

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年8月22日（14:00～16:49）

8月23日（9:00～12:31）

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（22日）

田中和徳 財務副大臣（23日）

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官（22日）

大村秀章 内閣府副大臣（23日）

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（23日9:00～9:14）

企画局参事役

内田眞一

企画局企画役

関根敏隆

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

加藤 毅（23日9:00～9:14）

企画局企画役

神山一成

企画局企画役

鈴木公一郎

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻なので、政策決定会合を開催する。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報告を伺いかつ討議を行うこととしたいと思う。政府の方から、財務省鈴木官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願い申し上げます。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。そのことを前提にご発言願えればと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速議事に入りたいと思うが、金融経済情勢に関する執行部報告である。

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、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曾金融市場局長からお願いする。

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明していきたいと思う。図表 1-1、オーバーナイトコールレートであるが、前回決定会合以降 8 月 9 日位までは安定的に推移していたが、9 日に生じた欧州での流動性懸念を契機に、資金の出し手による外銀に対する運用姿勢が慎重化した。これを受けて、10 日と 13 日にはレートが強含んで始まったので、オペによる資金供給を積極化した。この反動から積みの終盤に当たる 14 日、

15日といったところは、レートが大きく低下した。新しい積み期に入った16日以降は、一部の外銀の調達圧力が強まったため、レートはやや高めの水準で推移してきた。補完貸付残高も示しているが、その額が16日、17日の両日に1,000億円を超えて膨らんでいるのは、この外銀が市場調達で賄いきれなかった金額を補完貸付で借り入れたものである。図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、7月の積み期は、準備預金全体では、4.98兆円と前の積み期よりも圧縮されている。8月の積み期に入ってから平残は、5.96兆円とやや厚めになっている。積みの途中経過について、図表1-3、07/1月積み期以降の当座預金残高をご覧頂くと、7月16日に始まった7月積み期の残り所要額を黒い実線でご覧頂くと、終盤まではほぼ水平に推移していて、積みの進捗が極めて平準化していたことがお分かり頂けるかと思う。ただ、積みの末期に掛けては、先程申し上げたように、積極的な資金供給を行ったので残り所要額がぐっと急低下している。これに伴って、07/1月積み期以降の短期金利でお示ししているが、オーバーナイトコールレート——黒い実線であるが——は大きく低下したところである。ただ、先程申し上げたように16日に新しい積み期に入った後は、コールレートもグレーの線でお示ししているレポ・レートもじわりと強含んできている。これは、邦銀の運用姿勢が総じて慎重になっている中で、外銀が高めのレートでの資金の調達を余儀なくされていることなどが背景にある。足許では、ターム物取引がややできにくくなっているとも聞くので、やはり日本のマネーマーケットも欧米程ではないが、特に欧州系の銀行の信用リスクに対して、従来と比べると敏感な地合いになっているように感じられる。図表1-4、1-5で無担コール市場残高の推移をご覧頂くと、図表1-4でみた7月の平均残高は前月比ほぼ横這いなのだが、図表1-5でお示ししている翌日物の旬毎の末残の推移をご覧頂くと、7月の下旬に掛けて減少している。〈取り手別〉の内訳をご覧頂くと、ポツポツ印の外銀の減少が大きくなっている。この背景であるが、いわゆる円キャリートレードの巻き戻しだとか、円資産の圧縮に伴う外銀の要調達額の減少といった要因があると思っている。図表1-6、最近のオペの実施状況

をご覧頂くと、8月9日までは、レートの安定それから準備預金の積みを進めるといった観点から、相対的には少額のオファーを中心に運営をしてきたが、欧米市場での流動性懸念が発生した10日以降は、共通担保（本店）オペの欄でシャドーを付しているとおおり、10日と13日に合計1.6兆円の即日の資金供給を行った。ただ、ECBとかFedとは異なって、特別な声明を出したり、オペの時間を早めたりするなど特別な対応はしていない。オペの打ち方については、若干工夫もしている。例えば、欧米市場ではターム物の流動性が枯渇していることも聞いていたので、為替スワップを通じた外貨調達の前資としての円資金ニーズが高まる可能性もあると考えて、10日の午後には、T+1の先日付のオペで1週間物の資金を6,000億円供給している。それから、8月13日の即日のオペ、6,000億円であるが、これも通常のオーバーナイトではなくて、1週間物のターム物で資金を供給している。ただ、先程申し上げたが、14日、15日に掛けては、その反動から資金余剰が強まったので、（資金吸収オペ）の欄にあるように、市場の動向を点検しながら午前と午後に分けて2日間で総額3.6兆円を吸収した。ただ、新しい積み期に入った16日以降なのだが、またレートに相応の上昇圧力が掛かり始めているので、16日～21日まで連続で即日の資金供給を行ったところである。図表1-7で当面の資金需給をご覧頂くが、8月中は月末の国債発行等の財政要因があるので、5兆円の不足が予想されている。その先、この表にはまだ入っていないが、9月は半期末に当たるので、今年の3月末にみられたようなバーゼルⅡを意識した銀行の資金の抱え込みなどが予想される。それから、この9月末は、郵政民営化といったイベントも控えている。民営化の際、簡保が9月末越えの資金運用を一旦停止する予定と聞いているので、今後よく状況を把握し情報を集めながら、半期末に掛けての調節を行っていきたいと思っている。

調節関係は以上であって、以下では、前回決定会合以降の金融・為替市場で生じた変化を中心にご説明したいと思う。図表2-2、前回決定会合以降の変化の中で大きかったのは、マーケットの金利観である。まず(1)

のグラフでユーロ円金利先物取引からみたフォワード・レート・カーブの変化をご覧頂くと、足許の黒い線は前回決定会合のグレーのカーブから大きく下へシフトしていて、利上げ観測が後退していることがご覧頂けると思う。(2)のグラフにあるように、2007年の12月とか2008年3月といったいわゆる期先物の低下幅が大きくなっていることがお分かり頂けると思う。次に図表2-3、OISのグラフをご覧頂くと、直近の黒い棒であるが、前回決定会合の時に比べるとがくんと低下していて、今年の12月でもレベル的には0.7%程度になっている。さらに(2)のグラフでインターミーティング取引から抽出される利上げ確率をご覧頂く。ひし形の折れ線でお示ししたのが、8月会合での0.25%の利上げの確率である。これをご覧頂くと、前回会合の頃の確率が約8割位であったのだが、それがサブプライムローンの問題が燻る中でその後ゆっくりと下降したが、ちょうど8月7日のところでぽんと上がっている。これはFOMCの声明文が出た時であって、アメリカの景気見通しは変わらないというふうに受止められたことがあったし、8月8日にはオーストラリアが利上げに踏み切ったことから、我が国の利上げ環境も整ったのではないかという見方が市場で広がって、一旦利上げ確率は7割位まで回復した訳である。ただ、その直後に今度は先程申し上げたような欧州の流動性懸念を契機に始まった世界の同時株安、円高の連鎖の中で確率も急低下して、足許は15%をやや下回る水準になっている。利上げ観測自体は残っているが、全般にタイミングは後ずれするようにみられているようである。バツェン印が9月会合での利上げ確率なのだが、これも足許下がってきていて、現時点では大体4割強という水準になっている。これが金利観である。

次に、図表2-4で長期金利の推移をご覧頂くと、我が国の長期金利は、欧米の金利につれて大きく低下をしていて、10年債は足許では1.5%台になっている。これは、大体今年の3月位の水準である。ボラティリティも、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの推移のグラフでお示ししているように、かなり上昇している。図表2-5で前回決定会合以降のイールド・カーブの変化をご覧頂くと、(2)でちょうど5年、6年、

7年といったいわゆる中期ゾーンを中心に低下幅が大きくなっている。これは恐らく利上げ観測が後退する中で、このゾーン——中心的な投資家は銀行なのだが——で、債券が買い増しされたこと、それから、もう一つは恐らく外国人がフライト・トゥ・クオリティの観点からかなり先物を買っていることが背景にあるかと思う。言い換えると、外国人の先物買いというチャンネルを経由して、フライト・トゥ・クオリティの動きが日本市場にも波及してきているといったことも言えるかと思う。図表 2-6 はいつもご説明している市場参加者が注目する利回り変動要因なのだが、このサーベイは7月26日までなので、最近の状況を必ずしも反映していない。従って、今回はこの説明を飛ばさせて頂いて、クレジット市場に移らせて頂きたい。図表 2-7 であるが、(1) のグラフが社債流通利回りの対国債スプレッドである。これをご覧頂くと、欧米市場の動きを受けてスプレッドは拡大しているのだが、その幅は僅かである。一方、(2) のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムであるが、黒い太線でお示ししたのが日本の市場である。日本の市場でも、プレミアムが拡大をしている。その幅は、社債のスプレッドの拡大幅より大きくなっている。中身をみてみると、銘柄的にはこの中にお示ししていないが、外国人投資家のエクスポージャーの大きい消費者金融、あるいは銀行、証券といった銘柄を中心にプレミアムが拡大したということだと思う。ただ、このグラフにお示しているように、日本のプレミアムの拡大幅はやはり米国とか欧州に比べると小幅にとどまっている。これは、日本の企業の収益状態は基本的に良く財務ファンダメンタルズが安定していることに加えて、日本ではサブプライムローン問題の影響は相対的に小さいとみられていることが背景とされている。

株式相場である。株価は、サブプライムローン問題の波及に対するグローバル投資家のリスクテイク姿勢の慎重化から大幅に下落している。図表 2-8、(1) に入っている日経平均だが、ちょうど前回決定会合の前の7月9日に年初来ピークとなる1万8,261円をつけたが、欧州で流動性懸念が表面化した8月10日以降1万7,000円を割り込んでから、右の拡大図

にあるとおり、フリーフォールの状態になって、17日——先週の金曜日であるが——には、ピークから3,000円低い年初来安値となる1万5,200円台まで低下したところである。日本時間8月17日の夜に発表されたFedのステートメントの後は、今週に入って株価は幾分持ち直して、足許では1万5,900円付近まで回復してきている。ただ、やはり市場の地合いをしてみると、投資家の警戒感は結構強く、これが解けていないので、非常に神経質な状態であるようであって、いずれにしても上昇モメンタムは強くないようである。(3)のグラフで白抜きの棒でお示ししているように、7月中旬以降の株の下落率は、日本の株の方が欧米株よりも大きくなっている。これは、グローバル投資家のリスク・リダクションと同時に進出した円キャリートレードの巻き戻しに伴う円高が日本株、特に輸出株を直撃したことが背景とと思っている。図表2-9に移って、グローバル投資家の売買動向なのだが、主体別売買動向の外国人のところをご覧頂くと、これまで一貫して買い越しを続けてきた外国人投資家が7月23日の週から一転して売り越しに転じている。株安が加速した8月13日の週は、恐らくさらに売り越し額が大きくなっていると類推している。業種別時価総額指数の推移をご覧頂くと、世界的に金融株が売られる流れの中で、日本でも——黒い線でお示ししているが——金融関連株の下落幅が大きくなっている。また、急速な円高の進行でグレーの線でお示した輸出関連株も急落している。新興市場株価指数の推移だが、前回決定会合の頃は持ち直し傾向にあったのだが、世界同時株安の流れに巻き込まれてその後は下落に転じている。

図表2-10以降で為替相場をみていく。こちらでもリスクの再評価が世界的に進む中で、前回決定会合以降、円キャリートレードの巻き戻しが進んで、円高が急速に進展したことが特徴である。円は強かったのだが、主要通貨の中で実はドルも強くなっている。つまりエマ株などのリスク性資産への投資が引き揚げられて一旦ドルに戻された。従ってドル、円ともに強い者同士となったが、足許に掛けてはキャリーの巻き戻しの力が勝った分、円が強くなっている。一方、ユーロだが、キャリーの巻き戻しといった要

因の他に、ユーロ自身についても景気の先行きの不透明感だとか、欧州金融機関の損失拡大懸念といった弱い材料が出てきた。このため—— (1) のグラフあるいは<参考>の表でご覧頂いた方が良くかもしれないが——、まず、円の対ドル相場は7月12日頃は122円台だったのが足許は114円台まで円高になっているし、真ん中の対ユーロでも7月12日頃は168円台だったものが足許は154円台まで大きく円高が進んでいる。それからユーロ/ドル相場であるが、7月20日は1.38ドル台だったのが、足許は1.34ドルとユーロ安、ドル高傾向になっている。図表2-11、(1)で時系列的に少し振り返ってみると、この間サブプライム証券化商品の格付けの見直しが断続的に進んだ、あるいはその見直しの範囲が広がるにつれて、リスク・リダクションが進み、円高が進行したということだと思う。特に、記載してあるが、8月9日にパリバ傘下ファンドの解約停止が伝えられ、これを機に欧州の流動性懸念が表面化すると、円は上昇ペースを加速した。こういう流れだったのだが、こうした中で、円キャリートレードがどういふふうになったかという点、図表2-12(1)のグラフに表われているように、前回決定会合以降、円キャリー取引のアンwindが進んで、円はこの間対ドル上昇率の最も強い通貨になった。一方で、このグラフに表われているように、これまで買われていたオーストラリアドルとかニュージーランドドルのような高金利通貨は、巻き戻しの過程で大きく下落している。それから、(2)①になるが、ドル/円のインプライド・ボラティリティは急上昇していて、去年のリスク・リダクションの時を越えて、一時2000年3月以来の水準に達している。次にキャリートレードの取引主体別のポジションについては、図表2-13で外為証拠金取引の動向をお示ししている。各高金利通貨とも、足許では、ご覧頂くようにかなり円のショート・ポジションが巻き戻されていることがお分かり頂けると思う。特に大きくぐっと下がっているのは8月16日~17日に掛けてであって、16日のちょうど夕刻位なのだが、円が対ドルでは115円、対ユーロでは155円を抜けて上昇したところで、機械的に大量のロスカットの円買い戻しが出て、一気にポジションが縮小したようである。この過程で、円高が

加速したと聞いている。外貨建て公募投資信託純資産額の推移のグラフでは、外貨建て投信の動きをお示ししている。これは月々1兆円位のペースでずっと伸びてきたのだが、7月はさすがに伸びが止まって、残高はほぼフラットになっている。短期筋の円ショート・ポジションについて図表2-14のIMMの円ポジションをご覧頂くと、直近一番右側が8月14日であるが、ほとんどもう消えている。ほぼ中立レベルまで縮小している。以上のような点からみて、円キャリートレードについては、かなりの程度ポジションの解消が進んだようにみえる。(2) リスク・リバーサルグラフをご覧頂くと、足許ドルのプットオーバー幅が-4.92%と、これは測定可能な1994年以降で最も深くなっている。このように円の先高観が結構強くて、それから先程もみたようにボラティリティが高い状況にあるので、いわゆる円キャリー取引が大きく復活するには適した環境とは今は言えない、と思っている。

以上みてきたように、世界的リスク再評価が進む中で、幅広い範囲の市場に影響が及んでいる。日本では、今お話したように円キャリー取引が巻き戻されて進んだ円高で株価の下落に拍車がかかり、利上げ観測が大きく後退しているということである。これまでのグローバルな各市場での調整幅なのだが、図表2-15にあるように、今年のグローバル・リスク・リダクションに匹敵するか、あるいはクレジット市場ではそれを上回る調整幅に既になっている。8月17日のFedの声明の後に、株式市場は一旦落ち着きを取り戻してはいるが、発端となったリスクの再評価という点ではなお途上である。であるため、市場は依然として不安定な要素を抱えている。そういう意味では、不安定な状況が続くとみておいた方が良くかと思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ。ご質問等あれば。

野田委員

今日の短期市場は大分落ち着いているように見受けるのだが、如何か。

中曾金融市場局長

先程申し上げたように、この間、新しい積み期に入ってから即日の供給オペを連続して打って、アベイラビリティは高いような状態にしている。結果として、先程説明は詳しくしなかったが、図表 1-2 で 8 月の積み期の準預残——途中ラップの平残であるが——は 5 兆 9,600 億円と、所要準備に比べてもかなり高い数字になっている。従って、マーケット自体は安定をしているが、出し手による外銀に対する慎重な姿勢という底流はなお存在している。この辺を調べてみたのだが、幾つか現われているのが、例えばコールレートで外銀と邦銀の取りの差について——足許今日は少し落ち着いているのだが——、少しアベイラビリティが低い時、準預の水準がまだ多少低いような時は、2bp ないし 3bp 程度出るようになっている。それから、同じように LIBOR ベースの円の水準も調べてみたのだが、やはり 14 日位から邦銀の方が低く、外銀の方が高い状態が続いてきている。それから、同様にいわゆる TIBOR と LIBOR の差をみると、こちらもやはり開いてきているようで——TIBOR は日本の銀行、LIBOR は外銀が参照することが多い指標なのだが——、足許は長いところ程 LIBOR の方が高くなっている。例えば 1 か月では 10bp 位の差なのだが、2 か月以上になると 20bp 位差が開くようになっている。外銀と邦銀の調達金利の差が出てきている。ただ、外銀が取れないということでは全くない。そういったことが今の特徴かなとみている。

福井議長

今外銀とおっしゃったのは、主としてヨーロッパ系の銀行ということか。

中曾金融市場局長

然り。アネク的にヒアリングをすると、やはり欧州系の金融機関、特に

欧州大陸系の金融機関に対して与信を少し絞り気味にしている。やや絞っていると私共が聞いているのは、例えばいつもそうなのだが、この手の話が出ると投信が最も保守的なので、この辺がまず外銀を締め出す。それから、地銀が少しラインをきつめにしているという話を聞いている。メガは、多少金利が多めに取れるのであれば、出すところもある。こんな感じである。量的には回っているが、その分、少し金利が外銀については高くなっているという感じである。

須田委員

外銀が沢山資金を取りたいというよりも、他が資金を出さないということの方の影響が大きいのか。

中曽金融市場局長

先程、コール市場の規模が少し縮小していることをここでお話したが、外銀にとって、少し厳しい環境になっているのを理解してのことだと思うが、そもそも要調達額を、やや圧縮している。それでも全く取らない訳にはいかないのだから、ある程度は調達しなくてはならないのだが。

須田委員

これは、ドル転して使うのではなく、円として使うということか。

中曽金融市場局長

一部円投してドルにしている事例も聞いている。後は、グループ内の証券会社とか銀行の間で流用する。

西村委員

ロンバートが16日、17日と多く出て、20日は2億円位で済んでいるという。駆け込みというか、ロンバートにあまりこなくても良い状況になっているということか。ロンバートにこなくてはいけないという程の状況に

は達していないと。

中曾金融市場局長

外銀のうちでこの 2 日間に亘って調達環境が結構厳しくなった先があつて、そういうこともあり、少し多めに資金を供給してアベイラビリティが高まったので、当該外銀は、20 日はロンバートに頼らずに全部市場で調達できたという経緯である。

野田委員

あくまでも単数であるな。

中曾金融市場局長

然り。単数である。全般に何となく欧州系が取りにくくなっているということはあるが、ロンバートをかなりの規模で使ったところは特定の先である。

亀崎委員

ニューヨーク連銀の資金供給オペは、8 月 13 日以降、応札倍率が凄く急騰している。ただ、日銀の場合の応札倍率が特に変わっている訳ではないな。

中曾金融市場局長

多少出ているとすると、国債買現先の応札倍率が多少高くなっているような感じがあるが、目立って応札倍率が高くなっているという感じはない。

亀崎委員

それはやはり外銀に影響が限定されているということか。

中曾金融市場局長

然り。ニューヨークの方は、幅広く、調達需要の規模も非常に大きいことが背景ではないか。連銀は、相当お金を出しているみたいだが、一方で、フライト・トゥ・クオリティでTBの金利がとても下がっている。であるから、ニューヨーク連銀のFFレートは結構今日は大きく下がっていて、4.75%になっている。ターゲットは5.25%であるから、相当乖離している。我々であったら、怒られる位に。

野田委員

今は怒らない。

中曾金融市場局長

ただ、これはやはりTBの金利がとても低くなっている。だから、レポ・レートがぐっと落ちている。そうするとFFレートも引っ張られてしまう。しかし、供給を絞ると、今度はレートがどうなってしまうのか分からないと、恐らく非常に難しいオペレーションを強いられているのではないかと類推する。

亀崎委員

6月、7月については、オペの応札倍率は6~7倍なのだが、8月13日以降は26倍とか15倍とか、21日も11倍という具合にずっと高い状況が続いているということは、まだまだ…。

中曾金融市場局長

基本的には、ドルの流動性の極めて強い需要が続いているようである。ABC Pのバックアップラインの発動などのようなところから端を発した流動性需要の強い状態が続いている。我々が聞いているところでは、そうは言ってもマネーマーケットの短いところ、オーバーナイトのところは連銀がお金を供給しているので結構回っているようなのだが、ターム物に

なるとなかなか出会いがつきにくい。やはり非常にカウンターパーティ・リスク、信用リスクに非常に敏感な状態になっているので、お互い長いところになる程、資金を融通し合わない感じになっているようである。

須田委員

オペのやり方に関する事なのだが、以前、マーケットが少し荒れていた時——まだ裁定が上手くいかなかった時と言った方がいいか——に、まずレポ・レートが上がって、それでオーバーナイトのレートが引っ張られるという構図があったが、それはやはり今でもあるのか。国債買現先を結構沢山打たれたが……。

中曾金融市場局長

実は、この8月の足許に至るところまでは、レポ・レートと無担保コールレートの差は、むしろ非常に落ち着いていた。例えば、図表 1-3 でご覧頂くとお分かりになるように、GCレポ・レートと無担保コールレートは、4月位から期末を除くとむしろ非常に接近していて、私たちからみるとレポ・レートは非常に安定していたのだが、最近少し乖離がまた出てきている。再びレポ・レートが強くなっているが、これはやはり一つは、先程の話にまた関連するのだが、外国系の金融機関や証券会社のレポ調達に上手くいっていない。一方で、都銀などの運用姿勢が慎重化している。今回の感じはレポ・レートが上がってそれにつれてコールレートが上がってしまったという以前みられたパターンではあるのだが、今回違うのは、外銀の信用リスクに起因する動きでレポ・レートが上昇してコールレートを引っ張り上げているというような構図だと思う。

岩田副総裁

アメリカはそれでも次の下げが大きいので……。

中曾金融市場局長

然り。

岩田副総裁

それは専らテクニカルな理由であるか。一部にステルス利下げだと言う人もいるのだが。

中曾金融市場局長

TBのレートがあそこまで下がるというのは、フライト・トゥ・クオリティがとても強く需要が物凄く強いという理由によると思う。従って、ご案内のように昨日か、SLF、うちで言う補完供給の手数料を少し安くして順便にもう少しTBが市場に出回るような対応をしている。どちらかと言うとテクニカル。そうせざるを得なくなっているということではないかと思う。

岩田副総裁

しかし、声明文では、できるだけはというか、クローズ・トゥ 5.25%であったか。最初の時、そういうのを言ったな。クローズというのは、多少逸れることもあり得るのでそういうふうにしたのだ、という人もいるが。

稲葉理事

元々本当は 5.25%絡みでコントロールしたいとは思っていたのだろうとは思いますが、市場を安定化させることを優先したために、ある程度乖離は了承するという感じできているのではないか。

岩田副総裁

もう一つ、ボラティリティなのだが、円／ドルのボラティリティが、図表 2-12 では、大体 2000 年あるいは 1999 年位の水準——1998 年に LTCM があって、アジア通貨危機があって——まで高まっているということ

であるな。他のマーケットのボラティリティは、図表 2-4 の債券先物オプションをみるとそんなに上がっていない。債券は比較的安定している。株のいわゆるフィアーズ・インデックスというか恐怖指数は、大体円／ドル為替レートと同じような状況と考えて良いか。

中曽金融市場局長

VIXであるな。VIXも結構高い状態であるが、そうは言っても恐らくグローバル・リスク・リダクション辺りに経験したような高さではないかと思うが。やはり為替のドル／円が特に非常に高い。これは、やはり恐らくキャリーポジションが大きく積み上がっていたことが背景にある。ポジションの積み上がっていた分、巻き戻しが大変大きくなっているということだと思う。

岩田副総裁

図表 2-12 の (1) で金利と為替をみると、金利平価説が戻ってきて、きれいに反対になっている。その意味では、これまで如何に異常だったかという感じがする。それともう一つは、やはりユーロなのだが、図表 2-14、ユーロの IMMポジションについて、どうしてまだロングになっているのか。(2) をみると反対なのだな。今のドル・ショーテージを考えると何か変な気がするのだが。

中曽金融市場局長

いずれにしても、多分もう少しするとこのユーロ・ロングが縮小する方向である。リスク・リバーサルをみると、ドル・ブルになっているので、多分方向としてはユーロのロングポジションが縮小していく方向であろうと思っている。

岩田副総裁

そうであるか。それからもう一つ私が注目しているのは、イールド・カー

ブの変化なのだが、日本のものは図表 2-5 に出ている。全体としてシフトダウンしているのだが、例えば 10 年物と 2 年物を比べると、10 年物の方が落ちている。アメリカは確か長短スプレッドが拡大しているな。

水野委員

期先では特にそうである。

野田委員

急速に拡大しているな。

岩田副総裁

そうか。日本の場合はフラットになっていて、アメリカはスティープになっている。これが持っている情報量は、多分色んな解釈が可能だと思うのだが。

水野委員

要は、先物だけで買い戻されているというのが、一番正しいと思う。C T A が先物を思い切って買い戻し、それで 7 年が割高になっているという。

中曽金融市場局長

日本の短いところも 10bp 位落ちている。利上げ期待が後退しているのに真ん中の中期ゾーンのところはもっと下げているのは、やはり先物に振られているところが大きいと思う。先物が下がるとどうしても現物も現渡しの部分を中心に波及していくので、真ん中の中期ゾーンがやはり下がりやすいという日本的な要因はあるのだと思う。先程岩田副総裁がおっしゃった V I X は今 25 位で、一頃は 30 を超えていたので少し下がってはいるのだが、やはり水準的には結構高い。

岩田副総裁

34、35までいっていたのだな。

中曽金融市場局長

一番高い時はそれ位であった。多少落ちているが、水準的には高い。

中村委員

宜しいか。先程外銀の調達が厳しいという話があったが、円／ドルのスワップマーケットの方はどのような感じなのか。

中曽金融市場局長

スワップマーケットは、我々が聞いているのは、円／ドルについては、相対的に上手くファンクションしているということだと思う。それを使って、実際先程申し上げたように円投してドルに替えているというケースも何件かある。一方ほとんど機能しなくなっているのは、ユーロ／ドルである。これはなぜかという、ユーロとドルの両側の金利でディスロケーションが生じたためである。ユーロサイド、ドルサイドの金利が非常に不安定になっているので、為替スワップの値段が建たないのである。従って、非常にやりにくくなっているというふうに聞いている。であるから、円／ドルサイドは、まだそれに比べると相対的に使いやすい、流動性があるというふうに聞いている。

須田委員

外為証拠金取引で結構ロスカットがあつて、その結果個人がどの程度損したかということについて、アネクドータルな話でもご存知であればと思うのだが。

中曽金融市場局長

これもまだ締めてみないと分からないのだが、ロスカットという以上、

ロスを確定させている訳であるから、やはりなにがしか損失は受けているのであらうと思う。ただ聞いていると、そこからけしからんとか、どうにかしてくれというような声が目立って上がっているとは聞いていない。

福井議長

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、海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

お配りした資料は、資料-3（参考計表）、それからその（追加分）、の二つである。資料-3（参考計表）（追加分）の方は、今回金融に絡んだところだけをアップデートしたものを付けた。時間が許せば、両方触れたいと思う。前回のMPMの開催日はちょうど格付けの見直しということでマーケットが動き出した一方、格付け機関のブラックボックスの中がどうなっているか全くみえないという状況であったかと思う。ちょうど1か月強経って、いわゆるサブプライムローン問題を背景に欧米の金融市場は大荒れになり、株価でみると下落前の水準を約1割程度下回ったところ、それから長期金利でみると約0.5%程度下回ったところというのが現在のありどころである。勿論、これで落ち着いたということではないが、实体经济を取り巻く金融環境はそういうところに移った。加えて証券化という金融のパイプも部分的に目詰まり状態にある。昨年5月、6月頃、あるいは今年の春先の調整局面は、市場筋の抱いていた金利観とか景況感の修正に伴うポジション調整という色彩が強かったと思う。従って、世界経済のファンダメンタルズが良好、金融環境も基本的には緩和気味という状況のもとでは比較的短期に調整は済んだのではないかと思うが、今回はご案内

のとおり、調整の背景が近年急成長した証券化という金融の仕組みの根底をなす格付けに対する信頼に関わることなので、修復にはかなり時間がかかるのではないかと思っている。ということで、そうした金融面での変化が世界景気の動向にどう影響を及ぼしていくか、言うまでもないが、今まで以上に肌理細かくデータを追っていく必要があると思っている。しかし、今日は取り敢えず事件直前の状況を確認ということで報告させて頂きたいと思う。

まず、資料-3（参考計表）であるが、図表4-1、アメリカのGDPである。前月27日に第2四半期の数字が出ていて、(2)の表に+3.4%という数字がある。前期の+0.6%に比べて、かなり伸び率が拡大している。中身をみると、ご覧のとおり、個人消費はスローダウン、住宅投資はマイナスが続いているがマイナス幅は縮小化している。設備投資は一応持ち直したような姿になっているほか、在庫投資、純輸出は押し上げに寄与しているということである。これまで月次のデータをみながら描いていた姿と大体同じだと思っている。この+3.4%という数字であるが、第1四半期が少し低かったことのテクニカルな反動増という面もあると思う。ただ今月末に発表される暫定推計値は恐らく上振れする。この段階では反映されていなかった6月の貿易収支が上振れに寄与しているので、恐らく+4%に近いところまでいくのではないかとされている。それから、今回の発表と同時に過去3年に遡ってGDP統計の年次改定が行われていて、各年とも小幅であるが下方修正されている。すなわち、2004年が+3.9%であったのが+3.6%、2005年が+3.2%であったのが+3.1%、昨年2006年は+3.3%が+2.9%ということで下方修正されているが、これの意味するところは二つあるかと思う。内訳をみると個人セクターのところの所得について、配当利子項目の計上をより適切、正確にやったということなのであろう、個人の所得は上方修正されている。従って、アメリカの消費者は稼ぐ以上に使っているという今までのマイナスの貯蓄率が、一気にプラスの計数になった。これの持つ意味合いは、いわゆる株価あるいは住宅価格の上昇に伴う資産効果が効いて所得以上の消費がサステイナブルだったの

