

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年7月11日（14:00～16:37）

7月12日（9:00～12:50）

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 鈴木正規 大臣官房総括審議官（11日）

田中和徳 財務副大臣（12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

企画局長

雨宮正佳

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

関根敏隆

企画局企画役

山口智之

企画局企画役

神山一成

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。決定会合を開催したいと思う。今日と明日、二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺う。政府の方から、財務省鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは金融経済情勢に関する執行部説明である。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

福井議長

最初に、金融調節、それから金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曽金融市場局長からお願いする。

中曽金融市場局長

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。図表1-1で前回決定会合以降の無担保オーバーナイトコールレートをご覧頂くと、概ね誘導目標近傍で推移している。ただ、時系列でご覧頂くと、6月中は銀行が四半期末を控え、所要比厚めの準備預金を積んでいたため、月末までは誘導目標の0.5%を上回って推移している。月末日29日は、0.605%までレートが上昇した。この日は、準備預金残高が6.5兆円とかなり高水準になった。ただ7月に入ると、6月中の積み期における厚めの

進捗の反動からレートが緩んで、足許では0.5%を下回りながらの推移になっている。この辺りの背景を以下でみていく。まず図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、6月の積み期は、全体では5.3兆円といつもの積み期よりも高めになっている。これは、一つには先程申し上げたが、バーゼルⅡの導入後初めての四半期末を控えて一部の地銀の運用姿勢が慎重になり、厚めの当預を保有したことが背景である。もう一つは、我が国のセーフティ・ネットの一翼を担う金融機関に、6月の最終週なのだが、8,000億円を超す債権回収金が滞留した。この金融機関は、いわゆる準預先に含まれているので、滞留した金額が、準預として計上された訳である。こういった要因によって、6月中は積みが進捗したのだが、いずれも月末には剥落している。従って、図表1-3、06/10月積み期以降の当座預金残高のグラフで残り所要を示す黒い実線を見ると、6月の積み期は、足許、右肩下がりの勾配になっている。同じく図表1-3の06/10月積み期以降の短期金利で、この間の短期金利の動きをご覧頂くと、オーバーナイトコールレート、レポ・レート、ユーロ円レートは、総じて落ち着いて推移している。このうち、細かい実線のユーロ円レートを少し遡ってみて頂くと、去年から今年の3月位までは、コールレートとの乖離幅が開く局面が度々みられている。ただ、このグラフからも読み取れるように、4月以降は、四半期末を除いて総じて乖離幅は小幅にとどまっている。その四半期末当日の動きであるが、図表1-4、1.最近の期末日と今回との比較の表でシャドーを付してお示ししているように、オーバーナイトレートは、先程申し上げたが0.605%という水準であった。これは、地銀の運用姿勢が一部慎重化したということなのだが、こうした先はある程度レートが上がっていたところでは資金を放出しているので、結果的には、3月の年度末の時程、極端な資金の抱え込みはなかったとみている。従って、仕上がりレートも3月末の0.715%に比べると低めにとどまっている。調節面では、この日はレートの上昇を抑制する観点から、1.5兆円の即日の資金供給オペを行ったが、年度末日と異なって、この日は補完貸付の実行はなかった。図表1-5と図表1-6で無担コール市場残高の推移をご覧頂く。まず図表1

—5で月次の平残をご覧頂くと、4月に掛けて増加した後、5月、6月と少し減って横這いで推移している。さらに図表1-6の〈取り手別〉のグラフで期日物の旬毎の末残について、取り手別の内訳をご覧頂くと、外銀を中心に減少している。その要因として一つ考えられるのは、外銀の裁定取引が減っていることではないかと思う。つまり、先程ご覧頂いたように、最近コールレートとユーロ円金利の乖離幅が縮小してきているので、外銀は以前のようにコール資金を調達して、ユーロで放出するといった裁定機会をなかなか見出しにくくなっていると考えられる。図表1-7でオペの実施状況をご覧頂く。先程、申し上げたように6月下旬に掛けて準預が積み上げられた局面でコールレートに上昇圧力が出てきたので、これを減殺するために、即日の資金供給オペ——共通担保オペ（本店）のシャドーを付している部分——を適宜オフアしたところである。逆に7月に入ってから、資金余剰感が強まったので、そういった局面では、（資金吸収オペ）の欄にあるように、即日の手形売出、あるいは国債売現先、こういったオペ手段で適宜吸収した。また、（国債補完供給）にあるように、6月27日には、久しぶりに——去年の10月以来なのだが——国債の補完供給オペを実施した。これは、一部の国債の銘柄が品薄になったことを受けたものである。次に、オペレートに現われるオペ先の金利観について少しみていきたい。共通担保（本店）オペの欄をご覧頂くと、7月10日オフア、T+2スタート、期間3か月の8,000億円のオペは、エンドが9月に到来するオペである。このオペの落札決定レートは0.63%である。これに対して、本店オペの7月3日～10日に掛けての5本のオペは、いずれもタームが1週間～1か月程度の短いオペであって、エンドは8月の決定会合の前に到来するものである。この落札レートをみてみると、大体0.54%～0.55%に揃っている。このように8月の会合を挟んでオペレートには段差が観察されるということである。8月の会合以降の利上げを織り込んだオペレートの形成となっているとみている。

続いて、金融・為替市場の動きに移る。図表2-1で、まず各市場のうちターム物のレートの推移についてご覧頂くと、短国レートは3か月、6

か月、1年とも全て前回決定会合以降、概ね横這いである。水準的には、8月以降の利上げをほぼ織り込んだ水準とみている。次にフォワード・レートでマーケットの金利観を点検しておきたいと思う。図表2-2、(1)、ユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブであるが、足許の黒線は、前回決定会合の頃のカーブとぴったり重なっていて、ほとんど動いていない。少し細かい動きを図表2-3(1)のグラフでご覧頂くと、7月とか8月の期近などところでは、直近の黒い棒がグレーの棒でお示した前回会合に比べやや低下している。これは、恐らく7月の利上げの警戒感が後退したことを反映しているとみている。それから、(2)のグラフがインターミーティング取引から抽出される今後の各決定会合での利上げ確率である。前回の決定会合の時に、先行き1年分の会合日程を公表したが、これに沿っていわゆるインターミーティング取引というのが、段々できようになってきていると聞いている。そうしたところから抽出される利上げ確率であるが、0.25%利上げが行われる確率は、8月会合については8割弱——正確な数字を先程みたが75%位であったが——である。一方7月の利上げ確率は10%程度と低くなっているが、市場は、今回の決定会合については採決の行方についても注目しているようである。以上申し上げたような指標からみると、現在のマーケットの標準的な金利観というのは、8月以降の利上げの後、年度末に掛けてもう1回の利上げ、そういったところになるかなと思っている。

続いて、長期金利である。図表2-4、長期金利の推移のグラフにあるように、6月の下旬に掛けて大きく上昇した後は、総じてレンジ内の動きになっている。10年債の足許であるが、昨日までは1.9%台半ばで推移をしていたが、昨日米国の海外時間で米国金利が大幅に下げているので、今日は1.9%辺りまで低下してきている。ただ、利上げ観測もあるので、それ以上なかなか低下はしにくいと聞いている。それから、イールド・カーブの変化幅を図表2-5(1)のグラフでご覧頂くと、これも直近を示す黒い太線が前回会合時のイールド・カーブとぴったりと重なっており、動いていない。ただ、今申し上げたように今朝方、全般に金利が低下しているの

で、今のイールド・カーブの水準というのは、これより少し下へシフトしている姿になっているはずである。図表 2-6、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、短期金利・金融政策に対する注目度が引き続き高くなっているほか、ここへきて海外金利についても注目が集まるようになってきている。(2) のグラフで変動要因の要因別の動きをご覧頂くと、物価を含めて、ほとんどの要因が利回りの上昇要因として捉えられているようである。

次に、クレジット市場である。図表 2-7 (1) のグラフで、社債流通利回りの対国債スプレッドについてご覧頂くと、A 格であるとか A a 格のような高格付け銘柄のスプレッドはほとんど動いていない。これに対して、B a a 格のスプレッドは足許やや拡大をしている。統計作成上、銘柄入替えの影響が出ているので、やや誇張されてスプレッドが広がっているのだが、この要因を除いても、6 月下旬以降はややスプレッドが拡大をしているようである。結局ベア・スターン傘下のヘッジファンドの問題を契機にしたアメリカのクレジット市場の調整が、極く極く限定的ではあるが、日本の格付けが相対的に低い銘柄に波及しているとみることができると思う。一方、(2) のグラフも同じようなことなのであるが、CDS のプレミアムインデックス指標をみると、欧米ではプレミアムが上昇している。一方、日本の CDS 市場は、多少上昇しているが、今のところほとんど影響は出していない。このように海外のクレジット市場の調整については、その日本の市場への影響は今のところ極く極く限定された範囲にとどまっているが、昨日の S & P によるモーゲージ証券格付けの見直しを契機に、再びアメリカのクレジット市場で新たな調整が生じているので、日本の市場への影響というのは、今後よくみていく必要があると思っている。

次に株式市場である。図表 2-8 (1) のグラフで右側の拡大図でシャドーを付したのが、前回決定会合以降の動きである。基本的にアメリカの株価につられて変動を繰り返しているという姿である。この間、円安基調であったということもあるので、基本的な企業業績に対する期待はある。それから景気指標についても、特に今週月曜日に本邦機械受注の数字が予想

比上振れたということもあったので、日経平均は、このグラフにあるように一旦は、引値ベースで年初来高値を更新した訳である。そういう意味で地合いは悪くはないのだが、しかし本日は、昨日の米国株価下落の影響で、1万8,000円付近まで下落している。ただ、マーケットの状況を見ると、売りが朝方一巡した後は、個人の押し目買い等も入ってきているようである。従って、投げ売りの反応はみられていないようである。勿論、慎重な見方はあるのだが、パニッキーな売りということではないという状況である。こういう株価の動きを左右しているのは、やはり外国人投資家である。図表2-9の主体別売買動向の表で、外国人の欄をご覧頂くと、6月も1.1兆円の買い越しになっている。これで2007年の上期の数字が出揃ったのだが、1~3月、4~6月の買い越し額を足して頂くと約6.5兆円位になる。2006年中の買い越し額が5.5兆円であるから、既にこれを凌ぐ金額である。それだけではなく、さらにその1年前、2005年中は10兆円の買い越しだったのだが、このペースよりも足許の流入ペースは速い、かなり急ピッチなものであることが確認できるかと思う。一方、国内投資家に目を転じると、こここのところ信託の売りが嵩んでいるのが、結構目立つという感じである。背景の一つとしては、郵政公社が言われている。つまり、郵政公社が運用の委託を解消しているのではないかということが、市場参加者の間で指摘されているところである。もう一つの主体である個人は、ずっと売り越し超の傾向が続いているのだが、6月は-1,821億円ということで、売り越し幅は多少縮小してきている。個人投資家は新興市場の主役なのであるが、その新興市場の株価は、グラフにあるように、このところやや持ち直し傾向にある。背景を見ると、決算が一巡して、いわゆる企業会計不信が多少薄らいでいるようである。それから大型株の方がこのところ上がってきているので、新興市場株価に相対的に割安感が出ているということも背景かと思う。一方、J-REITであるが、このところ指数の下落が続いている。これまで上昇ピッチが早かった分、利食いによる調整が深くなっているとも考えられる。長期金利の上昇の影響もあると思われる。あと、計数面で確認を待つ必要があるのだが、海外投資家に結構振

られているのではないかと類推される。REITは不動産関連ということでもあり、米国市場の影響を受けやすい面があるので、これはもう少しよくみていく必要があると思っている。

次に、図表2-10で為替相場の動きであるが、為替相場を動かす要因については、少し単純化をして整理すると幾つかの構図があると思う。一つは、金利差ストーリー対グローバル投資家のリスク・アペタイトという構図である。今申し上げた構図で、まず金利差の面から言うと低金利の円が売られて、リスク・アペタイトの点から言うとサブプライム問題の懸念が残る米ドルが売られるという姿になる。であるから、こういう構図の中では、ファンダメンタルズが良好で利上げ期待もあるユーロが主要通貨の中では一番強くなる。実際、(1)のグラフでご覧頂くと、グレーの線がユーロ/ドルの相場なのだが、多少長い目でみるとユーロは対ドルで上昇傾向を続けていて、足許は最高値圏の1.37ドルというところまできている。その狭間にドルと円があるということなのだが、ドルと円は言ってみれば、弱さを競っているということになるろうかと思う。今年の春先以降の動きを少し振り返ってみると、この時期は金利差ストーリーが支配的であったので、ドル/円相場も、それからユーロ/円相場もトレンドとしては円安基調であった。これに伴って、(2)のグラフにあるように円の名目実効為替相場も、振れはあるのだがずるずると低下をしてきたところである。ただ、6月以降は、今度はリスク・アペタイトという点からみると、グローバル投資家のリスク・アペタイトの収縮を連想させるような幾つかのイベントがあり、その度に円高に振れる局面があった。この点を図表2-11(1)のグラフに沿ってみたいと思う。最初のエピソードは、今年の5月末から6月初のアメリカの株価下落である。この時は、一旦キャリーポジションが巻き戻されて120円台の円高になった。ただ、長続きせずに、金利差ストーリーに基づく円売りの流れに押し戻されたということである。2回目が6月下旬で、ベア・スターンズの傘下のヘッジファンドの問題に端を発して、アメリカの金利が低下した局面で、この時も一時的に122円台まで円高に振れた。だが、この時も長続きせずに、また円安の方向に押

し戻された。3回目、これが昨日からの動きであるが、先程若干申し上げたが、米国時間に、サブプライムモーゲージ証券の格付けを格下げ方向で見直すということから、アメリカの株が下落して、これに伴って円キャリーポジションが巻き戻され、円は一挙に2円位上昇し、121円台にまで円高が進んだ。このように、円とドルの間では、円高に振れかけては、円安方向に押し戻されるというパターンを繰り返していた訳である。言ってみれば、弱い者同士でおしくら饅頭をしていたということだと思う。円は、ドルに対しては今のような動きをしているのだが、他の通貨に対しては総じて弱いという状況である。例えば、ユーロ/円相場はほぼ一貫してユーロ高・円安が進んできている。ただ、昨日の海外時間は、キャリーの巻き戻しから、若干円高には戻っているのだが、それでもユーロ/円は、既往最高値圏の167円台で推移をしている。円とユーロ以外の主要通貨の関係を図表2-12でご覧頂く。(1)のグラフにあるように、前回の決定会合以降も金利の低い円が売られて、高金利通貨が買われるという、キャリートレードの構図は基本的に変わっていない。(2)でドル/円のボラティリティをご覧頂くと、6月の下旬に掛けて一時的に上昇したが、長続きはしないで反落している。ただ、このグラフには反映されていないのだが、その後、昨日の海外時間にまた少し上がっており、不安定な面が残っている。その中で、円売りの流れの強さをどうみるかということなのだが、これを考える時に浮かび上がってくるのが、もう一つの構図である。それは、個人投資家対ヘッジファンド等の大口投資家、小口対大口という構図である。まず、個人投資家の動きについて、図表2-13でご覧頂きたいと思う。前回決定会合の時に、円キャリーの流れが一挙に円安を進める勢いはないのではないか、というような趣旨のことを申し上げたと思うのだが、結局その後の動きをみると、一挙に円安が進むだけの勢いはないのだが、個人投資家の円売りの圧力というのは、予想以上に強いなというのが率直なところである。特にこの証拠金取引である。個人投資家は相変わらず逆張りの姿勢を維持していて、外貨が対円で下落した局面で押し目を拾ってくるということをしているのだが、押し目の水準が徐々に切り上がってい

るような感じがする。例えば、ドル／円であれば、以前は121円で円高に戻ったところで外貨を買っていたのが、今は、122円台でも買いに入ってくるというような具合である。加えて、資料でお示ししている4枚のグラフから明らかなように、円ショート・ポジションは、多くの通貨で拡大してきている。一部証拠金業者が手数料を無料にしたことも新規資金の流入を誘発しているようである。こうした証拠金取引における活発な個人の投資姿勢が、クロス円相場の底堅さを演出していると思う。今回はどうかということなのだが、昨日円高が進んでいて、今朝方の動きをみると、相応に個人投資家の金が、各種通貨に入ってきているようである。これが小口の動きであるが、こうした個人投資家の投資姿勢がファンド等の大口投資家のポジション形成にも影響しているようである。つまり、個人が底値を買ってくれる限り、円高に振れても歯止めが掛かりやすいだろうということで、ファンド筋としては円安にベットしやすくなっていると考えられる。実際に図表2-14、(1-1)のIMMの投機筋の円ショート・ポジションをご覧頂くと、6月末に既往ピークに達した後、高水準を保っている。ただ今日は円高に少し戻っているので、多少巻き戻しが進んでいるのではないかと思う。いずれにしても、このように円ショート・ポジションの水準が高いということで、大口の投資家の間には、円安行き過ぎの警戒感も相応に広がってきている。それが、(2)のリスクリバーサルで、ドル・プット・オーバー幅がかなり深いところにきているところにも現われていると思う。従って、昨日も、そういった警戒感があるからこそポジションが巻き戻されたということだと思う。いずれにしてもファンドのような多くの市場参加者の間には、高所恐怖症的な円安行き過ぎ警戒感があって、ちょうど昨日のように、材料さえあればショート・ポジションを巻き戻そうとする動きがある。一方、個人の投資家においては、先程申し上げたように外貨の買い意欲が一段と旺盛になってきており、そうしたコントラストがはっきりしているのが足許の特徴であると思う。こうしたせめぎ合いにおいては、先程みたように、これまでは個人の円売りが優勢を保ってきたのだが、昨日来の帰趨がどうなるかということについては、

もう少し見極めていく必要があると思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問、ご意見あれば。

水野委員

では、一つだけ宜しいか。中曾金融市場局長はB I Sで
と話してきておられるが、円安あるいは円キャリーについての問題意識というのは、少しトーンが変わってきているのか、あるいは相変わらずなのか、どのような扱いをされているのか。特にスイスがファンディングカレンシーから少し変わってくるという方向性を出してきているのか。

中曾金融市場局長

では、必ずしも出されていなかった。現状の認識としては、日本については、やはり個人の投資家の円売りが相変わらず強いということが、円キャリーの一つの基本的な背景として認識され続けているということで、そういう意味ではあまり議論の変化はない。この間、スイスは、おっしゃられたように利上げをしているが、
からの背景説明では、彼らとしては、やはりスイスフラン安は中長期的にはやはりインフレ圧力というものに結びついていきかねないという問題意識があったということである。

水野委員

やはり、ホームバイアスが減ってきたということがベースにあり、また、証拠金のお話が今日もあったが、個人の投資があつて、この辺りの変化については大分理解は進んできたと思っているのだが、そういう見方で宜しいか。

中曽金融市場局長

そういう理解は進んでいると思う。おっしゃったように、ずっと強かったホームバイアスにコレクションが入っているという構造的な面もあるし、これはある意味では自然なことでもあるが、個人投資家が行っているような円キャリーはおかしなものであるというような一方的な認識は中央銀行のサークルではない。

水野委員

分かった。

福井議長

他に宜しいか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

それでは、海外経済情勢である。堀井理事と出沢国際局長からお願いする。

出沢国際局長

お手許の資料のうち資料-3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。まず図表1、米国の主要経済指標である。順を追って簡単に説明した後、今話題になっている金融市場のことについても触れたいと思う。1. 実質GDPであるが、第1四半期は先日最終推計が出て、若干のリバイスがあったが、以前の暫定推計値とほとんど変わっていないので、特にリファーしない。問題は第2四半期であるが、今月27日に発表が予定されている。これについては、第1四半期が少し低かったことの反動もあり、やや高めの数字が市場では噂されている。3%前後になるのではないかというのが、ブルームバーグ辺りで流れている数字である。2行目以下であるが、実質可処分所得の5月は4月に続いて前月比マイナスになっている。名目でみ

ると引き続きプラスなのだが、ガソリン価格等の上昇がデフレーターとして効いて、実質ベースではマイナスになるということである。4月、5月合わせた第2四半期でみても前期比 -0.3% ということである。これを受けて消費の面にも影響が出ていて、3. 実質個人消費の5月は前月比若干の増加であるが、その増加幅は小さいという評価ができると思う。4月、5月併せた第2四半期の前期比が 0.3% 増であり、これまで前期比 1% で伸びてきた動きと比べると、増勢鈍化という姿になっている。個別のアイテムであるが、自動車について6月の数字が出ていて、1,559万台である。これは速報であり、この後若干増加するが、それを加味してもやや売上は伸び悩んでいるという姿である。消費者コンフィデンスの6月も103.9ということで、これまでのレベルと比べると下がっている。こういうところから推しても、4~6月、第2四半期の個人消費は、伸び率の高かった1~3月対比では減速となる可能性が高いとみられる。8. 住宅着工であるが、3か月連続でプラスできた後、5月は前月比 -2.1% とマイナスである。月々の振れを均すために、4、5月併せた前期比でみると、ご覧のとおり前期比 $+2.0\%$ である。最終的に6月を入れてプラスに残るかどうかわからないところがあるが、いずれにしてもこれまでの減少幅は、確実に縮小している。ただし、ここには出ていないが、新築住宅の一戸建ての5月末在庫率は7.1か月と依然高い水準である。それから、業界のマインドをサーベイした指標も悪化を続けており、住宅市場の調整が当面続くという状況に変化はない。次に企業の方である。9. 非国防資本財受注（除く航空機）は、2か月連続増加した後、5月は前月比 -2.1% 減少しているが、4~5月平均でみると前期比 $+3.1\%$ となっている。その他、この後申し上げる企業のマインドや収益状況から推しても、設備投資に関しては、ダウンサイドのリスクは依然あるが、これまで申し上げたような、緩やかな増加基調は崩れていないという見方に変更はない。ISMについては、製造業、非製造業とも6月まで数字が出ているが、いずれも改善しているというか、強い数字である。鉱工業生産は横這いであるが、4~5月平均でみると前期比 $+0.5\%$ と増加している姿になっている。要すれば、非製造業の生産活

動が堅調を維持する中で、製造業の在庫調整の進捗を受けて、生産は上向きつつあるという状況かと思う。このような経済動向を映じた雇用者数であるが、6月の雇用者数、前月比は+13万2,000人と5月に比べると増加幅は縮小している。ただ、今回の発表で4月、5月と計数が上方修正されていて、そういうものを加えて、4~6月を均してみると、資料にもあるとおり、第2四半期の月間の平均増加幅は14万8,000人と、第1四半期の14万2,000人並の増加ペースを維持している。大きくみれば増勢は鈍化とみている訳であるが、その増勢鈍化の流れは緩やかというのが、取り敢えず6月までの数字から言えると思う。続いて失業率であるが、ご覧のとおり4.5%で低水準横這いである。ここに出ていないが、時間当たり賃金の上昇率も引き続き高止まりしていて、労働需給は依然としてタイトである。次に物価であるが、エネルギー価格、ガソリン価格等が上昇しているので、CPIはご覧のとおり総合のところでは前月比+0.7%、前年比でも+2.7%と結構高いが、コアのところは、前月比+0.1%、前年比でも+2.2%と緩やかながらもその伸び率は低下方向にある。ただし、先程申し上げたように、労働需給のタイト化を考えると、コアインフレの圧力が後退したというのは時期尚早かと思っている。以上を纏めると、米国経済全体では大きな変化はない。個別にみると、消費はようやく減速した格好になってきた。CPIは足許は落ち着いている。製造業の生産・在庫循環は好転しつつ、労働市場のタイト化は払拭されていないということかと思う。

ここで、図表4-1、欧米の金融市況をご覧頂きたい。米国のサブプライム問題を巡る一連の金融市場の動きを整理したいと思う。(1)のグラフにはサブプライムをアセットバックにした証券のインデックスを並べてある。いつそのような証券を組成したかで、3本のグラフに分かれているが、バックとなるアセットのオリジネーションの期間が一番新しいのが今年1月組成で、それから昨年7月、昨年1月というシリーズがある。すなわち、半年前までに組成されたものが翌月のタイミングで計上されているものである。新しいところ程、モーゲージローンが割合安直に作られたということで、その傷みが目立っている訳であるが、今年の2月にこの

サブプライム問題が注目を浴びた時、そういうイベントが起きた時に、価格は下がったが——この目盛は、逆目盛にしているのです、上の方にいくと価格が下がる——、その後やや落ち着いて、その水準で横這いであった。それが今回のイベントでもう一度低下し始めた。その水準でみると2月の時よりも悪化している。特に、若いもの程その悪化幅は大きい、悪化している水準は高いということである。こういうことがきっかけになって、モーゲージローン、サブプライムローンにかかわらず、一般的なクレジットに対してどういう影響が出ているかというのが、(2) クレジット・デフォルト・スワップを指数化したものである。その中では、やはり低格付けのところ、この1か月間、(1)のABXの動きにつられる形で悪化している。これはスプレッドで表しているのです、上にいくとスプレッドが開いて悪化するという方向である。一方、高格付けも書いてあるが、これも悪化したと言えば悪化しているが、水準自体はこの程度ということで、やはり悪いところに注目したマーケットの動きということが、今のところは言えると思う。それからさらにマーケットを広げて、コーポレート・ボンドのガバメント・ボンドと比べたスプレッドをみると、これも格付けの低いところは勿論、緩やかに悪化しているが、格付けが上がる程落ち着いた動き、あるいは、低水準ペースである。これが、今回のサブプライムローンというか、ベア・スターンズのヘッジファンドで損失が発生したということで一斉の見直しが行われて、色々動いたことの意味合いであるが、先程金融市場局長からも説明があったかと思うが、今までそういうようなコラテライズド・デット・オブリゲーション——担保付債務証券——というある種新しい商品にどういう値段を付けることが適当なのかということを探しながらも、全般的に景気動向が良く、それからマーケットでも問題ないという中でできたのだが、ここで改めてサブプライムローンという一部の債務の問題を契機にCDOの全般的な値付けについてのレビューがS&P、ムーディーズから始まったということである。S&P、ムーディーズは、ある種、金融システムのインフラストラクチャーであるから、そこがいい加減なことでは全体に響くということで、早速レビューに入っ

たということで、その動きは正当であろう。ただ今回のレビューは、モデルそのものをもう一度見直すということであって、それがどういう結果になるのか。今もそうであるが、格付けのモデルというのは、ブラックボックスになっているので、ユーザーというかマーケットからみえない部分がある。であるから、今回のレビューの結果でどうなるかというところに非常にアンサーンティーが出てきて、昨日からマーケットが少し動いている。近日中には色々アウトカムが出てくるので、それをマーケットが消化していけば、それなりに落ち着いたところに行くと思うのだが、現時点では要注意である。インフラストラクチャーのオーバーオール的な見直しであるから、結構影響力が大きいかもしれない。既存のモデルの中の説明変数が上がった、下がったという変動であれば、その結果はある程度読めるのだが、ブラックボックスの仕組み自身を見直すということであり、多くの人には分からない。内部の人にしか分からないということである。

アメリカの長期金利の動きである。図表4-2、(1) 欧米の長期金利(10年物)のグラフで太線がアメリカであるが、前回のMPM以降、前半はサブプライム問題に端を発して、フライト・トゥ・クオリティというか、国債の方にお金が動いたということで長期金利が低下した。あるいは、コアインフレの計数も、先行きインフレが落ち着くという見方の材料になったので、下げ続けたが、その後今月に入って、雇用統計等が強かったので、景気の強さが注目されて、また長期金利が上がった。今週に入って、改めて格付け問題というか、根っこの深いところでサブプライム問題がスポットライトを浴びて、フライト・トゥ・クオリティの動きで、国債の方にお金が動いて長期金利は低下と、このような動きになっている。欧州の方は、基本的に材料的にはアメリカとパラレルであるが、ただアンダーライニングのところとして、ヨーロッパのマーケットでは、短期金利、政策金利の先行き上昇が見込まれているので、それがアメリカの金利よりも全般的に上に押し上げている感じがある。(3)のユーロドル先物金利(3ヵ月物)であるが、Fedの政策金利がどういう具合に変化していくかということに対するマーケットの読みをグラフにしたものである。一番下の薄い線が

5月16日段階でのイーールドで、点線が前回MPMのタイミングの6月14日のものである。その時には、Fedのレートの先安感はある程度払拭されたと言われていたが、それが直近7月10日時点を見ると、太線のとおり、また先の方では下がるかなという雰囲気はやや出てきている。以上がアメリカにおける金融市場の動きである。

次に、図表2-1のユーロである。ユーロエリアについて一言で言えば、アメリカ同様、実体経済に大きな変化はない。引き続き順調に拡大しているということである。3.小売売上数量は、5月は少し弱い数字になっている。天候要因が大きいと言われていて、ドイツ、フランス辺りで衣料品の売上が落ちているということが響いている。5.消費者コンフィデンスの6月であるが、緩の範囲であると思うが、今までの改善が少し止まったところがある。ただ、私共の判断としては、改善基調は続いているということである。それから、もう一つのドライビング・フォースである輸出であるが、ユーロ全体の輸出は、4月までであるが、ご覧のとおりしっかりした数字かと思う。それから先行指標としてドイツの受注動向であるが、5月の数字まで伸びているが、傾向は同じで、ユーロ高にもかかわらず輸出はしっかりしているということである。12.失業率は、景気全体、消費全体の支えになる指標であるが、ご覧のとおり、既往ボトムをさらに更新し、5月はユーロ全体では7.0%という水準である。物価であるが、総合もコアも1.9%と、2%の運用レファレンスよりも下のところで推移している。ユーロにおいては、エネルギー価格の値上げに関しては、ガソリンの部分は影響はなかった——アメリカのガソリン高というのは、一部政策サイドの問題がある——ということと、あと前年比との坂の関係でユーロにおいては、エネルギー高の影響は出ていない。ユーロではないが、イギリスでは、電力、ガスの値段が今年の4月から下がっている話は、今まで申し上げたと思う。そういう影響で、非常に落ち着いた動きになっている。図表2-2の英国であるが、発表されている数字というのは、英国の経済が引き続き拡大しているという姿を現している。懸念されている住宅価格も引き続き強い数字が出ている。

