

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年10月10日（14:00～16:53）

10月11日（9:01～13:28）

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（10日）

森山 裕 財務副大臣（11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（11日9:01～9:21）

企画局参事役

内田眞一

企画局企画役

関根敏隆

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長

大杉和人

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

加藤 毅（11日9:01～9:21）

企画局企画役

山口智之

企画局企画役

神山一成

金融市場局企画役

三木 徹（11日9:01～9:21）

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

それでは宜しいか。定刻であるので、金融政策決定会合を開催する。本日と明日の二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部報告を伺う。政府の方から、財務省、鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。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、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席頂いた方々については、そのことを踏まえてご発言頂きたい。

## 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移る。金融経済情勢に関する執行部報告である。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

福井議長

最初は金融調節、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）に沿ってご説明する。まず図表1-1で無担保コールレートの推移をご覧頂くと、中間期末日の28日に0.675%になったことを除くと、概ね0.5%近傍で安定的に推移した。ただ、市場の地合いなのだが、通常 of 期末要因それから郵政民営化要因に加えて、欧米市場の混乱が我が国にも微妙に影響していて、随所に金の巡りの悪さ、神経質さがみられた。このため、後でまた申し上げるが肌理細か

いオペ運営に努めて、誘導目標水準近くでレートが安定するように心掛けたところである。オーバーナイトのレートの推移であるが、9月20日以降期末日に掛けては0.52%前後が続くなど、幾分高めに推移した。このため、厚めの資金を供給して、準預の積みの大幅な前倒し進捗を許容しつつ、レートの上昇を抑制したところである。10月に入ってからであるが、この反動から0.5%を下回る日もみられるなどややレートは緩み気味であったが、積みの終盤に入ってきた昨日辺りから少し高くなっていて0.5%台に戻ってきている。次に図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、準預先の残高であるが、9月積み期は足許まで約5兆2,000億円とやや高めの水準になっている。各業態とも9月末に掛けて積みを前倒して進捗させたのでやや厚めになっているが、資金の抱え込みという点からみると3月程は強くなかったかといった印象を持っている。ゆうちょ銀行——今月からゆうちょ銀行にしているが——は、7月、8月と徐々に残高が減少していたが、9月の積み期は3.4兆円とまた増加している。要因が幾つかあるのだが、一つはかんぽが9月末越えの運用を手控えたこと、それから民営化移行の万一の備えとしてやや手許の資金を厚くしたこと、そして10月の初めに預託金の戻りがあるが、これが一時的に足許に掛けて積み上がっていること、といった要因が背景である。ただ、10月に入って——ゆうちょ銀行になってからなのだが——、  
している。具体的には、  
している。それから、これまでのいわゆる入札形式ではなく、

を始めている。約定レートを少しみてみるとやや低い印象もあって、市場でのウィーク物の金利が多少頭を抑えられている感じもなくはないので、この辺は注意してみたいと思っている。図表1-3の07/1月積み期以降の短期金利のグラフで今申し上げたコール市場以外の翌日物の金利をご覧頂くと、レポ・レートであるが——薄いグレーの線であるが——、これは0.6%程度、期末日も0.75%と総じて落ち着いて推移していた。これは国債買現先のオペを何本か打った効果があったと思うし、短国に対する投資家の需要が大変強くて証券会社の

在庫が軽めだったことが背景とみている。一方、細線のユーロ円は期末に向けて徐々に上昇した。お示ししたのは14時時点のレートなのだが、これで見ると期末でも1.3%位なのだが、欧州の市場が開くロンドン時間になると、中心的な取引レートは1.5%内外、高い時は2%を上回っていて、この辺りにも外国銀行への放出が手控えられた影響が出ているのかとみている。図表1-4で今回の中間期末と最近の期末を比較したものをご覧頂くと、1.の無担保コールオーバーナイトレートは0.675%ということであって、3月末の0.715%に比べると低い水準で着地している。オペについては、3月末より多い合計1.8兆円を供給した。振り返ると、この日朝方から邦銀は0.6%前後でビッドを結構入れていたのに対して、外銀は朝から0.74%ないし0.75%とかなり高いところでビッドを入れていて、二極化していたということがあったと思う。このように外銀の取り圧力が強かったので、まず一回目のオペ——午前中であるが——で、1兆円の供給を行った。ただ、その後も外銀の取りが強かった訳で、一時的には0.8%前後での取引もみられたので、午後に入って二回目の供給を行った。取り上がり先は担保余力が乏しい先であったこともあって、この二度目のオペは札割れになった。8,000億円のオファーに対して6,000億円の応札ということで札割れであったが、ただこの札割れの事実が資金余剰感を却って生み出すような効果があって、その後レートは低下の地合いとなった。補完貸付、ロンバートであるが、今年3月で2.8兆円もあったのに比べて、9月末はゼロであった。この背景は外銀の金繰りが全般的に慎重化しているということもあるし、どうもやはりロンバートを利用するとレピュテーションリスクがあるといった面への配慮などもあったのかとみている。図表1-5で無担コール市場の月中平残をご覧頂くと、〈取り手別〉のグラフでは外銀の調達量が9月——一番右であるが——は8月に比べてさらに減少している。引き続き資産を圧縮、抑えめにして、安全な資金繰り運営をしている姿が窺えると思う。〈出し手別〉をご覧頂くと——このグラフは平残であるので、実はあまりなかなかよくみえない部分もあり、末残で見るともっとはっきり出ているのだが——、地銀とか生保辺りが8月末ある

いは今年の3月末に比べても放出を減らしてきている。グラフには実は内訳をお示しできていないのだが、ターム物と翌日物を分けてみると、専らターム物が減っているのが特徴である。この辺りにも、外銀向けの与信の慎重さが現われているように見える。図表1-7にいく。最近のオペの実施状況をご覧頂くと、期末に掛けては先程申し上げたが通常 of 期末要因に加えて海外のマネーマーケットの混乱もあったので、そういった影響にも配慮して、期末越えの短めのオペの頻度を上げて期末資金を潤沢に供給する肌理細かいオペの運営を行ったところである。具体的には共通担保（本店）の欄にあるが、9月中は期末日以外でもレートの強含みに対応して即日供給を何本か行っている。また、レポ・レートの安定も意識をして国債買現先オペの頻度も従来より上げている。それから、10月に入ってからであるが、資金余剰感が出てくるタイミングで——（資金吸収オペ）にあるが——手形売出によって資金吸収オペを行って積みの進捗を調整した。全体としてみると、外銀勢を中心に市場の神経質な地合いが大きく変わっている訳ではなく、市場では年末越えに焦点が移ってきている。ユーロ円の3か月物の金利も強くて年末越えが出にくくなっているといったことにも、年末越えが意識されているところが現われているのかと思っている。こうした状況も踏まえて、10月3日、共通担保（本店）オペで今年初めての年末越えのオペを実施したところである。これは去年より1か月位早めになる。以上が金融調節である。

続いて図表2-1以降で金融・為替市場の動きについてみていく。先程申し上げたユーロ円のレートの推移を図表2-1、(2)の表でご覧頂くと、ユーロ円、特に3か月物辺りは10月に入ってからもしじわりじじわりと上がってきている。先程申し上げた取り手について言うと、外銀の年末越えの調達懸念——出し手から申し上げると放出慎重姿勢——といったことを反映しているのであろうと思う。これがユーロ円の動きなのだが、一方短国レートをご覧頂くと、こちらは相変わらず投資家の需要が強くて、レートの的にみると多少下がっている。あるいは、低い水準のままと言って良いと思う。背景をみると、地銀とか生保など幅広い投資家の需要が強い。キャッ

シュバシに近いような運用をしている。それから、先程外銀に対する放出を手控えたと申し上げたが、この一部が短国へ回っている面もあるのではないかと思っている。こういうことでかなり低い水準が続いていたのだが、今日の定例のF Bの入札をみると、多少反転の兆しも出てきている。さすがに低くなり過ぎたということもあるのかもしれない。続いて、市場の金利観については、図表 2-2 でまずユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブ——黒実線——が前回決定会合時より少し上方にシフトしている。同じような点はO I Sにも現われていて、図表 2-3 になるが、(1) のグラフ黒棒、直近のところは前回会合時より幾分上昇してきている。(2) のグラフで利上げ確率というところからみると、バツェン印の 12 月会合までの利上げ確率は本日の午前中位をみると 6 割を超えるところまで上昇してきている。

図表 2-4 で長期金利の推移のグラフをご覧頂くと、基本的には海外の金利の影響を受けやすい地合いが続いているとみている。前回の決定会合の後、欧米で約 10bp ないし 20bp 上昇しているのにつれて、日本でも 20bp 位上昇していて、10 年債で言うと 1.7% 台の前半になっている。図表 2-5 の (2) でイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、全般に上昇しているのだが、相対的には 7 年とか 8 年の辺りがやや上昇幅が厚くなっている。この辺りはいわゆる先物ゾーンと呼ばれているところであって、需給面でも外国人主導の売りがこういうところに反映されているのではないかとみている。図表 2-6 にいって、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因の直近のサーベイ結果——これは 9 月末の時点であるが——をご覧頂くと、白抜きの海外金利と黒の景気動向のウエイトが増している。景気動向も結局のところ欧米景気が我が国へどういうふうに影響するかといった点に注目が集まっていると思われるので、基本的には海外でのセンチティブな地合いを反映しているとみている。続いて、クレジット市場、図表 2-7 にいく。全体として大きな変化はないのだが、まず (1) のグラフの社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、一つの特徴は——右の拡大図にはっきり現われているが——B a a 格のところではスプレッ

ドがかなり跳ね上がっている。この背景は、偏に消費者金融要因である。前回決定会合の時にお話ししたクレディアの後も個社ベースの赤字であるとか格下げといったイベントが幾つかあって、改めて過払い金返還負担の重さが意識されているようである。これがスプレッドの拡大に表われているとみている。ただ、消費者金融を除くとクレジット市場全般に安定していると言って良いと思う。つまり、投資家の需要も強い状態が続いていて、この面ではアメリカのサブプライムローン問題の影響はみられない。

(2) のグラフにいてCDSのプレミアムをご覧頂くと、米欧は特にアメリカの利下げの後、顕著に縮小しており——それでも夏場前よりはなお高い水準にあるのだが——、8月のピークに比べると半分とか三分の一位に縮小している。これに対しては、日本の方は元々影響はほとんどなく足許はほぼ横這いとも言えるのだが、この中で消費者金融の問題から僅かながら上昇している、強含んできているというところが9月中旬以降ご覧頂けるかと思う。以上がクレジット市場である。

続いて株価、図表 2-8 にいく。(1) のグラフをご覧頂くと、基本的には米欧株価の影響を受けやすい地合いが続いていると言って良いと思う。こうした中で我が国の株価であるが、日経平均をみると——ちょうどシャドーの掛かったところであるが——、前回会合以降、約 1,400 円上昇していて、1 万 7,000 円台の前半まで上昇している。(3) のグラフにあるが、このグラフで白抜きの部分——つまり前回決定会合以降の変化率——は、日本の場合、欧米を上回っているのだが、これは出遅れた部分もあるし、レベル的に言うと7月9日に日経平均が1万8,261円であったから、そこには及んでいない。一方、アメリカの方は最高値更新を続けているので、それに比べると力強さを依然欠いていると思う。図表 2-9 で主体別の動きをご覧頂くと、外国人は9月からずっと売り越していたのだが、最終週は買い越しに転じている。これが相場を主導したとみている。基本的には、アメリカや欧州の株価の上昇でリスク・アペタイトを外国人の投資家が回復させたことが背景かと思う。一方、日本であるが、個人は引き続き足許に掛けても売り越しになっていて、また株価が多少上がってくると利食い

をする、つまり腰の入った買い姿勢は個人については依然みられていない。

次に為替である。為替相場は基本的にドル安基調が続いているとみている。ただ、10月に入ってからやや警戒感から揺り戻しがきている。時系列的にみると、まず9月末まではFedの50bpの利下げ、そしてこれに伴う先行きの利下げ観測の強まりで、基本的にはドルが他の通貨に対して安く推移をしていた。この点は図表2-10あるいは<参考>の表をご覧頂くとお分かりになるように、特に対ユーロではユーロが強くて、9月28日にはドル/ユーロ相場が1.42ドル台に乗せるようなユーロ高、ドル安の相場展開であった。ドルは多くの他の通貨に対しても安くなったのだが、例外は円であって、円は短期筋の円売りポジションの積み増しとの綱引きになる中で、9月中はご覧頂くように横這い圏内の動きになった。これが9月の動きなのだが、10月に入ってからはややドルが買われている。ドル高方向で揺り戻しが起きている。これは——図表2-11のグラフの中で枠で囲んでいるが——幾つかドル高材料が出てきたことによるものである。具体的には(2)にあるが、ドル/ユーロについてみるとユーロ高牽制に関する報道——G7前ということも意識されていると思うが——が出てきたほか、アメリカの景気指標も強いものが幾つか続いた。特に10月5日の米国雇用統計が予想比上振れし、前月計数も大幅上方修正されたので、この辺がドル高の背景になっている。そういったことで、ドルは対円でも上昇していて足許は117円台に乗ってきている。図表2-12の(1)でその他の通貨について一応みておくと、前回決定会合からの動きをご覧頂くと、引き続き円が一番下の方にあるので売られている一方、豪ドル、ニュージーランドドル、カナダドルといったいわゆる資源国通貨あるいは高金利国通貨が買われる姿になっている。(2)のボラティリティのところをご覧頂くと、ドル/円のインプライド・ボラティリティは一頃に比べると大分低下してきた。従って、多少金利差を意識したいいわゆる円キャリー取引が出てきやすい地合いにはなっている。主体別にみると、まず図表2-13のいわゆる外為証拠金取引のポジションをご覧頂くと、日本の個人投資家は今のところ外為証拠金取引再開に動意はみられない。ポジションはほとん



どフラットなまま推移をしている。一方、外貨建て投信はどうかと言うと、外貨建て公募投資信託純資産額の推移のグラフになるが、8月も7月に続いて為替換算の影響で純資産ベースで見ると減っている。ただ、色々なヒアリングなどを通してみると、資金流入自体は続いているようである。なお、投信については、例の金融商品取引法の施行によって投信の販売が多少慎重になっているという可能性もあって、この後、少しこの辺はみていく必要があると思っている。次に図表2-14、いわゆるIMMポジションでファンド筋の直近のところ——10月2日になるが——をご覧頂くと目立ったキャリー、ショート・ポジションの積み増しはない。ただ、その後円安に振れている点を勘案すると、この後ポジションが多少増えた可能性があるともみている。以上から、足許の為替円安の動きは個人の主導ではなくて、むしろ海外短期筋の動きを反映したものであらうともみている。(2)のグラフ、リスク・リバーサルであるが、黒実線でお示したドル/円のプット・オーバー幅が縮小していて、一頃より円高警戒感は後退してきている。どちらかと言うと、足許では市場は円安方向の動きが意識されるようになってきているようである。

以上みてきたように、あるいはこの週初にあった

でも確認されたところなのだが、欧米のクレジット市場あるいはマネーマーケットは特にアメリカの利下げの後、安定化してきてはいるが、なお不安定性が残っている。欧米の証券化市場あるいは欧州のマネーマーケットは大きな改善はみられないようである。その一方で、今お話ししたように海外株——これはエマージング諸国の株も含めてであるが——あるいはコモディティそして長期金利が上昇しているというのが足許の特徴だと思う。そうした中で日本のマネーマーケットなのだが、外銀——特に欧州系銀行——の資金調達行動を巡り神経質な地合いが続いていて、当面は年末の資金繰りが焦点になっている。また、株価、長期金利の動きも海外投資家の動きに振られやすくなっていて、全体として我が国の金融市場は海外の影響を受けやすい地合いが続いているともみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。先程の図表 2-1 で、ユーロ円の 3 か月物と F B の 3 か月物のスプレッドがこのところ拡大している。アメリカの T E D スプレッドに対応するものだと思うが、そちらはかなり縮小してきている。差自体はまだヨーロッパもあるな。拡大方向にあるのは何か理由があるのか。

中曽金融市場局長

両方の要因。先程欧州のマネーマーケットは回復していないと申し上げたが、やはりユーロ円金利の高さは欧州の銀行の取り需要が反映していると思う。であるからこそ、欧州の市場が開いたところで、ユーロ円金利が高くなる傾向があるのだと思う。であるから、この部分については、欧州のマネーマーケットの問題が投影されている。一方、F B が低いのは、これはどちらかと言うと日本の要因かなと思う。欧米のようにフライト・トゥ・クオリティがはっきり出ていた訳ではないが、F B に対し投資家——特に期末に掛けて機関投資家だとか あるいは海外の中央銀行も——は投資姿勢を強めていたと聞く。背景は、前回の会合の時にも申し上げたが、一つは利上げ観測が後退したこともあったのだと思う。それと、期末に掛けての運用を F B でやりたいといった主として需給要因でかなり低く抑えられた部分があると思う。結論から言うと欧米を投影した要因や特に期末に掛けての日本的な要因も複合的に表われていたのかとみている。

岩田副総裁

そうであるか。先程もお話があったように、ターム物のコールマーケットで生保とか地銀が出すのをやや差し控えるというのは、それはやはり相



つまり、インフレ圧力という点から注意深くみていく必要がむしろあるかもしれない。彼らの目からみても、その位、今のコモディティの上昇はピッチが早いという評価をしていた。

#### 須田委員

あと、もう一点。リスク・アペタイトは少し回復してきたと言うが、主体別にみた場合は、一体誰がそういう投資をやっていると考えれば良いか。

#### 中曾金融市場局長

主体別までは良く分からない。株式とかにお金がかかり入ってきていて、これもアメリカの株がなぜ強いのかということになる。誰かという前になぜかという点について、これはアメリカの　　の整理なのだが、一つは政策金利を引き下げたので安心感が全体に及んでいる。それから二番目は過去の事例を投資家がみているのではないか。過去にも何回か市場ストレスが掛かった時があり、その後は少し確認してみる必要があるのだが、多くの場合、株価は結構反転上昇することが多いらしい。それから、三番目はインフレが抑制されていることを投資家はやはり評価しているのではないか。そして、ドル安、これもプラスになっている。それから、バリュエーション的にみても必ずしも米国の株に割高感がある訳ではない。投資家——主体別に誰がというのは分からないが——はこういった要因を好感して、それがリスク・アペタイトの回復に繋がっていて、特に株に強く現われているのではないか。

#### 岩田副総裁

もう一回良いか。先程の最初の質問と関係あるのだが、つまりTEDスプレッドとかはまだ100bp位ある訳であるな。だから欧州でもEuriborと政策金利の差をみるとまだ80bpとかで、そういうことが起こってから2か月位になる訳だな。そうすると欧州系の金融機関が短期でファイナンスしようという状態はサステイナブルなのか。つまり、やはりノーザ

ン・ロックもある意味ではそうだと思うのだが、マーケットで上手く短期での資金調達ができなくなったところは、いつまでどれ位持つのかという気がするのだが。

#### 中曾金融市場局長

まずマネーマーケットについては、欧州と米国は少し違うみたいで、米国は多少改善してきているみたいである。特に利下げが改善に繋がっている部分があるという評価である。実際に、TEDスプレッドあるいはLIBOR金利とかをみても、利下げの後、目立って低下してきていると思う。対照的なのが欧州のマネーマーケットであって、こちらは市場金利それからTEDスプレッドもそのままになっていると思う。これは、端的に言えば、マネーマーケットで疑心暗鬼が残っていて、お互いに融通しなくなっている状態が続いている。従って、そういう状態はサステナブルではないのだと思う。そこで、何が起きているかと言うと、ECBがある意味で迫られてということになると思うが、資金供給の姿勢を随分変えてきている。従来のオペの運営の仕方を随分変えてきている。具体的に申し上げますと、従来は一週間物それから少し長い物を本当に定期的にやる、規則的にやる。極く極くたまにファインチューニングというオペをやっていたのだが、この方式が今もう全くワークしなくなっているということだと思う。従って、3か月物、ターム物の金利が下がってこない、あるいは取引ができていないということも言っても良いかと思うが、さらにオーバーナイトの金利も非常に振れが大きくなって、ボラティリティが高いままになっているということである。従って、彼らがやり始めたのは、まず長い資金を供給するようになった。3か月物のオペを件数としてはかなり打つようになってきている。ただ、これでもあまり効果はなかったもので、今週の月曜日——私がちょうどラ米の会議に出ていた時なのだが——、さらにオペの手法を変えると彼らは公表している。具体的には、積みの前半期に調達を安心してできるようにかなり多めの資金を出す。つまり、前半に積みを進捗させる。ただ、積み期全体としてみると、超過準備はなるべく生

じさせないようにする。そういう新しいオペ運営をしようと言っている。何を意味しているかと言うと、基本的には今までより短いタームのオペを頻度を上げてやるということだと思う。一方で、先程少し申し上げたが、3か月物は割と定期的にやっていく。長い物を根雪的にやりながら、短いところも本数、頻度を上げる。これによって、前半に積みの進捗をかなり図る。それで、市場の安心感を醸成するということを考えているようであって、かなり日本のオペのやり方に近づいている印象はある。要はサステイナブルでない部分は取り敢えずECBがオペによって今何とかしようというフェーズにあるのではないかと分析している。

#### 稲葉理事

外貨金利が高止まっていることの意味合いが二つ位指摘できるのではないかと思う。LIBOR金利の高止まりが限界的には市場調達のコストが上がっていることを示しているので、確かに銀行の経営的な読みからすると多分苦しいのだと思う。欧州系の銀行が比較的与信に対してシビアな行動を取り始めているのは、こういうことが背後にあるからだろうと思う。ところが一方、これは市場金利の高さ、限界的な高さを言っているので、個人預金の預金ベースを広く持っているような金融機関にとっては平均的なコストがそこまで上がっているということにはならない訳で、そういうところは多分比較的余裕を持って与信行動を続けている。

#### 岩田副総裁

与信の厳格化というのは、バンク・オブ・イングランドのサーベイとかあるいはECBの…。

#### 稲葉理事

ECBには、そういう影響が出ている。

岩田副総裁

かなり厳格化している。

水野委員

そういう意味では、イギリス系が先に調達でシビアな状況にあったというのは、そういうことに繋がっているということだと思う。あと、TED スプレッドを今回みると、かなりミスリーディングになってしまうので、OISとLIBORのスプレッドをみた方が良いと思う。かたや割高だけど、仕方なくマネーマーケットファンドとかのお金が入ってくる。イールド・カーブは立っているが、実際のファンディング・コストは皆それぞればらばらだという気がするし、あと各行のニーズがそれぞれ違うので、中央銀行からすると肌理細かいオペをやっていくということなのだな。私がみている限り、ユーロ圏がまだほとんど改善していない。他は随分変わってきた。アメリカは利下げで変わってきていて、イギリスも一息ついてきている。国によって区々になってきているという感じである。

西村委員

MMFは投資をかなり再開しているという感じになってきているのか。

中曾金融市場局長

選別的に投資しているということだと思う。つまり、典型的に現われているのはABC Pだと思うのだが、相変わらずコンデュイットとSIVは駄目である。これはもう減るしかない。一方で、いわゆるマルチセラー型と言われている売掛債権のようなものが原資産になっているABC Pは、発行できないしロールできるという状態になってきている。そこは、割とセレクトティブではあるが、機能は回復してきているという評価であろうかと思う。

岩田副総裁

相当巨額のABC Pのロール・オーバーが9月末から10月にあったとのことだが、ロール・オーバーは上手くいっているのか。

中曽金融市場局長

然り。これも割と選別的であると思う。良いものは上手くいっている。今統計をお示ししていないのだが——以前にお配りしたのものがあるかもしれないが——、ロールされる新規のものも以前はオーバーナイトから3日、4日のものが中心だったと思うのだが、これも少し長くなっている。

岩田副総裁

長くなったのだな。

水野委員

実際CPの発行残高も……。

稲葉理事

CPは下げ止まったので。

水野委員

ABC Pも減り方が少し減ってきているので。

野田委員

いずれにしても9月末に掛けてそんなにABC Pの償還あるいはロール・オーバーで混乱したという情報はあまり聞こえてこないな。

中曽金融市場局長

これも散々言われていたので、多分ドルのファンディングを結構前倒しにしていた部分があるのではないかと思う。従って、今のところは、期末



のところも無難に通過してきたと。

水野委員

というか、メディアだとロールできないと書いてあるのだが、ロールのコストが高いから発行しないという感じが強い。コストが高いから。だから、短いもの中心に発行されていて、元々それが少し長めになってきて…。

中曽金融市場局長

少し緩んできて。

水野委員

全体のテンションは緩和されてきている。そんな感じか。

中曽金融市場局長

彼らから言わせると、以前のような状況に戻った訳ではないがという前提が必ず付いてはいるが。

水野委員

逆に言えば、与信もそうであるが調達も以前が異常であった。あれだけのプライベート・エクイティへの融資はバブルであるから。あそこに戻る必要がないと思えば、少し割り切った見方をした方が良い。

野田委員

そういう意味では、銀行のバランスシートはまだ膨らんできているとみて良い訳だな。

中曽金融市場局長

然り。

野田委員

止まったという感じはないな。

中曽金融市場局長

実際に膨らんでいる。パイプラインに入っていたようなローンとかレバレッジド・ローンあるいはABC Pがオンバランスに載ってくれば、そういったものが売れない限りあるいは償却できない限り載ったままになっている。

福井議長

さて、宜しいか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

それでは、海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

前のセッションでも話題になったが、サブプライム住宅ローンの問題に端を発して海外金融市場における調整は依然として続いているが、米国の先般の大幅利下げの効果などから、全般的な状況としてみれば、前回のM P M会合時点に比べれば幾分状況は改善しているとみられる。証券化商品の市場では、リプライシングを引き続き模索中であるが、通常の証券市場は次第に落ち着きを取り戻しているように見える。前月も少し紹介したように、アメリカの社債発行額は9月にかなり戻ってきている。そして、証券化商品市場から離れた資金は株式、コモディティあるいはエマージング市場に流れていて、欧米の株価は、米国の追加利下げに対する強い期待や金融機関決算に関する情報消化もあるが、上昇を続けている。原油価格は、需給の動向やハリケーン到来懸念という背景もあるが、長期資金の流入で

嵩上げされ高止まっている。エマージング市場では、ファンダメンタルズの良さもあるが、加えて米国金利及びドルの先安観を受けた海外資金流入もあって、多くの先で通貨が上昇しているほか、株価も既往最高値を更新している。こうした金融情勢のもと、以下、実体経済の動向を個別市場に沿って説明する。資料-3（参考計表）（追加分）が先週の雇用統計をアップデートしたもので、これをご覧頂きたい。図表1、米国である。2. 実質可処分所得であるが、8月は前月比0.4%増と名目所得の増加から堅調な伸びを示した。実質個人消費も前月比0.6%増とやや大幅な増加になっている。6. 自動車販売である。前月のやや大幅な増加の後、9月もほぼ横這いの水準となっており、消費全体としてみれば、これまでのところ予想以上に健闘しているという評価ができるかと思う。ただし、7. 消費者コンフィデンス指数の9月は99.8と前月に続いて大幅に低下している。2か月合わせると約1割の下落になっている。2年前にハリケーン・カトリーナがきた時に単月で2割近く下落したことがあるが、それに次ぐ下げ幅ということで、これが今後の消費動向へどう繋がっていくか一応懸念材料である。8. 住宅着工である。前月に大幅な減少となった後、8月もさらに幾分減少している。ここには載せていないが、販売面でも新築、中古ともに減少していて、在庫は一段と積み上がっている。新築では8.2か月、中古では9.8か月の水準まで上がっており、その水準は1990年頃の住宅不況時の水準に並んでいる。この流れが続けば、第3四半期のGDPベースの住宅投資の前期比マイナス幅は、今までより少し見方が変わるが、第2四半期より拡大する可能性も強まってきている。企業の方であるが、9. 非国防資本財受注の8月は前月から減少し、7月、8月均しても前期比プラスを付けた4~6月から比べると横這いということで、評価としては弱めの動きとなっている。ただし、ここには掲載されていないが、設備投資関連指標の一つである非居住向け建設支出の8月は前月比+2.3%、7月、8月を平均しても前期比+2.2%と、非常に高い伸びとなった4~6月に比べると減速しているが、引き続き堅調に増加している。11. ISM指数の9月である。製造業では52.0と3か月連続して低下しているが、改善、悪化

の分岐点である 50 をなお上回っている。非製造業でも 54.8 と前月に比べて小幅低下しているが、高めの水準は維持している。話題になっている雇用である。14. 非農業部門雇用者数の 9 月は前月比で 11 万人の増加となっている。公務員部門の教職員の計数が上手く把握できないということで、夏場の計数はやや凸凹した動きになっていた。当月はその辺の捕捉が進んで、その結果大幅に上方修正されている。8 月の計数は前月の説明の時は久々のマイナスと言ったが、一転 8 万 9,000 人の増加となっている。7 月の計数も 6 万 8,000 人の増から 9 万 3,000 人の増と大幅に上方修正されている。この結果、四半期平均でみると、第 2 四半期の 12 万 6,000 人増から第 3 四半期 9 万 7,000 人増となっており、今回の上方修正があったにもかかわらず、これまでの雇用の増勢鈍化という姿は引き続き変わらないという評価ができると思う。第 3 四半期の業種別内訳をみると、製造業それから建設が減少幅を拡大しているほか、レジャー産業の増加幅も縮小している。金融も小幅の減少に転じている。一方、小売は小幅ながらプラスに転じたほか、専門ビジネス——医療関係——というところは引き続き高い伸びを示している。雇用の関係で 13. 失業率は 9 月 4.7%、前月に比べると小幅上昇しているが、水準的には引き続き低いと言うことができると思う。物価である。C P I は総合ベースでは前月比 -0.1% と、エネルギー価格の下落を映じて前月比小幅のマイナスになっている。前年比の上昇率をみても +2% と前月に比べると幾分縮小している。コアの方であるが、前月比 0.2% の上昇を続けていて、前年比上昇率は +2.1% と前月に比べると若干縮小しているが、基調的にはインフレ圧力は残存しているということかと思う。因みに、8 月の時間当たり賃金の前月比も +0.4%、前年比をみると +4.1% と賃金、労働コストの面からみると引き続きインフレ圧力は残っているということになると思う。

図表 2-1、ユーロエリアに移る。データの出方が遅いので、最近の金融市場の動向を受けた実体面の影響はみにくいのだが、10. 製造業の P M I は 9 月まで伸びている計数の一つである。9 月の水準は 53.2% と高めを維持しているが、流れとしては 3 か月連続で低下している。サービス業の

PMI 事業活動指数も 54.2%と前月から大幅に低下している。アメリカとは違って、このサービス業の中には金融業も含まれているため、恐らく金融業の判断がこのサービス業全体の指数にも大きく影響していると思われる。輸出、生産の動向だが、ご覧のとおりユーロ全体では7月までしか出ていない。その限りにおいては、特に変調はみられない。昨日、国別でドイツとフランスだけが出ていて、それをみるとドイツの8月の生産及びドイツ、フランスの8月の輸出はいずれも特段の変調は窺われない。堅調に推移している。それから、小売の動向である。6. 小売売上数量の8月であるが、単月では伸びは弱いのだが、7月、8月均してみると、前期比で+0.6%と悪天候要因もあって悪かった4~6月に比べると伸び率は回復している。それから消費絡みではコンフィデンスである。8. 消費者コンフィデンスの9月は、2か月連続で低下していて-5%となっている。国別に分解できるのだが、ドイツでの低下が寄与しているということになっている。米国同様、これが今後の消費にどう繋がるか引き続き要注意かと思っている。一方、11. 失業率の8月は6.9%と引き続き低水準横這いを続けている。雇用市場は引き続きしっかりとしており、それを映じて所得ベースでも特に問題は起きていないとみられる。12. 物価である。総合ベースで前年比+2.1%と13か月振りに+2%の水準を超えた。しかし前年の動きをみると、前年同月はエネルギー価格急落の影響が出ているので、全部丸々実勢というよりはそういうテクニカルな要因も含まれているとみられる。図表2-2、英国である。これもデータが遅いのだが、英国の景気を支えている消費をみると、2. 小売売上数量の8月は前月比+0.6%、7月、8月を均しても前期比+1.4%ということで堅調な姿をみせている。それから、住宅市場は9月の数字が出ている。住宅価格の上昇率は前年比+9.0%ということで、流れをみるとこの4か月間、+11.1%、+9.9%、+9.6%、+9.0%とBOEのこれまでの引き締め気味の金融政策の効果が出ているのかという感じもする。ただ、伸び率そのものは達観すれば+10%近傍ということであり、金融当局としては引き続き目は離せない状況だと思われる。

アジアの方に移る。図表 3-1 で、中国は特に新しい計数は出ていない。インドでは、8月の輸入という計数のみが出ている。従って、あまり確かなことは言えないのだが、中国、インド、この大きなところを合わせてみれば引き続き高成長が続いているという評価になるか。図表 3-2、N I E s、A S E A Nの方であるが、こちらも景気動向に大きな変化はないというのがこれまで得られているデータから判断することである。輸出や生産について、いつものとおり合成指数を作っているが、I T及び非I Tともに増加傾向にあり、また、内需面でも拡大が続いているということから、この地域でのしっかりした景気の拡大というトーンに今のところ変化はない。この地域で若干気になるのは、物価である。中国の話は、前にも申し上げた。9月の数字は近々出ると思うが、巷間伝えられているところによると+7%に近いところまで上がっていく。それから、これも一部のリサーチ機関が言っていることであるが、+7%台というのが年内少なくとも11月位までは続くだろう。上手く行けば12月位から少し+7%切れまでいって、来年になればもう少し緩やかな伸び率に落ちていくだろうという予測はある。根拠は、今まで上昇してきた豚肉価格が、8月の2週辺りから頭を打って下落を始めたということが観察されていて、それが今までの押し上げの要因であれば、理屈の問題として、今までの上昇ペースは鈍化していくだろうということである。図表 3-3 (5) 消費者物価指数の韓国、台湾、タイ、インドネシアにおける計数を載せている。9月の数字を前月と比べると、おしなべて上がっている。中身を見ると韓国、台湾は台風の影響等で生鮮食料品——野菜——の価格上昇の影響ということになっている。タイはガソリン価格の上昇がこの月に前年との坂とか色々あってここに現われている。インドネシアは全般的に食料品の価格が上がっている。最初のところに出ているインドは実はW P Iであって、これを見ると8月+3.9%と非常に落ち着いているのだが、ここに出ていないが、この国のC P Iは4通りの数字があって、その中には食料品のウェイトもかなり高く、それには、この地域全般にみられるように上昇傾向が窺われる。ということで、食料品の価格をベースとした物価動向が強含みの

状況は引き続き要注意の項目かと思っている。以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

イギリスについて宜しいか。今日の新聞で実質成長率の予測を0.5%下方修正とあるのは、あれは財務省の予測か。

出沢国際局長

来年度予算のベースになるということで。

岩田副総裁

前から少し気になっているのだが、住宅価格は前年比+9%でやはりまだ高い。過去の累積の住宅価格の上昇率をみると、イギリスの方がアメリカよりもっと高い。そういう意味では、潜在的にはバブルの度合いはイギリスの方が大きいかもしれないという気がいつでもあるのだが、そういう議論はないのか。