だろうというこれまでの仮説が、必ずしもそうではないということになる。今後、株安あるいは住宅価格の下落がどれ位消費に対して下押しの要因になるかについては、逆にマイルドに効く、それ程心配しなくても良いということになるかもしれない。要するに、所得見合いで消費は進んでいるという予測が立てられるかもしれない。これは、先行き色々な要因があるのであまり決め打ちはできないが、今回の統計の改訂の意味するところの一つだと思う。それからもう一つは、全体のアウトプットが下方修正されたので、労働生産性も下方修正されている。従って、今後アメリカの経済の潜在成長率はどの辺かという議論の中で、この新しい労働生産性を織り込むと、方向としては、下方修正だと思われる。従って、アメリカ経済は潜在成長率に向けてのソフトランディングというシナリオで今まで来たが、その定性的な意味合いは変わらないにしても、出面としての数字が 2008 年の着地はどれ位かという時は今までより少し低めの数字が出るのが整合的かと思っている。

以上が GDP に関わることであって、6 月までの数字はこの GDP に集約されているので、いつもの図表 1 のアメリカの主要経済指標では 7 月だけに絞って説明させて頂く。まず、消費動向である。5. 小売売上高、6. 自動車販売で消費関連をみると、自動車が 6 月、7 月と前月比マイナスが続いており、やや気になるところである。車の在庫も若干増えている。しかし、5. 小売売上高は、今回からコアというか、自動車とかガソリンとか建築資材を外したものでみているが、これはご覧のとおり、7 月は前月比 +0.6% ということで、スローダウンとは言いながら、7 月の単月をみるとそんなに悪くはない。7. 消費者コンフィデンスは、7 月 112.6 ということで、これもかなり良い数字が出ている。それから、8. 住宅着工であるが、6 月小幅増加の後、7 月は 138 万 1,000 戸ということで、歴史的にも少し低い水準である。地合いが悪いだけに、単月の動きの数字とはいえやや気になる。許可件数も同時に出ているが、これも弱い数字になっている。それから、ここには出ていないが、住宅販売も、前月の 6 月の数字であるが、減少しているので、住宅の在庫率は再び上がっている。ということで、住

宅在庫の調整は依然進捗していないということが言えると思う。生産回りであるが、12. 鉱工業生産は、6月、7月と2か月連続で増加。それから11. I S M景況感指数であるが、製造業、非製造業とも7月は前月に比べて水準が下がっているが、ただレベルとしては分岐点の50よりかなり上のところにあるので、それ程心配する必要はないかと思っている。それから雇用である。14. 非農業部門雇用者数、7月は9万2,000人の増加で、このヘッドラインの数字は前月に比べるとかなり落ち込んでいる。しかし、うち民間部門が12万人増加と、それ程見劣りしないということで、この9万2,000人にあまり引っ張られる必要はないのではないか。この差については、公務員のカテゴリーに入る教職員が学期替わりで本来季節調整がされているはずだが、それが上手くできていないため、全体の下げに寄与していると言われている。もしそういうテクニカルな問題であれば、それがまた季調の逆のところに出てくるので、1年均してみればそれ程心配するような話ではないということである。物価である。15. C P I、ヘッドラインの方は、ガソリン価格が6月から下落し始めているので、それを映じて前月比+0.1%と上昇率が鈍化している。コアの方であるが、2か月続けて+0.2%ということで、引き続きインフレ圧力については目が離せないという状況かと思う。それに関連して、17. ユニット・レーバ・コストである。4~6月であるが、前期比+2.1%、前年比+4.5%と、インフレ圧力要因として引き続き気になる計数である。

次に、図表2-1、ユーロに移る。ユーロも第2四半期のGDPが発表されており、前期比+1.4%ということで、左から眺めていくとかなりスローダウンしたイメージになる。この段階ではまだ項目がフランスを除いて発表されていないので、これ以上の分析はできないが、ミクロの話でいくと、ドイツは第1四半期に結構天候が良かったので建設工事が進んだため、第2四半期はその反動減が出ている模様。それからVAT税率の引き上げの効果について、これまで消費を中心にみていたが、実は住宅建設、住宅投資に関わる場所もある。住宅部門のVAT税率引き上げ絡みの駆け込み需要の反動は、消費よりも少し尾を引いて出てくるのではないか

と言われている。それから消費動向だが、ドイツでは天候不順から5月、6月の衣料品があまり売れなかったと言われている。なお私共のフランクフルト事務所からの来電で あるいは の当局の人の話が伝わってきているが、それによるとこの辺のクォーターの数字についてはあまり気にしておらず、経済の実態は引き続き強いとみているようである。それから、このところ金融市場が変動しているため、ヨーロッパも何らかの影響を受けることは間違いないのだが、ただ、株価の個人消費への影響は恐らくアメリカ社会よりは弱いのではないかとされている。それから、失業率のトレンドがずっと低下してきており、またベアもそれなりに上がったということから、所得ベースはしっかりしており、そう簡単には崩れないのではないかと。図表2-2、イギリスであるが、第2四半期が同様に出ていて、大陸よりは強い数字になっている。消費が良いということになっている。それから失業率も、7月は2.6%と低下傾向が続いている。景気は順調であるが、その分インフレ圧力はなかなか抜けていない状況がここに出ているかと思う。

次に、アジアである。図表3-1、まず中国であるが、昨日、今年に入って第3回目の規制金利の引き上げが行われた。経済成長が高いペースで続いており、加えてCPIであるが、7月は+5.6%増と、今年に入ってじりじりと上がっており、年間の目標である3%との乖離が大きくなったということで、金融政策の発動が行われた。CPIの内訳は、食料品のウエイトが3割強あり、そういう項目で3割近い物価上昇が続いているため、全体としてこういう姿になる。2. インドは今まで載せていなかった計表である。中国、インドと言われているので、載せてみたのだが、ご覧のとおりデータが遅くて、GDPもまだ第1四半期しか出ていない。それから、物価についてもいわゆるCPIはなくて、WPIでやっているということで、かなり統計上の限界はあるため、毎月あまりディーテールには説明できないが、こういうところに載せておくことによって、時々トレンドの変化を追い掛け、何かあれば報告したいと思っている。図表3-2、NIEs、ASEANである。第2四半期のGDPがぽつぽつ出ていて、ご覧の

とおりに出ている限り、大変力強い数字になっている。韓国が前期比+7.0%、シンガポールは小さいが+14.4%、インドネシアでも+5.7%ということで、今まで申し上げていたアジア経済についてのシナリオ——内需中心の緩やかな拡大が続いている——については、少なくとも4~6月までのGDPと統計でみると、間違いのないと思われる。輸出について、ITであるが、ITが良くなったという話はそれ程ないのだが、かと言って特に落ち込んでいるという話もない。輸出での貢献は、ノンITが引き続き寄与していると言われている。それから、アジアの金融・為替動向であるが、当然欧米での動きにつられた動きをしていて、外国人投資家がリスク回避あるいは他とのポートフォリオのバランスで利食いに入ったということで、どの株式市場も下げている。ただし、例外は中国である。中国を除いたところは下げているが、パニックのような下げ方ではない。為替は、キャリートレードの巻き戻し的な動きから対円でどの通貨も安くなっている。対ドル通貨でも自国通貨安が起きている。それに対しての各国の対応であるが、これまで少し自国通貨が強くなり過ぎたという感じを持ちながらも変動相場制的なレジームを維持したいというジレンマの中にあつた訳で、ここでの自国通貨安は自国輸出企業にとって良かったと、内心では少しほっとしているようである。ただ、その中で、2、3の国は別の観点から、為替の急激な下落もまた心配だということで、スミージングオペレーション的なセンスで小幅な介入をしている。以上が取り敢えず(参考計表)の資料による説明である。

金融の方であるが、日々色々報告がなされているので、重複を避けてさらっとポイントに絞って説明申し上げる。資料-3(参考計表)(追加分)図表1-1であるが、アメリカのサブプライムマーケットで始まったタービュランスが各国クレジットマーケットに影響して、(3)はヨーロッパであるが、同じように、非常にスプレッドは開いている。それから、(1)のABX HOMEサブプライムのところであるが、太線のAAA格については、7月から調整が始まったが、足許の動きをみると少し落ち着いてきたと言えるかもしれない。下の方については、指標が出ているが、マーケッ

ト自身が非常に薄くなっているので、代表性があるかということは留意しておく必要がある。それからBBB格のところのレベル感をみると、仮にこれが正しいとした場合に年初に比べて7割のロスが出ていることを意味している。図表2は、先程金融市場局長からの説明もあったように、金融市場、資本市場で起きているストレスは色々あるのだが、短期のところに鋭く出ているというのが(1)アメリカにおけるTEDスプレッドの図である。今回の局面で非常に高いスパイクが生じている。過去の長い統計でも、今回のスパイクは非常に高い。このスプレッドの定義はユーロドル3か月物-TBであるが、ユーロドルの方はショートを起こしている、金利が上がっている。一方、TB3か月物は、フライト・トゥ・クオリティで下がっている。1か月物、3か月物は3%台の低い金利になっているから、こういうグラフになっている。あと、図表4、先行きの金利観である。これも日々報道されているので繰り返しになるかも知れないが、(1)のアメリカの金利の先物について、8月限ではもう完全に0.25%の利下げを織り込んだ水準になっている。それから、10月に向けてもう1回ある、それから年内中でももう1回あるというのが、このイールド・カーブの意味しているところである。一方、ユーロであるが、太線の8月21日現在の姿をみると若干の利上げの見通しもあるようで限りなく4%に近いところ、要するに現行水準のところ9月限が始まる。その先は、年内に25bp上げるという確率は下がってきていて、12月限月のところでも4.25%には遠いという状況である。図表5であるが、今後金融面が实体经济にどう影響を及ぼすかという観点で個人部門に対してファイナンスがどう行われているのかという状況を示すグラフである。(1)は、Fedがサーベイで四半期毎に調査している金融機関の貸出態度——引締め気味か緩める方向かをDIで表記したもの——である。昨年中、サブプライムローン問題になったので、Fedも統計の取り方を改めて、今年に入ってから、住宅ローンについて3つに分け、プライム、非伝統的、サブプライムという具合に3つのカテゴリーで計数を取っている。従って、足許のグラフが繋がってなくて、丸、三角、バツ印に分かれている。そ

れで、まず動きとしては金融機関の融資態度というのは、昨年の半ば頃から引締め気味に動き出している。プライムについては、こういう水準ということで、これを強いとみるか弱いとみるかよく分からないところはあるが、明らかにサブプライムとは差別化した融資態度が採られているということが読めるかと思う。(2)のグラフは、住宅モーゲージではなく、普通の消費者金融、消費者向けのローンである。細線がメジャーなクレジット・カード、太線がその他消費者向け——学資ローンだとか、あるいは(3)にも出てくるホーム・エクイティ・ローンとかが入っている——である。消費に一番効くクレジット・カードに関する条件については、ここにきて引締めているという感じは出ていない。一方、その他のところについては、恐らくホーム・エクイティ・ローンとかこういうものが含まれているために、引締め気味に変化してきている。(3)のグラフは、実際に実行されている残高の統計である。前年比の伸び率、点線はホーム・エクイティ・ローンで今までレベルの低いところで急成長していた関係で右目盛になっている。全体の目盛りは、左側となっている。ここでご覧頂きたいのは、ホーム・エクイティ・ローンは当然伸び率が抑えられてきている訳であるが、太線で示した全体としてのファイナンス——消費者信用+ホーム・エクイティ・ローン——は、昨年の後半以降、特に残高が落ちていることはない。中身は分からないが、ボリュームとしてファイナンスの面から個人消費へのマイナスの影響は、少なくとも7月まではないということである。以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

須田委員

今のところで、車はどこに入っているのか。

出沢国際局長

その他消費者向けに入っている。オートローンである。

須田委員

それは、少し厳しくなっているのか。

出沢国際局長

それが正直言うと分からない。その他のさらに内訳というのは出ていなくて、その他で一括した統計になっているので。

須田委員

先程おっしゃったプライムとサブプライムの貸出基準についてのコメントを聞くと、プライムでも上がっているというコメントとプライムはほとんど上がっていないというコメントの二つがあったのだが、どちらだと思うか。

出沢国際局長

例えばジャンボローンとか色々なタイプがあると思うのだが、クライアントはお金持ちに属しているかもしれないが、通常のバンカーの仕振りとしてスタンスが変わっていないというやはり嘘だと思う。だからバンカーズのスタンスは厳しくなっているが、極端にシュリンクしていることはないということかと思う。

堀井理事

須田委員のご質問の意図は、金融から実体経済の波及経路だと思うのだが、もう一つこの住宅のところで気になるのは、例えば流動性が沢山あるものだから業者が住宅在庫を今まで抱えられてきたのである。だから、調整が長引いているという言い方ができると同時に、ゆっくりできたというふうにも、この何か月か申し上げていた。だが、こういう情勢になってく

ると、そこがどうなるか、要するにリクイデイトを早くしたいというものが出てくるかどうか。昨日もデリンクエンシーの統計が出ているのだが、これも数か月前までは上がっているけれども、まあまあ普通の上がり方位としていたのだが、昨日出た統計だと前年比 90% 増えている。そういうところにいくと当然住宅価格が落ちてきて、そっちの方から色々なことが起こってくるという可能性はある。これはまだ起こると断定するつもりはないが、そういう可能性も視野に入れてみていきたいと思っている。

野田委員

貸出基準もここまではこういう感じだけれども、証券化をやってもそれがさばけないことからいくと、少しファイナンスの面からかなり厳しくなるのかという見方もあるようである。

堀井理事

然り。その面も含めてみていかないといけないと思う。

野田委員

ファイナンスが細くなったら、急激に細くなっているという感じではあるな。

出沢国際局長

後ろ向きというか、過去のデータになるが、図表 5-7 はアメリカのマーケットでの企業サイドの資金調達——企業の中には先程理事も言われたような不動産に関わる業者の在庫仕入れの借入もあると思うのだが——を示しているが、7月もやはり話題になったが、いわゆるハイ・イールド債的なボンドの発行はできないということだと思う。(3)の銀行貸出業者向けの白抜きが不動産向け——企業向けの不動産開発業者あるいは宅建業者向け——で、みにくいかもしれないが、明らかに 2007 年に入ってから落ちてはいる。これはビジネスを縮小させる要因か、あるいはビジネス

が縮小したからこれだけで済んだのか、少し分からないところはある。それからフォークロージャーの統計だが、昨日ちょうど出て——インターネットでの統計ということでどれ位信用するかというのはあるが——、ぎくしゃくしているが、トレンドとして上を向いている。クォーターリーで出るMBAの統計が4~6月分が来月頭位に出るが、これも恐らく1.ウン%というフォークロージャー率であろう。今、4,400万件の在庫に対して1.28%のフォークロージャー率で、この感覚は我々には分かりにくいところがあるが、非常にモバイル化されているアメリカのホームマーケットであれば、それ位の家が売りに出されたり、担保に取られたりということなのである。MBAの統計が一番信用できるので、これが9月の頭位にまた出るので報告したいと思う。

岩田副総裁

貸出基準でいうと、LBOも相当基準は厳しくなっているのか。スプレッドがLIBOR+400bpとか。家計の方はこれで見るとそれ程大したことはないが、企業の、特にM&A絡みとかは相当タイトになっているのではないか。

出沢国際局長

先程のグラフも企業向けであるが、ハイ・イールド債ではないところも7月は落ちてきている。それからアネクの話として、LBO絡みの案件のキャンセルないしはサスペンドが、ご案内のとおり色々出ているから、明らかに金融面でビジネスのディールが止まっているというところはある。

西村委員

図表5(2)消費者向け貸出基準のところであるが、この数字は上にいくとタイトになるということであるな。

出沢国際局長

然り。

西村委員

その他消費者向けにオートローンがあるとすると、オートローンは今インセンティブを非常につけているので、逆に緩くなっているはずである。それを考えると、これはかなり高くなってきている。

出沢国際局長

先程須田委員のご質問にもあったように、その他はオートローンもそれからホーム・エクイティ・ローンもそれから学資ローンも全部突っ込んでの統計なので、もし分けられれば、今西村委員が言われたようなことがあるかと思う。

西村委員

あと二点程お伺いしたいのだが、一点は、アメリカの住宅価格は出てきたのだが、ヨーロッパの住宅価格はどうなのか。凄く心配になる。イギリスは、上がったたり下がったりしながら、それぞれのところはいいとして、ヨーロッパはデータがないというところが確かにあるのだが。

出沢国際局長

住宅価格というよりは不動産価格のような統計は、例えばスペインとかフランスとかイタリアを追い掛けて、前回の展望の時、少し示したと思うが、イタリアは二通りあって少し読みにくいことを申し上げた。それを見る限り、スペインでは上昇率は頭を打っている。問題はその上昇率の鈍化が急過ぎると今度は金融に響いてくるというか实体经济に響いてくるということで、バブル化する前に収まったのはいいが、その収め具合がどうなるかが気になっている。それで、今日のフランクフルト電などもそうであるが、やはりヨーロッパの当局としては、そういう面でスペインが気に

なっている。

西村委員

ランデスバンクとかあの辺のところが厳しくなると——少しドイツのシステムはよく知らないが——、モーゲージとかそういうものへの影響はかなり直接的に効いてくるのか。あまり効いてこないのか。

出沢国際局長

大陸は固定金利が主流だと思う。従って、金利が上がってきた時に、今までの借入者の利子負担が増えるというマイナス効果はない。

西村委員

あと、もう一点は、かなり微妙なところではあるが、GDP統計が変わったことによって、資産効果が薄くなったのではないか。この程度で、あの大きな変化は説明できるのかがよく分からないところである。つまり、マイナスがプラスになったというのは、プラスに大きくなった訳ではなくて、少し良くなったという程度のものなので、資産効果についてもし計算されていたのであったら教えて頂きたいのだが、少し逆方向にいき過ぎているかという感じがしたのだが。

出沢国際局長

私の説明が少し極端になったかもしれないが、要するに色々な資産価格の動向、消費の動向で、セービング・レシオがどうなっているのかをみたと思うが、レベルは今回で修正されたが、動き方については今までの話と合っている訳である。要するに、住宅価格が上がってきたから、消費がかなり温まってきている。それで弾いたセービング・レシオは、今度はプラスの世界になっているが、その境については、今までのサイクルと合っていると思う。レベル自身は、今回の修正があったということなのだが、ある意味では真の値というのは誰も分からない。元々資産効果ゼロと言って

いる人はいない訳で、資産効果は必ずある訳であるが、ただその程度についてどう計測しようかということであるから、なかなか白黒の付けにくい議論である。

野田委員

かなり見方がばらけているな。大きくみる人は、大きい。でも最近、やはり効果が隠れていたよりはあったのかなという意見の方が少し多いように見えるのだが、如何か。それがまた、今のご意見で少しそうは言ってもという…。

西村委員

ただ、パネルの色々なマイクロのデータでもかなり強い効果はあるので、ないということは多分ない。パネルのデータは、変わるが。

野田委員

どの程度かという、その相関度がなかなかつかめない。

西村委員

どの程度かというためにはベンチマークがなければならぬが、パネルのデータにしてもベンチマークがない。時間で取っている訳ではないので。そうすると、やはり大きさが少し分からない。そういう状況のようである。

岩田副総裁

やはり歴史的には5~6%あった訳で、それがほとんどゼロ%近傍になったこと自体は、やはりある程度資産価格が効いているのではないかという気がする。ただ、私の印象だと今回の改定は雇用者報酬のシェアが上がって、企業収益が落ちて、雇用者報酬も上がった分だけ、いわば可処分所得が上がった一方で、消費は変わっていないので、その結果自動的に貯蓄率のマイナス分が消えただけのような気がする。もう一つそれと関連した質

問は、国民所得統計で言うと、企業収益の伸びがマイナスになっているのか。アーニングス・パー・シェアなどでみると、大分印象が違うのだが。つまりN I P Aベースでは、そこはどれ位みたらいいのか。もしかすると、中小企業とかの収益が、日本と似て実は最近かなり悪くなっているのか。図表 5-3 などを見ると、上場しているEPSはそんなに悪くない訳である。+10%位上がっていて調子いいと思うが、国民所得統計でみると確か前年比……。

出沢国際局長

第4四半期が-3.9%で、第1四半期が+1.5%というのが手許にある。それで税引き後利益のGDPベースを年次でみると、2005年+6.1%、2006年+12.2%である。S&P500社ベースで、このところクォーターリーで1割前後動いていると思うが、先程言った第4四半期の前期比では-3.9%であるが、前年比では+8.2%なのである。であるから、そんなにイメージは変わらないように思うが。

須田委員

先程配当についておっしゃったが、配当が増加して今度株主の所得に移ったということで、それで収益が落ちたということになるのか。

岩田副総裁

税引きとか配当とか、ベースの取り方によると思う。

野田委員

あとやはり、自社株買いを相当やっている。その場合、全部償却している訳ではないだろうから、EPSにどう跳ねてくるかというのが分からない。その辺はどうなのか。

出沢国際局長

申し訳ないが、分かりかねる。

野田委員

自社株買いして、そのまま金庫で抱いていれば、EPSは変わらないのだが、その辺どうなっているか私も知りたい。EPSの伸びがずっと落ちたな。見直しで、半分位になってしまった。

出沢国際局長

EPSの先行きであるか。

野田委員

EPSの実績が+20%の伸びが+10%になったというのがあったな。少し私の勘違いかもしれないが。

出沢国際局長

去年の第2四半期が2割近い数字を出して、それから第3、第4四半期と少しずつダウンしたと。

野田委員

それは、減ったということであったか。

出沢国際局長

然り。ただし、本年の第1四半期、第2四半期は、むしろ上振れして両方とも1割のところを維持している。

野田委員

話はヨーロッパに飛ぶが、GDPは数字はともかくとして、足許総じて底堅いという見方は私もそういうふうに見ている。ただ、足許の景況感に

ついて、この出掛けにドイツの景況感——ZEWであったか——が相当悪かったので少しショッキングだったが、あれはあまりみていないのか。

出沢国際局長

今月の当初見通しが 1.何がしだったのが、今日出たのが-6.幾つとかいう話だと思うが、前からあれは振れると言われていて、ご案内のとおり、ZEWに答えている方がエコノミストとかアナリスト——マーケットの内側にいて、理屈で考えられる方——だから、今のマーケット環境をそのまま反映してしまう。むしろ、IFOの回答者は、企業の経営者であるから……。

福井議長

さて、宜しいか。それでは、いつものとおりここでコーヒーブレイクとする。15時30分からスタートする。

(15時19分中断、15時30分再開)

福井議長

それでは、会議を始めたいと思う。

3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

福井議長

国内の経済情勢について、井戸理事と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、資料-4 (参考計表) を中心に申し上げる。途中で一度だけ、本日お配りした資料-4 (追加図表) を使わせて頂く。それでは、まず資料-4 (参考計表)、図表1、実質GDPである。4~6月のGDP1次速報であるが、前期比+0.1%、年率で申し上げると+0.5%になる。その前、

2 四半期が高い伸び率であったので、均してみれば、2%程度の成長パスを辿っている。実際今回の4~6月の実質GDPを前年比で見ると、+2.3%である。需要項目別の内訳についても、特段のサプライズはない。あと、この表には出ていないが、GDPデフレーターは、4~6月前年比-0.3%ということで、1~3月と同じマイナス幅であった。1~3月まではマイナス幅が順調に縮小してきたが、4~6月は輸入価格が大幅に上昇したため、GDPデフレーターのマイナス幅縮小は一服となった。このほか、これも表にはない数字であるが、4~6月の雇用者報酬は、伸び率が前年比僅か+0.2%であった。退職金がきちんと反映されているかどうか疑問の余地はあるが、それにしても前年比+0.2%というのは極めて低い伸びであって、雇用者報酬割る実質GDPで計算したユニット・レーバ・コストを単純計算すると、前年比-2.1%になる。3か月前位の我々の予想と比べると、実質GDP及びGDPデフレーターはほぼ想定どおりである。ただし、雇用者報酬が下振れているということで、経済全体としてはオントラックの中で、企業から家計への所得波及のところは想定より若干弱めかもしれないということである。4~6月だけでは結論付けにくいだが、若干気になるところである。

GDPは以上であって、次に輸出入へいく。ここで、本日お配りした資料-4(追加図表)をご覧頂く。本日通関統計の7月分が出ていて、実質輸出7月の前月比が+1.0%、4~6月対比が+2.3%ということで増加である。4~6月は1~3月の高い伸びの反動で一旦横這いになったが、今回の数字で輸出は増加基調を続けていることが改めて確認された。それから、実質輸入についてもずっと横這いで推移してきたが、7月は前月比+1.4%、4~6月対比で+3.6%とむしろ足許は輸出以上に増加している。これだけで横這い基調を脱したかどうかまだ断定できないが、内需、生産がしっかりしていることを裏付ける一つの状況証拠かと思われる。先程出た数字であるので、地域別、財別の細かい表の作成は間に合わなかったので、取り敢えず私の手許にある暫定的な情報で、分かることだけ口頭で申し上げる。今月の輸出は、どの地域向けも——すなわち米国向けも含めて——、4~6

月対比で増加している。ただ、少し長くみると、米国向けは3四半期連続減少の後、今回少し回復した感じであるので、やはり相対的には米国向けが弱めで、それ以外が強いという基本的な構造に大きな変化はない。それから、輸入の方では、このところ動きが鈍かった情報関連が7月は比較的是っきり増加をしていて、資本財・部品も強めという状況である。輸出の先行きについては、現在進行中のグローバル金融市場でのリスク・リダクションが世界経済全体の減速に繋がるようであるならば、その影響を相応に受けることになるだろうが、少なくとも現時点では世界経済の良好なファンダメンタルズに特段の変化はないと思うので、輸出は先行き増加を続けていくという判断を今回は維持したいと思う。米国経済の減速感が少し強まるないし長引くという位であれば大した問題にはならないし、為替相場も現在の水準で落ち着けば、長い目でみてまだ円安であるので、基本的に問題ないと考えている。以上が輸出入であって、それでは、元の資料-4（参考計表）に戻って頂いて、国内の方へいく。図表13、設備投資関連である。〈設備投資アンケート調査〉に日本政策投資銀行の設備投資調査の結果が出ている。2007年度の計画をご覧頂きたいのだが、+11.0%となっていて、これは2006年度の実績+7.7%よりも高い伸びであるが、比較のベースを合わせて、昨年同時期における2006年度の計画値——カッコ内であるが——が+12.9%であったので、+12.9%に対応する今回の数字が+11.0%ということで、むしろ幾分減速である。同じ読み方をすると製造業は+21.8%から+13.5%へ、非製造業は+7.4%から+9.2%ということなので、製造業から非製造業へという流れを伴いながら、全体としては幾分減速しながらも、なお堅調な伸びという我々が元々持っているイメージと整合的かと思う。2008年度については、現時点ではこの調査しかないと思うが、全体で-8.8%、とりわけ製造業は-19.4%と大幅なマイナスになっている。今時点の計画でマイナスは不思議ではないとしても、2007年度のカッコ内、つまり昨年今時点での2007年度計画と比べても、今回の2008年度の計画はマイナス幅が大きい結果になっている。まだ先のことであるので、あくまでも参考程度にみておけば良いということ

かと思うが、設備投資が 2008 年度はさらに減速していく、少なくとも過熱方向ではないという雰囲気は差し当たり出ているのかなという感じがする。それから、足許の月次の指標であるが、図表 14 (1) の資本財出荷はご覧のとおり引き続き緩やかな増加基調である。先行指標にいくが、図表 15 (1) 機械受注になるが、4~6 月の足許は減少だが、バツェン印の 7~9 月の見通しも含めて考えれば横這い圏内という判断で宜しいかと思う。それから、(2) の建築着工であるが、こちらは 4~6 月に大幅な増加になっている。太線の民間合計で、前期比+24.5%である。ただし、これは完全に裏が取りきれている訳ではないが、6 月 20 日施行の建築基準法改正で構造計算の厳格化などがなされた訳であるが、その前の駆け込みの着工が生じた可能性が高いと思われる。勿論、建設投資は実勢として非製造業を中心に堅調という見方で良いと思うが、どの程度強いかにについては、7 月以降に起こり得る反動も含めて評価をしたいと思っている。次に企業の収益を確認しておく。図表 18、企業収益であるが、(1) ①、②、左側が製造業、右側が非製造業になるが、上場企業の見通しについては、ご覧のように 2007 年度、2008 年度ともに堅調な伸びが見込まれている。因みに、この調査の前提となっている為替レートは 115 円/ドルである。一方、(2) ①、②の中小企業についても総じて良好な水準が維持されているという見方で大筋良いように思うが、足許は若干弱めという感じも否めない。ここに掲げてはいないが、他の様々な機関のアンケートでもこのところ中小企業の業況判断に若干弱さがみられる。春以降の原材料価格の上昇の影響など一時的なものかもしれないが、中小企業の動向は多少注意を持ってみたいと思っている。次に、個人消費であるが、図表 19、4~6 月の数字が揃っているが、既に GDP ベースの個人消費が 4~6 月+0.4%ということで 10~12 月、1~3 月の高い伸びの後としては、底堅い数字であったことが判明しているので、本日は細かい説明はしない。7 月に入って自動車が相変わらず弱い、それから先程出たスーパーが若干弱いというのがあるが、ここにきて全体としてトレンドが変わっているという感じはしない。特に強くもなっていないが、弱くもなっていないということで、引き

続き底堅いというイメージである。そういう中で若干気になるのは、このところ消費者マインド指標の一部に弱めの動きがみられることである。この点、図表 23 (1) の各種のコンフィデンスの指標で、ばらばらと言えればらばらであるが、最も代表的な指標として使われる消費者態度指数——太い黒線になるが——がここのところ弱めである。それから、ここに掲げていないが、景気ウォッチャーの家計動向関連DIが7月も4か月連続で悪化していて、レベル的にも2004年末の踊り場局面の水準を割り込んできている。こうしたマインド指標の悪化の背景には、住民税の引き上げや年金問題、あるいはガソリンなどの身近な物品の値上げ、さらには7月については長梅雨や台風、震災の影響なども指摘されている。ただ、大元には賃金の弱さもなにがしか影響している可能性があるので、この辺りにも注意してみていきたいと思っている。個人消費は以上であって、図表 24、住宅投資であるが、ご覧のように住宅着工は5月にかなり減少したが、6月は一転高水準の135.4万戸となった。均してみれば横這い圏内という見方で引き続き良いと思う。ただし、6月の大幅増加については先程の建築着工と同様に建築基準法改正前の駆け込みの可能性が否定できないので、やはり7月以降の様子をみたいと思う。住宅は簡単であるが以上である。

