



経済・金融フラッシュ

No.07-127 2007/12/21

12月決定会合・福井総裁定例会見～景気判断を約3年振りに下方修正

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

日銀は12月金融政策決定会合（19・20日）で現状維持を決めた。

今回の決定会合では、①景気判断を約3年振りに下方修正、②今年7月からただ1人利上げ提案を続けてきた水野審議委員が現状維持に判断を変えた、という大きな変化あった。

福井総裁は会見で「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蓋然性が引き続き高いと判断している」との判断を示したが、「世界経済や国際金融資本市場の不確実性が残るほか、国内景気も、足許は住宅投資の影響などから減速している」と景気判断を下方修正した。

金融経済月報（基本的見解）でも、足元の現状判断を「景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」と建築基準法改正による住宅・建設着工の激減を主因に国内景気は「減速している」との表現を付加し、04年11月以来、約3年振りに下方修正している。

福井総裁は、当面の金融政策運営に対して、「日銀の基本的な考え方はこれまでと全く変わっていない。日本経済が物価安定の下での息の長い成長軌道を今後ともたどるのであれば、金利水準を徐々に引き上げていく方向にある。この基本線にいささかの揺るぎもない」と述べたが、景気判断の下方修正、また利上げ積極派の水野審議委員も利上げ主張から降りたことから「早期利上げシナリオ」は完全に消滅したと断言している。

今後の金融政策上の焦点は、サブプライムローン問題の収束を待つ間に「生産・所得・支出の好循環のメカニズム」が維持され続けるのか、このメインシナリオ修正の可能性がないのかどうかに移ったと言えるだろう。

1. 金融経済月報：約3年振りに景気認識を下方修正

金融経済月報（基本的見解）は、足元の現状判断を「景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」と「減速している」

との表現を付加し、04年11月以来、約3年振りに景気認識を下方修正した。

福井総裁は会見で今回下方修正した最大の要因が建築基準法改正による住宅・建設着工の激減にあるとした。

先行きについても「景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」と11月の「緩やかな拡大を続けると見られる」から下方修正している。

(図表1) 金融経済月報の「現状」「先行き」の判断

	現状	先行き
2007年12月	景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。	景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。
2007年11月	景気は、緩やかに拡大している。	景気は緩やかな拡大を続けるとみられる

(図表2) 金融経済月報の個別判断(先月との比較)

		2007年12月	2007年11月
現状	公共投資	低調に推移している	低調に推移している
	輸出	増加を続けている	増加を続けている
	企業収益	企業収益が総じて高水準で推移する	企業収益が高水準で推移する
	設備投資	引き続き増加基調にある	引き続き増加基調にある
	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	大幅に減少している	足もと減少している
	生産	増加を続けている	増加基調を続けている。
	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	海外経済が全体として拡大するも、増加を続けていくとみられる	海外経済が全体として拡大するも、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、増加基調をたどる可能性が高い	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	減少傾向で推移すると考えられる	減少基調で推移すると考えられる
	国内企業物価	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い
	消費者物価(除く生鮮食品)	当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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 民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。	緩和的な状態にある 民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。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、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やや上昇している。
	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2%程度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	為替・資本市場では、円の対ドル相場は前月と比べ下落しているが、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	為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しているが、長期金利は低下し、株価は下落している

2. 定例記者会見：景気認識の下方修正の主因は住宅投資の急減

（判断の下方修正：住宅投資の急減が主要因）

本日公表の月報で、景気の現状についても先行きについても、「減速」という言葉が入っているが、何がしかの景気判断の変更を意味しているのかとの問いに、「住宅投資の減少が急激、これは12月短観でも関連業界への影響がある程度確認された。それに加え、原材料高の影響や世界経済についての不透明感もあり、企業の業況感にやや慎重さがみられる。従って、少なくとも足許はわが国の景気は減速しているとの判断を率直に示した」と答えた。

