

景気判断を前進させる政策委員会

発表日：8月10日(水)

～当預引き下げ論を後退させる代わりにの対応～

(No. B-11)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

8月の金融経済月報では、景気判断が上方修正された。「踊り場をほぼ脱却したと判断し得る」と宣言したのは初めてである。上方修正の理由はIT関連分野における調整の進捗によって、生産再拡大の可能性が高まってきていることにある。さらにもうひとつ、日銀にとって、ここにきて当座預金目標の引き下げに関する議論を進めることが困難な環境になってきているので、その代わりに専ら景況判断の方を前進させようとしている意図が読める。

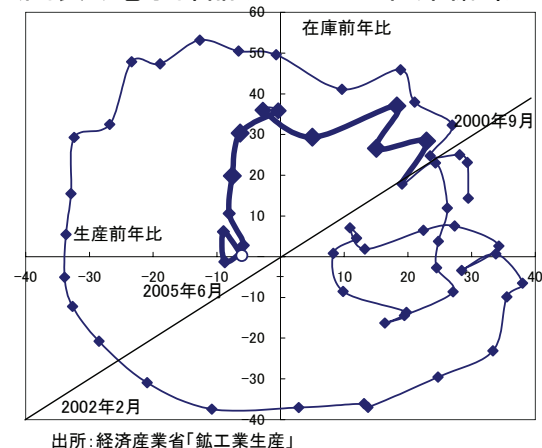
IT調整の見方を修正し、景況判断を前進

8月の政策決定会合では、政策判断を現状維持にする一方で、景況判断を前進させた。定例総裁会見でも「踊り場からほぼ脱却したと判断し得る」と脱却宣言を述べている。基本的見解では、前回7月に「IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、回復を続けている」とIT調整を引きずっている点をネガティブに評価していたが、8月は「IT関連分野における調整が進むもとの回復を続けている」とIT調整の重石が外れたことをポジティブに評価している点で異なっている(図表1)。この変化は、生産統計の電子部品デバイスの在庫調整が6月時点で45度線を切る(在庫調整完了の目処)まであと一歩というところに来ていたもので、その動きをもってIT調整が進捗したと判断したのである(図表2)。日銀とすれば、4月の展望レポートで「鉱工業生産はIT関連分野の在庫調整が年央頃には概ね一巡するとみられる」と語っていた見通しが実現しそうなことを強調したい気持ちをにじませたいのだろう。その展望レポートでは「IT関連分野の調整の影響が弱まるにつれて、年央以降、回復の動きが次第に明確になり、2005年度は、潜在成長率を若干上回る成長が実現するとみられる」とも語られている。日銀は生産シナリオを徐々に変化させながら、今後は物価下落圧力の緩和をも視野に入れようとしていると考えられる。定例総裁会見では、「物価は今年

(図表1)日銀の景況判断の変化

	日銀・金融経済月報 8月	日銀・金融経済月報 7月
景況判断	わが国の景気は、 IT関連分野における調整が進むもとの回復を続けている	わが国の景気は、 IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、回復を続けている
輸出	輸出は 緩やかながらも増加	輸出は 伸び悩んでいる
生産	生産も、IT関連分野の在庫調整が進むもとの、 振れを伴いつつ増加傾向にある	IT関連分野の在庫調整が進むもとの、 生産は緩やかな増加傾向にある
企業収益	高水準の企業収益	企業収益が高水準を続ける中、企業の業況感にも再び改善がみられる
設備投資	設備投資は、増加を続けている	設備投資は、増加を続けている
雇用	雇用の改善や 賃金の持ち直し から、雇用手所得は緩やかに増加	雇用の改善や 賃金の下げ止まり から、雇用手所得は緩やかに増加
個人消費	個人消費は底堅く推移	個人消費は底堅く推移
住宅投資	住宅投資は横ばい圏内で推移	住宅投資は横ばい圏内で推移
公共投資	公共投資は基調としては減少傾向	公共投資は基調としては減少傾向
物価	国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、小幅のマイナスとなっている。	国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから、上昇している。 消費者物価(除く生鮮)の前年比は、電気・電話料金引き下げの影響もあって、 基調としては小幅のマイナス となっている。