次に生産に移る。図表 26 であるが、6月の前月比が+1.3%ということで、その結果4~6月の前期比は+0.2%とほぼ横這いの着地となった。大幅に増加した昨年10~12月からみて、増加基調を続けているということで問題ない。しかも、4~6月の出荷は前期比で+0.7%、在庫は若干減っているので出荷在庫バランスも良好という状況である。それで、7~9月であるが、7月、8月の予測指数はご覧のように7月が+1.8%、8月が+4.9%ということで、非常に強い数字が出ている。その結果、9月を横這いと仮定して繋げた場合の7~9月の前期比は欄外にあるが、+5.9%という非常に高い数字になる。これをグラフで感じをみて頂くと、図表 27 (1) が生産全体のグラフ、(2) がその内訳になる。ただし、この予測指数をそのまま我々の予測とする訳にはいかない。第一に、8月の予測指数の数字が高いところから9月横這いという過程は若干強過ぎる。第二に、

元々予測指数と本系列は中身が結構違う。従って特に今回のように予測指数の方で大きく動いている時には、割り引いてみるというのが原則である。第三に、中越沖地震の影響がまだこれには入っていないということがある。これは因みにということであるが、実は昨年も今と同じタイミング、8月時点で利用可能な予測指数に基づいた計算では、7～9月は+5.7%という非常に高い数字であった。それが結果的には+1.0%だったので、そういう前科があることを申し上げる。そこで、マイクロ情報等も踏まえた我々の判断を申し上げますと、7～9月の生産については、予測指数よりはかなり控えめではあるが、緩やかな景気拡大と概ね整合的なペースで増加する蓋然性が高いと考えている。生産の増加をもたらす主な業種であるが、第一に電子部品・デバイス、第二に自動車である。自動車については、例の震災の影響で、7月単月は減少する見込みであるが、輸出の増加や国内向けも新車によるてこ入れにある程度注力していくことから、7～9月全体で見れば、幾分増加となる予想である。第三に、4～6月に減少した鋼船や医薬品については反動増を見込んでいる。今申し上げた中で、生産全体に与える影響が大きい電子部品・デバイスについて、増加を見込む背景を若干補足する。いつもの在庫循環図があつて、図表29であるが、実は(4)電子部品・デバイスをみて頂くと形のうえではまだ在庫調整は完了していないようにみえる。しかし、メーカーの意識としては、在庫調整には目途がついたという感覚を持っているようである。これは、出荷の増加をややフォワード・ルッキングに見込んでいることによる面が大きいと思う。第一に、クリスマス商戦が、特に今年は北京オリンピックに向けた需要も含めて意識される時期にきていることである。第二に、特に国内は携帯電話の新商品の開発が活発である。それから第三に、パソコンもさすがに回復に向かうという期待が強まっていることである。ということで、あまりに期待先行で作り過ぎてしまうと、その後の調整圧力に繋がりがねないという以前から申し上げている2008年リスクはあるが、差し当たりメーカーの生産姿勢は前向きであるという状況である。生産は以上である。

次に雇用関連にいく。図表30、6月の有効求人倍率は1.07倍と2か月

連続で上昇した。ただ、上昇テンポは緩やかになって四半期ベースでみると、横這い圏内という感じである。労働局の求人適正化指導の影響は概ね収束したとみられるが、新規求人辺りをご覧頂いても明確にリバウンドしている感じもない。後で申し上げる失業率の評価にも関係するが、労働需給は引き締め方向にあるが、その引き締めテンポは総じて緩やかという感じかと思う。〈労働力調査〉で、雇用者数の前年比であるが、6月は+0.9%、四半期でみると+1%程度の安定した伸びが続いている。失業率であるが、4月に約9年振りに3%台まで低下した後、5月も3.8%、そして6月は3.7%と着実な低下傾向にある。そして、〈毎月勤労統計〉の常用労働者数は全く問題ない。6月は前年比+1.8%であまり変化はないが、強いて言えば非製造業を中心に伸び率がじわじわと高まっている感じかと思う。一方、若干問題なのは、一人当たり名目賃金であって、6月は-0.9%、4~6月でも-0.6%ということで相変わらず弱い動きになっている。特に6月について若干気になるのは、特別給与、特に6月は夏季賞与の6割程度が集中するので、その月において特別給与が-1.6%と弱かった点である。そこで、この夏季賞与について若干補足する。図表34、今の-1.6%というのが(1)の一番右端にある。この図表は、太い黒線が夏季賞与で、その年の冬季賞与が灰色線で示されている。今回の-1.6%であるが、ご覧のように2004年の夏季賞与の-2.4%以来の低い数字になっている。この評価であるが、勿論6月が賞与の6割を占めると言っても逆に言えば4割まだ分からない訳であるから、基本的には今の時点であまり弱いと決め付けないで7月、8月をみて判断したいと思う。過去の経験でも7月、8月でかなり変わってしまうことは、よくあった。(3)のアンケートをご覧頂いても、この結果をみる限り、この夏のボーナスが急速に落ち込むことは考えにくいように思う。とは言え、現時点で弱い数字がまだ出てきているという事実がある以上、8月までみても芳しい数字にならないというダウンサイドの可能性も頭の隅では若干意識しておきたいと思う。その場合に考えられる理由であるが、一つは団塊世代退職の影響が我々が考えていた以上に大きいという可能性である。もう一つ——実は

こちらの方が本当にそうであるとすると若干気になるが——、図表 35、今の6月の-1.6%を事業者規模別にみると、実は5~29人という小規模事業者のところが-5.5%と大きく落ちている。先程のアンケートには入っていないような中小企業が実勢として弱いという可能性も仮説としては考えられるということになろうかと思う。先程申し上げたような中小企業のこのところの業況判断の若干の弱さ、あるいは消費者マインドの弱さと言ったようなことも踏まえると、そうした仮説も一概には否定できないということかと思う。勿論仮にそうであっても、経済が全体として順調に拡大を続ける中でのセクター間のばらつきという理解で基本的には良いと思うが、マクロの個人消費を幾ばくかもたつかせる可能性があるものなのかどうか、その辺りを手放しでは楽観しないでみていきたいと思う。いずれにしても、今申し上げた若干弱い話はあくまでも現時点では可能性であって、まずは7月、8月の毎勤統計を確認したいというのが、今月段階での基本的な考え方である。その一方で、図表 36、失業率であるが、3.7%まで低下している。これをどう評価するかということで、今月はこのように構造失業率のグラフも付けてきた。(1)太線が失業率の実績であって、細い実線の方が、我々が計算した構造失業率である。概念的には、この二本の線の差が、労働需給を表わすと考えられるので、その差を失業率ギャップと定義して、グラフにしたのが(2)の太線である。逆目盛にしてあるので上へ行けば行く程、需給タイトというグラフになっているが、ご覧のようにこのギャップでみても、労働需給が着実にタイト化の方向に行っている。ただ、足許のところは構造失業率自体も下がっているから当然であるが、このギャップでみるとなお供給超過方向のギャップが存在しており、かつ引き締まりのテンポも緩やかであるというふうになるかと思う。このように労働市場が一気に過熱していくという感じが回避されているという背後には、恐らくむやみに求人を増やして無理に人を集めようとはせずに、退職者の再雇用や短時間パートを上手く使いながら、いわば労働力のコストパフォーマンスを維持していこうという企業側のある種堅実な雇用行動があると考えられる。そうしたもとにおいては、労働需給が

引き締まりの方向にあるとは言え、それがどのようなタイミングでどの程度賃金の上昇に繋がっていくのかについては、幅を持ってみていかざるを得ないと考えている。

次に物価に移る。図表 37 である。輸入物価の 7 月をみて頂くと、四角カッコ内の 3 か月前比でみて頂いて、+5.2%と引き続き上昇している。ただし、8 月については、為替が 7 月平均で 121 円台であったから、かなり円高になっている。また図表 38 (2) の原油価格とか (3) の非鉄、この辺りをご覧頂いてもまだグラフでみて明確に下落トレンドに入っているという感じはないが、若干弱含んでいる。そうしたことを踏まえると、輸入物価の 3 か月前比は、8 月からマイナスに転化する可能性が高いと思っている。一方で、国内企業物価であるが、図表 41 である。(2) 右下に 3 か月前比のグラフが付いているが、ご覧のように 7 月直近の 3 か月前比も +1.0%ということで上昇を続けている。原油、非鉄といった海外市況関連のほか、化学、鉄鋼などの素材関連も上昇が続いている。8 月以降については、輸入物価のように直ぐにはマイナスにはならないが、目先 3 か月前比でプラスを維持しつつも、そのプラス幅は段々小さくなっていくという感じかと思っている。勿論、その辺りは商品市況や為替の動向次第ということになる。それから、図表 43、企業向けサービス価格であるが、こちらは足許 6 月の前年比が +0.5%ということでプラス幅が拡大している。6 月は少し単月の振れもあるかもしれないが、前年比でみてプラス基調定着という感じが強まってきていると思う。一方で、図表 44 の消費者物価であるが、6 月は前年比 -0.1%ということで 5 月と変わらずであった。全体のイメージも中身も特にサプライズはない。それから 7 月まで出ている東京をみて頂くと、図表 46 であるが、こちらも 7 月はやはり -0.1%で 6 月と変わらずということであった。これもまた中身については、あまり変化はない。ということで、以上を踏まえて図表 45 で少し先の方まで展望してみたいと思う。まず、全国の 6 月のところからみて頂きたいと思うが、この中で 7 月は、まずこの 6 月のたばこが消える。+0.06%ポイントが消える。その一方で、7 月は石油製品のプラス寄与が幾分拡大すると

見込まれる。従って、7月は特殊要因全体で6月とあまり変わらない。それで、先程の7月の東京からみて、実力部分もあまり変わりそうにないので、恐らくCPI除く生鮮は、7月も-0.1%前後で推移するとみられる。その後の8月、9月については、石油製品は、昨年も上がっているために、前年比寄与はほぼゼロ位まで低下してくる。ということは、8月、9月辺りは、ここに書いている特殊要因はほぼ全部ゼロになって、まさに実力勝負ということになる訳であるが、その実力部分について一つのポジティブな材料は家賃であって、家賃は昨年マイナスに転化したのがちょうど8月、9月なので、恐らく今の水準が変わらなければ8月、9月位からマイナス幅が消えていくことになる。ただし、それでも携帯がまだ押し下げに効き続けるし、小売業における競争の厳しさなどを背景に広い範囲の様々な財、サービスの価格について、足許強まる方向への兆しが出てきていない。そういったことを踏まえると、CPIは8月、9月も引き続きプラスにはなりにくいと考えておくのが妥当かと思う。その先であるが、もし石油製品の価格が今の水準で高止まれば、昨年は年末に掛けて石油製品の価格がぐっと下落しているのので、11月、12月辺りは石油製品だけで前年比+0.2%ポイント位出てくる。ただし、それは高止まればという前提であって、既に為替が今円高になっているし、それから原油市況自体も今後のハリケーン情勢の落ち着き具合とか、あるいは世界情勢如何によっては、下落するという事柄も十分あり得る訳である。もし石油製品のプラス寄与が期待できないということになれば、それ以外は近い将来はあまり元々期待できないので、CPIは恐らく少なくとも年内一杯は前年比プラスにならない可能性も念頭においておくべきかと思う。

以上、今月の報告を纏めさせて頂くと、第一に輸出、設備投資、生産、雇用といった企業回りの動きについては、総じてしっかりとっていて、経済全体として、生産・所得・支出の好循環は引き続き維持されているという評価で基本的に良いと思う。しかし、第二に企業部門でも中小企業には若干弱さがみられ、ひょっとするとそのことも関係して、企業部門から家計部門への所得波及が少なくとも足許までのところでは強まっていな

い。第三に最近の世界同時株安及び円高の影響は、ここで止まれば影響軽微だと思うが、世界経済全体を通じる影響や家計、金融資産を経由した消費者マインドへの影響などを中心にもう少し様子を見ていきたいと思う。第四に、消費者物価については、少なくとも目先については、プラス基調に転化する展望を描きにくいということである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点お伺いしたい。構造失業率が高いから少し気にしているのだが、今は3.5%位とみて良いか。その時の前提であるが、図表36のUV曲線に「1990年～1993年の傾きを適用」という説明がある。1990年～1993年と労働市場そのものが同じであれば、そういう前提は良いかもしれないし、局面的に少し似ているという面があるのかもしれない。しかし、もう少し角度が違う可能性もある訳である。今真っ直ぐ下りていないが、このまま真っ直ぐ下りてしまうこともあり得る。その時には、構造失業率は、3.5%ではなくてさらに低くなる可能性もあるという理解で宜しいか。

門間調査統計局長

それで結構である。

岩田副総裁

それから、職業安定所で一時何か色々指導をやって、過大な求人を止めさせたりしたと思う。その振れは、これにはあまり効いていないのか。

門間調査統計局長

それは、影響ある。つまり、この欠員率の定義式をみて頂ければ分かるように、有効求人数が一番重要な変数である。

岩田副総裁

変わってしまうな。

門間調査統計局長

恐らくであるが、このグラフでずっと右の方にいつているが、この右への行き方が少し一旦行き過ぎたのかなと。つまり、求人が随分膨らんでしまって、それが欠員率を押し上げて、右の方へ随分いったと。その戻りが今きているという感じはあるかもしれない。であるから、足許のところでは急に構造変化が起きているのではなくて、なだらかに構造変化が起きているとみた方が良いかもしれない。

岩田副総裁

その辺も少し難しい。それからもう一点お伺いしたいのは、携帯電話である。継続契約を前提とするのだが、5割割引するとか。通信料はウエイトが結構高くて2%位あるため、5割の割引をやると相当のマイナスに寄与するのではないか。5割というのは、そもそも組み込まれるのかどうなのかもよく分からないのだが、その辺はどうみているか。

門間調査統計局長

それはまだ分からない。それは9月から割引が適用されるので、総務省は今一生懸命検討中だと思う。

西村委員

正確に言うと今月の31日にホームページで発表される。

門間調査統計局長

CPI公表の時にである。今おっしゃったように色々な制約条件がある。2年契約すれば、どうなるとか。でも、それを破ったらペナルティが課さ

れるとか。そもそもCPIはいわゆる出回り品を採るという発想からして、誰でもよく使う料金体系を使うのが基本である。それに該当するかどうか、その辺りを今よく料金体系を精査したうえで検討している最中だと思う。場合によっては、全く反映されない可能性もあるので、そうなればその部分は織り込まなくても良いのだが、非常に大きく反映される場合どの位になるのかについては、少しまだ分からない。

須田委員

労働市場のスラックの程度はなかなか難しいのであるが、この間たまたまテレビから聞こえてきたのは、15分でも良いから働いてくれということであった。そういうふうにとんどん短くても良いということになるのは、労働市場がかなりタイトだからだと思うのだが、スラックがあるとしたらどこにあるのか。

門間調査統計局長

そこは本当に難しいのだが、現実問題としてこの二年間位高齢者と女性の労働力率がかなり高まっていることは事実である。それから、若者も高まっている。今おっしゃたような15分で電話があつたら直ぐに行くみたいな人々はコンビニの例だと思うのだが、コンビニで経験者を登録させておいて、登録者の中から呼び出すというシステムを作っている。それに類似するものは既に派遣でやられていて、いわゆるネットカフェ難民とか様々な人々がそういう生活をしているということで社会問題にもなっている訳であるが、その拡がりやどの位あるのかについては、なかなか押えきれない。それから高齢者の方も働く気になれば働ける人はそこそこいるという見方もできるので、その辺りは、労働力率がどれ位まで自然に高まることができるのかどうか少し時間を掛けて精査をしてみたいと思っている。いずれにしても、これ位でいけるだろうみたいな明確なトレンドラインは引けないので、そこは幅を持ってみるしかないと思う。

西村委員

消費者物価の上昇率に関しては長期的なものをおっしゃったので、年度平均がどの位になるのか。

門間調査統計局長

年度平均はまだ分からないが、仮に10～12月までプラスにならないと年度平均でプラスは難しいだろう。

西村委員

－0.1%位だな。

門間調査統計局長

－0.1%なのかゼロなのか。その辺は少し難しいが。10～12月までもしマイナスが続き続ければ、マイナスという蓋然性は高まるというふうに言わざるを得ない。

須田委員

景気に見合った形の体温というか、それでは年+0.3%位がトレンドということがあったと思うが、特殊要因で議論すると、それは今は止まってしまっているということか。

門間調査統計局長

それは、このグラフをじっとご覧頂いてどう思われるかだろう。図表45なのだが、少し色々な線があって今やみにくくなってしまったのだが、細かい線が色んな特殊要因を除いたものなのだが、これで見ると要するに2002年、2003年位は－0.8%であった。それがゆっくりゆっくりゼロまできているということなのだが、これまでも2003年～2004年のように一年位止まっている時もあった。であるから、1年位止まってもまた上がっていくとみるか、何年止まるか分からないとみるか、かなり判断による部分

が大きいかと思う。だが、普通考えれば何年も何年も止まり続けるということではなくて、一応このトレンドラインで緩やかにプラスになっていくというイメージを取り敢えず現段階でも持っていて良いのではないかと思う。ただ、そうやって我々が引いたトレンドラインに比べて、足許の上がり方が少し緩やかだという感じは否めないということである。賃金も下振れているし、CPIも若干下振れ気味という、その限りでは整合的である。良いか悪いかは別として、一応説明できないことではないということなので。

西村委員

ただ、賃金に関しては、退職者所得がきちんと把握されていない。

門間調査統計局長

おっしゃるとおりである。

西村委員

あまりにも乖離が大き過ぎるので、後でビックサプライズになる可能性がある。それを注意しなければいけない。特に支払い側としては全体でみるから、どうしても退職者所得の方が大きいとすると、やはりこの辺を押えることになると思う。それは、全く我々の範疇外なので、何とも言いようがないところなのだが。

門間調査統計局長

取り敢えず1~3月については、今年の12月の確報段階で分かってくる。4月以降になると2007年度の数字であるから、来年の12月にならないと分からない。ただ、1~3月の数字をみると、どの位乖離があるかは分かると思う。

野田委員

1～3月の数字は12月に分かるのか。

門間調査統計局長

12月に2006年度の確報が出る。

亀崎委員

CPI（除く生鮮食品）を構成する品目について、上がっている品目の数が多いか、下がっている品目の数が多いかをみると、昨年8月から11か月ずっと上がっている品目の方が多い。特に、身の回り品は、目立って上がってきている。各種のアンケート調査をみても、物価は上がってきており、先行きも上がるだろうと言っている。しかし、CPI（除く生鮮食品）は上がっていない。それはウエイトの大きい家賃が下落していたり、薄型テレビ、携帯電話などウエイトは小さくとも大きく下落している品目があるためである。何か身近な生活実感とマクロのCPIの数字が非常に違った感じがするのだが。経済が悪くて生産も悪い状況のもとで物価が下落しているということではなく、経済も緩やかに成長していて、生産も良い状況で物価が上がらない。グローバル競争の強まりや、技術革新など価格抑制要因があるために、CPIの数字が何か実感と離れているような気がして仕方ないのだが。CPIの数字が上がらないから景気が弱いという訳ではないように思う。

門間調査統計局長

一つおっしゃった感じが出ているのは、CPIには年間購入頻度別指数というものがある。年間に何回位買うものかということで分けている指数があつて、9回以上と9回未満で大きく分かれているのだが、因みに9回以上というのはまさに身の回り品である。それだけを取ると、足許+0.5%位はある。一方で、9回未満というものが同じ位のマイナスを取っているものだから、トータルでゼロ近傍ということになっている。ということで、

前者が割と色々なD Iの感覚と合っているという面はあるので、おっしゃるような面はあると思う。ただ、どの指標をみて政策判断をするかはまた別次元の話と思うし、こういう細々としたものについても上がっている理由は主にコスト・プッシュなのである。マヨネーズであるとかガソリンであるとか、そういったものが数から言えば沢山上がっているが、需給ギャップが改善していて、まさに需要が強くて、あるいは賃金が上がって、そういうことの中で上がってきているという感じでもないのである。従って、9回以上のところだけみて、こちらが上がってきているではないか、それで良いかというところとまた問題があるという感じがする。

西村委員

あともう一つ、本来ならば取引高ウエイトでやらなければならない。買う方のバスケットでやるべきだと思うのだが、取引高が取れないものだから。取引高の方で言うと、この間面白い分析があって、要するにPOSのデータをそのまま使ったデータでやるのである。そうするとPOSのデータをやって、CPI型でやるのと、それからPOSのデータを使った取引高でやってみると、昔はPOSの方がCPIよりも落ち方が大きかったのだが、最近はPOSの方がCPIより落ち方が少ない。これは結局、特売の数を減らすとかいうような形で減らしている。調整しているのだが、それをCPIではできない。全てのPOSのデータを全部統計局にも出してくればいいのだが、それは勿論そんなことは絶対出せないから、今のやり方の限界はどうしてもこういうところには出てくるのだと思う。

武藤副総裁

先程の話で、特殊要因除きの消費者物価は横這っていて、2003年で少し階段状に上がっているな。それから2004年から2005年に掛けても。この階段状に上がったのは、どういうふうに説明されるのか。何か理由があるのか。

門間調査統計局長

一度みてみたのだが、やはりさらに細かくみるとその内側の特殊要因み
たいなものが結構あって、卵が上がったり下がったりとか、結構そういう
個別品目の積み上げでこれがあったから横這いだったのかみたいなもの
がある。今あまりそういうものがない。実はマヨネーズとか色々なものが
上がってはいるのだが、同時に今報道されていないものの中では、むしろ
また下がり方が大きくなっているというものもある。そういうものが全部
チャラになっているので、ほぼゼロ近傍だということなので、今あまり特
殊要因をさらに峻別するとトレンドがみえてくるというたぐいのものが
あるようには今思わない。

岩田副総裁

本当に分からないな。私も一時こういう上がっている局面の時を伸ばし
て予測したことがあって、実は間違いをして、それで今回は誤りを犯した
くないというので少し頑張ってしまったのだが、結果的には横這いの局面
になっているということではないかと思う。

野田委員

前に亀崎委員がご指摘になったように、大物がシングルヒットで一生懸
命打っても、ホームランが出れば逆転されてしまうという感じであるな。

門間調査統計局長

であるから、家賃なんかは0.3%しか下がっていないのだが、ウエイト
が2割近くあるので、それだけで0.06%ポイント位効いてしまう。そこ
がゼロになるとかプラスになれば、大分雰囲気が違うということもあり得
るということである。

亀崎委員

パソコンとか薄型テレビの価格は、前年比でまだ20何%、30%と大き

く下落している。これはウエイトが1%あるのだな。

門間調査統計局長

然り。

亀崎委員

そうするとこれらの寄与度は、 -0.2% ポイント位になってしまう。

中村委員

今後も下がるという話であったな。

門間調査統計局長

今後も下がる。ただ、これはいわゆる基準改定問題と関連するのだが、実はCPIの指数上は、段々寄与度としては小さくなっていくという傾向がある。現に足許のところも、耐久消費財をご覧頂くと、少し2年位前、2006年の初めに比べると小さいかなという感じがあると思う。これは、指数レベルが下がってくるので、影響の度合いが小さくなっていくという面がある。それで、これまた問題なのは、いずれ基準改訂になるから、その時に元に戻る。これは去年の8月に問題になった $+0.3\%$ なのかどうなのかというあの問題で、実際連鎖指数で見ると足許 0.1% 位もつと下である。連鎖指数は、今 -0.2% であるから。であるから、基準改訂後のイメージで今のCPIをみると、今は -0.2% であるというのが正しい評価である。であるから、今若干ズルしてこんなものだという事である。

野田委員

ズルはない。

中村委員

業績のところでは中小企業での収益悪化が気掛かりだとおっしゃった訳

であるが、それはやはり主として購買価格と販売価格の差でほとんど説明がつくものなのか。それ以外の要因なのか。

門間調査統計局長

元々構造的に中小企業は厳しいということが根底にあって、そういう中でこの春先以降の原材料価格の上昇が急速であったものだから、例えば非製造業でも小売とか飲食店、宿泊、そういうところでは随分やられている。食材は上がるは、燃料は上がるは、でも宿泊料を上げたら客がこないという感じが非常に強まって、そういうことが影響している。であるから、そういう原材料価格が上がる局面が通り過ぎれば少し戻るかもしれないが、根本的に短観などをみても大企業と中小企業で差が全然縮まってこないという問題はずっとあるということである。であるから、問題はセクター間のばらつきの問題であれば良いのだが、足許で個人消費全体になにがしか影響を与える程、若干マイナスの感じが出てくるかどうか。その辺りがまだ見極めがつかないので、少し注意をしてみたいということをお願いした訳である。

中村委員

中小企業のウエイトが7割と高いために問題となる……。

門間調査統計局長

ウエイトは大きいですが、これまではそういう問題を伴いつつ、あまり問題なかった。ただ、足許は退職金を別にしても、全般にやはり賃金の上がり方が鈍いという感じはあるものであるから、特にそれが中小企業のところで集中的に出ているとすると、中小企業、家計のところでの所得の循環の回り方が全体を冷やすことがないのかどうか。多分ないだろうとは思っているが、そういう可能性も若干頭に入れながらみていく局面かなというふうに思っているということである。

西村委員

中小企業で、いわゆる輸出型と輸入型を区別するというのはできたか。

門間調査統計局長

そういうのではないが、取り敢えず直ぐ思いつく話としては、景気ウォッチャーの中に企業動向関連DIがあつて、それに製造業と非製造業がある。製造業は、足許6月、7月と改善している。非製造業は、7月まで4か月連続の悪化ということなので、やはり製造業は、多分足許の生産の回復みたいなものが若干出てきているのかなと思うが、非製造業の方は相変わらず交易条件は悪化する、需要の方はあまりついてこないという状況にあるのではないかなという感じがしている。

岩田副総裁

そういうふうに思っていて、図表35のボーナスの数字をみたら、どうしても理解できないのが、製造業の中小である。前年比-16.6%というのは、その前が高過ぎるのか。

門間調査統計局長

然り。これは前年の振れの反動だと思う。

岩田副総裁

それにしても非製造業よりもマイナス幅が大きいというのは何かよく理解できない。

門間調査統計局長

でも、やはり前年が15%位上がっているのであるから。

岩田副総裁

逆に、そんなにどうして上がったのか。

門間調査統計局長

去年の夏は良かったのではないか。

西村委員

これだけ動くのは、データの問題である。

野田委員

これは、データの問題である。

西村委員

もう一つは、個人企業経済調査——あれも物凄く振れが大きいのだが——と比較するとどうか。

門間調査統計局長

それはやっていない。毎勤統計のウエイトは圧倒的に非製造業が大きいから。

野田委員

質問なのだが、景気ウォッチャー調査というのは、やはり中小企業が多いというふうにみた方が良いということか。多分街角だから。

門間調査統計局長

街角であるからやはり…。

野田委員

そういうことなのだな。対象者そのものだな。

門間調査統計局長

あと、それからそういう振れもあるので、要するに7月、8月をみて判断するというのが基本線である。今あまり弱い弱いと決め付けずに8月までみたいというのが、これが一番大事なメッセージである。特に7月はサンプルも変わるので、がらっと変わるという可能性もある。それが良いか、悪いかどうかは別として、仕上がりの格好も問題だとすれば、そういうこともあり得るということである。

岩田副総裁

先程から亀崎委員の提起されている実感としての物価上昇率と統計上の上昇率について、我々が金融政策をやる時にどういう差があった時にどうしたら良いかという問題があったと思うのだが、もう一つ間に専門家というのがある。我々の生活意識に関するアンケート調査などをみるともう来年2%~3%上がる、そんなに上がってインフレが大変という実感が出ているが、専門家は大体1%位で安定している。指数の作り方をよく理解している方は、そういうようになり安定したインフレ期待を形成されている。アメリカも実は同じなのだが、ミシガン大学消費者コンフィデンス指数とか家計の期待インフレ率は相当振れるが、専門家に聞けば大体安定して2%とかになる訳である。我々は客観的な尺度がないと、実感で運営するという訳には、やはりなかなかいかないだろうと思う。その時に我々のCPIが何か掛け離れて変な作り方しているのかと言うと——随分掛け離れている、2%過大評価しているというアメリカの経済学者もおいでになるが——、一応ILOとか普通の基準でやっているものなので、我々が特別変なものをやっている訳でもないし、それから耐久消費財の価格が下がっているのは、グローバルにそうなのであって、そこには私は差がないと思っている。むしろ、やはりサービス全般がゼロ近傍だということところが、圧倒的に違う。ユーロとかアメリカは家賃コストが3%とか4%とかあるので、3%位上がっている。一方日本はユニット・レーバー・コストが-2%なので、3%とか4%プラスで上がっている経済と基本的にそこが

違うのだと私は理解している。

亀崎委員

私が申し上げているのは、CPIの数字が-0.1%であったら普通の人たちは、経済が弱いのかと受取りがちであるが、CPIの構成品目ごとの動きを丁寧にみると、必ずしも経済が弱くてCPIが上がらない訳ではないということである。CPIがこういう品目から構成されており、こういうものが大きくマイナスに寄与していて、こういう数字になっているのだ、というところをやはり普通の人達が分かるような情報発信が必要かなと考えている。でないと、CPIがマイナスだから、経済は悪く、金利は上げられないという話に直ぐなってしまう。こういう誤解があってはいけない。物価は安定して上がらない方が良いのだ。なぜCPIが今マイナスかというと、経済が弱いためではない。経済は順調にいつているが、グローバル化などの要因が影響しているとか、こういった品目が特に大きく下がっているためだという説明が必要である。最近、幾つかの新聞でCPIを今言ったような形で分解して解説し始めているが、まだ理解浸透は十分ではない。

岩田副総裁

物価は、ある意味で経済の既往のプレッシャーを表わすと思う。企業家の方にとっては、国内企業物価指数とか企業サービス価格指数が両方プラスであるので、その意味では明らかに需要超過が私は素直に反映されているのだと思う。ところが、我々が金融政策を考える場合、「中長期的な物価安定の理解」に戻るのだが、国民生活にとって一番重要な指数と言うと何であるか、つまり景気の強さとは別に物価の安定をどう理解するのか。つまり金融政策を運営する時に二つ重要な尺度があつて、一つはそういう実体経済の強さ、それは纏めて言えばGDPギャップとか、あるいは失業率とかで計られるのだと思っている。ところが、物価の安定というものを国内企業物価で見れば明らかにそのまま強さが出ているが、消費者物価は

