

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年6月14日（14:00～16:29）

6月15日（9:00～12:14）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）
武藤敏郎（副 総 裁）
岩田一政（ 〃 ）
須田美矢子（審議委員）
水野温氏（ 〃 ）
西村清彦（ 〃 ）
野田忠男（ 〃 ）
中村清次（ 〃 ）
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官（14日）
	田中和徳	財務副大臣（15日）
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	鮎瀬典夫（15日9:00～9:10）
企画局参事役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	菅野浩之（15日9:00～9:10）
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。本日と明日二日間の会合であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部からの報告を伺うことにする。政府の方から、財務省勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府から浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。会合中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提にご出席の皆様方はご発言頂ければというふうに思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

最初に金融経済情勢に関する執行部報告の中の金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曾金融市場局長から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明申し上げます。早速であるが、図表1-1で調節面の動きをご覧頂く。無担保コールレートの前回決定会合以降の動きをみると、概ね誘導目標近傍で推移した。少し細かくみると、5月下旬の国債発行から月末日を挟んで、6月4日——この日は税揚げであるが——までの不足地合いの中では、誘導目標0.5%を幾分上回る水準で推移している。ただ、税揚げ後は、余剰感が強まったので、6月5日、6日は、誘導目標を下回っている。図表1-2、当座預金の保有状況をご覧頂く。5月の積み期は、足許までの準預の平残が5.1兆円と、ほぼいつもの積み期並みの水準であるが、都銀が3兆円と、いつもより少し高めになっている。これは、メガバンクの一部が、税揚げまでの間

に厚めの資金を抱えて積みを進捗させたためである。図表 1-3 の 06/10 月積み期以降の当座預金残高のグラフで、5月の積み期中程で、いわゆる積み上幅が高くなっているのは、このためである。この結果、一日当たりの残り所要を示す黒い実線も前積み期が、ほぼ水平であったのと比べると、この積み期は右肩下がりの勾配になっていることがご覧頂けるかと思う。ただ、この間も短期金利の動きが、大変落ち着いていて、06/10 月積み期以降の短期金利のグラフにお示ししているように、コールレートもレポ・レートも変動幅の少ない、落ち着いた動きになっていた。続いて、図表 1-4 で月次の無担コール市場の残高の推移をご覧頂くと、直近の 5 月は幾分残高が減少している。さらに、これを図表 1-5 の〈取り手別〉のグラフで、翌日物の旬毎の末残について取り手別の内訳をみて頂くと、点々印の外銀を中心に減少している。その背景として考えられるのは、5 月の積み期中は、先程申し上げたようにコールレートだけではなく、他の短期金利も大変落ち着いていたので、外銀が資金調達源をコール市場だけではなく、ユーロ円市場等にも多様化したことがあるとみている。また、短資手数料を節約する観点から、外銀がコール資金の一部をいわゆる DD 取引——ダイレクト・ディール取引——にシフトさせたということもあるとみている。図表 1-6、最近のオペの実施状況である。調節面は、基本的には積みの進捗を平準化するという観点から、まず先日付の資金供給オペで準備預金残高を、概ね目安として 5 兆円としたうえで、即日オペでファイン・チューンを行う、こういった運営を行っている。その下で、税揚げまでの資金不足の地合いの中で、コールレートがやや強含んだり、あるいは月末に掛けて外銀の調達圧力が高まった局面では、即日供給オペ——本店共通オペの欄でシャドーを付してお示ししている——を適宜実施したところである。供給オペは、1 か月以下の短いターム物と 2 か月位の長いターム物とを併用している。長いターム物については、本店共通担保オペ欄の 6 月 12 日にオファーした T+2 の 2 か月物の 6,000 億円のオペが、現在、最長である。このオペのエンドは、8 月 24 日なので、8 月の決定会合の日程を少し超えたところがエンドになっている。このオペの落

札決定レートであるが、0.59%であった。実はそれまでの2か月程度のオペの落札決定レートは、ほぼ一貫して0.56%とか0.57%であったので、それに比べると約2bp程度目線が切り上がったことになる。ここから読み取れることは、8月には恐らく利上げがあるのだろうというようなオペ先の金利観である。続いて図表1-7、当面の資金需給をご覧頂くと、6月は税揚げまで不足超だったが、14日以降月末までは、財政要因を主因に9.4兆円の余剰になる見通しである。具体的な払いの要因としては、15日の年金の定時払い、20日の国債の大量償還といった点である。別途、もう一つ当面留意を要すると思っっていることは、6月末がバーゼルⅡ導入後初めての四半期末になるという点である。つまり四半期毎に自己資本比率を意識して、一部の金融機関が資金運用を抑制する可能性もあるとみており、そうした点も見極めながら、市場に混乱が生じないように調節面では適切に対処していきたいと思っっている。

続いて金融為替市場の動きについて、図表2-1の(2)のターム物のレートの推移をご覧頂く。市場での足許の特徴点を一言で申し上げれば利上げ観測が進んでいるという点である。まずこの点について短国レートのところをご覧頂くと、各月限3か月、6か月、1年物は、じわじわと上昇していて、FBの3か月物と6か月物については、ほぼ8月の利上げは完全に織り込んだ水準になっている。特に、昨日新発債の入札があったFBの3か月物は、レートが6月13日に0.64%まで上昇しているが、これは7月の利上げの可能性も意識した水準であると言えると思う。それからTBの1年物では6月13日に0.8%となっているが、今日、1年物の新発債の入札があって、入札後の流通利回りは0.86%まで上昇している。この水準は、8月の利上げ、さらに年度内のもう一回の利上げを織り込んだ水準とみている。図表2-2、市場参加者の金利観を今度はフォワード・レートでみていきたいと思う。(1)の表で、ユーロ円金先のフォワード・レート・カーブをご覧頂くと、足許の黒い実線は、グレーの線で示した前回決定会合時のカーブから上方へシフトしている。破線で示しているのが、去年の、いわゆるCPIショック直前の水準であるから、かなりそこに接近してき

ていると言える。限月別の動きを(2)のグラフでご覧頂いても、期先物も含めて、はっきりと上昇傾向が出てきている。次に図表2-3で、OISレートについてご覧頂くと、(1)のグラフで直近の黒い棒は8月には0.7%を超え、9月には0.75%に到達している。(2)のグラフで、いわゆるインターミーティング取引から抽出される今後の決定会合での利上げ確率をみると、8月会合までに0.25%の利上げが行われる確率は、現在約9割となっているし、9月会合までの確率は100%になっている。一方、三角印の折れ線で示した7月会合での確率は、そんなに上がってきていないが、しかし4割近くまできているので、相応に警戒感が出てきていると言えるのではないかと思う。さらに、足許の動きから観察されるもう一つの特徴点は、次の次の利上げが視野に入りつつあるという点である。(3)のグラフでご覧頂くと、薄いグレーの線で示したOISレートが1%を上回る時点は、足許ではぐっと下に降りてきて、2008年の3月頃になっている。以上のようにOISレートには、年度内に2回の利上げが織り込まれると同時に、7月への警戒感も出てきている。こうした点は、先にみたFBあるいはTBレートの動きとほぼ整合的な動きというふうに理解している。

図表2-4、長期金利の動きであるが、かなり急ピッチで上昇してきている。基本的には海外金利の上昇のほか、我が国においては、失業率、あるいは設備投資関連の景気指標が割合底堅かったということを受けて、利上げ観測が高まっているということが背景とみている。年限別にみると10年債が1.9%の半ばまで上昇しているし、この他の年限もかなり大きく上昇している。これに伴って、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの推移のグラフでお示ししているが、足許に掛けてやや上昇してきている。ゾーン別のイールド・カーブの変化幅をみると、図表2-5(2)のグラフをご覧頂くと、5年、6年、7年辺りの中期ゾーンの上昇幅が相対的に大きくなっている。これは、このゾーンの主たる投資家が銀行であるので、銀行勢が利上げ観測の高まりを受けて、ポジションの更なる整理を進めているということが背景とみている。一方10年から先の長期、

超長期ゾーンは、生保等本邦機関投資家の買い需要も相応にあるので、上昇幅は相対的に小幅になっている。また、20年債等はレベル的には2.3%まで、随分と上昇してきているし、昨日辺りは外国人による売却の動きもかなりみられるようになってきているというふうに聞いている。長期金利の水準観であるが、これまで低い水準にあったレンジが切り上がる途上にあるとみているが、そのレンジの上限がどの辺なのかというのは、何分上昇ピッチが速かったということもあるので、どの辺りで落ち着くのかということは、市場ではまだ見極められないでいる。落ち着きどころは、結局、米国金利次第といった不安定な要素が残された状態になっているとみている。図表2-6、市場参加者が注目する債券利回り変動要因について直近のサーベイ結果をご覧頂くと、細い斜線の短期金利・金融政策への注目度が一段と増している。(2)のグラフで変動要因別の動きをご覧頂くと、薄いグレーの線——債券需給——を除く全ての要因が上の方に向かっていく。つまり、足許では、四角印の折れ線で示した物価動向も含めて、ほとんどの要素が利回り上昇要因としてみる向きが増えているという訳である。

続いて、図表2-7、クレジット市場であるが、社債の流通利回りの対国債スプレッドは基本的に横這い。右のグラフの拡大図でB a a格とかA格のスプレッドが拡大しているように見えるが、これは銘柄入れ替えによる技術的な問題であって、実勢は、(2)のグラフのCDSのプレミアムで我が国の推移を黒い太線でお示したように、フラットというふうに見ている。つまり、国債金利が上昇してボラティリティもやや大きくなっているが、我が国のクレジット市場は、微動だにしないと行って良い程、影響は生じていないと思う。つまり、投資家のクレジット物に対する需要は、依然、大変旺盛であってサーチ・フォア・イールドが続いている。この点、図表2-8になるが、多少ともスプレッドの残っている銘柄、つまり(1)の地方債で言えば、このグラフでお示した北海道とか大阪府等については、投資家の買い姿勢が強くてスプレッドの縮小傾向が続いている。同様なことは(2)の財投機関債についても言える。

続いて、株式市場である。図表 2-9 (1) のグラフの拡大図でシャドーを付したところが前回決定会合以降の動きである。我が国の景気指標の改善等から、一時は欧米株価にキャッチアップするような動きもみられたが、先週の米国株価の下落に引きずられるような形で反落して、その後も米株に振られながらの推移となっている。海外株価の影響を受けやすい状態になっているが、その背景は、図表 2-10 の主体別売買動向の表のとおり、外国人だけが継続的な買い越し主体となっているためである。つまり、グローバル投資家が、海外株の下落で投資姿勢を慎重化すると、その影響が割合ストレートに投影されやすい、そういう構図になっているとみている。ただ、売られた時に、どんどん下がってしまうかという、そういう訳でもなく、下値も相応に堅い状況になっている。つまり、株価が落ちてくると個人等の投資家が押し目を拾ってくるので、これが株価を支えているという構図になっていると思う。

図表 2-11 で為替市場に移る。為替は、前回決定会合以降も基本的には金利差ストーリーから円が売られやすい地合いであった。実際、(1) の<参考>にあるように、円の対ユーロ相場をみると 6 月 4 日に 164 円 29 銭と既往最安値となっている。次に、主要通貨の中で、最近の特徴と言うと、ドルが強いということである。ドルの強さは、アメリカの景況感の改善で利下げ期待が解消して、金利の上昇モメンタムが強まっていることが背景である。いずれにしても、そういった円が売られやすい地合いの中で、先週、米株が売られた局面では、グローバル投資家のリスクテイクが米株の下落によって慎重化するのではないかという連想が働いて、円キャリー・ポジションが若干巻き戻された。ただ、その相場への影響は、あまり大きくなかった。つまり、通貨ペア毎の動きを、図表 2-12 の (1) のグラフでご覧頂くと、破線でお示したユーロ/円相場は、米株の下落で一旦円が買い戻され始めた——買い戻されたと言っても 162 円台止まり——が、その後、足許はまた 163 円台まで円安に戻ってきている。黒い実線でお示したドル/円相場になると、むしろドルの強さが勝る形で、昨日の海外時間では 2002 年 12 月以来になる 122 円台後半まで円安が進んで

いて、今日も東京市場は 122 円 77 銭である。このようにドルは堅調であるが、その堅調さというのは、対ユーロでも同じようである。(2) のグラフをご覧頂くと、ドルは、ユーロよりも金利上昇モメンタムが大きいので、ドルは対ユーロでも強くて、足許では 1.33 ドル辺りまで強含んでいる。こういった状況であるが、図表 2-13 の (1) のグラフで短期金利水準と通貨の騰落率について、前回決定会合以降の動きをみると、基本的には金利の低い円が売られて高金利通貨が買われやすいといった、いわばキャリートレードの構図が大きくは変わっていない。また、キャリートレードをサポートするような一つの要素であるボラティリティは、(2) ①のグラフの右側でお示しするように、依然かなり低い水準にある。図表 2-14、次に投資家サイドからみた円のポジションを点検すると、まず、個人投資家の外為証拠金取引の動向をみると、相変わらず相場の綾を捉えた逆張り姿勢を維持していて取引は活発である。先般、米株下落時に高金利通貨が対円で下落した局面でも、しっかりと押し目を拾っているようである。続いて、個人投資家の投信について、外貨建て公募投資信託純資産額の推移をみると、2つのグラフにあるように、毎月流入を続けており、(1) になるが外貨建ての投信の残高は着実に増加している。さらに、図表 2-15、いわゆるファンド筋等、投機筋の円ショートポジションについて (1-1) で IMM のポジションをご覧頂くと、棒グラフで示しているネットのショートポジションは、幾分足許では縮小している。このように全体としてみると、金利差に根差した円売りの流れというのは依然として存在している。ただ、ある程度円安になってくると、今度は輸出の予約フローも結構出てきているようであって、現在のキャリートレードには輸出の予約フローを飲み込んでまで円安を一挙に進めるような勢いはないとみている。むしろ、足許は、仮にアメリカの金利がさらに上昇して、株価が一段と下落した場合の円買戻しの可能性というようなことも意識されるようになってきている。それが恐らく (2) にあるリスク・リバーサルグラフでドル/円のプット・オーバー幅が極く直近ではやや拡大している。つまり、やや円高方向へ動く可能性が意識されていることにも現われているので

はないかと思っている。

足許までの動きを要約すると、内外の景気の底堅さ、これを背景とした利上げ観測の高まり——米国では利下げ期待の解消と言えらると思うが——、これによる長期金利の水準訂正といった色合いが強いのではないかと思っている。つまり、今のところインフレ懸念が顕現化しているという訳ではないので、グローバル投資家のリスク・アペタイトが急収縮する、そういった意味でのリスク・リダクションには繋がっていないのではないかと、これが2月末の世界同時株安の時とは少し違うのではないかな、というふうにもみている。同様に我が国でも、今日ご説明したように利上げ観測の織り込みがかなり進んできていて、長期金利も上昇し、その影響が各市場で生じているけれども、クレジット、あるいは株、為替、各市場の影響はこれまで然程大きくなっていない。本日も落ち着きを取り戻してきている。ただ、今後アメリカのインフレ懸念が強まるような場合には、投資家のリスク・アペタイトが萎縮するというリスク・リダクションのチャンネルを通じて、我が国の金融・為替市場がより広範な価格調整圧力に晒される可能性があることには留意しておく必要があるのではないかと思っている。私からは、以上である。

福井議長

ただ今の説明に対してご質問、ご意見等あるか。市場は多少微妙な変化をしていて、今の説明の中にも、「ただ」、という言葉が沢山入っている。

西村委員

アメリカのCDSが上昇していて、日本は下がっていくという状況は、それなりに説明はできるが、全体の流れとしてはリスク・アペタイトの構造からすると、日本は少しのほほんとしているような気もするのだが、マーケットの評価としてはどうか。

中曾金融市場局長

やはり日本はなぜこんなにクレジット投資が強いのだろうという感じはある。一方、欧米市場での一つの特徴というのは、LBO、M&A関係で、デット・ファイナンスが盛んに行われている。その分欧米市場は、日本よりは敏感な部分はあるのかもしれない。そういった違いが現われているものと思う。

須田委員

説明の中で、インフレ懸念が高まったらリスク・リダクションの動きが少し大きくなるかもしれない、というお話があった。確かに世の中にはインフレ懸念と言っている部分もあるのだけれども、全然期待インフレ率は変わっていない、という分析もある。こうした中、フィナンシャルタイムズがインフレ懸念が高まっているとの記事が掲載されていたりとか、ファンドマネージャーの調査でも、インフレがより高まるかもしれないという人のウエイトが高まっているようにも見えるが、実際、インフレ懸念は、どうやってみていけば良いのか。

中曾金融市場局長

ヒアリング等も組み合わせる必要があると思う。よく言われている議論の一つは、TIPSのイールドをみると、いわゆる上がっている部分は実質金利であって、ブレイク・イーブン・インフレ率は多少上がってきているが、全体としてみればアメリカも日本も落ち着いているのではないか、という点。その中で、どうして株が下がるのかと言うと、これは恐らく、相対的に債券の利回りが上がっているので、運用対象としては相対的に有利になる部分があるので、株から債券というフローが少し生じているのではないか。言い換えると、投資家のリスク・アペタイトは、そんなに変わっていないが、株から債券へという、移し替えが生じているというのが、今のこの長期金利の水準調整による影響ではないかと思う。従って、今のところは、インフレ期待が出ていないが、出てきた場合には、少しストーリー

が変わってきて、いわゆるリスク・リダクション的な価格調整が行われるかもしれないというのが、要約すれば市場の見方だと思う。

ご質問のインフレ期待をどうやって計っていくのかということは、色々な指標とか、ヒアリングとか、マーケットコンタクト、あるいはインテリジェンスを通じて拾っていくしかないというふうに思っている。

須田委員

実際にマーケットが動いているのをみると、今朝もそうだったが、消費者物価がどう出るかに反応している。結局は、足許の指標で振れるということがこれからまた続くのか。

中曾金融市場局長

然り。その意味では、今週末のアメリカのPPI、CPIが、結構、注目されている。これが、オーバーシュートするとインフレではないかというような連想が働きやすくなるのではないかと思う。

岩田副総裁

今の説明に関して、やはり株から債券に幾らか戻っているのか。それとも、株から何か他のところに行っているということはないのか。

中曾金融市場局長

クレジット市場は相応に強いが、コモディティの価格が何か動いているかということそうでもない。つまり2月末～3月位のコモディティの動きをみてもそんなに大きくは動いていないので、そちらへ流れているという感じはない。

岩田副総裁

例えば新興国のボンドに行くとか、そういうことはないのか。

中曾金融市場局長

ここも実はあまり大きな変化がない。逆に言えば、新興国の株、債券は相応に強い状態が続いているので、そこへさらに流れ込んでいるという感じではない。いずれにしても株の調整と言ってもあまり大きな調整ではない。

野田委員

あくまでも相対的な範囲だということか。

中曾金融市場局長

然り。今のところは、そうではないかなとみている。

福井議長

それでは、海外の経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

中曾金融市場局長の報告の最後の部分というのは、私の報告の最初と繋がるので、資料-3（追加分）をご覧頂きたいと思う。図表4であるが、欧米の金融市況の基本的なグラフを確認のため並べておいた。後で説明するが、この1か月間、アメリカの長期金利の上昇に端を発して、欧米あるいはアジアを含めて世界中で、全般的な金利上昇ムードというものが生じたことは事実である。この間、アメリカの経済指標で何かことさらに景気が強くなっている、あるいはインフレ期待が強まっているというものが出ていたかということ、後で説明するとおり、そういうことではないと思う。極めてテクニカル、あるいは心理的なものかもしれない。すなわち、アメリカの大手アセットマネジメント会社が金利シナリオを持っている訳だが、その何社かが、相次いでそのシナリオを修正していると、それを受けてマー

ケット全般、債券市場ではポジション調整が起きた。とりわけ長期金利の10年債で5%の水準を超え出したところで、モーゲージ筋がポジション調整のため債券を売ったことにより、長期債は大幅に下落——金利は大幅に上昇——した、というような展開だったと思う。その結果、10年物を見ると、金利の水準は、一昨日5.3%台の中間に乗せている。これは5年振りの高水準である。なお、昨日は修正されて戻っている。長短のイールド・カーブは、10年と2年辺りで差を取ると、40bp位まで上がってきたということで、昨年5月、世界的に少し金融がタイト気味になるのではないかということで、金利が上がり、株が下がった局面に近いところまでイールド・カーブは立ってきている。もう一度重ねて申し上げるが、今回の債券市場での荒っぽい動きを受けて、株式市場も調整があったが、それは今のところ小幅なものにとどまっている。また、(3)のグラフにもあるが、ボラティリティも大幅に高まった訳ではない。さらに、ここにはないが、エマージング・マーケットにおけるドル建ての債券の спреッド、米国債を比較したものについても大きな変化が生じている訳ではなく、先程申し上げたモーゲージ筋のある種のポジション調整でアメリカの債券市場が大きく動いたということかと思う。

それでは、いつもの計数の説明に戻りたいと思う。図表1、1. 実質GDPである。これは、5月の末に、事前推計値が改訂され暫定値が出たが、大幅に下方修正されていて前回まで1.3%だったものが0.6%になっている。ただし、中身を見るとこの下押し要因というのは、輸入の上方改訂——従ってGDPの下方改訂——で説明がついていて、むしろ内需、個人消費、住宅投資、あるいは設備投資は上方改訂されている。コンポーネントの中で在庫はマイナスに寄与しているが、これは自動車産業等における在庫調整が進んだという具合に捉えられているので、今回の改訂は数字面では非常に弱くなっているが、中身を分析した結果、そんなに悲観するよりも、むしろ強気にみるべきだというような見方がマーケットでは広がった。次に、実質可処分所得である。4月は、前月比-0.4%である。実質であるので、ガソリン価格の上昇が実質の可処分所得の減少に効いている。

しかし、一番効いているのは、今年から1月に支払われるストックオプション等の収入所得が統計上1~3月に均して計上するようになったため、その分3月から4月にかけて段差ができてきている点である。これが名目での所得の減少となっているので、実質に直した時に一番効いていると言われている。続いて、3. 実質個人消費、4. 家計貯蓄率、5. 小売売上高と消費の動向である。消費は、ご覧のとおり4月0.2%の増加ということである。四半期で均してみると、増加しているが、第1四半期に比べると伸び率は鈍化した気配もあるが、5. 小売売上高、6. 自動車販売、あるいは7. 消費者コンフィデンス指数の5月の数字をみると、非常に強い数字が出ている。5. 小売売上高は、市場の事前予想の前月比0.6%に対して1.4%上昇している。ガソリン価格の上昇など一時的なものもあるのだが、そういうものを除いたコアでも非常に強い数字になっている。さらに7. 消費者コンフィデンス、これも改善が続いている。すなわち、先程申した3. 実質個人消費は、5月辺りまで数字を伸ばした時に、果たして増勢が鈍化してくるという姿が残るかどうかが、予想以上に実はまだ強いのではないかと、ということになるかもしれないということで、我々は少し強い見方をさせて頂きたいというふうに思う。それから、もう一つの関心事項の8. 住宅は、年率ベースで4月152万8,000戸と、3か月連続して前月比増加になった。これは悪い話ではないが、別にお配りしている資料-3(参考計表)に掲載してある販売、あるいは在庫、価格、それからモーゲージの申請状況や住宅業界のサーベイとかを総合的に判断すると、当然まだ住宅市場での調整局面は続いているという状況に変化はない。設備投資動向に繋がる9. 非国防資本財受注は、4月は前月比2.1%の増加と2か月連続の増加となっている。四半期の流れでも、第2四半期+4.3%ということである。これは強いという訳ではないが、一頃どんどん悪くなるのかなという心配があったが、現在はもう少し様子を見ていても良いかなということで、設備投資動向は、増勢は鈍化してはいるがプラス基調は続いているという具合にみている。企業の動向については、11. ISM、12. 鉱工業生産の計数をみると、ISMは、5月が出ているが、製造業、非製造業とも堅調と

ということかと思う。生産は4月の数字であるが、前月比プラス、稼働率も80%を超えており、しっかりしているという評価ができると思う。雇用であるが、15. 非農業部門雇用者数の5月の前月比増加幅は、15万7,000人と、前月より増加幅が拡大しており、これも引き続き雇用環境、労働需給はタイトだということの現われである。ただ、4月、5月と均してみた数字をみると、これまでの動きに比べて、やはり増加幅はスローダウンしている。要するに、経済全体のスローダウンとある程度平仄のあった動きかなとみられる。失業率は4.5%と、低水準で前月比横這いである。物価であるが、今晚PPI、明日CPIが出る。それぞれ市場の予想という計数が出ているが、皆さん、それ程驚くようなものは期待していないようである。ただし、先程、中曽金融市場局長からも話があったように、ボンドマーケットに響くことは避けられないだろうと思う。18. 非農業部門労働生産性は、GDPの改訂に平行に修正されたものであって、前回まで年率1.7%という数字があったと思うが、これが1.0%に下がっている。

図表2-1、ユーロエリアに移る。ユーロも第1四半期のGDPの数字が改訂されているが、小幅でそれ程メンションするものはない。ただ、今回の改訂でコンポーネントが明らかになった。それをみると、前回もこういうことだろうということは申し上げたと思うが、大体それに合っていて、個人消費については、ドイツでのVAT引き上げの影響が懸念されていたが、それ程大きくなく、ユーロエリア全体でも小幅のマイナスにとどまっている。次に、総固定資本形成は伸び率を拡大している。純輸出については、若干テクニカルな統計上の問題があって、前期比の寄与度というのが、マイナスになっているが、他の指標等からみるとマイナスというよりは、輸出の基調が強いうことで宜しいかと思う。3. 小売売上数量は、堅調という数字が出ている。5. 消費者コンフィデンスも5月の計数まで入っており、改善ということである。その他はくどくなるので省略するが、今まで申し上げたユーロエリアの拡大という基調を示す月次の数字になっている。あと、リマークしておくものは、12. 失業率が7.1%と、引き続き低下していて、統計上の既往最低を更新している。物価は、引き続き落

ち着いた動きで、1.9%である。

図表 2-2、英国である。メンションすべきところは、ここもGDPは改訂されているが、ほとんど見方を変えるものではないということである。5. 失業率は、2.7%と2005年以来、2年振りの低い水準に低下しているということであるので、資源の稼働率が高まっている——インフレ圧力が高まっている——というBOEの解説というか懸念を裏付けるような数字だと思う。もともと、CPIは、前回も少し申し上げたと思うが、ガス、電気等の料金引き下げというものが予想どおり反映されて、2.8%から2.5%へとむしろ低下している。住宅価格は引き続き二桁台の伸び率になっていて、ブームが続いているということである。

