

経済・金融 フラッシュ

白川総裁講演(7/18):

景気悪化と物価上昇のリスクのウエートは 5 対 5

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

白川総裁が7月18日に内外情勢調査会で講演を行った。筆者は白川総裁就任後初めて聴講した。講演は「経済・物価の見通しと当面の金融政策運営」と「金融政策運営に関する中央銀行の情報発信」の2部構成。その後、藤原作弥・元日銀副総裁が白川総裁に質問を行った。

講演で白川総裁は、景気下振れ・物価上振れリスクが高い状況にあるとの認識を示したが、先行きは「当面減速を続けるが、深い調整局面に陥ることはなく、その後は次第に緩やかな成長経路に復していく可能性が高い」と述べた。

深い調整にならない要因として、①外的ショックに対する頑健性が高い、②国内金融システムがサブプライムでそれほど痛んでいない、③世界経済の成長がなんとか維持される、を挙げた。

また物価については「二次的効果が発生している訳ではない」との認識を示したが、「当面は上振れをもたらすリスク要因への注意を怠れない」と述べた。

内容的には直近の金融経済月報や総裁会見などと同じで目立った見解はなかったが、説明が丁寧で頭の整理が非常にできた。

続く情報発信については、かなり白川総裁の思い入れもあり（総裁就任直後から「リスク・バランス・チャート」の導入や7月の強化策など独自色を強く打ち出している）、具体的かつ踏み込んだ説明がなされているという印象を受けた。

講演後、藤原氏は①物価圧力をどうみているのか、②景気悪化と物価上昇のリスクのウエートは、③情報発信の強化で、逆に数字が一人歩きするリスクが高まったのではないかと、④2人欠員の体制について質問を行った。

白川総裁は②について「景気悪化と物価上昇についてリスクのウエートは5対5」と答えた。筆者はこのわかりやすい数字による回答が、③の質問に絡んで考えると数値が一人歩きするのでは思った。次回以降の決定会合後の会見で格好の質問材料となってしまったような気がする。

講演の要約は以下のとおり。

1. 講演: 難しい課題に直面している

(経済の現状と見通し: 深い調整局面に陥ることはない)

- 経済の現状
 - ・ 昨年末頃から、景気は徐々に減速に転じた。最初は建築基準法改正に伴う住宅投資の急減が主因、その後はエネルギー・原材料価格の高騰による
 - ・ 足もとでは、景気はさらに減速している
- 経済の先行き
 - ・ 当面減速を続けるが、深い調整局面に陥ることはなく、その後は次第に緩やかな成長経路に復していく可能性が高い。理由は以下の3点
 - 外的なショックに対する日本経済の頑健性が以前に比べ格段に高い
 - 金融システム面でも、サブプライム問題による日本の金融機関の損失は、欧米に比べ限定的なものにとどまっている
 - 世界経済の成長という、日本の輸出にとっての好環境がなんとか維持される
- リスク要因
 - ・ エネルギー・原材料・食糧などの国際商品市況の高騰
 - ・ 世界的なインフレ圧力

(物価の現状と見通し: 足元大きな変化が起こっている)

- 物価の現状
 - ・ 諸外国と比べれば低いとはいえ、長く安定基調が続いてきたわが国の物価動向からすると、大きな変化が起こっている
- 物価の先行き
 - ・ 先行きの物価については、主として、エネルギー・原材料価格の変動とその転嫁の動向に応じた動きになる可能性が高い。メイン・シナリオとしては、消費者物価の上昇率は、現在の1%台半ばの水準から、当面は上昇率をさらに高めるが、その後は徐々に低下するという姿を想定している
 - (国内の需給バランス) ほぼバランスした状態。先行きも概ね同様の状態が続くと考えられ、この面から物価上昇率を大きく押し上げたり、押し下げたりする力が働く可能性は高くない
 - (輸入物価) これまでも、エネルギー・原材料価格高と、それに伴う価格転嫁の動きが、国内企業物価、消費者物価に大きな影響を及ぼしてきており、先行きも、引き続き、影響を与える
 - (インフレ予想) 二次的効果が発生している訳ではない

(金融政策運営：重要なのは供給ショックに対して金融政策でどう対応するか)