(図表2)電子部品デバイスの在庫循環



末から来年初にかけてプラスに転じていく可能性が高い」とも発言している。ここには、展望レポートで2006年度には物価がプラスに転じるシナリオに自信を深めている姿勢が表れている。

日銀は政局の流動化をどうみているか

8月8日の解散総選挙の激震は、間違いなく日銀をも揺るがしているだろう。なぜならば、これまで既定路線だった2006年9月までの小泉政権継続という前提が揺らぎ、「2006年度にかけて量的緩和の枠組みを変更する可能性」のイメージも練り直しを余儀なくされているからだ。さすがの日銀も政治的駆け引きを埒外に置いて、景気・物価情勢だけで量的緩和解除が実現できるとは考えてはいまい。少なくとも、衆議院選挙が終わり、9月以降の政権との距離感がつかめるまでは、当座預金引き下げ論を具体的に前進させることはリスクが大きいと様子見に徹するだろう。

日銀としては、金融調節スタンスの変更という「本丸」を攻略できない代わりに、景況判断を前進させて「外堀」を着実に埋めていく方法に切り替えた可能性はある。選挙前ということで、明るい景況判断は好まれる。今回の景況判断の前進は、政府が月例経済報告で、同様に判断を前進させたこととタイミングを一致させている点でも都合がよいのだろう(図表3)。

(図表3)日銀と政府の景況判断の推移

	日銀・金融経済月報	政府・月例経済報告
7月	わが国の景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けている。	景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している
8月	わが国の景気は、 回復を続けている。	↓
9月	↓	景気は、 堅調に回復している。
10月	↓	↓
11月 (下方転換)	わが国の景気は、 輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として回復を続けている。	景気は、 このところ一部に弱い動きはみられるが、回復が続いている。
12月	わが国の景気は、 生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている。	景気は、一部に弱い動きが みられ、このところ回復が緩やかになっている。
2005/1月	↓	↓
2月	↓	景気は、一部に弱い動きが 続いており、回復が緩やかになっている。
3月	わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、 基調としては回復を続けている	↓
4月	↓	↓
5月	↓	景気は、一部に弱い動きが続く ものの、緩やかに回復している。
6月	↓	↓
7月	わが国の景気は、IT関連分野における調整の動きを伴いつつも、回復を続けている	景気は、弱さを脱する動きが みられ、緩やかに回復している
8月 (上方転換)	わが国の景気は、IT関連分野における 調整が進むも とで、回復を続けている。	景気は、 企業部門と家計部門がともに改善し、緩やかに回復している

当座預金引き下げ論はやや後退

日銀が量的緩和解除に向けた対応として、解除のプロセスの前段として、当座預金目標の引き下げがある。しかし、7月に盛り上がった当座預金目標の引き下げ論は、ここにきてやや後退している。なぜならば、先の政局の流動化に加えて、メガバンク合併の目処が2005年10月から2006年1月に延期され、資金需要の恒常的な下落が見込まれる時期も先に延びているからだ。量的緩和解除を巡る論調の中間派と目される委員には、このイベントに注目していた人が少なくないだろう。インターバンクにおける恒常的な資金需要の減退が、受身のかたちで当座預金目標の水準訂正を正当化させる理屈だ。

加えて、ごく最近の資金供給オペでは、全店オペの応募が集まるようになって(8,000億円の募集に対して33,600億円の応募、8月8日)。これは、景気再拡大の期待感の高まりを受けて、市場に金利先高感が生じ、早めに資金を確保しておきたいという追加的需要が生じたせいである。日銀が受身の当座預金目標の引き下げを宣言するときには、もうそれ以上は資金供給オペが打てないという限界まで努力しておく「挙証責任」が必要になると考えられるが、この種の資金需要が盛り上がれば、日銀としては動きづらだろう。今秋以降に盛り上がると考えられた当座預金目標の引き下げ論は、限界的にみると、やや後退したかたちである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。