



# 経済・金融フラッシュ

No.07-085 2007/10/12

## 10月決定会合・福井総裁定例会見～不確実性の状況は先月と大きく変わらず

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

日銀は10月金融政策決定会合（10・11日）で現状維持を決めた。

日銀は前回9月に「世界経済を巡る不確実性が増している」と利上げを見送った。

福井総裁は会見（11日）で「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるなか、先行き物価安定のもとでの息の長い成長を続ける蓋然性が高い」としたが、金融市場の混乱については、「米国、欧州の金融市場ではいくつかの改善の動きが前回の決定会合以降みられている。ただし全体としてみると、なお不安定な状態が続いている」、また米国経済の先行き下振れリスクについて、「ダウンサイドリスクの高まりという点については、認識はまだ変わっていない」と前回会合から大きな改善がなかったことを明らかにした。

当面、日銀の「様子見」は続くことになる。

### 1. 金融経済月報：生産判断を上方修正

金融経済月報（基本的見解）は、足元の景気判断を「緩やかに拡大している」、また先行きについても「緩やかな拡大を続けると見られる」と15ヶ月連続、判断を据え置いた。

個別判断（景気面）では、企業部門については、9月の「企業収益が高水準で推移する」から10月「高水準で推移しており、企業の業況感も、部門によって慎重さはみられるが、総じて良好な水準を維持している」と9月短観の評価が加わった。

また生産については、8月分が前月比3.4%と2ヵ月ぶりに上昇したことを受け、9月の「足もと横ばいながら、基調としては増加を続けている」から10月「増加基調を続けている」と判断を上方修正した。

個別判断（金融環境）では、ターム物金利が、先月までの低下から、横ばいになったと修正されている。

(図表 1) 金融経済月報の個別判断 (先月との比較)

|      |               | 2007年10月   | 2007年9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          | 高水準で推移しており、企業の業況感も、部門によって慎重さはみられるが、総じて良好な水準を維持している   | 企業収益が高水準で推移する  |
|      | 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          | 足もと減少している  | 足もと減少している  |
|      | 生産            | 増加基調を続けている   | 足もと横ばいながら、基調としては増加を続けている   |
|      | 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) | ゼロ%近傍で推移している   | ゼロ%近傍で推移している   |
| 先行き  | 輸出            | 海外経済が全体として拡大するも、増加を続けていくとみられる  | 海外経済が全体として拡大するも、増加を続けていくとみられる  |
|      | 国内民間需要        | 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、引き続き増加していく可能性が高い   | 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、引き続き増加していく可能性が高い   |
|      | 生産            | 増加基調をたどるとみられる  | 増加基調をたどるとみられる  |
|      | 公共投資          | 減少基調で推移すると考えられる  | 減少基調で推移すると考えられる  |
|      | 国内企業物価        | 当面、上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる   | 当面、上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる   |
|      | 消費者物価(除く生鮮食品) | 目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、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   | 目先、ゼロ%近傍で推移するとみられるが、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   |
| 金融環境 | 企業金融を巡る環境     | 緩和的な状態にある<br>民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、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やや上昇している。 | 緩和的な状態にある<br>民間の資金需要はこのところ横ばい圏内の動きとなっている。一方、CP・社債の発行環境は良好な状況にあるほか、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やや |
|      | 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、前月と比べ低下している   |
|      | 為替・資本市場       | 為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利および株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している   | 円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている。   |

## 2. 定例記者会見：金融市場の混乱、米国経済の下ぶれリスク認識は先月と変わらず

(見送りの理由：国際金融市場は全体としては不安定な状態、世界経済の不確実性が存在)

利上げ見送りの理由について、「国際金融市場はいくつかの改善の動きはみられているが、全体としてはなお不安定な状態が続いている、そのほか米国経済の先行きに関する下ぶれリスクなど、世界経済について不確実性がなお存在する」「したがって国際金融市場や海外経済の動向を引き続き注視していく必要がある。そういう判断となった」とした。

(日本経済の状況認識は：生産が回復するなど良好)

国内経済について、「出荷在庫バランスは着実に改善している」、これまで横ばいだった生産は「増加に転じている」一方、「企業所得の家計部門への還元が幾ばくか弱まっている」とした。

全体としては、「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるなか、先行き物価安定のもとでの息の長い成長を続ける蓋然性が高い」との認識を示した。

#### (9月短観評価：全体としては良好、中小の弱さは継続している)

9月短観の評価を質問され、「業況感は部門によって慎重さが見られるが、総じて良好さを維持している」との認識を示した。中小企業の弱さについては、「例えば中小企業製造業は、生産の伸び悩みとか原材料コストの上昇の影響などがあって、業況判断は三期連続の悪化、中小の非製造業でも、建設業や消費関連業種を中心に、構造的な調整圧力がかかり続けるもとの、二期連続悪化しているという状況であって、やはり継続的に出てくる新しい経済の姿の変化、今回の短観で、何か一つ屈折して新しい変化が出てきたとは、私どもは理解していない」との見方を示した。

