

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年9月18日（14:00～16:33）

9月19日（9:00～13:17）

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（18日）

森山 裕 財務副大臣（19日）

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（19日9:00～9:16）

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

山口智之

企画局企画役

大谷 聡

企画局企画役

菅野浩之（19日9:00～9:16）

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金融政策決定会合を開催する。今日は第一日目である。今日は金融経済情勢に関する執行部報告を伺うということになっている。政府の方から、財務省鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しく願います。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した方々にはそのことを十分踏まえてご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

それでは早速議題に入る。金融経済情勢に関する執行部報告ということで、説明ごとに若干の質疑応答の時間を設けている。

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

最初は金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曽金融市場局長から願います。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明申し上げます。まず、図表1-1で、無担保オーバーナイト・コールレートをご覧頂くと、大体誘導目標近傍で安定して推移したということであるが、時系列的にみると、8月の中旬以降国際金融市場の混乱の煽りから本邦の短期市場でもレートにやや上昇圧力が掛かった。これに対処するために、8月の積み期

に入った直後の8月16日～21日に掛けて、即日のオペなどによる厚めの資金供給を行ったところである。これに伴って、準備預金の積みが前倒しで進捗したので、その後は反動から資金余剰感が強まってレートは低めで推移している。8月積み期の最終日は先週金曜日の14日であったが、前日の13日に僅かにレート上昇がみられた程度で平穩に通過している。図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、先週終了した8月の積み期であるが、準預先の準備預金は合計で4兆9,600億円と前の積み期に比べてさらに圧縮されている。図表1-3の07/1月積み期以降の当座預金残高のグラフで、直近の8月の積み期の部分が示しているように、積み期の前半には前倒しで積みが進捗したが、その後のスピード調整で結果的にはほぼ所要準備並みの水準で着地している。この間の短期金利の動きであるが、07/1月積み期以降の短期金利のグラフにおいて、グレーの線でお示ししているレポ・レートが8月中高止まったことが一つの特徴である。その背景であるが、8月の中旬以降海外のマネーマーケットが混乱したことを眺めて、邦銀が短国を売却して予防的に手許流動性を積み上げた。このため、証券会社の短国の在庫が増すというメカニズムを通じて、レポ・レートが上昇した。しかし、9月に入ってから、利上げ観測が遠のいて邦銀は再び短国での運用姿勢を強めたことなどから、レポ・レートは低下している。次に無担コール市場の残高の推移をご覧頂く。図表1-4で、右端の8月の平均残高は前月比ほぼ横這いである。図表1-5にお示した翌日物の旬毎の残高の推移について、〈取り手別〉の内訳をご覧頂くと、ポツポツ印の外銀の取りが引き続き抑制されている。これは、恐らく円キャリートレードの巻き戻しという要因も作用していると思うが、この他、欧州系の一部の外銀に対して本邦の出し手がラインを凍結するなどの動きがみられたことから、外銀が全般に円の調達額の圧縮を進めたといったことも背景であると考えている。図表1-6、最近のオペの実施状況をご覧頂く。全体としては、海外のマネーマーケットが混乱していることにも配慮して、肌理細かいオペの運営を行っている。具体的には、共通担保（本店）オペについては、オファーの頻度をやや上げているほか、期間もオー

バーナイトから 3 か月と短いところから長いものまで様々なタームを組み合わせて、市場の状況に即応してオペを実施している。外銀、特に欧州系の金融機関のドル流動性需要は強く、そうした中にはタームオペで調達した資金を円投してドル資金調達を行う先もみられたところである。ドル／円の為替スワップ市場であるが、3 か月程度の長めのタームになるとやや流動性が落ちると聞いているが、全体としては為替スワップ市場は機能しているとみている。国債買現先オペについては、先程申し上げたが、8 月中高止まったレポ・レートを意識して従来より頻度を上げて実施している。一方、積み期後半に入った 9 月なのだが、進捗し過ぎた積みのスピード調整を図るため、主として売り手オペによる資金吸収を行ったところである。ただ、売り手オペの 1 回当たりの吸収額は——オファー額に表われているが——、2,000 億円ないし 3,000 億円と比較的少額にとどめて、オーバーナイトレートが跳ね上がらないよう注意深く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。この後、9 月 20 日に国債の大量償還を控えているので、18 日以降の資金需給は財政要因から +3.2 兆円の余剰になっている。前回の金融政策決定会合でも申し上げたが、9 月半期末に掛けては内外の波乱要因が控えている。まず、海外では 9 月中に ABCP が大量償還を迎えると市場では言われていて、ドルの需要が円金利に影響を及ぼす可能性があるかとみている。次に、国内では年度末と同様、半期末もバーゼルⅡを意識した邦銀の資金の抱え込みが予想されるところである。また、郵政公社民営化というイベントがある。市場が心配していたのは郵政公社が半期末越えの資金運用を行うかどうかという点であったのだが、まずゆうちょ銀行については、半期末越えの運用を従来同様行う方針であることを既に市場関係者に通知していて、この点の不確実性は消えている。一方、かんぽは半期末に掛けて一旦市場運用を停止することが決まっている。ただ、この方針自体も既に市場関係者には知らされているが、9 月末に相当規模の資金がかんぽの手許に滞留することになるので、市場への影響を見極めながら適切な調節運営に努めたいと思っている。

続いて、図表 2-1 以降で金融・為替市場の動きについて、ご説明をし

ていきたいと思う。今回は (1) のグラフをご覧頂くと、国際金融市場が混乱を始めた8月の半ば以降、ユーロ円の3か月物のレート——このグラフでは黒実線でお示ししているが——が上昇する一方、F Bの3か月もののレートが低下するといういわゆるT E Dスプレッドの拡大が生じている。ただ、その拡大幅は、欧米市場に比べると小幅にとどまってはいる。次に (2) の表でターム物金利のうちユーロ円金利についてみると、3か月とか6か月のユーロ円のタームの長めの流動性については、相対的に低くなっていると言われていて、そうしたことからこのゾーンではややレートが不安定になっていて、特に8月下旬に掛けてユーロ円の長めのレートが高めに振れている。一方、短国レートであるが、利上げ観測の後退もあって都銀などの投資家の運用姿勢が強まっていることから全般に低下している。利上げ観測なのだが、図表2-2 (1) のグラフ、ユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブは全般に低下している。また、(2) のグラフで限月別にご覧頂いても期先物も含めて低下している。図表2-3、(1) のグラフをご覧頂くと、O I Sもこれに伴って低下していて、黒棒でお示した直近のレートは12月のところでも0.6%に達していない。(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と、利上げのタイミングが先へ延びるという見方が強まっていて、バッテン印の折れ線で示した12月会合までの25bpの利上げ確率も大体今4割程度ということであって、年内に利上げがあるかどうかといった見方がここに現われていると思う。

図表2-4、長期金利の動きであるが、長期金利は8月の半ばに大きく低下した後は前回金融政策決定会合以降もほぼレンジ内の動きかとみている。10年債で言えば1.5%台の前半で推移している。このように長期金利は8月以降かなり低下した。海外金利に連動して低下した側面が強い訳であるが、やはりその背景にはアメリカの景気減速に伴う我が国経済の影響に関する不確実性が高まっているという点を指摘できるのではないかと考えている。それから、また需給面という点から申し上げると、利上げ観測の後退に伴って、都銀などが債券ポートフォリオの再構築を行って

るほか、外国人投資家も債券買いに出ているといった要因を指摘できるか
とと思っている。図表 2-6 の (1) のグラフで市場参加者が注目する債券利
回りの変動要因に関する直近のサーベイ——右端——であるが、斜線の短
期金利・金融政策の割合が低下していて、白抜きの海外金利の割合が増し
ている。その海外金利は (2) のグラフでは黒太線になっているが、ここ
に表われているように足許では利回り低下要因として意識される度合い
が強まっているようである。次にクレジット市場に移る。図表 2-7 (1)
のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、8 月中はじ
りじりと拡大したが、足許は横這い圏内の動きとなっている。次に (2)
のグラフでクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムの推移をご覧
頂くと、8 月半ばに掛けて拡大しているが、拡大幅は欧米に比べると引き
続き小幅にとどまっている。しかし、先週金曜日に中堅消費者金融のクレ
ディアが民事再生手続きを開始するというクレジット・イベントが日本で
発生している。これに伴って、消費者金融銘柄の CDS プレミアムは今週
に入ってやや拡大をしているようである。これはグラフにはまだ反映され
ていないが、今後動向を注視していく必要があると思っている。

図表 2-8、株式相場であるが、株価については 8 月に大きく下落をし
ている。日本の場合、円高も重なって、下落幅は海外市場よりも大きなも
のになっている。(1) の右側でシャドーを付した前回金融政策決定会合以
降も米欧株価あるいは為替相場の動きに振られる不安定な地合いになっ
ている。本日は、また、イギリスのノーザン・ロックの取り付けだとか、
先程申し上げたクレディアの民事再生手続きの開始などを受けて、特に金
融株を中心に日経平均は 1 万 5,800 円台まで低下している。今は 8 月半ば
にマークした年初来底値を上回る水準はまだ維持しているが、上昇モメン
タムは強くない。その理由については、市場に外国人投資家に代わる買い
越し主体が見当たらないことが言えると思う。この点を図表 2-9、主体
別売買動向の表でご覧頂くと、外国人投資家は、8 月 13 日週に掛けてか
なり売りを加速させた結果、8 月中は 1 兆円を超す大幅な売り越しになっ
ている。その後、売りは一服しているが、大きな買い越しには戻っていな

い。一方の国内投資家であるが、事法の買いが目立つ週もある。例えば8月20日週など2,000億円位買い越しになっているが、これは株価が低下した場面での自社株買いがかなり含まれているのではないかとみられる。一方、個人も週によっては買い越しているが、基本的には株価が下がったところでの押し目買いであって、逆に少し上昇したところでは利食っているので、相場を浮揚させる力にはなっていない。その個人が主役の新興市場であるが、新興市場株価指数の推移がお示しするようにずるずると株価が低下していて、年初来の安値更新を続けて元気がない状態である。

図表2-10、為替相場の動きであるが、為替は8月の半ば円キャリーの巻き戻しで円高が進行した後は、ドル/円については、ほぼレンジの圏内かと思っている。9月7日の米国雇用統計が予想比下振れたので、〈参考〉の表にあるように、一時的に9月7日113円台まで円高が進んでいるが、足許では114円台の後半ないし115円近くまで戻ってきている。この間、主要通貨のうちで一番強いのはユーロとなっている。ユーロについては、経済ファンダメンタルズが相対的には良好で、利上げ期待もなお残存している。このため、ユーロと円の相場についてご覧頂くと、〈参考〉の表にあるように、前回の金融政策決定会合直前は154円台だったものが、足許では159円ないし160円近くまでユーロ高になっている。ユーロとドルの相場についても、ユーロは足許では1.38ドルないし1.39ドルの既往最高値圏で推移している。図表2-11(1)で最近の円相場の細かな動きを少しご覧頂くと、若干繰り返しになるが、この9月7日のところで米国雇用統計の予想比大幅下振れということで一時的に円高となったが、一方でアメリカの利下げを織り込む形で米株価が上昇し、これがその後、円売り材料になるという場面があった。アメリカの株価が上昇し円安が進むというのはいわゆる円キャリートレードのパターンなのだが、ここへきて円キャリーが復活しているのかどうかという点を以下みていきたいと思う。まず、図表2-12、前回金融政策決定会合以降の各通貨の動きをご覧頂くと、確かに円が少し売られて高金利通貨が上がっているのだが、よくみると上がっているのは単に高金利通貨ということではなくて、豪ドルとかカ

ナダドルとかいわゆる資源国通貨が中心に上がっていることがみてとれるかと思う。一方、キャリーの環境という点からみると(2)のグラフにもあるようにドル/円のボラティリティは幾分低下しているが、なお高止まっていて、円キャリートレードにとって環境が良いとは言えない状況である。それから、図表2-13で主体別の動きなのだが、まず外為証拠金の動きをご覧頂くと、ちょうど8月の半ばに円のショート・ポジションが半減した後はほぼ横這いの動きになっている。ニュージーランドドルが少し膨らんだものの、雇用統計のところでまたぐっと下がっている。それから投信であるが、外貨建て公募投資信託純資産額の推移をご覧頂くと、一番右端に示している8月は、円高の影響で円換算額が減少して、ネットの純減になっている。では、フローの面はどうかと言うと、ヒアリングなどの情報によると、足許では一頃のような勢いはないが、なおネットの流入が続いているようである。次に、図表2-14の(1-1)でファンド筋の動きをIMMの円のポジションでご覧頂くと、足許では若干であるが、円のロング・ポジションになっている。(2)のグラフで、黒線のドル/円のリスク・リバーサルをご覧頂くと、ドルのプット・オーバー幅は一頃程は深くはないが、なお先行きの円高を警戒する市場センチメントが反映されているように見える。以上の点からみると、円キャリートレードの本格的な復元に向けた動きは今のところみられないと言えると思う。

以上ご覧頂いたように、ABC Pなどの証券化商品を担保とする資金調達
の困難化に伴う主として海外市場の混乱が発生して1か月あまりが経った訳である。極く足許で、ABC Pあるいは欧米のマネーマーケットでは限界的であるが安定化の兆しがみえなくもないというようなことではあるが、なお不確実性が残された不安定な市場の地合いが続いていると言えると思う。この点、今週から始まる主要海外金融機関の四半期決算内容に市場の注目が集まっているということが言えると思う。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。

須田委員

市場の落ち着きが限界的にはみられているかもしれないとのことだが、先程少し減っているとおっしゃった無担コール市場の外銀の取りのところが足許少し増加していて、裁定取引というような動きがまた少し始まったかということもある。そこら辺も含めて、限界的な落ち着き度合いはどうか。

中曽金融市場局長

今の動きも非常に振れの大きな感じになっていると思う。ここで、外銀の取りが減ったのは——少しテクニカルな話になってしまうのだが——、ドルの需要が非常に強い時なので、円転コストが物凄く低くなる。そうすると、ユーロ円から円転へお金がシフトするという動きが起こる。逆に、その巻き戻しが起きたような場合は、今度はユーロ円の取引が活発になるので、ユーロ円金利が高くなる。そうすると、ユーロ円で運用するためにコールで調達するという動きが出てくる。足許は多分そんな感じが少し出てきているのだと思う。であるから、簡単に言うと、ドル需要が少し落ち着くとユーロ円金利が戻って、コールで取ってユーロ円で放出するというような動きが多少出てくるので、おっしゃったような裁定取引が今少し出てきているということではないかと思っている。少し細かい話であるが。

須田委員

その他のところでは、どこをみて限界的に少し落ち着いていると評価しているのか。

中曽金融市場局長

海外の中央銀行とかの話を知っていると、例えばA B C Pであるが、残

高の減少ペースが少し鈍っているという点は皆評価をしていた。それから、LIBOR金利も一頃程は高くなくなっている。この辺をみて、限界的に少し落ち着いてきていると評価している。ただ、やはり、全体の評価は、なお不安定な状態が続いている。あるいは、市場機能不全、全体としては十分でない状態が続いている。極く極く限界的なところで少し変化がみられる。その程度のことだのご理解頂ければと思う。

野田委員

ノーザン・ロックの影響は、今はどういうふうに見られているのか。

中曽金融市場局長

ノーザン・ロックは本当に日本でみてきた事例と近いなと思うが、金曜日にご案内のようにBOEがいわゆる特融を発動している。同行については、FSAがソルベントであると明言している。それから、一応担保も色々取っている。ヘアカット率も相当深くしてロスに備えているというようなことを言っており、金曜日はコンテージョンというのか、ほかへの波及がないと言っていた。ただ、我々が聞いているところでは、週末に掛けて預金者が列をなしたところがテレビ放映され混乱を助長してしまった面があるらしく、今多少コンテージョンが起きていると聞いている。つまり、ノーザン・ロックと同じようなモーゲージバンクに対する不安心理が出てきている。従って、FTSE100等英国の株価をみると、モーゲージバンクの株価が2~3割落ちているなどの影響が出てきている。それから、ノーザン・ロックはインターネットでの預金の取扱いもしているようで、インターネットへのアクセスが殺到して全く払い戻しができなくなっている。これがまた混乱を助長していると聞いている。株価は、先程お話したが、モーゲージバンクには波及はあるのだが、その他のRBSとかバークレーズをしてみると、落ちてはいるのだが相対的にその幅は小さいので、今のところモーゲージバンクに影響が集中して現われている。これは日本の株価にも心理的には悪影響を及ぼしている。こんなところかと

思っている。

岩田副総裁

問題の根源は、やはりサブプライムローンみたいな問題があるのか。

中曽金融市場局長

然り。一応、モーゲージバンクなので。アメリカに比べればサブプライムは遥かに小さい。むしろ、これは金繰りの問題。つまり、ソルベンシーはF S Aが大丈夫だと言っているので、金繰りの問題で、具体的に言うと証券化商品で主として資金調達をしているが、証券化商品が売れなくなっているから、資金繰りが上手く回らなくなってしまう。従って、典型的なソルベント・バット・イリクィッドな機関として、F S A、英国財務省それとB O Eが共同で対応してB O Eが特融を発動している。こういう状況であると理解している。

亀崎委員

その三金融当局が発出したステートメントでは、適切な担保かインタレスト・レート・プレミアムと引き換えに流動性支援を行うことなどだけを言っており、特融の実行額などの具体的内容については触れていない。金額がどれ位あったのかを明らかにすると、不安心理を煽るから言わなかったのか。こういうのは通常なのか。というのは、一般の人達——ノーザン・ロックの店舗に並んだ人達——が政府の言うことは信じないというようなことを言っていたので、ステートメントにはソルベントとは書いてあっても、具体的な数字で説明しないと疑念が払拭できないような気がするが……。

中曽金融市場局長

これは日本の時もそうで苦い記憶があるのだが、要は特融をしていること自体が不安心理を煽ってしまうような部分がないとは言えない

と思う。しかし、日本の経験からすると、現実に預金者が順便に円滑に払い戻しを受け続けるということが多分最終的には不安心理を落ち着かせていくのではないかと思う。なお、我々が聞いているところでは、最初におっしゃられた貸し出しレートは　　であって、BOEの整理によると普通はオペ金利、それから　　にあるのがスタンディング・ファシリティの金利——これは政策金利に100bp上乗せした金利なのだが——、この特融の金利というのは、

金利で実施していると聞いている。実行額については、おっしゃるように開示していないのだが、これを開示した方が良いかどうかというのは多分一つの論点ではあると思う。因みに、日本ではこれを日々開示していたと記憶している。

稲葉理事

技術的には、これから預金の引出しがあっても特融で流動性を供給しようとしている訳であるから、まず、どの位の量が必要かどうかというのはこの段階でBOE自身が認識できているかどうかという問題はある。今回はそういうファシリティをセットした。流動性の需要に対してBOEは供給すると言っているので、これはこれで良いのではないかと考えている。

野田委員

預金の保証をしたというのは事実なのか。

稲葉理事

財務大臣がそういうふうと言っているという報道が……。

中曽金融市場局長

これもソルベントであれば、当然にそういうことにはなると。

野田委員

ソルベントであればそういうことになるということを行ったのか、それともギャランティということを行ったのか、その確認はまだできていないのか。

稲葉理事

確認できていない。

須田委員

元々流動性供給に関しては外からは結構冷たいと言われている中で、BOEは議会にレターを出し、その中で、こういう特融に近いものとか、あるいは担保をもう少し広げることなどに慎重であった。今回はRMB Sなどを担保にして特融を出すというふうになっていたが、そうだとしたら、担保を拡大していくというのは、彼らにしてみればモラルハザードの問題があって、やはり嫌だということが強かったということか。

中曾金融市場局長

もう一回彼らの頭の中を整理すると、三つ資金供給の仕方があるというふうな整理である。一つは、オペ金利による資金供給。これは、ペナルティ的なものは入っていない。次に、スタンディング・ファシリティである。これは+100bpであるから、ある程度ペナルティが入っているということだと思う。次に今度のノーザン・ロックのようなものは、一応ソルベントなのだが、金繰りがおかしくなってしまった。これは、自己責任の部分もあるので、そういうところへのいわゆる特別な融資については、さらにプレミアムを上乗せして、モラルハザードに対してペナライズするという位置付けで対応しているのだと思う。この特融の担保は、詳しい中身は分からないのだが、
の担保を受け入れていると聞いている。
つまり、BOEのオペないしスタンディング・ファシリティは通常国債だけなのであるが、
——これは開示してい

ないのでよく分からないのだが——、担保を受け入れていると聞いている。であるから、須田委員がおっしゃったように、オペの部分についても担保を拡げることがあるのかどうかというのが恐らく次の論点として有り得るのではないか、と思っている。

稲葉理事

今回のBOEの策は特融なので、若干性格を異にしているのではないかと思います。ECB、Fed、BOEの今回のやり方は三者三様だと思っている。Fedはディスカウントウィンドウを使いやすいようにレンディングレートを引き下げるようなやり方を採った。ECBの方は、ファインチューニングオペでオーバーナイトしかできなかったのを、ターム物にして、ダイレクトにそこに供給しようとした。BOEは割と地味なのだが、所要準備を過剰に積んでも良い、あるいは、積みが少なくともペナライズしないということで、準備預金を上手く使って流動性を供給するという手を講じている。これらの三つのやり方が、それぞれどういう効果を発揮しているのか、これからチェックする必要があると思う。いずれにしても、そういう対応をしている結果である。

武藤副総裁

BOEは、財務省とFSAと三者でメモランダムを交わしてやったということだが、あの位置付けは中央銀行の枠組みよりも、より政府レベルの公的な救済みたいな意味合いが強くなると理解して良いか。

中曽金融市場局長

これは後で、国際局から話があるかもしれないが、元々危機対応として三者によるMOUを取り結んでおいた訳である。従来、これが本当にワークするかどうかアンテステッドであるというふうに彼らは言い続けていたが、今回こういうケースが到来して初めてそれがテストされるケースになったのだと思う。であるから、仕組みとしては、元々危機対応として、

彼らが考案、構築していたものである。結局、中央銀行だけあるいはFSAだけで対処できるものでもないので、金融当局三者が一体として対処するという枠組みだというふうに理解している。なお、先程、須田委員がおっしゃった点に関して、BOEからすると、やはり今のECBなどの対応は、本来はペナライズされなくてはならない先——スタンディング・ファシリティないし特融のレートでペナライズされなくてはならないような先——までオペで全部資金供給をしているのはモラルハザードではないかというロジックは、多分引き続き彼らの言い方からすれば成立すると思う。

西村委員

RMB Sが売れなくなったということだが、イギリスの国内で買われていたのか、それともやはりアメリカのMMFみたいなものが買われていたということなのか。

中曽金融市場局長

どういう人が買っているかというのは、聞いていないが。

西村委員

それで、どれ位の広がりがあるのかなということであ…。

中曽金融市場局長

申し訳ない。投資家の範囲というのはまだ聞いていないが、そこはもう少し見極める必要があると思う。

須田委員

期末に掛けて本邦金融機関でドルが必要になるということは、心配しなくて大丈夫だとみていて宜しいか。

中曾金融市場局長

ドル不足に起因する問題がもし起きるとしたら、こういうメカニズムかなと思っている点はある。我々が聞いているところでは、邦銀のドル流動性は大体確保できている。そうするとやはり外銀でドルが足りない先が、比較的のオペラビリティのある円を調達してスワップでドルを調達しようとする。そうすると、どうしてもその影においては、円金利にも上昇圧力が掛かってくるというチャンネルが一つ。それからもう一つ、今後個別行に対するクレジット・リスク——特に欧州系だと思うが——が顕現化して、そういったところに対するクレジット・リスクが認識されるようになると、貸し渋りというか、資金の出し手が非常に躊躇するということを通じて、全体としてはお金があるにもかかわらずその資金が上手く回らない中で、円金利に上昇圧力が掛かる。こういった二つ位のチャンネルが有り得るかと思っている。

岩田副総裁

ABC Pの件なのであるが、9月から10月に掛けてヨーロッパだけで何か2,500億ユーロ程度ロール・オーバーされるものがあるとかいう記事を見たことがある。凄く巨額な気がするのだが、アメリカはアメリカで別途あるということか。

中曾金融市場局長

数字は少しよく分からない。だが、大きな金額があるかもしれないと言われている。ただ、一方で同じようなことは8月も言われていた。8月15日、それから8月末に償還が集中していると。ただ、この辺は無事に割とノンイベントで通過してきているので、確かに償還額は多いが、一方で外国の金融機関が相当保守的にドルを調達しているので、案外通過していったのかもしれないなという見方もあるようである。いずれにしても、よく分からないことが不安心理になっているということだと思う。

稲葉理事

予ねてご報告しているようにABC Pは、意外とマチュリティというか、償還期間が短い。1デイから4デイズみたいなものもある。そういうものはごろごろロール・オーバーされている訳で、平均的に言うと残高も減らしつつ、マチュリティが短くなりながらごろごろ転がしているという状況なのだと思う。そうやっている状況はまだ正常化されているという状況とは言えないと思う。とにかく、そうやって凌いでいる。

西村委員

ディスインターミディエーションがどの位の規模で起きているかという点については、決算でみるとかなり形が分かると考えて良いか。

中曾金融市場局長

バランスシートが膨らむ限りにおいては、これは多分決算に何がしか表われてくるのではないかということである。その意味で先程申し上げたように、ちょうど今日から一連の四半期末決算の発表が始まる。

岩田副総裁

欧州の金融機関は、決算が少し遅れるのか。

中曾金融市場局長

欧州の8月決算が今これから始まるので、9月を含んだ決算が出るのは10月に入ってからである。

水野委員

米系は6~8月が投資銀行の決算で……。

稲葉理事

インベストバンク。

水野委員

インベストバンクだな。欧州の主なものは大体7～9月である。だから、大体10月末と11月頭である。

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お願いする。

出沢国際局長

それでは、お手許の資料-3（参考計表）に若干触れてから、あとは資料-3（参考計表）（追加分）へ移る。いわゆるサブプライムローン問題に端を発して、国際金融市場における混乱が今後实体经济にどのように影響を及ぼしていくかということに注目が集まっているところである。そうした状況のもとでは、公表されてくる経済データについて、とかく疑心暗鬼のバイアスを持ってみがちになるのではないかなと思っていて、私共としては、努めて中立的にみていこうと心掛けている。そういう意味合いで、まず金融面での事実を幾つか指摘させて頂きたいと思う。それで、（参考計表）をご覧頂くと、金融に関わるどころ、勿論悪い材料、懸念材料が多いのだが、敢えてその中で好材料とは言わないが、幾つかの点を示すということであって、決してこれをもって目下の状況全体を楽観視しているということではないので、その点は予め申し上げておきたいと思う。一点目は、図表5-1 米国の金融市場の（2）長期金利の推移である。クレジット物のスプレッドが拡大していると言われている訳であるが、ご案内のとおり国債の長期金利が低下しているのです。仕上がりとしての長期の資金調達

コストは現状6%を切っていて、この1か月間——シャドーで示した前回のMPMからの推移をみて頂くと、点線が社債のBBB格であるが——低下しているという事実がある。二点目は、図表5-3、株価である。これは、中曽金融市場局長からの説明にもあったと思うが、改めて確認すると、(1)にNYダウ株価あるいはS&P等とあるが、この表は<最近の動き>の方で、直近9月11日まで載せてある。その後、先週の動き、それから昨日月曜日を含めても、この1か月間の展開をみると、前回のMPM時との対比で、1.何%プラスと、若干のプラスとなっている。勿論7月中のピークに比べると4%強の下落であるが、逆に8月のあのショックがあった時のボトムからも4%強回復しているということで、ちょうど半戻しという状況だと思う。先般のノーザン・ロックでイギリスの金融株は売られているが、それも直近1か月間あるいは2か月間の動きというのは似たり寄ったりである。それから後程も触れるが、エマージング・マーケットの株価はむしろ結構しっかりしているということがある。三点目として、図表5-7、アメリカでの企業の資金調達であるが、(1)の表、社債の発行額は、ご覧のとおり7月、8月はこれまでのレベルに比べて、大変減少している。IPOもレベルは元々低いですが、同様に減少している。(3)に銀行貸出のグラフがあるが、残高前年比を載せてある。これにはその他ノンバンク向けが入っていないが、これは今まで実体経済の影響をみるために作っていたためで、商工業、個人、不動産向けを対象に作っていた。手許には、ノンバンク向けも入っているものがある。それによると8月29日までの週の残高前年比は、7月に比べて伸び率が若干高まっている。この伸びた分を金額でみると、実は8月中1,300億ドル増加している。(1)の社債の発行額の減少のオーダーがご覧のとおり600億ドルであるので、全部が全部こういうところに向かったとは言えないが、(3)の銀行貸出、銀行分の信用拡大は8月で1,300億ドル、7月、8月と合わせると1,700億ドル増えている。先程話題になったABC Pが残高を急激に減らしている。これは、多分2,000億ドル位アメリカで減っている。ABC Pとボンドを合わせた全部をこの銀行部門の貸出でカバーしているとは言わないが、今

の数字を並べてみると、それなりにリインテグレーションがこの統計のベースでもみえているかと思う。今後は、バランスシートの中身も少し詳細に分析してみたいと思う。以上三点が取り敢えず申し上げておきたい事実である。

それでは、資料-3（参考計表）（追加分）の資料に沿って説明する。図表 1、1. 実質GDP、旧聞に属すが、第 2 四半期のGDPが改訂されて、前回のMPMの時は 3.4%だったが、4%近くまでの上方改訂と予想していたが、4%に乗せた。修正要因は設備投資と純輸出である。これは過去の話であるので、以下についてはできるだけ足許に引きつけて申し上げる。2. 実質可処分所得、3. 実質個人消費、4. 家計貯蓄率、個人所得の部分である。これらは7月の計数であるので関心のある8月はまだ入っていないが、4~6月少しだれた後、第 3 四半期の突端の7月は堅調な数字だったという具合に読めると思う。一つには、名目所得そのものが増えているということがある。それからガソリン価格等の面で実質個人消費あるいは可処分所得の実質化のところで稼いでいるということもある。先週末に発表された小売売上高の8月をみると、これは自動車、ガソリン、建築資材という振れやすいものやネイチャーの少し違うものを外したベースであるが、前月比は0.0%となり、7月が+0.8%とかなり伸びたので、その後のスローダウンの感じは否めない。ただ、6. 自動車販売の8月は年率換算で1,653万台となった。久々に前月比+6.3%と高い伸びになっている。GMは特にセールスプロモーションを掛けたということではなく、インセンティブがなくても売れた、それから弱いクライスラーとフォードは相変わらずセールスプロモーションでインセンティブを加えているようだ。従って、6. 自動車販売と 5. 小売売上高を足したのが小売全体のイメージかなということであるので、5. 小売売上高の数字程、8月が悪くなったという感じではないかもしれない。それから四半期で括ってみると、5. 小売売上高は第 2 四半期、第 3 四半期、伸び率が大きく鈍化しているということもない。ただ、逆に自動車の方では、4~6月、7~9月というのは1~3月に比べてパフォーマンスが悪い。7. 消費者コンフィデンス指数はコンファランス・

