

経済・金融 フラッシュ

10月決定会合・白川総裁会見： 停滞長期化・回復時期遅れる、協調利下げに否定的

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. 停滞長期化、回復時期は遅れる。協調利下げに否定的見方

白川総裁は、6、7日の現状維持を決めた政策決定会合後の会見で、景気の現状について「エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するも、こうした状態が続く可能性が高い」と指摘、停滞が長期化するとの見方を示した。

先行きについても「次第に緩やかな成長経路に復していく」との判断は変えなかったが、「不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」との文言を前に挿入、回復までの時間が従来よりもかかるとの認識を示した。

米国の金融安定化法案が可決されたことについて「重要な部分について詳細が必ずしも明らかになっていない」としながらも、「今回の措置は米国の金融の安定化に向け、重要なステップの一つになる」と評価した。ただし、資本注入について「日本の経験ということと重なるが、金融機関が不良資産処理の過程で自己資本を毀損した場合には、これを速やかに回復し、十分な自己資本基盤を維持していくことが極めて重要」と金融危機打開に向けて、資本注入といった追加策が必要と強調した。

10日からワシントンで開かれるG7を前に、市場では協調利下げの観測が強まっているが、これに対して「金融政策の協調という場合、各国の経済・物価の状況からすると本来は望ましくないことを協調して行うことが協調という言葉のニュアンスだと思うが、そういう意味での協調はむしろ望ましくない」と述べ、協調利下げに否定的な見方を示した。流動性対策は各国協調で行っているが、利下げについては国内情勢によると、流動性対策と利下げは別だと強調した。

2. 会見：協調利下げに否定的

主な質疑応答は以下の通り。

（回復時期：従来想定していたよりも先に伸びている）

「今回の発表分からも分かる通り、その時期については、従来想定していたよりも少し先に伸びているということだ。景気の回復時期がいつかについてはもちろん不確実性があるが、そうした判断を今回行ったということだ」

（米国の金融安定化法が可決、公的資金注入の必要性：自己資本基盤を維持していくということが極めて重要）

「今回の法律だが、買い取り価格をはじめとして、重要な部分の詳細がまだ明らかになっていないので、現時点で具体的な評価をするのはなかなか難しい面がある。ただし、今回の措置は米国の金融の安定化に向け、重要なステップの一つになると考えており、早期にこれが実行に移されていくことを期待している」

「日本の経験ということと重なるが、金融機関が不良資産処理の過程で自己資本を毀損した場合には、これを速やかに回復し、十分な自己資本基盤を維持していくということが極めて重要だ。この点、金融システムと実体経済の負の相乗作用が働いている経済では、金融機関が必要とする資本額をリアルタイムで把握することは難しい作業だが、それでも金融システムの安定性維持に向けた強い意志の下で、関係者がそれぞれの立場で実効性ある施策を進めていくことが不可欠だ」

（今回の米金融安定化法の枠組みで、公的な資本注入ができるか、日本の経験から：具体的なことが決まっていないのではない）

「法律の文言自体は、具体的なことが決まっていないという風に思う」

「日本も大変深刻な不良債権問題を経験した。ここからどういう教訓を導き出すかということについてはいろんな議論がなされ、いろんな議論が可能だ。この文脈で言えば、わたしは3つのことが重要だと思う。一つは、日本の金融問題のうち、最大のもは資本不足であった。資本不足の問題が解決すれば直ちにすべてが解決するわけではないが、資本不足の解決なしに経済の本格的な解決は難しかったと思う。第二は、資本の不足額というのは、実体経済と金融システムの相乗作用によって変化していくということ。従って、不良債権の額、不足する自己資本の額を、ある時点で正確に測れるというわけではなく、これ自体、時とともに変化していく性格のものだ。三つ目は、必要な資本の額をその時点で正確に認識することは難しいが、政策という次元でみると、日本のケースだが、ある段階で当局として判断を下さなければならない問題であったというふうに思う」

