

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年11月12日（14:00～16:09）

11月13日（9:00～12:25）

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（12日）
	森山 裕	財務副大臣（13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	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	門間一夫
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	大杉和人
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	大谷 聡
企画局企画役	鈴木公一郎

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは、政策決定会合を開催する。今日と明日の二日間の会合である。議題は、今日は金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は定例のとおり、金融経済情勢に関する討議及び当面の金融政策運営に関する討議を経て、政策決定を行うということである。また、月報の基本的見解、議事要旨の承認等が明日はある。本日、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。内閣府の方からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。会合中でのご発言は、全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席者については、そのことを踏まえてご発言頂きたいと思う。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

それでは、早速議事に入る。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、お手許にお配りしている資料-1、2（追加）に沿ってご説明をする。まず、図表1-1で無担保オーバーナイトコールレートをご覧頂くと、前回決定会合以降7営業日しか経っていないが、水準自体は誘導目標前後で極めて安定して推移している。多少話題的な話になるが、補完貸

付残高をご覧頂くとずっとゼロが並んでいる。10月に入ってから足許まで練習を含めて借入は、全く途絶えている。理由は良く分からないのだが、レートが安定していることが基本的背景とは思う。ただ、外資系の中にはレピュテーションリスクを恐れて欧米市場と同様に我が国でもスタンディングファシリティを使用しないよう本部から指令を受けている先もあるので、もしかしたらそういった要素もあるのかもしれない。図表1-2と図表1-3で当座預金の保有状況をご覧頂く。この積み期は準備預金の積みは大変順調であって、まず図表1-3になるが、07/7月積み期以降の当座預金残高のグラフで今積み期の一日当たりの残り所要準備額——黒実線——をご覧頂くと、なだらかな下り坂を辿っている。このように、この積み期はここまで若干の積み上で走ってきていて、極く足許では積み最終日に向けた着地態勢に入っている。このため、図表1-2の表の除くゆうちょ銀行ベースの準備預金であるが、11/9日の残高が

と、それまでの平残が であるから、若干低くなってきている。各業態とも同じような傾向にあり、最終日の15日に向けて順調に低下している。こうした中でゆうちょ銀行は所要準備額が に対して足許までの平残が と、若干高めに推移してきている。このため、最終日を待たず恐らく本日にも積みが終了してしまう見込みである。ただ、ゆうちょ銀行も

、先週もコールの運用額は をした。このため、この表にあるように、9日には まで減ってきているし、13日には と、 ゆうちょ銀行としては

する見込みである。図表1-4、〈出し手別〉のグラフでお示ししているが、このようなゆうちょ銀行の運用姿勢の積極化はコール市場の残高の増加にも反映している。〈出し手別〉のグラフでは、ゆうちょ銀行は、白抜きのその他の部分に含まれる。ゆうちょ銀行の運用増がこの部分の拡大の主因であって、それが市場の増加に寄与していることがお分かり頂けると思う。次に、図表1-6で最近のオペの実施状況についてご覧頂く。全体としては、引き続き肌理細かい調節運営を行っている。具体的には、年

年末越えの長いオペを共通担保（全店）オペで週1本、共通担保（本店）オペで1本、週に合計2本打つ一方、短い共通担保（本店）オペをいわばファインチューニング的に用いて準備預金の残高の調整であるとか短期金利の安定を図っている。直近の年末越えのオペであるが、共通担保オペ（本店）で言うと、11月7日のオファー8,000億円である。年末越えのオペはこれで10月初来累計12本になるのだが、一時は応札倍率が6倍を超えたりあるいは落札決定レートが大体0.62%位できていたのだが、この7日の直近オペはご覧頂くとお分かりになるように応札倍率3.71倍、それから決定レートは0.60%まで低下している。このことから、市場参加者が11月上旬までに確保しようとした年末越えの資金需要も概ね充足されつつあるのではないかと類推をしている。ただ、これで年末越えの資金需要が全て満たされた訳ではなく、市場ではこの後、11月の下旬から12月上旬に掛けて年末資金取引が本格化するとみている。その意味で、年末資金需要は最初の山を越しつつあるが、第二の山はこれからということになると思っている。図表1-7で資金需給をみておくと、この先、月末までは財政の要因を主因に4.9兆円の資金不足である。この表ではまだカバーされていないが、その先の12月は年間でも資金需給の起伏が最も大きくなる月である。具体的に言うと12月4日に、税揚げの大幅な資金不足が控えている。それが過ぎると、今度は15日に年金の定時払い、20日は国債の大量償還と一転して余剰になってくる。従って、調節運営上は、資金過不足を均しながら年末越え資金を供給する、そしてレートの安定を確保するといったことが課題になると思っている。基本的には神経質な地合いが続いているので、丁寧な調節を行っていく必要があると思っている。なお、過不足を均すという意味では、図表1-6の（資金吸収オペ）なのだが、国債売現先を使って11月6日と8日に2本の吸収オペを打っている。これをご覧頂くと、期間がいずれも約1か月と吸収オペとしてはかなり長いものを行っている。これらのオペのエンドは、2本とも先程申し上げた税揚げで大幅な不足日になる12月4日に当てている。つまり、不足日を供給オペだけではなくて、吸収オペの足を置くことによって埋めていこう