出沢国際局長

ご案内のとおり2004年の政策でそれまでのバブル的な住宅市場の動向は一応抑えられて、2005～2006年にまた少し頭をもたげてきたという状況だと思う。そういうこともあるから、BOEとしては、大陸に比べると強めの金融政策というか引き締め気味にやってきたと思う。そういう効果が今回出始めているのかという見方もあるので、非常に心配とかいうことでもない。むしろバブルがバーストする時のきっかけが、今までと違う昨今の金融環境の変化によって引き起こされるというリスクは出てきているかもしれない。それから、そういう話をすると、イギリスというよりむしろスペインについて多くの方は心配しているようである。

岩田副総裁

もう一つは雇用なのだが、アメリカでベンチマークが2007年の3月であるか、30万近く下方修正された。それは伸びにどういうふうに影響を与えたのか。どう考えたら良いか。

出沢国際局長

結論を申すと、あまり気にする必要はないし、マーケット自身もそれ程気にしていない。なぜならばであるが、去年は同じようなベンチマークの改訂で80万人近い上方修正が行われた。この統計の過去の平均修正率というかが±0.2%ということが出ていて、この27万人をみたらちょうど-0.2%という修正率である。ということで、実体面でどう考えるかについて、今言ったような理由であまり話題になっていないというのが私共の認識である。

岩田副総裁

でも2007年の3月以降の伸び率は違う訳だな。低くなる訳だな。

出沢国際局長

然り。均すと27万人を12か月で割った程度が載るのだろうが、あまり気にしなくても良い程度だろう。

水野委員

2万3,000人位だな。

岩田副総裁

インプリケーションとしては、雇用の伸びが少し低くなって…。もし生産性が、GDPが変わらないとすればであるが…。



### 出沢国際局長

幾つかの組み合わせになるので、最終的にはどうなるか分からないが、今までどの位過大評価していたかということもあるが、この先をみた時にダウンサイド・リスクについてより関心が向っていつている。その方がむしろ意味のある話だということで、市場の関心は過去の修正よりはこの先の問題に向っていつている。

### 須田委員

雇用の中身なのだが、みているとやはり住宅絡みの部分が結構落ちて、それと金融が少し、それ以外はそれ程ではないという感じがしたのだが、そういう受止め方で良いのか。また、雇用の振れについて、最初-4,000と落ちた時に、マーケットが凄く振れた。それに対して、今度修正された時にはどの程度戻ったのか。今度の新しい数値に対するマーケットの反応はどうか。

### 出沢国際局長

多分、先週末の株価とか金利というか金融市場の色々なところに出たと思う。そういうことで、見方はかなり変わったということだと思う。ただ、もっと冷めた見方としては、こうやって大きな修正が出る統計についてどの程度一喜一憂したら良いのかということはあるのだろうが、ただマーケットの大勢がそうやって振れる限りにおいては同じような方向で話題にはなるのだと思う。この修正はかなり見方を振らしたと思う。F e dがどういう具合に10月末下げる、11月、12月はどうやるかという例の確率であるが、この統計で今10月末は利下げの確率は40%まで下がってきている。これは前からもう少し高いところにあったのが、先週末押し下げられた。その位金利観が変わってきている。

### 野田委員

同じく雇用で、製造業がなぜかちびちびちびちびマイナスが続いている。

これは気味が悪い。これは海外に生産が移転しているとかいう色々な要素があると思うのだが、それはあまり気にしないのか。

出沢国際局長

グラフをみると、昨年のは後半は例の自動車産業の生産調整で生産のレベルがマクロ的に結構落ちて、その後その分の若干のリカバリーがあるが、言われたとおり全体で緩やかな下りになっている。それで、先程触れた雇用統計も業種別にみると、製造業はマイナスに寄与している月が続いているということで、そこは気になるのだが、これも度々申し上げているように、アメリカ経済では製造業の雇用市場におけるシェアというのは1割まで小さくなっているのだから、全体でみた時どう考えるか。製造業が構造的に弱いことはご指摘のとおりだと思いが、US全体ではサービス業がご覧のとおり医療とか色々なところで雇用機会を増やしている。その限りにおいては、所得も大きくエロードしないのではないかと。ただ、先行き2008年の見通し——ご案内のとおり、ブルーチップ等色々なところが出しているが——では、それ程強いことは言えなくなっているかもしれない。

須田委員

先程の質問で、要するに今のところは住宅周りのところに減速はコンテインされているとみて良いか。

出沢国際局長

そうみている。ソフトデータは先行きのリスクを心配しているが、ハードデータでみる限り、これまでのところ、スピルオーバーが出ていることは認められない。

亀崎委員

そのところなのだが、アメリカ経済で住宅市場の減速が明確になっている。これだけで終われば良いのだが、GDPの最大のコンポーネントで

ある個人消費に影響が及んでくると、心配である。執行部からの配付資料には個人所得の数字が出ているが、もう一つアメリカの商務省では、50州の売上税——間接消費税——の金額を発表しており、これは個人消費動向をよく捕捉していると思われるので先月からみている。この50州の売上税の合計額が、2004年の第1四半期から2006年の第3四半期まで一貫して前年比で+6~+10%の範囲で上がっている。しかし、2006年の第4四半期は+4.5%、今年の第1四半期は+3.6%、そして第2四半期——これは数字が出たばかりなのだが——が+2.8%と、伸びが低下してきている。このことは、米国の個人消費の伸びが2006年の第4四半期から低下している可能性を示している。また、全米50州のうち、この売上税額の伸びが低下している州は、住宅価格が前年比で-1.5~+2%と、下落しているか伸びが小幅にとどまっているところ、すなわち、カリフォルニア、フロリダ、イリノイ、メイン、ミネソタの諸州である。このことが、住宅市場の減速の影響が個人消費に及んでいることを示唆していなければ良いなと思うが、非常に気になっているところである。そういう関連でみて良いのかどうかというのは分からないが、少なくとも事実関係からいくとそういうことになっている。

#### 出沢国際局長

もし可能であれば、私共がいつも示していることも50州に分けて、所得とか色々やっていけば、恐らく今言われた住宅市場の強さ、弱さと強い相関関係が出ると思う。ただ、私共は、マクロでアグリゲートしたところでみているので、それについてはこれ以上議論の余地はない。先行きのことを申すと、委員ご指摘のとおり、我々も今非常に弱い住宅市場がこの先さらに弱くなった時のスピルオーバー効果は大いにダウンサイド・リスクの源だと思ってみている。ただ、今までの価格の下げの程度であれば、OFHEOでみても前年比の水準を割っている程ではない。伸び率が止まってきたということはあるが、かろうじてこれまでのレベルは維持している。ただ、先行き価格がもっと下がった場合にはおっしゃるようなこと

も出てくると思うので、そこは私共も引き続き注意深くみている。

#### 水野委員

住宅の価格なのだが、どうしても新築が下がらない。アメリカは中古の方が圧倒的に大きいのだが、住宅価格が下がらないと在庫は減らないので、住宅価格が下がることはむしろ悪いこととあまり言わない方が良いのではないかと最近思っている。それで、新築が先に下がるのは当たり前である。中古は売れそうでないものが比較的多いということ、あと新築は業者が持っているから、業者が在庫処分ですぐ下げるインセンティブもあることから、それが下がって在庫が下がるのならば調整が進んでいるということなのだが。価格が下がる程リスクが溜まると言うてしまうのはいかなものか。下がらないと調整が進まないな。

#### 出沢国際局長

おっしゃるとおりで、加えて、データがまだ出てきていないのだが、ミクロのNBCとかのニュースでは、この夏休み明け後、新築を扱っている住宅建業者が在庫負担を考えるのならばもうマークダウンした方が良いということで、2割位の値下げをして売り始めているという。一社がやるとやはりつられて他社も値下げを始めだしたと報道されている。そういうことが統計にも出てくると、価格の動きは言われたようにこの先ぐっと下がる可能性がある。そのインプリケーションは、今委員が言われたように、在庫が減り、不透明性が薄れるという意味で今後のビジネス展開についてはプラスという面もある。ただ、周辺で既に家を買った方が自分が買った時より値段が下がっているということで、いわゆるホーム・エクイティみたいなところを通じた消費へのマイナスの影響も出てくると思うので…。

#### 水野委員

中古よりも新築の住宅価格下落が早いことについては、比較的在庫は減るのだから、ここまできてしまうと、これはこれで今考えられるセカンド

ベストというかベストにほぼ近いのではないか。在庫が高いことが、多分一番問題である。

出沢国際局長

販売価格は低下していくだろう。それに、在庫水準の低減が伴えば、どこかで…。

水野委員

おっしゃるとおりで、住宅の前期比寄与度のマイナス幅が大きくなるということは十分有り得るので、だから消費に今まで影響はないのだが、影響はそれなりに一応注意しましょうというのは、それはそのとおりだと思うし、こういうのについては、まさにおっしゃったように民間部門の雇用者数をみていくのだと思う。そうすると、明らかに昨年後半が15～16万人、今上期は11万人、今は9月が7万人とやはり増加数が減ってきているので、消費は方向としては色々な意味で鈍化なのだな。それがハードかソフトかというところは、多分まだ意見が割れているという感じであるな。

出沢国際局長

消費が堅調な一つの方法として株価があるかもしれない。株価だけが毎日上げている。

水野委員

今回雇用統計の内容をみると、あまりにも楽観的になり過ぎる。多少株高とドル高と金利上昇できたのだが、そこまで楽観視しない方が良いな位の感じで、均してみるとやはり緩やかに減速しているという路線に戻ったかなという感じかと思う。

野田委員

住宅価格であまり議論されないのは、この1年、住宅価格が下がってい

るとは言わないが、増加率が鈍っているという指摘があるのだが、それまでずっとかなり高い率で年々伸びてきている。だから、最近ここ1、2年、住宅市場の減衰が色々言われた頃高値で買った人にとって相当なダメージはあるのだが、それまでに買った大半の人——数字的には分からないが——については、資産は相当含みを持っており、資産効果がまだずっと残っているというような辺りに目を向けてみる必要があるかと。そうしないと、これだけ足許スポットが当たっている割には消費がそんなに落ちていない——先程冒頭の説明も堅調ということであったが——という辺りは、そういう説明——少しまだ仮説に近いところがあるかもしれないが——によるのではないか。

水野委員

データがあって、10年位前を採ると住宅の含み益は同じ位である。このところ株は相変わらずで、住宅が落ちてきて、ただ全体では全部逆資産効果になってしまう。

野田委員

過去の累積を考えていたら、まだまだここ1年ばかりの下落というのは…。

亀崎委員

まだ累積で見ても大した下落とは言えないが、それはあくまでも住宅価格が現状水準で下げ止まれば、という前提での話である。

野田委員

下げ止まればであるか。

水野委員

勿論。循環と構造というか積み上げを両方みていく必要があるのだと思

う。

#### 福井議長

参考になる過去の経験則とか分析データがないのかなと思うのだが、住宅在庫のいわゆる過剰部分が何か月分かということと、その後起こり得る価格下落の大きさとの相関とか、あるいは需要のアンダーライン・トレンドの強さや金利の政策的な低下といったものが、価格下落をどれ位相殺するかとかに関する分析データ。これは、過去の経験則の中から何も無いのか。現状、そういうものは何も持っていないのだが、あってもおかしくないような気がする。

#### 出沢国際局長

ご案内のとおり、1970年代、1990年の頃、それから今回というのが、住宅市場における大きなうねりである。過去2回の局面からデータを出してそういう相関関係を探すのだろうが、それだけ古いと経済全般の構造は変化しているし、それから特にファイナンスの面で昔そんなホーム・エクイティはなかった訳であるので、計量的なものですばっと答えがなかなか出にくいのではないかと取り敢えず直感的に思う。経験則で言えば1990年頃の住宅調整は、どの位期間がかかったかと言うと、見方によるのだが例えば3年とか4年。それが、今回の調整が2005年の真ん中とか後半から始まったとすれば、平均的には2008年までかかるとみるのが常識的で、去年辺りで終わるとみていたのが見方として楽観的過ぎたか。それ以上延びるだろうということもまた悲観的過ぎれば、標準シナリオとしては最近言われているとおり2008年の中位には目途がついてくるのかと。その後のリカバリーは、その時の金融環境とか他の要因で決まっていくが、それで下げ止まり感が出るという意味においては、取り敢えず標準シナリオで2008年の中位とおくのが大方の見方でもあるし、私共も取り敢えずそうみている。

福井議長

住宅ローンの手段のイノベーションも色々あったとは思うのだが、やはり基本的には生産抑制で、どれ位在庫調整を進めることができるのか。それから、やはり需要の基本的な強さ、それと金利水準といった基本的なデータで分析できそうな気がする。

野田委員

前にやっている…。

出沢国際局長

展望で住宅取得能力を弾いて、そういうものを説明変数として、今どういう状況にあるかはいつもチェックしている。それによれば、そろそろリカバリーしても良いところにきているのだろうと。ここまで価格が下がれば、人々の所得、取得能力からみればそろそろ買いに戻る時期だな、というのが一応分析結果になっている。

野田委員

それは、半年前位もそうだった訳だな。

出沢国際局長

然り。現実というのは、1シグマ、2シグマの外に出ることがある。今の判断はあくまでも1シグマ的なところではそろそろ戻る時期だなと。現時点では既に1シグマを超えている訳であるが、では2シグマまでいかないで、そろそろ戻るのかということはかなり難しい判断である。相場を当てると感じる話。

西村委員

少一つ説明を加えると、いわゆるアフォーダビリティ・インデックスだな。NARが作っているインデックスは古いものをそのまま使っている



のだが、最近はやはりイノベーションの話を入れなければならない。イノベーションを入れると、それよりずっと比率が随分下がってくる訳である。ところが、今の問題というのは、そのイノベーションの部分が消えてしまったので、実際にはまた元へ戻ったという形になるから、その部分のいわば下押し要素がかなりあると考えた方が良いと思う。もう一つは、反論ではないが、先程のホーム・エクイティの話であるが、ホーム・エクイティは既に引き出してしまっている人がいる。

野田委員

出ている人はいるな。

西村委員

これがどれ位出していて、あと残りどれ位残っているかというのは、一番大きな判断の基準になるのだが、データがないので…。

野田委員

分からない。

西村委員

あともう一点は、いわゆるセリング・クライマックスがきているかどうかというところであるが、住宅の場合はセリング・クライマックスを探すのは極めて難しい。というのは、これは…。

福井議長

住んでいるから。

水野委員

新築では住んでいないが。

西村委員

この理由の一つは——特に S & L の時にも出てきたのだが——、皆がどっと売り始めたら底が抜けてしまったということがある。だから、今回もそうなる可能性もあって、いわゆるスクラップメタルのようにセリング・クライマックスという形でみられるような状況にはなっていないので、これはやはり気をつけなくてはいけないと思う。

福井議長

住宅着工が鈍って、在庫が減り始めていれば割合と収斂しやすいけれども、8 か月、9 か月、地域によっては 10 か月を超えているというような話である。それはやはりトレンドがまだ修正されていないということだな。

須田委員

だから、住宅在庫が増え続けている間は、少し待っていないと。それが減り始めてから、初めて。

水野委員

議論ができる。

福井議長

誰かがどこかで判断を間違えているというのはあるだろう。価格が調整されたからそろそろ良いかなと思ってもう作っているとか、抑えてはいてもなお作っているとか。

西村委員

そもそも今回は少なくとも私が去年の 11 月に行ったところの状況では、在庫管理は極めてしっかりしていた。つまり低かった。低くて、これになった訳で、実態上はその当時考えていたよりも遥かに強い大きな需要の減退が起きたということだと思う。

出沢国際局長

ご記憶にあると思うが、昨年の第4四半期は在庫の減少が起きて上手くいくかなと、これだけ住宅着工を抑えれば上手くいくはずだったのだが、年が明けてから販売の方がさらにそれより強く落ちてきた。であるから、生産調整が甘かったというより予想外の販売減が多分今年に入ってからの現象で、それと軌を一にして、いわゆるサブプライムローン問題である。今年の1月中旬にHSBCが引当を積むとか言ってから金融面の影響が出た。あそこから多分金融面がプライスの方にも影響し、見方としてまだ下値が先にあるのではないかと思って買い手が躊躇するという心理現象になっているのかもしれない。

中村委員

住宅価格は、地域によって随分差が出る。特に2004年から2006年位に掛けてははっきり姿が変わったのではないか。一部の新聞ではその間に価格が4割位上がっているというのがあるのだが、そのようなものなのか。どうなのか。

出沢国際局長

価格の上昇率は、クレイジーな程に…。

中村委員

やはり4割位か。

出沢国際局長

然り。

岩田副総裁

カリフォルニアは、5割位…。

水野委員

ネバダ州とかは 100%である。リゾート地が上がっている。フロリダ、ネバダ、コロラド…。

出沢国際局長

今安売りが始まったというのは、やはりネバダのようである。

水野委員

ただ、元々6万ドルが12万ドルになったところで、6万ドルに戻るだけだという割り切りもあるので。だから今回の特徴はリゾート地の住宅バブルの反動である。1990年代だとカリフォルニアで、その前がボストン地域だと。色々特徴があって、今回は場所的にはリゾート地+ $\alpha$ という感じである。ただ、金融のところを読めないところが確かにあって、やはり今の段階では福井議長がおっしゃったように伝統的に在庫の水準が下がるまでは住宅は景気にマイナス寄与していくということを前提に見通しを立てていくことしかないのではないか。

岩田副総裁

住宅について一言コメントしたいのだが、要するに住宅部門の量の調整とそれから価格の調整と両方ある訳である。量の調整は、今おっしゃたように、私も2008年半ば位だと今のところ思っている。不確実な話だが。価格の方はそれよりも時間が掛かる、と私は思っている。1990年、1991年のS&Lの危機の時に、OFHEOの住宅価格はマイナスになったことがない。プラスのままであった。ゼロにタッチしたことはあったが。ただ、1989年から1995年に掛けてインフレ率はこの間3%程上がっているので、実質価格で見ると住宅価格は7.3%低下した。それで、ミシュキン氏が、ジャクソンホールで、20%下落——その時の倍以上————というのを想定してシミュレーションをやったのだが、OFHEOでも恐らく若干マイナスにな

るのはかなりコンセンサスに近いのだと私は思う。実質でみると、恐らく S & L よりも大きくて、多分実質 OFHEO で 10% 位下がることは十分有り得る。いつボトムになるかという点、勿論州毎に少し違うのだと思うが、カリフォルニアは、リーマーという方によると 10 何年掛かると。あるいは、日本は 16 年掛かったのだ、地域差もあるが、少なくともその半分は掛かるとか。ただ、量の方は、どこか来年のある時点で——第 1 四半期かもしれないし第 2 四半期かもしれない——そろそろボトムだというのは何か出てもおかしくない。

#### 福井議長

いわゆるアフォードビリティは下がっているのではないか。サブプライムローンなどという形で住宅需要を増加させ続けることができるのだという前提が、リプライシングしてそんな高い金利ではアフォードブルでないということになってしまうと、需要のアンダーライング・トレンドを下方修正してみなければならない。そうすると、やはり量的に底をつく時期も少し修正しなければならないし、価格の下落幅も大きくみなければならないという可能性が残っているのではないか。まだリプライシングが終わってなくて、アフォードビリティがどれ位下がるかが分からない状況のまま、いわばブラインドで生産調整をやっている段階なのかなという気もする。

#### 出沢国際局長

先程少し申したように過去のデータでやった分析だと 1 シグマを超えたところに今きている。ということは、先程言われたような構造変化が起きているから、過去のデータでやるその手の分析は無力とは言わないが、ある種限界を感じる訳である。改めてどういう具合に構造が変わっているのかということと同じような数量分析に乗せるためには、データが短か過ぎる。サブプライムマーケットが死んだのは今年になってからだとすれば、その分しかない訳であるから、従来の見通しに比べてどこか下方バイアス

というか下方に修正するのだろうというところで考えて組み立てていくしかないか、と思っている。

水野委員

あとは、GDPを私達は見通していく訳であるので、供給サイドからみていくのだろうな。例えば生産性であったり、今話していた民間の雇用者数とか。需要の積み上げだとどうしても……。

出沢国際局長

生産で外れたところは全部在庫にいつてしまうのだろう。

水野委員

勿論そうであるが、もう少しアプローチを色々変えていかないと。ピンポイントを当てるのは非常に難しいというのは西村委員が言うとおりで、今回はなお難しいというのは福井議長の言うとおりでと思うから。

福井議長

もう一つはアメリカの株については、史上最高などと言っており、先程の中曽金融市場局長の話だとバリュエーション的には合っているということである。無論非常に離れているとは思わないのだが、一方で、やはりどちらかと言うとコモディティと同じように投資資金が一時的にそちらに滞留しているという部分の方が多いのかなという疑念もある。そこはどうか。

出沢国際局長

定量的には難しいのだが、冒頭申したように明らかに証券化商品マーケットでそこに出ていたお金が止まっている訳である。それがどこかに行っているということを考えると、当然先程みたように株だとかコモディティだとかエマージングだとか。それで、ヨーロッパとアメリカの株価の

回復のテンポが違うのはなぜかという話と少し絡めれば、要するに知っているところに行きやすい訳だ。そういう金はアメリカが源であれば、取り敢えずアメリカの株式市場に行く。それで、ヨーロッパとの対比でアメリカの株価は強いのかと。

福井議長

元いた場所だからというのならまだ分かるような気もするのだが、利下げ期待というのが読みどころだとすると、あまりたちの良いものとは言えないのではないか。

水野委員

ただ、先週末、雇用統計の後、利下げ期待が下がったから。目先は減った訳であるな。

出沢国際局長

昨晚、FOMCの議事要旨が発表された。例えば、あれに対する反応が債券市場と株式市場で逆だ。

水野委員

違うのだな。

出沢国際局長

ということは、株式市場に今金を出そうとしている人達は、言われたとおりオプティミストないしはそれを敢えてストーリーにしてやっているということで、最終的に落ち着くところよりはオーバーシュートしている可能性はあると思う。

水野委員

ただ、エマージングの株が強くて、当然アメリカ株が上にいくと言った

ら普通であるな。むしろ、日本の株が何でこんなところにとどまっているのかというところが資金フローの面で言えば根が深いような気がする。あとは、短いところの債券、TBその他にいつているお金がどこに行くかという話と、世界的に今、国債が割高でクレジットが割安である。割安なものが割安になって、割高なものが割高になるというのが今の状況で暫く続くというのが市場の心理だと思うので、株とコモディティと債券が別世界になってしまっている。

#### 堀井理事

短期的な金利観はともかく1か月位通してみると、やはり金利は下の方に振れ、株は上がり、ドルは下がっている訳である。であるから、これを合わせてみて市場は何が言いたいかということになると、やはり先行きの金利の低下というか、景気も主にそれまであったインフレのリスクが軽減して、それで景気もスローダウンする中で、株の方程式で言えば、分母のディスカウントファクターが下がることによって上がっている。こういうふうに全体としてみるのが素直かという気はしている。

#### 福井議長

それは、それなりにコンシステントなのだな。

#### 岩田副総裁

インフレであるが、アメリカの消費者物価指数でコアと総合がある。今、総合の方が、前期比でもそうだし、前年比でも少し低い。これは少しややパズリングで、というのは基本的にはエネルギー、ガソリンもまた上がり始めているし、それから食料も上がっている訳である。そうするともう少しそちらの方からのインフレ圧力があるような気もするのだが——今はたまたま非常にハッピーな一時的な落ち着きというに変なのだが——、そこはどうご覧になるか。



### 出沢国際局長

ガソリン価格は大きく動くから色々出方がある。単月で8月は統計的にはガソリン価格の低下は寄与している。それから、インフレ圧力に対する懸念材料としてFedも言っているが、医療サービスのコストが上がっている。医療サービスのコストはマーケット間の調整はあるのだろうが、先程も少し言ったように時間当たりの労働コストが前年比まだ4.何%で上がっており下がる気配がない。ということで、まだ手放しで良いところまで来たとは言えない。

### 福井議長

堀井理事の話をもう少し。ショートランでは、コンシステントになっている。それをもう少しロンガー・ランにみると、ファンダメンタルズの下方向修正が少し入ってくる。バリュエーションが下がる。株価が下がる。世界経済のモデルからみても世界的なコントラクションをある程度伴って均衡に行くというスタイルにどうしてもなる。だから、株価もコモディティもエネルギー価格も、最終的にはやはり少し下方修正されないとバランスが取れない。

### 堀井理事

為替の輸出なり投資なりの刺激効果をどこまでみるか。少しシェーマティッシュに頭の中でISとLMとFFみたいなものを考えて頂ければ、今起きていることは、ISが内側に落ちてきているのだろう。そうなるのと為替が減価して、本来テキストブック的に言えば、輸出なり投資ということでISがまた元に戻っていくという形で均衡することも十分有り得る。であるから、先程製造業の話が出たが、アメリカの製造業のレスポンスネスというのがどこまでかつてと違って力が付いているのかということも——これもビッグクエスチョンであるが——関わってくるのだと思う。そこで、福井議長がおっしゃるようにそれはあまり期待できないということになると、ヨーロッパもユーロ高の影響をそれなりに受けるだろ

うから全体としてコントラクションの方向で行くだろう。という結論になり、エコノミストの数で言えばそういう見方の方が恐らく多い。しかし、この貿易収支の修正具合とかをみていると、アメリカの輸出は去年だって数量ベースではかなり伸びてきている。であるから、そういう調整が全く働かないと言い切る程私は自信がなくて、むしろそこはひょっとしたら働くかもしれない。そこは楽観的かもしれない。そうなると、グローバル・インバランスも含めて、色々な問題が比較的きれいに解けていくことになるのだが、そういう理想的な姿にいくかどうかは勿論保証の限りではないのだが。

#### 福井議長

そう動く可能性を否定している訳ではないのだが、やはり中国にしてもインドにしても大きなエマージング諸国というのはどちらかと言うとグローバルにみて供給超過の経済で動いているから、世界経済全体としてはやはり供給を調整するという動きを一回介在させないと次のステージに行きにくいような感じもする。

#### 堀井理事

そこがスパイラル的な元の話に戻るが、住宅が悪くなるとアメリカ経済の下方ドリフトになるかどうか。住宅が悪くなると、サブプライムだけではなくてボロードマネーで家を買っている訳であるから、要するにデット・デフレーションになるかが問題なのである。デット・デフレーションのなところまでいくと恐らくかなりひどい下方のスパイラルに入るだろうし、先程からそうではないと色々な議論が出ているが、調整はそれなりにこなしていくだろうということになれば良い絵が描ける。そこについては、なかなか今の時点では結論はよくみえない。標準形は上手くこなしていくだろうとみている訳だが、ダウンサイドのリスクはあるということかと思う。

岩田副総裁

幾らか関係あるのだが、非国防の資本財受注とか資本財の出荷が少し横這いというか、第1四半期程は確かに悪くはないのだけれど、今一つぱっとしないというか、少し弱々しいような印象を受けるのだが、先行きは大丈夫か。

出沢国際局長

設備投資関数みたいなものを描いて、その説明変数を一つ一つ潰していくということになると思うのだが、そういうロジックでいった時にここで設備投資が大きくスローダウンするという理屈は出てこない。ただ、この統計でみる限りにおいては、おっしゃるとおりである。これは本当に墓穴を掘るような話でもあるのだが、この国の資本財の出荷の統計は国内需要と海外需要を分けられない。日本の統計であると、国内企業向けと輸出向けが分かれている。従って、これが非常に強いインディケータであればそういう話ももっとももっと進められるのだが、そういう限界があって、現に今年の第1四半期はご記憶にあるようにこの統計では非常に弱かったのだが——この部分は今言われているとおりに確かに弱いのだが——、GDPの設備投資ではしっかりしていた。それはなぜかと言うと、これに入っていないソフトウェアがGDPの設備投資に換算される。それから、先程の非居住者用の建設支出もGDPの設備投資に入るということである。それで、企業の設備投資はどうなっているのだという時に、機械、ソフトウェア、上物というところで議論すれば、設備投資全体についてこれ程弱いとみる必要はまだないのかなというのが我々の判断である。

岩田副総裁

私が少し頭で思っているのは、一つは企業収益、特に非金融部門の収益が去年末位から前年比マイナスである。そうすると収益の方から考えると、設備投資についてあまりプラス材料ではない。それから、出ている数字をみる限り受注がやはりやや横這い気味という感じである。輸出が入ってい

るのかもしれないが、輸出を入れたとしても、輸出プラス国内設備ということであるから、そうするとそれが弱いということはやはり両方合わせてあまり強くないということである。それから、これは住宅部門の調整と関係あるが、仮にアメリカにおいても銀行が企業向けの貸出の厳格化というようなことをやった場合どうか。先程のお話で実は貸出が増えているな。凄い勢いで2割か3割増えているのだが、私の解釈なのだが、あれは自分で増やしたくて増やしたのではなくて、ABC Pとかあるいは売れない証券化されたものがあって、ある意味で後ろ向きファイナンスというか普通なら証券化市場でファイナンスした部分が止むを得ずもう一回戻ってきてしまった。それでバランスシートが膨らんでいるのだな。どういうふうに言って良いのか、必ずしもポジティブではないと思って良いのか。

#### 出沢国際局長

私も、全面的に設備投資がしっかりしているとかいうことを申し上げている訳でもない。銀行部門の貸出残高のボリュームと証券市場でのファイナンスの残高は、アメリカにおいては圧倒的に証券である。企業の設備投資のファイナンスは、銀行借入というよりは証券市場での調達あるいは自己資金ということになっている。従って、銀行部門の融資スタンスの変化が設備投資の大宗に即響くかというのは、日本とは少し違うのかなという気がしている。であるから、証券市場も全部麻痺してコーポレートボンドも出ないようになれば非常に問題なのだが、先程も少し申したように9月からコーポレートボンドの通常のものはかなり正常なところに戻っているということから、ファイナンス面での制約がそれ程まだ出ていないのかなという考えがある。それから収益のところなのだが——これは企業家がどう判断するか——、確かに収益で前年比の伸び率増減もファクターになるのだろうが、その時の水準とそれからやはり先行きの見通しが設備投資の意思決定に大きく効くとすれば、その収益の四半期でみたところの前年比の綾が中期的に考える設備投資にそれ程クルーシャルに効くのかというのは分かりにくいので、もう少し収益も長い目でみたところで判断した

方が良いのかなと思う。それから、先程言ったソフトウェアがアメリカのGDP設備投資でコンポーネントとして結構あるということで、そこはやはりサービスで金融機関の設備投資と強く絡んでくる。それで、言われた除く金融機関のところの収益はそうかもしれないので、もう一つのセクターとして金融機関をみてみたい。お話を伺って、その金融機関が今回の一連のイベントで従来程の高収益でなければ、それはそれでその角度で分析していく必要はあるのだと思うが。

野田委員

ソフトウェア投資はまた増えてきているという証拠はあるのか。

出沢国際局長

これは少しデータが古くなるので、直近のところは分からない。

水野委員

ソフトウェア投資の比率が、日本の比ではなく高い。半分近くであるし。

野田委員

一時少し落ち込んできていたが、また復活するのだという説が大分出てきた。

水野委員

しかもIT投資はやり続けなければいけない話なので、金融イコールITであるからな。あと、普通シンクタンクが新卒を採用する時アメリカ経済をやらせるのだが、一つだけ弱いのがあって設備投資である。はっきりした統計が何もない。そのとおりで、最後に何か嵌まるのがこれである。消費とかは非常にきれいに出ているが。

福井議長

中国のネットエクスポートではなくて、内需の+11%成長に対する寄与度は、どれ位のスピードで着実に上がっているのか。中国は必ず内需主導に段々変わっているという。あまり数字的な根拠をお聞きしないのだが。

出沢国際局長

中国は産業別のGDPのブレイクダウンは割合できるのだが、我々のようなコンポーネントベースは信頼に足るものがまだできていない。

福井議長

聞くと必ずそういうレスポンスが返ってくる。

出沢国際局長

手許のもので内需ということで小売と設備投資をみると、この統計によれば、特に固定資産投資は全体と非常にバランスのとれた形で伸びて、前年比が+3割近いところにいる訳である。これは内需である。それから、小売にしても20%を切るか10%の上の方で伸びている訳である。それで全体が11%伸びると単純に考えると、内需主導型の経済成長と言える訳である。

水野委員

ただ、年間の統計で見ると、固定資産投資は消費よりGDPのウェイトが大きいのだな。まだ大きい。そこは何か非常に確たるとは言えないが。

中村委員

アメリカの経済なのだが、ISM景況感指数があるな。50を超えているが、数字は少しずつ下がってきている。今の数字はどんなふうに見たら良いか。それから、サブプライムローン問題は色々な消費者マインドとかにそれ程影響を与えていない——今度クリスマス商戦もあるのだが——、

消費者マインドとかそこら辺には現時点では影響を与えていない、という理解で良いか。

出沢国際局長

消費者マインドの方は先程少し申し上げたように、ここ2か月の下げ方が急なので注意深くみなければならぬのかなと思っている。それから、企業の方のこの数字の動きというのは、これで設備投資とかいうところあるいは仕込み、在庫のところの影響すると思うのだが、50を超えている以上それ程急速に悲観化している訳ではないと読んでいる。気にはするが、主力である非製造業の方が水準的にも高い、それから、長くみれば下がり方も少し緩いということで、これでここから製造部門ががたがたといく感じはないのだろうと思う。

亀崎委員

先程の中国なのだが、アメリカへの輸出が一番多い。アメリカが減速した場合、中国にかなりのインフレンスが及ぶのではないかという見方に対して、あるエコノミストは、中国も今はまだ鉄道とか道路、通信、港湾が物凄く多く必要なので、いわゆる内需が伸びる。従って、アメリカへの輸出が減ってもそんなに痛くないし、いわゆるデカップリングになるのだということを反論的に書いていたが、どう考えたら良いか。

出沢国際局長

中国政府の今の経済政策は、潜在需要は幾らでもあるから、そのコントロールさえ弱めれば内需は出るという考えにあって、これは多分可能だと思う。従って、例えば輸出という需要項目のところで何らかの減退があったり、オリンピックや万博が終わった時に需要が落ちたら、潜在的な国内需要の蓋を取るという形で、ある程度コンペンセイトはしていくのではないのか。それは、多分有り得るのではないかと思う。

福井議長

宜しいか。ここで、10分間、コーヒープレイクにしたいと思う。15時55分から再開する。

(15時44分中断、15時55分再開)

