

経済・金融 フラッシュ

水野審議委員講演(7/24)：

景気の下振れの方をやや意識しながら政策運営を行っていくのが適切

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

水野審議委員が7月24日に講演を行った。

日銀の中ではどちらかと言えば従来タカ派と見られてきた。翌25日は6月分の消費者物価指数の公表、コアCPIが2%超えとの予想もでており、前日に講演がセットされたことに日銀の意図があるのではと感じてしまったが、水野審議委員の講演は「先行きの景気に対してかなり慎重」であった。

水野審議委員は、日本経済について「エネルギー・原材料価格高が、企業収益、個人消費でダウンサイドに、CPIコアでアップサイドにもたらしたインパクトは、「展望レポート(2008年4月)」をまとめた4月末時点では想定できなかったほど厳しいものになっている」との認識を示し、その上で金融政策については「景気の下振れの方をやや意識しながら政策運営を行っていくのが適切ではないか」と述べた。

また日銀が7月会合で公表した展望レポートの中間評価で示した実質成長率は08年度が1.2%、09年度は1.5%という数字について、「私は09年度の数字が08年度よりも高いかどうかについては自信ない。私は08年度と09年度の成長率が逆転することは十分あり得ると考えている」と先行きの景気について慎重な見方を示した。

講演の要約は以下のとおり。

1. 講演:エネルギー・原材料価格高のインパクトは4月末時点では想定できなかった

(経済・物価情勢: エネルギー・原材料価格高のインパクトは4月末時点では想定できなかった)

○ 国内の景気動向

- ・ 7月の「金融経済月報」で、景気の現状判断の冒頭表現を、「わが国の景気は、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。」と、前回6月の表現に、「さらに」という表現を加え、若干下方修正した
- ・ 一言で言えば、エネルギー・原材料価格高が、企業収益、個人消費でダウンサイドに、CPIコアでアップサイドにもたらしたインパクトは、「展望レポート(2008年4月)」をまとめた4月末時点では想定できなかったほど厳しいものになっている

○ 物価動向

- ・ 企業物価指数はここ 20 年ほどでみると例がないスピードで上昇、前年同月比+6%を超えるのは時間の問題。
- ・ コア CPI は、小売段階での値上げの広がりから、秋には同+2.5%程度まで上昇すると私は予想している。

○ 米国経済

- ・ 米国では、労働市場の弱さ、個人消費の低迷がより明確となってきた
- ・ 米国の 2008 年後半の個人消費については、(1) 1 ガロン=4 ドル台まで上昇したガソリン価格、(2) 鈍化し始めた時間当たり賃金の上昇率、(3) 消費者マインドのさらなる悪化、(4) 株価・住宅価格の下落による逆資産効果、(5) 「経済と金融の負のフィードバック」が強まるリスクの高まり、などに加え、ブッシュ政権の減税策の景気押し上げ効果の大半は 4~6 月期に顕在化し、その後、その効果が剥落すると見込まれるため、下振れ懸念が強い
- ・ 米国経済はいわゆる「L 字型」「なべ底型」の景気回復になると見込まれ、2.5~2.75%程度といわれる潜在成長率に復する時期は、2010 年にずれ込む可能性が出てきた

(米国の金融システム：安定にはなお時間を要する)

○ サブプライム問題はまた最悪期を脱していない

- ・ 以下の理由から、「サブプライム問題が最悪期を脱した」と言い切るだけの根拠も乏しい
 - 米国の住宅価格は下げ止っていない
 - 欧米の中央銀行によるかなり踏み込んだ流動性供給策にもかかわらず、インターバンク市場の緊張感は持続しているほか、ABCP の発行残高は減少傾向が持続している
 - 大手格付会社は、欧米投資銀行の信用格付を引き下げている
 - 今後は商業用不動産価格の下落、住宅ローンの焦付きに対応した伝統的な不良債権問題が顕現化し、投資銀行に比べて収益力が劣る米国の地銀など商業銀行の経営環境は厳しくなりそう
 - 5 月ぐらいまでは米国大手金融機関の増資は比較的順調に行われてきたが、6 月以降は増資が消化不良を起こす事例が増えてきた
 - 機関投資家は、GSE 債など暗黙の政府保証が期待できる金融商品や裏付け資産が管理しやすい ABS のうち AAA 格のものを購入するにとどまっている
 - 米国大手銀行の融資姿勢の厳しさは、前回の景気後退局面を大きく上回っている