（補完貸付金利の基準貸付比率だけを変動させる選択肢：論理的にはありえない）

「補完貸付の金利とコール誘導目標の金利を分離することはあり得るのかということだ。現在、日銀の金融政策決定会合での決め方だと、誘導目標の決定の仕方と、それから補完貸付の金利の決定の仕方、これは別々だから、論理的にオプションとしてあり得るのかと、論理的な可能性を聞かれば、その可能性はあり得るということだ。それ以上、政策的な意味合いを込めて言っているわけではなくて、論理的な質問に対して論理的に答えたにすぎない」

（設備、雇用の調整圧力の認識は、月末の展望レポートに向けた議論によっては判断が変わるのか：展望レポートで示す）

「設備、雇用の過剰感だが、この点はわれわれも注意して見ている指標だ。短観でもまだ大きな流れの中で見ると設備も雇用も過剰感が強いというわけではもちろんない。ただ、このところ短観で少しずつこれが余剰方向、過剰方向に微修正されているのは事実だ。そういう意味で、今度の展望レポートでどのような判断をするのか、もうしばらく時間があるが、企業からのマイクロ情報も含

めて、そこはしっかり判断していきたい」

（協調利下げの可能性：否定的な見方）

「金融政策の協調という具合に、各国の経済、物価の状況からすると、本来は望ましくないことを協調して行うというのが協調という言葉のニュアンスだと思うが、そういう意味での協調はむしろ望ましくないと思う。たまたま各国が判断して金利の変化の方向がそろったケース、それは協調という言葉で表現できるものではなくて、そのような政策が適当と判断したにすぎないわけだから、あえて協調という形容詞を使う必要はない」

（利下げ提案・議論があったか：利下げは提案なし）

「今回の方針は全員一致で採決された。各委員は先々の経済の姿を予測しながら、金融政策がどうあるべきかを頭の中で考えたと思う。その上で毎回の決定をどうするかを採決している。今回、下げた方がいいのではないかという提案はなかった」

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10月	景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから、停滞している。当面の景気は、海外経済の減速が明確化するも、停滞を続ける可能性が高い。	先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、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9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、国際商品市況が落ちつき、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時、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

(黄色部分は先月から変更されたことを示す)

	2008年10月	2008年9月	2008年8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	増勢が鈍化している	増勢が鈍化している
	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減少している
	設備投資	減少している	最も幾分減少している	横ばいになってきている
	雇用者所得	伸び悩み	伸び悩み	伸び悩み
	個人消費	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている	弱めの動きとなっている
	住宅投資	横ばい圏内で推移している	横ばい圏内で推移している	回復の動きが一巡している
	生産	弱めに推移している	弱めに推移している	弱めに推移している
	国内企業物価	3か月前比でみて上昇テンポが幾分鈍化している	3か月前比でみて上昇テンポが幾分鈍化している	3か月前比でみて大幅に上昇している
	消費者物価(除く生鮮食品)	エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に、+2%台半ばとなっている	エネルギーや食料品の価格上昇などを背景に、+2%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、+2%程度となっている
先行き	輸出	海外経済の減速が明確化するも、横ばい圏内の動きにとどまるとみられる	海外経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとみられる	海外経済の減速から、ごく緩やかな増加にとどまるとみられる
	国内民間需要	企業収益や家計の実質所得の減少を背景に、弱めに推移する可能性が高い	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
	生産	当面弱めに推移するとみられる	当面弱めに推移するとみられる	当面弱めに推移するとみられる
	公共投資	減少傾向をたどると考えられる	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	国際商品市況の反落を主因に、当面、上昇テンポが鈍化するとみられる	国際商品市況の反落を主因に、当面、上昇テンポが鈍化するとみられる	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
	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、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくと予想される	エネルギーや食料品の価格動向などを反映し、当面現状程度の上昇率で推移したあと、徐々に低下していくと予想される	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
	金融環境	総じて緩やかな状態が続いているが、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられる	総じて緩やかな状態にある	総じて緩やかな状態にある
マネーストック	前年比2%台の伸びとなっている	前年比2%台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	オーバーナイト物コールドレート(加重平均値)は0.5%前後で推移している。もっとも、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、コールドレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間金利は強含んでいる	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	前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しており、株価は下落している。長期国債金利は、前月と概ね同じ水準となっている	為替・資本市場では、最近の米国金融機関を巡る情勢を背景に、前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しており、株価は下落している。この間、長期金利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	

(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。