

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年10月31日（9:00～12:38）

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	森山 裕	財務副大臣
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	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	鈴木公一郎

## I. 開会

(9時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を開催する。今日の議題だが、通常的情勢判断、政策決定の他にご承知のとおり展望レポートの取り纏めが含まれている。それから、いつもとは違い、一日会合であるので、議題の冒頭に金融経済情勢についての執行部報告を受けるということにしたい。それがいつもの相違である。少し議題の中身が沢山あるので、効率的な議事進行への協力をお願いしたい。特に各委員からご発言を頂く場合、今日は纏めて全て含んだご発言を頂こうと思っているので、いつもより長く7分程度と考えているが、時間厳守をお願いしたいと思う。中身が多い時になかなか難しいのだが、逸脱すると懸命に守られた方との関係でアンフェアという問題が起こるので、なるべく時間内に宜しくお願いしたいと思う。政府の方から財務省森山副大臣にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。内閣府からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。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をさせて頂く。委員及び政府からの出席者の方々には、そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。なお、情報管理の観点から事案作成のための中断の際、あるいは閉会后、金融市場調節方針の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お願い申し上げたいと思う。ここ数回そうしているが、今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願い申し上げます。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

それでは、早速議題に入る。最初は、金融経済情勢についての執行部からの報告である。

## 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

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

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿って、ご説明申し上げます。図表 1-1 で無担保オーバーナイトコールレートをご覧頂くと、積みの最終日の 15 日に 0.548% と幾分強含んだが、その後、10 月積み期入り後は 0.5% を挟む狭い範囲で極めて落ち着いて推移している。図表 1-2 は、準預先の内訳として、除くゆうちょ銀行とゆうちょ銀行に分けて表示するよう今回から様式を改めている。10 月の積み期のところをご覧頂くと、ゆうちょ銀行を除く準預先の足許までの平残は 5.1 兆円と、欄外に記載されている所要準備額 4.7 兆円に比べてやや厚めになっている。これは、都銀が積み期の初めに多少前倒しで積みを進捗させたことによるものである。一方のゆうちょ銀行であるが、所要の に対して足許までの平残が であるので、 もみえる。しかし、これは一時的であって、今後は国債の償還金などの増加から 11 月ないし 12 月に掛けて準預残は 位まで膨らむとみている。そのため、やはり までは、もう少し時間が掛かるとみている。もっともゆうちょ銀行でも

、具体的には民営化後のコール市場で、3 日ないし 1 週間位のターム物に対して、日によっては 位のオーダーで資金を放出している。続いて、図表 1-4 で、無担コール市場の残高——翌日物とターム物を合わせた市場全体の平残——の推移をご覧頂くと、右端の 10 月の足許までの平残は 9 月に比べて多少増加をしている。〈出し手別〉の内訳をお示ししたグラフで白抜きの部分に含まれているゆうちょ銀行が、先程申し上げたようにターム物での運用を増やしていることが主因である。一方、図表

1-5 は、コール市場のうち翌日物の旬毎の末残の推移をお示したものである。こちらは、足許に掛けて減少している。これはゆうちょ銀行のターム物での運用積極化で取引の一部がターム物にシフトしていることや、あるいは<取り手別>のグラフに現われているようにポチポチ印の外銀が保守的な資金繰りをして要調達額をこのところぐっと減らしていることが背景とみている。図表 1-6 でオペの運営状況についてご覧頂くと、海外のマネーマーケットに依然不安定な面が残っていることも念頭において、10 月積み期入り後も引き続き肌理細かい調節運営を行っている。欧米の中央銀行から外銀の年末超えの資金需要が膨らむ可能性があると聞いているので、10 月の初めから年末超えの長めの資金供給を開始している。共通担保（全店）オペの全てと共通担保（本店）オペのうち期間が3 か月とか4 か月のものがこれに該当していて、これまでに合計8本、6.4兆円を供給している。これをみると、応札倍率は大体4倍ないし6倍と総じて高くなっていて、一部の外銀はドル転の原資とするためにコンスタントに応札をしている。落札決定ベースでオペレートを見ると大体0.61%ないし0.62%位になっていて、これは利上げ観測も多少混ざっているかもしれないので解釈は単純ではないのだが、年内に期落ちがくるオペレートが0.55%位であることを勘案すると、曜日構成もあって7日間となる今年末の末初物のレートが結構強含む可能性があることが示唆されているとみている。

図表 2-1 以降で金融市場の動きをみていくが、個別の動きをみる前に全体の流れをお話ししておくが、欧米の金融市場では、米国の利下げ以降センチメントを回復してきてはいたのだが、10 月半ば以降やや揺り戻しが生じている。揺り戻しのきっかけになっているのは、第一に米国金融機関の一部の第3 四半期決算が予想比下振れているということ、そして、第二にサブプライムRMBSなどの追加格下げが行われているということ、そして、第三に住宅関連の景気指標が予想比下振れたということである。この結果生じた揺り戻しによって、日本の各金融市場も影響を受けているという構図になっている。それでは、各市場の動きをみていくが、まず図

表 2-1 の (2) のターム物の表で短国レートの推移をご覧頂くと、10 月半ばに掛けて入札が集中した時に需給がだぶついてややレートが強含んだが、その後は利上げ観測の後退に伴ってレートは低下している。利上げ観測について、図表 2-2 以降でみていくと、図表 2-2 (1) の、ユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブでは、前回決定会合時——グレー線——から足許——黒線——は下方へシフトしている。また、(2) で金利先物レートそのものの推移をみて頂いても、期先物も含めて低下している。図表 2-3、O I S も同様の形になっていて、(1) のグラフの黒い棒グラフで示す直近のレートは低下している。全般に市場が予想する利上げのタイミングは少し後にずれていて、(2) のグラフでバツェン印の折れ線でお示した 12 月会合までの利上げ確率も、10 月初め辺りまでは 6 割程度あったのが足許では 2 割程度まで低下してきている。

図表 2-4、長期金利である。長期金利も海外金利につれて低下していて、足許 10 年債は 1.6% 台の前半になっている。イールド・カーブの変化幅を図表 2-5 の (2) のグラフでご覧頂くと、大体 5 年ないし 7 年のいわゆる中期ゾーンを中心に低下している。これは先物ゾーンと言われているところであるので、海外勢主導の先物買いで金利が低下したことがみてとれるかと思う。続いて、図表 2-7 でクレジット市場をご覧頂く。社債の対国債スプレッドそれから CDS のプレミアムは、日本の場合、横這い圏内の動きであって、日本のクレジット市場には、海外の影響が依然としてほとんど及んでいない。ただし、セクター別にみるとクレディアの破綻後、いわゆる過払い返還負担の重さ——これは日本固有の要因と言って良いと思うが——から、消費者金融銘柄が依然不安定な動きをしている。

(1) のスプレッドの動きでは、B a a 格は消費者金融銘柄を含んでいるので、これがそうした動きを反映しているとみている。(2) の CDS プレミアムの方は、日本——黒太線——は安定しているのだが、欧米の方では 10 月の半ば以降また拡大しかけている。これは先程述べたような揺り戻しの要因に加えて、例えば M-LEC に対する市場の評価が分かれているということ、そして、もう一つは S I V の中には清算に追い込まれる先も

出てきていることも不安材料として影響しているとみている。

図表 2-8、株式市場の動きであるが、株も海外株につれ安になっている。(1) でシャドーが掛かった部分が前回決定会合以降の動きであるが、前回会合の頃は 1 万 7,000 円台であった日経平均が、足許は 1 万 6,000 円台の半ばになっている。(3) のグラフで白抜きでお示ししている前回決定会合以降の下落率をみると、日本の株の方が海外より大きくなっている。どうして日本株のパフォーマンスが良くないかという、相変わらず外国人頼みということが背景にある。その外国人なのだが、図表 2-9 の主体別売買動向をみると、10 月の第 2 週までは買い越しになっていたが、3 週以降は売り越しに転じている。最近市場でよくジャパンパッシングというような言葉が聞かれる。つまり日本株に魅力を感じなくなった外国人投資家が日本を通り過ぎてアジアの他の国に投資配分を傾斜させているということである。日本の企業業績は総じて好調なのだが、それにもかかわらず外国人投資家にとって日本株の魅力が乏しくなっている理由の一つは、この間マクロ景気指標面からなかなか買い材料でぱっとしたものが出てこないということがあるようである。このため、株が上値を追い切れないという姿になっていると思われる。

外為市場に移らせて頂く。外為市場も米国市場の揺り戻しからドルが弱い地合いとなっている。ドル/円相場を図表 2-10 の (1) あるいは<参考>の表でご覧頂くと、前回会合時は 117 円台であったものがその後円高に振れていて、足許 114 円台で推移している。ドルはユーロに対しても軟調に推移していて、やはり<参考>の表にあるようにユーロは足許 1.44 ドル台と既往最高値圏で推移している。ユーロについては、G7 でユーロ高に言及はなかったということも支援材料になって買われてきているが、そうは言ってもポジション調整的なユーロ売りも時々出ている。そういった動きを受けて、今度はユーロ/円相場——ユーロと円との関係——をみると、やはりこの間 161 円台~166 円台と結構振幅の大きい動きになっている。なお、欧州市場なのだが、為替市場も含めて市場が注目しているのは今週から始まっている欧州大手銀行の第 3 四半期の決算である。図表

2-12 の (1) のグラフでこの間の円と他の通貨との関係をご覧頂くと、前回決定会合以降の期間は円高に振れた期間であるので、円が買い戻されてはいるが、ご覧頂くとカナダドルとか豪州ドルといったいわゆる資源国通貨の強さが目立つ。次にキャリートレードに関する動きを点検しておくと、まずインプライド・ボラティリティについては、(2) のグラフにあるように、これまで10月の半ば位までは低下傾向を辿っていたものが、足許に掛けてはまた反転上昇し幾分上に向いてきている。次に主体別の動きについて、まず図表2-13で外為証拠金取引をご覧頂く。足許で円高に振れた局面を捉えて、いわば逆張りの円ショート・ポジションをやや拡大する動きがみられる。グラフで言うとニュージーランドドルとかポンドのグラフの右端が少し膨らんでいるのがその部分である。次に、外貨建て投信の流入状況を、外貨建て公募投資信託純資産額の推移のグラフでご覧頂くと、9月末は株価が上昇していたので、右端の9月末の純資産残高ベースでみると増加をしている。資金流入ペースでは少し鈍化したが、資金流入が続いていた。10月に入ってから動きについては計数的にはまだ確認はできないが、金融機関からの感触などによるとやはり金商法の影響が出ていて、やや資金流入ペースが鈍っている模様である。特に影響が出ているのは、従来人気があった海外ハイブリッド型と言われる投信で、そのうちでも特にバランス型と呼ばれる投信は株とか債券とかREITとか色々な投資対象が混ざっているもので、顧客への説明時間が随分長く掛かってしまって販売が鈍っていると聞いている。図表2-14の(1-1)でファンド筋の動きについてご覧頂くと、IMMのポジションはほとんど中立水準に近いレベルにある。(2)のグラフでリスク・リバーサルをご覧頂くと、この間結構波動を繰り返していて、ドル円のプット・オーバー幅は足許ではまた少し拡大をしてきていて、ドル先安警戒感がまた出てきている。この間色々みてきたように円の大きなポジションに偏りはないので、海外市場にドル円相場、為替相場が影響されやすい地合いになっていると思われる。

最後に若干のサマリーをしておくと、今色々ご覧頂いてきたように我が

国の金融市場には、なお不安定な面が残る欧米市場で10月半ば以降発生した揺り戻しの影響が出ており、当面は欧米市場に振られやすい地合いが続くとみている。このように先進国の市場が調整を続ける一方で、それとはいわば対照的に図表2-15の各グラフでお示ししているアジアとラ米のエマージング諸国の通貨、株、さらには原油、金などのコモディティの価格がこのところ急ピッチで上昇してきている。これが一つの特徴だと思う。加えて、今回の揺り戻しでは、前回8月の局面とは異なり欧米のマネーマーケットへの影響はあまり出ていないようである。こういった点が足許の動きの特徴点かと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。図表16をみていると対内証券投資は8月は外国人が一斉に引き揚げ、マイナス1.2兆円になって、それが9月もまだ続いているというのが株式についての流れなのだが、その一方で中長期債は8月はむしろやや異常にと言うと語弊があるかもしれないが、物凄く増えて、9月はまた少しそれが落ちているということである。もう一方で対外の証券投資の方をみていると、中長期債が凄く減っている。3.3兆円であるか。これをどう考えるかということなのだが、アメリカの方のこういう表をみているとアジアからのこういう資本流入がやはり細くなっている。それで、差し当たりはそんなに直ぐにはこの数字に出ている程には大幅には効いておらず、それがじわじわと効いているのだと思う。質問したいのはやはり中長期債の大きい振れをどういうふうにと考えたら良いのか……。

水野委員

計数がマイナスなので、日本から投資している。日本人がアメリカなど海外で買っている。



中曽金融市場局長

この時は海外金利が下がっているので、むしろ買っている。

水野委員

買っているのだな。

中曽金融市場局長

キャピタル・ゲイン狙いもあって。

岩田副総裁

それは資金が入ってくる方なのか。

中曽金融市場局長

対外の場合はマイナスはお金が出ているという意味であるので買っている。

水野委員

表の欄外に注書が出ている。

岩田副総裁

逆さまであるな。

中曽金融市場局長

この時はむしろ買っている時だと思う。

岩田副総裁

そうであるか。なるほど。それでは、売ったのはむしろ7月、8月ということか。

中曽金融市場局長

然り。戻ってきている。

岩田副総裁

そうであるか。失礼した。それから前者の方の株と中長期債のシフトなのだが、これはどう考えたら宜しいか。通常だと日本に投資していた分を両方引き揚げるような気がするのだが。9月はそういう形になっているというふうに……。

中曽金融市場局長

やはり8月は全般に債券を買うような動きがあったと思うので、8月はお金が入ってきているということである。それなりに外国人の債券買いもみられたということだと思う。債券を買って、株を引き揚げているという構図。

水野委員

ほとんどCTA系のファンドであるな。

須田委員

一点、先程エマージング通貨とか株とか商品に資金が流れたとのことであるが、これに対する警戒感はまだまだ生まれていないとみて良いか。

中曽金融市場局長

難しいのであるが、背景をみている投資家の人達は、やはり一つはファンダメンタルズが強いとみている。特に中国を始めとするエマージング諸国は、確かに投機的な資金も入っているけれども、ファンダメンタルズ要因で買われている部分もあるというのが基本的な背景である。ただ、一方で、投機的資金もある程度入ってきているので、なかなかそこを峻別しに

くいので分かり難いのだが、少し行き過ぎ感みたいなものを警戒する向きもある。実際、昨日はプロフィットテイク——利食い売り——が出ている。それから、前回申し上げたかもしれないが、資源国からみても少し強いという感じを                      の人達が言っていた。この辺がインフレの火種にならなければ良いがということを表示するような中銀の方もいた。

福井議長

原油にしてもコモディティにしても、8月の市場の混乱が起こる前はむしろ少し緩んでいた。その後が起こっているということは、市場の混乱をみて資金が一時的にこちらにラッシュしているという感じの方が強いのではないか。

中曾金融市場局長

最後の図表2-15をご覧頂くと、ちょうどアメリカの公定歩合とかFFレートを下げた辺りから上げのピッチが速くなっているので、まさにその辺りの動きが出ているのではないかという気がする。

福井議長

グローバルエコノミーのファンダメンタルズの良さというよりは、少し金融緩和継続のもとでの資金の置き場所として、一時的にここにラッシュしているということではないか。

水野委員

偏在しているというか、金がだぶついているのだな。

中曾金融市場局長

ファンダメンタルズもあるが、投資先を求めている金がクレジット市場からコモディティ、エマージング諸国の株に流れているという部分もあると思う。

福井議長

だから、不安定要素が入っている。

野田委員

定性的には安全資産ということか。金融市場で、クレジットもののよう  
に、安全資産が狭められているということ。

福井議長

金、コモディティ。

水野委員

実際流動性もあるから。

中曽金融市場局長

流動性があるということと、取引所取引では、基本的に相手はクリアリ  
ングハウスになるので、カウンターパーティ・リスクがほとんどなくなる。

水野委員

そうだな。

福井議長

金は一貫しているが、金も同じか。

中曽金融市場局長

ドルとの関係もある。基本的に同じようなストーリーだと思う。

水野委員

マーケットの大きさが小さいのだな。だから少し資金が流入するだけで

直ぐ上がってしまう。

福井議長

宜しいか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

それでは、海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長からお願いする。

出沢国際局長

お手許の資料のうちの資料-3（参考計表）をご覧頂く。中曾金融市場局長からの報告にもあったここ3週間の米国における色々な揺り戻しの背景の一つである米国の企業収益についてまず説明したい。図表5-3、(2)にアナリストのEPS（一株当たり利益）成長率見通しのグラフがあるかと思うが、これは配付したタイミングでは古いもので、昨日現在では、S&P500社のうち332社が第3四半期決算を発表している。その収益の前年比は-0.2%となっている。因みに当初+10.3%の見通しの後、9月時点での見通しは+3.7%であった。そういう第3四半期の期間収益の下振れが悪材料視されている。この前年比-0.2%を業種別に分けると、金融業が-5%ポイントとマイナスに寄与している一方、その他の業種は小幅ながらプラスなので、トータルとして先程申し上げたほぼゼロという姿になっている。金融機関は先般来かなり大きな下振れの収益発表を行ってきたが、それが株式市場に影響を与えている。また、リスクアバータ的な雰囲気も若干拡まったので、夏場にみられたようなフライト・トゥ・クオリティというファンドの動きが長期金利にも影響を及ぼしている。長期金利は、この間約30bp低下している。これが、大雑把にみた国際金融市場の状況である。