福井議長

それでは、宜しいか。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

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)に沿ってご説明する。図表1、9月短観の業況判断DIであるが、(1)の大企業製造業はDIレベルが23%ポイントという高水準を維持している。先行きは4%ポイント悪化しているが、足許のDIレベルが高い時には企業は先を慎重にみるという傾向が元々あることも踏まえると、世界経済の不透明感が多少滲み出ているとしても、その程度は限定的だと思う。他方、中小企業については、製造業が足許5%ポイント悪化して3期連続の悪化、(2)の非製造業が2期連続の悪化になる。長期的にみた大企業との差が以前から存在する中で、さらに足許は第一に7月まで生産が横這いにとどまったことと、第二に原材料価格の広範な上昇という二つの逆風の影響が中小企業により強く現われた可能性が高いとみている。それが景気全体に対して大きな負のインプリケーションを持つとまで今の時点でみる必要はないと思うが、大企業、中小企業とセクターを分けた場合には、後者の業況感には慎重さがみられると受止めておくのが妥当かと思う。以上が業況判断である。

次に図表5、輸出入である。実質輸出8月分が大幅な増加になっていて、



太実線の右端は7～8月であるが、4～6月対比で+6.1%と高い数字になっている。一般に稼働日数が少ない1月、5月、8月は、後程申し上げる生産もそうであるが、ちょっとした原計数の振れが季調済み計数の大きな振れとなって表われやすい面があることを含めて、さすがにこの数字はでき過ぎだろうと思っている。しかし、マイクロ情報でも米国の個人消費の先行きについて漠たる不安を指摘する先はあっても、世界経済全体についてあまり不安視する声は聞かれないということもあるので、輸出の増加基調はしっかりしているという評価で少なくとも今のところは良いと思う。一方、実質輸入の方であるが、8月単月では減少して、細実線の右端、7～8月の増え方は+2.5%と前月段階よりは緩やかになっている。ただ、逆に言うと、7月、8月と2か月のデータが溜まるにつれて増加しているので、横這い基調を脱しつつある蓋然性は高まったとみている。図表6、実質輸出の内訳であるが、(1)の地域別も(2)の財別も8月単月は勿論、7～8月でみて頂いても米国向けの+6.8%を含めて軒並み高い伸びになっている。さすがにこれはでき過ぎで、9月は反動をみておく必要はあるが、一点ご注目頂きたいのは、(2)の財別で第3四半期の欄であるが、自動車関連が+6.8%、情報関連が+5.2%といった辺りがしっかりしてきていて、これが後程申し上げる生産増加の背景の一つになっているということである。それから、情報関連に関しては輸入も増えているので、図表12でその点だけご確認頂ければと思う。図表12の実質輸入の(2)財別であるが、こちらも情報関連が第3四半期のところで+4.9%としっかりしている。このようにIT関連分野においては、輸出、輸入そして後程申し上げる生産の三者が同時に増加し始めていて、この分野における世界的なアクティビティの回復が窺われるという状況である。輸出入は以上である。

次に企業部門に行く。図表14、短観の経常利益であるが、グラフでどのセクターをご覧頂いても、基本的には2007年度は高水準横這いという予想になっている。このうち(1)、(3)の大企業は先行きの収益を慎重に予測する傾向があるので、年度の下期で経済が順調に拡大を続ければもう

少しはっきりした増益へと上方修正される可能性をある程度みておいて良いと思う。一方、(2)、(4) 中小企業についてもまずまずしっかりしているという評価で基本的には良いと思うが、やはり大企業と比べると既に昨年度までの間に増益のテンポが鈍ってきていたうえで、2007 年度は横這い圏内という形になっている。中小企業はやはり一般にグローバル経済の拡大からの直接のエネルギーを取り込める度合いが大企業よりは小さいということ、一方で逆に原材料高を転嫁できないという度合いは大企業よりも強いといったことが、基本的な背景かと思われる。こうした基本構造が冒頭ご覧頂いた業況判断の差に元々底流しているという面もあると思う。以上の企業収益のもとで、設備投資にいく。図表 17、資本財出荷であるが、7 月にかかなり増加した後、8 月も増加を続けたので、太実線の右端、7~8 月が 4~6 月対比で+4.5%と高い伸びになっている。パソコンを含むコンピューターや半導体製造装置がしっかりしている。足許、少しでき過ぎの感はあるが、設備投資の増加基調は維持されているということだと思う。図表 18、先行指標だが、機械受注の新しい 8 月の数字は明朝公表されるので、もし何かサプライズがあれば、明日の会合の中でお伝えすることはできると思う。それから、(2) の建築着工床面積であるが、改正建築基準法施行の影響から 4~6 月は駆け込みで+24.5%、7~8 月はその反動もあって-41.2%と極めて振れの大きな展開になっている。図表 19、短観の 2007 年度の設備投資計画であるが、(1) の製造業大企業は 9 月調査時点で前年度比+12.1%と高い伸びになっている。前 3 年度——2004~2006 年度——との対比では伸び率は低いが、そろそろこの程度の減速が生じる位で、過大な投資に繋がるリスクが抑えられるということかと思う。(3) の非製造業大企業も着実に上方修正されている。(2)、(4) の中小企業は、(2) 製造業も (4) 非製造業も 2007 年度は初めから弱い計画であった。ただし、製造業は 2006 年度が極めて強い着地となったということの反動もあるし、製造業も非製造業も 6 月から 9 月への変化としては大体普通のペースで上方修正されているので、足許追加的な悪材料が出ている訳ではないとも読めると思う。以上、全産業、全規模を総合

した評価としては、2007年度は2006年度よりやや減速ではあるが、大企業を中心に設備投資は引き続きしっかりと増加していくという見通しが短観で改めて確認できたということかと思う。

図表 20 で個人消費をご覧頂く。7月は悪天候と地震で全滅であったが、8月は逆に猛暑、好天からかなり挽回した。8月の欄では、上から下まで三角カッコ内の前月比の数字はほとんどがプラスである。特に乗用車は7月の地震の反動もあったことから、それから家電販売は猛暑でエアコンが伸びたこともあって、それぞれ大幅な増加になっている。7月、8月合わせてどうであったかということをお四半期の欄でみて頂くと、新車効果が出てきている乗用車——これは7~9月まで入っているが——と上昇トレンドが元々ある家電販売はきっちりプラスになっているが、それ以外は7~8月ではマイナスである。なお、GDPの推計にも一部使われる家計調査の消費水準指数が今7月まで入っているが、8月分が出ていて、8月——この7月の-0.8%に続く数字——は-0.3%である。その結果、7~9月の欄であるが、今-1.2%となっているところが、これは-1.0%ということで、マイナス幅は少し縮小したが、マイナスということである。これを踏まえて、因みに個人消費の全体感を表わす幾つかの指標をグラフで確認しておきたいので、図表 23 へ進んで頂く。(1)の販売統計合成指数は、百貨店やスーパーの数字に左右されやすいので7月の悪さを取り戻せていない。一方、(2)の消費財総供給——真ん中の黒線が全体であるが——は車の持ち直しなどが効いてプラスになっている。(3)の消費包括指数は細実線の右端がマイナスになっているが、これは7月分だけなのでその後8月分を入れて再計算してみたところ、若干のプラスという状況に今はなっている。ただ、以上はあくまでも7月、8月であって、9月の消費はどうも良くないようである。マイクロ情報によると、都内の主要百貨店、スーパーの売上は軒並み落ちているし、昨日公表された景気ウォッチャー調査の家計関連DIもこれまで弱めであったのが9月は一段と弱まっている。(4)の個人消費関連の短観のDIであるが、これもこうやってグラフにしてみると、やはり個人消費関連は足許弱いのかなという感じがする。9

月が弱かった理由については、記録的な残暑で秋物がだめだったというのが異口同音に聞かれているが、都内百貨店では一部であるが株安、円高が高額商品の売上に悪影響を及ぼしているという声もあるし、スーパーではガソリンや食品の値上げないし値上げ報道が消費者を防衛的にしているという声もある。ただ、特に9月は天候要因がかなり効いているようであることを踏まえれば、個人消費の基調は底堅いという見方で引き続き良いと思うが、企業から家計への所得波及があまり強まってはいないという根本問題が底流しているから、個人消費は当面注意深くみていく必要があると思っている。

次に住宅投資に移る。図表 25、住宅関連指標、新設住宅着工戸数であるが、8月の数字をご覧頂くと、年率 72.9 万戸まで落ちている。改正建築基準法施行の影響で7月3割減の後、8月はさらに2割以上落ち込むという異常事態になっている。改正建築基準法の影響については、前月詳しくお話ししたように、大きく分ければ申請手続きの厳格化という点とそれから大きな建物についての構造計算の厳格化という二つの側面がある。そして、前者の手続きの方はそう遠くない将来に影響が薄れていくが、後者の方はもう少し長引くと申し上げた。それで、実際、8月の着工の内訳をご覧頂くと、構造計算を必要としない物件が多いとみられる持家については、8月の前月比が+1.1%ということで、着工の水準はまだ低いが増減には歯止めがかかってきている兆候がある。それに対して、構造計算を必要とする大きな建物が多い分譲や貸家系については、8月も2、3割追加的に減少していて、前年比では5割減という低水準になっている。ミクロ情報では、構造計算を必要とするマンション等についても対応の早い大手の建設業者は既に改正法施行後まもなく建築確認の申請を行っていて、6月下旬に申請した分が9月下旬位に下りてきているという話がある。従って、そろそろ着工も始まっていくのかなという感じであるが、一方で対応力に劣る中小建設業者については構造計算プログラムの出回りの遅れ等から現時点でもまだ混乱が続いていて、中小業者への影響はかなり長引きそうである。以上が住宅である。

次に生産に関して、図表 27 で数字をご覧頂くと、8月は前月比+3.4%と高い伸びになっている。自動車は7月に地震の影響で減少した反動もあるが、自動車そのものが輸出の増加と国内販売の新車効果で実勢自体が持ち直してきている。それから、それ以外に電子部品・デバイス、コンピューター、携帯電話などもしっかりしてきている。この結果、7~8月でも4~6月対比+2.1%と増加している。9月が予測通りになると、7~9月は脚注に数字が書いてあるように+2.4%ということになる。ミクロ情報でも企業の生産姿勢は幾分上方修正されてきていて、7~9月は2%程度の増加となる可能性が高まっている。生産の評価についてはこれまで足許横這いながらという留保条件を付けていたが、もはやそういう条件を付けなくて素直に増加基調と評価できる局面になってきていると思う。10月の予測指数をご覧頂くと、+4.1%と非常に強い。これ自体は単月の数字に過ぎないが、ミクロ情報では10~12月について7~9月程のペースではないにせよ自動車、電子部品・デバイスを中心に生産は増加を続ける蓋然性が高いという感触が得られている。その他、足許みられる特徴点を出荷面で若干補足的にお話ししておく。図表 29、財別の出荷であるが、(1)の生産財は電子部品・デバイスを中心に足許強い動きになっている。耐久消費財は上昇トレンド、非耐久消費財は下降トレンドであるが、足許はいずれも単月の振れもあるかもしれないが増加している。これに対して、(2)の建設財は足許やや弱さが目立っていて、ここに住宅着工低迷の影響が出ているという模様である。それから、図表 30 の在庫であるが、在庫は引き続き出荷とバランスの取れた状態にあって全く問題はない。(4)電子部品・デバイスについては、私は少し前から大体調整は終わったとメーカーの言い分を信じて申し上げてきたが、こうやって絵を今月みるとそろそろ今月位から形としても在庫調整は大体終わっていると評価しても良いと思う。勿論、年末から年明けに掛けて、世界需要の下振れなどによって再び調整圧力が強まるというリスクは残っているので、その点は引き続き注意をしてみていく必要があると思っている。生産関連は以上である。

次に図表 31、雇用関連にいく。8月の有効求人倍率であるが 1.06 倍と

ということで、四半期のベースでみて頂くと、このところ 2006 年度平均とほぼ同じ水準で横這いである。〈労働力調査〉の雇用者数であるが、前年比は 8 月も +1.1% ということで、こちらは四半期でご覧頂いてもずっと +1% 位で安定している。失業率は 6 月、7 月とんとんと下落したが、8 月は若干戻って、3.8% である。ただし、トレンド的には四半期の方で 4.0%、3.8%、3.7% と低下傾向が続いている。それから、〈毎月勤労統計〉の名目賃金をご覧頂くと、8 月は +0.1% である。所定内給与が四半期で傾向的にみても -0.5%、-0.4%、-0.1% とマイナス幅が縮小してきている。団塊世代の退職などいつも申し上げている平均賃金押し下げ効果がこの半年位強まる方向にあった訳であるから、この数字はやはりパートの時給や初任給の引き上げといった労働需給引き締りを限界的に反映している面が高いと思っている。ただ、今年の夏に関してはやはり 8 月は増加したとは言え、賞与が悪かったのが賃金全体では弱かったという評価にならざるを得ない。この点をグラフで確認しておくと、図表 35 になるが、(1) の名目賃金では——ご覧のように、このグラフはボーナス支給時期に合わせて変則四半期で書いてあるから、一番右側が 6~8 月となっているが——、ご覧のように前年比マイナスのほぼ全てが白い部分、特別給与で説明される形になっている。(2) の雇用者所得は今の賃金すなわち特別給与にやや足を引っ張られる形になっているが、常用労働者数がしっかりと増加を続けているので、全体として緩やかな増加基調が維持されているという状況である。

次に物価に移る。図表 37 であるが、C G P I は前回会合以降新しい数字が出ていない。9 月の計数が出るのは、今週の金曜日、12 日になる。C S P I は、除く海外要因で 8 月の前年比が +0.2% ということで。6 月の +0.5% をピークに伸び率が低下しているが、そのご説明をするので図表 44 まで進んで頂く。グラフの方で申し上げると、7 月のところから縦縞の部分——通信・放送であるが——のマイナス寄与が出ている。これは、今回携帯電話料金の銘柄変更を 7 月分に遡及して実施したということによるものである。7 月から 8 月への追加的な伸び率低下は波線のような

部分、情報サービスの振れなどによるものである。携帯料金であるが、今年の2月、3月にCPIで新規採用された割安プランと同じものの法人向け料金プランである。CPIの場合はこの割安プランが出てきたのと同時に指数に反映されたが、CSP Iの方は実際にこれが使われるようになって銘柄としての代表性を持つようになったと判断された7月の段階で指数に投入している。いずれにしても、この携帯の部分はこの先一年間前年比では0.2%ポイント位押し下げに効いていくということであるが、CSP Iに関しては一応プラスを維持できるとみている。それに対して、次の消費者物価、図表45であるが、全国CPI(1)をご覧頂くと8月の前年比は5か月連続で-0.1%ということである。前月の記者会見での議長のご発言を借りれば微動だにしないという状況が続いている。寄与度分解をご覧頂くと分かるように、個別項目の寄与度を足し上げると8月は本当は+0.0%へと微動位しても良かったのかなと思うが、指数のラウンディングのいたずらで-0.1%になってしまったということである。その微動部分を少し細かくみて、(3)の一般サービスの部分が8月は上がっているのだが、白い部分の外出——ハンバーガーであるが——が上がっている。それから灰色部分の家賃のマイナス寄与が縮小、それから斜め線の他のサービスが宿泊料の上昇等からプラスになったということである。当面の先行きであるが、9月、10月とゼロ%近傍の動きが続くと思う。9月と10月の比較では、石油製品を中心に10月の方が+0.0%に届く可能性が相対的に大きいとは言える。そして、原油価格の高止まりが続けば、11月、12月辺りには石油製品を中心に全体として+0.2%位のイメージのプラスになっていくという可能性がそれなりにあると言える。食料品の値上げについても、この先、来年の初めに掛けてゆっくりゆっくり進んでいくのではないかと考えている。11月から例の携帯電話料金で、また新しいプランが出る。これは、皆様恐らくご存知かと思うが、通信料は安くなる分、その分は端末の価格を引き上げるということであるので、消費者の負担は基本的に変わらない。それに加えて、新しいプランが導入された11月以降、その値上げされた端末を買わないと下がった料金は享受できない

という大きな制約があるから、常識的には今の基準ではC P Iには反映されないかと思う。ただし、その点は最終的には統計メーカーである総務省の判断ということになる。それから、今回の新料金は反映されないとしても、再びこの先どういう競争が出てくるか分からないということもあるので、携帯リスクは常にあると思っておいた方が良くかもしれない。

ということで、今月の総括をすると、第一に輸出、生産といったグローバル経済のエネルギーを取り込む部分はかなりしっかりしている。短観の業況判断や設備投資計画などをみても世界経済の先行きに対する不安はほとんど現われていないとみている。しかし、第二に取り込んだエネルギーを内需へ転換するプロセスに関して言えば、雇用が順調に増加を続けていることなどからみて、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が、足許は中小企業の業況感とか個人消費など一時的かもしれないが弱い部分があることについても目を向けていく必要があるとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ。中小企業の設備投資について、この図表 19 をずっと眺めているのだが、確かに中小企業の業況の角度は平年並みだとは思っているのだが、仮に過去の 20 年間平均位でこの先修正されたとする。平均的に上方修正。それで、結果として実績、過去も大体それと同じようにパラレルにいったとする。そうすると、製造業は確かに特殊要因ということはあるが、どうもプラスにならない可能性もある。そうすると中小企業の設備投資はゼロに近い可能性もあると思うのだが。

門間調査統計局長

実際には、それに近いような線を我々もイメージしている。従って、2007



年度はやはり増加分は大企業が中心になるのかと思っている。

岩田副総裁

それで、あまり誘導質問してはいけないのだが、大企業の方の図を一生懸命みているのだが、大企業の方がどちらかという実績はやや下がるといふか製造業の場合——これも分からないが——過去と似たような姿だとすると+10%位のところに収まって、非製造業の方は+10%を少し割るようなところで収まるかなと。そうすると、これまた定義で難しいのだが、GDPベースの大企業の設備投資の比率というのは、そんなに高くない訳だな。

門間調査統計局長

設備投資は6割位あると思う。

岩田副総裁

GDPベースでもか。

門間調査統計局長

今のは法人季報ベースである。法人季報ベースで、6割位。

岩田副総裁

法人季報ベースではそうなのだが、実質GDPはもう少し低めなのだと思う。

門間調査統計局長

然り。

岩田副総裁

そうすると、私の読んだものでは3割位だと。で、大企業が10%成長

するとして、中小企業は伸びない。過去をみると、設備投資の成長率が7~8%伸びている。そうすると、それと比べると、やはり減速かと。

門間調査統計局長

短観は、特にこの中小企業の製造業で2006年度が非常に高いが、これはサンプル要因があるので、むしろマクロ全体では2006年度はこんなに高くなくて、2007年度の前年比はもう少しプラスだろうと思っている。そういうことも含めて考えると、短観ベースでゼロであっても、マクロベースでは中小企業も多少プラスになるかと一応みていて、そうすると2006年度の伸びの半分位の伸びは2007年度も達成できるのではないかというのが今の大体のイメージである。2006年度は伸び率が高いから、それから半減位してもちょうど良い減速ではないかと。いつもお示ししているようなストック循環でみると、大体そういう伸びと2%成長が見合っているという段階にきているので、そのような姿を今の段階では想定していて、この短観も基本的にはそれと矛盾する数字ではないだろうと現段階では思っているということである。

岩田副総裁

それからもう一つ住宅投資なのだが、やはり年末位までは影響が出そうだと。すると年度ベースでも影響は有り得るということだと思う。それで、仮に今四半期に前期比で7%位落ちるとすると、ウェイトが3%位あるので-0.2%ポイント位であるか。

門間調査統計局長

-0.2~-0.3%ポイントというオーダーで効いてくる可能性は十分にあると思う。

岩田副総裁

年度ベースでも、この程度有り得るのか。

#### 門間調査統計局長

やはり着工から若干ラグを伴う形で進捗展開してGDPにするから、7～9月、10～12月辺りまではかなり大きく落ち込んで、1～3月で多少挽回しても、年度全体で0.2～0.3%ポイントの下押しとして効いてくる可能性が高いと思っている。

#### 野田委員

住宅というのは今少しスパイクがあって、ぎくしゃくしてトレンドがみえにくくなるのだが、先般のご説明では来年度辺りは復活して帳尻が合うような感じではみておられる。何となくアネクドータルに聞くと少しベースが下がってくるのではないかという見方の方が強いように私は受止めているのだが、その辺は如何か。

#### 門間調査統計局長

先般別の機会で説明させて頂いた時も、むしろベースラインは今までみる限りでもやはり弱いのではないかというところに力点をおいてお話を申し上げたつもりである。であるから、今年度大分下がる分、どこかで取り戻せるという動きが出てくるが、飽くまでも凹んでいる部分の反動がプラスになってくるということであって、ベースはやはり少し弱いかなという感じはしている。それと、どの位取り戻せるかということについても不確実性がある、一遍に工事しようと思っても人がいないとかボトルネックの問題もあり、工期がずれて販売のタイミングがずれているうちにキャンセルになってしまうということもあり得るから、その辺りは多少不確実性があるとみている。

#### 野田委員

宜しいか。物価の見方で私も掴みきれていないのは、大型耐久消費財——薄型テレビであるとか、パソコンであるとか——辺りの前年比のマイ

ナス幅はもうそろそろ縮まって良いという半分期待であるが、この辺をどういうふうに考えれば良いのか。

#### 門間調査統計局長

「期待」というと、世の中の人には下がることを「期待」しているので、「予想」として下がるかどうかということと言うと、これまであまり下げ幅が縮まったことがない。薄型テレビにしてもデジタルカメラにしても、品質の向上分が結構大きいと言うことと、それから薄型テレビは実売価格自体が下がっているから、これはそう簡単には止まらないという前提で考えた方が良くと思う。CPIの作り上、どんどん下がっていくと実質ウエイトが低下してくるので、CPIへの影響の仕方は小さくなっていくが、それは言ってみれば後からまた基準改定で戻ってくるから蜃気楼みたいなものであって、実態的な下がり方はあまり縮まらないという前提で考える方がむしろ安全かなと思う。

#### 亀崎委員

今の点であるが、薄型テレビの価格の前年比がこのところ一貫して-20%で推移し、直近でも-20%であるな。カメラも33.2%下がっている。このように価格下落が著しいデジタル家電製品群は、CPIの中でウエイトが1万分の100ある訳である。そういったものがある中で、図表46の総合除く生鮮食品に対する寄与度で特殊要因を挙げているが、ここに記載しているようなたばこか電気代、固定電話通信料、こういうのは全然特殊要因ではないと私は思う。特殊要因とはむしろ今みたいな何年かに1回しか買わないにもかかわらず、価格が大幅に下落しているようなもののことを言うのではないか。今は非常に数多くの品目の価格が上がっている。この前のアンケートでも、物価が上がると皆様感じている訳である。ところが、CPI（除く生鮮食品）の前年比は-0.1%であり、そういう中で先行きの金利水準の調整を展望するとは、何を考えているのだという暴論がある。先程、日本の今の物価は極めて安定的に微動だにせずと言われた

が、非常に理想的に推移している。そういう中でやはり特殊要因の影響を、こういう寄与度がゼロでほとんど影響のないものを入れるのではなくて、やはり本来の特殊要因を入れてみる必要があるのではないかと思う。ここに挙げられているものは何故特殊要因なのか、非常に疑問に思う。

#### 門間調査統計局長

歴史的経緯があって、挙げている。今の特殊要因という言い方自体は、あまり相応しくないと思っている。他に良い言葉がないので特殊要因と言っているが、要するに「別にみるもの」ということである。要するに一つ一つ先行きがある程度分かるので、例えば電気代はいつ下がったら、いつになったら前年比で裏が出るとかある程度分かるから。そういう部分は分かるものとしてみていこうという位の意味で、セット・アサイドしている訳である。これを除いてみた物価指標が正しいという意味ではなくて、そこはある程度分かるので、それ以外のところでどの位あるかという要因分解をしてみているという意味以上のものはない。

#### 亀崎委員

そうすると、今これだけ色々なものが上がってきている。24年振りとか17年振りとかいう形で上がってきている品目も少なくないが、ウエイトの取り方もあって、CPIの数字には必ずしも反映されていない。今度内閣府に設置された統計委員会の委員になられるので、その辺り現在のよように一生懸命500何十品目をにらまなくては分からないような状況ではなくて、CPIの数字が何か実態をもう少し反映するような統計になるよう是非ご検討頂きたい。

#### 門間調査統計局長

どの位プライオリティが上げられるか分からないテーマではあるが、そういう問題意識はある。ただし、やはり何を除くべきかということについては100人いると100通りの答えがあってなかなか難しい。だから、ある

程度客観的に図表 46 の上にあるように両側を切ってしまうとか、アメリカでもやっている食料を除いてしまえとか、そういう基準で除いてみるということ位がすぐできることの最大限ということであって、それ以上やり始めると色々なものについて議論が出て止まらなくなってしまうという可能性が高いと思う。

須田委員

今の点について、除く方ではなくてサービスをしっかり物価に入れていくということをは是非お願いしたい。

西村委員

公共投資なのだが、下げ止まっているようにも見えるのだが、依然として色々な見通しをみているとまだ下げ続けるという形である。この点に関しての今の見通しは、どうなのか。つまり、少し色々情勢が変わってきているので、それをどういうふうに見ているのか。

門間調査統計局長

変わりつつあるかもしれない情勢はあまり織り込んでいない。であるから、基本的に公共投資は減少、それも大きな幅ではないが緩やかな減少傾向を続けていくだろうということを前提に考えている。今それを明確に変えるだけの変化もまだ起きていないだろうとみている。

須田委員

別の話で、消費者コンフィデンスの見方としては、今は色々区々な数字があるが、どういうふうに総括するか。

門間調査統計局長

消費者コンフィデンス、まさに今おっしゃったことがそのまま総括かなと思うのだが、レベルとしては決して低くない。元々のレベルは低くはな

いのだが、やはり足許の変化としては少し下向きのものもあるし区々かなという感じは否めない。それに加えて、やはり先程申し上げた景気ウォッチャー調査が弱いのである。9月は残暑の影響が大きいとは言え、それまでもずっと下がってきて、9月また下がっている。8月は猛暑効果と先程申し上げたところもあまり景気ウォッチャー調査では上がってはいないので、ややトレンド的に消費関連のDIは弱いかなという感じはある。従って、そこは慎重にみておく方が良いかなという感じはあるのだが、本当の原因はまだ掴みきれていない。スーパーに聞けば、それは住民税が上がったからだということが返ってくるのだが、証拠はあるのかというと別にある訳ではない。そういう感覚だとか、あるいは人のせいにするみたいなことも含めて、そういうことをおっしゃる方はいるのだが、本当の理由は分からない。ただ、同時にやはり賃金が上がってきていないという事実はある訳であるから、それと合わせて考えるとそれなりに慎重にみておくべき要素はあるのかと思う。ただ、一方で8月、9月の中旬位までは株も弱かったんで、またその株価がまた戻ってくれば年末に掛けて少しまた雰囲気が変わってくることも有り得ると思う。

#### 中村委員

短観の労働需給なのだが、中小のところで少し足踏みがみられる。失業率あるいは有効求人倍率など労働の需給のところは何が起こっているか分かりにくいけど、どういうことが考えられるか。何か新しい情報というか分析はあるか。

#### 門間調査統計局長

労働需給は引き締め傾向にあるという判断を変えるような材料はない、と思っている。ただ、引き締めがどんどん熱を帯びて引き締まっているかという、そういう感じは元々あまりなくて、今でもその感じはそうだと云わざるを得ない。有効求人倍率も大体1.06倍辺りで横這っているという感じである。失業率は低下しているが、同時にUV分析で計算すると構造

失業率も低下しているのに、その引き締め度合いというのはあまり変わっていないという状況でもある。それから、短観の雇用D Iが図表 34 にあるが、これを足許の変化とみるかどうか。少し早いかもしれないが、これまでに比べると少し不足の方向にいく勢いが鈍っているような感じがしなくもないという位の変化があるかと思っている。現に先程の景気ウォッチャー調査も雇用関連のD Iはこのところ低下していて、その中には一頃程の過熱振りはないというような意見もちらほら出てきている。であるから、あまり無理して賃金をどんどん上げて人を採るといった感じが強まっていることはなくて、いないならいない中でやっつけようというような冷静な企業家の行動もあるのかという印象は持っている。

野田委員

ミクロ情報だと、やはりそれらしい人がもういないというのが強いな。調査統計局の情報から言っても、そういう声が段々増えているな。

西村委員

かつてとの違いは、人を採って教育しようという考えがない。そこは、かなり大きな違い。つまり、その意味で調整費用が物凄く大きくなってしまっている。

野田委員

出来合いを持ってくるという傾向が強いのということか。

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



いする。

### 雨宮企画局長

金融環境であるが、今月はあいにくデータがマネーとクレジット周りは明日公表ということであり、倒産とCP残高もまだ出ていないということであるので、マネーや貸出で何か大きな動きがあったら明日の朝ご説明する。従って、本日は一個一個データをチェックするというよりは、サブプライムローン問題に端を発した国際金融市場の動揺が我が国の緩和的な企業金融に大きな影響を与えていないということを確認して頂くことを中心にご報告したいと思う。そのために、データを一個一個チェックするというよりはポイントを本文の方に簡単に纏めているので、資料-5、金融環境の現状評価の本文の真中より下をご覧頂きたい。三点である。まず一つ目は貸出であるが、そういう訳でまだハードデータは出ていないのだが、この間幾つかのアンケート結果をみると、金融機関の貸出態度それから企業の資金繰りともにほとんど変化はみられていないということなので、かつ——これは後程グラフをみて頂くが——今のところ中小企業と大企業の差もこの点については広がっているというデータは出ていない。全体としては緩和的な貸出姿勢が続いているということかと思う。それから二つ目、CP市場であるが、発行金利がほぼ同じ水準にあるという中で、実は我々がいつも報告で使っているCPの発行残高のデータは銀行発行分を取り除くために本行集計のものを使っているのだが、先程申し上げたとおり、それが出ていないので、保振ベースのデータを簡単に載せておいた。6月+14.4%の後、9月はまだ+9.1%ということなので、恐らく残高としても同じ位がキープされているだろうと思う。加えて、短観の中にCPの発行環境判断DIというのがあって、これは1990年代中にCP市場が非常に混乱して企業金融のヒッチが要は限界的にもっともよく表われるデータということで取り出した訳であるが、この「楽である」-「厳しい」のDIをみると横這いである。ここは全規模全産業で-5とあるが、これも4期連続で-5であるし、大企業だけとるとこれはプラスである。「緩

い」超の+4がこれも4期連続横這いであるので、企業からみた発行環境も変わっていないということだろうと思う。CPで一つ付け加えると、海外の環境でABC Pがこれだけ話題になっているが、日本ではABC Pが話題になることは全くないので一言だけ触れさせて頂くと、欄外であるが、我々がいつも報告しているCP残高20兆円弱のうちABC Pは大体4.7兆円程ある。アメリカとの大きな違いは二点あり、アメリカは全CPのうちABC Pが大体50%、半分ある訳であるが、日本はこのシェアでいうと2割強という20数%といったところであるので、ABC Pの規模は小さいということが一つ。もう一つはABC Pの中身であるが、これは住宅ローンというような長期の債権をバックにしたCPはない。基本的にはほとんど100%売掛債権とかオートローンあるいは割賦債権をバックにしたいわゆるマルチセラー型——社だけの割賦債権をバックにしたシングルセラー型というのも稀にあるのだが——、95%は割賦債権や売掛債権のマルチセラー型のCPということである。これが大きな違いである。いずれにせよ、このCPの中でABC Pの動きをみても特に残高が減ったということはないので、この点でも影響はほとんど現われていないと判断して宜しいかと思う。三点目が社債であるが、金利がほぼ概ね横這い圏内。こちらはむしろ長期金利が若干低下した機会を捉えて発行が非常に積極化しており、9月の発行額は8,940億円と単月ベースでは既往二番目の発行になったということで、こちらも非常に円滑な環境が持続しているということである。以上申し上げた点をグラフで簡単に確認させて頂くと、(参考計表)のうち図表6が金融機関の貸出姿勢や企業の資金繰り環境のDI関係である。一番下が金融機関の貸出態度で、短観でご覧頂くとおり大企業は6月「緩い」超24%ポイントの後、9月は23%ポイント。中小企業も「緩い」超9%ポイントの後、8%ポイントということであるので、若干数字は弱まっているがほぼ横這い圏内。単月の動きでは中小企業金融公庫の9月のデータが出ているが、これも「緩和」超の47.0%ポイントということで横這い圏内の動きであるし、真中の資金繰りDIも数字は若干縮んでいるように見えるが、全体としては横這い圏内の動きだろうとみて

良いと思う。グラフで確認して頂くと、図表 8 の (1) が企業の資金繰り、(2) が貸出態度である。それぞれ大体横這い圏内の動きであるが、貸出態度をみても大企業と中小企業との間でこの点についてはあまり差が開いているようにみえないというのがこれまでのところの特徴である。それから、CP、社債の動きであるが、図表 12 が CP の発行環境である。(1) が CP 発行金利そのものであるが、一番右端をみて頂くとレートはほぼ横這いということである。ただし、この間ベースとなる FB 金利が下がっているので、その下にあるとおりに計算上のスプレッドは拡大しているが、レートは横這いの中で恐らく残高も同じ位の残高がキープされていると思う。特徴的なのは社債であり、図表 13 の (2) で社債発行スプレッドをご覧頂くと、AAA 格と AA 格はほとんど横這い圏内で変わっていない。ここでは A 格が少し高くなっているがこれは先程金融市場局から報告があったとおりに、日本の社債市場で今の 이슈はノンバンク——サブプライムローンではなくてノンバンク——であり、消費者金融セクターへの警戒感が中堅の消費者金融会社の倒産等をきっかけに高まっており、この影響がスプレッドに出ているということではある。しかし、結果的に長期金利の低下を主因に出来上がりの社債金利は下がっている。それが (1) のグラフであるので、結局投資家からみるとスプレッドが拡大した分買いやすい、発行者からみると絶対金利が下がった方が発行しやすいということで、両者のニーズがマッチする格好で相当大きな発行がみられている。図表 10 の〈国内公募社債の発行額〉であるが、先程申し上げたとおり、9 月の片道の発行額は 8,940 億円という大きな額に上ったということである。ちょうど 9 月で半年が終わったので、半年間の社債とエクイティファイナンスの状況を総括すると、4~6 月期、7~9 月期の数字があるが——これは単月というか月当たり直しているのみにくいのだが——結局 4 月から 9 月までの半年間で社債の発行額は 4 兆 2,000 億円となり、前年比 +70.6% という増加になった。この社債の増加に対して、エクイティファイナンスであるが、今年に入ってからエクイティファイナンスは不調であるということはずっと報告してきたが、結局半年を括ると、この 4 月から

