

# 経済・金融フラッシュ

No.07-015 2007/05/17

## 5月決定会合・福井総裁定例会見～物価マイナスでも利上げ可能

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

### 1. 金融経済月報：メインシナリオ変更なし

5月決定会合では3ヶ月連続で「現状維持」（全員一致）が決定された。

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10ヶ月連続同じ判断を示した。

個別需要項目の見方は、①公共事業について現状判断を下方修正、②国際市況反発の動きから、国内企業物価の足元、先行き判断を上方修正、を除いてはすべて先月と同様の文言となった（図表1）。

前回会合から①米国では弱めの住宅市場の動き、②国内では予想を大きく下回る機械受注統計、17日発表のGDPで設備投資が5四半期ぶりにマイナスなど、景気・物価の先行き懸念を示す統計発表がいくつか見られたが、展望レポートが公表されて時間がほとんどたっていないこともあり、メインシナリオの変更の必要性はなしとなったようだ。

（図表1）金融経済月報の個別判断（先月との比較）

|               | 2007年5月  | 2007年4月  |  |
|---------------|--|--|--|
| 現状            | 公共投資   | 足もと横ばいとなっているが、基調としては減少している   | 足もと幾分増加しているが、基調としては減少している                  |
|               | 輸出   | 増加を続けている   | 増加を続けている                                   |
|               | 企業収益   | 高水準  | 高水準  |
|               | 設備投資   | 引き続き増加している   | 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   | 振れを伴いつつ緩やかに増加している  | 振れを伴いつつ緩やかに増加している                          |
|               | 生産   | 増加基調にある  | 増加基調にある                                    |
|               | 国内企業物価   | 3か月前比でみて上昇に転じている   | 足もとでは3か月前比でみて弱含んでいる                        |
|               | 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   | 海外経済の拡大を背景に、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   | 減少基調を続けると考えられる   | 減少基調を続けると考えられる                             |
|               | 国内企業物価   | 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  | 目先、横ばい圏内の動きになるとみられる                        |
| 消費者物価（除く生鮮食品） | 原油価格反落の影響が残ることなどからゼロ%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。 | 原油価格反落の影響が残ることなどからゼロ%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。 |  |

## 2. 定例記者会見：物価マイナスでも利上げ可能

今回の定例記者会見は、(ここ数回の福井総裁が講演などで述べているように) 金利正常化の意気込みを強めのトーンで示していると感じた(以下、ゴシックは総裁会見内容)。

特に「先行きの経済判断、物価判断に我々が確信を持つ限り」との前提を置きながらも「そのときまだ消費者物価指数が多少マイナスであっても、それは十分利上げは可能だ」と、物価がマイナスでも利上げは十分にありえるとの発言は、かなり「強い」との印象を持った。

今回の総裁会見のポイントは、以下のとおりである

- ① この先4-6、7-9月期について、日銀の景況感はかなり強め
- ② 次回利上げに向けて、ストライクゾーンを広げてきた
- ③ 国債買入の減額は、おそらく次期総裁期間の決定マターに

(この先4-6、7-9月期について、日銀の景況感はかなり強め)

市場では一部、米国経済の鈍化、機械受注統計の悪化、1-3月の生産のマイナスなどからこの先の景気について不安が高まりつつある状況にあるが、総裁は4-6月以降についても緩やかな回復に自信を示している。

特に生産については、「(1-3月に前期比マイナスとなった鉱工業生産については)、自動車その他の要因があって振れているが、ならして見ると、だいたい毎四半期に1%くらいのペースで安定的に生産は増えている」「4-6月、あるいは7-9月について、企業の生産態度もいろいろ調査をしているが、われわれが大まかに得ている感触では、この先もだいたい1%くらいのペースで生産が伸びていきそうだという感触はつかんでいる」と述べている。日銀の個別企業へのヒアリングなどを通じて4-6月以降に自信を持っている。

(次回利上げに向けて、ストライクゾーンを広げてきた)

次回利上げは物価上昇率が極めて低い(マイナスの可能性も)中での利上げとなるだけに、利上げへの制約をできるだけ排除したいとの総裁の強い意思が出始めていると感じた。

具体的には、金融政策はこれまでの基本的考え方を維持との考えを示しながらも、

- ① フォワードルッキング政策を強調
- ② 利上げの根拠は、第二の柱を今までよりも重要視

(「仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目を見た資源配分にひずみが生じるおそれがある。このような行動は短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされて、息の長い成長を阻害する可能性がある、と。この点については、蓋然性は必ずしも高くなくとも、起こればコストが

高いという意味で、金融政策運営上、考慮すべき要因のひとつだ」)

との戦略をあらためて示し、市場との対話では利上げの制約となってきたような市場での思惑（参議院選挙前・直後での利上げは難しい、CPIがマイナスでは利上げはできないのでは？）を排除することで、できるだけ次回利上げへのハードルを低くしようとの意図を感じた。

- ・ 参議院選挙についての言及（「参院選というカレンダー上の一つのマークに目を凝らしていると経済実態判断を見誤るリスクがあると思っている」）
- ・ CPI マイナスでも利上げの可能性ありについての言及（「先行きの経済判断、物価判断に我々が確信を持つ限り」との前提を置きながらも「そのときまだ消費者物価指数が多少マイナスであっても、それは十分利上げは可能だ」

（国債買入の減額は、おそらく次期総裁期間の決定マターに）

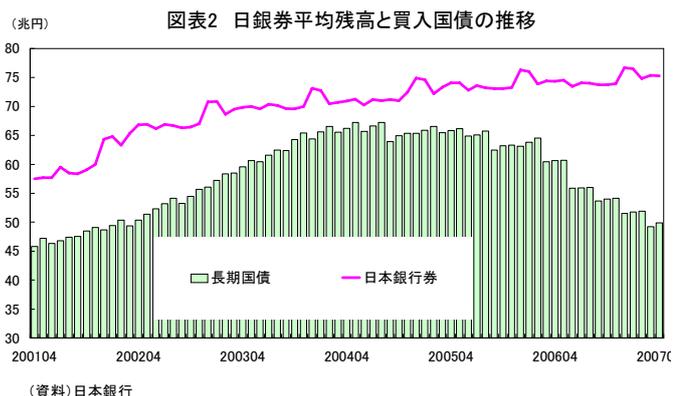
国債の買入について、「将来の方向性としては、やはり長期国債オベについても必要な調整をしなければいけない。そういう可能性はあると思う」としながらも、「目先すぐ調整する必要は必ずしも感じていない」と述べた。

国債買入額は日銀券残高を上限として行われているが、①短い満期の国債を買入の対象としてきた、②足元の状況を見ると日銀券の減少がそれほど起こっていないこともあり、両者の乖離は大きく、買入額の見直しを今すぐやらなければいけないという状況にはない（図表2）。

福井総裁は積極的に当座預金残高を引き上げ量的金融緩和を推し進めてきたが、国債買入増額については、かなり慎重・否定的であった。

福井総裁の信念としては買入国債の減額にも任期中に一定程度のメドをつけたいところだろうが、金利正常化を急ぐ現状にあつては、買入額減額を行い長期金利上昇といったことになり、市場や政府との軋轢を生むことは避けたいところだろう。

国債買入減額は、次期総裁期間の決定事項になったと見ていいだろう。



(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)