ボードの8月分で105.0、前月に比べるとかなり下落しているが、6月をご覧頂くとレベル自身それ程悲観する数字ではない。それから先週末出たミシガン大学の消費者マインド指数——これは速報である——は予想に反して9月は小幅であるが好転している。ということで、8月にこの二つの計数、コンフィデンス指数あるいはマインド指数が落ちたのがどんどんいくなかという懸念については、少なくともミシガン大学の速報ベースでは必ずしもそうではない。8. 住宅着工であるが、数字はアップデートされていない。この表にはないが、8月末にOFHEOが住宅価格の4~6月分の発表をしている。それによると、これまでの上昇テンポは完全に止まっているので、今後7~9月以降は価格水準の下落が懸念されている。それから、ベージュブックが9月の頭に発表されている。Fedの地域経済調査の結果であるが、住宅ローン回りの信用供与に対する銀行の姿勢は厳しくなっているという報告がなされている。ただし、住宅以外の消費者金融については、特段銀行側の融資スタンスに変化はないという報告もされている。9. 非国防資本財の7月の受注は前月比プラスということではあるが、それ程インプレッシブな増加ではない。10. 財・サービス貿易収支であるが、7月は赤字幅が縮小している。貿易収支の方であるが、飛行機の輸出が寄与しているということなので一時的な赤字幅縮小ではないかとみている。11. ISM、12. 鉱工業生産、企業の動向である。ご覧のとおり、8月のマインド指数であるISM景況感指数が製造業、非製造業がともに出ている。製造業については小幅低下しているが、50というボーダーラインからかなり上にあるので、それ程懸念する必要はないかもしれない。非製造業は横這いを維持している。鉱工業生産は、8月も3か月連続のプラス。増加幅は鈍化しているので、その辺りは気に掛けた方が良くかもしれない。それから、雇用である。14. 非農業部門雇用者数の8月は前月差が-4,000人、久々のマイナスということで、話題を呼んでいた。このヘッドラインの数字は公共部門、公務員を含んでいる。夏場には公務員に属している教職員の動きがかなり統計を乱すと言われているので、その動きが秋に掛けてどういう具合になっていくかをみたいと思うのだが、取り敢え

ず民間部門の動きを追っても、これは決して強い数字ではない。8月の民間部門の前月差は、2万4,000人の増加。ただ、全体のヘッドライン程ドラスティックな減少ではない。ここで四半期で纏めてあるが、第2四半期の民間部門が11万4,000人、第3四半期が7~8月であるが7万2,000人、これは我々の抱いていたイメージにあった雇用者数の増勢テンポのペースではなかろうかとみている。それから、8月の労働参加率の統計が発表されている。これが久々に下がっていて、元々マーケットに出ていて職を求める人が少ないという中で実際に雇われる人数が減るということは大いにある。その労働参加者数の減少幅というのが30万人というオーダーであるので、これも8月の雇用者の増加数を減少させた背景とみることもできるかと思う。最後に、ユニット・レーバー・コストだが、改訂が行われていて、4~6月であるが前年比でみると+4.9%ということで、昨今の原油価格の高止まりと合わせて、これもインフレ圧力はなかなか払拭されない背景の一つかと思う。以上が、アメリカである。

続いて、ユーロエリア、図表2-1である。GDPの第2四半期の改訂がされたが、ヘッドラインの数字は変わらない。コンポーネントが発表されている。個人消費、輸出については、予想どおり堅調な増加であった。それから、総固定資本形成という項目が弱かったのだが、その内訳をみると建設のところはやはりマイナスである。ただし、いわゆる一般機械設備投資のところは決して崩れていない。建設のところは弱くなった理由は二つ挙げられていて、一つは1~3月、4~6月に掛けての天候の問題、それからVAT税率引き上げという税制上の問題、この二つで4~6月の建設投資はマイナスになったのではなかろうかと言われている。全体の景気の地合いについては、色々な研究所あるいは中央銀行等からの話を聞いても、今申し上げたこのGDPの数字をサポートしている。8月の動向を少しみておくが、新車登録台数であるが、年率ベースで1,147万台。四半期で均してみても、消費は堅調だということが言える。消費者コンフィデンスの8月が-3%ということで、やや悪化している。地域別にみると、ドイツの悪化が寄与していて、これはドイツの金融機関がヨーロッパの中でもと

りわけ今般話題になったということが何らかのマインドへ影響を与えたか、と思われる。10. 製造業、サービス業のPMI、企業のマインドであるが、ご覧のとおり8月は製造業も非製造業も小幅低下した。ただ、それ程大きな低下ではないので、取り敢えず単月の動きということで見守りたいと思う。消費者物価であるが、8月、ガソリン価格等の低下はヨーロッパのマーケットにも影響が出ていて、ヘッドラインでは前年比+1.7%と伸び率が鈍化している。一方、コアの方であるが、お酒あるいはたばこ等の値上がりが寄与していて、久々に前年比+2.0%のラインに乗せた。図表2-2、英国である。マンスリーの動きでは特に申し上げることはないのだが、2006年の実質GDPの欄をご覧頂きたい。イギリスは2006年+2.8%の成長をしているが、このうち+2.7%はサービス業が寄与している。そのうち、+0.7%はいわゆる金融業が寄与している。ということで、私も最近あちらの人と話した時に話題になっているのは、シティのこれまでの好景気は、証券化商品の取引が長く止まるようであれば必ず影響が出るだろう、仮にそうなった場合は、他の国に比べて経済全体への影響は、大きくなることは避けられないのではないか、という見方が増えているように思える。

最後に、アジアのところである。図表3-1である。中国、インドとも引き続き高い経済成長が続いているという状況に変化はない。その中で、中国は8月のCPIが前年比+6.5%ということで、注目を集めている。背景は、前月までと同様であって食料品、特に肉製品それから今月は野菜も前年比2割強の伸びとなっていて、これが全体の数字を押し上げている。そういう食料品を除いたところでは、前月と同様+1%を若干切るか切らないか位の落ち着いた動きになっている。そういう状況ではあるが、ご案内のとおり、人民銀行は先週末、今年に入って5度目の利上げをしている。5度目というか、7月、8月、9月と3か月連続しかも8月から3週間しか経っていないという急ピッチな上げ。それから、9月6日には、流動性吸収策として7回目の準備預金率の引き上げを行っている。原因が食料品しかも豚肉ということで、いわゆるピッグサイクルで供給増は来年春まで期

待できないということであるので、この金融政策がCPIに直ぐに影響を及ぼすとは思わないが、当局の考え方としては、これをきっかけとしてインフレ期待が広がるのを防ぐためだという説明になっている。あと、図表3-2、NIEs、ASEANの方であるが、第2四半期のGDPが出揃って、ご覧のとおり、古い話ではあるが、引き続き堅調な景気拡大をしているという姿が確認されている。台湾も第1四半期の前期比が+1.9%と他に比べて弱かったのが若干心配していたが、第2四半期はそれをリカバーするような+7.0%ということで、ほぼ全体足並み揃えた景気拡大だと思う。輸出あるいは生産について、私共が作っている合成指数でみると、輸出については(2)にある第3四半期の前期比+2.5%、内訳としてのIT関連の寄与度も+1.8%ポイントということで、IT及び非IT揃って輸出に寄与している。それを受けて、生産の方も同様な動きとなっている。取り敢えず、私の方からは以上である。

福井議長

どうぞご質問、ご意見があれば。

中村委員

アメリカの8月の指標は幾つか出ているが、案外サブプライムローンの問題がほとんど出ていない。指標によって違うのだろうが、どのような感じで捉えたらよいのか。

出沢国際局長

取り敢えず私共の判断としては、問題が出てきたということ強く信じる材料はない。むしろ、これまでのところ意外と消費が堅調だというのが今回の数字。それから、雇用については大変懸念される数字なのだが、これも読み方が難しいということで、今のところ判断しにくい状況だとみている。

須田委員

雇用の数字に団塊世代で退職が増えることが出ている可能性もあるのか。

出沢国際局長

アメリカの学校は、大学の先生は12か月の給料ではなくて夏の3か月は給料は出ないという位、夏場は非常に節目である。その中で、ベビーブーマーの退職時期がきて、場合によっては学校の先生は夏場にもうジョブマーケットには出て行かないと身を引いたということも考えられるかもしれない。

須田委員

クォーターでみた時の雇用者の増加について、先程7万人は想定範囲内ということをおっしゃったのは、そういうこともあってか。

出沢国際局長

民間部門のところは4～6月の11万4,000人の後、7万2,000人。我々はお案内のとおりこういうスローダウンは想定していたが、これであつたら許容範囲かなというふうに。

須田委員

また雇用の話であるが、8月は自動車が結構売れた。その一方で、製造業の中で自動車の雇用が結構減ったというのがこの間の統計に出た訳だが、そこら辺の関係は如何か。

出沢国際局長

前月申し上げたかもしれないが、車種によって少し在庫が溜まっているということで、残業抑制とか小さい生産調整が今行われている。それから、販売の方はまた別の問題があるので、メーカーによって生産は少し違う。

野田委員

雇用者については、金融関係を中心として、いわゆるリストラというアネクドータルな情報は幾つか出ていて、足し上げるとそこそこの数字が出ているという情報があるのだが、こういった数字はここには少なくともまだ反映されていないということだな。

出沢国際局長

然り。であるから、判断するには時期尚早だと思う。しかし、もう一月とか二月経過した時には、そういうアネクドータルな話もあるので、何らかの影響は出てくるとみるのが自然か。

西村委員

まだアメリカは然程数字が出ていないが、今は別になくとも将来出てくるということで、それがもし本当に——リスクの問題であるが——リスクがあった時に、アジアそのものがレジリエントになれるのかどうかということに関して、色々な議論がある訳だが、今のところ国際局としてはどのようなお考えか。

出沢国際局長

結論を申し上げますと、アメリカの特に 2008 年に掛けてのスローダウンが今後色々なところの見通しで強くなって、実際そうなれば、アジア地区も影響は免れないだろうと考える。それで、EMEA P というかアジアの中央銀行の方と定期的な話をする機会があるのだが、これまでのところは事実としてはまだ影響はみえていない。ただ、観念的には、そういうダウンサイド・リスクというものは、どの地域の中央銀行も十分気にしている。アジア地域における相互補完というか、域内でのマトリックスが複雑化していて、アメリカのスローダウンが直ぐにはアジアのスローダウンには繋がらない。しかし、中国を経由してアメリカというマーケットが最終需要

マーケットとして引き続き重要だということは変わらないので、もしアメリカのスローダウンが深くなっていけば、アジアもその影響から完全に免れるということは考えにくい。

野田委員

アメリカのスローダウンの程度次第という感じか。

出沢国際局長

ブルーチップ等、今出ている数字はまだそれ程ではないのだが、まだサブプライムローンの影響を織り込んでいないので事態の推移をもう少しみる必要があると思う。

須田委員

あともう一点、アメリカの航空機の見方なのだが、よく振れるからこれを除いてみる人が多いが、話を聞いていると凄く好調である。だから、平均してみた時には結構生産が高いという可能性があるのではないかと思っているのだが、そこら辺りはどうか。

出沢国際局長

おっしゃるとおりで、資本財受注は先行指標として設備投資を占う時に、そういうバルクのあるのが入っていると見間違ふということで除いている訳であるが、最終的には、我々にとっては航空機も含んだGDPが勝負であるので、現に貿易収支のところもプラスが出ている。勿論振れはあるが、須田委員ご指摘のとおり、それは馬鹿にできない産業であって、その競争力が落ちたという話はない。むしろ、エアバスの方のライバル機種が完成時期がずれているということで、アメリカの会社の方がむしろ受注が好調という話もある。

岩田副総裁

住宅部門の調整なのだが、これはどれ位まで続くとみているのか。

出沢国際局長

9月の頭の見通しのレビューの時も申し上げたと思うが、来年の半ばまではそういう調整感が残るだろうというのがボトムライン。

岩田副総裁

大体1年位遅れている。従来考えていたのは、今年の夏位。

出沢国際局長

然り。1年～1年弱は明らかにずれている。

亀崎委員

OFHEOの住宅価格指数をみると、前年比で2006年の第1四半期は、+12.54%上がっている。しかし、2006年の第2四半期は+10.06%、第3四半期が+7.73%、第4四半期になると+5.87%と伸び率がずっと下がってきている。さらに、2007年の第1四半期は+4.3%、第2四半期は+3.2%と、一貫して伸び率が下がってきている。その中で、カリフォルニアとかミシガン、オハイオ、ニューヨーク、メイン、フロリダ、こういうところはマイナスか、プラスであっても伸び率が非常に低くなってきている。だから、この傾向をみると、住宅価格は下がっていく方向にあるということが言えるのではないかと思うのだが。

出沢国際局長

前期比でみると、+0.何%増で止まっている数字である。トレンドをみると、下がっていくとみるのが自然かと。それから地域においても今委員が言われたように、先行して上がったところは昨年の今頃からマイナスの数字が州によって出ていて、今後先行して上がって先行して下がったとい

うことは逆に先行して下げ止まるはずなので、その動向は全体をみるうえで非常に興味のあるところかなと思う。

亀崎委員

全体としては、もうずっと下がってきている。

出沢国際局長

前年比の伸び率は。ただし前期比の伸び率は今フラットになっているので、今後有り得る姿を自然に考えると、弱含みマイナスになってくると。

亀崎委員

少し懸念されるところであるな。

野田委員

中国の物価は、当局のあわて振りというのか緊張振りは少しは高まってきているのか。少しはというのは、私が5月にお邪魔した時は、まだ物価については+3%前後位であったからほとんど無関心というか、それから数か月でピッグの値上がりで倍程になった。ピッグサイクルが要因だということだけれど、そこだけで安心している訳ではない。先程おっしゃったようにインフレ期待ということだと思うのだが、どの程度かというのはなかなか伝わってこない。利上げの頻度が上がったということだけでみると、少なくとも相当警戒感を持ってきているのかとは思っているのだが、どういうふうに受止めれば良いか。

出沢国際局長

私が国際会議に出た時に話を聞く中国人民銀行の理事とか、限られたサンプルではあるが、時系列的に言うとおっしゃるとおりである。私がこの前、8月末、インフレの原因がこういう場合に金利を上げて有効なのかどうかという議論をしたことがあるのだが、先程申し上げたようにインフレ

期待を未然に封じるためにしている由。最近の中央銀行の金融政策あるいはインフレ対策の考え方は同じようなスタイルになってきたと思う。ということで、そういうのを真剣と言うとすれば、中国もかなり真剣になってきたなという気が私はした。

堀井理事

私も1週間位前の国際会議でたまたま中国のいつも会う人とお話をしたが、やはり緊張感がかなり高まっているなという感じがした。それで、現に貸出の基準金利の引き上げの間隔が短くなっているし準備率も頻繁に上げているのだが、この先週の後半から始まったのはインターバンクの7日物のレートが急騰していることだ。これは彼らの表向きの説明では、IPOの払込資金がそこで歩留まるために資金需給がタイトになって急騰しているということだが、これは我々の仕事の関係から言えば、それを予想できれば当然それを供給すれば済むはずなのだが、ある程度インターバンクの金利の上昇を容認してきていることかと思う。先週の前半位までであると、実は同じベースで4%位であった。週末になって、6%近くに2%もぽんと2日間だけであるが上げてきているので、そういう意味でもかなり緊張して対応、緊張と言うか物価に警戒感を強めながら対応しつつあるのかとみている。

須田委員

為替レート対策はどうであるか。

堀井理事

金利を上げると当然流入資金が増えるものであるから、短期的には黒字対策としては逆行する。ただ、それにもかかわらず、取り敢えずやはり上げて沈静化したいということの現われかと思う。

須田委員

もっと元高を促進させようという格好で対処する、という気もないのか。

堀井理事

そこは、一応為替管理が万全であるという言い方を合わせてするので、そこまではっきり腹を括ってやろうとしているかどうか。私としては、そこまでの覚悟を持ってやっているとは思わなかった。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの雇用なのだが、先程のご説明のとおりだと思うが、民間部門をみると建設関係と製造業が減っている。建設は当然というかこれまでどうして減らなかったのだろうか、漸く数字が出てきたというのが実感なのだが、製造業の方は生産はそんなに悪くないし、ISM景況感指数の数字をみてもまだ50以上であるのに、雇用がマイナスになっているというのは何か理由があるのか。

出沢国際局長

ご案内のとおり、構造的に製造部門はマイナスあるいは弱含みの推移、一方サービス部門が常に増加というフレームワークの中の動きだと思っている。個別に特定の産業でということだが、細かいところは掘んでいない。

須田委員

自動車産業で減っているというふうに読んだのだが、それはないということなのか。雇用が減少しているのは自動車で結構減っているためというふうに言われたので、それで少しギャップを感じたのだが。

出沢国際局長

8月単月で。

須田委員

この8月は。

水野委員

製造業が6万9,000人減っているが、自動車の新車生産前の生産調整かもしれない。

西村委員

8月は元々少ないので。

出沢国際局長

個数が少ないことの季節調整に対して、これだけの数字から…。

水野委員

説明は確かにこういう説明が多いのだが…。

須田委員

でも振れるからという話。

出沢国際局長

輸送用というところで9,000人の減少という数字がある。製造業4万6,000人のうち非耐久消費財のところは1万6,000人で、輸送用が9,000人。手許の資料でその中までは情報がないので、申し訳ない。輸送用というところも、今年に入ってからずっとほとんどマイナスなのである。ここへきて急にマイナス幅が拡大したという訳ではない。昨年の実際レイオフというか生産調整した時は月間で1万8,000人とか1万2,000人といった1万人を超える輸送用というカテゴリでのマイナスがあったが、それが萎んできてこの3か月のところでは6,000人、8,000人、9,000人という

ふうな感じである。須田委員が言われた観点ではみていなかった。

野田委員

そういう意味では、今まで雇用を稼いできたサービス業——金融もこれから入ってくるのだが——が、やはりこのところかなり弱くなっているのが目立たないか。そういう見方をすると、これまでの稼ぎ頭が何となく…。

出沢国際局長

金融は去年プラスで2万人、3万人という具合にきていた時期があり、それが今月はゼロであるので、マイナスには入っていないが、それが押し上げ要因を減らしているということは言えると思う。

岩田副総裁

来月は多分、金融関係の人員整理の影響が相当出るのではないか。

野田委員

然り。ただ、統計にどこまで出てくるか。

須田委員

統計は、また修正が出てくるはずだが。

出沢国際局長

このところは過去のマイナスの分も修正されているので、悪い方になっている。

須田委員

そのことではなくて、年度のベンチマークの改訂が今度出るということであったので、またそこで変わる。

出沢国際局長

サイクル的には、今度マイナスになる。去年は、確かかなりプラスになった。

野田委員

どかんとプラスになった。

水野委員

そこでどんと稼いだ。一瞬でがっと上がってしまった。

福井議長

宜しいか。それでは、少しコーヒーブレイクとする。25分から再開する。

(15時14分中断、15時25分再開)

福井議長

宜しいか。それでは、会議を再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

福井議長

次に、国内経済情勢について、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）を出して頂く。図表1、実質GDPからご説明させて頂く。4~6月の二次QEが出て、ご覧のように-0.3%となった。一次QE段階での+0.1%から下方修正である。下方修正の主因

は設備投資——この表では民間企業設備と書いているが——であって、法人企業統計が反映されたことによって従来の+1.2%からご覧の-1.2%へと下方修正されている。しかし、法人企業統計は元々振れの大きい統計であるし、とりわけサンプルが変わる4~6月は特にそうである。後程申し上げる他の指標と合わせて考えると、設備投資及び景気全体の見方について判断を変えることは適当ではないとみている。GDP全体がマイナスという点についても、これまでどおり前2四半期が高い伸びであったことの反動という整理で良いと思う。ただし、4~6月という年度最初の四半期が弱い状態からスタートし、後程申し上げるように住宅投資が当面低迷しそうであるので、2007年度の成長率については従来のイメージよりは少し弱めにみておく方が良いかもしれない。ただ、それでも+2%程度の成長パスに沿って概ね走るという大局的な見方を変える必要はないと思う。因みに、7~9月以降每期+0.5%つまり年率+2.0%でいくと、2007年度全体は+1.8%という計算になる。そうなると申し上げる訳ではないが、そういう計算になるということである。以上がGDPである。

次に輸出入へ移る。図表5、前回の金融政策決定会合の時にちょうど7月分が出て、それ以降新しい数字は入っていないが、おさらいをしておく。

(1)の太実線が実質輸出であるが、4~6月に一旦横這いとなったが、ご覧のグラフの右端、7月は4~6月対比で+2.4%としっかりとした増加をしている。細線の実質輸入についてもずっと横這い圏内できたが、7月の4~6月対比は+3.7%とむしろ足許だけで言えば輸出以上に増加している。まだ単月であるから、これで横這い基調を脱したかどうかということは断定できないが、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のように思われる。図表6、実質輸出の内訳をご覧頂く。第3四半期の欄、7月の4~6月対比をご覧頂くと米国向けも含めてどの地域向けも増加をしている。因みに、アメリカ向けは資本財・部品を中心に増加している。ただ、米国向けはそれまでずっとマイナスを続けてきた後の取り敢えず一月の回復であることなどを踏まえると、やはり輸出は米国向けは相対的に弱めだが、それ以外が強いので全体として増加基調を辿っていると

いう捉え方で引き続き良いと思う。(2) 財別であるが、情報関連が足許ははっきりとプラスに転じているという点が注目される。そのこととの関連で、図表 9 に進んで頂く。先程アジアの輸出のところでもあったが、ご覧のように図表 9 の (2) 世界半導体出荷、WSTS をご覧頂くと、一番右端 7 月分が大幅な増加になっている。一月分であるから、増加のテンポについては幅を持ってしておく必要があるが、今年の前半低調な地合いが続いた IT 関連の世界需要が再び活発化しつつあるという蓋然性が高いように思われる。因みに、(3) の最終商品の方もみておくと、世界需要であるが、携帯電話が好調を続ける中でパソコンも伸び率が回復傾向にあるし、デジタルカメラが特に今年に入ってから好調である。それから、図表 12 をご覧頂いて実質輸入の方も確認しておく。輸入の内訳は、(2) の財別をご覧頂くと、第 3 四半期の欄でまず目に付くのはずっと弱めないし横這いできていた素原料や中間財も第 3 四半期のところはかなり増加をしているという点である。ただ、これは月次の方を良くご覧頂くと、5 月、6 月に大きく増加したことで、7 月の発射台が上がっているということによるものである。5 月、6 月に増加したのは、原油や非鉄の先高観による一時的な手当て増という素材関連では良くある動きであるので、この点については今後の推移を見極めるというか基本的には横這い圏内という見方を変える必要はないと思っている。他方で、情報関連や資本財・部品は月次でみても、7 月自体がはっきりと増加していて、先程の世界半導体出荷などと合わせてみても基調的な変化と判断している。以上、輸出入両面において、従来 of 想定から外れたような動きはない。ただし、アメリカを中心に世界経済の先行きについては、従来以上に丁寧にみていく必要があると考えている。以上が輸出入である。

次に国内の設備投資にいく。図表 13 である。〈法人企業統計・設備投資〉のところであるが、4~6 月 -5.0% と前期比で大きめのマイナスになっている。ただし、先程 GDP のところでも申し上げたが、これには統計の振れがかなり寄与しているとみられて、短観等の設備投資年度計画が堅調であることやこれから申し上げる様々な指標を踏まえると、設備投資

は減速方向ではあるが増加基調を続けている、というこれまでの見方で良いと考えている。ということで、振れはあるがそれを承知のうえで図表 14、4 セクターに分けた図表をご覧頂く。いずれも設備投資は太実線である。(1) 製造業大企業は足許 2 四半期連続で横這いになっている。このままピークアウトということはないと思うが、元々減速局面に入ってきているので、横這いに近い動きが時々出てくるということは想定範囲内である。(2) 製造業中堅中小企業は明らかに急増の反動が出ている。むしろ今のところ、この程度で済んでいるという感じかもしれない。それから非製造業であるが、(3) 非製造業大企業は増加基調の中での振れ、(4) 中堅中小は横這い圏内での振れという見方で良いと思う。それから、図表 15 以下で月次の指標を申し上げる。(1) 資本財出荷は右端の 7 月のところが随分増えているが、4~6 月対比で +4.0% である。このところ半導体製造装置、コンピューターが増加していることに加えて、7 月単月では振れの大きい電力向けも増えているので、若干割引いてみる必要はあるが、少なくとも緩やかな増加基調は維持されているという判断で問題ないと思う。それから、先行指標、図表 16 であるが、まず (1) の機械受注で 7 月は太実線の民需全体でみて 4~6 月比 +10.7% の大幅増加である。設備投資には含まれない携帯電話も伸びているから若干割引いてみる必要があるが、それ以外のものも製造業、非製造業ともに比較的幅広い業種でしっかりと増加している。(2) 建築着工床面積 (民間非居住用) であるが、4~6 月大幅増加の後 7 月は一転急降下である。前回申し上げた 6 月 20 日の建築基準法改正の影響が、駆け込みとその反動という形で出ている。建築基準法改正の影響は後程住宅のところでも申し上げるようにまだ出尽くしていない可能性が高く、この建築着工も実勢の見極めにはもう少し時間が掛かりそうである。ただ、企業の投資スタンスは堅調であるので、建築着工は底堅いという見方で取り敢えず問題はないと思う。次に、図表 17、企業収益へいく。〈法人季報・売上高経常利益率〉の表で売上高経常利益率をご覧頂くと、全規模全産業も 4~6 月が 4.29% と、これまでの最高水準である。内訳をご覧頂くと、特に製造業大企業が 7.42% と非常に高い水準

になっている。図表 18 (1) をご覧頂くと、製造業大企業の経常利益率が営業利益率を大きく上回って伸びている状況からみて、海外事業分の収益増加が経常利益の押し上げに効いていると考えられる。先月本席において中小企業の収益がこのところ若干弱いかもしれないと申し上げたが、(2)、(4) の中小企業の状況をみても足許急に悪くなっているという感じはない。確かにグローバル化への対応によって収益を着実に伸ばしている大企業と、もたつき気味の中小企業という差が存在していることは否めないが、それはここ数年来の動きであって、中小企業も足許は一応底堅いということが少なくともこの法人企業統計からは読み取れるように思える。以上が企業部門である。

図表 20 で個人消費関連に移らせて頂く。一目瞭然なのであるが、7月の個人消費はだめであった。7月の欄、三角カッコ内の前月比の数字は上から下までご覧頂くと全てマイナス、全滅であった。ただし、その理由も明確であって、悪天候と地震の二つである。長雨、低温の影響は衣料品、家電、コンビニ、外食など数多くの項目に出ているし、地震の影響は主に車に出ている。夏の初め位に投入した新車の効果が本来であれば7月位から出てくるはずだったのが、地震で車の生産が一時止まったのでその影響が出たということである。グッドニュースは8月は一転して好天、猛暑となったことであって、軒並みプラスの数字が見込まれる。既に8月が出ている乗用車新車登録台数はご覧のように久方振りでかなりのプラスになっていて、除く軽でみると7月、8月合わせてもプラスになっている。それ以外のこれから出てくる数字については、7月分を取り戻せるものと完全には取り戻し切れないものが入り混じって出てくる可能性が高いと思うが、いずれにしても7月、8月合わせてみればこれまでのトレンドとあまり変わらない、つまり、個人消費は力強くもなっていないが、底堅さは維持されているという姿になりそうである。それから、次に住宅投資へいくので、図表 25 まで進んで頂く。新設住宅着工戸数は、7月は大幅に落ち込んだ。因みに、総戸数 94.7 万戸というのは約 40 年振りの低水準である。先程の建築着工とやや異なるのは、4~6 月の駆け込み需要があま

り出ないままに7月に大きく落ち込んでいるという点である。図表 26 (1)のグラフをみれば、そのことは一目瞭然である。住宅の場合には倉庫や工場のように手続きが楽な方が良いという単純なものではなくて、旧基準で駆け込んだということがむしろ販売上はマイナスになるという面もあるので、駆け込みは限定的であったと言われている。加えて、やはり住宅着工の実勢自体も、従来みていたよりは若干弱めという感じかと思う。物件や地価の上昇などがその一因と考えられる。この住宅については建築基準法改正の影響がどの位続くのかということであるが、問題は大きく分けると二つある。細かいことを言うと一杯あるが、大きく分ければ二つである。一つは、持家を含めたあらゆる建築物について関係するが、建築確認の手続きが面倒になったということである。申請書類が従来よりも細かくなり、かつ審査の途中でミスが見つかった場合には、今までのようにその部分だけ修正というのではなくて、一から出し直しということになった。ところが、この新しい手続きの具体的な内容が改正法施行日の6月20日ぎりぎりまで公表されなかったため、建築確認を申請する建設業者も審査をする確認機関も準備ができていなくて、改正法施行後暫くは建築確認の申請自体が大幅に減少した。ただ、この問題については、基本的には新しい手続きへの慣れの問題であるので、正常化にそれ程時間は掛からないと思う。この要因による新設住宅着工戸数への制約は8月中はまだ残ると思うが、秋の比較的早い段階で解消されていくとみられる。もう一つの問題はもう少し長引くのだが、構造計算の厳格化という問題がある。こちらの方は対象となる物件は全部ではなくて、大型の物件、基本的には20メートル以上のマンション及び3階建て以上の木造住宅であるが、これについては新基準に適合する構造計算プログラムを用いて、かつその計算結果を第三者である適合判定機関がチェックするという仕組みになった。ところが、問題は、この新しい構造計算プログラムの要件に関する解説書が8月まで出てこなかったということもあって、プログラムベンダーによる新しい構造計算プログラムの作成が大幅に遅れている。ここから先は、大手の建設会社と中小で分かれると思う。すなわち、大手の建設会社については、元々

市販のプログラムにあまり頼らずに自前で構造計算プログラムを組んでいて、それを自分で修正する能力もあるために、プログラムのどこをどう直せば良いか、改正法施行前から独自に情報収集をして準備をしていた。従って、大手に関しては、建築確認の申請自体は改正法施行後比較的早い段階から始まっていて、あとは確認機関の方で審査が若干長引いているので、その問題だけということ、9月、10月位には着工が正常化にかなり近づくとみている。一方、中小については、市販のプログラムが存在していない以上、着工はおろか申請自体がまだできないという状態であって、この状態はまだ暫く続く可能性があり、中小業者のマンション着工への影響は年内、ひょっとすると年度内残るかもしれないという状況である。以上、長く申し上げたが、これを踏まえると、当面、数か月という単位で新設住宅着工戸数は低水準となる可能性がある。勿論、長い目でみれば、住宅投資は底堅く推移するという見方を根本から変える必要はないと思うが、2007年度中に関してはGDP全体にも影響が及び得る位のオーダーで住宅投資は下押しされる可能性が出てきているということである。住宅は以上である。

次に生産にいく。図表27であるが、7月の前月比であるが、確報が入っても数字は変わらなかった。前月比-0.4%である。前月段階での予測指数では+1.8%であったから、これはかなり下振れであるが、基本的には中越沖地震による自動車の一時的な生産下振れによるものであって想定内である。因みに、-0.4%のうちで輸送用機械だけで1%ポイント以上のマイナス寄与になっているので、仮に地震なかりせば生産は6月、7月と連続でプラスであったということである。生産の基調に最も大きく影響する電子部品・デバイスがデジタル家電、パソコン、携帯電話向けの需要がいずれも良好であることから、このところしっかりしてきている。このように、7月の生産の中身は悪くない。表面上は足許なお横這い圏内の動きと言わざるを得ないが、基調的には増加を続けているという見方で全く問題ないと思う。そして、8月以降であるが、自動車生産の正常化もあって、予測指数で繋げた7~9月の単純予想は表の欄外に書いてあるとおり

+4.1%という高い伸びになっている。ただ、予測指数と本系列は中身が異なるので、予測指数が大きく増減している時はある程度割引いてみるべきという前回申し上げた点は今回も変わらない。ミクロ情報等も踏まえると、生産は電子部品・デバイス、自動車を中心に7~9月、10~12月と緩やかな景気拡大と整合的なペースで増加するとみている。生産は以上であって、次に図表31へ進んで頂いて、雇用関連の数字の説明をする。7月の有効求人倍率は、1.07倍と6月と同水準であった。四半期ベースでみると、極く極く緩やかな上昇傾向を辿っている。〈労働力調査〉の表で、雇用者数の前年比は7月も+1.0%となって、このところ+1%程度で安定した伸びを続けている。そして、7月の失業率であるが、3.6%となって着実な低下傾向にある。因みに、我々の計算では構造失業率自体も今月また低下しているので、それとの差でみた失業率ギャップが依然として若干の供給超過ということになっている。それから〈毎月勤労統計〉であるが、先程今日の午前中に改訂値が出ているので、主な数字だけ変わった数字を申し上げます。常用労働者数であるが、+1.6%は+1.7%に変わっている。それから、名目賃金であるが-1.9%が-1.7%、所定内給与が-0.2%が0.0%、それから特別給与が-5.8%が-5.5%、そして雇用者所得が-0.3%が0.0%ということである。ということで、速報値より若干良くなったが、賃金は相変わらず弱めということである。ただ、賃金の中でも所定内給与は下げ止まり感が出てきている感じがする。今月はサンプル替えの影響も有り得るとは言え、パートの時間当たり賃金の上昇率が高まるなど、労働需給タイト化の反映とみることができるとも出てきている。しかしその一方で、やはり今月は特別給与が確報で若干変わったとは言え7月は-5.5%と大幅なマイナスになっている。その結果、図表35で6月、7月であるが、今の7月が変わったことで、この右端の-3.2%が-3.1%になっているが、焼け石に水という感じであって、8月になお若干希望を繋ぐにしても、この夏の賞与が比較的はっきりとしたマイナスになるのはほぼ間違いない情勢になってきている。先月、仮にそうなった場合の理由として、中小企業が弱いからではないかという形で申し上げた