欧米は以上であり、次に図表3-1、アジアである。1. 中国で新たに出て
いる計数はシャドーの部分であるが、生産、設備投資、輸出、いずれも今
までの高い伸び率が続いている。輸出であるが、報道されているように、
7月1日から輸出に関わる税制面の優遇を減らす、あるいは廃止するとい
うことで輸出を抑制する施策が打出されている。今までそういう施策が打
出されると必ず駆け込みがあった訳であるが、今回は施策の発表が6月の
後半で駆け込む余地がなかったということのようで、6月の計数に特に駆
け込みの姿はみえていない。また、この施策そのものの効果であるが、今
までの施策をみてもそうであるが、あまり効かないだろうというのがマー
ケットの大方の見方である。中国の株式であるが、表にはないが、引き続
き高値圏の動きであるが、従来よりは少し神経質というか、当局の様々な
施策、外準の運用に関わる国債発行による資金調達、マーケットのリクイ
ディティを少し減らすのではないかとということも含めて、マーケットはそ
ういった材料に反応している。ただその調整ペースというのは、この1か
月間で約7%弱であり、投資家、あるいは色んな面で変な影響は今のとこ
ろみられていない。それから、NIEs、ASEANの動向であるが、これ
も大きく言うと、今まで同様緩やかな景気拡大の姿に変化はない。物価
も落ち着いている。輸出も一応、4~6月に入って出てくる数字をみると緩
やかながら回復しているということである。ただ、中身は前回も申し上げ
たように、ITと言うよりはノンITのところ貢献しているようである。
その中には、食料、あるいは原材料に近いところの価格上昇が、これらの
国の輸出額の押し上げに寄与している感じがある。この地域の金融市場で
あるが、念のため申し上げますと、アメリカでの動きからは、それ程影響を
受けていない。昨日、今日のアジアのマーケットにおいても、それ程大き
な影響を受けていないということ、本日昼のアジア中銀との電話連絡会
で聞いている。取り敢えず、私の方からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等あればどうぞ。

須田委員

サブプライム問題に伴う格付け見直しの話であるが、ムーディーズは、かなり前にやっけていて、もう下げたというふうなニュースを聞いていたのだが、そうではないのか。S & Pがこれからということか。

出沢国際局長

通常の見直しというのは、例えばベア・スターンズにああいうことがあれば、ベア・スターンズそのものに対する格付けというか、色々見方が変わる訳である。だが、今回はもう少し構造的に、直近観測されているデリンクエンシーとかフォアクロージャーとかデフォルトとかそういうものを織り込んで格付け方程式が良いかというようなレビューをするというのが目玉である。

須田委員

CDOの格付けをしっかりとみていくと。その時に、例えば流動性がどの位あるかということまで含めてしっかりとみていこうということになるのか。

出沢国際局長

然り。コラテライズド・デット・オブリゲーションの裏にあるアセットの中で、今回サブプライムに関わる場所の価値が実際非常に下がっている訳であるから、それを反映していくと、CDO全般にも影響が出るだろうと。

西村委員

ブラックボックスということなのだが、洩れ伝わる情報で良いのだが、エクイティに関しては、これはほとんど考慮されていなかったのか、価格付けというのは。

出沢国際局長

そのように理解しているが。

須田委員

ということは、サブプライムというよりも、もっとシニアとかまで影響が出てくる可能性というのものもあるのか。

出沢国際局長

それは恐らくないと思う。今回S&Pがどういうトランシェをレビューの対象にするかというのを発表しているが、その内訳をみると高格付けのところはほとんど対象になっていないということで、そこはきちっとターゲットを絞ったレビューになっている。

岩田副総裁

今の話で、他のマーケットに波及するということはないのか。例えばバレッジド・ローンの金利が上がるとか、ジャンク・ボンドの金利が上がるとか。

出沢国際局長

先週位から話題になっていると思うが、やはりそういうものに絡んだファイナンスは、従来どおり直ぐ資金が出てこないということはある。そういう案件についての格付けも格付け会社がしている訳であるが、それを信じて良いのかということで、非常に躊躇する投資家が増えてきた。そういう意味では影響が出ていると思う。ただ、それが全体としてマーケットクランチかというところ、これも気になるところではあるが、そこまで広がっていない。

岩田副総裁

住宅ローンについてはフォアクロージャーが凄く増えているのか。

出沢国際局長

足許をみると——この前も話題になったが——確かに増えている。そのレベルがどの位までいっているかであるが、かつてあったような 90 年代の前半とか、今世紀の初めのレベルまではいっていない。

岩田副総裁

貸出基準の厳格化というのがあるが、金利が上がるということにはならないのか、厳格化した結果として。

出沢国際局長

ネゴシエーションの結果として、マーケットメカニズムからいけば、どうしても借りたい人は、借入れ金利を上げてその厳格化されたクライテリアをクリアするということだと思うのだが、今起きているのはプライスへの影響より、案件の組成そのものが少し足踏みしているということである。Fed 辺りがそういった貸出の厳格化を指導し始めているので、金融機関の方がビヘイブしていて、安易に金利を上げてくれたから貸すというのではなく、案件そのものが少し足踏みしているという話が聞かれる。

西村委員

サブプライムの方に関しては、ラショニング的になっているという感じなのか。元に戻ってきているというか、昔はそうだったのであるが。

出沢国際局長

2006 年、それから 2007 年の初めもそうかもしれないが、そこが少し緩くなってしまうということに比べれば、正常な状態に戻りつつある。実際、デリンクエンシーや色々なものをみても、それ以前の 2004 年や 2005

年には、そんなに変なことは起きていないということが観測されるので、ラショニング、割り当てと呼ぶかどうかというのは別として、ある種、貸出の態度が正常化するということである。

須田委員

少し話は変わるが、アメリカの消費について、その落ち方というのは、想定どおりなのか。それよりも落ち方が大きいと考えられるのか。

出沢国際局長

私共自身の見方に比べれば、想定どおりで、ようやくロジックどおりに動いているかなという感じがある。マーケットの評価もあまり違わないと思う。この程度の伸びの鈍化に対して悪い材料をみつけているということはない。

須田委員

今日の株下落の原因として、小売の収益が……。

出沢国際局長

建設と小売が、昨日のニューヨークで下げの材料になったと思うが、個別の銘柄一つ二つについての話である。4～6月の収益が7月の後半に発表されてくると思うので、我々としてはそこでアグリゲートしたものをみたいと思っている。小売業の収益に全般的に大きく響く程の消費の伸びの鈍化とは、まだみていない。自動車が引き続き少し弱いのは心配ではあるが。

西村委員

自動車は、GMとかがフリートセールスを止めたというのが凄く効いている。

出沢国際局長

然り。1～3月から起きたと思うのだが、やはり価格交渉の有利化を図ってだと思ふ。あの時、設備投資が弱くなったのは、実はこの要因もあるのかなと私は個人的に思っている。法人サイドの自動車の購入が設備投資にカウントされる分もあるのだが、ディーラーが止まってしまった訳である。それで、その後、価格交渉力が戻って、それが物価に跳ねている部分もあるのだが。やはりエネルギー問題、ガソリン価格の上昇もあり、アメ車を中心に売上が弱い、その中で日本車は引き続き堅調だと聞いている。

須田委員

自動車のローンの延滞率も増えていることについては、大したことはないというふうに捉えているのか。

出沢国際局長

アメリカン・バンカーズ・アソシエーションが出した数字、またFedが出しているコンシューマーに関するところも一応みているが、足許は色々な意味でみんな引っ張られている面はあると思う。ただ、その水準を一つ前の景気サイクルと比較して色々みると、それ程ひどい状況ではない、自動車のローンも、それからクレジットカードも含めて。

岩田副総裁

もう一点、アメリカの雇用であるが、思ったよりも強い姿なので、労働投入は第2四半期は伸びる、年率で3%以上になるという話もある。もしそうだとすると生産性の方は前期比マイナスになるということは有り得るのか。

出沢国際局長

私共で計算したものはないのだが、ロジックから言えば、そういうことにならないとつじつまは合わない。ただ、ご案内のとおり27日にベース

になるGDPの改訂があり、これでまた新しいロジックを組み立てる必要があるので、今の段階では…。

岩田副総裁

GDPと一緒に雇用の方も改訂になるのか。

出沢国際局長

同時ではないと思うが、生産性を計算していく時に、GDPのところに関係する。

水野委員

前期比で2.3%である、4～6月の総労働時間でみると。従って、3%であればまだつじつまは合う。マイナスということはない。3%～4%とかいう数字である、市場の予想では。因みに1～3月が1.1%であるので、多少伸びている。

西村委員

これは統計の綾なのかもしれないが、中国の6月の輸入が落ちているが、これはあまり意味はないのか。

出沢国際局長

オリジナルな情報はない。あとは考え方だけになるのだが、もし設備投資が本当に抑制されているのであれば、それと平行に輸入も弱くなるところがあるだろうということである。これは6月単月の数字であるが、第1四半期、第2四半期のところをご覧頂くと、両方とも18.2%という伸び率である。であるから、貿易統計に時々あるマンスリーでの入り繰りもあるかと思っており、もう少し先をみていく必要がある。

中村委員

アメリカの個人消費が悪いというのは、やはりガソリン価格の値上がりのインパクトがかなり大きい訳であるか。

出沢国際局長

言われているのは、一つにはそれである。やはり、キャッシュベースで、ガソリン代を支払った残りで消費するということになるので、所得の実質化の面から、消費への下押しの圧力が掛かっている。

須田委員

アメリカの消費関連で、家計の貯蓄率のマイナスが拡大しているということを、全体の流れの中でどのように捉えるのか。もし資産価格が今どちらかといえばマイナスと考えるのであれば、貯蓄が…。

出沢国際局長

理屈としては、株価が足許では下がっているが、1か月あるいは四半期で見れば、ずっと上がっているので、そちらの資産効果というのが、住宅価格の負の資産効果を打ち消してマイナスのセービング・レシオ拡大ということをサポートしているという理屈になるのだが。

須田委員

以前から住宅の方の負の資産効果の方が大きいと言われてきているので、そこの関係でみるとこのマイナスの貯蓄率が拡大していくことは、凄く居心地が悪いのだが。アメリカ人だからこんなものだと思えば良いのか、それともやはりここはいつか修正が入るのか。

出沢国際局長

資産効果を考える際に、イメージとしての、実現していない物について、どう回路を変えていくかという面と、実際に資産価格が上がって、その中

で売買をして実現した益をどう使うかというのがあると思う。株の上昇というのは、後者に寄与する面がある。前者の場合は、家売って、実損して何かの借金を返して、キャッシュが減ったということになれば、影響は大きいけど、含み損のままできている面が多いとなると、然程ではないのではないかと。同じ資産効果でも、少しネイチャーの違いがあると思っており、プラスマイナス相殺した時に多分株価上昇のプラスが残っているのではないかなと考える。

西村委員

この間、ニューヨークに行った時にその話になったのだが、資産効果のアシンメトリーの話が最近非常に流行っているという大変だが、そういうことを言う人が多い。特に過去のデータからデストリビュート・ラグをみると、ラグがどんどんどんどん長くなっていっているということである、効果そのものが。

出沢国際局長

上げ相場と下げ相場と……。

西村委員

下がる方の、住宅の場合である。

須田委員

下がる方が……。

西村委員

今私が言ったのは、住宅の方である。上がる方に関しては、極めて早く反応するが、下がる方に関してはなかなか反応しないということである、よく分からないが。

野田委員

過去、資産価格がずっと上がってきている一方で、下がってきた部分というのは、かなり一部の、限界的なものである。株価については今ご説明があったようなことなのだが、過去のストックをみると、やはりまだ相当余裕を持っているということが色んなところに現われているのではないかと思う。今のご説明にも整合的である。

須田委員

しかし、住宅が今までと同じような形で上昇するということを見込んでいる可能性がある。実績としては下がっていないにしても、想定していたよりも上がらないという可能性がある。

西村委員

行動経済学的に言えば、一旦下がったものは、また上がると思うので、結局その間、我慢して持ってしまうということがあり得る。そうすると今は然程大きくなくても、先で影響がかなり強く出てくるということを心配する人は沢山いる。

岩田副総裁

住宅価格はOFHEOでみると3%か4%まだ上がっている。一方、ケース・シラーだと2%下がっているのだが、ケース・シラーは20大都市とか10大都市とか少し地域限定的なので。であるから、住宅資産が本当に目減りしているのかどうか……。

須田委員

それを予想との対比でみるということである。これを買ったらこれだけ儲かると思っていたということを考えると、やはり影響を受けているのではないかなと思う。

岩田副総裁

普通は予想比では計っていないのではないか。

須田委員

人の行動であるから、分からないが。

野田委員

資産効果という意味では、やはり過去のストックの部分もあって、今、岩田副総裁がおっしゃったように、昨年水準もまだ保っているから、その前から比べると相当高いところにまだあるという意識は、恐らく普通の人は持っているということである、資産という意味では。我々がそうであるように。

水野委員

新築と中古の在庫をみると、明らかに中古の方が大きい。新築は値段を下げて業者が売ればそれで終わりであるが……。

野田委員

5倍程違うか。

水野委員

マーケットのサイズが全然違うので。

岩田副総裁

これから先出てくるというのは、まさにそうだと思うのだが、これからまだ下がると私は思うので、住宅価格は。

西村委員

OFHEOとケース・シラーは、サンプルが少し違うので、OFHEO

の方が例のファニーメイとかを受けなければならないので、価格帯の幅が限られている。ケース・シラーは、価格帯の両側というか、高価格帯を持っていて、高い方が下がっているというのはケース・シラーの方なので、O F H E Oの方でみるとあまり下がっていないということは、いわば一番コアになる価格帯の部分は、あまり下がっていないと、そういうふうを考えて良いのではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。ここでコーヒーブレイクを取る。15時15分から再開する。

(15時03分中断、15時15分再開)

福井議長

宜しいか。会議を続ける。

3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

福井議長

国内経済情勢について、門間調査統計局長から願います。

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。途中で一回だけ、本日お配りした資料-4 (追加図表) をご覧頂く。それでは、まず (参考計表) の図表 1、短観の業況判断からご説明する。先般の6月短観であるが、ご覧のように大企業は製造業、非製造業とも、いずれも横這いである。中小企業については、製造業、非製造業とも幾分悪化しているが、米国経済の減速や原材料価格の上昇、I T関連の在庫調整等、足を引っ張る要因がそれなりにあったことを考えれば、企業部門の腰の強さが改めて確認されたということかと思う。D Iは、大企業を中心

に高い水準での動きでもあり、総じて良好な業況感が維持されているという評価が妥当だと考える。以上が業況判断であるが、次に個別の需要項目についてみていきたい。まず公共投資を確認して頂くために、図表3のグラフをご覧頂きたい。以前に比べると、減少のペースが緩やかになってきているので、ある程度の期間減らないということも起こりやすくなってきているため、(1)の細い実線、これはGDP推計の基になる公共工事出来高であるが、これをご覧頂くと昨年中央位から足許まで、ほとんど横這いである。ただし、やや長い目でみれば、国、地方とも厳しい財政状況の下で引き続き減少基調にあるという認識で良いと考えられる。

次に輸出入関連の指標を申し上げる。図表5(1)で、実質輸出は太い実線であるが、4月の段階では右端がもう少し下の方へはつきりと落ちていたが、5月は単月で4月対比増加したので、4~5月でみると、1~3月対比で-1.0%と小幅の減少にとどまっている。この程度の減少であれば、1~3月にかなり増加した反動の十分範囲内であるので、増加基調にあるという判断が極く自然にできると思う。細い実線の実質輸入も5月単月ではかなり増加したので、前月段階では右端ががくっと下方に折れていたが、これで素直に横這いという判断ができると思う。図表6の内訳をご覧頂きたいのだが、実質輸出は、今申し上げたように5月単月は増加しているが、これまで弱かったアメリカ向けは5月もあまり回復していない。4~5月でみると-4.5%と、米国向けは引き続きなお大きなマイナスである。EU向けが+1.6%で、一方、東アジア向けについては-1.8%であるが、これは1~3月に+4.3%とかなり増加した後の小幅マイナスである。そして、その他向けが1~3月も+3.1%と相変わらず強いということで、これらが米国向けの弱さを補う形になっている。(2)財別をご覧頂くと、自動車関連が5月は5.4%増加して4月の減少を取り戻し、4~5月でみれば横這い圏内まで戻しているというのが一つの特徴である。輸出の先行きについては、勿論米国経済について先行きの回復テンポ等になお不透明な面もあるが、世界経済全体として好調が維持される下、輸出は今後も増加基調を続けていくと予想される。アメリカ向けの自動車についても、日本車につ

いては、5月、6月は幾分回復気味という話も聞かれている。輸出関連は以上である。

次に国内企業部門であるが、まず図表14をご覧頂きたい。先日の短観によると、2007年度の経常利益は総じて横這いという見通しになっている。ただし、ご覧のように、とりわけ大企業は非常に高い水準での話であるうえ、さらにそのうちの製造業については想定為替レートが2007年度平均で114円台と、かなり慎重な前提を置いたうえでの見通しである。従って、上方修正の可能性を残した収益見通しであり、冒頭の高水準の業況判断と合わせて、企業部門には前向きエネルギーがしっかり蓄積されているとみることができるかと思う。設備投資関連の指標で、その点を確認していきたいと思う。図表16、〈先行指標等〉の機械受注であるが、空欄になっている5月の機械受注の数字が入った。4月の+2.2%に続き、5月の前月比は+5.9%である。内訳をみると、製造業が挽回していて、4月の-1.3%から5月は+15.2%となっている。一方、非製造業は、4月の+5.9%の後、5月は-1.8%である。この結果、4~6月については、資料上は-2.6%となっているが、5月の数字まで踏まえると+0.2%となる。当初4~6月の見通しは-11.8%という数字であって、例年4~6月は10%程度上方修正が起こるので心配ないと申し上げてきたと思うが、ほぼそのとおりになった。足許、製造業では素材業種や造船、非製造業では建設や金融保険が増加している。以上は機械受注であるが、次に図表17(1)で一致指標の資本財出荷のグラフをご覧頂くと、右端の4~5月は1~3月対比で+2.7%増加している。足許は電力向けや半導体製造装置が増加に寄与している。やや長い目でみても、緩やかな増加基調を続けていると評価できると思う。図表18(1)の機械受注は、5月の数字が入っていないので割愛する。(2)建築着工であるが、民間合計ではやはり右端の4~5月の1~3月対比が+11.4%と大幅に増加している。特に足許増えているのは、非製造業であり、中身的には物流センターや駅ビルの再開発、あるいはショッピングモール、そういったものの大型着工が足許効いている。大変振れの大きいデータであるが、基調的にはしっかりしているとみて宜しいかと思う。次

に図表 19、短観の 2007 年度設備投資計画をご覧頂きたい。(1) 製造業大企業は、2003 年度 (旧ベース) というラインと偶々ぴったり重なっているが、二つ目の四角印で示したところ、これが今回の 6 月調査でしっかりと上方修正されて、前年度比 +11.2% の高い伸びとなっている。ただ、過去 3 年間の同時期がご覧のように 15~20% という非常に高い伸びであったので、それに比べると比較的是っきりとした減速である。製造業でこの程度の減速、しかし伸びとしてはなおしっかりとしているというのは、大体イメージどおりである。(3) 非製造業大企業も昨年度に比べて伸びが低くなっている。もっとも、これは土地投資が幾分抑制的になっているということが大きい。地価が少し上がってきて値頃感が幾分後退している、あるいは、土地の手当て自体が難しくなってきたという、しばしば耳にするような状況が反映されている可能性があると思っている。しかし、GDP 統計には土地の部分は含まれないので、土地を除いてみると、非製造業大企業の今年度計画は昨年度の伸び並にしっかりとしているとは別途確認できている。それから、(2)、(4) の中小企業であるが、製造業、非製造業とも少なくとも表面上はあまりぱっとしない。ただ、(2) の製造業については、2006 年度 (新ベース) という実線の右肩が大きく上がっていることから分かるように、2006 年度が最後にかなり上方修正され、2006 年度で 25% 以上という極めて高い伸びで仕上がっている。これは、短観のサンプルの中で偶々非常に強い動きがあったということであって、全てが実勢という訳ではないと思うが、いずれにしてもこの短観の世界では、非常に強かった 2006 年度との対比で 2007 年度の伸び率が出てくるので、それが低くなるということが起きているということである。しかし、2007 年度の計画自体も絶対額を 3 月短観と比べると、ここには書いていないが、8.6% 上方修正されていて、こうしたことも踏まえると、中小企業も少なくとも製造業に関しては決して弱くはなく、減速しつつも増加基調というイメージの範囲内だと判断される。それに対して、(4) の非製造業の中小企業は、実態的にも他のセクターと比べて少し弱いことは否めないように思う。ただ、以上の短観の結果、そして先月公表された日経新聞の調査

等、他の情報と合わせて全体として評価すると、設備投資は製造業から非製造業へ徐々に重心を移しつつ、減速はするものの堅調な増加が続くという感じの評価かと思う。以上が企業部門である。

続いて家計部門である。図表20の個人消費関連の指標をご覧頂きたい。4~6月の項目については、ほとんどの指標が4月、5月分で、自動車だけ6月まで入っている。全般にスローダウンしており、例えば消費水準指数——これは実勢を正確に現しているかどうか分からない統計であるが、GDPの推計に使われるのでみておくと——の前期比は、4~5月は-0.2%と、2期連続プラスの後、少しマイナスになっている。同じくGDP推計に使われる家計消費状況指数は+0.3%と、まずまずである。自動車は、特に4~6月に限った話ではなく、相変わらず弱いという評価である。それから、販売統計であるが、商業販売統計の小売業販売額も4~5月は-0.1%と、10~12月、1~3月と比べると弱めになっている。サービス関連、旅行は一進一退で、外食は引き続き好調、そういうイメージかと思う。このように、全体としてみて、10~12月、1~3月と比べて4~5月はまいちという感じである。ただ、これを個人住民税引き上げが迫り、消費者心理が萎縮してきていることの反映とみるのは難しいと思っている。もしそうであるならば、単月でみて3月、4月、5月と段々と落ちていくということかと思うが、実際には月次をご覧頂くとおり5月は結構強い。とりわけ販売統計の5月は百貨店等がかなり強い。それが、4~5月でみると弱くなってしまうのは、4月が弱かったということと、それから実は3月が結構弱くて、そのマイナスの下駄が効いているということによる面が大きい。要は、気温が低かった3月、4月は春物がぱっとせず、一度天候が良くなると、5月は夏物の出足好調といったようなことであって、そういった天候要因プラスアルファの振れの範囲内とみるのが適切かと思う。因みに、ヒアリング情報であるが、6月の東京の百貨店は天候に恵まれたうえ、セール前倒しの効果もあって、かなり良かったと聞いている。個人住民税引き上げ等の影響がこれからも全く出てこない、今言い切るだけの自信はないが、後程申し上げる雇用、所得環境等も踏まえると、個人消費

は引き続き底堅く推移しているという見方で基本的に問題ないと思う。個人消費は以上である。

次に住宅投資である。図表 25 をご覧頂きたい。住宅については、このところ、これまでみていた程は強くないという感じが強まっている。特に5月の着工は、ご覧のように総戸数で115.5万戸と、2年半振りの低水準である。振れが大きいので単月でどうこう言うことはできないが、図表 26 (1) のグラフで基調的にみて頂いても、これまでの緩やかな増加という認識よりは、水準は高いけれども横這い圏内の動きという見方が正確だと思う。内訳をご覧頂くと、分譲は底堅い感じがするが、一頃程は伸びていないというイメージかと思う。昨年まで順調に増加してきた貸家はもう少しはっきりと一服感が出ている感じがする。また、持家であるが、これまできれいに横這いできたが、このところ幾分弱含んでいるという感じである。以上について、理由は必ずしも全て明らかではないが、先程短観の設備投資でも述べたように、値頃感のある土地が手当てしにくくなってきた中で、既にある程度高水準となっている今の着工レベルからは、さらに明確には増えていきにくいという可能性が高いように思う。業界ヒアリングによると、アパート、マンションとも大都市圏を中心に需要は底堅いということであるが、やはり開発に適した用地が不足してきている、あるいは利回りが低下する中で、REIT等からの引き合いも一頃程は旺盛でないといったような声も聞かれている。それでも、やはり雇用・所得環境の改善、なお低い金利水準、といった基本的な環境は維持されているので、住宅投資は、今後もあまり増えないかもしれないが、底堅く推移していくというイメージで宜しいかと思う。以上が住宅である。

次に生産である。図表 27 をご覧頂きたい。生産も基調的には増加という見方で全く問題ないと思っているが、足許の数字は少しもたつき気味である。5月の前月比が-0.4%と3か月連続で減少となり、4~5月の1~3月対比が-0.3%と現時点では2四半期連続での減少となっている。6月、7月の予測指数は、それぞれ+1.9%、+1.7%と心強い数字になっているが、6月分を単純に繋げても4~6月全体で+0.3%という横這い圏内の仕

上がりにしかならない。4～6月については、従来我々の想定では1%前後増えると申し上げてきたが、それについては下方修正させて頂く。こうした生産の足許のもたつきについては、主に二つのことが働いていると考えている。第一に、電子部品・デバイスの在庫調整が若干長引いていることである。ただし、これはあくまでも若干ということである。第二に、むしろこちらの方が影響が大きいのだが、振れの大きい鋼船・鉄道車両という項目と、医薬品が足許減少していて、実はこの二項目だけで4～5月の1～3月対比への寄与が-0.5%と、生産全体のマイナス幅よりも大きくなっている。今申し上げたことのうち、医薬品というのは、明日出る生産の確報までは非公表情報であるので、世の中では電子部品・デバイスの調整遅れの方だけに目がいつている感じがある。しかし、実は、こういう振れの大きい伏兵に偶々やられたという面が大きいということをご認識頂きたい。然は然りながら、電子部品・デバイスの在庫調整が続いていることも事実であって、図表30(4)でも、電子部品・デバイスについては、ご覧のように出荷在庫バランスがまだ下の方に続いている。ただ、この図でも分かるように、出荷在庫バランスがさらに悪化しているということではない。また、出荷に改善の兆しも若干であるが窺われる。短観でも、電気機械の需給判断や在庫判断はむしろ僅かに改善していた。ヒアリング情報でも、この1か月間で、電子部品関連企業の見方が悲観方向に振れているという感じは特にない。半導体や液晶の国際商品市況も既に下げ止まっていて、一部反発している。ということで、電子部品・デバイスの在庫調整は、今後着実に進み、北京オリンピック関連需要やVista搭載パソコンの回復への期待もあって、次第に生産の回復感も出てくるだろうと考えている。さらに生産全体では、(1)の図から分かるように、出荷在庫バランスは良好である。自動車も国内販売は低調であるが、輸取向けはしっかりしている。従って、生産全体としては、4～6月の仕上がりこそ振れの大きな品目の影響もあって横這い程度にとどまりそうであるが、増加基調自体に崩れはないと思っている。因みに、ヒアリング情報を総合すると、7～9月については、電子部品・デバイスが増加に転じること

や自動車は底堅く推移すること等から、今度こそ1%程度の増加になるという感触である。

次に雇用関連である。図表31で、主な指標の5月の欄をご覧頂きたい。〈職業安定業務統計〉の有効求人倍率は1.06倍と、このところ緩やかに上昇している。求人方法に関する労働局の指導の影響が一巡してきている可能性がある。〈労働力調査〉の雇用者数の前年比は+0.9%である。単月では振れが大きいので四半期でみて頂くと、1%強程度のペースでの増加が続いている。失業率は、4月に約9年振りに3%台まで低下した後、5月も引き続き3.8%であった。〈毎月勤労統計〉の常用労働者数であるが、5月は前年比+1.7%としっかりした伸び率が続いている。一方、一人当たり名目賃金は、5月も-0.6%とマイナスになっている。ただし、これは特別給与がご覧のように-19.8%と、恐らくこれも偶々大きく下振れていることによる面が大きく、所定内給与は-0.1%とこれまでに比べてマイナス幅がむしろ縮小してきている。ただし、これが所定内給与改善の兆しなのかどうか、その点については、もう少し様子を見たいと思っているし、5月の数字自体も今後確報で変わり得る。それから、特別給与は5月は落ちているが、その実勢についてはウエイトの大きい6月、7月、8月をみて判断していきたいと考えている。雇用、賃金はこういった状況である。

次に物価であるが、ここで資料-4(追加図表)をご覧頂きたい。図表16には、先程口頭でご説明した機械受注の新しい数字が入っているが、これは改めてご説明しない。図表36、物価関連指標をご覧頂きたい。本日、シャドーが掛かっている輸出物価、輸入物価、国内企業物価が公表されているが、このうち輸入物価と国内企業物価についてご説明する。輸入物価は6月もご覧のように上昇を続けている。4月、5月よりもテンポは鈍っているが、前月比+1.6%である。主たる要因は、原油価格の上昇である。これを受けて国内企業物価も6月は前月比0.1%の上昇である。4月、5月にかなり上昇しているので、累積でみた3か月前比をご覧頂くと、+1.5%とかなりの上昇幅になっている。この先であるが、輸入物価や国内企業物価は、4月、5月のペースに戻ることはないとしても、まだ2、3

か月は上昇を続ける可能性が高いと思われる。本日公表された6月の数字のベースになっている原油の輸入価格は65.8ドルであるが、足許の原油市況は、昨日ドバイで69.5ドルまで上がっている。その価格プラス2~3ドルの水準が大体その1か月後の輸入価格になるので、8月頃の原油価格は70ドル前後、ないしそれを若干上回るということもありそうである。従って、国内企業物価は3か月前比でみて、これまでのペース程ではないにせよ、夏から秋口に掛けて上がり続ける可能性が高いと取り敢えずみている。国内企業物価は以上である。資料-4(参考計表)へ戻って頂いて、図表43、企業向けサービス価格であるが、前年比プラス圏での動きが徐々にはっきりしてきている。ヘッドラインの+1.4%という数字であるが、これは海運市況や円安による面が大きいので海外要因を除いたベースでご覧頂くと、5月は+0.3%ということである。下のグラフでみると、細い実線がじりじりとプラス圏内で推移しているという感じである。4月に諸サービスが上がっているのが特徴である。簡単であるが、企業向けサービス価格は以上で、次に消費者物価について、図表44をご覧頂きたい。5月は前年比-0.1%と、4月と変わらずである。財とサービスに分解すると、(2)の財がマイナスを続けている。足許、食料工業製品に入っているジュースやコーヒー豆や、その他財に入っているトイレットペーパーや洗濯洗剤は、よく言われているように上がっているのだが、実は寄与にするとグラフ上では確認できない位にしかないということである。結局、耐久消費財が構造的にマイナスであり、それを昨年末まで打ち消してくれていたガソリン等の石油製品の寄与がこのところほとんどないため、トータルではマイナスがなかなか消えないという構図になっている。(3)のサービスも、外食は上がっているが家賃がマイナスのままである。他のサービスは足許の寄与がほぼゼロであるので、グラフ上ではみえないが、なぜゼロになっているかと言うと、教育関連サービス等が上がっている一方で、それを携帯電話通信料の低下が打ち消しているという状況である。図表45の下表に特殊要因の分解等があるが、特殊要因6品目を除くベースでは、5月は-0.21%になっている。グラフ中の灰色の太い実線が10%

