

経済・金融 フラッシュ

7月決定会合・白川総裁会見： 交易条件の悪化が景気・物価見通しの修正理由

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail: yyajima@nli-research.co.jp

1. 4月展望レポートから景気下振れ・物価上振れ、ただし回復シナリオは維持

日銀は15日、現行の金融政策維持を全員一致で決定した。

今回から新たに「当面の経済・物価情勢と金融政策運営について」という声明が決定会合後に発表されることになった。

声明によると、景気については「エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している」と下方修正を行った。また物価については上方修正された。

白川総裁は会見で「4月の見通しに比べ、原材料価格が一段と上昇し、これが経済・物価の両面に表れている」と述べ、さらなる交易条件の悪化が景気・物価見通しの修正理由であるとの認識を示した。

ただし、先行きの景気については「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される」、また物価については、「先行きは当面、上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される」と回復シナリオは維持されるとの見方を示した。

今回から四半期ごとに公表されるようになった政策委員の見通し、リスク・バランス・チャートでも同様の認識が示されている。GDP成長率が4月時点に比べ2008年度と09年度ともに下方修正される一方、コアCPI上昇率は08年度、09年度ともに上方修正されている。

日銀としては当面、景気下振れ、物価上振れの両リスクを睨みながら現状維持を続けざるを得ないだろう。

なお今回新たに示された情報発信の強化策は以下の4点。

- ① 会合終了後に金融政策運営の「2つの柱」に基づく点検結果を公表
- ② 展望レポートの見通し期間を延長(10月のレポートでは2010年度まで見通し公表)
- ③ 政策委員の見通し計数、リスク・バランス・チャートを四半期ごとに公表
- ④ 議事要旨を次回会合で承認の上公表

今後毎月の決定会合後には、「当面の経済・物価情勢と金融政策運営について」の声明が公表され、四半期に一回、政策委員の見通しとリスク・バランス・チャートが公表されることとなる。