9月までの転換社債と株式の調達額は全体として1兆500億円で前年比-50%ということになったので、全体として社債の発行が非常に増えてエクイティファイナンスが低調だった半年だったということだろうと思う。以上が全体の企業金融の環境である。あと、若干出た指標、細かいものについて幾つか留意点だけご説明させて頂くと、図表15、マネーサプライ指標は明日公表なのだが、マネタリーベースだけ出ているので一点だけコメントさせて頂く。マネタリーベースは伸びが9月+0.7%ということで2か月連続プラスであるが、少し目に付くのが銀行券の発行高がまた伸びを高めていることであり、8月の+1.3%から9月の+1.5%ということである。この中身は郵貯である。郵貯は民営化に伴い一応念のため手許現金を厚く積んだということが理由であり、恐らく10月に入ってもこれはもう暫く平残ベースで効くので、今のところの見通しは10月の銀行券は+2%に乗っかる見通しである。銀行券は9月、10月とやや高め伸びになりそうである。以上がマネー関係である。最後にインフレ予想関係で、図表21の(2)のエコノミストのCPI見通し、ESPフォーキャストはお手許の資料は9月調査までしか出ていないが、昨日10月調査が出ている。結果的には9月調査とほとんど変わっていない。3本グラフがある中の太線のところが気持ち下がっている感じであるが、年度を通じてみると2007年度が+0.0%、2008年度が+0.4%という見通しはほとんど変わっていない。それから、(3)の物価連動国債からみたインフレ予想は8月の中旬までずっと低下した後、大体+0.4%を割ったところ、+0.38%か+0.40%で横這い圏内の動きであるが、ここの市場では先程調査統計局長からご報告があった携帯電話の扱いがどうなるかということを経験に非常に神経質な懸念が続いているということのようである。簡単であるが以上である。

福井議長

ご質問等あれば、どうぞ。

#### 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。データが古いのでご説明がなかったのだが、図表7の(2)の資金需要DIであるが、企業向けとしてはちょっとマイナスになっていて——大企業向けはプラスを維持しているが中小企業向けはやはりマイナスになっていて——、ちょっと弱くなっていると思うが、これは単に一時的に弱いという感じでご覧になっているのか。

#### 雨宮企画局長

それは両面あって、これは季節性が強いデータである。これをご覧頂いても大体春のところは必ず落ちる。要するに年末に掛けて資金需要が増えていって、年が明けると落ちるという傾向があるので、これは季節調整をするとマイナスにはならない。いずれにせよかなり修正されるので、これ程シャープに落ちている格好ではないが、しかし2006年の半ば位からさすがに資金需要の勢いとその前の2年間のようにどんどん強くなっているという状況ではなくなっているということが表われていると思う。

#### 岩田副総裁

よく分からないのだが、(1)の資金過不足の方で不足の方に相当振れているので、運転資金などはやはり需要が相当あるように思うのだが、にもかかわらず…。

#### 雨宮企画局長

上の法人季報からとったこの資金過不足のデータは今までの貸出とか外部資金需要の動向と非常によく上手く合っているので、足許ちょっと説明力がなくなっているのが困っているのだが、恐らく要因として思い付くのは二つ位あって、一つはカバレッジとして金融業が入っていないということで、ノンバンク向けの貸出が相当落ちているので、ここからはそれが抜けていることと、あとはやはり中小企業。これは資本金が1千万円以上のところだけなので、もう少し下のところが入っていないという幾つか要因

はあるだろうと思う。

岩田副総裁

法人季報のか。

雨宮企画局長

恐らく大企業中心にはむしろ資金不足が大きくなる方向にあり、むしろ前向きの企業活動に少しずつ入っているかもしれないということが調査統計局のマイクロヒアリングのところでも出ているので、そこは差が広がっている部分かもしれない。

水野委員

宜しいか。全然違う話なのだが、図表 21 の (3) で——今たまたま物価連動債の話が出たので——、企画局や財務省理財局の下の人と話をしたのだが、外資系にいくと民間エコノミストというのは細かく物価の予想を出している。ただ日本の場合制度要因だけでこれだけ物国のレートが変わってしまうという、もうこのままだとこのマーケットは本当に全然育たないという、そういうような状況であるが、これを何とかすべく総務省も物価統計の整備面で協調し、日本銀行と財務省と本当に真面目に考えないと、このマーケットから我々もインフレ予想を抽出できなくなってしまうし、国家財政的にも物国のマーケットを大きくしていくのは多分日本にとって重要な案件だと思うのだが、それが制度要因——携帯電話や5年に一度の基準改定——で変わってしまうと、これで相当評判が落ちてしまっているというのが実態で、これは大きな問題ではないかというふうに思っている。この辺はそういう問題意識をぜひ理財局にも持って頂かないと、このマーケットは大きくならないと思うのだな、本当に。外国人のマーケットであるな、ご案内のとおりこれは。

### 雨宮企画局長

多分今ご指摘の点はおっしゃるとおりであるが、ただ両面あると思うのは、まずマーケットとしてまだこれから育っていく余地があるだろうと。というのは、残高規模もそうであるし、市場参加者もそうであるし、あと設計という点では段々改善が相当行われてきたと思う。昨年のCPI改定の時に改定の仕方をどう取り込むかということは明確に公表されているので、改定もされているので改善の方向に向かっていると思う。ただ、これはご指摘のとおり改善できるところは改善すべきだと思う。一方で、投資家サイドも、これは10年債なので、非常にぎりぎり言えばCPIの先行きは——そこまで投資家が完璧で合理的でないとしても——、ある程度長期のCPI予想と連動する筈であるが、それが足許の動きに割と振られやすいという面には、市場規模の問題と投資家の問題と両方あるような気がするのだが。

### 水野委員

物価連動債の投資家に、いわゆる目先のことしか考えないヘッジファンドが多いからである。日本の年金が一切入っていない。それは財務省のマーケティングが悪いのだし、それから内閣府もデフレ、デフレといつも言っているからいけないのだと思うし、皆これはマーケットを育てていくということを本当にやらないと。誰の問題ではないと思う。我々も正確に期待インフレ率を知りたいということがあるし、それぞれのニーズがあるので。相当進んでいるのだが、あまりにも歩みが遅いので皆切れてしまったという状態なので。ちょっといわゆる債券市場の代表として話を言っておいてくれと言われたので言っておく。理財局にも一度勝理財局長のところにも行かなくてはと思っているが。

### 西村委員

少し宜しいか。長期の金利で…。

水野委員

いや、私は理論的な話をしているのではなくて、今は市場の話なので。西村委員と議論すると私は負けてしまうので、議論する気はない。申し訳ない。

須田委員

この物価連動債とその発行時のレートとのギャップはあまりないのだな。

雨宮企画局長

一時と比べるとなくなった。昔発行時にぴよんと跳ぶということがあったが、それはさすがにかつて残高が4、5兆円前の段階と、今は7兆円位になっているので、その点はかつてと比べて練れてきたように思う。

水野委員

ただ、10年債だけでやっていくのがそもそも無理で、業者としてはヘッジできない。先物を売っても間に合わないし、10年や30年の物価連動債を発行してイーロード・カーブを作っていくとか、次の段階にいかなくてはいけないということを含めて、まだまだやることがあって、40年債出すのも良いが。雨宮企画局長に向かってしゃべってもしょうがないが、鈴木総括審議官に向かってしゃべった方が良いのかもしれないが、理財局担当ではないのでまた別途検討をお願いします。

福井議長

宜しいか。それでは本日の議題は終了である。明日午前9時に開催するので、宜しくをお願いします。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点からこの場にいらっしゃる全ての方々におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願い申し上げます。以上で本日は閉会とする。



(16時53分中断、11日9時01分再開)

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第二日目を開催する。今日の議題はいつもと違い、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正が入っている。それ以外の議題は通常どおりであり、金融経済情勢に関する討議、金融政策運営に関する討議を経て、議案の取り纏め、採決というふうに移りたいと思う。その他金融経済月報の基本的見解の決定を行う。今日は議事要旨の承認はない。政府の方から、財務省森山副大臣にお越し頂いた。それから、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。皆様におかれてはそのことを前提としてご発言頂ければというふうに思う。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の時や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。今回もそのような取扱いとしたいと思うので宜しくご協力をお願いします。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」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

それでは議題に移る。最初は「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件ということであり、まず執行部の説明をお聞き頂きたい。稲葉理事と鮎瀬企画局参事役からお願いします。

鮎瀬企画局参事役

資料番号7番の資料である。題名が「本行適格担保等の範囲拡大および担保掛け目等の年次レビュー結果について」と題する資料である。それでは、資料に沿ってご説明する。本件であるが、大きく二つあり、第一に、新たに発行される40年国債を適格担保等として受入れるとともに、変動

利付国債、物価連動国債をシステム対応が整い次第、国債現先オペのマージン調整担保としても受入れること、また、第二に、年次レビュー結果に基づいて適格担保の担保掛け目等の見直しを行うこと、であり、これらを行うために、「適格担保取扱基本要領」等について所要の改正を行うこととしたいというものである。まず、本行適格担保等の範囲拡大であるが、本年11月に発行が開始される予定である40年国債について資料の1頁のイ、の考え方に沿って判断すると、この国債は信用度に問題がなく市場性も十分と認められるので、発行開始と同時に適格担保及び国債現先オペのマージン調整担保として受入れることとしたいと考えている。他方、これらを国債買入オペ、国債現先オペの対象とするかどうかについては、ロ、に示した考え方に沿って、これは当面对象としないこととしたいと考えている。また資料2頁目であるが、これまで適格担保としてのみ受入れてきた変動利付国債、物価連動国債について、来年3月から4月頃に事務処理のためのシステムが整うことになるので、このシステム対応後にマージン調整担保としても受入れることとしたいと考えている。なお、これらの国債を国債買入オペ、国債現先オペの対象とするかどうかについては、これも先程ご覧頂いた資料1頁のロ、に示した考え方に沿って、金融市場調節運営上の必要性やオペの市場中立性の確保等の観点から引き続き検討していくこととしたいと考えている。

次に、資料2頁の2.の適格担保の担保掛け目等の年次レビューについて説明させて頂く。昨年10月に現行の掛け目水準を設定してから概ね1年が経過しているので、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて掛け目水準の検証と必要な見直しを行うこととしたいと考えている。そこで、

(2)の検証の部分であるが、まず市場価格を把握できる資産である国債等の債券であるが、これについては最近5年間における担保割れの頻度——すなわちこれは時価が担保価額を下回る事象である——が、1%程度となっているかどうかというものを検証した。その結果であるが、資料3頁に移って頂いて、残存期間1年超5年以内の国債及び残存期間20年超のストリップス国債については、適格担保の担保割れ頻度が1%程度を上

回るので、適格担保の担保掛け目を引き下げることが適当であると考えている。他方、残存期間 20 年超の債券のうち、ストリップス国債以外の債券については、担保割れ頻度が 1%程度を下回ることなどを踏まえて、担保掛け目等を引き上げることが適当であると考えている。なお、この表をご覧頂くと、この他にも担保割れ頻度が 1%程度を下回るものがあるが、これらについては担保掛け目を引き上げると今度は担保割れ頻度が 1%程度を超えてしまうということになるので、担保掛け目を引き上げることはいかないということである。また、資料 3 頁の下の方の黒丸にあるが、40 年国債を適格担保等として受入れることに伴い、従来残存期間 20 年超としていた担保掛け目等の区分を 20 年超 30 年以内という区分と 30 年超というものに分け、残存期間 40 年の国債に適用する担保掛け目水準については、理論価格の信頼水準 99%での VaR に基づいて担保掛け目等を設定することとしたいと考えている。次に資料の 4 頁に移らせて頂くが、市場価格を把握できない資産である証券貸付債権については、従来事務処理のためのシステム面での制約などもあり、各債権の当初貸付期間に応じた担保掛け目の管理を行ってきた。こうした中で、2005 年から担保掛け目の年次レビューを開始しているのに加えて、今般残存期間による担保掛け目の管理を行うためのシステム対応の目途が立ってきたので、この際担保掛け目の設定方法等を見直すこととしたいと考えている。そのポイントであるが、(1) から (3) に示しているように、第一に担保掛け目を残存期間別に設定する、第二に担保掛け目の水準であるが、毎年、残存期間に応じて理論価格を計算し、先行き 1 年間における最低理論価格——ここでは信頼水準 99%での最低価格というものを使用しているが——をカバーする水準とする。第三に、担保掛け目管理を残存期間別にするのに合わせて、担保適格基準も残存期間 10 年以内と改めるというものである。こうした見直しを行うと、当初貸付期間は長いが残存期間は短くなったような証券貸付債権について、担保掛け目が大幅に上がることなどにより、取引先における担保利用の効率性が向上するということである。

そこで、以上ご覧頂いたような検証結果を踏まえて、また債券等の信用

力、流動性の違いに応じた担保掛け目水準の妥当性なども考慮し、適格担保の担保掛け目等を資料 5 頁以下に示しているように変更したいと考えている。まず適格担保のうち、債券については表にあるように濃い網掛け部分のうち、括弧内の黒三角の部分が担保掛け目の引き下げになるもの、括弧内のプラスの部分が担保掛け目の引き上げとなるものである。また、残存期間区分の一部を細分化している。次に、資料 6 頁であるが、証書貸付債権については、新たに残存期間別に掛け目をこのように設定させて頂く。従来、これは当初貸付期間別の掛け目設定だったので、現行からこの見直し後への変化幅を単純に示すことはできないが、例えば当初貸付期間が 7 年超 10 年以内で残存期間が 1 年以内になった企業向け証書貸付債権でみると、従来の掛け目は 60% だったが、今回の見直し後は掛け目が 96% に上昇するという形になる。資料 7 頁、国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目及び国債現先オペ等における時価売買価格比率についても、適格担保と同様の考え方に基づいて、ここに示したように変更することとしたいと考えている。このうち、変動利付国債、物価連動国債のマージン調整担保掛け目については新設である。以上の担保掛け目等の見直しについて、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」及び「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正が必要となる。後程付議文でご覧頂く。また、本件の実施日であるが、資料 8 頁に示しているように、所要の実務面の準備あるいは事務処理のためのシステム対応の完了時期なども踏まえて、この表に記載した時期を目途に執行部において決定させて頂く扱いとさせて頂きたいと思う。また、本件であるが、各基本要領の一部改正等をご決定頂いたならば、決定内容について執行部において適宜公表させて頂きたいと考えている。資料の 11 頁以下が本件に関する付議文である。「適格担保取扱基本要領の一部改正等に関する件。案件。適格担保の担保価格等について、新たに 40 年利付国債が発行されること等に対応するとともに、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から所要の見直しを行うため、下記

の諸措置を講ずること。記。1.『適格担保取扱基本要領』を別紙1のとおり一部改正すること。2.『国債の条件付売買基本要領』を別紙2のとおり一部改正すること。3.『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』を別紙3のとおり一部改正すること。」であり、別紙は読み上げを省略させて頂くが、横線のように先程申し上げた掛け目の変更等をさせて頂いている。また、本件の実施時期の定めであるが、「適格担保取扱基本要領」についての実施時期を資料の18頁の附則のように定めさせて頂く。他の基本要領についても、資料の22頁の附則、また資料の23頁の附則のような形でそれぞれ準備が整った時期に合わせて実施日を定めさせて頂くというものである。本件は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があれば。

須田委員

簡単な質問である。1頁と2頁に関わっていることであるが、国債買入・現先オペの対象化について、40年債は「当面对象にはしない」と書いてある一方で、変動利付国債は「引続き検討していく」と書いてあるのだが、それは同じ意味なのか、違う意味なのか。

鮎瀬企画局参事役

この口、のところで、こうした観点から、発行開始後ある程度の期間が経過したところで市場残高だとかあるいは取引高を踏まえて判断したいということである。40年債は発行を開始されるということなので、当面は市場残高とか取引高がこうした検討対象になるには至らないだろうということである。当面しないと書いてあるが、後の方で書いている変動利付国債、物価連動国債のうち変動利付国債については、発行後かなりの期間が経過しており、現在市場残高とか取引量も相応の大きさを占めるようになってきている。この変動利付国債だけでなく、30年国債といった他の国債で

まだ買入対象にしていないものもあるが、そうしたことで、検討する時間的な距離の近さ、遠さというか、そうしたことがこの記述の違いになっているということである。

須田委員

分かった。それからもう一点であるが、証書貸付債権で担保効率を改善する訳であるが、それで担保利用が高まる可能性はあまり考えていないということか。やはり利用されるということか。

鮎瀬企画局参事役

この点は正直申し上げて実際に走り出してみないと分からないが、この企業向けの証書貸付債権等については、先程もご説明申し上げたように、期間の短いところについては担保掛け目がかなり向上するので、そういったことで持ち込みが増えてくることは十分考えられると思う。ただ、繰り返しになるが、走り出してみないと分からないという部分はある。

福井議長

現状、民間債務はどの位利用しているのか。実際の利用状況は。

鮎瀬企画局参事役

1月末の時点でみて、全体の受入れ担保価格のうち企業向けの証書貸付債権は0.4%に過ぎないので、まだまだ本行受入担保のウエイトの中では非常に小さいウエイトである。国債が圧倒的なシェアを占めており、全体の67%程度を国債が占めているという状況である。こちらとしても企業向けの証書貸付債権等について担保利用をしやすいように、色々受入れ手続の簡素化等にはこれまで努めてきているところである。

福井議長

今67%と0.4%を足した残りは、社債と民間債か。

稲葉理事

政保債、地方債…。

鮎瀬企画局参事役

例えば政保債が1.4%程度、地方債も1.4%である。それから、短期社債いわゆる電子CP等が3.3%程度ある。それから、交付税特別会計向け等の証書貸付債権が24%程度である。

稲葉理事

意外と大きいのが交付税特会の証書貸付債権である。この受入れの大きさは、その時々を経済情勢においてどういう債権が金融機関に保有されていて、それを担保として使いたいかということにかなり依存するということである。

福井議長

宜しいか。それでは、本件を決定すべく決裁をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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。この件については、適宜執行部から対外公表をさせて頂きたいと思う。

#### IV. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは次の議題であるが、金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。まず議論の前提として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お願いしたいと思う。

前田調査統計局参事役

それでは、A3の紙に従ってご説明したいと思う。まず実体経済と物価のところであるが、経済の現状、先行きならびに物価について、基本的な判断に変化はなしということで良いのではないかと考えている。その中で、2か所修正をしたいと考えている。まず1か所目であるが、企業の業況感のところである。これは短観月ということで、業況感について当月は言及しているが、お配りした資料から若干修正させて頂きたいと思っている。お配りした資料では、「企業の業況感も、一部に慎重さはみられるが」とあるのを、「部門によって慎重さはみられるが」に、すなわち「一部に」を「部門によって」と変えさせて頂ければと思う。その点も含めて若干ご説明すると、企業の業況感については3か月前の7月は総じて良好な水準ということだけを言っていた。今回は主に中小企業をイメージして、「部



門によって慎重さ」という表現を加えている。これは短観の中小企業の業況判断——昨日、門間調査統計局長からも説明があつたが——は、製造業で3期連続、非製造業で2期連続、原材料高等を背景に悪化しているということであるので、この点については多少なりとも言及しないとむしろ不自然かと考えており、「部門によって慎重さ」という表現を加えている。初めお配りした案では「一部」ということであつたが、一部と言うと、却つて限られた業種というようなやや誤ったイメージを与えかねないかと。今回、中小企業ということであり、少なくとも数的にはかなり多いので「部門によって」という表現の方が適当と考えており、若干修正させて頂いている。ただし全体としてみれば、業況感は「総じて良好な水準」ということであるし、「設備投資も引き続き増加」ということで良いかと思う。因みに今朝ほど機械受注が公表されたが8月は前月比で7.7%のマイナスであつたが、7月、8月を合計してみれば4~6月対比で+6.5%ということであつたので、この辺りにも設備投資のしっかりとした状況が表われているかと考えている。もう一点の修正箇所であるが、生産である。生産についてはここ数か月、「足もと横ばい」という表現を加えていたが、7月、8月で前期比増加がはっきりとしてきた、あるいは7~9月でみても増加することはほぼ間違いないということであるので、「足もと横ばい」という表現を削除させて頂いている。私からは以上である。

#### 関根企画局企画役

続いて金融面であるが、まず先程公表された貸出とマネーのヘッドラインの数字をご紹介申し上げたいと思う。まず貸出であるが、特殊要因調整後の総貸出は2007年9月の前年比が+1.4%になった。8月が+1.3%だったので、+1.3%から+1.4%に若干伸びを高めている。ただし、この程度の伸びであれば「民間銀行貸出は緩やかに増加して」いるという基本的見解の範囲内と判断できるかと思つている。続いてマネーであるが、M2+CDでみて9月の計数が前年比+1.7%になった。8月の計数が+1.8%なので0.1%ポイント程伸びを低めている。詳しいことは今後分析してみ

ないと分からないが、ざっと内訳をみると、準通貨の部分が8月+4.1%から9月+3.8%に若干伸びを低めているのでこの部分を反映したものだと思う。これは恐らく金利優遇キャンペーン等々の効果が徐々に剥落しつつあるのかなと思っているが、もうちょっと計数について分析を加えてから判断させて頂きたいと思う。+1.7%は若干微妙な数字ではあるが、来月例えばゆうちょ民営化要因等で現金通貨の伸びがまた伸びる可能性も含めると、取り敢えずマネーサプライの前年比は「2%程度の伸び」という基本的見解をそのまま維持することで良いのではないかと考えている。最後に金融市場の部分であるが、現在の相場水準はお手許に示したとおり、ターム物金利は前月に比べて横這い、長期金利及び株価は上昇という形になっている。ただし、為替の部分であるが、若干円安に振れていて本日も117円/ドルのところまで来ている。この点、この円安の部分も踏まえて、「為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利および株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している」と変更させて頂ければと考えている。繰り返す。「為替・資本市場では、前月と比べ、長期金利および株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している」。以上である。

福井議長

内容及び文章については、討議の後、また議論したいと思うが、ただ今の執行部の説明について取り敢えずご質問等があれば。宜しいか。

## V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に移る。このラウンドでは、いつものとおり、お一方5分ずつ位ということで各委員からご発言をお願いしたいと思う。今日は、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、中村委員の順でお願いしたいと思っている。それではまず、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グローバルな金融市場の混乱はまだ収束しておらず、実体経済についても前回会合以降入手可能となったデータが限られていることもあって、先行きに係る不確実性が払拭されたとは言いがたい状況である。まず注目の米国であるが、住宅市場では着工、販売の落ち込み、在庫率の上昇が一段と進むなど、減速が続いている。また、9月雇用統計は8月の4年振りの就業者数減少から一転11万人の増加となり、8月分も8.9万人増と大幅に上方改訂されてはいるが、四半期毎の月平均でみると、2006年7～9月以降、+20.2万人から+17.7万人、+14.2万人、+12.6万人、+9.7万人と緩やかに減速している。さらに、個人消費の動向をよく反映する動きとして、昨日も申し上げたが、米国商務省が集計している全米50州の売上税をみてみると、2004年から昨年第3四半期まで一貫して+6～+10%の伸び率が続けてきたが——高い伸び率であったが——、それ以降は、昨年10～12月は+4.5%、本年1～3月は+3.6%となった後、9月末に公表された直近の4～6月は+2.8%と一段と伸びが鈍化している。これを州別にみてみると、売上税がマイナスあるいは伸びが低い州は、これまでと同様、ちょうどこの住宅価格がマイナスか伸びが低い州、すなわちカリフォルニア、ネバダ、ミネソタ、フロリダ、イリノイ、メイン州等に一致していて、住宅価格下落の個人消費への影響が出始めてきているのではないかと思う。こうしたもとの、消費者コンフィデンスは2か月連続で大幅に低下してきているため、今後の個人消費の動向には引き続き注視していきたいと思う。一方、輸出は、ドル安もあって堅調である。こうしたもとの、企業収益は良好であり、設備投資は減速しつつも底堅く推移している。また、企業の業況感についても、ISM景況感指数は、製造業、非製造業ともに好・不況の分岐点とされる50を上回っている。しかし、いずれもこの数か月間は徐々に水準が低下している。こうしたことから、大型LBOファイナンス等を含めた企業の資金調達面での制約や原油高の影響等については、引き続きよくみていく必要

があらうかと思う。

次に欧州であるが、欧州の景気は基本的には堅調である。ただし、クレジット市場の機能低下、ターム物金利の高止まりに加えて対ドルで既往ピークを更新したユーロ高の影響もあって、トリシェ総裁が指摘しているとおり、経済見通しの不透明感が高まっているために今後の動向はこれまで以上に注視したいと思う。また、英国では、BOEが積極的な流動性供給姿勢に転じているにもかかわらず、ノーザン・ロック銀行の取り付け以降の不安心理が収まっていない。BOEが今般創設した金融機関を対象とするクレジット・コンディション・サーベイの7~9月調査では、各種質問項目についての回答が-100~+100のスコアで示されているが、企業向け融資のアベイラビリティは4~6月の+1.8から7~9月は-20.2へと大幅に減少し、先行きはさらに-49.3と一段と悪化するとの結果が出ている。また、その理由として、資本市場からの影響に加えて経済見通しの変化が目立っており、この点は注意を要するかと思う。一方、中国については過熱感はあるものの内外需ともに力強い成長が続いているほか、アジア諸国の景気も堅調である。こうしたことなどから、海外景気は先行きの不透明感は抱えつつも全体の基調としては拡大を続けている。

次に、日本経済について述べる。短観では、回収期間中に欧米でサブプライムローン問題が拡大し、株安、円高が進行するなど悪条件があった期間ではあったが、それにもかかわらず、総じて高水準の業況判断が示された。また、内閣府発表の8月の景気動向指数は、景気の現状を示す一致指数が83.3%となり、5か月連続で50%を上回っている。このことから改めて確認されたとおり、景気は引き続き底堅さを保ち展望レポートのシナリオに概ね沿って拡大していると思う。

まず輸出は、米国向けはこのところ鈍化しているが、中国、NIEs、ASEAN、中東、欧州向けなどが好調であり、全体としては伸びを続けている。短観でも、電気機械、造船・重機、自動車、精密機械といった輸出関連業種の業況判断が改善しており、今のところ堅調を持続しているとみて良いと思う。こうした中、生産も、一頃弱めの動きを示していた電子

部品・デバイスが回復してきたことなどから、増加基調が明確となっている。ただし、今後の動向は米国を始めとする海外景気を踏まえつつ、丁寧にみていく必要があると思う。こうしたもとで、企業部門の2007年度の収益予想も総じて良好であり、設備投資も堅調な伸びが続く見通しとなっている。先程お話があったように、本日公表された8月の機械受注は前月比-7.7%となっているが、これは17%増という非常に高い伸びを示した7月の反動であり、高い水準であることに変わりはないと思う。ただし、中小企業については、原材料価格上昇を製品価格に転嫁できず収益が圧迫されていることもあって、製造業、非製造業ともにこのところ景況感の改善はやや足踏みしている。経常利益や設備投資額の全体に占める中小企業のウエイトは短観で15~17%程度、GDPのベースとなる法人季報でも25~30%程度と必ずしも高くはないが、引き続き丁寧にみていく必要があるかと思う。

家計部門について、まず雇用・所得環境をみると、就業者数は11か月連続で増加し、給与所得の総和は引き続き増加している。ただし、毎月勤労統計の一人当たりの名目賃金は9か月振りに増加したものの、伸びは極く小幅にとどまっている。これは、グローバル競争が強まるもとで企業が賃金を引き上げ難いこと、あるいは中小企業においては特に状況が厳しいことも影響していると思われる。しかし、前回会合でも申し上げたとおり、パート比率の上昇、団塊世代の再就職など景気悪化というよりはライフスタイルの変化による影響が、統計上の数字を実態以上に悪くみせている面もある。この点については、引き続き市場参加者との間で認識を共有していくことが大切であると思う。こうした環境のもとで、個人消費は底堅く推移している。ただし、年金不安等の影響もあって、短観でも卸・小売業や中小の個人向けサービス業及び飲食店・宿泊業の景況判断が悪化する等、景気を牽引するには力強さを欠く展開が続いている。住宅投資については、建築基準法改正の影響から足許は大きく減少しているが、これが一時的要因にとどまるのかどうかを引き続きみていきたいと思う。

物価については、国際商品市況は全般的にドルからの資金逃避が続く中、

金に加え銅、ニッケルなどの非鉄が上昇しているほか、原油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高値水準で推移している。こうした中、CRB指数は底堅い動きを示している。CPIについては、8月も小幅マイナスであったが、繰り返し申し上げているとおり、購入頻度が少なくウェイトが僅か1%に過ぎないデジタル製品群が前年比-20%と下落が続き、寄与度で-0.2%も押下げていることなどが影響しており、基調としては極めて安定的に推移していると考えられる。品目別に詳しくみても、昨年1月から7月までは毎月下落品目数が上昇品目数を上回る傾向——4品目～56品目数で下落品目の方が多かった——が、昨年8月以降は一転、毎月上昇品目数が下落品目数を上回る傾向——4～54品目数で上昇品目の方が多い——に変わっていて、この傾向が足許まで13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。特に、本年4月以降みられる顕著な傾向は、上昇品目数が下落品目数を上回る数が+47、+54、+24、+48、+48と昨年度の+4～+24に比して明確に水準を高めていることである。本行の「生活意識に関するアンケート調査」の9月分をみても、現在の物価に対する実感は「上がった」と回答した人の割合は全体の60%に達し、3月に比べれば22%ポイント、6月に比べても7%ポイント増加している。また、1年後の物価については、「上がる」との回答が7割強に達している。こうしたことから、消費者物価が上昇基調を保ちつつ、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、短観の資金繰り判断は小幅悪化したものの、全体としては引き続き「楽である」が上回っているほか、借入金利水準判断はやや大きく低下している。また、我が国については、クレジット市場も全般に落ち着いており、短観のCPの発行環境判断も前回から変化はない。こうしたことから、緩和的な金融環境に変化はないと考えられる。この間、不動産市場ではREIT価格の調整が続いている。今後、REIT価格がどの程度になれば過熱とみられるのかという一つの目途として、業界ではREITの価格から算出される不動産収益率——いわゆるインプライ

ド・キャップ・レートであるが——が平均的な調達金利を上回っている状況であれば投資がペイするので過熱とは言えないと指摘している。不動産投資に係る平均的な調達金利は、経験則として10年物金利+2%であると言われている。現在、10年物金利の水準は1.7%程度であるので、調達金利は3.7%程度である。REITのキャップレートは、東証REIT指数構成銘柄40種のうちデータがアベイラブルな34銘柄の平均でみて現在3.4%である。このため、不動産投資の運用利回り——すなわちキャップレート——と投資に係る資金調達金利とは概ねバランスしていると言えるかと思う。ただし、個別のREITによっては、資金調達金利が運用利回りを上回るネガティブ・キャリーとなっていることから、一部にはキャピタル・ゲインの上昇や低金利の長期持続を強く意識した投資行動もあるとみられるため、この点については今後注意深くフォローしていきたいと思う。以上である。

福井議長

次は、西村委員お願いする。

西村委員

まず、基本的見解の執行部案に違和感はない。以下、前回会合からの変化をみたいと思う。世界経済であるが、実物面で米国における差し迫ったリセッション懸念は若干後退した。雇用統計が遡及改訂され、8月の雇用者数——これは民間部門雇用者数であるが——が2万4,000人増加から3万2,000人増加となり、そして9月も7万3,000人増と、ソフトランディング・シナリオに近い増加幅の減少となっている。消費も、9月の自動車販売は小型車市場で稼働日調整後前年同月比101%とまずまずであり、その他でもサブプライムローン問題の直接の影響を受けそうな低所得向けコンビニエンスストアの売上は前年同月比+3%とほぼ等速で足許推移している。欧州の実物経済指標も、製造業PMIに反落の兆しはあるものの、足許は底堅く推移している。8月の欧州自動車販売は、乗用車に加えて商

用車、トラックも 20%という大幅増であった。中国、アジア諸国も輸出だけではなく、インフラ投資といった内需要因から力強さを維持しているように考えられる。実際、日本の自動車業界一位企業の輸出実績からみても、  
が復活していることが目にみえる。従って、足許をみる限り、米国経済のソフトランディング、その他経済とのデカップリングという方向に向かっているようにみえる。しかし、国際金融市場においては、一時期に比べて流動性の枯渇から来る不安感は若干後退したものの、資金のアベイラビリティが十分に回復した訳ではない。米国では若干緩和しているが、この傾向は欧州で特に顕著である。欧米投資銀行や商業銀行の決算をみると、損失は限定されているようにみえるが、しかし決算の根拠に対する不信感が拭い去られておらず、完全に疑心暗鬼が解消しているとは言えない状況である。

さらに米国消費について、足許は底堅いもののその後の展開についてのダウンスайд・リスクは解消されていないと考えられる。典型的なのは自動車販売である。個別であるが若干申し上げると、GMは一部の車種で1,000ドルインセンティブを追加する月末の増販策が功を奏し、燃費の良い車——これは、シボレーのコバルトとか新型キャデラックなのだが——がよく売れ前年越えとなったが、フォードはフリート向けが62%減、一般向けが15%減とかなり低迷していて、クライスラーも前年比で5.4%マイナスである。需要が低燃費車へシフトしているので日本車は好調で、そのため全体としては底堅く推移しているとみえるが、需要としては必ずしも強いとは言えないと思う。しかも各社とも業績への悪影響が出てきており、9月からは1台当たり前年比6%減とインセンティブを減らしている。こういった動きの影響が今後出る可能性は否定できない。その他消費についても、クリスマス商戦で売上を確保するために、早めに安売りを始める動きがあり、売上は底堅くみえたとしても、企業業績に悪影響をもたらす可能性がある。さらに、目先を越えて長めにみた消費の行方は中古住宅価格の下落が及ぼすダウンスайд・リスクに注意しなければならない、と考える。



内需も前回の評価から大きな変化はなく、ばらつきを伴いながらもほぼ従来見通しの下限近傍で推移していると考えられる。ただし、消費が弱い状況は依然として続いている。自動車販売が下落から底を打ったようにみえるが、販売現場からみると前年比100%達成に向けて相当なキャンペーンを打っているのに、前年比たかだか96%位というような——これは業界一位であるが——結果で、反転というにはほぼ遠い状況と考えられる。

次に、消費者物価予想であるが、8月全国CPI変化率は前回申し上げた予想が前年同月比-0.02%に対し実績-0.02%、つまり変化なしと小数点二桁まで一致した。ただし、四捨五入による丸めの影響で、ご案内のように公表値では-0.1%となっている。実績値が予測値を下回る程度が3~5月は0.03%ポイント、6月は0.02%ポイント、7月は0.01%ポイント、8月はゼロというように価格上昇のモメンタムが非常にゆっくりながら生じている傾向に変化はない。9月の全国CPI変化率予想であるが、9月東京速報から通販でサプリメントの安売りがあったこと、そして宿泊料が予想比若干下振れていることから、前回申し上げた状況よりも若干弱めの指数となる公算が高く、恐らく-0.1%であろうと考えられる。10月以降は前回で申し上げた予測から大筋の変化はなく、10月は+ゼロ%近くになった後、11月から12月に掛けてプラス領域に入り、今のところ年度平均はほぼ+ゼロ%になりそうだと考えられる。

ここで、移動電話通信料について述べておきたいと思う。携帯各社は従来の携帯本体と通信料の抱き合わせ販売の仕組みは保ちながら、その比率を変化させた新料金を発表している。もし単純に最安値の通信料と最安値の端末価格をCPIに反映させると、CPIにかなり大きな下方圧力が掛かることになる。実際、そのような試算を公表している市場関係者もいる。しかし、これはCPIの計測の基本を履き違えた議論であると考えられる。例で示す。現在、携帯本体と通信料の抱き合わせ販売がなされている。今、1年のみ使える携帯本体の原価が1万円で、この携帯での1年間の通信料には1万円の実費が掛かるとする。そして、通信業者はこの携帯を無料で消費者に配るが、通信料で携帯本体の原価と年間通信料を捻出するとする