必ずしもそうでない。しかし、消費者物価指数も、景気の強さ、弱さを勿論反映する訳である。一つであれば非常に話は簡単なので、GDPギャップだけみてやればどんどん金利を上げる方が良いという話になる訳である。これは、アメリカの連邦準備も同じなのだが、デュアルマンドートと言って、雇用を最大化することと物価を安定させることを両方みている。そこに難しさがあって、政策手段は一つしかない。そのバランスをどうやってとるかというのが、我々の使命の一つだと思っている。

福井議長

先程から話が出ているように経済全体の好循環メカニズムの維持ということと、中小企業を中心とした循環メカニズムを何か逆の歯車として強く意識しなければならないかどうかという部分については、もう少し精査してから情勢判断していった方が良い。そこに大きな問題がないのであれば、経済の好循環のもとでCPIが-0.1%、GDPデフレーターが-0.3%というのは超物価安定であり、特に問題がないというような議論にもなり得る訳なので、やはり循環メカニズムをしっかり確認しながら物価を解釈するという構図でいかないと、答えに結びつかないような気がする。

西村委員

言い方を換えるとCPIは何かと言うと、対象は消費者の効用なのである。同じ効用を維持するためのコストがどの位かかっていたかというのをみていく訳である。ところがGDPでやっているのは、どちらかと言うと市場で計った数であるから、計っているものが違う。その分の齟齬が比較的あまり理解されていないところはあると思う。ただ、もしGDPを効用で計ったとしたら、逆に言えば今起きている色々な新しい製品の質の効用をより正確な形でマージナルではなくてグロスで計ることができたら、多分見方が随分変わってくるのだと思う。それは、こういうインデックスナンバーを考えている以上、仕方がない。宿命ではあるのだが、そういう齟齬が生じているということだと思う。

福井議長

他に宜しいか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

それでは、もう一つ、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

それでは、金融環境の現状評価、事前にお配りしてある資料-5(参考計表)に沿ってご説明申し上げます。今日のポイントはまだ7月前のデータであるが、この間の世界の金融市場の動揺が日本の金融環境あるいは企業金融の環境に何か影響を与えそうかどうかということが一つと、もう一つは、先程来、ご議論になっている中小企業の動きが、倒産等も含め企業金融回りも若干注意する動きとして出ているので、それ位が主なトピックになる。

まず、図表1、民間部門の総資金調達である。7月の数字をご覧頂くと-0.5%と、マイナス幅が6月から7月に掛けて、まず若干拡大しているという姿になっている。中身をみると、この前と同じ傾向であって、銀行貸出の寄与度が+0.9%から+0.3%とプラス幅を縮小させる一方、直接市場は+0.3%から+0.4%という格好でプラス幅を拡大させているという状況である。恐らく、この7月については、-0.5%という数字はやや深く特殊要因が寄与している部分がある。一つは、大手の外銀が貸出のブックキングの場所を東京から母国の本店に替えたという特殊要因がある。それから去年は都銀中心に少し大型のM&A案件があったので、その裏が出ているという要因がある。こういう特殊要因を合計すると0.3%ポイント位効いているようであるので、この7月の民間総資金調達の-0.5%は実力-0.2%位という意味では、この間横這いの動きというイメージだろうと

思う。ただ、いずれにせよ基本的には、資金需要の基調判断——この総資金調達とその他ヒアリング、法人季報の動向等を踏まえて、総合判断しているが——は、春先までは一応増加という判断だったのだが、ここでこういう数字が続いているので、かと言ってここで減少というふうに判断を変えるのも多分行き過ぎだろうと思うので、横這い圏内の動きと月報では判断を替えさせて頂いているところである。その中身であるが、貸出は今申し上げたような外銀等の特殊要因を除いても、図表2にあるとおりの、特殊要因調整後で、6月の+1.6%から7月の+1.1%ということで、この半年間じわじわと伸び率を低めているという状況である。これまで幾つか特殊要因を毎回ご説明申し上げているが、全体の傾向をここで纏めると、基調としては企業の潤沢なキャッシュフローを背景に全体として資金需要が伸びにくいという地合いにあるということ的背景に恐らく三つ位の要因が重なっているのだと思われる。一つ目は、昨年春までの中小企業向け貸出の積み上げの反動が基本的にはこの春から夏まで効いているということ。二つ目、ここ数か月については、恐らく社債、CPへのシフトが効いているだろうと思われる。それから、三つ目、業種別に細かく洗うと、非常に大きな塊の要因が実は出てきていて、この1年間貸金業向けの貸出が相当大幅に減少している。因みに昨年の第2四半期の銀行から貸金業への貸出残高の前年比は+14%であったのだが、これがこの1年間で相当縮小していて、今年の第2四半期の前年比は-3.7%まで縮んでいる。これが寄与度ベースでいくと1%ポイント近く寄与しているので、業種別にはこういう特殊要因も効いているということだろうと思う。従って、数字上は非常に伸び率が落ちているのだが、ある程度こういった要因はディスカウントしたうえで評価する必要があるだろうと思っている。その中身の貸出を巡る状況がタイト化しているのかどうかをサーベイなどでチェックしてみると、今のところそういうことは全くないという判断で宜しいかと思われる。図表7、資金需要の(2)が、主要銀行貸出動向アンケート調査からみた資金需要のDIである。一番右端は、資金需要減少の方になっているが、これは何度もご説明申し上げているとおりの非常に季節性が強いも

のであるので、頭の中で季調をかけると、大体イメージとしては少し上に出ていると、要するに資金需要は増加の方向ではあるが、その増加の勢いが段々弱くなっているという段階であるので、先程申し上げた横這いの範囲内と整合的な動きだろうと思っている。こうした資金需要を前提に金融機関の貸出態度をみると、図表 8 (2) ——〈短観〉はもうデータが少し古くなってしまっているのだが——〈中小公庫・国民公庫〉は月次で新しい数字が出ていて、中小公庫等々をみても、確かにどんどん緩い方向に動く状況ではなくなっているが、基本的には緩い超は大きく変わっていないという状況である。図表 9 で金融機関のアンケートで貸出運営スタンスをみても (1) 貸出運営、(3) 信用枠、両方ともまだ積極化方向にある。ずっと積極化方向が続いている訳であるが、これが急激に縮まるということではないので、全体としては貸出を巡る状況は引き続き緩和的ということには変わりないと思われる。若干気になる動きは、図表 8 の (1) で金融機関の資金繰りに関するアンケート、全体としてはそう大きく変わっていないのだが、〈中小公庫・商工中金・国民公庫〉調査の太実線——これは中小公庫なのだが——、この資金繰りが足許やや悪い方向に曲がっているようにみえていて、先程調査統計局長から説明があったが、この間中小企業に関する D I は全般的に若干悪くなっていて、資金繰りにもこういう点が現われており、要注意点かと思われる。以上が間接金融の関係である。

次に、直接市場であるが、図表 10、7月までのところは、CP・社債の発行環境は極めて順調である。〈CP・社債の発行残高〉で、CP・社債の発行残高をご覧頂くと、7月CP・社債合計で前年比+3.4%という格好で前年比は浮上してきている。中身、CP・社債とも少しずつプラス幅を拡大しているという状況であるし、〈国内公募社債の発行額〉で7月の社債のグロスの発行額も5月以降7,000~8,000億円と非常に大きな発行が続いているということである。ポイントは、先程金融市場局長から説明のあった流通市場で若干社債のスプレッドが拡大しているという動きが発行市場にも影響を与えているかどうかであるが、影響ゼロではどうもないようであって、例えば〈CP・社債の発行コスト〉のAAA格のスプ

レドをご覧くださいと、7月は0.11%である。これは、昨年一旦、このスプレッドが拡大した後、どんどん縮まってきた訳である。これは専ら電力であるのだが、8月の発行のAAA格のスプレッドはこの11bpから16～19bpにまた若干拡大しているようである。マーケットでは、多少この流通市場の影響を指摘する声もある。ただ、電力の場合には、原発の事故に伴う業績の不透明感もあるので、これをそのまま鵜呑みにする必要はないだろうと思うが、逆に言うところのこの程度の影響で8月の発行も全体としては、環境は非常に順便であるというふうに聞いているし、CP市場についても特に変調はないということである。一方、エクイティ・ファイナンスの方は、図表14であるが、結果的に日本のエクイティ・ファイナンスは今年の1月から別の理由でどんどん不調というか、発行が控えられてきているので、ここで株価が大幅に下落してもこのエクイティ・ファイナンスによって、資金調達に支障を来たすとか、あるいは発行停止ということもあまりないようである。怪我の功名であるが、エクイティという面でもそういう影響はまだ出ていないということだろうと思われる。

図表15でマネーの動きであるが、まず<マネタリーベース>は、7月-2.3%までマイナス幅を縮めてきている。中身としては、この日銀券の発行高が引き続き高い伸びで、6月+1.7%のあと、7月も+1.6%となった。因みに、8月は——これは17日までの途中ラップであるが——+1.4%であるので、さすがに若干伸びは縮めているが、引き続き1%台の伸びのようである。現在の当座預金残高を前提に8月の着地を見通すと、8月からプラスに転化する可能性が大きいとみている。<マネーサプライ>であるが、M2+CDで、7月は2.0%という伸びであった。この2%乗せは、2005年の11月以来、1年9か月振りになる。この動きは、後でグラフをご覧ください。マネーサプライはじわじわと伸びを高めているが、基本的な内容は、準通貨、定期預金を中心に金がシフトインしているということである。広義流動性も引き続き伸びを高めていて、7月は4.2%まで伸びを高めている。中身は、M2+CDと、もう一つは投信である。<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>で、数字が大きいのだが、これは全部前

年比であるが、7月資金流入ベースでも、投資信託+34.4%というふうに伸びを高めているということである。ただし、8月はさすがに投信は解約超になっていて、伸びを低める公算が大きいようである。マネーサプライの動きを少し長い目でご覧頂くと、図表17(1)がM2+CD、M1の前年比である。この太実線でM2+CDをご覧頂くと、実は2%位の伸びは、2003年から2005年までずっと続いていて、それが2005年の終わり位から、金利が段々付き出すのではないかとということで、他の市場商品の方にお金 flowed。あるいは、株式の方にお金 flowるという格好で、シフトアウトで伸び率を低めた訳であるが、これが今年の半ばから、むしろ定期預金の吸収という格好で、金がシフトイン、戻っている格好で、マネーサプライの伸びが戻っているという状況である。以上がマネーサプライの動きである。

企業倒産関連について、7月の計数が出ているのでこれに触れると、図表19であるが、7月の倒産件数1,215件、前年比+15.6%ということであるので、今年に入って、少しずつ倒産件数の前年比は拡大している。ただし、一件当たり負債額をご覧頂くと、引き続き1件当たりは3億円未満ということで、例えば2006年の平均と比べると、非常に小粒で零細の倒産が増えているという傾向が明らかである。今まで、<資本金別内訳>、<業種別内訳>については件数の構成比を載せていた。今月からは、一応前年比にしてみた。これまで前年比にしていなかったのは、元々数十件というオーダーの数字であるので、1件変わるとそれだけで10数%動いてしまうため、少し動きがみにくくなる時があるのだが、何か業種別に特徴があるかどうか、前年比という格好でもみるということで、今回前年比を掲げてみたが、必ずしも明確な特徴は窺われない。東京商工リサーチがこの数か月の動向を実は纏めていて、そこで特徴を三点挙げているので、その三点をご紹介すると、まず一つ目は、従業員5人未満の零細企業の倒産が増えているということである。二つ目は、東京地区においては、設立5年以内のベンチャービジネスのクローズが増えているという特徴があるということであった。それから、三つ目は、地方においては観光や小売等、

内需不振の影響を受けて、クローズ、倒産する企業が多い。

最後に先程も話題になっていたインフレ予想だけご紹介しておく、図表 21 である。少し触れておくと (1) がいわば家計のインフレ予想であって、相当高い数字、数%、3%から 5%というインフレ予想なのだが、(2) の調査機関の予想はずっと控えめであって、例えば<コンセンサスフォーキャスト>で調査機関の予想なのだが、大体 10 年間、5 年間、3 年間で収斂して 1%位の見通しである。<ESPフォーキャスト調査>がいつもご紹介している当面 2 年分のエコノミストの CPI 見通しであって、これは、6 月、7 月、8 月ほとんどが変わりなく収斂してきた。いつものとおり、年度の数字を纏めてご紹介すると、2007 年度が +0.1%、2008 年度が +0.5%という数字である。ただ、下二桁までみるとぎりぎりであって、2007 年度は +0.05%で丸めて +0.1%、2008 年度は +0.46%ということである。それから、(3) が物価連動国債からみたインフレ予想であるが、これは実は今年の春先から若干上昇した後、太実線——ストレートボンドから物価連動国債の利回りを引いた、一応インフレ期待を代表するというものであるが——は 7 月から若干また下がっていて、0.4%まで低下している。元々このレートについて解釈するのはなかなか難しい訳で、理由付けは慎重であるべきであるが、最近原油価格上昇にもかかわらず必ずしも物価が上がっていないということと、もう一つ、この物価連動債というのは一般的な物価予想というよりも統計数字である CPI を当てにいくという性格を持っているので、消費税がいつ、どれ位上がるかというのが当てっことしては割と重要な要因になる。この間、7 月以降言われているのは、政治的な要因で消費税の導入が若干遅れるのではないかということも材料になっている。いずれにせよ繰り返しになるが、このデータを解釈するには、少しまだトゥー・アーリーであるので、この 0.4%から 0.8%の間で推移しているというふうに幅を持ってみていけばいいかと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

水野委員

図表 8 の先程の中小公庫のところ、貸出態度、借入によるファンディングが何か難しくなったかもしれないというが、例えば具体的にどのようなことが想像できるのか。

雨宮企画局長

これは先程の中小企業の話と同じだと思う。実は、私共関係局の実体経済の方と金融機関の方のヒアリングでも、今ファンディングが難しくなっているとか、あるいは中小企業の業況が悪くなっている、資金需要が落ちているとかいう声は実はあまり聞かれていない。ただし、中小公庫の調査でデータをご覧頂くと、図表 6、〈資金繰り D. I.〉に資金繰り D I の実際のデータがあるが、7 月 -3.5% とやや大きい数字になっている。ここで資金繰りについて、公庫が調べる時の実際の声を書く欄があるのだが、その中ではやはり原材料価格の上昇を訴える声が多いという声が若干出ているという程度である。ただ、ご覧頂くとおり、これは結構振れる統計でもあるので、単月でまだ判断するのは早いとは思う。

水野委員

それは、7 月であれば整合的である。

雨宮企画局長

然り。ただ、本当にそういう意味のある動きかどうかというのは、これだけでは分からない。

水野委員

間接金融が支配的な我が国では、影響が少ないということか。

雨宮企画局長

これはご議論のところであると思うが、大きく言うと、まず間接金融部門という意味では、金融機関のサブプライムローン関連商品のエクスポージャー、利子が圧倒的に小さい訳である。あと、マーケットにおいてもC P・社債等のマーケットで、A B C Pの仕組みものが大きく流通して、それが影響を与えるという地合いでもないのに、若干警戒感はみられなくもないが、大きな影響は8月の足許までは、あまりみられていないということだと思し、株もそういう訳で先に絞ってしまった後であるので、あまり影響は大きくないかもしれない。そんな感じだろうと思う。

水野委員

証券化にしてもオリジネーションはやっていないし、投資家としても中途半端という…。

雨宮企画局長

そこが、評価が本当に良いか悪いかという…。

水野委員

だから幸か不幸かと言って、幸かもしれないという…。

岩田副総裁

感想なのだが、やはり中小企業の収益が圧迫されているのだと思う。法人季報でも四半期が今度出るので…。

雨宮企画局長

設備投資もそうであるな。

岩田副総裁

今度の数字が出てやはりどうかな、と思っているが……。

須田委員

資金繰りのところで国民公庫によると、元々水準が低いけれども悪化していないが、本当の零細の方は悪化していない、と読むのか。

雨宮企画局長

元々上にも浮上していない。以前、速報の時にも議論になったが。

須田委員

でもマイナスだが少し上がっている。

雨宮企画局長

中小公庫と国民公庫の差は、段々開いている訳である。その意味では、大きく経済がマクロ的には拡大する中で大企業と中小企業の差が出ている。さらに中小企業の中でもそういうことが起きているという中での細かい変化をみると、若干下は向いているが。

岩田副総裁

中小公庫の方が資本金とか何か多いのか。

雨宮企画局長

大きい。

水野委員

たばこ屋さんとか入れている。

野田委員

国民公庫はどちらかと言うと零細、概して言えば零細と言った方が良いな。

雨宮企画局長

国民公庫は基本的には10人未満が対象である。

福井議長

先程、物価連動債についてCPIを当てにいくとおっしゃったが、どういう意味か。

水野委員

CPI・インデックスド・ボンドだから。

雨宮企画局長

実際、CPIにインデクセーションされているので、制度要因でCPIが変わっても、それにインデックスされる訳である。従って、実は上の方のエコノミストの調査だとかは——この辺の定義は曖昧と言えば曖昧なのだが——、多分この人達が答える時は、頭の中である程度制度的要因を外して、基調としての物価上昇圧力を答えている可能性があるのだが、物価連動債は制度要因もそのまま文字どおり効いてくるということになる。

福井議長

CPIインデックスということは分かった。それでもやはり、どうなのか……。

水野委員

CPIが大きく動くということ。

福井議長

市場を形作る時にそんなにCPIにコンセンストレイトするのか……。

稲葉理事

インフレ連動であるから、インフレの分をコンペンセイトする訳である。その指標として、CPIを使うとなっているものだから、CPIの指標に及ぼす影響について全て彼らは読もうとする訳である。

岩田副総裁

去年の8月の基準改定の時も段差があって……。

雨宮企画局長

本当は、インフレ連動債というよりCPI統計連動債と言っても……。

水野委員

だからもう仮にCPIが連続性のない統計になってしまったとすると、0.5%というのは大きいな。

野田委員

去年8月も非連続だった。

水野委員

本当に非連続になって、あそこを持っていたトレーダーは本当に巨額な損失を被ってしまった訳である。

稲葉理事

逆にエコノミストのCPI見通しなどはそういう制度要因をあまり細かくみないで、ざくっと上がるのだろうか、下がるのだろうかというように答えている人も入っているので、その部分が曖昧になる。

水野委員

曖昧というか……。そうであるな。

須田委員

でも今だと、例えば長期金利が凄く下がっているという、その影響を受けている。

雨宮企画局長

所詮——所詮というとなれだが——、今残高どれ位であったか。多分8兆円か7兆円位か。その程度の規模であるので、そういういわゆる短期的な需給条件の影響というのは、非常に大きいと思う。

水野委員

3か月に一回、5,000億円ずつであったか。それだけのマーケットであるから。

雨宮企画局長

来年の末には、確か10兆円を超える。財務省も少しずつ量を増やされている。

水野委員

しかも、持っている人は外国人投資家がほとんどという。

野田委員

でも一時よりは指標性は出てきているという理解はして良いか。

雨宮企画局長

これを見ていると、何かそんな感じはしにくい……。

野田委員

一時というか、一頃というか。それでも、そもいかないか。

雨宮企画局長

一時の例として、大昔の一時をご覧頂くと、2004年～2006年に何が起きていたかと言うと、このバツが付いているところである。要するに、発行の度に発行条件で全部ぶれてしまっていた。そういう意味のぶれ方は段々慣れてはきている。ただし、色んな多様な参加者が参加して、本当にインフレ期待を戦わせながら、マーケットの平均値が反映されているかと言うには、まだ程遠い。

野田委員

市場の集合という訳にはなかなか言えないということだな。

福井議長

宜しいか。それでは、今日の議事はこれで終了する。明日は、午前9時から再開するので、宜しく願います。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、厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上をもって本日は閉会する。

(16時49分中断、23日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。決定会合第二日目を開催する。今日の議題であるが、いつもどおり金融経済情勢に関する討議、それから金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決というふうに移りたいと思っている。その他に、金融経済月報の基本的見解の決定、それから前回7月11日、12日開催分の議事要旨の承認と並んでいる。これらは定例の議題であるが、これに加え

て今日は日本郵政公社との預け金契約の解約等について、決定事項がある。議案は以上のとおりである。今日、政府の方から、財務省田中財務副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府から大村副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席を頂いた方々についてはそのことを十分踏まえてご発言頂ければ、と思う。それから情報管理の観点からお願いがある。前回の会合から例えば議案作成のための中断などの際にはこの部屋にとどまって頂くようお願いしている。これは今回以降も続けたいと思う。それに加えて、今回からは大変恐縮であるが、議事が全て終了して私が閉会の宣言をした後も、若干の時間、つまり報道の解禁までの間についても——これは極めて短い時間だと思うが——、会議室内にとどまって頂くようお願いしたいと思う。この扱いも今後ずっと続けたいと思っている。宜しくご協力をお願いしたいと思う。

Ⅲ. 日本郵政公社との預け金契約の解約等についての執行部説明と決定 (資料-7)

福井議長

それでは早速議事に入る。最初は冒頭に申し上げた今回の特別な案件「日本郵政公社との預け金契約の解約等について」の件であるが、まず執行部からご説明をお願いしたいと思う。

鮎瀬企画局参事役

宜しいか。それでは、資料-7、「日本郵政公社との預け金契約の解約等について」と題する資料に沿ってご説明をさせて頂く。1 頁目であるが、本件は、本年 10 月 1 日をもって日本郵政公社が解散をし、株式会社ゆうちょ銀行が公社の郵便貯金業務の機能等の一部を引き継ぐこととされていることに伴い、公社との預け金契約を解約するとともに、この契約に基づく公社の義務の一部をゆうちょ銀行が承継することとするための所要の措置を講ずることとしたいというものである。以下敷衍をさせて頂く。

1. の概要であるが、ただ今申し上げたように、本年10月1日をもって日本郵政公社が解散し、株式会社ゆうちょ銀行——これは既に昨年の段階で準備会社として株式会社ゆうちょというものが設立済みであり、この株式会社ゆうちょが民営化に当たって商号を変更する予定である。以下、ゆうちょ銀行と呼ばせて頂く——が郵政公社の郵便貯金業務に係る機能等の一部を引き継ぐこととなっている。また、このゆうちょ銀行には準備預金制度に基づく日本銀行預け金の保有義務が課されることになる。これに伴い、現在、本行が日本郵政公社との間で締結をしている預け金契約については、これを解約することが適当というように考えている。また、この契約を解約すると、この契約に基づく預け金率の計算方法等の定めも不要となる。この本行と日本郵政公社との間の預け金契約であるが、一本目のバーのところにあるように、日本郵政公社が発足した2003年4月にこの公社との間で当座預金取引を開始した際に、日本郵政公社には準備預金制度上の預け金保有義務が課されなかったため、そうした状況の中で、通貨及び金融の調節の円滑な実施を確保する観点から預け金契約を結んだものである。二つ目のバーにあるが、この契約の締結及びこの契約に基づく預け金率の計算方法等の定めについては、2003年3月4日、5日の金融政策決定会合の場でご決定を頂いたものである。1頁目の最後のところだが、今回の預け金契約の解約に際しては、契約に基づく日本郵政公社の本年9月分の預け金保有義務等をゆうちょ銀行に承継をさせるための所要の措置を講ずることとしたいと考えている。この主な趣旨であるが、2頁目の冒頭にあるように、ゆうちょ銀行が準備預金制度に基づく預け金保有義務を負うこととなるのは、この制度の仕組み上、本年10月16日からとなる。この場合、預け金契約を単純に解約してしまうと、10月1日から15日までの間に空白が生じてしまうので、通貨及び金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、預け金契約に基づく日本郵政公社の本年9月分の預け金保有義務をゆうちょ銀行が承継することとする等の経過措置を講ずることが適当と考えられるところである。日本郵政公社が仮にそのまま存続したと仮定した場合には、この本年9月分の契約に基づく預け金保有義務は

9月の16日から10月15日までの間に平均して預け金を保有するということになるので、この義務を承継させることによって10月1日から10月15日までの間が空かなくなるという考え方である。

以上を踏まえてご決定頂きたい事項を改めて整理すると、次のとおりである。2. の決定事項等の(1)であるが、第一に、日本郵政公社との預け金契約を本年10月1日をもって解約すること。第二に、この契約に基づく日本郵政公社の本年9月分の預け金保有義務等をゆうちょ銀行が承継することとするための所要の措置を講ずること。この9月分の預け金保有義務等というように「等」を付けさせて頂いているが、これは9月分の預け金保有義務のほかに9月分までの預け金保有に不足が生じた場合の違約金支払義務、それからもう一つ、9月分までの預け金に関する各種計数の報告義務を想定したものである。第三に、日本郵政公社に適用する預け金率の計算方法等に関する件を本年10月1日をもって廃止すること、以上がご決定頂きたい事項である。このご決定を頂いたら、(1)の①及び②の決定に基づいて執行部において日本郵政公社及びゆうちょ銀行——これは厳密には商号変更前の株式会社ゆうちょであるが——との間で所要の合意書を交わすこととしたいと考えている。細かい合意書の内容は執行部に授權頂きたいと考えている。また本件ご決定を頂いたならば、決定内容については執行部において適宜の方法で公表させて頂きたいと考えている。最後の頁になるが、本件の付議文を読み上げさせて頂く。「『日本郵政公社の日本銀行に対する預け金の保有に関する契約』の解約等に関する件。案件。平成19年10月1日をもって日本郵政公社が解散し、株式会社ゆうちょ銀行（民営化に当たって株式会社ゆうちょが商号変更。）が同公社の郵便貯金業務に係る機能等のうち銀行業を適切に行うために必要な機能等を引き継ぐこととされていること、また同銀行に対しては準備預金制度に基づく日本銀行預け金保有義務が課されることになることを踏まえ、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、次の措置を講ずること。1. 本行が日本郵政公社と締結した『日本郵政公社の本行に対する預け金の保有に関する契約要綱』に定める内容を骨子とする契約

を平成19年10月1日をもって解約するとともに、同契約に基づく同公社の平成19年9月分の預け金保有義務等を株式会社ゆうちょ銀行が承継することとするための所要の措置を講ずること。2. 『日本郵政公社に適用する預け金率の計算方法等に関する件』を平成19年10月1日をもって廃止すること。以上。」である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。少し技術的でご理解頂けたか。

田中財務副大臣

私の方も事務方から聞いている。

福井議長

そうか。要するに、ゆうちょ銀行が今度民間の銀行になる。民間の銀行は普通の他の銀行と同じように預金取引を行い、そして準備預金制度に関する法律が当然適用されて準備預金を日本銀行に積むことになる訳だが、準備預金というのは各月の1日から月末までの預金残高に対して準備率を適用して日本銀行に積まれる預金の額が決まるのだが、その積む額はその月の16日から翌月の15日とこういうふうに2週間ずれている。従って、それ以前の郵政公社なるものが銀行ではなかったのも、特別に政策委員会の議決を経て預金をおいてもらい、準備預金制度の適用先ではないにもかかわらずそれに非常に近いような形で実質的に準備預金のようなものをおいて頂いていた訳である。それが必要なくなると、それを止めて今度は普通の銀行扱いになると、こういうことだが、10月1日から15日までの間に積んでもらう分だけ欠落してしまうので、そこは新銀行と特別に約束をして、申し訳ないが前の人——同じ法人であるが——と同様に積んで頂きたいという約束をすると、言ってみればそういうことである。分かり易く言うと、そういうことで良いな。

鮎瀬企画局参事役

然り。恐縮である。

福井議長

宜しいか。ではこれは決定事項である。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件可決をした。宜しく願います。なお、今採決が終わった件については、適宜執行部から対外公表をさせて頂きたいと思う。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは次の案件である。金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。まず議論の前提として前もってお配りしている金融経済月報の基本的見解の案について、執行部から簡単にご説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではご説明させて頂く。前もってお配りしているものではなくて、今日席上にお配りしているもの、差し替え分があるのでそれに沿ってご説明させて頂く。差し替えについては金融の部分が少し変わっているが、この点については後程関根企画役の方からご説明させて頂く。まず私の方は、実体経済と物価について説明させて頂く。今月も実体経済、物価ともに、現状、先行きについて特段大きな修正は必要ないと考えている。すなわち、景気については現状緩やかに拡大しているということであるし、先行きについて国際金融面等で不確実要因があるが、ベースラインシナリオとしては「景気は緩やかな拡大を続けるとみられる」ということで修正していない。今月修正したところは現状の下線部分であるが、技術的な修正を二つ施している。まず公共投資であるが、前月は「このところ横ばいとなっているが、基調としては減少している」というところであるが、実はこの「横ばい」というのが去年の秋位から1年近く続いている。長い目でみれば減少という判断で良いかと思うが、若干横這いが長引いているので、そうした状況を簡潔に表現するという観点から、今月は「低調に推移している」というふうに技術的な変更をさせて頂いている。もう一点は、業況判断であるが、前月は短観が公表されたが、当月は公表月ではないので、業況判断のところを削除させて頂いている。私からは以上である。

関根企画局企画役

続いて金融面であるが、金融面では三点程前月からの変更点がある。まず一点目であるが、民間の資金需要の件である。昨日の企画局長からの説

明にもあったが、総資金調達等の動きを踏まえて、先月までは「民間の資金需要は増加している」としていたが、この部分を「このところ横ばい圏内の動き」というふうに変更させて頂きたい。二点目はマネーサプライで、7月はM2+CDの動きが前年比2%となったので、前月は「1%台の伸び」となっているが、ここは技術的に、「前年比2%程度の伸び」というふうにそのまま変えさせて頂きたいということである。最後に三点目であるが、市況面の動きである。前回決定会合時は長期金利が1.9%、株価が18,000円、為替は122円だった。本日の動き等を踏まえると、長期金利は低下、株価は下落、そして為替は円高ということである。また、委員の方々から今般の世界的な金融市況の動揺について、基本的見解のところでも若干言及すべきではないかというご意見を頂いた。こういった点も踏まえて、今月、「米国の住宅金融問題に端を発した世界的な不透明感の高まりを背景に、わが国でも、前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している。また、円の対ドル相場は上昇している。」という文章を加えさせて頂きたいということである。私からは以上である。

福井議長

この基本的見解の中身及び文章については、後刻討議を終わった後で検討したいと思うが、取り敢えずただ今の執行部のご説明に対してご質問があればどうぞご遠慮なく。宜しいか。では後程この文章には立ち返ることにする。