が、図表 36 をご覧頂くと事業所規模別にみても 6 月段階ではほぼゼロ近傍であった 30 人以上の方も 7 月分が入って合わせてみると 5~29 人とほぼ同じ位のマイナスになってきているということである。このように、事業所規模にかかわらず、一人当たりボーナスの支給が弱いとすると、前月申し上げていたうちのもう一つの仮説の方である、すなわち団塊世代の退職であるとかパート比率の上昇といった雇用者の構成変化による一人当たり平均押し下げ効果が思っていた以上に特にボーナスについて大きく出ているということかと思う。その他には、一部の業種の動きが全体を少し押し下げているとかあるが、あと根本的には企業の総人件費抑制姿勢が賞与を含めて依然として根強いと改めて認識をしていくことが妥当であるかと思う。ただ、先程ご覧頂いたように人数の方は着実に増加しているし、所定内給与は下げ止まり感があるので、基本的に全体として雇用所得環境は改善の方向ということで問題ないと思う。雇用、賃金の関係は以上である。

次に物価にいく。図表 37 であるが、8 月の国内企業物価は前月比 +0.0% ということで、円高によって上昇が止まった。この結果、3 か月前比も +0.6% と上昇率が幾分低下してきている。先行きについては、図表 38 の海外商品市況次第という面が大きい。(3) の非鉄価格はこのところ弱含み、(2) の原油価格は高止まり、そしてここに描いていないが小麦や大豆の価格は上昇している。といった状況を踏まえると、円相場があまり変動しなければこの先輸入物価は横這い圏内であり、国内企業物価はこれまでの原材料価格上昇の転嫁がなお進むとしても、緩やかな上昇という位に考えておくのがリーズナブルかと思う。それから、企業向けサービス価格であるが、図表 43 である。7 月の除く海外要因の前年比が +0.7% まで上昇してきている。このところ、情報サービスや諸サービスが基調的にみても比較的しっかりしており、堅調な需要と人手不足の両方を反映した動きになっていると読める。このまま一本調子でプラス幅が拡大していくという感じもないが、プラス基調は概ね定着してきていると考えて良いと思う。一方、図表 44、消費者物価であるが、こちらは (1) 除く生鮮食品の月次

のグラフをご覧頂くと7月の前年比が4か月連続で-0.1%となっている。想定通りであって、特に中身も新しい材料はない。すなわち、(2)の財については、右側では灰色部分である石油製品のプラス幅が拡大する一方で6月まで上の方に出ていた白い部分のその他財が前年のたばこ税引き上げの影響一巡から7月は若干のマイナスに転化している。それから、(3)の右側のサービスについては、斜線部分の他のサービスのマイナス幅が外国パック旅行を中心に縮小しているほか、灰色部分の家賃のマイナス幅も若干縮小しているという状況である。先行きを展望するために、まず東京の8月を確認しておく。図表46であるが、ご覧のように東京については、8月は0.0%となっている。(3)の右の斜線部分、他のサービスが上がっているのが効いていて、これは宿泊料の影響が大きい。宿泊料は全国と共通品目であるから、8月の全国にもこれは効いてくる。それに加えて、全国の場合には家賃の前年の裏によりマイナス幅が縮小すると予想される。一方で、押し下げ要因としては、図表45の表で7月に+0.09%ポイントあった石油製品のプラス寄与が8月は前年のガソリン高の裏によって、かなり縮小するとみられる。これら全体でどうかというのはなかなか微妙なところであるが、8月は全国も0.0%になる可能性が十分にある。ただし、-0.1%にとどまる可能性も小さくはないという感じかと思う。その先、9月、10月位まで展望すると同じような状況が続く。そして11月、12月辺りからは、あるいは来年1~3月位に掛けて原油の高止まりが続けば、石油製品のプラス寄与が出てくる。また、このところ盛んに報道されているように、小麦粉など食料品の原料のコストアップによって加工食品や外食で値上げの動きが広がっていて、それらがこの秋から来年の初め位に掛けて何がしかCPI押し上げに寄与してくると思う。ただし、個人消費が盛り上がりを欠く中、小売段階での競争圧力は依然として強いし、賃金も先程ご覧頂いたような状況であるので、CPIのプラス基調が定着する時期については引き続きやや長い目でかつ幅を持ってみておく必要があるという状況には基本的な変化はないと考えている。

以上、今月の報告を纏めると第一に輸出、設備投資、生産、雇用といっ

た企業周りの動きを中心に日本経済はしっかりしていて、生産・所得・支出の好循環が働いているという評価で引き続き良いと思う。しかし、第二に一人当たり賃金の動きを中心に企業から家計への所得波及は依然として緩やかなものにとどまっている。それから第三に——これは統計上という面もあるが——、2007年度の成長率は発射台の下振れ等によって前月までみていた程には強くない可能性が高いと思うが、それでも+2%程度という状況には基本的な変化はないと考えている。第四に、消費者物価については、原油が今のところ高止まっていて食品関連のコスト高もじわじわと効いてきそうな雰囲気があるが、全体としてプラス基調が定着するかどうかについてはもう少しみていく必要があるというところである。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問、ご意見があれば。

中村委員

住宅関係は首都圏のマンションの契約率が下がっているほか、図表 26 をみると在庫も増加している。住宅の中でマンションについては——今でも減少傾向にあるのだが——何か節目を迎えつつあるのかと思うのだが、如何か。

門間調査統計局長

これは2、3か月位前から申し上げていて、かつ先程も少し申し上げたが、やはり実勢自体が今までみていたよりは少し弱めかなという感じは否めないと思う。そして、その基本的な理由は、やはり貸家、分譲——マンション——を中心に一頃さすがに増え過ぎたということと、この1年位にかなり物件価格が上がったということがあって、以前であれば上がればまた先高観が出て買うという動きがあったのだが、昨今は上がったら一旦様子見という感じが強くて、取り敢えず業者の方も買う方もどの辺がリーズ

ナブルかというところで見合っているという状況である。ということで、その意味では、ミニミニ調整的なことが起こっているのが今のマンションとか貸家の状況であって、その状況プラス建築基準法の改正の影響が出てくるというのが先程の説明というふうにご理解頂ければと思う。

須田委員

今の話だと、前あった売り惜しみの動きというのは、あまり目立たなくなってきたということか。

門間調査統計局長

売り惜しみもあるし、買い控えもある。両方あると認識せざるを得ないと思っている。そもそも売り惜しみが出てくる背景には、大元の供給リソースである土地そのもので適地が大分減ってきているという大きな要因があると思う。特に良いところはもう随分地価が上がっているので、新しく土地を仕入れてそれで十分リーズナブルな値段で売れるという部分が減ってきているので、供給業者の方も今の玉を大事にしようという感じが強い。であるから、大元のところは土地という根本的な供給制約があり、それがじわじわと効いていると理解することができるかと思う。

中村委員

個人消費のところ、景気ウォッチャー調査等はここのところずっとあまり良いレベルの推移ではない。先程盛り上がり欠けるという表現があったが、消費者側の心理的な要因、何となくもやもやとしたものが影響しているのか。

門間調査統計局長

それは、ずっとある。特に今月ということではなくて、ずっとある。それで、先程お話にあった景気ウォッチャー調査に関して言うと、直近の8月は若干戻っていて、4か月連続悪化の後、8月は若干回復という形になっ

ている。その意味では、やはり7月天候が悪くて8月回復しているということも効いているので、天候要因による振れを伴いつつ盛り上がり欠けるが底堅いという感じが続いていることかと思う。よく言われている住民税引き上げの影響とかについては、正直言って確認のしようがない。それが明らかに出ているという程悪い数字ではないし、天候の振れで十分説明できるような範囲内と思っているので、そういったことがあまり新しく下押しで効いているということはないと思うが、元々賃金の伸びが緩やかであるとか将来への不安も依然として底流にはあるということであるから、そういった意味で家計の支出性向がどんどん強まっていく感じはなかなか出てこないというのはそのとおりかもしれない。

水野委員

7月のサービス消費のところで、旅行も悪かった。これは天候要因であるのか。何か半分はてなであるが。

門間調査統計局長

業者に聞いている感じでは、あまり悪いという印象はない。

水野委員

でも、出てきた数字が…。

門間調査統計局長

そこは、私共も数字と少し合わないということで、これは8月の数字をみるしかないと思っている…。

水野委員

やはり、7月、8月、2か月みて評価した方が良いということか。

門間調査統計局長

然り。夏休みの予約状況は好調と聞いていたし、後から色々聞いてもそんなに悪くなる要素がないということなので、もう少し数字をみたいと思っている。

西村委員

電子部品・デバイスの先行きは、皆様は結構強くみていらっしゃる訳であるが、このかなりの部分は途上国向けの半導体ということなのか、それともアメリカである程度回復すると考えているのか。今後のことを考えると非常に微妙な点になるのだが、どのような感じか。

門間調査統計局長

そこは、最終需要までは完全には掴み切れないというのが、この世界である。そこは両方あるとされていて、先程の話にもあったが、アメリカも今のところ個人消費は決して悪くなっている感じはないほか、同時にデジタル家電を含めて中国、インド、それからロシア、東欧といった新しいところがどんどん需要が伸びているという事実もあるから、恐らくその両方を期待しているということだと思う。その意味では、アメリカ経済については今のところはっきりと悪化方向に向かうという兆しは業界から聞いている感じではないが、そこは期待感が入っているから、おっしゃるようにクリスマス商戦のところで相当悪いということになると——これは元々2008年のオリンピックを期待した需要も入っているから——、来年に入ってから在庫調整がもう一回押し寄せてくるという可能性は否定できないと思っているので、その意味では当面、電子部品・デバイスがあまり強くなり過ぎるのもどうかとは思っている。実は先程、説明を省略したが、在庫循環を純粋な図からいくと、まだ完全に調整されきっていない。図表30の(4)であるが、在庫出荷バランスはじわじわと良くなってきてはいるが、まだマイナス方向であって、少し在庫の方が重たいという図になっている。ただ、理由が二つあって、業界はフォワード・ルッキングに需要

を考えているので、それとの対比では在庫は高くないと言っているということ、それからもう一つは携帯電話の新商品等がどんどん出て多品種少量ということもあって適正在庫が少し上がっているということがあるようである。前者の方は、まさに期待含みの話であるので、そこは多少警戒を持ってみる必要があるということかと思う。

西村委員

エンドユーザーの市況をみると、DRAMも最近少し落ちてきているな。

門間調査統計局長

然り。ただ、そうは言っても今年の前半に液晶とかDRAMがずっと下がったというところにと比べると、今は一進一退という評価で良いと思う。この世界は本当に供給の方も動きが早いので、少し市況が上がると直ぐにフラッシュからDRAMに切り替えたりして、供給のレスポンスも早い。そういうことが足許出てきているということがある。基本的にはまさにこの年末に掛けての需要がどうかをみるしかないと思っている。

須田委員

中小企業の捉え方なのだが、ある程度二極化が進んでいるとしても、それがより拡大しているというのは、今回のこの1か月のデータではみられなかったと捉えて良いか。

門間調査統計局長

8割方それで結構である。8割方というのは一番確たる統計である法人企業統計でみると、4~6月のところでそういう動きがなかったということが一番大きい理由なのだが、若干割引く要因としては法人企業統計自体が少し振れが大きいということがある。もう一つは、一部のDI指標によると中小企業は7月、8月に掛けてもう一段悪くなってきている。であるから、ひょっとすると7~9月の辺りで中小の収益の悪化が法人企業統計

にも出てくる可能性が否定しきれないということである。

水野委員

今の話で、常識的に考えれば、中小企業は何らかの価格転嫁ができていない訳である。どこかに収益圧迫ということが出てくるのが自然である。あとは相変わらず原油である。円が少し調整されたが、原油に対する意識はまだ強い。だから、なかなか急に良くなるという話ではない。

門間調査統計局長

これも前回申し上げたかもしれないが、アネクドータルにはやはり中小の中でも勝ち組とそうでないところが相当分かれている。一部の自前の技術を持っているところとか、自前でしっかりと大企業の顧客を掴んでいるところは、それなりに価格転嫁ができています。収益も上がっているということを知っている。しかし、数から言うと、恐らくそれはできないところが多いということなので、多分この収益とか設備投資の集計量で見るとあまり悪くなくても、一人一票制のD Iで見ると悪いということが起こる可能性は有り得る。多分、今、足許で起こっていることはそれに近いのではないかと考えていて、我々マクロをみる立場からすると、これは分配の問題を別にすれば、基本的には少数であっても勝ち組がしっかりと収益を稼いで、世の中全体を回してくれればマクロの判断としてはそういうことか、と思う。

水野委員

分かった。一人一票のD Iの世界ではそうであると。

亀崎委員

雇用、所得については、図表 33、図表 34 でみると分かりやすいが、労働者数が増えて、労働時間も増えるもとの、雇用者所得が増えてきている。問題は名目賃金である。これは団塊世代の退職とか地方公務員の給与水準

低下の影響があったということであるが、パート比率もその中の要因とされている。今後ともパートはどんどん増えると考えられる。例えば団塊世代もこれから4、5年間65歳位までは退職金も貰って年金も貰うが、パートになって週に3日働くとすれば、その人達は、明らかに平均賃金を下げる訳である。こういう統計の取り方であると今後ともパート比率が上昇すれば賃金はずっと上がりにくいという現実があると思う。この点については、賃金は小幅マイナスで推移していると説明したうえで、その理由を挙げていくよりも、賃金についてはこういう統計のとり方をしているので、パート比率が今後とも高まる以上、賃金は上がりにくいと言うべきではないか。これはライフスタイルの変化であるし、色々な選択肢が増えているということを示すものであって、経済実態が悪いということではないと思う。賃金は、先行きいずれは上がるというよりも、こういった構造が続く限りは——パート比率が上昇する限りは——統計上の賃金の数字は上がりにくいと言った方が分かりやすいと思う。このようにしないと、直ぐになぜCPIがマイナスあるいは賃金がマイナスであるのに利上げするかという話になってしまいがちである。そうした誤解は、今申し上げたような状況が十分に理解されていないために生じているのだと思う。所得の総和も増えており、経済実態が悪いということではない。そういったことをマーケットにも良く理解してもらう必要があるのではないか。

門間調査統計局長

マーケットの方は、大分そこは理解が浸透してきているとは思う。ただ、足許はとりわけ特別給与のところには今回は団塊世代とかパートの影響が大きく出ているということであって、むしろ所定内給与のところは先程申し上げたようにそういう要因があっても今下げ止まりつつあるという感じが出てきている。ボーナスは沢山貰うか全然貰わないかと凄く差があるので差が出やすいのだが、少しこの後の所定内給与が主なパーツを占める時期のトレンドを良くみていく必要があるとまず思う。そのうえで、最終的な物価を説明する時に我々は良くユニット・レーバー・コストを使うの

だが、ユニット・レーバ・コストが何か物価の先行指標になるとかまで厳密に捉えている訳ではなくて、ある種名目部分と実質部分のバランスとしてユニット・レーバ・コストが上がっているという状態が物価が上がっているという状態と整合的であるというストラクチャーがある訳である。そうすると、賃金の方におっしゃったような色々見方によって上がっているようにみえたり、上がっていないようにみえたりするという問題があるということであるとすると、実は図表 34 (2) の雇用者所得そのもので捉えてしまうのが一番単純でかつ明快な捉え方であって、問題はこの伸び率が今要するに掛け算でもって足許が少し弱いというところなのである。ユニット・レーバ・コストが伸び率でプラスになっていくためには GDP の実質成長率が +2% 位必要と考えるのであるならば、まさにこの所得自体が +2% を超える伸びを示していかなければならないということになるのだが、それが +1% を一旦超える位まで少しいったのだが、その後むしろ伸び悩んでいるというバランスに今なっているということである。ただ、もう一つの伏兵は、実は団塊世代の問題を議論する時には、退職金が裏にあるということも実は同時に思い起こす必要がある。退職金は大体 1 年間で——これは推計であるから確たることは分からないが——3 兆円位と言われていて、そうであるとする可処分所得を 1% 位押し上げる。そうすると、今ちょうど雇用者所得の伸び率が鈍っているようにみえる部分は退職金で大体オフセットできるという位にも解釈できるので、その辺はその微妙なバランスをみながら考えていく。ただ、もし雇用者所得が 1% 位しか伸びなければ、退職金を乗せてもユニット・レーバ・コストの伸びでちょうどゼロ位であるから、なかなか物価を明確に押し上げていくというバランスにはなっていないことも現状は事実であるということが今の状況だということである。

水野委員

所定内給与は、細かくみていくと事業規模 30 人以上のところはプラスに上がり始めているな。パートは勿論上がっていて、おっしゃるとおり物

価という部分をユニット・レーバ・コストのところでも見ていくとなかなか時間が掛かる。前半はおっしゃるとおりだと思う。雇用者所得のところ、やはりここからもう一つ上に抜けないという話であるな。

門間調査統計局長

企業はかなり人手不足感が強いので、相当人を採りたいと思っているところは多いのだが、段々労働プール自体が限界に近づいてきているのではないかという見方もある。

水野委員

最近、人手不足というよりも、人材不足とかミスマッチが起きているということである。結構欲しい人材がお金を沢山出しても採れないということだ。そうすると、なかなか膠着感があるという感じだな。賃金の見通しについては、少しボーナスは攪乱要因だが、やはりこれ自体は伸びがやや期待外れであるというよりも、ここはそれなりにきているのだが全体をみると力強さに欠けるというそれ位の感じか。下がっていくという感じではないな。

門間調査統計局長

下がっていくとはみていない。先程申し上げたように、限界的には労働需給のタイト化を反映した動きはみられているから、方向性としては着実に賃金はいずれ上昇の方向に向かっていくということで良いと思う。ただし、失業率が3.6%とかなっている割には、その向かっていくテンポが思っていた程そうそう明確に上がっていく感じには直ぐならないという、タイミングの問題か。

水野委員

スピードに時間が掛かるということだな。多分、ラグが、リード期間が長いというか。

岩田副総裁

別の点でも宜しいか。個人消費なのだが、図表 24(1)でみると、センチメントというのか、少し去年も夏に弱くなった訳である。落ち幅からすると大体同じ位の幅を落ちているように見えるのだが、水準からすると多分去年より悪い。消費者の態度というかセンチメントは去年よりもむしろ悪い。それから賃金の方も去年よりもやはり名目賃金で見れば良くないし、雇用者所得でも伸びは去年の夏よりも今は低い訳である。それから、もう一つは、図表 23 の消費財の総供給なのだが、これも 2006 年の半ばに少し凹んでいるのだが、今回の方がもう少し落ちている。勿論サービスがあるので何とも言えないのだが、何か間接証拠を集めてくると、やはり 7~9 月の消費はあまり期待できない。まだ 8 月の数字も揃っていないので何とも言えないのだが、センチメントの悪さとかを考えるとせいぜい横這いというかあまりプラスは期待しない方が良く、ゼロ近傍にとどまる可能性の方が強いのではないかと思うのだが、その辺はどうか。

門間調査統計局長

順番に申し上げると消費者コンフィデンスについては、消費者態度指数——右側が折れているもの——である。これは 6 月から若干集計の方法とか変わっているので、少し非連続だと言われている。それが下の方に行く理由だと明快には申し上げられないが、何らかの非連続が有り得るということである。一方で、上の方にいつている例えば日経消費予測指数のような指数もあるので、この辺りは指標によって多少ばらつきがあるということだと思う。勿論、そのうえで全般にあまりぱっとしないということは、おっしゃるとおりかと思う。それから、雇用者所得の伸び率が足許低いのは、やはりボーナスのところ団塊世代の影響が現われているのが大きいのだが、もしそうであるとすると団塊世代自身はボーナスがなくなるということは分かっていた訳であるから——我々が知らなただけであって——、それから雇用者所得が別に足許のところ減っているという訳で

はないので、それが新たな消費の下振れ要因と位置付ける必要はあまりないのではないか、と思っている。それから三つ目の図表 23 の様々な指標が全部下の方を向いているというところなのだが、まさにこれが7月の天候要因なのである。消費財総供給も、基本的には車の落ちなのである。これは地震の要因であるから、8月に恐らく戻らと思う。その戻り方をみて判断したいと思う。

水野委員

いずれにしても、GDPだけの話をすると、7月は7～9月のスタート時期であり、7月が強くないのであまり7～9月全体は強くなりにくいということはテクニカルな要因である。この落ち方が、結構大きかった。

門間調査統計局長

少しそれは……。また来月みていきたい。

野田委員

まだ分からないと思う。

水野委員

勿論そうであるが……。

福井議長

宜しいか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

それでは、最後に金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長からお願いする。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価をご説明申し上げます。お手許、事前にお配りしている資料-5（参考計表）である。全体の民間部門総資金調達であるが、図表1（1）で8月-0.4%と7月とほぼ同じ位、若干マイナス幅が縮まっている。前月申し上げたが、この数字の中には外銀の貸出のブックキングの拠点を変えたという特殊要因が恐らく0.2%か0.3%位寄与していると思っているので、ほぼ前年比若干のマイナスかトン圏内の動きが6月、7月、8月と続いているという状況には変わらない。中身をみると、銀行、信金、外銀計の銀行関係が7月+0.4%から8月+0.5%と若干0.1%であるが伸びを拡大させている。それから、直接市場——CP、社債——は、7月+0.4%の後、8月+0.4%と寄与度ベースで一定であったということである。今月のポイントの一つは、サブプライムローン問題の余波で日本の緩和的な金融環境、調達環境に何か変化があるかどうかということであるが、これは後程また社債、CPのところで申し上げます。その前に銀行貸出の関係で、図表2（1）で主要業態毎の貸出残高をご覧頂くと、今申し上げたとおり7月の+1.2%から8月+1.3%と0.1%上昇、横這い圏内の動きであるが、ヒアリング等によると8月は一時社債、CP発行の様子見機運が高まった時期があつて、それから若干貸出への振り代わり、シフトバックというのが効いているのではないかという話があるが、全体としては横這い圏内の動きであろうと思われる。この間、貸出金利の状況を図表4であるが、約定平均金利、7月のデータが出ているのでご覧頂くと、除く交付税特会向けの短期で7月は2.038%という格好で2%に乗せて引き続き徐々に上昇と緩やかに上昇基調である。ただ、図表5（1）の貸出金利の短プラと約定平均金利を比べて頂くと、短プラのところに半年程ラグを置いて段々近づきつつあるので、ここ数か月では上昇から横這い圏内の動きに入るのかとみている。ここで、普段あまりご説明していないのだが、ちょうど去年7月ゼロ金利解除をしてからちょうど1年であるので、ストックベースで短期、長期を合わせたいわば企業の平均的な総資金調達コストの代表である金利がどの位上がったかをご覧頂くと、この7月のス

トックの総合で 1.902%という数字がある。これが約 1 年前、昨年 7~9 月をみると 1.681%、その前の 4~6 月は 1.62%だったのだが、いわば 1 年で長短全部合計した平均的な資金コストは 1 年間で 25bp 位上がったというのがこれまでの結果である。これは、一番最後またマクロの金融環境をご覧頂く時にこの数字をリファアーしたいと思う。

それから、企業金融関連の指標が出ているが、図表 6、中小企業等の資金繰り D I や金融機関の貸出態度はほとんど変わっていないので、図表 7、資金需要で法人季報が出ているので、また企業部門の資金過不足、一番右側のグラフが 4~6 月まで延ばしている。これはこれまでの貸出の伸びが若干低くなってきているのとは逆に、引き続きむしろ企業の資金不足幅は拡大方向にあるという結果になっている。貸出の動きと若干印象が違うのだが、こういう法人季報から得られるような企業部門の資金不足の拡大は調査統計局の企業ヒアリングにおいても大企業中心にむしろ外部資金調達は引き続き増加傾向ということと平仄は合っていると思われる。では、貸出の統計とどう違うかと言うと、一つは法人季報は金融、保険を除くベースで作られているので、これは先月ご説明申し上げたが、この間の貸出の伸び率低下は貸金業、消費者金融向けが相当落ちているので、それがここには入っていないという要因が一つあるかと思う。それから、実はここはまだ中身を分析し尽くしていないが、法人季報は資本金 1,000 万円以上であるので中小、零細が入っておらず、零細が入っていないことが若干関係しているかもしれない。そういう意味では、貸出の動きとこの資金需要の統計では、中小零細の部分と貸金業辺りが少し間の差を説明するものとなっているかもしれない。それから、図表 13、社債の発行環境をご覧頂く。サブプライムローンの影響であるが、結果を申し上げますと、若干は影響が出たが極めて限定的で全体として緩和的な調達環境には変化はないという結論で宜しいかと思う。(2)の社債発行のスプレッドをご覧頂くと、太線が AAA 格で一番右端が 8 月の平均であるが、若干上がっているのがご覧頂けるかと思う。恐らくサブプライムローンの影響も入って上がったということだろうと思うが、左側をご覧頂くと、そもそもずっとス

プレッドが低かったものが昨年の量的緩和解除以降徐々に上がって行って、昨年の夏場には大体 20bp まで上がって、これは当時正常化というふうに評価されていた。これがその後またどんどんどんどん縮まって、足許また戻ったところであるので幅としては非常に小さいということだろうと思うし、(1) の社債発行金利をご覧頂くと、この間ベースとなる長期金利、国債金利が下がっているので、結果的に社債発行金利は——先程出沢国際局長の話でアメリカでも同じことが起きているが——日本でも実は下がっているということである。アメリカとここまでは仕組みが同じなのだが、アメリカと全く違うのは、アメリカはそれでも社債の発行は市場では控えめになっているというのに対して、日本はこの結果、社債発行はむしろ著増しているという現象が起きていて、図表 10、〈国内公募社債の発行額〉をご覧頂くと、6 月、7 月と 7,000 億円台の発行が続いた後、8 月は 5,000 億円——この 5,000 億円という数字も実は 8 月の末になって相当増えた後の 5,000 億円であって、さすがに 8 月中旬サブプライムローン問題が起きた時は様子見機運が出たのだが——、その後はむしろ出来上がりの金利の低下を眺めて発行が急増している。数字はお示ししていないが、この結果、9 月の前半の 2 週間だけで既に 8,700 億円の発行となっているので、全体としては非常に旺盛な発行及び好調な消化環境が続いているということだろうと思われる。一方、CP であるが、図表 11 (2) で CP の発行残高をご覧頂くと、一番右側の 8 月をご覧頂いても若干確かに減った。しかし、非常に小規模であって、全体として大きな基調的な動きは変わっていないと聞いている。減った理由なのだが、図表 12 で社債の方と少し違ってターム物の金利が少し上がったものだから、CP の場合はスプレッドも若干拡大し (1) のグラフで出来上がりのレートも少し上昇したということで、元々日本の CP マーケットは金利の変動に応じて銀行の短期借入との間で行ったり来たりするという性格を持っているので、この金利の緩で少し銀行借入にシフトバックしたという部分があるようであるが、全体の地合いが大きく変化したということではないようである。以上が直接市場の金融環境である。

図表 15 でマネー、〈マネタリーベース〉であるが、これは予定通りと言うか 8 月 +0.7% ということで、プラスの数字になったのは言うまでもなく 2006 年、昨年 2 月以来 18 か月振りである。M2 + CD、マネーサプライであるが、8 月は +1.8% と 7 月から若干伸びを低めたが、全体として +2% 内外の成長が続いているということかと思う。8 月若干伸びを低めた主因は、銀行は準通貨、定期預金で 7 月までボーナスを相当集めた訳であるが、それが 8 月は若干一服したということだろうとみている。以上がマネーである。図表 19、企業倒産である。件数は引き続き若干前年比プラスという状況が続いていて、8 月は 1,203 件ということである。負債総額をご覧頂くと、これがやや大きな数字になっていて 8,705 億円であるが、この 8,705 億円のうちを大口が 1 件、麻布建物——これは完全にバブルの最後の最後というか、遅れた残務処理ということであるが——が 8 月 1 日に会社更生の申請をして、これが 5,648 億円という規模であるので、8,700 億円からこれを除いて 1 件当たりの負債額——ここでは 7 億 2,000 万円とあるが——を計算し直すと 2 億 5,000 万円ということであるので、ここ数か月の傾向——件数が若干増えている一方で、1 件当たりの負債額は、非常に小さいという傾向——は続いているということだろうと思われる。ただし、件数がどんどん増えるという感じではないようにも見受けられる。最後にマクロ的な金融環境であるが、図表 21、インフレ予想であるが、(2) エコノミストの CPI 見通し、〈ESP フォーキャスト調査〉であるが、9 月の直近の調査では少し目にみえる格好で下方修正されていて、また例によって年度の合算の数字を一応申し上げると 2007 年度が +0.0%、2008 年度が +0.4% という格好で、先月までそれぞれ +0.1%、+0.5% であったので 0.1% ずつ下方修正になったということである。(3) 物価連動国債からみたインフレ予想はほぼ横這い圏内であるが、+0.3% 台の後半、+0.35% から +0.4% の間で推移しているという状況である。マクロ的な金融環境、まず図表 22、金利水準と実体経済 (1) の実質短期金利と成長率を比べたものであるが、これは GDP の改訂が行われたので計算し直しているが、ほとんど状況は変わらない。昨年と比べると、〈実

質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の差は緩和の程度が若干縮まっているが、引き続き大体 2003 年と同じ位の緩和の程度ということになっている。今回、法人季報で新たな数字が出ているのが金利水準と実体経済(2)であって、企業のROAと平均支払金利の比較であるが、まず上のグラフで細実線が平均支払金利であるが、法人季報ベースでちょうど 2005 年の終わりのボトムから直近まで大体 20bp、0.2%上昇しており、貸出約定平均金利と同じ位のイメージであるので、ここからみてもこの 1 年間でいわば平均的な総合的な金利負担というのは大体 20bp 位上昇したということだと思われるが、この間ほぼ平行して収益率が良くなっているので、この支払負担とROAの差でみた緩和の程度はこの 1 年ほとんど変わらず極めて緩和的な環境が続いているということになった。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があれば。

水野委員

社債金利が下がったので外部調達ができしたが、逆に言うといつまでも続かない。

雨宮企画局長

然り。因みに、日本の社債のグロスの片道の発行の規模というのはこの図表 10 にあるように最近は非常に活発で 6,000 億円とか 7,000 億円なのだが、過去 8,000 億円を超えたことというのは 2000 年以降 3 回しかない。従って 9 月に 8,000 億円を超えると、実はもう後半は大分大人しくなっているようであるので、かつ元々資金需要がどんどん増えている中でというよりは今の金利情勢を捉えての発行ということなので、これが続くということではないと思っている。

岩田副総裁

今の社債でB B B格の社債発行は幾らか細くなっているようにも見えるのだが、そういうことはないのか。

雨宮企画局長

これは、要するにB B B格比率は社債の発行環境をみる時に一つの材料なのだが、足許で言うと実は二つある。B B B格の発行が減っているというよりも、電力を中心にA A A格企業が今年分のほとんどを全部9月で出してしまったということで、ウェイトが下がっている部分がある。あともう一つ、実はB B B格が傾向的に減っている理由は消費者金融会社が調達を減らしているという要因もあるので、どちらかというところそういう特殊要因が二つ効いているということであるので、社債の環境が悪くなっていることではないだろうとみている。