と、通信料は1万円足す1万円で年間2万円となる。この時、家計消費支出を100万円とすると、C P Iに含まれる携帯電話本体のウエイトはゼロ、通信料は2%ということになる。ここで、通信業者が抱き合わせ販売をやめて、消費者に原価を請求するとする。携帯本体は原価で1万円、通信料は実費の1万円となる。直ちに了解されるように、この変化で通信業者が消費者に提供するサービス——つまり、1年使える携帯と1年の通信——は変化しないし、消費者が支払う総費用も2万円で変化しない。勿論通信業者の収入も2万円で変化しない。

本来、C P Iの計測の対象となるのは携帯電話サービスの使用料であり、それは携帯電話本体を持つことから生じる効用——つまり、いつでも電話を受け、いつでも電話できるという効用——と通話することから得られる効用の複合物である。従って、正当にC P Iを計測するならば、このような抱き合わせ販売戦略の変化でC P Iが変化することがあってはならない。ところが、現行のラスパイレズ型C P Iの算定方法を機械的に適用すると、携帯本体の価格が無料から1万円に大きく上昇しても、そもそも携帯本体のウエイトがゼロであるから影響はない。通信料が2万円から1万円に半減されたことだけが、そのウエイトである2%分C P Iに反映され、C P Iが大きく低下することになってしまう。従って、C P Iの本来の姿を考えると、抱き合わせ販売の場合はこのような販売戦略の変化を単純にC P Iに反映させてはならない、ということになる。総務省統計局は、制約のある新規の価格プランは採用しないと明言している。抱き合わせ販売の販売戦略の変更としての端末価格引き上げと通信料引き下げのセットは、まさにこの制約のある価格プランに該当すると考えられる。従って、このような新規価格プランを直ちにC P Iに採用すべきでないということになる。ただし、抱き合わせ販売戦略の変更であって、実質的に携帯電話サービスの使用料の変更とみるべき場合もあり得る。そうであるかどうかの一つの基準は、その変更が携帯電話サービスの水準を一定にしておいて、通信業者の収入を限界的に増加させるかどうか、ということである。いずれにしろ、現在、現行の抱き合わせ販売戦略の変化をC P Iに反映さ

せる方法について、総務省統計局で検討がなされており、結果は10月CPIの発表時に公表されるということになっている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降明らかになった経済指標をみると、アメリカの雇用統計、国内の生産、輸出と思いの外しっかりとした内容のものが目立ったように思う。改正建築基準法の影響から今年度の成長率は2%を下回る蓋然性が高いと思われるが、生産・所得・支出の好循環のメカニズムは崩れておらず、我が国経済は潜在成長率を若干上回る緩やかな景気拡大が続くという標準シナリオに概ね沿ったかたちで推移しているとみられる。それでは、前回会合以降特に動きのあった点を中心に整理してみたいと思う。

まずサブプライムローン問題を発端とした金融資本市場の混乱についてであるが、FRBの大幅利下げを受けて、徐々にではあるが、欧米ではCDSプレミアムの縮小、ABCPの選別購入、LBO案件の資金調達交渉の進捗といった前向きな動きがみられ始めており、引き続きリスク再評価の過程にあるとみられる。また、米英ではマネーマーケットにおける信用収縮も緩和しつつあるし、投資家のリスク回避姿勢緩和のもと、資金が証券化商品から米国やエマージング諸国の株やコモディティへシフトし、高値更新が続いている。そうした中、米国の最重要課題である住宅市場の調整については、住宅着工や販売件数の落ち込み、住宅建設業者の景況感の悪化、在庫の積み上がり、住宅価格の低下など一段の悪化がみられる。住宅取得余力指数と、人口から算出した長期均衡住宅投資水準を比較すると、昨日出沢国際局長からあったように、行き過ぎた住宅投資の水準調整はほぼ終了といえそうにもみえるが、第3四半期のGDPベースの住宅投資についてマイナス幅拡大の可能性を否定できなくなったようである。

このような住宅市場の調整の他市場への波及は今のところ目にみえる

形では現われておらず、消費は思いの外堅調である。雇用についても、雇用の大幅減少は住宅関連部門に集中しており、他市場への波及はまだ確認できない。勿論、今後も調整が住宅市場でとどまるのかどうか定かではない。住宅関連業者や金融機関のリストラが想定以上に大きくなることも考えられる。また、足許コンファレンスボードの消費者コンフィデンス指数の下げ幅が大きく、特に雇用に対する見方が悪化している。住宅価格の低下に加え、マインドの悪化や雇用の減少は消費の減少に繋がるので、こうした動きにはこれからも注視していく必要がある。商品市況の高止まりも気になる。

また、今後、リスクの再評価が適切に行われると、信用力の乏しい借り手を中心に与信条件が厳格化され、その結果発生した与信収縮は住宅市場の調整を長引かせ、個人消費に下押し圧力を与える可能性を高めると考えられる。現在の住宅在庫水準の高さに加え与信条件の厳格化の影響やARMの金利リセットに伴うペイメントショックの発生が今後本格化してくることを踏まえると、米国住宅市場の調整は2008年後半まで長引く可能性が高いと私はみている。米国経済の日本への影響については、住宅セクターは産業連関的にみて国内で閉じている度合いが強いこと、米国以外の国による景気拡大がカバーする形で世界経済への影響は限定的なものにとどまる可能性が高いこと、日本の輸出仕向け国や輸出財の分散化が進み、米国経済の下振れに対する日本経済の耐性が高まっていること、米国以外の国に政策対応余力があること等を踏まえると、米国経済の減速が緩やかである限り、我々の標準シナリオに修正を迫るほどのインパクトにはならないと考えている。なお、コアCPIがこのところ前月比+0.2%が続いていること、インフレ連動債から導出されるインフレ期待もやや上昇していること、ユニット・レーバー・コストの上昇、高水準の資源利用度などを考えると、インフレリスクにも注意が怠れないと思っている。

次に国内経済については、輸出、生産はかなりしっかりしてきたが、賃金が思いの外弱く、所得・支出へ向かう循環の速度が引き続き遅いという点が気になる。その背景として、経済のグローバル化に伴うガバナンスを

意識した企業の経営スタンスの強まりのほか、価格転嫁の難しさや競争入札の導入など中小企業を取り巻く収益環境の厳しさが挙げられる。先般公表された9月短観をみても、中小企業は相対的に仕入れコストの上昇を販売価格に転嫁するのが難しく、業況判断D Iや経常利益が製造業、非製造業とも下方修正されている。また、毎月勤労統計では一人当たり賃金は小幅のマイナスが続いているが、特に小規模事業所の賃金の伸び悩みが全体の頭を抑えるかたちとなっている。もっとも、輸入原材料価格の上昇は輸入国にとっては一種の増税であるので、その負担が中小企業の収益や賃金にかなり出ているということならば、その上昇が止まれば収益や賃金の悪化も和らぐ。なお、ここでは循環メカニズムの波及スピードが少々遅い背景の一つとして、中小企業の収益環境の悪化、賃金下振れに注目した訳であるが、マクロの経済指標を評価する際に、それに包含される中小企業だけを取り上げて、その弱さをことさら強調するのは正しくない。例えば、製造業について生産の業種別ウェイトを大企業、中小企業で比較してみると、大企業では電子部品・デバイスや輸送機械のウェイトが高く、中小企業は繊維や食料品・たばこ、その他工業のウェイトが高いという特徴がある。この業種のウェイトの違いが両者の設備投資の違いに結びついていると考えられること、設備投資に占める中小企業の割合は金額ベースで四分の一強程度であることなどを考えると、大企業を中心として設備投資がしっかりとしていれば、収益環境の悪化で中小企業の設備投資が幾ばくか下振れたとしても、我々の標準シナリオにとって大きな問題とはならないと思っている。

最後に消費者物価についてであるが、総合指数の10%刈り込み平均の前年比は8月は+0.15%となり、2か月連続上昇幅をほんの僅かであるが拡大している。また、それを財、サービス別にみると、サービス価格に上昇基調がみられる。今後この動きが本物となるかどうか、注視していきたいと思う。物価の先行きに対する基本的な考え方については、これまでと特に変更はないが、現在、マクロ経済のメカニズムの中で物価を考える際に重要なポイントは、企業サイドに仕入れコストの上昇を生産性向上や賃金

低下等で吸収できる余地が減ってきているということである。9月短観をみると、小売の販売価格判断DIは大企業で15年振りに±ゼロにまで上昇しているし、中小企業はそれに先んじて既に上昇超になっている。こうした動きは、9月の「生活意識に関するアンケート調査」で、現在の物価に対する実感として1年前と比べ「かなり上がった」及び「少し上がった」と答えた人の比率が6割にまで上昇していることとも整合的である。また、息の長い景気拡大が続くもとの、生活必需品の値上げや値上げに関する報道を頻繁に目にすることで、消費者サイドにおいても徐々に価格転嫁を許容するムードが醸成されつつあるという側面もあるように思われる。また、グローバルな一次産品価格の上昇の影響も無視できない。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、インフレ率が思いのほか上振れるリスクも念頭においておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標や調査結果などをみると、総じて強めのものが目立ち、我が国経済が7月の展望レポートの中間評価におけるメインシナリオに沿って緩やかな拡大を続けているというこれまでの判断をしっかりと裏付けたと思う。また、先行きについても、シナリオの前提やメカニズムに変更を迫るような新たな進展を示唆するものはなかった。

まず、企業部門であるが、輸出は景気調整局面にある米国向けも含めて、8月は単月で前月比+6.9%、7~8月でみても4~6月比+6.1%と著増し、4~6月が一時的な足踏みであったことを示した。また、生産も7月の地震の影響による落ち込みをカバーして余りある増加を示し、9月の予測指数やマイクロヒアリングなどを踏まえると、7~9月は四半期でこれまでの

前期比1%程度の増加というトレンドを大きく上抜け、再び拡大基調にあることが確認された。9月短観の業況判断D Iにおいて、輸出、生産という景気のエンジンの好調さからやはり大企業・製造業が全体を牽引していることに変わりがないという姿が読み取れた。業況判断D Iの先行きについては、大企業・製造業で4%ポイントの悪化となっているが、これは海外金融市場の混乱から生じた海外経済の先行きの不透明感が急速に高まったという調査時期などを斟酌すれば、必ずしも弱い数字ではないと捉えている。設備投資については、前回会合で「4~6月の法人企業統計のマイナスを直ちに先行きの動向に繋げるのは早計である」と申ししたが、9月短観では全規模全産業で+4.9%と前回調査から1.7%ポイントの上方修正となっており、増加ペースを弱めつつも堅調さを維持するという姿が確認された。今朝ほど発表の8月の機械受注についても、この見方を変えるものではなかった。

ところで、9月短観では、中小企業と大企業との差に注目が集まったように思う。確かに中小企業の最近の業況判断D Iは製造業で-5%ポイント、非製造業で-3%ポイント、全産業で-3%ポイントとそれぞれ悪化し、また経常利益計画では全産業で前年比-0.4%と小幅ながらも6年振りの減益を見込むこととなり、さらには設備投資計画は前回調査から+6.9%と上方修正したものの、なお-10.5%とここ6年間では最大のマイナス幅となっている。しかし、これらを仔細に眺めてみると、まず業況判断D Iの大企業との差は全産業でみて26%ポイントであるが、これは昨年9月が25%ポイントである。その差の拡大幅は僅か1%ポイントにとどまっている。また、中小企業の先行きの変化幅をみると、今回製造業で4期振りにプラスとなった。非製造業は6期連続のマイナスではあるが、マイナス幅はここ3期の3~4%ポイントマイナスから-1%ポイントへと縮小し、全産業ではこれも4期連続のマイナスではあるが、これもここ3期の-3~-4%ポイントから-1%ポイントへと、はっきり改善を見込んでいるということに着目したいと思う。

経常利益であるが、大企業といえども+0.9%と辛うじて増益にとど

まっていることを指摘したいと思う。また、設備投資については、前年度出来上がりが製造業・中小企業で 25.9%増という特異な伸びであったことを考慮に入れると、それぞれ過年度比較の落ち込みでもある程度マイルドなものになるとみることができる。中小企業が原材料や燃料コストの上昇あるいはフィスカル・ドラッグの影響を大企業比相対的に受け易いことから、中小企業経営を取り巻く諸環境は今後も次第に厳しくなっていく可能性が小さくないことは否定できない。従って、こうした中小企業の動向を今後とも注意する必要があることは言うまでもない。しかし、今次の景気回復がグローバル化とともに進んできたという際立った特徴を持つものであり、そうであれば、グローバル化の波に乗りにくい中小企業にとって、この傾向は今次景気拡大期間を通じて徐々に顕現化してきているもので、ここ数か月で一気に顕著になったというものでもない。従って、今回の月報や展望レポートでこれら中小企業の弱さが殊更非連続的に扱われることがないよう、私としては望んでいる。蛇足ではあるが、中小企業における賃金の抑制も足許だけではなく、ここ数年に亘ってみられる傾向であることを申し添えたいと思う。

次に家計部門であるが、8月は毎月勤労統計で一人当たり賃金が9か月振りに前年比プラスに転じたことが特筆されるが、今後の基調を探るうえで、確報や9月以降の計数に注目したいところである。個人消費は、天候の回復から8月は持ち直した後、9月以降は残暑継続により秋物商戦が序盤でもたついた模様であり、一進一退の動きから抜け出す決め手に欠けるが、現時点では従来どおり総じて緩やかな増加を辿っていくという見方を維持したいと思う。

次に、米国経済であるが、これまでのところ、従来からの判断、すなわちソフトランディング・シナリオを変更するだけの決定的な材料はない。最大のポイントは個人消費の動きであるが、その背後にある雇用者所得と資産価格の動向が鍵であることは言うまでもない。その雇用であるが、9月の雇用統計は市場予想を若干上回る11万人の増加となったが、何よりのサプライズは7月、8月分の大幅上方改訂であった。雇用情勢の悪化と



いう大きな流れは変わらないが、改訂により7～9月は前期比比較的マイルドな増加ペースの鈍化にとどまったことから、消費の先行き判断に少なからずポジティブに作用したとみている。資産価格の方であるが、住宅価格は7月のケース・シラー価格指数（10大都市）で前年比-4.5%と7か月連続のマイナス、13か月連続の前月比マイナスとなるなど、住宅市場関連の足許のデータは軒並み悪化し、住宅ローン融資基準の厳格化などのサブプライム問題の影響もあって、住宅市場は再び底割れした感は否めないと思う。一方、株価は、FRBの利下げと更なる緩和期待からNYダウで10月1日に続き10月9日にも既往高値を更新した。このほか、金融市場の混乱が及ぼす負の影響は依然として不透明であるとはいえ、ガソリン価格の低位安定、比較的 low water level にある長期金利など当面のプラス面も考え併せると、アップサイドの可能性も含めて、個人消費の先行きについては今まで以上にしっかりと見極め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

次は、水野委員からお願いします。

水野委員

前回のMPMから足許まで入手できた経済指標をみると、我が国経済は生産・所得・支出の好循環のメカニズムに支えられ、引き続き4月の展望レポートの見通しに沿って展開していると思う。本日は、前回のMPM時点との比較で霧が晴れたことを示唆する三つの国内経済指標を中心にコメントしたいと思う。すなわち、貿易統計、生産統計、日銀短観である。また、9月の米雇用統計を受けて、米国の景気失速懸念が後退しているようであるし、我が国の株価の反発や対米ドルへの円相場の安定等を通じて、景気の先行き不透明感を弱めるうえで一定の効果があったと思う。では以下、若干のコメントを加える。

まず貿易統計であるが、貿易統計を地域別に数量ベースでみると、米国

向けは年初来悪化を続けてきたが、アジア向け、EU向けがそれを補い、足許全体では緩やかに増加している。さらに、実質輸出ベースでみると8月は季節調整済み前月比+6.9%、7~8月の4~6月対比も+6.1%と非常に高い伸びとなった。後者の地域別の内訳をみると、米国が+6.8%と4四半期振りにプラスに転じたほか、EUが+5.4%、中国を含む東アジアが+5.1%、中国が+8.1%、その他が+7.1%となっている。因みに、2006年通関の輸出額に占めるウエイトは、米国が22.5%、東アジアが——これは中国を含むが——45.7%まできている。なお、7~8月の実質貿易収支であるが、4~6月対比で+14.4%と非常に高い数字になっている。実質の輸出、輸入ともに7~8月平均の4~6月対比がやや実際よりも強くなっているため、9月は多少反動が見込まれる。飽くまでも現時点の推計であるが、7~9月期のGDPの外需の前期比寄与度は+0.4~0.5%ポイント程度と高い数字が予想される。

次に生産統計であるが、8月は前月比+3.4%、現行基準で比較できる1998年以来の最高水準を8か月振りに更新した。業種別の前月比では輸送機械工業、電子部品・デバイス工業、一般機械、情報通信工業などが増加、鉄鋼などが減少した。経済産業省は、全体の基調判断を「横這いで推移」から「緩やかな上昇傾向」へと生産の判断を3か月振りに上方修正した。製造工業生産予測調査は、9月の前月比-0.8%の後、10月は+4.1%と高い伸びとなったことで、予測指数に基づくと生産は7~9月期の前月比+2.4%の後、10~12月期も前期比プラスになりそうである。調査統計局による10月初め時点のマイクロヒアリングに基づく生産見通しでも、7~9月期は+2.0%、10~12月期は+1.4%と9月初め時点の見通しから上方修正されており、2007年暦年で下期は前期比1%台後半ペースの増勢が見込まれている。生産は4~6月期を底にモメンタムを増しつつあると思う。この間、電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスは-9.6%ポイントと前月の-16.8%ポイントから改善した。電子部品・デバイス工業の在庫調整は、堅調な出荷の伸びを背景に明らかに進捗してきている。個人的には10月末の展望レポートでは、メインシナリオのリスク要因としてIT

関連財の需給動向をもはや盛り込む必要はないのではないかと考えている。

次に日銀短観についてであるが、9月短観は我々の標準シナリオにほぼ沿った内容と評価している。全規模ベースの製造業であるが、2007年度の輸出計画が前年比+5.5%と堅調な伸びを続ける中で、2007年度の売上高、経常利益はそれぞれ前年比+3.9%、+1.8%と6年連続の増収増益を見込んでいる。また、設備投資額——これはソフトウェアを含み、土地投資額を除くベースであるが——は3年連続で二桁増を続けた後、2007年度は前年比+8.2%と減速しつつも引き続き高水準にある。2007年度の設備投資はストック循環の観点から減速局面という調査統計局の見方と整合的だと思う。この間、全規模ベースの製造業の業況判断DIであるが、+9%ポイントと6月調査に比べ4%ポイントの悪化となっている。先程も何人かの方が言及されたが、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続いている中でかつ我が国の株価が軟調に推移して為替が円高に進んでいる時期に調査されたことを考えれば、決して悪い水準とは言えず、企業マインドは損なわれていないと思う。一方、全規模ベースの非製造業であるが、全体としてみると、2007年度の売上高が前年比+2.2%、同経常利益が-0.5%と増収ながら僅かな減益となっている。これは、原油価格高騰を受けた電力、ガスの影響が大きいと思われる。こうした中で、製造業と関わりの深い運輸、情報サービス等を見ると、いずれも2007年度計画の計数で売上高、経常利益、設備投資の順に、運輸は前年比+3.7%、+8.8%、+17.7%。情報サービスは、売上が+3.5%、利益が+8.2%、設備投資は-5.3%、対事業所サービスは売上+4.2%、利益-1.8%、設備投資+11.2%と総じて堅調に推移している。また、家計部門と関わりの深い小売、飲食店・宿泊等は、小売が売上高が+2.6%、利益が+5.2%、設備投資+2.6%、飲食店・宿泊は+3.5%、+14.6%、+3.9%と底堅く推移している。この間、非製造業の業況感をみると-1%ポイントと、6月調査に比べ4%ポイントの悪化となっているが、この2年程ゼロ近傍で推移していることを考えれば、悪化という程の悪化でもないように思われ

る。

なお、中小企業の業況判断D Iをみると、製造業が+1%ポイントと6月調査に比べ5%ポイントの悪化、非製造業も-10%ポイントと同3%ポイントの悪化になっている。この背景には、中小企業の人材確保が難しい中で、このところの素原材料価格が高騰し、かつ親会社等に価格転嫁ができない状況が続いていること等が背景にあると思う。さて、短観の経営資源の稼動状況をみると、全規模・全産業の雇用人員判断D Iは-9%ポイントと不足超過幅が6月調査比で1%ポイント拡大、生産・営業用設備判断D Iは前回調査比横這いとなっており、マクロ需給ギャップは6月調査比ほぼ横這いで推移している可能性を示唆している。雇用人員判断D Iの12月予測までみると、企業規模にかかわらず不足感がさらに強まることが示されている。中小企業でも雇用不足感が緩和した兆候は確認できない。

次に、アメリカの雇用統計と米国経済について若干コメントしたいと思う。皆様もコメントしているが、9月の雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比11万人増と市場予想を若干上回ると同時に、過去2か月分は合計11.8万人上方修正された。サブプライムローン問題は米国の雇用、所得環境の悪化を通じて個人消費を大幅に下振れさせると早めに反応した市場参加者は、前回8月の雇用統計を受けて米国景気にさらに悲観的になっていただけに、今回の数字に一樣に驚き米国市場では株買い、ドル買い、債券売りで反応した。例年、8月と9月の雇用統計発表時には州・地方政府の教員を中心とした政府部門の大幅雇用減が夏休みに関連した統計上の振れとして現われてくる部分もある。このため、政府部門を除く雇用者数すなわち民間部門の雇用者数の増加ペースが注目されている。民間部門の雇用者数は、単月でみると9月は前月比7.3万人増と8月の3.2万人増から反発しているが、四半期ベースでみると民間部門の雇用増加ペースは引き続き減速している。過去は15万、11万人ペースから今は7万人ペースと落ちてきているということである。過去の経験則では、米国の実質GDPが前期比年率1.5~2.0%程度で拡大するためには、大体前月比で7~8万人の雇用増加数であれば十分である。FRBは雇用増加ペースの

鈍化を個人消費の下振れ要因とみているようであるが、今のところブルーチップ調査の今年のコンセンサスの実質GDP見通し+2%と整合的な民間雇用の増加ペースは続いていると思う。

9月の雇用統計は朗報であるが、米国経済が減速しているという状況に変化はない。新築、中古の住宅在庫が高水準にあり、今後新築物件を中心に住宅価格のさらなる下落は不可避な中、住宅投資の底入れ時期をまだ予想できない。個人消費や設備投資など住宅投資減速の波及効果の大きいセクターの動向がもう少しきちんとみえてこない、手放しでは喜べない。その意味では、今月末のFOMCで25bpの保険的な追加利下げが決定される余地も残されていると思う。実際、9月の雇用統計公表後に行われたFedのコーン副議長とウォーシュ理事の講演は、信用環境の引き締めりによる景気のダウンサイド・リスクに言及する慎重な内容であった。

最後に為替についてコメントしたいと思う。前回のMPMで一部のメンバーから当面円独歩安に戻る可能性は後退したという意見が述べられたが、円相場はその後ただちに対主要通貨で最安値に近い水準まで再び下落している。特に、対高金利通貨や資源国通貨で円相場の下落が目立つ。米国景気が減速しているにもかかわらず、対米ドルでも足許円安気味だということが気になる。個人的にウォッチしている既存の外貨建て投信あるいはバランス型投信——大手50投信——による外貨のネット買い越し額は、9月最終週は過去最高のドル買いになっている。これは、既存の投資家は円高ドル安が進行した局面で既に投資している投信を買い増したことを意味する。外為証拠金取引の投資家のみならず、投信の投資家層も為替について逆張り型の投資リスクをとっていることを示唆していると思う。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

今回も前回の会合に引き続き、国際金融市場と世界経済の状況が重要なポイントの一つであると考えます。金融市場動向については、社債等のクレジット・スプレッドは一頃に比べれば縮小しABC Pの発行高減少に歯止めがかかりつつある。また、株価も総じて上昇するなど、足許は落ち着きを幾分取り戻しつつあると評価できると思う。その背景としては、Fedの利下げ、欧米金融機関の四半期決算が一部で懸念された程には悪くなかったことなどが挙げられる。ただし、証券化商品の発行はグローバルにみて依然低調であるほか、欧米の短期金融市場において銀行間レートがTBレートとの対比で高止まっているなど、金融機関の流動性懸念が払拭された訳ではない。また、サブプライムローン問題の震源地である米国住宅市場の調整は長期化する様相を呈している。従って、国際金融市場及び世界経済の動向については、不透明感が依然強く引き続き注視を要するというのが全体的な評価ではないかと思う。

個別にみていくと、まず米国経済であるが、現状判断としては減速しつつも緩やかな拡大が続いているものとみられる。サブプライムローン問題が深刻化した8月以降の指標でこれまでに発表されたものをみると、これまでのところ雇用者数は緩やかな増加が続いており、そうしたもとで個人消費は伸び率を落としながらも引き続き増加している。また、設備投資も緩やかな増加基調を維持している。ただし、住宅市場の調整は長引いている。住宅販売件数や着工件数は引き続き減少している。住宅市場の調整や信用収縮懸念が住宅以外の部門に波及し、米国の実体経済に全体としてどの程度の悪影響を及ぼすかは不確実性が高い状況が続いている。以上を纏めると、米国景気の先行きについて現時点で安定成長に向けて軟着陸する可能性が高いという標準シナリオを変更する必要はないが、引き続きダウンサイド・リスクは高いとみておくべきではないかと思う。物価面については、コア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、原油価格高止まりなどから基調的なインフレ圧力が後退したとは言い難いと思う。従って米国経済については、引き続き上下両

サイドのリスクを注視する必要があると考えられる。

欧州経済は内外需のバランスのとれた成長が続いている。ただし金融面では短期金融市場はなお不安定な地合にあるほか、E C Bの最近のサーベイによると銀行の与信スタンスがタイト化している。このような金融面の情勢が実体経済にどのような影響を及ぼしていくか、気をつけてみていきたいと思う。アジアについては、中国で高い成長が続いているほか、N I E s、A S E A Nでも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。ただし、先行きについては米国を中心にダウンサイド・リスクにより留意すべき状況が続いていると考える。

我が国経済に目を転じると、前回会合以降に公表された経済指標は短観を含めて我々のシナリオを裏付けるものが多かったように思う。まず、輸出は足許7月、8月は米国向けも含めて増加を続けている。先行きについても、海外経済に関するリスクは留意する必要があるが、我が国の貿易構造の地域的な多極化が進んでいることを踏まえると、メインシナリオとしては増加を続けることで良いと思う。生産は本年前半は横這い圏内にとどまっていたが、7~9月は自動車や電子部品・デバイスの増加などからしつかりとした増加基調に復する見込みである。企業部門の状況を短観などによって確認すると、全体として好調を続けている。売上高経常利益率は引き続き過去の最高圏内で推移しているほか、設備投資計画も6月調査からさらに上方修正されており、前年と比べ幾分減速しつつも5年連続の増加見通しとなった。ただし、中小企業については、利益計画が下方修正されたほか、設備投資計画の上方修正テンポは過去数年に比べて弱めである。この点については、原材料コストが上昇する一方、川下への価格転換が難しいことが背景の一つにあるものとみられる。中小企業の動向は、来週、支店長会議があるのでその報告なども踏まえて今後とも十分に注意してみていきたいと思う。

家計部門については、短観の雇用判断D Iの不足超幅が拡大傾向にあるなど労働需給はタイト化の方向にある。一方、一人当たり賃金は夏季賞与

が前年比-2.8%となるなど、引き続き弱めの動きとなっている。ただし、雇用者所得は雇用者数の増加に支えられて、緩やかな増加を続けており、配当や退職金の増加も家計所得の増加に寄与しているとみられる。先行きも、こうした様々なルートを通じて所得の緩やかな伸びが続くと予想される。そうしたもとで、個人消費は底堅く推移している。個別品目をみると乗用車販売が8月、9月は新車投入効果などから持ち直しているほか、家電販売や外食なども増加基調を持続している。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8月の前年比は5か月連続-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、やや長い目でみれば、資源の稼動状況が高まっている中、消費者物価は次第に上昇していくと考えられる。ただ、賃金上昇圧力が弱いことなどを踏まえると、消費者物価の上昇のテンポは極めてゆっくりしたものとなることとみておくべきであろうと思う。金融面では我が国の社債等のクレジット・スプレッドは、米欧市場に比べると元々小幅の拡大にとどまっていたうえ、足許は横這い圏内の落ち着いた動きとなっている。社債やCPの良好な発行環境は維持されており、特に9月の社債発行額は6年振りの高水準となった。また、短観によっても銀行が緩和的な貸出姿勢を維持していることが確認されている。以上、国内経済については、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、最初に申し上げたとおり、国際金融市場や海外経済の不確実性は依然として高く、これが我が国経済にどのような影響を及ぼすか注意深く点検し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

まず、世界経済についてであるが、新聞等でも——一部リークかもしれないが——IMFが世界経済見通しについて若干下方修正をするということが伝えられている。私も2007年の第4四半期から2008年の第1ないし第2四半期に掛けて、先進国を中心に世界経済はやや減速するのではないかと思う。これは為替レートをそのまま使って——購買力平価でなく——考えると3%程度になるのではないかと思う。その中でもアメリカの減速がやはり大きいのではないかと思っている。アメリカの景気後退リスクについては、先般、雇用者数が若干上方修正されたことがあるが、ある民間金融機関の景気後退リスクの計算——耐久財受注、雇用、住宅着工、住宅価格等の実体経済指標を使ったものであって、金融指標ではないのだが——によると、確率30%程度であるが、この計算の過去のパフォーマンスは割合良いと言われている。1995年、1996年はやはりややリセッションかということが疑われて、しかしながらIT革命で見事にリセッションはなかったのであるが、その時の景気後退確率はこのモデルでは20%であった。であるから、1995年、1996年の時よりもリスクがやや高いということかと思う。30%というのは、必ずしも高いとも言えないのだが、同時にその指数をみると、過去においてここまで上がって後退しなかったことはないということもどこか念頭に置く必要があると思う。住宅着工が急減し続けているということに加えて、住宅価格がこれから先も下落することに加えて、雇用の伸びが少しずつであるが鈍化してきていること。さらに家計部門の利払い・可処分所得比率が14.3%であって、過去の歴史的なピークが14.5%であるので、やはりちょっと高過ぎる水準にあり、何らかの調整は起こるのではないかと考えている。成長率で言うと——前回も私は申し上げたのだが——、アメリカの経済の中をみる時に常に国内の最終需要の伸びをみた方が良く、特に個人消費と設備投資だと申し上げて

いた訳である。住宅はどっちみちマイナスで引っ張るということである。国内の最終需要でみると、やはり第4四半期、第1四半期は1.5%程度——従来は2%程度あった訳であるが——に鈍化していくのではないかと思う。勿論その主力は住宅部門の調整ということなのだが、住宅投資は2007年後半に10%程度減少する。その分だけで成長率を0.6%ポイント引き下げるとのことだと思う。この量的な側面、実質住宅投資の調整は——私は幾らか須田委員よりも楽観的なものかもしれないが——、第1四半期か第2四半期位に全般には終了しているのではないかと思っている。ただし、住宅価格の方はもう少し厳しくみていて、昨日申し上げたが、1989年から1995年のS&L危機があった時に実質の住宅価格——これはOFHEOの価格指数であるが——は7.3%低下した。今、足許では名目でまだプラスを維持している訳だが、この先実質でみて10%は下がるのではないかと思っている。ケース・シラー指数でみると、7月に既に3.9%、10大都市だけとると4.5%既に下落している。先物市場でこの指数は取引されているが、今後1年間で6%下落というのが既に出ている。そういうことを併せると、大体実質で10%の下落、OFHEOであってもそれ位は考えられると思っている。住宅価格が下がると二つのインパクトが生じて、一つは消費者の持っている資産の保有額が目減りする。しかしながら、これはグリーンズパン氏も言っているように、株価がどんどん上がっていけば帳消しになるという側面がある。あるいは、今賃金の伸びがかなり高いから、雇用者所得は第3四半期に前期比年率5.6%伸びているので、その分ある程度相殺されるということはあるかと思う。ただし、やはり家計の利払い・可処分所得比率は高過ぎるので、これはいつか調整が行われると思う。そして、その住宅価格が下がることに伴って、これは金融市場に色々なインパクトをもたらす訳である。担保価値が下落するという事で、金融機関のバランスシートが傷んで、その結果貸出基準が厳格化するというようなことが考えられる。先程、亀崎委員の方からイギリスについて既にサーベイ、銀行貸出調査によれば、貸出基準をこの数か月で大幅に厳格化するという事になっていて、イギリスの場合には金融業のウエイ

トが高いので、成長率も幾らか下方修正されると。現実にイギリス政府、財務省も、これをやや下げたということがある。その他に短期金利が高止まっていることから、ノンバンクの住宅金融業者の資金調達コストが上昇しているということがあるので、先行きイギリスについて、住宅販売あるいは住宅価格に下振れリスクが出ているのではないか。その結果、成長率もやや減速のリスクが出ているのではないかと思う。アメリカについても、量的にみると銀行の貸出は増えているのだが——これは昨日国際局長の方からお話があったが——、他方で企業向け貸出基準はアメリカの銀行貸出調査でみてもタイト化している。FOMCの声明文でもそういうことが触れられているが、あるいはユーロ圏では10月の銀行貸出調査——普通は11月にやるのをどういう訳か10月に繰り上げ調査したと言われているのだが——では、大企業向け、家計向けで貸出が厳格化されているということであって、貸出条件の厳格化がやはりアメリカの経済に対する減速リスクだけではなく、イギリス及びユーロ圏においても影響を与えているのではないかと思う。ユーロ圏をみると、全産業のPMIが低下して、特にサービスが58から54に大幅に——これは金融機関を含んでいることもあるが——低下している。さらに、ドイツのIFOの企業景況感も9月にやはり1.6ポイント程下がっているし、消費者信頼感指数も低下しているということなので、やはりユーロ圏についても第4四半期、第1四半期における減速のリスクがやや出ていると思う。ということが、世界の情勢についての私の見方である。

それから、今度は日本の方であるが、日本の経済についてみると、既に皆様色々ご議論あったところであるが、三点程補足させて頂きたいと思う。一つは、前回も申し上げたのだが、ここへきて個人消費が7~9月期にやや弱くなるのではないか、あるいは横這いになってしまうのではないかということ述べた。その後出た数字はほぼ私の予想していたとおりに思っている。センチメントで言うと、景気ウォッチャー調査が既に9月に6か月連続して低下している。それから、消費財の出荷は7~8月に0.1%前期比で増加しているが、ほぼ横這い。需要側の指数をみると7~8月