次に、国際経済の方の説明に移る。図表1、まず注目の的となっている

住宅投資の動向だが、8.住宅着工の9月は年率換算で119万戸と、2005年のピークに比べると約半分の水準まで落ち込んでいる。この結果、7~9月締めると前期に比べ1割強の減少となった。一方、住宅の販売動向であるが、ここに出ていないが、9月は中古住宅を中心に大幅な減少となっていて、販売価格も中古住宅はさらに下落している。住宅の抵当流れも増えており、中古住宅の在庫はさらに積み上がり、在庫率は10.2か月と近来にない水準まで上昇している。因みに新築住宅の在庫水準は低下しているが、やはり販売が弱いということで、在庫率は引き続き8か月強という高水準にある。建築業者のマインドを示す指標——ここへは載せていないが——があるが、10月は18と既往最低水準を更新している。前月は20であった。こうした住宅市場の調整の深まりとは裏腹に、その他分野への波及はこれまでのところハード・データとして特に目立ったものはみられない。5.小売売上高の9月が載っているが、コアベースで前月比+0.2%と、小幅ながら増加を続けている。6.自動車販売の9月確報が公表されているが、前月にやや大幅に増加した後の水準からほぼ横這いと健闘している。ただし、ソフトデータであるが、7.消費者コンフィデンスは低下を続けていて、昨日発表された10月の指数——資料には反映されていないが——は95.6と、3か月間で約15%程度の下げとなっている。この下げ幅は、前回申し上げたが、2005年のカトリーナ来襲時の下げに近いものとなっている。Fedのベージュブックによると秋口以降の消費動向がやや弱くなっているという報告がなされている。こういうことを合わせると、先行きの消費動向については予断が許されないという状況かと思う。9.コア資本財受注の9月は、小幅ながら増加している。7~9月均してみても4~6月対比で減速感は強まっているが、増加基調は維持されているものとみている。12.生産である。9月の鉱工業生産は自動車関連が減少したこともあり少し弱い数字になっているが、前月比では+0.1%と若干の増加になっている。7~9月で締めると、前期比+1.0%と緩やかながらも増加傾向を続けている。以上のように個人消費の動向や生産動向を受けて、明日公表予定の第3四半期のGDPであるが、市場の大勢は前期比年率で

みて+3%台と予想している。一方物価面である。15. C P I 総合ベースの9月は、エネルギー価格の動きから前月比では+0.3%と再び上昇に転じている。前年比も+2.8%と上昇幅は拡大している。なお、コアのC P Iであるが、これはエネルギー価格を除いているものの前月比+0.2%のペースで上昇を続けており、前年比上昇率も+2.1%と、前月比と同じく上昇傾向にある。基調的なインフレ圧力はなお残存しているという評価になると思う。

次に、図表2-1でユーロに移る。ここも米国と同様、ハード・データをみる限りにおいて、これまでのところユーロエリアそれから図表2-2にある英国においては特に変調は認められない。ユーロであるが、2. 輸出の8月それから9. 生産が公表されている。8月で少し古いのだが、いずれも堅調な伸びを示していると思う。それから、9月の数字としては、7. 新車登録台数も増加を続けている。また、昨日発表されたのでここに載っていないが、10月のドイツの失業率は8.7%と引き続き低下を続けていて、既往最低水準を更新ということである。こちらソフトデータの方は少し弱いものが出ている。10. 製造業PMIの10月であるが、改善、悪化の分岐点である50は上回っているが4か月連続の低下となっている。それから、ドイツの指標でI F Oの10月の数字が昨日出たが、103.9と、先行きのコンポーネント中心に悪くなっているが、今年の5月以来一貫して下げているということである。物価面であるが、ヘッドラインは前回申し上げたが、9月の内訳が出ていて、前回少し推測ということで申し上げたとおり、前年比上昇率の拡大は前年の同月におけるエネルギー価格急落の影響が剥落したというテクニカルなものであって、地合いに大きな影響はないと思う。

アジアの方に移らせて頂く。図表3-1、中国の第3四半期のGDP等が発表されている。1. GDPであるが、前年比+11.5%と引き続き+11%を超える高い成長が続いている。9月単月の計数を追ってみても、いずれも高い伸びを続けているということである。その中で、7. C P Iが+6.2%となっていて、8月の+6.5%よりは伸びが鈍化してきている。これまで

押し上げていた食料品のうち肉製品とか卵とかいうものがかなり頭を打った感じが出ていて、今後どんどん伸びるという感じは取り敢えずなくなったように窺われる。ただし、当局としては、不動産等の資産価格は引き続き高騰しているので、警戒感は緩めていないという状況である。それから、NIEs、ASEANである。韓国の第3四半期のGDP——シャドーを掛けたところ——が出ているが、+5.7%と前期よりは伸び率が少し弱い形になっているが、前年比等をみて総合的に判断すると引き続き堅調な成長を続けているとみている。なお、先程も少し話題になったが、NIEs、ASEAN等は通貨が対ドルで上昇していて、通貨当局は警戒的なスタンスを採っているということのようである。市場からの報道であるが、多くの当局が若干ながら介入をしているということである。取り敢えず私の方からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば。

西村委員

二点だけ宜しいか。一つ目は、アメリカのモーゲージバンクであるカントリーワイドとかがフェデラル・ホーム・ローン・バンクスから随分大量の借入をしているということだが、そこで何か需給関係に問題が起きているとかいうことはほとんどないと考えて宜しいか。大量にFHLBから借り入れている訳で、逆に言えばFHLBは資金を調達している訳である。フライト・トゥ・クオリティがあるので恐らく問題はないだろうと思うのだが、ポテンシャルには不安とかが出ている可能性がある。それについて何か議論がなされていることがあるのかというのが一点。二つ目は、GSEとの関係で、フレディマックとかでは業務範囲を広げるとかの話になるのだが、FHLBについてはそういうような議論があるのか。



出沢国際局長

正直申し上げて、現況を掴んでいない。間違っただけを申し上げるといけないので、後で説明させて頂きたいと思う。

須田委員

先程、アジアの諸国は若干介入しているという声があるということであったが、彼らはアジアの通貨の為替レートをコントロールできるのか。

出沢国際局長

市場報道の話なので、仮定としてお話し申し上げますと、当然完全にコントロールできないと思っているが、当局として何もしない訳にはいかないというそれぞれの国の国内情勢がある。やはり、輸出企業から自国通貨高放置についてはかなり政治的なプレッシャーが掛かってきていると内輪の話では出ている。そういうことを映じて、もし市場報道が事実であれば、若干なりとも介入をせざるを得ない状況になっていると思う。

岩田副総裁

宜しいか。図表 4-4 の非国防の資本財の受注なのだが、前期比ではかろうじて何とかプラスという感じがするが、これをみると前年比では -2.7%ということになっており、この姿をみると、傾向としては少し弱いか。コンピュータ・電子機器の方も少しそうなのだが。

出沢国際局長

この限りにおいては、そういう読み方が素直だと思う。ただ、ご案内のとおり設備投資動向であるので、この指標のインプリケーションはそこまでこの姿がそのまま延長できるかということについて、若干留保してきたと思うし、今回も留保させて頂きたいと思う。建設上物とかソフトウェアとかについて弱いという数字は出ていない。これは、GDPが出たと同時に内訳が分かるものであるので、その時のジグソーパズル次第では説明要

素になる。

野田委員

ベージュブックで商業用不動産とか消費者信用にも少し触れてあり、地域的に少し心配があるようなことを言っているが、この辺はまだ証拠として出ているという感じはないのだな。

出沢国際局長

然り。ソフトデータの域を出ていないので。それから12連銀のうち3つ位のところがリファーしているので、ネーションワイドに起きているという状況ではないと思っている。

野田委員

今まであまりそこには心配は出ていなかったな。

出沢国際局長

商業用不動産というところ。

野田委員

ずっと堅調にきたというか、順調にきていたというか。

西村委員

商業用不動産の借りる方は堅調なのだな。それでインベストメントの方が落ちた。

野田委員

レントということか。

西村委員

レントに対する需要はまだ強いが、投資が若干落ちてきている。

福井議長

宜しいか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

福井議長

次は、国内の経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長から願います。

門間調査統計局長

本日は、資料-4（参考計表）と資料-4（追加図表）を使う。最初に資料-4（参考計表）で説明できる項目を物価まで説明してしまつて、最後に（追加図表）の方で雇用関連と個人消費を説明する。それでは、最初に資料-4（参考計表）、図表4で、実質輸出をご覧頂くが、(1) 9月単月は反動減となつたが、8月の伸びが大きかつたために太実線のグラフで右端7~9月は前期比+6.0%と大幅増加で着地した。細実線の輸入も7~9月は+1.8%と増加したが、輸出と輸入の伸びがかなり違うので、(2)のグラフにあるように実質貿易収支は7~9月はかなり増加した。7~9月がこれだけ強いと10~12月は多少反動が出る可能性も頭においておく必要があると思うが、基調的にみれば輸出は先行きも新興国向けを中心に増加を続ける可能性が高いと考えている。次に、設備投資に行く。図表11、資本財出荷であるが、太実線の右端7~9月は前期比+2.3%で着地した。コンピュータや電力関連のものが増えている。この結果を踏まえると、1次QEの段階ではGDPベースの設備投資もプラスが期待できると思う。ただし、2次QEは、法人季報が入るのでどうなるか分からない。それから、図表12の先行指標であるが、前回機械受注の数字はご説明したがグラフで見るとこんな感じであつて、振れはあるが高水準横這い圏内ということ

である。(2)の建築着工は、住宅着工と同時に本日2時に公表されるので本日の議論には間に合わない。図表13であるが、この間、中小企業の設備投資に関しては中小企業金融公庫から若干弱めの指標が出ている。太実線で示してあるのが中小企業で設備投資を実施している企業の割合である。因みに、細線は法人企業統計でみた設備投資の4~6月までの実績であって、ここでは参考として掲げている。ご覧頂きたいのは、太実線の方であるが、その右端——これは9月中・下旬調査であるが——の設備投資実施企業割合が比較的是っきり低下している。改正建築基準法の施行の影響が一時的に出ている可能性もあるが、(3)の非製造業辺りをみると2006年前半をピークに少しずつ落ちてきているという感じもある。それからもう一つ、図表14であるが、同じく中小企業金融公庫調べによる中小製造業の設備投資計画である。(2)の修正パターングラフが分かりやすいと思うが、2007年度の計画——太実線であるが——が当初4月の調査で-14.3%、ここからは上方修正で直近足許が9月調査+1.9%となっているが、この+1.9%というのは過去4年間に比べてかなり低い計画である。しかも2006年度の実績が高かったからその反動が出ているという短観とは違って、この調査では2006年度も+3.0%とかなり減速して着地をして、その後2007年度も弱いということであるので、減速傾向が比較的明確という形になっている。設備投資全体としてみれば、大企業中心に堅調な伸びを続けるということで良いと思うが、中小企業が今一つであることと、それから機械受注も横這い圏内で暫く時間が経っているので、やはり減速方向という感じは強まってきているのかなと思っている。設備投資は、以上である。

雇用、個人消費は一旦飛ばして、図表23で生産のご説明をする。鉱工業生産であるが、9月は前月比-1.4%と減少したが、8月の大幅増加が効いて7~9月全体では+2.2%としっかり増加した。生産の動きを業種別にみたものが図表24の(2)のグラフ——右から二番目の棒グラフ——であるが、一番プラス寄与が大きいのは縦縞の電子部品・デバイス、その次に大きいのが格子縞の輸送機械である。10~12月についてグラフの右端11

月までの予測指数で計算すると、+3.5%とさらに伸びが高まるということになる。予測指数であるから伸びが高まるかどうかは割引いてみる必要があるが、10~12月の生産が電子部品・デバイス、自動車を中心に増加を続けるとこれまで申し上げてきた点については、その蓋然性が強まっているとみて良いと思う。一点生産面で曇りがあるとするならば、図表 25 の財別出荷をご覧頂きたいのだが、(2)の先月もご紹介した建設財の出荷の落ち込みがさらに幾分ひどくなっている。マンション等の着工急減の影響でセメント、コンクリート、アルミサッシなどが落ちている。鉄鋼など建設財関連メーカーからのヒアリングでも、住宅着工が正常に戻る時期について当初年内と見込んでいたが、どうやら年明けにずれ込みそうであるという見方が少なからず聞かれている。ウエイトが小さいから生産全体への影響は小さいが、関連業界では10~12月の減産の動きが広がっている。図表 26 であるが、在庫は足許全く問題ない。(4)の電子部品・デバイスも実線の在庫の前年比が大幅に低下していて、出荷の伸びとほぼイコールになってきている。勿論、これでIT関連のリスクがなくなったという訳ではなく、仮にサブプライムローン問題の影響が日本の実体経済に及ぶとするならば、一番ありそうなのはむしろIT関連の在庫の積み上がりや値崩れだと思われるので、むしろ生産が増え始めたこれから先が年末年始辺りを中心に警戒すべき時期と考えている。

次に、図表 27、物価であるが、国内企業物価指数をご覧頂くと、三角カッコ内の前月比が8月は+0.0%、9月は-0.1%ということで、このところ横這い圏内で推移している。8月の円高そして同じ頃に国際商品市況も一旦小反落したことが影響している。その結果、四角カッコ内の3か月前比も8月+0.6%、9月は+0.4%と伸び率が低下してきている。目先10月については、前月比は幾分プラスになりそうだが、3か月前比でみると9月よりもさらに伸びが幾分低下する可能性が高そうである。ただし、図表 28、国際商品市況はご承知のとおり、原油市況が(2)のグラフよりもさらに上昇していて、足許は北海ブレントで90ドル前後、ドバイも80ドル台前半という展開になっていて、(1)のグラフ、国際商品市況全体も再

び上昇している。従って、先行き国内企業物価指数については、当面上昇基調を続ける可能性が高いと考えている。次に図表 33、企業向けサービス価格であるが、上段の表の除く海外要因の 9 月の前年比は+0.4%となっている。内訳の中では、広告が足許モーターショー関連需要などでやや出来過ぎの感があるので、除く海外要因全体でプラス幅が拡大基調にあるとまで言えるかどうかは分からないが、プラス基調自体は概ね定着しつつあるということではないかと思っている。それから、消費者物価、図表 34 であるが、(1) 総合 (除く生鮮) の前年比を右上のグラフでご覧頂くと、9 月は 6 か月連続で-0.1%となった。財、サービス別にみても特筆すべき変化は足許出ていない。図表 35、下段の表をみながら目先の展望を申し上げる。除く生鮮の実績部分がずっと-0.1%であるが、これが 10 月は 0.0%になる蓋然性が一番高いとみている。その理由は、石油製品が 9 月は-0.01%ポイントの寄与であるが、10 月は+0.1%ポイント前後になるとみられるためである。さらにその先であるが、原油価格の高止まりが続く限り、前年は石油製品が下がっていく局面であったので、石油製品のプラス寄与は拡大していく。米が多少弱含む可能性はあるが、今のところその影響は大きくはないとみられている。従って、CPI (除く生鮮) で 11 月、12 月辺りは+0.1%ないし+0.2%位のプラスになる可能性が高いと思っている。さらに 1~3 月まで展望すると、第一に石油製品は前年はもう一段下がっていること。第二に食料品等の値上げの影響がじわじわと出てくると思われること。第三に、移動電話通信料が現在-0.08%の寄与度であるが、これが 2 月、3 月に消えていくという状況にあること。これらを踏まえると 3 月辺りで+0.5%前後までプラスに拡大するということも計算としては有り得ると思っている。ただし、いずれにしても、それは原油次第という面が強い。それから、石油製品も食料品にしても基本的にはコスト・プッシュ型の値上げであって、需給ギャップがプラス方向で推移することに伴う物価上昇圧力の顕在化がまだ十分視野に入ってきている訳ではないという点も改めて申し上げておきたいと思う。こちらの資料は以上である。

