

# 経済・金融フラッシュ

No.07-045 2007/07/13

## 7月決定会合・福井総裁定例会見～現状維持に水野審議委員反対

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

7月決定会合（11・12日）では、賛成8、反対1で金融政策の現状維持が決まった。事前の予想通り水野審議委員が利上げ提案を行った。

結果的に翌月利上げの地ならしとなった1月の決定会合と同じ状況になってきている。

今回利上げを見送った8人の審議委員も7月末公表の6月分生産・物価、4-6月期の日・米GDPを踏まえ、利上げへと判断を変えると筆者は見ている。次回8月決定会合で利上げ実施となるだろう。

### 1. 決定会合、金融経済月報：現状維持に水野審議委員が反対

7月決定会合で「現状維持」が8対1の賛成多数で決定された。

反対票を投じたのは、事前の予想とおり、水野審議委員であった（0.25%利上げ提案を行った）。前回現状維持の議長提案に反対を投じた1月と同様（図表1、2）、展望レポートのメインシナリオに沿った動きと確認されるのであれば、低金利の是正を行うべきだとの考えから、利上げを主張したとみられる。

（図表1）議長提案に対する賛成・反対票

	決定内容	議長提案	
		賛成数	反対数
2007年07月	現状維持	8	1
2007年06月	現状維持	9	0
2007年05月	現状維持	9	0
2007年04月	現状維持	9	0
2007年03月	現状維持	9	0
2007年02月	0.25→0.5%	8	1
2007年01月	現状維持	6	3
2006年12月	現状維持	9	0
2006年11月	現状維持	9	0
2006年10月	現状維持	9	0
2006年09月	現状維持	9	0
2006年08月	現状維持	9	0
2006年07月	0→0.25%	9	0
2006年06月	現状維持	9	0
2006年05月	現状維持	9	0
2006年04月	現状維持	9	0
2006年03月	量的金融緩和解除	7	1

（図表2）前回1月会合での据え置き提案反対の理由

	反対理由
水野委員	①先行きの景気は緩やかな拡大を続ける可能性が高く、長い目でみれば、物価も徐々に上昇していくことが見込まれること、②こうした展望が確認できた以上、金融政策の正常化を進めることが自然であり、正常化を進めないと、金融政策予想の不確実性を高めてしまうこと、③そうした状況が金融市場に定着することによって、市場との対話が困難になること、④また今回利上げを見送った場合、為替円安の進行を容認したと誤解される惧れがある

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12ヶ月連続、判断を据え置いた。

個別項目では、企業部門について短観の結果を受け6月の「高水準の企業収益」から「高水準の企業収益や総じて良好な業況感が維持」と評価が加えられた。

足元統計がさえない住宅投資と生産については、現状判断の下方修正を行っている（**図表2**）。

注目された展望レポートの中間評価では、「わが国の景気は、4月の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）で示した「経済・物価情勢の見通し」に概ね沿って推移すると予想される」との判断が示された。

物価については、「国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、2007年度は、「見通し」に比べて上振れるものと見込まれる。2008年度の上昇率は、「見通し」に概ね沿ったものとなると予想される。「消費者物価は、2007年度、2008年度とも、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される」との見方となっている。

（図表2）金融経済月報の個別判断（先月との比較）

		2007年7月	2007年6月
現状	公共投資	このところ横ばいとなっているが、基調としては減少している	足もと横ばいとなっているが、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	高水準の企業収益や総じて良好な業況感が維持	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	横ばい圏内の動きとなっている	振れを伴いつつ緩やかに増加している
	生産	足もと横ばいながら、基調としては増加を続けて	増加基調にある
	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、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	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：1月と同じ展開

（以下は筆者が気になった点、ゴシックは講演部分からの抜粋、会見部分についてはブルンバーグによる配信記事）

### (7月利上げとならなかった理由)

7月利上げに至らなかったこと、票が割れたことについての問いに、福井総裁はボード全体では、「ひと口で言えば日本経済は生産、所得、支出の好循環のメカニズムが維持される中で、先行き物価安定のもとでの息の長い成長を続けていく。これが最も蓋然性の高い見通し」が共有され、さらに「標準シナリオを下回りそうだと心配している人は、今日はいなかった」「少なくともほぼシナリオに沿って経済が動いているということは——恐らく政策委員一人ひとりの心の中での経済の見方は、後退しているというよりは前進している方向だろう」と景気認識はボード全体としても、個々人も前進しているとの見方を示した。