#### (金融市場の混乱の現状認識は：なお不安定な状態が続いている)

金融市場の混乱の現状認識はとの質問に、「米国、欧州の金融市場ではいくつかの改善の動きが前回の決定会合以降みられている。ただし全体としてみると、なお不安定な状態が続いている。ひとこと言えばそういうことだ」とした。

先月会見で指摘した3つの着眼点について、以下のような認識を示した

|                           |   |
|---------------------------|---|
| クレジット市場の機能の改善             | <ul style="list-style-type: none"><li>・ ABCPやLBOなどで一部の取引は戻ってきている</li><li>・ ただリスクの再評価と価格発見のプロセスはなお続いている状況で、これらの市場の機能は引き続きかなり低下した状態（CBOやCLOなどは、そのサブプライムに関係のないものも含めてスプレッドが高止まっていて、取引も停滞）</li></ul> |
| 金融機関のディスクロージャーによる相互の信頼回復  | <ul style="list-style-type: none"><li>・ 短期金融市場では銀行間のレートはまだ高止まった状態、正常な状態に戻ったとまではまだいえない</li><li>・ ただ翌日物金利のそれはいくぶん小さくなってきているというふうな改善事項はある。ターム物取引も幾ばくか成立しやすくなってきている</li></ul>                       |
| 企業金融全般が円滑に推移する状況が維持されていくか | <ul style="list-style-type: none"><li>・ 引き続き円滑に行われている</li><li>・ 企業の社債スプレッドやCDSプレミアムは幾分縮小、九月の社債発行は増加</li><li>・ ただ、欧州中央銀行（ECB）のサーベイによると、銀行の与信スタンスが若干タイト化</li></ul>                                |

#### (米国経済：ダウンスайдリスクの認識は変わっていない、住宅価格の調整が最大の不確定要因)

米国経済について、福井総裁は「前回の会合で申し上げた米国経済についてのダウンスайдリスクの高まりという点については、大づかみにすればこの認識はまだ変わっていない」との認識を示した。

さらに、「今後をみた場合は住宅市場の調整は、まだ住宅在庫が非常に高い水準にあってこれから在庫の調整が進むという段階。したがって米国の住宅価格への調整の影響がどれぐらい強く出てくるかは未知

数」「米国経済のスローダウンはなお続くが、住宅投資の調整が最終的に価格の面でどれぐらい強く出るかということについて最大の不確定要因を残している」とした。

#### (水野委員の反対、他の委員との開き：ニュアンスの差程度)

現状維持に反対した水野審議委員に関して質問され、「水野さんのご意見は、世界や我が国の実体経済は拡大を続ける可能性が高い、米国サブプライム問題に端を発した金融市場の変動は、もちろんリスク要因として、これは認識している。しかし、リスク要因の一つにすぎないという判断、利上げの判断を先送りすれば、やはりファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないとの判断であった」とした。

また他の委員との景気認識などの開きについて質問され、「水野委員とその他の委員との間で画然と差があるというのではなくて、委員ごとにニュアンスの差はそれぞれにあるという程度に受けとめていただいたほうが正確だ」とした。

#### (CPIの動き：家計への還元は幾ばくか弱まりつつある)

なかなかプラスに転じてこないCPIについて質問され、「そう遠からずCPIはプラス基調で推移していくようになる」。

ただし、「平均してみると家計部門への、特に賃金を通じるルートでの家計部門への還元は、想定よりもそんなに非常に離れているわけではないが、幾ばくか弱まりつつ推移している。しかし、大きくシナリオが崩れているとかいうことではない」とした。

#### (値上げの動き、物価感：物価指数は微動だにしないが、人々の物価感はなかり変化が始まっている)

最近値上げが目立ってきていることについて、「やはり消費者の感じる物価感というのは、非常に正直なところがある、生活者意識アンケート調査を見ると、経済の状況がひとより悪いという感じに、大づかみにいってなっているわけだが、その背景を探ってみると、物価が上がり始めているじゃないか、特に身の回り品が上がり始めているじゃないかということと、経済がちょっと変調を来していないかということとが連関しているようにも読める」「物価指数は微動だにしないような状況で今動いているが、人々の物価感はかなり変化が始まっている可能性があるというふうに見ている」との認識を示した。

#### (携帯電話会社の新料金プラン：金融政策にはニュートラル)

携帯電話会社の新料金プランがCPI、政策に与える影響はどの質問に、「新しい料金プランは通信料とハードをセットに考えるということ、ハードを新しく買わなければ通信料も下らない。普通に考えるとニュートラルな料金プラン」「政策との関連では、物価指数が技術的にどういうふうに修正されようと、政策に対してはニュートラル」とした。