政策委員の大勢見通し

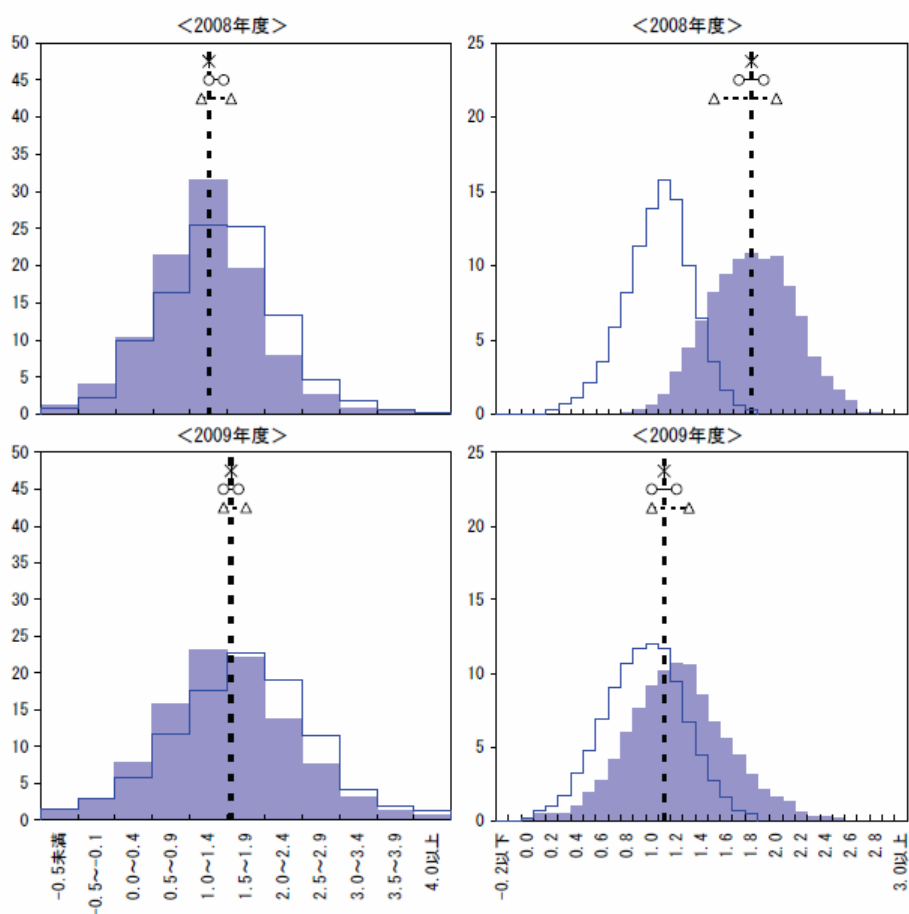
対前年比、%、〈 〉内は政策委員大勢見通しの中央値

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	1.2～1.4 〈1.2〉	4.7～5.0 〈4.8〉	1.7～+1.9 〈1.8〉
2008年4月時点の見通し	1.4～1.6 〈1.5〉	2.4～2.8 〈2.5〉	0.9～+1.1 〈1.1〉
2009年度	1.4～1.6 〈1.5〉	1.8～2.0 〈1.8〉	1.0～1.2 〈1.1〉
2008年4月時点の見通し	1.6～1.8 〈1.7〉	1.3～1.8 〈1.5〉	0.8～1.0 〈1.0〉

リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP

(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



2. 会見: 交易条件の悪化が景気・物価見通しの修正理由

主な質疑応答は以下の通り。

(中間評価での原油価格等の見通し: 高水準で推移)

「今回の中間評価ではそうした(新興国の)需要に支えられて国際商品市況は先行きも高水準で推

移すると想定している。つまりこの先、どんどん上がっていくとか、あるいはこの先、明確に下がっていくということは想定せずに高水準で推移するという想定を立てている」

（景気判断下方修正の理由：交易条件のさらなる悪化）

「足元さらに減速していることの1番大きな原因は、交易条件のさらなる悪化である。交易条件が悪化すると、当然、企業収益は圧迫されるということになる。これは今回の短観にもそうした姿が出ていた。その結果、設備投資の方にも影響が出てくるということであって、特に大企業の製造業は比較的堅調であるが、中小企業あるいは非製造業の方には、設備投資の鈍化という傾向が、より明確に出てきているという感じがする」

（米国経済立ち直りの時期：回復時期の見通しが少しずつ後ずれしている）

「基本的な経済の流れということから言うと、毎回申し上げている資産価格と金融市場と実体経済のマイナスの相乗作用が、いつ、どのような形で終息に向かうのかというのが大きなポイントであるが、その点について、まだなかなか見きわめがつきにくいという状況だ」

「米国経済について標準的な見通しを立てた場合には、従来は2008年末から2009年にかけて、だんだんに成長率が上がっていくという見通しが、少しずつ後ずれしているなという感じはする。いづれにせよ現在は標準シナリオをある程度描きながら、どちらかというと下振れリスクを意識しながら米国経済を見ているというのが、きょうの決定会合における委員の大方の判断だ」

（物価が上ぶれした場合の対応：セカンド・ラウンド・エフェクトが起きておらず、金融政策で対応しないとイケないわけではない）

「現在の物価上昇を考えてみると、明確に要因分解できるわけではないが、こうした国際商品市況の高騰による直接的な上昇の部分がかなり大きいと判断している。輸入コストが上がって、その結果、先々の予想インフレ率も上がり、それが賃金の設定を初めとしていろんな賃金・物価形成に汲み取られ、物価がさらに上がっていくというセカンド・ラウンド・エフェクト（2次的な効果）が現在起きているかということ、そうしたものは起きていない」

「セカンド・ラウンド・エフェクトがこの先起きていかないかどうか、この点については丹念に見ていく必要があると思っている。現在は起きていないということだから、金融政策で対応しないとイケないわけではないと思う」