に前期比1%程度減少しているということなので、消費の総合指数をみてもやはりこれは横這いだと考えた方が良くのではないかと考えている。そういうことで、7~9月期、足許をみると個人消費がやや横這い気味になっていると言えるかと思う。基本的な理由は雇用者所得が7~8月に前期比0.1%増加というだけでほぼ横這いなので、それとほぼ整合性のある消費の動きではないかと思う。雇用者の数は伸びているので、これは主にやはり賃金が四半期ごとにみればまだマイナスだということが影響していると思う。もっとも、所定内給与をみると少しずつ改善しているので方向としては望ましい方向に少しずつ向かっていると思うが、足許はやや弱いということは留意すべきかと思っている。それから、もう一つ補足したい点は設備投資である。短観の設備投資をみると全産業で+4.9%となっているのだが、短観で用いている設備投資のウェイトと実質GDPでみたウェイトには違いがある。私、昨日3割程度と言ったのだがこれはやはりちょっと低過ぎて、5割弱というお話を調査統計局の方から伺った。5割弱としても、その調整を考えると実は4.9%という伸びにはならない。今の設備投資計画であるが、これから上方修正が少しずつ行われていくと思うが、結果的に中小企業の設備投資の伸びがゼロ位になる可能性があって、その場合には2007年度の設備投資の伸びは3~4%程度になってしまう可能性があると思う。過去の4年を振り返ってみると6%、7%伸びてきているから、ほぼ半減するという姿なのではないかと思う。伸び率がやや鈍るということは留意しておいた方が宜しいのではないかと思う。

そういうことで、2007年度、恐らくどういうことになるかと言えば、住宅投資で明らかに0.3%ポイント位は思っていたよりも下振れというか、場合によると0.4%ポイント位引っ張るかもしれない。これはある意味で機械的に落ちる部分と、それから波及というものもあるので一時的に落ちたことが色々な他の分野の経済活動にマイナスということもあり得るので、そこはなかなかちょっと難しいところがあるが、住宅投資はそういうふうになる。それから設備投資も従来よりはやや弱い伸び率になると。それから個人消費がいつ戻ってくるか。過去の平均をとると1~1.5%位には伸

びているので、それ位に戻ってもおかしくないのかな、それよりも結果的には少し下になるというリスクを孕みながら動いているのではないかと思う。その結果として、2007年度、今の我々の標準シナリオは+2.1%だったと思うが、それよりは勿論下がってしまう。そうすると結果的に潜在成長率にほぼ等しい、あるいはもしかすると少し下回るかもしれないというようなことを孕みながら動いている。そうすると、最後に申し上げたいことは消費者物価なのであるが、我々が使っているコアの消費者物価指数は、西村委員がおっしゃったように、石油価格が変わらなければ11月から12月に掛けて恐らくプラスに転じることになると私も思う。ただ、石油等を除いて、あるいは私は特殊要因を除くというのが好きなのであるが——というのは2003年とか2004年に特殊要因で凄く振れて、ああもうゼロになったと喜んだ時期があって、それは具合悪いよというので除くようにした訳であるが——、特殊要因を除いてみると、実は2006年度の半ばからほとんど動いていない。0.2%位のマイナスで全然動いていない。私はこっちも驚くべき安定性だと思うのだが、しかしGDPギャップが仮に全然動いていないとすれば私にとっては全く驚くべきでなくて誠に当然の安定性だと思う。以上である。

福井議長

中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合後の国内経済についてみると、個人消費は力強さに欠けるものの底堅く、企業業績や輸出は引き続き好調であり、9月短観でひとまず景気の緩やかな拡大基調が確認されたと思う。一方、8月以降にみられたサブプライムローン問題に起因した欧米金融市場の不安定な動きは、幾分落ち着きを取り戻しつつある。しかしながら、証券化商品市場の混乱は継続しており、その根本にある米国の住宅市場の調整が予想以上に長期化するのではないかとの懸念がある中、先行きの不確実性は依然として強く、引

き続き金融市場や世界経済の動向を丹念にみていく必要があると思う。米国経済については、金融市場の不安定な動きが始まった8月以降の実体経済の幾つかの指標が公表された。8月の個人消費は市場予想を上回り、雇用についても先月に4年振りのマイナスと公表された8月の非農業部門雇用者数が上方修正されると共に、9月分もひとまず持ち直すなど潜在成長率に向かって回復して行くというソフトランディング・シナリオに修正を迫るような動きはみられなかったと思う。もっとも、住宅市場の調整がずれ込んでいることから、米国経済の調整局面の終了が2007年後半から2008年中頃ないしは後半までずれ込むことが懸念される。また、消費者コンフィデンス指数の弱含みが続いており、企業部門も製造業のISM景況感指数が50を超えているとはいえ、3か月連続の低下を示すなどマインドの後退を示す指標がみられており、米国経済の先行きを引き続き注視する必要がある。その他の地域に目を転じると、欧州、アジアとも引き続き堅調に推移しているようである。世界経済は地域的な広がりをもって拡大している。例えば、中国の通関統計によれば中国から欧州向けの輸出額は2005年から米国向けを上回っており、今年に入って海運会社の一部ではコンテナ船を北米航路から欧州航路に転配するといった動きも出ている。世界のGDPの20%を占める米国経済がソフトランディング・シナリオを大きく踏み外さず、景気が若干減速したとしても世界全体が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。

サブプライムローン問題についてであるが、金融市場の不安定な動きは、Fedが9月18日のFOMCで0.5%の利下げに踏み切ったことや、欧米の一部の金融機関が決算を発表し、五里霧中であったサブプライムローン問題による損失額の一部が具体的な数字で明らかにされつつあることもあって、市場は幾分落ち着きを取り戻しているようである。しかし、欧米では、短期金融市場における国債利回りとインターバンクレート間のスプレッドやCDSプレミアムは依然として高い水準で推移しているほか、証券化商品の価格の再評価が進行中であり、発行並びに流通については市場の機能が未だ回復していない状況である。また、投資家が過度に信用リ

スクに敏感になることによる信用収縮が発生するリスクが払拭されていないことから、金融市場の動きとそれが実体経済に与える影響を引き続き注意深くみていくことが必要だと思う。この間、原油価格については、前回会合後上昇を続け、WTIは9月21日に1バレル83ドル42セントと最高値を更新した。行き場を失った投機資金の一部は、再び原油市場にも流入しているとの見方もあるようである。その後、幾分低下しているが、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。国内経済については、9月短観が公表となったが、大企業・製造業の業況判断が市場予想を幾分上回ったほか、売上、収益、設備投資などの事業計画も総じてみれば堅調さを示す内容であり、これまでの本行の景況判断を裏付ける内容であったと評価できると思う。もっとも、中小企業については、業況判断や収益・設備投資計画などが大企業に比べて引き続き全体的に弱めであったことは否めない。価格判断からは、厳しい内外競争環境等を背景に原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できていない状況が窺われる。また、全体としては不足感が強まっている雇用人員判断も、中小企業については不足感の強まりに足踏みとも取れる兆しがみられる。これは厳しい構造調整圧力の中で、効率化のための更なる要員の有効活用、パートタイマーの活用、不採算部門の縮小等によって何とか耐え凌ごうという企業が増えていることを示唆する動きが含まれているとも考えられる。そうした構造調整の動きは、昨今の原油や穀物等の原材料価格の更なる高騰により拍車がかかる可能性もあり、推移を見守りたいと思う。短観以外の統計をみると、輸出、生産とも増加基調を辿っているほか、鉱工業統計上における電子部品・デバイスの在庫水準についても調整が進んでいるようである。

雇用、所得関連については、8月の完全失業率は3.8%と11か月振りに上昇したが、女性や高齢者の労働力率の上昇などの影響が大きいとみられ、労働需給は全体として引き締まり傾向が続いているとみて良いと思う。もっとも、先程述べたように、9月短観における中小企業の人手不足感の足踏みの動きには若干注意を要するよう思う。一人当たりの賃金の動きをみても、雇用者の半分近くを占める小規模事業所の賃金が相対的に弱め

である。全体としては、先行き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思うが、中小企業の動きが所得の増加テンポに与える影響について注意してみていきたいと思う。個人消費については、8月は猛暑の影響などもあって家電等を中心に改善した。先行きについては、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に緩やかな拡大基調を辿る可能性が高いと思うが、所得の増加ペースが緩慢であるほか、年金問題等将来に対する漠然とした不安感などから消費者マインドが慎重になっていることや、消費者の価値観の多様化等が個人消費の基調にどのような影響を与えるか確認していきたいと思う。住宅投資については、建築基準法改正による減少が続いているが、マンション業者の一部からは、昨今の消費者は返済能力を超えた借り入れを必要とする価格帯の物件には全く興味を示さず、地価の高騰により首都圏等では分譲価格が上がり過ぎて需要が頭打ちになりつつあるとの慎重な声も聞かれる。先行き、法改正による特殊要因が剥落した後の住宅投資の動向を注意してみていく必要があるように思う。

物価面では、8月の全国コアCPIが前年比 $-0.1\%$ と5か月連続で横這いの動きとなった。値上げ圧力は強まっているが、コスト上昇を販売価格に転嫁することが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。今年に入ってから生鮮食品及び特殊要因を除く消費者物価は一貫して前年比 $-0.2\%$ 程度で推移しており、コアCPIがプラスになるためのハードルは高く、欧米同様にサービス価格の動向が重要になると考えられる。一方では、企業が現在吸収している原材料価格高騰分のコストアップは限界に近く、昨今の原油や穀物等の一段の高騰が価格転嫁のトリガーとなる可能性も考えられる。先般、本行が公表した「生活意識に関するアンケート調査」でも7割の人が一年以内での物価の上昇を予測している。また、9月短観における小売や飲食店・宿泊業の販売価格判断はいずれもゼロになっており、下落超幅が解消していた。小売の下落超幅が解消するのは1992年11月調査以来、約15年振りのことである。こうした動きが今後広がっていくか注目していきたいと



思う。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、コアCPIもプラス基調に復していくと考えられる。

この間、2007年の基準地価が発表され、全国平均では-0.5%であった。一方、東京、大阪、名古屋の三大都市では住宅地、商業地とも昨年を上回る上昇がみられたが、三大都市圏の都心の一部で高い上昇率を示した地点の中には、今年に入って上昇率が低下した地点もみられるようである。緩和的な金融環境が地価に与える影響については引き続き注意していく必要があるように思うが、今のところは、過熱を心配する状況ではないように思われる。

この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価や長期金利は欧米市場での動きを背景に上昇し、株価は1か月振りに17,000円台を回復した。こうした中、企業金融も引き続き緩和的な状態にあり、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

以上で各委員からの金融経済情勢についてのご見解を一通り拝聴した。今回の情勢判断のポイントは申すまでもなく、日本経済について先行きの景気や物価の見通しを短観等新しいデータを踏まえて改めてどういうふうに判断していくかということである。その際、8月以降、世界的に不安定な動きが続いている国際金融市場の状況や、その世界経済に対する影響についてどう判断するか、この点を絡めて判断していかなければならないということである。委員のご意見を全体として一纏めで申し上げることは、今回も非常に難しい。勿論、ニュアンスの差が相当あるようにも承ったが、私の感じも交えて敢えて申し上げれば、国内経済の状況は中小企業や家計部門の動向に若干の弱さは認められる一方、輸出、生産といった景気のエンジン部門は増勢が再び確かなものとなってきていて、生産・所得・支出の好循環が維持されているという感じではなかったかと思う。ただし、国際金融市場は幾分改善の動きはみられるものの、なお不安定な状況が続いていて、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど世界経済に

ついでの不確実性が引き続き感じられる。従って、国際金融市場や海外経済の動向を引き続き注視していく必要があるということではなかったかと思う。世界経済について、皆様方のご意見は、不確実性はあるが標準シナリオとしては地域的な広がりを行いながら拡大を続けるであろうという見方を現時点で変更する必要はないという感じであったと受止めた。

その中で、米国であるが、予ねてより緩やかな増勢局面が続いている世界経済の中で、米国の動きは方向性が少し異なっている状況がなお続いているところである。8月の雇用統計速報が出た時に、従来との連続性をやや欠いた数字であったために非常に理解しにくく、緩やかな景気調整局面が続いているという全体の判断との関係でこれをどう理解するかという問題が残っていた訳であるが、新しく出た雇用統計——9月の数字及び7月、8月の改訂の数字——をみると、長い目でみて増加テンポが少しずつ下がってきているということで、緩やかな景気調整局面が続いているということと、比較的整合的な、理解しやすい数字に一応収まったという形ではないかと思う。ただ、この雇用統計が、サブプライムの問題が起こり、金融市場の混乱の問題が起こった8月以降の変化をどう示してくるかというのは、まだこれからとみておいた方が良さだろうという感じである。そういう意味で米国経済については、引き続き住宅投資の調整の今後の推移とその他の経済部門への影響を中心に注意深くみていく必要がある。ご指摘のとおり、住宅在庫の水準が非常に高いし、この調整局面でどれ位の時間的距離がなお必要かについては若干ご見解の相違があるようだが、いずれにせよ、これが調整されていく過程で多かれ少なかれ住宅価格面への下方圧力は避けられない訳で、それが結局、他の部門への波及の度合いをかなり決めていくという目で、みていく必要があるということだと思う。その一方で、米国の物価については、米国の消費者物価、特にコアでみるとゆるゆると上昇率が下がってきて、非常に微妙な動きをしている。これまでの緩やかな景気の減速ということとほぼコンシステントに消費者物価の前年比上昇率も下がってきているように、一応みえないでもないということであるが、今後どうなるか。引き続き、雇用の面を含め資源稼働率

は非常に高いという状況なので、素直にインフレ圧力がこのペースで減退していくかどうか、即断はできないと思われる。恐らく連銀もそういうふうに判断しているのではないかと推察され、従って、米国については引き続き景気・物価両面のリスクに注意を払い続けていく必要があるということではないかと思う。

その他の世界経済、ユーロエリア及び英国については経済は引き続き順調。ただ、国際金融市場の変動が金融環境あるいは実体経済に及ぼす影響には注意していく必要がある。若干のサーベイによれば、金融機関の与信態度に慎重化の兆しが出始めているということでもあるし、岩田副総裁からもご指摘があったが、実体経済指標にも見方によっては若干スローダウンの兆候が出始めているところもあるということなので、今後の推移は勿論注意深くみていかなければならないということだと思う。中国、インド、その他NIEs、ASEANを含むアジア地域についてみると、実体経済の動きは前回会合以降では特に大きな変化はなく、比較的力強い拡大が続いているという状況ではないかと思う。一方、原油価格、コモディティあるいは食料品価格は世界的な需要の増加を背景に高値圏の動きが続いているということであるが、投機的な資金の動きがどの程度これに介在しているか、従って、それが今後どれ位不安定な要因を呼び起こすもとを孕んでいるかという点は、必ずしも明確ではない。注意深くみていく必要があるということだと思う。それから8月以降、コンサーンの種になっている米国の金融市場あるいは国際的な金融市場——米欧の金融市場が中心であるが——は一頃のパニック的な状況からは脱しつつあり、幾つか改善の動きもみられているという状況だと思う。一部の委員からご指摘があったとおり、ABC P残高の減少に歯止めがかかり始めており、停滞していた大型M&AやLBOファイナンスの一部には再開の動きがある。また、翌日物金利の振れが小さくなってきているとか、あるいは米国、欧州の株価は下落前の水準を回復しているとか、そういったことである。そうはいつでも、全体としてみると引き続きクレジット市場におけるリスクの再評価と価格再発見のプロセスは続いており、市場の地合いは引き続き不安

定な状況にあるということだと思ふ。

日本経済については、貿易統計で輸出の増加基調が明確に確認された。それから生産統計で生産の増加基調が改めて確認された。一頃、輸出及び生産についてやや停滞的な状況があった時点で、我々は先行きについて必ず回復するという見方をしていたが、それが裏付けられる形で最近の指標が出てきているということがあると思ふ。それから、9月短観でみると、引き続き日本経済は製造業・大企業が強く牽引するという形で動いている。短観でみると大企業の経常利益は引き続き高水準である。製造業を中心に上方修正されていて、過去最高となった2006年度水準を極く小幅ながら上回るレベルになっているということである。従って、業況判断も総じて高水準であり、設備投資についても、岩田副総裁のコメントを含めて考えたらうえで、比較的順調ということが一応言えるのではないかと思ふ。一方、家計部門であるが、企業部門から家計部門への所得の還元が比較的鈍いという感じは、引き続き持ち続けているということだろうと思ふ。雇用そのものは順調に増えている。一方、一人当たり賃金についてみると、仔細にみれば8月は所定外給与が前年比プラスとなり、所定内給与も8月はやや弱めとはいえ最近の流れを繋げてみると少しずつ良くなっているといった程度のこととは言えるということであるが、やはり引き続き賃金面での弱さは続いているということだと思ふ。様々な要因があり、亀崎委員のおっしゃるとおりライフスタイルの変化ということも反映している訳であるので、今後ともここは正確な状況把握に努めていく必要がある。こういう状況だが、雇用者所得という面からみると緩やかな増加が続いていて、これが基本的に底堅い個人消費の裏付けになっている。ただし、その裏付けがどんどん強まるということではないので、天候要因等に極めて左右されやすい、振れの大きい状況が続いているということではないかと思ふ。短観の中で注目された中小企業部門の売上や収益状況の見通し、設備投資の大企業対比でみた弱さ、そして業況判断の弱さ、こういったものを我々のマクロの経済判断の中でどう位置付けていくかということは非常に重要な問題である。そこはこの後もう少し、皆様に議論をして頂きたいと思ふ。

物価の方は、国内企業物価あるいは企業向けサービス価格の動きについては皆様方の見方に基本的に差はないだろうというふうに思う。消費者物価指数について、やはりゼロ%近傍の動きが極めて安定的に、いわば続き過ぎていると言っても良いような感じでみておられるというところだと思うが、少なくとも我々のみるコアのCPIについては10月以降あるいは11月以降、次第にプラスの領域に入っていくという見方については大きな相違はなかったかと思う。しかし、より根底的にいわゆるGDPギャップとの対比でみた実力としてのCPIの強さをどう判断していくかということとは引き続き重要な問題としてキャリーしていかなければならないということだろうと思う。その際、消費者物価指数は消費者物価指数として、最近の生活意識調査にみられるように、実際の生活実感としての物価観がやはり変わり始めているということを全く無視する訳にもいかなないだろうということがある。我々が金融政策をやっていく時に、勿論指数に忠実でなければならないが、人々の物価観ということをややはり十分に意識しながら判断していく必要がある訳で、そのこのところ、つまり身の回りの物価の上昇ということと指数の上でウェイトの高い物価の変化とのギャップを、どういうふうに我々自身が上手く咀嚼していくかという問題はあるような気がした。そういう訳でいつものとおり大変下手な纏め方であるが、全体としてみると、基本的には生産・所得・支出の好循環は引き続き続いているし、今後も格別大きなインパクトが外から及んでこない限り続いていく可能性が高いという判断だと思う。従って、この国際金融市場の変化が实体经济に及ぼす影響ということに引き続きかなりのウェイトを置いて、今後の情勢を的確に判断していかなければならないということではないかと思う。

幾つか議論して頂きたい点があるが、一つは須田委員からも話があった海外経済、特にアメリカの経済がさらに減速を続けていった場合に、それが緩やかであればその他の諸国の経済のレジリエンシーによって吸収できる可能性が高いというふうに、大方の認識は共有されているのかどうか。特にアジアの経済についてのショックの吸収力を我々が正確に知らない

ところがあるのではないかということがある。中国も含め、次第に内需の強い経済になりつつあるといわれている訳だが、しかしやはり最終製品はかなりアメリカに向かっているのではないかということもあり、体質は変わっていても結構つま先で立っているとすると脆いところも残っているのかという気がしないでもない。その辺の組み合わせについて改めてよく分析を深めていく必要があるかなという感じを一つ持っている。二番目には先程の中小企業の話であるが、中小企業部門の収益の状況とか設備投資の状況が即我々のマクロの情勢判断、就中経済全体で生産・所得・支出の好循環のメカニズムが今後とも続くという基本的判断に支障を来たすほどのウエイトを持つものかどうかということがあると思う。企業部門から家計部門への所得還元のパイプが予想よりも細いということに、かなり深く関連している可能性があると思うが、中小企業の設備投資の上方修正振りが十分であるかどうかというようなことが、即我々の判断の基幹部分に影響するものなのか。ここを含めて、少し議論して頂きたい。三つ目に、CPIについてはコアコアとGDPギャップ、このところを岩田副総裁がどういうふうに分けておられるか、もう少し詳しく聞きたいとも思うのだが、やはりウエイトが低いといっても上昇品目が非常に増えてきているとか、人々の物価観も変わりつつあるとか、あるいは「生活意識に関するアンケート調査」をみると経済が悪いと言っている人の主な理由が物価が上がり始めているということであるとか、そういったことをGDPギャップ対コアコアという比較とどうコンシステントに理解するのかというのがあると思う。そういった点についても議論を深めて頂きたいという気がする。どうぞ、どなたからでも、どのテーマについてでも結構である。

#### 水野委員

では海外経済の話から申し上げる。まず中国経済を生産基地とみるのか消費センターとみるのかは非常に大事で、私も家内もブランドが大好きなので色々なブランド・ショップのリストをみていくと、今、ドバイなどの

産油国と中国では東京よりも出店数が多い。如何に消費されているか、東京の銀座のブティックなどをみていくと一番良い客は中国人だと言っている。それから東京よりも名古屋の方がエルメスが売れているとか色々な面白い現象が起きている。所得格差が日本以上にあるので、彼らの消費行動は段々変わってきているという感じがする。もうちょっとエコノミスト的に言うと、我々の輸出品目を対アジア、対中国をみていくと、段々、消費関連財の方にウエイトが移ってきていて、中国経済のいわゆる固定資産投資、インフラ投資がまだ続く必要があるのだが、同時に消費が増えてきていることを示唆することも我々の統計からもみえてきているので、多少位置付けが変わってきている。特に産油国などは元々大消費センターなので、これはなめてはいけない。実際、輸出はその他地域のところのウエイトも上がってきていると同時に、その伸び方も凄く強いので、そういう見方も一つ少し指摘しておきたいという感じがする。

#### 福井議長

そうだな。体質がかなり変わっている。ただアメリカ経済における、住宅市場の調整、個人消費のスローダウンというような方向を考えた時に、アメリカの輸入の減少、従ってエマージング諸国からの輸出の減少というルートを通じて足元を掬われる可能性はないかという……。

#### 水野委員

皆様が多分合意できるのは二つあると思う。住宅の減速がアメリカの家計部門にどういう影響を与えるかという点であるが、それが軽微なのか深刻なものになっていくのかということである。勿論、それは家計部門に収まらないのだという岩田副総裁のご指摘もあると思うが。二点目としてはアメリカの景気の調整の深さと長さによっては、やはり、幾らその他地域、すなわち、アメリカ以外の景気が強くても、やはり影響を受けるのではないかというのは、そのとおりだと思う。あと金融のところを取って言えば、付随しているところで新たな形として出てきているところとして、後で触

れようと思っているのだが、与信態度が厳格化してきているのは良いことだと私は思う。今まで与信態度が厳しくな過ぎたのだから。

福井議長

甘過ぎた部分があると。

水野委員

然り。だから、クレジット・バブルが起きた訳である。だからそこは厳しくなるのは当たり前で、変化幅をみてきている統計なのでそれが甘過ぎた訳である。だから厳格化したことがさらにそれが続くのであれば問題なのだが、この統計の性質上前回から3か月増加で厳しくなったというのは当たり前で、もしこれがルーズだったら銀行経営者失格だと私は思う。

福井議長

おっしゃるとおりである。

須田委員

まず米国経済の話なのだがやはり先程申し上げたように、住宅がメインであったら輸入を誘発するという部分が少ないので、それがいかに国内の消費に波及するかどうかということが一つ、大事な事だと思っている。アジアはどうかというと、アジアの輸出構造は確かに最終的にアメリカ向けの部分もあるが、相当ユーロ圏とかあるいはその他世界にも出ているので、日本だけではなくてアジアもかなり輸出が多様化しているということもあると思っている。それから、あともう一つ先程申し上げたのは、それぞれの国内に影響が出てきた時にどれだけ政策を対応できるか。今アジア諸国は財政政策にしる金融政策にしる、ある程度動かせるということであるならば、その国内経済に対応して政策を発動していけば良いということでもあるので、基本的には米国で緩やかな成長——それがどの程度かというのは私は大体+2%程度を今メルクマールにしているのだが——が続くな



らば、別に大きな減速ということでもなくて、ソフトランディングの範囲内で済むのではないかとは思っている。

#### 西村委員

三点お話ししたい。まず一点は、最初のアジアに対するアメリカの影響ということだが、アジアも中国とASEANを二つ分けなければいけなくて、ASEANはかなり影響を受ける可能性が強いということが多分出てくるだろうと思う。ただASEANの特にいわゆるイスラム圏に関していうならば、イスラム金融を含めたイスラムからの金の流れというのは結構あるようなので、逆にいえばそれがどれ位の大きさとみるかによって、多分見通しが変わってくるのだろうと思う。色々聞くと、ASEANに対するアウトサイド・オブザーバーはかなり厳しくみているのだが、ASEANの中にいる人たちは非常に楽観的にみているというのは今のところの様相のようである。これはちょっとどうなるかは分からないが、短期的にみれば要は今あるお金の流れが上手く円滑に動いている限りにおいては、恐らく大きな影響を受けるとか物凄く大きなダウンターンになるということにはなりにくいのではないか。つまり前はアメリカが全部中心だったが、今はお金の流れがアメリカというよりは中東とかロシアとか、そういった形で動いているので、こういったものが特にエマージング諸国及びコモディティの方のお金が円滑に動いていれば恐らくショックが吸収されるシナリオは上手くいくのではないか。問題はそこが切れてしまうとかなり大きな変動になるということで、国際金融の動きはやはり今後かなりクルーシャルに重要になってくるのではないかと思う。

それから次は、もう少し長めにみると、多分シークエンスが非常に重要になってくると思うのだが、インドを含めてのアジアは水野委員がおっしゃったように巨大な消費市場であると同時にやはり生産能力を一生懸命加えているので、将来的な巨大な生産過剰のもとにもなる訳である。これがどの時期にどのように現われてくるか、このシークエンスによっては結構大きなことが起こってくる可能性があると思う。それがなぜ心配かと

いうと、私が多分一番住宅市場に関しては悲観的だと思うが、私のカリフォルニアの共同研究者の話などを聞いていると、アメリカの住宅市場の調整はマター・オブ・マンスではなくてマター・オブ・イヤーズだと言っているのです。こうなってくると要するに差し当たりはあまり大きな影響はないが、かなりじわじわと影響がしかも長期に亘って大きく出てくる可能性があると思う。そうすると何が残るかということ、逆に言えばじわじわと世界全体の需要が減退していくと、それで片方の方では巨大な生産能力が実体化していくと、これはかなりな動きとなる。つまり、ある種の需要超過の状況と供給超過の状況がどの時点で、地域的にどういう形で現われてくるかは、このシークエンスに全面的に依存しているように思う。これを世界経済の中で中央銀行を含めて政策当局が上手くシークエンスを作ることができるかということに関わってくると思う。そうなってくると一国でできる話ではなくて、やはり国際的なある種の政策のコンシステンシーが恐らく重要になってくるということであると思う。だからその一つとして、グローバル・インバランスの問題は避けて通れない問題だというふうに思っている。

#### 須田委員

私は住宅市場の調整は何年も掛かる可能性があると思っていて、それでも急激ではなくて成長の頭を抑える程度にじわじわ続くのであれば、それは吸収可能だと思っている。だから、水野委員が昨日おっしゃったように、却って急激に住宅価格がどーんと下がっていくと言う方がショックが大きくて、少しずつ調整した方が吸収は可能だと思っている。私は先程は波及効果について大丈夫な方を採り上げたのだが、西村委員がおっしゃったように国際金融市場という意味ではやはり上下双方にリスクは共通なので、その影響が凄く出るということと、ちょっと気になるのはITの生産能力が凄くスピードが上がってきているので、そこでもアメリカの消費が落ちた時に、果たしてその調整がまたグローバルに進まないかというところ。クリスマス商戦それからオリンピックの後も含め、アメリカの消

費が少し落ちるといことがきっかけとなって、グローバルに調整が起こる可能性のある一つのファクターだと思う。

福井議長

マーケット・フォースがより強く働いて、アジャストメントを促す経済になっている訳である。ということは、マター・オブ・イヤーズだと思っていたものが意外にマター・オブ・マンズになるというか、次の均衡を早く求める癖がマーケットにはある。

西村委員

ただ、それは多分かなり大きな価格の調整が必要になってくるが、金融市場がうまい商品を作ってそれに対応するということもあり得るので、それは分からない。少なくとも今までの状況がこれから進むとするとマター・オブ・イヤーズになる可能性が強いということ。やはり金融のインジェニイティーというのはあるので、それに対応するという可能性は十分ある。

福井議長

確かにオーダーリー・アジャストメントを皆が求めているということもまた事実である。

岩田副総裁

一点補足を宜しいか。私も今の国際金融の金の流れは凄く重要だと思う。どういうふうに円滑にこれから流れるのかというのが大事で、振り返ってみると今回のサブプライムローンの問題は欧州で最初に起こった訳である。ドイツのローカルなバンクがおかしくなってしまったところから、流動性の不安などが初めて顕在化した。それがどうしてそういうことになったのかという点について、一つの要因はオイル価格がこれだけ上がってお金が産油国に集まって、経常黒字がOPECで3,000億ドル位あ

る訳である。中国は経常黒字 2,500 億ドル位ある訳である。その二つだけで 5,500 億ドル位ある訳である。OPEC の経常黒字の 3,000 億ドル位のお金がどういうふうに戻っていたかというのは、基本的にはやはりロンドンを経由して投資されたということなのだが、そこに仲介に立ったのが欧州の特に州立銀行とかである。つまり資金運用をしたい、だけどアメリカの国債を買うのだったら当然産油国が自分でやれるので、もう少しハイリスク——ミディアムリスク——でミディアムリターンというと、モーゲージの証券化されたマーケットで買うのが一番良いということでエージェンシー債から始まって色々手の込んだところまでずっと手を伸ばしていったら、その結果としてマチュリティのギャップとかが生じ、要するにリスクのマネジメントが上手くいかなくなって、そこで破綻したりあるいは流動性が上手く回らなくなったりということが起こったように思う。つまり一つの流れとしては、証券化という大きい物凄く長い、グローバリゼーションと同じように動いている動きと、それからお金が現実はどう回るかというプロセスの話があって、問題はこれまでそういうように証券化されたところに回っていたお金がどこにあるのか、その行き方がどうなるのか。逆に金融機関からすると、これまでオリジネイトしてディストリビュートというのがどう変わっていったらあまり問題なくお金が円滑に回るのかというところがまだ実は分かっていなくて、一方でサウジとか、あるいは中国もそうだが、段々ソブリン・ウェルス・ファンドという形でもっと国がコントロールして資金の運用をやろうと。しかしその中身はどういう形でやるのかと、これもどうも方向性も含めて分からない。すると今後やはりお金は貯まっていく訳だが、中国でも産油国でも毎年 5,500 億ドルというのはやはり凄いお金なので、それが上手く合理的に流れるようなことが今後続けばインパクトはあまりない。しかし、あまりそこが上手くいかないで変なところに投資しちゃった、そうするとおかしなことが起こり得るといふ金融の方からのインパクトは一つ明らかにあるのではないかと思う。それから実体経済の方については、住宅投資の方は 2008 年前半で大体目途がつくと、ボトムがどこかみえると私は思っているのだが、

価格の方は少なくとも 2009 年末位までどの位になったらボトムになるのかがなかなかはっきりみえにくい状態が続くのではないかと思う。その意味では価格の方は長い。しかし長いからじわじわでインパクトが少ないかという、そこは少し違って、金融機関の推定損失は IMF が今回 2,000 億ドルというのを出した訳だが——私は 3,000 億ドルといったのだが——、4 分の 1 が金融機関である。その前提が OFHEO で 5% 名目で下がるという。そんなに悪くない想定だと思うが、しかし全てのロスを果たして考えているかどうか。試算の中身を拝読したのだが、CDO までは考えているのだが、例えば LBO のマーケット、CLO などまでは考えていないとか、あるいは住宅価格の下がり方が 5% のままでいけるのかどうか、そういう波及のところまで含めると 2,000 億ドルでも収まるのか、というのが私の感じである。そのサイズはやはり住宅価格がどれ位下がるかという見通しにもかかっている訳である。

#### 野田委員

いつか我々が経験したように、じわじわと下がっていくと、なかなか金融機関の償却だとかバランスシート対策が後手後手に回ってしまうと、あるいは当局の政策面でも後手後手に回ってしまうという可能性もある。かといって足許がそんなに住宅価格が落ちていないのに過剰引当もできない。そういうことからすれば、やはり早くこの始末をつける、目途をつけるということ。これは何も住宅問題だけではなく、今は金融市場におけるグローバルのところでも同じような問題があるといわれている。そういう意味でいくと、ある程度早く目途がつくことが一番重要なことだろうと思う。従来の考え方からすると、マクロ的にみればじわじわとなだらかに調整が行われていくという方が一見望ましいように思うが、今はやはり金融の信用収縮からコーポレート・ファイナンスへの影響がどう及ぶかなどというところまで考えると、やはり早めに目途がつくというのが一番重要なポイントじゃないかと私は思う。

### 武藤副総裁

それに関連して、ヨーロッパの経済がどうなるかということについて、今までは米国経済の減速をアジア・ヨーロッパ経済がアブソorbすると  
言っていたのだが、ヨーロッパにおける最近の貸出基準の厳格化をみると、  
企業金融に影響を及ぼす可能性がある。サブプライムローン問題の金融面  
からの経済に対する下押し圧力はアメリカよりもヨーロッパの方が高い  
のではないかというのが一般的な見方である。勿論、住宅投資そのものの  
問題はヨーロッパでは今のところないので、アメリカの方が全体としてみ  
れば問題が大きいのかもしれない。しかし、無視できないところがあって、  
まだ顕在化していないかもしれないが、金融から実体経済への波及がヨー  
ロッパでどの程度起こるのか。これはやはり注目しなければいけないこと  
なのではないかと思う。

### 福井議長

おっしゃるとおりである。

### 亀崎委員

現在、欧米金融機関の一部が第3四半期の決算を公表しており、今後も  
決算発表が続くが、問題はそれらの決算において、証券化商品等のリプ  
ライシングがどの程度適切に行われているのかということである。本当に最  
悪のケースを考えたらうえて、損失を正確に見積もっているのか、あるいは  
正確な見積もりが難しい中で一応見積もって見たものに過ぎず、今後損失  
が大きく膨らむ可能性もあるのか。ここが先程おっしゃられたところで目途  
がつくかという点で、極めて問題だと思う。

### 水野委員

それを言うのなら本決算までである。なぜかと言うと、今は、このマー  
クでやる、ここでマークするというしかないのだ。これが一応正しいだろ  
うと決めて出している。だから、おっしゃるとおり全貌ではない。全貌が

