

経済・金融フラッシュ

No.07-169 2008/03/07

福井総裁後任人事案提示、最後の決定会合(3月)

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

1. 総裁後任の人事案提示：民主党に対して直球勝負、バランスのとれた人選

政府は7日、3月19日に任期満了を迎える日銀総裁・副総裁の後任として、武藤敏郎副総裁(64)を総裁に昇格、副総裁には元日銀理事の白川方明氏(58)、経済財政諮問会議の民間議員を務める伊藤隆敏東大教授(57)を起用する人事案を国会に提出した。

(バランスを考えた人事案)

武藤副総裁、白川方明・元日銀理事については事前に報道されていたが、伊藤隆敏・東大教授は報道されていなかったため意外感が多少ある。ただ3人のバランスを見ると非常によく考えられた案だと感じる。

武藤副総裁は現在の金利正常化の路線上の考えだ。そこに政策の考え方は福井総裁よりも多少タカ派とみられる白川方明・元日銀理事(日銀内では企画部門が長く金融政策に精通した理論派。現在の金融政策の枠組みである「2つの政策の柱」「物価安定の理解」を打ち出したといわれている)。もう一人の伊藤隆敏・東大教授はインフレターゲットを主張し、これまで日銀の政策に対して批判的であり、ハト派的な位置づけとなる。武藤副総裁を挟んで2人の副総裁が対立する軸となりタカ・ハト派のバランスが3人の中で取れている。

また伊藤隆敏・東大教授は国際的に高く評価されている経済学者でもあり、武藤副総裁の不足面を補うという点でもかなり考えられた人事案と評価できる。

(金融政策運営への影響)

この3人となった場合の政策運営は基本的には現状と変わらない。すなわち「状況次第」ということになりそうだ。日本経済は4-6月正念場を迎えそうで、現状維持を継続するのか、利下げ行うのかの選択を迫られ、新体制は船出と同時に難しい舵取りが要求されそうだ。

ただ「中長期的な物価安定の理解」の数値が変わる可能性がある。

インフレターゲットを主張する伊藤隆敏・東大教授は「インフレターゲットिंग」(日経



新聞 2001 年、P17) でインフレターゲットの具体的提案として「たとえば 2 年後に消費者物価指数（除く、生鮮食品）のインフレ率を 1-3%の範囲」と記している。

日銀の現在の「中長期的な物価安定の理解」は、「消費者物価指数の前年比で 0-2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、概ね 1%の前後で分散している」となっている。この上限の 2%を提示しているのは、おそらく岩田副総裁であるが、伊藤隆敏・東大教授が副総裁となった場合、この上限、平均値が上方に変更される可能性はある。

2. 3 月決定会合・金融経済月報：現状判断を下方修正、景気減速を明示

福井総裁最後の決定会合（6・7 日）は、全員一致で現状維持が決定された。これで 2007 年 2 月の利上げ後、15 回連続で金利を据え置きとなった。金利正常化を目指してきた福井総裁も任期の最後の 1 年はまったく動けず、道半ばでの退任となる。

金融経済月報（基本的見解）は、足元の景気判断を「住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している」と総括した。2 月は「減速している」との表現の後に「とみられるが」となっていたが、1 月生産が前月比 2%低下、10-12 月期法人企業統計で 2 四半期連続経常利益が前年比減少したことなどを理由に景気減速を明示した。

また先行きについては「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 12 月から 4 ヶ月連続据え置きとなった。

個別判断では、企業収益、生産について下方修正を行っている。また住宅については、着工戸数が前年比マイナスながらもその幅が縮小してきていることから、2 月「大幅に減少している」から 3 月「回復に向けた動きがみられるが、なお低水準となっている」に修正している。

(図表 1) 金融経済月報の個別判断 (先月との比較)

		2008年3月	2008年2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	伸び悩みつつも高水準で推移する	企業収益が総じて高水準で推移する
	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	回復に向けた動きがみられるが、なお低水準となっている	大幅に減少している
	生産	やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている	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)	プラス幅が拡大している	プラス幅が拡大している
先行き	輸出	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加を続けていくとみられる	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加を続けていくとみられる
	国内民間需要	設備投資や個人消費も、総じて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。住宅投資は、当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される	設備投資や個人消費も、総じて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。住宅投資は、当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される
	生産	当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる	当面横ばい局面を伴いつつも、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	減少傾向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	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
	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。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横ばい圏内で推移している	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。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。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横ばい圏内で推移している
金融環境	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、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	為替・資本市場では、前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている。

3. 定例記者会見：好循環メカニズムは少し弱ってきている

福井総裁は会見で原材料高などを背景に「企業収益が少し伸び悩みつつある」と述べ、日本経済は減速していると明言した。その上で「生産・所得・支出の好循環メカニズムは少し弱っている」との認識を示した。