V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。このラウンドでは最近の金融経済情勢について委員お一方大体5分位を念頭にご発言頂きたいというふうに思う。その後、自由討議をしたいと思う。今日のご発言は、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、武藤副総裁の順でお願いしたいと思う。それでは、まず岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは、まず日本経済についてのコメントを申し上げたいと思う。前回の決定会合から幾つか指標が出た訳である。ひとつはGDP統計である。成長率は前期比+0.1%と極めてゼロに近い数字であったが、前年同月比でみると2.3%増加しているということであるので、展望レポートで我々が描いていた姿のとおり、+2%をやや上回るところで動いていると判断して良いかと思う。その一方で内需のデフレーターをみると0.2%プラスに転じたことは心強いのだが、個人消費のデフレーターは前年比0.5%下落、GDPデフレーターも-0.3%であって、基本的な賃金・物価の面でやや弱含みの状況が続いているということかと思う。雇用者報酬は前年比0.2%増加したが、単位労働費用でみると2%あまり下落するという状況である。これは我々が展望レポートで描いていたよりもやはりやや弱い方向で動いているということかと思う。GDP統計については以上なのだが、一方で前進した面もあって、鉱工業生産の生産面で、6月の生産が前月比1.3%増加したということである。4~6月期纏めてみるとほぼ横這いであるが、僅かに微増というかたちになった。私はDIとかCIを他の方よりは幾らか重視してみているのだが、この面でも前進があって、先行CI、一致CIともに3か月連続プラスになっている。また、先行のDIが12か月振りに50%を超える動きになっている。ということで、鉱工業生産面の動きをみると、幾らか前進した姿が出ているかと思う。ただし7月に地震があって、その中越沖地震が生産に与える影響は恐らく自動車生産が1割減産であって鉱工業生産を1.3%~1.6%程度下げるのではないかと思う。2004年10月の中越地震の場合には生産が-1.1%になった後、翌月に1.1%リバウンドした。阪神淡路大震災の時は自動車が3万台減産、生産は1月に2.6%減少した。今回は11万台減産ということであるので、もう少し鉱工業生産に与える影響も大きいかもしれない。このインパクトが

解消されるまでには、やはりある程度時間がかかるのではないかと思う。従って、7～9月期の生産はこういう一時的な要因で必ずしも順調にプラスにはならない可能性も残されていると思っている。ということで、生産面では前進があった。そして生産の中で私が注目しているのはやはりIT部門なのだが、韓国、台湾、アメリカではIT部門の在庫調整はほぼ終了だと言って良いと思う。しかしながら、現実の日本の出荷在庫比率をみるとまだやはりマイナスのところであって、まだ終了ということが言えない状況にある。DRAMの価格もこのところやや持ち直しもみられるのだが、同時に——チップ・シュリンキングといっているのだが——、微細化が非常に進んでおり、やや需要を先取りして動いている面もあって供給過剰のリスクが残っていると思う。BBレシオの方は、日本の場合単月で見ると2か月連続して1を割った。アメリカも若干1を割って推移しており、どうもいまひとつIT部門については回復に向けての足取りが必ずしも明確にはなっていない。私は年度後半、10月以降に回復の姿がはっきり出てくるのではないかと期待している。以上が生産面である。

次に、やや下振れのリスクの方で申し上げると、ひとつは個人消費で、今のところ出ている数字ではそれ程下振れではないのだが、消費者のマインドはこのところ悪化をしている。景気ウォッチャー調査は既に4月以降4か月連続して低下している。昨年も天候要因とか原油価格の高騰——私はこれがかなり効いたというふうに思っているのだが——がマインド悪化に影響したが、現在もややピーク・アウトしつつある感じもあるとはいえ、ガソリン価格等がやはり高い上昇率になっていて、それを考えると個人消費についてはやや下振れのリスクが出ているのではないかと思う。この個人消費が弱いもう一つの理由は、賃金の動きが依然として現金給与総額で7か月連続のマイナスになっている、特に30人以下の中小企業のところで、賃金の弱い動きが続いていることである。賃金の弱さの一つの理由として、団塊世代退職の影響ということも言われているが、私はもう一つそれに加えて、年齢別の賃金プロファイルの変化があるのではないかと思う。つまり日本の場合では52、53歳でもってピークになるのだが、そ

の辺の賃金がかなり下押しされて、しかしながら初任給で入る部分は少し上がっているという姿があるのだが、どうもピークにあたるような部分の下げ方が、少しより多めに出ているのではないかと思う。この年齢別の賃金構造の変化、プロフィールの変化というようなものがあると、賃金がなかなか安定的にプラスの領域に上っていかないリスクが出ているのではないかと思っている。

さらに私が注目しているのが、2007年の第1四半期に中小企業の非製造業の企業収益が-0.2%になったことである。大企業製造業がかなり大幅な増益を続ける中で、中小企業の非製造業の企業収益がマイナスになるのは1970年以来のことだと言われている。いわば企業のパフォーマンスの二極化というのがかなり色濃く現われているのではないかと思う。

最後に、日本の消費者物価について、現在前年比マイナスが続いているが、私が注目しているのは——昨日もお話があったが——、携帯電話について9月以降どういう扱いになるのか、今のところはっきりしないことである。大手3社で50%割引——継続契約を前提としたうえであるが——が仮にそのまま採用されると、かなりのマイナス要因になるということであって、この扱いに注目している。いずれにしても、消費者物価のこれまでの動きをみると、原油価格が70ドルを超えているにもかかわらず、まだマイナスである。2月の時点で、原油価格が70ドルを超えれば話は別だがマイナスなのではないかと、その時も年度平均で-0.1%というのが私の予測であって、4月の展望レポートでも同じ予測の数字を出した。低過ぎて大勢見通しから外れているのだが、その後の動きをみるとどうも原油価格が上がってもマイナスだということは、もしかすると実力ベースの消費者物価の上がり方は私が考えていたよりももう少し弱いのかもかもしれない。ということで、これは勿論原油価格の動きによるところが大きいし、あるいは携帯電話の通信料の扱いによって動き得るが、年内もマイナス——私としては私の予測が当たらないことを願っているが——、そういうリスクも出ているのではないかと思っている。以上が、日本経済についての私の見方である。

次にもう一つサブプライムローンの問題であるが、サブプライムローンのインパクトをどのように評価するかが問題であって、特に実体経済にどの程度の影響があるのかが注目点だと思う。先日のバーナンキ議長の議会での証言によると、500億～1,000億ドルという損失があり得るというお話があった。その後私自身も数字を色々吟味しているのだが、アメリカの住宅不動産の規模が17兆ドルあって、居住用モーゲージ市場は10兆ドル、証券化された分は6兆ドルあるということである。サブプライムローンは14%、オールタナティブAは11%、ジャンボプライムペーパーは8%あるという内訳になっていて、サブプライムローンは1.2兆ドル位、オールタナティブAは恐らくこれも1兆ドル近いのではないかと思うのだが、合わせると2兆ドルあまりが潜在的にはロスを蒙る可能性があるということかと思う。現実の実績値をみると2006年にオリジネイトされた部分は12%のロスが現在のところ推計されている。ケース・シラー指数だと10大都市では3.4%既に下落している。これはまだ問題の始まりだと、これから下がっていくのだというのがシラー教授であるとか、あるいはカリフォルニアのリーマー教授の見立てである。仮にそうだとすると、もう少しこのロスは拡大すると考えた方が私は自然なのかなと思う。下落が2割位というようなことがあるとすると、もしかするとバーナンキ議長が示唆された最大限の値よりももうちょっと膨らんでいくリスクも現在出ているのではないか、と思う。サブプライムのマーケットだけに止まっていれば限定的だった訳であるが、8月に入ってからLBOのマーケット、コベナント・ライト、ペイメント・イン・ザ・カインド・ノートというようなものの市場の流動性が枯渇してきたということである。それから、CLOについても需要が弱くなっている。アセットバック・セキュリティー、特にアセットバックのコマーシャル・ペーパーで市場流動性の不足が生じている。

前回申し上げたのだが、流動性というのはファンディングのリクイディティとマーケットのリクイディティの2つを区別する必要があるであって、ファンディング・リクイディティがあってもマーケット・リクイディティはあつという間にドライアップすることがあると申し上げたのだが、まさに

そのとおりのことが起こっているのではないかと思う。それがさらにファンディング・リクイディティに戻っていったら、自己回転するとまさに信用収縮ということになると。それを必死に食い止めるための手立てが、この間、ECBあるいは連邦準備あるいは他のカナダ、オーストラリア等々の中央銀行で努力が行われたのだと考えている。中でも、国際クレジットマーケットのアキレス腱はアセットバック・コマーシャル・ペーパーだと思っている。この規模は私がみた推計では2.2兆ドルということだが、日本の銀行の場合は270億ドルということなのであまりその影響は直接出ていないということかもしれないが、グローバルにみてかなりのインパクトが今出ているということかと思う。問題の核心は、リスクの所在がみえにくく潜在的なカウンターパーティーのリスクへの怯えから市場流動性の引き揚げが発生しているところにあると考えている。

私が恐れていたのは、ドルレートを中心に為替レートがどう動くかということであったのだが、現在までのところ、本国還流というか、アメリカの投資家がロスが出た分、外国資産を売却して本国にリパトリエイトするということでむしろドルは底堅い動きになっている。ただ、円に対してはかなり下落している。これまでのいわゆるキャリートレードの巻き戻しが起こっているということかと思う。1995年1月の日本の阪神淡路大震災で、普通円レートは下がるかなと思うのだが、現実には80円を切るころまで円高が続いた。ということで、やや似たようなことが起こるというふうに思う。いずれにしても、現在の事態はリスクのリプライシングが起こっているのだが、資産の価格はややそれを超えるところまで動きつつある部分も出ているのではないかと思っている。こういった金融市場の混乱が先行きについて実体経済にどの位影響を及ぼすかがポイントだと思う。やはり一番注目すべき点はアメリカ経済がこれでどのような影響を受けるかということかと思う。FOMCの最近のステートメントでは、成長の下振れリスクが増加しているというステートメントをつけてディスカウント・レートを下げることであるので、恐らく今回の混乱でアメリカの成長のシナリオを半年位やや後ろへずらすという再評価を行って

いるのではないかと思う。これに関連して、一つはやはり住宅価格がどこまで下がるのか。そして、アメリカの家計がこの間ずっと債務所得比率を並行的に高めてきた。コーン副議長が最近の会議に提出したペーパーをみると、どうも債務比率が高くなっている、その裏側には勿論住宅価格の上昇があつて家計は債務を増やしてきた。そういう状況は色々金融上の変化に対して家計部門がフラジャイルになっていることを意味しているのではないか。住宅価格が下がっていくということだと、恐らく個人消費に債務の経路——私の解釈だとこれも広い意味のファイナンシャル・アクセラレーターだと思うのだが——が逆方向に動く可能性があるということを示唆しているのではないか、と考えている。以上である。

福井議長

次は中村委員からお願いします。

中村委員

前回会合後、我が国の実体経済については、展望レポートのシナリオに概ね沿った動きを続けているように思うが、先々週から始まった世界の金融市場の不安定な動きが今後、内外経済にどのような影響を与えていくのか、注意深くみていくことが必要だと思う。

まず、海外経済については、米国は4～6月のGDPが輸出や設備投資の増加を主因に前期比年率+3.4%と高い伸びとなった。7月の住宅着工件数が引き続き減少となったほか雇用統計が市場予想を下回るなど弱めの指標も目立ったが、耐久財受注や生産関連の指標は堅調に推移しており、主力の個人消費も小売売上高が堅調を持続するなど底堅さを維持しているように思う。今月号のブルーチップにおける米国GDPの予想をみても、前月比若干下振れているが、先行き緩やかに回復していく姿は変わっておらず、米国経済は時期的な遅れは考えられるものの引き続きソフトランディングがメインシナリオではないかと思う。しかしながら、このところの金融市場の不安定化が個人消費を含む実体経済にどのような影響を与

えるのか——直近のミシガン大学の消費者コンフィデンス指数は大幅に悪化していたようだが——、今後注意してみていく必要があると思う。一方、欧州は、4～6月のGDPが前年比年率1.4%プラスと低めの伸びにとどまった。主力のドイツ経済が足を引っ張ったとのことであり、やや気がかりな動きであるが、同時期の輸出や生産、消費の統計は底堅さを維持しており、基本的には景気拡大の動きが続いているとみて良いように思う。アジアも、中国が4～6月のGDPが引き続き前年比二桁の伸びとなるなど高水準の成長を続けているほか、NIEs、ASEANも緩やかな景気拡大を続けているようである。

国内経済については、4～6月のGDPが前期比年率+0.5%と低めの伸びとなったが、1～3月と合せてみれば、概ね潜在成長率近傍の底堅い成長が続いていると評価できるのではないかと思う。内訳をみると、外需の落ち込みが足を引っ張ったが、設備投資が伸びを高め個人消費も底堅さを維持するなど、内需が堅調な動きを示しているように思う。

GDP以外の統計をみても、輸出は均してみれば増加傾向が続いており、このところやや弱めとなっていた生産も6月は持ち直し、7月、8月の予測指数も高い伸びを示していた。企業収益も日本経済新聞の集計によれば4～6月の上場企業の経常利益は前年比+19.5%と高水準だったほか、設備投資も政策投資銀行の調査によれば製造業、非製造業とも好調を持続していた。足許の円高が輸出、企業収益や投資マインドの悪化などを通じて企業部門の堅調さに水を差すことにならないか、注意深くみていく必要があると思うが、6月短観の今年度想定為替レートは114円40銭であり、現状の為替水準であれば企業部門の堅調さは持続できるのではないかと思う。

雇用・所得関連も状況に変化はなく、労働需給は引き締まり傾向を続けており、雇用者数の増加から雇用者所得も緩やかな増加を続けている。毎勤統計の一人当たり賃金は弱めの動きが続いているが、別の厚生労働省の調査では、1～6月に賃上げを行った中小・零細企業の割合は約4割、据え置きが約5割で、賃下げを行った企業の割合は1.5%にしか過ぎず、水

準自体が切り下がっ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ている。

個人消費については、7月の小売販売は台風等の天候要因からも弱めの動きとなったようであるが、8月入り後は猛暑の影響から持ち直しているようである。なお、消費が底堅く推移しているとはいえ、力強さに欠ける点については消費者サイドの要因だけでなく、販売サイドの要因を指摘する声もある。ある大手流通業者からは「消費者は基本的には満たされており、自分でも何が欲しいのかわからなくなっている。従って、小売業が消費者の立場に立って、消費者の欲しい物を見出す等の工夫と努力をしなければ販売に結び付けられない時代」とのコメントも耳にした。こうしたことから、当面個人消費の力強い拡大は期待できないのかもしれないが、基調としては雇用者所得の緩やかな増加等を背景に消費は緩やかながらも増加傾向を辿ると思う。

物価では、6月の全国コアCPIが前年比-0.1%と、3か月連続で横這いの動きとなった。経済産業省が最近行った調査で、中小企業の約7割が原材料価格の上昇について価格転嫁が困難と訴えていたとのことであるが、そうした価格転嫁の難しさが物価上昇を抑制している要因の一つと考えられる。裏を返せば、中小・非製造業を中心に生産性が低いと言われているセクターが自らの身を削ることでコスト上昇分を吸収しているため、消費者物価がなかなか上がらないということかもしれない。しかしながら、そうした生産性の低いセクターの構造調整も緩やかではあるが確実に進展しており、物価のプラス基調という方向性は変わらないと思う。

この間、2007年分の路線価が発表され、全国平均で前年比+8.6%と2年連続の地価上昇となった。ただ、不動産業界などの話を聞くと、オフィスの需要は都心部を中心に堅調であるが、分譲マンションについては、今年に入ってから郊外や都内での一部でも価格上昇を背景に契約率が落ちてきているとのことであり、一部地域を除いては、これ以上の地価上昇が続くと新規土地取得による販売可能なマンション開発が難しくなると

の見方も出てきているとのことである。緩和的な金融環境が地価に与える影響については引き続き注意していく必要があると思うが、今のところは過熱を心配する状況ではないように思われる。

金融市場では、サブプライムローン問題の影響がグローバルな投資家によるリスク再評価、ポジション調整の動きに拡がり、大幅な変動を余儀なくされた。問題はこの先調整がいつまで、どの位の拡がりをもって続くかということだろうと思う。私としては、サブプライムローン独自の問題と金融市場の不安定な動きとは分けて考えるべきではないかと思っている。まず前者については、サブプライムローン関連の証券化商品の価格再評価、格付け見直し等には相応の時間を要すると思われ、それが今後秩序ある形で進むかどうかを見守っていくことが必要だと思う。一方、後者については、現在の市場の動きはやや過剰反応な面もあり、今後とも世界経済の良好なファンダメンタルズや企業の財務基盤の底堅さが維持される限りは、いずれ冷静さを取り戻すことになるかと思っている。幸い、先週末のFRBによる公定歩合の引き下げにより、今週入り後は、金融市場も落ち着きを取り戻しつつあるように窺われる。いずれにせよ、金融市場の動きと、それが実体経済に与える影響については、引き続き注意深く見守っていくことが必要だと思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員からお願いする。

亀崎委員

7月の金融政策決定会合以降、現在までに得られた経済指標をみると、海外及び日本経済のファンダメンタルズは引き続き良好である。ただし、先行きについては、現下のグローバルな金融市場の混乱が実体経済活動へどのような影響を与えるのか予断を持たない状況にあるため、十分注意して見守っていく必要があると思う。

まず米国であるが、最近の指標をみると、GDPでは緩やかな景気拡大

が続いていることが確認された。すなわち、住宅市場の調整は続いているが、個人消費は雇用及び所得の底堅い伸びを受けて堅調である。また、輸出も力強いグローバル経済に支えられて増勢を続けている。こうした中、4～6月の企業収益も前年比二桁の伸びが続き、設備投資も堅調である。この間、コアインフレ圧力が根強くみられる状況にも変化はない。

一方、先行きについては、先般のFRBの公定歩合引き下げに際しての声明文のほか、複数の有力エコノミストからも、サブプライムローン問題を契機とする融資基準の厳格化、クレジット市場の機能低下、さらには株安、こういったものが企業の資金調達への制約並びに投資抑制、あるいは個人消費への影響などを通じて経済成長を抑制するとの見方も示されつつあって、これまでのソフトランディング・シナリオどおり推移していくのか、今後の動向には注目したいと思う。特に、GDPに占めるウエイトの高い個人消費であるが、これは特に注視する必要があると思う。今回の市場混乱後の状況を反映した主要経済指標はミシガン大学の消費者コンフィデンス指数ぐらいであるが、これは1年振りの水準に低下している。また株価であるが、企業業績の先行きに関する市場参加者の見方が反映されるため、他の判断材料が少ない中にあるのは、景気の先行きを予測するうえでの一つの手掛かりになると思う。代表的株価のインデックスの一つであるS & P 500の動向を銘柄毎にみても、同インデックスの直近高値に比べて——これは7月19日が直近では一番高かったのだが——、米国時間での8月22日の時点で全体の8割を超える約426銘柄がマイナスとなっている。高利回り・低PERの優良銘柄も、それ以外のものも、あまり差異はなく全面安となっているが、業種別にみると、金融、住宅関連の下落が目立つのは当然であるが、小売の下落も目立っていることが注目される。足許の個人消費は堅調と言えるので、これは、市場参加者が先行きの消費を慎重にみていることを示す一つの傍証ではないかと思う。ただし、問題はこうした見方が単なる市場のセンチメントを表わしているだけなのか、何らかの手掛かりに基づくものなのかということであって、この点は今後しっかりと見極めていく必要があると考えている。

今回の市場の混乱が米国の個人消費に与える影響としては、住宅価格及び株価の下落によるマイナスの資産効果があると思われる。このうち、株価については、米国株式市場上場銘柄の時価総額の合計は、直近ピークの29.3兆ドルから26.6兆ドルと金額にして2.7兆ドル、率にして9.2%下落している。2月の上海株価の急落を契機とした市場の調整の後は、個人消費は堅調に推移したが、あの際の時価総額の下落は金額で1.8兆ドル、率で6.5%であったため、今回の調整はそれより大きく、むしろ昨年4~6月のグローバル・リスク・リダクションの際の時価総額の下落幅2.8兆ドルとほぼ同程度である。ミシガン大学の消費者コンフィデンス指数をみても、今回は昨年と同程度の落ち込みであり、本年2月、3月に掛けてよりもマインドの悪化が顕著である。さらに今回は、住宅価格下落、さらにはこれまでに経験のない証券化商品及びこれを組み込んだ投信価格の下落のマイナスの影響も顕現化してくると思われる。こうしたことから、今後の米国の個人消費の動向については、資産効果の影響にも留意しつつ、注意深くみていきたいというふうに思う。この間、欧州や東アジアなどの景気は好調を持続しており、しかもそれぞれの内需、域内貿易に支えられているため、従来よりは米国景気の影響を受けにくくなっているとは思われる。ただし、今回の市場の混乱がグローバルに波及しているため、これらの地域も含めて実体経済への影響を予断なくみていく必要があると考える。

日本の方であるが、4~6月GDPは10四半期連続のプラス成長となり、均してみれば2%程度の成長が続いていることが確認された。企業収益は引き続き高水準で推移しており、日経新聞が7月中・下旬に実施して今月5日に取り纏めた「社長100人アンケート」でも、「景気拡大は1年以上続く」との見方が過半数を占めていた。ただし、同紙が先週末17日に纏めた「経営者緊急アンケート」では、グローバルな株安の国内景気への影響について、「景気拡大ペースが鈍る」との見方が55%、「輸出に悪影響が出る」との見方が30%と大半の経営者が先行きに懸念を抱きつつある姿が示されている。セクター別にみると、輸出は、足許の指標は引き続き

好調である。生産も、調整局面を続けてきた電子部品に持ち直しの兆しがみられるなど堅調である。ただし、先程の緊急アンケートでは約3割が円高の影響も懸念しているし、丁寧に動向をみていく必要があるかと思う。

設備投資については、政策投資銀行調査によれば2007年度は+11%と高い伸びが見込まれ、非製造業についても+9.2%と16年振りの高い伸びとなり、設備投資の裾野が一段と広がってきている姿が確認された。このように、少子高齢化のもとで成長力を維持向上させていくための中長期的な設備投資需要は根強いとみられるが、今後の動向は、グローバル需要にも影響され得るため、予断を持たずにみていきたいと思う。家計部門について所得環境をみると、失業率が1998年以来となる3.7%にまで低下するなど雇用拡大が続く中、引き続き給与所得の総和は緩やかながらも伸びており、配当収入も増加している。こうしたもとで、個人消費は、家計調査、外食売上高等にみられるとおり、底堅く推移している。ただし、その回復ペースが緩やかに止まる中であって、既往の原油高、地方税定率減税廃止等の影響もあってか、コンフィデンス指数はこのところやや弱含んでいる。先行きも、株安、投信下落による個人投資家のキャピタルロス、円高による為替証拠金取引でのレバレッジの効いた損失、こういったものが影響してくる可能性がある点には留意したいと思う。

物価については、川上の企業物価の上昇が続いている。川下のCPIについては、6月は小幅マイナスであったが、上昇品目数が下落品目数を上回る状況が昨年8月より11か月連続で続いており、緩やかな上昇基調に変化はないと考えられる。この点については、最近では、新聞等でもCPIの前年比マイナスには極く一部のウエイトの低い品目の動向が影響しており、物価の基調を掴むにはそれ以外の品目と分解してみていくべきであるという論調も増えてきており、市場の理解も浸透しつつあるのではないかというふうに思う。ただし、足許のグローバルな金融市場のリスク削減の動きを受け、原油などの国際商品についてはCRB指数が下落し、これを映じて国内でも日経商品指数17種が水準を下げており、今後の動向は予断なくみていく必要があるか考える。

不動産市場では、首都圏のマンション価格が7月時点で15年振りの高値となるなど、不動産取引自体は引き続き活況であるとみられるが、REIT市場の調整が続いているうえ、足許のグローバルなリスク削減の動きがこれまで不動産市場の活況の一因となってきた内外からの資金流入を減少させる可能性もあるということで、この点についても留意しつつフォローしていききたいというふうに思う。以上である。

福井議長

西村委員、願います。

西村委員

時間の節約のために経済物価情勢、特に先行き見通しに絞って述べたいと思う。7月の基本的見解における先行きは、1. 米国経済は緩やかに減速し、2. それを欧州や他の地域が埋め合わせ——いわゆる、デカップリング——、3. 内需はばらつきながら安定的に推移し、経済はほぼ等速成長し、4. 消費者物価はゼロ近傍が続くが年度後半から上昇傾向、というものであった。7月会合以降の状況変化は、米国経済でダウンサイド・リスクを高めながらもインフレーション・リスクは残り、さらに米国経済と世界経済のデカップリングが本当に生じるか不確実性が高まったと考えている。これに対し、内需・物価動向については7月の基本的見解をほぼ踏襲して問題ないとする。その理由を述べる。

米国経済をITバブル崩壊後下支えしてきたのは、消費の強さである。昨年までは端的に言えば住宅市場の活況と自動車販売の好調だった。高い伸びを示した消費の背景にファイナンシャル・イノベーションがあることは、否定できない。つまりRMBS、CDO、CLOといったものの発展でリスクの地域、業態を超えた広範な分散が可能になり、それによって一般的にリスク許容度が上昇し、従来型モーゲージでは住宅購入のできなかったハイリスク層が住宅を購入することができ、さらにその上の層では住宅のアップグレードが可能になった。また従来型オートローンでは借り

られなかった層がホーム・エクイティ・ローンで新車を買うことができ、またその上の層では車のアップグレードが可能になったということである。

これは金融市場全般の構造変化の結果であり、古典的な資産効果の範疇では十分に捉えきれていないと思う。住宅価格が上昇する局面では大きなプラスの効果が生じたことはデータからみてとることができるが、昨年来の住宅価格上昇率の低下あるいは一部下落にかかわらず、逆方向の効果が少なくとも現在までのところはっきりとしたかたちではみえない。この非対称性は通常の資産効果に加えたプラス方向の構造変化の影響を強く示唆するものである。しかし、最近のこの1か月の事態は、リスクの広範な分散を基礎としたこの構造変化そのものへのストレスとなってきたということに注意する必要があると思う。長い目でみればこの構造変化が逆戻りするとは考えにくいのだが、より短い基本的見解の見通しの範囲内ではこうしたストレスの影響で上述した構造変化のプラス影響部分がはげ落ち、サブプライムローン関連を超え広範に消費への影響が出てくる可能性が従来よりは高くなったと考えている。通常の資産効果のディレイド・エフェクト——これもあると思うのだが——を上回る落ち込みが生じる可能性について注意する必要があると思う。

実際、米国自動車販売は、7月前半、前年比で稼働日勘案後も大きく落ち込んでいる。8月途中ラップでも前年比の落ち込みが続いている。特に日本メーカー2社の高級車がインセンティブを増加したにもかかわらず販売が落ち込んでいることは、注目される。ファイナンシャル・イノベーションでサブプライムローン関連が専ら取り上げられているが、例えばアジャスタブル・レート・モーゲージ——ARM——の利用は高所得者に多いと言われている。従って、金融市場のストレスの影響はサブプライム関連を超えて広がりをもつ可能性が高いと考えられる。自動車のようなビッグ・チケット・アイテムは消費の手控えが起きる場合には、最初に控えられがちであるということ勘案するならば、高級車事業の急落というのは米国消費のダウンサイド・リスクの増大を象徴している。さらにファイナン

シャル・イノベーションは消費回りだけではなく、米国企業活性化にも大きな役割を果たしてきたことを考えると、金融市場のストレスが投資活動に影響を及ぼす可能性も考えられる。FOMCの政策リスクバランスの変更の裏には、こうした背景が考えられる。ただ、最近のデータ改訂からみると長期的生産性上昇率の低下が起こっている兆候も無視できない。上述した構造変化の揺り戻しによるダウンサイドの動きが、生産性上昇率の低下と比べて大きく無い場合には、逆にインフレーション・リスクが残り、それを無視するとインフレ期待を不安定化する可能性がある。従って、米国経済はダウンサイド・リスクが明確化したか、同時にインフレーション・リスクも依然として強く存在するという極めて不確実性の高い状況にあると考えられる。

次に、世界経済と米国経済のデカップリングの可能性に不透明性が高まった点について説明したい、と思う。7月会合以降のデータは、欧州経済はそれまでの高い成長に比べ若干低めの数字となっているものの、ドイツの建設投資に関わる特殊事情を勘案すればほぼ想定どおりの高い成長を維持していると言える。中国も高い成長を続け、消費者物価上昇率の上昇も目標を大きく上回っている。ロシア、中東といったところのブームも続いている。実態面をみる限り、米国経済の落ち込みが予想比大きい可能性は高いものの、米国経済と世界経済のデカップリングの蓋然性は高く、従って海外需要総体としてみるならば、ばらつきはあるものの、堅調に推移するという判断を変更する必要はないことになる。しかし、ここ数週間の国際金融市場の動きは国際的なリスク分散の構造変化に、インフラストラクチャーとしての市場情報分析及び伝播システムがついていかず、リスクのミスプライシングが起こり、それがオリジネイトされた米国ではなく、ディストリビュートされた欧州大陸で顕在化している。それが欧州大陸における住宅ローンや企業金融に影響を与えることになるのか、さらにはリスク分散が国際的に広範になされていることを考えて、事態は欧州大陸を超えて発展するのか、そうした可能性もあり得ることに注意しなくてはならないと思う。また逆に、現在流動資産を大きく抱えるその他の地域から

のディストレス・ファンズの流入がクッションになる可能性もある。事態はかなり流動的で不確実であると考えられる。これに伴い、我が国の内需も、ばらつきを伴いつつもほぼ7月の基本的見解に沿って推移していると考えられる。例えば、家計消費支出も家計調査では若干の弱さがあるが、家計消費状況調査でみる限り、均せば名目でほぼ等速1.0%前後でこのところ1年半を経過している。