(世界的なインフレ圧力上昇：主要国の中央銀行が対応できる余地は限定的)

○ 世界的なインフレとその背景

- ・ 今回の資源・エネルギー、穀物価格の高騰の背景は、年金マネーの流入や投機的な動きといった「金融要因」、あるいは、原油の採掘・精製能力増強に向けた投資不足など「供給制約の要因」、「地政学的な要因」

- ・ 個人的には、その主因は、好調な新興成長国の経済という「需要サイドの要因」
- 中央銀行の対応
- ・ 先行き資源・エネルギー、穀物価格の上昇圧力は続く
 - ・ 中央銀行の立場からみると、世界全体でみた需要が強すぎる中で、金利水準は総じて低すぎる。中央銀行コミュニティでは、各国に共通するグローバルな価格ショックに対して、金融政策運営はどのようにあるべきかという議論を継続している
 - ・ 新興成長国の政策当局者が率先して対応することが最善の解決策。しかし、現実には、新興成長国は過度な景気減速を回避するため、段階的に金融引き締めを行う可能性があり、新興成長国のマネタリー・コンディションが十分に引き締められ、世界全体のエネルギー・穀物需要が減速する展開が実現するには時間を要する
 - ・ この間、主要国の中央銀行が自国の景気減速というコストを支払いながら、世界全体の原油需要を抑制しているのが現状。ただ、新興成長国の景気過熱が続く限り、原油・食料品の価格上昇という外的要因によるインフレ圧力抑制に対して、主要国の中央銀行が対応できる余地は限定的

(金融政策運営の考え方：新興国の動向が要注意)

- ・ 一般論として、エネルギー・原材料価格の高騰という「相対価格の変化」による物価上昇圧力は、金融政策で止めることはできない。一方、エネルギー・原材料価格の高騰が、企業や家計のインフレ予想を押し上げることによって賃金・物価がさらに上昇する二次的効果(second-round effect)が発生した場合、金融引き締めによって歯止めをかける必要がある
- ・ 現在のわが国をみると、賃金の伸び率は前年比+1%前後と落ち着いており、二次的効果が発生しているわけではない
- ・ 景気は減速局面にあることは明白。政府が「局面変化の可能性」から「悪化」と景気認識を近い将来に下方修正する可能性が高まっている。景気日付判断上、2002年1月にスタートした今回の景気拡大局面は昨年10-12月にピークを付け、「緩やかな景気後退局面に入った」と判断される可能性もある
- ・ したがって、日本銀行としては、現在、エネルギー・原材料価格高を背景とした民間内需の下振れリスクと物価の上振れリスク、及び、国際金融市場の動向、について予断を持つことなく、丹念にウォッチするべき局面
- ・ 個人的には、新興成長国の景気・物価の先行きを懸念

2. 会見:09年度の景気回復には自信がない

主な質疑応答は以下の通り。

(景気の下振れリスクと物価の上振れリスク：景気下振れを意識している)

「個人的には、今は民間内需の下振れリスクがエネルギー・原材料価格の高騰によって高まっている局面だ。物価の上昇については、賃金の上昇を伴いながらスタグフレーションになっていく1970年代のような状況ではないことを考えると、今は景気の下振れの方をやや意識しながら政策運営を行っていくのが適切ではないかと思っている」

(景気後退局面入り、回復の時期：09年度の景気回復には自信がない)

「景気日付判定上、これが判明するのはずっと先のことだが、DIではなくCIを重視するという政府の姿勢からすると、景気後退に入ったという判断がされても仕方なく、景気後退と認定される可能性はある。同時に強調しておきたいのは、深い景気後退になる、あるいは景気が底割れしていく状況になるかということ、企業が3つの過剰を解決した中では、そういう状況は今のところ起きにくい」

「ただ、景気回復のパスに回帰するタイムラグについては、以前想定していたより、あるいは日銀が公式に言っているよりも後ずれする可能性はある」「日銀が7月会合の後に出した公表文では、実質成長率は08年度が1.2%、09年度は1.5%という数字があるが、私は09年度の数字が08年度よりも高いかどうかについては自信ない。私は08年度と09年度の成長率が逆転することは十分あり得ると考えている」

(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。