という手法である。この手法を今後とも必要に応じて活用していきたいと思っている。

続いて、図表 2-1 以降で金融・為替市場の動きをみていく。まず図表 2-1 の (2) の表でターム物のレートの推移についてご覧頂くと、短国レートは 3 か月物の F B を中心にじわりと低下してきている。利上げ観測の後退もあって、都銀などのいわゆるキャッシュ潰しの運用ニーズが強いことが背景である。次に利上げ観測であるが、図表 2-2 の (1) がユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブであるが、前回会合からほとんど動いていない。ほぼ重なっている。それから、(2) のグラフの金利先物レートも概ね横這いである。続いて図表 2-3 になるが、O I S の直近のレートをお示しする黒い棒グラフも、グレー線で示した前回決定会合からほぼ横這いである。利上げ確率については (2) のグラフでお示しているが、12 月会合までの利上げ確率——太線——が 2 割弱、来年の 2 月会合までの利上げ確率——細線——が約 3 割強となっている。今日は少し株が下がっているので、この水準よりはさらに下がっているかもしれない。図表 2-4 である。長期金利は低下している。海外金利の低下が基本的な背景なのだが、水準的にみると 10 年債で言うところには 1.5% 付近まで低下している。既に十分低いところまで下りてきている。つまり、この先は景気の腰折れでも想定しないとこれ以上は買いにくい水準、特に中期ゾーンはその辺りまで低下してきている。であるから、図表 2-5 の (1) になるが、このグラフがお示するように、下がっているところは相対的にまだイールドが残っている長期ゾーンが中心になっている。いずれにしても、投資家にとっては長期金利の水準は運用の妙味が極めて限られてきていて、買い意欲が乏しくなっている。従って、例えば 11 月 8 日に行われた 5 年債の入札などは低調であった。この関連で、11 月 6 日には初めての 40 年債の入札も行われたところなのだが、この入札自体は割と無難であった。ただ、落札レートをみると 2.4% 位であったと思う。これは生保などの最終投資家の 2.6% 位は欲しいという目線からみると十分魅力的とは言えず、結果的には証券会社が多くを在庫で抱えているのではないか

とみている。

次に、図表 2-7、クレジット市場に移る。クレジット市場の動向を、(1) の社債流通利回りの対国債スプレッドでご覧頂くと、概ね横這い圏内である。ただ、過払い金返還問題を抱える消費者金融銘柄は依然不安定な状態で、BBB格の動きにそれが反映しているとみている。(2) のグラフでCDSのプレミアムの動きをみると、右の拡大図の方にお示ししているように、欧米のプレミアムは前回決定会合以降、さらに拡大している。拡大の契機となった新たなイベントが幾つかあったのだが、第一は欧米の大手金融機関の追加損失見込みが相次いだことである。それから、第二にSIVあるいはCDOの追加格下げが行われていることである。特に格下げ対象が上位格付けに及んできているという点がある。そして、第三に先週になるが、ニューヨークの司法当局がファニー・メイあるいはフレディ・マック、そういったGSEに対してモーゲージローンの買取価格について調査を行うため召喚状を発出したというニュースがあった。これもセンチメントを悪化させた。一方、日本のCDSプレミアム——このグラフの黒太線——は全体としては概ね横這いである。ただ、このグラフには十分反映されていないのだが、こうした中で先程申し上げた海外のCDOの格下げ影響などを受けて、日本の損保が投資するCDOにも損失が及ぶのではないかという懸念から、損保のCDSプレミアムが極く極く足許に至って——本当にこの2、3日であるが——拡大してきている。この辺は、よく今後の動きをフォローしていきたいと思っている。

