



# 経済・金融フラッシュ

No.07-078 2007/09/28

## 須田審議委員講演(9/27)～タカ派トーンと慎重な見方

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

須田審議委員の講演・記者会見が9/27日に行われた(三重県金融経済懇談会)。

須田審議委員は、今年2月の利上げで水野審議委員とともに利上げ提案を早めに出すなどタカ派である。

ただ、夏場の利上げの是非については、7月の早い段階でサブプライムが大きな問題になるのではとの見方から、利上に慎重になったとの声が聞こえてきていた。

今回の講演・会見では「あまりにゆっくりとした金利調整を行うと、経済が過熱するリスクが高まる」「ある程度早めに、かつ漸進的に対応することが望ましい」など従来のタカ派トーンがあった。

しかし、筆者は以下のような慎重な見方が目立ったとの印象を受けた。

- ・ サブプライム問題について、「今のところ、米金融機関の四半期決算にサプライズな結果は出ていないが、今後も決算発表は続く。償還を迎える ABCP のロールが進むのかという点も気になる。市場は、引き続き不安定化し易い地合いが続くとみられ、まだ警戒を解くわけにはいかない」
- ・ 米国経済について「米国住宅市場の調整は2008年後半まで長引く可能性が高い」「マーケットが思われているように、来年の後半になったら、成長率が高まるというよりは、結構低い成長率が続くかもしれない」
- ・ 国内経済について「中小企業の収益環境が全般的に厳しさを増しつつある」

将来の利上げの必要性についての強い姿勢は変わらないとしても、現状・先行き判断は少し弱気になっているとの印象を受けた。

(以下黒ゴシックは講演・記者会見部分からの抜粋)

### 1. 講演：ある程度早めに、かつ漸進的に対応することが望ましい

#### (1) 日本経済の動向

現状の景気判断について、「4月に公表した「経済・物価情勢の展望」(いわゆる「展望レポート」)の「経済・物価情勢の見通し」に概ね沿ったかたちで推移している」とし、リスクについては①海外

経済の動向、とりわけ米国住宅市場の調整の深度、②IT 関連財の在庫調整の進捗、③金融環境などに関する楽観的な想定に基づく金融・経済活動の振幅の拡大、の 3 点を挙げ、以下のような見解を示した。

### **(米国経済のリスク：調整は長引く可能性が高いが、ソフトランディングシナリオ)**

市場の混乱について、「今のところ、米金融機関の四半期決算にサプライズな結果は出ていないが今後も決算発表は続く。また、償還を迎える ABCP のロールが進むのかという点も気になる。市場は、引き続き不安定化し易い地合いが続くとみられ、まだ警戒を解くわけにはいきません。市場は、引き続き不安定化し易い地合いが続くとみられ、まだ警戒を解くわけにはいかない」と慎重な見方を示した。

米国の今後の成長率については、「米国住宅市場の調整は 2008 年後半まで長引く可能性が高い」としたが、「ソフトランディングシナリオから大きく逸脱するものではない」とした。

日本経済への影響について、「米国のサブプライム問題を端緒とするクレジット・リスクや流動性リスクの高まりは、これまでのところわが国には目立って伝播していない」、日本の輸出については「仮に米国経済の成長率が市場の見方より多少低くなったとしても、日本の輸出全体に及ぼす影響は限定されたものとなる可能性が高い」とした。

また円高や株安といった金融資産の変動を通じたマインド面への影響については、「今夏以降、株価下落、為替円高が進んでいるわけですから、その影響はゼロではない、注意深くみていきたい」との考えを示した。

### **(国内経済のリスク：IT のリスクは減じたが、中小企業の動向は要注意)**

国内の IT 関連財の在庫調整について経済の下振れリスクは「電子部品・デバイスの在庫調整にも漸く目途が立ちつつある、年後半にかけてその点からの下振れリスクはかなり軽減される」とリスクウェイトが減じているとした。