図表 3-1、アジアである。最初は、1. 中国である。3. 消費財小売上総額の5月が前年比15.9%と、伸び率を高めている。個人消費というか、内需にシフトするという意味では、経済のバランスとしては宜しいのだが、CPIがじりじり上がっていることも影響しているかと思う。7. CPIは5月は前年比3.4%のプラスと、じりじり上がっている。要因は、食料品が8%台の伸び率を示しているということが一番効いている。住居費もCPI上昇に寄与しているということである。2. NIEs、ASEAN諸国・地域の項目であるが、全ての国の第1四半期のGDPが出揃って、今まで申し上げていたように、緩やかながら拡大基調を続けていることが確認できた。年率換算して、前年比4~5%界限で動いているということである。コンポーネントでリマークしておくのは、図表3-2(2-1)、台湾が今年の第4四半期、今年の第1四半期と輸出は前期比マイナスが続いてどうなるかと心配されていた。4月、5月と繋げてみたところ、一応、第2四半期は、前期比+6%ということで、ずるずる落ちていく訳ではない。ただ、内訳をみると、ITは引き続き弱く、非IT部門で輸出の回復というものが生じているということである。次に、図表3-3 内需の動向であるが、(4)の設備投資に絡むところで、タイの第1四半期が、前期比マイナスということで、政変の悪影響が出ていると言われている。(5)の個人消費のところもそうであって、タイの民間消費指数は、今年の第4四

半期、今年の第 1 四半期の前期比マイナスに引き続き、4 月も前月比 -0.3%で推移している。物価動向は、特にリマークすることはない。引き続き落ち着いた状態である。台湾は、食料品の価格の低下が響いてヘッドラインでは-0.0%と低下してきている。取り敢えず、私の方からは以上である。

福井議長

それでは、ご質問、ご意見はあるか。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。モーゲージ金利というのは、今上がっている訳であるのか。別に心配する程の高さではないのか。

出沢国際局長

長期金利とパラレルに連動して上がっていて、現在は6.5%位まできていると思う。この水準は、昨年の夏場が6.8%位だったと思うので、それ程住宅投資に対してネガティブに働く水準にまで上がっているという認識にはない。

野田委員

一つは、マイナーな話で、あまり注視されていないかもしれないが、図表2-2のイギリスの輸出入、2005年、2006年は増えている一方で、特に輸出は相当マイナスが目立つ。これは何か。

次に、もう一つは、もっと大きな話で、ヨーロッパについて話を伺っていると、あるいは色々な見方をみても、何ら一点の非の打ちどころもないような状態で拡大していると聞こえる。敢えて先行きのリスクをみつけたらとすると、どのような点に注意する必要があるのか。

出沢国際局長

最初のご質問の点であるが、年末頃申し上げたかもしれないが、イギリスにおいてVATという付加価値税を輸出入品に掛けるとか、免除するというところを悪用して虚偽の取引が計上されたものがある。その修正というのが統計上なされ、それが、両方で起きていることから、前年比をみたところ大きな不連続が生じている。実態的に特に何か変化が起きたということではない。

それから、二番目の話であるが、また追って報告する機会があるかもしれないが、ヨーロッパにおける住宅投資はブームだと言われていた。スペイン、イタリアなどのラテン系がそうなのだが、イタリアにおいては、実は価格が前年比トンのところまで落ちてしまって、要するにバブル崩壊とかどうか知らないが、非常に住宅市場の価格がシュリンクしているところがある。これには、金利水準がじりじり上がってきたことも少なからず影響しているかと思うので、ずっと一本調子できた長短金利の上昇が、实体经济にどういう影響を及ぼしていくかというのは、これからみておかなければならない点かと思う。

須田委員

今の話であるが、OECDがそういう報告を出したというふうに新聞に出ていた。要するに長期金利が上がって、世界全体の住宅価格に少し問題が起こるかもしれないという、そういう考え方を共有されるのか。

出沢国際局長

変動金利制か固定金利制か、色々違うし、エクイティファイナンス的なものができる国、できない国とかがあるので、一概には言いにくいと思う。ヨーロッパに限定すると、エクイティファイナンスは認められていない。例えば業界からは、やってくれと言われていたが、フランス当局は反対してやっていないということなので、住宅価格の下落が個人消費の減少に繋がっていくだろうというメカニズムは、多分ユーロでは心配しなくて良い。

ただし、イギリスは心配である。それから、長期金利が、どれ位の水準まで上がっているかということは、アメリカは先程少し申し上げたように昨日の時点では、昨年の夏程度の水準である。ただし、ヨーロッパは 2002 年以来 5 年振りの水準、イギリスは 2000 年以来の高い水準で、結構上がっているの、これはいずれ影響が出るとみておいた方が自然であると思う。ただ、金融機関借入れで設備投資をどれだけ行っているか、という問題が次のメカニズムにあるが、今までの理解ではキャッシュフローの範囲内の設備投資ということであるので、急激に設備投資部門に高金利の影響が出るというのは、考えにくいかもしれない。

堀井理事

先程の話で、特にスペインは、これまで住宅のブームが続いていた。スペイン銀行の幹部に懸念を持って話を聞いているのだが、彼らは当事者としては然程、我々がみている程には心配していない。確かに値段の伸びが止まったというのがあって、これまでとは環境が変わっているのだけれども、一方で引き続き北ヨーロッパ、あるいはイギリスからの実需買いは、続いているということを言っている。今のところ、日本の住宅バブル崩壊のように、急に逆回転を始める、そういった兆候はみられないということをおっしゃっている。

福井議長

ある程度調整された方が良いという位の感じもあるのだろう。住宅だけがブームというのは非常にストレンジであるという感じがあった。先程おっしゃったのは、長期金利の影響でさらに値段がプットダウンされるリスクがあると、こういう意味であるか。

出沢国際局長

可能性はあると思う。要するに、イタリアは前年比トンまで落ち着いてきたので、このあと下落というのは、なくはないと思う。ただ、アメリカ

に似てという訳ではないが、全体の中に占める住宅の影響というのが出てくる感じは今のところなく、直近のGDPをみてもイタリアは結構プラスだし、輸出なんかもプラスに寄与していて、多分、セクターは限られた話である。

亀崎委員

アメリカについては、住宅市場の調整がまだ続いている中で、今年の後半には、景気が持ち直すだろうと色々な方がおっしゃっている。しかし実質GDPの中に占めるウェイトが高い個人消費の動向如何では予断は持てないのではないか。実質GDPは、2005年、2006年とずっと3%を超える成長だったものが、2006年の第4四半期から2007年に掛けてずっと低迷している訳である。こういった中で今年の後半は持ち直して2~3%の間位になるのではないかという見方が色々なところで言われているが、その辺の確信というか、どういうことを根拠にそういう見方が出されているのか。

出沢国際局長

まず、調整が起きているのは住宅市場であり、それがどういう具合にスピルオーバーしてくるかということ全体への影響を考えるということだと思う。それから発生源である住宅市場の調整がどれ位長引くか、ということに分けて考えると、住宅市場そのものの調整というのは、多分去年の夏、秋位に多くの方がみていたところより、3か月位、収束する時点が後ずれしている感じがある。ただ、在庫率の動きなどをみると、今年の1~3月の間止まっているという感じである。昨年末までのところで在庫調整が終わり、在庫率が下がり始めたかなというところで、また途中で在庫率が上がったということを行っている訳であるが、そこで3月末を迎えた。それがまず中心の部分であるが、色々住宅取得能力指数などを分析してみると、そんなにいつまでも住宅需要が低迷しているという理屈は見出し難いのである。従って、今の住宅着工あるいは住宅投資の水準調整と

どうか、在庫調整も終わり、それから住宅需要そのものについては、そんなに弱くなる材料がないので、自律的にそこは終息するのかなと考えている。部分的には、例えばカナダからアメリカ向けの木材輸出が減ったというのはあるのだが、住宅需要、住宅投資の調整のスピルオーバーについては、今までのところ幸いに認められていない。それはまたなぜかと言うと、サービス部門の大きくなった経済においてGDP全般でみた経済成長が続いていて、所得効果というものが根っこにあることと、加えて資産効果的には株価が非常に堅調にこれまではきたということで、住宅価格の下落、あるいは伸び悩みに伴うマイナスの資産効果というものが打ち消されたのではないかとみている。そういうバランスの中で、住宅市場そのものの調整が終われば、全体としてはバランスが幾分戻ってくるだろうという論理の組み立てである。

亀崎委員

個人消費の部分はどうか。

出沢国際局長

個人消費は、今までのように高い伸び率が続けられるかどうかということは、理屈からクエスチョンマークでどうも難しいのだろうなとみられる。しかし、先程申し上げた所得効果だとか、あるいは他の資産効果からみると所得は堅調に続いていくのだろうということになっている。

中村委員

ガソリン価格の上昇というのは、そんなに響いていないということか。

出沢国際局長

先程少し申し上げたが、統計上響き始めているし、過去の局面で響いていたことがある。ガソリン価格が下落した時は、むしろプラスの効果ということが大いに言われたものだから、ロジックとしては上がった場合には、

何かしらの影響が出るだろうとみている。次に、ガソリン価格そのものについては、どんどん上がるかということについては現に起きているが、ガソリンの生産のところの減産が修正され、ある程度価格が戻って落ち着いてきているということだと思う。根っこのところは原油価格であると思うが、原油価格については分からないということに尽きる。今のところ 65 ドル近辺で安定して動いていけば、ガソリンを介したアメリカの消費部門に対する影響は、それ程ないだろうとみている。

水野委員

ページブックでは、観光業界は、今のところガソリンの上昇の影響は、あまり出ていないということであるな。あとは所得効果だろうと思われるが、高額商品が結構好調で、景況感で今のところ変調はないということであろう。

西村委員

OECDの景気先行指標は、2005年はたいへん調子が悪くて、2006年は、最近少し落ちてきているが、今後OECDの先行指標は、もうあまり重要視しなくてよいのではないか。

出沢国際局長

表からこれを外そうかなと、悩んでいるところである。というのは、メモで報告してあると思うが、この統計の先行性、あるいはカバーする範囲が下がってきている気配があるので、もう少し様子を見たところで、むしろ 11. 製造業PMI みたいな指標を入れるとか、サービス経済化に対応した入れ替えをした方がいいかな、とは思っている。

須田委員

分からなかったところがあるので教えて欲しい。先程の実質の可処分所得のところ、オプションの話であるが、1~3月で均すとのことだが、

上手くやれるのか。というのは、最近のFedのミニッツをみていると、GDPとGDIのギャップでオプションの話とかが沢山出てくるが、今回はそれを上手く外して、改めて均すということだろうが、何が起きているのか。

出沢国際局長

実際のオプションの支払は、1月にどっと出るので、本当は1月に計上してしまえばおしまいであるが、統計当局が振れが大き過ぎるという判断かどうか知らないが、単純にそれを1月、2月、3月の3か月に分散させて…。

須田委員

3分の1で入れるということなのか。

出沢国際局長

然り。少しウエイトが掛かっているかもしれないが。従って、名目上、実際の支払が起きていない3月にもそういう所得があったという具合に計算する訳である。ただし、実際はない訳である。この取扱いは、今年から始めたため、例年に比べると3月の数字が高くなっている一方で、季調の関係で言うと、4月との比較でその分だけどうしてもマイナスになってしまうということのようである。

須田委員

オプションがどれだけあるのか分からないという訳ではない、ということだな。その統計は、しっかり取れているということか。

出沢国際局長

確認する。ただ、季調の仕方が変わってしまったということだと思う。去年と今年を比べると…。

岩田副総裁

所得ベースとアウトプットベースのどちらを使うかで乖離があって、生産性にも少し関係があった。所得ベースの方がずっと高かったが、今は多分逆転しているのではないか。オプションも多分関係していると思う。

それで、一つご質問したいのは、ユーロなのだが、資料-3 (参考計表)の図表7-2で先物金利がある。これをみるとインプライド・フォワード・レートの方もみんな押し並べて、レベルシフトしていると思うが、ユーロ先物金利をみると、6月8日ものは、相当高くなっている。ユーロの消費者物価というのは上がって、今も1.9%である。こうした中、先行き、そんなに金利が上がるのか。私の質問は、結果的には、要するにECBがどの辺まで上げようと思っていて、マーケットはそれをどういうふうに読んでいくかということをお伺いしたいということである。

出沢国際局長

ECBが心配しているのは、多分ご存知のとおりだと思う。幾つかの資源の稼働率、人、設備が高まっていると、理屈としていずれの日か、そういうものが出てくる。次に、いつも気にするマネーアグリゲートの方の統計も、これがいつ上昇に向かうかということが心配なのだが、それをずっとECBは、言いつづけていると思う。マーケットの方は、景気へのマイナスの影響ということを心配する人もあるだろうし、色々な思惑から年内見通してもそれ程上がるという見方は少ない。

岩田副総裁

今の稼働率なのだが、失業率は今7.1%であるな。ECBは、それは、もうインフレを加速させる失業率より低いという認識なのか。稼働率という意味はどういうことか。

出沢国際局長

ナイル的なきちっとしたものがあって、言っている訳ではないのだろうが、労働組合と経営側の賃金のネゴシエーションの雰囲気というのか、多分この2、3年前と足許のところは変わってきている。これは、明らかに部分的には、人不足も生じていると言われているし、これはいずれ賃金に跳ねるとみる方が自然だろうという言い方だと思う。だから、7.1%がどこまでいったら、本当に危ないかということではなくて、むしろ数字としては、タイト化しており、現象として、賃金上昇圧力が強まっているということではないか。

福井議長

資料-3(参考計表)(追加分)の図表4(3)のインプライド・フォワード・レートのアメ리카版は、グラフが上方シフトしているが、シフトした後の高いレベルのカーブというのは、近い過去——去年とか一昨年とか——、このレベルのインプライド・フォワード・レートを示したことはあるか。

出沢国際局長

去年の5~6月と水準的にどうかということか。

福井議長

つまり、リスク・リダクションが起こったとか、そういうふうな時にどうであったのか。今回初めてこのレベルまでぴゅんと上がったのか。

出沢国際局長

後で確認するが、理屈から言うと先程も申し上げたように、長短のイーロドのスペッドが、現在と去年の5月位で、同じ位になっている。さらに、水準自身が5.2%というところは、去年の同じ時期に近づいているということからすると、イーロドの居所というのは、去年と今頃というのは、

ちょうど同じ位になっているのだろうと想像される。いずれにしても、後で確認する。

武藤副総裁

そうかもしれないな。

福井議長

何となくふわっと、居心地が悪いものだから。この過去のインプライド・フォワード・レートのカーブとの比較が…。

水野委員

ECBの話をする、6月の経済見通しで、今年が2.5~2.6%、来年が2.3%、だから経済成長率が今2.0~2.5%の間のどこか、2.5%という人もいるが…。となると、結局、インフレに対してはなかなか警戒感が解けないということだな。

出沢国際局長

ロジックでいくと、そうだと思う。

水野委員

先程、岩田副総裁がおっしゃったように失業率もかなり低いという…。

福井議長

さて、他に良いか。コーヒースタイルを短く取りたいと思うが、15時10分から再開する。

(15時02分中断、15時10分再開)

福井議長

それでは、会議を再開する。国内経済情勢、井戸理事と門間調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

門間調査統計局長

それでは、事前にお配りしてある資料-4（参考計表）を中心にご説明する。図表1、実質GDPは、2次速報が出て、2007年第1四半期の前期比は0.8%、年率では3.3%の増加になった。1次速報の時にどうであったかをみると、表には書いていないが、この0.8%は1次速報の0.6%から0.2%ポイントの上方修正である。上方修正されたのは、設備投資、在庫投資、それから純輸出で、それぞれ寄与度で0.1%ポイントずつの上方修正である。残りの消費、住宅、公的需要は、下方修正であるが、トータルでは0.2%の上方修正ということであった。(2)の名目GDPは、前期比0.5%、これも1次速報の0.3%から上方修正である。因みに、これは書いていないが、GDPデフレーターは、1~3月前年比で-0.3%ということで、マイナス幅がここまでは縮小傾向にある。また、1~3月が出たので2006年度の計数が締まって、実質GDPは2.1%の成長になった。4年度連続で、2%台前半の成長ということである。これによって、2007年度への下駄は、+1.4%とかなり強めになった。つまり2007年度中、風速で0.7%だけ成長すれば、4月展望レポートの中央値の2.1%が達成されるという数字である。今回のGDP統計によって、第一に一頃若干懸念された景気の底堅さが設備投資も含めて、改めて確認された。しかし、第二に10~12月、1~3月を合わせると、2006年度の下期は結構強い。個人消費、設備投資、純輸出、いずれも少しでき過ぎの感があるので、確かに2007年度への下駄は1.4%と大きめであるが、2007年度前半の成長率は、2006年度後半の反動で相応に弱まる可能性が高いと現段階ではみている。以上が、GDPである。次に、図表5、輸出入へ進んで頂く。(1)実質輸出であるが、太実線、グラフの右端4月は、ご覧のように減少していて、1~3

月対比で-2.5%である。ただし、第一に4月は、1~3月の高い伸びの反動が出ていると考えられること、第二に米国向けは、図表6からも分かるように、米国経済の減速を反映して、自動車を中心に実勢自体が足許やや弱まっているが、米国経済は、先程の説明にもあったように今後伸び率が回復していくと考えられること、第三に中国、欧州を含めた世界全体としては堅調な拡大基調が続いていること、こういったことを踏まえると、これまでの輸出の増加基調に基本的な崩れは生じていないと、少なくとも現段階では判断される。それから、細実線の実質輸入の方であるが、この右端4月の減少は、さすがに単月の振れの色が濃い、基調的にみても、せいぜい横這い圏内にとどまっているという評価が妥当である。2005年位までは、グローバル経済の拡大均衡の中で、輸出入が両建てで増えてきたが、この1年強位は両者にはっきりと差がついている。こうした輸入の伸び悩みについては、二つの要因が作用しているとみている。第一に、国際商品高や円安を背景とした輸入財のコストアップが、原単位の上昇等を通じて、企業や家計の輸入抑制的な行動に繋がっているとみられること、第二は、特に昨年後半からの現象であるが、IT関連の在庫調整の影響が、海外から調達する汎用部品の輸入抑制に繋がっているとみられることである。このうち、二番目の要因については、ITの在庫調整圧力は、いずれ和らいでいくので、輸入は再び増加基調を辿ると考えている。しかし、一番目のコストアップの数量抑制効果は、足許も国際商品市況が上昇し円安が進んでいること等を考えると、今暫く、根強く残る可能性が高いと考えられる。従って、輸入は再び増加に向かうだろうが、そのテンポは、輸出に比べて緩やかなものにとどまって、(2)の実質貿易収支は、太実線のこれまでの増加テンポ程ではないにせよ、先行きも増加を続けていく可能性が高いとみている。以上が、輸出入関係である。

次に国内部門である。図表17、企業収益をご説明する。〈法人季報・売上高経常利益率〉に法人季報の1~3月が入っているが、売上高経常利益率は3.88%と高水準横這い圏内の動きである。1年前の3.84%とほぼ同水準であるが、この間に売上高が増加しているため、収益の水準そのも

のは、前年に比べて7%位増加するなど、増益基調である。図表18の四部門、それぞれの細かな振れについて、説明を付けることは難しいが、各部門とも売上高経常利益率は、総じて高水準横這い圏内と認識している。次に、図表19(1)上場企業連結ベースの年度ベースの増益率は、①製造業、②非製造業とも堅調な増益基調が2007年度、2008年度と続く見通しになっている。以上の企業収益の好調さを前提にして、設備投資のご説明をする。図表13である。先程の1~3月のGDPでも設備投資が上方修正されていたように、全般にしっかりとした足取りが改めて確認されている。〈法人企業統計・設備投資〉に法人季報があるが、1~3月の前期比は+4.7%と、高い伸びになっている。ただ、この+4.7%というのは恐らくでき過ぎであって、設備投資は足許再び加速しているとみるのは適当ではない。この+4.7%というのは、図表14をご覧頂くと、特に元々振れが極めて大きい、(2)の製造業中堅中小企業のグラフの右端がもの凄く上がっており、これによる部分が大きい。実勢としては、(1)、(3)の大企業のイメージ、すなわち製造業は足許高水準であるが、自動車、電機を中心に減速してきている一方、非製造業は、着実な増加傾向を辿っているという位に読んでおくのがちょうど良いと考えている。その他の指標も設備投資の増加傾向と概ね整合的に動いている。図表15をご覧頂くと、(1)の資本財出荷は、右端の4月は、恐らく電力関連とみられる大物が出ているので少し上がっているが、基本的には、極く緩やかな増加基調という感じである。次に、図表16、機械受注であるが、先月4~6月の見通しとして前期比-11.8%という数字が出た時には少し弱気な見方も台頭したが、この4~6月の見通しというのは、このところ例年非常に弱く出て、その後結果的には、1割位上振れて着地するという、かなり明確な癖がある。そのパターンを信じるとすると、前期比1割強のマイナスという今回の見通しは、着地時点では若干のマイナス、ないしは横這い圏内も展望し得るという見通しであって、実際に4月の実績が出てみると、太実線の右端は見通しよりもかなり高い水準で1~3月対比-2.6%という小幅のマイナスにとどまっている。勿論、そうであっても機械受注は、もはや増加基調とい

うよりは高水準横這いという感じの方が適切かと思う。これは、設備投資が全体として何がしか減速しているということを反映している面があるが、それだけではなくて、電機、自動車等、機械受注にダイレクトに結び付きやすい業種の設備投資の伸びが止まってきて、代わりに素材や非製造業等へと設備投資の業種構成がシフトしつつあるということが、影響していると思われる。また、増加に転じている電力が、この系列には入っていないということも影響している。これらを踏まえると、最近の機械受注の動きは、設備投資全体が若干の減速を伴いつつも増加を続けているということと、矛盾するものではないと考えられる。その点、資料-4の本文、7頁で、一番最近の年度計画をご覧頂きたいと思う。まだ、短観が出ていないので——短観は7月の頭であるから——、現段階では、この資料7頁の脚注にある日経新聞の数字が一番新しい数字な訳である。ご覧のように2007年度の計画をみると、製造業が+8.0%、そのうち加工が一桁の6.3%に減速するが、素材は12.6%と強いと。それから非製造業は2006年度、1割方の増加の後、2007年度もほぼ同じ伸びを持続するという姿になっている。従って、企業部門については、企業収益が高水準を続ける中で、設備投資は引き続き増加しているという基本的な判断で変わりはなく、総合的な指標が出ているというふうに見ている。

次に家計部門に移る。資料-4(参考計表)の図表20である。三角カッコ内の数字をご覧頂くと、4~6月、4月、5月の1~3月対比は、全般にあまり芳しくはない。代表的な指標を拾っていくと、例えば、消費水準指数は-0.1%、小売業販売額は-0.6%となっているが、昨日確報が出て-0.8%である。ただし、全般として、車が趨勢的に弱いことを除けば、あとは10~12月、1~3月と強かったことの反動が出ている面が大きいと思う。外食のように、1~3月が強かった後、4月もさらに伸びているという分野もある。個人消費は、元々、少し良くなつてはその反動が出るということを繰り返しながらの緩やかな増加トレンドであって、こういう状況に基本的な変化はないということかと思う。因みに、図表23(3)GDPに近似して作っている消費包括指数を4月まで作成している。一番右端の

細い実線は、まだ4月単月であるから4～6月を占うには早過ぎるが、減速しつつも現段階ではプラスの伸びが維持されている。いずれにしても、10～12月、1～3月とかなり高い伸びの後であるので、4～6月は、元々それ程強くなくても、想定の範囲内というふうに考えられる。従って、個人消費は、引き続き底堅く推移しているという判断で宜しいかと思う。住宅投資も特段の変化はない。少し長くみて、極く緩やかな増加基調という感じである。住宅は、簡単であるが以上である。

次に生産である。図表27、4月の鉱工業生産は、前月比-0.1%と書いてあるが、その後の確報で-0.2%となった。四半期ベースでみると、1～3月が-1.3%の後、4月は1～3月対比で0.0%とあるが、確報で-0.1%となっている。なお、4月の稼働率指数であるが、3月は106.3の後、4月は空白になっているが、確報で104.6ということである。これまでの活発な設備投資を背景に電子部品・デバイスを中心に生産能力が拡大しているので、生産の落ち方以上に稼働率は、今月大きめに落ちた。さて、この1～3月、及び4月の生産の弱さの背景であるが、第一に、米国経済減速の影響が自動車関連を中心に現われている。第二に、電子部品・デバイスで軽度の在庫調整が継続されている。そして、第三に、そもそも10～12月の生産が、自動車や一般機械を中心に非常に強かったのもので、その反動が出ている面もあるということで、基本的にはこの三つが背景である。このうち、反動は、それが出たら終わる話であるし、一番目の米国経済のところもいずれは回復していくという見方が一般的である。それから、二番目の電子部品・デバイスについても、在庫が足許さらに積み上がっているという感じはなくて、ゆっくりながら調整は進んでいるし、世界的な需要自体は、引き続き堅調であり、特に年後半は盛り返すという見方が一般的であるので、少し長くみれば心配する必要は取り敢えずはないと考えている。従って、生産は、あくまでも足許の弱さは一過性のものであって、基調的には増加が続いているという理解で良いと思う。実際、向こう2か月の予測指数が出ているが、5月が1.8%、6月は1.4%と強い数字になっていて、これを単純に繋げると、4～6月は、1～3月対比で1.6%ということにな

る。さすがにそこまでは伸びないかもしれないが、我々の企業ヒアリングでも4~6月は、自動車や電子部品の下げ止り、一般機械や情報通信機械の増加等によって、1%前後の増加を見込んでいる。因みに、在庫循環を図表30で確認して頂くと、(4)の電子部品・デバイスについては、在庫の前年比——細実線——が、出荷の前年比——点線——を、かなりまだ上回っていて、その差を示す棒グラフが下の方に出ている。つまり、在庫に調整圧力が掛かり続けているという状況に変化はない。しかし、(1)の鉱工業全体でみると、足許は在庫の前年比も出荷の前年比もともに2%前後でちょうど見合っていて、生産全体にブレーキが掛かるような状況ではないということが確認できるかと思う。生産は以上である。

次に雇用関連に行く。図表31である。新年度に入って、4月の指標が出たが、基本的なピクチャーに変化はなかった。すなわち、第一に労働需給は、じわじわタイト化の方向ということで、<労働力調査>で完全失業率が、4月は3.8%と、ついに4%を切って、約9年振りの低水準となっている。第二に、人数の面では、しっかりとした伸びが続いている。雇用者数は、前年比+1.6%と伸びが高まっている。この指標は、振れが大きい、振れが小さい<毎月勤労統計>の常用労働者数をご覧頂いても、その伸びも+1.6%と、労調と全く同じになっている。しかしながら、第三の特徴として、一人当たり名目賃金は、年度が切り替わっても-0.7%と引き続きマイナスであって、少なくとも一人当たりという形では、労働需給のタイト化が賃金面になかなか反映されてこないということは、新年度に入っても変わっていない。この賃金の動きについて、以下、若干ご説明申し上げる。図表34であるが、(1)のグラフで、一人当たり名目賃金の寄与度分解をみて頂くと、最近の賃金の弱さは、主として所定内給与——灰色の部分——の弱さによるものであることが分かる。昨年の後半頃から、マイナス寄与が目立ち始めていて、足許若干拡大しているという状況である。これは主として次の三つの動きが合成されていると考えている。第一に、賃金水準の高い団塊の世代の退職の影響である。団塊の世代の退職は、昨年の秋頃から増えているので、その頃から、一人当たり所定内給与が低