刈り込み平均であるが、これで見ると右端の4月、5月のところはかろうじてプラスという状況であるが、これも+0.1%まではいかない。この他、本日はグラフを付けていないが、上昇品目と下落品目の数を単純に数えると実は上昇品目の方が10%ポイント程度多くなっている。このようにCPIには、いわば影の実力のようなものが少しずつついてきていることは間違いないと思われるが、石油製品、家賃、移動電話通信料等、影響力の大きい品目に揺さぶられても安定的にプラスというところまでの実力はついていないということである。因みに、図表46の東京は6月分が出ていて、(1)の右側のグラフにあるように、前年比は5月の0.0%から、6月は-0.1%と、むしろ再びマイナスになった。話題のマヨネーズは10%位上がっているのだが、その位ではびくともしないという感じである。6月の前年比が低下した主因は、(3)の一般サービスの低下であって、これは外国パック旅行において、昨年ワールドカップ需要で上昇した裏が出ているということである。この外国パック旅行は、指数の作成方法上、6月の全国にも同じように反映されるので、ご注意頂きたい。ということで、原材料高がCPIにも一部及んできているが、その全体への影響は今のところ小さく、目先今位のゼロ近傍が続くとみるのが妥当かと思う。

以上、今月の報告を纏めると、まず第一に、業況判断、収益、設備投資、いずれをみても企業部門の指標は総じてしっかりしているということである。第二に、需要項目では、住宅投資、またそれと対応する訳ではないが、生産について今月は足許横這いという見方を述べた。ただ、生産の足踏みは、あくまでも一時的なものであって、生産・所得・支出の好循環は引き続き働いているとみている。そして第三に、賃金、消費者物価面では、横這い圏内の動きが続いていて、そこから明確にプラス方向に抜け出る展望は、まだはっきりとはみえてきていないということである。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見があれば。

岩田副総裁

自動車は、やはり非常に悪いのだが、少しずつでも持ち直す動きはあるのか、新車とかの関係で。それから、国内生産の自動車は、国内販売がこの位落ち込むと何か悪影響が出てくるという気もするのだが、同時に輸出が伸びているので、相殺されてほとんど変化ないと考えて良いのか。

門間調査統計局長

後者の方は簡単であるので、後者の方から申し上げると、これは全くおっしゃるとおりであって、やはり輸出が非常に強い。アメリカ向けが停滞気味であっても、その他向けが非常に強く伸びている。ロシア向けとか中南米向け、中東向けなど、そういったところも含めてかなり出ているので、生産面では横這いないし若干プラスという基調で推移するという見方で概ね良いかと思う。一方、国内販売の方であるが、ここは正直申し上げて、トップメーカーですら打開策を探りあぐねているというのが実情かと思う。ただ、これから新車はそれなりに投入されていくということであるので、それにより今年の後半頃にどの程度持ち直せるか、まだ期待の段階であるが、少し期待をかけているという状況だと思う。

須田委員

消費者コンフィデンスについて、この図表 24 をみると、上向いているものがある一方で、あまり良くないものもある。日経の月次をみると、足許が急落していたり、また、例の景気ウォッチャーをみると弱いなという感じもするが、マインドについてはどのように捉えておいたら良いか。

門間調査統計局長

それはとても難しい。この図表にある消費者態度指数であるが、実は、これも先程 6 月分の数字が出ている。ただ、今回、少しサンプルが変わっているようで、評価しにくいのだが、表面の計数は結構落ちている。ちょ

うどこのグラフでいうと、2004年、2005年のレベル、平らな部分があるが、ほぼその程度まで今回の調査で落ちており、約2年振り位の低い数字になっている。ただ、一方で、生活不安度指数のように、ぎゅっと上がっているものもあるので、なかなか全体としてみるのは難しい感じがしている。これ位のレベルであると、元々個人消費は一進一退の中での緩やかな増加基調であるから、その雰囲気と概ね合っているのかなという程度の評価しかできないというのが、正直なところである。ただ、足許については、例えば、皆さん良くご存知のように、やはり住民税引き上げであるとか、あるいは年金問題とか、消費者心理の不安を煽るような様々なことが報道されてきたので、そういったことが何がしか影響している可能性はある。また、2005年は特に日経消費予測指数がぐっと上がっているが、これは株価の影響などもある。株価も足許は堅調ではあるが、少しもたつき気味という局面もあるので、そういったことも一進一退のコンフィデンスを作り出している背景かと考えられる。ということで、ちゃんとした答えはないが、やはり雇用、所得環境等と合わせて判断していくと、今のような、極く緩やかな消費の回復とほぼ整合的な動きなのではないかと考えられる。

岩田副総裁

図表23に消費包括指数があるが、0.3%位という感じか。

門間調査統計局長

この資料を作った時から少しまた指標が入っていて、今我々の手許の計算では0.2%位である。従って、4~6月の個人消費は、予測されていたことではあるが、やはりあまりプラスの寄与は大きく出ない、横這い圏内位ではないかと思われる。

西村委員

毎勤の速報について言うのは問題なのだが、速報をみていると卸小売の一人当たり賃金がかなり高く出ている。これは劇的に変わってしまう可能

性もあるが、サービスも結構強く出ている。ずっとマイナスできて、ここで強く出ているのは少し意味があるのかどうか。ただ、製造業は全く動いていないので駄目かなという気もしており…。

門間調査統計局長

本当に速報段階では、あまり申し上げられない。

須田委員

生産の振れの要因の一つである医薬品について、薬は結構弱くみているといったアナリストの分析をみたことがあるのだが、何か薬でそういうような動きがあるのか。

門間調査統計局長

今はあまり深く調査をしていないが、とにかく短期的に振れるというイメージが非常に強い。仮に、多少弱めであるという話があるとすれば、かなり長いトレンドの中での話だと思う。そういうことがあるのかも知れないが、いずれにしても4月、5月にこれだけ落ちた。5月に落ちたのは、これは振れであるので、そこは一応戻るというふうに頭の中で計算しながら7~9月のイメージを描いているということである。

野田委員

長いトレンドでみると、医薬品については、医療費抑制のことを、またジェネリック薬品、通称ゾロ薬品の影響というのを専門家は相当マイナスの方に織り込んでいるようである。

亀崎委員

CPIについて、先程のお話にもあったが、ジュースとかマヨネーズ、タクシー代など身の回り品の価格は、ウェイトは小さいが着実に上がっている。一方、デジタル家電製品関連は大幅な下落が続き、CPI伸び率を

0.2%押し下げている。この間、あるメーカーの首脳にお聞きしたら、デジタル家電の価格はなかなか上がらないであろうということであった。ただ、このところ、石油製品の価格が段々と上がってきている。これが上昇を続ければいずれCPIがプラスに転じると思われるが、そのタイミングはいつ頃になると見ているか。

門間調査統計局長

そのご質問には、正確にはお答えしにくいというのが最大の問題でもあるのだが、取り敢えず来月のことを申し上げますと、先程申し上げたように外国パック旅行が0.06%程度下方に寄与している。ただ一方で、先程の図表46、東京の(2)財のところだが、石油製品は実は6月も前年比で微妙に上がっている。東京というのは、あまり石油を使わないので、全国では3倍位効いてくる。従って、全国でみると、5月対比で0.06%程度、ちょうど石油製品が上方向に効いてくれるのである。そこをキャンセルアウトして、6月は多分5月と同じような-0.1%前後をみておけば良いのかというふうに取り敢えず思っている。そこまではある程度言えるが、そこから先、どれ位のペースでおっしゃったようなことが起こってくるのかだが、原油価格が先程申し上げたような状況であるから、7月、8月辺りのどこかでゼロに一瞬触れるみたいなことは、起こるかもしれない。ただ、石油製品に頼らずに実力で明確にプラスになっていくというところを展望するには、少しまだ時期が早いかなというのが、正直なところである。

野田委員

国内企業物価については、4月、5月は価格転嫁が少しだがみられたということであったが、そうした動きは、今度の新しいものでもみられるのか。

門間調査統計局長

その動きは続いている。先程詳しくはご説明しなかったが、資料-4(追

加図表)の図表41をご覧頂きたい。(2)のグラフであるが、先程ご説明したように3か月前比で+1.5%であるが、足許の原油価格の上昇だけではなく、色んな素材、化学製品とか繊維製品といったところには、引き続き原油等からの転嫁の動きが続いている。それから、鉄鋼についても、スクラップとかニッケル、レアメタルの上昇の影響も出ているということで、転嫁はこの段階までは進んでいると申し上げることができる。

岩田副総裁

企業物価指数は、この3か月前比でみると、ややピークアウト感があるのだが、この先はどのような感じでご覧になっているのか。

門間調査統計局長

ピークアウト感は当然ある。というのは、4月、5月が単月で相当上がっている。先程数字でご覧頂いたが、4月が単月で0.9%も上がっていて、5月も0.5%上がっている。その0.9%というのは、もう7月には落ちてくるから、3か月前比は相当ペースダウンしていくと思う。まだ数字ははっきりしないが、多分1%を切る位のところまでは、7月は落ちるのではないかと思う。ただ、そこを切っても暫くはプラス圏でいくのではないかというのが、先程の説明である。

水野委員

3か月前比についてか。

門間調査統計局長

然り。

西村委員

一時期GDPがあまり上手く動かなかった時、GDPよりは全産業活動指数の方が良いという議論があったが、今、第三次産業活動指数と全産業

活動指数をみていると、全産業活動指数は比較的強く出ている。I I Pの方は、あまり上手く出ていないということを考えると——私が聞くよりは岩田副総裁が聞いた方が良いのかもしれないが——、この差みたいなものについてどのように判断しているか。I I Pが少し指標性を失っているというふうに考えるのか。

門間調査統計局長

I I Pは、結局、足許については、先程申し上げたような船とか、医薬品などで下に引っ張られているから、それが実勢と考えるかどうかということかと思うが、それを踏まえてもやはり足許は少し下に振られ過ぎているのかなという感じはある。少し長い目でみて、I I Pが指標性を失っているとまで言うかどうか、そこは何とも申し上げにくい。全産業でも所詮は五十歩百歩で、そもそもどっちが五十歩か百歩かも分からないという話ではないかという感じがしている。

水野委員

経済のサービス化が進む中でI I Pをみても経済全体を把握できないという議論もある。ウエイトは今2割弱までいっているのではないか、製造業で。

門間調査統計局長

長いトレンドでみる時には、当然サービスをみていかなければいけないということであり、GDPの確報は、様々な供給サイドの統計で構成されてくるから長いトレンドでみていくという意味においては、それ程問題ないのだと思う。短期の景気変動をみるという意味においては、やはり依然としてI I Pというのは、非常に有力な情報を含んでいると考えている。

野田委員

ここにはないな。

門間調査統計局長

サービスも短期的にみるとなるとあまりデータがない。何かを使ってもあまりそれが実勢かどうか、最近のパチンコだけで決まっているようなところがあるので。

水野委員

カバレッジが狭い、特に新しい産業は…。

門間調査統計局長

パチンコが凄く弱いので。

水野委員

そういう制約下で判断するのが、調査統計局であるから。

門間調査統計局長

不確実性の度合いも含めて判断していくということに尽きると思う。

西村委員

パチンコは弱いけどお葬式は強い。

門間調査統計局長

お葬式は構造的に強い。そこは、実は消費状況調査の方で、3年位前から採られるようになった。そういうことでGDP統計に盛り込もうという努力は、かなりされている。段々クオリティは上がってはいるのだが、それでも限界があるということかと思う。

中村委員

企業物価が上がっていく一方、CPIはマイナス、あるいは横這いとい

う状態が随分続いている、ここ3~4年位であるが。過去においてもこういう違う方向に向くというケースはあったのか。今回が特殊なケースなのか。

門間調査統計局長

少し似たようなケースは、例えば1980年代の後半にあった。1987年、1988年位の時には、結構、商品市況とかC G P I——当時はW P Iと言っていたが——が上がった割には消費者物価があまり上がらないということが起こっていて、当時よく言われたのは、輸入品が随分入ってきたということ、そういう構造変化があったと言われた。一方、最近数年間の動きというのは、恐らく二つ位あって、一つは、1990年代以降の規制緩和の影響、これはグローバル化ということとも関係するかもしれないが、そういった、より競争的な環境という意味での条件の変化、これがかなり影響しているような感じがする。本日もたまたま新聞報道が出ていたが、三つの大きなスーパーが業務提携をするということで、その主たる狙いというのは、非常に競争が激しい首都圏を中心に共同仕入れ等、規模のメリットを追及して、販売価格の引き下げに繋げていくということである。そういうことが起こっている。それから、我々のヒアリングでも、一部の大手スーパーでは、どうもマヨネーズとかそういったものの価格を上げていないらしい。そうすると結構売れ行きが良いということである。そのスーパーの自己分析ではあるが、周りの価格を上げている中小スーパーから人が流れてきている可能性がある、ということを行っている。このように、価格を上げないというスタンスを維持しているところがあって、それが競争全体を厳しくしているという面があると思う。昔は仕入れ価格が上がれば、収益を確保するためには販売価格を上げた訳であるが、今は仕入れ価格が上がると、販売価格を上げなくても済むようにビジネスモデルを変えていくということが、結構起こっている。それについていけないところが淘汰されていくというような感じになっているので、短観のD Iなどでみると、中小の小売などが弱いというのは、一人一票である中、ウィナー

テイクオールで強いところが勝って、弱いところがばらばらと負けていくという構造変化の走り、そういったことが短観のD Iなどにも出ている可能性がある。従って、恐らく今回は結構根強い可能性があるなど思っている。もう一点は、別の機会に申し上げたが、やはり期待インフレ率がゼロ近傍でかなりスティッキーな感じになってきている可能性があるということである。物価が上がらない以上、労働者の方も、物価が上がっているのだから賃金を上げろというふうには言えないので、賃金も上がりにくい、そういう循環が多少出ているような感じがする。こういった循環をブレイクしていくには、それ相応のショックが必要かもしれないという可能性がある。

中村委員

マンションなども、今、少し落ち着いてきている。これから高いものは売れなくなるということで、業者が土地を押さえることを躊躇しているというふうなこともある。一部では売り惜しみみたいなことも言われていたが、そうではなくて、今の仕入れ価格では多分無理だろうからということで、手控えがあると。

門間調査統計局長

今の期待インフレ率とも関係するが、これは景気自体についてもあまり過熱感が出ない、今の景気というのは。少し良くなるとこんなに良いことは続かないというふうに皆思い始めるということである。よく短観のD Iなどでも、足許良いところは先行き悪くなっているという説明が多いと思うのだが、今回はそういった人々の心象形成というのが、結構大きいなという感じがしている。以前のバブルであると、一旦地価が上がり始めると、もっと上がるだろうということでみんなわーっと買いに走ったものなのだが、そういうことが出てこないというのが特徴である。

福井議長

宜しいか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

では、最後であるが、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。

雨宮企画局長

金融環境をご説明申し上げます。貸出、マネー、その他について、資料をお配りしてから、データが昨日、一昨日と公表されているので、まず「金融環境の現状評価」参考計表(その2)という今日お配りしてある資料で、貸出、資本市場、マネーの動向を纏めてご説明し、その後、約定平均金利の動向、企業金融、それから先程1時半に公表された倒産の6月計数という順番でご説明申し上げます。それでは、お手許の資料-5(参考計表・その2)をご覧頂きたい。図表1(1)、民間部門の総資金調達の動きであるが、この数か月の傾向が6月も続いている。すなわち、銀行貸出がやや伸びを低めると、逆に直接市場調達がやや伸びを高めるという格好で、全体としては両者が相打つ形で前年比トン圏内、ゼロ近傍の動きが続いている状況である。数字をご覧頂くと、6月は、民間部門総資金調達が-0.2%と、5月に比べて少しマイナス幅が拡大している。中身をみると、銀行・信金・外銀計の寄与度が1.1%ポイントから0.9%ポイントとプラス幅を縮めている。ただ、これは少し大きく出ていて、この寄与度-0.2%ポイントのうち半分は外銀の特殊要因であるので、これ程強くはないとご覧頂いて良いかと思う。これに対して、直接市場調達の方は、5月の0.1%ポイントから6月は0.3%ポイントと寄与度を高めている。中身をみると、CPが0.0%ポイントから0.2%ポイントへと——これは専ら前年の裏ではあるが——寄与度を高めているほか、社債は、0.1%ポイントから0.1%ポイントだが、ここでの数字は丸められており、伸び率は高めている状況である。

次に図表 2、民間銀行貸出の主要業態をご覧頂くと、前年比は特殊要因調整後で5月の1.8%から6月は1.6%と、引き続き小幅ではあるがプラス幅を縮めている状況である。全体としては、引き続き昨年の期末前後に掛けての中小企業向け貸出の積み上げの反動が、まだ尾を引いていることに加えて、後程申し上げるとおり、社債・CPの発行が増えているので、それに流れているという面、それから、一部消費者金融、ノンバンク向けの貸出が落ちているといった要因もあるようである。ただ、全体としては、企業のキャッシュ・フローが潤沢な下で、こういう外部資金需要が盛り上がりにくい状況が続いているということだろうと思われる。実は、6月については、前回の決定会合時に、貸出は段々と伸びを縮めているが、6月は納税や決算資金の関係で資金需要が持ち上がるというヒアリング調査もあるので少し様子を見たいと申し上げていた。だが、実際には6月はまた縮まったので、明日ご相談申し上げるが、貸出の基調判断としては増加の頭に「緩やかな」という言葉を付け加えさせて頂きたいと考えている。貸出はこういう状況であるが、そのイメージを掴んで頂くために図表 3 をご覧頂きたい。(1) 借入主体別をみると、大きく言うと住宅ローンがプラスではあるが、少しずつ伸びを縮めている中で、企業向け貸出が大きなスウィングを作っており、足許は企業向けが少しずつ縮まっている状況にある。一方、プラス幅を少しずつ拡大させている直接市場調達について、図表 10、資本市場調達関連指標の〈CP・社債の発行残高〉の前年比をご覧頂きたい。5月の1.4%から6月は2.7%と伸びを高めていて、中身をみると、CPが4.4%から12.1%へ、社債が0.9%から1.0%へという格好である。ただ、CPの方は、特にここで突然発行残高が増えたということではなく、昨年春先に金利上昇を眺めて大分借入にシフトした動きが一服して反動が出ているということである。まず、社債の方からご覧頂くと、〈国内公募社債の発行額〉の月間発行額であるが、6月も結局7,200億円と非常に好調な状態が続いている。先程、中曾金融市場局長から、流通市場でBaa格について若干スプレッドを拡大する気配があるというご説明があったが、少なくとも6月の発行面ではBaa格の市場がまだ20%強

と好調であり、まだ発行段階までは及んでいないということかなと思うし、全般的にスプレッドも低い水準が続いている。それから、＜エクイティファイナンスの状況＞をご覧頂くと、6月の株式調達額は1,800億円と久々に1,000億円台に乗せているのだが、1,805億円のうち1,000億円は1社のもので、今年一番大きい公募増資として1社が1,000億円稼いでいるので、それを除いて考えると、やはりエクイティ・ファイナンスは引き続き低調な地合いが続いているということのようである。図表11、CPであるが、(2)のCP発行残高でご覧頂くとおり、昨年春先頃に水準をどんと落として、その後、ほぼ横這い圏内である。CPの実力はどうかということを見ると、基本的にはCPと貸出は代替商品であるので、貸出に対する基本的な需要の実力が1%~2%程度であれば、その範囲内で金利情勢によって、CPと貸出の間で行ったり来たりするという位に考えておけば良いのではないかとみている。ただ、CPはまだ規模が10兆円と小さいものであるから、少し動くとパーセンテージとしての伸び率は高く出るということだろうと思う。社債については、昨年前半、やはり長期金利上昇を見越して大分発行が増えて、その後一服していた訳であるが、今年の春から残高ベースでもまた少しずつ伸びを高め始めている状況である。

次にマネーであるが、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、順調にマイナス幅を縮めている。6月は-4.1%ということで、このままいくと7月が大体-2%、8月が若干のプラスという格好になる見込みである。また、＜マネーサプライ＞のM2+CDをご覧頂くと、引き続き少しずつ伸びを高めている。6月は+1.8%というところまできて、3か月前対比でみると+3.3%である。中身をみると、引き続き地銀中心に定期預金を集めているということで、準通貨の伸びが、4.2%から4.1%とほぼ横這いであるが、いずれにしても4%台の高い伸びを続けているという状況である。加えて、預金通貨、これはこれまで都銀中心に流出が続いていた訳であるが、さすがにこの流出のテンポが一服しだして、5月の-0.9%から6月は-0.6%とマイナス幅が縮んでいる。一方、

現金通貨であるが、銀行券が1.3%から6月は1.8%へとまた伸びを高めたという状況である。この背景については、なかなか手掛かりは得られないのだが、一つの可能性としては、日足をみると6月25日以降急激に伸びを高めているので、恐らくボーナス支給の日程繰りの関係で——夏のボーナスが5月、6月、7月にどのように分散されて配られるかは、年によって違うので——6月に集中度合いが高まったという可能性はある。それから、7月も、途中ラップ、月末10日前のラップとしては1.6%とまだ高いのだが、先程の門間調査統計局長の話、ひょっとしたら5月以降消費、百貨店等々が良いという話と符号しているかどうかというのは、もう1か月、来月の数字をみて判断したいと思っている。いずれにしても銀行券は、6月だけではなく、7月の日足も今のところ途中ラップとしては比較的強い感じである。それから、広義流動性も伸びを高めていて、6月は+3.6%である。中身について、<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>で広義流動性の色々な商品の動きをご覧頂くと、これは大体直感に合うイメージだが、引き続き郵貯は-6%程度の流出が続いており、それに対して比較的高く伸びているのが金銭信託、投信、外債辺りである。図表18(1)のグラフで、マネーサプライM2+CDの要因分解を示しているが、傾向はクリアであって、海外要因がほとんど不変、財政要因が少しずつ縮まっている中、昨年央までマネー対象資産からその他の資産に資金が相当流出していたものが、定期預金中心にマネー対象資産にお金がシフトバックしている結果、その他要因のマイナス幅が縮んできているということがご覧頂けるかと思う。これがマネーの特徴である。

あと残る幾つかの 이슈については、事前にお配りしてある「金融環境の現状評価」の（参考計表）をご覧頂きたい。まず図表4、貸出金利の状況だけ簡単に申し上げますと、まず短プラは1.875%で変わっていない。長期が6月は2.45%と書いてあるが、こちらは一昨日7月分が公表されており、2.55%と0.1%引き上げられている。因みに、長プラ2.55%という水準は、昨年7月が2.65%であったので、それ以来ということになる。それから、約定平均金利の5月の数字であるが、4月頃から短プラ引き上げ

の影響が徐々に出だしており、除く交付税特会向けで1.983%と、緩やかに上昇してきている。全体としては、市場金利並に若干負ける程度のスピードで上がってきている状況である。それから、企業金融の状況について、図表6、〈資金繰りD. I.〉であるが、資金繰りDIは今回の短観では、結局、大企業、中小企業とも3月短観に比べ、むしろ資金繰りは改善となり、高収益の下での資金繰りもむしろ好調ということが確認できたということである。また、小規模企業について、中小公庫、商工中金の調査で、単月の5月、6月の数字をご覧頂いても、大体余裕と窮屈の真ん中位を行ったり来たりで、歴史的には良い水準である。また、〈金融機関の貸出態度〉、これは2月の利上げの影響が注目されていた訳であるが、結果的に6月短観も大企業、中小企業とも3月と比べると横這いということに変化はなかったということであるし、中小公庫の調査でも、6月の最新の数字が出たが、5月に緩和超の幅が減った後、また戻っているので、全体としては企業からみた金融機関の貸出態度は引き続き極めて緩和的という状況は変わっていないとの判断で宜しいかと思う。

次に図表19、企業倒産であるが、まだ数字が出たばかりなので、中身は分析しきっていないが、取り敢えず数字だけ申し上げる。お手許の資料では5月まで出ているが、〈倒産件数・負債総額〉倒産件数は、5月は1,310件であったが、続く6月は1,185件、前年比では、5月の+21.0%から6月は+6.7%となっている。負債総額は5月3,686億円から6月は3,152億円、前年比-17.3%、1件当たりの負債額は2.7億円である。このように、5月あるいは4月頃から若干倒産が増えだしているかもしれないと申し上げた傾向、前年比プラスという傾向は、5月程高くはないが、やはり6月も続いているということだろうと思う。また、もう一つ重要な特徴は、企業の規模が小さいということである。倒産件数がプラスに対して、負債総額が前年比大幅マイナスであるので、極めて小規模な企業の倒産が増えているということである。1件当たり負債額は2.7億円と申し上げたが、2006年の平均は4.2億円であるので、これと比べても非常に規模の小さいところの倒産が増えだしている可能性があるということである。中身的に

は、これは調査会社のコメントであるが、都市部においては、ITとか教育塾等のむしろ新興企業、最近スタートした企業が立ち行かなくなっているケースが多く、地方においてはやはり公共事業の圧縮、あるいは地域景気の不振を反映して、建設、観光等の倒産が増えているというコメントがある。いずれにしても地域経済の構造的な問題等々を反映する、あるいは、日本経済の——これはこの前も議論になったが——新陳代謝のようなことを反映している可能性はあるかもしれないが、全体としては、非常に緩い企業金融の状況の評価に変更を生じる、あるいは問題を生じるということでは全くないと考えているが、引き続き倒産の動きについては、よくみていきたいと思う。マクロの金融環境、インフレ予想については、当月は特に追加データがないので説明を省略させて頂く。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見があれば。

野田委員

みえにくい話で恐縮なのであるが、先程の現金の伸び、これはやはりじわじわとは増えている。一方で金利が上がっているから、じわじわと減ってくるだろうという要素もあるのだが、供給量というのは実質的には少し増えているのかなど、私はみたりしているのだが如何か。

雨宮企画局長

銀行券のトレンドを考える時には、おっしゃるとおり、金利が今までゼロ金利で、金利が低い故にホールドされている部分がいつ戻るかという部分と、あと多分景況感あるいは個人消費に応じて短期的に変動する部分という二つがあるのだが、それ以外にもう一つ多分考えなくてはいけないのが、退蔵と呼ばれている部分である。これは旧券から新券への切り替えが起きると旧券が結構退蔵されるとか、それからこれは色んな説があるのだが、高齢化が進展するとなぜか高齢の方は銀行券を沢山持たれる傾向が

あるということもある。これら退蔵がどれ位あるのかということにも依存するので、なかなか判断が難しいところだと思う。ただ、一番我々として気にしなければいけないのは、金利が上がることによって、どの時点でどれ位戻るかということに関し経験則がないので、事前には予測できないということである。恐らく、退蔵が中心なので、銀行券と名目GDPの間の新しい関係が成立しだしたと結論付けるのはまだ早く、もう少し金利が動いた時にどっと戻ってくるリスクもある訳なので、そうしたリスクも頭に入れてみていく必要があると思っている。

水野委員

逆に言うと名目GDPの7%、8%は戻ると決め付けるのも如何なものか。よくそういう絵を行内でみるが。

雨宮企画局長

必ず戻るかどうかは、確かに分からない。ただ、日本の場合には、銀行券の残高は名目GDP比8%~10%という、ルールが少なくとも戦後、調査によってはむしろ100年間妥当しているという調査もあるので、ひょっとしたら戻るかもしれないし、戻らないかもしれない。そこは良く分からない。

須田委員

電子マネーの動きも、本来的には銀行券を減らす要因として働く訳である。ただ、あれだけ騒いでいる割には、相変わらず現金が出て行くということなので、なかなか難しい。

雨宮企画局長

電子マネーもそうであるが、実はクレジットカードの普及もそうであった。海外では、クレジットカードの普及等に伴って、銀行券の残高は名目GDP対比で段々と小さくなってきた。日本の場合には、1970年代から

1990年代に掛けてクレジットカードの普及が急速に高まっても銀行券の対名目GDP比はあまり変わらなかったという実績がある。だからといって、電子マネーでも同じだという結論は出せないのだが、電子マネーが普及すれば急激に銀行券が落ちるかという、どうもそうでもなさそうな感じもする。

岩田副総裁

海外で使っているということはないか。以前、国際局からそういう報告もあったが。その辺りから還流してくる量が前より増えているとか。

稲葉理事

これは出ている方である、還流ではなくて。

岩田副総裁

ただ、還流している額で出ていっている額が逆に推測できるということはないか。ヨーロッパでは明らかにそういうことが起こっていると思うのだが、ユーロは貸出でも起こっているし、マネタリーベースのレベルでも起こっていて、それでマネタリー・アグリゲートがあれだけ強いのではないかと思っているのだが。日本はどうか。

雨宮企画局長

銀行券については、アメリカの場合には、国内流通量と海外流通量がほぼ1対1であるが、そこまでの規模では日本は起きていない。

稲葉理事

海外で流通していると推測される量は1%~2%であるが、それが2倍になっているということになれば、影響しているとも言えるが。

水野委員

どちらかと言うと、今はハードカレンシー化していない、逆の方にいつている中で、円で退蔵しようというインセンティブは、外国人、日本人を問わずあまり湧かないような気がする。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。長期金利は4月初めから比べると、今30bp位上がっている。これは専ら海外要因と考えて良いのか。それから、インフレ期待の話が今日はなかったのだが、日本の場合も恐らく実質金利が上がっていると考えて良いと思うのだが、実質金利が上がった理由は、海外の要因で100%そうなったと考えて良いのか、国内の要因もあり得るのか。

