

慎重姿勢をみせた4月の日銀総裁会見

発表日：2007年4月11日(水)

～展望レポート前に早期利上げ観測を刺激しない～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (5221-5223)

4月9・10日の政策決定会合を受けた福井総裁会見では、サブプライムローン問題に絡めて米国経済の先行きに対する慎重な見方への言及が多かった。これは、次回の決定会合で発表される展望レポートで、早期利上げ観測を刺激しないように、海外経済のリスクを意識したトーンでシナリオを組み立てる姿勢を反映しているのだと考えられる。

リスク要因の強調

4月10日の福井総裁会見は、次回4月27日の決定会合で発表される展望レポートを窺ううえで、総裁発言のトーンが注目された。

その点、この会見での印象は、米国経済の見方を中心に、やや慎重姿勢を出したことが特徴だったと思われる。例えば、米国のサブプライムローン問題について、「ソフトランディング・シナリオが基本的に維持されている」と断りながらも、「楽観的な見方と、必ずしもそうではないかもしれないというやや慎重な見方が交錯している」と警戒信号を送っている。米国経済に関しては、「住宅市場の調整が続いていることが基本の軸になって米国経済全体の減速過程がまだ続いている」という認識だ。「その調整の過程で住宅価格そのものに強い下方圧力がかからないかどうか。個人消費との関連でみていく場合は、この点がひとつの重要な判断ポイントになる」と述べている。

また、「住宅市場の調整以外に足元のところでは設備投資の先行指数にやや弱めの動きが見られ、この点、どの程度根深いものであるかについて見極めがつかない」と、設備投資の先行指標である耐久財受注の弱さにも注意を喚起している。

こうした発言は、3月20日の会見で「(ダウンサイド・リスクだけでなく)アップサイド・リスクもまだ否定しきれない」と中立色を保っていたのとはスタンスが幾分異なっている。ダウンサイド方向への言及が圧倒的に大きかった点で、今回はややトーンが変化している。

今のところは追加利上げ観測を打ち消しておきたい

では、どうして福井総裁は弱めのトーンを強調したいのだろうか。

筆者の解釈では、展望レポートのシナリオに慎重さを少し強めておきたいという思惑があったと考える。目下のBOJウォッチャーの次回追加利上げの目処は、今秋(8～10月)となっている。仮に、日銀が2006年度上期のうちに追加利上げをしようとするのならば、必ず4月27日の展望レポートに布石が打って置かれると考えるのが自然だ。しかし、今、日銀が先々の景気情勢に強気の話を示すと、2006年度上期の利上げ観測をあおることになってしまう。むしろ、日銀は、参議院選挙前のタイミングで、過剰に利上げ観測を立てられるのを嫌がっていると思われる。従って、展望レポートでは、穏当なトーンにシナリオを味付けしておく方が得策だと考えたのだろう。

これと同じことが、週末のワシントンのG7に絡んだ話題にもみられる。「急速に円キャリートレードが復活する雰囲気にあるとは思っていない」と述べているのは、欧州勢から円安は正のために利上げをすべきだという要望を出させないために予防線を張っているのだろう。このスタンスは、2月のエッセンG7では、欧州からの圧力を使い、日本政府から議決延期請求権を出しにくいように仕向けて、日銀のしたたかさをみせたときとは好対照である。今回は、海外からの利上げ圧力を取って使わない意図があると考えられる。

物価については上昇圧力を強調

一方、福井総裁が米国経済をテーマに慎重論をかもしだしているのが、追加利上げにまったく意欲を見せていないのかと言えばそうではない。そのことは、こと物価に関してインフレ圧力の存在を指摘する点に表れている。

すなわち、「今後とも需要超過幅を緩やかに拡大していこう」「単位労働コストは下げ止まりからいずれ若干の上昇に転じていく」

「設備や労働といった資源の稼働状況は高止まっている」といった言及は、いずれも潜在的なインフレ懸念を指摘するものだ。

微妙な表現を使って、物価上昇圧力への警戒を説いているのは、失業率が 4%程度になって物価上昇圧力が働くかどうかを問われたときの返答である。「労働市場では、需給のミスマッチが広がっている可能性がある」と語るのは、ミスマッチの存在が“インフレ率を加速させる失業率”を上昇させていると言っているのだ。つまり、ミスマッチを勘案すると、失業率 4%はすでにインフレ率を加速する水準に入っている可能性もあると言っている。失業率が 4%まで下がってきてもまだ物価上昇圧力が高まらないという見方を主張するエコノミストたちの議論に対して、けん制しているのである。

日銀は、展望レポートでも同様の潜在的インフレ圧力を指摘することで、たとえ 2007 年度前半の消費者物価はマイナス基調でもそれが大きな問題ではないというメッセージを伝えている。2007 年秋になって、消費者物価の裏が出てプラスになる蓋然性が高まったときに適宜利上げモードを強調できるようにしたいのだろう。米国経済への慎重な見方も、年央になって米国が再加速してくれば、そうした 4 月末時点のシナリオを撤回して利上げの追い風にできる。こうしてみると、日銀のフォワードルッキング的思考に基づけば、年度内利上げは 9 月と、来年 1～3 月の 2 回あると考えられる。