図表 2-8、株価の動向である。株価は米株連れ安と円高のダブルパンチということから、日経平均は下落している。本日は一段安であって、これまでの年初来の安値を割り込んで1万5,000円付近まで低下した。基本的に安定的な買い主体を欠いた状態であって、図表 2-9、主体別の売買動向の外国人のところをご覧頂くと、10月22日週以降は買い越しに転じているのだが、恐らく11月に入ってから再び足許は売り越しに転じているのではないかとみられ、フローは不安定である。業種的にみると、一部の本邦の証券会社の損失発生といった報道もあって金融株が下げている

ほか、先程申し上げた円高の進行もあって、足許はほぼ全面安である。

為替相場の動きにいく。為替相場ではドル安が進んでいる。ドル／円相場であるが、前回決定会合以降暫くは114円位で小康状態であったのだが、ちょうど11月7日——先週の水曜日辺り——から円高が急速に進んできた。時系列的にこの辺りの動きを図表2-11の(1)のグラフに沿ってお話をする。ドル／円相場——黒実線——について、幾つか書いている。まず11月7日に中国当局者の「外準を多様化する」といった発言をきっかけにドル売りが始まって、これに欧米金融機関のロス拡大懸念が広がったことがドル売りにさらに拍車を掛けた。これによって、ドル／円相場は112円台までドル安、円高が進行した。さらにその後、11月9日——先週の金曜日——からであるが、米株の一段安から仕掛け的なドル売りもあって、一挙に110円台まで円高が進行したし、本日は一時的に110円を割り込むような局面もあった。このように円高となっているがユーロもほぼ同様であって、この間ユーロに対してもドルが売られてユーロ／ドル相場は1.46ドル台と既往最高値圏で推移している。このように足許はドルの全面安の様相を呈しているが、円高に歯止めを掛けるフローの一つとしては輸入予約がある。実際、輸入予約なのだが、112円台に掛けてはかなり出てきたような感じもあったが、これを飲み込む形で円が買い進まれたということである。もう一つのフローは、円のキャリートレードなのだが、この辺りの動きを図表2-12以降でみていく。まず図表2-12でいわゆるキャリーがどのような環境にあるかということだが、ドル／円のボラティリティをご覧頂くと、(1)の右端にあるように足許ボラティリティが急ピッチで15%位まで上昇してきているので、環境的には円は売りにくい。キャリー・トレード的な円売りはしにくいということだと思う。続いて、主体別に図表2-13の外為証拠金取引の動向をみると、このグラフではカバーされていないが、金曜日からの動きを若干申し上げると、金曜日はロスカットも出てポジション的にはこの後さらに縮小しているはずである。その後、今朝位は多少外貨を買う動き——いわゆる押し目買いのもの——も出たようなのだが、あまり勢いはなかったようである。ボラティリ