雨宮企画局長

私からお答えするのが適切かどうかなのだが、単純に海外と日本の長期金利の上昇幅だけを比べると、どこからどこまでを取るかというのはあるが、例えばアメリカでは1か月半で50bp上がったのに対して、日本は20bp~30bpであるので、上がり方がむしろ小さい。海外でこれだけ上がったのは、インフレ期待は恐らく来年をみてもほぼ横這いであるので、実質経済成長に対する見通しが強くなったという要因が強いのだろうが、日本はそれ程上がっていないということなのだと思う。日本についても、例えばインフレ期待を表す指標が大きく変わったかと言うとそれ程大きくはないので、基本的には実体経済の先行き見通しが強くなったという要因が支配的だろうと思うが、その強くなった程度は、実はアメリカ程ではないかもしれない。敢えて説明しろといわれれば、以上のような説明がリーズナブルかなと思う。

稲葉理事

もう少し長い目でみると、去年の今頃はもう少し高い、あるいは同じ位のレベルであって、そこから一旦下がってここへきている訳である。結局、

市場では、実質金利の水準を模索しながら調整をしてきており、その動きがここに表れていると理解される。期待インフレについて何か変動があったということではない。

岩田副総裁

期待インフレは、物価連動債からみると今はどの位であるか。0.5%とか、0.6%位か。

雨宮企画局長

然り。足許また少し下がったが、0.5%~0.6%の間である。

岩田副総裁

実質金利は1.4%とか1.5%とか、そんな感じか。

水野委員

期待インフレ率は外国人が決めているから。

雨宮企画局長

少なくとも日本の物価連動債の場合には、市場参加者に外国人が多いということはある。従って、このまま水準を判断して良いのかどうか。大きな動きをみるうえでの材料にはなるかもしれないが、水準をこのまま使うのは難しいという声が多い。

水野委員

世界の物価連動債の日本のシェアというのは、まだ1%もいかないから。

稲葉理事

レベルとしてどうかということではなくて、コンセプチュアルに言えば、実質金利の水準模索という動きとして解するのが良いのだろう。

野田委員

長期金利の関連で質問したい。長プラが足許上がっており、それは理解できるが、長プラ適用貸出、長プラ連動の貸出というのは、長期貸出のうちどの位あるのか、今でなくても良いのだが、後程分かれば教えて欲しい。相当減っているとは思っているのだが。

雨宮企画局長

後程。ただ、物凄く少ない。

野田委員

少ないと思う。であるから、あまり長プラの金利変動だけで惑わされな
い方が良いのではないかと思っており、そのウエイトが少し分かればとい
うことである。かなり小さくなっているのか。

雨宮企画局長

極めて小さい。ただし、短期、長期の市場金利が、どのように貸出金利
に影響を与えるかという観点から申し上げると、話は色々複雑になるのだ
が、まず、短期、長期の割合をみると、長期貸出の方が多いい訳である。大
体3対7か4対6位で長期貸出の方が多いい。そのうち長プラは、本当に極
く一部であるのだが、他のスプレッド貸出は逆に言うと市場金利に連動す
るので、長プラも含めた市場金利の連動という意味で市場金利が動けば、
それなりに動く部分が相当大きいということだと思ふ。従って、長プラそ
のものにはあまり意味がないかもしれないが、全体としては、市場金利に
応じて貸出金利が動く。

野田委員

固定金利も含めてそうである。スプレッド貸出でない限りは。それは良
く分かっている。

雨宮企画局長

ご質問のシェアについては後程。

須田委員

貸出金利なのだが、2月の利上げの影響がどのように波及したのか。これがある程度波及し終わった姿なのかどうか。水準が全然動いていない中で、この点についてどのように評価したら良いか。

雨宮企画局長

今日は申し上げなかったが、決定会合で時々申し上げているのは、この間の3か月物TIBORが、例えば1年前と比べてどれ位上がっているかという市場金利との比較で申し上げるようにしている。今回の1.983%については評価していないのだが、昨年1～3月頃と比べるとこの3か月物TIBORが大体50bp上がっている。恐らくこの間の短期貸出金利の上昇幅は40bp～45bp位であるから、多分短プラの引き上げは遅れている部分と、スプレッドが上げきれていない、あるいは下がっている部分で、5bp～10bpも上げているというような評価だと思う。

岩田副総裁

もう一点、ESPの見通しについて宜しいか。先程の亀崎委員のご質問とも関係があるのだが、足許石油価格が思ったよりも早めに上がっていると私は思っている。もしそうだとすれば、予測の方も少し上がってもおかしくない。これで見ると6月の時点までは、むしろ下方修正されている。

雨宮企画局長

6月までは下方修正である。一応、エコノミストの見通しであり、専門家が足許の原油価格にどの程度振られるか分からないが、上がるとすれば7月に上がるかもしれない。確かに今まで割と短期的な物価でかなり動い

ているので、7月に変わる可能性はある。

水野委員

みんな夏場に上がると思っていて、冬場になるとまた60ドルになると、そういう感じでみているようである。

福井議長

どんなエコノミストなのか。

雨宮企画局長

日本を代表するエコノミスト、調査機関である。

野田委員

消費動向調査などでは、先月であったか、確か物価は相当上がっている。

岩田副総裁

上がっていた。

野田委員

だから一般の消費者は、ガソリンの価格などに反応している。

雨宮企画局長

これも今までは、結構原油価格に反応して下がってきているので。

野田委員

然り。

雨宮企画局長

ただ、下がっていると言っても、時々申し上げていることだが、年度で

纏めてしまうと2007年度が0.1%、2008年度が0.5%という見通しは、ここ数か月ほとんど変わっていない。小数点第2位の世界で少しずつ動いているという感じである。

岩田副総裁

このESPは、私が内閣府にいた時、100人のアナリスト、エコノミストを集めてお話を伺ったことがあって、その発展形態…。

福井議長

副総裁がお集めになった方々…。

水野委員

100人集めた。

中村委員

CPのことであるが、借入かCPを選ぶということだが、CPの消化先というのはどこか。

雨宮企画局長

金融機関と、投資家、事業法人の両方ある。

中村委員

銀行の中でどちらかということではないのか。

雨宮企画局長

金融機関の方が多い。そういう意味では、CPは商品としては、短期貸出との代替商品という性格が極めて強い。

亀崎委員

倒産件数が増えているということであるが、そうした状況が生じる要因としては、経済が弱いことばかりではなく、ビジネスモデルが古いとか、経営がまずいとか、色々あると思われる。新しい企業がどんどん起きてきているという経済のダイナミズムの中では、元々経営がまずいとか、古いビジネスモデルを我慢しながらやっているとか、そういう企業が国際競争の中で生きていけず、自然淘汰されるのは当たり前である。この倒産件数には、そういったことが表われているのか、それとも、景気が悪化していることを示しているのか、いずれであるか。それを知るためには、倒産件数と合わせて、起業件数あるいは開業率といった数字も見ていく必要があると思うがどうか。

雨宮企画局長

まず、後者の方からご説明申し上げますと、これはおっしゃるとおりである。先程、私は、これは日本経済の新陳代謝を反映している可能性がある」と申し上げたが、ご指摘のとおりこれを評価するためには開業率の方も一緒にみなければならないと思う。しかし、残念ながら月次のデータがないのである。これは、確か年に一度しか出ない。大きな流れとしては、退出と参入の両方を評価していくという作業が必要であるのだが、残念ながら月次の数字はないというのが一つある。

亀崎委員

年次の数字はあるのか。

雨宮企画局長

違う統計ではあるが、年次では開業の数字がある。

亀崎委員

それで見ると、景気拡大期間が5年を超えた現時点における水準として

はどう評価できるのか。

雨宮企画局長

そこはまだみていない。一度これは調べさせて頂きたい。それから、こういう倒産が増えている理由は何かということなのだが、小規模企業の倒産であるが、分類上、放漫経営とか、資本不足とか、売上不足があるのだが、なかなかきれいには分けられない。ただ、例えば業種別の動向をみると、建設が増えている、観光が増えているということであるし、あるいは地域の分布等をみると、マクロ経済というよりはどちらかという、今の地域経済の状況、例えば公共事業の圧縮であるとか、地域の観光事業の不振だとか、そういった要因を反映している面の方が強いだろうと判断される。

稲葉理事

少し長い目でみれば、こういう局面であるから、この位の企業倒産の全体の負債総額などからすれば、マクロ経済にとってそれ程大きな意味がある訳ではないので、通常はあまりしっかり観察していない。ただ、今回に限ってみると、件数について、小規模の倒産件数が増えているということが特徴的に言えるということで、フォローしているものである。

西村委員

倒産の数は、日米物凄い差があつて、私は昔研究したことがあるのだが、日本は一応、少産少死と言うが、実際には、事業を事実上停止するようなケースは結構多い。特にITなどは多産多死であるから、そういうことから考えれば、特段異常なことが起こっているということではない。

亀崎委員

あまり参考にならないということだな。今の5年を超える景気拡大の中で特別なことが起こっている訳でもない。

西村委員

起こっているとすれば、倒産させても良くなったという、その可能性はある。

稲葉理事

これだけ景気が拡大している局面で、これだけ小さなものが件数として増えているという現象は比較的珍しいのでこうやってご報告している。

水野委員

あと、金融機構局的な発想で言うと、地銀が少し最終処理に出てきているのではないか、この間の支店長会議の話にもあったが。サイズの小さいものが少しずつ整理されてきたという感じがする。引当だけしていたものを、実際に最終処理したと。

稲葉理事

金融機関から不良債権処理の確定で倒産に追い込んでくるという状況は、少し前に多くみられた現象である。いずれにしても、つまらない数字であるが、ずっとみているというのが大事なことであり、そこで変調をきたしていないかチェックは続けたい。

福井議長

支店長会議の締めくくりに、小さな倒産が増えているというのは、これからもずっと続くだろうというのが私の個人的理解だが、異議があれば教えて欲しいと支店長に言ったら、その後誰からも異議がなかった。

水野委員

時間がなかったのだな。私も同感である。

中村委員

ゼネコンとか輸送業者とかでは、倒産するのと同じ位、また新しくできている。

水野委員

参入障壁が低いのである。

中村委員

従って、トータルではなかなか減らない。

水野委員

工務店みたいのが出てくるのである、ゼネコンは。

稲葉理事

倒産も一つの選択だということで、倒産がしやすくなる状況というのがあり得る。選択肢が増えていると。

須田委員

企業間信用についてであるが、中小については凄く減っていると、それは良いことだと評価していると、そういうレポートをみたのだが、最近はどうなっているのか。前はよく報告があったのだが、そういうものは意味がなくなったということか。

雨宮企画局長

多分それは法人季報ベースの売り掛け、買い掛けをみているのだと思うが、今その数字をみていないので、何か変化があればまたご報告する。

福井議長

宜しいか。それでは、今日の議事は終了である。明日午前9時に再開す

る。宜しく願い申し上げます。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、この場にいらっしゃる全ての方々におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも願います。以上をもって本日は閉会とする。

(16時37分中断、12日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、それから議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。今日の金融経済月報基本的見解の決定の中では展望レポートの中間評価を行う予定である。最後に、6月14、15日開催分の議事要旨の承認というアジェンダを揃えている。政府の方から財務省田中副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは昨日に引き続き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をさせて頂く。皆様方におかれては、そのことを前提としてご発言願えればと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議に移る。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の案について、執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。今申し上げた中間評価の案についても合わせてご説明頂きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それではお配りしている紙に沿って、まず私の方から、実体経済と物価についてご説明する。実体経済であるが、景気の総括判断は、これまで同様「緩やかに拡大している」ということで変更していない。ただ、各論の幾つかについて表現を若干修正させて頂いているので、上から順を追って

ご説明する。まず、公共投資であるが、判断自体は変えている訳ではない。基調判断も「減少している」ということで変更の必要はないと思っている。ただ、横這いという動きが少し長引いている感じがする。前月までは「足もと横ばい」としていたが、若干長引いているというニュアンスを出すために、「このところ横ばいとなっている」と微修正させて頂いている。続いて業況感であるが、当月は短観が出たので、業況感を記述している。「総じて良好な業況感が維持される中」という形にしているが、これは4月と全く同じ表現であり、若干悪化しているセクターもあるので、「総じて」という表現を付けている。続いて住宅投資であるが、前月までは「振れを伴いつつ緩やかに増加している」としていたが、5月の着工戸数などをみると、「横ばい圏内の動き」というのが妥当な評価かと思うので、そこを少し変えている。次に生産であるが、基調判断については「増加」で宜しいかと思うが、足許若干もたつき気味の動きが少し続いており、4～6月についても当初増加と思っていたのが、どうやら横這い圏内であるので、「足もと横ばいながら」という表現を挿入させて頂いている。物価であるが、消費者物価について若干変更している。消費者物価については、前月まで「既往の原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移している」としていた。これは、以前にプラス基調という判断をゼロ%近傍という判断へと少し変える際に、一番大きな変化であった石油製品——以前にプラス寄与していたのがマイナス寄与に転じていた——を理由とするのが最も妥当ということで挙げていた。しかし、その後、原油価格がかなり反発しており、前年比でも石油製品の寄与が5月にほぼゼロ、6月、7月辺りはプラスに転じている可能性が極めて高いので、この表現を付けることが必ずしも適当ではないことから、単純に「前年比は、ゼロ近傍で推移している」という表現に若干変えさせて頂いている。合わせて、先行きについても「原油価格反落の影響が残ることなどから」という表現を削除させて頂いている。私からは以上である。

内田企画局参事役

続いて金融面であるが、資料を配付した後に、貸出、CP、社債の指標が出ているので、それを受けて二点修正させて頂ければと思う。3行目の「こうしたもとで、民間銀行貸出は」という部分であるが、昨日申し上げたように、貸出の6月は前年比1.6%と、これまでの2%台ないし2%程度から少し落ちてきている感じであるので、「民間銀行貸出は緩やかに増加している」と、「緩やかに」という言葉を「増加」の前に入れさせて頂いた。一方、社債とCPの方であるが、これも昨日ご説明したように、6月が前年比2.7%と、こちらは伸びを高めており、「幾分」という表現が適当ではなくなっている。それから2か月続けて前年を上回っているので、「幾分上回っている」という表現の代わりに「上回って推移している」という表現にしたいと思う。具体的に申し上げますと、「CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している」。「幾分」を取って「上回って」の後に「推移して」を入れた。もう一度読み上げる。「こうしたもとで、民間銀行貸出は緩やかに増加している。CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。」。なお、市況については、このままであれば、原文のとおり「概ね同じ水準」で宜しいかと思う。

続いて、中間評価である。議論のためにということで、選択方式でお示ししているが、一応執行部として考えていることを申し上げますと、それぞれ選択肢「①」が適当ではないかと思っている。景気については「4月の『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）で示した『経済・物価見通し』に概ね沿って推移すると予想される」。それから、国内企業物価については、「国際商品市況高などを背景に、2007年度は、『見通し』に比べて上振れるものと見込まれる。2008年度の上昇率は、『見通し』に概ね沿ったものとなると予想される。」である。消費者物価については、「2007年度、2008年度とも、『見通し』に概ね沿って推移すると予想される。」である。私からは以上である。

福井議長

内容と文章についてはまた後程議論をさせて頂くが、取り敢えず今の説

明に対してご質問があればどうぞご遠慮なく。後程で宜しいか。

IV. 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りたいと思う。最近の金融経済情勢と4月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しの中間評価について、お一方5分ずつ位でご発言頂きたいと思う。その後、討議をしたいと思う。今日は武藤副総裁、岩田副総裁、中村委員、亀崎委員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員の順でお願いしたいと思う。最初は武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回会合以降、6月短観など各種指標や支店長会議の報告という新たな材料が加わった。これらを含めて展望レポートを公表した4月以降の経済・物価情勢について点検したいと思う。

まず海外経済である。米国は緩やかな景気調整局面にあるが、先行き年末に掛けてソフトランディングが実現する可能性が高いとみられる。個人消費は足もとのガソリン高の影響から、これまでの高い伸びからは減速しているが、増加基調は維持されている。設備投資については依然として下振れリスクがあるが、弱めの指標が出ていた展望レポートの頃に比べるとリスクは幾分低下していると考ええる。一方、住宅市場の底入れはやや遅れていると思われる。サブプライムローン問題がクレジット市場全体の価格調整に波及するリスクを含めて、住宅市場の動向は引き続きダウンサイドのリスクとして注視していく必要がある。物価面では、5月のPCEデフレーターコアは前年比+1.9%と2%を切った。ただし、労働需給など資源の稼動状況は引き続きタイトであるほか、原油価格も上昇しており、基調的なインフレ圧力が後退したとみるのは早計であるように思う。米国経済は引き続きソフトランディングの可能性が高いと思うが、アップサイド・ダ

ウンサイド両面のリスクに注意を要するというこれまでの判断を維持することで良いと考える。

次に欧州では、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。世界経済は全体として地域的な広がりを持ちながら拡大しているとみて良いと思う。

こうしたもとで我が国の輸出であるが、増加を続けていく可能性が高いと思う。4～5月の輸出は、米国向け自動車の落ち込みなどから前期比減少したが、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。

次に国内経済情勢であるが、まず企業部門をみると6月短観が先日公表された。業種や規模により、ばらつきは引き続きみられるものの、全体として増収増益傾向は維持されており、業況感も総じて良好な水準を維持している。そうしたもとで設備投資は増加を続けていくとみられる。短観による今年度の設備投資計画は、全産業全規模で+3.1%と5年連続の増加となった。一頃弱かった機械受注などの先行指標も足もとは持ちなおしの動きをみせている。これらを全体としてみれば、設備投資は伸び率を低下させつつも増加を続けるという展望レポートの見通しと整合的であると言えると思う。

家計部門について雇用所得環境をみると、雇用判断DIは新卒者入社直後という季節要因もあり、若干不足超幅が低下したが、失業率や有効求人倍率などを総合的にみると、労働需給は引き締まり傾向を続けていると判断される。一人当たり賃金は賃金水準の高い団塊世代の退職、高齢者や女性のパート増加というかたちで雇用者数が増えていることもあって、引き続き弱めの動きとなっている。もっともこの団塊世代の大量退職の影響は、前年比でみると夏場には山を越える可能性が高いということである。また、パートなど限界的な雇用形態を含めてであれ、全体としての雇用者数が年率1%程度で伸びていけば、生産年齢人口が減少する中で確実に労働需給はタイト化すると考えられる。従って、タイミングについて不確実性はあ

るが賃金上昇圧力は次第に高まっていくという基本的な見方は維持して良いと考える。

個人消費については、乗用車販売が弱めの一方、家電販売や外食、旅行などサービス消費は相対的に強めという傾向が引き続きみられている。基調としては、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、個人消費も緩やかに増加しているとみられる。住宅投資について新設住宅着工戸数でみると、このところ横這い圏内の動きとなっている。都市部における用地取得難やファンドによるマンション投資一服といった要因があるようであるが、雇用者所得の緩やかな増加、緩和的な金融環境といった住宅投資を巡る好環境に変化はない。従ってこの先、住宅投資が減少基調に入るとは考えにくいと思うが、暫くよくみていきたいと思う。

次に生産は、予測指数なども含めてみると4～6月は横這い圏内の動きとなっている。これは輸送用機械の国内及び米国向け販売が減少していることや電子部品・デバイスの生産調整が影響しているが、振れの大きい船舶・鉄道車両の減少なども効いていると思う。企業ヒアリングなどによると、7～9月は+1%程度の前期比増加が見込まれていて、基調としては、生産は内外需要の増加を背景に増加が続いていると判断される。

次に、物価であるが、国内企業物価は原油など国際商品市況高の影響から3か月前比でみて上昇しており、目先も上昇を続けるとみられる。生鮮食品を除いた消費者物価の5月の前年比は4月と同じく-0.1%となった。目先も前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いとみられる。経済活動の活発化がなかなか物価上昇圧力として顕現化しない傾向が続いている。もともと、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く中で、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。

以上のように、4月展望レポート以降の原油高など国際商品市況の動きが国内企業物価に与える影響、これを別にすると、景気、消費者物価ともほぼ見通しに沿って推移していると判断される。従って、中間評価については、執行部案のとおり、三つとも「①」で良いと考える。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

それでは、まず展望レポートの中間評価について述べたいと思う。現在日本経済は、成長率2%程度の着実な拡大過程にあると言えらると思う。賃金、物価は弱含みで推移しているが、個人消費は底堅く推移している。設備投資も昨年よりやや減速しているものの、全体としては2%程度の期待成長率と整合的な資本ストックの伸び——ただし、非製造業の1.6%に対し、製造業は3.6%とやや高いので減速する可能性があるが——になっている。従って、成長率については特に上振れている、あるいは下振れているということではないと考えている。成長率については、第4四半期、あるいは第1四半期の成長率がやや高かったため、成長率の下駄が高くなっている。4~6月のGDPの数字はこれから1か月後に出るわけであるが、現在出ている数字をみる限り、どうやら実質輸出は第1四半期比-1%、実質輸入は-0.5%といった水準になることを考えると、GDPの寄与度はゼロないし小幅のマイナスの可能性があると思う。住宅投資、公共投資もマイナスないしゼロであろう。個人消費は第1四半期よりもやや減速するのではないか。調査統計局の総合指数によると4~5月は第1四半期対比で0.2%伸びているということである。纏めてみると、第1四半期には前期比で0.8%伸びたが、そのうち0.5%が純輸出であり、この部分は剥がれると考えると、せいぜい0.3%という可能性が高い。つまり、成長率で見ると4~6月期はかなり減速するのではないかと考えている。民間のESPの予測の平均は、前期比年率1.25%なので、だいたい前期比で0.3%位をみておられるのかなと思っている。ということで、成長率については上振れも下振れもなく、ほぼ2%の成長軌道を歩んでいるのではないかと考えている。

次に物価面であるが、国内企業物価指数については、実は私の個人予測

は全体の予測とずれていて大勢見通しの外、上側にあり、1.5%と予測しているが、現在の動向は、私の1.5%の方に近い形で動いているように思う。しかしながら、この評価は外に対してするものであって、予測のいわば中心値に照らしてみても上振れしているか、下振れしているかという評価であると考えてるので、この中間評価としてはやや上振れで推移しているという「①」で宜しいかと思う。

それから消費者物価指数である。消費者物価の動きは、私が2月の時点でこの会合で申し上げたとおりにほぼ推移している。特にエネルギーを含む特殊要因を除いた実力コア指数でみると、私の予想どおりで推移していると考えている。ただ、石油製品関連は私が考えていたよりも上がるスピードがやや速いと考えている。私個人の予測は実は大勢見通しから下の方に外れてしまっており、例外的であるので何とも言えないのだが、コアの消費者物価指数の変化率というのは、実力コア消費者物価変化率とエネルギー・特殊要因に基づく消費者物価の寄与度であり、2月の時点ではこのいずれもがマイナスで、基調として7~9月期までマイナスでいくのではないかと発言した。ところが、結果的には、エネルギー要因が、足もとのガソリン価格にみられるように、既に昨年を上回っているのだから、仮にエネルギーの方が昨年後上回るようなことがあるとすると、私が2月の時点で申し上げた-0.1%からゼロ%の方に近づいていくのかなというふうに考えている。だが、ここでの中間評価は、中心値で評価することであるので、概ねこの見通しに沿って推移しているということで結構だと思っている。

中間評価についての私の見方は以上であるが、物価に関連してもう一点付け加えたいことは、賃金がやはりやや弱含みで推移していることである。失業率が3.8%になったので、当然、賃金の上昇圧力がより強くなると考えられるのだが、失業率が4%から3.8%に下がった主な理由が循環要因であったのか、あるいは構造要因であったのかという点はもう少し注意深くみる必要があると考えている。これもいろいろご議論があるかもしれないが、私は3.8%への低下の背景として、就業の定着率が上昇していると

いう構造要因も4月からあったと考えている。男性について言うと、退職者がもう一度、再雇用されるといったことにより、就業定着率がそうでない場合よりも高まる。女性の場合には、4月から男女雇用機会均等法の改正があり、これもパートではなく一般労働者を増やす方向に働いていると思う。これらは構造的な失業率を低めるように働くと思う。従って、4%から3.8%の低下分がすべて循環要因によるものと評価するのはやや早すぎる判断かもしれないと考えている。それから、現在、日本の名目GDPは第4四半期には2.2%成長し、一方、雇用者の伸びは1%~1.5%程度であるので、所得分配率が変わらなければ当然一人当たり賃金は上がっても良いはずなのだが、それが実は上がっていないところに今の日本の置かれたやや特殊な状況があるのではないかと思う。つまり、所得分配率もまだ下がり続けていることを意味しているかと思う。最近のIMFのスタディによると、所得分配率はどこの国も低下しているのだが、日本の場合はグローバル化要因であるとか、オフショアリング要因よりも、むしろIT化を中心とする技術革新の方が主要な原因であるといった指摘もなされている。こういった所得分配の動向についても留意すべきではないかと思う。

最後にもう一点、生産とITの関連について一点付け加えさせて頂きたいと思う。IT部門の調整について、私は順調に推移していると考えているが、しかしながら、既にこれが終了したと考えるのはやや早いと思う。一つは、IT部門の電子部品・デバイスの出荷在庫バランスをみると、韓国、台湾は既にマイナスからほとんどゼロに近くなって、ほぼ終了に近いのだが、日本の場合はまだ底を這っている。それから、半導体の中でNANDフラッシュメモリは既に市況がタイトなのだが、DRAMはなお供給過剰にある。最近価格が下げ止まっているという状況も観察されるが、同時に韓国メーカーの在庫放出リスクも残っていて、供給側でやはりまだ過剰な部分があるということも考えると、完全に終了というにはこれもやや早いかなど思っている。加えて世界の半導体出荷額は5月に前年比で2.6%減少した。それから、半導体の先行指標といわれている半導体製造装置のBBレシオは、日本は4月、5月とも2か月連続で0.94%になり、

1%を下回っている。機械受注でも半導体製造装置はやはりあまり改善していなかった。アメリカのBBレシオもほとんど1%前後で推移していて、一言でいうと方向感が良く分からないというか、これから健全に1%を超えてくるのか、それとも1%を下回ったところで暫くうろうろするのか、上の方に行くのか、下の方に行くのか、あまり方向感は明確にはなっていない。しかし、全体としてみれば在庫調整は進む方向で進行していると考えている。以上である。

福井議長

次は中村委員から願います。

中村委員

前回会合後、6月短観を始め様々なデータの公表があったほか、支店長会議での報告などもあったが、総じてみれば、若干の懸念材料はあるものの、内外経済が展望レポートのシナリオに沿った動きを続けていることを裏付ける内容であったと思う。

まず、海外経済については、米国は、住宅投資の調整が遅れているようであるが、企業部門は底堅く推移しており、個人消費も、ガソリン価格高騰の影響はあるが、雇用環境が引き続き良好なこともあって、減速しながらも底堅さを維持しているようである。インフレも概ね抑制された状態にあるようであり、全体としてみれば、先行きソフトランディングに向かうというこれまでの見通しに沿った動きが続いているように思う。今月のブルーチップの予想をみても、年末に掛けて成長率が加速していく姿は変わっていない。ただ、先月中旬以降、大手証券傘下のヘッジファンドが、サブプライムローン関連投資の失敗で資金繰り難に陥ったことをきっかけに、クレジット市場に動揺が広がっていることは気がかりである。一昨日も格付機関の発表を機に株価が下落したが、先行きサブプライム問題が長引くリスクには注意が必要だと思う。一方、欧州は内外需バランスが取れたかたちで景気拡大を続けており、アジアでも、中国が高水準の成長を

続けているほか、N I E s、A S E A Nが緩やかな景気拡大を続けている。世界経済は、米国の減速をその他の地域がカバーする形で、順調に拡大を続けているように思う。この間、原油価格については、前回会合後、W T I、ドバイが共に 70 ドル台の水準まで上昇している。米国で製油所の生産能力不足からガソリンの供給不安が続いていることや、ナイジェリアの政情不安など地政学的リスクへの警戒が続いていることなどが背景となっているようである。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、引き続き原油価格上昇のリスクに注意していく必要があると思う。

国内経済については、6月短観が発表となり、業況判断は市場予想どおり底堅い内容となった。ひとまず企業部門の堅調さが確認されたかたちであるが、留意点を二点程指摘したいと思う。まず、中小企業については、業況判断や需給判断が若干悪化していたほか、設備投資も弱めの計画となっていた。恐らくその背景には、厳しい競争環境から、コスト上昇を販売価格に転嫁できない状況があるとみられる。また、小売や個人向けサービスの足もとの業況判断が悪化していたことも気がかりである。先行き判断は改善しているので、然程心配する必要はないのかもしれない。先週の支店長会議でも、個人消費の伸び悩みを指摘する報告が幾つか聞かれたこともあり、今後の消費動向をよく見極める必要があるように思う。短観以外の統計をみると、輸出、生産ともこのところ弱めの動きとなっているが、調査統計局のミクロヒアリングなどからみる限り、先行きは増加基調を辿っていく可能性が高いとみて良いと思う。鉱工業統計上における電子部品・デバイスの在庫水準はなお高めであるが、年初来下落が続いていたD R A Mの価格がようやく底を打つなど、調整進捗の兆しも窺われる。I T関連需要は、世界的なデジタル家電の需要拡大や半導体の用途拡大などから底堅く推移するとの見方も多く、先行き調整が深刻化するリスクは小さいように思う。企業収益に関しては、6月短観の今期の経常利益予測は引き続き高い水準となっている。今年度の為替想定レートは 114 円 40 銭と実勢比円高に設定されており、経営者の慎重な姿勢が感じられる。設備投

資に関しても、6月短観では中小企業が弱めであったが、大企業は底堅く推移していた。過去3年間に亘って大幅な伸びを続けてきた大企業製造業は、今年度は増勢が鈍化するようであるが、これは4月の展望レポートの見通しに沿った動きと思う。5月の機械受注も市場予測を大きく上回り、設備投資は先行きも堅調に推移していく可能性が高いと考えられる。雇用・所得関連も、労働需給は引き締まり傾向が続いており、雇用者数の増加から、雇用者所得も緩やかな増加を継続している。一人当たりの賃金は依然マイナスであるが、団塊世代の再雇用やパートなどの雇用形態の多様化によるものであり、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。先行きも、人手不足感の強まりを背景に、雇用者所得は緩やかに増加傾向を辿る可能性が高いと考える。個人消費については、底堅く推移していると思われるが、1~3月との対比では、4~6月はやや弱含みの統計が目立ったように思う。6月の景気ウォッチャー調査や消費動向調査も弱めであった。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、消費も緩やかな増加傾向を辿る可能性が高いと思うが、ポーナ商戦をはじめ夏場の消費動向を注意してみていきたいと思う。

