

# 経済・金融フラッシュ

No.07-157 2008/02/18

## 2月決定会合・福井総裁定例会見～デカップリングは少し考え方が甘すぎる

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2月金融政策決定会合（14・15日）で現状維持を決めた。

福井総裁は会見で、「前回の会合以降、日本経済を取り巻く環境、日本経済自身の現状と見通しは、それほど大きな変化があったわけではない」との認識を示した。世界経済は「全体として拡大を続けているが、国際金融資本市場の動揺が続く中で、不確実性が増している」と述べ、米国については、「景気の減速傾向が一段と強まっている。住宅投資が大幅な減少を続けているほか、個人消費も足元では減速傾向がやや明確になってきている」と景気減速に言及した。

デカップリング論については「デカップリングを当然の前提として考えるというのは、少し考え方が甘すぎる」との認識を示し、米国経済の減速の影響が避けられないとの認識を示した。

日本経済については、「世界経済、あるいは国際金融資本市場、原材料高の影響などを含む不確実性に加え、国内景気も足元、住宅投資の減少などから、足元減速している」としながらも、「日本経済は生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持される中で、緩やかな拡大が続く蓋然性が引き続き高い」と述べた。

今回金融経済月報で、先行きの海外経済、生産の見通しを下方修正している。まもなく決定される新総裁・副総裁の最初の大仕事は、4月展望レポートでどの程度の下方修正を行うのか、さらに利下げを意識した金融運営にシフトするのかどうかなどで、いきなり難しい舵取りが要求されそうだ。

### 1. 金融経済月報：需要項目の先行き見方を下方修正、4月展望レポートでの下方修正の準備

金融経済月報（基本的見解）は、足元の景気判断を「住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」、また先行きについても「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」と12月から3ヶ月連続据え

置きとなった。

個別判断では、先行きの海外経済、生産項目を下方修正、消費者物価指数については上方修正している。ここ数回各委員が講演などで述べている「10月展望レポート対比で景気下振れ・物価上振れ」に沿った修正だ。

4月末の展望レポートで、景気の現状、先行き判断が下方修正される可能性は高いだろう。下方修正の決定打となるか4月1日の短観は注目だ。

(図表1) 金融経済月報の個別判断 (先月との比較)

		2008年2月	2008年1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 企業収益が総じて高水準で推移する	増加を続けている 企業収益が総じて高水準で推移する
	企業収益		
	設備投資	引き続き増加基調にある	引き続き増加基調にある
	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	大幅に減少している	大幅に減少している
	生産	増加を続けている	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)	プラス幅が拡大している	プラスとなっている
先行き	輸出	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加を続けていくとみられる	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
	国内民間需要	設備投資や個人消費も、総じて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、増加基調をたどる可能性が高い。住宅投資は、当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される	設備投資や個人消費も、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、増加基調をたどる可能性が高い。住宅投資は、当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される。
	生産	当面横ばう局面を伴いつつも、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	減少傾向で推移すると考えられる	減少傾向で推移すると考えられる
	国内企業物価	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い
	消費者物価(除く生鮮食品)	当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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	当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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 民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたも、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横ばい圏内で推移している	緩和的な状態にある 民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたも、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横ばい圏内で推移している
	マネーサプライ	前年比2%程度の伸びとなっている	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、前月と概ね同じ水準となっている	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	為替・資本市場では、長期金利および株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている。	為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しているが、長期金利は低下し、株価は下落している。

## 2. 定例記者会見：デカップリングを当然の前提として考えるのは、少し考え方が甘すぎる

### (サブプライム問題の現状：調整にはそれなりの時間を要する)

サブプライム問題の現状と先行きはどの問いに「依然として不安定な状態にある。証券化商品のさらなる格下げ、あるいはモノライン各社の格下げ、金融機関の損失の拡大など、こうした金融面の動きが重なっていることに加え、金融環境のタイト化の影響などが实体经济面に影響を及ぼしつつある、あるいは影響を及ぼすのではないかという懸念が強まっている」と述べた。

### (デカップリング論：デカップリングを当然の前提として考えるのは、少し考え方が甘すぎる)

デカップリング論をどう見ているのかとの問いに「グローバル化の進展の下での、各国の経済は相互連関を強めながら経済のダイナミクスを作っていく。各国で生じた現象は輸出入や国際的な金融取引など、さまざまなルートを通じて他国の経済に影響をお互いに与えながら前進していく。だから経済の完全なデカップリングはもともとあり得ないのではないか。あくまでも程度問題だ」と指摘、「かつてに比べて貿易等を通じる直接的なショックは度合いが少し薄まっているとは言える。先行きを見るとき、デカップリングを当然の前提として考えるというのは、少し考え方が甘すぎる」と述べた。

### (長期国債買入：急激に減らす必然性は必ずしもない)

長期国債の買入れ額を中長期的にどうするのかとの問いに、「長期国債の買入れ額というツールは中央銀行にとって必ずしも例外的なものではない。5年以上も前、金融がかなり危機的な状況にあったときに、日銀が長期国債の買入れ額をかなり大幅に増やした。しかし、その時期も、銀行券の発行残高の範囲というしっかりした天井を設けた。銀行券の発行残高というのは、成長通貨の供給残高みたいなものだ。その範囲内で資金供給するということは、成長通貨の供給の範囲内という延長線にあり、そこからみ出したものではない」との認識を示した。

その上で「直近で日銀が保有する長期国債の全資産に対する比率は、米国の連銀のそれよりも低い状況だ。長期国債の買入れ額を急激に減らす必然性は必ずしもない。しかし、買入れ額の収縮を図っていく場合には、予見可能な方法でやっていく」と述べた。