しかし、「ここへきて気になっているのが、中小企業の状況」「中小企業の収益環境が全般的に厳しさを増しつつある」と中小企業の弱さが新たなリスク要因になる可能性があることを指摘した。

## **(2) 金融政策のあり方**

### **(金利は低い状態にある。早めにかつ漸進的に対応することが望ましい)**

現状の金利水準について、「実質金利がずっと続くとしたら実質経済成長率との関係でみて、金利がかなり低い状態にある」、さらに低金利が継続することについて「中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある」「あまりにゆっくりとした金利調整を行うと、経済が過熱するリスクが高まる」との見方を示した。

金融政策運営に当たっては、「先行きの政策スタンスについては経済・物価情勢の変化、及び、それを取り巻く不確実性の状況に応じて政策金利水準を調整することになる。望ましい金利調整パスもそれにつれて変わり、今後どのようなスピードで金利調整するのが望ましいのか定かではない」、「ある程度早めに、かつ漸進的に対応することが望ましい」と述べた。

## 2. 会見：不確実性はかつてよりは薄らいできたが、これから先は予想できない

### （波及スピードが遅いのは中小企業の弱さ）

日銀として中小企業の動向を見ていくことのポイントを質問され、「生産・所得・支出という好循環のメカニズムの波及のスピードが遅い、その背景にひよっとしたら中小企業において、コスト高を転嫁できないということによる収益の低減、賃金に下押し圧力を掛けざるを得ない、という部分があるのではないかと。雇用者所得という意味では、中小企業の弱さが影響しているのではないかと、という観点から、私は主として中小企業に関心を持っている」と述べた。

### （どれくらい不確実性があるか：かつてよりは薄らいできた。これから先は予想できない）

現在の不確実の状況について質問され、「私はサブプライムの問題が起こりそうだったとき、非常に不透明さを感じた」、「住宅の問題というのはある程度マクロで計算できる、しかし、サブプライムの問題では、まずリプライシングの話—証券の価格を正しくもう一回付け直さなければならないという問題—がでてきた」「さらに非常に予想外だったのは、A B C Pのマーケットで、流動性補完の関連で金融機関が流動性需要を非常に増大させて、一種の流動性リスクが高まった」と問題の経緯を説明した。

その上で不確実性について「初め何が起きているのかわからないという部分があったが、実態が段々とわかってきて、私の不透明感は、かつてよりは薄らいできた」

今後の不確実性については、「いつ霧が晴れるかということについては、全く予想できない、現在は全く予断を持たずにやっていくしかない」と答えた。

### （どのような状況になれば利上げするのか：不確実性がどの程度晴れるか）

どのような状況になれば利上げするのかとの質問に、「標準シナリオから外れるようなかたちで経済がこれから先動いていくとは私自身は思っていない、あとは不確実性がどの程度晴れるか、自分の描いているこれからのシナリオに対してどの程度自信が持てるかに依存する。何かあるものが改善したらオーケーとか、何かを特別にとりあげて政策変更できるものだとは思っていない」と答えた。

### （FRBの利下げ局面と日銀の利上げ：FRBの政策には縛られない）

「サブプライムの問題は、基本は住宅市場の調整の問題、住宅の問題は長引くとは思っているが、急激に起こることではなくて、アメリカの経済成長の頭を抑えていくというもの、米国でこれから先、实体经济に見合ったかたちで金融政策を緩和する方向でやられることはあるかもしれない」と今後のFRBの利下げの可能性を指摘した上で、米国が利下げしている間、日銀は利上げできないとの見方に対しては「米国の住宅問題に関して織り込みがある程度でき、流動性懸念がある程度落ち着いたときは、われわれは米国の住宅問題を織り込んで、それが日本経済にどう波及していくかをしっかり分析した上で対応すればよい」と述べ、FRBの政策によって縛られるということはないとの考えを示した。