

ダウンサイドリスクを見始めた日銀

発表日：2007年12月20日（木）

～12月の金融経済月報は景気判断を下方修正～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel : 03-5221-5223)

日銀は景気判断を下方修正した。これまで利上げを提案していた水野審議委員も、現状維持に一致するようになった。政策委員全体の景気認識は、下方修正に方向でばらついている可能性がある。今後、消費者物価については、2008年前半はプラスで推移するだろうが、サブプライム問題の帰趨がはっきりしければ、利上げには取り組めないはずだ。日銀の追加利上げの目処は、2008年7月よりも後ずれして2008年後半以降になると予想される。

ダウンサイドリスクへのばらつき

12月20日の金融政策決定会合後の総裁記者会見では、福井総裁が「目先ダウンサイドリスクが高まっていることは率直に申し上げている」（共同通信の配信記事から引用）と景気悪化を認めた。月報も景気判断を下方修正している。また、政策運営の票決も、これまで利上げを提案していた水野温氏審議委員を含めて全員一致で現状維持となった。ここが金融政策の転換点になるかどうか、見極めが厳しい局面を迎えている。

今回、水野委員が利上げ提案を取り下げたことは、記者会見でも大きな話題になっていたようだ。福井総裁によると、水野委員は、「水野委員は住宅投資の落ち込みと、中小企業の収益下振れを理由に判断を変えた」と語っていた。

興味深いのは、水野委員と他の委員の認識の相対的な関係である。福井総裁は、「（水野委員は）他の委員と同じような問題の指摘だった。水野委員と他の政策委員と確然とした判断の相違がある訳ではない。水野委員を除く他の8委員が一丸となって同じポジションにいるかという、やはり一定のスペクトラムの中に分かれている。水野委員を含め、あるスペクトラムの中に微妙な差はある」と答えている。

前回までの福井総裁は、「長い目で見た景気の見方について不一致はほとんどみられない」（10月31日会見）とか、「水野委員だけではなく、ダウンサイドリスクをとらえて一直線に悪い方向にシナリオを書き換える政策委員は一人もいない」（11月13日会見）としていた。しかし、今回「一定のスペクトラムの中に分かれている」と不一致をほのめかしている。つまり、水野委員は見方を下方修正させたが、それ以外にさらに景気認識を厳しく変えた政策委員がいることが、福井総裁の発言の中から読み取れる。強気であった水野委員が評価を変えるくらいであるから、他の委員はもっと金融政策に慎重になっても何ら不思議はないのである。

下方修正された景気判断

日銀の景気判断が下方修正された。基調判断は、「わが国の景気は、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」ということだ。「減速」という言葉が新しい。それに対して、前回までは「わが国の景気は、緩やかに拡大している」であった。それが、住宅投資の減少が大きいことや、日銀短観の業況判断DIが悪化したことで、景気情勢を慎重に見ざるを得なくなった訳だ。

先行きについても、「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続ける」という留保をつけている。住宅投資が「当面低調である」という見方が、以前に比べて長引いていることが直接的な下方修正の理由になっている。実際は、サブプライム問題の行方が、掴みきれないということだろう。総裁会見では、「サブプライム住宅ローン問題の帰趨とその影響も注視していく必要がある」と述べられている。

おそらく、10月の展望レポートも、2008年1月に行われる中間評価において、景気面での下方修正が行われる可能性は濃厚ではないか。そうすると、3月までの福井総裁が任期中に利上げするチャンスはほとんどなくなったことになる。

筆者が心配なのは、過去との奇妙な符合である。かつて、速水前日銀総裁が2000年8月にゼロ金利を解除した後に、景気判断を変更したのは2000年12月であった。このときは、海外経済の減速感が強まったことで、「わが国の景気は、輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている」と修正した(図表)。結局、日銀は2001年に1・3月と相次いで景気認識を下方修正し、3月に量的緩和政策に追い込まれた。今回も、仮に2007年7月に追加利上げをしていけば、2000年と同じタイミングで景気判断を変えることになりかねなかった。この不吉な符合は気になる。