ただし、その上で水野委員が利上げ提案を行ったことについては、「最終的にその委員は現状において将来の経済のパス（道筋）、その蓋然性について、他の委員よりもより強い確信を今日、もたれたということに尽きると思う」とした。他の委員は「委員の大勢は政策変更を行うためには今後、公表される指標や情報を引き続き丹念に点検し、見通しの蓋然性と、それに対するリスクをさらに見極めることが適切であるという意見であった。」と述べた。

この見解は1月に水野・須田・野田から利上げ提案がなされ、3対6で否決（2月には逆に8対1で利上げが実施される）された決定会合後の総裁会見に似通っている。結果的に翌月利上げの地ならしとなった1月の決定会合と同じ状況になってきている。

また上記、福井総裁の発言では、2月に利上げ反対に回った岩田副総裁も次回利上げに賛成に回る可能性もあるのかとも思えてくる。

### (今後の経済統計)

8月の会合に向けてGDPの発表があるが、今後の経済・物価情勢を判断するうえでどのように考えているかとの問いに「四―六月は数字の上で少し低めのものが出るだろうという一般的予測があるようだし、我々の分析班で見ても傾向としてそういうふうな数字が出るのではないかとことはすでに我々も認識している」「多少低めの数字が出たことは決定的要因となるというよりは、それ以外の経済指標も併せてみて経済の将来への認識を再構築したい」と述べた。

市場予想では4-6月期ゼロ近傍(1-3月期は前期比年率3.3%)になるとの見方もあるが、例え低めの数値が出たとしても、日銀は①数期平均でみれば2%程度の成長を続けている、②6月短観で日銀が重視する需給ギャップの代理変数とされる「短観加重平均D.I.」（設備・雇用DIを加重平均して算出）がプラス、であることから潜在成長率並みかそれ以上の成長を続けているとの判断の変更はなされないだろう。

### (サブプライムローン問題)

足元再び懸念が高まってきたサブプライムローンについて、「あえて言えば事前の予想よりも住宅市場の調整はやや長引いている。あるいはやや遅れているという感じを持っているが、こうした調整



の実体経済全体に対する影響は目下のところ限定的なものに止まっていて、米国経済そのものは減速しつつも足腰はしっかりしているという認識である」「今後、住宅市場の調整がさらに進ちよくと共に米国経済はソフトランディングに向かって行く可能性が高いと引き続き考えている」「サブプライムローン関連の証券化商品を中心に投資を行ってきた幾つかのヘッジファンドの損失が表面化したように、金融面でも相応の調整が進みつつあるという認識である」と多少住宅の調整は長引いているが、ソフトランディングシナリオに変更なし、サブプライムローン問題が広がり経済に大きなショックを与えるには至らないとの見解を示した。

#### (支店長会議からのヒアリング：円安懸念)

支店長会議を通じて中堅・中小企業が以下の点にリスクを感じているとの感触を得ているようだ。

- ・ 「為替市場においてリスクが偏って取られ過ぎていると将来反転する。急に反転するリスクがないかどうか」「マーケットコンディションズの急激な変化は好まないということは、企業からのますます強い要請になっていると受け止めた」「国際商品市況の高騰等があり、仕事を進めていくうえでコスト高に直面した場合、みずからの製品の最終価格へのコスト転嫁が難しいという認識があるようだ。それが経営上の困難を将来、強めはしないかという心配を等しく持っている」「これは、我々の先行きの経済全体の情勢判断や企業の業況観、マインドを判断していくうえでも非常に重要なポイントだと認識している」

円安については、第二の柱の補強材料であり、日銀も重要なポイントであるとの認識を示している。ただし今後利上げが行われれば、利払い費負担増などの懸念が中小企業からでてくることは必至で、全面的に円安懸念を強調し、利上げを進めるとの戦略は難しいだろう。

#### (年金の給付問題、選挙と金融政策との関係)

年金の給付問題が消費に与える影響について、福井総裁は「現在までのところ、この問題が個人消費の動きに悪い影響を及ぼしているという確証、明確なエビデンスを我々は持っていない。」とした。

選挙結果が金融政策に及ぼす影響について、「全く私どもの予測の限りではない。経済全体の将来のパスに影響が及ぶような選挙結果が出るかどうかも含めて、いまの段階では全く予測の限りではない。

将来、選挙結果に目をつむって何かやる、ということではもちろんないのだが、選挙結果がどう出ても、それが経済全体の動きに影響があるのかわからないのかということはおのずと経済指標の中に出てくるわけだから、そういう判断をしていきたい」と述べた。