下し始めているという事実と整合的である。それから、第二にグローバルな競争圧力が強い下で、企業は固定費の増加に繋がるような労働者への賃上げは避けて、人手不足の状況に対しては、新卒や非正規雇用等賃金水準が低い人々の採用で対応しているということである。この点、因みに図表 33 (2) のパート比率をみて頂くと、季節性があるので前年差の棒グラフの方がみやすいが、本年に入った辺りから、パート比率が再び上昇傾向にある。団塊の世代自身も、一旦退職した後、給与の引き下げや労働時間の縮減を伴う形で再雇用されているケースも多く、パートの採用増加という中にはそういう人々も入っているというふうに考えられる。実は、パートの時給や派遣料金自体は、労働需給の逼迫を反映して、上昇傾向にあるが、パート比率の上昇やパート自体もさらに労働時間が短いパートが増えていることに伴い、一人当たりでみた賃金には、下落圧力が掛かっている。次に、賃金低下の第三の要因は、グラフには書いていないが、地方財政の悪化を反映して、医療や教育関連等、地方公務員が多く含まれている業種——特に教育——で、実態的にも弱い側面として賃金低下がみられているということである。このように、一人当たりでみた賃金の低下には、様々な要因が働いている。一方、パート等短時間労働者の増加というのは、雇用者数を押し上げる方向で働いている。従って、マクロ的なインプリケーションという意味では、掛け算でみておく必要がある。ということで、図表 34 (2)、雇用者所得であるが、ご覧のように足許は、雇用者数の増加が基本的に全部を占めているということではあるのだが、所得の増加テンポそのものが1%台のテンポで着実に増加しているという基本的な姿に変化はない。ただ、同時に申し上げておかなければいけないのは、この増加テンポがなかなか高まっていかず——2%のラインにはなかなか届かず——、むしろ足許若干遠のいている感じすらあるということである。実質GDPが2%位のトレンドで成長していると考ええると、雇用者所得の伸びが2%に届かないということは、ユニット・レーバ・コストの変化率は、プラスにならないということであるから、物価上昇圧力がなかなか高まってこないことと、表裏一体の動きであると考えられると思う。

次に物価について、資料-4（追加図表）をご覧頂きたいと思う。まず、物価の川上の方からいく。図表 35 であるが、輸入物価であるが、4月の前月比が+3.4%の後、5月も+3.9%と上昇して、その結果5月の3か月前比は、四角カッコ内の+7.3%とかなり高まっている。そうした背景もあって、国内企業物価も3月は+0.3%、4月が+0.9%と年度替わりで大幅に上昇して、5月も+0.5%とかなり上昇した。この結果、5月の3か月前比は+1.7%と、かなり上昇が続いていた昨年前半並み、ないしは若干それを上回る位まで上昇率が上がってきている。ただ、去年の後半から今年の初めに掛けて、一旦反落局面があるので、前年比をご覧頂くと5月も+2.2%ということで、昨年前半の3%台半ばという状況に比べると相対的に低い伸びにとどまっている。この足許の輸入物価、国内企業物価の上昇の背景であるが、図表 36 の国際商品市況が、春先から再び上昇していること、さらに円安の影響である。それに加えて、国内企業物価については、過去の原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きが、年度替りの4月を中心に、そして5月も若干みられている。この点を図表 39 でご覧頂きたいと思う。(2) の下段右側のグラフで、点々で示した為替・海外市況連動型の大きなプラス寄与は、まさに国際商品市況高、円安の影響である。それ以外にも、斜め線の素材（その他）が少し寄与が拡大しており、この辺りが化学製品や繊維製品への原材料価格の転嫁である。それから、縦縞の鉄鋼や金属製品辺りも少し前までに比べてプラス寄与が拡大している。このように、足許の海外要因と過去の原材料価格の転嫁が相俟って、かなり広範な品目で上昇がみられているということが特徴である。しかしながら、そうした上昇品目も図表 40 で需要段階別をご覧頂くと、基本的には中間財どまりであって、最終財については石油製品がいつものように上がっているが、それ以外はせいぜい下げ止まりであって、達観すれば横這い状態が続いているという状況である。次に先行きの国内企業物価については、先行きの国際商品市況と為替動向如何による訳であるが、今のところ国際商品市況がさらに上を伺う展開ではないと思っている。すなわち原油は、総じて堅調であるが、非鉄は足許若干弱含みに転じている。そうい

う状況を踏まえると、国内企業物価は、目先は3か月前比の上昇が続くが、そのテンポは次第に鈍化していった、前年比も足許の2.2%からさらに上がっていく感じではない。むしろ、段々下がっていくというイメージを取り敢えず現状では持っているということを申し上げておく。国内企業物価は、以上である。

資料-4(参考計表)に戻って頂いて、図表41、企業向けサービス価格指数である。こちらは4月総平均、ヘッドラインが1.1%とかなり上昇している。ただ、ここにはかなり円安等の海外要因が入っているので、海外要因を除いたベースでみると、こちらでも2月、3月、4月と0.1%、0.2%、0.3%とじわじわと上昇テンポが上がってきているという感じである。特に4月は、年度替わりの料金改訂によって、諸サービス——グラフで言うところの点々の部分であるが——がはっきりとグラフの上の方に出てきているというのが、足許の変化である。

こうした国内企業物価とか、企業向けサービス価格に比べると、図表42の消費者物価の方は、4月も反応が鈍いということである。(1)の右側であるが、除く生鮮食品の前年比は、-0.1%である。3月に比べればマイナス幅は縮小しているが、小幅マイナスであることには変わらない。

(2)の財の価格が、最近では、石油製品の押し上げがないために、マイナスで推移しているうえ、(3)のサービス価格もゼロ近傍でもたもたしているということである。いつもの特殊要因が、図表43にあるが、①~⑥の合計は、4月は0.07%ということで、足許特殊要因は、それ程大きな影響を与えている訳ではない。先行きについては、石油製品が昨年は夏から秋口に掛けてかなり上がっていたために、石油製品、ひいてはこの特殊要因全体が8~10月辺りにマイナス方向で正念場を迎える確率が高いと思っている。ただ、今年も足許石油製品が上がってきているので、今後大幅な原油市況の反落や円高がなければ、そんなに厳しいマイナスにはならないと思っていて、特殊要因全体で一番厳しい時で-0.1~-0.2%位というふうに取り敢えず思っている。いずれにせよ、特殊要因とかではなく、実力がどうかということがポイントな訳だが、我々が実力と呼んでいるものの

中にも家賃とか携帯電話のように予想がつきにくく、必ずしも実態を反映していないというものも含まれていて、そういうものの攪乱的な動きによってCPI全体が当面若干のプラスにもなり得るし、マイナスにもなり得る。そういう状況が続く可能性が高い。それが、まさにゼロ近傍で推移しているという意味かなあと思うが、その状況を明確に抜け出していく兆しは今のところまだみえていないということである。図表44の東京の5月をご覧頂いても、取り敢えず5月までは、あまり動きがないということかと思う。

以上を総括すると、今月の判断は、基本的にはこれまでとあまり変えなくても良いかなと思っている。景気については、GDPも含めて内外需、生産、雇用面全てについて、単月の指標は若干濃淡があるが、基調的にみれば、生産、所得、支出の好循環は引き続き働いているというふうに考えて良いと思う。物価面では、原材料価格は、足許騰勢を強めているが、それにもかかわらず、消費者物価や賃金等は、相変わらず若干弱めであるということかと思う。以上である。

福井議長

ご質問あるいはご意見があればどうぞ。

西村委員

GDPは、基本的に三面等価でグロス・ドメスティック・プロダクトとグロス・ドメスティック・エクスペンディチャー、それからグロス・ドメスティック・インカムとある訳である。今起きていることは、グロス・ドメスティック・プロダクションが弱くて、グロス・ドメスティック・エクスペンディチャーの方は、強いという状況があって、これをどういうふうに考えるかという、かなり難しい問題がある訳で、多分三つのことが考えられる。まず一つは、ただウエイトの振れだという考え方で、どちらかが正しくて、どちらかが間違っているという形になる。つい、我々は、どちらかと考えがちなのだが、需要側の方が振れが大きくて、供給側の方に

より信頼性があるというふうに考えるとすると、今供給側と需要側を足して2で割っている状況であるから、それからみると、実際、今出ている数字よりは、より弱くみなくてはいけないという形になる訳である。それに対して、逆であれば、今度は供給側の方がアンダーリプレゼンテーションしているということになるから、これも考えなければならない。まず最初のケースの場合であれば、これは要するにかなり実態よりもGDPがよく出過ぎているということで、これはやはり慎重に考えなければならないという話になる。ところが、二番目だとするとこれは要するにGDPの方が上手く出ていないと——実は明日もう一度その話をするが——、結局、サービスとかで上手く取れていないではないかという議論がある訳で、そうすると、実は実態以上に物価の上昇のプレッシャーがあるという可能性がある訳である。毎勤は供給側の統計であるから、毎勤の統計とそれから生産の統計が符合しているのは、ある意味では当然な訳である。これがどちらか、ということは大きな問題があるので、少し考える必要があるのではないかと思う。第三の見方は、これが一番大胆な見方であるが、GDEとGDIが等しいとすると——つまりグロス・ドメスティック・インカムとグロス・ドメスティック・エクスペンディチャーが等しいとすると——、これはGDIが要するにGDPよりも高いということであるから、そうすると生産性の問題になってくる可能性が高い。つまり、グリーンSPAN前議長の見方が、日本でも成立するということになる。そうなるとすると、これは生産性上昇が、今後大きく出てくる可能性があり得るということなのである。私も、三つのうちのどれが本当か、三番目は少しあり得ないかなという気がするが、非常に難しい問題で、多分、恐らく、今後これから考えていかなくてはならないことだと思うので、現在の調査統計局側の見解を少しお聞きしたい。

門間調査統計局長

ほとんど、今、西村委員ご自身がお答えになられたことで、多分宜しいと思う。冒頭に申し上げたように、やはり2006年度の下期のGDPは、

幾ら何でも実勢が強過ぎるというふうに我々もみている。やはり家計調査が、昨年前半非常に弱くて、その反動かどうかわからないが、後半非常に強かったということが、個人消費を10~12月、1~3月相当押し上げていると思っており、やはり需要側の統計に問題があるというふうに考えざるを得ないと思っている。その上で、やはり供給面でサービスが十分に捉えきれていないということも、真理がそこにはあって、例えば外食産業等は、多分年明けは、実際に良いのだろうと思うが、その部分と生産は、乖離するだろうというふうに思われるので、必ずしも生産を供給サイドだけでみていくということもカバー力の問題もあり、どうかなという感じはする。ただ、ここは、西村委員がよくご存知のように、あまりここは明解な答えはない。供給サイド、とりわけサービスをどういうふうに作っていくのかというのは、努力は常にしているが、なかなか明確な筋道が統計作成上みえてこないという問題があるので、結局常識的になってしまうが、足して2で割るという答えしか、取り敢えずはないのかなと。それが、一番ロバスタな見方かなというふうに思っている。それから、もしかすると物価上昇圧力が、思っている以上に強まっているかもしれないというお話があったが、我々はそのところは、従ってあまりGDP統計に依拠せずに、虚心坦懐に失業率とか、あるいは稼働率をみて判断をしている。まさに我々のGDPギャップの作りというのは、それをベースに作っているので、そうすると足許のところで失業率は確かに低下している。ここは、これでまた少し難しい問題があって、3.8%まで低下しているのだが、足許の労働市場の構造変化、つまり企業は、育児中の女性とか、高齢者を含めて、より幅の広い人々を採用しようとしているということから考えると、もしかすると労働力率自体が、少し構造的に上がってきているかもしれない。さらに最近のネット関連の求人、求職のビジネス等々の隆盛を考えると、失業率自体のマッチングも機能が高まっているかもしれない。そう考えると、労働力率は上方シフト、構造失業率は下方シフトしている可能性があるので、必ずしも3.8%に乗ったから急に物価上昇圧力が高まるというふうにみてよいかどうか、ということについては、慎重に判断をしていき

たいと思っている。稼働率は、足許が少し下がっているので、我々が計算するGDPギャップはGDPからみるよりも、恐らく弱くなるということは、間違いないと思う。

岩田副総裁

今の点で言うと、GDPも最終は、全部供給側になる訳であるな。

門間調査統計局長

確報ではそうである。

岩田副総裁

速報の段階でいわば需要側のものが半分入っているが、私の個人的な見解としては、最初から最後まで供給側でやった方が筋が通っていて良いとずっと思っている。しかし、家計調査はそれなりに意味があるし、法人統計季報は意味があるし、ということで入っているのだと思うのだが、しばしば需要が不規則な動きを示すことがあって、どちらかと言えば供給側の方が私は安定していると思っているのだが。

西村委員

確かに供給側なのだが、また供給側の作りが少し違って、IIPを使っているか、それから工業統計を使っているかということであるから……。

岩田副総裁

そこで中小の部分が速報では入っていないので、しかも中小は幾らか弱めだと私は思っているので、その問題もあると思う。ところで、稼働率、まさに失業率について、いわゆるUV分析というか、景気循環要因による失業率と構造的な失業率、ミスマッチによる分というような計算を色々なところでしているが、足許で幾ら位と考えているか。

門間調査統計局長

我々の計算で、足許正確な数字を持っていないが、3.8%より低い。つまり、ギャップ上プラスに出していない。まだ、若干実際の失業率の方が、構造失業率を上回っているという状況に現段階ではある。やはり、UV分析でみた構造失業率自体が、この1、2年割と低下トレンドがある。一頃4%強位あったものが、足元は3.7%とかそれ位まで下がってきているから、このトレンドが続くとみるかどうかというのも、結構大きな分かれ道になると思う。

岩田副総裁

それで、私のパズルというとな変なのだが——アメリカでもパズルがあると思うのだが——、失業率が4.5%位、つまり2004年の半ばは、それ位であった訳である。その時に、一人当たりの賃金の伸びは、プラスであった。だから、賃金との関係で言えば、もう良いところまできてしまったというのが、あの時の私の実感であった。ところが、今は3.8%にいても賃金がなかなか上がってこないというところが、ある種ずっとパズルだというふうに思っている。本質的な人口構造上の問題とか、公務員とかの特殊要因があると思うが、それだけで全部説明できればハッピーなのだが、つまり、ある程度一過性の問題であり、そこさえ過ぎればまた戻っていくというふうに……。

門間調査統計局長

今申し上げた要因は、実は、あまり一過性ではない。つまり、グローバルな競争圧力が今後も続いていく可能性が高いし、それから公務員賃金のカットも、まだ、だらだらと続いていく可能性がある。

岩田副総裁

前年比でみてもそうか。

門間調査統計局長

団塊世代の退職の要因については、これは2007年度に急に増えるから、前年比でみて2008年度以降追加的な押し下げはなくなる。ただ、2006年度までに比べると、押し下げ要因が効くという状況は、3年間位続くということであるから、ここは結構残るかもしれない。一方で、退職金というのが払われているはずであって、それが所得には当然入っている訳である。これは結構大きなオーダーになり得る話であって、我々も試算すると、大体、年度間で3兆円位という大台のものが出てくるといふふうに見ている。そうすると、雇用者所得の約1%であるから、先程雇用者所得が1%台前半でうろろうろしていると申し上げたが、それにプラス1%位オンしてもおかしくないというような退職金が本当は払われているはずである。ただ、ここも一つ統計の問題があって、実は足許のQEには、退職金が上手く反映されているかどうかやや疑問がある。退職金は、本来最終的には、税務統計等も使って推計されるのだが、これはあくまでも確報段階であるから、足許の段階では、どうも毎勤の離職率みたいなものを使って推計しているようなのである。そうすると、我々の想像であるが、どうも団塊の世代が一旦退職をして再雇用をするという場合に、離職になっていない可能性もある。そうすると、離職者が実態よりも低く見積もられている可能性があって、退職金が実態に比べて払われていないというふうにはQE上は推計されている可能性があるのではないかというふうに見ている。そうすると、なかなか2006年度の後半から足許までの雇用者報酬の伸びというのは、退職金が入っていると考えると低過ぎるのである。

岩田副総裁

然り。

西村委員

逆に言えばユニット・レーバー・コストの推計の時でも、結構難しい問題があって、つまり退職金を普通は外してやるのだが、よく考えてみると、

本来、ユニット・レーバ・コストは、限界費用でやるべきところを、平均費用でやっている訳である。当然退職金もある程度はアモチゼーションで入れておかなければならない。そういうことまで考えればやはり、退職金は考えなければならぬという話になる。

門間調査統計局長

そういうところまで考えなくてはならないと議論していること自体が、恐らく労働需給があまり賃金に跳ねてこないという実態を反映しているのかなと思う。通常その位はどちらで計算しても結構労働コストが上がってきたなということになるのだが、今回そうならないというところが、恐らく一番大きな特徴だと思う。

野田委員

GDP関係の雇用者報酬の伸びが縮まっている。これも退職金が入っていないのではないか。

門間調査統計局長

1～3月は、非常に弱い。確か+0.3%であるが、それは実はもう一つ理由があって、先程の図表31をご覧頂くと、GDP統計の雇用者報酬は、この統計で言うところの労働力調査の雇用者数であるから、1～3月は伸び率が、前年比で+1.0%と、少し低いのである。それと毎勤統計の賃金の-0.7%、ほぼこれも足し算で決まっているので、+0.3%なのである。実は、労働力調査の雇用者数というのは、2007年の1～3月というのは、少し前後に比べて伸びが低い。その理由は、実は、2006年の1～3月に2%位雇用者数が増えている。恐らくそれは、統計の振れだと思う。従って、今回のGDP統計の雇用者報酬の前年比が、非常に低いというのは、一部はそういう統計の振れも入っている。それプラス退職金が多分入っていないという、その二つではないかと思う。

須田委員

少し話を変えたいのだが、非製などの中小企業への波及についてなのだが、今円安とそれから再び原材料価格が上がってきているという中で、彼らは前から価格転嫁できないということで、その問題をかなり懸念していたが、ここにきて景況アンケート調査をみると、相当そういうところが改めて出てきているような気がする。その中小非製に対する今の状況は、どういうふうに見ていけば良いか。前と同じなのか、一回原材料価格が下がったので、ただ戻っただけの話なのか、それともなかなか収益もマイナスで段々ジリ貧の状態にあるのか、そこら辺をどういうふうに見ればよいのか。

門間調査統計局長

中小企業は、いつも正確には見極め難いのである。おっしゃるとおり、足許を景気ウォッチャー等でみるとアネクドータルには、原材料価格が上がっているという時の影響が出てきているという感じはある。ただこれは、これまで何度か乗り越えてきたので、今回もそういうものの一つとして乗り越えられる可能性も高いというふうに考えられる一方で、先般中小公庫の製造業設備投資調査というのが出ていて、これをみると実は2007年度の計画値が少し弱めなのである。これだけでは、まだ少し判断できないので、7月の短観をみてから、その辺を合わせて判断をしていこうと思っているが、恐らく設備投資については、循環的な要因もあって、少し中小企業の一部には、弱さも出てきている可能性もあると、それ位で今みている。ただ、いわゆる景気に逆回転を与える程のマイナスのインパクトがそこにみえているということではないので、その辺をもう少し様子を見ていきたいと考えている。

中村委員

先月も出たかと思うが、先程、アルバイトと労働時間が短くなっているという話があったが、これは要するになかなか人手が集まらないから、で

きるだけ雇用形態を多様化して家庭の主婦等も引っ張り出すために、やっているという理解で良いか。

門間調査統計局長

然り。すなわち、今回はグローバルな競争圧力というものの中で、人手不足だから賃金を上げて誰でも採るという感じではなくて、要するに今まで働いていない人を何とかして働かせようという形で企業は努力をしているという感じがする。実際に労働力率が上がっているのも、団塊世代の男性の高齢者、それから女性も30代後半以上の辺りが結構上がっていて、そういう意味では、おっしゃったようなことが起きているのではないかなという感じがする。

野田委員

60歳以上の方が年間70万人働いている。労働力の大半を高齢者で賄っているというような印象を受けたが、それは少しオーバーか。

門間調査統計局長

労働力率の上昇はほとんど高齢者という趣旨のご質問か。男性はかなりそれに近いと思う。いわゆる区分で言うと、55～64歳というところが非常に上がっているのも、まさに60歳の退職した人が働いているという部分が多いと思う。ただ、女性は、30代後半辺りも結構上がっているから、世帯構成層というか、育児中の女性というか、いわゆる主婦の方もそれなりに増えている、ということかと思う。

中村委員

それは、世帯当たりの収入が増える要因になっているのだな。

門間調査統計局長

然り。従って、それはトータルで先程申し上げた人数掛ける賃金の雇用

者所得をみていかなければいけないのだが、それは着実に伸びているとみれる一方で、しかし、伸びが高まっていないともみれるという、その辺の微妙な段階にあるというのが、現状だと思っている。

岩田副総裁

アネクドータルであるが、この頃の加工食品や、その他オレンジジュースとか食用油とかの値上がりはどれ位のインパクトがあると考えたら良いか。

門間調査統計局長

これは、個々には非常にウエイトが小さい。従って、今おっしゃったようなもの、例えばマヨネーズとかドレッシングとか食用油、それから最近だと小麦がまた随分上がっているから、小麦粉、それから麺類である。そういったものが全部上がってくると、ついでにタクシーも結構上がるということも全部合わさってくると、それなりにみえてくるかもしれないが、一つ一つは非常に小さい。しかも卸の段階では上がるだろうが、小売に浸透するかどうかということについては、まだ分からない。上がっても一部でないかという観測が一般的だと思っている。それからこれもアネクドータルであるが、一方でコンビニがこのところ過当競争気味であって、これまでコンビニは全く値下げはしていなかったのだが、調味料等定番品について、値下げするという動きも一部にあるので、この辺のミックス度合いかなという感じがしている。

福井議長

労働需給がタイト化していくと、イノベーションが必要な時代は、インテリジェントワーカーを、より高い賃金を払ってでも採ってくるというか、そういう需給のタイトさというのは出るかなと、頭の中では考えられるのだが、リタイアリーを安い賃金のアルバイトで雇って十分と、そういうレベルの賄い方と、これからの企業の競争力形成ということとは、あまりコ

ンシステントではないような気もする。まだ一步手前のところなのかどうなのか。

門間調査統計局長

団塊の世代の再雇用については、そういう単純労働の方とは限らなくて、それなりにインテリジェンスのある労働をしているのだが、やはり年功序列賃金がまだ残っているので、退職直前は、結構まだ生産性比高い賃金を貰っていると、それが見合ったところまで落ちるとするのは、結構大きいということである。

福井議長

修正プロセスがまだ含まれているということだな。

西村委員

先程申し上げようと思ったのだが、要するにヒューマンキャピタルをどういうふうに考えるかということで、やはり私を含めて高齢者が、それ程ヒューマンキャピタルが若手と劣っているとは思えないので、やはり、先程、門間調査統計局長が言った効果というのは大きいのではないかなと思う。つまり払い過ぎていた分は、やはり減ったけれども、やはりそれなりものを払うという傾向というのは、ヒューマンキャピタルを上手く使っているという日本企業のある種の特徴が上手く出ているのだと思う。

野田委員

私の経験から言っても、5年間そのままフルに持つかどうか分からないが、60歳以上の再雇用にして、少なくとも3年間位の間は、ペイに対して非常に高い生産性を相対的に維持できる。特にホワイトカラーでもそうであるが、メーカーは、やはり一つは技術の伝承に相当力を入れていて、そこでの退職者の確保ということに、かなり注目しているので、これはやはり福井議長がおっしゃるようにイノベーションにプラスになるかとい

うと、必ずしもそうではないが、むしろマイナスの方を小さくするという効果は相当大きいだろうと思う。

中村委員

逆にそういう人に対しては、結構高い賃金を企業は払うのではないか。安い賃金ではなくて。

野田委員

然り。私が申し上げたのは、平均的にみると、どうしても今までのペイに比べれば減るということ。例えば、今みたいな話があって、その分、製造業は、直ぐには落ちないと思う。

井戸理事

色々企業からヒアリングしていても、最近皆さん異口同音におっしゃるのは、理科系の大卒を採るのが難しくなっているということ結構おっしゃる人が多くて、その場合には、退職者の方、特に技術者を使われるのだが、給与が落ちる一方で、例えば勤務時間をフレキシブルにするとか、先程、門間調査統計局長が言ったように勤務時間を短くするということが、必ずしも退職者にとって、状況が悪くなっているということでは、どうもないということである。

岩田副総裁

潜在成長率であるが、1.5~2.0%でどちらかと言えば1.5%に近いというものを公式見解としていると思う。しかし、2003年、2004年、2005年、2006年から2007年、2008年というのは、我々の予想が正しければ、ほとんどずっと年間2.1%で成長し、それから企業の期待成長率の調査というのも内閣府が企業のマネジャーを対象にやっているが、あれも先行き5年間を聞くと2.1%、要するにずっと2.1%というか、5年続いて、それから先行きも同じく2.1%を期待している。そういう時に潜在成長率が

1.5%というのは、本当にそうなのか。経済全体の稼働率——特に足許のところ——を計る時に難しいのが一つは失業率だし——構造失業率をどれ位みるか——、一つはGDPギャップだと思うが、その時にずっと1.5%で持つかないというのを思っている。潜在成長率を1年位前に計算されたと思うが、あの時は…。

須田委員

あの時は、段々上がっていくという話であった。1.5%から段々2.0%に近づいて…。

岩田副総裁

私の記憶が正しければ、1年位前で、1.7%位だったのではないかと思うのだが、足許のところでは、どのようにお考えになるか。

門間調査統計局長

これも、毎回虚心坦懐に足許の指標をみながら計測をしているが、1.7%とか1.8%とか、ポツ1で議論できるような精度を元々持っていないということと、それからおっしゃるように2.0%強の成長率が、実際に実現していけば、その段階では事後的にみて、潜在成長率が上がっていたということになる可能性は高いということである。ただ、その時に同時に失業率とか、あるいは労働力率のトレンドが恒常的にどうかということも合わせてみなければいけないので、それも実は事後的にしか分からないのである。そういう様々な問題があるので、1.5~2.0%位という幅は常に持って考えていくと、2.0%かもしれないし1.5%かもしれないという位の頭で考えていくしかないのではないかというふうに思う。