（水野委員の利上げ提案撤回の理由：住宅投資の急減、コスト高の影響）

水野委員の利上げ提案撤回の理由はとの問いに、「①住宅投資の足許の急激な落ち込み、②コスト高が、特に中小企業を中心に収益に影響を及ぼし、企業マインドにも影響している、③それがさらに消費者マインドにも影響を及ぼしている、という点を指摘していた」と答えた。

（サブプライムローン問題：もう少し時間がかかる）

サブプライム住宅ローン問題が今後どのように変わっていくか、いつ頃終息かとの問いに、「サブプライム住宅ローン問題を引き金とした今の金融資本市場におけるリスク再評価の過程は、もう少し時間がかかるが、欧米の金融機関を中心に、次第にその損失額の認識が進み、銀行によっては資本政策の対応というところまで手を伸ばすといった状況になってきた。問題がただただ悪い方向に流れているということではなくて、様々な主体が問題解決の努力をしながら、将来の新しい金融市場の姿が实体经济とより息の合った状況になっていくような方向を目指しており、その努力に要する時間はもう少しかかる」との見解を示した。

（中小企業の弱さ：全体的に見て生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムに大きく傷がついているという判断には至っていない）

短観で中小企業は景況感の悪化に加えて2007年度で減益となるとの見通しが示されたが、生産・所得・支出のメカニズムが中小企業で目詰まりするのではないかという見方もあるが、との問いに「コスト高の吸収ないし価格への転嫁という点では、大企業よりも中小企業の方が困難な度合いが高い。そのことが今回の短観の中で明確に確認されるようになった。この点は、経済全体のポジティブな循環メカニズムに多少なりとも影響を及ぼす可能性のあるポイントなので、今後の推移に十分留意していきたい。（ただし）これまでのところ、全体的に見て生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムに大きく傷がついているという判断には至っていない」との見解を示した。

（CPI プラス幅拡大：ダウンサイド、アップサイド両方の変化というものを今後正確に受け止めながら対応していかなければならない）



目先CPIのプラス幅は拡大していくとみられるがとの問いに「この先暫くプラス幅がある程度のスピードで増していく可能性がある。それと同時に、少しずつコスト高の価格転嫁というものが微妙に進み始めている兆しがないとは言えない、そして、消費者の先行きの物価観も微妙に上がり始めていることを私どもは注意している」「グローバルな要因によって物価が上がる場合には、交易条件の悪化、海外への所得移転という要素があり、景気に対して何らかの下押し圧力がある。その一方で、国内での先行きの物価観、インフレ期待というものを上方に修正するといった力も持っているので、ダウンサイド、アップサイド両方の変化というものを今後正確に受け止めながら対応していかなければならない」との認識を示した。

(政府見通しとの差：住宅投資の落ち込みが急速だとの判断は同じ)

政府経済見通しは19年度GDP1.3%増であり、時期は異なるが日銀の展望レポートの1.8%程度という数字と開きがあるとの問いに「政策委員の大勢見通しと政府の経済見通しをコマ単位で比較するのは難しいが、政府も日本銀行も、足許の住宅投資の落ち込みが急速であり、今年度の実質GDPの見通しにかなりのマグニチュードで影響があると判断した、という点では共通であると考えている」と答えた。

(今年を振り返って：春先から夏場以降にかけて、視界不良の中での操縦過程に入った)

今年を振り返ってとの問いに「日本経済は、この一年間の推移はそれほど悪いものではなかった。しかし、コックピットの中から経済・物価情勢の推移を確認しながら金融政策の舵取りをするといった観点に立ってみると、今年は春先から夏場以降にかけて、やや視界不良の中での操縦過程に入った、あるいは多少乱気流気味の中での操縦過程に入った。しかしながら、そのようなコックピットの中において、方向感覚を失っている、あるいは失いそうだと思ったことは一度もない」との感想を述べた。

(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)