続いて、資料-4（追加図表）で雇用と個人消費について、簡単にご説明する。（追加図表）の図表1である。9月の有効求人倍率が昨日出たが、1.05倍と横這いである。有効求人が-1.6%、さらに新規求人が-2.3%ということで足許求人のマイナスが若干大きくなっているが、これには厚生労働省及び各地の労働局が派遣や請負に関する求人の適正化指導をさらに強めているということが影響している模様である。ただ、これから申し上げる労働力調査と合わせてみると実態的な労働需給の引き締めテンポも若干緩やかになっている可能性がある。＜労働力調査＞であるが、雇用者数の前年比がこれまでは1%程度の伸びで安定していたが、9月は+0.2%と伸び率がかなり大きく低下している。完全失業率も4.0%へと9月は上昇している。この結果、失業率は7月までは低下テンポが少し急ピッチという印象がむしろあったが、現時点で四半期で振り返ってみると4.0%、3.8%、3.8%とかなり均された動きになっているということである。先程の雇用者数の伸び率の低下については、ここには書かれていないが、別途従業者規模別のデータがあつて、それで見ると1,000人以上などの大規模のところはむしろ足許も引き続き雇用は伸びている。これに対して、1~29人などの小規模のところを中心に足許雇用者数が減少している。家計から企業への所得波及の緩やかさが、中小企業では賃金だけでなく人の数の面でも若干現われ始めた可能性がある。ただ、何せ労働力調査は振れが大きいので単月での判断は危険であるという面もある。振れが相対的に小さい＜毎月勤労統計＞は、今日10時半に出るので、この会合の中で数字だけでもご紹介申し上げたいと思っている。それから図表4の賞与であるが、冬の賞与に関してアンケート調査が出始めている。日本経団連の中間集計で現時点で+0.7%、労務行政研究所が+2.2%ということであつて、いずれもプラスである。ただ、今年の夏の毎勤の結果は(2)にブレイクダウンしてあるように500人以上の規模の事業所は確かにプラスになったが、それ未満のところがかんりのマイナスで、トータルでも弱かつたという苦い経験もあるので、冬の賞与についても予断を持たずにみていきたいと考えている。最後に、個人消費関連であるが、図表5、家計調査

の消費支出については、7～9月は-0.9%ということであった。それから、様々な販売統計が出ているが、車と家電はプラスであったが、百貨店やスーパーは9月の残暑もあって弱かったなど、区々となっている。個人消費は底堅いという判断で引き続き良いと思うが、7～9月は全体として横這い圏内にとどまったという印象である。以上、前回会合以降の特徴を簡単に纏めると、大きなサプライズはないが、強いていえば輸出や生産は足許やや強めである一方、雇用、家計回りの指標は少し弱め、それから中小企業の設備投資も若干弱い材料があるという状況かと思っている。以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

野田委員

先程お米の消費者物価指数に対する影響は小さい、大きくはないと。これはどんな感じでみていて良いのか。

門間調査統計局長

今色々卸売り段階で相場が立っている。それを全部総合すると、11月位にCGPIのベースであると、1割までいかないが7～8%位の低下になってもおかしくはないかと思っている。仮にそれが小売に全部フルに転嫁されると、消費者物価指数を寄与度で最大0.05%ポイント位押し下げる。ただ、通常はCGPI程には下がらないので、下がっても-0.02%とか-0.03%というようなものではないか、と現段階では思っている。

中村委員

雇用のところであるが、完全失業率は4%で、中小企業のところが減っている。この間、短観では中小企業の製商品・サービス需給DIは踊り場となっている。振れが大きいということであるのだが、中小企業において



労働の需給は必ずしも逼迫していなくて、新しく雇ってまで生産を増やすよりはむしろ生産を少し減らしてでも採算を重視した方が良いというような考え方が短観の数字等に現われているのではないか。

#### 門間調査統計局長

おっしゃるとおり、その可能性はそれなりにあると思っている。おっしゃった短観も、中小企業も含めて雇用判断DIは一応不足超ではある。であるから、労働需給はタイトであるということはレベルとしては問題ないと思うが、ただ、タイト化するペースが鈍ってきていることは短観からも窺い知れるし、それからおっしゃられたように中小企業の各種のマインド関連の指標が今一つぱっとしない。それから、実は景気ウォッチャー調査などでもこの春先以降雇用関連DIが全般に弱い、といったようなことがある。ただし、労調ベースで足許1か月でこれだけ伸び率が落ちているのは、さすがに振れの面が大きいのではないかとということで、単月の振れにあまりびっくりしないながらもおっしゃったようなリスクも多少念頭においておくということかと思っている。

#### 福井議長

今年前半の生産の弱さが新規雇用の伸びを押し下げるとすれば、それは何か月位ラグをもって出てくるものであるのか。

#### 門間調査統計局長

そこはなかなか明確に1か月単位でのラグを計り得ないところがあるのだが、おっしゃったように今年前半の生産が横這い圏内であったということがかなり効いていると思う。現に短観の業況判断も中小企業は先行きは改善していたので、そういうことを考えると企業のマインドももしかすると今辺りが一番悪くて、ここから後は少し上がってくる可能性もあると思う。ただし、同時に原材料価格はどんどん上がっているし、それからグローバル化の競争圧力は当然構造的に強まっていく訳である。

それに加えて、やはり収益力自体もそういう中で足許伸びが少し鈍化してきているということが様々なデータから確認できるから、雇用までどれ位の力強さが近い将来に伝わっていくかどうかは、一定の不確実性があるとみておいた方が良くと思う。

福井議長

毎月勤労統計の公表は何時と言ったか……。

門間調査統計局長

10時半で、私の手許には恐らく11時前後には数字が到着するのではないかと予想している。

福井議長

休憩して待つには長過ぎるな。他にご質問があれば……。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。消費者物価であるが、石油価格次第ということであるが、3月の時点で例えば+0.5%ということも石油価格によっては有り得ると思うのだが、石油要因がないとしたらどの位とみているか。

門間調査統計局長

ないとすれば、であるか。ないとすれば、ほとんど上がらないと思う。食料品の値上げがじわじわと出てくると、それから携帯電話のマイナス寄与が剥がれるということ位であるから、先程の図表35でいうと、いわゆる我々がコアコアと呼んでいる除く生鮮から色んな特殊要因を除いた部分の足許は-0.07%である。約-0.1%であるので、これが今申し上げた食料品の値上げとか若干の需給の改善等でどれ位上がるかという話であるので、まあ高々+0.1%とかいうようなものではないかと思っている。ただ、そこは少し様子をみなければ分からない。それと、やはり賃金

そのものが——これも毎勤統計に絡んでくるが——足許まだ弱いので、そこはあまり確たる信念を持って言い得るという段階ではないのかなと思っ

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

次に、金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

雨宮企画局長

金融環境について、お手許の資料-5(参考計表)でご説明申し上げます。金融環境は前回決定会合の二日目の朝にマネー、クレジットの数字が出て、それをご報告して以降あまり新しいものが出ていない。従って、そのレビューと、インフレ予想についてはほぼデータが出揃ったので、その辺りを中心にご説明申し上げます。まず、クレジット、マネー関係のレビューであるが、図表2の(1)が銀行貸出の9月の数字である。9月は+1.4%ということで、8月+1.3%の後、若干伸びを高めているが、全体としては+1%強の横這い圏内の伸びが続いているということで宜しいかと思う。因みに、細かい話であるが、下二桁までみると8月の+1.3%が+1.33%で、9月の+1.4%が+1.36%であったので、要するに横這いということである。この他には、需給関係の新しい指標は特に出していないが、一つだけ本行のローンサーベイが出ているので概要だけご紹介すると、図表6の<資金需要関連>の資金需要DI(主要銀行貸出動向アンケート調査)が新しく出た数字である。企業向けが4~6月の-2%から7~9月のゼロ%ということで、一応需要としては改善したということになったので、報道では改善と伝えられた。実はいつも申し上げているとおり、これは非常に季節性の強いデータであるので、図表7、(2)に今回から季調済みのグラフを付けることにした。これは発表はしていないが、季調済みで一番右端をご覧頂くと、引き続き全体としては、資金需要は増加方向ではあるが、ほぼトン圏内に近づいてきているという状況である。全体として先々月か

ら資金需要はほぼ横這い圏内と判断を変えているので、それに沿った動きかなと思う。非常に仔細にみると、太実線の大企業がまだ増加方向であるのに対して、中小企業はほぼトンか若干のマイナスになっているといったところが、先程来の議論も踏まえて注目すべき点かもしれない。間接金融は大体以上であって、あとは直接市場の状況について10月の途中ラップだけ申し上げると、図表10、社債市場の動向であるが、比較的発行は順調にいつているという状況は10月も変わっていない。9月が大幅に増加した後、若干反動が出るのではないかと申し上げたが、結局<国内公募社債の発行額>の10月速報——これは23日までの値であるが——でも6,000億円台ということであるので、順調な社債発行が続いているということである。次に、発行スプレッドの状況について、図表13、(2)の一番右端をご覧頂くと、AA格、AAA格はほとんど横這い圏内——若干この夏場上がったが——であるが、格が低いA格はやはり拡大しているということである。金融市場局の説明でもあったが、消費者金融に関する不安感から、全般的に格付けの低い社債に対する警戒感が幾分強まっているということに加えて、発行市場の今月の新しい現象としては、REITを発行する社債のクレジット・スプレッドが若干拡大しているという現象がある。日本の場合、REITの収益率が最近下がってきたことに加えて、ある意味ではサブプライムローン問題の影響とも言えるが、ファンドがREITから資金を引いていることの影響が若干出ているそうであるが、全般的な企業の発行環境は非常に円滑であるということのようである。次に、マネーに移って、図表15、マネー関連指標で<マネーサプライ>である。これも前回の会合二日目の朝に数字だけ申し上げたが、9月+1.7%ということで、ほぼ+2%弱ないしは+2%程度の伸びが続いているということである。若干伸び率が低まっているのは、やはり定期預金を中心に伸びを高めていた準通貨が若干伸びを一服させている——準通貨が+4.7%、+4.1%、+3.8%と定期預金の収集に一服感がある——という辺りが原因かと思われる。それから、新たなデータで倒産が出ているのでご紹介すると、図表19、9月の倒産が前回会合以降出ている。このところ

前年比プラスであるが、9月について言うと1,047件、前年比+1.7%ということで、このプラス幅がどんどん拡大しているという地合いではない。若干落ち着いた数字になっているということである。倒産金額は4,606億円とあるが、この中には例のクレディアの750億円が入っているので、それを除いて考えると引き続き小粒の倒産が多いという状況は変わっていない。最後に図表21でインフレ予想の状況を申し上げる。今回は全て新しいものが出揃っていて、特徴点——ここ数か月間の傾向ではあるが——としては、消費者の物価上昇予想とエコノミストや市場のプロの物価予想の乖離が非常に目立ってきたというのがクリアになっていることである。

(1) の〈1年後のインフレ率〉、〈今後5年間の平均インフレ率〉は私共の生活意識に関するアンケート調査であって、それぞれご覧頂くとおり、今年の春までは石油価格の減少を背景にインフレ予想は下がっていった訳であるが、春からまた上がり出して、レベル感はともかくとして物価は上がっていくという方向に移っている訳である。これは、他の例えば内閣府の消費動向調査でもほぼ同じ結果が得られていて、先行き物価が上がるだろうと答えた人の割合が今年の春は45%まで低下したのだが、これがこの9月には65.6%まで上昇するという格好であるので、消費者の物価に対する意識についてはほぼ色々な統計が同じようにシフトしているということである。大きな違いは、(2)、(3)エコノミストあるいはマーケットの予想であって、マーケットの予想は少しずつむしろ下振れしているということである。〈ESPフォーキャスト調査〉——9月調査から太実線の10月調査はほとんど変わっていないが——でも、極く若干の下振れとなっているほか、〈コンセンサスフォーキャスト〉——半年に一度の調査であるが——もやはり一番右の10月調査は若干下振れしていて、今後3年間の平均が+0.6%位、(3)の物価連動債からみたインフレ予想も+0.4%位でほぼ横這いであるので、この世界ではいわばゼロ%台半ばが当分続くという予想が支配的になっているという状況である。以上である。

福井議長

ご質問等があれば。宜しいか。後ではブレイクを取りにくくなってしま  
うので、早いのだが、ここでコーヒブレイクを取りたいと思う。10時  
20分に再開する。

(10時10分中断、10時20分再開)

福井議長

さて宜しいか。それでは会議を再開する。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

福井議長

金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議に移りたいが、展望  
レポートを含めてご討議を頂きたいと思う。まず展望レポートについて、  
執行部からご説明頂きたい。

雨宮企画局長

今計数を入れたバージョンをお配りする。

今お配りした展望レポートがご提出頂いた見通しの計数の集計結果を  
入れ、それに基づいて事前にお配りした文章の点々の部分——計数を踏ま  
えて文章を入れる部分——を埋めて作成した今のところの完成版である  
ので、その補充分を中心にご説明申し上げます。

まず、頂いた見通し計数の集計結果であるが、8頁の(参考)まで進ん  
で頂きたい。政策委員の大勢見通しの部分からご説明申し上げます。まず実  
質GDP成長率であるが、2007年度中央値で+1.8%、2008年度が+2.1%  
ということであったので、2007年度は4月時点に比べて若干低め、2008  
年度は同じ数字である。両年通じてみると、均してみれば2%程度の成長と  
いうことかと思われる。国内企業物価指数であるが、2007年度の中央値  
が+2.0%であり、4月時点の見通しの+0.7%と比べるとかなりの上方修

正ということになる。2008年度については中央値で+1.0%ということなので、4月時点の見通しと変わらずである。消費者物価指数もまず中央値で申し上げると、2007年度が0.0%、2008年度が+0.4%ということになったので、4月時点の同じく2007年度+0.1%、2008年度+0.5%と比べると、気持ち0.1%下になっている。分布についてちょっと補足させて頂くと、2008年度の消費者物価は中央値+0.4%であるが、大勢見通しの分布は+0.2~+0.4%というふうになっている。欄外の全員見通しの2008年度のCPIをご覧頂くと、これは+0.2~+0.5%という分布であるので、全員見通しの+0.5%が大勢見通しに入らなかったということは+0.5%がお一人だったと。かつ中央値が+0.4%だということは+0.4%の方まで5人いらっしゃるということなので、要するに+0.5%がお一人で+0.4%が4人いらっしゃるということであるので、分布としてはこういう分布になっているということをお補足させて頂く。

こういう数字になったことを踏まえて、この数字を踏まえた文章を入れる部分を補記しているので、その点について三箇所ばかり解説させて頂く。1頁の経済・物価情勢の見通しの第二パラグラフ「先行き 2007年度後半から2008年度を展望すると」のパラグラフの6行目であるが、「均してみると」から「高い。」までの1行が挿入した部分である。読むと、「成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する可能性が高い。」これは今の+1.8%、+2.1%という中央値の見通しのイメージを文章化した部分である。それから、物価関連を文章化した部分が3頁である。3頁目の上から4行目。ちょっと前から読むと、「物価指数に即してみると」のパラグラフである。2行目の「先行きについては」のところから2行が挿入した部分であり、読むと、「先行きについては、原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる。」これが2007年度+2.0%から2008年度+1.0%という委員方の見通しを文章化した部分である。それから三つ目がCPIであり、その下のパラグラフ「消費者物価指数（除く生鮮食品）は」で始まるパラグラフの4行目の「先行きについては」から終わりまでの4行が文章を付け加えた部

分である。読むと、「先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大するとみられる。その結果、2007年度はゼロ%程度、2008年度はゼロ%台半ばの伸び率となると予想される。」ということである。これも先程申し上げた委員方の見通しを文章化したものである。これが基本であるが、あと一箇所だけあり、6頁まで進んで頂きたい。これは第1の柱、第2の柱で金融政策を評価している部分であるが、その6頁目の上から5行目でCPIの表現がある。これも事前にお配りした資料は点々にしていた部分で、「前年比は」というところから後であるが、「目先は」からその1行下の「予想される。」までの文章を新たに文章化して挿入した部分である。ちょっと前から読むと、「また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いが、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大していくと予想される。」以上である。

福井議長

中身は後でまた議論したいと思う。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは、各委員からご意見の表明を頂戴したいと思うが、今日は金融経済情勢、今の展望レポートそれから次回の決定会合までの金融市場調節方針、この三点について全てカバーして頂きたいと思う。冒頭に申し上げたが、お一方大体7分程度ということになるので、あまり長くならないようにということである。今日は西村委員、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、亀崎委員の順番でお願いしたいと思う。まず、西村委員からお願いする。