ある程度分かるまでにはまだ数か月掛かる。

亀崎委員

だからウォール・ストリート・ジャーナルなどは「スケアリー・カレンダー」と題して、欧米主要金融機関の決算発表予定を掲載している。10月中旬以降、11月初まで決算発表がずっとこう続いていると。ただ、本当にこの決算では、最悪のケースを想定したうえでリプライシングをやっているのか。

水野委員

やっていない。

亀崎委員

やらない。

水野委員

やれないのだ。まだ中間ラップになっている。ただ全容が少しずつはみえてきた——全容ではないが一部みえてきた——というだけで今株が上がってきている訳だから、そういう意味では金融は面白いな。

亀崎委員

時間が掛かるというのは。

水野委員

時間が掛かるという側面と、それから物事を楽観的にみる人と、後はお金が余っているのだろうという色々なことを示唆しているのだと思う。

野田委員

ただ、これは後半部分で申し上げようと思っていたのだが、一連の業績

修正見通しも含めて決算発表が行われて、前回は私、大局感と申し上げたが、やはりある意味では全体感が少しずつみえてきている。段々どこかに収斂してきている。何人かの方がおっしゃったが、それが少しずつクリアになってきているということが今の全体の市場がどちらかというところと落ち着く方向に向かっているというところの最大のポイント、決め手になっているのと思う。後で申し上げたいと思うが、景気回復過程で金融機関も相当体力を増しているの、それからみると、あるいは今の期間収益力——これも若干危なくなっている部分もあるが——辺りの収益力からすると、かなり限定的とみて良いというところはやはり今皆様それぞれ少しずつ共有しているのではないか。

#### 水野委員

武藤副総裁がおっしゃった話からすると、たまたま欧州系の銀行の資本と収益力が厚い時、それからヨーロッパの景気が比較的良い時に起きたので、今、安心してみているということであって、決して楽観している訳ではないということなのだが。おっしゃるとおりで、それは組成したよりもはめ込まれた——言葉は悪いが——地域金融機関の方が厳しいから、そういう意味ではヨーロッパのデータが今後悪化してくるとみていて良いと。

次の政策もイギリスは利下げだとマーケットも織り込んできているように、マーケットもそれなりに一応考えて動いている。不確実性が高まっているというが、不確実は不確実なのだが前より小さくなったという言い方ができる。これはもう表現の自由なので何でも言えるのだが、前のように色々なジグゾーパズルのピースが全然ないところから、ちょっとこうみえてきたというふうに私は感じている。

#### 福井議長

亀崎委員がおっしゃるように最悪を織り込んで四半期決算をするかという、そこはなかなか難しいのだろう。



水野委員

然り。

福井議長

だが決算の発表というのはマーケットの関心の中でやっているのに、最終決算の姿とあまりかけ離れていると、最後にマーケットから凄いダメージを受けることに…。

水野委員

マーケットでは格付会社が物凄く厳しい訳である。

福井議長

やはり、マーケットとの間の暗黙のコミュニケーションの中で、決算発表が続けられていくということではないかと思う。

中村委員

やはりかなり保守的に数字を出すのではないか。根っこのところの住宅価格がどれだけになるかが分からないので、そういう意味では難しいかもしれないが…。

水野委員

然り。

中村委員

考えられるのは、特に上場企業であればやはり保守的な数字を。

水野委員

後は欄外に少し、一応今こういうふうに行っていると記載しているので、そういう意味では情報開示が進んできたことによるプラス面の方が多い

と。マイナス面は不透明感が残るということで総括をして良いのではないかと思う。

野田委員

なかなかマーケットにマークできない、マーク・トゥ・マーケットというよりはマーケットがない……。

水野委員

然り。今の値段で付けたという……。

野田委員

それも脚注とかそれぞれのオーラルの説明も含めてみると、理論価格——中村委員がおっしゃるようになり保守的な前提——でおいてやっているということではないか。これは完全に全てがそうかというのはまだ検証し切れないが、やはり先程福井議長がおっしゃったように、マーケット監視のもとでやっているということで、かなり慎重というか保守的な数字が出ているのではないかと思う。

水野委員

ある方は、邦銀の二の舞を踏みたくない、悪いものは早く出すのだという精神でやっていると言っていた。

福井議長

監視のもとでというのは、必要以上に控えめにはできないが、直ちにマーケットの不信を招くようなこともできないということだと思う。

水野委員

一応株式相場の評価は、取り敢えずは、まあ、うーんという感じで、こんなものかという反応である。

福井議長

欧州の点は武藤副総裁のご指摘のとおりだが、欧州自身はこれまではマネーサプライの増加が強過ぎ、インフレ圧力も溜まっているという感覚でみてきていたので、多少クレジットが厳し目になるということは、そこを上手く調整する種になる、そういう余地もあるということになる。だから、すぐ景気後退というふうに行くのかどうか、あるいは金利引き下げ期待をさらに生むことが正しいのかどうかというと、そこまではちょっと距離感があるような気もする。

野田委員

現在やはり、ユーロでターム物が高止まっているので、そういう意味ではかなり実質的には引締め状態が……。

水野委員

2単位分引締めている訳である。

野田委員

政策以上に、実態的なところで引締めが起こっているということが考えられると思う。

福井議長

それを含めた今後のECBの政策判断ということになってくると思う。中小企業の問題についても、多少もしコメントがあれば。

水野委員

一言だけ。先程、亀崎委員の数字を私も頂いたのだが、中小企業のウエイトは大体15%位である。

亀崎委員

15～17%である。

水野委員

17%である。3月短観ベースいくと設備投資が15%、収益が17%である。6月短観でいうと12.7%まで中小企業の設備投資のウエイトが下がってきている。そういう意味では少なくとも大企業と中小企業、同じウエイトで議論するのは間違っているのではないかということである。

武藤副総裁

その点であるが、おっしゃるとおりだと思う。だから短観の見方としてはそういうことで正しいのだろうと思うのだが、実体経済については、先程もちよつと議長がおっしゃっていたが、家計部門への波及がなかなか進捗しないという点については、雇用者数でみると中小企業が74%、中堅まで入れたら86%を占める。こういう実態は、中小企業を議論する時には、やはり頭になくてはいけないのではないか。例えば利益ベースでも中小企業は25%で大企業は60%なのだが、付加価値ベースでみると中小企業は実は53%で大企業は32%でしかない。だから、ちよつと注意深くやらないと誤解を生ずる可能性がある。

福井議長

経済の循環メカニズムの中のどのルートにウエイトを置いて、この問題を我々が理解していくかという話だと思う。

亀崎委員

今、短観の調査対象企業は1万750社である。それで経常利益や設備投資額の全体に占める中小企業の割合は15～17%程度。また、先程申し上げたが、GDPのベースとなる法人企業年報でも25～30%である。まず、その数字からいくと中小企業の業況が悪いから、直ちに経済全体が悪くな

るとはならない。おっしゃるように、そこで働いている人などの問題はあ  
るが、それは、むしろ税、財政などを中心に考えていかなければいけない  
問題ではないかと思う。それから先程福井議長がおっしゃったメカニズム  
については、所得の伸びが低いから、そのところは当然みなければなら  
ないのだが、中小企業のところが悪くなったから、直ちに日本の+2%程  
度の成長が急減速するというのとは違うと。これまでも、同じような事情  
を抱えつつも、+2%強できた訳である。

水野委員

金額ベースでみないと駄目なのである。

野田委員

そういう意味でいくと、中小企業の問題は大きくざっくり言うと、個人  
消費とのパスである。賃金を通じた個人消費へのパス、パイプの方がマク  
ロ経済にとっては大きいという認識はしつつ、そういう前提、認識のもと  
に色々な説明というかコミュニケーションをしていかないと、かなり市場  
をミスリード……。

須田委員

私自身はそういうことしか……。

野田委員

だから須田委員の先程のご発言というのはまさにそういうことで、的を  
射たご発言だったと思う。

須田委員

私は設備投資に関しては、大企業でも中小企業でも同じ業種であるなら  
ばしっかりと設備投資をやるので、そこでの大小の関係の問題ではないと  
みている。中小の製造業のウエイトは先程申し上げた繊維とか食料品とか

たばことかいうものが大きく、それに対して大企業は電気とか電子部品・デバイスあるいは車とかいったもののウエイトが大きいということで、産業の構造が違うことから起こっているということではないかと思う。

水野委員

あと短観でも資本金ベースでやっていて、統計によって何が「中」で何が「小」で何が「零細」か分からない。そうすると何か、議論していて中小企業といった時に零細を含んでいる人と零細を含んでいない人…、それと政治が若干マスコミ側に振らされているところがあって、格差問題にこれが使われているので、ここはみているということは言っておいた方がよいとは思いますが、これがあるから弱気になったという言い方はちょっと違う。

福井議長

大分時間も…。

水野委員

一つだけ、ちょっと試算したものがあるので宜しいか。福井議長が多分ご興味あることかと思うが、毎月勤労統計の賞与が-2.8%で、これは30人以上の事業所あるいは5人~20人の事業所と分けてみても両方とも弱いという…。

福井議長

資料は後で回収させて頂いて良いか。

水野委員

勿論、それで結構である。でも手許にないと私のコメントが理解されにくいので。2~3分で終わる。これは凄く荒々の数字で若干調査統計局の若手の方にもお手伝い頂いたのだが、言いたいことは何かというと、30

人以上の事業所は全て大企業か、上場企業ないしは大企業のカバレッジが大きい可能性があるということである。毎月勤労統計の30人以上の事業所の従業員の合計をラフに試算してみると2,590万人程度になる。他方、短観の大企業について、母集団ベースで従業員数を計算してみると1,890万人程度になって、大企業のカバレッジは8割弱——これは、事業所統計が平成13年ベースなので合わせているが——、もし足許の短観を使うと73%になっている。また9月短観の計数を用いて一人当たりの人件費をパートを含めて試算してみると、2006年度を幾分上回っている。正確に言うと、私の手許の試算で前年比0.8%増である。こうしたことを踏まえると一人当たりの賃金については中小企業は弱いということは否めないが、大企業は堅調に推移している可能性があると思う。これはご覧のとおり団塊世代の大量退職を含んだ数字であるので、大企業については現役の従業員の一人当たりの賃金は引き続き増加傾向を辿っていると判断して良いと思う。仮にこのラフな試算が実態に近いのであれば、調査統計局から頂いているマイクロヒアリングから窺える賞与を中心とした年収増加の動きと毎月勤労統計の水準の乖離についてある程度説明できるかという感じである。大企業は年収ベースで増えていないというのは多分嘘で、増えているのだろうなという推測をもとにちょっと調べてみた。ちょっとこれは荒々なので、今後ちょっとまた……。

福井議長

それでは資料は特に差し支えないものだが、一応手続き上、回収させて頂く。

水野委員

勿論結構である。

福井議長

それでは大分時間が経ったので、議論は一応ここで中断して、コーヒー

ブレイクにしたいと思う。もし物価の絡みの議論があれば、これは政策の議論の時にお願いしたいと思う。55分まで中断する。

(11時42分中断、11時55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。次の議題であるが、当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思う。改めて、各委員5分ずつ位ということでご発言頂きたいと思う。次回、政策決定会合までの金融政策運営方針である。なお、先程私が物価について問題提起をしてそこを議論する時間がなかったのだが、もし必要があればこの討議の中で各時間の範囲内で言って頂ければ非常に有難いという感じである。亀崎委員から願います。

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であると考えます。以下、理由を申し述べます。グローバルな金融市場では、米国株価が利下げ期待や複数の大手金融機関の四半期決算における巨額の評価損失計上で当面の悪材料は出尽くしたとの見方が台頭したこともあって、既往最高値水準まで上昇した。これにつれて、中国、韓国、シンガポール、インドネシア、インドといったアジア諸国あるいはオーストラリア、ブラジルの株価が既往最高値を更新する等、グローバルな株価も上昇している。しかし、一方では、米欧のクレジット市場における信用収縮はなお続いている。今回の評価損計上についても、証券化市場の流動性が低下し価格評価が容易ではないという制約があるため、今後損失が拡大する可能性も指摘されている。今後、米欧主要金融機関の7～9月決算が10月中旬以降に予定されていて、さらには8月以降の金融市場の混乱の契機となったファンドの四半期決算が11月に予定されている。また、変



動金利型のサブプライムローンの金利が当初の低金利での固定期間を終えて、今後上昇していくとの見方もある。これらのイベントにも着目しつつ、引き続き市場動向やその実体経済への影響を注視する必要があると思う。また、米欧の短期金融市場では、1か月以上のターム物が出合いにくい状況が続いており、流動性に対する不安も払拭し切れていない。

一方、本邦の金融市場については、クレジット市場、短期金融市場ともに落ち着いている。ただし、9月末には無担保コールオーバーナイト金利が急騰し、大量の即日の資金供給オペが必要となるなど、影響は残存しているかと思う。実体経済については、米欧ではダウンサイド・リスクが高まっている。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、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、企業及び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、金融政策には慎重さが必要であり、さらにマインドを冷やすような施策を打つことは適切ではないと考える。

結論的に申せば、米国の住宅市場の減速はあるものの、世界経済においては持続的成長を支える基本的構造は崩れておらず、日本経済を始め世界経済は今のところ堅調に拡大してきている。今回のグローバルな金融市場の機能低下も、基本的な経済構造問題に由来するものではない。このため、一定の時間を要するものの、世界経済は今回のこのリスクを吸収して成長を続けていけるのではないかと考える。ただし、米国における住宅市場の調整とそれが個人消費に与える影響、これについては引き続き見極めていきたいと思う。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

前回会合以来のデータをみても、多極化して多くの経済成長のエンジンを持つ海外経済、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

する内需という従来の見立てを変更しなければならない程の変化はなく、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、ちょっと以下位をうろうろしているという意味で、見通しの範囲からは大きくはずれていないと。

福井議長

幅の中とおっしゃったか。幅の以下とおっしゃったか。

西村委員

下限辺りというか。大きくずれていないと思う。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。さらに、米国に顕在化し、欧州に潜在化したダウンサイド・リスクは差し迫ったものではない可能性は高くなったものの、将来どの程度の大きさになるのか、あるいはならないのか不確実性は依然として高いと言える。さらには、国際金融市場の混乱も十分に収束したとは言い難いと思う。現在、政策変更には時間的な余裕があるという判断からみれば、事態の進展を注意深く見守るのが望ましいと考えられる。以上から次回までの金融政策運営方針は現状維持に賛成する。

以下で物価の話をしたと思う。以下で需給ギャップの計測、特にそのうちの労働投入ギャップの計測について、一つの見方を述べたいと思う。問題意識は、現在の計測法では需給ギャップ、そのうちの労働投入ギャップが足許プラス方向に若干過大に推計されているのではないかという点である。調査統計局の推計方法は、労働投入は15歳以上人口に労働力率を掛けて労働人口を出し、労働人口に就業率を掛けて就業者数を出し、さらに就業者数に一人当たり総労働時間を掛けて総労働投入を計算している。潜在労働投入は、単純化すればこの労働力率、就業率、一人当たり総労働時間の過去の平均を用いて算定されている。そして労働投入ギャップは、現実の労働投入とこの潜在労働投入の間の差というふうに計算される。調査統計局では、潜在労働力率、潜在就業率、潜在一人当たり総労働時間

について極めて詳細な分析をし、かつ適宜アップデートしていると理解している。特に労働時間については、雇用形態の変化等の長期的な変化を考慮に入れた肌理の細かいものとなっている。このため、確かに昨年までの動きはそれ程の違和感のない動きであった。しかし、足許労働投入ギャップはかなりの改善を示しているものの、その改善が一人当たり賃金の上方圧力に必ずしも転嫁されていないという齟齬が出ているように思う。

ここで一点、調査統計局の推計では見逃されている点を指摘したいと思う。これはあくまでも一つの考え方である。それは労働時間そのものの効率である。現在の推計では、潜在投入でも現実投入でも、労働時間の効率は同じと仮定されている。しかし、労働時間は全て同じ効率ではなく、企業内の組織に依存すると考えるのが自然である。一般に、組織構造が再編される時には、一時的に効率の低下が起こるということはよく知られている事実である。そう考えると、足許の団塊世代の大量退職が外生的なショックとして生産労働組織の再編のための調整費用をもたらし、それが一時的な労働時間の効率低下をもたらしているとも可能だと思ふ。例えば、製造業では団塊世代の大量退職と軌を一にして常用雇用の伸びが昨年後半の1.5%台から足許0.5%台近傍へと低下している。一方、パート雇用の伸びは逆に昨年後半のゼロ近傍から足許4%台に急騰している。これは生産労働組織の再編の動きの傍証と考えることもできる。

もし、足許の労働時間効率が団塊世代大量退職の影響から一時的に低下しているとすると、潜在投入と同じ効率水準で推計し直した現実投入はその分低下し、従って足許の労働投入ギャップの改善の度合いは現在の推計よりもかなり緩やかになると考えられる。このため、賃金上昇圧力が高まらないことは十分に考えられる。労働投入ギャップの改善の度合いが小さいならば、それに大きく依存する需給ギャップの改善の度合いも小さく、一般物価上昇圧力の弱さにも繋がる。一般に、組織再編に伴う調整コストつまり効率の低下はすぐに元に戻るというよりは時間を掛けて調整されると考えられる。このように考えるならば、現在から近未来に掛けては、現在の労働投入ギャップが推計するよりは賃金コスト上昇圧力は弱め

に、現在の需給ギャップ推計が示唆するよりかは一般物価上昇圧力は弱めに出るという可能性も否定できないと思う。しかしながら、当然であるが調整のスピードに関しては大きな不確実性があることも事実であり、企業行動が変化してより速やかな調整が行われ、賃金コストや物価に影響が及ぶ可能性にも十分注意しなければならないと思うが、こういう不確実性があることを指摘しておきたいと思う。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

先程、米英のマネーマーケットでは信用収縮が緩和しつつあると述べたが、欧米では依然としてカウンターパーティ・リスクを意識したターム物資金の出し渋りがみられており、オーバーナイト取引はともかく、ターム物取引ではまだまだ機能不全の状態から抜け出したとは言えない状況のようである。こうした中で9月期末を迎えた訳であるが、いつもどおりの肌理細やかな調節により極めて無難に乗り切れたと高く評価している。もっとも、注目される欧米金融機関の決算発表が今後も予定されており、市場は引き続き不安定化しやすい地合いが続くとみられるので、まだ警戒を解く訳にはいかない。

他方、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地合にあるもとでは、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依然としてできない。従って、次回会合までの金融政策運営方針について、現状維持が適当だと思ふ。

なお、次回展望レポートに向けて、政策の一貫性と市場との対話という

観点から意見を述べておきたいと思う。現在、米国における金融政策の運営を難しくしているのは、サブプライムローン問題をきっかけにした金融市場の混乱による先行き不透明感の高まりであり、その根本的な原因は米国の住宅市場のブームとその調整にある。我が国のバブルの経験から得られた教訓は、将来に対する経済主体の期待が著しく強気化した後に、金融政策でバブルをコントロールすることは不可能であり、また、バブル崩壊の懸念が強まった後に金融政策対応だけで上手く経済をソフトランディングさせることは難しいということである。従って、バブルの発生を未然に防止するよう努めることが重要と考える。そのためには、フォワードルッキングに様々なリスクをできるだけ顕現化しないうちに把握し、早めに対応していくことが不可欠である。現在、住宅バブル、あるいはクレジット・バブルの崩壊に対しては新たなバブルで対応するといわんばかりに、アジア株価やコモディティ市場に資金がシフトし活況を呈しているが、ボラティリティの低下とともに日本の金利の絶対的な低さがこのような動きに拍車を掛けかねない。昨年3月に採用した新たな金融政策運営の枠組みでは、「中長期的な物価安定の理解」を定め、それを念頭において、最も蓋然性の高い標準シナリオが物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿っているかどうか——第一の柱——ということに加え、より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくとも発生した場合に生じるコストを勘案して、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する——第二の柱——ことにしたが、足許物価が落ち着いていても、持続的な物価安定が損なわれるリスクが高まっていると判断される場合には、早期に金利を引き上げ持続的な物価安定を確保していく必要がある。現在のグローバルな資金移動は物価に直接関係する部分も含んでおり、早めに対応の必要性を意識せざるを得ない。勿論、このようなフォワードルッキングで予防的な政策を採る場合、市場とのコミュニケーションが非常に難しくなると同時に重要になる。

先般、英バークレイズキャピタルが公表した「中央銀行のコミュニケーションに関するサーベイ結果」によると、新たな金融政策運営の枠組みが

やや分かりにくいと指摘されている。市場とのコミュニケーションを円滑に行うためには、一番目に適切な景気判断とそれに基づく政策対応のトラックレコード、二番目に軸のぶれないシンプルな情報発信が不可欠である。前者は我が国の経済・物価情勢が如何に我々の標準シナリオをトレースするか、そしてそれに見合った形で金利調整が行われるか、地道に実績を積み重ねていくしかない。4月の展望レポートでは、それまでの金利調整に対して、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行ってきたとし、今後の金融政策運営においても、こうした基本的な考え方を維持する方針であると明記している。こうすることで、過去のトラックレコードが重要な意味を持つ。すなわち、2006年度に示されたシナリオとリスクと同様な経済・物価の見通しのもとでは、半年に一度というようなゆっくりとしたペースで今後も金利を調整していくというメッセージがある意味送ったことになる。加えて、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うことになることと追記している。これにより、2006年度のシナリオとリスクを頭に描きながら、半年に一度というペースを基本としつつも、経済・物価情勢の変化及びそれを取り巻く不確実性の状況に応じて、政策金利水準を調整するタイミングが変わり得るということを補足したことになる。このように一度表明した明確な政策スタンスは、余程のことがない限り変更すべきではないと考えている。また、政策対応に一貫性があることを示すためにも、新たな金融政策運営の枠組みを根付かせるためにも、政策対応を示す部分の言い振りは変えない方が良いと思っている。

今年の5月に行われたBOEのMPC設立10周年記念講演において、キング総裁は「成長率、インフレ率の見通しが確率的なものであるということ」を過去10年間強調してきたが、未だに多くのBOEウォッチャーが見通しの中央値のみについてコメントしている。我々が、全てのBOEウォッチャーが見通しの確率的な性質を十分理解していると自信が持てない限り、将来の金利パスについて公表することは極めて危険」と発言している。洋の東西を問わず、市場参加者には、中央銀行の行動を一つの数

字に紐付けて考えたがる性質があるようである。我々の大勢見通しも、その中央値に政策的に特別な意味がある訳でなく、ましてや中央値が標準シナリオを表わしている数値ではないことを、事あるごとに周知する努力が必要なかもしれない。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

欧米の金融市場は、夏場までの安定からは程遠いものの、リプライシングのプロセスを着実に辿って、全体として正常化に向かっているとの見方が増えてきている。一部午前中の議論とだぶるが、この背景を申し上げると、一つに、ABC Pの償還の一つの節目と目されていた9月末がある程度無難に乗り切れたこと。二つに、米欧大手金融機関の証券化商品やL B O絡みの損失が7~9月期決算を前に明らかになり、そのマグニチュードが期間収益あるいはリスク資本の備えとの対比で、金融機関の経営を大きく揺るがす程のものではないのではないかという全体感が市場に醸成されつつあること。三つに、欧州は別にして、米英の短期金融市場の機能が徐々に回復をみていること。四つに、CDSプレミアム、社債の対国債スプレッドの改善にもみられるように、米欧ともクレジット市場に流動性が戻りつつあり、信用収縮の動きに歯止めが掛かる兆しがみえること。五つに、英国のノーザン・ロックやドイツの地銀などの個別金融機関の経営問題も、当局の対応によりシステムへの影響が未然に食い止められていること、などを挙げることができる。

もともと、一つに、米欧金融機関の損失に対する評価が適切であるかどうかの不透明感がなお残っていること、いま一つ、ターム物の取引の改善が十分ではなく、特に、欧州の短期金融市場全般の機能改善が遅れていることなどから、金融市場の混乱が一定の沈静化をみるまでにはなお時間を要するものと考え。そして、最も重要なポイントであると考え、今

回の金融市場の混乱が世界経済ひいては日本経済に与える影響の度合いをどう測るかを判断するにあたってのデータが利用可能になるには、今暫く時間を要するということである。我が国経済は展望レポートの見通しに概ね沿って緩やかな拡大を続けていくとみられるが、その蓋然性についてより高い確信を得るには、只今述べたように、追加情報と追加データを点検するため、なお暫く時間を必要とすると思う。従って、次回会合までの金融政策運営は、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促すという現行の方針を維持することが適当であると考える。

ところで、コモディティやエマージング市場に目を転じると、9月以降、特にFRBの利下げ以降は、投資家のリスク・アペタイトの顕著な回復がみられており、多くのコモディティや株式市場において価格は既往ピーク更新ないしはピーク圏まで上昇している。エマージング諸国の高成長持続への期待が強く、また、その結果としてコモディティに対するグローバルな需要の増勢も続くという基本認識がその背景となっていることから、足許、キャリー取引の一部復活を受けて高金利通貨高が進む為替市場の動向も含めて、現時点では全体として過熱感はみられていないというのが大方の見方のようなのである。とはいえ、これらの市場における価格の上昇振りは急激であり、仮にも金融市場の混乱を受けて、金融緩和観測がグローバルに高まるという楽観的な期待に基づいた動きが含まれているとすれば、リプライシングの巻き戻しが進み過ぎてしまう、つまり、リスクが所在を移して再び危険水域を超える可能性を孕んでいるのではないかと、幾ばくの焦燥感を抱きつつ懸念しているところである。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いする。

水野委員

三点程、大きく分けられるが、まず金融経済情勢に関する私の見解であ



るが、個人的見解を要約すると、我が国経済は4月の展望レポートで示したメインシナリオにほぼ沿って展開しており、次回の決定会合で議論する10月の展望レポートでも経済のメカニズムに関する本行の見解を修正する必要はないと考えている。また、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は世界経済にマイナスの影響を与え輸出等を通じて日本経済にも下振れ要因となると言われてきたが、過去1か月間に公表された米国の雇用、個人消費関連統計、我が国の貿易、生産統計等をみると、リスク要因という位置付けに引き続きとどまっているという見方をさらに強めたのではないかということである。前回の決定会合でも申し上げたように、我々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、二番として米国経済の減速などといった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引き続き思っている。

二つ目は、サブプライムローン問題の収束の見通しに関してであるが、これまで決定会合の場で、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問題の全貌が明らかになる訳ではないが、今回の金融市場の混乱を解決するには、金融機関がクレジット・リスクを少し再評価して損失を確定すると同時に、情報開示を進めていくことが重要であると私は主張してきた。9月末の日本経済新聞に掲載された私のインタビューでも、その点を強調している。

証券化はリスクを幅広く分散させる金融技術である。しかし、現在は証券化商品の組成等に関わった大手金融機関で、流動性補完や投資家からそのプロダクトの買戻し等により、リスクの再集中化が進行しているようである。もっとも、これは悲観的に考えるべきではないかもしれない。すなわち、再集中化が進んだ金融機関によって潜在的な損失額に対して十分な引当金が積み、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るにつれて、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と思うからである。FRBの50bpの利下げは、米国の短期金融市場の流動性不安やクレジット市場の混乱を幾分和らげた。LIBOR-OISスプレッド、TEDスプレッドのどちらをみても、短期金融市場は改善に向かっていることが米英については少なくとも言え、CP発行残高も8か月振りに増加に転じた。また、株価が史上最高値を更新している。iTraxx指数をみると、優良企業のクレジット・スプレッドは概ね正常化し、サブプライムローン問題が企業金融に悪影響を与える不安は後退しているようである。もっとも、米銀のバランスシートが膨らむ中、ターム物取引は復調半ばという状況である。こうした中で、最近、欧米の大手金融機関がサブプライムローン問題絡みで巨額な損失を計上せざるを得ないことを自主的に情報開示している。一部の金融機関では今期の収益の大半を失うという内容になっているが、金融市場では不透明感の後退と受止め、当該金融機関等の株価がむしろ反発している。今回の金融市場の混乱からの脱出に向けた良薬は、ディスクロージャーの促進であることが証明されたとも言える。なお、ユーロ圏では流動性クランチが長引けば、信用収縮がいずれマクロ経済に悪影響を与える可能性はあるが、それを確認できるハードデータはまだない。ECBは当面、インフレ圧力が最大のリスク要因との判断を維持している。そのため、米国やイギリスに比べると、ユーロ圏、欧州大陸の短期金融市場の流動性は相変わらず乏しい状態が続くと思われる。ただ、ECBが色々と流動性供給策の模索を続けている中で、ストラクチャー・プロダクトをディストリビュートされた可能性が高い欧州系金融機関のディスクロージャーが進むと同時に、今年の収益の範囲内でサブプライムローン関連の損失を処理できれば、欧州のマネーマーケットも落ち着きを取り戻すと予想される。

今回の金融市場の混乱は、欧米大手銀行のいわゆるオリジネイト・トゥ・ディストリビュート型のビジネス・モデルの行き過ぎの弊害を露呈したという見方がある。一方、我が国はクレジット市場が未発達であるため、邦銀は不良債権問題を解決した後も、バイ&ホールド型のビジネス・モデルである。ローンのセカンダリー市場が未発達であるため、信用リス

クの移転取引が活発ではない。すなわち、邦銀は金融のグローバル統合のトレンドから最も遠い存在であったから助かったというやや皮肉な見方も存在する。中国を除く新興成長国についても同様なことを指摘できる。金融機関がサブプライムローン問題関連商品にあまり多く投資していなかったことが幸いし、今回のサブプライムローン問題の影響は軽微にとどまっている。一方で、新興成長国の株式相場が堅調であったため、米国株式相場は大方の想定以上に早く回復してきていると思われる。

最後に、予防的金融政策の必要性に関してである。中央銀行における資産バブルへの対応については、大きな点が二つあると思う。一つ目は資産バブルの発生の予防を意識した金融政策運営が望ましいという考え方。二つ目として、資産バブルの発生は容易に発見できないため、資産バブル崩壊後に景気下振れリスクや金融システムの不安を回避するため、思い切った金融緩和措置を採用することが望ましいというものである。この二つに大別されると思う。このどちらの対応が適切であるかはケース・バイ・ケースであるし、その時に金融緩和ができるかどうかということにも依存する。我が国の場合は、政策金利が極めて低く低下余地が十分確保されている訳ではないので、我が国のような国では後者のような——すなわち資産バブル崩壊後に思い切った金融緩和に踏み切るとい——選択肢はない訳で、資産バブル発生の予防を意識した金融政策運営が望ましいと思う。今回の金融市場の動揺は、世界的にみて過剰流動性が生じているもとでクレジット商品に対する適正なプライシングが行われなかった、別の言い方をすれば、行き過ぎたプライシングが行われたことが背景にあると思っている。これまでも繰り返し申し上げてきたが、世界的な過剰流動性の問題の一端は我が国の低金利政策が関与している。クレジット商品の流動性は漸く回復に向かった状況である一方、国際商品市況の高騰、世界的な株高、円独歩安の進行など世界的に金余りの状況下、新たな資産バブルの火種はつきない。ファンダメンタルズから離れた金利水準を維持し続けることは、クレジット商品に限らず資産価格の適切なプライシングを損なわせる恐れがあると思う。欧米の投資銀行が大型のLBO向け資金調達において、与

信審査プロセスがより厳格になったことはむしろ健全で、プライベート・エクイティ・ファンドが容易に資金調達できたクレジット市場の環境がむしろ異常であったと私は解釈している。中央銀行の立場では、短期金融市場や各クレジット市場の流動性の回復や信用リスクを適切に反映したイールド・カーブの形成を促すことが重要だと思う。クレジット市場の回復が遅れていると市場参加者は中央銀行による利下げや追加の流動性供給を期待しがちであるが、仮にクレジット・バブル再燃を予感させるようなクレジット・スプレッドの急速な縮小が今後みられた場合には、過剰流動性を速やかに引き上げる準備があるとのメッセージをクレジット市場に送る必要があるかもしれない。

以上の考え方に基づいて、前回とあまり状況が変わっていないという判断、ファンダメンタルズについてはむしろエンカレッジな統計もあったということで、前回同様、次回の決定会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.75%前後で推移する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は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の引き上げ幅と同じ0.25%、すなわち両者の乖離幅を25bpに保つことが現在は適切であると考えている。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

次回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。先程のセッションでも申し上げたとおり、これまでに明らかになった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。国際金融市場は若干落ち着きを取り戻したとはいえ、なお不安定な状況が続いており、米国を中心と

した海外経済の不確実性は依然として高いと考える。これらが我が国の経済、物価見通しにどのように影響するのか注意深く点検していく必要があると思う。目先、物価上昇圧力が弱く、また市場の自律的調整が働いた結果、短期的には金融緩和の行き過ぎリスクは若干巻き戻っているとみられるも、我々に注意深く点検するだけの時間的余裕はあると考える。ただし、米国を始め海外におけるサブプライムローン問題の影響を全て見極めるまで判断停止ということでは決してない。我々は飽くまでもこの問題が日本経済の展望とリスク評価にどのような影響を与えるか、言い換えれば、物価安定のもとでの持続的成長パスの蓋然性にどのような影響を与えるかという観点から政策判断を行っていくべきである。従って、先行きの政策運営については、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を進むのであれば、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策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。

今月末の会合では、来年度までの見通しとリスク要因を具体的に討議し、二つの柱の点検を踏まえたうえで、政策運営についての考え方を新しい展望レポートにおいて公表することになる。今回は、特に国際金融市場や世界経済を巡る不確実な要因が大きい中で、我々がどういう経済・物価の見通しを持ちどういう政策運営を考えているのか、市場も注目している。適切な市場との対話という観点からしっかりと議論していきたいと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

日本経済をみると、生産及び輸出は改善しており、労働市場の需給も改善している。その一方で、国際金融市場の機能がまだ正常化していない。例えばTEDスプレッドも大幅である。日本の場合もそれより小幅であるが、やはりスプレッドが存在しているというようなことにみられるように、

まだ正常化していない。改善はしているが正常化はしていないということだと思う。それから、世界経済の先行きを考えてみると、アメリカは恐らくやや減速するという点についてあまり異論はないと思うのだが、その他に欧州、イギリスにやはり減速のリスクがやや出ているのではないか。ただ、私自身はそれが直ぐ景気後退とかということではなくて、国によって違うが、0.5%程度成長率を引き下げるようなリスクが出ていると思っている。IMFはアメリカについて1%程度下げているが、そういう意味の減速のリスクが今あると。それから、原油価格の高騰が続いていて、これが個人消費にもマイナスの影響を与えているし、あるいは企業収益に対してもマイナスの影響を与えている。もう少し言うと、中小企業と大企業のパフォーマンスのギャップもこの原油価格の高騰が影響を与えていると思っている。