ティも上がっているので、円は売りにくいということである。これが証拠金取引である。次に、外貨建て公募投資信託純資産額の推移である。これもグラフがまだ更新されていないのだが、10月以降は金商法の影響で流入ペースは鈍化してきている。次に投機筋のポジションなのだが、図表2-14の(1-1)円のIMMポジションは足許ほぼ中立、若干のロングポジションになっている。このような点からみると、目先ボラティリティが低下する、あるいはアメリカの株が持ち直すということで、投資家のリスク・アペタイトが目に見えて回復しない限り、円安方向へ戻す力はそんなに大きくないのではないかとみている。実際、(2)のグラフでリスク・リバーサルをご覧頂くと、ドル/円のプット・オーバー幅——黒太線——は再び拡大していて、目先はドル安警戒感が強まっている様子が窺われる。最後に、エマージング株式、商品の動向を少しみておく。図表2-15になる。クレジット市場から退避したと思われる資金の流入から、特に米国の利下げ以降急ピッチで上昇を早めてきた訳であるが、(2)のグラフがお示ししているようにエマージング株式はさすがに足許アメリカ株安の影響を受けて調整をしている。しかし、(3)のコモディティをご覧頂くと、このうち特に原油、金については基本的に堅調を保っているようにみえる。原油については、投機資金の流入が加速しているという向きが多いようである。もう少し具体的に申し上げると、例えばNYMEXでは100ドル/バレルのコールオプションが大きく積み上がっているのも、その影響で価格が100ドルに向けて収斂していくとみられているようである。ただ、こうしたオプションは13日にエクスパイアすると言われているが、エクスパイアした後あるいは11月、12月に決算を迎えるヘッジファンドがポジションをクローズした後には、ある程度価格調整があってもおかしくないとする市場関係者もいる。以上みてきたように欧米市場はRMB SあるいはCDOの追加格下げが続いていて、その中で金融機関の追加ロス計上の憶測が飛び交っている。疑心暗鬼が市場に充満しているという状況である。その余波を浴びる形で、日本の金融・為替市場も不安定な地合いが続いているといったところかと思う。私からは、以上である。



福井議長

ご質問、ご意見等があれば、どうぞ。

西村委員

CDOの関連のところで、少しテクニカルなのだが、いわゆるインプライド・コリレーションについて非常に劇的な動きが出ている。インプライド・コリレーションが非常に高くなってきている。もし本当のコリレーションがモデルの想定の上限といったある程度の高さになったとしても、普通は価格がこれ程落ちないはずである。すなわち、実際にモデルで考えられていたよりも、遥かに大きな形でインプライド・コリレーションが高くなってしまった。そのためモデルとしては逆説的だが、当初の想定ではなく、現実のインプライド・コリレーションを使ってリプライシングしなくてはならなくなっている。それが価格を低下させてさらにインプライド・コリレーションを上昇させるというある種の悪循環みたいなことが起きていると考えて宜しいか。

中曾金融市場局長

勿論、計数的に全部確認している訳ではないのだが、多少繰り返しになるが、格下げがまず起きた。そして、格下げがある程度まで進むと、シニアのところも——スーパーシニアも含めて——格下げになってきている。そうすると、それをトリガーにして、インプライド・コリレーションが、投資家からみると解約請求できるようなレベルに達している。そうすると、これがさらに価格の下落に拍車を掛けるという形で、スパイラル的に今CDOの市況が悪化しているのではないかとされている。足許の特徴は、CDOの場合、AAA格以上のシニアあるいはスーパーシニアというところまで格下げの影響が及んでいる。それが、今申し上げたようなスパイラルを助長しているのではないかとみている。

## 須田委員

先程、ヘッジファンドの話が出て 11 月には決算もあるとのことだが、どの辺りで落ち着くのか。それから FAS 157 であったか、格下げに対して 12 月の中旬までにしっかり対応しなくてはならないということで、思い切って損失を金融機関が出すということを通じて、決算まで待たないで灰汁抜けするという可能性はあるのか。それとも、まだまだロスの再評価の問題があるから、相当きつい状態は続くのか。今マーケットの雰囲気はどのような感じか。

## 中曽金融市場局長

追加ロスの可能性が次々と表面化しているのは確かにセンチメントを足許では悪化させる面はあると思うのだが、一方で悪ければ悪いなりにビジビリティーは上がってきている。要するに、輪郭はみえてくるという部分もあると思う。はっきりしたことは分からないが、8 月の最初の局面の直後はほとんど横断的にリスクテイク姿勢が消極化した訳であるが、今回はクレジット部分は相当程度萎縮しているが、例えばマネーマーケットは——勿論改善はしていないのだが——目にみえて悪化もしていない。それから、エマージング諸国の市場、特にコモディティについては堅調を持続していくようなところもあるので、全面的なリスク萎縮にはなっていない。そのうえで、どこまで行ったら先がみえてくるのか、確かに悪ければ悪いなりの部分はみえてきているのだが、正直に言ってこれは何とも言えない。よく分からない。市場関係者の声を聞いていると、今 7～9 月はみえたが、10～12 月にさらに追加的にどれだけのロスがあるか、さらに、場合によっては 1～3 月位までみないとはっきりしたことは分からないという人達もいる。いずれにしても今暫く様子を見ようという人達が全体として割合は多いのではないかと思う。