西村委員

前回会合からの経済データを精査し今回の展望レポートをみると、現状



分析と将来見通しの基本シナリオ、そして下振れ、上振れ要因とも書き振りを含め大きな違和感はない。

端的に申し上げると、4月展望レポートのメインシナリオは、多くの経済成長のエンジンを持ち、局地的な変動に対しては、レジリエントな海外経済、目立った主役は不在で力強さに欠けるが、こつこつシングルヒットで底堅く推移する内需、ということであった。足許経済・物価情勢は政策委員見通し幅の下限辺りにいるという意味で、従来見通しの範囲からは大きくずれず、今後見通しについてもメインシナリオ自体の変更を迫るデータは無かったと思う。しかし、今回見通し期間に、メインシナリオ自体の実現確率は下がり、米国住宅市場の底割れ、国際金融市場の不安定化からダウンサイド・リスクが高まったと言わざるを得ない。他方、中国経済の過熱、世界的な商品市況の高騰といったアップサイド・リスクを示唆する要素も残っており、不確実性が高まった状況であると思う。

米国経済全体は、足許従来のソフトランディング予想とは大きくは異ならず緩やかに減速している。しかし、住宅市場の状況は予想比大きく下振れている。まず、新築住宅市場は着工が2006年後半から2007年初に持ち直した後底割れ、販売面でも価格低下にかかわらず、買い控えでここ数か月は9か月分近い在庫が積み上がっている。中古住宅市場では、実質価格の下落は全米に広がり、過去半世紀経験のない様相を示しており、デトロイトでは1997年水準を下回るなど下落の幅を広げている。消費全般は一時期より鈍化したものの、底堅く推移しているが、住宅に次ぐビッグ・チケット・アイテムである自動車販売で米国車を中心に懸念があり、他産業でも一部企業が業績ウォーニングを出すなど、住宅市場からのスピルオーバーの兆しが出ている。昨夜発表のコンシューマー・コンフィデンスをみても特に将来見通しで予想比大きく下振れている。

国際金融市場の混乱は、例えば米国TEDスプレッドが一時期の半分の水準に縮小するなど、若干落ち着きを取り戻している。しかし、ABCP市場の縮小は続き、証券化で銀行のバランスシートの外に出したデットが証券化市場の不調で再び舞い戻る、いわゆるリ・インターミディエーショ

ンの動きがみられ、かつ決算期を迎え、証券化商品価格下落から予想比多額損失を計上する銀行等が米国及び欧州で出ている。さらに、決算の基となるマーク・トゥ・マーケットの価格付けに疑心暗鬼が解消せず、マーク・トゥ・マーケットではなくマーク・トゥ・ムードだと言われる程、センチティブな状況が続いている。S I Vの清算が始まる一方、マスター・リクイディティ・エンハンスメント・コンデュイットといった提案もあるが、賛否が半ばしている状況である。欧州では、足許の景気指標は底堅いが、金融市場の混乱が続くと実体経済に影響が出てくるとの懸念がある。実際、金融機関貸出態度の慎重化を示すデータも出ている。以上、無視できないダウンサイド・リスクが米国で顕在化し、欧州でも潜在化しているというふうに考えられる。

他方、中国経済は想定比上振れ、インフレ圧力も強く、資産市場も過熱している。産油国はもとより、エマージング諸国の経済状態も強い状況が続いている。このことは、メインシナリオである欧米のダウンサイド・リスクからの世界経済のデカップリングの可能性を依然示唆している。同時に、中国を含むエマージング諸国の需要増を見越して、穀物や石油等国际商品市況は全体としてみるならば強含みで推移している。これは世界的にみるならば、インフレリスクは残りかつ交易条件の悪化を通じて、消費国にスタグフレーション的な影響を与える可能性があることを示唆している。為替市場もインプライド・ボラティリティが高くかつ変動している状況で不確実性が高いと言える。

次に日本経済であるが、やや長期的視点でみる必要があると思う。昨年の量的緩和解除から1年半を経過したが、日本経済は1990年代後半から2000年代初頭の危機的な状況からは脱したものの、構造改革は大企業から中小企業へ、そして都市圏から地方圏へと緩やかに進んでいる状況であると考えられる。つまり、現在直面している状況は、古典的な景気循環に対応する部分と構造変化に伴う調整に対応する部分の複合状況にある。現在みられる地方、中小企業全体としての弱さ、そしてその中での大きなばらつきは、このような複合状況のコンテキストで捉えられるべきであると

考える。一方で、構造調整に伴う需要下押し圧力が存在し、他方で構造調整進展による将来予想の好転はゆっくりと起こるということを考えれば、経済全体の歩みが力強さに欠けるが底堅く推移していることは不思議ではない。

以上を頭に入れて、前回会合から明らかになった内需のデータをみると、まず企業部門は資本財出荷が第2四半期に引き続き第3四半期も堅調である。ただ、中小公庫調査でも、中小企業の設備投資が足許弱めであることは否定できない。家計部門は常用雇用のしっかりした伸びが続き、一人当たり賃金下落の影響を抑えて、雇用者所得の伸びも底堅く推移している。9月家計調査の二人以上世帯消費支出も前年同月比名目+3%となったが、特殊要因から-5%と大きく落ち込んだ去年の裏の影響があり、割り引いて考えれば実勢はほぼ横這いというところだと思う。生産も各産業の入り繰りが相殺される形で底堅く推移し、今月は電子部品・デバイスの需給改善が目立つ。住宅は需要が弱含んできており、首都圏新築マンションの売却戸数をみても、建築確認基準の厳格化に伴う人為的な落ち込みからの回復も弱いことには留意する必要がある。ただ全体としては、ばらつきを伴いながらも内需は底堅く推移し、この傾向を大きく崩す兆しはない。

次に、消費者物価の推移である。足許をみると、9月全国CPI（除く生鮮）の変化率は、私の予測が前年同月比-0.08%に対して、実績は-0.13%、つまり-0.1%で一致した。しかし注意しなければならないのは、8月までの上昇モメンタムがなくなってきたことである。実績が予想を下回る程度が、前回会合で説明したとおり、8月までは少しずつ縮小していたが、今月は5bp拡大した。これは、企画局算出の刈込平均が10bp上昇幅を縮小し、+0.05%となったことと整合的である。婦人物衣服費が相対的に下落した影響が大きいと言える。10月予想であるが、微妙なところで丸めの影響が出る可能性があり、ゼロ%になる可能性が6割、-0.1%にとどまるのが4割というところだと思う。その後、エネルギー価格の今年高止まりと前年低下の裏が効き、11月には0.1%上昇、さらにエネルギー価格高止まりの影響が続くと、2、3月には0.3%以上上昇、年

度平均はゼロ%に着地する確率が高いと思う。さらに、来年度初には、私立大学の学費等のサービス価格改訂で、ある程度の上昇が見込まれている。既に穀物価格上昇等を受けた原材料価格上昇の転嫁の動きもみられるので、来年初めの時期には+0.4~+0.5%の上昇率になる可能性は十分にある。注意点は、これはCPIの上昇モメンタムが急速に高まった訳ではなく、前年のエネルギー価格低下の裏の影響に過ぎないということである。そのため、現在高騰したエネルギー価格水準が来年度も維持されたとしても、上昇率への寄与は来年度後半には消滅するという事に注意しなければいけない。さらに、もし来年度エネルギー価格水準が低下するならば、年度後半にはマイナスの寄与となる。そのうえ、需要が伸びず価格低下が起こりつつある米価等の要因もある。現在の上昇モメンタムが需要増により大きく拡大することのない限り、来年度の物価上昇率は年度前半は上昇、後半は大幅低下となる可能性が高いことは頭に入れておく必要があると思う。

最後に、次回決定会合までの金融政策判断であるが、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前回会合での私の見解に変化はない。従って、現状維持がふさわしいと考える。以上である

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降公表された指標をみると、前回会合時における内外の景気、物価の基調判断に変更を迫るようなものはなかったと認識している。米国については、住宅着工や新築・中古住宅販売の前期比大幅落ち込み、高い在庫率、住宅建築業者の景況感悪化、ケース・シラー住宅価格指数の低下幅の拡大など、住宅市場の調整が徐々に深さを増しつつある。その一方で、小売売上げや自動車販売など個人消費は堅調であり、その他部門への明確

な波及効果はみうけられない。国内の指標についても、7～9月の実質輸出や鉱工業生産はしっかりとした結果となったほか、家計調査も含め実質消費支出は底堅く推移している。消費者物価についても想定どおりであった。

次に、展望レポートであるが、基本的には執行部案に違和感はない。なお私は今年度と来年度の成長率については、改正建築基準法の影響により多少振れるが、均してみれば潜在成長率を幾分上回る程度の成長率を維持していくとみている。消費者物価については、ゼロ%程度から+ゼロ%台半ばへ、より長い目でみるとプラス幅が次第に拡大するという見方を変えていない。以下では、私の見通しの背景のポイントと、気になるリスクについて述べておきたいと思う。

まず、米国の金融資本市場は、引き続きリスク再評価の過程にあり、各種クレジット・スプレッドや株価は足許揺り戻しもあって一進一退の動きとなっており、まだ不安定な状況を脱していない。そうした中、住宅市場の調整の深まりや金融機関の巨額損失の計上等を受けて、F e dの利下げがほぼ織り込まれているようである。前回会合でも指摘したとおり、リスクの再評価が適切に進めば、信用力の乏しい借り手を中心に与信条件が厳格化され、その結果発生する与信収縮はF e dの利下げで戻るわけではない。従って、現在織り込まれているようなF e dによる追加利下げにかかわらず、在庫水準の高さや与信条件の厳格化ならびに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れば、米国住宅市場の調整は2008年後半まで長引く可能性が高く、米国の個人消費に下押し圧力を与え続ける可能性が高いと私はみている。2008年の米国の成長率の私の見通しは、IMFの見通しとそう違わない。さらに、ユーロエリアの成長率もサブプライムローン問題の影響を想定して+2%程度に下振れさせている。ただ、それでも、新興国等の景気拡大がカバーするかたち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く、日本からの輸出についても、輸出の分散化等から増加を続けるとみている。

米国経済については、成長の下振れリスクとインフレリスクが気になる点である。米国の住宅価格の調整の深さとスピードについて、もっと下振れる可能性は無視できない。消費への波及が最も気になる。雇用の先行きを含め消費者マインドは悪化を続けているし、ベージュブックや銀行決算での引当ての増額などから、消費者向け与信にもタイト化の兆しがみられる。また、モーゲージ関連の保証会社や保険会社の決算も悪化している。さらに、商業用不動産投資についても、ベージュブックに幾らかの軟化が指摘されているし、リターンも悪化している。商業用不動産からオイルマネーが手を引く兆しが窺われるといった声も、ごく一部であるが聞かれている。カントリーワイドが第4四半期には黒字回復見通しであるとか、住宅取得能力指数が増してきているといった明るいニュースもない訳ではないが、住宅価格の調整が想定以上に大きくなったり、国際金融市場の変動の影響が思いのほか広範なものとなれば、米国経済のハードランディングにも繋がりがかねない。その場合には日本の輸出への影響も無視できない。

もう一つの懸念材料は、米国の消費に一段と悪影響を与える原油をはじめとする一次産品の価格高騰を背景とするインフレの懸念である。日本エネルギー経済研究所によると、アジアの石油消費量は中国及びインドの需要拡大を背景として2030年には2004年対比2倍に膨らむと予想している。こうした実需に対する強気の見方を背景に、投資資金と投機資金の流入もあって国際商品市況は高騰を続けている。私は、原油価格が一旦調整後、高止まりすると想定しているが、地政学的リスクやドル安などが投機色を一層強めるようなことにでもなれば、ユニット・レーバー・コストの上昇率が高い中においてインフレ率が思いの外上振れる可能性もあると思っている。

他方、国内経済に目を向けると、特に気になるのは賃金の弱さと住宅投資の動向についてである。生産・所得・支出の循環速度を緩慢なものにしてきた賃金の弱さについても、足許改善の兆しが窺われている。賃金低迷の背景と考えていた幾つかの要因のうち、団塊世代の退職を新卒者によって補充することに伴う下振れがここへきて漸く剥落したとみられ、事業規

模五人以上の一般労働者の所定内給与が2か月連続してプラスとなった。先行きは、中小企業の収益の頭打ちと投入コストの上昇が止まない限り、賃金全体が大きく上昇することは期待できないが、公務員給与の下げ止まりや生産増等もあるので、毎月勤労統計の本日のデータが良いことを期待しつつ、次第に所得環境の改善が明確化していくのではと考えている。

住宅投資に対する改正建築基準法の影響も運用面での緩和が図られることになったこともあって、今のところ2007年度の成長率を一時的に+1%台後半まで下振れさせるにとどまり、来年度にかけてリバウンドするとみているので、長い目でみれば標準シナリオを変更する程のインパクトはないとみている。しかしながら、業界では、受付停止の影響はむしろ9~11月に大きく出るとの見方があるほか、帝国データバンクは改正建築基準法の施行の影響が建設業界だけでなく、建材や鉄鋼などの周辺業界にも波及し景況感を押し下げたとの調査結果を出している。もとより、住宅価格が建築資材価格の高騰もあって購入者の許容レンジを越えつつある中で、需要そのものが頭打ちとなっている可能性も指摘されているし、商業用不動産についても東京圏の地価上昇率のピークは過ぎたという見方も出ているし、地方都市のオフィス空室率は高水準が続いているとの指摘もある。資金面では、金融商品取引法の影響や外資へのサブプライムローン問題の影響もあるようである。これらを踏まえると、建築確認申請手続きが正常化したからといって、想定どおり実質GDPがリバウンドしていくかどうか慎重にみておくべきかもしれない。

消費者物価については、足許賃金に上昇の兆しが窺われること、企業サイドに原材料価格の上昇を他のコスト圧縮によって吸収する余力が減ってきていること、消費者サイドでも徐々に価格転嫁を受容するムードが醸成されつつあること等から、思いのほかプラス幅を拡大していく可能性があると思われる。なお、私は原油をはじめとする一次産品の価格が、新興国の高成長持続を前提に高止まると想定しているが、国際商品市況は様々な要因で変化するので、それに伴って上振れ、下振れする可能性は否定できない。

次に金融政策運営についてである。まず、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について二つの柱による点検を行うと、今回の標準シナリオは4月に示したシナリオを基本的に踏襲している。第一の柱については4月の展望レポートどおりで良いと思う。第二の柱については4月と同様に経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と高まる可能性がある。今般の国際資本市場の変動はこの一例とすることができる。また、展望期間内における経済成長や物価が上振れないしは下振れするリスクがあると思っている。今後の政策については、これまでどおり「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うことになる。現在、標準シナリオにさしたる変化がないもとで、過去に比べて利上げのペースは遅くなっているが、これは政策についての考え方を変更したためではなく、メインシナリオを巡る不確実性がその望ましいペースにも影響を与えることになるからである。我々の政策についての考え方には全く変更がないことをしっかりと説明することが大事だと思っている。

なお、第二の柱との関係で資産価格のバブルについて一言述べておきたいと思う。資産価格を決めるのは金利と期待成長率とリスク・プレミアムである。バブルの時にはこれらのどれかについての予想が実態から乖離していることになるので、バブルの理由を金融政策のみに求めるのは片落ちであって、技術革新や金融改革などを通じて期待を強気化させる要因が同時に働いている場合が多いと思う。いずれにしても、前回会合の繰り返しになるが、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であり、たとえ足許の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、フォワード・ルッキングに対応し、持続的な物価安定を確保していく必要がある。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。とは言え、次回会合までの金融政策運営方針については、市場が安定を取り戻していない中であって、経済見通しや金融政策の先行きについての市場の考え方が簡単に大きく振れる状況では先行き不透明感は否めず、市場との冷静な対話も難しく、政策変更を検討するにはもう少し市場の安定が望まれるので、現状維持が適当だと思う。以上である。

福井議長

野田委員、お願いします。

野田委員

前回会合以降明らかになったデータは比較的限定的ではあったが、総じて言えば、コアCPIの前年比上昇率でみてゼロ%近傍と極めて安定した物価情勢のもとで、景気は緩やかな拡大を辿っているというこれまでの経済・物価情勢の基調を変えるものはみられていない。すなわち、企業部門は、好循環の起点となる輸出が7~9月期の実質で前期比+6.0%と大幅な増加をみて明確な回復を示した。設備投資は、8月の資本財出荷が前月比-7.3%と単月では振れによるマイナスとなったが、7~9月期を通してみると前期比+2.3%と4~6月期に続いて+2%台の伸びを示したほか、鉱工業生産も7~9月期では前期比+2.2%と、今年前半の足踏みからしっかりと持ち直している。