須田委員

日本銀行券の発行高は少しペースが落ちているのだが、足許は如何か。

雨宮企画局長

足許、直近は15日までが+1.2%位なので、少しこれよりもほぼ横這いかさらに気持ち下の方というイメージであるが、同じ位の伸び、+1%少し。逆に言うと、銀行券について言うと6月、7月が凄く高かったということである。これは、百貨店のセールとかボーナスとかで説明しようとしたのだが、でもボーナスではなかなか上手く説明できないので、申し訳ないが引き続きこの銀行券はよく分からない。大体1%少し位が実力だと思っておけば良いのだろう、と思っている。

岩田副総裁

マネタリーベースの話なのであるが、図表16の名目GDP比率のグラフがある。これをみると、大体過去のトレンドに戻ったとみて良いか。

雨宮企画局長

これは、図表 17 のマネタリーベースの信用乗数もそうであるし、実は M2 + CD とマネタリーベースの信用乗数もそうで、いつか委員からそういうことが出るのではないかなと思っていたのだが、確かにこの量的緩和を始めた 2001 年～2006 年までの非常に特殊な環境というのは終わったように見える。それはこのマネタリーベースと名目 GDP の比率もそうであるし、信用乗数もそうであるので、非常に特殊な状況は終わりつつあるようには思うのだが、ではこれである安定的な関係に戻ったかと言えるかどうかについては、確か前にもここでご議論頂いたと思うが、結局どうトレンド線を引くかによって大分変わってくるので、多分戻りつつあることは事実だと思うが、非常に安定的な関係になったかどうかを判断するには少しまだ尚早だろうとみている。

福井議長

宜しいか。それでは、本日の議事は終了するが、明日は午前 9 時に再開する。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、金融政策決定会合の信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。以上をもって本日は閉会とする。

(16 時 33 分中断、19 日 9 時 00 分再開)

福井議長

宜しいか。定刻なので金融政策決定会合第二日目を開催する。本日は政府の方から、財務省森山副大臣と昨日に続いて浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。今日の議題であるが、最初に特別案件「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等に関する件である。その後、通常どおり金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運

営に関する討議、議案の取り纏め、採決、金融経済月報基本的見解の決定、それから最後に議事要旨、8月22日、23日開催分の承認というふうに予定している。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。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きたいというふうに思う。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の際、あるいは閉会后報道の解禁までの間についてはこの会議室内にとどまって頂くようにしている。今回も、そのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定（資料-7）

福井議長

それでは議題に入る。最初は本日の特別案件であるが、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等に関する件ということであり、稲葉理事、鮎瀬企画局参事役からご説明をお願いします。

鮎瀬企画局参事役

それでは資料番号7番である。「金融商品取引法の施行に伴う『共通担保資金供給オペレーション基本要領』の一部改正等の対応について」と題する資料である。宜しいか。それではご説明をさせて頂く。本件であるが、現在、各オペの取引基本要領等において、その対象先となり得る業態の一つとして、証券会社、外国証券会社を規定しているところである。そうした中で、今般、金融商品取引法の施行により、法令上、証券会社、外国証券会社の概念が廃止されることになるので、関係諸規程について所要の改正を行いたいというものである。まず、1.として背景について付言をさせて頂く。本年9月30日に、証券取引法等の一部を改正する法律及びその施行に伴う関係法律の整備等に関する法律が施行される。これにより、従来の証券取引法が改組され、その題名が金融商品取引法に変更され、外国証券業者に関する法律、金融先物取引法等が廃止され、この金融商品取引

法に統合されるということになっている。この金融商品取引法のもとでは、法令上、証券会社、外国証券会社の概念が廃止され、これらは金融先物取引業者などとともに金融商品取引業者という概念に統合されることになっている。この金融商品取引業であるが、業務の内容に応じて第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業に区分され、それぞれの業務内容に応じた参入規制等が課されることになっている。また、これらとは別の切り口での概念として、有価証券の売買、有価証券に関連するデリバティブ取引等を行う行為については、法令上有価証券関連業というように定義されている。資料の4頁目に表を示しているが、ここでは金融商品取引法における業について整理している。左側が金融商品取引法における各種の業概念であるが、金融商品取引業の中の第一種金融商品取引業は流動性の高い有価証券の売買等、市場デリバティブ取引等、それから有価証券に関連する店頭デリバティブ取引等、有価証券に関連しない店頭デリバティブ取引等を行う業である。この流動性の高い有価証券というのは、公社債、株式等の伝統的な有価証券だとか投資信託受益証券などがこれに当たる。次に第二種金融商品取引業であるが、これは流動性の低い有価証券——いわゆるみなし有価証券——の売買、これに関連する市場デリバティブ取引、有価証券に関連しない市場デリバティブ取引などを行う業である。このみなし有価証券というのは一般の信託受益権だとかあるいは各種の集団投資スキームいわゆるファンド持分などがこれに該当する。そしてこの第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業の全体について、このうち有価証券に関連する業務を行う業が有価証券関連業というように定義されている。さらに、金融商品取引業の中には、投資運用業、投資助言・代理業といったものがあるという構造である。資料の2頁に戻って頂きたい。こうした中で2.の対応であるが、現在、各オペの取引基本要領等において、オペ・補完貸付の対象先となり得る業態として、金融機関、証券金融会社、短資業者と並ぶ形で証券会社、外国証券会社を規定している。これについて、金融商品取引法の施行後は、従来のこの証券会社、外国証券会社に代えて、これらとほぼ同じ範囲の業

務を行う者である「金融商品取引業者のうち、第一種金融商品取引業を行う者であつてかつ有価証券関連業を行う者」をオペ・補完貸付の対象先になり得る者とする事としたいと考えている。この趣旨であるが、各オペの対象先については金融ビジネスとか市場取引の変化に応じて適宜見直しを行っていくべきものではあるが、今回はそうした実質的な見直しは不要と考えており、法令改正に即した用語の置き換えいわば技術的な改正にとどめさせて頂くという趣旨である。若干付言すると、金融商品取引業者のうち第二種金融商品取引業、投資運用業、投資助言・代理業のみを行う者についてはこれまでオペ等の対象先とはしてきていないが、今後こうした取扱いを維持するという事である。また、金融商品取引業者のうち、第一種金融商品取引業を行う者であっても有価証券関連業を行わない者——従来の金融先物取引業のみを行うような者がこれに該当するが——は従来オペ等の対象先としてきていないが、この取扱いも維持させて頂くという事である。(2)として、こうした考え方に沿つての具体的な改正案であるが、各オペの取引基本要領等においては、従来、日本銀行法施行令第10条第1項を引用する形で証券会社、外国証券会社というものを規定しているので、改正案においても金融商品取引法の施行に伴う改正後の日本銀行法施行令第10条第1項をベースとすることとする。3頁の参考というところに日本銀行法施行令第10条第1項の金融商品取引法の施行に伴う改正後の姿を示している。この日本銀行法施行令第10条第1項は一時貸付けの対象先金融機関等の定義の規定であるが、この第2号のところで金融商品取引法第2条第9項に規定する金融商品取引業者、カッコとして同法第28条第8項に規定する有価証券関連業を行う者に限るという規定がある。これをベースとして、2頁の右下が各オペの基本要領等での新たな改正案であり、証券会社というものに代えて金融商品取引業者（日本銀行法施行令第10条第1項第2号に規定する金融商品取引業者のうち、金融商品取引法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行う者をいう。）というものに置き換えるという事である。次の3頁であるが、今回はこれと併せて各オペの基本要領等における短資業者を規定してい

る部分についても、金融商品取引法の施行に伴い日本銀行法施行令の引用番号が変わるので、改めさせて頂くということである。各オペの取引基本要領等の改正に合わせ、日本銀行業務方法書についても所要の変更を行うこととさせて頂く。本件ご決定を頂いた場合の実施日は、金融商品取引法の施行に合わせた本年9月30日である。また本件ご決定を頂いたならば、決定内容について執行部より適宜公表させて頂きたいと考えている。資料5頁目に本件付議文を示している。「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』の一部改正等に関する件。案件。『証券取引法等の一部を改正する法律』および『証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律』の施行に伴い、下記の諸措置を講ずること。記。1. 次の政策委員会決定をそれぞれ別紙1. から8. までのとおり一部改正すること。」として、(1)から(8)までの各基本要領である。2. として「『日本銀行業務方法書』を別紙9. のとおり一部変更すること。」である。別紙1. のみご覧頂くと、「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』中一部改正案」であり、3. の貸付対象先という部分を横線のように改めさせて頂く。金融機関等と並ぶ形で金融商品取引業者というものをこのように規定させて頂く。それから、短資業者について技術的な番号の繰り上がりの改正をさせて頂く。また、別紙9. であるが、「『日本銀行業務方法書』の一部変更案」を示している。日本銀行業務方法書において、金融商品取引業者という概念が初めて出てくるのが第8条という条文であるので、この第8条の条文を横線のとおり変更し、オペに関する条文にもこの金融商品取引業者の定義が適用されるようになる。そのうえで、各オペに関する条文である第9条の3、第11条から第15条までの中において、「証券会社」という文言を「金融商品取引業者」に改めさせて頂く。本件は以上である。

福井議長

技術的であったが、ご質問、ご意見があれば。宜しいか。それでは決定案件なので願います。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。宜しく願います。ただ今決定をした件については、適宜執行部より対外公表をさせて頂きたいというふうに思う。

IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは次の議題に移る。金融経済情勢に関する討議であるが、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解について、執行部から簡単にご説明を頂きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それではA3の紙に沿ってご説明する。左側が当月分の案、右側が前月分であるが、アンダーラインが変化部分である。当月については、まず経済の方であるが、現状の全体判断あるいは先行きの全体判断というところは変更していない。ただ、各論のところでは幾つか修正している。まず設備投資であるが、前月までは「引き続き増加している」としていたが、足許4~6月の法人季報あるいはGDPベースの数字がマイナスということであり、一本調子の増加というよりはやや振れを伴う動きとなっているので、「増加基調にある」と微修正している。続いて住宅投資であるが、7月は大きな落ち込みとなったほか、それが向こう数か月続く可能性が高いということなので、前月までは「横ばい」としていたが、当月は「足もと減少している」と修正している。住宅投資が減少になったことに伴い、その後の「以上のように、内外需要が全体として増加する」という表現だが、前月までは「内外需要が増加する」としていたが、一部落ち込んでいるものもあるので「全体として」という表現を加えた方が自然かと思っている。先行きのところで海外経済の判断であるが、基本的な判断は拡大ということで変化はない。ただし、標準的なシナリオとして、新興国を中心にその他の高成長が支えるとはいえ、米国の減速あるいはポテンシャル以下の成長が従来に比べやや長引くという見通しになっているかと思われるので、海外経済は「全体として拡大する」と、「全体として」という表現を加えた方が適切かと考えている。最後に、物価のところの先行きで国内企業物価であるが、前月までは「目先、上昇を続ける」ということだった。当月も上昇が続くという認識は変わっていないが、10月、11月辺りまでをみると3か月前比でみてゼロに近いところまで増加テンポが鈍化する可能性が高いとみている。これは若干の円高あるいは非鉄市況の下落というところが影響するかと思っているので、「当面、上昇を続ける可能性が高いが、そのテンポは鈍化していくとみられる」と微修正している。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、企業金融の部分に関しては前月から特に変更はない。金融市場に関しては、ターム物金利が前回金融政策決定会合から比べて低下している。ただし、他の相場については、株価が本日戻ってきている。前回金融政策決定会合の株価が 16,300 円程度ということである。こうなると、為替、長期金利、株価は、三つとも前回金融政策決定会合時と大体同じ位の水準ということである。ということで、お手許の最後の部分、為替・資本市場の部分であるが、お配りした資料からさらに変更させて頂き、「為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」という形に変更をさせて頂ければと思う。繰り返させて頂く。「為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」である。ただし、市況表現については前場の動きまでみたくうえで判断したい。私からは以上である。

福井議長

内容及び表現については後刻また改めて立ち返って議論したいと思うが、取り敢えずただ今の執行部の説明に関してご質問があればどうぞ。宜しいか。それではもう一度後でまたこれに戻る。

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入りたいと思う。最近の金融経済情勢についてどう判断するか、お一方大体 5 分ずつ位で発言をお願いしたいと思う。その後自由討議をしたいと思う。今日は、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、岩田副総裁の順でお願いしたいと思う。最初に中村委員からお願いする。

中村委員

前回会合後、国内経済については大きな情勢の変化を示す動きはみられなかったように思うが、海外ではサブプライムローン問題に起因する金融市場の不安定な動きが続いており、欧州ではECBが6日の理事会で政策金利を据え置くと共に、米国では金融市場の混乱の経済への悪影響を未然に防ぐためとして昨日のFOMCで0.5%の大幅利下げに踏み切るなど、先行きの不透明感が一段と強まったと思う。

まず、サブプライムローン問題についてであるが、前回会合前に始まった金融市場の不安定な動きは、各国中央銀行の潤沢な流動性供給の効果もあって足許は小康状態となっているようである。しかし、欧米では短期金融市場におけるタム物の流動性が低水準にとどまるなど、投資家によるリスクテイク回避の動きが継続している。そもそものサブプライムローン関連の不良債権の規模自体は、現行の金融システムの中で吸収・処理可能なものと思われるが、証券化商品の原資産や最終的なリスクテイカーの特定、価格の再評価、格付け見直し等に相当の時間を要する中で、ABC Pのロール・オーバーに係る流動性の問題や投資家が過度に信用リスクに敏感となることによる信用収縮が発生するリスクにも注意を要すると思う。いずれにせよ、金融市場の不安定な動きとそれが実体経済に与える影響は引き続き注意深くみていくことが必要だと思う。

次に米国経済であるが、金融市場が不安定化した8月の指標が幾つか明らかとなっている。それらを見ると、ISM景況感指数が製造業、非製造業とも50を上回ったり、鉱工業生産も前期比+0.2%と小幅上昇するなど底堅い指標もみられた一方で、雇用統計は8月の非農業部門の雇用者数が前月比-4,000人と2003年8月以来4年振りに減少し、6月、7月の数字も大幅に下方修正されるなど市場予想を大幅に下回る悪化を示した。8月のマイナスには特殊要因の影響も一部あるようだが、足許のサブプライムローン問題から複数の金融機関が人員削減を発表しており、雇用情勢が9月以降さらに悪化する可能性も懸念される。焦点となる個人消費については、8月の小売売上高が自動車、ガソリン、建設資材を除くベースで前月

比横這いを維持したほか、9月のミシガン大学の消費者マインド指数も前月比小幅上昇するなど、今のところ一定水準を維持しているようである。今月号のブルーチップにおける米国のGDPの予測をみると、先行き緩やかに回復していく姿は変わっていないが前月比下振れており、米国経済は引き続きソフトランディングがメインシナリオと思うが、その実現時期は後ずれしているように思う。また、ここ数年の住宅価格の上昇率が高かっただけに、価格の下落幅が拡大し調整が長期化するリスクも否定できない。住宅投資や個人消費のダウンサイド・リスクも高まっているように窺われ、これらの点も含め米国経済の先行きについては注視していく必要があると思う。

欧州に目を転じると、欧州委員会がユーロ圏の今年の成長見通しを+2.6%から+2.5%に下方修正したようであるが、修正幅は僅かであり景気拡大の動きが続いているとみて良いと思う。アジアでも中国が高水準の成長を続けているほか、NIEs、ASEANも緩やかな景気拡大を続けている。世界経済は地理的な広がりをもって拡大しており、米国が多少減速したとしても世界全体が大きく影響を受けるリスクは従来に比べれば小さくなっていると考えられる。この間、原油価格については、前回会合後上昇を続け、WTIは昨日に81ドル51セントと高値を更新した。OPECは先月の総会で日量50万バレルの増産で合意したが、市場では需要を満たすには不十分との見方が多いようである。欧州、アジア等の需要は堅調なほか、米国では原油在庫の減少基調が続くとの観測もあり、原油価格の上昇リスクには引き続き注意する必要があると思う。

一方、国内経済については、前回会合後一部に弱めの指標はみられたが、総じてみれば引き続き緩やかな拡大を続けているという状況に大きな変化はないと思う。すなわち、輸出は海外需要の拡大を背景に増加を続けているほか、生産についても7月の鉱工業生産指数は前月比-0.4%と減少したが新潟中越沖地震の発生に伴う一時的なもので、基本的には増加基調を続けている。企業収益については、法人季報が発表となり、4~6月の経常利益が前年比+12.0%と大きな伸びを示すなど、引き続き底堅く推移

している。一方、設備投資については、法人季報において4～6月は前年比-4.9%と減少したが、これは同じく-13.1%となった非製造業の振れとサンプル変更による特殊要因が大きいようであり、必ずしも実態を反映していない可能性がある。現に7月の資本財出荷は4～6月対比で+4.0%、機械受注は同じベースで+10.7%と大幅な増加となっていることから、設備投資は引き続き増加基調にあるとみてよいように思う。なお、法人季報の設備投資の下振れを受けて、4～6月GDPがマイナス成長に大きく下方修正されたが、7～9月は設備投資の持ち直しなどを背景に潜在成長率近傍の成長に復するとの見方が大勢のようである。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基調が続いている。一人当たり名目賃金は弱めの動きが続いているが、これは団塊世代の再雇用、パートなどの雇用形態の多様化、パート比率の上昇などが要因と考えられる。先行きも、人手不足感の強まりを背景に雇用者所得は緩やかに増加傾向を辿る可能性が高いと考える。個人消費については、7月は台風等の天候要因から弱めの指標が目立ったが、8月は猛暑の影響などもあって家電等で持ち直しの動きがみられたようである。8月の消費動向調査が弱めだったことなどからも窺われるように、年金問題等将来に対する漠然とした不安感などから、当面の個人消費は力強い拡大は期待できないと思うが、基調としては雇用者所得の緩やかな増加等を背景に緩やかながらも増加傾向を辿る可能性が高いと考えている。住宅投資については、7月の住宅着工件数が前月比大幅に減少したが、これは建築確認手続きの厳格化という特殊要因によるものと考えられる。もっとも8月の首都圏での新築マンションの契約率は65.6%と前年を11.7ポイント下回っており、先行きは注意を要すると思う。

物価面では、7月の全国コアCPIが前年比-0.1%と4か月連続横這いの動きとなった。CGPI並びにCSP Iが継続して上昇しているにもかかわらず消費者物価に転嫁できないのは、構造調整を求められている非製造業を中心とした中小企業に皺寄せされていることが主因であると考

えられる。値上げ圧力は溜まっているが、転嫁することが必ずしも容易でないことなどから、コアCPIの上昇テンポは引き続き緩やかなものになると考えられる。しかし、より長い目でみれば、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移している中で、コアCPIもプラス基調に復していくものと考えられる。この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価は海外金融市場の不安定な動きや景気の先行き不透明感を背景にボラティリティの高い状態となっているほか、長期金利は米国長期金利の低下を背景に幾分低下している。こうした中、企業金融は引き続き緩和的な状況にあり、企業の資金繰りが良好に推移しているとみられる。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

サブプライムローン問題を契機とする先月来のグローバルな金融市場の混乱はなお続いており、収束の兆しはみえていない。こうしたもとの、実体経済の動向をみると、まず米国であるが、昨日、4年3か月振りの利下げを決定したFOMCの声明文でも示されたとおり、景気の不透明感が高まっている。すなわち、住宅市場では価格下落、延滞・差押え増加が続いて、住宅金融部門の閉鎖、人員削減等の動きも目立つ等、減速が続いている。こうした中で、金融機関についても、昨日のリーマン・ブラザーズの6~8月決算での前期比20%超の減益にみられるとおり、その影響が顕現化しつつある。企業部門については、ISM景況感指数等でみると影響は然程明確化していないが、大型LBO案件のファイナンスを含めた企業の資金調達面での制約による影響等が懸念されている。個人消費については、8月の統計は小売売上高が市場予想を下回り、除く自動車ベースではマイナスとなってコンファランス・ボードの消費者信頼感指数も悪化している。さらに雇用統計において雇用者数が4年振りに減少したこと等を受

けて、個人消費の先行き不透明感が高まっている。9月入り後の統計をみても、ミシガン大学消費者マインド指数は8月が83.4%、9月が83.8%と8月に大きく落ち込んだ水準からほとんど回復はしていない。今後は、住宅価格下落を始め、このところ一段と上昇を続けているガソリン価格の家計への重石等の影響がどの程度個人消費に波及してくるかが一つの鍵になろうかと思う。

住宅価格下落が個人消費に与える影響であるが、州ベースの統計では2006年第4四半期辺りからみえ始めている。具体的には、商務省が集計している全米50州の売上税の動向をみると、ここ数年の動きは2000年のITバブル時に前年比伸び率を高めた後、ITバブル崩壊後にはマイナスとなっている。その後、FRBが利上げに動く直前の2004年第1四半期頃から再び9~10%に伸びを高めて、2006年の第3四半期まで住宅価格の上昇とも歩調を合わせて+6~8%前後の高い水準で推移している。このように、売上税の動向というのは個人消費の動きをよく反映しているかと思う。この売上税の伸びが2006年第4四半期には+4.4%、直近の2007年第1四半期には+3.5%と鈍化してきている。この中身を州別に詳しくみると、伸びの鈍化が著しい先はカリフォルニア、フロリダのほか、イリノイ等中西部の主要州、ニューヨーク、メイン等北東部の主要州である。これらは、OFHEOの住宅価格指数でみて伸び率が低いかマイナスとなっている先と一致している。このことは、これらの州では住宅価格上昇による資産効果の剥落が既に個人消費に影響を与えていることを示唆しているのではないかと思う。これに個人向け融資基準の引き上げ、ガソリン高の影響等もあるため、今後の米国における個人消費動向については注視していきたいと思う。

次に、欧州であるが、景気は今のところ堅調さを保っているが、サブプライムローン問題に絡んだリスクの所在と損失額規模が確定していかない限りは、景気の先行きについても不透明感は拭い切れないと思われる。一方、中国については、高成長が続き、物価面ではCPIが食料品価格の上昇を主因に8月は+6.5%と11年振りの水準にまで上昇している。また、

住宅市場については、商業銀行による住宅ローン融資が拡がり始めた1998年以降、この10年を経て住宅ローン残高は約3兆円——日本円にして50兆円——にも達しており、その中には、甘い審査による過剰融資も少なくないと言われている。こうした中、最近では、「住宅の奴隷」という意味を表す「房奴」という新語が流行する程、都市部のサラリーマンを中心に住宅ローンの返済に追われる人々が増加している模様である。こうしたことから、中国でも今後房奴を中心に返済に行き詰まるケースが多発する可能性は否定できないとの見方もある。国家の政策によって2010年の万博までは景気過熱と失速といった大きな景気変動は回避できるのではないかと思われるが、この点、引き続き注視したい。

次に、日本経済についてである。まずGDPについては、4～6月の2次速報値はマイナスとなったが、1～6月で均してみれば+2.5%程度の成長率であるなど、これまでのところほぼ展望レポートのシナリオどおり堅調に推移していると思う。まず輸出は、米国向けはこのところ一桁台前半にまで伸びを低めてはいるが、一方中東向けが+30～50%、中国向けが+20%、欧州向けも+10%以上と高い伸びを続けている。ただし、今後の動向は、米国を始めとする海外景気の影響に留意しつつ丁寧にみていく必要がある。

このように、これまで景気の牽引役となってきた外需に不透明感が漂いつつある中であって、今後、日本経済が持続的に成長していくためには内需が力強さを持つことが益々重要となってきている。内需のうち設備投資については、4～6月法人季報は調査対象先のサンプル入替えなどの影響からマイナスとなったが、7月の機械受注や資本財出荷は堅調であった。これらをもみても、企業は業績が引き続き良好なもとでキャッシュ・フローの範囲内でグローバル需要等を慎重に見極めつつも、積極的な設備投資スタンスを維持しており、設備投資の基調は底堅いとみられる。

個人消費についても、底堅く推移している。その前提となる雇用、所得面をみると、雇用者数の増加が続く中で失業率は9年5か月振りの3.6%にまで低下するなど労働需給はタイトであり、給与所得の総和は引き続き

増加している。ただし、日本企業は1990年代から2000年代初めの危機を抜本的なリストラとグローバル化というビジネス・モデルの変革で乗り切って現在までの成長に繋げて来ているし、労働法制面でも企業のニーズに合わせて規制緩和が進められているため、今後も労働分配率が早急に大きく改善していくことは考えにくい状況である。これに加えて、年金不安、格差などの構造的問題も根強く存在している。このため、各種の消費者コンフィデンス指数にも表われているとおり、個人消費が力強さを得ていくには時間がかかるのではないかと思われる。

次に、賃金についてであるが、統計が実態以上に弱い印象を与えてしまっている可能性がある。具体的には、毎月勤労統計ではこのところ一人当たり平均賃金が小幅マイナスとなっているが、これは最近の労働市場の変化を反映しているものと思われる。すなわち、統計上の雇用者全体の平均賃金を引き下げているのは、団塊世代の退職、地方公務員の給与引き下げに加えて、給与水準が相対的に低いパート雇用者の増加が大きな要因であると思う。雇用者総数5,600万人のうち1,700万人以上がパート雇用者であり、シェアは31%に達しなお増加傾向にある。また、最近では主婦などがより多く労働市場に参加できるようになっているうえ、労働時間は雇われる側が柔軟に決定できる状況であり、極端な例では30分みの労働というケースもある。団塊世代についても、定年まで勤め上げ退職金を得て年金も期待できることに加えて、再雇用に応じる選択肢も出てきている。この結果、完全失業率は低下しパートの時給は前年比プラスとなっても、平均賃金にとってはマイナス要因となる。これらはいずれも景気悪化を示すものではなくて、ライフスタイルの変化を反映したものであると考えられる。こうしたライフスタイルの選択は当面続き、その間は統計上の平均給与は抑えられるとみられる。以上のことについては、この会合の席上ではこれまでも繰り返し議論してきた訳であるが、市場には理解が今一つ浸透しておらず「統計上の平均賃金がマイナスだから景気が悪い」という誤解が未だに多いのではないかという印象を持っている。この点、市場との間で、的確な情勢認識を共有しておく必要があると思う。このため、

正規とパートが一本となっている平均賃金はパートが増え続ける限り今後も上がりにくいことについて、可能な限り数字を使って説明するなど、従来以上に丁寧に対外的に説明していく必要があるかと思う。この間、住宅投資については、建設基準法改正の影響から7月に大きく減少しているが、これが一時的な影響に止まって再び堅調さを回復するかどうかをよく見極めていきたいと思う。

物価については、国際商品市況はグローバルな金融市場のリスク削減の動きを受けてニッケル等が下落してはいるものの、原油価格は世界需要の堅調さや地政学的リスクの高まり、米国の在庫減少等を受けて、OPECの2年振りの生産枠拡大発表にもかかわらず既往最高値を更新している。また、小麦の急騰などもあって、CRB指数は底堅い動きを示している。こうした中、川上の企業物価指数は足許は銅価格下落の影響等からプラス幅をやや縮小させているものの、高い伸びが続いている。川下のCPI除く生鮮については、7月も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12か月連続で続いており、現に身の回りの様々な商品の価格が上昇している。このため、CPIが長年の安定圏内で推移しているという状況に変化はないと思う。

最後に、金融面では、グローバルなクレジット市場の変動を受けて一頃は日本の社債、CP発行にも金利上昇等の影響がみられたが、現在はクレジット・スプレッドが高止まりする一方、長期金利は低下していることから仕上がりレートは落ち着いており、発行環境は改善しているとみられる。この間、REIT市場の調整は続いており、不動産市場への影響も含めてフォローしていきたいと思う。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

前回会合からの変化をみたいと思う。まず、米国の実物面のダウンサイ

ド・リスクがかなり高まったと言える。以下、ダウンサイド・リスクの実態について述べたいと思うが、ただ、予めインフレーション・リスクは依然として残っていることにも注意しておきたいと思う。従来より弱まったとはいえ、昨晚のPPIコアは前月比0.2%上昇とインフレ圧力が大きく低下した状況とは必ずしも言えない。このリスクは頭の中に入れておく必要があると思う。

それではダウンサイド・リスクの説明をしたいと思う。リセッションを2四半期連続マイナス成長、リセッションライクを2四半期連続1%以下成長とするという通常の簡便法でみると、3か月後から1年半を展望するとリセッションあるいはリセッションライクになる可能性はかなり増大したというふうに考えられる。サブプライムローン問題がプライム層にも波及しつつある。例えばプライム層のノンコンフォーミングのジャンボ・モーゲージの証券化が滞り、9月第一週に漸く中堅モーゲージバンクが数か月振りに証券化商品をさばくことができたというような状況である。証券化出口のこうした状況を反映し、証券化入口ではサブプライム層からプライム層へと信用割当の状況が次第に広がっているように見える。金利水準と信用のアベイラビリティは別であることに注意する必要があると思う。現在、質への逃避のためTBのレートが低下し——昨日少し話に上ったが——、それに従って長期のモーゲージ金利も低下しているが、同時に信用のアベイラビリティがプライム層でも低下していると考えられる。つまり、金利低下と信用割当が同時に起きている状況である。金利にのみ注視すると情勢を見誤るので、注意したいと思っている。金融市場コンフィデンスの急速な回復がみられないと、今後予想される金利低下にもかかわらず、こここのところ若干改善がみられた住宅市場の収縮を再加速し二段底へ向かうリスクがあると考えている。

ここで、米国の住宅市場は優れて地域市場であることに注意したいと思う。従来は上昇する地域と下降する地域が共存していた。各地域のケース・シラー指数を当該地域CPI-Uで実質化して12主要都市を比較すると、1990年代初期のS&L危機の時には、ロサンゼルスの実質価格30%

近くの下落を筆頭に、ニューヨーク、ボストン等は大きく下落したが、他方デトロイトでは20%強、クリーブランドでは10%位上昇している。これに対し、2005年からは下方にシンクロナイズし、シアトルを除きほぼ全域で下落している。住宅価格下落の影響も従来とは異なる地域的広がりを持っていることに注意しなければならないと考える。さらには、サブプライムローン問題はCMB S市場にも波及がみられ、CMB Sスプレッドが拡大している。これは、特に一昨年から昨年にかけてみられたキャップレートの急低下が大きく反転することを意味する。キャップレート低下に支えられたコマーシャルプロパティ市場拡大が急速に逆回転する可能性が示唆されている。経験則ではレジデンシャルプロパティ市場の減速は半年から1年遅れてコマーシャルプロパティの市場に波及すると言われていたが、その兆しが現われているとみえないこともない。昨晚のFOMCの決定は下げ幅50bpと市場予想平均を上回るサプライズを与え、金融市場にアシュアランスを与えようとしたと考えることができる。現在一部に事実上みられるクレジットクランチの状況が、急速な改善に向かうのか慎重に見極める必要があると考える。

これに加えて、欧州に飛び火した金融市場の混乱が欧州の実物面にも影響を及ぼす兆しがある。サブプライムローン問題の顕現化後、イギリスでハイリスク層に対する金利が急上昇している。エンドユーザーに対する信用アベイラビリティの情報はないが、RMB S市場の機能低下に伴うノーザン・ロック銀行問題を考慮に入れると、金利上昇が示唆する以上に信用はタイトになってきている可能性が高いと思われる。ドイツ中堅銀行の流動性問題も依然として大きな進展がみられていない。今のところ実物面への悪影響の兆しは明確でないが、英国を含め現在の高水準の経済活動のかなりの部分を金融が支えてきたことや、英国、ドイツといった国からの投資がスペインその他の不動産投資ブームの一因になっていたことを考えると、もし欧州における金融の混乱がまだ続くと考えると実物面でのダウンサイド・リスクを考えなければいけないと思う。