## 福井議長

銀行のバランスシートに戻ったバッド・アセットは、今後の収益力に応

じて最終処理されることが決まっている。この点に関連して、マーケットでは、ある程度底値らしきものをマーケットプレイヤーが感じるかどうか。元々バランスシートに載っていた不良債権ではないので、次のトレードをしたいに決まっているのだが、トレーダブルなインストルメントが少し中身を変えながら用意されるかどうかというところであるな。

中曾金融市場局長

然り。我々が聞いていると、とにかく底値あるいはその付近まで十分に接近したと認識できれば買いたいという人達は結構いる。そういうニーズがあるのは間違いないが、しかしそれが今はっきりと出てきている訳ではない。

福井議長

従来よりは少しプライシングを確認しやすいような仕組みを作ってくるのではないかと。

須田委員

あと、流動性という意味では、ターム物でもスプレッドは少し縮小してきているとみていて良いか。

中曾金融市場局長

8月の時よりは多少良い。ただ、そうは言っても、やはりターム物をみると例えば3か月位を超えてくるようなものはなかなか流動性は回復していないとみている。従って、改善しているが、正常な状態から程遠い状態が続いている。

野田委員

マネーマーケットでは、TEDスプレッド何かはトレジャリーの金利が少し下がったが、LIBORがなかなか下がらないので、結果として拡大

しているということだ。この動きは極く短期的な動きで、いずれまた縮んでくるとみた方が良いのか。暫く上手く縮んでいたのだが。

#### 中曾金融市場局長

足許をみる限りでは、おっしゃるとおり、どちらかと言うとフライト・トゥ・クオリティで、トレジャリーの方が買われ過ぎているので、結果的に多少開いているように見える。LIBORが下がるか、トレジャリーの方が少し上がってきて戻すことになるのではないか。LIBORやTBレート自体は、8月と比べて劇的に何か悪化しているという感じはいずれにしても持っていない。

#### 野田委員

ヨーロッパの方は、特にマネーマーケットは、やはりまだそんなに変わっていない。

#### 中曾金融市場局長

欧州も仔細にみると、10月の初め位からECBのオペ姿勢が少しファインチューニングというか、積み期の前半に流動性を多めに供給して前倒しで積みを進捗させて、後ろの方で少しずつ恐る恐る吸収するというやり方に変えてきている。流動性の前倒し供給は安心材料として捉えられているので、一時よりはターム物のところも含めて改善しているとは思う。それから、ECBは10月の中頃から年末越えオペも供給を始めているし、このレート自体も割合落ち着いていたので、一頃よりはいずれにしても状況は良くなっている。ただ、繰り返しになるが、正常な状態ではまだまだない。

#### 亀崎委員

無担コール市場で、特に9月に取りが一時的に増えた時、外銀の取りの中で欧州系の銀行が多いというお話であった。今みても、それがかな

り細ってきたことを欧州市場の流動性との連関性でどう理解したら良いか。

中曾金融市場局長

要因が幾つかあると思っている。一つはまさにおっしゃったように、図表 1-5 でご覧頂いているのだと思うが、〈取り手別〉のグラフでポチポチ印の外銀——特に欧州の銀行——の要調達額が小さくなっている。これは欧州市場の流動性の状況を勘案して、日本サイドであまり取り上がらない、控えめな資金繰りをしているということが背景だと思う。もう一つは勿論関連しているのだが、実は 10 月の下旬に掛けてあるいは足許もそうであるのだが、円転コストが随分安くなっている。従って、外銀は円転で円を調達してコール依存度を減らしている。なぜ円転コストが安くなったかと言うと、ドル需要が強いことの裏返しである。つまり、元々ニューヨーク市場では、外銀のドル需要が強いし、邦銀も特に長いドル資金を円投で調達している。そうすると円投コストが嵩み円転コストが低くなるので、一部の外銀はそれを利用して円転を進めて、結果的にコール市場への依存度が低くなったという部分もあった。少し細かい話であるが。