亀崎委員

日本の自然失業率は3.5~4.0%位の間だと言われているが、完全失業率がこれを下回ると、どのようなことが生じるのか。

門間調査統計局長

先程から議論している構造失業率というものと基本的には、同じものだというふうに認識している。通常は、自然失業率ないし失業率というのが、いわば労働需給のギャップゼロの臨界点になる訳で、そこをさらに実際の失業率が下回っていくと、相当賃金にプレッシャーが掛かってくるというふうに言われているのだが、これもそこを超えたら直ぐに掛かってくるのかどうかということも含めて、かなり不確実性が大きいので、そういう議論は相当幅を持って読んでいくしかないというふうに考えている。

亀崎委員

結局、日本の失業率は 3.8%であるので、恐らくご指摘の労働需給のギャップゼロの臨界点の範囲に入ってきている。しかし、賃金については、先程議論していたような抑制要因もあって、直ぐに上昇していくとは言えないのか。

門間調査統計局長

それは、申し上げられない。

野田委員

9年振りの3%台とおっしゃっているが、言い換えれば9年前の3.8%と今の3.8%とは違うだろうと。

門間調査統計局長

9年前は、たまたま似ているかもしれない。構造失業率は一度上がったのである。構造失業率が、同じ位かもしれないが。ただ、明らかなことは、9年前に比べると賃金の伸び率が遥かに低いので、そういう意味ではこの間に何がしか構造変化が起こっていると考える方が自然である。

福井議長

それでは、金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

金融環境、お手許の資料、金融環境の現状評価の(参考計表)、それから本日お配りした追加計表である倒産関係、この二つについてご説明する。追加分は、おととい、倒産の数字が新しく出ているので、それが入った数字をお配りしてあるかと思う。「金融環境の現状評価」参考計表(その2)という2枚紙である。今日の私の話は、少し指標の変化が出ているのか出していないのかちょっと難しい、というのが二つあるという疑問点を申し上げるのが中心である。一つ目は資金需要の動き、二つ目は企業倒産の動きである。

先ず資金需要の実勢は、少し異なるシグナルが出始めており、弱めの動きとやや強めの動きがある。弱めの動きというのは銀行貸出、強めの動きが社債直接調達と企業サイドの資金過不足の動きであり、これらを合わせて資金需要の実勢をどう計るかということを目下1~2か月はよくみていきたいと考えている。先ず弱めの方だが、図表1の民間部門の総資金調達の5月をご覧頂くと、-0.1%というふうに、久しぶりにマイナスがついている。マイナスになった最大の理由は、銀行貸出が寄与度で、前月の1.4%から1.1%に大きく落ちたということが主因である。ただ、この後申し上げるが、この銀行貸出の寄与度の落ち込みは、外銀の交付税特会向け貸出が5月は大きく落ちたという特殊要因があるので、実態はこれ程大きく落ちたとみる必要はないと思うが、実勢としては伸び率は少し弱めという感じである。それに対して、直接市場調達はCPのマイナスが取れ、かつ社債も寄与度で+0.1%ということであるので幾分強めということである。

主要3業態の貸出の動きを図表2でご覧頂くと、5月の特殊要因調整済の前年比で+1.8%ということなので、3月以降少しずつ伸びが縮まって

いるということである。元々、何度も申し上げているとおり、資金需要はどんどん伸びていくという地合いではないので、前年比は段々落ちていく可能性が高いということは申し上げていた訳であるが、そういうことなのか、あるいは資金需要に何か変化があるのかなのかといったことが注目点になる。因みに図表3の(2)が企業向け貸出の末残前年比をみると、〈企業規模別〉でみると中堅中小企業の太線の伸び率が落ちている、〈資金使途別〉だと細線の運転資金が落ちている、〈業種別〉だと太線の非製造業が落ちているということで、今まで伸びていたものが少し伸び率という意味では一服感があるような感じがする。ただし、金融機関のヒアリング情報を総合しても、別に何か資金需給が落ちてきたという感じではないように思われる。これが一つ目である。約定平均金利の動きを図表4でご覧頂くと、貸出金利の動向であるが、4月の新しい約定平均金利が出ており、除く交付税特会向けの短期は1.889%という数字になっている。これは短プラが上がったのが3月なので、おそらく短プラの引き上げが全部この中には入ってないと思われる。この1.889%、1.9%近い短期貸出の貸出金利のラグの評価であるが、昨年春頃、4~6月をご覧頂くと、1.534%という数字がある。実は1~3月もほぼこの位のレベルであったので、ここから比べると35bp位上がっているということであるが、この間、市場金利は50bp位上がっており、おそらくまだ短プラ引き上げが十分に反映されていない分と、スプレッドが削られているという部分があって、この間の市場金利より少し遅れて上がってきているという状況である。長期貸出金利が1.810%とやや高めに出ているが、元々4月というのは長期貸出が出ない月であるので、これは個別の特殊要因が寄与してこのレートになったと思われる。恐らく水準としては3月の1.655%位が4月は続いているとみられるが、この後、長期金利は上がっているのがどういふふうに反映されていくかというのは、当面、注目点である。

図表6以降が企業金融関連の指標である。図表6が資金繰り等々であるが、新しいデータとしては〈資金繰りDI〉で中小企業金融公庫、商工中金の5月のデータが出ているが、この辺は基本的には変わっていない。

「余裕」か「窮屈」か、「好転」か「悪化」の境目の辺りをうろうろしているということでありあまり変わりはない。若干、気になるのは<金融機関の貸出態度>の中小企業金融公庫の一番新しい数字で、5月は44.4%と大幅に「緩い」超ではあるのだが、その幅が少し縮んできているようにみられて、これがこの間の金利引き上げと関係があるのかどうかというのは、まだデータがこれだけなので判断できないが、短観が出たところでまた判断したいと思う。今日のポイントは図表7の(1)の毎四半期、法人季報でみた企業の資金過不足の動きであるが、1~3月の新しいデータが出ている。それぞれの項目で凸凹はあるが、全体としては、昨年からの資金不足方向にようやくなくなった訳だが、資金不足幅が引き続き若干拡大しているという状況である。これは、これまで大体銀行貸出の動きを上手く説明できているので、ここからみると企業の資金需要はむしろ、ゆっくりであれ拡大する方向であるということは読める。しかもこれは、1~3月前のデータではあるが、足許も個別企業のヒアリングによると、前の原材料価格の上昇に伴う運転資金需要増や、税金支払や配当、賞与支払資金ということで、むしろ資金需要は足許、また強まっているのではないかということである。このマクロの法人季報の情報、あるいはミクロ情報からすると、企業の資金需要についてはまだもう少し、増加方向にあるような状況である。

もう一つ、強い方は社債等であるが図表10、資本市場調達関連指標で<国内公募社債の発行額>の5月をご覧頂くと、8,250億円と、4月に比べて相当拡大している。これは長期金利の上昇を眺めて、社債の発行を急ぐ動きが相当増えているということであり、かなりの規模の発行になっている。因みに6月に入り、6月の第1週、8日までの個別集計をしても、この1週間だけで4,620億円という、これまでの1年間だと単月分位のものが1週間で出ているのでかなりの勢いで社債は発行されている。その結果、前年比の伸び率であるが5月CP・社債合計で1.5%と、CPは例の前年の裏ができてようやくプラス4.5%であるし、社債も残高ベースで伸びが1.0%のプラスになっている。これと対照的なのはエクイティであるが、4月から不調が目立っており、5月も600億内外というのが続いている

る。イメージを図表 11 でご覧頂くと、(3) が社債発行、これはグロスの発行と償還を差し引いたネットの数字である。昨年前半に相当の発行が行われた後、むしろ伸びが段々縮まってきたが、足許は上の方向に少し上がっているという状況である。図表 13 (2) が発行スプレッドでみた社債市場の状況であるが、先程申し上げた単月で 8,000 億円、6 月に入っては 1 週間に 4,000 億を超えるペースだが、荷もたれ感は全くないという状況であり、それぞれ比較的低位の水準で安定的に推移しているということがご覧頂けるかと思う。エクイティの状況をグラフでご覧頂くと、図表 14 (2) の株式調達額の一番右がこの 4~5 月平均なのだが、特に真っ黒に塗った公募増資が段々小さくなってきている。4~5 月平均では一応公募増資は残っているが 5 月は 5~6 年振りに公募増資がゼロであった。以上が直接市場の状況である。

マネーの動きは図表 15 のマネー関連指標をご覧頂きたい。〈マネタリーベース〉は -5.7% ということで、5 月はマイナス一桁台まで縮まっている。〈マネーサプライ〉は引き続き、少しずつ増加幅を増やしており、4 月の +1.1% から 5 月は +1.4% ということである。中身は今までと変わっているところと変わっていないところがある。現金通貨をご覧頂くと +1.3% と 4 月に比べれば伸び率は低いが続け、現金通貨は 1% 台の堅調な伸びが続いているということと、準通貨は、地銀中心に定期預金を集めているということで、5 月は +4.1% と引き続き上昇した。これに対して今までむしろ、マイナス幅を拡大させてきた預金通貨は、4 月の -1.3% から 5 月の -0.9% と若干マイナス幅を縮めているが、これは 6 月の納税資金が流動性預金という格好で、おそらくかなり滞留したせいではないかというふうに見ている。以上がマネーの動きである。

図表 19 に企業倒産関連指標があるが、倒産は先程申し上げたとおり、おととい 5 月の数字が加わっているので、後程触れさせて頂く。

図表 21 のインフレ予想は新しいデータが出ておらず、(3) の日本の TIPS の動きでブレイク・イーブンを見ると、僅かずつ上がっている。右下の太実線は、一時、0.4% を割って 0.39% まで行ったが、今は 0.6% 位

まで戻っている。図表 22 は GDP の 2 次速報と法人季報が出たので、それぞれマクロの金融環境のデータをリバイズしてあるが、リバイズした後も大きく絵は変わっていない。〈実質コールレートと実質 GDP トレンドの成長率の差〉は、さすがにこの間の金利上昇を受けて、若干緩和幅は縮まっているが引き続き非常にディープな緩和水準が続いている。(2) の上のグラフの細実線をご覧頂くと、この 1 年位で平均支払金利はさすがにアップ・トレンドに変わってきた感じがみてとれる。この結果、〈平均支払金利と ROA の差〉のグラフをみると、緩和度合いも若干縮まっているが、極めて緩和的だという状況は変わっていない。

先程飛ばした倒産であるが、本日お配りした(参考計表・その 2)をお送り頂く。図表 19 の 5 月の 1,310 件というのがおととい出た新しい数字で、この 1,300 件台というのは 2003 年 10 月以来、3 年半振りの水準である。これが一時的な要因なのかどうか、まだみえない訳であるが、特徴点を申し上げると、計数はカッコ内をご覧頂くとおり、件数は前年比 21% 増という非常に増えたということである。もう一つの特徴点は 1 件当たりの負債額はむしろ、2.8 億円ということで非常に小さいということなので、これだけみると小規模先を中心に件数が増えたという構図である。例えば企業別、業種別で何か強い特徴があるかということ実はほとんどそれは窺われず、例えば〈資本金別内訳〉をご覧頂くと、5 月の数字を 2006 年の平均値と比べてご覧頂くと、件数は 1 億円以上が 2006 年の平均が 20 件に対して 5 月が 25 件、1 千万円から 1 億円未満が 544 件に対して 644 件と、それぞれがかなり増えているが、カッコ内のシェアをみると、必ずしも特徴は窺われない。この辺り引き続きみて参りたいと思う。最後に倒産の動きについて、少し長い動きをご覧頂くと、図表 20 の (1) が長期の時系列である。最近でいうと倒産件数が一番増えたのはこの 2001 年から 2002 年頃であり、その後ずっと減ってきた。実はボトムが 2005 年である。因みにピークは 2001 年で、年間の倒産件数は 1 万 9,164 件あった。その後、2005 年に 1 万 2,998 件とボトムであったが、2006 年は若干増えて、1 万 3,245 件ということである。2007 年に入っても少しずつ増えているように

みえるという段階であり、今後、少しよくみていきたいと思っている。因みに、この中小零細がもし仮に増えているとすると、議論されているような地域経済あるいは零細企業の悪化ということに加えて、最近の貸金業規制、グレーゾーン金利規制の影響で貸金業が融資を引き上げたり審査を厳しくしたりしている影響が、こういうところに出ているのかどうかということが当面の着目点になると思う。こういう中小企業を巡る企業金融の環境に変化が現われているのかどうか、よくみていきたいというふうに考えているという段階である。以上である。

福井議長

ご質問あるいはご意見があれば、どうぞ。

水野委員

倒産理由別でいくとどういう感じか。

雨宮企画局長

不況型が増えている。不況型というのは、要するに業績不振型。

水野委員

一つ考えたのは、今おっしゃったことに入ると思うが、輸入物価が上がってきて、それを転嫁できない。いわゆる仕入れ価格が上がって、それを売上に転嫁できずに利益が圧迫され、その中で業界再編が行われて、構造改革が進んでいるという言い方になるのだと思う。そういうものなのかと思っていたのだが、もう一つの制度問題が出てきたとすると、まだ暫く倒産件数の水準は高いのではないか。

雨宮企画局長

そういう可能性がある。実は他の調査機関のデータの方は去年の方から少しずつピッチが増えており、これが継続的な傾向になるのかどうか、そ

の可能性もあるとは思いますが、もう少しデータをみて判断したいと思っている。理由はご指摘のとおり幾つかあって、一つはそもそも、例えば公共事業の圧縮によって零細建設業者が主である地域経済、あるいは中小企業の経営状況が悪化しているという、いわば地域の実需の問題と、もう一つはご指摘のあった大企業からのいわば合理化要請、あるいはコストダウンの中で非常に厳しくなったということが挙げられる。

水野委員

だがゼネコンの企業規模別構成比をみていくと、こちらの方はあまり変わっていない。あと二つ目のところは、おそらく卸小売業の構成比は増えていないので、三つ目の話かなというのが、なんとなく、よく世間で言われていることでもあるだろう。

野田委員

本件でいわゆるベンチャー型の小企業がやられているというのをちらっと垣間みたような気がする。元々企業の数と言う意味では少産多死型であって、少産の方が生まれたら直ぐに死んでしまうというのだと非常に心配なのだが、その辺は何か分析というか、何か発表はないか。

雨宮企画局長

ない。我々のところでは、なかなか有意な分析をし難い部分がある。調査機関では、理由ではなくてどういう業種や業態の倒産が増えているかということで、今ご指摘のあったような東京都区部でこの10年間に新規ベンチャーとして発足した企業が、ここで立ち行かなくなっているケースが多いという分析結果を発表している。ただしその原因が、元々の経営の失敗なのか、あるいは要するにグレーゾーン金利の問題が出ているのか、原因までは分析しきれていないということである。印象としては今おっしゃっておられたようなことは指摘されている。

西村委員

事業者レベルの改廃の話と法人レベルでの倒産の話とは違う話であるので、私が以前、自分でやった分析結果をみると、事業者レベルでは結構入れ替わりが激しい。法人レベルになると、死に体で残っている人達がい、それが最後にどこかでやられるということである。もしかすると非常に調整に時間が掛かっているので、今ようやく最後のブローで、というのが出てきているのかなと思う。それはやっぱり不良債権処理が逆にいえばできるようになってきたという、そういう影響かなという気もする。それは調べてみないとわからない。

野田委員

倒産自体がそんなに急に多くなっているか、と言うと、どうもむしろ逆の方向に行くという気がするのだが……。どうか。

稲葉理事

仕事を畳みやすくなっているというか、選択として畳んで、それぞれ新しい事業を起こし、業種転換するという、そういう選択の幅が広がっている可能性はある。そういう時期に大体件数は増えるということはいえる。

中村委員

倒産して同じ業種で、また同じような会社を作って、会社数はあまり変わらないという業界が結構、過去にはあった。建設業とか、運輸業だとか。全然減らない。倒産すると同じ位会社が増える。

西村委員

建設は増える。

福井議長

私的整理をやったというのは、考えられるのか。

雨宮企画局長

入っている。

福井議長

整理をした事業はまた別途続けているのか。

水野委員

もし、その業種転換という話が本当だとすると廃業、起業というのが増えていなければならないが、そのデータというのはしっかりしていないのではないか。

雨宮企画局長

かつ年に1度しか取れない。おっしゃるとおり、そういう観点からみようとすると倒産ではなく自主廃業というのが多分物凄く増えている。

水野委員

だから構造改革調整が進んでいるという言い方ができるのではないか。

稲葉理事

あるいは、これだけ人手不足ということになれば、何も開業しなくても勤めに出るとか。

水野委員

自営業者を辞めて雇用者になると。

福井議長

他に宜しいか。本日の議案は終了である。明日、午前9時に再開する。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点からこの場の皆様

方におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。以上で今日は閉会する。

(16時29分中断、15日9時00分再開)

福井議長

おはようございます。それでは決定会合第二日目を開催する。政府の方から、財務省田中財務副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。内閣府からは浜野内閣府審議官が昨日に引き続いてお越し頂いている。宜しくどうぞお願いする。会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提に皆様方にはご発言をお願いしたいと思う。今日の議題であるが、最初に適格担保取扱い等に関する対応についての議案がある。その後は通常どおり、金融経済情勢に関する討議、それから金融政策運営に関する討議、それから政策決定、続いて金融経済月報の基本的見解の決定、議事要旨の承認、それから、この先1年間の金融政策決定会合の開催予定日等の承認と、沢山の議題が並んでいる。

Ⅲ. 適格担保取扱い等に関する対応についての執行部説明と決定（資料-7）

福井議長

それでは最初に、適格担保取扱い等に関する対応についての執行部からの説明をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

資料番号7番、「産業再生機構の清算終了に伴う対応について」と題する資料に沿って説明させて頂く。資料1頁であるが、本件は、本年6月5日をもって株式会社産業再生機構の清算が終了したことに伴い、適格担保取扱い基本要領の一部改正等を行うこととしたいというものである。本件の経緯であるが、株式会社産業再生機構は2003年4月に株式会社産業再生機

構法に基づき設立された株式会社である。その目的は、ここにあるように「有用な経営資源を有しながら過大な債務を負っている事業者に対し、当該事業者に対して金融機関等が有する債権の買取り等を通じてその事業の再生を支援する」という目的である。本行はこの2003年4月に産業再生機構に対する政府保証付証書貸付債権を本行の適格担保とした。また、株式会社産業再生機構法において、産業再生機構に対する本行資金の一時貸付け、それから、預金保険機構（産業再生勘定）に対する本行資金の一時貸付けが規定されたので、これを受けて、これらの業務を日本銀行業務方法書の別表、これは他の法律の規定による業務を掲げているものであるが、こちらに追加した。これらの取扱いであるが、証書貸付債権については、2004年2月から2006年11月まで担保としての受入れ実績がある。ピークでは6,016億円の受入れ残高があった。他方、産業再生機構向け、預金保険機構（産業再生勘定）向けへの貸付けについてはいずれも実績はなかった。こうしたもとで、産業再生機構であるが、本年3月に全ての業務を完了したことにより解散をし、清算会社に移行していた。6月5日に至って、株主総会の決算報告の承認により清算が終了し、法人格が消滅している。当初5年間の時限措置として業務を開始していたので、概ね1年前倒しで清算に至ったということである。以上を受けて、2頁にある所要の対応であるが、本行の適格担保取扱基本要領において、産業再生機構に係る定めを削らせて頂く。具体的には同要領の本文4.(3)適格性判定手続、別表1「担保の種類および担保価格」及び別表2「担保の種類ごとの適格基準」が改正の対象である。第二に、日本銀行業務方法書の別表からも産業再生機構に係る定めを削らせて頂く。これらであるが、ご決定を頂いたら、いずれも本日から実施することとさせて頂きたいと考えている。また、決定内容については、執行部において適宜の方法により公表させて頂きたいと考えている。(参考)に、担保の受け入れ状況等を示している。説明は省略をさせて頂く。4頁目は付議文である。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。(案件)。本年6月5日をもって株式会社産業再生機構の清算が終了したことに伴い、『適格担保取扱基本要領』を

別紙 1. のとおり一部改正するとともに、『日本銀行業務方法書』を別紙 2. のとおり一部変更すること。別紙 1. は「適格担保取扱基本要領」の一部改正案である。本文の 4. (3) から産業再生機構に係る定めを削らせて頂く。6 頁、別表 1「担保の種類および担保価格」からも同様である。7 頁目は引き続き「適格担保取扱基本要領」の別表 2 であり、「担保の種類ごとの適格基準」からも同様に産業再生機構に係る定めを削除させて頂く。8 頁、別紙 2. は「日本銀行業務方法書」の別表であり、これも同様である。私からの説明は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があれば。政府の方は初めてで、少し技術的であるが、お分かり頂けたか。産業再生機構に対する証書貸付である。誰が貸したとか、どれ位やったとか……。

鮎瀬企画局参事役

民間金融機関からの貸付けである。

菅野企画局企画役

民間金融機関からの金利入札による貸付けであり、一般の銀行等が入札に参加している。

福井議長

大体幾ら位貸しているのか。

菅野企画局企画役

ピーク残高で約 1 兆円程度である。

福井議長

宜しいか。ではこれは決定案件であるので。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。本件については適宜、執行部より対外公表をさせて頂く。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは次の議題である。金融経済情勢に関する討議ということで、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報基本的見解について、執行部から簡単にご説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではA3の紙に沿ってご説明する。まず、実体経済・物価のところであるが、当月は景気全体あるいはそれぞれのコンポーネントについて判断あるいは表現の変更については基本的に必要ないと考えている。一点だけ技術的な変更で、物価のところの国内企業物価であるが、前月はそれまでの弱含みというところから上昇に転ずる局面であったので、「国際商品市況の反発などを背景に、…上昇に転じている」としていたが、当月は、前月に続いて上昇しているなので、その辺りの表現を「上昇している」と変更している。私の方からは以上である。

内田企画局参事役

続いて、金融面であるが、3行目、4行目に変更がある。3行目、CP・社債の発行残高であるが、5月の数字が前年比+1.5%であったので、「前年を幾分上回っている」という表現にさせて頂きたいと思う。それから、マネーサプライであるが、こちらも大体1%位できたが、5月が+1.4%だったので、「1%台」ということにさせて頂きたい。なお、市況の関係が少し動いており、お配りした資料について二点修正させて頂ければと思う。一点は、ターム物金利であるが、この段階では「前月と概ね同じ」としていたが、その後上昇しているので、「上昇」という判断に、また為替については「概ね同じ」と書いているが、「円安」という評価にさせて頂きたいと思う。それに伴って、文章の変更を読み上げる。「金融市場の動きをみると、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、」となっているが、「推移している。」と一回切って、「ターム物金利は、前月と比べ上昇している。」とさせて頂きたいと思う。それが一点目である。もう一点、為替・資本市場であるが、「為替・資本市場では、」の後に「前月と比べ」とし、「長期金利は」の後の「前月と比べ」を落として、「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。」を入れる。最後に、「および」を取り、「この間、」以下同じである。「株価は前月と概ね同じ水準となっている。」。長いのでもう一度読み上げさせて頂く。「金融

市場の動きをみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は0.5%前後で推移している。ターム物金利は、前月と比べ上昇している。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。」として頂きたいと思う。なお株価は、前回会合当時は17,500円位だったが、現在、結構微妙なところにある。18,000円に乗れば上昇という評価で良いかと思っている。因みに申し上げると、長期金利は1.6%台だったのでかなりの上昇になる。それから、円ドル相場は120円台だったので2円以上動いているという状況にある。因みに、ターム物を申し上げると、3か月物でみて、前回会合当時0.565%といった水準であったが、昨日の段階で0.63%という状況であり、同様に6か月物、1年物も上がっているという状況である。

福井議長

内容・文章については、また最終的に討議をさせて頂くが、取り敢えず今の執行部の説明についてご質問があれば遠慮なく。取り敢えずは宜しいか。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に移る。委員からご意見を表明して頂きたいと思う。今日は、水野委員、武藤副総裁、岩田副総裁、中村委員、亀崎委員、西村委員、須田委員、そして最後に野田委員の順でお願いしたいと思う。いつものとおり、お一人5分ずつでお願いできればと思う。最初に水野委員からお願いする。

水野委員

まず、米国経済の見方についてコメントする。私自身の評価は従来から

変化していないが、最近、内外の民間エコノミストの米国経済に対するビューが変化しているため、改めて私の見解をお示ししたいと思う。

米国経済については、一言で言えば、住宅投資の調整局面は一頃の予想よりも長期化するものの、ソフトランディングの可能性は一層高まっていると評価できる。米国の一連の経済指標の好転を受けて、多くの市場参加者も、そうした見方に傾きはじめてきたことから、足もとで米財務省証券のイールド・カーブが大きくベア・スティープ化している。MBSのヘッジ売りも入り、同10年債利回りは6月13日に一時、FFレートを大きく上回る5.31%まで上昇した。

経済指標の中でも、特に製造業の在庫調整の一巡や建設活動の下げ止まりを示唆する指標は、FRBの利下げ期待を後退させた。関連統計について若干コメントしたいと思う。5月のシカゴ購買部協会景気指標は61.7%と、4月の52.9%から大幅に改善、5月のISM製造業景況指数は55.0と1年振りの高水準となった。また、4月の製造業受注統計は、ハイテク部門を中心とした設備投資の持ち直しを示唆する内容であった。設備投資の先行指標とされるコア資本財受注——航空機を除く非国防資本財受注であるが——は、前月比+2.1%と3月の同4.6%に続き高い伸びとなった。製造業の在庫・出荷比率は2月の1.27倍をピークに、3月1.25倍、4月1.24倍と緩やかながら順調に低下しており、在庫調整の進捗が確認できる。

私が注目しているのは、総労働投入時間の増加である。5月の米雇用統計によれば、週平均労働時間は33.9時間と4月の33.8時間から回復し、総労働投入時間——雇用者数×週平均労働時間であるが——は、前月比+0.5%と4月の-0.3%から再び増加した。この結果、4~5月期平均の総労働投入時間は1~3月期平均比+0.4%と、1~3月期の同+0.3%よりも強いペースで拡大している。5月の小売売上高は、前月比+1.4%と市場予想を上回った。これを受けて4~6月期の米国のGDPに関する市場コンセンサスは、前期比年率で4~4.5%程度となっている。

また、国内経済に目を転じると、前回のMPM以降に公表された経済指

標は総じて堅調なものが多かったように思う。4月の労働力調査によれば、完全失業率は3.8%、雇用者数は前年同月比10万人増、完全失業者数は13万人減となった。有効求人倍率は1.05倍と、3月の1.03倍を上回り、市場予想も上回った。いずれも労働需給の逼迫を示唆する内容である。また、4月の実質家計消費支出（二人以上の世帯）は、前年同月比+1.1%と堅調な数字である。

個人消費関連統計については、昨年10～12月期、今年1～3月期が若干出来過ぎの感があるため、4～6月期は反動が予想される。ただ、外食などサービス関連消費は、堅調を維持しているため、今のところその反動は限定的なものにとどまると期待できそうである。