物価では、5月の全国CPIは前年比-0.1%と4月に続きマイナスとなった。また、6月の東京地区のコアCPIは前年比-0.1%と、海外パック旅行の下落を主因に、前月のゼロ%から再びマイナスに転じている。企業段階の物価を示す国内企業物価指数は2004年1月以降、また企業向けサービス価格指数は2006年8月以降、いずれも上昇が続いており、先行きのコアCPIは、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く中でプラス基調を続けていくとみられるが、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いと思う。また、先程も述べたように、価格転嫁の難しさもあって、消費者物価の回復速度については、引き続き不確実性が小さくないと思う。

金融市場では、前回会合前に急上昇した長期金利は、米国長期金利の落ち着きを背景に概ね横這い圏内の動きで推移してきたほか、株価も、企業業績への期待感等から一時、年初来最高値を更新した。もっとも昨日は、

サブプライム問題を背景とした米国の金融市場の動きを受け、株も長期金利も調整があった。一方、為替は引き続き内外金利差が意識される中、円が主要通貨に対して下落し、実質実効為替レートがプラザ合意時を下回る水準となっている。支店長会議では、輸出比率の高い地域の経営者からも「今の円安水準は怖い」との声が出ていることが紹介されていたが、急激な円高への巻き戻しリスクを引き続き注意していく必要があるように思う。

なお、中間評価については、執行部原案どおり、いずれも「①」で宜しいかと思う。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

我が国の景気については、短観や支店長会議でも確認されたとおり、全ての地域において拡大、または回復傾向の動きが続いており、企業規模や業種、地域間の差はみられるが、全体としては緩やかに拡大を続けていると判断している。このため、執行部の基本的見解にも違和感はない。展望レポートの中間評価に関する執行部案については、景気、国内企業物価、消費者物価、いずれも選択肢の「①」が適切と考える。以下、当面の注目点に絞って申し上げる。

まず、海外であるが、米国景気については底堅く推移しているが、以下の二点のリスク要因は、引き続き注視しなければいけないと思う。第一に、住宅市場の減速が期間と範囲において、どの程度のもので収まるかという点である。特に、サブプライムローン問題については、M&Aに絡んだ大型起債の延期、あるいは個人向け融資基準の引き上げ、証券化市場の流動性低下等、まだ局所的とはいえ影響がみられているだけに注意が必要だと思う。第二に、ガソリン価格高、長期金利上昇の中にあって個人消費が底堅さを維持するかどうかという点である。欧州、中国、その他のアジアの

景気は好調であることなどから、世界経済全体としてみれば、順調な拡大が続いている傾向には変わりなく、我が国の輸出も堅調に推移している。

次に国内の注目点である。第一に、生産はこのところ横這い圏内で推移している。6～7月の予測指数はプラスとなっているが、調整が長引いているIT関連を中心に、6月の鉱工業生産指数等を注視していきたいと思う。第二に、設備投資であるが、短観の2007年度計画等に示されるとおり引き続き堅調である。機械受注は横這い圏内の動きとなっているが、これは各社の受注残高が既に高水準であって、生産能力の制約等からこれ以上の受注には消極的とならざるを得ないことが影響しているとみられ、先行きの設備投資の基調は堅調であると考えられる。第三に、家計部門であるが、まず雇用・所得環境をみると雇用者数が増加を続けるもとの、給与所得の総和は引き続き緩やかながらも増加しているとみられる。また、配当収入も増加している。こうした状況下、個人消費も家計調査等に示されているとおり、概ね底堅く推移しているものと思う。第四に、中小企業であるが、短観では、ここもとの原材料高等の仕入価格上昇を販売価格に転嫁しきれないことが収益を圧迫して、業況回復がやや足踏みしている姿が示された。ただし、この中小企業も全体では2002年度以降6期連続の増益の見通しで、売上高経常利益率も改善方向にあることから、緩やかではあるが景気拡大の効果が次第に波及してきている状況には変化がないと思われる。第五に、物価面であるが、国際商品市況は原油価格が米国のガソリン需要期入りや、製油所の稼働率低下等を受けて10か月振りの高値に上昇し、CRB指数も底堅く推移している。その他の鉱物資源についても、例えば石炭では新興国等の需要が高まる中、主産地である豪州では、鉄道、港湾等のインフラ未整備、あるいは労働力不足といったボトルネックに解消の目途が立っておらず、発電用一般炭等は既往最高値を更新している。ボトルネック解消のためにはインフラ整備が不可欠であるが、これがさらに鉄、あるいはエネルギー等の需要を高める面がある。このため、資源価格は当面高止まりか、さらには上昇する可能性が高いとの見方が多くみられる。こうした状況下、川上の企業物価指数は円安もあって高めの伸びを

続けている。5月のCPI（除く生鮮）——コアCPIであるが——は前年比-0.1%となっているが、前回も申し上げたとおり、石油製品、パソコン・プリンタ、あるいは薄型テレビ等の合計でもウエイトが5%に満たない僅かな商品群のマイナスが大きく影響している。これらの特殊要因とそれ以外の部分に分解してみると、後者は、引き続き上向きのトレンドラインに沿って動いている。こうしたことから、引き続き、景気悪化に伴い物価が下落していくといった状況ではないとみられる。コアCPIを構成する全523品目の動きをみると、上昇品目から下落品目を引いた数は、基準改定後の2006年1月以降で最大であった4月の47品目をさらに上回って、54品目となっている。また、これまでに値上げ方針が示されていたマヨネーズ、果汁ジュース、ティッシュペーパー、タクシー代といった身の回り品目では、現実に値上げが実施されたし、またCPIの統計上も指数前年比がマイナスからプラスに転じ、あるいはプラス幅を拡大している状況である。また、食材関連で2、3年前にはなかった言葉で最近よく聞かれるのが、日本勢の「買い負け」という言葉である。食品メーカーでは、魚、肉などが国際市場で逼迫して調達価格が上昇し、例えばツナ缶詰は7月、8月に9年振りに値上げ、それからハム、ソーセージは2年連続で9月に値上げの方針が示されている。これを受けて食品スーパーでも値上げを視野に入れつつあって、6月の住民税定率減税廃止の直後は消費マインドに悪影響が及ぶので我慢をしても、秋にはタイミングを見極めて引き上げたいという意向が強いようである。経済の成熟に伴う消費の二極化等を映じて、コアCPIの数字一本では基調が読みづらくなっているだけに、今後とも背景にある動きをつぶさにみて、基調が上昇方向にあるのかどうか、予断を持たずに検証していきたい。第六に、不動産市場であるが、REIT価格は長期金利上昇もあって調整している訳だが、不動産取引自体は引き続き活況である。東京都心で大型のオフィス・ビル建設ブームが生じていることはご案内のとおりであるが、オフィス需給が逼迫するもとの、中小ビルの賃料も15年振りに下げ止まったという情報もある。また、ゼネコンで

は、これまでは資材価格が高騰しても施主の立場を慮って見積もりには反映しなかったが、足もとは最終的には通らないことを承知のうえで、見積もり段階で、打診的に値上げを申請する動きもみられている。さらに、建設労働者が払底して、東北の現場から親方以下のチームをこれまでの1.5倍ないし2倍のコストを掛けて連れてきているという例もある。こうした動きも、建設コスト上昇を通じて、地価の上昇に影響するのではないかと考えている。都心における物件取得は、今のところ実需が主体であると思われるが、超低金利、円安を利用した内外からの、やや投機的かと思われる投資も見受けられる状況が続いており、そろそろ警戒が必要かと思う。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

展望レポートの中間評価を軸に、金融経済情勢についての意見を述べたいと思う。第一に景気情勢であるが、日本経済は今までのところ、海外から、そして国内の最終財・サービス需要の双方に大きなばらつきを持ちながら、それが逆に相互に補う形で、比較的安定した成長経路を辿っていると考えている。GDP成長率は1~3月は純輸出が大きく伸び、そして統計作成上の綾から消費の伸びが恐らく実態よりも大きく出たため、高い成長率となり4~6月はその反動で伸びが小さいと考えられている。あるいは、ゼロ近辺に落ちる可能性が高いと考えられている。しかし恐らく、4~6月GDP発表に合わせて、1~3月GDPも下方修正される可能性もあるので、2四半期を均せばしっかりした姿がみえてくるのではないかと考えている。そして展望レポートの見通しの範囲内でこの構図が大きく変わることは考えにくいと思う。そこで景気については執行部の「①」案に違和感はなく、ほぼ展望レポートの見通しどおりに推移していると考えている。しかしながら、今後については幾つか注意しなければならないポイ

ントがあると思われる。

まず米国経済の見通しである。前回会合から比べれば、皆様のご指摘されたように、近未来についてはさらに霧は晴れているように思われる。しかしながら、一部ヘッジファンドの行き詰まりにみられるサブプライム問題の不透明性が、他の金融市場にどの程度波及していくのか、いないのかまだ疑心暗鬼の状態にある。市場は今のところは落ち着き、大きな影響がでる懸念は後退しているものの、米国金融市場はこのところ自分を震源としたショックに見舞われていないため、実際にショックが起きた時にどのようなことになるのか不確実性が高いのも事実である。同じように中国も資産市場に過熱の状態がはっきりしつつあるように思われ、党大会に向けてどのような推移を辿るのか、それが中国への日本の輸出にどのような影響をもたらすのか注意をしてみたいと思う必要があると思う。

国内では、3月頃から申し上げているが、住宅市場、特にマンション市場が転換点を迎えているように思われる。これは巷で言われている住宅ローン金利の上昇の影響と言うよりかは、マンションの土地仕入価格の上昇がマンション価格に転嫁され、最終需要者がその価格での購買は控えるようになったためである。これは長期的にみればヘルシー・コレクションであり、市場メカニズムが働いていることの証左でもある。しかしながら短期的には景気に負の効果を与える。ここで生じる需要減退を他の需要増加が補う形になるのかを見守る必要があると思っている。その点、ヒアリング情報等でIT部門の調整が終わりに近づいている——先程、岩田副総裁からこれに対して若干疑問が出たが——、終わりに近づいているようにみえているのは良いサインであると思う。しかしそれが本物かどうか慎重に検討する必要があると思っている。また、消費者需要の中のビッグチケットアイテムである自動車に対する需要減退が止まるのか慎重にみていきたいと思っている。特にモデルチェンジが最近幾つか出ているし、今後もし出ていくと言われているが、どの程度需要を喚起するのかを慎重に見守っていく必要があると考えている。また、経済を取り巻く情勢にも流動化の兆しがあり、それが消費センチメントにどのように影響を与えている

のかもみていく必要があると思っている。

第二に物価情勢であるが、国内企業物価については執行部の「①」案に違和感はない。消費者物価については、かなりリザベーションがあるので、それを説明したいというふうに思う。全国CPI(除く生鮮)の変化率は、年度替わり後の4月は -0.1% であり、また5月も私を含めて市場予想どおりの -0.1% であった。正確に申し上げると、私の予想は -0.081% であるのに対し、結果は -0.112% 、つまり3bp低く、そのため前回申し上げた丸め誤差効果で切り上がる効果は結局なかった。次に6月の予測であるが、前回はゼロ%になる可能性が高いと申し上げたが、6月東京の速報値にある全国共通価格等の情報をみると、6月も -0.1% の低下に止まる可能性が高いようである。昨年、ワールドカップのために旅行シーズンが1か月前倒した影響が調査統計局から指摘されているが、それだけではない。全国共通価格ではないが、全国的に同じ傾向をもつ薄型テレビの下落率がこのところ縮まってきていたのだが、再び拡大したということも影響している。さらには物価上昇を示唆する新聞報道をよくみるが、物価指数には依然として現われていない。特に世界的には上昇している食品価格が、輸入価格の上昇にもかかわらず、末端に上昇の気配が少ないことが特徴的である。

7月以降の予測であるが、ガソリン・灯油が7月9日のレベルで一定となり、家賃に変化がなく、他の価格も前年同月と同じ季節性の変化のみをすると仮定すると、8月から10月頃まで -0.2% 程度に沈んだ後、11月～1月にゼロ%となり、2月に $+0.1\%$ 、3月に $+0.2\%$ になるというかたちになる。この場合は年度平均が -0.069% 、つまり -0.1% となり、政策委員の大勢見通し中央値 0.1% から外れるだけでなく、大勢見通しそのものの幅 $0.0\% \sim +0.1\%$ から外れることになり、2007年度は、展望レポートの見通しに概ね沿って推移するとは言い難くなる。しかしながら、ドバイ、北海ブレントは2月、3月と急騰し、その後小休止の後再び騰勢をみせていること、そして末端価格は大体2、3か月遅れることを考慮すると、これよりは高めに推移すると考えられる。総需要超過傾向に変化がなく、新

間報道にある価格改定が現実化してくれば、多くの品目で年末からゼロからプラス基調への変化がみられる蓋然性は高いと思う。ただし、このところ秋口にガソリン灯油が高く、その後反落するという傾向があることには注意しなければいけない。従って、年度後半において急速に年度前半のマイナス基調の影響を消し去ることは難しく、せいぜい年度平均でゼロ%と考えるのが自然であると考え。さらにはそこを出発点として 2008 年度を考えることになるので、2008 年度の見通しも、その分布の中央値——中央値は+0.5%であるが——から下振れると考えられるが、下限+0.4%には収まっていると考えるのが、現在のベストエフォートでのエスティメイトであると考えている。

従って、消費者物価指数の中間評価については、政策委員大勢見通しの中央値からは下振れしているが、見通しの下限から大きく逸脱していない、という意味で執行部の案に賛成したいと考えている。そしてこの旨を、議事要旨で明確にしたいと思っている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気動向についてであるが、国内の I T 調整は、受注の先行きに関するミクロ情報等から判断して、漸く一巡の目途がつきつつあるように思われる。4~6 月の GDP は純輸出や消費の反動などからかなり低い数字が想定され、経済指標に若干の振れはあるものの、均してみれば 4 月展望レポートの見通しに概ね沿った動きであると評価している。米国は、住宅市場の調整が、これまでのところ、個人消費などに広範な影響を及ぼすことなく、ソフトランディングの蓋然性が高いとみている。展望レポートの中間評価の記述は、いずれも「①」でよく、基本的見解にも違和感はない。ただ、前回の会合でも指摘したリスク、特に米国を巡るリスクについては、その後公表された指標や各種情報等によって霧が晴れたというより、

むしろ、不透明感が若干増したのではないかと感じている。以下、特に気になるリスクについて、みておきたいと思う。

まず、米国経済についてであるが、市場による経済見通しの上方修正が長期金利の上昇をもたらした。レンジの切上がりが、住宅や消費者ローンなどを通じて、調整が遅れ気味の住宅や自動車需要に影響が及ばないか気になるところである。

一方、6月下旬の長期金利の低下には、サブプライム問題の再燃に伴う質への逃避が大きく影響している。すなわち、サブプライムローンを含むCDOに投資していたベア・スターン傘下の二つのヘッジファンドが、巨額の含み損を抱え、レポのマージンコールに対応できないという流動性問題に直面した。このサブプライム問題の再燃は投資家のリスク・アペタイトを低下させ、クレジット・スプレッドを拡大させている。現在のところ、堅調な雇用環境のもと、住宅市場を発信源とするクレジット市場の脆弱性が、米国のメインシナリオにまでは影響を及ぼしていない。しかし、サブプライムにかかる延滞や差し押さえが増えるのは、ARMsの変動金利への借り換えが膨らむこれからの見方が有力である。また、同様の失敗は英国でも見受けられ、氷山の一角かもしれない。さらには、サブプライム問題がCDOの再評価を通じて、LBOの延期や中止といった形でコーポレートファイナンスにも影響を及ぼしている点も気になる。今後、SECの調査や格付けの低下などの影響も加わるので、この問題の先行きは不透明であり要注意である。なお、インフレリスクについてであるが、足許コアPCEデフレーターは漸くコンフォートゾーンに収まってきた。しかし、労働需給の引き締め、原油価格や商品市況の高止まり、ドル安、生産性の低下等を勘案すると、再び伸びを高める可能性は小さくはないと思っている。

次に国内経済について、まず、前回指摘した中小企業についてであるが、原材料価格の高騰や円安が、大企業にも増して中小企業の収益に影響を及ぼしているようである。販売価格への転嫁が進まなければ、設備投資計画へ悪影響が出てくる可能性がある。また倒産については、増える傾向にあ

るが、最近では病院、観光、学校・教育などが上位に並んでいる。地銀が株主の声に促されて不良債権のオフバラ化に本腰を入れ始めたとの声が支店長会議で聞かれたが、今後の建設の倒産増については、競争入札の拡大や農業の担い手への補助金集中など制度変更の影響も考えられるので、地方から厳しい声が出てきそうである。このような動きは、ヒト・モノ・カネの効率的な配分という観点からは望ましい動きといえるものの、中小企業の収益動向や倒産状況については想定の範囲内で収まるかどうか、その実態をしっかりとみていきたいと思う。

次に個人消費についてであるが、足許の6月短観や消費者マインド調査、景気ウォッチャー調査などによると、ぱっとしない。その理由としては定率減税の廃止や石油、ガソリンの値上げなどが挙げられている。消費者の物価実感は購入頻度が高いものによって影響を受けると言われているが、足許、それははっきりとしたプラスとなっている。原油価格は昨年夏場と同水準にまで上昇している。昨年夏場に起きた個人消費の下振れを思い起こすと、今後の帰趨が気になる。税源移譲に伴う住民税の引き上げ、年金記録漏れ問題などもあり、平均賃金が伸び悩む中、ボーナスや配当収入、利子所得などの増加が、それらの影響を期待どおり相殺してくれるのか、丹念に点検していきたいと思っている。なお、賃金の動向については、原材料の価格上昇による賃金抑制効果や地方公務員の給与の減少など引き続き弱い動きもあるが、執行部の分析では、労働の稼動状況と名目賃金には明確な相関関係があるとのことであるし、団塊世代退職の賃金前年比へのマイナス寄与の拡大はこの第2四半期頃までとある。きまって支給される給与は5月に下げ止まったが、賃金が持ち直していくかどうか、気になるところである。

最後に物価である。このところ報道ベースでは値上げ品目が増えている印象であるが、なかなか実際のCPIに跳ねてこない。確かに、差別化された付加価値の高い商品は別として、期待インフレ率がゼロ近傍に張り付いているもとの、厳しい価格競争の中で値上げに踏み切るのは大変であるし、コスト転嫁を目的とする値上げの動きは、報道から受取る印象程末端

では広範化していないのかもしれない。しかしながら、企業側でも原材料コストの吸収余力が徐々になくなってきているのも事実である。競合他社を意識して値上げに踏み切れない企業が多いとすれば、裏を返せば、1社が価格転嫁をすると他社も追随する可能性が高いと言える。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可能性は高まる。また、グローバルにみてもデイスインフレよりもインフレの方に関心が集まりつつある。こうした点を踏まえ、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する。

野田委員

前回合会以降明らかになった経済指標や6月短観の調査結果、あるいは支店長会議での報告などをみて、我が国経済は、引き続き4月の展望レポートのシナリオに概ね沿って緩やかな拡大を辿っており、先行きも、緩やかな拡大を継続する可能性が高いと判断している。

日本経済の企業部門であるが、輸出は、海外の順調な景気拡大を背景に、基調的には増加を続けている。5月の輸出は、米国向けははっきりとした回復が確認できなかったが、中国を中心とした東アジア及びその他の地域のリバウンドにより、全体として、単月ではプラスに復した。6月の短観をみても、海外での製商品需給判断で、大企業・製造業の需要超幅が過去最高の+4をつけるなど、先行きも加工業種を主体に需要超を維持しており、輸出の4月の落ち込みが一時的なものであったことを示唆している。鉱工業生産であるが、5月の生産は、予想に反し前月比-0.4%となり、3月以来3か月連続で減少した。もっとも、減少幅は僅かであり、また後で述べるが、生産調整終了が近いとみられるIT・デジタル分野や自動車のほか、幅広い業種で増加が見込まれていることから、全体としては、生産

は早晚再び加速するとみている。設備投資に関しては、6月短観で、引き続き増加基調を辿るという中で、業種の裾野の広がりによって、堅調さが増していること、また、増加モメンタムは、展望レポートの想定と整合的に弱まっていくことが確認できた。また、非製造業が、含むソフトウェア・除く土地投資でみる限り、主役とは言えないまでも設備投資全体の支え役となりつつあることが鮮明となり、中小企業も、一見控え目ともみえるが、2006年度の上振れと均して捉えると、なお堅調という評価で宜しいかと思う。指標でも、5月の機械受注が前月比+5.9%と2か月連続でプラスに復し、建築着工床面積の水準も、今次景気回復期間中のピークを更新しており、これも短観との不整合はみられない。6月短観の設備投資計画のうち、土地投資計画であるが、非製造業において2007年度計画のマイナス幅が前年同期の調査に比べて大きいのに加えて、その計画の修正も、大企業・非製造業では前年同期調査の+3.6%ポイントの上方修正から、今回は逆に-5.9%ポイントと下方修正となった。業種でも、下方修正は建設・不動産にとどまらず、卸・小売、運輸、通信など広範な業種に及んでいる。これは、このところの都市部の地価上昇により企業が土地投資に慎重になっている可能性が考えられるが、これが不動産市況の落ち着きを示唆するものかどうか、今後の調査結果にも注目して参りたいと思っている。

ところで、リスク要因の一つであるIT・デジタル関連財——私は電子部品・デバイスより少し広い資本財、中間財、消費財全体を毎月みているが——の在庫の動きを5月の統計で見ると、資本財と消費財で顕著な減少をみたが、生産財は横這いでなお高水準にあり、全体では減少こそしているものの、マイナス幅は僅かなものにとどまっている。ところが一方で、6月短観の大企業・電気機械の製商品在庫水準判断をみると、昨年12月の+23から、3月+20、6月+18と漸減しており、企業の判断としては、ここ2四半期改善をみている。因みに、6月のこの+18という水準は、2006年3月の+17に次ぐ低い水準である。また、製商品需給判断をみると、国内向けでは3月-10から6月-6へ、海外向けでは同じく3月-6から6月-1へと、ともに持ち直し、需給の明確な改善を示唆している。このよ

うな短観の数値と、ここでは詳しくは述べないが、様々なマイクロ情報を勘案すると、IT・デジタル関連財の生産・在庫調整は終了が近づいてきているものとみている。

家計部門であるが、前回会合以降、雇用者所得が雇用者数の増加に支えられて緩やかに増加している状況に然したる変化はみられない。個人消費についても、足許までの指標の動きは区々であるが、どちらかと言えば、堅調さを示すものが多く、ボーナス商戦の出足好調といったマイクロ情報もある。先行きについては、雇用者所得の増加を背景に、消費も緩やかな増加が続くとの見方を基本的には維持している。もっとも、影響の度合いは測りかねるが、地方公務員の給与削減、住民税負担の増加、あるいは年金記録問題、さらには足許のガソリン価格上昇などの不安材料もあり、夏場の消費動向については、なお不確実性が高いと考える。

物価情勢であるが、国内企業物価は、原材料・燃料価格上昇の転嫁が継続するかどうかは、短観の価格判断などからみても不確実ではあるものの、目先、国際商品市況高は続くと思われることから、当面は高めの上昇率の推移を辿ると考えている。一方、コア消費者物価については、短期的な変動要因により振れを伴いつつゼロ%近傍で推移しているが、物価形成のメカニズムそのものには変化はみられていない。消費者物価指数の基調そのものの見方については変わっていない。

最後に、リスク要因の一つであるアメリカ経済について若干触れたいと思う。企業部門であるが、設備投資は、非国防資本財受注が2か月連続で増加した後、5月は前月比-2.1%となったが、これを四半期ベースで見ると、4~5月は前期比+3.1%と、2006年第4四半期、2007年第1四半期のマイナスからは回復しており、設備投資底割れのリスクは差し当たり解消したのではないかとみている。鉱工業生産は、際立った回復はみられないものの、自動車関連を中心とする生産・在庫調整に一区切りがついた感がある。6月の製造業のISM指数は、非製造業と同様に3か月連続で上昇し、企業部門の先行きの堅調を示唆している。個人消費は増加を続けているが、住宅市場の低迷長期化、ガソリン価格の上昇、長期金利のレベルシ

フトなど、消費を取り巻く環境は明確に変化しており、GDPベースでみた増加モメンタムは昨年末から年初に掛けての年率4%台からは大きく減速しているとみられる。この間、長期金利は、6月中旬までの急上昇の背景が、市場参加者の景況感の強まりを反映した実質金利の上昇であるとの理解が進む中で、サブプライム住宅ローン担保証券——RMBS——を原資産とするCDOの価格急落が発生し、これがCDO市場にとどまらず、クレジット市場における投資家のリスクテイク姿勢の慎重化に繋がり、さらには一部レバレッジド・ローン市場にも影響をもたらしている。今週に入って、RMBSの大量格下げが実施されるに及んで、株安、債券高になるなど、フライト・トゥ・クオリティの動きが再発し、為替市場では円キャリー巻き戻しに繋がった。昨日の米国市場は若干落ち着きを取り戻しているが、市場の緊張は続きそうである。これが行き過ぎた市場における一種のヘルシー・コレクションであるのかどうかの判断も含めて、その帰趨の見極めにはなお時間を必要とする。以上のように、アメリカ経済は、これまでのところソフトランディングへのパスから外れてはいないが、実体経済と金融市場の両面からダウンサイドの不確実性も軽視できない状況に入っていると思う。

なお、展望レポートの中間評価であるが、これまで述べたところから、景気、CGPI、CPIともに「①」が適切と考える。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

結論から申し上げますと、金融経済月報の基本的見解について、中間評価以外のパートは、執行部案で良いと思う。展望レポートの中間評価に関する部分は、景気は「②」、国内企業物価と消費者物価は「①」を支持したいと思う。景気について「②」を支持する理由としては、展望レポートで

示した景気拡大メカニズムに修正を加えるものではないが、展望レポート公表後の経済指標に限ってみれば、企業部門、海外経済そして家計部門においても、いずれも4月末時点における見通し、あるいはボードメンバーの当時の言い振り等との比較という観点からみると、幾分上振れて推移していると評価できると思う。その判断に至ったのは、個別の経済指標を丹念に分析した結果である。以下では、前回のMPM以降に入手した情報を中心に、具体的にコメントしたいと思う。

まず、6月短観である。6月の短観の結果について、市場ではサプライズの少ない内容とあっさり受止められたようだが、4月の展望レポートのメインシナリオが維持されているか、上振れ・下振れ要因のアップデートという観点から分析したいと思う。展望レポートに盛り込んだ「経済・物価情勢の見通し」をサポートするポジティブな内容が多く含まれていたと評価できるのではないか。今回の短観からは、海外経済、企業部門が足許引き続き好調であり、当面その好調が維持されると企業が予想していることが窺われる。

まず、海外での製商品需給判断DIが改善し、明確に需要超過になったことから、第一の上振れ・下振れ要因に挙げた「海外経済の動向」については、米国の景気減速がその他の地域の好調な景気動向によって十分に相殺されていることが確認できた。また、2007年度の大企業・製造業の事業計画の前提となっている円ドル相場が1ドル114.40円と、足許の為替動向との乖離が大きく、売上・収益計画には相当のりしろがあることを示唆している。そのほか、大企業の電気機械では、業況判断DIが前环比1%ポイント改善し、先行きも3%ポイント改善する見通しに加え、国内での製商品・サービス需給、海外での製商品需給、製商品在庫水準DIが3月調査に続き、6月調査でも改善するなど、第二の上振れ・下振れ要因に挙げた「IT関連財の需給動向」についても、IT関連の在庫調整が長期化するリスクを後退させるデータが多かったと思う。

設備投資については、製造業から非製造業へのバトンタッチが今ひとつ確認できなかったが、全規模・全産業のソフトウェアを含み、土地投資額

を除く設備投資額をみると、製造業が前年度比+7.2%、非製造業が同+5.9%と、2006年度実績に比べて、両者のギャップが縮小している。製造業の内訳をみると、素材業種が同+13.4%、加工業種が同+4.5%と、2006年度実績に比べると、素材業種が堅調を維持する一方、加工業種の伸び率の鈍化が目立つ。そのため、製造業中心の設備投資回復から、製造業と非製造業のバランスが取れた設備投資回復にシフトする兆候は窺える。景気も同様だと思う。中小企業・製造業のソフトウェアを含み、土地投資額を除いた設備投資額をみると、2006年度分が前回調査比+12.6%ポイント上方修正された後、2007年度も同+8.2%ポイント上方修正されており、設備投資回復が中小企業・製造業に波及してきたと言える。

その一方、個人消費関連で弱さが目立つなど、好調な企業部門から家計部門への景気回復の広がり若干遅れていることが示された。また、円安進行と穀物を含めた国際商品市況上昇が仕入れ価格を上昇させ、中小の輸入企業を中心に企業収益を圧迫した結果、足許、先行きを含め、大企業に比べて中小企業の景況感の回復が遅れていると推察できる。ただ、この点は展望レポートでも想定された範囲内であると評価できると思う。

次に、7月6日の支店長会議における地方経済に関する支店長からの報告について若干述べたいと思う。6月短観と整合的な内容であったというのが私の判断である。色々あったが、それらを総括すると、円安進行に不安の声がある一方、IT部門の在庫調整について楽観的な見通しが示され、第3次利上げに対して慎重さを求める声もあるものの、経済実態に合わせたペースの利上げを望む企業が多いような印象を受けた。地方金融機関が不良債権の最終処理に動き始めた結果、倒産件数は増加しているが、構造調整が着実に進捗しているとも判断できるのではないかとの印象を持った。また、「円安は輸出企業にはプラスだが、素材業種などのコストアップにも繋がっており、行き過ぎの面もあると受止められているようだ。とにかく為替相場が安定してほしいとの声が多い」という福岡支店長の報告に代表されるように、円安と国際商品市況高の同時進行によって、輸入企業を中心に、収益が圧迫されている状況が報告された。為替相場の安定は