- 重要となるのは、エネルギー・原材料価格の上昇という、いわゆる供給ショックに対して、金融政策運営面でどう対応すべきか、という問題についての考え方
 - ・ 先進国中央銀行間で共有されている考え方
 - 第1に、供給要因に基づく輸入コストの一時的な上昇に対しては、金利引き上げで抑え込むことは適切ではない
 - 第2に、インフレ予想の上昇などを通じて二次的効果が発生するリスクがある場合には、金利引き上げで対応すべき
 - ・ ただし、これまでの商品市況の上昇は、長期かつ世界的な需要の増加という要因が強く働いており、「一時的」「供給要因」ともいえない
 - ・ 結局、輸入コスト上昇の下での金融政策運営という点では、判断のポイントは3つに集約
 - 第1に、原材料価格の高騰に伴う所得流出による内需の減少と、新興国・資源国を中心とする世界経済の強さを背景とした輸出の増加という2つの異なる方向の力が、日本の景気に及ぼす影響をどうみるか、
 - 第2に、そうした景気情勢が物価に与える影響をどう評価するか
 - 第3に、国際商品市況の上昇やその下での現実の物価上昇が、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動をどう変化させるか、
 - ・ 金融政策運営上の判断基準が必要だが、第3のポイント・予想インフレ率の安定が確保されているかどうかを重視する

(金融政策に関する情報発信：先行きの運営は見通しやリスク要因とあわせて)

- 情報発信を構成する3つの重要な要素
 - ・ 金融政策の目的や目標
 - ・ 経済・物価の現状判断や先行きに関する見通し
 - ・ 先行きの金融政策運営の考え方
 - これをどの程度発信するかは、経済情勢等によって異なる。金融政策運営の考え方は、あくまで経済・物価情勢を前提としたものであり、経済・物価の見通しやリスク要因とあわせて情報発信していく必要がある

(情報発信の課題：透明性向上で直面する問題)

- 委員会における意見の多様性と透明性の調和という課題
 - ・ 日本銀行を含めて多くの中央銀行は、委員会による意思決定という仕組みを採用。最終的な政策金利の水準については多数決で決定するが、そこに至る経済・物価情勢についての見方や金融政策運営のロジックは多様
 - ・ そうした多様な見解は委員会制度の強みだが、中央銀行としての見解をどのように集約して公表していくのかは大きな課題

- リスクや不確実性をどのように説明するか
 - ・ 金融政策の効果波及のラグは長く、かつ可変的なので、ある程度の期間の見通しを示すことが必要
 - ・ しかし、先に行くほど不確実性は高まる。また、仮にリスクとして定性的に認識できる場合でも、それがいつ顕在化するかわからないというのが普通
- 中央銀行の行動原理、金融政策運営の考え方をどのように説明するか
 - ・ 政策金利の変更を予め市場に織り込ませることが透明性の高い金融政策であるという議論がなされることがあるが、決してそうではない
 - ・ 重要なことは、中央銀行の基本的な行動原理をその時々々の経済情勢に即して説明すること

2. 会見：景気悪化と物価上昇のリスクのウエートは 5 対 5

藤原作弥・元日銀副総裁・時事通信OBが代表で質問を行った
白川総裁の回答は以下

（日本の物価上昇圧力をどう見ているのか：二次的な影響はでていない）

「相対的には上がっているが、日本はまだ恵まれた状況にある。現在の物価上昇の一番大きな原因がエネルギー・原材料価格の上昇なので、これ自体をもしすべて押さえ込もうとすると、景気に対して大きな影響がでるので、一時的な影響それ自体はとりあえず受け止めざるをえない」

「二次的効果は避ける必要がある。二次的効果が起きているのかがポイントになるが、現時点ではまだ起きてはいない」

（景気悪化と物価上昇のリスクのウエートは？：5：5）

「景気と物価のリスクについては、現在は双方に注意が必要な局面であり、そこにはウエートの差を設けていない。そういう意味では5対5ということになる」

（情報発信の強化で数字が一人歩きするリスクは：認識はしているが工夫は必要）

「透明性を向上する幾つかの措置を講じたが、同時に副作用という結果をもたらす危険があることも同時に認識している」「中央銀行としての見方をわかりやすく説明していくという工夫が必要だ」

（2人欠員の体制：9人体制がいいと思っている。欠員が解消されることを期待）

「総裁1人、副総裁2人、審議委員6人というのは大変望ましい、いい体制だと思っている。欠員という事態が早期に解消され、そのポストにふさわしい方が早く任命されてほしいと願っている」

（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。