最後に消費者物価であるが、6月全国CPI——除く生鮮——変化率は、私の予測が-0.116%に対し、実績は-0.135%、四捨五入すれば予想通り-0.1%であった。私の7月予測は前回会合で申し上げた予測から実は変化がなく、-0.095%つまり-0.1%である。8月以降の予測は実は若干の変化があり、ガソリン・灯油価格の上昇が足許高いことを反映し、8月は-0.1%と前回8月予測よりも下げ幅が縮小している。その後は実はガソリン、灯油が8月高値で維持されるのか、7月水準まで戻るのかで予測は変わり、8月高値が持続するとすると、10月頃までは-0.1%でその後プラス転換して年度平均は0.01%つまりゼロ%ということになる。7月水準まで戻るとすると、9月、10月が-0.2%に沈んだ後、10月以降、ゼロからプラスへ転換し、年度平均は-0.06%つまりゼロになるか-0.1%になるか微妙なところとなる。さらに昨日の調査統計局の見解のように10月以降もゼロ以下が続くとすると、年度平均は-0.1%以下にとどまることになる。ガソリン、灯油以外では今の推計では一定と仮定していたものが変わってくる可能性がある。先程岩田副総裁からあった9月の携帯料金変化の取り込みの度合い——これは昨日申し上げたが、今月の31日にホームページで発表される——がどうなるかや、それから家賃の動向に全面的に依存する。従って、ガソリン、灯油が8月高値で持続する、あるいは家賃等に若干の上昇の兆しがあれば、政策委員見通しの下限ゼロ%は実現される可能性が高いというふうに考えている。そうでないならば、政策委員見通しから下振れしているということは否定できないと思う。まだ不確定要素が多いので、現状では基本的見解に修正を加える必要までには至っていないと考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降の最大のポイントは、米国におけるサブプライム問題の再燃とその影響である。この問題が実体経済に与える影響を把握するためには、市場の動向とともに、今後出てくる指標などを丹念にみていく必要がある。ただ、最初に申し上げておきたいのは、足許までの経済指標をみる限り、標準シナリオに変更を迫るようなエビデンスは見当たらないことである。従って、月報の基本的見解に違和感ない。以下、気になる点を中心に意見を述べておきたいと思う。

まず国内経済についてだが、全体感に大きな変化はなく、第2四半期のGDPも想定どおりであった。設備投資については、大企業の収益増や政策投資銀行調査などからも、引き続き増加基調を辿っているとみて良いと思う。ただし、前回も指摘したが、原材料価格の高騰が販売価格に転嫁できず、特に中小企業の収益を圧迫している。経済産業省の最近の調査では、中小企業の9割がそのように回答している。こうした状況が続くようであれば、設備投資計画や賃金の伸び悩みを通じて消費になにがしかの影響が出てくる可能性がある。なお、倒産の増加については、東京では5年以内のベンチャーの倒産が増えているとのことであったが、開業、廃業が多いのは経済の活性化には望ましいということであるし、非効率的な企業の淘汰なしにはマクロの生産性向上は難しいことを念頭に置きながら、内容を精査していきたいと思う。次に消費についてであるが、消費者マインドを示す指標もこのところぱっとしない。天候不順、定率減税の廃止、年金問題、賃金の伸び悩み、ガソリン、生活必需品の値上げ、地震等が影響しているようであるが、8月はこれらに株価下落など市場の混乱の影響も加わると考えられる。足許猛暑効果もあるようであるが、消費の下押し要因が顕現化するかどうかがみていきたいと思う。

消費者物価をはじめとする物価についても、基本的に見方は変わっていない。消費者物価については、値上げだけでなく、価格据置のニュースも聞こえてくるが、据置戦略は値上げの動きが広範化しているからこそ敢えて打ち出したと捉えることも可能である。いずれにせよ、労働需給が引き続きタイト化する中で、いつまでも賃金抑制を続けていくことはできない。景気拡大が継続していく限り、価格転嫁に踏み切るか、賃金引き上げを行うかの選択に企業は直面すると思われる。従って、これまでのところ物価は上昇しにくいという実績があるが、予想外に上がるかもしれないという両睨みを暫くは続けていきたいと思う。

米国経済については、第2四半期のGDPは内容と合わせて特段サプライズはなかった。懸案のサブプライムローン問題については、前回会合で流動性リスクやクレジット・リスクに対する意識が強まっており、不透明感が増しているという指摘した。その不透明感の裏には、サブプライムローン問題が証券化商品の複雑さと再評価問題を通じて、そもそもリスクの大きさや、リスクの所在、実体経済への波及ルートがみえないという点があった訳であるが、前回会合以降の様々な市場の動きやリサーチ結果を通じて、幾分不透明感は減少しつつあるように思う。米国のサブプライムローン問題は、2008年に掛けて延滞や貸倒れがさらに増えると懸念されているが、その影響については、住宅価格の先行きや所得環境などにも依存するが、幾つかの分析が出て来ており、ある程度は問題を把握できるようになってきているし、リスクに織り込むことも可能になりつつある。それでも不透明感が拭えないのは、サブプライムローンを原資産とするCDOなどの証券化商品が不特定多数に販売されているからである。こうした証券化商品が、リスクの大きさや所在を投資家に見え難くしてしまった結果、リスクの再評価が困難で流動性に欠けるものであることが判明し、証券化商品全体に対する警戒感、ひいてはクレジット市場全体のセンチメント悪化に繋がってしまったようである。LBOといったコーポレート・ファイナンスにも影響が出ている。その結果、M&Aも活発に行われなくなると、株価の重石になるかもしれない。他方、再度活発化すればリスクの再評価に

ついで懸念が小さくなるかもしれない。リスクの再評価の進展には時間がかかると思うし、この不透明感は当分残ると思う。ただ、企業金融という面に目を向けると企業の財務状況は良好なので、企業がファイナンスに窮するというようなことになるとは考えられない。従って、これ以上問題が広がっていかなければその影響も限定的と評価できたのかもしれない。因みに8月に入ってからマーケットは来年までの成長率見通しを下方修正しているが、0.2%程度であってそれ程大きくはない。

しかし、そこでとどまらず、私にとってサプライズであったのが、8月9日以降、証券化商品に対する警戒感がABC P市場をはじめとする短期金融市場にまで伝播し、流動性の問題に転化したことである。すなわち、CDOといった証券化商品を含むポートフォリオ運用をABC P等によるファンディング・ツールとセットで提供する投資ビークルや、証券化商品の組成までの繋ぎ資金としてABC Pを利用しているケースが比較的多く存在していたため、裏付資産に対する疑心暗鬼からABC P全体に対するいわゆる「すくみ」に発展した。こうした流動性リスクの高まりは、健全な金融機関やモーゲージ会社の黒字倒産、ひいてはシステミック・リスクにも繋がりがかねないので、中央銀行としては適切に対処する必要がある。その意味で、FedやECB、BOJによる大量の流動性供給は適切であったと評価できる。この間、金融機関の業績悪化懸念、フライト・トゥ・クオリティあるいはフライト・トゥ・リクイディティの動きが、円キャリートレードの巻き戻しとも相俟って、株式、債券、為替市場を混乱させた。この流動性問題は、臨時FOMCの声明文に「借り入れ条件のタイト化と不透明感の増大が経済成長を抑制する可能性が出てきた」とあるように、FRBの米国経済についての見方を悪化させた。今のところ、ソフトランディングのシナリオに修正を迫るような指標が出ている訳ではないが、今後、リスクの再評価が市場の中で秩序だって進められるかどうかをみていくとともに、資金調達コストの上昇と資金のアベイラビリティの低下によって個人消費や設備投資に下振れの動きが出て来ないか、ボラティリティの上昇や市場ストレスがマインドに影響しないか、注

視していきたいと思う。

なお、インフレ・リスクについてであるが、足許コアPCEデフレーターはコンフォートゾーンに収まっている。しかし、労働需給の引き締まり、原油価格や商品市況の高止まり、ドル安、生産性の低下、ユニット・レーバ・コストの上昇等を勘案すると、再び伸びを高める可能性は小さくはないとみている。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標などをみると、我が国経済は7月の展望レポート・中間評価でのシナリオに概ね沿った形で引き続き緩やかな拡大基調を辿っていると基本的には判断している。4～6月期GDP統計は、実質前期比年率+0.5%とヘッドラインはやや国内は弱めであった。輸出が米国向けを中心に一時的に落ち込んだことなどから、外需の寄与度が+0.0ポイントとなる一方、個人消費は伸び率こそ鈍化したものの3期連続のプラス寄与、設備投資は寄与度を高めることなど、民需の2本柱の堅調さが目立った。前2四半期の高い伸び率を考慮に入れると、全体としても底堅いと評価して良いと思う。景気の先行きについても、これまでのデータでみる限りにおいては、「緩やかな拡大」を持続する可能性が高いとのこれまでのシナリオに大きな変更を促すものはない。

企業部門では、6月の機械受注は3か月振りにマイナスとなり、振れを均してもやや弱めとの見方もできるが、その水準は過去と比較すればなお高いところにある。短観のほか、政策投資銀行の新たなアンケート調査とも重ね合わせれば、設備投資はその増加モメンタムを弱めながらも増加の基調を辿るとみられる。鉱工業生産は、6月が+1.3%増となり、4～6月期はかろうじてプラスに転じ、基調として増加ペースを保っていることが確認できた。先行きも、マイクロ情報を踏まえれば中越沖地震の影響を割り

引いてもなお増加が見込まれる。この間、在庫は2か月連続の減少となり、鉱工業全体としては、バランスのとれた状態が引き続き続いている。なお、IT・デジタル関連財は、出荷の持ち直しとともに、在庫水準に頭打ち感が出てきており、在庫調整は終了局面にあるとの見方は前回会合から変わっていない。

家計部門であるが、完全失業率のさらなる低下などにみられるように、労働需給はゆっくりとタイト化を続ける中であって、常用労働者数も着実に増加しているが、一人当たりの名目賃金は6月単月で前年比マイナス幅を比較的大きく拡大させ、トータルの雇用者所得も再び+1%を割り込んだところが気になるところである。しかしながら、個人消費が一時的要因による短期的な振れはあっても、中期的に見込まれる可処分所得の増加に見合った緩やかな増加が基調として続くという見方に直ちに変更を求める程のものではないと考えている。しかしながら、これら先行きの見通しの蓋然性に対するリスクとして、これまで繰り返し指摘されてきた米国発の下振れリスクは、このところ急速に高まっている。すなわち、米国のサブプライムローン問題から端を発した足許の金融市場の混乱が、今後どう展開あるいは収束し、また、それが内外の実体経済に如何なる影響をもたらすのかという点について、目下のところ、極めて不透明な状況になっている。標準シナリオからの下振れリスクを明確に意識しなければならない状態にある、と言っても過言ではない。

8月7日のFOMCの声明で、「経済成長のダウンサイド・リスクは幾分増加した」と指摘しつつも、「主要な政策上の懸念は、依然としてインフレが期待通りに低下しないリスク」と繰り返した。リスクはなおアップサイドにあるとしていたが、10日後の17日には公定歩合引き下げの声明の中で「不透明感の高まりが経済成長を抑制する可能性が出てきた」とダウンサイド・リスクがアップサイド・リスクを上回ると判断したことを示唆するという急変振りが、この間の変化、米国内でのリスクの重大な高まりを物語っている。目下のところ、この問題は金融市場ないしは金融商品のリプライシングの問題にとどまっており、米国において実体経済に直接

的かつ広範に影響を及ぼしているという明確な証拠はない。もっとも、株価をはじめとする金融資産価格の下落により、既にその伸びが顕著に鈍化している個人消費への影響は既に無視できないという見方は有力となりつつあるとみている。重要なことは、今後、一つに投資家やファンドによるリスク資産への投資抑制、二つに企業、家計に対する信用収縮、三つに個別金融機関の財務問題などへの波及を通じて、実体経済にどう影響が及ぶのか、また、及ぶとすればそのマグニチュードについて一定の見極めをしていく必要があるということである。さらにその場合、それが我々が思い描くところの日本経済あるいは物価情勢へのパスの実現に対して、直接的に、あるいは世界経済への波及を通じて、どのような阻害要因となるかということについて、株価下落あるいは円高が及ぼす影響と併せて、検証を深めていく必要があると考える。

最後に、物価について簡単に触れる。消費者物価の見通しと考え方については、基本的にこれまでと変わりはないが、このところのリスク・リダクションや価格の再評価の動きを通じて、従来のドル/円相場の水準は急速に修正されている。また、原油価格をはじめとする国際商品市況もこのところ下落に転じており、これらの動向によっては、先行きの物価の下押し要因となり得ることには特に注意しておきたいと考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

足許までに明らかになった経済指標を踏まえると、企業部門は好調を継続している一方、家計部門への波及は緩慢な状況にあるが、我が国経済は生産・所得・支出の好循環が維持されていると判断される。すなわち、景気は、前回決定会合の時点と同様に、緩やかに拡大しているとの評価が適切であると思う。以下、主な経済指標を簡単にレビューしたいと思う。

6月の機械受注である。前月比-10.4%と市場予想を大幅に下回った。その結果、4~6月期のコア民需は前期比-2.4%と2四半期連続のマイナスとなった。7~9月期の見通し調査は、一応前期比+3.7%となったが強い数字ではない。しかし、金融政策運営を考えるうえでは、昨年以降コア民需はGDPベース名目設備投資を大幅に下回り続けていること、それから製造業素材業種と非製造業が牽引する今年度の設備投資計画に比べて、コア民需は下振れしやすいことに留意する必要がある。2007年度の日本政策投資銀行による設備投資計画は——皆様からもご指摘があったが——、前年度比+11.0%と堅調な数字となった。また、6月の建築着工床面積——非居住用であるが——は、前年同月比+19.3%と半年振りにプラスに転じている。法改正を前にした駆け込み需要をある程度割り引く必要はあるが、卸売、運輸を中心に広範な業種で増加していることは一応ポジティブに評価できると思う。この他、6月の第3次産業活動指数は前月比+0.1%と2か月振りにプラスになった。4~6月期でみると前期比+0.6%と同期の実質GDPの個人消費+0.4%を上回った。第3次産業活動指数は3四半期連続のプラスになっており、サービス消費が堅調であることを示唆していると思う。

市場の注目を集めた指標としてはGDPがあるが、これについては、全体の数字というよりも民間内需の柱である個人消費と設備投資がまずまず底堅い数字になったことがポイントで、あと調査統計局がよく言っているように「経済のトレンドをみるにはGDP統計は3四半期分を均して見るべき」という見解に従うと、昨年10~12月期の年率+5.4%、今年1~3月期の同+3.2%、4~6月期の同+0.5%の平均値をとると+3.0%となる。我が国の潜在成長率は+1.5%~+2.0%程度とみられる中で、今回のGDP統計は景気減速を示唆しているというよりは、身の丈にあった成長を若干上回るペースで景気は緩やかな拡大を続けていることを確認できた内容と言える。

本日の議論の重要なポイントとして、サブプライムローン問題等の我が国経済に与える影響への評価がある。8月9日以降の大幅な金融市場の変

動は、サブプライム住宅ローンを原資産としたストラクチャード・プロダクトの経済合理性に基づくリプライシングの域を越えて、クレジット・バブルの崩壊——これはクレジット・リスクのリプライシングと言う方もいるが——、あるいは円安バブルの崩壊の様相を呈している。混乱は、証券化市場、レバレッジド・ローン市場などクレジット市場全般に伝播しており、外為市場ではキャリートレードの解消が発生し、ボラティリティも上昇している。Fedは、8月17日、プライマリー・クレジット・レートを6.25%から5.75%へと引き下げた。Fedによると、今回の措置は景気の下振れリスクを高めることを無視できなくなったための措置と説明している。確かに、金融市場の混乱は家計・企業部門のマインドを悪化させ、米国の経済見通しの下振れリスクを高めたと思われるが、民間金融機関の流動性リスクが企業部門の資金調達に悪影響を及ぼさない限り、米国経済はソフトランディングできる可能性が引き続き高いと思う。

金融市場がいつ落ち着きを取り戻すかについては、誰にも分からない。当面は、M&Aの件数も減少すると見込まれる。ただ、短期的な問題については、現在のパニック的な市場参加者の行動が落ち着きを取り戻せば、自ずと解決に向かう、との見方もできる。サブプライムローン問題の根本的な影響についてであるが、証券化ビジネスで金融仲介機能を果たし、かつ一部エクイティ部門を保有する米欧のインベストメントバンク、主要金融機関は高い収益力を保持し自己資本も充実しているため、自らの収益の範囲内でこれらの損失をカバーできると思われるので、システムック・リスクが顕在化する、あるいはそれに発展する可能性は大きくないと思う。そのうえ、邦銀はそもそも証券化商品に対するエクスポージャーが小さいことも考慮する必要がある。ストラクチャード・ファイナンスの長所として、リスクが分散されているため——確かにリスクがどこにあるか把握できないという短所もあるが——、米国経済が想定よりも幾分減速することはあるものの、好調を継続している世界経済全体で下振れ懸念を吸収することは可能であると考えている。主要国の企業の財務体質や収益率は大幅に改善しており、サブプライムローン問題が企業金融の世界に影響を及ぼ

す可能性は限定的だと考えている。エマージング市場では、今や経常黒字国が外貨準備の運用の多様化に動いているなど、グローバルに潤沢な運用資金が存在する。需給面から主要国のクレジット市場はサポートされていると思う。

以上の認識に基づいて、現時点において、我が国の経済見通しについてサブプライムローン問題はリスク要因ではあるものの、GDP成長率やコアCPIインフレ率の見通しの中央値を下方修正する必要があるとは考えていない。なお、もう一つ付け加えると、国内ではベア・センチメントがまだまだ強いのだが、年金マネーやソブリン・ウェルス・ファンドを含めた巨大な運用資金は今後流動性が高い金融資産に向かうはずである。証券化商品、プライベート・エクイティ、ヘッジファンドが投資対象として敬遠されると考えると、主要国での国債バブル、主要企業への株価急騰、円安バブルの再燃の可能性が高くなるはずである。以上である。

福井議長

最後になったが、武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

多くの委員からご指摘があったとおりに、これまで蓄積された指標や情報から判断すると、日本経済はほぼ我々の見通しに沿って展開していると評価できると思う。従って、これも皆様からご意見があったが、今回のポイントは最近のサブプライムローン問題が世界経済、ひいては日本経済に与える影響をどうみるかということである。

まず、国内経済からみると、企業部門の好調さは続いている。輸出は若干の振れを伴いつつ、増加基調を維持している。生産は本年入り後、横這い圏内の動きにとどまっているが、予測指数やヒアリング情報によると7~9月以降は幅広い業種で増勢を取り戻す見通しである。電子部品・デバイスでは在庫の増加が続いており、引き続き注意が必要であるが、IT関連の世界需要が堅調であることは好材料である。企業収益は高水準に推

移しており、設備投資はこうした高水準の収益や内外の堅調な需要を背景に先行きも増加基調が続く可能性が高いと考える。

次に家計部門であるが、労働需給は引き続きタイト化の方向にある。一方、一人当たり賃金は、団塊世代の退職、高齢者や女性のパート増加という要因もあって弱めの動きが続いている。団塊世代の大量退職の影響は、前年比でみると夏場には峠を越える可能性が高いと思うが、その後も最近の労働市場や企業経営を取り巻く環境などからみて、賃金が目立って増加していくことは期待しにくいかもしれない。それでも全体としての雇用者数が年率1.0%程度で伸びていけば、雇用者所得の緩やかな増加基調は続くと思て良いと思う。個人消費については、こうした雇用者所得の緩やかな増加を背景に底堅く推移している。個別品目をみると、乗用車販売が弱め、一方、家電販売、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続いている。全国百貨店売上高は、7月はセール前倒しの反動と悪天候が重なって弱めとなった模様であるが、6月、7月均してみれば悪くないという見方が多いようである。

物価面では、国内企業物価は原油など国際市況高の影響から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。コアの消費者物価の6月の前年比は3か月連続で-0.1%となった。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おり、目先は前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いと思う。もっとも、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており今後も景気拡大が続くと考えられることから、現段階では消費者物価は次第に上昇していくといった考え方で良いと思う。以上全体として、生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変調はなく、日本経済は先行きも我々の見通しに概ね沿って推移する蓋然性が高いということであろうと思う。

そこで次にサブプライムローン問題であるが、はじめに日本の金融機関や金融市場に与える直接の影響は全体としてみれば限定的であるということを確認しておきたいと思う。日本の金融機関のサブプライムローン関連商品に対するエクスポージャーは比較的小さく、社債市場やCP市場の

動向、あるいは金融機関の貸出姿勢などからみても、現在の極めて緩和的な企業金融に悪影響が及ぶような情勢ではないとみられる。従って、検討のポイントはこの問題が世界経済にどのような影響を与えるかということが中心となると思う。

まず、これまでの各国の経済情勢をみておくと、米国経済は設備投資や個人消費の緩やかな増加基調が維持されており、住宅投資による下押し圧力を吸収している。一方、物価面では、消費者物価の前年比上昇率がこのところ緩やかに低下しているが、労働需給やユニット・レーバー・コストなど物価をめぐる環境はなお楽観を許さない。先般FRBは、インフレ懸念を強調したリスクバランスから、より景気のダウンサイドにウエイトを置く方向で評価を修正した。しかしながら、だからといって基調的なインフレ圧力が大きく後退したとみるのも早計であるように思われる。引き続き、景気、物価両方のリスクに注意を払う必要があると考える。欧州経済は、内外需のバランスのとれた景気拡大が続いているし、中国経済も高い成長が続いている。世界経済全体としては、引き続き米国の減速をその他の国の成長が吸収するかたちで、地域的な拡がりを伴って拡大していると判断される。サブプライムローン問題に端を発する世界の金融市場の動揺については、各国中銀の積極的な資金供給やFRBの貸出金利引き下げ措置などによって、流動性危機はひとまず回避された。しかし、株価下落、クレジット・スプレッドの拡大、ABC P等クレジット関連市場の機能不全など世界の金融市場は全般的に不安定な状況が続いている。サブプライムローン関連商品が証券化とグローバリゼーションのもとで、薄く広く散らばっているということが問題の所在を掴みにくくしており、現段階でこの影響について見通すことは難しいと言わざるを得ない。

以下では、世界経済就中米国経済に影響を及ぼし得る波及経路とチェック・ポイントを整理しておきたいと思う。

まず第一に、住宅金融の融資基準の厳格化に伴う住宅投資への影響が挙げられる。来年に掛けてさらに延滞率が上昇するという見方もあって、注意が必要である。第二に、金融資本市場の機能低下を通じる影響である。

証券化商品に関連するリスク評価と価格付けの見直し、リプライシングが秩序だって進むものであれば、健全な企業活動に大きなマイナスとはならないはずである。しかし、市場の機能低下が長期化するのであれば、企業金融に影響を与えかねない。当面機能不全に陥っているA B C P等のクレジット関連市場の機能が回復に向かっているかどうか注視していきたいと思う。第三に、最終的に金融機関経営にどのような影響を与えるかという問題がある。この点については、関連する損失の規模は主要な金融機関のバランスシートを大きく毀損するような規模のものではないという見方が多いようである。問題は不安心理の増幅である。この点については、金融機関による情報開示が重要なポイントであろうと思う。情報開示が遅れる金融機関が市場の攻撃を受けるというメカニズムが働くのであれば、情報開示はある程度進んでいくだろうと思われる。第四に、株価下落など市場の動揺が消費者や企業のコンフィデンスにどのような影響を与えるかという点も大事なチェック・ポイントである。問題はこうした点検を政策運営にどう結びつけていくかということであるが、この点は次のセッションで申し述べることにしたいと思う。以上である。

福井議長

各委員からのご意見を頂戴した。いつも難しいのだが、私の考え方も入れながら、皆さんのご意見を一応纏めてみたい。その後また、フリーディスカッションをしたいと思う。各委員からの話にもあったとおり、今回の情勢判断のポイントは、このところの国際金融資本市場での振れの大きな展開と、これを踏まえた経済物価情勢の見通し、リスクを再点検するということだと思う。各委員のご意見を全体として申し上げるのはなかなか難しいが、少なくとも私の受取った印象と私自身の感じで申し上げれば、一つはこれまで出てきている経済指標については、日本経済が我々の見通しに沿って物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったということではないかと思う。それから、この先暫くの間を見通しても、急屈折を感じさせる指標がいきなり出てくるとい

うことも容易には予見できない、そういう状況ではないかということかと思う。二番目に、ただ金融市場では世界的に非常に振れの大きな展開となり、かつそれが続いているということである。リスク・リプライシングのプロセスということであるが、その動きが今後どういう帰趨を辿るか、またその展開と実体経済との相互関連において世界経済の動きがどうなっていくか、はたまた日本経済へどのような影響が波及してくるかという点については、当然注意深くみていく必要があると、総括すればそういうことであったのではないかというふうに思う。それでまず、世界経済の方が、現状の動きをみる限り、全体として堅調な拡大が続いている、引き続き地域的な広がりをもって堅調な拡大が続いているというふうに認識されるということではないかと思う。米国についてすら、少なくとも4~6月の実質GDP統計まででみる限りは、かなり高い数字が出ている。伸び率はむしろ拡大しているということであり、住宅市場の調整は続いているが、設備投資や個人消費は減速しつつも緩やかな増加基調を維持しているという判断が明確にできる状況ではなかったかと思う。ISM景況感指数などをみても、製造業、非製造業とも4か月振りに若干低下しているが、その水準は引き続き高みをキープしているということだと思う。

ただし、サブプライムローン問題とそれに端を発する最近の市場変動の影響については、まさにこれからどう読むかという問題になってきていると思うが、そのルートの一つはやはり、その根源となった住宅市場つまり住宅投資への追加的影響であり、そこをよくみていく必要がある。住宅の在庫水準が非常に高いということを気にしていると、予ねてから申し上げているが、住宅価格の下押し圧力が実際、今後どういう形で出てくるかというのが益々ポイントになってきていると思う。二番目には貸出やクレジット市場など、金融環境を通じるルートということである。これは、リスクのリプライシング・プロセスということではあるが、西村委員の言葉をお借りすれば、これまでフィナンシャル・イノベーションが、「スプレッドは縮まる一方、ボラティリティは下がる一方」という市場環境の中で進んできたものであったため、今この時点で改めて、マーク・トゥ・マーケット

トのリプライシングをするということになった場合に、これまであまりにもマーク・トゥ・モデルという感じでやってきたことの現実的な巻き戻しということになるので、多少時間がかかる。従って、そのプロセスで様々な影響が拡散されることは十分念頭に置いておく必要があるだろう。本来のコーポレート・ファイナンスは基本的にイミューンではないかという見方もできる訳だが、しかしそう楽観ばかりはしてはられない可能性があるという点をご指摘のあったとおりである。それから三つ目にやはり、市場の不規則な動きが続けばやはり家計や企業のマインド面に次第に大きな影響を及ぼすリスクも、やはりあるということだろうと思う。既にミシガン大学の消費者コンフィデンス指数が下がっているというご指摘もあった。米国経済については、こうした様々なルートを通じて今進んでいる調整プロセスがどれ位さらに延引するものなのか、あるいは調整の深さがどれ位深まるものかは、今は即断できない。これからの変化をよく注視しながらみていくということだと思う。F e dの先週のステートメントの中でも成長の下振れリスクに触れてはいるが、今の段階で正確に計測できている訳ではないのではないかと思う。ただ米国の物価面については、コアの消費者物価の前年比は一頃よりも下がっているが、労働需給の引き締まりが続いているという現実があるし、また、米国経済自身の生産性の低下が次第に確認されてきているということであるので、それらを踏まえると、インフレ圧力が後退したとは言いにくいという一方の問題も引き続き存在しているのではないかと思う。先週末のF e dのステートメントで、とりあえずインフレ・リスクには言葉のうえでは触れてはいないが、この問題が消えたというインプリケーションでは多分ないのではないかと思われる訳であり、引き続き米国経済については、景気・物価両面のリスクに注意を払い続けていく必要があるという状況ではないかと思う。

ユーロエリアでは、輸出の堅調な伸びが続くもとの、設備投資や個人消費の増加も続いている。内外需のバランスのとれた景気拡大が続いている状況であるが、ヨーロッパにおいて、やはり最近の市場変動による影響、金融面の影響、つまりリスク商品のリスクが本当に顕現化したのはアメリ

カではなくて、ヨーロッパかなという西村委員の話もあったが、金融面の影響、それからやはりマインド面を通ずる影響は今後の出方に注意する必要があると思われるところである。アジアの方はサブプライムローン及びそれに関連する市場変動の影響は、米欧に比べると相対的には少ない地域である。実体経済の方をみても中国、あるいはNIEs、ASEAN諸国ともほぼ、従来のペースで堅調な景気の拡大が続いている状況であるが、中国では消費者物価指数の前年比伸び率がこのところかなり急騰しつつあり、一番最近時点の7月は+5.6%というところにまでなっている。食料品価格の上昇が主因だと理解されているが、経済全体のバランスからみて中国経済の安定的な成長との関連で、注目を要する点ではないかと思われる。

日本経済の方だが、とりあえず世界経済の拡大が続いているという状況のもとで、輸出は増加基調を続けており、4~6月のGDPベースでは1~3月よりも伸び率は落ちたが、これは反動要因もあるというふうなことで、増加基調に変化はないと判断される場所である。7月の通関統計でさらにこのことが確認されたところである。国内の民間需要の方もあまり大きな変化はない。設備投資は引き続き増加している。企業収益が引き続き高水準で、それを背景として設備投資は引き続き堅調に推移していると理解して良いのではないかとと思われる。個人消費の方は、緩やかな増加基調というか、底堅く推移しているという状況に変わりはないのではないかとと思われる。気温の変化とか様々なことで多少、アップ・ダウンがあるということだが、あるいは原油価格の影響が微妙に影響しているというようなこともあるかもしれない。ただ、やはりベースとしては、雇用者所得の緩やかな増加を背景として、底堅く推移しているという状況に変わりはないと思う。もっとも、その雇用・所得環境の方では引き続き賃金の伸びが鈍いとして、様々な要因が指摘されている。基本的には企業の人件費抑制スタンスが根強く続いているということであるが、加えて、賃金水準が比較的高い団塊世代の退職の要因と、それから今日は話題に出ていなかったが、地方公務員の給与削減の影響、それからパートの増加や一人当たり

労働時間の減少、さらには岩田副総裁からご指摘があったが、年齢別賃金、プロフィールと言おうか賃金体系の修正が起こっていると。これは比較的高年齢層の高い賃金のところにカット・バックが入っていると、そういう意味だろうか。

岩田副総裁

然り。要するにフラットに……。

福井議長

フラット化すると、そういう動きも入っているのではないかというご指摘があった。この点でやはり、昨日から話に出ている中小企業、就中中小・非製造業の業況の悪さ、従って賃金面への収益還元の鈍さ、これがあまり好ましくない循環として、もう一つ入ってきて、マクロにどう影響するかという点については、引き続き注意をしていく必要があるという感じになっていると思う。ともあれ、全体をみると労働需給そのものは、完全失業率が3.7%まで低下してきていて、構造的失業率——何%か依然として分からず、そちらの方も下がっているかもしれないが——に次第に肉薄しつつある可能性もあるということで、その辺全体をよく分析しながらやはり、トータルでみて労働需給の引き締まりが最終的に物価にどういう影響があるかということは我々にとって引き続き、非常に重要な追跡ポイントであり続けていると思う。