金融政策の直接的な目標ではないが、外為市場での円独歩安の背景には、我が国と他国との金利差拡大期待、外国市場のボラティリティ低下の一因として本行の緩やかな利上げテンポが継続するとの見通しがあることを考えると、利上げ継続期待を後退させないような情報発信は続けていく必要があると感じた。

最後に米国経済について述べるが、住宅投資の減少が続く一方、設備投資の回復、製造業の在庫調整の終焉、引き続き堅調な労働市場など、全体的にみれば景気はソフトランディングに向かっていることを確認できる指標が足許増えている。一方、北米のガソリン不足は目先の懸念要因である。原油の過剰在庫とガソリン在庫の少なさがポイントである。原油在庫が多いということはOPECが増産に動きにくい十分な理由になるし、実際OPECは増産に否定的なコメントを繰り返している。ガソリン在庫の水準が低い中で、ガソリン需要が高まる季節に入っており、今の在庫レベルでは少し不安である。もし、ハリケーンがきて製油所の稼働率がまた下がるというようなことになると危機的な状況になるリスクがある。ガソリン需要期が終わる9月過ぎまで、このような緊張感がある相場展開が続く可能性が高いため、石油関連製品の価格は下がりにくいと思込まれる。原油価格は夏場に一時的に昨年の高値近い水準まで上昇する可能性は否定できない。この点からも米国ではインフレ懸念が根強く残ることになると思う。

金融市場では、サブプライムローン問題の波及が引き続き懸念されており、投資家のリスク資産に対する投資が慎重化する兆しがみえる。延滞率の上昇、担保権の行使や貸出条件の変更など、サブプライム住宅ローンの質的悪化は続いているものの、CDOの処分売り、ホーム・エクイティー・ローンを組み込んだ証券化商品の価格評価の妥当性に対する疑問など、足許では金融市場におけるリスクに焦点が当たっている感がある。また、証券化市場はこれまで大きなストレスが掛かった経験がないアンテストドなマーケットであるだけに、クレジット市場全体に影響が波及する可能性、それから欧米の投資銀行によるストラクチャード・ファイナンス物の

組成・販売ビジネスに影響が出る可能性があること。また、長期間に亘って主要国では、長期金利の低位安定とクレジット・スプレッドのタイト化の状況が続いていただけに、ベア・スターンズ傘下の運用会社が運用する二つのファンドの問題の影響が一巡したところで、再びクレジット・リスクをとる投資行動が再燃すると、CDO市場の調整の第二ウエーブの影響が大きくなるリスクがあること、CDO市場は、伝統的な銀行システム外の問題であるだけに、中央銀行が金融政策で対応できるものではないにもかかわらず、Fedの利下げ期待が再燃する可能性など、まだまだ不安は完全に払拭できない。そのため、この問題について、今後も留意していくべきであるが、米国の住宅投資減少は、ファンダメンタルズの問題から金融に限られた問題に変化してきたともいえ、我が国の金融政策運営を考えるうえで大きなウエイトを占めるのものとは思っていない。以上である。

福井議長

各委員から一通りご意見を頂戴した。今回は中間評価を行うということもあるので、これまでに明らかになった様々なデータをもとに、経済・物価情勢の見通しについて、展望レポートで示したシナリオに沿った展開となっているかどうかをより明確に確認することがポイントではないかと思う。各委員からお示し頂いた見解を通してみると、まず世界経済については、展望レポートで示した我々のシナリオから逸れているというご見解はなかったと思う。引き続き地域的な広がりをもって全体として堅調な拡大が続いていると表現できるのかなと思う。その中では、米国経済について、引き続きリスク要因を孕んでいるということも共通のご指摘だったかと思う。緩やかな景気調整局面が米国経済については続いているとのことであるが、焦点はなお住宅市場の調整、その帰趨如何だと思う。住宅市場の調整そのものが進んでいる訳であるが、住宅在庫の水準がなお高いことからみると、住宅市場の調整は多少事前の想定よりも時間が掛かっていることは否めないと思うし、実体面の調整が当然金融面の調整を伴ってくるということはそう不思議なことではなくて、米国の場合にはサブプライ

ム・モーゲージ・ローンの調整という形で始まり、今、若干クレジット市場全般についてリスクテイクの度合いに関する見直しが進んでいる、こういうような状況ではないかと思う。それ全体が健全な調整、ヘルシー・コレクションの範囲内で最終的な帰趨を迎えるかどうかという点について、引き続き不透明感が伴っている。特にサブプライム住宅ローン問題に端を発した金融面の調整が思わぬ広がりをもって、逆に実体経済に悪いフィードバックを起こすリスクはないかという点の議論が今日も多かったように思うが、事前の予測はなかなか難しく、今後よく注意をしていく必要がある。海外から伝えられる様々な情報でも、こうした問題がひょっとしてラクダの背中を割るようなことにならないか、つまりたいしたことないと思っているのがいつの間にか大きな問題を引き起こすことがないかといった問題指摘もあるが、同時にヘルシー・コレクションが進んでいるのだとの見解と並行して進んでいる訳であるので、その点よくみていく必要があるということかと思う。米国以外では、ユーロエリアあるいはアジアをみても、前回会合以降そう目立った変化はない。引き続きユーロエリアについては、輸出の堅調な伸びが続くもとで、設備投資や個人消費の増加傾向も続いており、比較的内外需のバランスの取れた景気拡大が続いている。加えて言えば、英国も内需を中心に高めの成長が続いている状況ではないかと思う。英国では金融面の措置も追加的に採られている。アジアは、中国のややロングランなリスク要因について、西村委員からもご指摘があったが、現状は内外需ともに力強い拡大が続いている。固定資産投資もやや過熱気味ながら引き続き高い伸びを示している。消費者物価指数は食料品価格が中心と言われながら、少し水準が切り上がってきている状況だと思う。NIEs、ASEAN諸国あるいは地域では、輸出は緩やかに増加しているほか、内需の堅調も続いていて、総じて緩やかな景気拡大が続いていると思う。なお、原油価格は、WPIでみて70ドル台前半まで上がってきており、引き続き原油価格の先行きについて読みにくい状況が続いている状況だと思う。

国内経済であるが、全般に経済が動くメカニズムとしては展望レポート

で示した線に沿って引き続き概ね順調に推移している。特に企業部門の動きは、短観、あるいは先般の支店長会議の報告の内容に照らしてみても、比較的展望レポートの見方をサポートするものが多かったのではないかと思う。企業部門では、やはり売上、収益見通しは引き続き堅調であるし、設備投資も引き続き増加している。短観の売上高、経常利益については、2007年度全体としては3月時点から上方修正されている状況であるし、設備投資も2007年度については全体として3月調査から上方修正されている。設備投資は緩やかに鈍化しつつ、先行きも増勢を続けるというシナリオであるが、短観はこのイメージをサポートしていると思う。個人消費も非常に、微妙に振れていくものなので見方が難しいが、やはり「底堅く推移している」という言葉で捉えれば、そういう状況ではないかということである。雇用が順調に伸びている。そして賃金の伸び率は極めて不満足であるけれども、合わせてみて雇用者所得の緩やかな増加があるし、配当所得等を加えると、家計部門の収入はそれなりに増加していて、それが底堅い消費を支えているという状況に変わりはないと思う。消費の中身について、天候要因に伴って振れがあったり、あるいは乗用車の販売のようにやや長期傾向的に減少しているものもあるといった懸念材料も含まれているが、全体としての動きは、この6月以降の夏場の消費の動向をもう少し補ってみれば、我々ももう少し自信がつくのかなと、そういうふうなことではないかと思う。経済全体の回転であるが、鉱工業生産が足許横這いであり、この点も事前の予想よりは少し横這いが長引いている感じがある。ITの調整が多少長引いたこと——終局に近づいているというご意見もあったが——とも関連している可能性があると思うが、先行きについては、企業ヒアリング等からみる限り、あるいは支店長会議の報告等をもみても、基調としては「生産は増加している」という考え方は十分サポートされるものではないかと思う。調査統計局の企業ヒアリング等で7~9月期の生産は前期比+1%程度の増加に転ずる見通しと、昨日の調査統計局長の報告でもこの点については確信があるという話があった。恐らくそういうことで、生産・出荷・在庫の関係をみると、総じてみればバランス良く循環

が続いているということではないかと思う。なお、雇用・所得環境については、主要企業のこの夏のボーナスがどうかということも一つの材料になると思うが、各種のアンケートをみると、総じて今年の夏ないし昨年冬並みの増加が見込まれている状況である。ボーナスも目立って急に増えることはどうもなさそうであるが、そこそこの伸びが保たれていくのかなというのが今の見通しである。こうした点で日本の景気は緩やかに拡大していると引き続き評価されると思うし、何人かの委員もご指摘のとおり、先週の支店長会議でも、地域による程度の差は引き続きあるが、全ての地域で引き続き拡大または回復方向にあることが確認されたと思う。

そこで4月の展望レポートとの関係でこの景気動向をどのように評価するかである。水野委員は足許上振れているという評価であったと思うが、その他の委員は——若干コメント付きの委員もいらっしゃるが——、「見通しに概ね沿って推移する」と評価された方が大勢であったと思う。私自身もそのように評価している。なお、金融市場、米国のクレジット市場の状況については既に触れたが、その他世界全体として長期金利の上昇が一度起こり、今少し落ち着き気味に推移しており、従来と比べてもう少し推移を見極めていく余地が残っている感じである。物価情勢の方であるが、国内企業物価は国際商品市況高などを背景として3か月前比でみて上昇している状況である。目先も今の国際商品市況高を前提とすると、上昇を続けていく可能性が高いとみられる。この点、展望レポートとの対比で、2007年度は見通しに比べて上振れる、しかし2008年度の上昇率は見通しから変更の必要はないという点についても、若干コメント付きの委員もおられたが、この点については全員揃っていたと思う。それから消費者物価の方であるが、前年比ゼロ%近傍で現在推移している、この先もゼロ%近傍で推移しながら先行きはより長い目でみれば上昇基調で推移していただくということで、展望レポートとの対比でも「①」がサポートされている。若干コメント付きの委員も勿論いらっしゃった訳であるが、そこまで含めて言えば、全員が「①」と評価されたと思う。十分に纏めきれていないが、概ねそのようなことではなかったかと思う。今の纏めに対しても

コメントを頂戴したいと思うし、あるいは委員から出された様々な論点についてさらに追加的に議論をして頂きたい。私自身、岩田副総裁からご指摘のあった、3.8%という失業率をどう理解するかという点は非常に重要だと思っている。確かに高齢者の再雇用とか女性の労働力を活用しやすいような条件変化があったという前提のもとで、岩田副総裁は就業定着率の上昇と言っておられるが、あるいは完全雇用失業率が低くなっているのを見るのか、この辺りはよく分からない。いずれにしても労働市場がどこまでタイトになっているかについての判断基準が少し変わっているのではないかと、こういうご指摘である。その点はコスト面あるいは需給面から物価の動きにどう跳ね返るかという一番基調的な判断に繋がる点であり、重要な点ではないかなと思っている。

水野委員

若干補足させて頂きたい。国内経済の話については色々と意見があつて、私もそうだなと思うところもあるが、まず外部環境についてだけお話ししたい。まず各国の経済見通しについて、それぞれの国あるいは中央銀行、国際機関が出している数字であるが、アメリカは3か月前に比べると大体想定された2%程度、中国は10~11%と少し高くなっていて、ユーロ圏は明らかに上振れている。本行の国際局もユーロ圏についてはアップデートしている、というのがまず一つ。あと世界的に株が上がり、金利が上がっているが、これはマーケット、エコノミストの日本も含めた景気の見方が若干春時点よりも高まっているということ、この二つを指摘したい。あと、円安については、調査統計局のモデルを回すと経常利益あるいはマクロ経済にかなり効いてくるのだが、そう考えていくと潜在的にはこの円安というのも景気を押し上げる要因に入ってくるのではないかなということもある。あと、4月に皆さんが何を言ったかメモをみてきたのだが、その時に比べるとかなり今日は明るかったと思う。数字だけではなくて、特に消費については当時かなり慎重なトーンがあつた。消費については、私はでき過ぎだと思う。また、4~6月のGDPは多分ゼロ近傍だと思っている。

ただ強気だった私からみても、数字は出てきていないが、1～3月のGDPの年率3.3%も強かったし、4～6月がゼロになっても2007年は少し高めの数字で着地しそうだなどという感じが今出ている。以上補足である。

福井議長

水野委員のご見解は、経済の循環メカニズムはシナリオどおり動いており、そのうえで短観の中身、支店長会議の報告の中身、その他最近までに出てきたデータをみると展望レポートで想定したレベルよりも…。

水野委員

この3か月について…。

福井議長

ポジティブなデータの出方である、こういう評価をしておられると。

水野委員

然り。4月は、私一人が浮いていた、楽観的過ぎたという感じだったという印象を受けたのだが、このところの決定会合や今日の皆さんの判断を聞いているとそれ程違いがないなという感じを受けた。

福井議長

違わないと。

水野委員

然り。

福井議長

逆に他の委員の方々からは如何か。最近のデータは、微妙な差ではあるが、シナリオで想定したものに比べてよりポジティブであったかどうか。

水野委員

「概ね」であるから。

須田委員

宜しいか。上振れているかどうかについて、数字を意識されているのか、それともメカニズムを意識されているのか。

水野委員

メカニズムは先程も申し上げたように修正を加えるものではないが、その当時議論されていた話、それから展望レポートのメインシナリオ、それから二つのリスク要因——ITと海外経済——を考えると、ITについては皆さんの意見が割れているが、以前程は心配はされていないかなという印象を受けた。また、世界経済は、アメリカはともかく他は良いということとは多分異論の余地はないのではないかとということである。メカニズムの話はもうこれは良いという前提で話している。

須田委員

私自身は、この数か月だけみたら、この金融問題があまり実体経済に影響を与えていないということで、景気はしっかりしていると思うが、例えばここから何か月か先を思うと、やはり今起きていることは何か気持ちが悪い。どういうことが起こるか分からない。証券化市場、そういったものが一体どういうことになるか分からない。福井議長もおっしゃったが、ひょっとしたらヘルシー・コレクションかもしれない。それだったら良いのだが、それとももっと悪いことなのかもしれない。上振れるのか、下振れるのか、ナイトの不確実性ではないが、本当に分からないというのが私自身の今の実感なのである。だからやはりこの問題は少し様子を見ておいてということ。

水野委員

だからこそ、4月に示したレポートに比べると、今までは「幾分上振れている」、先行きは「見通しどおり」と…。

須田委員

そういう意味ではない。足許という意味ではなくて…。

水野委員

先行きというのはどこまでか。

須田委員

というか、私自身は、景気がしっかりしているというのは想定どおりなのである。元々消費については、雇用者所得対比で強くないけれども、雇用者所得が緩やかに増加するのに見合った形で消費は増えていくだろうと思っていたし、ITは年央位にはどうにか片がつくだろうと思っていた。そういう意味では想定どおりであって、想定どおりのリスクを考えた時に、この辺りはあまり変化はないと。

水野委員

メモをみると、須田委員自身はそれ程変わっていないなという印象だが、出された数字だけみていくと少し高めであるな。大勢見通しで出されているのは2.0%~2.1%…。

須田委員

だから数字では私は判断しない。

水野委員

分かった。

須田委員

0.1%や0.2%の数字の変化では判断しない。だからこそ、最初に数字なのか、メカニズムなのかと質問した訳である。

水野委員

数字も含めてということである。数字だけではなく、リスク要因についても、あれは本当にリスクと思ったから私も賛成して実際に展望レポートに書いたのだが、ソーファー、杞憂に終わった部分も若干あるなどということである。

福井議長

そうだな。

水野委員

ソーファーである、あくまでも。だから先行きは変わらないということ。

岩田副総裁

少し宜しいか。世界経済と日本経済の全体を通して、より明るくなっているかどうか、より強くなっているかどうかであるが、私の見方は、原油価格の上昇は実体経済にはやはり基本的にはマイナスなのだと思う。

水野委員

ではなぜ原油は上がったのか。

岩田副総裁

それはジオポリティカル的なリスクと……。

水野委員

そうかな。

岩田副総裁

それからアメリカの…。

水野委員

それだけではないと思う。

岩田副総裁

勿論、バックグラウンドとしては健全に世界経済が拡大しているということがあると思う。そういうことがベースにあったうえで、原油がどうして上がっているかということ、ナイジェリアで起こったストライキとか、あるいは油井の破壊とか、そういう地政学的な話プラス金融市場のやや投機的な動きが加わっているのである。去年も起こったことであるが、70ドルを超えていくというのは、やはり私からみると、世界経済の強さを考慮したうえでのファンダメンタル・プライスよりも、やはり上振れの方向に動いていると思う。「上がる」ということは私からみると実体経済面ではマイナスだと思う。例えば、アメリカの個人消費をとってみても、今明らかに実質所得が目減りして、第2四半期の個人消費の伸びは恐らく2%以下——1.4%とか、場合によると1%~1.2%とか——になるのではないか。これまで4.4%伸びた訳だが、それが1.2%位に落ちる可能性があると思う。であるから、私はマーケットがやや安心し過ぎたという点であるが、実態をみると、個人消費と設備投資両方合わせたものを私はいつもみているのだが、それが特にここへきて急に良くなっているということはない、両方合わせて。

水野委員

私はアメリカの話は言っていない。

岩田副総裁

続けさせて頂くと、アメリカのGDP成長率は3%近くになるが、個人消費でいうと、4%から1%台に落ちるといことが今みえている。であるから、GDPの見掛けの数字に惑わされるべきではない。

水野委員

勿論そうである。

岩田副総裁

基礎となるのは個人消費や設備投資だと思っているが、そこをみると、ここへきて決して強くなっている訳ではない。多分アメリカで少し明るさが増したのは、鉱工業生産部門の在庫調整が進んでいるということである。ISMなどが以前よりも良くなっていることはプラスの材料である。しかしながら、その一方で住宅部門の調整がやや金融面で広がりを見せていて、その波及効果というのが現在のところまだ少し見極めがたい。昨日、須田委員から、住宅価格の伸びが鈍化しているのだからどこかに影響が出るのではないかというお話があったが、私もそれは現実に出ていると思っている。それはどこに出ているかというと、消費者ローンである。消費者信用のところ、これまでエクイティ、つまり住宅の価格が上がって、消費者ローンを借りられて、それが所得になっていた部分がある訳だが、それがストップし始めて、その結果、自動車ローンやカードローンなどへの依存度が実は高くなっている。住宅価格の伸びが鈍化した部分は、差し当たり借入れによって凌ごうと、消費者信用残高の伸びなどにやや過度に依存することになっている。しかしながら、この住宅価格は、昨日も申し上げたが、ケース・シラーだと2%落ちていて、在庫水準が高いということを見ると、これからまだ下がる。ケース・シラーの指数は、サブプライムとか高額物件も対象に含んでいる一方で、地域限定なので限界があるとか、色々ご議論があると思うが私はOFHEOよりもケース・シラーの方

が傾向をみるには良い指数だと思っている。

水野委員

下がるというのは、新築の住宅である。

岩田副総裁

さらに住宅価格が下がっていくと、それが個人消費に影響してくる。これは石油価格とも関係するのだが、石油価格が思ったより相当上がったうえに、さらに住宅価格が下がるという、両方が重なった時に個人消費がどれだけレジリエントでいられるかというところは、私はかなりの不確実性を今も残していると思っている。製造業で少し調整が進んできたということは明るい材料なのだが、それと同時に先行き、世界経済のエンジンであるアメリカの個人消費——私はそう思っているが——が減速してくるということの効果を決して過小評価すべきではないと思っている。以上である。

野田委員

その個人消費については先程私も詳しく述べたが、あそこで触れなかったことでもう一つ言えば、雇用がちょっとパズルなのである。雇用統計上は減少しつつも底堅いという評価が一般的に言われているようだが、相当な遅行指標であり、第1四半期までの1年間をとってみるとGDP成長率が2%を割り込む位まで落ち込んできていることを考えると、雇用ももう少し先行き細っていくとみて良いのではないか。また、前に岩田副総裁も少しご指摘になっていたが、統計としてみた場合、これだけ景気回復が続いている中で、景気回復前半と中盤、後半で少し現実と数字の出方が違うのではないかという意見もある。さらに、これも議論したことだが、労働者の中に統計上把握できていない移民とかそういう方々も入っているとすると、実際にはもう少し雇用の面で不安を抱えているのではないかというようなこともある。これは不確実性が高いものだから先程私の発言の中

には付けなかったが、そういうものを含めて考えると、今岩田副総裁がおっしゃったアメリカの最大のエンジンである消費が足許落ち込んでいることは多分間違いないのだと思っており、先行きについてそう楽観的にみて良いのかどうかという感じは持っている。

岩田副総裁

住宅についてもう一点付け加えたい。昨日も少し質問したのだが、エコノミスト誌を読むと、10月までに多額のアメリカの変動金利モーゲージが高い金利でリセットされるという報道がある。バンク・オブ・アメリカの推定によると、2007年中に約5,000億ドルの変動金利モーゲージが200bp高めにリセットされると。2008年には7,000億ドルがリセットされ、このうちの75%はサブプライムだと言われている。住宅の調整というのは、言ってみると貸付条件の厳格化など金融面での厳格化なのだと思う。それはまだこれから出てくる可能性があると思う。それからCDOなどは——先程、水野委員の方から詳しいご説明があったが——、組成の段階で実はメザニン・レベルのものに他のものを混ぜて外から分からないようにして、AAAだとかAAの格付けを取得しているが、PIMCOのグロス氏などは、これはトクシク・ウェイスト——毒がある屑——を撒き散らしているとおっしゃっている。何かセンチメントが少し資本市場で悪くなっているところがあると思う。もう一つは、レバレッジド・ローンでは明らかに今金利が上がり始めていて、似たような作り方をしている商品についてやはり疑念が出ており、ジャンク債のレートが上がるとかM&Aが進みにくくなっているといったこともある。現在の問題というのは200億ドル程度と言われているのだが、類似したような市場の流動性、ファンディング・リクイディティではなくて、マーケット・リクイディティが低い商品というのはかなり広範に存在しているので、その波及度合いをよく見届ける必要があるのではないかと思う。LTCMの時は、48億ドルの資本で、25倍のレバレッジを掛けて1,200億ドルの資金を運用していた。また、デリバティブの想定元本が実はその10倍位で、あの時は国債が主に運用対象

だったので、直ちに広範にマーケットに広がったのに対し、今回の対象は流動性が低く、ある意味では限定しやすいところがあるのだが、ただそのインパクトをあまり過小評価すべきではないと私は思っている。

水野委員

宜しいか。まず3か月前からもう分かっていたことが幾つかある。延滞率が上がってくる、差し押さえ、フォークロージャーが増えてくる。それから格付け会社が格下げする。これらは多分もう分かっていた、プロの間では。それが顕在化して、メディアがそれを取り上げたからニュースになっているという話であると思う。それから1998年との違いというのは、取り敢えずのフライト・トゥ・クオリティというのは、トレジャリーが買われているだけであって、アメリカからお金が出ている訳ではないし、流動性の高いものにシフトしているということは取り敢えずマーケットが壊れている訳ではない。あの時のレバレッジの掛け方と今同じように掛けているのは証拠金取引をやっている人、あるいはこの間の二つのサブプライムローンのプロダクター位で、全部がそうだと決め付けるのではなくて、あくまでもリスク要因としてテイクノートしておこうと言い続けていくのが正解である。住宅の問題は時間が掛かるというのは、もうアメリカのFedも認めているということなのだと思うが、それに加えて金融の問題をどこまで考えるかというのは、これはもうあくまでもリスク要因としての位置付けでしかなく、今はそれ以上の呼び方はないような気がする。ただ、私はないと言っている訳ではない。

福井議長

LTCMの事件の時は金融高度化の初期の段階であるし、かなり金融に特化した現象ということもあったかなと思うが、その後やはり経済のグローバル化、それから金融資本市場の国際的なインテグレーションが進む中で金融技術の高度化が進んだということだから、リスクのアセスメントの仕方などもあの頃とは随分違ってきている。

水野委員

10年前と同じではない。

福井議長

従って、実体経済の調整と金融面の調整とがやはり並行して進むというのはある意味で自然である。しかし、進む時には相互にコントラクションの影響をフィードバックするから、そういう意味で全体としての調整が最後までいわゆるソフトランディングでいくのか、ある時突然ハードランディングの領域にいくのかという、やはり総合的な判断が必要ではないか。サブプライムのマーケットだけみていてどうかとか、あるいは住宅市場の調整だけみてどうかというのではなくて、やはり米国経済全体と金融のある意味でのコレクション、この呼吸が合って最後までソフトランディングでいくかどうかと、こういう難しい判定ではないかと思う。米国経済の場合には住宅市場の調整がある程度進んでも周辺の経済が強いし、金融市場もリスクの取り過ぎについてはヘルシー・コレクションを起こすだろうし、一時的にフライト・トゥ・クオリティで疎開していれば調整も上手く終わって、またクレジット市場そのものも健全なリズムを取り戻すといったような、こういうメカニズムでいくかどうかという問題だと思う。私は、こういった問題は調整が長引けば人々の不安心理も強まるし、ある時点から悪い循環が始まるリスクがあると思う。そういう意味では住宅在庫の水準がいつまでも高いという点はちょっと気になっている。やはりソフトランディングというからには在庫水準が自然に下がっていくという姿が見えれば価格、あるいは他の経済への波及、それから金融市場のコレクションがどの程度で良いか、全て読みやすくなるのだが。従って、やはり根源は住宅市場の調整そのものが少し遅れているというところにはありはしないかなという気がする。

水野委員

昨日も少し野田委員から補足して頂いたが、住宅在庫であるが、新築と中古とでは市場のサイズが違う。新築は作り過ぎても値段を下げて業者が売れば済むのだが、中古のところは上がって高止まってきた。これはちょっと気を付けた方が良い。そういうことである。

須田委員

中古はかなり高止まってきた。

水野委員

然り。高止まっている。

野田委員

先程水野委員が住宅問題というのはファンダメンタルズ問題から金融市場の方の問題になっているとおっしゃったが、金融市場の問題になっているからそれで良いのだというふうに聞こえたのだが。

水野委員

そうではない。

野田委員

金融市場問題が逆に実体経済に跳ね返ってくるという部分もある。

水野委員

勿論、それもあり得る。

野田委員

そこにリスクがあるのだが、そうなる蓋然性が高いとは誰も思っていない。そこにリスクがあるというところで議論されている。

水野委員

然り。リスク要因としてテイクノートということで、それをメインにアメリカの…。

野田委員

メインにしているというところについては、私は異論はないが。

西村委員

宜しいか。三点程申し上げたい。一点は、アメリカについて、今、福井議長が住宅市場の減退に対して他のところが強いとおっしゃったが、その一つの要因はネット・エクスポートが非常に強いということである。ネット・エクスポートが強いということは、歴史的にドル安の影響が非常に強い——日本はそれより安くなっているが——ということである。ドル安の影響が強いということは逆に言えばアメリカに対する輸出国へのプレッシャーという形になるので、それは基本的に中国とかそういうところからかなりのプレッシャーが掛かるという形になる。その影響がどうなるかについてはまだあまり明確には分からないのだが、かなり大きな影響を及ぼす可能性があると思っている。それがまた中国の情勢変化という形で世界経済に及ぼすという形があるのではないかとと思っているが、その点についてはまだ分析が全くないと思うので、これから考えていかないといけない点ではないかと思っている。第二に、住宅に関しては、これはやはり基本は消費の問題と考えるべきであって、今は皆、一所懸命持ち堪えている訳であるが、この持ち堪えるということが、将来金利が下がる、若しくは景気が再び強い回復をもたらすということを前提にしているので、それが実際に見えなくなってくるということがもし起こるとすると、かなり大きな逆のサイクルが起こると思う。この点はやはり十分考えていかななくてはならないと思っている。三番目は、評価であるが、私は4月の展望レポートはこういった将来に亘っての不確実性が依然として残るということを考え

て作られていたのだと思う。そういうことから考えれば、私は「上振れ」というよりは全くそのとおりきていると、どうしても思わざるを得ないので、「上振れ」というのが私は理解できないのだが。その点をもう少し説明して頂けないかと思う。

水野委員

先程大分時間を取らせて頂いて説明したつもりだが。数字ではない、メカニズムは変わっていないといった点はシェアしていると。リスク要因として挙げたところでは、アメリカはともかく中国、ユーロ圏については今のところは明るい話が出ている。先行きはまだリザベーション付きなので、皆さんと同じだということが一つである。それからITについては、皆さんの意見にもあるように、ある程度目処が立ってきたという見通しであるので、4月時点との比較において言えば明るい話の方が出ている、上か下かといった時には、下の方のリスクは減ってきたのではないかなということだけである。

西村委員

新しいリスクも増えている、先程言ったように。それを両方勘案すると、トントン位ではないかなと思うのだが。

水野委員

そこがまさに感覚というかセンスの問題なので。だから意見が割れてしまうのである。

西村委員

最終的なところなので、どうしてもそういう形になってしまう。

水野委員

然り。だからそこはまさに「概ね」というところに乗るか乗らないかだ

けの話なので、そこは意見が収斂する必要はないのではないか。

西村委員

リスクが解消した方に、より…。

水野委員

4月の時にはリスクとっており、私もそれに賛成していた訳だが、それに比べると、住宅の問題は今のところ個人消費には波及していないという意味ではアメリカも2%位はいきそうだなという感じだということと、日本の個人消費について言えばややでき過ぎかなという感じはするが、今のところ、雇用が中心ではあるが良い数字が出てきているということである。その位である。

福井議長

先程、西村委員からお話があった日本のマンション市場の調整の話であるが、昨日も調査統計局長から日本の住宅市場について若干そういう新しい——リスク要因とまではおっしゃらなかったが——指摘があった。一頃、アメリカで設備投資を新しいリスクファクターとして注意しようということであったものの、然程でもないかなというように少し変わっている一方、日本の場合、住宅市場の調整が大きなリスク要因になるのかどうか。私は都心部の高額マンションが馬鹿売れするのはおかしいとっており、それが土地の値段が上がったことにより自然調整されるのは極めてヘルシーなコレクションであるので、そんなに大きなリスクなのかなという気もするのだが如何か。