最近の統計の中で、国内企業部門、例えば、機械受注、生産といった経済指標をみて、「踊り場的である」といった弱気な見方が一部に出ている。我々が景気の牽引役と見立てている設備投資について最近の指標をみると、設備投資の伸び率は若干鈍化し、設備投資の主役が製造業・加工業種から製造業・素材業種及び非製造業へシフト、という調査統計局の見通しをサポートするものが少なくない。5月26日付日経新聞に日経新聞社が纏めた2007年度の設備投資計画が掲載されているが、これによれば、2007年度の全産業——社数は1556社であるが——の設備投資計画は前年度比+8.7%——2006年度実績は+12.6%である——となった。内訳をみると、製造業が昨年までの二桁増とは行かないまでも、+8%と好調を維持し、非製造業は+9.8%と昨年並みのしっかりした伸びを示している。4月確報ベースの資本財出荷（除く輸送機械）は前月比+8.1%、1～3月期平均比+3.2%である。金額でも17兆7,287億円と過去最高を更新している。ソフトウェアを除く設備投資額は、季節調整済前期比+2.8%、前年同期比+14.2%となった。内訳をみると、製造業が前年同期比+13.6%、非製造業が同+14.6%となっており、非製造業の堅調さが特徴だと思う。1～3月期実質GDPの2次速報値では、設備投資は前期比+0.3%と1次速報値の-0.9%から上方修正された。以上、これらの点から企業部門における好調さの持続に対する懸念は当たらないのではないかと思う。

1～3月期のGDP 2次速報値を受けて、2007年度の実質GDPについては、成長率のゲタが1.4%となり、4～6月以降の前期比伸び率が+0.2%程度となれば、2007年度の政府の実質GDP成長率見通しである+2%を達成することができる。前期比伸び率が、仮に+0.4%程度であれば2007年度の実質成長率は2.5%程度となる。恐らく、民間エコノミストのコンセンサス見通しは、2%台半ば位に落ち着いてくるのではないかと見込まれる。

次に、物価指標についてコメントする。5月の国内企業物価は前月比+0.5%、3か月前比年率+1.7%、前年同月比では+2.2%と4月に続いて高い伸びとなった。3か月前比年率で高い伸びとなった品目を順に少し申し上げると、非鉄金属、石油・石炭製品、繊維製品、金属製品となっており、上昇傾向をみせる製品に広がりが見えることが読み取れる。なお、5月は、コアCPIの前年比上昇率と方向性が一致する国内最終消費財価格が前年同月比+0.2%と8か月振りにプラスに転じた。今後のガソリン価格動向にもよるが、コアCPIの前年比上昇率のボトムは、今年3月の-0.3%となる可能性が高まってきたとも言える。

4月以降の国内企業物価指数、企業サービス価格指数をみると、企業間取引の段階では、年度変わりの価格改定時期に、財・サービスともに値上げが実施される動きが確認できる。一方、小売段階では、引き続き、競争激化や流通合理化の動きに加え、移動体通信料が低下を続けていることもあって、CPIは上昇しにくい動きが続いている。ただ、前回のMPMでも述べたが、最近みられる一部の身近な商品の値上げの動きによって、消費者が値上げを受入れていく土壌ができつつあるように思う。

以上を踏まえ、金融経済月報の基本的見解であるが、執行部案は「今のところ、経済・物価情勢は4月の展望レポートの見通しに沿った展開となっている」との見方が素直に伝わってくる簡潔な文章でもあり、この案で良いと思う。

最後に、金融市場、特に債券市場の動向について私の見解を申し上げる。債券市場では、当面、弱気なビューが根強いと見込まれるが、「FRBの

年内の利下げはない」との見方がほぼ織り込まれたことから、主要国の国債市場のパニック的な売りが続く公算は低いと思われる。すなわち、今回は、昨年5月から6月に掛けてのグローバル・リスク・リダクションの動きとは異なり、債券利回りの上昇が株式・為替市場へ影響を与える動きは限定的と考えられる。基本的に、世界中に過剰流動性が溢れており、現在の実質政策金利水準自体は過去の平均並であり、特に金融環境が引き締まっている訳ではない。一方、企業業績は堅調で、グローバルリゼーションを受けたM&Aも引き続き増加基調を辿る可能性が高いことを考えると、株式市場への資金流入は高水準を維持すると考えられる。

今後のポイントは、まだ市場が織り込んでいないインフレ率の上昇の可能性をどうみるかである。もっとも、米国の4月のコアPCEデフレーターは前年同月比+2.0%と、2006年2月以来の低水準となった。これは、FRBが居心地が良いと考えている水準の上限である。ユーロ圏のインフレ率も1.9%とECBが目標とする水準にある。米国の物価連動債市場をみる限り、インフレ懸念が高まっているとはいえない。インフレを主要テーマに、主要国の債券相場が調整局面に入る可能性は否定できないが、まだまだ時間的なゆとりがあるように思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

今回の会合までに発表された指標は、総じてこれまでの景気判断に沿うものであったと思う。

まず、海外経済であるが、米国では住宅市場の調整が続く中で、景気拡大テンポが鈍化している。第1四半期の実質GDPの暫定推計値は、事前推計値から大きく下方改訂されたが、その主因は在庫投資減少や輸入増加であり、設備投資や個人消費はむしろ上方修正されている点を踏まえると、予想以上に景気の減速感が高まっているということではないと考える。個

人消費は比較的堅調な増加を続けているほか、企業部門をみても、ISM指数は製造業、非製造業とも改善・悪化の分岐点である50を上回って推移している。こうした点を踏まえると、先行きは家計支出の調整が一巡した後、年末に掛けてソフトランディングが実現するというシナリオの蓋然性は引き続き高いと考えられる。ただし、住宅市場の調整が予想以上に長引くリスクは残っているほか、設備投資の下振れリスクにも注意が必要である。一方でCPIコアの前年比は、一頃に比べると低下しているとはいえ、依然高止まりしている。従って、引き続き上下双方のリスクに対して注意を払っていく必要があると思う。欧州では、内外需のバランスのとれた景気拡大が続いている。アジアについては、中国で高い成長が続いているほか、NIEs、ASEANでも総じて緩やかな景気拡大が続いている。

次に、日本経済について申し上げますと、まず企業部門であるが、4月の輸出は米国向け自動車の落ち込みなどから減少したが、これは1~3月の高めの伸びの反動等による一時的な動きとみられる。先行きの輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けていく可能性が高いと考える。設備投資も高水準の企業収益が続くもとで、増加を続けていくとみられる。1~3月の設備投資はGDP2次速報で実質年率+1.0%と増加した。また、民間調査——日経設備投資動向調査であるが——によると、今年度の設備投資計画は5年連続の増加となっている。また、設備投資の牽引力が製造業・加工業種から製造業・素材業種や非製造業に広がりつつあることを窺わせる内容であった。

家計部門については、雇用者数の増加に支えられて、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。一方、一人当たり賃金は所定内給与の弱さを受けて、前年比小幅マイナスの状況が続いている。所定内給与の弱さについては、企業の人件費抑制姿勢が根強いことに加えて、第一に団塊世代の退職増加、第二に地方公務員の給与削減、第三にパートの増加やそれに伴う労働時間の減少などが寄与しているとみられる。しかし、4月の失業率が3.8%に低下するなど、労働需給のタイト化が進んでいることを踏まえると、先行きは賃金上昇圧力が徐々に高まっていくと考えて良いのではない

かと思う。個人消費については、乗用車販売の弱めの動きが続いている。また、百貨店・スーパー売上高は、3月、4月は気温が低めだったことから、春物衣料品を中心に弱めの動きとなった。一方、家電販売は堅調に推移しているし、外食や旅行などのサービス消費も増加基調にあって、個人消費全体としては底堅く推移していると思う。先行きも雇用者所得の緩やかな増加を背景に、個人消費は緩やかな増加基調を辿るとみられる。

生産は、昨年10～12月期の自動車を中心とする大幅増産の反動から1～3月に減少し、4月も1～3月比横這いとなった。もっとも、企業ヒアリングによると、4～6月全体では増産が見込まれており、内外需要の増加を背景に増加基調が続くとみられる。在庫は全体としては出荷と概ねバランスがとれた状態が続いているが、電子部品・デバイスでは高めの水準が続いており、引き続き調整の進展を注視する必要があると思う。

次に物価であるが、国内企業物価は国際商品市況高などを背景に3か月前比でみて上昇している。年度変わりを機に、既往の原材料、燃料価格上昇の転嫁を図る動きもみられた。先行きも、目先の国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。消費者物価コアの4月の前年比は-0.1%となった。企業間取引とは異なって、小売段階では年度変わりに際しても、価格改定の目立った動きは確認されていない。また、原油価格反落の影響が今後に残ることも踏まえると、目先は前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いとみられる。もっとも、やや長い目で先行きを見通すと、資源の稼動状況が高まっている中で需給ギャップは需要超過方向で推移しており、消費者物価の前年比はプラス基調を辿ると考えられる。

最後に、最近の国際金融市況である。各国で長期金利が上昇傾向にある。これは、米国の強めの景気指標などを背景に、市場参加者の世界経済の先行きに対する確信が高まっていることを反映した動きとみられる。我々が心配してきたリスク要因は、インフレ期待の上昇を受けた長期金利の上昇から緩和的な金融環境が崩れるということであったが、今のところインフレ期待は安定しているとみられる。従って、現在の金利上昇が世界経済の拡大を支えてきた構図の転換を示しているということではないとみられ

るが、今後の動きについては十分注意する必要があると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず日本経済であるが、経済・物価両方ともメインシナリオというか、少なくとも私の考えていた姿のとおり動いていると思う。ただ、GDPの数字は私が思っていたよりもやや上振れをしているが、これには、統計上の理由もある。例えば、1～3月期の成長率は前期比年率+3.3%になり、一方、アメリカは+0.6%、EUも+2.4%で、「アメリカとEUを追い抜いた」という見出しが新聞に載っているが、中身をみるとそれ程評価できないと私は前に申し上げた。前期比で0.8%伸びているが、うち0.5が純輸出であるので国内需要は0.3である。それから、個人消費と設備投資をみると、確かに堅調な姿を示しているが、アメリカは実はもっと堅調であり、まず個人消費は前期比年率で4.4%伸びていて、日本は前期比年率+3.1%である。設備投資は、アメリカは+2.9%、日本は+1%である。1～3月期の成長率は見掛け上は日本が前期比年率3.3%でアメリカが0.6%と凄く差があるようにみえるが、国内の二つの内需の柱である設備投資と個人消費をみると、内容的には私はアメリカの方が強いのではないかと思う。それからGDPの数字は、速報段階と確報段階でかなり変わる可能性もあるので、あまり過大視すべきではないと思っている。成長率に関して、もう一点付け加えたいのだが、IMFは世界経済について4.9%とか4.7%と5%近い成長が続いているとずっと言っているが、最近、内閣府が民間見通しを纏めたところ2007年は3.3%であり、大分ギャップがある。これはやはり購買力平価でみるか、実際の市場の為替レートを使うかで、かなり印象が違ってくるということであり、これも注意すべきだと思う。3.3%であるとすれば、過去10年の平均を若干下回る程度ということになる。勿論、日本の輸出は中国など成長率の高いアジア向けが多い

のであるが、どこか念頭に置くべきだと思っている。

次に、生産面であるが、日本の景気動向指数などの先行指標、それからC Iも含めてみると、夏以降やや弱めの動きが出ている。1~3月期に生産がマイナスの伸びになり、4月についても私は危ないのではないかと申し上げた覚えがあるが、そのとおりになった。主な理由は、やはりIT部門の調整が私が当初考えていたよりもやや長引いていることかと思う。IT関連は、去年の秋以降、韓国・台湾の在庫調整とほとんど平行に動いてきたが、どうやら韓国・台湾はボトムアウトしつつあるようにみえるのだが、日本はやや遅れ気味で、出荷在庫バランスの図をみると、底をまだ這っているという感じかと思う。勿論、価格の方は、DRAMは若干下げ止まりで、NANDフラッシュメモリーも価格の方は良くなってきており、それからさらに液晶の価格は既にボトムアウトしたと思っている。従って、このまま順調にいけば、今月というに変だが、夏には終了しているのではないかとと思っている。ただ、その確認はやはり必要だろうとも考えている。

それからもう一つ、今月の新しい特徴は、なんといっても失業率が4%を切ったことである。マーケットのエコノミストの中には、4%を切れば賃金が上がると期待していた向きもあったかと思う。しかし、賃金の方は残念ながら0.7%下落した。春闘があったにもかかわらず一人当たり賃金は下落している。所定内給与は-1%である。4月の失業率低下の中身を見ると、どうやら女性が中心で、卸・小売、飲食、宿泊で30人未満の企業が中心というようなことで、週35時間未満の従業者が30%増加している。従って、数は増えているのだが、中身を見ると必ずしも正規の社員が伸びているという訳ではないと思う。問題は、失業率が3.8%になったが、いつ賃金が上がるのかということである。これは昨日のご説明にもあったが、構造的失業率、いわゆる求人数と求職数の数が等しくなるところが構造的な部分であって、それを上回る部分は需給要因である。需給要因は、若干まだ供給超過で、3.8%のうち、図を拝見すると3.6%位が構造的失業率というふうに見えるが、この数字をどういうふうに見るか。構造的失

業率は必ずしも自然失業率と概念が同じものではないし、あるいはインフレを加速させない失業率——NAIRUと呼ばれているもの——と同じ概念ではない。ここで言っている構造的失業率は数だけを考えているものであるので、やや形式的な定義ということになると思うが、この構造的失業率を完全失業率だというふうに、仮に政策上の問題として一応考えたとすると、3.8%という失業率は、まだそれよりも高いという意味合いをもってくるということになる。アメリカにオークンの法則というのがあるが、日本の場合はオークンの係数が非常に不安定なのであまり強いことは言えないのだが、ただ定性的には仮に構造的失業率とNAIRUあるいは自然失業率がかなり近くて、現実の失業率がそれよりも上だということがあると、まだ賃金は加速しないということになるろうかと思う。物価との関係で、失業率と一般サービス価格の上昇率の過去の例をみると、どうも失業率が3%台半ば位になると、一般サービス価格が上昇し始めているようだという統計的な過去の事実がある。アメリカの場合はちょうど反対であって、NAIRUと呼ばれているものが恐らく5%と言われていて、現実の失業率は4.5%であるので、0.5%分位、実はNAIRUよりも低いところにあるため、インフレ圧力が高まり、賃金、物価が上昇しやすい。日本の場合はまだそこまで行っていないということになるろうかと思う。実はこれはGDPギャップをどのように計測するかという時の考え方にも関係がある。以前にも私は申し上げたことがあるのだが、パートタイマーの伸びの比率を構造要因と考えるのか、需給要因があるかと考えるのかで、GDPギャップで2%程度のかかなりの幅がある。これもどこか念頭に置いた方がよい。潜在成長率を厳密に掴むこともなかなか難しいのだが、GDPギャップも同じような問題を持っているということはどこか念頭に置くべきだと思っている。

アメリカについては、物価が上がるのか下がるのか、どうもみえなくなっていて、これも掴みにくいのだが、今の失業率と賃金との関係でいえば労働市場がタイトなのでやはり物価は上がりやすい。それから、生産性の伸びが鈍化しているので——前期比年率1%なので——、やはり賃金コ

ストが上がりやすい。為替レートもどちらかと言えばドル安になりやすいので、これもコストプッシュ要因になりやすい。こういう面ではインフレ圧力があるように思うのだが、その一方で、家賃の関係では、段々と住宅価格が下がっている、帰属家賃とか家賃が下がってきて、今も下がってきている。帰属家賃を除くと、実はコアCPIは1.7%になってしまう。家賃が下がってくれば押し下げ要因だが、他に押し上げる要因もあって、どこに収まるのかが分かりにくくなっている。特に、労働市場がタイトだということをどこまで考えるべきかが、私にとってのビッグクエスチョンである。すなわち、失業率が本当の失業率を表わしているかどうかという点がある。アメリカの場合、不法で入ってきている労働者、特に建設関係でメキシコなどから入ってきている労働者は実は登録されていない。従って、失業し実は職を失っているが、登録されないというような統計上の問題、つまり不法労働者をどの位正確に反映しているか分からないという、これはペイロールでみても分からないという問題があると思う。このため、もしかすると失業率は表面上、小さめにしているのかもしれない。

それからもう一つは雇用の統計の改定——非農業雇用基準の改定——である。より詳細な企業雇用動態調査という、これは開廃業のデータも含むかなり詳しいセンサスが出る訳であり、このデータが少し出てきているようだが、例えば2006年第3四半期の雇用増加は49.8万人とされていたが、この詳しいデータをみると僅か1.9万人だったということがある。改定が行われて、これまで雇用は十分増加しているのでGDPも大丈夫、あるいは逆に言うと生産性が低くなるという形になっていたのだが、これらの数字がどういうふうになるのかみえづらいなと思っている。仮に雇用がこんなに伸びていなくて、逆に生産性の伸びがもう少しあったはずだという話になれば、インフレがあまり高まらない。一方、雇用があまり増えてないとすれば個人消費などにはあまり良い影響がない、というように、上方のリスクと下方のリスクが、統計上の問題から非常に見えにくくなっていると感じている。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

前回会合後、内外の経済指標は底堅いものが多く、基本的には展望レポートのシナリオに沿った動きが続いていると思うが、長期金利の急上昇など、先行き注意すべき動きもあった。

まず、海外経済について、米国は、住宅投資が引き続き減少傾向を辿っているが、個人消費は、ガソリン価格が依然として高止まっているものの、消費者マインドは引き続き堅調で、5月の小売売上高も底堅い動きとなった。企業部門も、5月のISM指数が製造業、非製造業とも前月比改善したほか、弱含んでいた設備投資の先行指標も、4月は2か月連続で改善した。雇用統計も市場予想を上回る堅調な内容となった。底堅い経済指標が続いて、FRBによる利下げ期待が後退したこともあって、長期金利は約5年振りとなる5.3%近傍の水準まで上昇した。

ブルーチップの予想をみると、年末に掛けて成長率が加速していく姿は変わっておらず、米国経済はソフトランディングがメインシナリオと思われるが、インフレリスクやそれが長期金利上昇を通じて实体经济に影響を及ぼすリスクには注意が必要だと思う。また、高止まっているガソリン価格が個人消費に与える影響や、サブプライム問題が住宅価格や住宅投資に与える影響なども、引き続き注意していきたいと思う。

一方、欧州は、内外需のバランスが取れた形での景気拡大が続いており、ECBは政策金利の利上げに踏み切った。アジアでも、中国が高水準の成長を続けているほか、NIEs、ASEANも緩やかな景気拡大を続けているようである。

この間、原油価格については、WTI、ドバイとも60ドル台半ばの水準で高止まっている。米国では、ドライビングシーズンが本格化する中、製油所の障害からガソリンの供給不安が続いているほか、ナイジェリアなどの地政学的リスクも影響したようである。世界経済拡大による原油需要

の増加という基調的な要因もあり、引き続き原油価格の上昇リスクに注意していく必要があると思う。

一方、国内経済をみると、実質輸出は、4月は前期比減少したが、均してみれば拡大傾向とみて良いと思う。米国経済の減速を反映して米国向けは弱含んでいるが、我が国経済の対米依存度は低下しており、輸出は、米国以外の地域向けの拡大に支えられ、先行きも底堅く推移することが期待できると思う。

4月の生産も増加基調を維持しており、生産予測指数や調統局のマイクロヒアリングなどから、先行きも増大基調を辿る可能性が高いと考えられる。こうした中、電子部品・デバイスの在庫は、抑制的な生産を続けるもとの調整は徐々に進捗しているようであるが、水準はなお高く、今後も注意深くみていく必要があると思う。ただ、電機メーカー首脳からは、世界的な需要拡大で大型の薄型テレビは少し供給不足の状態が続いているとの話も聞かれるなど、明るさも感じられる。

企業業績に関しては、1～3月の法人季報が発表となり、経常利益が19四半期連続で前年を上回り、底堅い内容となった。もともと今年度については、日経新聞の集計では、上場企業の経常利益が底堅いながらも前年比+3.5%と、前年度の+11.2%に比べ鈍化する予想となっている。背景には、税制改正による償却費負担増のほか、米国経済の減速や円高、原材料・人件費等の上昇に対する懸念があると思われるが、こうした企業経営者の慎重な姿勢は、過度なリスクテイクを抑制し、結果として息の長い成長を支えていくことが期待できると思う。

設備投資に関しては、1～3月の法人季報が5期連続の二桁増となり、実質GDPも上方修正された。また、弱含みが懸念された機械受注も4月は底堅い動きとなった。もともと、製造業の機械受注は弱めの動きとなり、日経新聞による今年度の設備投資動向調査でも、電機・自動車などを中心に製造業の増勢鈍化がみられる。一方、非製造業については、機械受注は持ち直しており、日経の調査でも幅広い業種で増加が計画されているようである。

雇用・所得関連では、失業率が9年振りに3%台に低下するなど、労働需給は引き締まり傾向を続けている。流通や運輸、外食などサービス業の現場では人手不足が深刻という話をよく耳にする。先行きも、人手不足感は強まる傾向にあり、雇用者数の増加から、雇用者所得は緩やかな増加を続けると考えられる。

なお、毎勤統計における一人当たりの所定内給与は依然マイナスを続けているが、経団連の集計によると今年の春闘は大企業と中小企業はいずれも前年の賃上げ率を上回ったとのことで、既存の雇用者の給与引き下げが広範に行われているとは考えられない。むしろ先行きは、労働需給の逼迫から賃上げせざるを得ないのが実態と思われる。

個人消費については、足もとの統計をみる限り、底堅く推移している。ただ、先行きについては、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、緩やかな増大基調を辿る可能性が高いと思うが、国から地方への税源移譲と定率減税の廃止に伴う住民税の引き上げや、昨今の年金を巡る様々な問題が消費者マインドに与える影響には、若干注意を要すると思う。5月の景気ウォッチャー調査も弱めであり、先行きの消費の弱含みを示唆するものかどうか、見極める必要がある。

物価面では、4月のコアCPIは前年比-0.1%と、前月に比べ下落幅が縮小したものの、依然としてマイナスの圏内の動きとなった。先行きも、既往の原油価格反落の影響から、目先ゼロ近傍で推移する可能性が高いと考える。

確かに一部では、食品メーカーが値上げしているとか、プラズマテレビの単価が上がっているとかいう報道もあるほか、諸外国に比べて我が国の物価上昇率を下押しする要因となっているサービス価格についても、一部のレストランチェーンなどは企業努力でサービスの付加価値を高め、それが顧客にも認めてもらえるという自信のある先は、メニュー単価の引き上げを行っているという話も聞かれる。ただ、一方では、大手流通業者が自主開発による低価格のプライベートブランド商品を強化する動きもあり、ナショナルブランドが値上がりしづらくなる懸念があると思う。また、大

手コンビニが競争激化を背景に、マヨネーズなどメーカーが値上げを発表した品目を含めて値下げに踏み切るなど、消費者の価格上昇に対する抵抗感の根強さを窺わせる話も少なくない。

5月の企業物価指数や4月の企業向けサービス価格指数など企業段階の物価は上昇が続いており、より長い目でみれば、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移している中、消費者物価もプラス基調を続けていくとみられるが、物価上昇の速度については不確実性が小さくないと思う。

金融市場では、景気や企業業績への期待感から株価は3か月振りに1万8,000円台を一時回復したが、米国長期金利の上昇などから長期金利が急上昇し、株価も調整を余儀なくされた。長期金利の上昇は、景気拡大を反映した自然な動きという面もあるが、急激な金利上昇は、設備投資や住宅投資に影響を及ぼす恐れもあるため、注意してみていきたいと思う。また、引き続き円安水準にある為替についても、急激な巻き戻しが生じるリスクがないか、注意していく必要があると思う。

以上を踏まえ、今月の基本的な見解については、先行きの表現を含め執行部案に異存はない。今後も、海外では、米国経済や原油価格の動向、国内では、賃金・物価・不動産価格、IT在庫の動向に加え、個人消費の動向や長期金利上昇の影響などに注意していきたいと思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

配付した資料については、途中のCPIのところでご参照頂きたい。

まず、海外景気であるが、全体として順調な拡大が続いている。米国では、ソフトランディングがメインシナリオと考えるが、今後リスク要因として注視していきたい点が二点ある。第一点は、住宅市場の減速が期間と範囲において、どの程度のもの収まるかという点である。昨日のMBA

統計でも、サブプライムローンは変動金利のローンを中心に延滞、差押えの増加ペースが衰えていない状況である。二点目は、既往最高水準にあるガソリン価格高、長期金利上昇であり、これらが個人消費や企業活動に与える影響についても注視していきたいと思う。このほか、欧州や、中国を始めとするアジアの景気は引き続き好調である。

日本については、1～3月GDPが前期比年率で3.3%増となり、息の長い景気拡大が続いていることは確認された。輸出・生産については、米国向けの落ち込みを受けて伸びが鈍化しているが、米国以外の世界経済が堅調であることから、基調としては引き続き増加していくとみている。この間、IT関連の在庫調整は徐々に進みつつあるとみられるが、ここは今暫く注視していきたいと思う。設備投資であるが、良好な収益環境のもとで、法人季報等では堅調を続けているが、機械受注はこのところ弱めであり、やや区々の動きとなっている。輸出・設備投資動向を中心とする企業部門の業況については、7月の短観等でしっかり確認していきたいと考える。家計部門であるが、雇用・所得環境をみると、所定内給与はマイナスとなっているものの、これは賃金水準の高い団塊世代の退職、あるいはパート比率上昇、短時間パートの増加等の要因が影響している。一方、経団連の調査によると、正規社員の今春の賃上げ率は+1.9%であり、パートも時給は1%程度増加しているということから、実勢は底堅いとみられる。また、賞与は前年比+2.8%と5年連続のプラスである。雇用者数も引き続き増加している。また、本年4月の完全失業率は3.8%と、1998年3月以来の9年1か月振りの水準となっており、賃金がより上昇しやすい環境になってきていると思う。こうしたことから、給与総額全体で見れば緩やかな増加傾向を続けているとみられる。さらに、日経の調査によれば、配当も上場企業の半数が増加を予定している。市場では、所定内給与のマイナスをみて、雇用がなかなか改善しないとみる向きも少なくないが、今申し上げたような点は、必要に応じ、本行から引き続き丁寧に説明していくことも有益でないかと思う。

