界経済の実体面にどの程度悪

影響を及ぼしていくかという点について、不確実性が少し高まっている。日本経済の先行きの経済・物価の姿を標準シナリオに照らして、そう狂いなく実現していくということに、どの程度確信を持つかということの差だ。『もう少し時間をかけて判断する余裕がある』という見方と、『今、十分判断できる』という見方の差だと思っていただければよい」とした。

(FRBの利下げ：悪影響を未然に防ぐもの、リセッションには陥らず)

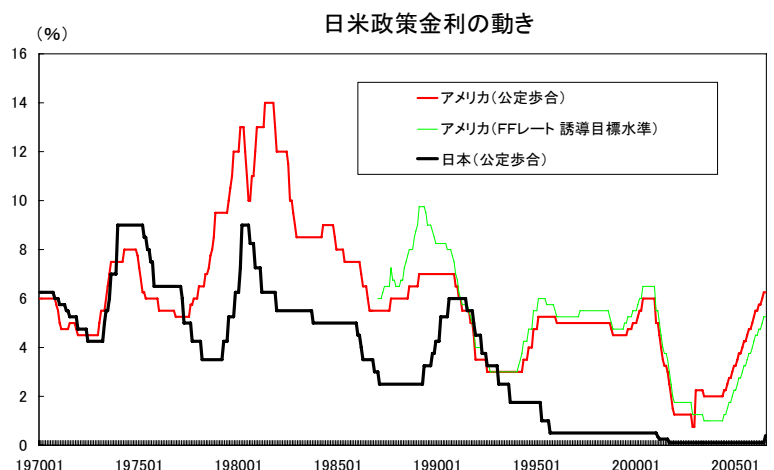
FRBの利下げの理由について、福井総裁は、「FOMC声明は、金融市場の混乱から生じるかもしれない経済全般への悪影響を未然に防ぐもの。8月以降の金融市場の混乱が米国の実体経済に強い下振れの効果を及ぼしつつあるという判断に立っているわけではない。引き続き、緩やかな拡大が続いているという現状認識は明確に書かれている。今後、もしかしたら起こるかもしれない経済への悪影響を未然に防ぐという言い方になっている」との認識を示した。

その上で、「これまでのところ、住宅市場の調整は事前の予想よりは少し遅れ気味である。しかし現在のところ、少し当初の予定より時間がかかるかもしれないが、いわゆるリセッションに至るということではなく、いずれ経済が底を打って、米国経済自身の潜在成長能力近傍に成長が戻っていくという標準シナリオは崩れてはいないのではないか」とソフトランディングの見方を変えていないことを示した。

(FRB・ECBとの協調：日銀の選択肢は狭められるということはない)

ECBやFRBの動きで日銀は選択肢を狭められているのではないかとこの質問に、福井総裁は「他国の政策決定がわが国の政策選択を狭めるということはない」と答えた。

先月の決定会合でも同様の質問が行われ、同様の認識が示されている。原理原則は福井総裁の言及だとしても、過去の日米の金融政策の動きをみれば、米国の利下げ局面では日銀は動いていない。筆者は米国の利下げが打ち止めとなるまで、日銀は動かない、動けないと現状判断している。



(低金利継続のリスク：金利調整の必要性を強く主張)

低金利継続のリスクについての認識について質問され、福井総裁は「現状の金利水準はやはり日本の経済の実勢、実質2%前後で安定的に成長していく、物価は極めて安定した状況にある。こういう経済との実勢との対比でみれば、やはり金利水準は相当低いところにあって、大幅に緩和的な金融環境が提供され続けているということは否めない事実だ。こういう状況がいつまでも続くという認識が市場に定着した場合は、明らかに資源配分の歪みを生じるような方向に資金が使われていくのは疑いない」「今後



とも標準的なシナリオ通りに経済が動いていくのであれば、金利の調整の必要性はいささかの変わりもなく、われわれとしても重要な政策課題になり続ける」と金利調整の必要性を強く主張した。

(10月の展望レポートのシナリオ変更の可能性：視野にない)

10月の展望レポートでシナリオの変更の可能性があるのかとの問いに「これまでのフレームワークを今の時点でがらりと変えなければならないということは視野にない」との認識を示した。10月展望レポートでは、現時点で①2007年の成長率の数値が下方修正される、②リスク要因としてのIT在庫のトーンが弱まる、③リスク要因としての米国経済のトーンが強まるといったことはありえよう。