生産・出荷・在庫の面では、電子部品・デバイスにおいて、在庫が出荷に対して依然やや高めの水準にあるという状況——海外ではIT関連の在庫調整がかなり進んだ一方、国内では若干遅れ気味という面——が残っているが、鉱工業全体としてみれば、在庫は概ね出荷とバランスのとれた状態にあるということで、生産が増え在庫・出荷バランスも比較的良い状況が保たれ続けているということではないかと思う。物価については、あまり付け加えて申し上げることはないが、消費者物価指数は引き続き、若干のマイナスというか、ゼロ%近傍で当面は推移しそうである。秋以降、

原油価格の動向、様々なサービス価格、あるいは賃金、さらには携帯電話料金の扱いがどうなるか等々によって、物価指数の計算そのものが変わってくるというふうに思うが、経済全体の好循環のメカニズムが維持され、需給のタイト化の方向でさらに進むという基調的な判断に揺るぎがない限りは、CPIの基調もゆっくりと固まっていくと考えられるのではないかと思う。

金融面については、様々なご意見があったが、サブプライム住宅ローン問題への懸念を背景とした証券化商品の流動性低下が起これ、それをきっかけに各国の市場で振れの大きい展開が続いているということである。短期金融市場は、各国において一時タイト化した訳であるが、中央銀行の資金供給もあり、流動性は一応確保されている状況だと思う。市場の中では、資金のやり取りについて、必ずしも円滑でない部分がお残っているところもあるかもしれないが、全体としてみる限り、中銀の資金供給はこれまでのところ、市場全体としての流動性確保に効果を発揮していると思う。しかし、より広い市場まで目を広げてみた場合には、特に欧米市場でサブプライムのみならず、証券化商品全般への不信感が出てきていて、一部のクレジット市場の機能が低下しているという状況があり、これがほぐれていくには少し時間がかかるという状況になっているというふうに思う。日本では、武藤副総裁からもご指摘があったが、サブプライムローン関連などクレジット関連商品への金融機関のエクスポージャーが小さいと、クレジット市場の変動は相対的に小さいという状況である。ただ日本においては、為替市場においてキャリー・トレーディングのアンワインディングがあつて、円高が一頃に比べかなり進行した。つれて、株価の下落も相対的に大きくなっているという状況である。今回の調整は、基本的には市場参加者がリスクとその価格付けに関する従来の評価を見直して、株式市場、クレジット市場あるいは為替市場などでポジションの調整を行っていることが背景とみられる訳だが、ポイントはやはり様々な市場においてリスクのリプライシングをどういうふうに進めるかということである。考えてみると、ボラティリティがあまりに低くスプレッドがあまりに小さい市場

は永続する訳がないのであり、ある程度ボラティリティがありスプレッドも相応にあるという市場の中で、いわばマーク・トゥ・マーケットのプライシングが本来は行われていく訳で、その本来行われていくプロセスへの回帰の過程がいかにもスムーズにこれから進んでいくか。中央銀行としてはそれを直接介入という形ではなくて、できる限り周りから環境整備をしていくことによって、経済のソフトランディングに合わせ、マーケットのソフトランディングに対しても、力を貸していく必要があるという状況ではないかと思われる。十分纏めきれないが、一応そういうふうに纏めさせて頂いた。改めて各委員からご意見を出して頂ければ、あるいは討議をして頂ければというふうに思う。

須田委員

賃金のことなのだが、先程、岩田副総裁がおっしゃったのは、年齢構成といった場合には、団塊世代のジュニアも考慮に入れたうえでの話だということであるのか。それは結構大きく出るということなのか。

岩田副総裁

そのところは、多分シニアなところが少しフラットになると、若い方が上がるのと、それから人口構造が動いているので、団塊世代のジュニアの方の年齢が上がると勿論賃金ももう少し高いところへいく訳である。年齢構成の変化の中で、団塊世代のジュニアの部分について言えば、押し上げ要因になるのではないか。

須田委員

だから、相殺するとそんなに効果がないという分析をみたことがあるが。

岩田副総裁

私が読んだ分析は、賃金プロファイルの構造変化で、全体としてはやはりマイナスになるというものであった。

須田委員

賃金については、色々これまで指摘されていることであるが、雇用者が介護等非常に低い賃金の業種で増えているというのも影響していると思う。それから、プラス面としては、女性の高学歴化がある。相対的に低学歴の人が辞めて、今、どんどん大卒が入っている。結構学歴で賃金差があるので、それは影響するのではないかと私は前から思っている。それから、年齢別などの程度の差があるか知らないが最低賃金が上がっていくとか、公務員給与の改定——それがどういうふうな影響が出てくるかも分からないが——、それから初任給の上昇——これからももっと上がっていくのだと思うが——、それにつれて新入社員以外の人も賃金を上げたという話も聞くので、やはりマイナスの部分もあるが、小さいかもしれないがプラスの影響もこれから出てくる可能性もあるというところに期待したいと私としては思っている。それからあともう一つ、携帯電話の話なのだが、携帯電話の方の値段は上げて、そして通信料を下げる。それで、携帯会社はトータルで損をしない、それから我々も同じ料金を払う。しかし、ウエイトが違うので、物価指数にするとがたっと下がってしまうというとても変な状況なので、それをどういうふうに総務省がこれから処理してくれるのか。これで物価がまた下がるということになったとしたら、これは本当に歪なことになるのではないかと私は思っている。

西村委員

今言ったものについて——これは要するに抱き合わせ販売の問題であるので、ノン・リニア・プライシングの一番極端な例であるが——、こういうようなものがある時にはどうしたらいいかについては、重大な問題であるので検討するということになっている。今のところは、先程、調査統計局長からあったが、要するにフリーなところで何もひも付きがないというところでどうなるか、ということで基本的にはやるという方針は立っているようだが、具体的にどこを取るかということに関してはやはりなかな

か難しいところがあると思う。

野田委員

フリーなところでというのは、どこに。

西村委員

つまり、ひも付きが全然ないところで、要するに自由に換えられる人がやれる最低の料金を採る。ソフトバンクの時は、確かに形式的にはそういうものだったので、それを入れたと。今度の場合は、それに当てはまるかどうかを精査するということである。日本の携帯を含めた数字の採り方は、キャリアとほとんど接触しない形で今まで作っていた。よく考えてみたら、そんなに安くしたらキャリアの収益が極端に悪化するはずである。本当はそういうことはあり得ないはずで、実際はそれを上手く考えながら、キャリアの方で作っているはずである。それがやはり、日本の作り方の一つの問題として、アメリカなどの場合は人数が多いということもあるが、キャリアとの接触は非常に強いものであるから、そこを考えながら上手く作るのだが、日本の場合は人数が少ないということもあって、ある種のモデル料金だけでやってしまう。そういう問題がやはり今、出てきているということだと思う。

亀崎委員

携帯電話通話料金がCPIに占めるウエイトは1万分の200程度であり、この1年以上、大体前年同月比-4.0%~-7.0%位でずっと推移している。岩田副総裁が先程おっしゃったように、もし50%割引があったとすると、どれ位の寄与度があるのか。

岩田副総裁

0.9%で、そのままやれば、1%近くになる。

亀崎委員

1%にもなってしまうか。それは、携帯電話通話料金が全て半額になったという前提か。

岩田副総裁

だからそこが、どこまで読んでいるか、あるいはどこまで読んで…。

西村委員

今の作り方は、自由に動けるのだから、一番安いところにぱっといくはずだという形である。従って、もしひも付きがない形で今の5割減というのをやるとすると、それはその場ですぽっと落ちる。ただ、必ずひもがついているので、そのひもがどの位強いかを判断をするという形になる。よく考えてみれば、今までそういうことでやってきて、全部、安い、安い、安いのでやってきたのだが、その途中のスイッチング・コストを何も考えていなかった。だからこれをちゃんと考えれば、今までやってきたケースの後に、さらにこれからまた半額にするのはおかしいというのは直ぐに分かることである。

福井議長

別の話だが、西村委員からあった、フィナンシャル・イノベーションの一種のセット・バックによって、アメリカ国民の消費が本質的に、言ってみれば消費者の消費性向が基本的に変わっていくきっかけになるのではないか、という非常に重要な話であるが、このフィナンシャル・イノベーションの流れというのは、私はそんなに変わらないのではないかと。つまり、リスクがどこへ行ってしまったか分からないという面を指摘する人が多いが、これはリスク分散が限りなく進んだということと同じことを別の面から言っている訳なので、プライシングがきちんに行われていれば、リスク分散が上手く進んでいることのポジティブな面が評価される話ではないか。プライシングが上手く行われていないのは、これまでのマーケッ

トがいわば、低スプレッド、ロー・ボラティリティの方にワン・ウェイで走ったがために、マーク・トゥ・マーケットのプライシングのよすがをマーケットの中で見つけにくかった、あるいは見つけなくて済んだマーケットできたものだから、今急に、マーク・トゥ・マーケットに、現実的になかなか帰りにくいという一種のトラブルの中にあり、リスク分散のデメリットの面がやや強調されているのかなと思う。従って、このリプライシングのプロセスがある程度進めば、フィナンシャル・イノベーションの流れそのものはもっと高度化して進んでいく可能性があるし、この面からアメリカの消費構造に基本的にブレーキを掛けるものであるかどうか、私はちょっと疑問に思う。そもそもアメリカは今言われているフィナンシャル・イノベーションが進む前から消費性向の高い国なので、全部なしになってもせいぜいそこへ戻るだけではないかと。要するに、エクセスの部分だけが調整されるということなのではないかと思う。

西村委員

エクセスとそれからもう1つ、オーバー・シュートする可能性がちょっとある。だから短期的にはやはりちょっと、つまり我々の見通しの範囲の時期に問題が起こるかなというのは私の考えである。長期的なものに対しては、逆にいえば日本もフィナンシャル・イノベーションが進まなければいけないところであるので、全体の流れそのものに大きな影響がないと思うし、あってはいけないと思う。そういう意味で中央銀行としてはそういった妙なオーバー・シュートを起こして、それでシステムががたがたになるような状況というのは絶対に避けなければいけないというマנדートを我々は持っているというふうに考えている。

須田委員

アメリカの消費については、私もGDPが改定される前に貯蓄率がマイナス幅を拡大していた時には、これは資産価格が下がってきた時に、どこかで貯蓄率が戻らなくてははいけないと思っていた。しかし、改定後はプラ

スで、下がっているとしてもプラスになったということと、純資産としてはホーム・エクイティ・ローンとか株式の含み益を家計はまだ沢山持っているということもあるので、私は賃金、所得がしっかりしていれば結構それらがバッファーとなって、そんなに消費に大きく影響が出ず、吸収できてしまうのではないかという、それ程悲観的ではない対応をアメリカ人はとるのではないかとみている。

西村委員

過去の経験則からすれば、基本的には失業率により影響される。所得よりは失業率に影響されて、やはり失業率がかなり高くなってくると住宅価格に影響を及ぼし、そして消費にも直接影響を及ぼすという形になるので、失業率が非常に良い状態がまだ続いている状況で、何かが起こるといことは、多分考えにくいのだろうと思う。ただし、モーゲージ・バンクのところで今、物凄くレイオフの嵐が起きているので、そういったものが他の分野にリップリング・エフェクトで影響していくと、これは問題が生じると思う。と同時に、しかし今の状態でずっと続くとインフレのリスクが大きいので、やはりそのバランスが今、非常に難しい状況にある。しかも今の Fed の立場はエクスペクテーションに対して影響を及ぼすという立場なので、逆に今、コミュニケーションしていかなければならない訳である。やはりその難しさが今、一番、集約的に Fed の今のこの次のムーブメント、若しくは次の次のムーブメント位に、問題点として生じてくるのだと思う。

福井議長

ミシガンのコンフィデンス指数は、何に反応しやすいのか。ガソリン価格か、それとも株価か。

出沢国際局長

株価である。通常のコファランス・ボードの方は失業率とか、雇用の

状態に強く反応する。サンプル数も違う。

福井議長

調査先が違うのか。

出沢国際局長

然り。違う。ミシガンは500世帯の体系で、コンファランス・ボードは5,000先であるから、サンプル・サイズが10分の1であるということで、大きくみれば動き方は似ているが、どちらかといえばコンファランス・ボードの方が安定しているといっても良い。ただ、今回みたいな局面では、非常に株価が今ファクターになっているので、ミシガンの方がより影響を受けているのかなと思う。

岩田副総裁

今の福井議長のお話について、一言コメントしたいのだが。やはり原資産のところ、デフォルト・リスクのアンダー・プライシングはそもそもあったのだと思う。情報の非対称性とかがあると過小評価しやすいといった理論的なペーパーは既にあるのだが、それに加えて住宅価格が1990年、1991年、S&Lの危機があって以来、右肩上りだった訳である。日本のちょうどバブルの時代と同じ。そうすると、デフォルト・リスクの評価はどんどん、どんどん低くなる。特に、原資産のところ、過小評価をされているものが証券化のところ、先程マーク・トゥ・モデルとおっしゃったのだが、モデルでやると、過去のトレンドで計るので、そうするとまた、さらにそれがアンダー・プライスされる。つまり金融革新があるが故に、価格のディスティーションが広がってしまうということがあって、それが今壊れて、というところがあるのだと思う。だから金融革新自体が経済変動を大きくするのか小さくするのかというのは、常に非常にデリケートな問題で、却って固定レートで30年やっていればこんなことなどは起こらなかったと同時に思うのだが。しかしながら、富裕層はまさにそういう色々

な複雑な商品を上手く使い分けていて、それから変動金利は、元々富裕層向けなのである。つまりリスクがマネージできる人、金利が途中で変わっても他のことでちゃんとオフセットできる人ということがもとで、だから、アメリカも伝統的には30年物の固定金利でやっていた訳である。ところが金融革新ということで、それがどんどん広まって、所得が少なく普通は家が持てないようなサブプライムの人まで持つようになってしまったというところは——何と言うか、ある意味では良いことではあるのだが——、経済変動を小さくするだけか、と言われるとそこは何か両面持っているように私は思う。そこが金融革新の非常に難しいところで、最終的には効率性を高めたりすると思うのだが、その過程で経済変動全体が本当に小さくなるのかどうかというのは、必ずしもそうダイレクトでもないと思う。それともう一つ、先程デットと所得の比率がどうして上がったのかというのは、勿論住宅価格が上がったということと、それから金融革新で借りが容易いと、逆に言うと、可処分所得と消費がある程度、分離するというか、そういうことがあったので、私はやはり貯蓄率が下がったところがあると思う。

西村委員

安定化するかどうかについての考え方であるが、一つの考え方は、小さな動きに関しては極めて安定的に動く、しかし大きな変動に対してコムーブする時には非常にバルネラブルになりやすい。それはどうしてかというのと、先程、過去の経験からということもあったが、過去の経験の中でもっとも重要な点というのは相関である。フィナンシャル・イノベーションに最も重要な点は相関を上手く使って、リスクを如何に小さくするかということをする訳である。使うべき相関は最終的には将来の予想相関であるが、結果的にはこれを過去の経験から予測をするしかない。過去の相関というのは色々な要素が入っている。そして実は起こりにくい、非常に確率が小さいと想定されていることが実はかなり頻繁に起こる訳である。そういう形になっている訳だから、そういうことが起こった時に、今までのシステ

ムそのものが、がたがたと崩れてしまうという問題がある訳である。その意味で、逆に言えばバーゼルⅡなどは非常に重要な意味を持つ訳である。だから、これは次の回でお話をしようと思ったのだが、今後、もしこれだけ金融商品が大きくなって、しかもオフ・バランスで色々な複雑なものが生じているとなると、それに対してのいわばそのリスク・ウエイト、若しくはそれに対してのモニタリングというようなものを上手くやらないと、非常に大きな変動が生じてしまうと思う。

福井議長

それからもう一つ、西村委員の議論の中で、アメリカ経済が変調を来しても世界経済は別だというデカップリングの話が、最近の現象をみていると、どうもそこも心配になってきたという話であるが、これも米国経済の下振れリスクの顕現化がどれ位のマグニチュードででるかということによるのであろう。世界経済そのものが昔に比べればショックに対してレジリエントになっている。それをカウントすると、例えばアメリカ経済の調整過程がさらに半年遅れるとか、あるいは調整の深度も成長率でみてゼロ・幾ら位の深まりとか、というふうなことになって、急にデカップリングのシナリオが崩れると言えるかどうかというところ、そこは……。

西村委員

私がデカップリングのシナリオが崩れるといったのは、アメリカの問題以上に欧州の問題である。つまり欧州の市場で、要するにアメリカ震源のやつが、ディストリビュートされた欧州で起こってしまったと。それが直接に欧州の住宅市場なり、若しくは企業のLBOの市場内に問題を起こしてくると、これはやはり大きな問題になるだろう。もし、今のサブプライムローンだけの状況であるとするならば、恐らくそんなに大きな問題はなく、デカップリングの状態が続くと考えるのは極めて自然な考え方だと思う。だから今、分からないのは、欧州でどのようなフィナンシャルな状況が起きているのか、それがみえないというのはやはり非常に大きな不

確実性なのだと。だからアメリカの問題というよりかは欧州の問題、若しくはもしかしたら他のところにあるかもしれない。

福井議長

欧州のコーポレート・ファイナンスというのは、基本的にはアメリカに比べれば伝統的な銀行貸出中心という様相を残している。だから、欧州のメジャーな金融機関の資本が大きく毀損されるということがない限りはその問題は起こらないと考えて良いか。

西村委員

ただ幾つかアメリカ型でやっているところもあるので、そこら辺のところがちよっと心配かな、と。おっしゃるとおり、皆、そこが疑心暗鬼になっているところだと思う。まさか大きいことが起こらないだろうと、皆思っているのだが、やはりその種の不安が残っているということだと思う。

武藤副総裁

もし、同じメカニズムでそういうことが起こるとすれば、ヨーロッパよりはアメリカの方により大きくその影響が現われる。ヨーロッパの方にアメリカより大きなダウンサイドが現われるという事情があるとは思えないが、如何か。

水野委員

金融機関という意味では、欧州の金融機関が怪しいと、実際にもう市場で噂も飛んでいるし経営も刷新が行われてリストラもアナウンスされている。だから、そういう意味でアメリカ型の経営の行き過ぎはもう既に起こっている。ただ損失を期間収益の範囲内で処理できると分かったから、そういうことができているということが今のところ考えられるのだが、問題は彼らのマーク・トゥ・マーケットは来年の1月までは分からない。中間決算値では7~9月でなんとなく分かるのだが、ただ完全にマークする

ものが何か自体もまだ分からない。今やっているのは理論価格で、マーク・トゥ・モデルというかマーク・トゥ・理論価格だから、これが本当の承認された価格だよというのは1月まで分からない。そこまでなんとなくはっきりしない状況が続くということであろう。

野田委員

問題はやはり原資産という意味ではリスクは分散したのだが、分散したものをもう1回、ひょっとしてヨーロッパの一部のところで集約、集中させていたというところが、1、2の銀行で出ているので、これがやはり、どこにまだ、そういう銀行がないとも限らないというところは、先程おっしゃった震度という意味ではあると思う。せつかく分散していたから安心だったというのは、実は分散したものをまたかき集めていたということがあるということが起こっていたという、これはもう全く誰も考えていなかったのだと思う。ドイツからの報告によると、実はそういうリスクもあまり意識されていなかったということではないのか。他の銀行にあっても不思議はないという気は、今のところまだしている。それがまだ払拭されている状況ではなかなかないので、少し時間がかかるのかと。

須田委員

この問題は、アメリカの場合は大元に住宅ローンの問題があって、元々正しい価格付けがされなかったということが、家を奪われたりと色々な問題が起こる原因となった。もしそれが金融機関だけの話だったら、資本はそれなりに持っているのだから、そんなにヨーロッパにどんどん波及してくということはなかったはずだ。それでもだめだと言うのならB I S規制は何だったのかということになる。今まで欧州とかアメリカでは自分達は自己資本は十分あると言っていたのだが、本当に十分だったのだろうかというふうになると思うが。

水野委員

バーゼルⅡを一番真面目に入れたのは日本だったというところで。

西村委員

バーゼルⅡの前だろう。

野田委員

前である。バーゼルⅡがきちんとワークしていれば、もう少し…。

水野委員

日本はだから、良かったのだが。

野田委員

実際に止められたというところはある。

須田委員

ヨーロッパはまだだったか。

野田委員

だから既にやっていたものが、いっぱいあったということである。それが皆今、顕現化しているということである。

水野委員

日本が一番真面目にやったのだ。

岩田副総裁

金融機関に対するダメージということだと、各金融機関がどれ位賢明にリスク・マネジメントをやったかということだと思うので、場合によるとアメリカの金融機関の方が懸命だったかもしれないので、ヨーロッパの大

陸の方はそれ程懸命でなかったので沢山ロスを抱え込んでいる、という可能性もあると思う。企業向けのクレジットのところにもどの位インパクトが出るかというところが、もう一つの重要なチェック・ポイントではないかと思う。ハイ・イールド・ボンドとか社債の発行とかがやはりアメリカで減っている。もしかすると、それは行き過ぎなのかもしれない。先程私が単なるリプライシングを超えてと言ったのはそういう意味なのであるが、オーバー・リアクションというか、マーケットは必要以上にコーシャスになるという部分もあって、今のクレジット・デフォルト・スワップは相当上がっているのだが、それだと倒産が高くなるということになるのだが、そんなことは果たしてあるのかと。もしかすると、過度に反応している部分もあるかもしれない。しかし、同時に注意しなければならないのは、LTCMの時にFedは金利を3回下げたのだが、チェック・ポイントが二つあった。一つは先行きの予測がどの位、例えば成長率としてどれ位下がりそうなのか、もう一つは、銀行の融資態度がどの位タイトになっているか。なお、融資条件は全般的にやはりより厳しくなっているので、住宅だけではなくて、インパクトがどれ位出るのかを注目すべきではないかと思う。

それからもう一つ、実体経済にはやはり、私はアメリカの方が大きく出ると思っている。というのは住宅の調整が現実に行っているもので、そのインパクト、リアルインパクトは——私はやはり住宅価格は相当まだ下がると思うので——、関連した直接のロスやはりアメリカの金融機関の方が多いし、それからロスを如何に分散していても、損失を受取る人が多いだろうと思う。それから昨日、企業収益について、国際局に調べて頂いたところ、企業収益はGDPの改定によって、2006年全体がかなり下方修正されていて、税引き前でみると、第4四半期が-2.9%、それから2007年の第1四半期が-4.2%である。S&P500社の税引き後だと+8.0%とかなり良いのだが、税引き前のところでみると企業収益が実は2四半期マイナスになっている。これは恐らく中小企業などの収益がかなり弱くなっているのではないかと。ミッチェルという人が色々本などをお書

きになっているが、アメリカの景気循環の一つの推進力は企業収益である。そこが弱くなるとピーク・アウトしていくというのが、過去のビジネス・サイクルだった。私はここにちょっと引っ掛かるところがあつて、企業収益が既に少し弱くなっているところに、付加的な圧力というか、オーバー・リアクションも含めて先程言った企業向けのクレジットがどの位タイトになるのかがちょっとポイントかと思っている。

西村委員

ただ、企業収益については逆の反論があり得て、ベンチャーとかは企業なのかそれとも個人なのか、分からないところがある。そうした観点では、かなりの部分は多分オプションとかそういうもので支払われたとすると、そちらの方に付け替えるというだけの影響で、逆に言えば、オプションとか株式とかの形での収益などは増えたのだらうということだとすれば、全体としてはそれ程大きなピクチャーの違いはないのではないかと。つまり要はそうした部分が結構大きかった、ということじゃないか。ただ、それは分からないので。

野田委員

企業収益はやはり、雇用というところ、先程おっしゃった失業率、雇用に結びついて、雇用という面からいくと、前回も前々回も申し上げたように、やはりもう少し落ち込んでいく。遅行的なので、企業はまだ労働力を相当抱え込んでいるという見方もある。今後さらに落ち込んでいくと、失業が増えていくという見方がやはりあると思う。今の岩田副総裁の企業収益が本当に落ち込んでいる話があるとすれば、さらにそれがこの辺に遅行的に明確に出てくるというリスクも考えておかなければならないのかなと思っている。

水野委員

企業収益については、アメリカは金融のウエイトが3割前後ある。

岩田副総裁

これは非金融部門である。

水野委員

非金融部門か。そのところで、金融、ITのところからずっと上方修正されてきたということを考えると、金融のところの収益力が落ちてくるし技術モデルの変更で間違いなくそうなるのだが、そういうイメージからするとアメリカの株価の上値が重くなっていくところまでは分かるという感じがする。ただ、下にどこまでいくかというのは、おっしゃったとおり、非金融部門のところなので…。

福井議長

念頭に置いておくべき問題点というのは大体議論の中で出てきている。それぞれの頭の中できちんとセットしておいて頂きたいと思う。

須田委員

一点だけ良いか。アメリカは今、外需にも依存しているので、海外の経済が良いということならば、それで企業収益も挙がってくる。昔は国内、内需であったが、今は外需に依存する部分もあるということ…。

福井議長

相互依存で。

水野委員

それがまさに8月——もう古いと言われるかもしれない——、8月7日のFOMCのステートメントに初めて入った。グローバル経済に支えられているというのがあるので、そういう面では新しい世界に来ている、来つつあったところで起きているので分からないのだが。そういうことも両方

あると思う。

福井議長

他になければここでちょっとコーヒブレイクにしたいと思う。今 11 時 19 分である。11 時 30 分から再開する。

(11 時 19 分中断、11 時 30 分再開)

2. 金融政策運営方針についての討議

福井議長

さて、宜しいか。それでは会議を再開する。次は当面の金融政策運営に関する討議である。次回の金融政策決定会合までの金融政策運営方針について、改めてお一方 5 分以内で発言してもらいたいと思う。まず、岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは、金融政策運営について申し上げたいと思う。日本経済の現状については先程述べたので繰り返さないが、現在の国際金融市場の不安定な状況、そしてそれが実体経済に与える影響、これはアメリカを中心として世界経済にどの程度の悪影響が生ずるのか、これをしっかりと見定めることが、今重要なのではないかと考えている。従って、短期的なリスクとしては、具体的には恐らくアメリカ経済の成長率も若干下振れるリスクが出ていると思う。私は、かつてアメリカ経済について胴体着陸を含むソフトランディングと申し上げたのだが、どうも不幸にしてこれも当たったように思うが、今は胴体着陸だけでも乗客は無事だと。どうやら地滑りしながらソフトランドすることは、多分変わっていないと思う。ただ、短期的にはやはり潜在成長率軌道——従来 3%程度と考えていたのだが、やはり 2.5%程度に下がっていると思う——への復帰が半年程度遅れるリスクが出ていると思う。二番目は、グローバルにみるとやはり原油価格の先行

きが不確実なことは依然として変わらないということである。日本の経済についてみると、これまで原油価格が相当上がったので、ガソリン価格も最高値を更新しているということで、個人消費の先行きについて7～9月期、特に、天候要因等もありやや下振れのリスクが出ているのではないかと思う。

福井議長

それは日本の話か。

岩田副総裁

これは日本の話である。アメリカの場合には、ガソリン価格はどういう訳か、原油価格が上がっているのに既に下がってきており、これは原油価格が上がっていても実は販売の利鞘を相当縮小しているという動きが出ており、アメリカについては原油価格の影響というのはそれ程心配しないでも良いという状況かと考えている。

それから、消費者物価の方については先程もみたように、これもやや下振れのリスクが出ているということかと思う。ということで、短期的なリスクとしては、全体としてやや下振れのリスクが出ていると思っている。金融政策運営としては、そうした事態を踏まえ、今はしっかりと国際金融市場で生じていること、それが実体経済に与える影響を見極める、冷静に客観的によくそのインパクトを見極めることが重要だと思う。ということで、金融政策運営は変更しないことで宜しいかと思う。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

我が国の経済・物価情勢は、これまでのところ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、足許の金融市場の不安定

な動きが長期化すれば、先行きの経済・物価に影響を与える懸念があると思う。従って、次回会合までの金融市場調節方針については現状維持として、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。

また、対外的な説明振りについてであるが、現時点での経済・物価情勢の認識を丁寧に説明するとともに、金融政策に関しては、これまでの「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」という考えのもと、足許の市場の動きが内外経済に与える影響を含めて、先行きの経済・物価情勢の見通しやリスクを肌理細かく点検しつつ、次回会合以降適切に判断していく方針であることを説明することが適当だと思う。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

先程申し上げたとおり、日本の景気のファンダメンタルズは良好であって、ほぼ展望レポートのシナリオどおり推移していると判断するが、目下グローバルに金融市場の混乱が続いている状況下では、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考えている。今回のこの金融市場の混乱は、トリシェECB総裁も指摘しているとおり、リスクのプライシングの正常化にむけた動きとそのプロセスであって、世界経済のファンダメンタルズは力強いことから、基本的にはある程度はこれに影響を受け、またこの収束、調節にはある程度時間が掛かるにしても、やがて吸収して力強い成長を続けていく力は十分に備えていると思う。しかしながら、当面はグローバルな金融市場を従来以上に丁寧にみていくと共に、このファンダメンタルズへの影響についても仔細に分析を進めていくことが肝要であると考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えられる。

既に金融経済情勢で述べたように、国際金融市場における変化とそれが海外市場に及ぼす影響を考えると、米国経済にはダウンサイド・リスクとインフレーション・リスクの併存が明確化、そして米国を除く世界経済については不確実性がかなり増大したと言える。従って、それが我が国経済・物価情勢の先行きに及ぼす影響について、さらに慎重な検討が必要であると考える。

なお、基本的見解についてであるが、金融経済情勢のところで述べたように、執行部最終案の現状、先行き、物価、金融のうち、先行きを除いてはリザベーションなしに賛成である。先行きについては、輸出そしてその基になる海外経済の評価の点で、7月会合と全く同じであるというのには若干の違和感が残る。7月会合後、米国経済にダウンサイド・リスクが増加しインフレーション・リスクとの併存が明確になり、その他経済についても不確実性が増加したと判断しているからである。しかしながら、月報の基本的見解はできるだけ誤解のないように簡潔に記載するということである。その性格から考えると、敢えて書き込むには躊躇するところであり、議事要旨に私のリザベーションをとどめるという形にしたいというふうに思う。

今回の国際金融市場の動きと金融政策の関連で、二点付け加えたいと思う。

第一は、短期の疑心暗鬼から生じる金融市場機能不全に対して行う中央銀行による流動性供給と、マクロ経済政策として中央銀行が行う金融政策の原則的な区別について明確にしておく必要があるということである。今回、短期資本市場の大部分が健全であるにもかかわらず、何らかの理由で突然カウンターパーティ・リスクを多くの参加者が感じ、そのためいわゆ