こうした環境のもと、個人消費も底堅く推移している。ただし、6月か

らの住民税の定率減税撤廃、あるいは年金問題等の個人消費への影響等については、心理面への影響もあることから、よくみていきたいと思う。

物価であるが、国際商品市況はC R B 指数が底堅く推移し、特に穀物は小麦が 11 年振りの高値を更新する等、上昇の傾向を強めている。国内では、川上の企業物価指数は、素原材料高を映じて上昇を続けており、5 月は前年比では+2.2%と高い伸びとなり、指数の水準としても 1997 年 12 月以来 9 年 5 か月振りの高いレベルとなっている。また、企業向けサービス価格も、不動産賃貸料や S E 人件費の上昇等から伸びを高めており、4 月は消費税引き上げの影響があった 1997 年 4 月頃を除いて、1993 年 2 月以来のプラス幅となっている。また、5 月の消費動向調査では 1 年後の物価上昇を見込む世帯の割合が前月から 7.9% 増えて、53.5% と半数を超えてきており、ここへきて消費者も物価が上昇していくとの見方を強めていることが窺えると思う。

ところで、マーケットでは、この C P I の足許の数字に囚われる見方が少なくないだけに、もう一度その動きを今回仔細に検証してみた。コア C P I の動きを全 523 品目ごとにブレイクダウンすると、前年比でみた上昇品目数が下落品目数を上回る状況が昨年 8 月以降続いている訳だが、今回も「上昇—下落品目数」は 47 で、基準改定後の 2006 年 1 月以降ではこの 4 月は最大となっている。そこで、本日席上配付したグラフをご覧頂きたいと思うが、こうした中であって、コア C P I ——青の折れ線グラフである——は、足許 2007 年 4 月は小幅のマイナスであるが、これはウエイトで僅か 5% に満たない極く少数の品目の動きが影響している。すなわち、左下の点線で囲っている※印の 1 と 2 であるが、テレビ・パソコン・プリンタ等群と、石油製品群の 2 グループである。まず、テレビ・パソコン・プリンタ等群——赤色の棒でマイナスの方にずっと続いているものであるが——は、僅かウエイトは 1.03% であるが、平均的にみて常に前年比 -20% で推移しているため、寄与度としてはこのところ -0.2% 程度でずっと推移してきている。また、石油製品群——これは黄色の棒である——は、ウエイトは 3.55% で大きいですが、これも 2007 年 2 月以降、小幅の

マイナスに寄与している。コアCPIをこれらの特殊要因とそれ以外の部分に分解してみると——それ以外の部分というのは茶色の折れ線グラフである——、それ以外の部分、すなわち茶色の折れ線グラフの傾きは然程大きくないが、着実に上向きのトレンドライン——黒色の右肩上がりの直線である——を辿って昨年末からプラス領域にあり、4月は+0.14%となっている。この表において、予測と書いてあるところの左側は実績であり、5月以降の右側部分は予測である。先行きについては、予断は持てないが、食品等様々な品目で5、6月以降の値上げ方針が示されていることから、物価の基調は上昇方向にあると思われる。しかし、先程申し上げた大きな二つの商品群の動きが、マイナス要因として影響するとみられる。すなわち、テレビ・パソコン・プリンタ等群については、前月比では下げ止まりの気配も窺われはするが、前年比では当面、先程みたとおりの-20%となり、ウエイトが約1%であるため、-0.2%程度の寄与度が続くと想定している。また、石油製品群も、昨年8、9月が高い水準であったため、仮に今後、指数が4月と同じ水準で推移したならば、8、9月のマイナス幅が深くなる。具体的には、石油製品群——黄色の棒——のコアCPIへの寄与度は、8、9月は-0.3%、10月は-0.2%となる。この二つの商品群の影響を合せば、8、9月は-0.5%、10月は-0.4%のマイナス要因が働くことになる。先程の黒線のトレンドラインであるが、これを予測の4月以降、そのまま真っ直ぐ延ばすと、8、9月には+0.2%ないし0.3%辺りの水準に達するが、二つの商品群のマイナス要因を加味すると、コアCPI——青色の点線——は、マイナスになる可能性が高い。しかし、年末にはこのトレンドラインが+0.3%~+0.4%まで達する一方、マイナス要因は-0.2%~-0.3%にまで小さくなるので、コアCPIはプラスになっていくと思われる。ただし、これは、例えばガソリンについては4月時点で捉えたものであって、6月10日には既にガソリンの店頭価格は138円90銭になっている。また、ガソリン以外にも、灯油やプロパンがあるのだが、5月以降については、まだ数字が公表されていないので、このグラフでは反映していない。さらに、マヨネーズ、塩、小麦粉、紙の価格の

上昇についても反映していない。こういった制約はあるものの、大きな特徴のあるマイナス商品群の動向とそのコアCPIへの影響は、現時点でも概ね予想できるのではないかと思うので、実際の数字が出てからというよりも、むしろ予め市場との間でも認識を共有しておくことが重要かと思う。私自身としても、これがどういう動きになるかをしっかりみて、確信を持ったところでCPIについては判断していきたいと思う。以上である。

福井議長

次は西村委員、お願いします。

西村委員

金融経済情勢について、執行部の基本的見解に大きな違和感はない。以下、時間を節約するために、論点を四つに絞って見解を述べたいと思う。結論を先に申し上げれば、表面上の経済データの振れに過度に敏感にならずに、以前にも増して慎重な見極めが必要であると考えている。

第一に、米国経済の見通しである。市場では最近、景気後退懸念が大きく後退し、いわゆるFed Viewに近づいたとみる向きが多い。しかし、長期金利の上昇の推移は慎重に見守る必要があると思っている。以前に申し上げたように、米国経済は長期金利が今までのところ絶妙の振り子の役割を果たし安定成長を保ってきた。今、コナンドラムが本当に解消し、このメカニズムが終焉を迎えるとすると、既に弱い住宅市場や心許ない設備投資を直撃する可能性がある。Fedもそれには十分留意しており、来年初に利下げのリスクがない訳ではないと考えている。インフレリスクも消えた訳ではない。従って、金利動向、経済状況とも少し長めにみると両方向に依然としてリスクを抱えると考えてるのが自然だと思う。

第二に、国内需要も底堅さを示しているものの、注意を要すると思う。確かに、需要側の統計は1~3月の法人季報の設備投資が強く、さらに家計調査、家計消費状況調査が揃って高い伸びを1~3月に示し、さらに4月もそのモメンタムを維持している。生産側の統計は若干の弱さを示して

いるが、世界経済の状況が中国株式の変動など様々な攪乱をこなしながらも底堅く推移していることをみると、実物面ではほぼ等速の成長という展望レポートのシナリオに近い推移を示していると考えて良いように思う。しかし、一見過熱感をみせている不動産等はかなりの部分が海外からの需要絡みであり、国内資金需要は盛り上がり欠けている。さらに、首都圏等のエンドユーザー住宅需要には分譲住宅価格上昇の影響がかなりはつきりと出てきており、今後秋口に掛けて需要減退が顕在化する可能性もある。昨年秋の弱い経済指標はディセプティブであったということが結局明らかになったが、現在の強い経済指標もディセプティブである可能性は否定できない。アップサイドとダウンサイドの両方について、ここ暫くは慎重にデータを確認する必要があると思う。

第三に、定例となった物価情勢である。4月全国CPI（除く生鮮）変化率は、私を含めて市場予想どおり前年同月比 -0.1% であった。前月の東京の速報値にある全国共通価格の情報や石油情報センターの情報を使い、その他は前年と同変化という仮定を置くと、かなりの確度で当月の全国CPIが予測可能であるということが漸く知られるようになり、各機関の予測が収斂する方向にある。同じ方法で5月を予想すると、 -0.07% ——つまり -0.1% ——となる。ただ、前回MPMで申し上げたように丸め誤差が影響することを考慮に入れる必要がある。昨年5月は100.23を四捨五入して100.2となっているので、ゼロ%になる可能性がある。その後はガソリン・灯油価格に全面的に依存する。亀崎委員と同じやり方であるが、私の場合はトレンドラインは使っていない一方、6月の数字を入れており、その部分が少し違う。そうすると、6月はゼロ%になる可能性がかなり高い。ドバイ、北海ブレントは2月、3月と急騰し、その後は高値安定圏になっていること、そして末端価格は大体2か月遅れることを考慮し、さらに民間家賃、帰属家賃のリバウンドがないとすると、8月から10月頃までに -0.1% 程度に沈んだ後、再び上昇に転ずるといふ形になると思う。ただし民間家賃と帰属家賃が上昇に転じるならば、上昇はもう少し速くなると考えられる。それ以降はガソリン・灯油価格の動静のほか、輸

入価格の上昇と労働費用上昇の転嫁がどのように進むかに依存する。労働費用上昇の転嫁については、後程、金融政策運営方針のところで検討したいと思う。

第四に、若干テクニカルになるが、重要な点なので、現在のGDP統計とCPIの作成方法では、サービス生産とサービス価格の推計の両方に問題があることを指摘しておきたいと思う。推計方法の問題から、サービス生産は過小に推計され、サービス価格上昇も過小に推計されるという可能性である。

まず、サービス生産である。家計調査によると、1世帯当たりの年間入場・観覧・ゲーム代は、2005年の月36,165円から2006年には33,418円へと一年で8%も減少した。これに対して、チケット販売最大手が、実際のチケット販売額から推計した国内での入場・観覧・ゲーム代総額は、2005年の1兆1,053億円から2006年には1兆1,401億円と、1年で逆に3%増加した。このように、需要側の推計ではサービス生産については十分に捉えられていないようで、家計調査に何らかの歪みが生じている可能性を示唆している。残念ながら家計消費状況調査には入場・観覧・ゲーム代に対応する調査項目はない。さらに、現在の供給側の推計にも問題がある。供給側の推計は、特定サービス業動態統計に基づいているが、ここでもサービス生産が十分に捉えられていない可能性がある。実際、映画観覧支出はチケット販売額からの推計では2006年は前年比2%増であるが、特定サービス業動態統計では、前年比6%減である。さらには、一般に従来からある、いわゆる衰退型サービスについては比較的上手く捉えられているが、新しいサービスについては十分に捉えられていないということが指摘されている。このように、サービスの統計は相当な推計漏れがあるという可能性があり、新しい統計、特に成長率の高い統計については、かなりの過小推計になっているということがあると思う。これを網羅的にカバーする経済センサスが待ち望まれる訳だが、本格調査は平成23年となるので、それまでの間は何らかの形で不十分な点をカバーしなければならない。さらにGDPの四半期統計では速報性も必要になる。総務省ではカバレッジ

を広げて新たにサービス産業動態統計を平成 20 年度から実施するとしているのでそれに期待したいが、バイアスをできるだけ排除した GDP 統計を行うのは相当難しい作業であるということも念頭においておく必要があると思う。

次にサービス価格である。全国 CPI では、映画観覧料は 4 月で前年比 0.2%、サッカー観覧料は 0.3%、プロ野球観覧料は 1.01% 上昇した。これに対してチケット販売最大手が、実際のチケット販売額から推計した映画観覧料単価は前年比ゼロ%であり、全国 CPI の動きと大体同じであるものの、スポーツ観覧の単価は 2.7% と高い上昇率を示している。加えて、全国 CPI では音楽・ステージの観覧単価を調べていないが、音楽は 4.4%、ステージは 1.9% 上昇と、単価がかなり上昇している。現在の CPI の価格調査方法では、どうしても旧態依然としたサービス、つまりどちらかというところ衰退に向かっているサービスを代表的なサービスとして調査することになる。価格でみるならば新しく人気の出たサービスは単価の上昇が高く、成熟し衰退に向かいがちなサービスは単価の上昇が鈍い、あるいは下落しがちである。従って、現在の調査の方法では、このサービス価格全体の上昇がかなり過小評価されているということもあるので、この点にも注意したいと考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降公表された指標には、展望レポートの標準シナリオに変更を迫るものはなかった。このように、特に我々にとってサプライズな指標はなかった訳だが、こうした指標の積み重ねが、ここへきてマーケットを大きく動かしている。その基点となっているのが米国債券市場である。以下では、まず、前回会合以降の米国債券市場の動向を簡単に整理することから始めたいと思う。

最近の米長期金利の急騰の要因としては、市場におけるF e dの利下げ観測の後退やモーゲージバンクによるヘッジ売りなどが挙げられている。利下げ観測の後退は、雇用統計やI S M製造業・非製造業指数など、市場予想に比べやや強めの指標が相次いで公表されたことにより、景気下振れに対する懸念が大きく後退し、ソフトランディングという想定のもとで一貫してインフレリスクへの警鐘を鳴らし続けてきたF e dに、市場の見方が急速に鞏寄せられた結果とみることができる。この調整は、主として景気の弱気見通しの修正によるため、それに見合った水準まで長期実質金利の調整をもたらすことになる。その間、長期金利がオーバーシュートしたり、ボラティリティが高まる可能性もある。このような実質金利の動きは、实体经济に悪影響を及ぼすリスクを孕んでいる。一つは住宅問題に与える影響である。住宅問題については、私はまだ慎重にみている。全米不動産業者協会は今年の住宅販売件数と価格予想を大幅に下げたところであるし、O F H E O指数は年末に掛けてまだ調整が続きそうである。F O M C議事要旨にあるように、住宅セクターの調整はこれまでの予測よりも幾分長く、今年の大部分を通じて経済活動の大きな足かせとなる可能性が高いと考えている。ここに金利上昇効果が加わると、A R M Sの固定金利から変動金利に借り換える際のペイメントショックが増幅されないか、やや気になる。また、長期金利の上昇がモーゲージ金利を通じて住宅販売にどのような影響を与えるのか、注意深くみていく必要があると思っている。長期金利の上昇が個人消費に与える影響にも留意しておく必要がある。ローンによる支出、例えば自動車販売に響いてくる可能性がある。M & Aそして株価に影響を与え、株価を通じた資産効果にも影響が及ぶ可能性もある。今後は、長期金利の上昇が個人消費に及ぼす影響についても、原油価格の上昇と併せて注視していくつもりである。

他方、インフレリスクについても指摘しておきたいと思う。今後、家賃がコアインフレを鈍化させる要因になり得るようであるが、ガソリン価格の上昇にもかかわらず、足許、消費者信頼感指数や消費が強いこともあって、インフレリスクに対する警戒は緩めるべきではないと考えている。市

場では、Fedの利下げ観測の後退とともに、インフレ懸念が広がりつつあるようである。ファンドマネージャー調査によると世界のコアインフレはやや上昇するとの見方が増えている。今後、CPIやPCEデフレーターが上振れるようなことがあれば、一気に利上げを織り込みに行くことも考えられる。この先もインフレが高止まるようであれば、金融政策の舵取りは非常に難しい局面に入ってくると思われる。なおグローバルな金利調整が米国だけでなくバブル的な様相を呈している国の不動産市場に与える影響も気になるところである。我が国においても米長期金利に連れる形で長期金利が上昇しているので、その動向を注意深くみていく必要がある。為替レートなどその他金融資産に対する影響も注視したいと思う。

次に国内経済についてであるが、過去2四半期はでき過ぎであるため、新年度に入ってから成長率にはかなり反動が出てくると思っている。以下では、先行きで気になっている点をポイントを絞って述べておきたいと思う。まず設備投資については良好な収益環境や日経新聞の堅調な設備投資計画等を踏まえると、前年程ではないものの、非製造業——電力、運輸、小売——が牽引し増加するという想定に変更はないが、中小への広がりについては、景気ウォッチャー調査での円安、原材料高を懸念する声の増加や倒産の増加などもあるので、短観で見通しに変更がないか確認したいと思っている。また、消費については、賃金は伸び悩んでいるが、配当収入や利子所得などの上昇が期待されることも踏まえれば、緩やかな増加基調が続くと考えておいて良いと思っている。ただ、当面のリスクとして、自治体への税源移譲による住民税の引き上げや年金記録漏れ問題が消費者マインドに悪影響を与えることがないか、注視していくつもりである。物価については、CPIコア4月は想定どおりマイナス幅が縮小したが、景気の体温の高まりの物価への反応は見出せなかった。物価の重要な決定要因の一つである雇用状況については、4月の失業率が3.8%と、9年振りに3%台まで低下した。それにもかかわらず、所定内給与はマイナス幅を拡大させているため、マクロのデータから物価の先行きを確信をもって語れる状況にないことが悩ましい問題である。これは物価の先行きを市場と

共有することを難しくしているが、しっかりとマクロ分析を深める必要があると思っている。ただ、時期の確信はないが、個人消費が緩やかな増加基調を続けるもとの、良好な需要環境が続いていけば、コストの価格転嫁が受容される環境が整ってくる可能性は十分あると思っている。現にこれまで企業努力によって吸収してきたコスト増を、価格に転嫁する動きが徐々に増えている。4月の企業向けサービス価格指数は前年比+1.1%と高い伸びとなった。5月の企業物価指数は前年比+2.2%と高めの伸びを維持したが、その中身をみると、前年を上回った品目が2000年基準で初めて5割を超えるなど、原材料価格の転嫁が徐々に広範化しつつあることを示している。また長い目でみると、CPI財とCGPIの動きの間にはラグがあるものの同じ方向で動いている。今後、食料工業製品などの価格改定が行われる模様である。こういった点を踏まえ、そう遠くない将来、インフレ率が思いのほか上振れるリスクも念頭においておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

野田委員からお願いします。

野田委員

前回会合以降発表された指標をみると、我が国経済は、4月の展望レポートのメインシナリオに沿った足取りで推移してきており、先行きについても、引き続き緩やかな拡大を辿るとの判断を維持したいと思う。

まず最初に、米国経済であるが、企業部門は、このところの景況感後退懸念をある程度払拭する指標の発表が相次いだ。4月の製造業受注は3か月連続のプラス、設備投資の先行指標となる非国防資本財（除く航空機）も2か月連続のプラスとなった。企業マインドも、5月のISM景気指数は、製造業・非製造業ともに2か月連続で上昇し、50を大きく上回っている。個人消費は、5月の雇用統計でも示された雇用の踏ん張りと同調な株価に支えられて、5月の小売売上高も高い伸びを示すなど、足許までは

比較的堅調に推移してきている。先行きについては、先月発表された——少し古いが——消費者コンフィデンス指数はやや改善はしているが、幾つかの点、すなわち、依然としてトンネルの出口がみえない住宅市場の低迷による資産効果の縮小や高止まりしているガソリン価格、さらには急上昇した長期金利の影響なども重なり、さすがに個人消費は減速感を少しずつ強めていくのではないかとみている。

この間、市場は、これらの足許の強めの指標に敏感に反応し、それまでのFedに対する利下げ期待を一気に後退させるだけでなく、逆にアップサイドのリスクを意識し始めており、長期金利——10年物であるが——は、ここ1か月で50bpsを超える上昇をみた。株式市場も、行き過ぎた金利上昇に対する警戒感から、やや方向観を失った動きとなっている。長期金利の水準調整とその影響が、他の市場、為替市場やクレジット市場、あるいは資本市場にどう及んでいくのか、さらには、グローバルなマネーフローに何らかの変化をもたらすのかどうかなど、今後の市場の動きについては大いに注視していく必要があると思う。ただ、目下のところは、米国経済は、アップサイド、ダウンサイドのリスクバランスを微妙に変化させつつも、ソフトランディングへのパスから外れることなく、自律的な回復を辿るというシナリオは、なお維持されていると考えているところである。他の地域であるが、欧州は引き続き好調であり、中国を含む東アジア地域も引き続き堅調であるとのこれまでの判断は変わらない。

続いて国内であるが、まず、輸出は、4月はEU向けがプラスに転じたものの、米国向けが自動車の落ち込みを主因として2か月連続のマイナスとなったほか、中国向け、NIEs向けともにマイナスとなった。これは、比較的大きな伸びを示した1~3月期の反動ともみられ、前にも申し上げた海外経済の順調な拡大が続くもとでは、増加基調は引き続き変わらないというのが妥当なところと考えている。次に、設備投資であるが、1~3月期の法人季報では前期比+4.7%と増加基調を維持していることが示された。また、4月の機械受注は、やや弱めであったが、3か月振りのプラスに復したことにより、減速しつつも底堅いことが確認されたほか、建築

着工床面積は前月比+16.6%、資本財出荷（除く輸送機械）も+8.7%と、ともに3月の一時的と思える落ち込みをカバーする形でリバウンドするなど、設備投資は先行きも引き続き増加するとの判断をサポートするものであった。設備投資のモメンタムの強弱については、6月の短観でさらに検証したいところであるが、先行した日経新聞の調査では、2007年度の設備投資の伸び率は全産業で+8.7%の高水準を維持している。ただ、この+8.7%は、2006年度の当初計画である+14.5%と比べてほぼ半減しているところである。これは、先程、他の委員のご指摘にもあった中身の増減とも含めて、設備投資の増勢が全体的には鈍化していくという展望レポートの見通しと整合的であると言える。この間、鉱工業生産は4月は前月比ほぼ横這いとなったが、5、6月は顕著に回復するとの調査統計局のヒアリング結果も踏まえると、調整は4月で底打ちし、調整は比較的短期間で一巡した可能性が高く、先程申し上げた設備投資動向と併せ考えると、企業部門の好循環は依然として途絶えていないとみるのが妥当であろう。

個人消費については、4月のデータは区々であったが、総じてみれば底堅く推移していると言える。しかし、GDPベースでの1~3月期+0.8%の前期比増加率は、暖冬による外出の増加等々により、いわば「出来過ぎ」の数字であると思う。4~6月期以降暫くは、常用雇用者数の順調な増加とは反比例して減少する名目賃金、その積であるところの雇用者所得の全体の伸びが足許前年比+1%を割り込んでいるということを考えれば、個人消費はこの雇用者所得のささやかな増加に見合った小幅な伸びに縮小していくとみるのが自然だと思う。物価情勢に対する判断については、前回会合からは大きな変更はない。CSP Iは、除く海外要因で前年比のプラス幅が年初来4月まで少しずつではあるが明確に拡大してきており、CGPIも、5月は4月に引き続き原材料、あるいは燃料価格上昇の転嫁の跡がみられている。失業率が9年振りに4%を割れるなど、労働需給も一段とタイト化する中で、こうした財・サービスの値上げへの動きがCPIへも徐々に波及していく可能性が高まりつつあるとみている。私からは以上である。

福井議長

以上で一当たり各委員のご見解を聞かせて頂いた。総じて言えることは、4月末に展望レポートを出して1か月半ばかり経過した時点であるが、これまでのところ、概ね展望レポートのメインシナリオに沿って経済は動いているという点で、皆様方のご意見は一致していたと思う。私自身もそういうふうに思っている。世界経済、国内経済とも、そういうことが言えると思う。世界経済については、一言で言えば、全体として堅調な拡大が続いているということだと思うが、アメリカ経済について多くのご意見のご披露があった。米国の連銀当局は、ご承知のとおり住宅市場の調整は事前の想定よりも少し遅れ気味だが、経済全体としてみれば、ソフトランディング・シナリオが崩れていない、あるいは概ねそれに沿って動いているという考え方は変えていないということであるし、連銀の見解と我々の見解について、それ程厳密に擦り合わせをしている訳ではないが、皆さんのご意見を聞いていても、その点についてはそれ程差はないのかなという感じがする。私自身は連銀の見解にそれ程違和感を持っていない者の一人であるが、最近の米国経済から出てくる指標、例えば1~3月の実質GDPの二回目の暫定推計値という段階で、表面的な成長率は前期比年率で下がったが中身が強かったこと、個人消費、設備投資がともに上方改定されたことが市場にとって少しインプレッシブだったようであるし、それから、ご指摘のISM指数が、製造業、非製造業とも2か月連続で上昇していることも市場に強めの印象を与えたようである。これらによって従来、連銀の見方に対して経済をより弱めにみていた投資家の一部が、見方を少し連銀寄りに鞘寄せするという動きがみられているということかと思う。引き続き労働需給が締まった状態が続いていることも、それを補足していると思うが、物価の方は、各委員がおっしゃったとおり、引き続き微妙な推移を示しているということかなと。総合ベースのPPIやCPIは上昇を続けているが、コアベースのCPIは家賃の低下もあって一見着実に低下している。だが、高止まりではないかという感じは残っていて、今後はまだよ

く分からないところが多い。米国経済については引き続き景気・物価両面のリスクに注意を払う必要があるということで、私共の持っている基本的な見解のとおりではないかと思えるところである。ユーロエリアについてご発言があったが、目下のところは内外需のバランスの取れた景気拡大が続いていると思うし、今日、アジアについてはあまり言及をして頂かなかったが、例えば中国では内外需ともに力強い景気拡大が続いている。固定資産投資が引き続き高い伸びとなっているなど、引き続き過熱リスクを引き摺っている。CPIが3%台という高い水準に入ってきていて、これが過熱リスクの反映なのかどうか明確な判定ができないているが、注意すべき一つの点と目されていると思う。原油価格とかコモディティ価格は前回会合時と比べあまり大きな変化はない。ともに高止まっており、今後の方向性はよく分からないが、多くの市場関係者はコモディティ、原油価格とも暫く高止まり、今のようなところでいくのかなとみているが、リスク要因であることは確かである。

国内の経済であるが、目下シナリオどおりという感じであるが、設備投資について、企業収益とか実際の設備投資計画とか、色々な検証データが少なくない中、法人企業統計などをみると、企業収益の状況は大企業中心に水準として引き続き高い利益率が見込まれているということである。中小企業等々の状況がどうなっていくかは、少し不確定要因として引き摺っているかもしれないということであるが、設備投資全体は業種の範囲というか、ウエイトが少しシフトしながらも趨勢としては増加基調が続く、全体としての伸び率も多少鈍化するかもしれないが趨勢としては増加基調が続くというご判断であったかと思うし、私もそう思っている。それから、個人消費は気温の変化とか様々なことで、色々な統計が振れるのでなかなか分かりにくいのだが、共通言語で言えば「底堅く推移している」と、やはりこれが当たっているかなという状況で、暫くその状況は変わらないだろうと。それ程ロバストなことは期待できないけれども、個人消費がどんどん弱くなるかという、そこは雇用者所得が着実に増えているというしっかりとした裏付けがあることを考えればということだと思う。供給面

は、生産・出荷・在庫のバランスも良い。ただ、IT関連の調整は日本において少し遅れ気味だという岩田副総裁からのご指摘があった。注意事項だと思う。それから、問題の雇用者所得関係であるが、引き続き、一人当たり賃金が弱めの動きになっていることが問題の中心であるが、雇用者数の増加そのものは順調に続いている。従って、雇用者所得は緩やかな増加を続けているという構図である。完全失業率が4月に3.8%と、9年振りに4%を下回ったが、まだ単月の数字であり、今後の数字の出方はよく分からないと私も思っているが、少なくとも3.8%、さらにこれが下がるということであれば、それはいわゆる構造失業率か自然失業率に少しずつ近づきつつあるということだけは間違いないということで、その時に一体、経済がどういう反応を示すのかをいよいよ真剣に先読みしていかなければならないという段階ではないか。たまたまその時に、団塊世代の退職またはその再雇用など、労働参加率の面で色々と複雑な要素が入ってきているし、賃金面への反応としても、一人当たりの労働時間が減っている、あるいは地方公務員の給与の削減が続いていることなど、色々と少し複雑な要因も入っているので単純には見極めにくいと思うが、今後の重要な見極めどころだろうと思う。いずれにせよ、そういうことを踏まえて、先行きの経済の見方として、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、緩やかな拡大を続けていく蓋然性が高いという我々のシナリオは引き続き維持し得るのではないかというのが、今日のご議論の雰囲気ではなかったかと思う。物価については国内企業物価、それから企業向けサービス価格、いずれもこのところは強めに推移しているということであるし、消費者物価指数については、亀崎委員、西村委員からも今後の見通しについて詳しいご報告があった。概ねあのような見方を共有しながら、なお仔細に実際の展開をみていく必要があると思う。少なくとも石油製品については、今後8月から9月、あるいは10月に掛けて、前年のガソリン価格上昇の反動からマイナス寄与となる可能性が高いことは既定の事実ではないかと思われるし、一方で、国際商品市況の上昇や円安の影響などからプラス寄与となる品目も現われる可能性があると思われるほか、家