実物面をみる限り、米国経済の落ち込みが予想比大きい、今までのと

ころアジアを含む欧米以外の市場がレジリエンスを示している。特に中国とインドが高い成長となり、それが需要の牽引となっている。もし欧米以外の地域が自律的な成長経路に乗りつつあるならば、米国の明らかなダウンサイド・リスクそして欧州の若干のダウンサイド・リスクを吸収するデカップリングシナリオが依然としてメインシナリオとなりうると思う。しかしながら、アジア地域での需要が結局中国、インドを通じて米欧経済と最終的に繋がっているとすれば、差し当たりはデカップリングシナリオが実現すると思うものの、米欧経済のダウンサイドが下押しされると、グローバルにダウンサイドにシンクロナイズする可能性は高まると思われる。今後の推移を注意深くみていく必要があると考える。これに対し、内需はばらつきを伴い公表データは若干の弱さをみせているが、経済・物価情勢全体をみると若干下振れ、後ずれの傾向はあるものの、ほぼ従来の見通しの下限近傍で推移していると評価できると考えている。

恒例の消費者物価の予想であるが、7月全国CPI変化率は予測が-0.095%に対し実績-0.105%、その差が0.01%ポイントであった。ガソリン、灯油と家賃を除き前年度と同じ変化をするというのがこの予測値の基本であるが、実績値が予測値を下回る程度が3~5月は0.03%、6月は0.02%、7月は0.01%と縮小している。これは価格上昇のモメンタムが非常にゆっくりとはあるが、上昇していることを示している。具体的には、カーナビゲーション、ハンバーガー、運送料、浴槽、弁当等々である。昨今原材料高を理由とする最終財価格値上げの報道がみられ、統計上には明確には現われていないがモメンタムには現われていると考えて宜しいのではないかと思う。8月全国CPI（除く生鮮）の変化率の予想であるが、全国に先行する東京の8月速報値で液晶テレビ、デスクトップパソコンが前月比値上がりし——液晶テレビは2005年に統計を取り始めて以来初めての上昇であるが——、全国にも反映すると、全国は大体100.25、切り上げで100.3となり、前年8月が100.3だったので変化率はゼロ%ということになる。ただし、前年8月は四捨五入で切り上げだったのに対して、全国的には液晶テレビ等の価格変化が東京程でないとするると-0.1%

にとどまる可能性もあり、大体フィフティーフィフティーというところまで考えている。こころもち、ゼロ%になるのが60%というふうには思っているのだが、ここら辺は難しいところである。9月以降は前回会合で申し上げた予測から大筋変化なく、9月、10月と-0.1%~ゼロ%辺りをうろついた後、11月頃からプラス領域に入り、今のところ年度の平均はほぼゼロ%になりそうであると考えている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず、4~6月期のGDPであるが、法人季報に伴う下方修正で予想通りマイナスとなった。昨日の説明にもあったように、改正建築基準法による住宅投資の下振れが想定されるので、今年度+2%割れ成長となる可能性もある。ただし、生産・所得・支出の好循環のメカニズムのもとで緩やかな景気拡大が続く限り、現在の標準シナリオの範囲内に位置付けられるとみている。以下、前回会合以降の動きを中心に、順に整理してみたいと思う。今回は強弱双方向に材料が出たが、どちらかと言えば、要チェック項目が少し増えた印象を持っている。

最初に個人消費であるが、7月の個人消費関連指標は家電、外食、旅行などいずれも天候不順を背景に弱めとなったが、8月は持ち直しが窺われ均してみれば底堅く推移している。これまで低迷を続けてきた新車販売も、8月は新車投入効果から増加に転じるなど、漸く薄日が差している。ガソリンや食料品価格の上昇や株価下落、年金問題等に伴うマインド面への影響には留意する必要があるが、今後も雇用者所得の緩やかな増加がアンカーとなって個人消費は底堅く推移していくとみている。IT関連財の在庫調整にも漸く目途が立ちつつあるようである。デジタル家電やゲーム機向けの出荷が世界的に好調を続けるもとで、パソコン向けも新型OS関連向けに持ち直す動きが窺われており、メーカーの間では強気の見方が広

がっている。このままクリスマス商戦へ向けて良好な需給環境が続いていけば、年後半にかけて電子部品・デバイスの在庫調整圧力はかなり軽減すると見込まれる。

設備投資の足許下振れについて、法人季報で大幅に減少したリースが、リース事業協会による同時期のリース取扱高が前年並みを維持していることから考えて、サンプル要因による振れである可能性が高いとみている。ただ、資本金別にみて1,000万円~1億円の企業の設備投資が前年比約2割減となるなど中小企業の設備投資の弱さは気になる。こうした中小企業の弱さをリース業のサンプル要因だけで説明するのは無理がある。食料品や卸・小売、不動産といった中小企業の比率が高い業種も、軒並み前年割れとなっている。機械受注でも、中小企業向けが多いとされる代理店経由はマイナス幅が拡大している。中小企業庁のアンケート調査結果からも原油価格や原材料価格の上昇が収益を圧迫していることが窺えるし、中小企業金融公庫の「中小企業動向調査」でも業況判断DIが足許頭打ち傾向となっている。7月は機械受注が大幅な伸びとなったこともあり、今のところ設備投資全体でみれば減速しつつも引き続き増加基調と考えているが、このまま原材料価格が高止まりし販売価格への転嫁が進まない状況が続けば、設備投資全体にもその影響が出てくるかもしれない。今後、中小企業の収益環境や業況感を肌理細かくチェックしていく必要があるようである。また、7月の住宅着工件数は改正建築基準法の施行の影響から大きく下げた。今後、その影響は徐々に薄れていくものと考えられるが、統計上は住宅関連指標や7~9月のGDPに少なからず影響が出てくると思われる。足許、外国ファンドの流入はあまり期待できず、需要要因に強さが見出せない中で、住宅投資が一時的な下振れにとどまるということで良いのか、しっかりとみていく必要があると思う。

消費者物価をはじめとする物価の動きについては、前回会合以降特に目立った動きは出ていない。時系列的分析から基調的な物価変動を識別すると、消費者物価は緩やかに上昇しているとの執行部による分析結果もあるが、刈込平均やコアコアの動きをみると足許は改善傾向がやや足踏み状態

となっている。ただ、最近では、業界を代表するプライスリーダー的な企業が値上げに踏み切るケースも窺われており、競合他社を意識して様子見をしていた企業の間にも追随する動きが広範化してくる可能性もある。CPIは目先暫くゼロ近傍で推移するとしても、このまま雇用のタイト化と原材料価格の高止まりが続けば、そう遠くない将来、思いのほか上振れるリスクも念頭においておく必要があると思っている。

海外経済からの影響については、米国のサブプライムローン問題を端緒とする流動性リスクやそれを背景とする金融システム不安は現在のところ我が国には伝播していない。今後も日本の企業金融環境に大きく影響が及ぶことはないと思っている。ただ、米国経済の下振れに伴う米国向け輸出の減少、株価や為替の変動を通じた企業の投資マインドや消費者コンフィデンスへの影響については、注意深くみていく必要がある。もっとも、日本の輸出全体という観点からは、米国向け輸出の寄与は限定的であり仕向け地の分散化が進んでいること、輸出される財もバランスのとれたものとなっていることから、注視すべきは世界経済全体の動向ということになる。実際、アジアを始め他の地域の経済環境が良好な中、政策対応余力もあるので米国の景気減速を必要以上に気にすることはなく、米国経済減速が日本の輸出全体に及ぼす影響は景気の大きな落ち込みがない限り限定されたものとなる可能性が高いと思っている。なお、米国経済について、ここにきて減速度合いが高まった兆候はベージュブックやISM景況感指数などをみても見出せないが、市場では、市場の混乱に加え非農業部門雇用者数が4年振りに減少したことから米国の景気減速感を強めている。ただ雇用については、これまで景気減速度合いに応じた雇用の減少が見受けられないことが謎とされていた訳であるから、足許までの動きは過去の景気減速に見合ったものであるとの解釈が可能だと思っている。市場はこの単月の数字を問題視し過ぎである。Fedでは、昨日50bpの利下げを実施したが、現在のところ、市場参加者の多くはそれ以上の利下げ効果を織り込んだうえで成長率を0.2%ポイント程度小幅下方修正するに止まっている。この程度の下振れであれば、我が国の輸出全体に与える影響はほ

とんどないと言っても良いであろう。また、日本経済にもある程度のショックを吸収できる体力がついてきていると言える。ただ、住宅価格下落の可能性や住宅在庫の高さから考えれば、米国住宅市場の調整が2008年後半まで長引いてしまう可能性もある。そうなれば、2008年の成長率は市場の平均見通しに比べもっと下振れする可能性もあり、下振れの大きさ如何では日本経済への影響も無視できない。低所得者向けの住宅問題が社会問題化していることも気になっており、今後の住宅関連指標や雇用について注意深くみていきたいと思う。

次に、市場動向についてであるが、株や為替レートの先行きについては今のところ見守るしかないが、クレジット市場については、サブプライムローン問題の実態把握やその他への波及経路の理解の高まりに加えて、米ABC残高の減少、GMACやカントリーワイドへの融資、ブーツ買収のためのメザニン債に買い手がついたとのニュースなど、問題解決に向けての前進もあって、足許少しづつ落ち着きを取り戻しつつある。米国株価も高値圏で推移している。ただ、市場の不安感はなかなか拭えないし、住宅ローンの延滞率や差し押さえ発生率は来年に向けて益々悪化していくとの見方が一般的である。クレジット市場がひとまず落ち着きを取り戻し、目先、市場のボラティリティが低下していったとしても、経済指標の予想比下振れやイベント発生によってまた一步後退ということも考えられるので、引き続き警戒を怠ることはできない。ただ、企業金融全体を考えると、長期金利の低下や米企業がキャッシュリッチであってバランスシートが健全であることなどから、米国でも引締め度合いが大きく強まるとは考えていない。なお、現在、原油価格の高騰、高止まりが続いているが、これは産油国への所得移転であるとともに物価上昇要因であり、経済と物価にスタグフレーション的な影響を与える。ユニット・レーバー・コストの上昇もあるので、FOMCの声明文にもあるように、インフレについても注意していく必要がある。以上である。

福井議長

次は野田委員から、お願いします。

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、4～6月期の実質GDP2次速報値が1次速報値から一転してマイナス成長になったことを始めとして、鉱工業生産指数や個人消費関連指標などヘッドラインからは足踏みを示唆するものが多かったと思う。しかしながら、これらも仔細にみれば、一時的な要因による下振れという面も観察できる。また一方では、実質輸出の回復、企業業績の好調、雇用の堅調がはっきりと確認されているので、我が国経済は引き続き緩やかな拡大基調を辿っていると判断することが適当だと思う。先行きについては、これまでのデータでみる限り、緩やかな拡大を持続する可能性が高いとの判断を継続し、これまでの標準シナリオに概ね沿った動きで推移するものとの見方は変わっていない。ただし、サブプライムローン問題が米国経済ひいては我が国を含む世界経済に及ぼす影響の程度は依然として極めて不透明であり、シナリオ実現の蓋然性に対するリスクは前回会合比何がしかダウンサイドに強まったと言わざるを得ないと思う。

まず企業部門であるが、設備投資は4～6月期の法人企業統計で3期振りのマイナスで、特に非製造業中小企業においてマイナスの幅が比較的大きかったと思う。ただ、短観を始めとする信頼度の高い調査結果とは非整合的であって、統計上の振れによるところが少なくないと考えられる。この法人企業統計のマイナスだけで先行きの設備投資動向のマイナスというのに繋げるのは、些か早計であろうと思う。7月の機械受注をみても元々振れが大きい統計とは言いながら、4～6月対比で大きくリバウンドして、振れを均してみれば横這い圏内とみるのが妥当なところであろうが、この辺りのことについては9月の短観でよく確認したいところである。この間、生産面では7月は前月比-0.4%、4～6月対比では+0.4%と横這い圏内に止まっているが、新潟県中越沖地震による輸送機械の減産の影響

などを調整すれば生産循環の回復振りはもう少し確かなものだと思うし、8～9月の予測指数やマイクロ情報に照らしてみれば、さらにしっかりとした回復が期待される場所である。このうち、IT・デジタル関連財については、資本財、生産財、消費財全体の在庫は7月も引き続き増加した。ただ、一頃に比べると、在庫の伸びに頭打ち感があり、特に生産財——電子部品・デバイス——について顕著となっているとみている。その他、経営者の景況感判断では在庫過剰感が強くないということなども踏まえると、在庫調整は一巡したとの見方は前々回会合以降から変わっていない。ただ、米国の個人消費の減速が急速なものになるリスクが高まっているが、そうであれば供給能力の拡大につれて増産モメンタムが高まりつつあるだけに、在庫の急増というリスクも十分念頭に置いておく必要はあるかと思う。

家計部門であるが、7月の個人消費関連指標は供給サイド、需要サイドとも押し並べて弱いものとなったが、これは7月単月の悪天候や地震による被害の影響など一時的要因で説明できる部分もある。8月は逆に猛暑による上振れ効果も期待できる場所であり、また、国内乗用車新車販売台数が除く軽自動車で久々のプラスとなるなど好調であったことから、全体として持ち直しているとみられる。一方、個人消費の背景にある所得環境は引き続き冴えない状態が続いている。7月の特別給与も6月からのリバウンドの期待に反して大きく落ち込み、雇用者所得全体の前年比増加幅もゼロ近傍まで低下している。特別給与の不振は、団塊世代の退職であるとか一部の業種や個別企業の特殊要因によるある種テンポラリーな要因もあるが、より本質的・構造的な要因として今後も注意深くみていく必要があると考えるのは小規模企業の賞与の抑制である。一般的にグローバル化の波に乗り切れず、また原材料・燃料価格上昇の影響を受けやすい中堅・中小企業の収益が大企業比相対的に伸び悩んでいるという問題がその背後にあると考えられるからである。

さて、世界経済については我が国経済にとって最大のリスク要因であるのは米国経済であるが、昨日のFOMCは0.5%の利下げを決定した。今回

の利下げは、住宅市場のさらなる低迷と、これまではっきりしていた設備投資の減速に対して唯一比較的堅調を何とか保ってきた個人消費にもその支えであった雇用に大きな陰りがみえる、といったいわば今回の金融市場の混乱以前の成長減速に加え、混乱以降の先行きの成長にも重大な下振れリスクを認識したことによるものであると考えている。市場参加者のマインド改善という利下げ効果はともかくとして、いわゆるサブプライムローン問題に端を発した米国の金融市場の混乱、信用収縮からくる今後の実体経済への影響は未だ顕在化した訳でもなく、また昨日のFOMCの声明文からみてもFed自体も未だ測りかねている状態とみられているが、そういうことから今回の利下げがどれだけの予防的効果を持つのかを現時点で評価するのは困難であると言わざるを得ない。差し当たっては、金融市場の動きをみていくしかないが、今後発表される経済指標あるいは諸情報を従来にも増して丹念に点検していく必要があると考えている。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

今日は、まず足許の金融経済情勢を整理したうえで、リスク要因の点検に重点を置きながらお話したいと思う。まず、足許の金融経済情勢についてである。時間を節約するために、個別の経済指標についてのコメントは最小限にとどめる。

我が国経済は、生産・所得・支出の好循環のメカニズムを持続しており、展望レポートの見通しに沿って展開していると思う。すなわち、海外経済が全体として拡大を続けるもとで、企業部門は輸出を起点に好調さを持続している。法人季報でみた設備投資は前年比マイナスとなっているが、6月短観、政策投資銀行の調査による2007年度の設備投資計画、資本財出荷（除く輸送機械）などの同時、先行指標の動き、企業収益等を総合的に

勘案すると、設備投資は増勢こそ鈍化するものの増加基調を持続するとみるのが適当だと思う。企業部門の好調さは雇用を通じ家計部門に緩やかに波及しており、家計部門は底堅く推移している。個人消費については、7月の各種販売統計が悪天候もあって総じて冴えなく、マインド統計も弱めだった。一方、8月は好天候がプラスに作用したとみられるほか、乗用車販売が26か月振りに前年比プラスとなった。7月、8月を均してみれば、「個人消費は底堅く推移している」という調査統計局の見方あるいは金融経済月報の表現を踏襲することが適切だと思う。なお、企業が賃金コスト上昇に慎重なことを考えると、個人消費は派手さが無い展開が続くことが自然とも言えるのではないだろうか。

リスク要因からみた点検をしたいと思う。サブプライムローン問題とこれに端を発した金融市場の混乱であるが、米国とユーロ圏経済の下振れリスクを高めたと判断されるものの、我が国経済の見通しについて直ちに変更を迫るものではないと思う。すなわち、BRICs諸国や中東産油国等が高成長を続けているほか、アジア経済はアジア開発銀行の見通しの上方修正もあるが、我々の4月時点の内部の見通しよりも上振れている。世界経済は全体としてみれば拡大を続けている。従って、輸出というルートを通じてサブプライムローン問題が我が国経済に直接的に悪影響を与えることは今のところ大きな心配はないとみている。また、その他のルートとして考える株安、円高進行に伴うマインドの悪化あるいは為替スワップ市場を介した我が国の短期金融市場への悪影響についても、ターム物金利は全体としてはむしろ我が国では低下しているという状況であるから、今のところ目立った悪影響は確認できない。企業金融については、財務体質等が良好な先を中心に長期金利低下を受けて社債の発行を前倒しするなど、極めて緩和的な金融環境が続いている。家計部門、企業部門のコンフィデンスもこの問題によって損なわれていると判断するのは早計だと思う。株式市場は一進一退を続けている。外為市場は米国の金融緩和期待から本来なら円高ドル安圧力がかかりやすい局面であるが、証拠金取引や外貨建て資産への投資など本邦個人マネーによる円売りの動きもあって、円ドル相

場は6月短観の大企業製造業の想定為替レートである114円40銭/ドルに近い水準で推移している。この間、我が国金融機関におけるサブプライムローン関連のエクスポージャーは自己資本対比小さい状態にある。

さて、米国経済の減速が想定を上回るかどうかであるが、今回の金融市場の混乱が影響を及ぼすルートとしては、主に、以下の四つが想定されると思っている。まず一点目は、住宅金融の融資基準の厳格化に伴う住宅投資減速を通じたルート、二点目としては金融資本市場の機能低下に伴う企業金融の逼迫を通じたルート、三点目としては消費者や企業のコンフィデンスの悪化を通じたルート、四点目として金融機関の収益悪化を通じたルートを考えている。これらに関する現状評価は以下のようなものだと思っている。まず一点目については、住宅投資は減少しているが、マイナスのインパクトは概ね今のところ想定範囲内だと思う。二点目、三点目についてであるが、一部の金融市場の機能低下はあるものの、クレジット・スプレッドの拡大は幾分落ち着きをみせつつあり、財務体質の健全な企業の資金調達には総じて問題はない。また、家計、企業部門のコンフィデンスも総じて損なわれていない。9月のミシガン大学マインド指数は、速報値ベースであるが83.8と8月を小幅ながら上回った。四番目については、ひと頃に比べて円以外のLIBOR金利に上乘せられたリスク・プレミアは低下している。ただ、市場参加者間における疑心暗鬼の伝播によってターム物金利やABC P市場の流動性は枯渇した状態に大きな変化はなく、イベント待ちの小康状態に過ぎないとみておいた方が無難である。こうした中であって、FRBとECBの潤沢な資金供給、BOEによる預金準備率引き下げなど当局の対応によって、資金決済はとりあえず回っている。また、証券化市場のリプライシングが進むにつれて、欧米の金融機関へのリスクの再集中化が発生している。もっとも、リプライシングのプロセスが主に証券化市場にとどまっている限り、その損失額は自己資本対比決して大きくなくソルベンシーの問題に発展するリスクは高くないと考えている。昨日のFOMCで、25bpか50bpかどちらかという見方に対して、50という利下げ幅が全員一致——恐らくこれはバーナンキ議長の

リーダーシップのもと——で決められたと思う。FOMC 声明文では、「そうしなければ金融市場の混乱で生じたかもしれない幅広い経済への悪影響の一部を未然に防ぎ、長期に亘る緩やかな成長を促すことを意図したものである」とされているように、予防的な意味合いから利下げを前倒ししたと解釈できる。インフレ懸念が払拭できない中での利下げであるため、景気底入れ感が確認できれば、FRB は早期に利上げに踏み切る可能性があることを米国債市場は読み取ったため、米国債のイールドカーブはベア・スティープ化している。従って、今までを振り返って、我が国経済に与える影響という観点では米国の一部の金融の問題と実体経済の問題が悪循環に陥ることがない限り、先程言った四つのルートのいずれについても、リスク要因ではあるが我が国経済の見通しの変更を直ちに迫るものではないと思う。今後については、第一に、流動性が枯渇しているターム物取引及び証券化商品の流動性を支えていた ABCP 市場がいつ機能を回復するか、第二に、欧米の有力銀行の決算の内容に注目している。

証券化はリスクを幅広く分散する金融技術であるが、しかし証券化商品を販売した大手投資銀行は投資家からそのプロダクトを今買い戻しているため、現在リスクの再集中化が進行していると言える。今週から米系投資銀行の 6~8 月期の決算が順次公表されているが、昨日のリーマン・ブラザーズの決算をみても恐ろしい程の内容ではなかったという感じがする。流動性が乏しいストラクチャード・プロダクトの時価評価を開示することは困難なため、決算発表によってサブプライムローン問題の全貌が明らかになる訳ではない。ただ、潜在的な損失額に対して十分な引当金が積みまれたうえで、その損失額が自己資本対比決して大きくないことが判明すれば、短期金融市場は多少落ち着きを取り戻しターム物金利が低下するきっかけになる可能性がある。

なお、米国経済の安定に第一義的に責任を持つのは、米国政府と FRB である。彼らが今回の金融市場の混乱の終結には時間を要するものの米国経済のソフトランディングシナリオを修正する必要はないという判断を今の段階ではしている中で、我々が米国経済の下振れリスクをことさら強

調して我が国経済の先行きに懸念を表明することはあまり好ましいことではないと思っている。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

まず、海外の金融市場と海外経済の状況について申し上げたいと思う。米欧市場ではA B C Pなどの証券化市場の機能が著しく低下しているほか、クレジット・スプレッドも大きく拡大するなど、サブプライムローン問題に端を発した金融市場の動揺が改善する兆しはみられていない。また、ドイツの中堅銀行の行き詰まり、さらにはイギリス住宅金融機関の経営悪化など、欧州では金融機関経営にも問題が波及している。こうした金融情勢が世界経済に与える影響の度合いを見極める必要がある、と考える。

まず米国経済であるが、緩やかな景気調整局面が続いていると思われる。住宅投資は減少を続けているが、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。一方、8月の雇用者数は4年振りに減少した。この背景としては、公的部門での雇用者数減少の影響が大きい訳であるが、建設業の減少にはこれまでの住宅不振の影響が出ているとみられ、今後の雇用者数の動きには注意する必要があると思う。また、9月5日公表のFRBのページブックでは、住宅ローンの与信基準がタイト化しているほか、商業不動産向けの与信も幾分タイトになっているとしている。現時点では金融市場の動揺が発生して以降の実体経済の動きを示す経済指標が十分明らかになっていないが、昨日のFRBの公表文にも述べられているように、米国景気の先行きについてはダウンサイド・リスクが高まっているとみておくべきであろうと思う。一方、物価面については、消費者物価の前年比はこのところ緩やかに低下しているが、労働需給のタイト感が払拭されない中でインフレリスクはなお残っていると思う。FRBはこの点も注視すると共に、必要に応じて適切な対応を取るという姿勢を

示している訳であるが、米国経済については引き続き両サイドのリスクを注視する必要があると考える。

次に欧州経済については、内外需のバランスのとれた成長が続いている。しかし金融市場の動揺は収まっておらず、今後明らかになる指標をもとにその影響を見極める必要がある。アジアについては、中国で高い成長が続いているが、CPIは食料品価格の上昇から前年比伸び率を拡大しており、過熱リスクがある。NIEs、ASEANでは総じて緩やかな景気拡大が続いている。以上のように、世界経済はこれまでのところ全体として地域的な広がりを持ちながら拡大しているが、金融市場は世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済のダウンサイド・リスクが高まるなど、全体として不確実性が増している状況であると考ええる。

次に国内の企業部門をみると、輸出は振れを伴いつつ増加基調を維持している。生産は7月は新潟県中越沖地震の影響から4~6月対比で小幅のプラスにとどまったが、予測指数や調査統計局のヒアリング情報からみて7~9月は増加となる可能性が高いと思う。また、IT関連財の世界的な需要は全体として堅調であり、現在の在庫状況が生産の抑制要因となる度合いは薄まりつつあるとみられる。企業収益は高水準で推移している。設備投資は4~6月のGDP2次速報で前期比-1.2%と減少したが、これはベースとなった法人季報の振れによる部分もあるとみられる。基本的には、高水準の収益のもとで増加基調を維持すると考えられるが、この点を踏まえ企業部門の状況は10月初めの短観で確認したいと思う。

次に家計部門についてみると、労働需給は引き続きタイト化の方向にある。その一方、一人当たり賃金は引き続き弱めの動きとなっている。特に毎月勤労統計の特別給与がマイナスとなった点は気がかりである。団塊世代の退職に伴う年齢構成の変化や、中小企業の業績の伸び悩みなどの影響が考えられる。先行きについては、生産年齢人口が減少する中で雇用者数が増加していけば賃金の上昇圧力は次第に高まっていくと考えられるが、そのタイミングや程度は不確実であり注意が必要である。個人消費については、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

をみると減少を続けてきた乗用車販売台数が8月は増加となったほか、家電販売や外食、旅行などのサービス消費は増加基調を維持している。また、全国百貨店売上高は天候要因に左右されながらも底堅く推移している。物価についてみると、国内企業物価は原油など国際商品市況高の影響から3か月前比でみて上昇しており、当面上昇を続ける可能性が高いと思うが、そのテンポは鈍化していくとみられる。生鮮食品を除いた消費者物価の7月の前年比は、4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、目先も前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いとみられる。もともと、やや長い目で先行きを見通すと、7月の失業率が3.6%となるなど、資源の稼働状況が高まっている中で消費者物価は次第に上昇していくと考えられる。ただ、先程申し述べた賃金を巡る情勢を踏まえると、上昇のテンポは極めてゆっくりとしたものとなるとみておくべきであろうと思う。

金融面では社債スプレッドが拡大したものの、米欧市場に比べると小幅の拡大にとどまっている。また社債の起債についても、8月には様子見気分が高まる中、一時的に発行を見合わせる動きがみられたことから発行額が減少したが、8月下旬以降、起債が活発化しており、起債案件は市場で順調に消化されている。また、銀行の融資姿勢は引き続き緩和的な状況に変化はみられない。このように、企業の資金調達に悪影響が生じている状況にはないと考えられる。以上、国内経済の面では生産・所得・支出の好循環が続いており、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判断できる。ただ、金融市場の動揺が続いており、海外経済の不確実性が高まっている。これが日本経済の先行きにどのような影響をもたらすか、引き続き注意深くみていく必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

私は、今回の金融市場の混乱が実体経済、世界経済及び日本経済にどう
いう影響を与えるかという一点だけに絞って申し上げたいと思う。今回の
金融市場の混乱はまだ続いていて、私が当初予想したよりも遥かに長期間、
しかも大きな揺らぎとそれから規模もより大きなものになっているよう
にみえる。この震源地はどこかと言えば、やはりアメリカであって、しか
も住宅部門の調整である。これはある意味では、実物面での調整にその震
源があって、それが金融市場、特に派生商品に波及して大きな揺らぎをみ
せているということかと思う。まず、アメリカの住宅部門の調整であるが、
量的な側面つまり実質の住宅投資あるいは住宅着工件数というようなも
のでみると、この調整過程は長引いておりかつ予想よりも深いものになっ
ているように思う。2008 年前半まで成長率に対してマイナス要因として
寄与するのではないか。着工戸数でみると、ピーク時点から約 4 割低下し
ている。これは 1990 年の S & L 危機とほぼ同じような大規模な調整が起
こっているということかと思う。この量的な側面だけをみると、アメリカ
経済の潜在成長率経路への復帰が 1 年程度遅れるということが言えるの
ではないか。従来は 2007 年の夏位から潜在成長経路に復帰するというの
が連邦準備等の見方であり、我々もそのように思っていたと思うのだが、
それが 1 年程度遅れるということかと思う。それが量的な側面なのである
が、もう一つ価格の面というのは私が前から気にしているのだが、住宅価
格がどのように動くのか、先行きどこまで落ちるのかということが重要だ
と思う。中古の住宅の在庫水準は 9.2 か月と 1991 年 10 月以来の高さであ
る。住宅価格指数をみるとケース・シラー住宅価格指数の 20 大都市分を
取ると、6 月は -3.5% である。この先どの位住宅価格が落ちるのか、誰
にも本当には分からないのだが、私の個人的な見方としては、恐らく
10~15% 程度下落するのではないかと、OFHEO 指数でも 3~5% 程
度下降するのではないかと考えている。なぜそのように考えるかというこ
とであるが、特にケース・シラー指数を図表で表してみると、土地価格の
上昇率は、日本の 1980 年台後半、バブルの時に上がった分の大体半分位

となっている。それで日本の場合はバブル破裂により、その3分の2が失われた訳であるが、それと同じことが起こるとすれば3分の1——ピークから比べて3割位——落ちるということがあってもあまりおかしくないと思っている。モーゲージ借入れの額が近年急速に伸びていて、ほぼGDPと同じ規模になっている。1997年から2006年にかけて、アメリカのモーゲージ借入れと名目GDP比率は63%から101%に、約3割強——4割に近いのであるが——増えている。日本の場合も、バブル期に銀行貸出が非常に伸びた。この時の名目GDP比率が1980年から1989年にかけて66%から101%であるから、これも30%強であって、ほぼ同じ位の規模の額だけアメリカで1970年以降、家計部門からみれば過剰な債務、金融機関からすれば過剰な貸出が行われたのではないかと思う。過剰な債務の大きさがどの位なのかはなかなか分からないのだが、トレンド線からの乖離とかからすると——トレンドもどこからとるかということでも色々違うのだが——、私はおおまかに3兆ドル位あるのではないかと思う。この過剰債務が住宅価格の下落によってなくなっていくと考えると、例えば1ドル当たり6セントというマイナスの富効果の値を使うと、1,800億ドルとかいう規模になるかと思うのだが、3年～5年位かけてその位のマイナスの富効果が発生する。個人消費で置き換えると、3年から5年の期間、0.4%～0.5%位下押し圧力が加わるのではないかと思っている。これまでの住宅部門の調整過程で、アメリカの成長率は、潜在成長率をやや上回るようなところ、+3.0%～+3.5%で動いていたのが、今は+2%程度のところに落ちてきている。国内最終需要を私はいつもみているのだが、調整に入ってから大体+2%なのである。設備投資と個人消費で頑張っ、しかし住宅投資がマイナスになって結果としては+2%位ということで、第3四半期も恐らくその姿が出てくるとは思うのだが、このマイナスの富効果が恐らくこれ程は想定していなかったと思うので、リスクとしてはその分下振れる要因になり得る。であるから、国内最終需要の成長率は+2%だと思っていたが、実は+1.5%位に落ちていくリスクがあるのではないかと思う。これがアメリカ経済に与える住宅部門の調整——価格と量両方

を通じて——なのであるが、アメリカ経済の抱えている問題はやはりインフレ圧力がまだなくなっていないということであって、特に原油でWTIが今日も81ドルを越えていて、ガソリン価格もまた上がってきている。さらに単位労働費用が足許で+4.9%上昇している。インフレのリスクが根強く残った状態で住宅部門の調整が価格と量の両面で進行しているというように整理できるのではないかと思う。