金利正常化の道半での退任については「(現在の金利水準は) 低過ぎるかもしれないが、将来経済をどうもって行くかという観点からすれば最適だと判断を下している」、「金利が低過ぎるから、何が何でも上げねばならぬというわけではない」と述べた。

(好循環メカニズム：少し弱っているが基本的には崩れていない)

好循環メカニズムは小休止しているのかとの問いに、「生産・所得・支出のメカニズムが完全に

頑健かと言えば、少し弱っているが、基本的に崩れていない。今後、世界経済、および国際金融資本市場が、多少時間がかかっても秩序立った調整が進むという環境であれば、日本経済もかつてに比べればショックを吸収する力は相対的に強くなっており、少し時間はかかるかもしれないが、次の良い局面につなげていける可能性は十分残っている」と述べた。

(金利正常化道半ば：据え置きは将来の経済をどうもっていくかという観点からは最適な判断)

金利正常化道半ばで任期を終えるがとの問いに、「今のところ日本の場合、スティルカメラで撮影すれば低過ぎるかもしれないが、この金利水準を今は据え置くことが、将来経済をどうもっていくかという観点からすれば最適だと判断を下している。先々どう読むかは決定会合の都度、新しい材料を吸収しながら判断していくので、常にスティルカメラを無視するわけでは決していないが、スティルカメラで取った金利が低過ぎるから、何が何でも上げねばならぬというわけではない」と述べた。

(新しい総裁で経済の下振れリスクが顕在化したら：地道に冷静な判断を重ねる)

福井総裁は5年前の総裁就任後、矢継ぎ早に追加的な緩和策を実施した。今は若干状況は異なるが、日本経済の下振れリスクが顕在化する可能性が強まった場合、新しい総裁の下でどのような政策運営を行うべきかとの問いに、「振り返ってみると、2002年の初めから实体经济は少しずつ良くなっていたが、そういう良い方向の芽をイラク戦争勃発という大混乱で踏みにじられるリスクを強く感じられる状況だった。つまり、ようやく長時間の苦しい過程を経て、立ち上がり始めたところに、ものすごく大きなショックということなので、ショック吸収力はほとんどゼロに近い状況にあった」と当時を振り返った。その上で、「今は世界的にダウンスайдリスクが強まっているが、实体经济のバランス、それから金融面における健全性、それぞれにおけるショックの吸収力という点で2003年のころとは随分違っている。諸外国の経済、ないし金融システムとの対比でも、日本の経済がとりわけショック吸収力が弱いという状況ではない」と現状を分析し、新体制下での政策運営について、「日本の金融政策も異常なやり方に一挙に飛びつくというよりは、地道に冷静な判断を重ねながら、最適な政策を選んでいく。しかし、時来たれば、機動的に行動するというポイントさえ忘れなければ、金融政策が軌道からそれる心配は少ないのではないかと述べた。

(財政と金融政策の分離：日銀法のその基本的な趣旨を踏まえて行動する)

総裁の後継者選びのプロセスでは、財政と金融政策の分離がひとつの焦点になったが、この点についてこれまでどのように心がけて運営してきたのかとの問いに「財政と金融の分離という言葉よりはもう少し広く、政府の経済政策と中央銀行の金融政策ととらえられる。これは日本銀行法でも、政府と日銀の間で十分意思の疎通をはかり、コミュニケーションを良くして、大きな経済情勢判断とか大きな政策の方向性について、基本的なそごがないように努めるべき、と定められている。しかし、金融政策そのものについては、日本銀行の金融政策委員会、金融政策決定会合において100パーセント責任を持って決める、となっている。従って、その組み合わせの中で、つまり日銀法のその基本的な趣旨を踏まえて行動するということが、財政と金融の分離そのものだと少なくとも私および現在の政策委員会



のメンバーは、明確にそこを認識して行動している」と述べた。

(日銀の独立性：独立性を信任でもって裏付けていく)

日銀の独立性というのは制度上担保されているものであるが、独立性を保つ努力を続けていかないといけないものなのかとの問いに「まず、法律で中央銀行の政策決定に独立した決定権限が決められていないと、そもそも物事が決められないので、主要先進国は中央銀行に独立的な政策決定権限を与えている。しかしこれは出発点だ。その上に中央銀行の政策が、結果としてその国の長期的な物価安定、そしてその上に立った持続的な経済発展を成果として現実に国民に感じてもらえる状況が作り出されていくこと、これが法律で与えられた独立性を信任でもって裏付けていくプロセスとなる」と述べた。

(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)