(図表) 日銀の基本的見解の遷移

2006年6月まで	着実に回復を続けている
2006年7月～ 2007年11月	緩やかに拡大している
2007年12月	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

2000年11月まで	企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している
2000年12月	輸出の減速によりテンポはやや鈍化しているものの、緩やかな回復を続けている
2001年1月	緩やかな回復を続けているが、そのテンポは輸出の減速により鈍化している
2001年3月	輸出の減少を背景に、このところ足踏み状態となっている

利上げ提案を取り下げた水野委員

冒頭に述べた通り、遂に、水野委員が、利上げの提案を取り下げて、現状維持に回った。水野委員は、7月12日の決定会合で、利上げ提案を行ってから、6回連続で現状維持に反対票を投じてきた。従って、今回は約半年振りに大勢意見と一致したかたちだ。水野委員にしても、12月の日銀短観が前回比▲4ポイントの悪化だったので、素直に利上げ提案を撤回するタイミングだったのだろう。また、日銀は12月12日に世界の5中央銀行の大量資金供給に対して「歓迎」のコメントを発表している。仮に、水野委員が今回も利上げ提案を続けていけば、先の「歓迎」に対して距離感のとり方に困っていただろう。水野委員にすれば、今回の現状維持への一致によって、先行き再び利上げの機運が高まったときに、他の委員に先んじて利上げ提案に動いて、先見性を示すチャンスを取り戻したことになる。すでに、水野委員に対しては、一部で「水野委員が言うとおおり、7月に利上げをしておけば(サブプライム問題に巻き込まれて動けないよりは)よかった」という評価がある。たとえ今回現状維持に意見を戻したとしても、そうした評判を落とすことにはなるまい。

なお、政策委員の投票スタンスに関して、あまり粘着的にみていくべきではない。海外の中央銀行では、政策決定会合のメンバーが、機動的に意見を変えることは一般的である。市場の評価も、それに目くじらを立てていない。日銀の政策委員だけを特別に指弾することは、政策委員の柔軟な投票行動に好ましくない影響を与える。筆者は、水野委員は自然体で現状維持に一致したに過ぎないというくらいに見ている。

強気姿勢を残そうとする福井総裁

今回、ダウンサイドリスクが強まったが、福井総裁は、金融政策の見方が弱気一方に流れてしまうことを防止しようとして、利上げの灯が消えないように、いくつかのポジション・トークを行っている。例えば、「息の長い目でみて成長軌道を今後も辿るならば、金利水準を徐々に引き上げていく基本線にいささかの揺るぎもない」、「より長い目で見て、今後も極めてフレキシブルに対応していくであろう。硬直的な判断をもって、我々の行動をご覧になる方は必ずしも適切にご覧になられる方でない、ということをお断言いたします」といった強い表現である。これらは、金融政策が基本路線をすぐには変更できないことに起因する。

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。

ただし、福井総裁の発言の中身にあった「長い目でみて」という距離感は、だいぶ長く間延びしている可能性がある。そもそも日銀の利上げの根拠は、このところ第二の柱に移っていた。とはいえ、今回の景気認識の下方修正は、やはり第一の柱に依拠して、金融政策も慎重に見ざるを得ないということに変わったことを示している。

また、消費者物価の見通しについては、福井総裁は「原油や食品などを織り込んで考えるとこの先しばらくプラス幅があるスピードで増していく」としている。いくらか警鐘を鳴らす意味で、「消費者の先行き物価観でインフレ期待を急激に高めているわけではないが、微妙に上がり始めている点も注意」とも述べている。消費者物価の上昇自体は、日銀の追加利上げには追い風であるが、今の景気情勢では、物価指標だけで利上げはできないだろう。

今後の金融政策

筆者は、日銀短観が出たときに、次回の追加利上げの目処は、2008年7月であると見通しを立てたが、これは2008年後半以降にあとずれしそうだ。政策委員たちの現状認識は、次に利上げの目処をどこに置くかを見定められるほど、楽観的ではないだろう。筆者も、サブプライム問題の帰趨が読めないのも、米国経済が改善の方向に動いていく2008年後半のどこかであると見ざるを得ない。