

経済・金融 フラッシュ

8月決定会合・白川総裁会見：

2ヶ月連続下方修正、10年ぶりの「停滞」判断へ

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. 2ヶ月連続下方修正、10年ぶりの「停滞」判断へ

日銀は18、19日の政策決定会合で景気の現状判断を、先月の「さらに減速」から「停滞」と2ヶ月連続下方修正を行った。「停滞」が使われたのは、97-98年以来で約10年ぶりとなる。20日公表の金融経済月報では、輸出、生産、個人消費、設備投資など、多くの主要項目で下方修正を行っている。

ただし、先行きについては、「当面停滞を続ける可能性が高い」としたものの、「国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく」と従来の回復シナリオを維持、白川総裁は会見で、「日本経済は設備、雇用の面で大きな調整圧力を抱えていない景気が大きく落ち込む可能性が高いかという、その可能性は小さいと現状では考えている」と景気後退は浅いものになるとの判断を示した。

当面、日銀はインフレ懸念も引き続き強調しながらも、景気悪化に警戒を強めざるをえない。利上げにも利下げにも動けない状況が続くだろう。

2. 会見：調整圧力を抱えておらず、底割れする可能性は小さい

主な質疑応答は以下の通り。

（減速から停滞：経済のメカニズムについて判断を大きく変えたわけではない）

「表現を変えたが、日本銀行として景気のメカニズムについて判断を大きく変えていない。振り返ってみると、4月に景気は「減速」という表現を使い、7月には景気は「さらに減速」とした。その際、「さらに減速」したという経済の状態がどのような状態か、それを「停滞」という言葉で表現すべきかどうかについては、その時点ではまだそれを判断する十分なデータが揃っていたわけではない。今回、様々な観点から議論したが、基本的なメカニズムについて私どもの判断が変わったわけではない。「停滞」と言っても、これから経済が大きく落ち込むという可能性は小さいと判断した」

（景気の下振れリスクと物価の上振れリスク「5対5」：双方に注意が必要な局面）

「結論は前回と変わっていない。景気は下振れリスク、物価の上振れリスク、双方に注意が必要な

局面と申し上げたが、今回も全く同様の判断だ」

（米国経済の先行き：下期経済は停滞していくというのが一般的な見通し）

「金融市場・金融システムの問題は、少しずつ性格が変わってきているように思う。まず、昨年夏の段階では証券化商品の値下がりに伴う流動性危機が発生し、これに対して、F R Bを始め各国の中央銀行が流動性供給ということで対応してきた。その後は、機関投資家のリスク評価の厳格化や金融機関の貸出態度の慎重化といった形で信用収縮が明確化してきた。さらに最近では、住宅ローンだけではなく商業用不動産や消費者ローンの延滞率が上昇するなど、金融システムと実体経済のマイナスの相互作用が懸念される状態になってきている。先行きの見通しについても、こうした相互作用がいつどのように収束するのかがポイントだが、なお帰趨がみえない状況にあり、引き続き不確実性が高いと判断している。GDPの成長率という面でみると、08年の前半は減税の効果もあり、数字的には予想比若干高かったが、この下期にかけては先程の2つの条件が米国経済にも影響を及ぼして、経済は停滞していくというのが一般的な見通しだ」

（停滞という言葉は97、98年に使われたが、当時のように底割れする可能性はないか：調整圧力を抱えておらず可能性は小さい）

「日本経済は設備、雇用の面で大きな調整圧力を抱えていない。足許、在庫が少し増えているが、この在庫が今大きな調整圧力を抱えているというわけではない。そういう意味で、景気が大きく落ち込む可能性が高いかという、その可能性は小さいと現状では考えている」

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8月	景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している	景気の先行きについては、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、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8月	2008年7月	2008年6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	増勢が鈍化している	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	
	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	
	設備投資	横ばいとなってきている	増勢が鈍化している	増勢が鈍化している	
	雇用者所得	伸び悩み	緩やかに増加している	緩やかな増加	
	個人消費	弱めの動きとなっている	このところやや伸び悩んでいる	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	回復の動きが一巡している	緩やかに回復している	
	生産	弱めに推移している	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	
	国内企業物価	3か月前比でみて大幅に上昇している	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、±2%程度となっている	石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、+1%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	
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	
	国内民間需要	企業収益が減少を続け、家計の実質所得も弱めに推移するも、国内民間需要は伸び悩み可能性が高い	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、増勢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、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と可能性が高い。	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、増勢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こととみられる。そうしたも、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。	
	生産	当面弱めに推移するとみられる	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	
	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、国際商品市況高の影響が残るため、上昇を続けるが、伸びは鈍化していく可能性が高い	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)	エネルギーや食料品の価格動向などを反映し、当面上昇率がやや高まったあと、徐々に低下し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、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。	
	金融環境	企業金融を巡る環境	総じて緩やかな状態にある	緩やかな状態にある	緩やかな状態にある
		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、長期金利は低下し、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、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。
民間の資金需要は緩やかに増加している。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やかな貸出姿勢を続けている。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、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					

(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。