（GSE（米政府支援機関）：日銀保有の是非についてはコメントを差し控える）

「日銀は、外貨資産の運用に当たっては中央銀行資産としての性格にかんがみて、高度の安全性と流動性を確保することを目的としている。こうした考えの下で運用対象資産は、第一に主要国の国債を中心とした高い安全性と流動性を備える債券。第二に主要国の中央銀行に対する預金等高い安全性を備える預金。第三に高い安全性と流動性を備える金銭の信託にかかる信託財産というように運用している。運用対象資産の詳細についてはこれまでと同様、金融為替市場において無用の憶測を招く恐れがあるのでコメントすることは差し控えたい」

3. 金融経済月報での景気全体と個別判断の変化

	現状	先行き
2008年7月	景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速している	景気の先行きについては、当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される
2008年6月	景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している	景気の先行きについては、当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどると予想される
2008年5月	景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している。	景気の先行きについては、当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどると予想される
2008年4月	景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している	景気の先行きについては、当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどると予想される
2008年3月	景気は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している	景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。

(黄色部分は先月から変更されたことを示す)

	2008年7月	2008年6月	2008年5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	低調に推移している
	輸出	足もと鈍化しつつも増加基調を続けている	足もと幾分鈍化しつつも増加を続けている	増加を続けている
	企業収益	交易条件の悪化等を背景に減少している	交易条件の悪化等を背景にこのところ減少している	高水準ながら伸び悩んでいる
	設備投資	増勢が鈍化している	増勢が鈍化している	増勢が鈍化している
	雇用者所得	緩やかに増加している	緩やかな増加	緩やかな増加
	個人消費	このところやや伸び悩んでいる	底堅く推移している	底堅く推移している
	住宅投資	回復の動きが一巡している	緩やかに回復している	緩やかに回復している
	生産	やや弱めの動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている	横ばい圏内の動きとなっている
	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	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)	石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、+1%台半ばとなっている	石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、+1%程度となっている	昨年末頃からプラス幅が拡大し、足もと+1%程度となっている
先行き	輸出	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加基調を続けていくとみられる	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加を続けていくとみられる	海外経済が減速しつつも拡大するも、増加を続けていくとみられる
	国内民間需要	企業収益は、当面減少を続けるが、エネルギー・原材料価格の上昇が緩やかになるにつれて、増益基調に復すると予想される。また、雇用者所得は緩やかな増加傾向をたどるとみられる。そうしたもとで、国内民間需要は、当面やや伸び悩みつつも、その後は次第に底堅さを増していく可能性が高い。	企業収益は、当面減少を続けるが、エネルギー・原材料価格の上昇が緩やかになるにつれて、増益基調に復すると予想される。また、雇用者所得は緩やかな増加を続けるとみられる。そうしたもとで、設備投資や個人消費は底堅く推移する可能性が高い。一方、住宅投資は、回復の動きが徐々に一巡していくと予想される。	企業収益が幾分弱まりつつも総じて高水準を維持し、雇用者所得も緩やかな増加を続けるもとで、設備投資や個人消費は底堅く推移する可能性が高い。また、住宅投資は、回復傾向をたどるがそのテンポは緩やかと予想される。
	生産	当面横ばい圏内で推移するが、その後増加基調に復していくとみられる	当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる	当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる
	公共投資	減少傾向で推移すると考えられる	減少傾向で推移すると考えられる	減少傾向で推移すると考えられる
	国内企業物価	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い	当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い
	消費者物価(除く生鮮食品)	経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、当面、現状程度ないしそれを幾分上回るプラス幅で推移すると予想される	経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラスを続けていくと予想される。	経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するも、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス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	緩和的な状態にある
	CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移し、企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。企業の資金繰りは、全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業でやや悪化している	CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加しており、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横ばい圏内で推移している。企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば、引き続き良好に推移している	民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドが拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、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横ばい圏内で推移している。企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば、引き続き良好に推移して	
	マネーストック	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	前年比2%程度の伸びとなっている。
	短期金融市場	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、タム物金利は、前月と概ね同じ水準となっている。
	為替・資本市場	為替・資本市場では、前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しているが、長期金利は低下し、株価は下落している。	為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。この間、株価は前月と概ね同じ水準となっている。	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。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。