個人消費は、9月は記録的な猛暑が消費全体にはむしろプラスに働いた模様で、7~9月期の商業販売統計における小売業販売額は前期比-0.2%となった。また家計調査では9月の実質消費支出は、好調だった8月対比で+0.7%、7~9月で均しても-0.9%と、7月の大幅な不振を8、9月でかなり取り戻すという堅調な動きを示した。物価であるが、9月の全国コ

アCPIの前年比は6か月連続の-0.1%となり、いずれも0.1%以下の極めて小幅の議論ではあるものの、石油製品を除く財がマイナス幅を拡げる一方、一般サービスでは、家賃のマイナス幅の縮小が目立つとはいえ、水面上プラスのところにとりぎりぎりどまっているという姿に変化はなかった。

ここで、2008年度までの先行きの経済・物価情勢を展望したいと思う。米国住宅市場の調整の深まりやサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱の行方と、それらが世界の实体经济に及ぼす影響の度合いという点で、依然として不透明感が解消する兆しは足許みえない。一方で、これまで我が国経済の緩やかな回復の前提あるいは好循環のメカニズムが維持される蓋然性を根本的に覆すに足る材料もない。まず、好循環メカニズムの起点となる輸出についてであるが、後で述べるように、米国経済は世界経済にとっても最大の下振れリスク要因ではあるが、その米国経済が景気後退までには至らないことを前提とすれば、我が国の実質輸出における米国の地域別寄与度のこれまでの著しい低下と今後も米国と新興国との間にははっきりとした成長格差が見込まれることなどから、米国向け輸出の減少があっても、それは新興国を中心にその他地域向けの増加でカバーされると考えられ、全体として輸出は引き続き増加することが想定される。そうであれば、足許、再び回復感を強めている企業の生産活動は増加を辿り、今次景気拡大期における内需の柱となってきた企業の支出活動、就中、設備投資は、歴史的な高水準の収益と極めて緩和的な金融環境が維持されると見込まれることも併せ考えると、引き続き増加基調を辿ると考えられる。ただし、その増加モメンタムは、企業の期待成長率が上昇しているとはみられない中で、徐々に衰えていく局面にあるとみるのが短観の結果からも確かなところであろう。

次に、家計部門であるが、労働需給がさらに引き締まっていくもとで、賃金が少しずつではあるが上昇していき、賃金以外の企業からの支出ルートも通じて、家計所得が改善する傾向は当面続くと考えられ、その中で家計支出も底堅い動きを辿るといった基本的な見方は変わっていない。ただ、

昨日の失業率の上昇にはやや意外感を持ったのは正直なところである。特に、ここ2か月の女性の失業率の急上昇——+0.7%ポイントであるが——、それと中堅・中小企業の雇用者数の前年割れが続いていることには注目しており、労働需給について今後は従来以上に慎重な点検が必要になってくると考えている。

物価については、今後も財を中心に激しい価格競争が続く可能性が高く、また、目先、米価の値下がりも見込まれるほか、サービス価格についても限られた生産性の上昇を顕著に上回る程の賃金の上昇は期待し難いことから、全体としては、物価上昇圧力が急速に高まることはなかなか想定できない。もっとも、生活実感からくるいわば体感物価の上昇により消費者のインフレ期待が着実に高まっていることと相俟って、価格転嫁の川下への波及が一段と広がっていく可能性も否定し難いとすると、ここ1年あまり続いた超安定を脱して少しずつ上昇圧力が明確になるとみるのが妥当なところであろう。

以上のような先行きのシナリオの蓋然性に対するリスク要因としては幾つも挙げられると思うが、ここでは、一つに米国経済を巡る下振れリスク、二つに原油価格を始めとする商品市況の高止まりのリスク、に絞って言及したいと思う。

まず、米国経済であるが、足許9月の住宅市場関連指標は8月に引き続いて軒並み悪化しており、着工・販売の減少と在庫積み上がりは一層はつきりとしてきた。また、ケース・シラー指数にもみられるように、7月が前年比-4.5%、8月が-5%ということで、住宅価格の底値も益々見通し辛くなっており、市場の調整感は一段と深まり、底入れの時期もさらに後ずれするのではないかとの懸念も広がっている。金融市場の前回会合以降の動きをみると、正常化の最大のポイントとして注目されている金融機関の決算に関して申せば、ある大手投資銀行一社の四半期決算において、僅か二十日前に発表した予想を大きく上回るサブプライムローンやCDOに係る評価損が計上されたことから、他の金融機関の決算も含めて、適切な処理が行われているのか、保有資産の評価損が出尽くしているのか、と

いう公正価値会計に対する懸念、不信が再び高まっている。金融市場の混乱が実体経済に与える影響の度合いについて推し測ることは依然として時期尚早であるが、この一件は金融市場の正常化への道のりが平坦でないことを改めて示したものと言える。

リスクの二つ目は、原油をはじめとする国際商品市況の高騰の影響である。原油価格は、今年に入って、8月の一時期を除きほぼ一本調子で上昇し、WTIで93ドル、ドバイで84ドル台乗せと最高値を更新している。これには、中東における地政学的リスクの高まりやドル安に加えて、金融資本市場の混乱による投機資金の流入などの一時的な複合要因によるところが大きいとも考えられるが、国際商品市況全体の高騰の根底には5%に近い世界経済の持続的な拡大期待があることも疑いのないところであり、高値継続の可能性は存外高いという想定も成り立つ。原材料費の上昇で企業収益の伸び率が低下し、それが設備投資意欲を抑制するというようなことは論を俟たない。また、今次景気拡大局面を通じてグローバル化のもとで価格を巡る競争が激化する中、企業は交易条件の悪化を余儀なくされ、それによる収益の低下を賃金の抑制でカバーする状況が続いてきたと言える。仮に、このところの国際商品市況の高止まりが持続した場合、企業の賃金抑制姿勢を一層強めることに繋がり、労働需給の逼迫が続けば徐々に賃金の上昇が高まっていくという我々の前提と個人消費及びユニット・レーバ・コストへのパスを通じた物価上昇のメカニズムに、僅かながらも黄色信号が灯ることもある程度想定しておく必要があると考える。もっとも、足許の原油価格の上昇だけでCPIをベースラインから+0.2%近く押し上げるという試算もあることにも付言したいと思う。

最後に、先行きの金融政策運営方針について簡単に触れたいと思う。我が国経済を取り巻く環境の変化は決して小さくはないが、金融政策運営に当たっては、同じ立ち所から同じ目線を維持することが市場との円滑なコミュニケーション維持向上の観点からも重要であると考えている。今回の展望レポートでは金融政策運営方針に関する記述に4月レポートから若干の変更があったが、本質的には結語に表されているとおり、これまでの

考え方に些かも変更がないということをお場で確認しておきたいと思う。

以上述べたことを踏まえると、経済・物価情勢の展望の執行部案については、全体としてあるいは表現についても基本的に異論はない。また、当面の金融政策運営方針についても、前月と変わっていない。すなわち、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に促すという現在の方針を維持することが適当と考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回のMPM以降に公表された9月の貿易統計、生産統計、個人消費関連統計は、我が国経済が緩やかな景気拡大を続けているとの見方をサポートするものであった。全体としてみれば、好調を続ける世界経済に支えられ、7～9月期の実質輸出は、季調済前期比+6.0%と4～6月期の-0.4%の反動もあって非常に高い伸びとなった。実質輸入も前期比+1.8%とまざまざの伸びで、実質貿易収支は前期比+15.8%となった。この結果を踏まえると、7～9月期実質GDPへの外需寄与度は前期比+0.5%ポイント程度とかなり大きな数字になると思われる。先行きについても、輸出は世界経済の成長を背景に増加傾向を辿ると見込まれる。先日発表されたIMFのWorld Economic Outlookをみると、米国等は相応に減速するとみられているが、それらを新興国や中東諸国などがカバーするため、世界全体でみると引き続き5%程度の成長が見込まれている。

こうした中で生産をみると、9月の生産統計は前月比-1.4%と8月の+3.5%から減少した。7～9月期の生産でみると前期比+2.2%と高めの伸びとなった。先行きも、予測指数をみると10～12月期は増勢を持続すると見込まれる。なお、生産統計からは改正建築基準法による住宅着工件

数の激減の影響によって、窯業、土木等では生産調整を余儀なくされている様子が確認できるが、それでも全体としてみれば生産は増加している。電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスは改善が明確になり、IT関連財の在庫調整はほぼ一巡したと判断している。米国ではハイテク企業の好決算を受けてナスダック総合指数が大幅に上昇し、東アジア諸国のIT関連財の生産動向は堅調である。4月の展望レポートではリスク要因の一つとしてIT関連財の需給動向を指摘したが、今回の展望レポートでは大きな項目から外し、第一のリスク要因である海外経済の動向の中で言及するにとどめていることは適切だと思う。小売業販売額、家計調査等から7~9月期の個人消費をみると、天候要因による統計の振れはあったが底堅く推移しているという現状判断が適切とみている。

次にダウンサイド・リスク要因についてであるが、やはり米国の経済金融情勢ということであろうか。足許までに大手米国金融機関の第3四半期決算が出揃っている。サブプライムローン問題への対応をみると、今できる処理を着実に進めているように窺われる。この結果を踏まえると、米国におけるサブプライムローン問題の金融システムに与える影響は米系金融機関の資本を毀損することなく、その高い収益力によって取り敢えず吸収可能と考えられる。こうした中、金融資本市場をみると、IPOは低調であるが、普通社債の発行が持ち直してきているほか商工業者向け銀行貸出もこのところ増加している。次に、実体経済への影響であるが、最近の米国住宅関連指標をみると、住宅需要の減退はやはり向こう数か月間に亘って米国の経済活動を圧迫するとみられる。米国の住宅投資減速は年初時点の予想よりも大きく、新築及び中古の住宅在庫は極めて高水準にあるため、住宅市場の調整は来年後半まで続く可能性が高まってきたと思う。ただ、米国のGDPに占める住宅投資のウエイトは2006年時点で約5%にとどまっておき、調整が深まっているとはいえ、在庫増を通じて住宅価格が大幅に下落するなど、価格調整メカニズムが機能し自律的な調整が進むように思う。加えて、米国経済は驚く程堅調に足許までは推移している。今のところ個人消費を大きく押し下げていることを示唆するハード・デー

タはない。来年にかけて住宅投資減速が個人消費を下押しするとの見方に違和感はないが、雇用、所得環境が底堅く推移すると同時に、ドル安による純輸出の景気下支え効果を考えると、米国経済が景気後退に陥る可能性は高くないとの見方が有力である。また、株式相場が底堅く推移しているため、住宅価格下落に伴う逆資産効果懸念は杞憂との見方も少なくない。

米国の経済・金融情勢については、米国大手銀行による第3四半期決算の公表やディスクロージャーの前倒し等から、論点整理が進んできたように思う。今後は、住宅市場の調整とその影響というファンダメンタルズを中心にフォローしていくことになると考えている。むしろ、今後の焦点は、サブプライムローン問題については米国からユーロ圏にシフトするのではないだろうか。具体的には、間もなく公表される——今始まっているところではあるが——欧州の大手銀行の決算内容や実体経済に関する8月以降のハード・データに注目している。

展望レポートで挙げているリスク要因以外にマーケットで注視されているのは、中小企業の動向である。足許、中小企業の景況感が悪化している要因をみると、原材料価格が上昇する中で、販売価格への転嫁が進まないことが大きいと考えられる。もっとも、個人的には、小泉政権以降の緊縮型の財政政策、多重債務者救済を目的とした貸金業規制法の実施、信用保証協会保証融資へのモラルハザード回避を目的とした責任共有制度による保証融資の厳格化、改正建築基準法の実施など財政、各種制度変更の要因が少なからず影響しているように思う。こうした中で、金融面から中小企業をサポートすべきとの意見もあるが、今、我が国が抱えているヒト、モノ、カネの非効率性を改善するために、金融政策ができることは限られているし、むしろ金融政策を活用して効率性を高めていく方が長い目でみた場合に、日本の国益に合致しているのではないかと思う。

さて、展望レポートそのものには違和感ないのだが、基本的見解に記述されている見通しの前提と経済のメカニズムについて若干コメントしたいと思う。サブプライムローン問題に伴う国際金融情勢の混乱が我が国の金融環境に及ぼす影響は限定的なものにとどまる中で、我が国経済は生

産・所得・支出の好循環メカニズムのもとで拡大を続け、極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするというボトムラインはシェアしている。ただ、企業部門から家計部門への波及については、企業の人件費抑制姿勢が非常に根強いため——先程野田委員からもあったが、私も非常に強いと思っていて——、ハード・データによって今一つその波及が確認できない状況が続いている。仮にこの状況に大きな変化がない場合、まだ気が早いですが 2009 年にかけて予想される世界経済の減速や企業収益の伸び悩みとそれを受けた設備投資の増勢鈍化から、我が国の実質 GDP 成長率は 2 年後には潜在成長率とほぼ等しい水準まで鈍化する蓋然性が高まってくるように思える。

また、物価の見通しについてであるが、マクロ的な需給ギャップの引き締め、賃金上昇に伴うユニット・レーバー・コストの下げ止まり、国民のインフレ期待の上昇を背景に緩やかに消費者物価が上昇していくとのロジックが展開されている。しかし、厳しく言えば、この論理展開に幾つかの綻びがみえる。すなわち、個人消費に力強さがなく、改正建築基準法施行や住宅需要鈍化により住宅投資が下振れしている中、今年度は実質 +2% 成長に到達できるか微妙である。需給ギャップが需要超過方向で推移するにしても、極めて限界的なものと思われる。また、国民が感じているインフレ感は石油製品や食料品の価格の上昇を映じたものとみられ、これはコスト・プッシュ型の物価上昇で、本行が展望レポートで描いている需給ギャップ縮小や労働需給タイト化を反映したダイヤモンド・プル型ではない。なお、物価に関しては、国民が物価上昇を肌で感じ始めており、生活実感と消費者物価統計とのずれが拡大していること、全国にチェーン展開する小売業種で地域別価格制度を導入し始めていることといった論点も存在する。個人的には、今回の展望レポートにおける物価見通しに関する記述は原案どおりで良いと思う。しかし、次回 4 月の展望レポートで記述する物価に関する前提とメカニズムについて、内部で議論を深めていく必要があるかと思う。

最後に、次回の MPM までの金融市場調節方針についてであるが、私は



前回の判断と同じである。すなわち、一番目は日本経済は展望レポートの見通しに沿って推移していると判断されること、二番目として、米国サブプライムローン問題に端を発した金融市場の変動は引き続きリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、三番目は、利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないことから、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.75%程度で推移するように促すこと、同時に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、を提案したいと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

展望レポートについて申し上げる前に、まず最近の経済・金融情勢と次回決定会合までの調節方針について述べたいと思う。实体经济面では前回会合以降、輸出、鉱工業生産、雇用統計などの9月の計数が公表された。そのうち、7~9月の実質輸出は前期比+6%の大幅増加となり、これまでのところ米国経済減速の直接の影響はみられていない。同じく7~9月の鉱工業生産は情報関連を中心にはっきりとした増加となっており、電子部品・デバイスの生産調整がほぼ一巡したことを示唆している。9月の失業率など雇用関係ではやや弱めの動きもみられたが、全体としてみると、我が国の景気は緩やかに拡大しているというこれまでの判断に沿った動きと評価できると思う。物価面をみると、9月の生鮮食品を除いた全国消費者物価の前年比は-0.1%と引き続き前年比ゼロ%近傍で変化のない状態が続いている。ただ、東京の10月CPIは前年比ゼロ%となったほか、最近の原油高、身の回り品の値上げなどを踏まえると、全国CPIもそう遠くないうちにマイナスが取れていく蓋然性は高まっているように思う。

一方、海外経済の不確実性は高まった状態が続いている。まず、米欧金融市場においては社債スプレッドやTEDスプレッドが高止まっているほか、CDOやCLOも依然として停滞しており、全体として改善テンポははかばかしくない。焦点となっている米国住宅市場では、在庫が高水準にあるほか販売が一段と減少するなど、調整が厳しさを増している。住宅以外の分野では個人消費や設備投資は比較的堅調さを維持しているが、消費者コンフィデンスの悪化や雇用の増勢鈍化など弱めの動きも出ている。中国の二桁成長の持続、ユーロ圏の堅調さといった好材料もあるが、やはり海外経済についてはダウンサイド・リスクに力点を置いて情勢を注視していくという段階にあると思う。以上を踏まえて、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当であると考え。

