

## 日銀の三次利上げ延期の目処

～福井総裁が直面する最後の難関～

発表日：2007年8月20日(月)

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

日銀は、8月23日の政策決定会合で利上げを見送るだろう。三次利上げは、株式市場の混乱がピークアウトしたのを確認して、10月11日になると考えられる。8月の次には9月19日という決定会合の日程もあるが、その前日にはFOMCがあるので、そこで日銀が利上げすると円高誘発のリスクがある。福井総裁は数々の試練を乗り越えて、金利正常化の歩を進めてきたが、今回は来年3月の退任までの「最後の難関」だと言える。

## 利上げは10月11日まで先送りか

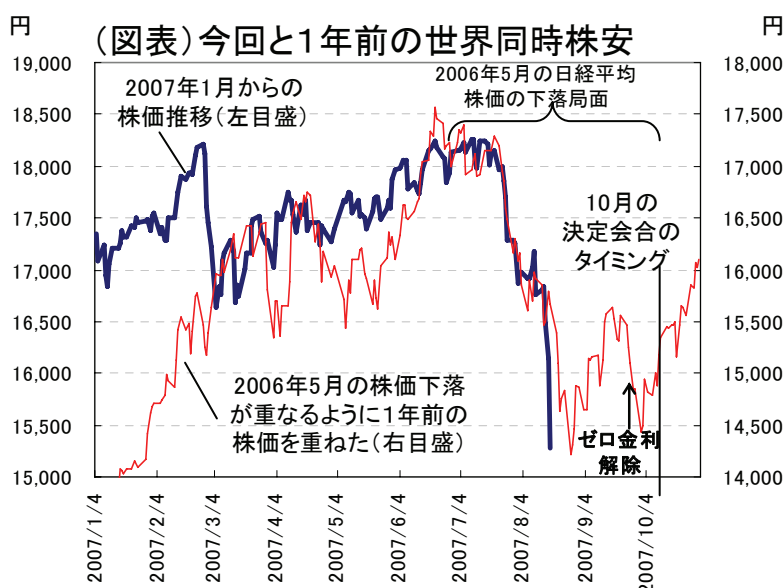
8月17日にFRBが緊急にFOMCを開催し、公定歩合を6.25%から5.75%に▲0.5%引き下げを決定した。日銀は、ECBとFRBが市場の混乱を避けるために追加的政策を講じているときに追加利上げには動けないだろう。

そうすると、追加利上げの延期の目処は、株価下落が落ち着いたあと、10月11日まで延期される可能性が高い。9月19日では、日銀が利上げできるほどに市場の混乱が収束されないだろう。さらに重要なのは、9月のFOMCで米国の利下げが実施するかどうかということである。仮に、FRBが9月18日に利下げをすれば、翌営業日にあたる9月19日の政策決定会合で日銀は利上げができない。9月に日銀が利上げすれば、日本の株式市場は再び為替円高に見舞われるだろう。日本の株価が大きく落ち込んでいるのは、日本経済のファンダメンタルズが健全であるにもかかわらず、円キャリー取引の巻き戻しの悪影響が加わっているからである。FRBが9月に利下げを行えば、それが株式市場には大きな安心感を与えるが、仮に日銀がすぐに利上げに踏み切れば日米短期金利差の大幅な縮小によって円高圧力が生まれる。日銀は、日本の株式市場へのせつかくの好影響を消してしまうような不用意な利上げは行わず、株式市場が円高リスクに過敏に反応しなほど安定を取り戻してから利上げに踏み切るだろう。

## 利上げの考え方

8月23日の政策決定会合では、福井総裁の記者会見が注目される。福井総裁がどこまで市場の危機感に共鳴しているかを知る格好の材料である。

中央銀行の行動原則として、平時にはインフレ懸念に対してタカ派的スタンスを採っていても、危機時には君子豹変して流動性供給に万全を期す構えに変わることがある。平時の厳格さは、金融当局は安易に緩和に動いて、モラルハザードを誘発しないためである。危機時は、市場に安心感を与えて疑心暗鬼によって生じるリスクプレミアムを封じ込



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。

める。このコントラストは、時間非整合 (time inconsistency) の原則と言われる。例えば、ハイジャック犯に事前には身代金をびた一文支払わないと言いつつ、事後的には身代金を支払う前提で交渉条件をうまく進めようという戦略ゲームである。両者は、マネタリーポリシーとプルーデンスポリシーの二分法という理解もできる。市場の混乱という人質が解放されれば、日銀はプルーデンスポリシーの構えを再び豹変させて三次利上げに踏み切るだろう。

同じように株式市場が大きく崩れた経験として、2006年5月からの株安局面がある(図表)。このときは、バーナンキ議長が市場の利下げ期待を裏切って利上げを行ったことが一時的なドル資金の巻き戻し(自国還流)を起こした。FRBはその後2006年6月を最後に利上げを打ち止めて現在に至っている。実は、このときは日本も量的緩和解除を経て、ゼロ金利解除を探っていた時期であった。日銀は、世界的な株価下落が下げ止まったのを確認して、7月14日にゼロ金利解除を果たしている。今回の日銀は、株式市場の混乱がピークアウトしたのを確認するのが、10月くらいになるだろう。

### 福井総裁にとって最後の試練

日銀は、サブプライム問題に端を発した世界同時株安をみて、一手遅かったと悔やんでいるだろう。春先に世界の景気動向が再拡大に向かいそうな機運が出てきて、7月に三次利上げをしておけばよかったという反省である。7月の会合は、水野温氏審議委員が利上げを提案したが、残りの8名はそれを否決した。今の円キャリー取引にしても、6月が投機筋の円売りポジションが最も膨らんだ時期であり、7月の利上げでそれを牽制していれば円高への巻き戻しも小さくて済んだかもしれない。今となってはすべては後講釈である。

福井総裁が来年3月に退任するまで、年度内2回の利上げが想定されていたが、仮に10月に利上げをすると、その次は最短でも2008年2月が四次利上げとなるだろう。しかし、相対的にみて、以前に比べて年度内2回の利上げは以前に比べて相当に困難になった。

安倍政権との関係でみても、8月27日に内閣改造が行われて、経済担当大臣が替わるかもしれない。新任の大臣は、株価下落や円高進行がファンダメンタルズへの悪影響として跳ね返ってこないかと政策運営に厳しい姿勢で臨むと考えられる。4~6月までの経済データが示す着実な景気拡大の姿は、一旦リセットされて、実体経済の情勢が点検されるだろう。日銀もまた、三次利上げになる経済環境を官邸サイドに粘り強く説明していく必要に迫られるだろう。

思い起こせば、福井総裁の金利正常化の道のりは、極めて困難なものだった。にもかかわらず、福井総裁はこれまでは強運と思えるほどしたたかにそれら乗り越えてきた。数度の世界同時株安、村上ファンド問題、政治からの圧力などなど、筆者には事前の予想を裏切られてきたことばかりが思い出させる。今度のサブプライム・ショックは、福井総裁にとって最後の難関である。

---

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。