

# 経済・金融フラッシュ

No.07-064 2007/08/31

## 水野審議委員講演(8/30)～サブプライム問題は私の判断を縛らない

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

水野審議委員の講演・記者会見が8/30日に行われた(山梨県金融経済懇談会)。

水野審議委員は7、8月の金融政策決定会合でただ一人、利上げを提案するなど金利正常化を目指す“タカ派”である。

講演では、サブプライム問題について「日本経済がサブプライム問題とは関係なく、順調に回復していくことに自信を持っている」「日銀の金融政策、ましてや私の判断を縛るものではない」と述べた。また、「サブプライム問題やそれに端を発した円相場の乱高下の原因として、日本の低金利政策が無縁とはいえない」と語り、金利の正常化の必要性を強く主張するなど、タカ派の見解を前面に出してきている。

よほどの環境変化がない限り、水野審議委員は9月の決定会合で利上げ提案を続ける可能性が高いだろう。

(以下黒ゴシックは講演・記者会見部分からの抜粋)

### 1. 講演：サブプライムの影響は限定的

#### (1) 経済・物価情勢の現状と先行き見通し

##### (経済情勢の現状と先行き：緩やかな拡大シナリオに変化なし)

経済の現状について「経済のグローバル化にうまく適応した企業部門を成長のエンジンに、財政再建に伴うフィスカル・ドラッグをこなしつつ、潜在成長率を幾分上回るペースで緩やかな拡大が続いている」との判断を示した。

- ・ 輸出動向：「輸出対象地域が従来に比べ拡大しており、米国景気の先行き不透明感は強まってきたが、その減速が緩やかなものである限り、輸出全体の増加基調に変化はない」
- ・ 設備投資：「今年度の設備投資については、製造業から非製造業へのバトンタッチと中小企業の動向がポイント」「中小企業・製造業には設備投資のモメンタムが波及してきた」
- ・ 個人消費：「雇用者所得の増加に加え、財産所得の増加もあって、好調な企業部門から家計部門への

所得波及が緩やかながらも着実に拡がっている。個人消費は、マクロでみれば、雇用者所得の増加が税負担増を相殺し、増加基調を持続する」

- ・ 生産動向：「マイクロ・ヒアリングによれば、生産は今後も増加基調で推移する見込み」、電子部品・デバイスの需要動向は、「7～9 月期は生産・出荷が増加基調を辿るとみられ、IT 関連の在庫調整が長期化するリスクは後退」

#### （物価情勢の現状と先行き：コアCPIは今年3月がボトム）

消費者物価の動きについて、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比のボトムは今年3月の▲0.3%であった可能性が高まってきた」との判断を示した。先行きについては、「労働需給はさらに引き締まってきており、資源の稼働状況も着実に高まってきており、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比はごく緩やかなペースながら上昇傾向に転じていく」と見方を示した。

また物価上昇がなかなか実現しないことについて、「①需給ギャップが需要超過方向にあるにもかかわらず、物価の超安定状態が持続している現状について、オーソドックスな経済学の理論だけではなく、幅広い角度から分析する必要があるのではないかと、②経済のグローバル化の下で、低金利政策を持続すれば、物価が自然に上昇してくるという考え方は必ずしも適切ではないのではないか」との問題意識を示した。

## （2）「金融のグローバル統合」と中央銀行の課題

#### （サブプライム問題と最近の「金融市場の混乱」：日本の低金利も発生原因のひとつ）

今回の「金融市場の混乱」は、「疑心暗鬼となった市場参加者の不安心理の伝播とその増幅に伴う流動性確保に向けた動きが引き起こした」との認識を示し、金融市場がいつ落ち着きを取り戻すかについては、「誰にも分からない。当面は、M&Aの件数も減少すると見込まれる。ただ、現在のパニック的な市場参加者の行動が落ち着きを取り戻せば、自ずと事態は解決の方向に向かう」との見方を示した。

サブプライム問題が発生した背景は「世界的な過剰流動性」が存在する下で、行き過ぎた投資が行われていたことが大きい」とし、世界的な過剰流動性がもたらされた理由としては、①世界的インフレ率安定、②主要国の年金マネーや、アジア諸国や産油国の膨張する外貨準備高などが国際分散投資を拡大していたこと、③世界的に緩和的な金融環境が続いたこともあって、クレジット投資に対する過度な楽観論が生じていたこと、④日本の低金利、などを挙げた。

サブプライムの影響については、①世界経済の好調、②企業部門の財務体質が健全、③欧米の主要金融機関等の収益力が高く、自己資本の基盤もかつてないほど充実、を理由に「今起こっている流動性の問題さえ解決すれば、時間の経過とともに大手金融機関等が吸収するかたちで金融市場におけるリプライシングのプロセスは進んでいく。システムリスクの顕在化に発展する可能性や、実体経済に深刻な影響を及ぼす可能性は小さい」との判断を示した。