もう一つは、この住宅部門の調整が金融部門に勿論影響を与えていることである。日本の場合も土地価格が3分の2なくなって、不良債権が50兆円とか60兆円になり、その結果、費用も相当多額になった訳である。問題は金融市場の不安がなかなか収まらないのは、このボトムがどの位か——先程水野委員の方から潜在的損失額が明らかになればとあったが——について相場観がなかなか形成されていないというところが問題で、しかも派生商品を通じて広く分散してしまうのでどこにそのリスクが顕現化するかも分からない。この二つが組み合わさって今の金融市場の問題が起こっているのではないかと思う。私自身これでどの位の潜在ロスがあるのかとこのところずっと考えているのだが、バーナンキ議長が先日の議会証言で500億ドルから1,000億ドルという数字を出された。これは、民間で色々出されたものを集めたものだとも伺っている。私自身はどう思っているかということであるが、サブプライムローンが今1.2兆ドル位あって、しかも2008年末までにリセットされる——金利が200bp上がる——ものが8,200億ドル位ある。こういうようなことを考えると、結局償却しなければならぬ損失というのは恐らく1.2兆ドルの中で10%~15%位生まれてもあまりおかしくはないのではないかと思う。

それに加えてオルタナティブAというのがあって、1兆ドル位やはりある。そういうのを併せると1,000億ドルでは恐らく収まらず、1,500億ドル位ということもあり得る。あるいは、過剰な債務の考え方では——先程言った3兆ドルのうち10%がやはり焦げ付いてしまうというような考え等——、場合によると3,000億ドルという非常に大きくみえるかもしれないレンジをポテンシャルな損失として考えてもあまりおかしくないと私

は思っている。ただ、銀行部門が直接ロスを全部被るのかといえば、それはそうではない。それは証券化したので、方々に上手く分散している。であるから、すごく小さく見積もれば銀行もそのうちの2、3割位で負担が済むかもしれない。しかし、投資ビークルに預けておいたオフバランス化した証券化した商品を今度買い戻さないといけないとか、バックアップのファイナンスで事実上はもっているのと同じというようなことがあるとすると、私の全くの個人的推察では仮に3,000億ドル位の損失が潜在的にあるとすると、銀行部門が1,000~1,500億ドルということがあってもあまりおかしくないと思う。ただ、アメリカの銀行収益は2006年に1,893億ドルある。であるから、その意味では2006年と同じように高収益を挙げれば収益で全部賄えるということになるのであるが、恐らくそういうことにはならないので、自己資本の方に食い込んでくるということかと思う。アメリカの銀行の自己資本がTier 1、Tier 2で9,600億ドル程ある。これの1割位食い込むということもあり得ると思っている。その時の問題が言ってみると日本で起こった貸し渋りあるいは貸出し条件の基準の厳格化という、企業からするとお金が借りにくい、あるいは家計からするとお金が借りにくいという状況で、そこにどの位のインパクトが出てくるのか。そこはなかなか信用割当の話もあり、どの程度の経済効果をもつのかというところが非常に量的に把握しにくい。つまり信用収縮ということが实体经济にどの位ダメージを与えるのかというのはなかなかその時の金融情勢や色々なことに依存するので難しいところがあるが、いずれにしても、定性的にはある程度自己資本が毀損されて、その結果ある種の貸し渋りというか、借りる方からすれば資金調達が少し難しくなるという状況が出るのではないかと思っている。

日本経済への波及ということであるが、既に金融市場の混乱で株価が下がり為替が上がっていて——今日は大分株価が戻ったが——、株価が当初のシナリオよりも10%下振れて推移する、あるいは同時に5%円高のままずっと推移するようなことが仮にあるとすれば、成長率にはやはりマイナスの影響があると思う。それから、センチメントだけでなく、それが持

続すれば成長率に 0.2%とか 0.3%とかマイナスの影響があるのだろうと思う。翻って、日本経済の国内状況をみると、デカップリングというのはどの位起こるかということはなかなか難しいのであるが、過去の統計的事実をみると割合日本の成長率とアメリカの成長率というのは相関関係が高く、私はアメリカの個人消費は世界経済の一つのエンジンだっと思う。そこが鈍化する、減速するということはやはり何らかの実体面で日本経済にマイナスの影響は生じ得るのではないかと思う。日本経済の足許をみると、生産の方は改善が進んでいて、ITも勿論改善が進んでいると思う。ただ、ITについて一言言うと、半導体製造装置のBBレシオは日米とも1を割っている。それから、受注額も前年割れがまだ続いていて、どこまで本格的に回復に向かっているのか、その辺が今ひとつすっきりしていないところが残っているように思っている。いずれにしても、我々の+2.1%の見通し達成のためには、7~9月以降、前期比で+0.7%、年率でいうと+2.7%成長していく必要がある訳であるが、7~9月期というのは——去年も起こった訳であるが——天候があまりよろしくない、それからもう一つは石油価格が随分上がっている——去年も石油価格の上昇というのは個人消費に相当マイナスの影響を与えたと思っているのだが——といったことがあると、個人消費はあまり期待できない。加えて住宅投資が相当シャープに落ちているので、7~9月のGDPの成長率が年率で+2.7%というのはなかなか難しい。かなり微増に近いところになるのかと。4~6月、7~9月とそもそも低いところで推移することがあるとすると、やはり成長率に対して私はかなり下振れのリスクが出ているのではないかと思う。以上である。

福井議長

以上で各委員から一通りご意見の表明を頂戴した。今回の情勢判断のポイントは言うまでもなく、先月以来、世界的に不安定な動きが続いている金融市場の状況を踏まえながら、経済・物価情勢の見通しとリスクを点検するという事だと思ふ。委員の皆様方のご意見は、それぞれニュアンス

の違いは含まれているが、敢えて全体感を、私の意見を交えて申し上げると、これまでに公表された経済指標からは日本経済は概ね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なお高いとみられるということである。目下のところはその下限という西村委員からのご指摘もあったが、幅をもってみればそういう蓋然性が高いとみられるということではなかったかと思う。その一方で、金融市場では世界的に不安定な状況が続いており、その帰趨はまだ必ずしも明確ではない。そのもとで米国経済の下振れリスクがやはり高まっているということで、世界経済について少なくとも不確実性が増しているというご認識であったかと思う。従って、金融市場や世界経済の動向を引き続き注視する必要があるということであったと思う。私流に申し上げれば、「過度に楽観もせず、過度に悲観もせず」ということになる。冷静に見極める必要があり、シミュレーションは通用しない世界として動いているのではないかなというのが私の率直な感じである。

まず世界経済については、不確実性が増大しているということであるが、標準シナリオとしては地域的な広がりを伴いながら現状においてなお拡大を続けているという点に大きな変化はないのではないか。ただ、アメリカ経済については、既にもうかなりの期間、緩やかな景気調整局面が続いているということである。米国の4~6月の実質GDP暫定推計値は比較的高めの数字が出ているが、住宅投資は減少していても、設備投資や個人消費がこれまた減速しつつも緩やかな増加基調を維持していることが確認された訳であり、調整を続けながらも底堅いという感じで今のところ米国経済は動いている。その中で8月の非農業部門の雇用者数の4年振りの前月比-4,000人というのが非常に注目を受けている訳である。これは住宅市場の調整の影響を一部受けている可能性があると思うが、アメリカの連銀当局の理解でも——これは須田委員がご指摘になったとおりに——、予ねてより緩やかに米国経済は調整過程に入っているのに雇用の動きは増え続ける、これらは必ずしもコンシステントではないかもしれないという感触を持ち続けていた。8月のこの雇用の計数は今回の金融市場の混乱直

前の段階での数字であって、言ってみれば pre-war period の数字であるということからみると、遅行指標である雇用の数字がこれまでの調整過程と、ある意味で比較的コンシステントな形で出てきているということではないかと思う。今後、金融市場混乱の後、米国のダウンサイド・リスクが如何に顕現化し、さらに遅行指標としての雇用指標にどのような影響が出てくるかは今後冷静に見守っていくべき筋合いのものだというふうに思う。それから、サブプライムローン問題をトリガーとして、全般的に米国において信用仲介機能がやや低下している。通常の企業金融への影響というのはほとんどまだ感じられないということであるが、少なくとも部分的には信用仲介機能の低下がみられるという状況にある。ただ、サブプライムローン問題とそれに端を発する市場変動の影響については、これから幾つかのルートを通じてそれが出る可能性があるということで、これまた客観的かつ冷静にその変化をみていく必要があると思う。まず岩田副総裁からのご指摘があったが、住宅投資そのものへの追加的影響は、住宅投資は調整がある程度済んでいるのだが、住宅の在庫水準がまだ非常に高いのでそれ自身実態的かつ自律的な調整の余地を非常に大きく残している。従って、価格への影響も大きいかもしれない。この部分があるのに加えて、金融面からの金利ないしアベイラビリティの低下ということからの追加的影響をしっかりとみていく必要がある。これは住宅投資の調整が長く深く続けば他のセクターへの影響が当然出てくるので、米国経済の調整過程の今後の帰趨ということで、やはり引き続きコア・エレメントになるということだと思う。それから二番目に貸出やクレジット市場などの金融環境を通じるルート、つまり金融機関として信用ルートをどれ位タイトにしていくかということであるが、この面においても実は一方でリプライシングのプロセスが進み、ロスの範囲、所在が明確になり、それが言ってみれば最終的に損失が処理されていくというプロセスと並行的に進む中で、最終的にクレジットクランチ的なものがどれ位出てくるかみなくてはならない。決して単線的なものではない、ダイナミックにみていかなくてはならないという問題があると思う。その間、不透明性が非常に急に消えるということでは

ないので、不透明性に基づく家計ないし企業マインドへの影響という少し事前に織り込みにくい要素も、やはり今後の経過の中で正確に読んでいく必要があるということではないかと思っている。その一方で、米国経済については各委員からご指摘があったとおりの物価の面であるが、コアの消費者物価前年比は一頃より少し低下してきているということである。ただし、引き続き失業率が低水準そして資源の稼働状況が高い、原油価格の動きも少し気になるということであるので、インフレ圧力が後退したとは言いにくいし、今後の経済の調整過程とインフレ圧力の吸収が上手い形で進むのかどうか、必ずしも明確に今の段階で読めない。従って、米国経済については引き続き景気、物価両面のリスクに注意していく必要があるということだと思う。ユーロエリアについても今のところは内外需バランスのとれた景気の拡大が続いているが、米国のサブプライムローン問題の影響がかなり欧州に飛び火しているので、市場変動による金融面、マインド面の実体経済への影響には注意する必要があると各委員からご指摘のあったとおりでと思う。アジアについても各委員からご指摘のあったとおりでと思う。中国において、食料品価格が異様に上がってCPIも押し上げているが、経済全体のバランスとの関係でこれをどう理解するか若干パズルが残っているような気がする。原油価格自体も81ドルといった水準になってきているが、世界経済について本当にダウンサイド・リスクがあり、一方でOPECも若干ながら増産するという中でなぜ上がるのか、ここもやや統一的に理解しにくいところがあると思う。今後の変化は上下いずれの方向にもあり得る訳で、これまた一直線にスタグフレーションにいくと決め付ける訳にもいかないが、原油価格の当面の動きと経済への影響は確かに改めて要注目要因に浮かび上がってきていると思う。

日本経済の方は、目下のところ下限にひよっとしたら近いかもしれないというご指摘も含んで言えば、引き続きシナリオの範囲内で動いているということだと思う。目下のところは世界経済が地域的な拡大をもって拡大しているので、我が国の輸出は順調に伸びていると思うし、国内の民間需要の方も企業収益がやはり引き続き順調で——中小企業が原材料価格

の上昇などからやや頭打ちなのが気になるのご指摘はそのとおりだと思うが——、大企業の増益基調は続いており、企業収益が全体としては高水準を維持している。それを背景に設備投資も引き続き増加基調にあるという認識が今のところ共有されているのではないかと思う。ただ、法人企業統計あるいはGDPベースでの設備投資の数字がこのところ少し低めの数字となっているので、設備投資動向については改めて10月初めに公表される短観でもう一度明確に確認したいということではないかと思う。個人消費については、バックグラウンドにある雇用所得環境をみると、雇用は引き続き順調に伸びていて有効求人倍率も高い。完全失業率は3.6%まで低下ということで、構造失業率にかなり肉迫してきているのかどうか。しているのだろうと私は思っているのだが、名目賃金の伸び率は引き続き冴えないということである。ただ、雇用の増加と掛け合わせた雇用者所得のペースでみると、雇用が1%のペースで伸び、雇用者所得も緩やかながら着実に伸びているということで、これが底堅い消費のバックグラウンドになっていると思う。生産・出荷・在庫周りのところの運動のリズムについては、生産は地震の影響などを受けていたりしているが、それらのイレギュラリティを除いてみると、再びしっかりした増加基調に戻ってきているという感じがあるし、その中で電子部品・デバイスの在庫水準は出荷に対してなお若干高めにとどまっているが、そのバランスは徐々に改善してきているという状況にあって、これも、これまで問題視してきたところを幾ばくか解消しつつあるということではないかと思う。物価の方は皆様方ご指摘のとおりで私の方から具体的に加えることはないが、消費者物価指数についてはなお目先ゼロ%近傍——西村委員のご指摘では11月位から若干のプラスに入っていくかどうか——このようなところではないかということである。重ねて申し上げるが、金融面では、欧米のクレジット市場の機能低下状態が続いているということであり、各国金融市場の不安定な状況は収まっていない。米国で今回0.5%の政策金利の引き下げ措置なども追加的に採られたが、これまでの流動性追加政策そして今回の金利政策を合わせて金融市場の安定あるいは実体経済の支えにどういう効果がある

かは、これからよくみていかなければならない点かと思う。いずれにせよ、今回の金融市場の調整は基本的には甘過ぎたリスクの評価を市場参加者がいわゆるリプライシングしている過程だということである。この過程では、市場の中において価格が早く再発見され、ロスの所在が明確になって消却されていく、このことがみえてくればやはり経済の回転と金融市場の回転とが再び合ってくる訳であるので、そういう状況に早く持っていきべきだと私は国際会議でも議論しているところである。取り敢えずいつものとおりあまり纏めにならないが、自分の意見も言いながら皆様のご意見を一応総括させて頂いた。

少し皆様のご意見を伺っていて、一つ、二つあるのは、まず、中小企業の収益あるいは設備投資が弱いという部分であるが、ここのところを正確に掴んでおく必要がある。中小企業の収益が悪いというのは単にコストの転嫁ができないということなのか、ターンオーバーというか売上げそのものはどうなのか。それから設備投資が弱い。これは非製造業についてはあまり明確に分からない話のようであるが、製造業については、私の感じではどうも日本の中小企業製造業は直接、間接に自動車関連のところに関がっているところが最近是非常に多くて、国内での自動車販売が冴えないという時には最終的に影響は中小企業レベルに尾を引いている。そういう面もあるのかという気もしているが、これを経済全体のマクロの判断の中に繋げなければならない部分があるかどうかというのは、今後の課題としてしっかり位置付けていく、少なくとも分析を深めていく必要があるかなと思っている。それから、最近の油の値段の上昇についてももう少し明快に理解したい。というのは先程もちょっと申し上げたが、ダウンサイド・リスクの方向で物事を多少心配しながら考えようという時に、一方で油の値段が上がる。投機資金がそちらに一時的に回っているのかという気もするが、そのところがより正確に理解できるのであれば早めに理解しておいた方が良いのではないかという感じである。あとは、9月短観で確認しなければならないことは何か。設備投資の状況ということが中心かもしれないが、収益と設備投資ということがやはり中心か。

水野委員

では簡単に。原油については、投機筋が元々入ってきており、まず年金マネーで大体20ドル位は嵩上げされていて、さらにまた10ドル位はヘッジファンド等の本当の投機マネーでやっているのだから、80ドルと言いながら実際には40ドル、45ドル位が実力だと言われているから、かなり金融マネーの部分で嵩上げされているということが一つあると思う。それが一点目。二点目としては、過去数年間の在庫水準をみると、この夏場の時点で在庫が積み上がらなくてはいけないが、ガソリンも原油も含めて在庫が積み上がっていない。だから、そういう意味で言うと、ハリケーンとかまだ来ていないから良いが、ちょっとあるとさらに上に上がるリスクはあるということで、投機筋のお金は逃げていっていないことは確かだと思う。それから三点目として、アメリカからみると、ドルベースでみると凄く原油高なのだが、国際局に「ユーロ建てのWTIをみてみなさい」と言ったら、ほとんど上がっていない。だから産油国からみると実は手取りが増えていない。それから増産に対してはあまり積極的ではなくて、形だけ付き合っているだけで全然影響はない。アナウンスメントから、むしろ上がっている。ということは、彼らからするとドル安によって手取りが凄く減っているということなのだと思う。それで日本からみると、日本とアメリカはちょっと違って、通貨安と原油高なので、これは中小企業の話にも繋がるのだが、結構コスト高というのに繋がってきているのではないかなという気がする。ヨーロッパは、ユーロ高で1.4ドル/ユーロだからそこで相殺されているので、あまり原油は負担感がない。

西村委員

原油はやはり長期的なことをみなくてはいけないと思うが、特に最近いわゆるピークオイルの議論が出ているので、本当にピークオイルの状況になってきているのかどうか。それは2010年とか2012、2013年とかいうことだと思うが、もし本当にピークオイルという形になると、当然今からか

なりの大きな影響が出てくると思う。年金資金とかそういったものが長期的なポートフォリオの一部として入ってきているという影響がかなり強いのではないかと思う。特に以前ある年金基金に行った時にもそういう話が出たので、そういったような影響でいわば実需として将来を見越した形で入っている。しかも、長期的に投資するという形で入っている部分もあるのではないかと思う。単純にヘッジファンドとかそういった形の投機的な資金という以上に……。

水野委員

ただ、年金まではインデックスファンドという形で入っている。

西村委員

それは基本的にはそういう形ではないと危ないから。

水野委員

危ないからな。

西村委員

インデックスファンドが入っているから、それをどう考えていくか。リアルマネーと考えるのか。

水野委員

おっしゃるようにポートフォリオだと思うし、ただエグジットが簡単ではないマーケットなので実はあまりウエイトを上げるのは如何なものかという気も若干している。

須田委員

オイルの価格を私もどうして良いか分からない。というのは、やはり世界経済が良い、このところは需要が強いからオイルの価格が上がってき

たと捉えてきたのに、こうやって1年間の間にぐっと下がったり上がったりしてしまうと、一体どこまでが投機的なものでどこまでがファンダメンタルズなのだろうかというところがどう捉えて良いか分からない。最近もアメリカ景気がちょっと悪くなるといったら原油価格がどっと下がるということもあったから、やはり変化があった時には実体経済も影響を与えているのだと思うが、例えば展望レポートで一体どういう水準にみれば良いのだろうかというのを世界経済の強さとどう整合させるかは本当に悩ましいことだと思っている。だからあとは投機的な人がどれだけ入っているかというそのポジション——今少し入っているというのがみえるので——を参考にしながら、平均的には経済が強ければやはり高止まりするかと考えていくしかないかと思っている。

西村委員

一点先程のインデックスに補足すると、先程の年金基金などが言っていたのは、もう一つは、インデックスをやると同時にオイルカンパニーに直接投資をするという部分があるので、そういった形を通した長期的な投資はやはり入ってきていて、それがかなりの部分影響を及ぼしている可能性が高いのではないかと思う。

水野委員

それには多分ソブリン・ウェルス・ファンドも含めてお金が入ってくる可能性があるし、あとは商社等の資源株が高いというのもあると思う。

野田委員

8月以降1か月半位の動きはちょうど金融市場の混乱とどういうふうに整合するのか、あるいは整合しないのかというところが非常に分かりにくい。やはりオイルが金などと同じ動きをしているのは、非常にパズルである。安全資産だと世の中は見始めているのだとしたら大きな変化だろうとみているが、少なくともまだ40、50日の動きなので何とも言えない。も

う少しみていく必要はある。

水野委員

天然ガスの価格も上がってきている。だからそういう意味では世界経済が良くて上がっているという見方が一つ言われている話で——それが本当かどうかは知らないが——、もう一つあるのは元々参加者の間ではグローバルな過剰流動性といって金は余っているのだという説明をされる方もいる。それもある面は当たっているが、それで全部説明はできない気はするが。

野田委員

一旦はその金が逃げようとしたのだが、また再び8月に入って戻ってきている。

亀崎委員

そういった投機マネーの動きが起点になっているというよりは、むしろ生産余力の限界がある一方、BRICsなどで需要が増加していくというのがベースにあるために、ハリケーンがあったりナイジェリアで何かあったり、あるいは石油精製所の能力が不足したり、在庫が足りなくなったり、という要因で凄く振れやすくなっているということではないか。

水野委員

上がりやすいということだな。

野田委員

それは間違いない。

水野委員

然り。

岩田副総裁

私のコメントは須田委員のおっしゃったことと関係があるが、住宅価格も同じなのだな。上がっている時はファンダメンタルズが強いから上がっているのであって、バブルではないと。日本のバブルの時もそうだった。土地価格が2倍にも3倍にもなったけれど、これはファンダメンタルズが強いので、国際金融センターができるので実需で上がっているのだと。それを綺麗に線を引くのは本当に難しい。私はオイルも同じことがあるとっていて、つまり2004年の初めには30ドルである。30ドルで、今80ドルである。問題は異常な上がり方なのかどうかという——アメリカの住宅価格もそうであるが——、過去のトレンドラインと比べてどの位上に出ているのかという長期的なトレンドから判断して言うしか差し当たりないような気がする。目途としては、多少理論的な考察はあり得るかもしれないが。そうすると、去年も78ドル位までいって55ドルまで落ちた。私は55ドルまで落ちた時にトレンドラインに戻ったなと思った。30ドル位からじわじわ上がって行って55ドル位あるいは60ドル位で良いのだが、その位のところで推移するというのは、言ってみると、世界経済が非常に好調なのでそれを反映して30ドルから55ドル辺りに上がるのはそれ程おかしくないと思う。それが80ドルまで上がるのは、投機的、特に今の場合はドル安になっているのでそれをヘッジする——先程ユーロとの話もあったが——というモチベーションが相当効いているのではないかと私は思う。それからもう一つ、ピークオイルという話はアメリカの油田が枯渇してしまうということで、30年位前からずっとあって、世界的にも繰り返し、繰り返し、価格が上がる時になるとピークオイル、ピークオイルと言うが、その年が2010年という説もあれば2020年という説もあって、場合によっては2050年という説もあって、実は正確にいつ枯渇してしまうと言うことは非常に難しいのではないかと私は思う。アルバータに私がオイルサンドのプロジェクトに行った時にその人に聞いたのだが、「ピークオイルをどう思うか」と言ったら、「そんなものはあり得な

い」と。ただ、そういうふうなパーセプションをもって行動することが実は価格を上げるのではないか。そういうことを信ずる方が多いが故に——これでもある種バブルに近いところがあると思うが——、そういうものは価値があるのだ。「チューリップは価値があるのだ。黒いチューリップは」と言う人が多ければ、それは幾らでも上がっていくということなのだと思う。

須田委員

今、岩田副総裁から住宅と同じような扱いとの話であったが、資源は先程おっしゃったオイルサンドとか代替エネルギーの話があるので、やはりそこは本当にバブルのように上がったり下がったりということよりは、もう少しファンダメンタルズに基づいているのではないかという気がする。

水野委員

今回食料品も一緒に上がっている。

福井議長

中国だけでなくインドなどでもこれが一番問題なのでは。

水野委員

亀崎委員がおっしゃるように、少なくともBRICsは良いというところは多分シェアできると思う。あとは、ヨーロッパよりアメリカの話が今日は多かったが、ヨーロッパは実は当局のサブプライムローン問題の大きさに気付くのが遅かっただけに逆に情報が少なくて心配している。来年に向けて分かっているところというのは、アメリカが下がって、BRICsは堅調で、あと日本とヨーロッパはどうかという話になるかと思うが、アメリカが下がっていることは実はそれ程差がなくて、程度の問題と長さの問題だという気がする。

中村委員

我々は油の価格がずっと上がることを常に心配しているが、一方で、過去に価格が何度か下がったこともあり、生産者サイドでは生産能力を増強する投資をしたら下がるのではないかという懸念も持っている。

水野委員

全くそのとおりである。

中村委員

それから正確かどうか分からないが、ファンドの資金で今のプライスは20ドル位は下駄を履いているのではないかと言われている。昨日、コスモ石油にアブダビ政府系投資会社が投資するという話があった。サウジアラビアの国営石油会社も昭和シェルに投資している。彼らが本当に油の価格が上昇していくと見込んでいるのであれば、川下の企業への投資なんか必要ないと思うが、ひょっとしたらそうではないと心配していることもあって投資しているという話も聞いたことがある。

西村委員

一つは、原油の価格は上がるのだけれど原油からの製品を作れないこともある。作るというかりファインできない。やはりリファイナリーに対する需要はイランなどで一番重要になってきている。今イランなどはガソリンを逆に輸入している。そういう一種のアンバランスが極めて大きな形で出ているということだと思う。あともう一つ原油に関して言うならば、前回の変動の時は確かに原油の動きは株価等の動きとは逆だった。今回は同じなので、これでどういような影響が生じるのか。要するにオルタナティブ投資になっていない訳である。これをどういふふうを考えるのかというのは結構難しい。

福井議長

調査統計局長、もしコメントを頂ければと思うが。ボーナスが…。

門間調査統計局長

ボーナスか、原油ではないのだな。

福井議長

原油もあれば良いが、ボーナスの方が…。

門間調査統計局長

原油は特にはない。皆さんの議論で尽きていると思う。ボーナスの分はこちらも…。

福井議長

質問として、ボーナスは今まで企業は国際競争が厳しいから基本的な給与の引き上げの時は慎重で、どうせ引き上げという時にはボーナスで払うのだという感覚を聞かされて我々もそう思っていたが、最近みてもそうではなくて逆にボーナスが凹んでいる。一つは中小企業の方が競争構造が厳しくなって収益も上がりにくい、従ってボーナスも払いにくいということがあるのかと思うが、もう一つは、亀崎委員がおっしゃったようにライフスタイルの変化でパートタイマー的な生活者が増えている。従って、数字の上では結果的に下がるという話など色々あるのだが、つまりマクロでみて基本の給与よりボーナスの方が上がるのだというのは一応頭から消した方が良いのかどうか。それからなぜ上がらないのかという時に、そういう中小企業の競争構造の問題と亀崎委員のおっしゃるライフスタイルの変化とどちらが大きいのか。

門間調査統計局長

まず、頭から消した方が良いかどうかということについては、消す程の

ことではないということをお答えしておきたいと思う。それと我々もやはり業績が上がった部分は基本的にボーナスで還元していくのだという話はアネクドータルには各社から聞いている。実際に昨日の資料の中でもアンケート調査の方でみると——これは日経とか日本経団連のアンケートの集計であるが——、いずれも今年の夏は2%から3%位上がるという集計に一応なっている。そういうことからすると、大企業のしかもモデル賃金のボーナスは恐らくやはり上がっているだろうと思わざるを得ない。これはアネクドータルにもそういう話が結構多いので、そこはそういう解釈で間違いはないと思う。であるから、やはり昨日の議論にもなった二つの仮説である。構成変化による平均の押し下げと、それからこういうアンケートでは拾いきれない中小企業、その両方が残る課題である。どちらが大きいかというのはなかなか難しいのだが、昨日の資料の中で「5~29人」と「30人以上」と非常に大雑把に分けた数字が大体同じ位のマイナスであるということを申し上げたが、実はこの「30人以上」という中に少し詳しいデータがあり、私の手許に若干データがあるのでそれをちょっと申し上げておくと、これは6月、7月——昨日の確報が入る前——の数字だと全体で-3.2%だったが、実は500人以上に限ると-0.5%と非常に小さなマイナスである。100~499人のところが-7.1%で、30~99人が-4.9%ということで、30人以上という中でもやはり500人以上のところはそれ程下がっていない。これ位であれば団塊世代の退職だけで説明が十分可能な位の下がり方かと思うが、やはり事業所規模が小さいところが相対的に弱いというのはある。ただこれもなかなか難しく、元々中規模の事業所のところに例えば50代の前半とか後半で大企業から転籍をしてそこで退職を迎えるという人も結構多いという話もあるので、ひょっとすると団塊世代の影響がそれ位のところで特に強く表われているという可能性もあるので、これも何とも言えないという部分が残る。一方で、その中小企業の話は先程もあったが、やはり収益がなかなか伸びていかないという構造があることは事実なので、その企業規模別と事業所規模別とは合わないが、やはり中小企業のところはアンケートなど表面的に表われてきている数

字よりは下押し圧力が強いのだろうとみておく必要があると思う。そのうえで、先程来ご議論になっている中小企業のところはなぜ弱いのかというところであるが、これはやはり基本的には構造的な問題。典型的には例えば下請け企業で一番よく起きていることは、忙しいのだけれども儲からない。であるからターンオーバーなのか取引条件かという議論でいくと、基本的に取引条件である。ターンオーバーは結構ある。よく言う下請けは親企業に対して「忙しいけれど儲からない」という文句を言うと、親企業は「忙しいだけ良いと思え」と言ってくるという話がある位で、親企業の方も相当販売価格を引き上げられないという圧力が強いので、そのしわ寄せがどうしても出てき易くなる。そこへ今回のようにあらゆる原材料価格の上昇が一斉に加わってくると、その影響が一挙に中小企業のところに出てきやすいということが多分この4~6月、7~9月に起こっていて、昨日私が申し上げたのは、4~6月までのところで、しかも法人企業統計でみると中小企業の収益が急に悪くなっているという感じはないが、様々なアネクドタルな情報を集めて考えると、この夏場に掛けてももう少し注意してみていく必要があるということかと思っている。そういうことが恐らくボーナスにもなにがしか効いていると考えるのが適当か、と思う。

福井議長

油の方は。

門間調査統計局長

油か。先程のご議論で尽きていると申し上げたのだが。一応大まかなピクチャーはやはりBRICsをはじめとする新興国の需要が強いということ。従って、世界経済全体についての不安感は油のマーケットには今のところないということである。それと供給制約がある。そういう大きなピクチャーが根底にはあると思う。その中で短期的にはファンドの金が暴れまくって、それが様々なファンダメンタルズの若干の変動を増幅するということが起きていると思う。足許のところ、ファンダメンタルズの若干

の変化という意味では今一番注目されているのはアメリカのリファイナリーの稼働率が低いということである。事故とかも随分あるが、要は施設が老朽化しているので、なかなか増産しようにも増産できないというリファイナリーの限界がある訳である。実は去年は9月に入ってから急速に原油価格が下がったが、去年は稼働率が9月位から上がってきてガソリン在庫がぐっと増えて、それで一気にガソリン価格が下がった。それで原油価格も下がったということが起きた。今年は稼働率が上がってこないののでドライビングシーズンは一応終わったが、ガソリン在庫は非常に低い。それからこれまでガソリンを作っていたので、暖房油の在庫が非常に低い。これから冬場に向けてヒーティングオイルの在庫が低いということも若干注目視されているので、それに加えてまだ9月の半ば位なのでハリケーンがあと1、2個くるかもしれないというのも若干入っていて、そういったことをファンドが捉えて少し投機資金が入っているということが背景にあると理解している。

福井議長

稼働率は今年なぜ上がらないのか。

門間調査統計局長

今年上がらないのはやはり施設の老朽化が進んでいてなかなか引き上げるにも引き上げられないということが大きい、と聞いている。

水野委員

結局1980年代になかなか儲からなかったから、皆投資しなかったのだ。

門間調査統計局長

然り。

水野委員

それがそろそろ20年を迎えて……。

西村委員

それもさることながら、やはり環境問題があまりにもきつくなり過ぎて、特にテキサス辺りでは作れないという状況が一番大きい。だから日本に投資をする。

水野委員

そうだな。

亀崎委員

一点宜しいか。先程の名目賃金だが、パート比率が上昇していけば平均賃金を下げるということについては、2004年10月の展望レポートでは、パート比率変化要因というのが名目賃金の減少に物凄く大きく寄与している姿を図示している。これをみると非常に分かりやすい。言葉で言ってもなかなか分かりにくいので、こういった図で、こういったものが賃金伸び悩みの要因になっているのかを示した方が良いのではないか。