西村委員

私はヘルシー・コレクションだと思っている。基本的に、元々買い急ぎがあった訳ではないので。この辺りで少しスピードが早過ぎるということがあるのと、それから業者があまり消費者のことを考えずに、サプライ

ヤーの都合で需要のないところに作ったという部分が多いので、その部分に関しての調整はある。ただ短期的にはやはりそれなりのマイナスの影響が出るので、それがどういう形で吸収されるのかはみていかなければならない。あと、センチメントに少し影響が出てくるかなというのが若干心配ではあるが、全体としてみるならば、元々凄く大きな動きではなかったもので、ヘルシー・コレクションで暫くはただただとした形で続くのではないかなと思っている。

野田委員

都市部はおっしゃるとおりであるが、地方も少し弱ってきている。そこが少し心配である。

水野委員

勢いがなくなってきた、明らかに。

須田委員

外資、不動産ファンドが出ていって、需要がないところに作り過ぎてしまったという、そういったギャップは東京よりも地方で感じる。

野田委員

この間の支店長会議では、そこはあまりはっきりとはみえてきていないから、それぞれの報告にはあまりなかったが…。

西村委員

地方でファンドが出ているのはオフィスである。

野田委員

地方のマンションとかも少し過熱感が出てきている。

水野委員

中核都市の。

野田委員

中核都市である。

水野委員

マンションの話である。

福井議長

そういう調整は金利を上げなければ起こらないようなものだった
が、金利が上がる前から価格をみて調整が起こるなどというのは、極めて
ヘルシーなことではないかなという気がする。

西村委員

先程も申し上げたが、これは金利とは関係がない。

野田委員

ヘルシーなのかもしれないが、地方の場合はやはり地域経済そのものが
そう強くないものだから、ここ2、3年はかなりそこに…。

福井議長

頼ってきた。

野田委員

然り。頼ってきたところがあるので、それがやはり急に縮小してくると、
地方の景況感に相応の影響があるだろうとみている。

水野委員

ゼネコンなどは仕事が減るということである。

西村委員

あと最近、これは青森支店長から直接聞いたのだが、グループホームというのが流行っているらしい。実は貸家建設なのだが、一見、社会福祉的な様相に見えるものが結構増えているようなので、そういったものがこういった動きの時に全体の中でどう動いていくのか、これから十分注意してみていかななくてはいけないと思っている。

亀崎委員

先程のサブプライムのお話であるが、他への波及という観点では、一つは株価があると思う。サブプライムローン取扱上位行の株価はやはりサブプライム問題が表に出てきた2月から4月に掛けてぐっと下がっている。今年の1月1日を100とすると2月までは100の上をずっといっていたのだが、2月、3月、4月と95辺りまで下がり、4月の後半以降6月18日頃までは100以上に戻ったが、6月18日以降7月まではまた98まで下がってきている。これはサブプライム取扱上位行である。もっとも低いところは3月に上場廃止になったところもあるが、取扱上位行でそういう数字が表われている。一方、大手の米系商業銀行については、やはり2月、3月、4月とずっと90位まで下がってきた。それから一旦戻したが、100には至らず、6月になって少しずつ下がってきて、今は90まで下がっている。この間、一行は概ね100を上回って推移してきたが、今は下がる局面にあり、100近傍の水準にいる。米系投資銀行はほとんど影響を受けていないが、一部には90とか、さらには85位まで下落している先もある。このように、大手商業銀行や投資銀行でも、サブプライムローン取扱銀行と同じようなトレンドを辿っており、しかも6月以降少し下がり始めているということである。要するにサブプライムローン問題がどこまでどれ位の期間波及するかみる必要があるというのは、こういうところにも現われているのでは

ないかと思う。

水野委員

あと、クレジット・デフォルト・スワップである。CDSのマーケットでのプレミアムはゴールドマンも含めてまだ拡大したままなので。

岩田副総裁

今の件について少し私も申し上げる。先程、市場流動性とファンディングの流動性というのは区別すべきだと申し上げたが、実は流動性というのは、その概念、理解が人によって色々異なっていて、Googleで引くと1万から2万、あるいは3万も定義があるという話もあり、的確に捉えることは難しい。だが、金融機関のレバレッジの比率で流動性をみるとすると、今お話があったが、アメリカの商業銀行の場合はレバレッジ比率と資産価格はあまり相関がない。レバレッジ比率にターゲットを持っていて、それ以上はレバレッジをあまり高めようとしめない。ところが投資銀行はそうではなくて、実は資産価格とレバレッジ比率が正の相関を持っている。主要な投資銀行は全てそうである。プリンストン大学のシン先生がこの前、バーゼルで開催されたコンファランスで発表されて凄くおもしろかったのだが、その発表によると、資産価格が上がる時はどんどんレバレッジを上げる、下がる時は急に下げるということであった。私は、このようなレバレッジ比率と資産価格の正の関係は、もう少し一般化して言うとファイナンシャル・アクセラレーターで、バブルが発生しやすくなる一つの原因であると思う。清滝氏のモデルだと元々マーケットにフリクションがあって、その結果バブルが起きやすいという話なのだが、あまりフリクションがなくても——投資銀行は凄くラショナルに行動していると思うが——、レバレッジ比率と資産価格が正の関係を持っているということであれば、実は内在的に不安定化要因を抱えていることになる。であるから、ファンディング・リクイディティという面で言うと、多分まだ今は世界的に決してタイトになっているとは思わないが、しかし思った程ルーズかどうかは

実は議論の余地がある。それはリンゼー氏が言ったとおりで、今、主要国の実質短期金利は1990年代後半とほぼ同じところまで戻ってきているが、流動性の過剰度合いを量で計る場合、コンセプトが沢山あり過ぎてよく分からない。

水野委員

流動性はまぼろしであるから。

岩田副総裁

結局、金利で計るということであれば、良いところまで段々戻ってきているのではないかと思うが、ファンディング・リクイディティは以前と変わらないにしても、マーケット・リクイディティが急にドライアップすることは起こり得て、それが資産価格を大幅に動かすという内在的なリスクがある。確かに、ヘッジファンドであれ何であれ、以前よりもリスク管理は凄く改善していると思うが、決してそのリスクがなくなっている訳ではないので。

水野委員

ある部分について言えば強まっているのかもしれない。ストラクチャー・プロダクトを作って販売していくことで収益を挙げてきたのがこの1年位のインベストバンクなので、そのビジネスが途絶えてくるとかなり厳しくなるかもしれないということで、おっしゃるとおりである。

西村委員

LTCMの場合は大分前から色々噂があって、その時に多分レバレッジを皆下げたのだと思う。逆に言えばそういうレバレッジのある程度の様相が分かればアーリーウォーニングシグナルになるのだが。多分そういうことは既にFRBNYでやっていると思うが。

福井議長

それはかなりの経験にはなっている。やはり一定の法則はないし、リクイディティというのはある日突然なくなってしまう訳である。さて、先程の失業率の3.8%が循環的要因によるものか就業定着率の上昇によるものかという点について、もし門間調査統計局長から何か分析があればお願いしたい。

門間調査統計局長

前月お答えしたことからあまり追加的な分析はないが、先程、岩田副総裁がおっしゃった定着率その他によって判断するのは難しい面もある。最も機械的に行われているのは、いわゆるUV分析という伝統的な手法である。これを使ってやると確かに構造失業率もこのところ低下しており、今のレベルでみると3.6%ないし3.7%程度が構造失業率なので、3.8%であっても依然としてそれを若干上回っていることになる。どうもこの1年程度の傾向をみると、実績の失業率が低下しているのにほぼ合わせて構造失業率も低下しているという感じもあるので、そこはいわば企業あるいは労働マーケットの調整能力に応じて失業率も低下してきているという面も多分にあるかと思う。それともう一つは、先程と似ているが、別系列のいわゆる労働参加率、これ自体ももしかすると足許これまでみていたよりも構造的に上がってくる可能性があるかもしれない。まさに団塊世代の再雇用や、様々なパートなど就業形態の多様化が広範に起こってきており、それが単に循環的なものを超えて構造的に上がってくるとすると、これまでみていたよりも労働供給が構造的に増えてくる可能性があると思っている。そうすると、冒頭、武藤副総裁がおっしゃったかと思うが、私共の資料にも書いてあるように、生産年齢人口が低下していく中で、1%程度の雇用増があるとすると、どこかでかなり需給が引き締まってくるという計算になるが、そこには労働参加率があまり上がらないという前提がある。その前提がもし構造的に崩れてくるとすると、意外と引き締め感が出てこないという不確実性はある。今申し上げられるのは、以上の点だけであ

る。

福井議長

あと支店長会議の時、また、今日の議論でも出た中小企業のグローバル化のもとでの経営困難、そして規模の小さい失業の増加という点である。これをどう考えるかだが、直ぐに景況感に結び付けられる面もあるけれども、やはりこういう構造変化が今後恒常的に続いていく、むしろこうした新陳代謝が経済のダイナミックスの源にもなるという形で続いていく訳である。そうした失業の増加に対して経済全体はどの程度レジリエントであるかという測定を同時に加えておかないとならない。失業の増加だけで経済は悪いのだという認定はしにくいステージにもう入っているのではないかというのが私の個人的な見解なのだが。

野田委員

昨日などもマスコミ、テレビなどが直ぐ反応して、ややジャーナリストティックに中小企業は大変だ、大変だと言っているのだが……。

福井議長

いや、大変なのではあるが。

野田委員

どうも一方の視点でしかなくて、マクロ的な視点、構造的な視点というのが全くないものであるから、その辺りはある程度我々の考え方というものも何らかの形で発信していくことが必要だと思う。

福井議長

なかなか難しいのである。

野田委員

難しいとは思う。あまり言うと……。

福井議長

倒産が起こっても平気だという感じではない訳で……。

野田委員

金融経済懇談会でそんなことを言うつもりはない。

水野委員

そうか、安心した。

福井議長

新陳代謝という意味は、経済の中で新しい機会が増えてくるという意味で、企業そのものがトランスフォームされていくということである。ただ、過渡的には摩擦が起こるので、それを経済が吸収できるかどうかということだと思うが。

水野委員

やはり我が国は雇用の流動化が凄く少ないな。アメリカとは違う。

須田委員

ただ、建設などかなり年齢層の高い人が多い業種では団塊世代がリタイアするという格好で上手く出て行くということが一番良いのだと思う。だが、その後の生活が……。

福井議長

リタイアメント後が保証されていればの話で……。

須田委員

以前であれば自宅で農業といったようなこともあったのだが、もう補助金を貰えなくなってしまっているから、そういうところも今後は少し厳しい声が出てくるのではないかなというのが先程申し上げたことである。

中村委員

この前ゼネコンの人と話したのだが、都心では労働力が足りないと。地方ではこういう状況なので余っているのだが、なかなか移動しない、隣の県ですら移動しようとしなないということを指摘されていた。

水野委員

実家がゼネコンなのでよく分かる。

中村委員

そうか。本当は足りないところがあるのに移動がない。

野田委員

新卒者レベルだと随分流動している。やはり中高年は…。

福井議長

隣の県でも、良い病院のそばにあるマンションにはどんどん他県からの引越しが進んでいるという話がある。

水野委員

そういう意味では地公体がどういう形で雇用創出に頑張って協力するかが凄く重要だと思う。雇用があるからだけではなく、学校も必要だし、病院も必要である。

福井議長

さて他に宜しいか。それではここで一回コーヒブレイクを取りたいと思う。11時25分から再開する。

(11時14分中断、11時25分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。会議を再開したいと思う。なお、議事運営上のことであるが、議長職権によりと言うと大袈裟になるのだが、今回の政策決定会合以降の休憩時間の休憩の取り方について申し上げる。このコーヒブレイクは従来どおりにしたいと思うのだが、例えば議案作成のための中断であるとか、政府の方から大臣等とご連絡の必要があってそのための休憩のご要請があり休憩をとる場合には、外とご連絡をとる必要がある政府の方以外のメンバーはできるだけこの部屋に留まって頂きたい、つまり、申し訳ないが拘束させて頂きたいと思っている。情報管理のためである。どうしてもお手洗いという場合もあるかと思うが、できるだけこの時間帯に用を済ませておいて頂きたい。申し訳ないが、今後はそういう取扱いにさせて頂きたいと思っている。

それでは本題である。当面の金融政策運営に関する討議を始めたいと思う。お一方、改めて5分ずつということで発言して頂きたい。まず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・物価情勢を踏まえると、次回決定会合までの金融政策運営については現在の調節方針を維持するということが良いと思う。先行きの金融政策運営についても、4月展望レポートで示した基本的な考え方を維持することが適当である。要するに、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てリスク要因を

点検しながら、経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うということである。こうした考え方に沿って、情勢を見極めていくべき点としては、何か特定の指標なり、特定の分野を念頭に置くということではなくて、見通しの蓋然性とリスクを幅広い視野で確認していくことが重要であると考え。私としては、前に申し上げたとおり、日本経済は概ね展望レポートに沿った展開を辿っている蓋然性が高いと考えているので、今後これまで蓄積してきたデータや情報の分析をさらに深めたいと適切な政策判断に繋げていきたいと考える。

市場あるいは報道においては、来月8月の利上げ観測が強まっている訳だが、こうした局面では特に慎重な情報発信に努める必要があると考える。先月の会合でも申し上げたが、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試みは避けるべきである。余談めいた情報発信は市場との対話を妨げ、また合議制の趣旨にそぐわないと考える。あくまでも、第一に我々の政策運営の基本的な考え方を一貫して説明し、第二に経済・物価についての情勢判断を丁寧に説明していくという、この原則に忠実な情報発信に努めるべきであるということを改めて強調したいと思う。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

金融政策運営については、現時点では、中間評価を踏まえて、さらに足許のデータ及び先行きの我々のシナリオの蓋然性、確かさをしっかり見極めるべきであると考えており、変更なしということで宜しいかと思う。

主なリスク要因としては、既に先程述べたとおりであるが、原油価格の過度の上昇というのは、アメリカでは勿論、日本の場合も個人消費が昨年夏以降やや弱含んだ一つの有力な要因だと今も考えている。最近のセンチメント——消費者動向調査、あるいは景気ウォッチャー調査——をみると、

持続性がないと私は考えている。よく円が安いので早く金利を上げるべきだという議論があるが、金利差については、長い目でみても、長期金利一つとってみても、相当の差があるので、決して直ぐに縮まるものではない。それから前にも触れたが、1985年以降1995年までの間、日米の金利差は常にアメリカの方が有意に高かったのだが、それでも円高は極めて急速に進んだ。その時に
——当時
だった——から聞いた話だが、アンカバード・インタレスト・レート・パリティが極めて良く当てはまると。つまり均衡に向かう動きが仮にあるとすれば、それはいつかは戻るはずで、均衡に戻る力が弱いマーケットはレジリエントでないと私は思っている。その意味では、外国為替市場がどの程度レジリエントであるかが試されていると、私は今の状況を見ている。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

次回までの金融市場調節方針については現状維持とし、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。前半のパートでも述べたように、我が国の経済・物価情勢は4月展望レポートのシナリオに概ね沿って推移していると考えているが、金利水準の調整を一步進めるかどうかについては、なお幾つかの点検もあるような感じもする。

既にもう述べたことではあるが、海外については、米国経済のソフトランディング・シナリオがさらに実現性を増していくのかどうか、サブプライム問題の拡がりがどういうことになっていくのか、また、国内については、企業部門が底堅く推移している訳だが、家計部門への波及が順調に進んでいくのかどうか、個人については消費が崩れることはないのか等を見ていきたいと思う。また、消費者物価については、先行き緩やかに上昇していく可能性が高いとは思っているが、ここもと低い数字も出ており、物

価の上昇テンポの不確実性がこれ以上高まる惧れがないかといったこともみていく必要があると思っている。

最後に金融市場の動きについては、長期金利がそのまま落ち着いた動きをみせていくかどうか、また、為替市場において、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着することで行き過ぎた取引活動が生じ、中長期的にみて、経済・物価の振幅を大きくするリスクが高まるようなことがないようにみていきたいと思っている。以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

今回については、現行の金融政策運営方針を維持することが適切であると思う。ただし、以下の状況を勘案すると、金利水準の調整を検討すべき局面に差し掛かりつつあるのではないかと思う。

すなわち、景気については前半のパートで述べたとおり、緩やかに拡大を続けている基調に変わりはない。また、物価も基調としては徐々に上昇方向に向かっていると思う。この間、為替市場では、円が金利差等を背景に売られやすい地合いが続いて、実質実効為替レートでみると、プラザ合意以前の円安水準に達している。しかも、ボラティリティは低位安定している。こうした状況下、超低金利や円安の長期化を前提としたとみられる動きも目立つようになってきている。例えば、シカゴ IMMにおける円ショート・ポジションが既往最高水準になったことから窺われる円キャリートレードの一段の積み上がりや、海外からの日本の不動産市場への投資の活況、あるいはクレジット・スプレッドの低位安定等に現われていると思う。これらの動きについては、警戒が必要となる段階に差し掛かりつつあるのではないかと思う。こうした中、市場金利をみると、長期金利が1.9%近傍にまで上昇して、ユーロ円金利先物レート、OIS金利等の短期市場金利も8月以降の利上げを概ね織り込んでいる。

従って、今回の会合以降、以下の諸点を中心に検証して、その結果、物価安定のもとでの経済成長が続くということに確信が持てるようになれば、小幅の政策金利引き上げを行うことが適当であると考えている。第一に、米国の景気動向である。先程も議論があったように、住宅市場の減速がどの程度の範囲で収まっていくのかや、ガソリン高・長期金利上昇等の個人消費に与える影響等について検証したい。第二に、日本の生産動向である。鉱工業生産指数は、このところ横這い圏内の動きを示しているが、6～7月に掛けては回復する予想が示されている。これが実際にどのように推移するか、特に、調整局面の長引いているIT関連の状況についても注視をしていきたい。第三に、最近の原油高、長期金利上昇が日本の企業部門の活動あるいは、消費マインドに与える影響もみていきたいと思う。第四に、コアCPIであるが、今後原油価格が上昇すれば前年比マイナス要因が軽減されて、秋頃にはプラスの方向になっていくと思うが、今後の動向について注視していきたいと思う。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

次回までの金融政策運営方針であるが、これは現状維持が望ましいと考える。既に金融経済情勢で述べたように、米国経済、中国経済、IT部門の調整、消費動向等々、まだ経済のトレンドの動きについて不確実性があり、慎重に判断しなければならないと考える。経済を取り巻く環境にも不確実性があり、消費者センチメントの動きを慎重にみていかなければならないと考える。この点、景気との相関が薄れてきてはいるものの、景気ウォッチャー調査の最近の弱さの背景に何か隠れていないか十分に検討する必要があると考えている。

一点程付け加えたいと思う。「展望レポートのシナリオどおりに沿っていると中間評価で判断するなら、その時点で政策金利を上げないと、日本

銀行の論理が破綻する」ということがまことしやかに言われているが、こうした議論の方が論理的に破綻している、というよりもそもそも論理になっていないことを明確にしておきたいと思う。第一に、展望レポートでは「中長期的な物価安定の理解に照らして、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考えられる」としている。中間評価の時期に政策変更を判断するとは言っていないし、そもそも展望レポートには政策変更を特定の時期、インターバルで行うような叙述はない。

第二に、展望レポートのシナリオどおりに沿っているということは、徐々に金利水準の調整を行うための必要条件であるが、十分条件ではない。そもそもそれは、十分条件になるような要件ではない。必要条件と十分条件を理解していない人が多いので、これは困ったことだと思っているが、十分条件は、それに加えて経済・物価情勢の改善の度合いが十分である、ということが含まれて初めて満たされるということがこの叙述のポイントである。

第三には、このような議論——先程申し上げた巷の議論であるが——では、まるで中間評価以外のタイミングでは展望レポートのシナリオを吟味していないかのような印象があるが、これは全くの誤りである。各政策決定会合では、政策委員は展望レポートの見通しと現下の情勢を常に比較しながら、つまりその時点、時点で中間評価しながら、政策判断をしていると私は理解している。ただ、毎回、毎回中間評価する、というのは煩瑣であるし、コミュニケーション・ポリシー上も複雑過ぎるので、半年おきの展望レポートの中間の時期に、形式の整った中間評価をしているというのが私の理解である。以上である。

福井議長

須田委員、お願いする。

須田委員

前回会合の時と同様に、市場では、一貫して8月利上げを織り込み続けている。さながら全会一致で8月の利上げを待っている状態と言っても過言ではない。そうした状況に、私は一抹の不安を禁じ得ない。というのは、前回の会合の場でも申し上げたが、そもそもこの8月利上げを急速に織り込み始めた頃、経済指標に対する分析に基づき、経済・物価情勢の現状及び先行きについて市場が自ら判断した結果として、8月に収斂していったようには思えなかったからである。その証左として、OISの8月というピンポイントの織り込み度合いは、5月の鉱工業生産指数など弱めの指標が出てても全く揺らぐことはなかった。単なる利上げタイミングの当てっこをしているのであれば、経済を映し出す鏡としての市場の重要な機能が失われてしまう。今年度下期以降を展望した時に、このまま本当に標準シナリオをトレースし続けることができるのか、市場とともにしっかり見極めていくことこそが重要だと思っている。今の私には、自信を持って大丈夫と言える程の確信はない。他方で、次のような解釈もできる。すなわち、物価上昇圧力が弱く、2%程度の経済成長率がトレースされるもとの、概ね半年に1度の利上げを実施してきたというこれまでのトラックレコードに、「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」との説明を当て嵌めれば、現在の標準シナリオにおける利上げのペースは差し当たり半年に1度の利上げという答えが出てくる可能性も否定できない。こうした基本的な金融政策運営が維持されるもとの、現在の標準シナリオの蓋然性が高いとするのであれば、前回利上げから半年後の8月が次回利上げのタイミング、と考えるのは素直な読み方と言えるかもしれない。さらに、標準シナリオが指標の単月の振れによって左右されることはない市場が学習しているのであれば、OISの織り込み方が月次の指標によって揺らがなかったのも当然と言えるだろう。実際、市場はこのように捉えている可能性もある。問題は、それに、経済・物価情勢の先行きに関する市場参加者の分析、判断がしっかり基礎付けられているかどうかである。また改善度合いに応じて柔軟に利上げのタイミングを調

整するかどうかである。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だと評価しているが、先程はリスクファクター、特に下振れリスクに焦点を当てて意見を述べたので、慎重に受止められたかもしれない。これは利上げを考えている時には下振れ方向で間違えるリスクがより意識され、私自身それをより意識しているためであって、経済・物価の先行きについて下振れリスクが現時点で大きくなっていると考えている訳ではない。ただ現時点ではサブプライム問題を契機とした金融市場の動きに不透明感が拭えないということである。落ち着きどころはどこか、それをある程度見極めるのにどの程度の時間が掛かるのか見当がつかない。従って、現時点では標準シナリオをトレースしているとの判断をより確信を持ってできないので、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思う。

金融市場を巡る現在ある不透明感、不安感は、現在進行中の大型のLBO案件が上手くいき、銀行監督当局や格付け機関の対応がより明らかになれば、次第に解消していくように思う。霧が思いのほか早く晴れる可能性もあるが、そうでないかもしれない。次の利上げ提案をする前に、そのような動きが、特に遅れ気味の住宅の調整や消費へ悪影響を及ぼすことがないか、見極める必要があると思っている。なお、フォワード・ルッキングに政策を行うことから、私自身としては指数や様々な傍証から標準シナリオの蓋然性にある程度確信が得られれば、躊躇なく政策変更を提案したいと思っている。次回決定会合までに、賃金、生産、電子部品・デバイスの在庫調整、米国への輸出などについては改善度合いをチェックできるので、そういった面からは標準シナリオの蓋然性についての確信度合いを高めることができるのではないかと期待している。勿論、標準シナリオの蓋然性の程度についての判断は、これら個々のデータの数値から行うのではなく、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働き、息の長い成長と長い目でみた消費者物価の緩やかな上昇が実現するかどうか、その可能性の程度についての総合的な判断による。いずれにしても、予断を持つことなく経済・物価の先行きについてより確信が持てるかどうかしっかりと検討を深

めていきたいと思う。

最後に、円安が行き過ぎであるので、それを阻止すべく第二の柱によって利上げを、といった議論がかなり見受けられるので、これについて意見を述べておきたいと思う。円安については、今の財政引締め、金融緩和というポリシーミックスのもとでは、ある意味当然生じることであって、そのどこまでがファンダメンタルによるものか判断はできない。また、ビッグマックなど内外共通の財を用いて円安過ぎるといった議論は可能だが、現実経済では絶対的な購買力平価が成り立たないので、そのような議論から、現在が均衡レートから円安過ぎるといった答えを出すことも意味がない。内外金利差があるもとでは、現在円安になって円高期待を生まなければ市場は均衡しようがない。資本取引による影響が大きくなっているもとで均衡レートを求めるのに、そもそも貿易で加重平均した為替レートを用いることも適当ではない。従って、この問題は円安過ぎるかどうかの判断からみていくのではなく、行き過ぎとその巻き戻しを引き起こしやすい環境をずっと生じさせておくことが適当かどうかということだと思う。それはその他の資産価格についても同様だと思っている。以上である。

福井議長

今回は現状維持ということで。

須田委員

然り。

福井議長

野田委員からお願いします。

野田委員

我が国の経済・物価情勢は引き続き、4月の展望レポートのシナリオに沿って緩やかな拡大を辿っており、先行きも緩やかな拡大が続くというシ

ナリオ実現の蓋然性が少しずつ高まっていると判断している。私は、前回会合で先行きについて、より確かなコンフィデンスを持つには幾つかの点についてなお検証していく必要があると申し上げた。すなわち、一つにアメリカ経済のソフトランディング・シナリオの蓋然性、二つ目に長期金利急上昇の落ち着きどころと、それが及ぼす影響、三つ目に国内の生産循環の立ち直り具合、四つ目に個人消費のトレンドの見極め、五つ目に消費者物価形成のメカニズムについての再検証であった。これらに対する見方については、前半パートで少し詳しく述べたところであり、一つ一つについて、ここで繰り返して改めてあげつらうことはしないが、要約して申し上げれば、前回会合時に比べ、先行きに対するコンフィデンスは総じてより確かなものになったと思う。しかしながら、現時点ではなお、その不確実性について吟味、熟慮を要するリスク要因が残っているとも考えている。従って、次回会合までの金融政策運営は、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という現在の金融市場調節方針を維持することが適当であると考えます。

ところで、前回会合以降の市場の動きをみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、誘導目標水準近傍で総じて安定的に推移する一方、ターム物レートや本行資金供給オペの落札レートは、8月の利上げ観測を織り込み、また、政策決定会合間のOISレートは、前回会合時点よりも若干低下したものの、8月の75%との織り込み度合いになっている。私としては、現時点での市場の金利観を参考にはするが、これを予断とすることなく次回会合に向けて、先程も述べた吟味、熟慮を要する幾つかのポイントを含めて、新たに利用可能となるデータ、情報の一つ一つを虚心坦懐に丹念に点検して、総合的な判断に努めて参りたいと考えている。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員からお願いします。

水野委員

次回のMPMまでの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.75%前後で推移する、すなわち25bpの引き上げを提案したいと思う。この提案に賛成頂ける可能性はあまり高くないと思うが、補完貸付については短期金融市場の機能向上のため、その適用金利である基準貸付利率を1.25%にすること、すなわち、いわゆるロンバート・レートは50bp引き上げて同レートと無担保コールレート（オーバーナイト物）との乖離幅も50bpとすることも提案したいと思う。

今回、利上げを提案する理由については、第一に、経済情勢の現状評価として、4月の展望レポート時点の想定を幾分上回るか、少なくとも当時の見通しに沿って推移していると考えられること、加えて先行きについてもその見通しを維持できると個人的には判断しており、展望レポートで指摘した下振れ要因が顕在化する蓋然性は特に高まっていないことを挙げたいと思う。第二に、経済情勢に基づいて政策変更が可能との判断に至った場合には、速やかに決定し実行すべきであることも理由として挙げたいと思う。また、円安進行、国際商品市況の高騰に企業経営者が不安感を募らせ始めている。政策変更の直接的な理由とは考えていないが、早めの政策対応が為替相場や国際商品市況の安定に副次的に寄与する可能性がある点も指摘できるのではないかと思う。その他、以下では利上げ時期として7月と8月以降のタイミングの選択について私なりの考えを申し上げたいと思う。本年1月の政策決定会合時に議論した際には、展望レポートのシナリオのうち足許の景気と消費者物価の評価について幾分下振れているとの意見が大勢であったため、フォワード・ルッキングな金融政策運営と足許の経済指標をより丹念に点検することは両立し得るものであったが、今回、そうした状況にはないと思っている。いわば、1月の時点では多くの方が感じていたような霧が今回立ち込めているかと言えば、むしろ、霧は晴れつつあるのではないかと思う。利上げのタイミングの問題について、ここ数か月を展望すると7月よりも8月以降の政局に不透明感が高まることによって金融市場が混乱する可能性もあると思われる。金融市場で

は8月利上げをイメージしているが、7月ではなく8月以降であるという理由を政治的な要因に求めている。今回、現状維持する理由をファンダメンタルズ面から説明しようと我々が工夫しても、金融市場がそのように思い込んでいる以上、耳を貸さないと思う。その結果、本行は政治的イベントが与える影響も含め、経済・金融情勢を総合的に見極めようとしているというよりも、政治的な圧力を受けないように判断を避けているという印象を与える可能性もあると思う。そうした印象を与えないように、例えば本日の議長の記者会見において、現状維持についてファンダメンタルズ面から説明をされると思われるが、その説明をすればする程、我々の意に反して、今度は8月利上げ、あるいは9月利上げの織り込みを揺るがすことにもなりかねないリスクがある。OIS市場を始め、金融市場は大まかに8月の利上げをイメージしているだけである。2月のMPMから数えて6か月後が8月のMPMであるということが織り込みの主な理由ではないかと思っている。従って、利上げ時期が9月以降まで先送りされる可能性があると思止める市場参加者が出てくる可能性は一応意識しておく必要があると思う。我々がサプライズを与えない限り、債券市場参加者は、もはや第3次利上げの時期ではなくて来年度、2009年度末まで考えて、メガバンクを始め金融市場のプロ達は第4次の利上げの時期及び今回の金融引き締め局面におけるそれ以降の利上げの可能性の有無に関心をシフトさせていると思う。また、石油関連製品や食料品の価格の上昇圧力が半年前の想像よりも強い中、第4次利上げ以降、利上げのインターバルが短くなる可能性について意識が高まっている。これは我々が、5月16日、17日開催分の金融政策決定会合議事要旨で、展望レポートにおける経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行うことになるかという考えという意味が、今後の経済・物価情勢次第で利上げのインターバルが変化し得ることであるということを確認にしたことから、コアCPIの前年比上昇率がプラスに転じ、プラス幅が拡大していけば利上げ時期が前倒しされてくるという見方がマーケットで有力になっていることがあると思う。海外市場では、世界的にインフレ期待が高まる可能性から主要国の長期金利、