福井議長

アメリカの株は、つい直前まではウォールストリートの経済に対する悲観的な見方と利下げ期待とでバランスを取っている。これがなくなるとガタンと下がってくる。利下げ期待は復活しないという前提で、下値抵抗線らしきものとみているところはあるのか。

中曾金融市場局長

米国は、多分後で国際局からも確か説明があると思うのだが……。

福井議長

先取り質問である。

中曽金融市場局長

一応今のアメリカの株価ももうほとんど 25bp の利下げを前提にした水準になっていると思う。どの辺が抵抗線かという、ただ、日本株のような…。

福井議長

日本流に上値抵抗線、下値抵抗線と、ああいうものは、アメリカの株にはないのか。

中曽金融市場局長

あまり聞いたことがない。ただ、日本株は今日二つの線が破られつつある。一つは年初来安値であった 1 万 5,270 円を破った。もう一つの抵抗線と言われているのは、日経平均で 1 万 5,000 円である。これは、今かろうじて保っている、ここを抜けてしまうと、節がみえてこないというか、もう一段不安定になってしまいそうだ。

水野委員

最近ナスダックが下がっているな。金融機関が多分 IT 投資を減らすという話であったと思うが、それでハイテク企業の決算見通しが悪い。ナスダック——今まで引っ張っていた部分——がセンチメントを悪くしている。

中曽金融市場局長

然り。つまり、多分今まで米国は金融株主導で下げていた一方、ハイテク関連は良かった。だが、今、委員がご指摘のようにハイテクの方も少し弱くなってしまっているというところが、米国株についての新しい弱い材料かもしれない。

須田委員

アメリカの長期金利について——聞くのは国際局かもしれないが——先取りして質問させていただく。今、フライト・トゥ・クオリティで低いとのことであったが、一次製品の値段が上がって、あるいはミシガン大の消費者信頼感指数をみても、インフレ期待が少し高まっている。それから、もう一方で、ドル安になっていくにつれて資金が出て行くのではないかとということで、金利が上がってしまうというリスクがあるが、これに対する懸念は今ないのか。やはり、フライト・トゥ・クオリティで、金利はかなり低い状態が続くというのがマーケットの声か。

中曽金融市場局長

確かに一つ米国への証券投資がどうなるのかということで、対米証券投資のデータは大変関心を集めていると思う。しかし、直近のものは外準運用の公的投資家の部分も含めてまだ金が入っている。それから、最近の米国債の入札をみても、間接入札者——つまり、外国の当局、公的セクターなど——の割合もまあまあ良かったので、そういった米国債の入札あるいは対米証券投資の動きなどからみると、おっしゃられたような懸念材料はまだ計数的には表面化していないのではないか。

岩田副総裁

関係あるのだが、中国は外準資産の多様化は実際に考えているのか。アナウンスメントだけか。

中曽金融市場局長

回答能力から段々離れていくが……。

岩田副総裁

それで、ドルの実質実効レートは大体 2002 年がピークで、その後毎年 5%位、ある種マネージドディクラインと言うか、ある意味では着実に、

あまり急には動かないで少しずつ少しずつ低下してきた。しかし、このところの落ち方は少し加速しているのではないかと思う。場合によると倍位になるかもしれない、と言われる位である。それで、アメリカはそもそもそういうことに対してどう考えるのかというのが一つあると思う。それと日本の円に直してみると、8月初め頃に一頃 111 円少しであるか円高になって——それから少し戻ってきたが——、111 円幾らかは節目ではないかと言われていた。それを既に突破してしまったので、次の節目はどんな感触でみているか。

中曾金融市場局長

やはり 110 円を切ると、例えば去年の夏場に掛けてのグローバル・リスク・リダクションの頃の円相場が一つの目安になっている。あの時は 108 円台である。

岩田副総裁

108 円台か。

福井議長

それでは、先取り質問がこれ以上増えないところで。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

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

金融市場の説明にもあったようにサブプライムローン問題の調整が依然続いている。金融機関の収益悪化がきっかけになってもう一段株価の下げがあり、一方でフライト・トゥ・クオリティの動きから長期金利の下げもあったが、株価下落の背景である企業収益についてももう少し広く S & P