ただし、「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」との説明を行った。

#### (サブプライム問題とわが国への影響：限定的)

わが国の金融市場への影響は「ある程度限定されている」、また実体経済への影響も「好調な世界経済全体で吸収することは可能。サブプライム問題はリスク要因ではあるものの、わが国の GDP 成長率やコア CPI インフレ率の見通しの中央値を下方修正する必要があるとは考えていない」との判断を示した。

#### (サブプライム問題が中央銀行に与えた教訓)

今後中央銀行としては、「①クレジット証券化市場の急拡大、②資金の調達・運用手段等の多様化、③クレジット・デリバティブを活用したリスクヘッジ手段の発達、④運用のグローバル化の下でその関係者が広がっていく中にあるのは、「広義の金融システム」に由来するリスク、具体的には経済主体が保有する金融資産・負債の毀損や資金仲介機能の低下等を通じ経済が不安定化するリスクなどをしっかりと把握していく必要がある」との認識を示した。

ただし、「投資ファンドの存在や金融イノベーションを否定してはいけない。今回の金融市場における混乱は、投資ファンドが台頭したことや、証券化という金融技術が普及したことが問題であった訳ではなく、そのプライシングが適切なものではなかったことに問題がある」との考えもあわせて示した。

#### (足もとにおける明るい動き：ただし、損失規模確定にはもうしばらくかかる)

足元で①欧米の大手投資銀行による傘下のファンドの損失を補填する動き、②大手ヘッジファンドの底値買いの動き、③破たん寸前の住宅専門業者に対する経営支援や株式購入の動き、④証券化商品の保有状況に関する金融機関自らによる積極的な情報開示の動き、など明るい動きもでてきたとの指摘がなされた。

ただし、金融市場の混乱がどの程度の規模に膨らむかは、①米国の投資銀行の6～8月期決算、②欧州の投資銀行の7～9月期決算、③来年1月に公表される2007年決算などを待たなくてはならないとの考えを示した。

## 2. 会見：サブプライム問題は私の判断を縛らない

### （8月の決定会合での利上げ提案、9月の行方：サブプライム問題は私の判断を縛らない）

8月決定会合での利上げ提案にいたった判断について質問され、「日本経済のファンダメンタルズは基本的にしっかりしている。今後とも息の長い成長を続けていく可能性は高い。日本の金融システムについても、今回の金融市場の混乱、あるいは市場の変動がシステムティックリスクにつながるリスクは小さい。こうしたことから、この際、政策金利の変更を行うことが適当と考えた」と説明した。

また、8月の会合で、市場の混乱が続いているにもかかわらず、利上げを提案した理由について、「この問題が起きた中でも、経済が順調に回復していることに自信を示す意味があった」との説明も行った。

来月以降の利上げ提案の是非について質問され、「サブプライム問題は日本銀行の金融政策の判断、まして私の判断を縛るものではないというのが基本認識だ」と答えた。

### （FRBの利下げで日銀の利上げは難しいか：そんな単純ではない）

FRBの利下げで日銀の利上げは難しくなるのではとの質問に、「米国経済が時間はかかるだろうが、ソフトランディングを達成できるだろうという見方を変えていない。そこを揺るがすようなことがあるとすれば、おそらくサブプライム問題が個人消費に影響を与えてくる、あるいは、それが雇用情勢の悪化につながってくることが明らかになったときだ。利下げが行われたとしても、その背景が重要だ」と答えた。

その上で「そこを見ないうちに、FRBがこういう政策をとったから日銀はこうであるとか、たとえばFRBが利下げをしたから、日銀は利上げできないという見方については、必ずしもそんなに単純なものではない」との説明を行った。

### （金利正常化の必要性：現在の金利水準は副作用がでるほど低すぎる）

低金利の副作用について、「われわれは非常に、ファンダメンタルズから見ると、中長期的にこのまま放置していると、何らかの副作用が出るほど低い金利の状態にあるということがベースラインとしてある」、「中立金利に近いところであって、それで1カ月や2カ月ずれることはどうか、という判断はあるかもしれないが、中立金利からはるかに低いところにあるという判断を私は持っている」「まして、私のようにファンダメンタルズについて他のメンバーより若干確信度合いが高いと判断した人間からすると、1カ月待つことが想定以上に市場のリアクションを生んで、たとえば円キャリー取引が再燃してしまったり、利上げが当分できないので国債バブルが起きてしまったりしかねない。ゆっくりやるということと、判断に至ったらすぐ対応することとは整合性は取れている」と述べ、金利正常化の必要性を強く主張した。