利回りに上昇圧力が掛かっている状況にある。債券市場では、7月利上げはないという見方がコンセンサスだが長期金利はじりじりと上昇している。今までは、利上げ期待が後退すれば金利が下がるという状況だが、状況は少し変わっているということである。欧米主要国の長期金利が上昇傾向にある中、日本において今回利上げを見送ると、利上げ時期の不透明感がさらに強まることに加え、外為市場で円独歩安がさらに進行するリスクから我が国の長期金利にむしろ上昇圧力が掛かり易くなるのではないかと、あるいは、債券相場が不安定化するという見方がある。利上げテンポが市場参加者の予想よりも一層早まるとの期待が強まらない限り、利上げに踏み切った方が金融市場、政策を巡る不透明感が後退するため長期金利がむしろ安定する公算が、今回については高いのではないかと考えている。言い換えると、8月以降に利上げを先送りした場合、それにより得られるファンダメンタルズに関する追加的な情報が、私は限定的であると思っけると同時に、金融市場の不確実性は高まるのではないかとこの点に留意する必要があると思う。我が国はグローバリゼーションの恩恵を受けるためにもオープンな経済社会を目指している。金融政策運営をみても我が国の金融システムの強化、円キャリートレードの拡大の阻止、グローバルな期待インフレ率の上昇、グローバルな過剰流動性の問題などへの対応という観点も重要だと思っている。これまで、金利の正常化の必要性を私は主張してきたが、金融あるいは金融システムの正常化という意味でも、もう少し金利機能の効く経済に徐々に移していく必要があると思っている。以上である。

福井議長

以上で各委員から当面の政策運営についてご意見を頂戴した。全体の議論を通じて言えることは、今回も経済・物価情勢について全員で丹念に点検をした訳であるが、その結果、日本経済は4月の展望レポートで記述した生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されていること、この点については全員見解の相違がなかったと、そういうメカニズムが維持され

ている中で、先行き、物価安定のもとでの息の長い成長を続けていく可能性が高いと、こういう認識でも意見の一致があったと思う。従って、今後の金融政策運営方針について、大きく言えば、展望レポートで示した基本的な考え方を維持するという事で一致していると思われる。すなわち、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、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、という考え方である。そのうえで、具体的な次回金融政策決定会合までの金融調節方針如何という議論であるが、水野委員からは、この際、金利水準の調整を行うべきであると、市場誘導レート、プラス、ロンバート・レートを含めて金利水準の調整を行うべきだというご見解の表明があった。一方、その他の委員方からは、経済・物価情勢の改善度合いを踏まえると、今後発表される指標や様々な情報を引き続き丹念に点検し、情勢をさらに見極めることが適切だということ、そしてそうした見極めの結果、先行き経済・物価情勢が見通しに沿って展開していくことに十分な確信が持てるのであれば、ゆっくりと金利を調整していくことが適当であると、そういう意見であったように思う。従って、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、大勢意見は現状維持、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、ということであったように思う。私自身もそういうふうに今回は考えている。こういった場合に、今後、経済・物価情勢をさらに見極めていくべき点として何か特定の指標なり分野を念頭に置くというのは——勿論リスク要因として様々なファクターを念頭に置くのは当然のことであるし、各委員からも具体的な見解の表明があった訳であるが——、政策判断としては、何か特定の指標なり分野を念頭においてそれで即、政策的な結論を導き出すということではなくて、見通しの蓋然性とリスクを幅広い視野で確認していくと、こういう筋合いのものだと思う。その点も含め、今日は見解が分かれている訳であるので、もう少し討議を闘わせて頂ければと思う。

水野委員

西村委員から展望レポートの中間評価の話があったが、私も、必ずしも中間評価の時に政策変更しなくてはいけないと思っている訳ではない。私も総合的に判断して利上げの適正なタイミングを検討しているつもりである。ただ考え方として、こういうことが言えると思う。政策金利は、いわゆる中立金利を遥かに下回っている水準に今あると私自身は思っているが、経済・物価情勢が展望レポートの見通しに沿っていることが確認できれば、利上げの条件は、必要条件、十分条件ともに満たしていると個人的には思っている。その意味では、上振れていると判断しているから利上げを提案した訳ではない。その条件を満たしていれば次に利上げのペースを考えることになるが、展望レポートにおいて「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで」と明記しており、私もそのペースを意識している。現時点の改善ペースであれば、前回から5か月程度経過した利上げは妥当であると思うし、それから1月、2月に我々は利上げを巡って議論をここでしたが、あの時よりも私は霧が晴れているのだと思っている。そこは皆さんは違うんだと言われるかもしれないが、あの当時は少なくとも足許は消費と物価は下方修正している訳であり、今回はリザベーション付きと言いながらも、想定どおりになっている訳だから、あの時よりも霧は晴れているという判断は、そうなんだと理解しても良いのだと思っている。その点との比較において今回をみた場合に、中間評価で切る訳ではないが、中間評価が今回の方が良いのになぜしないのかと言われてしまう、あるいは来月しなかった場合には特にそういうことが言われてしまうのではないかなという感じだと思う。それから最後に敢えて申し上げれば、新しい金融政策運営の枠組みに基づいてフォワード・ルッキングな政策運営を行うと標榜しているにもかかわらず、足許の経済指標をあまりにも慎重に検討、確認しているという姿勢、印象をマーケットに与えるということは、いわゆる新しい金融政策の枠組みの哲学に私は反するのではないかと考えている。以上である。

西村委員

二点程、申し上げたい。まず、最後におっしゃった、足許を慎重に判断するというのは、これは当然のような気がするのだが。

水野委員

当然である。

西村委員

我々はそれをみているのだから、それを説明するのは当然のことだと私は思う。それがマーケットにマイナスになるという判断は、私には全然理解ができないというのが一点。もう一点は、総合判断というのは分かったのだが——最後は見解の相違という形に多分なるのだと思うが——、私以外の方も多分そうだと思うが、新たな不確実性がある程度また溜まってきているということに関して、水野委員のご意見をもう少しお聞きしたい。それがなければ、恐らく霧が晴れているという形に多分ならないのだと思う。

水野委員

もし新たなリスクがあるのなら、それを今回言われたほうが良いのではないか。

西村委員

いや、言っている。

水野委員

言うのではなくて、そこで表現した方がいいのではないか。

西村委員

表現か。それはそもそも、この展望レポートの最初の時の説明の中で、全体に入れたジェネラルな表現でもう既に表現されている。それが今の状況のもとで、あるものはなくなり、あるものは増えてきているということである。全体としてリスク量——そういったものがもしあるとすれば——が変わらないという判断のもとに我々はいる——我々というか私はいる——と思う。そういうことからすれば、変えないということが、逆に言えば、上振れではないということを行っていることになると思うが。

水野委員

1月と2月について先程申し上げたが、1月は私を含めて3人の方が賛成してその他の方が反対、そして2月に今度はなんとか8対1で賛成になったのだが、私はそんなに大きな変化があったとは思っていないのである。それともう一つ、あの時に比べて霧が深いかどうかという点は、今回の方が少なくとも霧は深くないと思っているということである。その二つだけである。

須田委員

水野委員は金融市場の専門家だから、そのご見識に基づいて、先程、金融に限られているとおっしゃったが、今この問題をそう大きく捉えておられないのだと思う。私などは、特に証券化市場については、証券化商品のトランシェについてそれをどうやって分けるかということに関して、以前話を聞きにいった際、参照される銘柄間の相関係数の問題もあって、トランシェに付与された格付けが結構ロバストではないという話であった。ただ、その時はあくまで話としてのことであって、それが具体的に問題化していなかったのだが、今ここへきて問題化したとするならば、それはどういうことなのだろうか。その気持ち悪さなり不確実性というものを、私自身まだ分析が不十分ということもあって、水野委員に比べて、より大きな問題として捉えているということになると思っている。

水野委員

証券化市場について言えば、先程私も少しコメントしたが、アンテステッドであるが故に気持ち悪さがあるということは——私も一応金融のプロだと思っているので——それは認める。ただ、こういう状況が起きるかどうかは、ある程度想定されていた訳である。議長もおっしゃったように、住宅のファンダメンタルが悪くなれば金融に波及してくる、その金融が今度は住宅にくる、そこはまだ分からない、あるいはクレジット市場にどこまで波及するか、これも分からない。ただ、これは1か月待っても2か月待っても分かることではないと思う。だから基本的には、アメリカ経済のファンダメンタルについては、一応ソフトランディングという線に、皆さんなんとなくコンセンサスが先月、今月と出てきたのではないか。勿論、新たなリスクが出てきたということは私も認めるし、そこはテイクノートしているが…。

須田委員

いや、私はもう少し今、例えばブーツといった大型のLBO案件が結構スムーズに成立するのであれば、なんだ、上手く資金が入って来るんだな、となるのだが、今回の話は、流動性調達のために、先程、岩田副総裁がおっしゃったように、CLOを売ろうと思ったら売れなかったと。そのところは前に考えていた、もう分かっていたということとは違う部分であると思う。それがなかったら、専門家はこんなに騒がないと私は思っている。やはり、そういった大きな案件がスムーズに、成功裡に終わるかどうかということや、昨日もあったが格付けをどういうふうに変えていくのだろうか、監督当局がどういうことをこれからやっていくのだろうかといった辺りが分からないと、これからその価格がどう評価されてどうやって世界に広がっていくのかも分からないではないか。この点をもう少し見極めるというのはそんなに時間が掛かることとは思っておらず、これらが明らかになれば、結構マーケットは、すっと対応できるだけの力があると思っている

し、システミック・リスクみたいなことが起こるとは当然思っていない。一方、リアルなものに関しては、先程もあったが住宅の問題はかなり調整が遅れていて、ここにまた何らかの影響があると益々長引いていくということにもなり、アメリカは成長率を下げていくという、私はそういうことは意識している。そういう形でこのリスクを捉えているというところが少し違うのかなと思う。

水野委員

住宅については、より時間が掛かるということはF e dも認めていて、半年位はずれている、私が聞いている限りは。議長も多分同じ印象だと思うが。それと、金融市場がどこで大丈夫かはこれは判断の問題で、須田委員はあと数か月、1~2か月後がいいという。。

須田委員

いや、もっと早いかもしれないとも思っている。直ぐかもしれないと思っている。

水野委員

だから、そこは温度差があった気がする。どこまで待つのかという話をしておかないと、結局どうなったら皆の気持ちが揃うのか。できたら皆の気持ちが同じところでやった方が良い訳であるが、この問題は、もう大丈夫、100%大丈夫と言えるような問題ではないのではないかと、事の性質上。そこが少し、いやらしいなど。それから流動性の問題であるが、まさに、私は幻だと申し上げたのだが、自分でトレーダーをやっていたことがあるので良く分かっていて、ドル円でもなくなる時はなくなる。やはり売りたい時に相手のプライスが出なければ、たとえ、トレジャリーでもドル円でも売れない。それは慌てて売る人がいればそうなるのだが、慌てなければある程度、価格の機能は働くようにはなっていると思っている。ただ、これもおっしゃるように感覚の違いの問題がある。今日聞いていて、

須田委員の印象はよく分かった。もう少し時間をみななければいけないと思う方もいるのではないかなという印象を受けたということである。

武藤副総裁

宜しいか。二点申し上げたいと思う。まず第一点は、今後の政策展開に当たって何を点検するかということについて、何人かの方がアメリカ経済だとか生産だとか、個人消費だとか個別の項目を例示して言われたのだが、私はやはりここは、あらゆることを考えて判断するという基本的な考え方を是非強調しておきたいと思う。例示であっても、これとこれとこれ、と言った途端に、ではそれ全部が達成したら結論は出るのかということとそうではなくて、そうでないこともあると言わざるを得ない。現に、そんなに単純な議論で我々の枠組みは決まっていけないというのも明らかな訳である。だから、今この局面で関心は何かと言う程度の意味合いならば十分分かるが、政策展開の基本的考え方として何か特定の——たとえその数が多くても——項目に依存した判断なんだというのは、私はミスリードするのではないかなと思う。

それからもう一点、展望レポートに沿っているかどうかという議論について、若干整理する必要があるのではないかと私は思う。西村委員からお話があったことは、かなり私もそういうふうに思うのだが、一つ申し上げたいのは、毎回、政策判断のタイミングはある訳である。別に中間評価は関係ない訳である。中間評価で、展望レポートに沿ったとか沿ってないかということとは実はどういう意味があるかといえ、敢えて私なりの理解を申し上げれば、要するにコミュニケーション・ポリシーとしての意味合いの方が強くて、それは政策判断のためにやっている訳ではないと思う。我々は毎回、政策判断のために例の新しい枠組みというものに基づいて議論しているはずなのである。あの枠組みの最後の方に、確かに、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認したうえで、例の三段論法があるのだが、その前に「中長期的な物価安定の理解」と二つの柱によるチェックというのをきちんと行って、そのうえで

こういうことをやると書いてある訳である。これが我々の言っている全てなのであって、これ以外のことを言うと混乱すると思う。恐らく、ご主張を強調するために色々な綾を持って言っておられるのであって、その辺りの理解に齟齬があるとは私は思っていないが、展望レポートの中間評価の時期と政策展開を結び付けることは、偶々そうなることはあっても、敢えてそれと結びつけなければいけないということにはならないと思う。そうでないと、極端なことを言うと、決定会合を年に4回やればいいという話になってしまうので、それはおかしい話だと思う。

それから、この問題の一つの混乱の原因は、そういう状態が達成された時にやらないと、そのままその次の会合を迎えた時にそこでやる理由もないではないか、という議論である。私は、西村委員が三点言われたことにもう一点付け加えたいのだが、時間の経過と、時間を遡るというものとは、はっきりと区別するべきものだと思う。すなわち、一定の時間経過後に振り返ってみたら、あの時と今とで変わらないからあの時でもできたのではないかというこの論理は、全て後の評論家の議論であって、政策判断者の議論ではないと思う。一定の時間の経過というのは、仮に何も起こらないとしても非常に重要な政策的意味合いがある訳である。何も起こらないということは、それなりに意味があることなのである。だからそういうことについての整理をきちんとしないと、市場にある一部の話に巻き込まれるというか、一々そういうものに反論しなければいけないことになってしまう。そうではなくて、我々はきちんとした仕組みを持っているのであって、それに従って判断すれば良いと。勿論、判断が区々になるだろうということは、私は良く分かるが、そこをはっきりしておく必要があるのではないかと思う。

野田委員

2月との比較ということで議論が少しあったが、それ自体、比較することがどれだけ私にとって意味があるのか良く分からない。それは例えば、過去を時間を遡ってみるとという話になってしまう。敢えて申し上

げれば、2月も政策変更後にグローバル・リスク・リダクションのような変動があった訳で、こういうものが前に起こるか後に起こるかというのは、これは神のみぞ知るなのであって、起これば起こったで、そこは慎重に、そういうイベントについてその影響、それが本当におっしゃるように金融市場にとどまるものなのか、実体経済にどう波及していくのかを、やはりある程度時間を掛けてみる必要がある。そこに時間の意味というのがあるのだろうと私は思う。中間評価、中間見直しについてだが、私の理解では多分水野委員は、必ずしも中間見直しの時期、そこをピンポイントでおっしゃっているのではないと思う。前回の展望レポート当時と今との比較において偶々そこで一定の比較をしなければならないということで、中間レポートということ強調されている訳で、必ずしも中間レポートの時点に利上げ云々ということをおっしゃっておられるのではないだろうと思う。5月の対外コミュニケーションの時もそういう報道があったが、私も後で——あの時偶々中国にいて、帰ってきて——逐一読ませて頂いたが、必ずしもそういう展望レポートの中間見通しのところにピンポイントで照準をあわせて議論されているというふうには受止めていなかった。

水野委員

コミュニケーション上、そこに注目が当たることを理解して、政策運営をやらなければいけない位のイメージである。武藤副総裁のおっしゃることは全くそのとおりののだが——多分これはマーケットが長かったせいもあるのだが——、フォワード・ルッキングだということは、どこの中央銀行も当たり前だということと、もう一つ申し上げると、常に不確実性の中で政策をやっているということである。どこで腹を括るかという、決めの問題だと思う。そこでまだ腹を括れないのであれば待てば良いし、腹を括れるのだったらやれば良いし、それ位のことではないかと。神様ではないので中央銀行も間違えるのだが、でも日本の難しさというのは上げられる時に上げておかないと、政治的な理由から下げる時に下げられないという、そういう難しさが少しあるのが他国との違いかなというのが凄くある。

また、より哲学的な問題なのだが、やはり今の金利は異常に低いと
思っているということは決定的にボトムラインのところから違う。直ぐこのサイ
クルで戻さなければいけないとは思っていないが、この状況が長く続くとい
うことは、私はあまり好きではないが、第二の柱と言われているものを
点検する時にリスクを自分で紡ぎだしているのではないかな、という気も
している。

武藤副総裁

常に不確実性の中で判断しなければいけないというのはおっしゃると
おりで、これは恐らくどこの政策決定者も皆、同じ宿命にあるというだけ
の話だろうと私は思う。

野田委員

言葉尻を捉えて申し上げる訳ではないが、今の金利は低いということに
ついては決定的に皆さんと違うだろうとおっしゃったが、決定的に違うか
どうかは分からない。

水野委員

然り。必ずしも一緒ではないということである。

野田委員

私も、「極めて」という言葉を付けてもいい位、低いと思っている、敢
えて言えば。

水野委員

それは心強い。

武藤副総裁

それは認めたくえで、しかしだからと言って、政策判断を急ぐというこ

とにはならないということだと思う。

水野委員

私は思うのだが、議長がいつも、合議制でと、一人一人意見を述べて、そのうえで結果としてと、よく言われるではないか。だから意見がいつもぴたっと一緒になるのは却っておかしいのだと思う。全員意見が一致したと、時々議長も敢えて言葉の綾で言われるのだが、多分そんなことはあり得ない。議事要旨でも「多くの人」は」という表現が本当に適切かなと思うのだが、全員一致したと書いてあると、そうかなあと良く思う。

福井議長

いや、でも一つの結論を出すために議論をしているのであって、今日出た結論というのはやはり一つの結論なのである。そのことは否定できないと思う。そのプロセスで議論を通じて貢献して頂いたということだし、そのプロセスにおける議論は非常に多様である、将来の読み方も違っている。将来の読み方も現状判断もクリアカットに全部揃うということとはあり得ないと思っている。それなるが故に議論する価値があり、出てきた一つの結論にも価値がある、それだけにまたその結論はロバストであると、こういうふうに考えている。

水野委員

なぜそのようなことを言うかという、6月の総裁記者会見で、「結局皆、確認すべきことが多いということで意見が一致した」とあったのだが、私は少なくとも言っていない。かなり違ったと思う、関心事項が色々あって。

福井議長

そこまでおっしゃると、表現の問題だ。

水野委員

だから「多くの方は」という言い方をして頂いた方が。「一致した」という言葉は、非常に合議制とは馴染まない言葉だと思う。

福井議長

分かった。

西村委員

先程の2月の点であるが、申し上げておきたいことがある。政策変更が2月にされた、つまり1月に実施されなかった理由についてご理解頂けないのは能力の点でよく分かるが、我々はトレンドをみているのであって、トレンドをみている時には時間の経過というのは非常に重要になることに注意しておきたい。つまり何も無いという状態でその時期が続くということは非常に重要な情報を持つ。従って、全体のトレンドをみる時に新しい情報がないからやった方がいいと、そういうこともある訳である。少なくとも私はそういう理解でこの2月を迎えたと申し上げたい。

水野委員

10～12月期のGDPが出た訳だが、それがプルードントだったということが発信されている。でも、10～12月期のGDPは出ているがあれは改訂がある。それから10～12月期GDP以外に10～12月に出たデータを全部みた訳ではないので。

西村委員

全部のトレンドをみているのである。GDPのトレンドだけではない。また、それ以外の様々な他の指標をみながら、毎勤を含めて——特に毎勤の確報も結構重要なので——ということである、私のブルッキングス・スピーチをみて頂ければわかるが。トレンドがどうなっているかを知るのが一番重要で、そのためには一つのデータでトレンドをみる訳ではなくて、

幾つかのデータの中からトレンドを抽出しなければならない。その間に、当然のことながらノイズがある。そのノイズをどういうふうに消化するかというところは、それぞれの皆様方の今までの蓄積が影響する、重要になってくると思うが、そこで判断がされたと私は理解している。

水野委員

1月利上げ、2月利上げのどちらがよりプルーデントかという言い方というのは、あまり良く分からないのだが。普通、プルーデントかどうかという判断は…。

西村委員

プルーデントというのは、そもそもああいう形、態度でトレンドをみていくというのがプルーデントということである。それに対して、私は反対意見がプルーデントでないと言っている訳ではなくて、マジョリティはそれはプルーデントだと判断したということである。多分、水野委員のことを考えると、水野委員は1月の時点でプルーデントにやっていいと判断されたということである。別にそれは何の問題もない訳で、全体として言えるのは、マジョリティはそこをプルーデントだというふうに考えた、そういうことである。

水野委員

分かった。プルーデント不足ということで、申し訳ない。

福井議長

そういう訳で、やはり洞察力を持って、トレンドをしっかりと判断すると。そこに確信を皆が持てるかどうか、それは皆が持てるか分からないので、最終的には討議をしてマジョリティで決めると、そういうプロセスである。これは当然のことだが改めて今日の議論で確認ができた。

野田委員

先程、言い忘れたが、副総裁も議長もおっしゃった特定の分野、ないしは項目にフィックスする訳ではないというのは全くそのとおりである。ただ、私が前回も今回も申し上げたのは、議論を整理して、ピックアップしていけば、絞り込んでいけばこういうことになるね、ということであって、今日は現に新しい問題もまた起こっている訳なので、それは時々刻々変わるということが大前提である。

福井議長

幾つかの問題点というのはあくまでも一つの結論を出すためのポイント・オブ・ディスカッションであり、これを経てトレンドの判断に至ると、こういうことなのであって、一つのポイントだけを議論したらそれで全ての結論に直結するという訳ではないということは皆でシェアしておかなければならない。ポイントを一つ詰めれば全部結論が出るという、そういうオートマティックな問題ではない。その議論をしているうちに新しいイベントが起こってくるかもしれないし、なかなか難しいと思う。

野田委員

おっしゃるとおりだと思う。

福井議長

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。まず、田中副大臣から願います。

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・デバイスなどの生産の一部に弱い動きが続いており、それらの今後の動向や海外経済の動向などを引き続き注視する必要がある。また物価についても消費者物価——生鮮食品を除くもの——が4か月連続でマイナス

となっており、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。今次会合では、展望レポートの中間評価が行われることから、そこで示される日本銀行の経済・物価情勢の判断について、市場や国民に丁寧にご説明を頂きたいと考えている。また、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、金融政策の先行きの考え方についても、分かりやすくご説明を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、景気は回復しているものの、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になると考えられ、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。物価の安定に向けた道筋については日本銀行においてしっかりと説明責任を果たして頂く必要があることから、今回の展望レポートの中間評価では想定していた経済・物価情勢の見通しとの違いを含め、根拠を示しつつ明確にご説明頂くようお願いする。政府は6月19日、成長力を強化し21世紀型行財政システムを構築するとともに、持続的で安心できる社会を実現することを目指す「経済財政改革の基本方針2007」を閣議決定した。今後、この基本方針に基づき、改革への取組みを加速・深化する。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行は基本方針で示されたマクロ経

済運営に関する基本的視点を共有し政策運営を行うことが重要である。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、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、物価の安定を確実なものとし、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

ただ今の政府のご意見に対して、委員の皆様方からご意見はあるか。

水野委員

質問がある。副大臣、恐縮である。為替の円安、それから長期金利の安定、これらも含めて日本銀行はきちんとみているが、これらを両立させるのはなかなか難しい状況になってきたのかなと思っている。為替はファンダメンタルズに沿って動くべきであるというのはそのとおりで、長期金利もそうなのだが、この長期金利、為替についてコンフリクトが起きた時にどういうことを我々に望んでいるのか。先行きの考え方であるが、今ではなくて結構なので示唆頂けると有り難い。それが一つで、あとは財政政策の考え方である。今日も消費の弱さのところ色々と税制改正の話が出てきたが、消費税、所得税のことも含めて相当我々の来年度に掛けての見通しに影響を与えてくるのだが、この辺りについても——選挙前なのでまだ明快なものが示されないと思うが——是非示して頂かないと、なかなかマクロ政策面全体の枠組みができないのではないかと思うのだが。

田中財務副大臣

選挙のみならずであるが、主権者は国民であるので国民のためにどのような政治を行うかということは非常に重要ではあるし、また市場に求めるものというのはやはり先程からお話しているように、混乱のないように、ファンダメンタルズを適正に受けて、市場が正しく動くようにということ

を我々は望むだけである。今後の色々な政策面については、やはり政府全体の中で十分議論をしつつ、良き方向を目指していくという原理原則に基づいてやっていかなければいけないだろうと思っている。選挙というのは一つの指標であり、大切な国民主権者の意向であるから、このこともどのように判断するかというのは、時の内閣、政府あるいは色々な関係者の調整をしながら、意見を聞きながら結論を出していきたいということで、委員のご意見は十分お聞かせを頂いたということにさせて頂きたいと思う。資料等、また出せるものがあれば、出したいと思う。

水野委員

あと、浜野内閣府審議官に一点だけお伺いしたい。浜野内閣府審議官に聞いてはいけないのかなと思うが、山本金融担当大臣が金融立国を目指すと言われているのだが、それと金融政策とをどのように考えていけば良いのか。政府の政策との全体のバランスと言われていたが、これはなかなか難しいなど。非常に重要な案件だと常々私も思っているのだが、日本は、製造業、ものづくりが大事で、金融は虚業だと、どうしてもそういうふうな見方をされる風土がまだあるように思う。この辺りも機会があれば是非、大事なことなのでお伺いできればと思う。浜野内閣府審議官からでなくて結構である。

浜野内閣府審議官

今、申し上げられることだけ申し上げておくと、総裁もご参加頂いているが、経済財政諮問会議でも成長力をいかに高めるかという議論をしている。その中で、今ご指摘の金融資本市場の改革についても、専門調査会を設けて、金融庁を初め、大いに議論をしているところである。成長力を加速していくためにサービス部門が特に重要で、その中でも金融のセクターというのは非常に重要だという認識のうえで、今議論をしているということをお知らせしておく。

福井議長

それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、多数意見を踏まえ、金融市場調節方針は現状維持ということで議案の提出をしたいと思う。その他に議案の提出者がいらっしゃるかどうか。水野委員から議案の提出があるか。それでは、水野委員の議案と議長案とを用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

内田企画局参事役

それでは読み上げさせて頂く。まず水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.75%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。続いて、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7月12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、賛成、反対委員のお名前。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、採決に移るので、大変恐縮である。

[政府からの出席者退出]

福井議長

それでは採決に移るが、最初に水野委員案から採決に付したいと思う。

[水野委員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：水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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。賛成 1、反対 8、反対多数である。

福井議長

本件は 1 対 8 で否決となった。続いて議長案の採決をお願いします。

[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

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：水野審議委員

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。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は水野委員である。

福井議長

8 対 1 で本件は可決をした。稲葉理事と金融市場局長におかれては、今、定められたとおりの方針に則って、適切な調節をお願いしたいと思う。それでは事務局の方で、本件の公表準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。議長案が賛成多数で可決をされた。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。中間評価を含め、決定をしたいと思う。改めてこの大きな紙であるが、今日の議論を踏まえてこの文章をもう一度よくご覧頂きたいと思う。市況の方も大丈夫か。

内田企画局参事役

大丈夫である。

水野委員

金利は幾つであったか。

内田企画局参事役

前回、長期金利は1.9%台前半である。

水野委員

ぴったりか。

内田企画局参事役

ほとんど。因みに円ドル相場は123円台、それから日経平均は1万8,000円台。

水野委員

皆同じか。

福井議長

表現もこれで宜しいか。それでは本件、採決に付したいと思う。

水野委員

これは中間レビューを含めてか。

福井議長

然り。

水野委員

私は中間レビューのところは「②」、「①」、「①」なので、反対をさせて頂く。反対理由は議事要旨を通じて発表させて頂く。

福井議長

では採決をお願いします。

[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

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：水野審議委員

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。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は水野委員である。

福井議長

8対1で本件、可決をした。水野委員は反対理由は先程の討論の中で十分述べておられるかと思うが、改めてあるか。

水野委員

特にはないのだが、景気拡大のメカニズムに修正を加えるものではないということであるが、展望レポート公表後の経済指標に限ってみれば、企業部門、家計部門そして海外経済いずれも4月末時点における見通しとの比較という観点からは幾分上振れていると判断したからということである。

福井議長

この基本的見解であるが、即日公表の扱いになっている。本日15時公表をする予定である。また、背景説明——詳しい文章の方だが——は必要に応じて執行部で修文をしたうえで、13日金曜日、14時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（6月14～15日開催分）の承認

福井議長

次の案件は議事要旨の承認である。6月14、15日両日開催分の議事要旨である。既にお手許に配付済みの議事要旨であり、十分チェックをして頂いたかと思っているが、ご異議があればおっしゃって頂きたいと思うが如何か。宜しいか。それではこれも採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（6月14～15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

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。賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨については全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨であるが18日水曜日、8時50分に对外公表の予定である。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。次回は、8月22日、23日の両日開催の予定である。宜しくお願い申し上げます。なお、最後に機密保持の関係であるが、いつも申し上げているとおり、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なっている。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。このことは議論の内容及び議論のプロセスを含む意味であると毎回申し上げている。決定会合への信認を確保する観点から、政府からご出席を頂いている方々も含めて、この場の全て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したいと思う。以上をもって閉会とする。

(12時50分閉会)

以 上