門間調査統計局長

外へのプレゼンテーションは別途工夫をしたいと思う。それから足許実際に所定内給与のところ、まさに足許おっしゃるとおりのことが起こっていて、パート比率の上昇要因が下げに効いていて、そこだけが下げに効いているという状況である。所定内給与については、一般労働者それからパートそれぞれ横這いしないし若干上がっている。であるから、足許は先程ご議論があった特別給与が大きく下げているので、特別給与がこの秋位になってどういうトレンドになるか、そのトレンドをみていきたいと思っている。それから、パート比率は確かに今年は随分上がっているが——昨日の資料にもあるが——、どうも今年になってから急速にまたパー

ト比率の上昇が目立ってきている。それ以前は一度 2004 年から 2005 年に掛けてパート比率が一旦上がったものがほとんど上昇が止まるという局面もあった。これはいつ止まるのか、あるいはいつまで上がり続けるのか、その頃合がなかなか読みにくいという面もある。足許はアネクドータルには先程まさに亀崎委員あるいは他の方もおっしゃったように、人手不足が続いているものなので、ここは様々な工夫をしてむしろ業務形態の多様化を図って 30 分、1 時間という短時間でも働ける人に働いてもらうという体制を整えているということがパート比率の上昇に繋がっているということと、それから団塊世代の退職——これは再雇用がパートになるというケースが多いので——が効いているということだと思う。そうすると、団塊世代の再雇用の方は、これは昨年の後半から今年の今位までが退職がずっと坂がついているピークなので、ここから後は坂があまりつかないので、前年比でみるとパート比率の押し上げが賃下げに効いていくという要因は段々と消えてくると思う。一方、前者のパート形態がどれ位広がるかという方は、これは本当に読みにくいので虚心坦懐に世の中の状況をみていくしかないと思っている。

野田委員

先程の中小企業のところは、賞与——昨日のご説明ではここは足許企業規模別の差が少し小さくなったというようなご説明があったが——は、やはり過去の累積を考えると中小企業は相当弱めできているので、水準そのものの格差は相当広がってくると思う。何が一番問題かというところ、個人消費との関連でいうと所得が低ければ低い程消費性向は高い訳なので、恐らくこの層の所得の伸び悩みはマクロに出ているようにやはり相当消費に効いているだろう。単純に賃金全体の雇用者所得よりも少し下押しの方に働いているのかというような見方をもう少し分析をしてみないかと思うが、ちょっとそこを気にしていたので、先程も少し発言した訳である。

西村委員

野田委員のところに付け加えると、地方の中小には地域性がある。今再び地方の消費が落ち始めている。そのところ何か上手く、実は家計調査などでもサンプルが少な過ぎて表にはできないのだが、何らかの形でそういうようなことを我々は分析する必要があるのかという気は非常にしている。

須田委員

一点、門間調査統計局長に伺いたいのだが、ボーナスであるが、業績連動で、業績がどうだったかということになると、例えば商社などは凄く儲かったからボーナスが凄かった、といった企業間で相当ばらつきがあって、マイナスからプラスまでかなり幅があって、この平均が何を意味するかということが少し気になっているのだが。そういうばらつき度合いを考えられたことはあるのか。

門間調査統計局長

個社データをみてないので分からないが、おっしゃるとおりアネクドータルにはばらつきがあるような感じはするし、年毎の振れも大きくなっている可能性はあって、そう考えると特に大企業は2006年度のボーナスが結果的には結構高かったのかなど。その反動が出ているという面も若干あるという感じはする。

野田委員

少し補足させて頂くが、これもミクロのまさにアネクドータル中のアネクドータルであるが、先程福井議長がおっしゃった業績連動の形態は確かに採っているが、ここまで収益が高くなるといわゆるキャップルールみたいなのもあって、これ以上増えないというようなところも結構大企業いわゆる勝ち組みの中でも起こっているということはアネクドータルにはよく聞いている。

岩田副総裁

あと中小企業で一点だけ。資料-4（参考計表）の図表36をみると、中小企業でも製造業と非製造業で圧倒的に違うと思うのだな。図表36の(2)であるが、5~29人で例えば製造業の中小企業は2004年、2005年、2006年とボーナスが10%位前年比で伸びている。ところが非製造業の方はほとんどマイナスである、プラスになっていない。ゼロ位がせいぜいで、ここは物凄く違うと思う。製造業の下請けでもトヨタとかそういうところの下請けはそれなりにボーナス——今年はどういう訳か落ち込んでいるので説明が難しいが——を払っているのではないかと思う。非製造業の方は、そこは本当に構造改革の一番必要なところなのだが、製造業というのは基本的には人を減らして合理化してやってきており、そのショックアブソーバーが非製造業だった面もあると思う。

中村委員

賞与も分母にはパートタイマーなども入ってくる訳なので、分母に何を入れるかで変わってくるな。

福井議長

さて、他に論点はないか。それでは、討議を一応ここで打ち切りとしてコーヒブレークを少し取りたいと思う。中途半端な時間なので、40分からとする。

(11時27分中断、11時40分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次の議題に移る。当面の金融政策運営に関する討議である。改めて各委員からご意見を表明して頂きたい。

先程の順番で、まず中村委員からお一方大体5分ずつの範囲内でお願いしたいと思う。

中村委員

我が国の景気は、これまでのところ緩やかな拡大を続けていると考えているが、金融市場はなお不安定な動きが続いており、米国を中心に实体经济に与える影響を引き続き注視していく必要があると思う。特に、金融市場の不安定な動きが始まった8月以降の实体经济に係る指標の大宗は未発表であるため、今後これらの指標や様々な情報、今回のFRBの利下げを受けた金融市場の動向——昨日のニューヨーク市場は今回の措置を好感しているが——などを引き続きひとつひとつ丹念に分析していきたいと考えている。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、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い成長のプロセスを支えていくことが適当と思う。無担保コールレート(オーバーナイト物)は、前回会合後、概ね落ち着いた推移を辿ったが、今後も市場の状況に応じた機動的なオペ運営によって、引き続き市場の安定に努めてもらいたいと思う。

この間、次回の利上げ時期についての市場の予測は、前回会合後大きく後退しており、OISでみて年内に利上げが行われるとの織り込みは昨日の時点で3割強の水準まで低下している。ECBが今月の利上げを見送ったことや米国経済の減速懸念が強まったことなどから、金融市場の安定や实体经济への影響を見極めるには相当の時間を要するとの市場の見方を反映していると思う。ただ、確かにそうした影響の見極めは必要であるが、それはただ時間をかけて状況の推移を見守るということではなく、あくまで先行きの経済・物価情勢の見通しに確信が持てるかという観点から、情勢を丹念に分析していくという姿勢が肝要ではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員からお願いします。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当だと考える。グローバルな金融市場では、これまで過度に膨張させてきた信用を収縮させる動きから、クレジット市場の機能低下が続いているほか、株式、債券、為替市場といった相対的に流動性の高い市場でもボラタイルな動きが引き続きみられている。さらに、米欧の短期金融市場では、A B C Pのロール・オーバーの困難化を受け、流動性補完機能を提供する銀行の資金需要が増大していること等から、ターム物を中心に取引縮小や取引に上乗せされるプレミアムの上昇がみられている。こうした中、米欧の中央銀行による大量の資金供給が必要となる局面がみられるなど、資金繰りへの不安もまだ残っている。これまで相対的に影響が小さいとみられていた英国でも、先週末になり、BOEによる流動性対応やソルベントと目された一部金融機関への緊急融資が行われ、スペイン、オーストラリアでも信用収縮への懸念から銀行株価が急落したことは、この問題の拡がりの大きさ、把握の難しさを象徴していると思う。このように、グローバルな金融市場では、信用不安と流動性への不安が未だに並存している。円の短期金融市場についても、ユーロ円市場の金利が全体として高止まりし、LIBOR・TIBORスプレッドが拡大した状況がみられるなど、影響が波及している。また、既に申し上げたとおり、米国ではサブプライムローン問題の経済ファンダメンタルズへの影響もみられ始めている。日本の景気は展望レポートのシナリオのとおり緩やかに拡大していると判断するが、米国を始めとする海外景気の状態如何では今後波及もあり得ることなどから、企業、個人の不安心理は払拭し切れていないと思う。こうした状況のもとでは、金融政策面でさらにマインドを冷やす施策を打つことは適切ではないと考える。今後、金融市場における信用不安、流動性不安が収まるためには、今回の市場の変動が金融機関等に与えた損失、先行きのリ

スクの大きさを把握できることが必要である。しかし、現時点では証券化商品等の市場機能は損なわれており、損失確定等の前提条件となる価格評価を行うことすら難しい状況が続いている。また、商品自体の複雑さに加えて、リスクがグローバルに広く分散されているためにリスクの所在の把握も容易ではない。このように、信用不安、流動性不安の鎮静にはなお時間を要する可能性も出てきている。従って、今後、金融市場における信用不安、流動性不安がどの程度で終息するのかという点と、その間に特に米国の個人消費など実体経済に悪影響が及んでいくのかどうかという点を見極めていきたいと考える。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

4月展望レポートのメインシナリオは、私の解釈では、一番目に多極化して多くの経済成長のエンジンを持つ海外経済、二番目に目立った主役は不在だが頻繁に交替しながら底堅く推移する内需ということになると思う。この見立ては大きくは変化しておらず、今までの推移は若干の下振れ、後ずれ程度であり、政策委員見通しの幅の下限辺りにいるという意味で見通しの範囲からは大きくずれてはいないという判断である。そして、今後の見通しも最も蓋然性が高いのはこの延長線上にあると思っている。従って、経済・物価情勢の変化のペースに応じた政策変更には時間的な余裕があるという判断に変化はない。これに加えて、中国は想定比上振れしているが、ダウンサイド・リスクは明らかに米国に顕在化、欧州に潜在化した。さらには、国際金融市場の混乱も十分に収束したと言にくいと思う。従って、メインシナリオに大きな修正はないものの、明らかにダウンサイド・リスクが高まった状況であると言えると思う。事態の進展を注意深く見守るのが望ましい、と考えている。特に昨晚のFOMCの決定がどの程度このダウンサイド・リスクを押しとどめる効果があるのかをみていく必

要があると考え。以上二点から、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ている。

最後に、米国の不動産市場が問題になっているので、日本の不動産市場の足許について言及しておきたいと思う。米国と同じく、レジデンシャルプロパティマーケットとコマーシャルプロパティマーケットの二つに分けてみる必要があると思う。まず、レジデンシャルプロパティであるが、7月の金融政策決定会合で住宅市場、特にマンション市場が転換点を迎えてきていると申し上げた。最近の状況はさらに明確に踊り場的な状況になっていると申し上げたいと思う。大手不動産流通業者の作る市場DIをみると、エンドユーザー、建売業者、マンション業者、転売業者の購入意欲DIはここ数年プラスであったものが、9月は3か月前比初めてマイナスに転化した。特に不動産ファンドの購入意欲は、3か月前比の大幅なプラス超から逆に大幅なマイナス超に変化している。地域的には福岡といったところを除いた地方が弱いということが言える。価格DIをみると、新築、中古ともに価格が上昇したことを示している。これに対し、売れ行きDIはここ数年のプラスから初めてマイナスに転じている。従って、完成在庫あるいは在庫予備軍が市場に滞留している状況と考えられる。

昨日一部の売り渋りについて、調査統計局から土地仕入れが困難になっているためという説明があったが、実態は都心のごく一部を除けば、土地仕入れ価格と建設費高騰から高コスト化した新規マンション在庫を抱える業者がさらに高いコストの近隣マンションが売りに出されるのを待つ、というマンション業者の一種の在庫管理の結果というのが正確である。昔なら一度に売りに出され値引きに走る形になっていたのが、最近では過去の学習効果からこうした在庫管理が主流になり値崩れを防いでいる。これを今年半ばまでバブル報道をしたがる一部マスコミが売り渋りと報道した、というのが真実に近いようである。ただし、市場が崩れるというような状況ではない。滞留する物件も値が下がれば買い手がつく状況であることは確かである。従って、踊り場的な状況というのが正確だと思う。

次にコマーシャルプロパティのマーケットであるが、これは相対的に強

い状況が続いている。特に商業施設、ホテル等は強く、それを証券化する市場も欧米の不動産証券化市場の混乱とは距離をおく形で十分に機能している。9月10日のCMB Sプライシングでは、AAAのクラスがLIBOR+26bpで完売するなど、国内商業不動産に裏付けられた証券化商品については投資適格の社債と同程度のスプレッド拡大がみられる程度である。また一部海外からの質への逃避——日本の不動産が安全な質とは少し思にくいのであるが——という資金流入もみられるようである。

従って、現在のところ不動産市場でキャップレートの大幅な低下からくるリスクのミスプライシングが起きているということも言えないし、また逆に不動産市場で近い将来に大幅な価格下落をもたらすような状況でもないと思う。そういう意味で踊り場的な状況と言って差し支えないのではないか、と思う。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降、各国中央銀行の流動性リスク対策もあって、ターム物はまだ機能不全であるものの流動性不安はピークを越えつつある。とはいえ、英住宅金融大手ノーザン・ロックの資金調達難といったイベントが今後も生じ、日本にその影響が及ぶ可能性も否定できない。期末には資金の抱え込みが想定されるし、郵政民営化も控えている。大変であるが、資金調達について不安感を生じさせることがないようにこれまでどおり肌理細かな調節をやって頂きたいと思っている。

さて、今月から来月にかけて、市場が注目するイベントすなわち米金融機関の決算発表と9月中に大量に償還を迎えるABC Pのロールなどを控えている。昨日発表されたリーマン・ブラザーズの決算は想定よりもロスが少なく無難に乗り切ったようであるが、市場は暫く振れの発生しやすい状態が続くと思われる。こうした状況の中で、Fedは昨日、市場の動

揺による実体経済への悪影響を認め、F F レートの誘導目標を 50bp 引き下げた。改めて言うまでもなく、これは流動性対応というより景気下振れへの対応である。8 月上旬の会合では下振れに言及したうえで現状維持であったので、その後の市場の動揺が実体経済をより下振れさせたと捉えているということだろうが、その程度は定かではない。もし F e d の利下げがややマーケットフレンドリーな色彩の濃いものだったとするならば、今回の利下げはむしろインフレリスクを高めてしまった可能性がある。いずれにせよ、日本経済に関して言えば、現在のところ、我々の標準シナリオに変更を迫るような指標が出ている訳ではない。私としては、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。しかし、現在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できていると確信をもって判断することはできない。従って、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。

なお、標準シナリオで参考として出されている数値について、一言述べておきたいと思う。私は見通しを 2 年に延ばすに当たって、2 年後の姿に自信が持てないので、ある程度の幅をもって数値を出すことにしてはどうかと考え、そのように述べたことがある。しかし、それは受け入れられずピンポイントで数値を出すことになったが、私としては提出した数値を中心に幅を持ってしながらメインシナリオと対応させている。それは先行きの見通しが難しいことに加えて、先程述べたように数値はサンプル要因や制度要因で実体経済を反映していない場合があるし、メカニズムが同じなので標準シナリオは変わらないとしても、その波及のスピードによっては数値が多少変化することがあるからである。また、大勢見通しの中心値は 5 番目の人の数値でしかなく、中心値の変更も 5 番目の人の数字の修正を意味するだけで、それ自体は大きな意味がない。中心値の修正により大きな意味があるかのような発言は避けて頂きたいと思う。

さて、今回の F e d の利下げをきっかけに、標準シナリオの前提としている米国景気のソフトランディングシナリオについて、改めて検討してみ

る必要があると思っている。F e dは昨日利下げを行ったが、先程述べたように、F e dの景気判断を大きく下方修正しなければならない程の指標などは今のところ見当たらない。他方、住宅問題については、これまでのF e dの見方は楽観的過ぎた面がある。住宅在庫は現在かなり高くなっているが、今後住宅価格の大幅調整か、そうでなければ調整期間が長引くという形でより深い調整をもたらす可能性がある。先般、F e d、通貨監督庁、連邦預金保険公社の3者が共同で金利のリセットにより返済が遅れるリスクの高い借手者を特定し、リファイナンスを手助けするよう奨励するとの異例の声明を出したが、このように今後も当局がペイメントショックを緩和するための措置を講じてくると思われる。こういった対策と利下げ効果が相まってどの程度緩和効果が発揮されるかは分からないが、利下げ効果で問題が解決する保証はなく、住宅市場の調整が長引くに連れて徐々に市場の目線も切り下がり、楽観論、悲観論が繰り返されながら、2008年見通しも次第に下方修正されていくというパターンが生じる可能性もあると思っている。

最後に、日本銀行の政策判断と海外中銀の政策変更との関係について、意見を述べておきたいと思う。今回の会合を迎えるに当たって、市場からは、F e dが9月に利下げを実施するのであれば日本銀行は利上げなどできない、といった声をよく耳にした。しかし、言うまでもないことであるが、我々の政策判断が海外の中央銀行の政策によって縛られることはない。F e dの政策変更が我々の政策判断に直接影響を与えるのではなく、サブプライムローン問題を背景とする金融市場の動揺や米国景気の下振れが我々の標準シナリオもしくは標準シナリオの蓋然性に対する確信の度合いにどのような影響を及ぼすのか、がポイントになる。勿論、F e dの政策が今後の米国経済、物価に影響を与えることも確かであるので、それを無視する訳にはいかない。特に最近のF e dは、金融引き締めが遅過ぎて住宅バブルを発生、悪化させてしまったとか、緩和に転換するのが遅過ぎたなど、かなり批判されており、信頼を保ちながら上手くソフトランディングできるかどうか、より一層難しい局面にあると思っている。この間の

経験から、ここで一点だけ申し上げておきたいことがある。Fedの政策を評価するのは時期尚早であるが、利上げ開始後半年たった2004年12月のFOMC議事要旨において、長期化した金融緩和政策が流動性の大幅な増加を促し、金融市場における潜在的に過剰なリスクテイクの兆候を顕在化させている可能性があるとの一部の参加者の見解を示されている。そして懸念の対象分野としてクレジット市場のスプレッドや一戸建て住宅やマンション市場における投機的需要の顕在化が挙げられている。しかし、このような懸念に対して明確な政策対応を採るべきではないというのがFedの主流の考え方であって、そのことは当時の副議長の講演でも示されている。もしこれら少数派の考え方が受け入れられて、もう少し利上げのスピードを速めていたら、現在程住宅問題が大きなものになっていないと思う。实体经济と離れて低い金利を継続させたことの結果が現在現われているところを見ると、長い目でみた論理的帰結をも考慮に入れて、実際にその影響が明らかとなる前にそういった懸念材料をなくす努力を重ねることの重要性を、強く感じているところである。以上である。

福井議長

野田委員からお願いします。

野田委員

前半パートで述べたとおり、我が国の経済は緩やかな拡大を持続する可能性が依然として高いとみているが、米国のサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱の沈静化の動きは未だ明確ではなく、ECBの利上げ見送り、FOMCの利下げという政策の基調変化はあったが、その効果とともに米国経済ひいては世界経済に与える影響の度合いについての不透明性はなお高いと言わざるを得ない。こうした中で、我が国経済が緩やかな拡大を辿る蓋然性について一層の確信を得るには、今後発表される指標や諸データを丹念に点検し、米国の实体经济の見通しと世界経済への影響を中心に情勢をさらに見極めていくことが肝要と考える。ここで言

う諸データの中で今後の金融市場の落ち着きどころを推し測るうえで私が最も注目しているのは、先程の議論の中にも少し出てきたが、昨日のリーマン・ブラザーズの発表を皮切りとした欧米金融機関の決算状況である。今回の市場の混乱は行き過ぎたリスクの再評価つまり価格再評価のプロセスであると捉えられるが、そうであれば再評価による損失をどう認識し、それをどう処理していくのかというのが本質的なポイントであると考えからである。もっとも、現時点あるいは今後短い時間内にどこまで信頼できる評価が可能なのかどうか、また、どこまで正確な開示、ディスクロージャーが行われるのかどうかについて不確実性があるという見方があるが、リスク資本との対比において損失規模が全体としてどの程度なのかという大局的な判断ができる程度の情報開示が行われることを期待する以外にはない。以上のことなどから、次回会合までの金融政策運営は無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促すというこれまでの方針を維持することが適当であると考えている。

ここで、最後であるが、一部の資産価格の過熱リスクについて触れたいと思う。為替については、足許一旦はこれまでの一方的に偏ったポジションは修正されており、米国経済のダウンサイド・リスクの高まりからドル安・円高に振れ易くボラティリティも高い状況が続く中、当面は急激かつ一方向のポジション造成は見込みにくいと思う。しかしながら、市場が落ち着きを取り戻しても超緩和的な政策が継続するとの楽観的な期待が続いている場合には、過度に偏ったポジションが再び造成される可能性は否定できない。また、債券の価格については、一時的に量的緩和政策解除前の金利水準である1.5%割れに迫るなど、米国債券高の影響を割り引いてもやや過熱感があるようにみうけられる。これも、今回の金融市場の混乱を受けて、先行きの利上げ観測が急速に後退するという楽観的な期待に基づいた動きも含まれている可能性が高く、少し長い目でみると大きな振れを生じさせるリスクを孕んでいると考えている。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

まず、改めて金融経済情勢について要約すると、我が国経済は展望レポートの想定どおりに展開しており、現在最も注視されている日本銀行のメインシナリオに対する下振れリスク——すなわちサブプライムローン問題とこれに端を発した金融市場の変動が世界経済の見通しに影響を与え、輸出を通じて日本経済の景気見通しが下振れると言われていること——については、現時点ではリスク要因の一つという位置付けにとどまっていると私は判断している。足許、我が国の金融経済情勢に関しては、サブプライムローン問題に伴う欧米マネーマーケットの混乱、米国経済の減速、政局不安に伴う経済政策運営の停滞といった不透明要素を挙げる声があるが、いずれも日本銀行が直接対応できるものではない。我々はリスク要因はリスク要因としてしっかり認識しつつも、我が国経済金融のファンダメンタルズの現状分析とその見通しに基づいて金融政策の判断を実施するという原点に立ち返ることが重要だと思う。

今までのところ、幾つかの留保条件はあるにしても、今日話を聞いていると、我が国の経済は展望レポートの想定に沿って展開しているという点で皆様の見解が一致していると理解したので、その前提で二つ程申し上げたいと思う。

一つ目は、展望レポートを10月末に公表することになるのだが、展望レポートと金融政策運営の整合性という問題である。我が国経済が4月末に纏めた展望レポートの見通しに沿って展開しているならば、その金融政策のパートに呼応する形で、金融政策運営が行われる必要があると思う。ただ、個人的な見解では、我が国経済が展望レポートの見通しに沿って展開しているにもかかわらず、必ずしもそれに呼応している形になっていないように思う。次回10月については、個人的にはメインシナリオは据え置き、リスク要因としてサブプライムローン問題及び金融市場の混乱が与

えるリスクについて述べていくことが適切だと考えている。ただ、仮に当分の間現状維持を続けるということがボードのコンセンサスであるならば、10月末の展望レポートの作成プロセスにおいて、今回の金融市場の混乱を受けて経済のメカニズムの見直しを含めて、景気見通しを大幅に下方修正する、あるいは景気は見通しに沿った展開となっているものの、コアCPIが想定よりも下振れている、のいずれかの方向性を示す方向で議論を深めていかないと、対外的に説得力に欠けるように思う。このことは、市場参加者の間では諸事情から日本銀行の追加利上げは相当先延ばしにされるとの見方が多いなか、市場との対話の観点からも重要だと思う。

なお、10月末の展望レポートに向けて以下の三点につき、議論を深める余地があると具体的に思っている。一点目は、世界経済の先行きの見通しである。米国経済は減速しているが、今のところ、BRICs諸国を始めとする「その他の国・地域」の景気は堅調である。世界経済に占める米国経済のシェアが低下するなか、来年度の世界経済見通しは上振れ、下振れの両方の可能性があると思う。二点目は、コア消費者物価の見通しに関する表現振りについてである。雇用関連指標は労働需給の逼迫を示し、企業からも人手不足、特に技術の高いスキルド・ワーカーと呼ばれる労働者の確保が困難との声が多く聞こえてくる。しかし、就業構成の変化、団塊世代の退職によるところが大きいとはいえ、一人当たりの名目賃金の弱さが目立つことは否めない。企業の人件費抑制姿勢の強さを踏まえると、名目賃金は引き続き伸び悩む可能性がある。コア消費者物価はガソリン価格の上昇が継続すれば年末に向けて前年比プラスに転じる可能性はあるが、財、サービスの需給はこれまでの想定程引き締まっていない。ガソリン価格次第では消費者物価の前年比は再びゼロ%近傍または若干のマイナスに転じる可能性は否定できない。三点目は、今回の金融市場の混乱が世界経済に与える影響である。3か月程前までは、グローバルな過剰流動性がテーマになっていた。足許は、こうした資金の一部が例えば原油市場に流れ込み、原油価格を押し上げているという見方もある。また、米国経済の下振れが市場コンセンサス程にまで至らない場合には、主要国では株高、

長期金利上昇という展開になる可能性があると思う。

それから、申し上げたいことの大きな二つ目の点であるが、いわゆるサブプライムローン問題の収束見通しとその背景についてである。今回の金融市場の混乱については、F e d、E C B、B O Eの潤沢な流動性供給等によって流動性クラッチというような状況は発生していない、あるいは発生させないような努力が行われており、一定の効果が発揮されていると思う。また、F e dが昨日、前倒し的に大幅な利下げに踏み切った効果もある程度期待できると思う。このほか、レピュテーション・リスクを回避するために、欧米の有力金融機関によるディスクロージャーも進むはずである。特に米国の金融機関はそういう動きが出てくるような感じがしている。従って、クレジット商品のリプライシングは収束に向けてそれなりに前進していくとみて良いと思われる。ただ、市場参加者のいわゆるモヤモヤ感が払拭されるには時間を要すると思われる。さらに、サブプライムローン問題が実体経済に悪影響を与えているか否かを統計的に確認できるのも、相当先の話になる。また、仮に米国の個人消費が弱くなった時に、それがサブプライムローン問題なのか、実はガソリン等他の理由なのかの判別も簡単ではない。しかし、一方で、今回の金融市場の混乱の背景にはグローバルな過剰流動性の存在があることは忘れてはならないと思う。その一端は、結果的にとはいえ、日本銀行の低金利政策も影響している。前回の金融市場の混乱が収束するまでなお時間を要することを理由に、ファンダメンタルズから乖離した政策金利の水準を長く続けることは、過剰流動性の問題の解決を先送りすることに繋がる。また、流動性クラッチの顕在化とその連鎖は回避しなければならないが、同時に、各金融資産のリプライシングは市場参加者の努力に委ね、モラルハザードの発生を抑制する姿勢も中央銀行としては重要だと思う。現在は、ややもすると、先行きの経済・物価見通しに弱気になりがちな状況であるが、生産・所得・支出の好循環のメカニズムは維持できるという判断をもし共有できるのであれば、金融政策運営において、低金利政策を長く続けることの副作用についてもう少し議論する、あるいは配慮した政策運営を打ち出していくということが必要

ではないかと思っ
てみている。グローバルに投資マネーが潤沢にあるなか、リプライシングについて、今日議論されているよりも早く進展するシナリオも否定できない。その意味では、イングランド銀行のキング総裁がイギリス議会に宛てた書簡にある「中央銀行が大量な資金供給を続ける対応策は、過度なリスクテイクを助長するとともに、将来の金融危機への種をまきリスクがある」という内容も一理あるかなと思う。

以上の考え方に基
づいて、前回と同じではあるが、次回の金融政策決定会合までの金融政策方針については、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ことを提案する。ロンバートレートの引き上げ幅も同じ0.25%、すなわち、両者の乖離幅を25bpに保つことを提案したいと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願
いする。

武藤副総裁

次回金融政策決定
会合までの金融政策運営については、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.5%前後で推移するよう促すという現在の調節方針を維持することで良いと思う。先程も申し上げたとおり、これまで明らかになった国内の経済指標は我々の基本的な見通しに概ね沿った動きを示すものが多かったと思う。従って、金融政策運営の基本的な考え方としては、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うという、これまでの方針を維持することで良いと思う。ただ、米欧では金融市場の動揺が続いている中で、特に米国経済のダウンサイド・リスクが高まっている。今後の指標や情報をもとに、世界経済の見通しやリスクがどの程度変化するのか、そしてそれが我が国の経済・物価見通しにどのように影響するのかを見極める必要があると考える。

ここでリスク要因
の点検、言い換えれば我々の第二の柱に基づき、サブプライムローン問題の金融政策運営上の位置付けを整理してみたいと思

う。まず、中長期的な視点からみると、今回の問題はこれまでの我々の金融政策運営の基本方針を補強するものだったと思う。サブプライムローン問題の基本的な性格は、長引いた金融緩和のもとでの行き過ぎた金融行動や緩きに流れた審査基準の見直しである。これは、まさに我々が展望レポートで指摘した金融環境などに関する楽観的な想定に基づく金融・経済活動の振幅の拡大というリスクの現実化であり、また金融資本市場において行き過ぎたポジションが構築されたり、非効率な経済活動に資金やその他の資源が使われ、長い目でみた資源配分に歪みが生ずる事態である。こうした事態を未然に防ぐためには経済情勢の改善に応じた金利調整が必要である、という我々の考え方が今回の問題の発生により裏付けられたと言って良いのではないか、と考える。

一方、短期的には、今回の件を契機に過大な円のショート・ポジションがある程度是正された。また、投資家や金融機関のリスク評価は厳格化しつつある。その意味で、当面は金融緩和の行き過ぎというアップサイド・リスクは減少する方向にあることも事実である。以上のようにリスク管理という観点からは、第一に我々のこれまでの金融政策運営方針をしっかりと維持すること、第二に足許は金融緩和の行き過ぎたリスクは若干巻き戻っているとみられ、サブプライムローン問題の影響を点検する時間的余裕はあるということの二つのことが言えるのではないか、と思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

私も、金融政策運営については現状維持で良いと思っている。現在、金融市場の混乱はなお続いていて、その中でアメリカ経済の減速、それから国内経済をみると賃金、物価がなかなか安定的にプラスの領域に入っていないという状況はなお変わっていないということである。それから先程も言ったが、第3四半期の成長率については、恐らく消費がやや弱いので

はないかということがあって、アメリカ経済の減速あるいは原油価格の高騰を合わせて考えると、先行きの成長率にはやや下振れリスクが出ているのではないかと思う。現在の状況で金融市場の混乱を脱出するための方策としてはどういふものがあるかということ、ちょっと述べたいと思う。一つは、アセットバックの商業ペーパーを発行している投資ビークル——あるいはコンデュイットと呼ばれているような投資ビークル——がやはりサブプライムローン関連商品保有の情報開示をもう少し進める。これは自主的な形で、情報開示を進めるということが望ましいのではないかと思う。実はヘッジファンドの情報開示とかとも関係があるが、私は自主的な情報開示であれば、必ずしもヘッジファンドにとってビジネスインタレストと合わない話ではないと常々思っている。それから、二番目は、投資ビークルやコンデュイットといったようなところを持っている資産を売却するようになることは非常に具合が悪い。そういうことは回避すべきであって、やはり親銀行がいわば今オフバランスシート化している資産を自らのバランスシートにしっかりと計上する。もちろんこの時には資金調達しなければならないので、その資金調達のコストは余分にその親銀行にかかるということになる。それからそのバランスシートにきちんと計上したうえで、先程述べたが、潜在的な損失がどの程度あるのかということであるが、現在生じている損失については、償却をきちんと行うということが三番目に必要なのではないかと思う。四番目には、格付け機関がこの間混乱をやや助長した面がやはりあると思う。そのあり方についてのいわば改革が必要ではないかと思う。ユーロ圏について言うと、金融監督体制が統合していく方向というのを何らか模索すべきではないだろうかと思っている。それから、その次に損失の確定とか償却を行うと、その過程で貸し出し抑制ということが起こりうる訳であって、その实体经济に与える影響というようなものを考慮して政策金利を引き下げる。これは現実に連邦準備が 50bp 下げた訳であるが、予想よりもやや大きかったと受取る向きもあるのだが、私はジャクソンホールのコンファランスに出て、その時にミシュキン理事がシミュレーションをやって、テーラールールで対