それから、先にもう少し述べておくと、国内における消費者のセンチメントが下振れしている。足許、恐らく個人消費は横這い気味で推移しているのではないかと思う。失業率が改善しているのにもかかわらず、賃金の改善はみられるがその改善の度合いがゆっくりしている。それから実力コア消費者物価も方向としては私は改善していると思うのだが、その歩みが極めてゆっくりしていると思う。以上のような点を考えると、全体として今、日本経済は我々のメインシナリオを支えるメカニズムが何かここで変調を来しているとは考えていない。ただ、例えばリスクバランスという点で言うと、やはり全体として下方のリスクバランスがやや増大している。これは国際面をとってもそうだし、国内面をとってもそうだと考えている。それが数量的にはどんな大きさなのかというのは、これから10月の展望レポートの中で良く考えていくことにしたい。数値的に表わせばどのようなものなのかということを確認したいと思っている。

それから、金融政策運営についてはこれまでずっと申し上げてきたとおり、GDPギャップの変動と、一般物価の変化率の望ましい水準からの乖離を先行きの時点でできるだけ最小なものになるように運営していく方が良いというふうに思っている。そういうことなのであるが、ただそれを

現実に実行していくうえでは、その時々リスクバランスの変化というようなものをよく点検しながら、最も適切であると思われる時点で金利の調整を行っていくことが私は望ましいと思っている。今回の金融政策決定会でそれが最も適切なタイミングであるとは私には思われないうことで、現状維持が望ましいと考えている。

二点、三点少し補足したいのだが、先程の議論で一つはデカップリングがどの位あるのかということについて私の意見を述べたかったので、ちょっと述べさせて頂く。アメリカの成長率をみると、いつも国内の最終需要をみていて、消費と設備投資で併せて大体+2%位は成長することが去年の夏位から一年程起こって、現実にそのようにスローダウンした。+3%位伸びていたのが+2%。その結果、日本の輸出は変化したかというところあまり変化していない。8月までみるとそれは変化していない訳である。その意味ではデカップリングと言ってもあまり間違いないと思うのだが、それがさらに+1.5%に下がった時にもデカップリングのままの状態で行けるのか。それから欧州とかイギリスとかというところでやや減速した時に、デカップリングのままではいられるのかはやや不透明なところがあると思っている。それから、過剰流動性の話について、確かに貸出条件が幾らか厳格化して貸出が縮小するのは過剰流動性を抑えるというプラスの面もあるという水野委員からのご指摘もあったのだが、確かにヨーロッパではM1が既に+6.8%程度に鈍化していて、これは内需+2%位とほぼ整合的と言われていて、ある意味ではそういう調整が既に生じている面があると思う。ただ、流動性の問題はとても定義が難しく、本当に過剰なのか、それはどの位過剰なのか。一つのメジャーはアメリカのマネタリーベース+外貨準備が使われるが、それが本当に沢山出ているか、あるいはマーシャルのkで、マネタリー・アグリゲート——M2でもM3でも良いのだが——を名目GDPで割ったものが本当に上方に乖離しているのか。本当に上方乖離しているのならばユーロとイギリスだと思っているが、他の国は決して乖離していない。日本も、その意味では乖離していない。むしろ、トレンドに回帰しているのが足許の状況だと思う。ただ、過

剰流動性の偏在があると私は思っている。偏在は、先程申し上げたが、産油国であるとか中国であるとか、そこが経常黒字を蓄えてそれが実に円滑にリサイクルしていれば良いのだが、そこが上手く続くかというところが問われている点ではないかと思う。それから、過剰流動性についても一つ言うと、やはり私は金利で測るのが良いと思っているのだが、短期の実質金利は主要国の平均でみると、実は過去 20 年の平均位のところまで来ている。日本は明らかに歴史的にも非常に低いのであるが、アメリカの場合だと歴史的な水準より若干高い位のところにある。ということなので、短期の政策金利で主要国平均をとると過剰なのかというのについて、私はクエスチョンマークがある。ただ、長期の実質金利というと、これが難しいところがあって、ほぼ 2%位である。これは、過去より恐らく低い。それから、世界の主要国の実質成長率よりも恐らくやや低いところにあって、これが本当のコナンドラムだと思っている。しかし、それを金融政策が上手くコントロールできるのかどうかというのが実は一大問題で、アメリカの経験だったら住宅の色々なことがあると思うのだが。短期金利を上げて長期金利が全く上がらなかったというところに、私は一つの問題が示唆されているように思っている。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

先程も述べたように、我が国の景気はこれまでのところは展望レポートに沿って緩やかな拡大が続いていると考えている。一方、米国経済は昨年来の住宅投資の低迷に伴い緩やかな調整が続いているが、現時点では 8 月以降のサブプライムローンの問題が实体经济に及ぼしている影響は限定的と判断される。昨年から継続している住宅市場の調整の遅れから、その終了時期のずれ込みは考えられるものの、潜在成長率に復するというソフトランディングのシナリオには変わりはないと思う。しかしながら、可能



性は低いものの2004年から2005年に掛けて、住宅価格が急騰しており、住宅価格がさらに大幅に落ち込み住宅市場の調整が想定以上に長期化した場合は、一般消費が冷え込むと共に企業活動にも波及し、米国経済を大きく後退させる懸念が全くないとは言い切れない。このため、今後発表される幾つかの経済指標を丹念に分析しながら、米国経済の方向性と我が国経済に与える影響を読み取っていく必要があると思う。

また、幾分落ち着きを取り戻したとはいえ、欧米の金融市場のタイト感は緩和されておらず、証券化商品の発行並びに流通市場では捗々しい改善がみられていないほか、証券化商品の価格も再評価が進行中であり、金融市場の機能回復の度合いを見極めていく必要がある。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持としていくことが適当と思う。私からは以上である。

福井議長

以上で次回政策決定会合までの金融政策運営方針について各委員のご意見を拝聴した。前回及び前々回に引き続いて、水野委員は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思う。その趣旨は今述べられたとおりであり、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変動及び実体経済への影響がリスク要因にとどまっている。そして実体経済そのものについてはあまり大きな変化はなく、細かくみればむしろ少し改善の方向にある。こういうことが基本的な考え方のバックグラウンドにあるというご説明があったと理解した。その他の委員の大勢は、これまでに公表された国内の経済指標からは日本経済が我々の標準的な見通しに沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高い、そして、国際金融市場では改善の兆しが幾分みられるものの、なお不安定な状態が続いているほか、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクなど世界経済について不確実性が残っている、こういうご判断であったと思う。従って、今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況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。私自身も同様に考えている。従って、多数意見はこのような情勢判断を踏まえて次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すというのを維持するということかと思う。なお、今後の金融政策運営についてはこれまでの基本的な考え方を維持する。すなわち、金融環境は極めて緩和的であり、日本経済は物価安定のもとで持続的な成長の軌道を辿るのであれば、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二つの柱に沿って点検しながら適切に決めていく。この基本方針を維持するということについて、皆様方のご意見に相違はなかったと受止めさせて頂いた。次回の会合では展望レポートを議論することになる。今年度、来年度の見通し、あるいはアップサイド、ダウンサイドのリスク要因を改めて総点検して二つの柱に基づいてきちんと整理をしたうえで、政策運営の考え方を取り纏めていく必要があると思われる。政策運営について追加的にご意見があれば。それから西村委員からご指摘のあった労働時間の効率の計算のポイントについて、調査統計局からもし何かコメントがあれば。

門間調査統計局長

今月はちょうど図表に需給ギャップが付いているので、昨日ご覧頂いた資料-4の（参考計表）の図表40が今我々が推計しているGDPギャップで、要するにこれが過大推計かどうかでご議論があったように思う。

福井議長

何頁か。

門間調査統計局長

（参考計表）の図表40である。（1）のグラフであるが、白丸で繋がっているのが調査統計局の推計のGDPギャップになる。これは過大推計で

はないかということだったかと思うが、これは折に触れて申し上げているように、確かに様々な不確実性がある計算になっている。おっしゃられた時間の効率をどう計るかということも一つであるが、GDPギャップの中身は、資本投入ギャップと労働投入ギャップと二つのパートがあつて、その資本投入ギャップは言ってみれば稼働率である。労働投入ギャップの方が三つに分かれていて、一つは働ける人の数、潜在的な労働者数である。そのうちで一定程度は常に失業者はいるだろうということで、二つ目が潜在的な失業率の数、三つ目が働ける人がどれだけ働けるかという労働時間である。この三つの要素からなっている。不確実性が大きいのは、一番目のどれだけ働けるかという人の数である。これを労働力率ギャップと言っているが、それと三つ目の労働時間ギャップが結構誤差が大きい可能性がある。今、先程ご指摘頂いた問題以前の問題として、労働力率について足許高齢者や女性がどうも構造的に労働力率を高めている可能性がある。それを追い切れていないので、現実の労働力の高まりをギャップとして認識している可能性がある。その意味でまず労働力率ギャップについて過大推計の可能性があるとと思っている。ギャップがプラス方向に大きく出過ぎている。しかし一方で、一人当たり働ける時間数が、短時間パートが増えているとか団塊世代も再雇用されると週に三回しか働きたくないとかということになるので、そういう構造要因も実は追い切れていない可能性がある。あつて、実はそちらの方の労働時間ギャップはマイナス方向に——つまり逆方向に——バイアスがある可能性があると思っている。これが都合が良いかどうか、たまたまバイアスの方向が逆なものなので、キャンセルアウトしてそれ程変なギャップにはなっていないかと、これは最後は常識の判断になってしまうのだが。このグラフをじっと睨んで頂くと、この短観の加重平均DIと相対的な関係を見て頂くと、近年白丸の方がとりわけ上の方に出てきているという感じでもない。過去のピークと比べてもそういう感じもしないということなので、それ程大きな過大推計ではないのではないかというのが私の感触であるが、そこはご指摘の点を踏まえてGDPギャップの改善には今後とも努力して参りたいと思っている。

#### 西村委員

少し加えると、私は短観の加重平均D Iも若干上にミスリーディングではないかという気がちょっとしている。というのは、設備はほぼゼロでこれは問題ないのだが、労働はかなり——最近はまだ少し改善の度合いが減っているが——改善している。それは人を欲しいという話と実際に人を雇う話とは必ずしも同じではないので、その部分で人が欲しいというのが本当に人を雇いたいという需要と一致しているかという問題があるので、その部分があるのではないかなと思っている。私が言ったこの質の問題は、逆に言えばそういった企業側の本当の労働の需要に対するものを上手く捉えられていない可能性があるのではないかということ絡んでいるという話である。ただ、これは物凄く幅があって、調査統計局は非常によくやっているというのは私は全くそのとおりでと思っているので、誤解のないように。

#### 門間調査統計局長

ご指摘のあった可能性もきちんと認識しているので、その点も含めて考えて参りたいとは思っている。

#### 野田委員

宜しいか。今のようなご疑問というのはなにがしか統計的に計量化できるのかどうか。

#### 西村委員

實際上これだけしかデータがないので、計量化するのは……。事実上はそうではなくて、私はクオリティティブのところではやはり重要だと思っていて、それはどういうことかというところ、こういう形の話があるとすると、要するに今の新しい団塊世代は一つのショックであるという形にすると、このショックの影響がそれなりに長く続くかもしれないというところがある。そういうクオリティティブなところに関して、今までの特に短観の

加重平均D Iでみるよりかは実際にはもう少し弱いかもしれないという可能性を我々はみる必要があるだろうということである。逆に言えば、調査統計局からすれば、私がもし調査統計局長だったら全く同じ答えをして、「測れないのだから入れないのだ」という答えに多分なると思う。それはそれで構わない。ただ、我々がポリシーメーカーとしてみる以上はそういう基本的なことも考えていないといけない、ということである。データはあくまでも数字があるものしか取れない。一つのやり方としてはある程度時間が取ればその分だけのデータを使うということはできるが、今のところはそういうものはないのだが、しかしクオリティタイプにはそういう問題があるということは考えておく必要がある。そういう意味である。

野田委員

了解した。

須田委員

今おっしゃった団塊世代の大量退職とパート比率の上昇が構造的であるかもしれないことを一緒に入れてしまうと、どうなのかというところは……。

西村委員

そこは要するにパート比率の上昇の部分と、それからここで言っている議論が繋がる可能性があるので、そうするとどちらかでやればどちらかで反映されるということにもなるので、それはそのとおりであるが、ただ言えることはある意味では日本の働き方が変わってきている。その働き方が変わってくることによって、逆に今までの労働時間とは違う形で労働時間をみなくてはならないという可能性がある。それが、パート比率がそういうところに入っていると考えれば良いし、やはり私の場合はそれよりかは質というところでみた方が良いという考えである。パート比率だけで今みると、2003年位までの非常に大きなパート比率の上昇と今のパート比率

の上昇は質的に違うのである。だけれどもあたかもそれを同じに捉えてしまふということがあるので、そういう意味で恐い。当然、調査統計局は分かっている話であると思うが。

#### 門間調査統計局長

そこは一応勘案していた。我々は単純なパート比率というよりも、一人当たり働いている時間を丁寧にみている。そうすると、やはり足許のところは労働時間は低下してきている。それが構造的な変化であると考えれば低下している部分はギャップの低下と考えるべきではないのだが、我々は構造的な変化とまで織り込めていないので、実際に働く時間が減っている分がギャップがマイナス方向にいつているという計算になってしまっている。であるから、先程最初に申し上げたバイアスと逆方向なのだが——たまたまそれで良いという説明で良いのかどうか分からないが——、結果としてそういうことが起きているという事実はある。

#### 岩田副総裁

GDPギャップのところで一言宜しいか。私もずっとこれを大事な指標だと思っていて、金融政策運営で物価上昇率の望ましいところからの乖離とGDPギャップの乖離で望ましいのは多分ゼロ近傍なので、そこは大事だが、仮にGDPギャップと物価の上昇率が1対1で本当に厳格に結び付いているとすれば、どちらかみれば良い訳である。片方みればそれでもう話はおしまい、つまり物価の上昇率だけみれば良いのか、GDPギャップだけみれば良いのかということになる訳である。しかし、現実には、例えばこれで何度もリバイスされていると思うが、2002年が実力コアで大体ボトムである。-0.8%位だった。その後、2005年の末に掛けて-0.8がゼロまで変わっている訳である。この間、GDPギャップは3.5%位縮んでいる。であるから、過去の経験に照らせば、1%GDPギャップが変化すると、平均すると物価が大体0.2%位動いてきたということだと思う。ただその関係が安定しているかどうかという問題があるので、一つだけを

みる訳にはいかなくて両方のバランスをみざるを得ない。加えて、今の日本経済のおかれている状況は、先程も言ったが、交易条件がGDP比率で1%、あるいは0.5%から1%程度——この計り方は色々ある。輸出入のデフレーターをとったり、あるいは国内需要デフレーターとGDPデフレーターの差をとったり、どちらでも良いが——悪化していて、これは2004年以降、2005年、2006年、2007年と今も続いて累積している。私の理解は、なぜ中小企業、特に非製造業の賃金が弱いのかというと、本当に賃金をカットしていかないと、その累積したものが収益面でのマイナス幅をどんどん拡大してしまうということが相当効いていると思っている。であるから、交易条件の悪化は、ある種生産性ショックと似ているところがあつて、マイナスなのである。退職による世代の交代も、生産性の違う人がリシャッフリングされるということであるから、ある意味で生産性ショックなのである。もう少し言うと、年齢別の賃金体系が壊れたというのもある種生産性ショックで、つまりシニアの人は生産性以上の賃金をもらっていて若い人はもらっておらず、それが調整されるというのもある種の賃金との関係での生産性ショックである。それから規模別にもあつて、規模別の賃金が生産性に見合ったような賃金になっていなかったのも、その調整がある意味では今行われているという側面がある。それをもうちょっと違う言い方で言うと、ハイエクが言っているのだが、資本財と消費財を分けて、その相対価格が資本財の方に有利な方にならないと生産の迂回化はできない。資本蓄積は円滑に進まないというのがハイエクの議論である。そういうことがもし今起こっているとすれば、消費財の価格は相対的には落ちる。現実に今デフレーターでみると、設備投資は+0.8%で、個人消費は実は-0.3%である。つまり投資財の価格が上がって消費財の価格が下がっている。消費財の価格が下がるのは、その裏では消費財を生産している特に非製造業とかそういうところの賃金コストには下方圧力が加わる。であるから、そういうことを考えれば、これは縦の方の——オーバータイムの——資源配分の話である。普通は横というか、色々な物価があるのでそのうち硬直的なものが多いもとの物価が変動すると資源配分の歪みが拡大する。だから

物価は安定しなくてはいけないというのが金融政策の一番の出発点だと私は思う。横でみた水平方向でみた場合の資源配分の歪みとそれから動学的というかオーバータイムでみた時の資源配分の調整というものが両方重なって、それにプラスして交易条件の悪化みたいなものがもう一つ乗っかってきているというのが、私の全体としての理解である。

#### 水野委員

少し余談であるが、今ムーディーズが格上げして株価が上がっている。ムーディーズの人——であるが——が言っていたロジックが需給ギャップは改善しているということとプライマリーバランスが均衡から改善に向かうということであった。どちらも今日本銀行の中で議論していて一番怪しいところである、という話をした。岩田副総裁の議論を聞かせてあげたかったなと今思った。需給ギャップという非常に曖昧なところに物凄くベットして日本経済の改善のことを言っている。「政府や日本銀行も言っているのではないか」と言われたので、日本銀行も幅をもって言っているのだということを「方向感はある。でもプラスかどうかということには言っていない」と言ったのだが、  
なの  
だが……。それと全然別の話で宜しいか。私は少数意見だが、言わせて頂けると二つある。一つは、中小企業、家計が今悩んでいる問題は何かというと、素原材料価格の上昇であって、岩田副総裁が言ったとおりで、お金は偏在しているのだと私は思う。その偏在した結果、例えばクレジット市場の混乱が続けば続く程、多分マネーが動けるところ、流動性があるところ——為替市場、国際商品市場、それからサイズも小さいということもあるが株式市場——にくるのだと思う。一つの中央銀行が利上げする、しないということではどうこうなるものではないと思っているが、中小企業が苦しんでいるのはその素原材料価格の上昇だということ。低金利を続けるというのは、円安ということとどちらかということと国際商品市況を上げるということで、中小企業にとってはむしろ今非常に悪い方向に短期的に働



いているのではないかということが一つ。それから、物価については——  
当たり前のごとで先程から何回も議論があるが——我々の物価見通しと  
人々のインフレ期待にギャップが生じているという話であるから、一つだ  
け皆様でアグリーメントがあると良いなと期待しているのだが、基本的  
には政策運営方針は変えない方向で行くのだと言うメッセージだけは出  
しておかないと。先程武藤副総裁はずっと待つつもりはないとおっしゃ  
っていたが、そこだけは言うておかないと、こんなところで待ってしまうと……。  
先程岩田副総裁がおっしゃっていたように、実質短期金利——長期は怪  
しいので、実質短期金利の方が良いと思う——をみると、確かにG7で日本  
以外は非常に均衡的なところに過去の平均があるのだが、実はG7は世界  
のGDPに占める比率がどんどん小さくなっている。また、中国やその他  
の国では、今、短期金利が均衡レベルではなくはるかに低いところにある  
と、私は思っている。そのことを考えないで、あまりG7だけとかアメリ  
カだけの議論をしていくのは違うのではないかということが一つである。  
あと、世界のリアルマネーの投資家は、ヘッジファンドがまだ痛んでいる  
ので、来年のシナリオを考え始めていて、多くの人が出ているのはアメ  
リカの景気が減速だからドル安。それからもう一つは、それに対してオー  
バーリアクションする中央銀行があるので、債券のイールド・カーブがス  
ティープ化するというのを言っている。私は彼らと議論しながらどちら  
も違うのではないかという話を個人的な意見として言っている。実際にド  
ルが弱くなるのではなくてアメリカの株価が上がってきていることを考  
えていくと、かなり今のマーケット参加者はアメリカの景気に対して弱気  
の方にバイアスが掛かっている、それに対して普通の統計が出て——決  
して雇用統計でアメリカの経済の見方を変える必要はないのだが——、あ  
あいうふうに株高、ドル買いで反応してしまう。市場のセンチメントがまだ  
凄く弱気であって、我々がみて普通の大事なデータではないような——ア  
メリカ経済は取り敢えず悪化はしていないよ位の——統計に対してアメ  
リカの株式市場とかドル相場は非常にポジティブに——対円であるが  
——反応する可能性があるということをお印象としてちょっと思う。以上で

ある。

岩田副総裁

宜しいか。為替レートについていうと私は色々あると思うが、ドルの実質為替レートはこの間ずっと下がってきている。トレンドとして何年を出発点にするかによるが、既に20数%下がって……。

水野委員

さらに下がるのか。

岩田副総裁

これからもドルがやはり安定的に下がっている分には恐らく安定的なのだが、それが本当に上手くいくかというところが問題なのだと思う。

水野委員

おっしゃるとおりである。

福井議長

それでは一応皆様のご意見は全て出して頂いたと認識する。次に、政府のご意見を頂戴したいと思う。財務省の森山副大臣から願います。

森山財務副大臣

政府の意見を申し上げる。我が国経済の現状をみると、足許では失業率はやや悪化したものの、消費や生産は改善をしている。また日銀短観では、企業の景況感は総じてみればやや悪化したものの、企業部門の好調さが続いていると考えられ、我が国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気の息の長い回復を続けている。物価については、国内企業物価は足許では伸び率が縮小したものの上昇基調で推移しているが、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は落ち着きを取り戻しつつあるが、引き続き注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、日本経済及び米国等の世界経済の動向や、市場の動向を十分に注視し、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

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気はこのところ一部に弱さがみられるものの回復している。一方で、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。消費者物価の前年比上昇率が足許でマイナスであるなど、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。消費者物価の先行きについては、そ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

宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに……。

水野委員

福井議長、質問をさせて頂いて宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

一つだけ、浜野内閣府審議官に。物価のところでデフレという言葉を使われているが、去年その定義を四つ出していたが、あれをまだ継続しているというイメージで良いのだな。その中で、昨今の物価が上がっているという個別の報道、それから人々のインフレ期待が意外に変わっているかもしれないことについて、これに対してはどのようなふうにご回答、ご説明をしいられる予定か。まあいちいち報道に答える必要はないのだ、というのも一つの答えであるが。

浜野内閣府審議官

今日のご議論は——非常に何と言うか——デフレから正常な経済に向かかっていく時に考えるべき有益なご議論だったと私も思う。この場でも色々ご議論あるように、消費者物価のコンポーネントごとに色々な背景などをよくみていく必要がある。そういう時期に掛かってきていると思っている。ただ他方、政府としては、昨年度デフレ脱却を掲げて政策運営をして参った。そういう意味で長いこと苦しんできたデフレから完全に脱却することが大きな政策課題であるので、そこはある程度やはり慎重に、デフレに逆戻りしないという意味でみていかななくてはならないという要請もある。そういう難しいというか色々考慮しながら経済をみていかないとい

けないという状況にあると私も思っている。

福井議長

宜しいか。それでは議案の取り纏めに入りたいと思うが、その前に、先程岩田副総裁のご発言の中で「IMFが見通しを下方修正した」というご発言があったが、まだ何も公表していないと私は理解している。

岩田副総裁

そうであるな。報道によれば。

福井議長

新聞報道によれば、というご発言で受止めさせて頂く。

岩田副総裁

了解した。

福井議長

それでは議案の取り纏めであるが、金融市場調節方針、現状維持に関する議案を議長として提案したいと思う。それから恐らく水野委員からは別途の提案があると思う。

水野委員

前回そのままです。

福井議長

その他提案のある方はいらっしゃらないな。それでは二つの案について、執行部の方からご用意頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて頂きたい。

内田企画局参事役

それでは水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。別添の公表文案である。「2007年10月11日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」（注）として委員のお名前である。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮であるが。

[政府からの出席者退室]

それでは水野委員案からお願いする。

[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ます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

福井議長

1 対 8 で本件は否決となった。次に議長提案の方をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：水野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

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

福井議長

お聞き及びのとおりに賛成多数で議長案を採択した。水野委員から何か追加的にコメントはあるか。

水野委員

先程ほとんど言わせて頂いたので、敢えてもう一回クラリファイするという意味で言うと、世界的に資金が偏在化している金余りの状況の中で、極めて低い金利が長く続くことの副作用として、新たな資産バブルの火種も出てきているのではないかということである。

福井議長

それでは今採択された新しい金融市場調節方針——現状維持であるが——に引き続き則って適切な市場調節をお願いしたいと思う。稲葉理事と金融市場局長におかれては宜しく願います。それでは事務局におかれては、公表準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお呼びして頂きたい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案を賛成多数で採択した。

## VI. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議題であるが、金融経済月報の基本的見解の決定に移りた



いと思う。会議の冒頭で執行部からご説明を頂いた横長の紙である。議論及び採決を踏まえて改めてこの文章を点検して頂きたいと思う。株価も途中で大分上がったりにしているが。

西村委員

上昇ということである。

水野委員

やはりシナリオどおり。

福井議長

特に異議はないか。どうぞ。

野田委員

先程、午前中の情勢判断のところで申し上げたのだが、短観の景況感をみると、確かに足許中小企業は先程執行部の説明があったとおりであるが、ここにきてスパイクのように慎重さがみられることになった訳ではなくて、徐々にそういう傾向があった訳で、今回9月の短観だけでこういう判断が新たに出てくるのは中小企業の景況感について市場にやや誤った発信をするのではないかと懸念している。従って、先程「部門によって」とされたが、私としてはここを「慎重さがみられるが」というところはむしろ取って、やはり従来どおり「総じて良好な水準を維持している」という方がベターではないかという感じである。

福井議長

如何か。

中村委員

私もこの中小企業の状況は昨日今日始まった訳ではなく、またこれから

もずっと続いていくと思う。その点はこれまで「総じて」という言葉で表わしているが、慎重だとワーディングがちょっと目立つし、むしろ従来同様の方が良いのではないかと思う。

#### 水野委員

「中小企業のことをみていない訳ではないということを使う意味で入れた」という説明を受けたが、議論をさせて頂いて、ある意味恒常的な部分があるし、たまたま調査したタイミングがあるから——色々なタイミングがあると思うが——、あるいは短観の決まりごとだからということで入れるのだったら、一言「総じて」と言えば強弱幾つもあるという話が入ってくるのではないか。という感じで、今思うと野田委員のご意見に賛成である。

#### 福井議長

他に如何か。

#### 武藤副総裁

「総じて良好な水準を維持している」だけだと、あまりにも今回の短観の見方として、ある意味楽観的な印象の方が強くないかという問題があるように思う。どういう言葉が適切かというのは色々ご意見があるかもしれないが、従来と全く同じように書いてしまうということで本当に良いのかどうか。課題は残されるように思う。

#### 須田委員

私も中小企業のことについて言及するかという問題はあるかもしれないと思うが、悪化が二期とか三期とか続いて起こっている時、それをどこでやるかということについて、今回で良いのかなど。

水野委員

私はメディアの、あるいはエコノミストの人によって大・中小企業の二極化のことをかなりクリアアップして受止めているので、それもちよっと引っ掛かっていた。ただ、調査統計局の説明でかなり説得されてしまったので、振れていたのだが、言われてなるほどという部分もあって。

武藤副総裁

そういう余計な配慮をする必要はないと思うが。

水野委員

余計な配慮ではなくて同じウエイトで議論することは違うのだということ。

武藤副総裁

私が言いたいのは、そういうメディアなどの意見があるからといって、我々は決して迎合する必要はないということ。

水野委員

勿論である。

武藤副総裁

ただ「総じて良好な水準を維持している」という非常にフラットな言い方で、我々として問題意識は特段持っていないのだという取られ方が本当に良いのかどうかという問題は残される。

水野委員

おっしゃるとおり、一長一短あると思う。

#### 亀崎委員

事実として中小企業の弱さは今回はっきり出ている訳で、こうしたデータに目を背けて「慎重さがみられる」といったリザベーションを付さない場合、日本銀行は企業とか市場参加者が抱いている不安を全く認識していないのかと受止められるリスクもあるし、また逆に、先行き仮にリスクが顕在化した場合は、却って日本銀行の見識が問われるということになる。先行き良くなったらこれを取ったら良い訳で、やはりこういう場合は私は入れた方が素直だと思う。

#### 西村委員

元々淡々と入れているという形であるので、私も事実は淡々と入れた方が…。この場合は事実を書くのが多分現状のやり方だと思うので、もうちょっとワーディングを考えた方が良いのかもしれないが、基本的に入れることに関しては賛成である。

#### 水野委員

仮に今のままだとすると、「部門」と具体的に変えた理由は。

#### 前田調査統計局参事役

当初我々がお渡しする段階では「一部に」で良いかと思っていたが、今回やはり中小企業が悪い。先程からご議論があるが、勿論数も多いし、意外と業種も多いということもあるので、「一部」というと相当限られた業種というイメージで逆に誤解を呼びかねない。そういう場合に「中小企業に」と書くのもなかなかどうだろうということであるので、一番適当と考えて「部門によって」というふうにしたということである。

#### 水野委員

西村委員の意見からすれば、それだと「中小企業」というのが素直だ。明らかである。今のお話では、「部門」というと中小企業を指している訳

だな。

前田調査統計局参事役

「部門によって」というと、中小企業だけではなくて…。

水野委員

私はもっと深いことを考えていたのかと思ったら、意外と中小企業だけだったものだから…。

前田調査統計局参事役

非常に細かい話をすれば、建築関連の部門も今回悪かったということもあるので、それを総合する言葉として「部門によって」でややまぶせるかと考えた分もある。ただ、何を中心に意識しているかということと中小企業であるが、それ以外を全部排除する訳ではないということである。

須田委員

ちょっと質問があるのだが、業況感が「慎重」というのはどういうことか。

前田調査統計局参事役

これも色々考えた。そもそもこの文を入れるかどうか私共も相当議論して、ここでご議論されることは当然かと思っている訳である。では「慎重」ではなくて「悪化」と書くかということ、これもややきつい言葉であり、ちょうど2004年末から2005年に掛けて「慎重」という言葉を使ったことがある。

水野委員

踊り場の時だな。

前田調査統計局参事役

踊り場の時である。あの時はIT部門の調整があったので「一部に慎重さ」という表現を使った訳であるが、それとの整合性というか前に使った言葉でもあるので、慎重さが一番きつくなって一番今の状況を表わしている言葉ではないかと判断したということである。

須田委員

ついでに英語で何と言うのか。

前田調査統計局参事役

「慎重」であるか。「cautious」という言葉を使っている。あと「部門によって」は「some sectors」という表現を考えている。中小企業とは書いていない。

中村委員

今までこの中小企業の問題があって、この見解のところで短観に関して中小企業のことを何かコメントしたことはあるのか。過去の短観をみると、上昇と下降局面では中小企業の業況感は大企業と一緒にだが、横這いになる時——今回もそうだが——は両者の差が開く。その時に、何かコメントしたことがあるのか。

前田調査統計局参事役

少なくとも基本的見解については、「中小企業」という言葉を使ったことはない。

中村委員

それは意識して言葉を入れたことはないということだな。

前田調査統計局参事役

然り。おっしゃるとおり、今回の景気が持つ性格自体が両者の格差を広げる。これも事実なのだが、ここ数四半期に亘って中小企業の業況判断がやはり悪化している。例えば製造業で言えば、去年12月+10だったのが足許ゼロ近傍まで悪化している。これはこの景気回復局面にはあまりなかったことでもあるので、我々は若干意識せざるを得ないかということでこういうふうにして頂いた。

水野委員

数四半期続いているから、さすがに入れた方が良いのではないかということではないか。

前田調査統計局参事役

数四半期続いているので。やはり程度の問題もあるし、その背景も単なる統計の振れというよりはある程度背景が分かっているということもあるので。

福井議長

多少意見が分かれている。連続して起こってきたことではあるが、一応今回の短観でそれがより明確に確認されているということで、そういう実態を素直に表現するというところで如何か。どうしても修文しなくてはならないか。

野田委員

改めてこれまでのトレンドというか、ここで認識したということであれば。ただ私が一番心配したのは、繰り返しになるが、ここで何か突然悪くなったというような印象のないように、仮に記者会見とか対外的な説明のところはそういう丁寧な補足をして頂く必要があるかと思う。

福井議長

おっしゃるとおりで、記者会見で説明する私の立場から言えば、ここに入っている方が説明しやすいのだな。これが入っていないくて私が説明すると、ことさらそこを強調して述べたということになってしまう。

野田委員

それはおっしゃるとおりなのだが。

水野委員

おっしゃるとおりなのだが、ただ連続して悪くなってきているのでこういうふうにしたと言ってもらえると、皆非常にハッピーになるのだと思う。

野田委員

前から申し上げているのだが、ここでの議論は必ずその前回との比較とかということで、ことさらここを注目して多分明日また活字が少し躍るのではないかという心配もしている訳で。我々もやはりそういう配慮が必要だという意味で、敢えて提案をさせて頂いた。

中村委員

「慎重にみている」というのは中小企業の人達がという……。

水野委員

主語がないからな。日本銀行が慎重にみているということか。

前田調査統計局参事役

「業況感」である。「企業の業況感」は「慎重」である。

水野委員

だから企業だな。



前田調査統計局参事役

然り、企業である。

野田委員

あまりこれ以上議論を巻き起こしたくないのだが、そういう意味では「慎重」という言葉もさることながら、「総じて」というとその部門も何となく良好だということなので、もっと言えば「全体として」である。「マクロ全体として」であるな。要するに全産業、全業種というか——我々の短観では何とっていたか——、一番下のところの表現としては「総じて」というよりはやはり「全体として」、全産業、全業種ということだと思いが。

武藤副総裁

「総じて良好」というのは前回も同じだな。

前田調査統計局参事役

然り。前回も同じである。

武藤副総裁

これを変えるとまた……。

野田委員

前が付いたことで、少し違うと思う。「部門によって慎重さはみられるが」というのが付いたので、「全体として」と入れた方がよりそこはクリアになるかと思う。

水野委員

全体として良かったと。

野田委員

然り。「全体として良好な水準を」と。

前田調査統計局参事役

多分英語的には変わらない。そこも前回からなぜ変わったのかみたいな感じの問題が…。

水野委員

そこは微妙な表現を学ぶべきで。

野田委員

言葉のニュアンスの解釈なので、あまりこれ以上議論して頂くつもりはないが、個人的にはそういう感じを受けている。

福井議長

そういう皆さんのニュアンスを含んで会見をさせて頂くということで、一応今日は原案を認めて頂ければと思う。宜しく願います。では採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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

基本的見解はただ今全員一致で可決させて頂いた。この基本的見解の部分であるが即日公表、つまり今日の 15 時に公表予定をしている。なお、お手許にお配りしている背景説明、詳しい文章であるが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえで、12 日金曜日、14 時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

少し長くなったが、以上で本日の議案は終了した。次回は 10 月 31 日に開催する予定である。いつも申し上げているが、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いう一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。これは議事のプロセスも含めて、こういうことだをご理解頂きたいと思う。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々におかれては厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。それでは事務局は解禁時刻を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 1 時 32 分の予定である。

福井議長

解禁時刻が13時32分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まではこの会議室からお出にならないようにお願いします。政府からご出席を賜った方々におかれては、どうぞ控え室でお待ち頂いても結構である。

(13時28分閉会)

以 上