る流動性の急激な低下が生じたので、中央銀行が貸出窓口を通じて市場に可能な限り潤沢な流動性を供給した訳である。このように市場の大部分が健全であるにもかかわらず、市場が機能していない場合には、流動性の供給は適切な対応である。それは一過性のものであって、危機が過ぎカウンターパーティ・リスクが大きく減退し相互の「信頼」が回復すれば、価格機能が十分に機能を発揮できるようになりリプライシングが起こって市場が再び機能することになる。

これに対して、マクロ経済政策としての金利調整は、あくまでもマクロ経済の現在及び将来の状況を勘案して、物価安定のもとで経済成長を達成する目的に即して行わなければならない。従って、原則として二者は別のものであり、概念的には峻別しておかなければいけないと考える。とはいえ、金融市場機能不全が同時にマクロ経済に大きな影響をもたらす場合もある、というよりはそういう場合も多かったのも事実なので、実際の議論の場合に両者をきちんと区別することは難しいと思う。しかしながら、概念的に別のものであるということは常に明確にしておかないと議論を混乱させる場合が多いので注意したいと思う。

第二に、市場の大部分が健全だが突然カウンターパーティ・リスクを感じ流動性の急激な低下が生じるというようなケースは、信頼できる情報の極端な不足から生じ、またそうした不足は現在のようなファイナンシャル・イノベーションで様々なデリバティブが組成されている場合は、一市場から他市場へのコンテージョンが容易に生じてしまうという点である。信頼できる情報を誰が如何に早く把握し、かつそれを適切な手段で市場に公開していくかが最も重要な点である。銀行については当然ながら中央銀行がそのピボタル・ロールを果たさなければならないということに異論はない。その際に、隠蔽を防ぎ信用できる情報を獲得する能力が最も重要であることは言うまでもない。この点については、サブプライムローンやそれを含むCDO市場へのエクスポージャーが日本の銀行については幸か不幸か小さいために信頼できる情報を集めやすく、日本において、情報不足によるコンテージョンは起こっていない。しかしながら、外銀において

は必ずしもそうではないような面もあるように思われる。このような時、迅速に信頼できる情報をどのように獲得するかについての手順及びそれをどういうふうに公開するかということの手順を含めて、ホスト国の中央銀行とその銀行のヘッドクォーターズのある国の中央銀行との間で予め十分な協議と準備がなされていなければならないと考えている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

F e dやE C Bによる十分過ぎる程の流動性供給と、F e dによる公定歩合の引き下げが奏効する形で、市場は漸く落ち着きを取り戻しつつあるようにも窺われる。しかし、米国の短期市場や債券市場をみると、フライト・トゥ・クオリティあるいはフライト・トゥ・リクイディティの動きは収まっておらず、例えばMMFが運用先をC PからT Bに振り変える動きが活発化している。こうした市場動向を受けて、ニューヨーク連銀では、流動性の円滑な供給に腐心している。このように市場が不安定な状況のもとでは、我が国の経済・物価情勢が標準シナリオをトレースしていると、より確信をもって判断することはできないので、次回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。

今後の政策判断については、国際経済とりわけ米国がキーになる。F e dのサブプライムローン問題の影響についての分析はO F H E Oリファイナンス調整済み指数前年比がマイナスとなることを想定しているようにみえるが、8月9日に流動性問題が台頭するまではF O M Cメンバーからはダウンサイド・リスクといっても然程大きくはないとの指摘が多かったこと、これまでの市場の調整は長い目でみればそれ程大きくなく、オーバーシュエーティングがあるにしても基本認識としては行き過ぎたリスクテイクの健全な調整であること、また、我が国の金融機関におけるサブプ

ライムローン関連商品へのエクスポージャーはそもそも小さいことなどから、今後、これ以上の市場の混乱が起こらず、流動性問題が次第に落ち着きを取り戻していくにつれて標準シナリオの蓋然性の確信度合いが高まることになるかもしれない。フォワード・ルッキングに政策を行う観点から、私自身としては指標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引き続き思っている。

なお、最近の金融資本市場の不安定化には、円キャリートレードの巻き戻しも相応に寄与している、と認識している。我々は、これまでファンダメンタルズから乖離した低金利が長く続くという期待が定着すると、偏ったポジションが造成され、それが何らかのきっかけで一気に巻き戻された時の実体経済に及ぼす影響は無視できない、と警鐘を鳴らしてきた。今回、円のIMMポジションや外為証拠金取引をみると、円のショート・ポジションはロスカットに伴う手仕舞いなどにより一気に半減し、為替レートも株価も金利も他の先進国に比べて大きく変動した。我が国経済のファンダメンタルズは今のところ健全であり、標準シナリオを変更すべき証拠は窺われていない。それにもかかわらず、ファンダメンタルズ以外の要因でこれだけ相場が乱高下してしまう市場の状況を目の当たりして、これまで我々の鳴らしてきた警鐘は正しかったのだと改めて感じている。

他方、サブプライムローン問題の発信源である米国においては、住宅市場がさらなる調整を余儀なくされ、消費が減速し、景気が腰折れする可能性もゼロではない。実際、公定歩合を下げた時、金融市場の混乱から生じる経済への悪影響を緩和するため必要に応じて行動する用意があるという声明が出された。こうした見方をする市場参加者の多くは、そうなる前にFedがFFレートの誘導目標を引き下げるとみている。現時点で市場はFedの9月利下げを織り込んでいるようだが、私はそうした見方に安易にベットする訳にはいかない。8月入り後Fedが講じてきた施策は全て流動性の供給に関するものである。しかし、リスクの再評価問題は利下げでは解決しないし、インフレ・プロセスと金融政策におけるインフレ期待

の重要性を強く認識しているFOMCメンバーが、引き続きインフレ・リスクが意識されるもとの、FFレートの誘導目標を9月に引き下げるとは限らないと思っている。FFレートの誘導目標引き下げに踏み切るのは、セントルイス連銀のプール総裁が言うように、景気腰折れに繋がる何らかのエビデンスが判明した時である可能性が高く、そのような場合には標準シナリオについてもその蓋然性を改めて検討し直さなければならないかもしれない。今後とも、アンテナを高くしながら、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物価安定の緩やかな上昇が実現するかどうか、予断をもつことなくしっかりと検討を深め、その可能性の程度について総合的な観点から適切に判断していきたいと思っている。

最後に、本行の流動性供給施策について意見を述べておきたいと思う。サブプライムローン問題に係るこの度の流動性供給対応については、例えば「ECBの積極的なクイックオペがかえってサブプライムローン問題の重大性を必要以上に意識させた」とか、「Fedのプライマリー・クレジットは、公定歩合とFFレートとの乖離が当初100bpsもあり、レピュテーション・リスクを考えると利用し難かった」といった声が聞かれた。翻って本行では、7月積み期の最終日に掛けてレートが大幅に低下したということはあったが、特段の混乱もなく整齊と供給オペを実施し、現在のところ無難に乗り切れていると高く評価している。危機対応という意味では、本行の方がオペの肌理細かさ等の点で1歩も2歩も先を進んでいると思う。補完貸付がまだ正常化の途上にあったということもあって、現場の機動的な柔軟な対応によって、通常のおペの範囲内で適切に処理が行われており、ECBやFedのようなステートメントを発出するといったアナウンスメント効果を狙った対応も必要なかった。9月に入ると半期末や郵政の民営化がみえてくるのでオペは益々大変かもしれないが、今後とも市場動向を入念にチェックしながら、肌理細かな調節を引き続き行って欲しいと思う。またFed、ECB、BOE等の各国中銀とも密接に情報交換を行って頂きたいと思うが、現在マーケットが疑心暗鬼になっているのはリスク

の所在が分からないことや評価方法がブラックボックスであることがあるので、マーケットとともに透明性を高める努力もする必要があると思う。

なお、市場に対し中央銀行が協調して対応することを示すべく日本銀行ももっとアクションをとるべきだという声も聞こえてくるが、そのような行動ないしは協調しているとの印象を市場に持たせることは問題の根が深いとの誤った印象を市場関係者に与えかねないので必要ないと思っている。ただ、日本銀行のオペ環境は米英欧の中央銀行よりも現時点で危機対応ができていているということを分かってもらう必要があるかもしれない。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前半のパートでも述べたが、我が国の経済・物価情勢は、7月の展望レポート・中間評価でのシナリオに概ね沿って推移していると考えている。先行きについても、緩やかな拡大を持続する可能性が高いとの見通しを現時点で変更しなければならないようなデータは存在しない。しかしながら、米国サブプライムローン問題は足許まで内外市場の大きな変動と市場価格の変動、動揺を招いている。この動きは、基本的には、各市場における行き過ぎたリスク評価の調整プロセス、価格の再評価プロセスであり、それ自体はむしろ望ましいものであると考えられる。この種の調整は常に痛みを伴うものであるが、今般の調整が急激、幅広かつ大深度で進んでいるということから、市場の混乱が長引いた場合には、過大な副作用、实体经济への不測の悪影響を及ぼすことになりかねないことにも思いを巡らす必要はある。ここでせつかく生じた価格調整のプロセスを中途半端ではなく、再び生じさせないという意味でより望ましい形にするために、この際、金融政策変更という後押しが有効であるという考え方も採り得ようが、各国の政策当局が市場混乱の沈静化に最大限の努力を傾注しているとみら

れるという現状も考えれば、市場に無用のサプライズを与えることは、それが市場をさらなる混乱に陥れるリスクの大きさは計り知れないものがある。従って、差し当たって優先すべきは、市場の安定、秩序ある市場への回帰であると申し上げたいと思う。また、これも前半のパートで述べたが、实体经济への影響を見極めるには、なにがしかの時間を要するとも考えられる。以上から、次回会合までの金融政策運営は、現在の市場調節方針を維持することが適当であると考えます。

なお、最後に我が国の短期金融市場について一言付言したいと思う。これまでのところ、我が国の短期金融市場は、欧米に比してかなりの程度安定的に推移していると判断している。これは、何よりも金融市場局による積極的な流動性供給が奏効しているということもあるが、その背景には、幸いにしてと言って良いと思うが、サブプライムローン問題が日本の金融機関に与えるダメージが欧米の金融機関に比べて、またかなり回復している金融機関の財務体力との関係において、極めて小さいものにとどまっている、あるいはとどまるであろうことがほぼ確認できていることがあると思う。短期金融市場の安定は、適切な金融政策運営を行ううえでの大前提である。今後とも金融市場局におかれては、さらなる市場の安定に向けた肌理細やかな対応をお願いしたいと思う。私からは以上である。

福井議長

それでは、水野委員からお願いします。

水野委員

今回の金融政策決定会合において、金融政策運営を検討する際に重要なファクターは、皆様もそうだと思うが、米国のサブプライムローン問題に端を発した足許の金融市場の混乱とその影響をどのように織り込むかだと思ふ。足許の金融市場の混乱を理解するためには、2003年後半以降、3年超に亘る株式市場とクレジット市場のブル・マーケットから振り返る必要がある。好調な相場も3年も続けば、その調整は時間の問題だった。昨

年5月のいわゆるグローバル・リスク・リダクション、今年2月末の株式市場の調整は、足許の金融市場の混乱の予兆であったと言える。私は今回の金融市場の混乱は、疑心暗鬼となった市場参加者の不安心理の伝播とその増幅に伴う流動性確保に向けた動きが引き起こしたものと捉えている。まず、この混乱を収束させることが我々としては重要だと思う。そのためには、市場参加者の不安心理をいかにして沈静化するかを検討する必要があるが、私のマーケットでの経験を踏まえると、金融市場にサブプライムローン問題が日本経済の先行きに与える影響は小さいと適切に伝えることが基本的な対応策だと考えられる。この辺はシェアできるのではないかと個人的には思っている。こうした対応策について、サブプライムローン問題は容易に解決できるものではないと考えられるため、仮に本行がメッセージを発しても、金融市場が確信をもって受け入れるのにはやや時間を要するのではないかと疑問が生じる。また、市場における政策変更の予想は、従来の8月頃から数か月後ずれている状況にあり、今回のMPMにおいて政策変更を仮にした場合にはサプライズを与えてしまうリスクが高いことを懸念する向きもあると思う。しかし、そうした中でも、私は以下の理由で今回利上げを行うことが適切ではないかと考えている。まず、日本経済のファンダメンタルズは、前半のパートでも述べたが、基本的には良好な状況にあり、現時点での見通しによる限り、米国のサブプライムローン問題もその認識を変える材料ではないと判断していることが挙げられる。次に、システムック・リスクが顕現化していない状況下で金融機関への流動性供給を念頭に置くのであれば、本行には補完貸付制度が用意されており、このファシリティが十分に活用されている訳であり、皆様も言うようにアナウンスメントを敢えてするようなこともないという程上手く機能しているということである。そして、サブプライムローン問題や円安進行問題の要因あるいは原因として、我が国の超低金利政策が無縁であるとは言えず、ここでファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することは、そうした問題の解決を先送りすることに繋がるということが挙げられる。サブプライムローン問題が発生した背景には世界的な過剰流動性

の存在が裏側にある。この背景には、経済のグローバル化に伴うインフレ率の安定、主要国の年金マネー、アジア諸国や産油国の膨張する外貨準備高——ソブリン・ウェルス・ファンド等も含めるが——による国際分散投資の拡大、2004年以降のFRBの金融引締めが遅れに起因するクレジット投資に対する過度な楽観論など多岐に亘る要因が複合的に指摘できるが、日本銀行の超低金利政策もその要因の一つではないかと思う。経済価値に見合うクレジット商品のリプライシングが終了するには、なお時間を要するとみられ、サブプライムローン問題が経済活動に悪影響を与えているか否かを統計的に確認できるのはある程度先になると考えられる。従って、今回利上げの判断を先送りすれば、事実上、数か月に亘って利上げの判断を先送りすることになり、再び過剰流動性の問題を放置することになりかねない。我が国の超低金利政策の継続が、結果的にだが、外為市場におけるキャリートレードの拡大、円の独歩安進行、あるいは世界的な資産価格押し上げに寄与してきたという問題意識は重要だと思う。足許の金融市場の混乱によって、円キャリートレードの巻き戻しが相当進捗したことは望ましいことであると同時に、円キャリートレードを再燃させないためにも、ゆっくりと金利の正常化を今後も進めていくことが必要であると思う。昨日のECBの声明を受けて、一時1ユーロ149円台まで下落したユーロ相場は、足許で今157円台まで戻している。非常に乱高下しているということだと思うが、円キャリートレードの巻き戻しの動きともみえなくもない。利上げに踏み切ることによって金融市場にはサプライズと受止められると思うが、海外投資家からは今の水準からさらに円高、株安が進行するリスクは低いとの見方も多く聞かれている。債券相場は一時的に下落するかもしれないが、追加利上げ観測が高まる状況にない故に金利上昇は中短期セクターに限られると思う。日本銀行の政策変更が、ECBやFRBが取り組む流動性リスクへの対応、クレジット・クランチのリスク軽減の動きに悪影響を与えることは考えにくい中、いつものように、ファンダメンタルズの現状分析と先行き見通しを踏まえ、適切な金融政策運営とは何かということについて、議論して結論を出すべきだと思う。勿論皆様もこ

の前提でやっていると思うが…。

以上の考え方に基づいて、次回のMPMまでの金融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%前後で推移するように促す、すなわち、政策金利を25bp引き上げることがを提案する。この提案が受け入れられるようであれば、前回はロンバートレートの引き上げ幅について、無担保コールレート（オーバーナイト物）とのスプレッドを50bp広げる方を言ったが、今回は無担保コールレート（オーバーナイト物）の引き上げ幅と同じ、すなわち乖離幅を25bpに保つことを提案したいと思う。前回は、ロンバートレートと無担保コールレート（オーバーナイト物）の乖離幅の拡大を提案したが、その後、欧米の短期金融市場でターム物取引が成立していない状況に配慮した方が良いと考えたためである。こうした形でサブプライムローン問題に対して配慮することが適切ではないかと思う。なかなか分かりにくいかもしれないので若干付け加えると、金融市場や米国などの実体経済ははっきりした状況になるのはそれなりに時間が掛かると思う。何も時間が掛かるから今留意すべきだということではなくて、そうした中にもあっても我々は毎月毎月の経済金融情勢を踏まえて政策判断をしていかないといけないということを、私としては強調したいということである。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

先程のセッションでも申し上げたとおり、これまでに明らかになった経済指標については我々の基本的な見通しを補強するものが多かったということになると思う。一方、金融市場においては世界的に振れの大きな展開が続いており、引き続き状況を注視する必要があると考える。今回の動きは、基本的には金融市場におけるリスクとその価格付けの再評価であり、これまでの行き過ぎや緩み過ぎた審査基準の適正化の過程ともいえる。こ

うした再評価の過程が秩序だって進むのであれば、世界経済の成長の構図を大きく変化させるものではないと考えることもできる。しかし、このような過程で発生する摩擦的な現象が実体経済にマイナスの影響をもたらすリスクは否定できない。

4月の展望レポートに記述されているとおり、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を迎える蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検していくのが我々の基本的な考え方である。この考え方に立てば、次回会合までの金融政策運営としては、現在の金融調節方針を維持し、そのうえでさらに情勢を点検していくことが適当であると考ええる。今後、データや情報の分析をさらに深めたうえで、引き続き日本経済の成長の蓋然性が高いと判断されるのであれば、市場の落ち着き度合いも確かめながら適切な政策判断に繋げていきたいと考える。

最後に今回、仮に、現状維持を決定した場合、市場やメディアの関心は次回9月の決定会合において、どのような決定がなされるのかに集中していくものと思われる。さらにその間のECBやFRBの政策変更に関する思惑も絡んでくるので、金融政策運営を巡る環境はなかなか厄介なものになる可能性が高いと思う。我々としては、これまでの委員会の共通理解に基づいて、あくまで政策運営の基本的な考え方と、経済・物価についての情勢判断、この二つを丁寧に説明していくという原則に忠実な情報発信に努めるべきであることを改めて強調しておきたいと思う。以上である。

福井議長

次回決定会合までの金融政策運営方針について各委員のご意見を賜った。伺ったところでは、経済・物価情勢について丹念に検討し、今日議論をした結果、委員の大勢は今回の会合までに公表された経済指標をみる限り、日本経済が我々の見通しに沿って物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いことを裏付けるものが多かったという認識であった訳であるが、同時に、金融市場では世界的に振れの大きい展開となっていて、その動向については背後にある世界経済の動きとともに注視していく

必要があるというものであったと思う。従って、今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況——どういうふうに落ち着いていくか、その度合いがということも含めであるが——などなど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であるというご見解であったというふうに思う。そのうえで、こ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との十分な確信が持てるのであれば徐々に金利を調整していくことが適当であるというご意見であったというふうに思う。一方、水野委員は金融市場の状況は注視する必要があるし、できるだけ正確な情報を伝えて落ち着きを促す必要がある、けれども、現状日本経済のファンダメンタルズについてしっかり確信が持てる、それから、金融面でも日本の場合、システミック・リスクの心配はないし、流動性の必要性については十分な対応手段がある、それから、そもそも基本的に日本銀行が超低金利を調整していくということは市場におけるリプライシングのプロセスと矛盾するものではない、その他にも事情をおっしゃったが、基本的にはそういう事情から今回金利の調整を行うことが適当だというご見解であったと思う。ただ、流動性供給の必要性の可能性ということを考えて、今回のご提案はロンバートレートについてはスプレッドを広げないということであったと思う。今申し上げたとおり、委員の大勢が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、現状維持と、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し、私自身も現時点においてはそう考えている。なお、西村委員がご指摘になった、流動性の供給、つまりリクイディティ・リスクに対して中央銀行がきちんとその都度必要な対応をすることと、経済のファンダメンタルズ、その先行きを見通した基本的な金融政策の運営は峻別すべき要素があるというお考えがある。今回のマーケットの変動が起こって以降、私が各国の中央銀行の総裁と色々話をしている中にもこの基本的な思想は共有されているかなというふうに思う。我々も共有していくべきではないか、と私は個人的に思っている。それから、須田委員がご指摘になられた、我々が予ねてマーケットに対して警鐘を鳴らしてきたとお

り、やはりリスクがマーケットの中で偏ってとられると、その反動が恐い、様々な悪い影響が出ると、このことが今回一つ証明されたのではないかという点。それから、今の水野委員の日本の超低金利の是正は本質的にはマーケットにおけるリプライシングのプロセスと矛盾するものではないといった考え方は私自身しっかり共有している考え方である。と申し上げたうえで、さらに必要な議論をして頂きたいというふうに思う。

水野委員

基本的に皆様の判断は非常に常識的であると思うし、そこには全く異論はないが、西村委員が言われた流動性供給と政策変更が違ふということ——福井議長が今もう一回リプレイされたが——は、昨日もECBから言われているし、それからイングランド銀行は終始そういう方向性で動いている。Fedも金融緩和をあれだけ声明文で匂わせながら如何なものかという思いもするが、あくまでもリザベーションとしてさらに金融市場が混乱するのなら緩和することなのだが、ファンダメンタルな判断とそれから流動性との峻別はそれなりに行われているということである。ここは是非今日福井議長の記者会見で強調されて頂いた方が良いのではないか。皆さんの意見がシェアされるのであれば、その方が良いのではないかなという感じがする。そうでないと、我々の景気判断は変わった訳ではなくて、ただ色々な不透明感がある中で当然もう少しデータを待つというのは、それはそうなのだが、では永遠に待つ訳ではないことを同時に伝えていかなくてはいけないので。それを言う時に一番良い言葉として「流動性リスクに対する対応は適切に行う。これは各国も同様である。ただ、ファンダメンタルズの分析はそれはそれとしてしっかり続けていく」ということは非常に重要なメッセージで、「我々の次の金利の変更はいつだ」ということにいちいち付き合う必要はないが——福井議長の任期中にできないとかできるとか、そんなつまらない話にいちいち反応する必要はないかもしれないが——、結局先程言ったように国債マーケットでバブルが起きてしまったらよくないと思うので、常にファンダメンタルズは一応今のと

ころでは展望レポートに沿っているという見通しの中で敢えてもう少し情報を待ちたいというスタンスで今回決めたというふうに言って頂けるのが良いのではないかという気がする。

須田委員

原則はそのとおりだと思うが、私も少しそういうことを今日言ったのだが、でも外から聞いていると逆にそういうことを言い過ぎると何か利上げを……。流動性供給と金融政策運営は両方が関係することもあるので、そのところは原則論だけではなくて……。福井議長はとても上手だから任せるが、あまりそういうふうには……。

水野委員

私もそう思っているのです。

須田委員

とにかく利上げを急いでいるというふうには受取られないような形で……。

水野委員

勿論、分かっている。

須田委員

原則論は今日皆と共有できていると思っているが。

福井議長

一番原則のところではそうだが、現実の政策はやはり両方が関係している。

水野委員

我々は実務的にやっている。

武藤副総裁

西村委員も言っている。

野田委員

西村委員も。

武藤副総裁

市場がマクロ経済に影響するということが…。

水野委員

あり得るから。

武藤副総裁

あり得るということは同時に言わないと、峻別だけでは…。

水野委員

分かった。

野田委員

それを西村委員はちゃんと整理されて、概念的にはそうだけれど、現実的にはなかなかそこは上手くいかない、そこはやはりそれこそ上手く表現して頂かないと。

水野委員

だから今回待ったのだということだと思うので。

野田委員

初めから峻別できるのだったら、それ程苦勞はしない訳だから。

水野委員

然り。

福井議長

質問と意図にもよるので。乗せられないように答えないと。

水野委員

意地の悪い質問がいくので、時々。

福井議長

それから、市場調節は、日本の場合、委員からおっしゃって頂いたとおり、できるだけ通常のフレームワークの中で、しかしマーケットがきちんと感じられるように必要な流動性は供給するという極めてプロフェッショナルな対応をしてもらいたいと思っていたのだが、金融市場局はきちんとそれに応えて頂いているようにソファァー思っている。ステートメントでなんら補う必要がないというやり方がきちんと貫かれていると、日本銀行の場合はそういうふうに行っているなと思っているし、今後もそれはそれできちんとその路線で行った方が良くかと思っている。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、4～6月期の実質GDP成長率が前期比+0.1%、年率+0.5%となるなど、景気は回復を続けている。また物価については、国内企業物価は上昇しているが、消費者物価は概ね横這いとなっている。現在の経済・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、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。また、サブプライムローン問題に起因して、現下の株式市場や為替市

場等の動向は流動的である。日本銀行におかれても、市場全体の動きを十分に注視し、市場の状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。さらに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、日本銀行におかれては、現下及び今後の経済動向の展望や金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明を頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは大村副大臣から願います。

大村内閣府副大臣

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。消費者物価の改善が遅れており、前年比上昇率が足許でマイナスであるほか、単位労働費用についても低下幅の縮小には足踏みがみられるなど国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。先行きの見通しについても改善は後ずれをしている。長い目でみれば、国内の需給の引締まりを反映して、消費者物価の上昇率もプラスとなっていくことが見込まれるが、その時期について、今後冷静に注意しながらみていく必要がある。また、現在の金融環境において、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を懸念する状況ではなく、世界的に株価や為替レートが大きく変動しており、むしろ世界経済の動向等が我が国経済に与える影響等の下振れリスクに十分留意する必要がある。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「経済財政改革の基本方針2007」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、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。また日本銀行が考える短期から中期への経済・物価情勢の認識及び物価安定に向けた道筋について、国民が十分に納得できるようしっかりと説明責任を果たして頂きたいと思う。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご見解に対して委員方から特にご意見、コメントがあればどうぞ。水野委員、どうぞ。

水野委員

田中副大臣、前回の話だと、選挙結果を受けて、国民の消費税に関する考え等を受止めたいということだったが、どういう受止め方だったか。これはマクロ政策運営を考えるうえで大事なことなので、もし消費税の話が全くないという話になると…。

田中財務副大臣

選挙の結果は、やはり与党・政府に対する国民の大変厳しいご意見だったと認識をしている。また、結果は結果として安倍政権は続投ということなので、新たなる人事一新を図ってこれから再スタートをする訳である。結果の流れからみて、全く市場が動かなかったということではなくて、やはり少しマイナスの状況を与えたということは否めない事実だろうと思うが、その後、サブプライムローン問題等が起こってその辺の話がぐちゃぐちゃになってしまったが、全体的にみれば、私はやはり今後の政府が経済政策等をしっかりと打出していけば自ずと落ち着いたものになっていくと、またそういうふうにしなければならない、と思っている。

水野委員

よく市場参加者方、特に海外の投資家と話していると、前総理が非常に

分かりやすかったという。それに比べて安倍さんは分かりにくいと言うが、私は「安倍さんは真面目なので発言を理解することが難しいのである」と説明しているのだが、ただ、市場にとっては往々にして分かりやすい方が受けるということがあって、そこもやはり重要な点なのかなという感じがする。

田中財務副大臣

私共も日本銀行の方に色々とお願いを申し上げたように、我々政府側も今水野委員からもお話があったようなことはやはり十分努力をしていかなければいけないだろうと思っている。私共財務省の立場と大村副大臣のお立場ではまた少し雰囲気が違うところがあるとは思いますが、政府の説明は本当に分かりやすく、これは徹底していかなければならないという思いである。

福井議長

宜しいか。それでは、次に金融市場調節方針の議案の取り纏めを行いたいと思う。議長としては、金融市場調節方針、現状維持に関する議案提出を行いたいと思う。恐らく水野委員からは別途の提案があると思うので、それぞれ議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて頂きたい。

内田企画局参事役

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、公表文である。「2007年8月23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、反対の委員のお名前。「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

それでは議決に移る。大変恐縮であるが。

[政府からの出席者退室]

福井議長

それでは水野委員案から採決を採りたいと思う。

[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

反対多数で本件は否決となった。それでは議長案の方をお願いする。

[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

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

賛成多数で本件は可決となった。反対理由について、水野委員さらに追加的に何かあれば。

水野委員

議事要旨の方で。

福井議長

宜しいか。それでは、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、今後とも適切な調節をお願いしたいと思う。事務局におかれては、本件の公表準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

議長案のとおり現状維持ということで可決した。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、次に金融経済月報の基本的見解の審議、決定に移りたいと思う。最初に執行部からご説明のあった紙をもう一度取り出して頂きたいと思うが、今日の議論、それから今の決定を踏まえてこういう月報の基本的見解で良いかどうか、改めてご意見を頂戴したいと思う。先程西村委員からは先行きのものの言い方についてリザーベーションがあり、これは議事要旨の中で明確にすると、おっしゃっている。それ以外の点についてももしご意見があったらどうぞ。

水野委員

質問がある。企画局のところになるが、金融のところ——何か対案を

持っている訳ではないが——、「世界的な不透明感の高まり」とは何の不透明感なのか。全部を含めてか。金融、経済ということか。

関根企画局企画役

然り。

水野委員

字数の制限のため、これ位にあっさりしたのか。

関根企画局企画役

そういうことでもある。ただ、この「不透明感」という言い方自身は、例えば前回のF e dのステートメント——この前のF O M Cのステートメント——で、「increased uncertainty」という言葉を使っているし、月報ということていくと随分昔に遡るが、L T C Mの時にやはり「不透明感の高まり」と……。

水野委員

10年前に使っているのか。

関根企画局企画役

然り。

水野委員

1998年の時に。

関根企画局企画役

然り。

水野委員

使っているのか。

関根企画局企画役

使っている。

水野委員

本当か。その辺り不勉強で。

福井議長

他に宜しいか。それではこの原案のとおり可決したいというふうに思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件可決した。この金融経済月報の基本的見解、今決定した部分については即日公表の扱いである。本日の午後3時に公表を予定している。また、詳しい文章の背景説明の方であるが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、明日24日金曜日14時に対外公表を行う予定である。

VII. 議事要旨（7月11～12日開催分）の承認

次に議事要旨の承認に移りたいと思う。7月11日、12日両日開催分である。お手許にお配りして既にチェックして頂いていると思うが、如何か。宜しいか。それでは、これも承認の決定をしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨については、全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨は、8月28日、来週の火曜日であるが、8時50分に対外公表を予定している。

VIII. 閉会

福井議長

今日の議事は以上であり、次回会合は9月18日及び9月19日両日開催予定である。宜しく願います。それから、いつも申し上げているが、機密保持関係のことである。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、かつ、この議事のプロセスも含め、厳に出席者限りであり、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる方々全てにおかれては、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。ただし、冒頭に申し上げたとおり、これまた情報管理の観点から大変恐縮であるが、報道の解禁までこの会議室からお出にならないようお願いしたいということである。事務局におかれては解禁時刻の確認をして頂きたいと思う。

解禁予定時刻は12時35分だそうである。

(12時31分閉会)

以 上