賃がどちらの方向に動くか全く読めないという要素もあるので、今後の動きをよく見極めていく必要があるということだと思う。

金融市場の方では、やはり長期金利の動きの変化が前回会合以降ではもっとも注目すべき点だと思う。先程も触れたが、米国でこれまでダウンサイドのリスクを意識していた市場参加者の一部の見方を変えるきっかけとなったような経済指標が米国で出た。そのことがきっかけになった動きだと思うが、本当の見極めどころは、最近の世界的な金利の上昇が、経済の見通しの改善によるものか、インフレ期待の上昇を示唆するものかどうかということである。株価が上がったり下がったりしていて、今暫くみにくいような気もするが、合わせ技でよく判定するというか、もう少し長い目でみれば、これまでの株価が上昇する一方で長期金利が安定してきたという流れが若干修正されたのではないかとみることもできない訳ではない状況かと思う。いずれにしても、今のところはティップス・スプレッドなどからみたインフレ予測は緩やかな上昇にとどまっていて、インフレ期待は安定しているとみられる。もし敵が存在するとすれば、今後インフレ期待が不安定になるということなので、そのところをよく見極めていく必要がある。連銀は従来からもそうであるが、引き続きそこにポイントをおいて問題意識を持っていると思う。関連して他の市場、株式市場あるいは為替市場も動く訳であるので、幅広いチェックも必要だということではないかと思う。

皆さんのご意見を多少纏めつつ、私自身の考え方を入れて申し上げればそんなことではなかったかと思うが、引き続き追加的に議論して頂きたいと思う。1～3月の日本の様々な指標は、GDPを含め多少出来過ぎで、4～6月以降は少なくとも成長率などでみると1～3月比多少減速しながら安定的な動きを示すかどうか、そこがポイントだと思う。前回のBISの会議の時にトリシェ総裁が「EUの成長はアメリカを追い越した」と言ったので、今度は「日本がEU、アメリカを追い抜いた」と言おうと思ったのだが、岩田副総裁より忠告があったのでこれはやはり……。まあ別の話であるが、一つ岩田副総裁の話の中で、「生産の方も注意しなさい」とい

う話があったが、「ITの調整が長引いているが故に」というご説明であった。生産の弱さについて、もう一つ自動車関連であるが、自動車の生産のアップダウン、アメリカでの自動車の売れ行きと、国内需要は弱い訳だが、こちらとの関連をもう一つ入れる必要があるのかどうか、あるいはどちらの要因が強いのか、改めて門間調査統計局長のコメントがもしあれば。

門間調査統計局長

自動車についてはおっしゃるとおり、足許アメリカ向けの輸出の減速がかなり効いているが、同時に国内向けもおっしゃるように、構造的に販売が弱いという問題がある。各社ともこの春頃から新車を投入するということで、生産面ではこの4~6月に下げ止まりという方向であるが、それが果たして売れるかどうかについては、国内の販売環境はまだ不確実性が高いということなので、そこをみたうえで、そこから先の判断が出てくることかと思う。ただ、いずれにせよ、今非常に強いのはアメリカ、日本以外であり、中国向けとか中近東向けとか、その他世界向けの自動車が非常に強いので、基本的には輸出は増加基調である一方、国内は減少トレンドで、生産は横這い圏内に推移するというイメージかと思う。

福井議長

国内の工作機械メーカーなどの話を聞いていると、自動車関連で非常に需要の多い工作機械メーカーは、確かに海外から需要が多いので、読めないながらも結果的に注文は埋まると。しかし、やはり頼りになるのは国内での自動車生産だということで、国内の自動車の売れ行きが恒常的に悪いなという感じが強まってきていることを眺め、自分達のところの生産のペースはどうかなと考えざるを得ない人が結構増えてきているような感じがある。

門間調査統計局長

おっしゃるとおり、国内販売については、割と最近のからの

情報でも、
が年間の販売計画を若干下方修正する方向にあるということなので、国内については新車投入等で懸命な努力をしつつも、やはりあまり基調は強くはないという現実を自動車メーカーも受入れつつあるということかと思う。そういうことが、設備投資は高水準ではあるが基本的には頭打ち傾向ということにも繋がっていて、それがおっしゃったような機械メーカーへの発注にも繋がっているということかと思う。

福井議長

消費に関し、先程何人かの委員からご指摘があった住民税の話であるが、調査統計局は経済見通しの中であれを織り込んでいるのか。

門間調査統計局長

住民税の引き上げは織り込んでいなかったか。前回の3月の見通しではほとんど織り込んでいなかったか。

前田調査統計局参事役

税源移譲の部分か。

門間調査統計局長

然り。税源移譲の部分である。

前田調査統計局参事役

税源移譲の部分はほとんど織り込んでいない。ただ、減税の廃止といった点からみれば消費支出を下押しするため、その効果は全体としては織り込んでいる。

門間調査統計局長

元々減税先行でもあるし、予め分かっていた部分でもあるので、あまり大きな影響はないということで若干織り込んだ位だと思う。ただ、如何せ

ん、この1、2か月程マスコミが随分騒いでおり、また皆さんも講演とかで、それが上がるということをおっしゃるので、突然皆、給与明細をみて、やはり上がっているなということ意識すると、そういう宣伝効果みたいなものがあると思う。この点、今マスコミがこれだけ騒いでいるという環境の中で若干気になっている。

福井議長

価格的に計算するとマグニチュードはたいしたことはない。

門間調査統計局長

然り。しかもこれはずっと前から決まっていることなので、恒常所得仮説に則ると基本的には効果はないはずなのだが、どうも人間必ずしもそこまで合理的ではないということもあるので、そこは若干気になるということである。

野田委員

年前半は逆にプラスに働いたという気がする。

門間調査統計局長

結果的には強い指標が出ていたのでそういうふうに紐付ける人もいるが、必ずしもそうではない。家計調査の振れとか天候要因とか、そういったことが圧倒的に大きいと思う。

須田委員

もう少し自動車について伺いたい。かつては海外が凄く売れるから国内に目を向けない、そういう努力をあまりやらないから国内で売れないのだというようなことがあったが、今はどうか。それとも一所懸命、国内でも頑張っているのだが、売れないということなのか。

門間調査統計局長

ウエイトが若干そちらの方にシフトしつつあるということである。一頃は本当に手一杯で国内の方に割く余力がないという状況があった。昨今はさすがに国内も少し挺入れしなければいけないという認識はあるのだが、なかなかそれは実を結ばないという状況だと思っている。

西村委員

最近の動きで少し気になるのは、今までは高級車というか、外車やレクサスみたいところは比較的良かったのだが、このところ少し弱くなってきている。それは、一つはBMWだったかで新車効果がなくなったというのが確か大きいのだが、この部分が弱くなっているというのは——1、2か月の動きなので分からないが——、少しこれは注意してみた方が良くかなという気はする。

水野委員

若干値上げした効果もあるのではないか、輸入車は。

西村委員

輸入車は値上げの影響はある。これは確実である。

水野委員

相当抑えているが。

西村委員

輸入車価格はかなり上がっている。

水野委員

抑えているが上がっている。

西村委員

CPIにも入っているのだが、恐ろしくウエイトが小さくて、ほとんど関係ない。

須田委員

ハイブリット車については、相変わらず納期について、かなり待たされるようである。

西村委員

ハイブリットはそうだと思う。

福井議長

アメリカ経済について、前回までは少なくとも住宅に加えて設備投資をリスクファクターとして考え続けてきたが、設備投資はあまりリスクファクターと考えなくて良くなったという展開なのか。

西村委員

私は全然そうではないと思う。

須田委員

やはり弱いのである。マイナスだったことに対するサプライズがなくなっただけであって、今弱いのはどうしてだろう、ということには変わりはない。

福井議長

続いていると。

水野委員

景気の循環で言うと、まだ調整局面かどうかということでは……。

福井議長

循環的調整要因であり、それがなお続いていると・・・。

水野委員

建設支出統計で、そこに居住用、非居住用という区分があるが、非居住用は——ショッピングモールとかであるが——比較的強い。ただ、比較的ということであり、住宅の押し下げを打ち消すのかということそうではない。

野田委員

先程のハイブリット車であるが、一時、半年位前は3か月とか4か月待ちだったが、今は1か月程度まで縮まっている。そういう面でもやはり・・・。

西村委員

弱さは出てきている。

野田委員

弱さは出てきている。

西村委員

水野委員がおっしゃったアメリカの非居住用の建設についてだが、岩田副総裁が雇用のパズルの中の一つとして住宅用建設の雇用は減らなかったということをおっしゃったが、そのかなりの部分は非居住用に移ったのではないかという話も聞く。それから考えると非居住用はかなり強いということもある訳で、そここのところが非常にみにくくなっている。

水野委員

雇用統計と実態とで整合性がとれていない。

野田委員

先程岩田副総裁がご指摘になったように、建設関連労働者の非就業者と
いうか失業者が、統計上、どういうふうに含まれているかは非常に怪し
いのではないかという気がしている、あれだけ減らないところをみると。

西村委員

ただそれはイリーガルだから。

岩田副総裁

出てはならないと。

野田委員

統計上は減っていないのはかなりパズルである、あれだけ落ち込んでい
るのに。

須田委員

ただ、傍証として、海外送金が凄く少なくなっているという話はある。

福井議長

岩田副総裁のご指摘されたアメリカのイミグレーションと失業の問題、
それが統計上把握されているかどうかという問題は確かにあるのかもしれ
ないと思う。ただ、例えばフランスとアメリカなどを比べてみると、フ
ランスなどは不法移民、あるいは不法でない歓迎された移民でも、実際は
雇用機会を得にくい社会的雰囲気がある一方、アメリカは意外に海外から
来た人は雇用を得やすい社会という雰囲気があるのではないかなとも思
うし、何か少し違うような気もするが如何か。つまり、雇用統計に表われ
ている雇用状況のトレンドの変化というものが移民でそんなに歪められ
ているかどうかという点であるが。

岩田副総裁

労働統計局によると——これは孫引きであるが——、2006年に移民労働者は雇用増加の45%を占めているということで、増加の半分位は移民である。ただ、それはきちんと登録された移民なので、本当はそれ以外にその倍位あったかもしれないし、それがまた抜けているのかもしれない。

福井議長

しかし、そうした移民労働者が本当にジョブレスで抜けているかどうかなのだが。

野田委員

それは分からない。

岩田副総裁

もう一つ申し上げたのは開廃業の問題である。景気の回復局面では開業効果が過小に見積もられる。推計でやっているのだから、雇用の伸びが遅い訳である。雇用なき景気回復とか、回復の初期にはなかなか雇用がついてこない。しかし減速した時は今度は反対の効果がでて、開業効果が過大に見積もられてしまい、その結果、出てきた数字がやはりかなり振れてしまう。だから、どこまで正確に雇用を掴んでいるのか実は分からない。イエレン氏も、この失業率とか雇用の関係が「パズルだ」と言っており、それがまたインフレの動向にも響くのであるが、非常にみえづらいのである。

水野委員

一つのやり方として、よく民間でやっているのは、税金を使う方法である。所得税収をとってみると——これはストックオプションがあるのでどこまでか分からないが——、増えている。だから雇用は弱い、あるいは消費は弱いということはいえない。ただ、その税金についても、先程言ったような所得がどういうふうに測られているかという問題は排除できない。

福井議長

須田委員から設備投資について、中小企業への拡がりと言ったらおかしいが、中小企業も一緒に今後とも着実に設備投資を続けるかどうか若干不確実性が出てきているというお話があったが、これはやはりコスト増の価格転嫁が困難で収益確保が難しくなっているのではないかということや、あるいは最近の倒産の増加などが…。

須田委員

例えば労働分配率をみると中小の方が高く、かつ伸びている。そして、原材料コストも転嫁できない中で収益がやはりかなり落ち込む可能性があるということが一つある。それから、中小では、今、人が採れないという話も一方であるので、そういったものも諸々含めて、果たして短観で計画していたような形で収益なり設備投資がこのまま出てくるのかどうか少し気になっており、そこを確認したいと思っているということである。

福井議長

原油価格が非常に急騰した局面で、政府の月例経済報告の会議の時も中小企業についてはコスト転嫁が難しい、非常に苦境であるという話があったが、しかしその時は、中小企業の設備投資が結構伸びていた時期でもあった。だから連関性を持って考えなくてはいけないのかどうかは…。

須田委員

問題ないのかもしれない。ただ、景気ウォッチャー調査を今回みたら結構それに言及している人が多かったので、少し気になったということである。景気ウォッチャー調査が必ずしも先行指標としては最近は良くないということらしいが、やはりあの落ち込みは少し気になったのでチェックしてみるとそういう意見が凄く出ていた。金利などへの言及は一件位しかなくて、金利が上がるという話はほとんどないのだが、円安ないしは原材料

価格の話が結構出ていて、以前よりも増えているのかなと思ったので、少し気になった。

武藤副総裁

西村委員のサービス価格の過小評価の話であるが、新しいサービスが捉えられていないということと、品質調整がなされていないというご指摘があったが、それらが一体どれ位影響を及ぼしているのか、何か分析はあるのか。

西村委員

ない。私も極く最近出た数字を少しみているだけであるが、一つ言えることは、数量も価格も同じように調べているとみているので、数量で起こっていることは価格でも起こっているという形になる。そういうことから考えると、今あるこの数字から膨らますということをやればできる。この観点で一度やってみたいとは思う。どの位のインパクトがあるかだが、これ自体はCPIの中でそれ程大きなものではない。恐らく大きなものというのは家計内のサービスとかそういう部分であり、この部分に関してはデータがないので分からないが、同じようなことが起きている可能性はある。あと、クオリティの修正ということでは、遥かに帰属家賃の方が大きい。これは少し推計してみようと思っている。

須田委員

サービスが上手く捉えられていないということは私もそう思っているが、製造業とサービスのウエイトということ考えた時に、他の先進国と比べてみてやはり日本は相対的に低いというふうに出ているのか。

西村委員

どちらの方が。サービスの価格についてか。

須田委員

サービスの統計が他の国よりも採れていなければ、GDPでみた時のサービスのウエイトが他の先進国に比べて少し小さく出ているというようなことはあるのか。

西村委員

他の先進国というか、国によって違うので。何を標準にするかということとで……。

須田委員

分からないので、数字では評価しようがない……。

西村委員

財の価格の変動率に関して言うならば、それ程日本は極端に他の国と変わっている訳ではない。つまり、デフレというか、景気が悪くなった時に財価格が下がるということに関しては、マグニチュードはそれ程変わらない訳である。全然違うのはサービスの価格である。サービスの価格だけは、調査統計局が以前配った資料にあったが、日本だけが圧倒的にゼロである。これは色々細かく分けて、公共サービスとか、一般サービスとか全部分けているのだが、それをみても日本だけはサービスの価格は非常に低くて、しかもゼロに貼りついているという状況が続いているので、何らかの問題が生じている可能性はあると思う。

福井議長

他に宜しいか。一つだけお諮りしたいのだが、今、亀崎委員からお配り頂いたこのグラフ、これは十分議論させて頂いて良かったし、このグラフは非常に良いグラフだと思っているが、ただうっかり外の人がみると変な誤解を呼ぶリスクもあるかなと、私の勝手な心配だが。議長の希望としては、これは回収させて頂ければという気もするが、皆さん如何か。宜しい

か。

西村委員

そのとおりである。

須田委員

基本的にはボードメンバーが自分でもし資料を出したら、それは回収するということか。

福井議長

資料をここに自由にお出し頂くことへの制約ではない。討議が終わればということである。宜しいか。それではここでコーヒブレイクとする。11時15分から開催する。

(11時00分中断、11時15分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

さて宜しいか。それでは会議を再開する。次は、当面の金融政策運営に関する討議ということで、改めてお一方5分ずつ位でご発言をお願いしたいと思う。先程と同じ順番で、水野委員からお願いする。

水野委員

次回のMPMまでの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。金融政策を決定する際に勘案すべき要素は複雑に変化しているが、我々は、昨年3月に決定した枠組みに基づき、金融政策を決定している。私は、現在の経済・物価情勢であれば、第一の柱によって粛々と政策変更を検討することが適切だと思う。

換言すれば、第二の柱による点検結果に力点を置いて政策を検討する必

要に迫られている訳ではないと評価している。そうした中で、金融市場の動向については、今後政策変更の要否やタイミングを検討する際に、その政策効果がかき消されないか、意図せざる効果をもたらさないか、という副次的な観点からチェックする必要があると考えている。本日は、そうした観点から、最近の主要国の長期金利上昇についてコメントしたいと思う。

今回の主要国の長期金利上昇の背景は、最近の好調な経済指標を受けて、主要国の金融政策に対する市場参加者の見方が変化したためである。特に、年末に掛けてのFRBの金融政策に対する市場のコンセンサスが、利下げから現状維持に変化したことは大きな変化であるので、米国発の主要国の長期金利上昇といえる。これまで、主要国の債券市場では、グローバルなディスインフレを前提とした価格形成がなされてきた。しかし、米国債イールド・カーブがベア・スティープ化し、2年～10年の逆イールド状態が一気に解消されているように、グローバルなインフレ期待の上昇への警戒感が一部出てきた面もある。

我が国の国債市場でも、ボラティリティは上昇傾向にある。国債イールド・カーブの動きをみると、追加利上げ時期の前倒しが意識された5月下旬から6月初めに掛けて、中短期セクター主導のベア・フラット化の動きが進んだ。一方、欧米主要国の長期金利が急騰した6月7日以降、どちらかといえば、ベア・スティープ化している。追加利上げの織り込みがある程度進み、売買高を伴いながら長期・超長期セクターの金利がじわじわと上昇していることを考えると、ベア・スティープ化の動きが暫く続く可能性が高いと思われる。すなわち、最近の長期金利上昇は、単なる利上げ観測の高まりではなく、内外のファンダメンタルズの改善を素直に反映したものと解釈すべきである。

また、短期金融市場では、夏場の利上げを完全に織り込んだことに加え、第四次利上げの時期を模索する動きさえ見え始めている。本行と金融市場が、経済・物価指標を睨みながら、双方向のコミュニケーションがまだ十分とは言えないが、徐々に復活してきたとポジティブに評価できる動きだと思う。

仮に、グローバルなインフレ期待の上昇を意識しながらの相場展開になるならば、主要国の長期金利のさらなる上方シフト、及び、国債イールド・カーブのベア・スティープ化、のいずれかが不可避となってくる。そのような場合、中央銀行は、いわゆるビハインド・ザ・カーブな金融政策運営を続けると、長期金利上昇による景気腰折れ懸念、株式相場調整の可能性を高めるため、前倒し的な金融引締めを実施することが理にかなっている。欧米諸国の金融政策をみてもそのように対応してきていると理解している。これは我が国でも例外ではない。

幸い、我が国ではインフレ懸念が高まっている訳ではない。ただ、債券市場のコンセンサスよりも強めの景気・物価指標が多く公表されていること、米国の長期金利急騰はサプライズと受止めている市場参加者が多いこと、金融市場では、BOE、ECBともに年内さらに追加利上げが実施されるとの見方があることなどから、今後、経済指標に対する感応度は高まると思われる。

先程申し上げたが、日米欧の債券市場の共通点として短い年限のボラティリティ上昇よりも長い年限のボラティリティ上昇が目立つ。これは債券市場の焦点が金融政策そのものではなく、将来の景気物価見通しに対する期待が大きく揺れ動いていることを意味すると解釈できる。日米の債券市場ともに、つい最近まで景気弱気派が優勢だったことを考えると、長期セクターのリスク面が上乘せされる展開がしばらく続く可能性がある。

そのため、長期金利を安定させるためには、どのような金融政策運営が適切かについて、MPMで議論を深めることが必要ではないかと思う。短期金融市場では、ファンダメンタルズの改善を受けて、日本銀行の次回の利上げは8月になるとの見方が有力であるが、今月末に公表される経済・物価指標や7月2日公表予定の日銀短観・6月調査がまずまずの内容であれば、次回のMPMで利上げが実施される可能性が市場で織り込まれる可能性が十分にある。

さて、最近、財界人・政治家の間で、円安加速に対する警戒感が高まっているようである。金融市場では、我が国とイギリス・ユーロ圏との金利

差がなかなか縮小しない中、円の対欧州通貨、対高金利通貨の円安トレンドは変化しそうでないとの見方が有力である。また、海外投資家の間では、円独歩安と日本銀行の金融政策の関係についての関心が強まっている。彼らの関心のボトムラインには、「ここまで主要国に金利を引き離されてしまって、日本銀行なり日本政府なりが、我が国の金利に対する見方を変化させてくるのではないか」、或いは、「海外とのバランスからいうと現在の日本の金利は明らかにバランスを欠く中、極端な円ショートポジションが積みあがることに関して日本の当局者は、1998年のLTCMショックのような潜在的リスクを強く警戒してくるようなことはないのか」という見方があると思う。もっとも、海外投資家は、円安進行が反転する可能性を意識しながらも、現在のネガティブキャリーには耐えられず、円買いポジションや日本の株式・債券のエクスポージャーを積極的に増やす予定は全くないという意見も同時に聞かれる。

金融市場では、為替、株式を中心に調整が入ったところでポジションを積み増したいと考えている投資家が多いように見える。投機筋を含め、高金利通貨がここまで調整なしに上昇するとは考えていなかった人が多いため、ロング・ポジションを思ったように作れなかった投資家は少なくないようである。IMFは2007年から2008年に掛けての世界経済は、IMFベースで実質5%弱の高成長が続くと予想している。その中、金融市場では、「インフレ圧力が顕在化しない限り、株式市場にある程度の調整が入ったとしても、いわゆる調整の域を出ない、超えることはない」との見方が有力である。従って、ファンダメンタルズが大きく変わらない限りは、キャリートレードを拡大できる機会を待つ姿勢を続けることに抵抗感はないと考える投資家が多いようである。もっとも、1998年当時とは違って、現在キャリートレードを膨らませている市場参加者は、個人投資家、証拠金取引、外貨準備を運用する政府・中央銀行など、金融のプロ以外にも広がりを見せているため、通貨当局・金融政策当局としては警戒感を持って見守ることが必要だと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

先程申し上げた経済・物価情勢を踏まえ、次回決定会合までの金融政策運営については現状維持ということで良いと思う。先行きの金融政策運営についても現在の基本的な考え方を維持することが適当である。つまり、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うことになると思う。

情報発信のあり方について一言申し上げたいと思う。このところ、OISレートや先物金利が上昇しており、利上げに対する市場の織り込みが進んできている。こうしたもとで、我々の情報発信から具体的な利上げ時期を探ろうとする動きがより強まっていくと考えられる。しかしながら、我々としては市場の動きに一々反応したり、市場を誘導しようとするといったことは避けるべきである。こうした時期にこそ、我々の政策運営の基本的な考え方を一貫して説明し、経済・物価についての情勢判断を丁寧に説明していくという原則に忠実な情報発信に努めるべきであると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

まず金融政策運営については、変更は必要ないと思う。現在、展望レポートを出してから1か月半経ち、その間のデータはほぼ我々のシナリオどおりということであるが、例えば生産面における動き、IT部門の調整の進展度合い、景気ウォッチャー等にみられるやや弱含みの個人消費、それから賃金の先行き、こういったところをよく見極めるべき時ではないかと考

えている。マーケットは、アメリカを中心とする長期金利の上昇もあって、かなり日本銀行による金利の調整ということに色々期待を持っておられるようであるが、私は、マーケットはマーケットなりにこれまで出たデータを随分丁寧に消化して、それが今のOISレートなどに現われているのではないかと考えている。これは我々にとって、ひとつの重要な情報として考えるべきだと思っている。それから、もう一つ今回申し上げたいことは、やはりアメリカの長期金利上昇の先行きをどうみるかということである。基本的な要因は、アメリカのマーケットにおける過度な利下げ期待が修正されたということが良いと思うのだが、この金利が上がっている要因が期待成長率の上昇ということと考えて良いのか、つまり先行きの不透明性がやや薄まったので、その分先行きの期待成長率が高まったと考えてよいのか。あるいは、期間プレミアム、あるいはリスク・プレミアムは非常に低い状態がこのところ続いてきていて、特に2000年以降を1990年代と比べると——これは先進国共通であるが——、G7諸国の実質金利は潜在成長率との関係で言うと低めの水準でずっと推移してきている。仮に投資家の目が今回の上昇をきっかけにして、潜在成長率がより高い新興国あるいは資源保有国へとシフトするようなことがあるとすると、これまでのトレンドが変化するリスクもやはりどこか念頭に置くべきではないかと思っている。　　が凄く方針転換したと言われていて、「失業率が将来上昇する、従って将来利下げがあるということを期待することができるのなら、デュレーション、つまり長期債投資し、失業率が上昇するまでずっと持っていれば必ず儲かる」という戦略を、どうも現在は「失業率が上昇すると期待するのでなければデュレーションを売る」という戦略へと転換しており、それで戻っているのだと思う。ただ、その失業率を一所懸命にずっとみているということについて、雇用のデータがどこまで本当に大丈夫なのかということが先程申し上げた点であり、そこが非常に見えにくくなっていると思う。

一方、ボラティリティをみると、S&P500のボラティリティがやはり2月と比べると高い水準で推移している。また、5月以降、先物市場でフォ

ワードカーブのインプライド・ボラティリティが——スポットレートの方は変化していないが——高まっているということは、やはり投資家は先行きの変化に対して、やや慎重になっているのではないかと私は解釈している。他方でクレジットスプレッドの方は変化ないということなので、やや違いはあるのだが、まとめて言うと、今回の金利の上昇というのが、アメリカを中心とするマーケットにおける国債、長期債への投資から、違うところへの投資に動くかもしれないというリスクがあるということである。それからもうひとつは、国債金利が5%を超えた段階で、モーゲージの期限前償還が行われることがなくなると——先行き金利が下がると思えば期限前償還を一所懸命やる訳だが、もう下がらないと思えばこれが行われなくなるということで——、デュレーションが長期化してしまう。それを回避するために持っている長期債を売り、その結果、長期債の金利が上がって、またモーゲージ金利が上がるという、そうしたサイクルが起こったのではないか。この先どの位起こるかは今のところみえていないが、7%まで上がると私はやはり住宅には付加的なマイナスがかかるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