次に展望レポートについて申し述べたいと思う。まず、経済の現状判断については、全体としてみれば概ね4月時点の見通しに沿った展開をしていると思う。ただし、好調な企業部門に比べ、家計部門への改善テンポが緩慢という状況が続いているので、原案にあるとおりの点を明記することが適当であると考え。先行きについては米国経済を始めとした海外経済や国際金融市場の動向など、後で述べるように不確実な要因があるが、標準シナリオとしては生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで息の長い拡大を続けるとの見方で良いと思う。成長率の数字そのものは住宅投資の振れが攪乱要因となるが、それを均してみれば潜在成長率を幾分上回る成長率を続けると考える。こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境も徐々に物価上昇を促す方向に進んでいくと考えられる。すなわち、労働や設備といった資源の稼働状況が今後も高まっていく方向にある。また、賃金が緩やかな上昇に向かう中で、いずれユニット・レバー・コストの下押し圧力も減衰していくとみられる。ただ、企業の競争環境や賃金をめぐる情勢を踏まえると、物価上昇の動きは極めてゆっくりとしたものとみておくべきであると考え。この点、委員方のCPI見通し、つまり今年度はゼロ%近傍、来年度はゼロ%台半ばというイメージは今述べたような理解と整合的であると考え。

次に、景気の見通しの上振れ、下振れ要因としては、第一に海外経済の動向、第二に緩和的な金融環境が続くもとで金融経済活動の振幅が拡大してしまう可能性の二つに整理することで良いと思う。まず第一点目の海外経済の動向であるが、米国経済の下振れとその世界経済全体への波及リスクをどうみるかがポイントである。この点、住宅投資自体は比較的海外への波及が小さいセクターであるので、世界経済へのインパクトという点では住宅市場の調整やこれに端を発する金融資本市場での混乱が個人消費や設備投資にどの程度影響していくか、ということが一つのポイントとなる。展望レポートの原案の書き振りはこうした筋道が上手く表現されていると思う。また今回は、欧州経済についてもダウンサイド・リスクを記述することが適当であると考え。同時に米国の資源稼働状況の高さ、過熱気味の中国経済、原油価格の高騰などを踏まえると、世界経済全体としてインフレ方向のリスクがあることにも言及していく必要があるであろう。一方、米国サブプライムローン問題や国際金融市場の変動にもかかわらず、我が国の金融環境は極めて緩和的な状況が続いており、金融経済活動が積極化しやすい環境にある。そうしたもとで、二点目として掲げた金融経済活動の振幅が拡大するリスクについては、前回までの展望レポート同様、しっかりと記述していくことが適当であろうと考える。

以上を踏まえ、先行きの金融政策運営を考えるうえで二つの柱を点検すると次のようになると考える。まず、第一の柱としては、我が国経済は引き続き物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断できる。第二の柱については、これまで同様、低金利期待定着のリスクと経済・物価下振れのケースの二つに整理することで良いと思う。その中で、今般のサブプライムローン問題や国際金融市場の動揺をどう位置付けるかが重要な論点である。前回決定会合では、私はサブプライムローン問題がもつ金融政策運営上の意味合いについて二つの側面があるということを示した。第一に、良好な経済情勢、金融緩和が続くもとでのリスク評価の緩みという、これまで我々が警鐘を鳴らしてきた問題が現実にも生じたこと、その意味でやや長い目でみれば、経済・物価情勢に応じた金

利調整の必要性を裏付ける事例であること、第二にその一方で、市場の自律的調整が働いて巻き戻しが起きた結果、短期的には経済に対する不確実要因として作用している点も、政策判断上考慮すべきこと、の二つである。展望レポートにはこれらの点が簡潔に記述されていると考える。

以上の点検を踏まえて、当面の金融政策運営についてはこれまでの基本的考え方を維持することが適当であると考え。すなわち、第一に日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を進むのであれば、金利水準を引き上げていくという方向感をしっかり維持しつつ、第二に予めスケジュールを持つのでなく、飽くまで経済・物価情勢の変化に応じて弾力的に対応していくという方針を示すことが必要である。この両面で展望レポートの記述は適当であると考え。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは、現状判断と展望レポートを纏めて申し上げたいと思う。まず、日本の経済の拡大を支えるメカニズムは、私は二つあると認識している。一つは景気を引き上げる力であって——エンジンと言っても良いのだが——、エンジンである設備投資は減速しつつもなお大企業を中心に健在であると思う。一方で、景気を下から支えるメカニズム、これは何かと言うと雇用者の伸びであると思う。拡大を下支えする雇用者の伸びもこれまでのところ着実であるということかと思う。ということで、これまでの景気拡大を支える二つのメカニズムは変調をきたしている訳ではないと考えている。一方で、リスクの要因を考えてみると、既に多くの方が指摘されたように、対外面では国際金融市場の混乱の影響を受けたアメリカ、欧州のスローダウンである。IMFは先進国の成長率を2008年に0.6%下方修正した。それから、原油の高騰。対内面では交易条件悪化を受けた賃金、個人消費の伸び悩み及び中小企業の設備投資意欲の減退、業況の悪化とい

うことであろうかと思う。足許の成長率を考えてみると、私のみるところ、第3四半期の内需は、設備投資はプラスであるが住宅投資がかなりのマイナスになるということで、恐らくキャンセルアウトされてしまうのではないかと。そして個人消費の方は、ご説明があったように、ほぼ横這いということなので、内需の伸びはほぼゼロではないかと思う。輸出の方は、堅調に推移しているので+0.4~+0.5%成長を支えるような力として機能しているというふうに思う。ただし、よく振り返ってみると、内需の寄与度は今年の第1四半期+0.3%ポイント、第2四半期-0.3%ポイント、第3四半期が仮にゼロだとすると、3四半期連続して内需が横這いということも現実的だと思う。今日発表された失業率から分かるように、雇用が中小企業を中心にやや弱くなっているというのは、勿論生産が弱かったということはあると思うが、内需がやはりゼロ近傍でこのところ半年以上推移してきているというところが基本的な要因ではないかと考えている。そこで、住宅投資について、恐らく第3四半期かなりのマイナスだというふうに思うのだが、ただ色々情報を集めてみるとむしろ第4四半期の方の住宅投資の落ち込みの方がより大幅になる可能性もある。これには、着工件数とGDPの進捗ベースにずれがあるということがある。それから、どの位事務処理能力が高まっているのかということについて、まだ不確実であって、場合によると年明けもという話もあって、そうすると今回の住宅投資の調整は——機械的な調整なのだが——思ったよりも期間は少し長くなる可能性があると思う。それから、その調整が終わった後どの位の力で戻ってくるかということについて、マンション等を見てみると、この建築基準法の改正がある前から契約率等が昨年の秋頃からやや低下していて、基調としてやや弱くなっているのかという感じもあるので、思った程はリバウンドしないかもしれない。そういうリスクがあらうかと思う。

内需について、一点はこの住宅投資、第二点は賃金なのであるが、最近民間給与実態統計調査——これは、国税庁による税収の方からの調査であるが——をみると、私は年齢別の賃金プロファイルがフラット化しているのではないかと、それが賃金をやや押し下げる要因ではないかと申し上げて

きたのだが、どうやらこの調査でも明らかになったようである。平均給与は45歳未満では上昇している。しかし、45歳以上だと減少している。特に55歳～59歳、勤続35年以上の平均給与の減少が目立っているということであって、同時に2千万円超の平均給与所得者が増加していて二極化が進展している。年齢別の賃金プロファイルのフラット化と同時に二極化が進展しているのが今の実状かと思う。であるから、賃金の先行きを考える時はこういう構造変化を同時に考えていく必要があると考えている。

次に物価の状況であるが、今回の展望レポートでは成長率は平均して+2%程度であるので、恐らく需給は、GDPギャップは良い方向に動いていくと。しかしながら、仮に潜在成長率を+1.7%程度というように+1.5%と+2.0%の中間位で考えると、2年間合せても0.5%程度改善するという程度であって、1%GDPギャップが改善すると過去のこれまでの回復の姿をみても0.2%程度、石油とか特殊要因を除いた実力コアの消費者物価指数は上がっている。そうすると、0.5%しか需給が改善しないと0.1%程度の上昇だと。先程お話があったように、足許が-0.07%というのが特殊要因を除いた実力コアであるが、そうすると実力コアのベースで考えると——これは2年平均しての姿なのであるが——ゼロ程度ということもあり得ると思っている。ただし、今足許の原油価格の上昇は極めて急激であって、これだけで年度平均でも+0.2%あるいはそれ以上押し上げる力になる。ただし、どこかで上限があって、そこで横這いになれば今度は反対側になる可能性もある。横這いになれば、ある時点ではゼロになりそしてマイナスになると。これは西村委員のご指摘のとおりだと思う。というのが物価についての見方である。

こうした足許の景気の現状と展望レポートで我々が想定している景気拡大のメカニズムそれからリスク要因、そういったことを全て考え合わせたくうえで金融政策の運営についてはどう考えれば良いかということであるが、先程申し上げたように、リスク要因、特にアメリカ経済の減速であるが、今日もケース・シラーの住宅価格インデックスが発表になって、20大都市で5%下落。その図をみるとほとんど急降下というか、ほとんどま

だ下げ止まる様子がみられないという状況かと思う。ということで、リスク要因も考慮し、現在の金融政策のスタンスを維持するということが私は適切であると思っている。

一点だけ付け加えさせて頂きたいのであるが、須田委員の方から言わば上振れ要因というか第二の柱に関するお話があった。私も概ね須田委員のおっしゃるとおりだと思っているのだが、この第二の柱を考えるうえではやはり少し長めの期間を考えながらやらないと難しい。1985年、1986年と今は少し似ているところがあって、物価の上昇率はゼロ近傍、けれども不動産価格は10%、20%と上がっていた。同時にあの時は円高もあって、3割位円高になって、そういう資産価格が大幅に動いて一般物価がゼロ近傍と。その時に果たしてどうすれば良かったのかと、私もその時の当事者だったらどうするかなと今も思い悩むことがあるのだが、そういうことをやはり考えるうえでも少し長めの予測を、つまり持続的に低金利が続いた場合にどういう経済の先行きになるのかについてのエクササイズは有用だと思っている。あまり注目されていないが、この点でアメリカのFOMCからコミュニケーションポリシーについての発表が恐らくあるのではないかと私は想像している。ウォール・ストリート・ジャーナルにそういう観測記事が載っていたので、四点程恐らくコミュニケーションの改善点があるだろうと。FOMCは予測を年2回から4回に増やすほか、公表のタイミングをスピードアップするだろう。そして予測期間を2年から3年に延ばすのではないか。さらに、予測の前提条件についてより詳しく説明するのではないかというような観測記事が載っているが、私はこういう点も参考になると思っている。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

前回会合後、幾つかの経済指標が明らかになるとともに、15日には支

店長会議で各地からの報告があった訳であるが、特に大きな情勢変化を窺わせるようなものはなかったように思う。

まず、米国経済については、個人消費は9月の小売売上高が前月対比で幾分改善したほか、鉱工業生産は引き続き増加基調にあるなど、住宅関連以外のセクターは相対的に底堅く推移しているようにみられる。このため、米国経済が潜在成長率に向かって減速してい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なかったように思う。もっとも、9月の住宅着工件数は大幅に減少したほか、住宅販売件数も7~9月平均では大幅な減少となるなど、住宅市場の調整は一段と深まりつつある。また、FRBのベージュブックでは、経済の拡大ペースは8月時点と比較すると減速したことが報告されているほか、コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数も8月以降、月を追うごとに悪化しており、米国経済の先行きに対するダウンサイド・リスクは高まっているように思う。その他の地域に目を転じると、欧州では輸出、生産が増加基調にあり、先行きも底堅い成長が続くと考えられる。また、アジアでも、中国の7~9月期の実質GDP前年比は前期並みの二桁成長となるなど引き続き高水準の成長を続けているほか、NIEs、ASEANも緩やかな景気拡大を続けているようである。このように世界経済は地域的な拡がりをもって拡大しており、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なければ、景気が若干減速したとしても世界全体が大きく影響を受けるリスクは従来に比べれば小さくなっていると考えられる。

サブプライムローン問題についてであるが、前回会合時点では金融市場は幾分落ち着きを取り戻していたようにも窺われた。しかしながら、その後公表された一部金融機関の決算が事前の予想を大きく下回ったことや住宅関連指標が市場予想を下回ったことなどから、株価や長期金利、クレジット・スプレッドは再び不安定な動きとなった。この間、短期金融市場における国債利回り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目立って改善していないほか、証券化商品の評価価格は個別金融機関によって格差が大きく、価格の再評価



がなお進行中であり、市場の機能が未だ回復していない状況である。また、米国の大手銀行が中心となって、短期金融市場の流動性促進コンデュイット——いわゆるM-LEC——が設立されることが明らかになったが、当コンデュイットに対する市場の評価はまだ定まっておらず、投資家が過度に信用リスクに敏感になることにより信用収縮が発生するリスクが払拭されていない。このため、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1バレル93ドルを超え最高値を更新した。他の金融市場からの資金流入とともに、米国原油在庫の減少や中東情勢を受けた地政学的リスクの高まりが価格上昇の材料になったとの見方もあるようである。米国における基調的なインフレ圧力が残存する中、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、総じてみれば引き続き緩やかな拡大を続けているという状況に大きな変化はないと思う。すなわち、輸出は地域的な拡がりを持った海外需要の拡大を背景に増加を続けているほか、生産についても9月の鉱工業生産指数は前月比-1.4%と減少したが、8月の大幅増産の反動によるもので、基本的には増加基調が続いている。雇用、所得関連も状況に変化はなく、9月の完全失業率は4.0%と2か月連続で上昇したが、労働需給は全体としては引き締まり傾向が続いているとみて良いと思う。雇用者数の増加から雇用者所得も緩やかな増加基調が続いている。先行きも、人手不足感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、企業の人件費抑制姿勢は強く、特に雇用者の約半分近くを占める小規模事業所の賃金が相対的に弱めに推移しているだけに、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、9月の大型小売店の既存店販売額は例年よりも気温が高めに推移したことから秋物衣料を中心に伸び悩み前年比-2.0%となったが、外食産業の既存店売上高は前年比で+3.1%と増加しており、財の消費の弱さをサービス消費が補っているようにも窺われる。先行きに

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のか、引き続き確認していきたいと思う。住宅投資については、改正建築基準法による減少が続いているが、この法改正に伴う新しい確認・審査体制の確立や普及が円滑に進んでいないようであり、法改正の影響が長期化し、建設財出荷や建築関係の中小企業の業績にこれまでの想定以上の影響を及ぼすことが懸念される。しかしながら、昨日、国土交通省は改正法の運用面での緩和策を発表しており、事態の改善が期待される。また、住宅需要についても、マンション業者の一部からは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ている。こうした需要の変化は首都圏のマンション契約率が低下していることから示唆されており、今後とも、住宅投資の動向については注意してみる必要があるように思う。

物価面では、9月の全国コアCPIが前年比-0.1%と6か月連続で横這いの動きとなった。値上げ圧力は確実に溜まっているが、流通業者間の競合が激しい中、今年度上期に価格転嫁に踏み切った一部のスーパー等では、客数の減少により値上げ以外の品目の売上高も減少して業績が悪化したことから、来店客数を回復させるために再び価格の引き下げを検討している先もあるとの話もあるようである。このように、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。しかしながら、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、追い討ち的な昨今の原油や穀物等の高騰が価格転嫁のトリガーとなる可能性も低くないと考えられる。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。

続いて、展望レポートについてであるが、結論としては執行部の原案に

異論はない。日本経済は、前回展望レポートの見通しと比べると、企業部門は好調な一方、家計部門や物価の改善テンポはやや緩慢であるが、全体としてみれば概ね見通しに沿って緩やかな拡大が続いていると評価できると思う。先行き 2007 年度後半から 2008 年度までにかけても、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、潜在成長率を幾分上回るペースでの成長を続け、コア C P I は目先前年比ゼロ%近傍で推移するものの、その後は次第にプラス幅を拡大していく可能性が高いと思う。こうした中、リスク要因としては、海外経済や国際金融資本市場、さらには緩和的な金融環境のもとで金融経済活動の振幅が大きくなる可能性などに留意が必要と思う。

続いて二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、第一の柱については、2008 年度までの経済・物価情勢の見通しは物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく方向と判断して良いと思う。また、第二の柱については、緩和的な金融環境からの刺激効果が一段と強まるリスクや海外経済や国際金融資本市場における変調が我が国経済に影響を与え経済情勢の改善が足踏みするリスクに留意が必要だと思う。以上を踏まえて、今後の金融政策運営の考え方は、「中長期的な物価安定の理解」に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を迎える蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うことになる、ということが良いと思う。