応した場合と、それから最適な対応をした場合と両方の試算を出していて、最適な対応というのはテーラールールよりも早めに動くという、早めにやや大幅に金利を下げて、全体としては实体经济に与えるインパクトはより小さなものに抑えることができるということを話されていたが、今回の措置は、恐らくそうした考えに基づいて 50bp 下げたのではないかと思う。この連邦準備の金融政策の在り方について、先程須田委員の方からお話があったのだが、まさに資産価格は直接のターゲットとしない。資産価格バブルが破裂した場合に、ネガティブなインパクトが広がらないようにできるだけ早く手当てするというのを今回もまさにやったのだと思う。ただ、そういうやりかたが果たして常にベストなのかについては私も疑問があって、私共もやはり新しい政策のフレームワークでは——今、武藤副総裁の方からお話があったが——、第二の柱というのはまさにそうした事態に備えるために設定されたものであって、1980 年代後半の過ちを犯さない、早めにとできるだけ手当てするということがやはり重要な論点であると思っている。第二の柱は重要なのだが、第一の柱と比べると、言葉のうえではよく理解できるかもしれないが、果たしてそれがどの位経済的インパクトをもたらすのかということに私は前から関心がある。つまり予測の期間内にどういうインパクトが生ずるかということについてはかなり詰めた議論が可能なのであるが、第二の柱に関わる部分はそこがなかなかしづらいというところがある。ミシュキン理事のシミュレーションはある意味でバブルが破裂した時にそういうオプティマルポリシープロジェクションをどう対応したら良いかということをやられたのだと思う。私は、そういうようなエクササイズはどうしてもこれから必要だと思っている。

それから最後に、アメリカのサブプライムローン問題に対して大統領が借り手の救済措置を行った。連邦住宅局による信用保証額の引き上げあるいは所得控除の拡大ということである。ただ、今回の措置で、ローン保証のリファイナンスで救済される対象となるのは比較的優良な借り手だけであって、潜在的な差し押さえ予備軍は 200 万人と言われているらしい。もっとも、これも本当にその通りかどうかは分からなくて、私のみるところ

るその1割位だと思うが。いずれにせよ、今回の措置はまだ第一歩で、これからまだ議論が行われて新たな政策措置が打ち出されるのではないかと期待もしている。以上である。

福井議長

以上で次回の金融政策決定会合までの金融政策の運営について各委員からご意見の表明を頂戴した。伺っていて、まず水野委員からは前回と同様に政策金利を0.25%ポイント引き上げる、補完貸付の金利についても同様というご提案があった。水野委員のご見解によれば、金融市場の状況は引き続き注視する必要があるが世界や我が国の実体経済は拡大を続ける可能性が高いことと、展望レポートとの整合性それから低金利を長く続けることの弊害等を考慮すれば、この際、金利水準の調整を行うべきであるというご見解であったと理解した。その他の委員の方々は、これまでに公表された経済指標からは日本経済が我々の見通しに概ね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とみられるが、金融市場では世界的に不安定な状況が続いているほか、米国経済の下振れリスクが高まるなど世界経済についての不確実性が增大している。従って、今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検し、情勢をさらに見極めることが適切であるというご見解であったと思う。そういう判断で、多数意見は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現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すということであったと理解した。私自身も現在は、この委員の大勢の意見と同じである。今後の金融政策運営についてもご意見の表明があり、この点についてこれまでの基本的な考え方を変えようというご意見はなかったと思う。これまでの基本的な考え方を維持することが適当、つまり金融環境は現在極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとで持続的な成長軌道を進むのであれば、金利水準を徐々に引き上げていくことになる。ただし、そのペースは経済、物価の先行き見通しのパスやその蓋然性、上下両方向のリスクを2つの柱に沿って点検しながら、

適切に決めていくということだと思う。つまり、何かのリスクを見極めていくといった場合に、目がその一点だけに奪われ過ぎないで、第一の柱、第二の柱という枠組みに沿った判断を維持しながら情勢判断を進めていくという意味合いである。なお、市場やマスコミにおいては現在、国際金融市場や海外経済の状況といった外部環境のみに焦点をあてつつ、市場がどの程度落ち着けば利上げするのかとか、海外中央銀行の対応によって日本の政策はこうなるといったような単純に図式化された見方に流されがちであるように思う。そういう質問が非常に多いというのが実情である。それだけに、情報発信に当たっては、国際金融市場や海外経済の状況の我々の政策判断における位置付け、すなわちそれらがどのように我が国の経済・物価情勢の見通しやリスクに影響するかを点検していく、その部分の考え方の筋道を改めてしっかりと示していくことが非常に重要だと思う。何人かの委員からも、この点は今ご指摘頂いたところである。なお、今申し上げた点、さらには別の観点から討議をさらに続けて頂ければと思う。

最初に私から質問をさせて頂きたい。岩田副総裁のご見解の成長率の下振れリスクという点で、私が誤って受取っていないければ良いと思うのだが、例えば、展望レポートで成長率のアウトルックについて中央値というような形で出している。あれは我々の理解では目標値ではないので、これに対してピンポイント的に数字が下振れるか、上振れるかということが基本的な判断になるかどうか。要するに持続的な成長ということなので、前向きな好循環のもとで成長の持続性がしっかりあるということであれば、数字については幅を持ってみるというのが初めからの約束事ではないかなど。誤解だと思うのだが、伺っていると数字が少し下回るとシナリオが変わるというような印象をちょっと受けたので。その点が一つと、もう一つはコンデュイットなどの後処理の話だが、情報開示が実質的に進められれば非常に望ましいと私も思っているが、さらに一つ、投売りはいかんとおっしゃった部分について、全部バンク・バランスシートに引き取るので本当に良いのかということがある。投売りという言葉の定義があまり明確では

ないのだが、やはり市場にある程度出していかないと本当のリプライシングは進まないとも思うので、投売りしないでバンク・バランスシートに持っていくのが良いのかどうかという点についても少し伺いたい。

岩田副総裁

後者の方から申し上げますと、勿論マーケットで売れるのであれば、それはそれで一つの方法だと思う。ただ、放置した場合に、金融システム全体が不安定化するようなことに繋がるような場合には、やはり親銀行が責任をしっかりと取るべきではないか。つまり、これはある意味で責任の所在の問題——投資ビークルをどのように位置付けるか——なのだが、基本的な考え方は誤って投資した人がちゃんと責任を取るようにしてほしいということが言いたいことであり——投売りという言葉はあまりよくないかもしれないが——、責任を明確にし、誰が責任を取るのだということをまず明確にしてほしいということが趣旨である。それから、シナリオとの関係だが、私が申し上げたいのは、先行きのリスク・バランスについて下振れのリスク要因が出ているということで、+2%程度の成長というメインシナリオ自体がここで壊れているということを申し上げた訳ではない。ただ、評価の基準というのは、これまで私の知る限りの経験だと、下振れしているか上振れしているかという時に、やはり中央値でこれまで判断してきたのではないかと思う。それがゼロ点何%の下振れだったか、その時でいくらか状況によって違うかもしれないが、これまでの私の知る限りではやはり中央値を基準としてそれから……。

須田委員

大勢見通しでやっていたと思う。

岩田副総裁

そうか。私の理解が間違っていれば直して頂きたいと思う。それからもう一つ難しいのは、個人の予測がある訳で、私の場合で言うと例えば、先

程コアCPIについて下振れということがあるのではないかという話だったが、私からみると思ったとおりに動いている、つまり別に下振れでもない。しかし、この会議の判断として考えると——レンジでも良いし、レンジの下限から外れるかどうかということでも勿論私は良いのだが——、全体の判断を基準にして評価をする時には、個人の判断とは別にこれまで行動してきた。

西村委員

まず、投売りうんぬんの話だが、そもそもそういった責任をきちんと取らなければいけない。その責任というところが曖昧であった、リスクを明確にしてこなかったというのはやはり問題である。ただ単純にもう終わってしまった後で起こってしまったリスクを問題視するというのは、古典的な動学的不整合の問題に陥ってしまっている点に注意したい。従って単純に全て親銀行が責任を取らなければいけないという議論には、私は承服しにくいところがある。多分、岩田副総裁もそういうつもりではないと思う。ここは非常に難しいところなのだが、最初にすべきはどのようなコミットメントを銀行がしていたのかを明確にすることだろう。このコミットメントがプライスされていなかったというところが一番の問題なのだろうと思う。そこのところが重要ではないかと考える。また、この見方からすると、情報開示は極めて重要だ。事前の情報開示も重要な点であると同時に、事後の情報開示は極めて重要ではないかと思う。失敗をしたものも含めて、正確な正直な情報開示というのはやはり必要なのではないかと思う。

野田委員

確かに必要なのだが、今、自主的とおっしゃったが、そこがどこまで本当に期待して良いのかというのはかなり疑問であるという見方もある訳で——ちょっと私も先程の発言の中で触れたが——、もう少し切羽詰らないとやはり市場がそういうことを求めていく、自主的といっても市場が何

らかの監視をしていく、市場の評価の中でそれを求めていくということが大事、自主的というのはそういうことだろうと思う。法律とか規制でということではもう間に合わない訳で、やはり市場が厳しく監督していくことによって、そういう開示がどこまでなされるのかというところに注視していきたいと思う。

水野委員

それについてちょっと補足すると、邦銀の過去の不良債権処理の問題があつて、追い込まれてやらなくて良いところまでやっちゃったというところがあるのだが、米銀について言えば、先程の投資銀行について今回皆様と話していると、一つ感じるの悪いのは早く処理する、世の中で危機と言われていたところは実はビジネスチャンスであるが、レピュテーション・リスクから自主的に開示していくとか、あるいは先程言った投げ売りしないように引き取ることをビジネスチャンスとしてやっているところがあるという感じがする。その点はその点として良いのだが、投げ売り禁止令というのは何かちょっと言葉が強い。やはりリプライシングはちゃんと明確にしなければいけないのだが、その一番難しいところは正確な時価は常に動いているということである。今回、こう引当をしたと言っても、結局日本の不良債権問題の時に結果的に引当を過剰にやっちゃったというところまでやらされちゃうことは、凄く不利益を被る人が多いので、だから早くやった方が良いという風土はアメリカにはあると今回、感じさせられる。それからもう少し具体的な話をすると、格付会社を上手く使うということなのではないかと思う。先程、格付会社批判の話があつたと思うが——この間武藤副総裁が出られたB I Sのミーティングなどでもあつたが——、格付会社を批判することに対して金融機関は非常に消極的である。ただ、格付会社にとってラスト・チャンスであると思う。格付会社はいわば本来の業務——これはストラクチャードファイナンスという方で数年儲けてきたので、そうではなくて本来の格付、すなわち財務格付——をちゃんとやっていくということを考える必要がある。金融機関に情報開

示をさせて、あるいはちゃんと引当をしていかないと格付に対してネガティブウォッチしますよみたいな方向に持っていく。それが格付会社の信用に繋がっていくし、金融システム全体の信用に繋がっていくので、一番良いのではないか。そこを切り離してしまって、コラボレーションしていった訳だから、そういう格付の方が現実的ではないか。格付会社批判はあまり建設的でないという感じは、私は凄く受ける。

須田委員

その点は確かにそうだが、やはり利益相反というか、証券化商品を作る時はどうみてもおかしかったということはある。それから先程の投げ売りうんぬんということについては、やはり価格は時価である。マーク・トゥ・モデルでは、価格は分からない。マーケットで価格が付いたということが、やはり世の中で一番信認が得られるのだと思う。それは多分、最初は低過ぎて、そして価格が付いてからももう少し下がっていく。そういうことでも、きちんと自分の収益なり自己資本で十分に対応できるということが出てきたら、やはり金融機関はしっかりしており後は大丈夫だということでは不信感はなくなると思う。こういう時は価格がオーバーシュートすることはあるが、やはり市場が機能していない時に、モデルの価格で開示するというよりはしっかりとマーケットの価格で開示していく、だからある程度売っていくことが必要なのではないかという気がしている。

水野委員

実際に一部の最終投資家の中で価格はもう付いてきている。それからクレジットの世界は必ず儲かっている人と損している人がいて、損している人は騒いでいて、儲かっている人は静かにしているというのが世の常なので、だから大変だ大変だと言っている人を助ける必要は私はないと思う。なぜかという、儲かっている人は必ずいるので。だからそこは値段が付いていて、それが知れ渡ってくるうちに自然に本来の適正とみられるあるレンジに収まってくるというプロセスなので、私は総裁に近い考え方で、

マーケットのメカニズムを信用してあげた方が良くて、あまりその何か介入——これには中央銀行や民間銀行による主導があるのだが——していくと結果的に処理が長引いてしまって、もやもや感が続いてしまうのではないかと、同じような考え方である。

西村委員

一つ申し上げたいのは、ストラクチャードの非常に複雑なものはある意味モデルを開示するしかない訳である。開示したモデルがどのようなモデルなのかはちょっと私にも理解できないが、然程たいしたものでは多分ないと思う。そうすると、レピュテーションのリスクが非常に大きくなる。モデルを開示したところで、それが正しいかどうかを判断するのは極めて難しい。結局のところ、その証券を最後まで持っていなくては正しかったのかどうかは分からないという形になる。そうした時の問題は先程申し上げたとおりである。従ってマーケットできちんと価格付けができるものとできないものをやはり分けなくてはいけない。そして価格付けができないものに関してはどう評価すべきか何らかのベスト・プラクティスなりコード・オブ・コンダクトが必要になってくるのではないかと。そういう意味でのある種の規制は必要になってくるのではないかという気がする。

福井議長

先程の成長率のところ、極めて単純化して議論するとすれば、例えば家計部門への還元というか、賃金、物価のメカニズムがどう作動するかについて、それぞれ想定をおいて経済のシナリオを作っている。ところが、その賃金、物価メカニズムの作動の具合が当初の予想よりは低かったという場合は、多分他の状況が同じであれば中央値も下回るし、皆様がそれぞれ出された個人の数字も下回るということが起こると思う。一方、建築基準法が急に改正されて、住宅建設が一時止まってしまったという場合、これをきっかけに経済のメカニズムが変わるかかどうかというのはあるが、本当にテンポラリーにあるクォーターの成長率が下がり、後から回復したけ

れども年度内には十分キャッチアップできず、結果として年度の成長率が下がるということも起こり得る。この場合でも、多分、他の状況が同じだとすれば中央値もそうだが、皆様の個人の予想も数字の上では下回ると思う。そのいずれもが下振れかという、多分理解としては、メカニズムに狂いのない後者は下振れではない一方、前者はある意味で正直に言えば下振れだと、こういうふうになるのであって、数字がどう出るかということとは別次元の話からスタートしなければならないのではないかというのが私の質問なのだが。

岩田副総裁

私が言いたかったことは、基本的には賃金の動きが弱い、私が想定していたよりも弱い、私は特に今度のボーナスはプラスになるのではないかと期待していたが、それよりは弱い姿で推移しているということである。勿論それが直ちに成長率を直ぐ下げるかどうかというのは、これから先のことであるので、まだ分からない。ただ、先行きのリスクの要因としては、下振れ要因が出ているということ指摘しただけである。

福井議長

もしそうだとしたら、そのメカニズムはやはり下振れたと。仮に他の偶発的な理由で成長率の数字はむしろ上振れたということがあっても、それは下振れたと言わなければならないな。

岩田副総裁

下振れ要因だったと…。然り。輸出とか何かで、成長率が結果的に思ったよりも伸びてしまったと。だから、賃金に関する限りは下振れ要因なのだということなのだと思う。

須田委員

でもそういうふうの一つずつやり始めたら…どう評価してよいかなか

なか難しくなるような気がするが。

野田委員

おっしゃるように、賃金の伸びについてもやはり皆様それぞれ区々だろうから。そことの対比では、そういう議論は出てくるが、対外的にとにかく外に向かってはやはりなかなかそれは言いにくい訳で、我々の中心値をベースとした一定の幅の中で数値的にはどうだという説明をせざるを得ないと思う。

武藤副総裁

かつて物価についてだったと思うが、展望レポートの見通しの中央値からずれた時にどうするかという議論があったと思う。結局、中央値よりも上でも下でも上限と下限の範囲内であれば——その範囲内で、想定の中で下の方にいるとか、上の方にいるとかということと言っても良いのだが——、上振れ、下振れという議論にはならなかったと思う。上限ないし下限から外れそうになった時には上振れ、下振れという言葉を使うのが一般的かというような議論だったように思う。そうでないと——中央値から振れたら上振れしていると言ってしまうと——、上限、下限を決めた意味がなくなってしまう。これは統一的な理解であったかどうかはともかく、私自身はそういうふうに思っていた。

水野委員

岩田副総裁が先程ずっと言われていることで、私の理解だが、経済については数字上弱いのだが、物価についてはメカニズム的にそもそも弱いのだという感じで話されているのではないか。私には、メカニズムどおりに動いていると言いながら、物価については我々にお付き合いして頂いているかという感じがした。ただ一点だけ、私の理解ではここでは自分がどういいう数字を出したかは言わないというのがルールなので、私が当たりました、外れましたというのは——それは当たった時は威張りたい気持ちも分

かるのだが、私もそういう時はあるのだが——抑えて頂かないと事務方が倒れてしまうので、そこだけお願いします。

岩田副総裁

だから、私は基本的にここでの議論というのは皆さんのコンセンサスを基準にして考えるし、外に対してもそれで良いと思っている。

水野委員

ただ物価についてはメカニズムにそもそも考え方が違うような感じがするのだが、そんなことはないのか。

岩田副総裁

メカニズムというのは、多分スピードである。メカニズム自体は存在している。これはもう来てからずっと私は変わらないので、必ずプラスになるとずっと言ってきたのだが、そのスピードは明らかに私が考えていたよりも遅い。

水野委員

だから数字というよりもスピードが遅れる、プラスに転じるのが遅れるのではないかというところの。

岩田副総裁

然り。

水野委員

分かった。

福井議長

他に、宜しいか。それでは政策運営についての討議は一応締めくくりた

いと思う。それでは政府の方からご発言を頂戴したいと思う。先ず、森山財務副大臣から願います。

森山財務副大臣

我が国経済の現状をみると、4～6月期の実質GDP成長率は前期比-0.3%とマイナスになっているが、消費は前期比+0.3%と引き続き穏やかに増加をしており、大局的には景気は息の長い回復を続けている。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。現下の経済・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。サブプライムローン問題に起因して、株式市場や為替市場等の動向は引き続き流動的である。米国においては、政策金利が0.5%引き下げられる金融政策の変更があった。日本銀行におかれても、日本経済及び米国等の世界経済の動向や、市場の動向に十分に注視し、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、今後の内外の経済・市場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、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頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

内閣府の浜野審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。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、単位労働費用も低下幅の縮小に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。長い目でみれば、

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。また世界的に株価や為替レートが大きく変動しており、世界経済、特にアメリカ経済や原油価格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。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、コメント、ご意見はあるか。

野田委員

今、冒頭のところを聞き漏らしたのだが、物価について従来デフレという言葉をお使いになっていたと思うが、今回はお使いになったか。ちょっと聞き逃したのかも知れないが。そこのところの確認だけ。

浜野内閣府審議官

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、と申しあげた。

野田委員

分かった。

福井議長

他にないか。それでは議案の取り纏め並びに採決に移りたいと思う。恐らく水野委員からは政策変更の提案があると思う。議長としては、多数意見を踏まえ現状維持に関する議案の提出をしたいと思う。その他に議案の提出者はいらっしゃるか。それでは2つの提案について、執行部から議案を用意して読み上げて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

内田企画局参事役

それではまず、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。続いて別添公表文案である。「2007年9月19日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」（注）として委員のお名前である。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移りたいと思う。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは採決に、水野委員の案からお願いする。

[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る。賛成1、反対8、反対多数である。

福井議長

1対8で否決となった。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

それでは採決の結果を申し上げます。賛成 8、反対 1、賛成多数である。
反対は水野委員である。

福井議長

8 対 1 で原案どおり、議長提案が採決をされた。水野委員から追加的に
コメントはあるか。

水野委員

議事要旨のところで発言させて頂く。

福井議長

それでは今、決定された調節方針に沿って引き続き適切な市場調節に努
めて頂きたいと思う。稲葉理事と金融市場局長におかれては、宜しくどう
ぞお取り扱い頂きたい。事務局におかれては、公表の準備を始めて頂きたい。
政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案のとおり現状維持ということで、賛成多数で決定した。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議題に移る。金融経済月報の基本的見解である。この会議の冒頭のところで執行部からご説明のあった例の大きな紙の文章であるが、今日の討議及び決定を踏まえて、改めてこの文章をご覧頂きたいと思う。市況もその後はそんなに動いていないか。

野田委員

一つ宜しいか。先行きのところで、今回、「海外経済が全体として拡大する」と「全体として」というのが前月比加わったのだが、では先行きについて前回とどう変わったのかというと、一部分どこか後退でもするのか、あるいは縮小でもするのかという疑問を招くのではないかという気がする。先程の議論の中で、今の見通しの中では前回と同じような書き振り、言い振りの方がむしろ良いのではないかという印象を受けるので、そのところは如何か。

福井議長

上の現状評価のところでも一つ「全体として」というのが入っているが、これは住宅投資が減少しているから……。

野田委員

そこは良い。だから先行きの「海外経済が全体として」という点である。

福井議長

下の先行きの「全体として」は、上との対比で見ると具体的にどこが減少するのだと。マイナス成長になるとか、そういう印象にならないかとい

うことであるか。

野田委員

然り。

西村委員

私は逆に前回、違和感を表明した。最初に言おうと思ったのだが、今回はここに「全体として」と入れたことで私は違和感を解消した。ここら辺は皆さんとの評価の形になると思うが、やはりこういうダウンサイドのリスクが入るという意味で私は解釈している。

須田委員

ダウンサイド・リスクとしてか。

西村委員

否。アメリカのところに入る…アメリカにある…。

須田委員

アメリカは。

西村委員

アメリカにはダウンサイド・リスクがあるということ。

須田委員

アメリカは下振れがあるが、その他の地域が支えるという、そこで「全体として」ということであって、だから全体で見れば変わらないのだ。

西村委員

だから全体がダウンサイド・リスクということではない。アメリカでダ

ウンサイド・リスクということである。

福井議長

だから、これは同じ文章なるが故に誤解が生ずるリスクがあるというご指摘であるな。最初の方は住宅投資が「減少」だと、他は増加である。こちらはマイナス成長ではなくて、拡大は拡大なのだが拡大ペースは落ちるという話であるから混乱しないかというご指摘だと思うが。

前田調査統計局参事役

一応、拡大と縮小と考えている訳ではなくて、アメリカについてみれば成長はする訳だがそのペースがポテンシャルより低いという状況が続くので、あまり「拡大」という表現は適当ではないかというふうに、あるいは減速していくという姿であるのでそういう時に、それでもなお、他が支えて全体としてみれば拡大ということであれば、それをいつ表現として加えるのが適当かというのはなかなか議論があるかと思うが。

水野委員

これは、アメリカ以外は念頭にないのか。例えばヨーロッパも下方修正をするかどうかという議論もあるな。書き手として何を意識しているのか。

前田調査統計局参事役

アメリカだけである。ヨーロッパについては一応コンセンサス的にはやや減速しつつもまだ成長のペースはポテンシャルを上回るというのが…。

水野委員

それは先行き、アメリカの減速がヨーロッパその他も含めて景気の下振れリスクになるということまでも考えているのか。そこまでは考えていないのか。

前田調査統計局参事役

ここはあまり、リスクまでを書くということではなく…。

水野委員

だから、イメージではアメリカの減速がより明確になったので、変える方が良さだろうということだな。

前田調査統計局参事役

正直この1か月で、全く変えないで良いのかというと、一番…。

水野委員

分かった。

福井議長

英語だとこれはどういう表現になるのか。

前田調査統計局参事役

単にオーバーオールという言葉を使うだけである。

福井議長

両方ともオーバーオールか。

前田調査統計局参事役

然り。

野田委員

拡大の解釈というものもあるのだろうが、少なくとも大幅にというところがみえない。後退は…縮小では若干スローダウンはするのだろうが、どこまでかというのはやはり今後の我々の関心の中心なので、この時点でそ

こまでそれを匂わせる、そこを示唆するというのが果たして今日の議論の中で適切なかどうかということで申し上げた。

水野委員

因みにFOMCの声明文は変わっていない。アメリカ経済の評価は。モデレート、Economic growth was moderate during…。緩やかな拡大を続けているという判断が書いてある。

福井議長

現状評価は変わっていないのだな。

水野委員

然り。

福井議長

これは先行きもそうか。

水野委員

だから不透明感を増していることをどう表現するかという話で。後はスペースの制約があるからということも考えないと、ということだろうか。

福井議長

アメリカのステートメントも先行きについてはあまり明示していないな。

水野委員

はっきりしていない。不透明感が増大したと。

福井議長

ポストポーンというか政策が先回りしている、というようなもの。

水野委員

だから予防的にやったと言っている訳で。

福井議長

難しいな。日本語だから。元々全体として何だかというのが良く分からないと……。

西村委員

問題があるとすると上の内外需要と下の海外経済を同じ「全体として」と言っているがために、同じような大きさと取られてしまうという問題だ。

福井議長

そういうものは確かにある。多分、この1箇所だけであつたら問題にはならないところだな。

水野委員

もし文章の量の制限がなければ、米国経済だけシングルアウトするというやり方がある。

西村委員

それはちょっと危険だ。

水野委員

それは多分英語になると非常に嫌味になるから止めた方が良くという話でこうなったのだろうが。そこまで皆、リスク要因……。

野田委員

やはりクロス・チェックをしていくと、今回「全体として」と入ったのは何故なのかという。

水野委員

そこまで真剣に読んでいなかったが、変化しかみない人からすれば、そういう見方で読めるので。

岩田副総裁

「全体として」を入れることに、全然抵抗がないのだが。

野田委員

領いていらっしゃるのだから…皆さんが抵抗ないということであれば、私はそれで良い。全体に従う。多数決で決めるような話ではないのかもしれないが。

水野委員

結局、前と変わったところしかみない市場参加者がいるので、何が変わったのだという時に、最初に総裁が心の準備をなさっておいた方が良い。

福井議長

だから英語だと何というのだろうと思ったのだ。

水野委員

英語で答えられるということか。日本語の記者会見がまずあるので…。分からないこともないが、日本語としてはそういうふうに分かるのだが。

野田委員

話し言葉で話していればすっと入ってくるのだが、活字でこうさっと出

てしまうと……。

福井議長

然り。文章として。

野田委員

アンダーラインは付して出さないまでも。

水野委員

見落とす位だな。

前田調査統計局参事役

ただ一方、やはりアメリカについては減速が長引くという感じがこの1か月の変化として標準シナリオでも出てきたと思うが、そういう中であっても我々としては全体としてみれば同じように拡大するのだという言い方もできると思うが。

水野委員

そういうふうにし言葉でいうと凄く説得力があるのだが。

武藤副総裁

アメリカ経済が減速する可能性があるということを念頭に置くと、「拡大するもとで」という現在形の方にむしろ違和感があって、「全体として」と言っているのは、それは見通しに関することである。厳密に言うと、全体として拡大するとみられるもとで増加を続けるとみられるというのが本当のところである。そうみられるというのはちょっと文章論として如何かと思うのでこういうふうになっているのだと思う。「全体として」の中には何か将来見通し——この上の「全体として」とはニュアンスが違う部分があるように思うのだが——も含めてという感じがちょっとするのだ

が…。

前田調査統計局参事役

ここは、「全体として拡大するもとで」と書いてあるのは、これは将来について語っており、おっしゃったように後に「みられる」があるので、当然ながらこの文章にはみられると言う意味が入る。両方掛かっていると読んで頂ければ。

武藤副総裁

「みられる」は両方にかかると思う訳だから、前月だとこれは「背景に」という言葉があるので、上手くごまかされている訳だな。極めて常識的な表現のような気がするが。

水野委員

指摘されるまでもなく、違和感ないと思う。

福井議長

如何か、妙案はないか。

野田委員

私はそのままが良いのではないかと。「海外経済が拡大するもとで」で良いのではないかと。そういうことである。前月と変わらなくて良いのではないかということである。

福井議長

「全体として」を落とせば良いのではないかということか。それが代案だということか。

野田委員

然り。元々そういう……。

福井議長

皆様、如何か。多数決で決めるものではないが。

須田委員

それは分かるのだが、やはりこのところは、これだけアメリカ経済が変化している中で何も変えないのかという、そこまで何か意固地とは言わないが、柔軟な対応ができないと変に受止められても困るな。

武藤副総裁

前回には、サブプライムローン問題が取り上げられていたが、今回は全然出てこない訳である。そうすると、この「全体として」位がないと、およそサブプライムローン問題に対して配慮ゼロの月報、見解になってしまうような気がするので、私は「全体として」というのは落としたいくない。

水野委員

前回、サブプライムローンはあったか。

中村委員

前はあった。

前田調査統計局参事役

金融部分のところで。

水野委員

金融のところか。「全体として」……、そうだな、分かった。

中村委員

目に付くようであったら、上の方の内外需要のところの「全体として」のワーディングを変える、「基調として」とか……。目に付くのであれば。

前田調査統計局参事役

こだわりがなければ、上の「全体として」は取っても良いかもしれない。これは、ちょっと直ぐ前に「減少」という言葉が入ってしまったので、「全体として」を入れないと繋がりが良くないのだろうという意味で入れたのであるが。

水野委員

私は、前田調査統計局参事役の話を聞いていると、上の方の「全体」の思い入れはあまりないが、下は凄くあるかな、という感じで受取ったのだが。上の「全体として」にはあまり思い入れはなくて、こちらの下の先行きはあるかなど。

前田調査統計局参事役

上は、あまり思い入れはない。

水野委員

上は何か文章上の、修辞上の問題かなど。少しくどい、全体、全体と言って。

西村委員

内外需要は概ね……。

水野委員

前回と変える、変えないというところで。

福井議長

上の「全体」を取る。

水野委員

下に一つ残すという意味か。上を取って下を残す、先行きのところに。

武藤副総裁

上を取ってしまうのも考えられなくもない。

水野委員

先行きの方が不透明だと、そういう意味だから。

福井議長

上は厳密過ぎると、二番目はちょうど良いと。

水野委員

二番目は実体経済も含めて不透明感があるのだからという。

福井議長

そういうので如何か。ご指摘のところはご指摘どおりにならないのだが。

野田委員

結構である。

福井議長

それでは、上だけ落とすと。

前田調査統計局参事役

「内外需要が増加する中で」でよろしいか。そうさせて頂く。

福井議長

他の点は如何か。宜しいか。それでは、これは決裁を。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

修正後の文章で、全員一致で決定した。この月報の基本的見解だが、これは即日公表、つまり今日の15時公表の予定である。また別途お配りしている背景説明、詳しい文章であるが必要に応じて執行部で修正を施したうえ、20日、木曜日14時に対外公表の予定である。

VII. 議事要旨（8月22日～23日開催分）の承認

それでは次の案件、議事要旨の承認である。8月22日、23日、両日開催された件である。既にお手許にお配りしてそれぞれチェックをして頂いた訳だが如何だろうか、宜しいか。それでは決裁をお願いする。

[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ます。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨だが25日、火曜日8時50分に対外公表を予定している。

VIII. 閉会

福井議長

以上をもって、本日の議案を全て終了した。次回の金融政策決定会合は10月10日、11日、二日間に亘って開催する予定である。宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、金融政策決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りの扱いである。議事要旨及び議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。議事のプロセスについても同様に取り扱って頂ければと思う。金融政策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皆様方におかれて、厳正な機密管理をお願い申し上げたいと思う。それでは本日の議決事項の解禁時刻であるが、事務局に確認して頂きたいと思う。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は13時21分の予定である。

福井議長

解禁時刻は13時21分と決まった。あと5分位後である。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いしたいと思う。ただ、政府からのご出席頂いている方々については控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。後は解禁された時にご連絡申し上げる。

(13時17分閉会)

以 上