中村委員からお願いします。

中村委員

次回会合までの金融市場調節方針については現状維持とし、これまでの政策変更の波及効果を見極めつつ、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い成長のプロセスを支えていくことが適当と思う。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、前回会合以降、安定的な動きが続いたと思う。

一方、次回の利上げ時期を巡っては、OISでみて、前回会合時点で8月会合での利上げ確率が6割程度であったものが、最近では9割程度まで上昇するなど、金融市場で早期利上げを織り込む動きが急速に広がっている。

こうした中、先行きの金融政策運営については、市場の見方を参考にしつつも、我々としては予断やスケジュール感を持たず、毎回の会合で様々なデータや情勢を丹念に分析しながら、経済・物価に関する先行きの標準シナリオの蓋然性やリスクシナリオの変化を点検し、その結果をもって、異例な超低金利水準の調整の適切なタイミングを探っていくという姿勢で臨むことが適当と思う。対外的にもそうしたフォワードルッキングな政策運営の考え方を引き続き説明していくとともに、経済・物価に関する我々の判断を丁寧に説明していくことが肝要と思う。

前半のパートでも述べたように、経済・物価は、4月の展望レポートで示した見通しに沿って動いており、今のところは先行きも展望レポートの見通しに沿って展開していく可能性が高いと考えている。来月の中間評価に向けては、各種のデータや、金利、為替などの金融市場の動き、6月短観や支店長会議における地方経済の報告などを分析しながら、海外については、米国経済のソフトランディング・シナリオが確実性を増していくのか、国内については、IT在庫の調整が進捗し、企業部門が底堅さを維持していく一方、消費も底堅く推移していくのか、さらには、消費者物価が年度後半から緩やかな上昇に転じていくことがより確かに展望できるかといった点を中心に点検していきたいと考えている。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員からお願いします。

亀崎委員

次回までの金融政策運営方針としては、現状の方針を維持することが適当であると思う。前半パートで申し上げたとおり、景気は緩やかに拡大を続け、物価も基調として上昇方向に向かっており、いずれも展望レポートの標準シナリオに沿った動きを示しているが、幾つか留意していく点について申し上げたいと思う。市場では、指標を消化しながら、こうした景気・物価認識を概ね共有し、長短金利は、このところいずれも高水準に達して

きており、夏場以降の利上げを徐々に織り込みつつある。足許社債の大量起債が相次いでいることも、市場や企業が利上げを織り込んできていることを裏付けていると思う。この間、株価や、REIT指数は、長期金利の上昇等を受けて、これまでの上昇に若干の調整が入っている。為替市場では、先進各国との金利差に着目した円売りが続き、個人投資家までが投信などを介して為替リスクを取るようになってきている。こうした投資行動は、低金利や、為替レートのボラティリティの低さが続くことを前提に積み上がっている面もある。既に円は、実質実効為替レートでは、プラザ合意時の水準にまで低下しており、行き過ぎれば反動が懸念される。言うまでもなく、為替レートの決定要因は様々であるが、金利差もその一つであるということについては、留意しておく必要があると思う。こうした状況にあり、先行きの金融政策運営を検討していくうえで、今後なお確認したい点としては、私としては、以下の三点を考えている。第一は、米国の景気・物価動向である。第二に、日本の生産、設備投資動向である。第三に日本のCPI、これについては先程申し上げたが、トレンドに本当に変化はないのか、さらに見定めたいと思う。市場は今後の金融政策運営に関して、どうしてもCPIに過度に焦点を当てがちであるが、これはあくまでも一つの材料に過ぎないことを引き続き伝えると同時に、特にこの8~10月分については、先程ご説明申し上げたような特殊要因からマイナスが予想されるが、基調としては上昇方向にあることを、市場との間で認識をしっかりと共有しておく必要があると思う。第四に、日米欧の長期金利だが、景気拡大等を受けて上昇している。これまでボックス圏内で推移するとの見方が強かっただけに、相場のエネルギーが溜まっており、上昇ピッチはやや早いものとなっていると思う。今のところは、ポジション調整の範囲にとどまっているとみられるが、他の市場や、各国のファンダメンタルズへの影響については、依然、目を凝らしていきたいと思う。なお、市場は景気、物価などの指標を自ら十分に消化しながら景況感を金利に反映してきているが、我々としてはこうした環境は参考にするものの、スケジュール感など、些かの予断を持たず、あくまでも景気・物価情勢をしつ

かりと見極めたうえで、市場との対話に十分に意を用いながら、検討していく必要があると考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えられる。幾つかの理由があるが、そのうちの一つ、労働市場の状況についてお話ししたいと思う。2月の政策変更時に考慮され、そして4月の展望レポートで明確にされたメインシナリオでは、「消費者物価の前年比は、目先、ゼロ近傍で推移するとみられるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向へ推移していく中、プラス基調を続けていく」と先を予想している。つまり、現在のフィリップス・カーブに沿ってプラス方向へ向かう動きとともに、その傾きが徐々に水平から上に立ち上がっていく姿を予想していると考えられる。こうした基本的見解は、労働市場でのユニット・レーバ・コストの上昇を主として念頭に置いたものだと私は解釈している。そこで労働市場、特に時間当たり賃金について指摘したい。1990年代から2000年代初頭に掛けては、給与が相対的に高く、人数・労働時間増減のし難い一般労働者を、給与が相対的に低く、増減の容易なパート労働者で代替するということによって時間当たり賃金支払額、つまり労働投入の費用を抑制していたと考えられる。2001年以降、振れを伴いながらも、労働時間×常用雇用である労働投入の上昇率はマイナスであった。2004年に入っても労働投入上昇率は、均せばゼロ近傍であった訳である。この時期までは労働市場は明らかに買い手市場であり、パート化比率を高めることで労働供給の伸縮性オプションを企業側が得ていたと考えることができる。実際、パート労働者比率は2001年から2003年までは前年同月比で5%近い高い変化率で上昇し、2003年から2004年に掛けても伸び率は低下したものの、比率の上昇は続いていた。これに対し2005年以降、

明らかに変化が出てくる。労働投入上昇率が先ずプラスに転じる。労働市場が買い手市場から次第に売り手市場になっていくのが分かる。労働のミスマッチ等の影響で、失業率が比較的高い状況で、労働市場がタイトに変化していくことがみられた。加えて2006年後半からは、団塊世代の退職が始まることとなる。これと平行し、労働人口の高齢化が進み、働き方の柔軟化が起こっていると考えられる。これを団塊世代再就職の動きが倍加していると考えるのは妥当だと思う。特に短時間パートの拡大が顕著である。さらには、いわゆる日日雇用——働きたい時に働きたいだけ——のパートも登場している。これは中村委員からの情報を頂いている。日日雇用というのは、本来は大学で多かったのだが、最近、そうでもないということである。重要な点は、労働供給の伸縮性オプションを企業側ではなくて労働者側が持つということである。つまり、雇用関係をターミネイトするオプションが企業側から労働者側へ移ったということになる。このように伸縮性オプションが労働者側にあるということは、企業としての賃金費用は、実際に払った賃金以上にこのオプション部分の費用も実は負担しているという形になる。実際に様々な調整費用がそれに対応すると考えられる。以上の点から考えると、従来のように、常用雇用——一般・パートを含めてだが——、それと所定内給与——これも一般・パートを含めてだが——だけではなく、現在の労働市場の逼迫にもっとも敏感に反応すると思われる、パート労働者の所定内労働投入当たりの費用——所定内給与／所定内労働時間であるが——、これを慎重にみていく必要があるのではないかと考える。実際に、現在、産業全体のパート比率が26%、製造業で14%——ただし製造業ではこの中に派遣や請負があるので実際はこれよりはもっと高い訳である——、卸小売で42%、飲食店宿泊で67%、サービス業で25%がパートである。ここのところ、パート労働者の所定内労働投入当たりの費用——つまり所定内給与／所定内労働時間であるが——をみると、2006年から2007年に掛けて上昇率の水準が切り上がっていることがみて取れる。とするならば、一般労働者のところというよりは、パート労働者を雇い入れるコストの上昇ということで、ユニット・レーバー・

コストの上昇トレンドの端緒が現われているのではないかと考えている。しかしながら、現在のところははっきりとしたトレンドが芽生えるには至っていない。実際、パートだけではなく一般労働者を含めた全体の所定内総労働投入当たりの費用の上昇率をみると、2006年後半のマイナスからここ数か月プラスに転化したに過ぎない。実は4月の確報がきちんと出て、それをみると、確かに4月も+0.2%になっている。同じく総労働投入当たりの費用は3月にプラスで、4月もかなり高く0.8%位になっている。実はこれは振れの大きな統計であることには注意しなければならない。従って、まだ将来に対する不確実性が非常に高い状態であり、慎重に見守っていく必要があると思う。

次にマスコミを含む市場関係者との接触について一言述べたいと思う。昨年12月から今年2月に掛けての政策変更時は日本銀行内部からの情報発信に若干の乱れがあったことは否めない。こうした乱れに対する反省から、日本銀行内部からの情報発信については慎重さが増しており、これは当然のことながら大変望ましい変化であると考えている。特に政策決定のタイミングに関する「具体的な示唆を与えるべきではない」という政策委員会の総意は、市場に誤解のないように明確に繰り返し伝えるべきであると考えている。曖昧な発言や、あるいは仕草であったとしても自らのイニシアチブで意図的に政策決定のタイミングと具体的なイベントとデータの出方を関係付けるような示唆は、「具体的な示唆を与えるべきではない」という総意に反する行為であるということを確認したいと思う。確かに市場関係者等との情報交換は重要である。しかし特定の市場関係者等利害関係者に具体的な政策決定に関する情報を口頭であろうと、仕草であろうと与えてはならないという根本原則をしっかりと堅持しておかなければならないと考えている。特定の利害関係者に、直接ではなくとも間接にでも不当な利益を供与しているという疑いを持たれることは、金融政策の根幹を揺るがす問題に発展しかねない。今後、私は心して当たりたいと考えている。

最後に、市場との対話の原則をもう一度確認しておきたい。様々な市場

金利及び派生商品の価格は、その時点で積極的に取引を行う市場参加者の中で代表的になりつつある見方を示している。その意味で市場は鏡であり、極めて重要な情報源である。この鏡は、市場参加者が持つ情報が歪みのない形で映し出されるようにしなければならない。この鏡が歪まないように、政策委員会は無用なノイズ、サプライズが発生することを極力避けなければならないと考えている。政策決定のタイミングに対する具体的な示唆を与えるべきではないという政策委員会の総意はここから生じていると考える。そもそも政策委員会としては市場に特定のタイミングを織り込まそうとしている訳ではない。市場の織り込みは重要ではあるが多くの情報のうちの一つの情報である。その意味で、市場の織り込みに拘束されている訳ではない。政策委員会では慎重に、注意深く、その時点その時点での市場の情報を含めたデータの蓄積から将来トレンドを判断し、政策判断がなされているということは、繰り返し明確にしておかなければならないと考えている。その政策判断が結果的に市場の織り込みと一致するのが望ましい姿であるが、常にそうなるという保証はない。特に現在、今、申し上げたように経済に新たな動きが出ている時であり、一層慎重な、注意深い判断が必要であると考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

現在、市場では、8月利上げをほぼ織り込んだといわれている。4月に展望レポートを公表した直後は、次回の利上げは、8～9月と10～12月でほぼ半々のイメージだった。それが、ほんの1か月あまりで8月へと市場参加者の見方が前倒しとなった。勿論、その間、ポジティブな指標が公表され、日銀のメインシナリオを共有する人が増えたことは確かだと思う。ただ、長期金利の調整がいつまで続くのか、どの程度の深さとなるのか、そしてその実体経済への影響をどう捉えるかなど現時点では不確実な要

素が多々ある中で、また、私自身は未だに「C P I がマイナスなのになぜ金利を上げようとするのか」、「フォワードルッキングというがそもそも予測が間違っているのではないか」といった批判を頂戴することが多い中で、どうしてこのようなピンポイントに近い織り込みとなるのか、違和感がある。市場側にはデータディペンデントという姿勢を日銀と共有しようと努力するよりは、スケジュール感をもってボードメンバーの発言から直接的に利上げ時期を探ろうという姿勢の方が強いように思う。なお、現時点では、展望レポートのシナリオがもっとも蓋然性の高いものであると評価しているが、標準シナリオをトレースしているという判断をより確信を持つてできるためには、これから確認したいことが幾つかあるので、次回決定会合までの金融政策運営方針については現状維持が適当だと考えている。

以下、確認したい事項の主なものを二点だけ述べておきたいと思う。先程述べたように現在、米国と我が国の債券市場は、長期金利の落ち着きどころを模索している段階である。冷静に日米長期金利の推移を見定める必要がある。さらに、長期金利の上昇が、F e d や我々の標準シナリオの蓋然性の高まりを背景としたものだとしても、同じシナリオに対して緩和度合いは変化する訳であるからそれが実体経済に及ぼす影響についても、フォワード・ルッキングな観点から丁寧に点検する必要がある。少なくとも今は、債券市場の落ち着きを待ち、長期金利の帰趨を確かめるフェーズだと思っている。またC P I コアについては、当面、ゼロ近傍ということがメインシナリオだが、このところ、C P I コアのベースラインのところも、ゼロからプラスへの改善がなかなか確認できない。先程述べた企業の価格改定は5~6月に行われる模様であるので、その影響も含めてC P I コアのベースのトレンドを確認したいと思っている。

最後に市場との対話についてだが、何度も申し上げているように、「新たな金融政策運営の枠組み」では、我々の発言によって金融政策変更時期を直接示唆するのではなく、金融政策についての考え方や経済物価情勢に関する対話から、市場の自律的な予想形成を促し、一緒に利上げ時期を見

出していく方法を採用したということになる。市場からは金融政策が見通しづらくなったため批判もかなりあるが、これが正当なやり方だと信じている。BOEのキング総裁は、5月2日の講演で、「我々の経済分析を相当詳しく説明することは、先行きの金利動向に関するコード・ワードや声明文よりもマーケットにとっては豊かな情報源となる。コード・ワードは将来の経済データに我々がどのように反応するかについて、市場の理解を助けることにはならない」と言っている。また、 Bundesbankのウェーバー総裁も、5月28日のFT紙のインタビューで「全ての経済指標が同じ方向を向いていない状況においては、コード・ワードは矛盾するシグナルとなる」と言っている。私も両氏に同感である。ECBが採用しているコード・ワード方式は政策変更の予告でありコミットメントである。市場参加者にしてみれば最初から答えが提示される訳だから、一見単純で便利な手法に思える。しかし、コミットメントを発した後、政策変更を実施するまでの間に、株価急落、金利急騰といった不測の事態が発生したような場合、市場が混乱するリスクがある。ましてや、本行の政策はポーティングにより決定されるので、政策変更の時期を収斂させてしまうような情報発信は大変危険である。2月の政策変更時の轍を踏むべきではない。ディーラーやファンドマネージャーといった市場関係者は、四半期あるいはそれよりもっと短いタームで業績が求められる。当然、彼らにとっては業績をあげるために政策変更のタイミングが重要なのであり、そのヒントとなる情報を如何に入手するかが最大の関心事だ。しかし、政策を実行する我々にとってみれば、金融政策の効果は時間を掛けて徐々に出てくる訳だから、政策変更が1月なのか2月なのか、或いはCPIの前年比が-0.1%なのか0.0%なのか、といった多少のずれは大きな問題ではない。むしろ細かい数字に拘り過ぎて、そうした印象を市場に与えることにより、政策変更の手足を縛ってしまうことの方が問題である。それよりも、金融政策の枠組みや考え方、経済物価情勢に対する見方について、軸のぶれない適切な情報発信を行うことの方が遥かに重要だと考えている。市場は次々回の利上げも視野に入れつつあるので、なおさらそういうふうと思う。以上であ

る。

福井議長

最後になったが、野田委員から願います。

野田委員

前半のパートで申し上げたとおり、我が国の経済・物価情勢は4月の展望レポートのシナリオに概ね沿う形で展開しているとみているが、先行きについては、さらにより確かなコンフィデンスを得るには、幾つかの不確実性に対して、なお時間を掛けて検証していく必要があると考えている。すなわち、一つは最大のリスク要因であるアメリカ経済のソフトランディング・シナリオの蓋然性であり、また、足許の長期金利の急上昇の落ち着きどころ、さらにはそれが及ぼすグローバルな金融資本市場、あるいは実体経済への影響である。また国内では、企業部門の生産循環の立ち直り具合と個人消費のトレンドの見極めであり、物価情勢についていえば、消費者物価の形成メカニズムの変化の再検証等々である。従って、次回会合までの金融政策運営は、現状を維持することが適当であると考えている。

ところで、前回の決定会合以降の市場の動きを振り返ると、短期金融市場では、無担コールレート・オーバーナイト物は、誘導目標水準近傍で極めて安定して推移し、レポ・レートも同様であった。資金供給オペの落札決定レートは0.56～0.57%で横這ってきたが、12日に至り、エンドが8月の決定会合後となる2か月物のオペは0.59%と8月の利上げを織り込んで上昇した。また、フォワード・レートは、前回会合以降、8月以降の利上げ観測の高まりを織り込みつつ、ほぼ等速で上昇し、足許では8月会合での利上げをほぼ織り込んだとみられている。この間、長期金利も、米欧金利が上昇基調を辿る中で、5月下旬以降上昇トレンドに入り、特に6月7日の米国金利の急上昇に追随する形で、10年物の長期国債は、足許1.9%台半ばまで上昇しており、市場の一部には、長期金利も結果として利上げを織り込んだとみる向きが多いようである。市場は、前回会合以降

発表された内外の経済指標や、政策委員の対外発信を含めた諸情報を懸命に咀嚼し、それを市場レートや様々な金融商品価格に淡々と織り込んできたものと信じる。しかしながら、例えば、政策委員の実名入りで政策委員会での投票行動まで憶測して、政策決定のタイミングを報道するといった態度にみられるように、市場における情報媒介者であるところのマスコミの一部では、依然として政策変更のピンポイントのタイミングに対する執着振りは変わっていない。こうした報道が、市場に好ましくないバイアスを与え、大半の市場参加者の健全な行動の結果としての鏡に曇り、あるいは歪みをもたらしてしまうことになりかねない。そこで明確にしておきたいことは、市場は市場なりに先行きの経済・物価情勢の姿・形を懸命に映し出そうとしている訳であるが、当然のことながら、その姿・形というものは時々刻々と変化するものであって、私共に、政策委員会に決して予断を与えるものではない、ということである。敢えて自動車の運転に例えて言うならば、ドライバーは現在みえるシグナルの色を時々識別しながら車を走らせるとしても、最終的なストップ・オア・ゴーの判断は、あくまでも目の前のシグナルの色をきちんと識別して行わなければならないということである。

そして最後に、昨年末から年初に掛けての市場とのコミュニケーションの混乱の反省に立ち、政策変更のタイミングを具体的に示唆するような発言は差し控えるべきと機会あるごとに確認し合ってきたことを、本日も改めて確認しておきたいと思う。私からは以上である。

福井議長

次回決定会合までの金融政策の運営方針について、各委員からのご意見を頂戴した。共通して、次回金融政策決定会合までの金融政策については現状維持が適当であるというご判断だったと思う。私も同様に考えている。展望レポート発表後、1 か月半経ってどうやら経済はメインシナリオに沿って動いていると判断されるが、この先の本当の動きをさらに確認していく必要があるという点でも一致していたと思う。確認すべき点はかなり

広範囲に及び、常に全面的な点検ということであるが、わけても米国経済の帰趨、長期金利の今後の変動、それらの実体経済に及ぼす影響、国内経済についていえば、特に内需の基調、設備投資、個人消費についてよりしっかり判断していく。それから経済はバランスが取れているようだが、IT調整の遠因といったようなところもあるので、そこはきちんと確認していく。さらには労働市場の変化等も絡めながら、CPIの基調をしっかりと判断していくと、それらを当然含むということだろうと思う。マーケットの方では、かなり短期的に政策予測を織り込んできているということであるが、我々としては、これはあくまで市場の動きとして客観的に捉えていくものであり、我々に対して何らの予断を与えるものではないということである。我々の方からはマーケットとのコミュニケーションについて、経済・物価の現状と先行きに関する我々の判断を、引き続き丁寧に説明していくというところから一步も出ないということではなければならない。一言で言えば我々の方からトラフィック・ライトは灯さないと、逆に市場が示すトラフィック・ライトも我々にとって予断を与えるものではないと、こういうことではなければならないという皆さんのご意見であったと思う。この点はこれまでも再三確認してきたことであり、市場にも伝えていることだが、市場の方は常に何か、サムシングを探り当てようという傾向は当然ある訳なので、引き続き、そこは注意深く対応していかなければならないと思う。

なお、短期金融市場の動向であるが、前回会合以降、オーバーナイト物金利の加重平均値は0.5%前後で推移しており、金融市場局の努力のおかげで、全体としてスムーズに金利コントロールができていていると思う。市場では少しボラティリティが高まりつつあるということであるので、調節の苦勞はあると思うが、これまでのところ政策委員会の決定方針に沿った調節が行われ、市場の姿もそのとおりに実現していると認識できると思う。

さらに追加的に何かご議論を要することがあればおっしゃってほしい。宜しいか。それでは、政府の方からご意見を頂戴したいと思う。財務省田中副大臣からお願いする。

田中財務副大臣

我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、賃金や、電子部品・デバイスなど生産の一部に弱い動きが続いていることや、海外経済の動向の影響などを引き続き注視する必要がある。また、物価については、消費者物価のマイナスが継続しており、今後、物価上昇圧力が高まるかどうか、先行きを慎重にみていく必要がある。このような経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。

一方、市場の動向をみると、海外市場の影響もあり、中・長期金利が上昇するとともに、物価にもやや不安定な動きがみられたところである。政府としても、市場の動向は引き続き注視して参りたいと考えているが、日本銀行におかれても、市場全体の動向に十分目配りして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、日本銀行の経済・物価情勢の判断や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、1～3月期の2次QEでも景気回復基調がしっかりしていることが確認されたと考えられるものの、生産の一部に弱さがみられ、また、物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向等が我が国経済に与える影響等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。政府・日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、

物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長のため、一体となった取組みを行うことが重要である。政府としては、「基本方針 2007」を取り纏め、歳出・歳入一体改革を堅持するとともに、新しい成長軌道の確立に向けて生産性向上を目指した改革を進めて参る。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

ただ今の政府からのご意見に対して、委員の方からご意見、コメントがあればどうぞ遠慮なく願います。宜しいか。

それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏めに移る。議長としては皆様方のご意見を踏まえつつ、金融市場調節方針については現状維持の方向で議案提出をしたいと思う。他に、念のため、議案提出のご希望の方はいらっしゃらないか。それでは執行部の方で議長案を用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは読上げて欲しい。

内田企画局参事役

議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。別添、公表文案である。「2007年6月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合まで

の金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」（注）として委員のお名前である。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。稲葉理事と中曽金融市場局長におかれては、今、決められたとおりの方針に則って、今後とも適切な調節を行って頂きたいと思う。宜しく願います。それでは政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。原案どおり可決をした。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に金融経済月報基本的見解について決定をしたいと思うが、会議の冒頭に執行部からご説明のあった文章について、その後の討議を踏まえてこの文章で良いかどうか改めてチェックをして頂きたいと思う。

内田企画局参事役

市況は朝のとおりである。

福井議長

宜しいか。17,962円だが。

内田企画局参事役

18,000円だったら修正したが、ぎりぎり……。

福井議長

四捨五入とか、そういうことではないのか。丸めの問題か。

武藤副総裁

少し細かいことで恐縮であるが、「株価」の前に「この間」という言葉

をおっしゃったが、これは要るか。

内田企画局参事役

今まで割と入れているが、なくても別に構わない。

武藤副総裁

実は4行上に「この間」という言葉がある。

内田企画局参事役

なるほど。

武藤副総裁

これは良いように思うのだが、あまり短い文章の間に「この間」を入れる意味はないと思う。極めて枝葉末節ではあるが。

福井議長

確かに。

水野委員

今回は、この同じレンジの中でも相当動いている。だから、「この間、概ね前回と同じ水準となっている」と言っても、今はそうであるが、途中経過は相当色々あった、敢えて言えば。

福井議長

動きがあったので、「結局」ということだな。

水野委員

それは入れない方が良いと思う。

内田企画局参事役

では「この間、」を取るということで。

福井議長

他に宜しいか。では今のところを修正したうえで、決定をしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をした。この金融経済月報であるが、今決定をして頂いた基本的見解の部分については、即日公表、つまり今日の15時公表の予定である。なお、お配りしている詳しい文章、背景説明の方は、必要に応じて執行部で修文を施したうえで、18日、来週月曜日14時に对外公表を

予定している。

VII. 議事要旨（4月27日、5月16～17日開催分）の承認

VIII. 2007年7月～2008年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認
福井議長

あと2件ある。1件は議事要旨の承認である。4月27日開催分、それから5月16日、17日開催分、この二回分の議事要旨の承認であるが、お手許にお配りして既に各委員のチェックは頂戴しているが、宜しいか。では、これともう一つ最後の案件であるが、2007年7月から2008年6月までの1年間の金融政策決定会合開催予定日等の承認ということで、これもお手許にスケジュール表をお配りしている。こういうことで宜しいかどうか改めてご確認頂きたいと思う。もし宜しければこの議事要旨と今の決定会合開催予定日等、2件を併せて決裁を頂戴したいと思う。今回から1年分ということで公表期間を長くしている。その点よくご確認のうえお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（4月27日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（5月16～17日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2007年7月～2008年6月の金融政策決定会合の開催予定日等について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。三つの議案とも賛成が9、全員一致である。

福井議長

議事要旨前二回分、それから先行き1年間の決定会合開催予定日等、いずれも全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨だが、20日、来週水曜日8時50分に对外公表の予定である。議事要旨は、従来は発表日の午後2時、14時に公表していたが、やはり市場が開く前ということで、来週の水曜日20日からは8時50分に对外公表予定である。それから決定会合の日程については、本日の会合終了後、速やかに公表をさせて頂く。

IX. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回であるが、次回の決定会合は7月11日水曜日、12日木曜日の両日開催予定である。宜しく願います。なお最後にいつも申し上げているが、機密保持の確認である。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りということである。これは議事の内容と申し上げたが、議事のプロセスも含むという意味である。今日で言えば、例えば亀崎委員からこういう資料の提出があったというようなことも含めてである。全て議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々には、厳正な機密管理をくれぐ

れもお願いしたいと思う。以上をもって閉会とする。

(12時14分閉会)

以 上