

経済・金融フラッシュ

No.07-059 2007/08/24

8月決定会合・福井総裁定例会見～サブプライム問題で利上げ見送り

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

8月決定会合（22・23日）では、賛成8、反対1（反対は前回に続き水野審議委員）で金融政策の現状維持が決まった。9日のBNPパリバのファンド凍結をきっかけにした金融市場の混乱で日銀の利上げは見送りを余儀なくされた格好だ。

福井総裁は会見で、「日本経済は引き続き緩やかに拡大していることを確認した」としながらも「金融市場において世界的に振れの大きい展開になっており、状況を注視する必要がある」と強調、サブプライムローン問題について、「証券化商品について、リスクを再評価する段階にある」、「機能停止に近い状況にあるということから考えると、これがほぐれていくために数週間というふうにはなかなか考えにくいと思う」と述べ、今回の利上げ見送りがサブプライムによる市場混乱にあり、しばらく状況を注視するとの判断を示した。

日銀の次の利上げは、市場が落ち着くかどうかにかかっている。

9月6日にECBが利上げを実施し、FRBも利下げに追い込まれることがない状況になれば、日銀も9月18・19日の利上げの余地は出てこようが、現時点ではそのシナリオの可能性は低い。もう少し混乱収束には時間がかかりそうで、筆者は日銀の次の利上げは早くとも10月以降と見ている。

1. 決定会合、金融経済月報：水野氏は再び利上げ提案

8月決定会合では、賛成8、反対1（反対は前回に続き水野審議委員）で金融政策の現状維持が決まった。

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13ヶ月連続、判断を据え置いた。

個別項目では、公共投資と企業収益の文言が若干変更された。（図表1）。

金融環境については、民間の資金需要を下方修正し、先月の「増加」から「横ばい圏の動き」としている。

注目されたサブプライム関係では、「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」との記述が付け加えられている。

(図表 1) 金融経済月報の個別判断 (先月との比較)

		2007年8月	2007年7月
現状	公共投資	低調に推移している。	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
	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	高水準の企業収益や総じて良好な業況感が維持される
	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	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	減少基調で推移すると考えられる	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。	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 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。こうしたもて、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	緩和的な状態にある 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。また、民間の資金需要は増加している。こうしたもて、民間銀行貸出は緩やかに増加している。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上昇している。前年比1%台の伸びとなっている
	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1%台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	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。	為替・資本市場では、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。

2. 定例記者会見：ファンダメンタルズの判断は前進したが、市場

混乱の見極め必要

(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などによる)

(利上げ見送りの判断：振れの大きい展開を注視)

利上げ見送りについて、総裁は「前回の会合以降、いくつかの指標が明らかになっているが、日本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振れの大きな展開となっており、その影響するところを含め、引き続き状況を注視する必要があるという判断に至った」とした。

今回の会見では、実体経済について「内外需、双方が増加する中で、横ばい圏内の動きとなっているが、私どもは、生産が再び増加に転じることは間違いないとみている。在庫も電子部品・デバイスなど一部を除けば、おおむね出荷とバランスの取れた状態にある。電子部品・デバイスの調整も海外ではかなり進展しており、国内でもゆっくり進展している」「これまで出ている経済指標を解釈する限り、実体経済は多少前進しているのかもしれない」と判断を前進させている。

次回利上げはほぼ「市場の落ち着いたき」次第ということがはっきりした。

(サブプライムローンの実体、日米欧の実体経済に与える影響ルート：注視が必要だが、基本的なシナリオの変更は現時点ではない)

サブプライム問題の規模への質問に、福井総裁は「なかなか金額的に正確にとらえてこうだというふうには言えない問題だと思う」としながらも、「日本の金融機関の状況を見れば、日本の金融システムにシステム不安をもたらすような要素にこれになるかという、それはなりにくい」と日本の金融機関への影響は極めて限定的との見方を示した。

また米国経済への影響ルートとして、①住宅金融を通じて住宅投資に与える影響、②クレジット市場の機能低下が企業金融に与える影響、③株価の下落等を通じたマインド面への影響の3点を指摘した。今後上記点は注視が必要としながらも、現時点は日米欧の実体経済の基本的シナリオである景気は拡大との見方は変わらないとの判断を示した。

(市場の混乱：秩序だったリスク再評価が必要、調整にはある程度時間がかかる)

福井総裁は今回の市場の動きについて、「今回の金融市場の新しい調整プロセスはリスクのリプライシングのプロセス、つまりリスク再評価の過程」「市場が「もとのさやに収まる」という言葉がつかえるほどきちんと元の姿に戻るというのではなく、リスクの再評価の過程ということなので、市場のなかで納得できる新しい価格発見を行っていくプロセス」と位置づけた。

また調整の長さについては、「ある程度時間がかかると思うし、その過程できちんとリスクの再評価が行われることは損失の確定も伴ってくるので、ある意味で痛みを伴う過程であるかもしれない」「機能停止に近い状況にあるということから考えると、これがほぐれていくために数週間というふうにはなかなか考えにくいと思う」と短期での問題収束は難しいとの判断を示した。

(日本の供給はうまくいっている、米国の利下げで日銀の金融政策は影響されず)

F R B や E C B に比べて日銀は「市場の混乱を收拾する」という強いメッセージが足りなかったのではないかと質問に、「日本の金融機関のモニタリングを十分行っており、あり得べき損失がどういう状況か、かなり把握している」「したがって、日本の金融市場において、我々は通常の枠組みの中で市場のニーズにきちんと応える流動性の提供をしていくことでクライシスを現実のものにしない



でやっていくことができるという確信の下に市場調節をやっている」「各金融機関、資金のトレーダーの方々の実感としても、不十分という感じは持っていないと確信している」と今回の資金供給はうまくいっているとの認識を示した。

また、海外中央銀行との協調についての質問では、「金融政策の運営それ自身は各国の中央銀行がそれぞれ自らの判断基準でそれぞれの国の経済、物価情勢、先行き見通しをベースに判断して行っていくもので、相互に調整するという性格のものでは全くない。この点についてもしっかりとした共通認識になっている」と述べ、米国が利下げをした場合、日銀の利上げは難しいのではとの質問に、「単純に他国の金融政策によって我々の金融政策の判断が影響を受けるということはない。あくまでも海外経済、日本経済についての将来にわたるパスの、我々独自の分析というプロセスを経ないで我々の政策が影響を受けることはない。これは断言できることである」とした。

(水野審議委員の利上げ提案)

水野審議委員は、①日本経済のファンダメンタルズがしっかりしていることに確信をもっている、②少なくとも日本の金融システムについてはシステミックリスクの心配がない。との認識のもと利上げ提案を行ったことを明らかにした。