最後に、次回会合までの政策運営方針であるが、金融市場調節方針は現状維持とすることが適当と思う。我が国の景気は緩やかな拡大が続いているが、米国の住宅市場の調整が想定以上に長期化した場合は、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ず、我が国経済も少なからず影響を受けると考えられる。このため、今後発表される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などを見極めつつ、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い成長のプロセスを支えていくことが適当と思う。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、亀崎委員から願います。

亀崎委員

前回政策決定会合以降、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、一部には改善がみられるものの、依然として市場から不透明感は払拭されておらず、リスク再評価のプロセスが継続している状況である。こうした中、先日のG7では市場の健全性・透明性向上に向けた諸作業を金融安定化フォーラムに指示しているほか、米国では民間主導でABC P市場の流動性向上に向けた取組みもみられている。しかし、いずれも即効性は期待できず、この問題には時間を掛けて取り組まざるを得ないことが改めて確認されたように思う。

まず、海外景気についてであるが、主要諸国のファンダメンタルズの良好さに支えられて、全体としては拡大を続ける可能性が高い中で、金融市場の混乱、原油高を受けて、米欧で不確実性が高まっている。すなわち、米欧景気の下振れリスクである。まず米国についてであるが、住宅市場は一段と減速している。先程も少しご紹介があったが、昨日発表のケース・シラー住宅価格指数であるが、20都市指数では8か月連続の下落、下げ幅は2001年の統計公表開始以来最大という数字である。こうした中で、個人消費は——ベージュブックで示されたが——、地域差を伴いつつも、全体として夏場に比べて減速していることが示唆されている。また、各州の個人消費動向についてであるが、前回は商務省の4～6月までの売上税のデータをご紹介したが、各州自身もデータを公表している。7月以降の動きをみると、まずニューヨークは4～6月が+3.5%、7～9月が+4.6%で堅調である。一方、カリフォルニアは本年1～3月は前年比-0.4%、4～6月が-0.6%、7～9月-1.6%となり、フロリダは1～3月-2.1%、4～6月-4.0%、7～9月-4.7%で、いずれも徐々にマイナス幅が拡大してきている。また、ネバダは1～3月+3.5%、4～6月-1.5%、7～8月

-4.2%、メインは1~3月+2.8%、4~6月+1.2%、7~9月+1.4%となっている。このように、住宅価格の伸びが低い地域では、売上税が減少もしくは低迷する傾向が年初来一貫して続いている。これに加え、今後は金融市場の混乱を受けた金融機関の融資基準引き上げ、原油高の影響といったことが顕現化してくる可能性がある。目先のホリデー・シーズンについては、米国宅急便最大手のUPSが、四半期決算公表時に10~12月の米国内の取扱小包量は個人消費の伸びが僅かにとどまるため過去四年間で最も低い伸びとなるだろうとの見通しを示している。この会社は、サプライチェーンマネジメントを駆使して、先々の荷動きを肌理細かく捕捉しているとみられるだけに、今後の個人消費動向はこうした見方も参考としつつ注意深くみていく必要がある。企業収益については、ドル安もあってグローバル企業では引き続き良好であるが、金融市場の混乱を受けた資金調達面への影響あるいは原油高等を受けて、一部には収益への懸念もみられるため、四半期決算の状況を注視したいと思う。

一方、欧州では足許の経済指標は内外需ともに堅調である。先行きについても、ドイツ、フランス、イタリアの三研究所が雇用拡大を受けた個人消費の底堅さなどから2008年1~3月までは年率+2%成長を維持するとの見通しを共同で示したとおり、景気は緩やかに減速しつつも拡大を続けるとみられる。ただし、クレジット市場の混乱、ユーロ高の影響等から、先行きへの不透明感は払拭し切れておらず、企業、個人ともに景況感が悪化している。英国でも、7~9月GDPが高い伸びとなるなど経済指標は今のところ良好であるが、BOEが先日公表した金融システム報告書においては、クレジット環境の逼迫が来年にかけても続き債務者の資金調達に支障が生じるリスクが指摘されている。このため、英国を含む欧州の景気や市場動向については、引き続き注意深くみていきたいと思う。中国であるが、内外需ともに好調な中で資産価格上昇等、過熱感が収まっておらず、当局の政策効果の行方を見守りたいと思う。また、インドでも、8月の鉱工業生産は旺盛なインフラ、工場建設等を映じて予想を上回って前年比10%超の伸びを示すなど、引き続き内需主導で高い成長が続いている。

もう一つのリスク要因は、国際商品市況の動向である。とりわけ原油は世界需要の強さ、地政学リスク等を背景に一段高となっているが、これが消費国の物価上昇圧力を高める一方で、交易条件悪化を通じて景気を下振れさせる可能性がある。特に米欧については、景気、物価の両睨みでいかにざるを得ない微妙な局面であるだけに、原油価格の動向とその影響には注視したいと思う。

次に日本であるが、さくらレポートでも示されたとおり、足許の景気はほとんどの地域において拡大または回復方向の動きが続いており、地域差はあるものの、全体として緩やかに拡大している。ただし、景気の牽引役は引き続き輸出、設備投資であり、個人消費が力強さを得るには至っていない。また、中小企業はグローバル化の恩恵を十分に享受できない一方で、原材料高で収益を圧迫され業況が芳しくない。こうした中、景気拡大は今後とも緩やかにとどまらざるを得ないと思われる。まず、輸出は全体としては引き続き堅調である。ただし、米国向けについては伸びの鈍化が明確となっているため、今後は、欧州向けとも併せて円安修正の影響にも留意しつつ動向を注視する必要があると思う。生産は引き続き高水準であるが、改正建築基準法の影響から建設財の生産が落込んでおり、関連業種の業況とも併せてよくみていきたいと思う。こうした中、企業部門の収益は総じて良好であるが、原油高等からこのところやや不透明感も出てきている。設備投資は少子高齢化を見越した合理化、省力化やグローバル展開を支える体制整備のための設備投資需要が根強いとみられるが、収益環境を巡る不透明感もあって企業のスタンスは引き続き慎重さを伴っているとみられる。雇用面では、労働需給は引き続きタイトである。一方、賃金については、グローバル競争が強まっていることや中小企業の業績が芳しくないことなどが抑制要因となっている。また、統計上は、団塊世代の退職、パート比率上昇、短時間勤務の増加といったライフスタイルの変化が賃金を押し下げており、先行きもこうした状況はなかなか変わらないと思う。そうしたライフスタイルの変化の影響を除けば、パートの時給にもみられるとおり、賃金上昇圧力は徐々ながら強まっていると考えられる。また、雇用

者増加を受けて、給与所得の総和は緩やかに増加している。こうした雇用、所得環境のもとで、株式からの配当増もあって、個人消費は底堅く推移するものとみられる。ただし、各種の消費者コンフィデンス指数が芳しくないことにもみられるとおり、年金等を巡る不安心理が根強いいため個人消費が力強さを持つのはなかなか難しい状況ではないかと思う。

物価面については、企業物価指数は原材料高を受けて前年比プラスを続けている。CPIについては前年比ゼロ近傍で推移しているが、特にデジタル製品等の一部品目の継続的な前年比大幅マイナスが全体を押し下げている。構成目ごとの動きをみると、上昇品目数が下落品目数を上回る状況が昨年8月以降14か月連続で続いている。こうしたことから、CPIが景気拡大に併せて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く、持続的な経済成長にとって望ましい物価の動きが続いていると考えている。以上のことから展望レポートについては、標準シナリオ、リスク要因とも概ね適切に記載されており、異存はない。

次に、次回会合までの金融政策運営方針については、現行方針を維持することが妥当であると考えている。前回も申し上げたとおり、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、これまで堅調に拡大してきている。このため、今回のグローバルな金融市場の機能低下も一定の時間は要するものの、世界経済は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。一方、我が国の景気は、物価安定のもとで持続的な成長を実現していく可能性が高いと思われる。こうした状況下、現在の低金利が長期に亘って継続するとの見方が定着してしまうと、金融経済活動の様々な面でリスクとリターンのバランスを欠いた行動を惹起しかねないということから、引き続き意識していく必要があると思う。しかし、現在は、グローバルな金融市場の混乱と米国の住宅市場減速が实体经济に不透明感を与えているので、この点を引き続き注視する必要がある状況にあると考える。以上である。

福井議長

以上で各委員からご意見の表明を頂戴した。概ね7分程度ということについても大変ご努力を頂き真に有難い。ただし、少し早口になられた感じもあり、次回以降、もう少しゆっくりお話頂いてかつ時間内に、と贅沢なことをお願い申し上げる次第である。

全体の感じはなかなか纏めにくいのが、大方のご意見は前回の決定会合以降の様々な指標、データを点検したところ、日本経済は引き続き緩やかに拡大していると。この基調判断を揺るがすものはないということでは認識の一致があったと思う。ただし、これを世界経済の中に置いてみると、やはり不確実性が高まった状況が続いているということで、多くの委員のご意見は次回政策決定会合までの金融調節、金融政策の運営方針は現状維持ということであったと思う。水野委員は、前回あるいはそれ以前の会合から引き続いて、この際、金利の引き上げが適当であるというご判断であった。その理由についても、水野委員が前回までおっしゃっておられたことと変わっていないと受止めさせて頂いた。日本経済は緩やかな回復基調がしっかりしていること、そして海外の様々な事象についてはリスク要因にとどまっていること、そして現状の金利を長く据え置く場合には、やはり、将来の経済の振幅を大きくする心配があるということであったと思う。

日本経済については、輸出は海外環境が引き続き良好ということである。米国向けについて多少綾はあるということであっても、欧州その他地域への堅調な伸びというのがあり、これによって総体としての輸出は増加を続けているという評価であった。また、内需の方は設備投資とそれから個人消費、この内容をみるとかなりの相違があるということである。設備投資の方は増加基調にあると一言で言ってしまうとそういうことだろうが、やはり長い目でみた設備投資循環の流れからみて緩やかな減速過程に入っているかということが一つあるのと、それから中小企業の領域において、その流れが少し早くなっているということがあると思う。個人消費の方は、所得の裏付けがなかなかしっかりしてこないということがあるので、引き続き天候要因等に振られやすい状況にある。判断としては底堅い状況が続



いているということだったろうと思うが、その所得の裏付けとしては賃金の面と雇用の面の両方がある。このうち賃金の方をみると、企業所得から家計部門への還元は、引き続き様々なパイプを通じて行われているのだが、賃金のルートはやはりあまり強いとは言えないという状況が続いている。また雇用の面では、特に中小企業の雇用について、今回初めて心配となる可能性のある指標が出てきたということであり、これには注目していこうということであったと思う。生産、出荷、在庫のバランスは概ね取れている状況ということであるので、日本経済の循環メカニズムをみている限り、自律的に急に綻びをみせる心配は然程大きくないということだろうと思う。ただ西村委員からのご指摘があったとおり、やはり引き続き日本経済はグローバル化の波に対処していく中で、色々な面で構造調整の過程が続いていく、今後ともずっと続いていくということであり、特に中小企業あるいは地域経済において、それがいわゆる大企業・製造業対比でみて、今後も強めに出がちで推移していただくとういうことがある。従って、そういう構造変化の進展振りを十分点検しながら、そこに循環的な変化を上乗せして判断していく必要があると、西村委員のご指摘のとおりではないかと私も思う。物価は、国内企業物価の方は国際商品市況高に非常に敏感に反応する形でやはり動いているということで、これまでのところは3か月前比でみて上昇テンポが少し鈍化してきているということであるが、先行きはまた上がっていくことは間違いないという状況のようである。消費者物価指数は、原油関連、エネルギー価格等の動きを考えると、この先確実にプラスになっていくということであるが、経済全体の需給の引締まりからみたファンダメンタルな消費者物価の上昇振りは今後とも極めて緩慢なものとして動いていく可能性が強い。この点についての判断も、そんなに大きな相違は皆様方間でなかったのではないかという気がする。

冒頭で世界経済においてと申し上げたが、世界経済そのものは米国経済のスローダウンがなお続いており、ダウンサイド・リスクが高まった状況にあるということである。しかしながら世界経済全体としてはその他地域の経済の堅調な成長がカバーして、引き続き地域的な広がりを持って拡大

を続けているし、当面そういう状況が続く可能性が高いという感じで一致していたと思う。先日のG7でも、国際金融市場の動揺や原油高あるいは米国住宅部門の弱さなどが世界の成長を減速させるが、ファンダメンタルズは引き続き強いとの認識が共有されたという状況であった。いわば震源地の米国では、今申し上げたとおり、緩やかな景気調整局面が続いている。その中心点にある住宅市場の調整が長引いている、あるいは調整が少し深まっているということであり、底を打つにはなおかなり時間が掛かりそうだという展望でも一致していたと思う。在庫が増える中で価格が下がり始めているが、なかなか底がみえないという状況がなお暫くは続きそうということである。個人消費も緩やかに減速しているという感じが色々な情報や指標で出ているということであるが、住宅市場の調整が個人消費にどのようなマグニチュードの影響を及ぼすのかについては、今の段階ではまだ正確に予測しにくい状況であろうかと思われる。ただ、原油価格の上昇もあるし、生産性の動向が米国でどうなっているのか正確には分からないが、引き続きインフレリスクは残り続けているという感じもある。従って、両面の影響を良くみていく必要があるということだと思う。欧州の方は、一言で言えば、内外需のバランスの取れた拡大が続いているということであるし、鉱工業生産も非常にしっかりしているような感じである。個人消費も国によって違うようであるが、総じて言えば回復傾向が引き続き確認されているという状況である。先般、ワシントンで色々私も確認したが、一頃までユーロ・ゾーンで生産性が上がり始めたが、また止まっているという話があった。それからグローバルな金融市場の攪乱の影響はやはりある程度懸念しているという状況でもあるので、これらの面は欧州経済についても要注意事項である。中国は7~9月の実質GDPが+11.5%と、相変わらず+11%台で非常にハイスピードで走っているという感じである。これは少し速過ぎるのではないかと中国自身が思いながらも速く走っているこの状況が、一体いつまで続くのかという問題はやはりある気がする。先行き、中国が減速する局面と米国の減速が非常に深まるような事態のコインシデンスというのも起こるのか起こらないのか、将来的には要注意、

注目事項ではないかと思う。国際金融市場は幾つか改善の動きがあるとはいえ、全体としてはなお不安定な状況である。特にCDOやCLOの取引が依然停滞した状況であるし、ABC Pの発行残高の減少も少しましになったとは言っているが、減少が続いているという状況である。またTEDスプレッドや社債スプレッドも高止まりしているということである。幸いにも日本の金融環境への影響は限定的であるし、今後ともそんなに大きなインパクトがなかろうと予見はできるが、この国際金融市場の今後の帰趨というものは引き続き要注目事項だということであったと思う。M-L ECが出てきて、これが非常に何か目玉になり得るかということについては今のところ評価が必ずしも芳しくないという点をどう考えるかということなのだが、リスクのリプライシングが整齊と行われて、市場が新しい価格をスタート台として機能を高めていくということが一番望ましいシナリオである。CDOとかCLOといった取引の仕組みそのものがやはりリスク・リプライシングを難しくさせる仕組みを内蔵しているとすれば、かなり難航する可能性がある。その間、銀行のバランスシートにかなりの部分が不良債権の形でカムバックしてきて、古典的な銀行の帳簿による損失処理という過程が少し長引くのかどうか、一方、CDO、CLOといった最先端の商品も少し衣替えしなければトランスペアレントだと認識されないということであれば、新しい商品の出現という形でこれをブレイクスルーしていくのかどうか、少し読めないところが今のところあると思う。

展望レポートについては各委員方の中で大きなご意見の相違はなくて、概ね原案についてサポータティブなご意見が多かったのかと思っているので、中身について詳しいことは私はここではリピートしない。ただ最後の金融政策運営の基本方針については、表現は現状に則して少し変わっているところがあるが、基本的な考え方はそのまま維持しているということであり、そのことは議長としても原文についてはそういう判断だということを確認しておきたいと思う。野田委員からも同じ立場から同じ目線できちんとみていくことがコミュニケーション・ツールとしても非常に大切だというお話があり、そのとおりだと私自身も思っている。なかなか纏めきれ

ないが、一応そういうふうに纏めさせて頂いた。引き続き様々なポイントについてご意見を頂ければと思う。何か新しい統計の公表はあったか。

#### 門間調査統計局長

それでは、先程私が説明した追加図表で雇用のところを開けて頂きたいと思う。資料-4の追加図表、本日お配りしている薄い方である。結論から申し上げると、変なことは起こっていない。図表1の<毎月勤労統計>であるが、常用労働者数8月前年比+1.6%の後、9月も+1.6%ということで、変わらなかった。製造業も+0.7%、非製造業+1.8%で8月と全く同じである。ただ、名目賃金については8月+0.6%とあるが、そこが9月は-0.5%であり、内訳を申し上げると、所定内給与が9月は-0.4%、所定外が+1.4%、特別給与が-7.7%ということであり、この結果、雇用者所得が+1.1%ということになる。ということで賃金は依然としてやはりちょっと弱めであるが、雇用者数自体は着実に増加しているということで、こちらの統計をみると振れがないのであまり問題がないということかと思う。では、先程の労働力調査の方は全く振れと思ってみなかったこととして良いかと思っただが、そういう訳にもいかない。ここにはいつも書いていないのだが、この毎月勤労統計の方も常用労働者数について5~29人と30人以上で分けると、実は5~29人の伸び率が低下してきているというのは今年の初め位からじわじわと起こっている。ただ一方で、30人以上の伸び率が高まってきているので相殺しあい、伸び率が変わっていないということが毎月勤労統計で起こっている。であるから、中小企業の方が相対的に弱そうであるということが毎月勤労統計でもそうだということであるが、要はそれが足許急に起こっている訳ではないことと、それから30人以上で一応吸収されているので、トータルで伸び率が低下している訳ではないこと、その二点が毎月勤労統計と労働力調査の違いということで、その部分が労働力調査の振れだろうと思う。以上である。

福井議長

クオリティの高い労働力がどんどん減っていて、その中だと取り合いはやはり大企業が勝つということになるのか。

門間調査統計局長

取り合いは大企業の方が強いが、大企業もかなり選別的に人を採っているので、中小、零細で働けなくなった人の働き口が直ぐ見つかるかという問題が恐らく究極的には問題になると思う。今のところはそこは吸収されていてトータルでは伸び率が低下していないということであるが、ここから先はその問題はあり得ると思っている。

須田委員

一点だけ聞きたいのだが、今度の展望レポートの図表 26 (3) の賃金のところの一般・所定内給与という部分について、今日の数値を入れたものは分かるか。

門間調査統計局長

一般の所定内給与であるか。時間当たりまでは分からないのだが……。

須田委員

展望レポートの図表である。

門間調査統計局長

展望レポートか。

水野委員

図表だから今日配ったものではない。

須田委員

図表 26 の所定内給与である。

門間調査統計局長

図表 26 の (3) の賃金というグラフの太実線であるな。一般・所定内給与、これはグラフの右端はプラスになっているが、直近は 0.0% である。

福井議長

これか。

水野委員

それは今日公表された数値を入れて、0.0% ということか。

門間調査統計局長

入れてというか、まだこれは四半期にするとどうなるか分からないが、9月の数字しか手許にないので。

水野委員

失礼した。9月か。

門間調査統計局長

それだけを申し上げると 0.0% ということなので、7~9月にすると多分均されて、これより少し小さいプラスということになると思う。

武藤副総裁

そうすると、労働力調査の方に多少振れの要素があるとすると、完全失業率はまた戻って低下してくる可能性があると言えるか。

#### 門間調査統計局長

これは完全失業率のうち、今の労働需給を正確に表わしている部分が何%かという問題になるので、そこのところは正確に読めない。この夏場に3.6%まで急速に低下した時にちょっとピッチが速過ぎるなど思ったので、それが幾分かは少し上の方に戻ってくるというところまでは良いのだが、4.0%がそのレベルかというところは何とも申し上げにくいので、その辺りというふうに申し上げておきたいと思う。

#### 西村委員

労働力調査の誤差率はどの位だったか。失業率に対して。

#### 門間調査統計局長

失業率の誤差率か。それは手許にない。それから毎月、毎月0.2%位は振れることはある。ただ、連続して0.2%位同じ方向に振れるというケースは今回の回復局面ではあまりなかったのが結構大きな振れなのだが、実はその前に連続して下の方に結構振れているので、ちょっとこの数か月は振れが大きいなという印象はある。

#### 福井議長

それから調査統計局か国際局かよく分からないが、原油価格の高騰に関して、今の原油の生産量と例えば世界経済見通し——IMFのペースは+4.8%——とはコンシステントなのかどうなのか。またOPECに対して増産すべきとの声がある一方、OPEC側は十分増産していると言っているが、そこのところはどうなのか。

#### 門間調査統計局長

IEAの2008年の原油の消費量の見通しは、+2%を超えるような結構高い伸び率になっている。+2%を超える年というのはあまりないので、比較的需要は伸びると国際機関はみているというのがある。それとIMF

の見通しが完全に整合的かどうかというところについてはなかなか判断が難しいと思うが、やはり 2008 年もインド、中国といった一般的にあまりエネルギー効率が低いところで伸び率が高いということなので、ある程度需要は増えるとみるのが適切かと思う。そのうえで 90 ドルが定着するかどうかということについては、これはよく分からないし、足許についてはやはり投機資金が入っているという話も結構あるので、かつアメリカも今の 90 ドルを前提にするとガソリンが 3 ドル 20 とか 50 セントとかもっと上がっていくのではないかという話があって、そうなるとそちらの方でむしろ消費の減速、需要の減退ということでむしろ原油の方が反落の影響を受けるという可能性もあるので、そこはこれまでどおり、やはり需要サイドと市況との相互の均衡点を探るという展開がこれからも続いていくということかと思う。

水野委員

ガソリンの在庫が少なくて原油のリファインリーの問題でちょっとガソリンが上がっているということだな。ガソリンの在庫が凄く少ないので。

門間調査統計局長

ガソリンもそうだし、今、足許暖房油の在庫が過去数年間でもっとも低いレベルにある。取り敢えず今のところアメリカはそう寒くはならないと言われていたようなのでこんなもので済んでいるが、まさに今後の……。

水野委員

天候によって。

門間調査統計局長

天候によって振れ得るという状況にあることは間違いないと思う。



福井議長

国際局は今の点は良いか。

出沢国際局長

需給から言えばそうである。それ程需給のギャップで広がっているという話ではない。現に昨日ゴールドマンサックスがチャート的な分析から90ドル台は長く続かないということを出すと、途端にもう4ドル位下がっている。であるから、その辺りからしてマーケットがかなりナーバスになっている。メキシコのそういう精製のところがダウンしていたのが復活したということで動くので、今の水準が需給に支えられサステイナブルだという話はほとんど聞かない。

中村委員

タンカーの海上運賃もあまり単価は上がっていない。ばら積み船の運賃は上がっているが。

福井議長

そうか。

中村委員

実需がそれ程増えていない。

水野委員

あとM-LECだが、参加を求められている銀行もこれは本当に乗って良いものかどうかと非常に迷っているのが正直であるな。何かだまされているのではないかと。

福井議長

手品のように。

水野委員

然り。だから例えば                      はS I Vをほとんど持っていないので、なぜ同行が出ていく必要があるのかとか…。A B C Pの発行ができない状況で、ではM—L E CになるとA B C Pの発行ができるのかという問題がある。それから、値段が付くものは付くが、付かないものはいつまでも付かないだろうと考えると、結局リスク再評価の進展については個別の金融機関もやや懐疑的という声が多い。あとは凄く決算が悪いと皆様言っているが、これは不良資産を償却できるだけの資本力とそれから収益があるということがある。自己資本を食いそうになったら何が起こるかという、まずリストラをする。それから二つ目は多分合併してしまうのだな、

と                      がするとか。そういう意味では実際に米系は速い、欧州系はやはり遅れているというのが素直な市場での評価である。

西村委員

ただその場合、今のところは良いのだが、今後彼らにとって高収益はなくなる訳なので。

水野委員

おっしゃるとおり。今年は1月から6月までM&A業務が絶好調で、そこから全然ダメだった。だから自らの収益力を維持するため、業界内のM&A、すなわち、金融機関の再編が起きる。今までのモデルを変えなくてはいけない。変える時に収益が足りなければ当然どこかと合併するということになると思う。

野田委員

全体として資本が毀損されるという惧れは——勿論収益の落ち込みということでは予想比毀損されるだろうが——全体の中で吸収されるという見方はそれ程変わっていないと私も思う。ただ、固有名詞は避けるが、

証券会社の決算発表などであれだけ揺れるというのはまだやはり相当不安定であるし、その背後にはカウンターパーティ・リスクがある訳だな。

福井議長

やはり資本でカバーしてもあとで挽回しないといけない、収益を挙げなくてはいけないというモメンタムが残るから、やはり本当の意味でリプライシングが広く行われていく。

野田委員

企業が考えているよりはリカバリーが相当遅れるという感じは少しずつまた市場に滲み出てくる。

水野委員

まあ元に戻らないと思う。

野田委員

将来はほとんどなくなってしまうということでは、元に戻れないと思うのだが。

福井議長

だからそういう意味では広く——どれだけ深いか分からないが——タイトニング・エフェクトが及ぶということは間違いないな。

岩田副総裁

がCDOのマーケットはもう元に戻らないかもしれない。同じ形の商品では多分もう商売できないというようなことではないかと思うのだが。それから、今発表されている収益の状況は評価損というのが結構ある。評価損ということはまだあるのだな。

水野委員

最終処理されていない。

岩田副総裁

バランスシートに残っている訳なので、さらにまた住宅が下がるということがあれば、また後で振れる要素を抱えながらということではないかと思う。

水野委員

だから住宅市況が重要なのである。

岩田副総裁

それでスーパーS I Vは今おっしゃったように十分透明でないと私は思うのだが、ヨーロッパの方でポイント4計画というのがEcofin Councilで決められて、一つは投資ビークルの情報開示を進める。それから監督当局間は——EUの中は監督当局が色々違うので、そこが不都合なので——情報交換をもっとよくして協力強化する。それと格付け機関の改革と。それから重要なのは証券化商品の標準化ということをおっしゃっていて、域内共通のスタンダードで証券化の中身がよく分かるようにしようというもの。やはりインフォメーション・クランチという部分は、そういうことで少し透明性というのはプラスになるのではないかと思うのだが。

水野委員

然り。ジグソーパズルで言うと、アメリカの関係は色々パーツが埋まってきた。ヨーロッパはまだこれからで、通貨は強いし金利が高止まっているので金融環境もタイトニングである。欧州の方はやはり厳しくみていくという話は、展望レポートのように書いてあるとおり、そういう評価で良いと思う。

西村委員

ただCDOの格付けなどみていると、CDOのマネジメントをかなり大きくみる訳だな。そうすると、要はプールは同じなのだが、そこを上手く運営する人は高く評価するという。元々のプールは同じであるとするゼロサムのはずなのだが、格付けを信用するとプラスに高くなってしまう可能性がある。この分は多分やがて剥げると思う。これはかなり大きなショックが出てくるのではないかと思う。

水野委員

然り。

福井議長

さて、他に宜しいか。それでは、ここで政府からのご発言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

我が国経済はこのところ一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は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は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。今回決定される展望レポートでは、日本銀行がサブプライムローン問題による市場の変動以降の経済・物価情勢を踏まえ、2007年度及び2008年度の経済・物価見通しを点検され、先行きの金融政策運営の考え方をどのよ

うに整理されるのか、市場関係者の注目が集まっている。従って、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。ただし、改正建築基準法施行の影響により、住宅建設がこのところ減少している。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。その背景としては、企業から家計への波及に足踏みがみられ、労働需給が逼迫しても賃金に反映されにくいという状況が挙げられる。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、展望レポートでも挙げられているとおり、世界経済、特にアメリカ経済や原油価格の動向、国際金融市場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、その動向に十分留意しながら、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

政府からのご意見にご質問、ご意見等があれば、どうぞ。

水野委員

宜しいか。今日はお二人に同時ということだが、基本的にこの数年間——2003年以降と言った方が良いと思うが——、相当のフィスカルドラッグ、財政緊縮の中で、我が国経済は海外経済の好調を受けて何とか+2%程度の成長をしてきたという認識を個人的には持っている。その中で、さらに今後緊縮的な財政政策が続くだろうと言われている。そこもはっきり言ってくれていないので、金融政策以上に不透明だと思うが。それから貸金業法の規制法、先程も言ったが責任共有制度、改正建築基準法と全て制度の変更である。こちらによって地方の景況が悪くなっているというのが我々の支店長会議でも聞かれたことが、私は非常に印象に残っている。そういう意味では金融政策で日本経済を下支えするということは勿論我々は十分に——0.5%でこれだけ緩和的で支えていないととられるとそれはどうしようもないという位に——やっていると思うのだが、財政政策からくるドラッグについてどういう方向でいくのか——前回もお話したが——、これを決めて頂かないと我々の政策も相当自由度が奪われるので、フィスカルドラッグがないのかあるいは多少あるのか、ということが一点。それから景気循環で、そろそろ景気後退局面のことをもう2、3年後に一応考えないといけない局面にくると私は思っているので、今金利の調整が必要だと思っているのはそういう意味である。その時に金融政策に全く期待していないのだったらそれで良いのだが、期待をもしされるのだったら金利を上げることに對してもう少し理解を得て頂きたいというのが個人的な見解である。それは両方とも個人的な見解ということで覚えておいて頂きたい。

福井議長

他に宜しいか。それでは次に金融市場調節方針の議案の取り纏め、採決

に移りたいと思う。展望レポートはその後で取り纏め、採決をしたいと思う。金融市場の調節方針については皆様方の多数意見を踏まえて、議長としては現状維持に関する議案の提出を行いたいと思う。水野委員からは別途の提案があたりだと理解している。それ以外の議案の提出をされる方はいらっしゃらないことを確認させて頂いて、議長案と水野委員案をご用意頂ければと思う。

[事務局より議案配付]

宜しいか。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31日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」。(注)として委員のお名前である。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮である。



[政府からの出席者退室]

それでは水野委員案からお願いします。

[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

採決の結果を申し上げる。賛成1、反対8、反対多数である。

福井議長

本件は1対8で否決となった。それでは議長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

採決の結果を申し上げる。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

それでは 8 対 1 で本件は可決させて頂いた。水野委員から何か追加的にコメントはあるか。

水野委員

先程申し上げたので。

福井議長

宜しいか。それではそのように決定させて頂いた。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、今決められたとおりの方針に則って引き続き適切な調節をお願いします。事務局は公表の準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案が賛成多数で採択された。それでは次に展望レポート（基本的見解）の取り纏め及び採決に移りたいと思う。

#### V. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

福井議長

ここで委員の皆様方からは、成長率やインフレ率の見通し計数を再提出して頂きたいと思う。見通し変更を行われたい方も、配付した紙の変更なしというところに丸を付けて出して頂きたいと思う。

雨宮企画局長

計数の変更はない。

福井議長

そうか。本日は計数の変更はなかった。従って今日ご説明があったとおりの計数である。これが原案となる。それでは展望レポート（基本的見解）の文章についてご意見があればお出し頂きたいと思う。

須田委員

宜しいか。4頁の「第2に、」のところで一点だけ確認である。他の部分については4月から少し書き振りが変わっている訳である。先程意見を述べたのだが、「緩和的な金融環境が続く」だけでは金融経済活動の振幅が必ずしも拡大することにはならないということがあるので、そういうふうに読まれないようにしたい。実際には下を書いてあることでこれまでと変わらないことを分かりやすく書いたということで、これが何かこれまでとは別の意味を持つものではないことを確認しておきたいと思う。それで宜しいか。

雨宮企画局長

ご指摘のとおりである。

福井議長

その他宜しいか。それでは採決に移りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で展望レポート（基本的見解）をご承認頂いた。この基本的見解については、本日 15 時に対外公表を予定している。背景説明を含む全文は必要に応じて執行部で修文を施したうえ、11 月 1 日木曜日の 14 時に公表を予定している。公表まで厳に出席者限りの扱いということで、機密管理の程宜しくお願い申し上げたいと思う。それから先程お配りした要回収と判子を押ししている資料は、恐縮であるが回収させて頂きたいと思う。

宜しいか。それでは事務局は経済・物価情勢の展望（基本的見解）の公表の準備を始めて頂きたい。

#### VI. 議事要旨（9月18～19日開催分）の承認

本日最後の案件であるが、議事要旨の承認である。9月18日、19日開催分の議事要旨の承認であるが、お手許にお配りしているものである。如何か。宜しいか。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨については全員一致でご承認を頂戴した。

## VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。この次は、11月12日、13日両日政策決定会合を開催予定である。宜しく願います。なお、いつも繰り返し申し上げているが、決定会合における議論の内容はご自身のご発言も含め、厳に出席者限りということである。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。決定会合への信認確保の観点から、政府からご出席を賜っている皆様方も含め、この場の全ての皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。議事のプロセスについても同様の扱いとさせて頂きたいと思う。それから、事務局は金融市場調節方針の解禁時刻を確認するようにお願いしたいと思う。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻12時42分の予定である。

福井議長

解禁時刻は12時42分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室からお出にならないように願います。政府からご出席を賜った皆様方におかれては、控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。宜しく願います。

(12時38分閉会)

以 上