500社の他の業種をみると、金融機関とか一部消費が関連した業種以外は割合ステディな前年比収益、前年比で+5~+6%の増益となっており、そういうものまで一気に売り込まれてはいない。それから後で少し図表をみるが、ハイイールド債の発行も最近は結構回復している。それから、株式市場でも弱気センチメントだけが出ているということではなくて、大型増資という話もある。元々波がある中で、最近の動きだけでそう悲観一色になる必要はないと言えるのではないかと思う。ある程度予想されていたが、Fedが行っているローン・サーベイの10月分をみると、金融機関は住宅ローンだけではなくて、その他のビジネスでも融資姿勢を慎重化させているのは明確である。そういうこともあって、スプレッドも広がっている。しかし、前回申し上げたと思うが、仕上がりの金利水準をみると、ジャンボ・ローンや変動金利貸出の金利ですら8月のショック前の水準のところにある訳であって、金融市場のターモイル、金利高、コスト高ということで企業活動が全般的に停滞していくのではないかというのは、少し悲観的な見方かなと思う。因みに今のFFの4.5%というのは平成6年の前半位の水準であったと思う。あの時の長期金利と今の長期金利は大体似たような水準になっている。勿論、金利は上り坂、下り坂の局面、あるいはイーロード・カーブの形状もあるが、そういう意味でFFをギブンとすれば良いところでバランスしてきているのかという感じはする。懸念材料としては、むしろ原油高である。これが定着してきていることはもう少し気にした方が良いかと思っていて、年初の水準に比べるとバレル当たり約30ドル強の上げ幅になっている。昔からある議論であるが、消費国から産油国への所得移転という額を簡単に試算すると、これは馬鹿にならない額になっている。これが、むしろ世界経済の今後の景気動向にどう影響を及ぼしていくか、こちらの方が問題かという気がしている。その影響の中には、勿論、コスト・アップ——原材料とかエネルギー価格のアップ——というインフレ圧力の面もあるが、所得の移転に伴う経済効果という分析が今後必要かと思っており、またできたら報告したい。以上を前置きにして、定例の説明に移らせて頂きたいと思うが、資料-3(参考計表)をご覧頂く。

図表 4-1、米国の実体経済である。米国の第 3 四半期の実質 GDP は、第 2 四半期並みの高い伸び率、+3.9%という事前推定値が出た。項目をみると住宅投資が唯一の下押し要因であって、あとはプラス。住宅投資のところであるが、若干細かくみると前期比年率で約 2 割減ということになっていて、第 2 四半期に比べるとマイナス幅が倍になっている訳であるが、その中の要因としていわゆる新規着工が減ったというだけではなく、中古住宅の販売マーケットが縮小したことがリフォーム工事の減少という形を通じて GDP ベースの住宅投資にかなり効いていることが今回分かった。設備投資、個人消費はそれぞれプラスである。個人消費は、第 2 四半期に比べて——これが低かったのだが——伸び率を高めている。設備投資もどうかと思われていたが、堅調に持続している。これは先週末の事前推計値であるが、その後発表された 9 月の実際の数字を入れた次に出てくる暫定推計値を巡るマーケットの話がある。9 月の卸売在庫が予想以上に積み上がった——積み上がったのか積み上げたのか分からないが——ため、GDP にプラスに寄与している。それから、9 月の貿易収支は赤字なのだが、純輸出のマイナス幅が予想以上に縮小したということで、この二つの要素が反映されると、第 3 四半期の暫定推計値は+5%前後まで伸びるのではないかとされている。ということで、景気減速が言われる中で第 3 四半期はややちぐはぐな動きをみせているが、第 4 四半期については恐らく秋口から勢いがやや鈍ってきた気配のある個人消費の動向及び第 3 四半期の出来過ぎの反動ということを考慮すると、伸び率はかなり低くなり、これもマーケット筋の話であるが、+1%台まで減速していくのではないかとされている。

9 月までの数字はこの GDP で代りに説明させて頂いたことにして、10 月以降の動きのみ図表 4-2 から順を追って簡単に必要なところだけ申し上げる。図表 4-2 の (3) であるが、消費者コンフィデンスの数字が 10 月まで延びていて、ご覧のとおりコンファランス・ボード、ミシガン、両系列とも下げを続けている。11 月のミシガンの数字が先週末に出ていて——細線であるが——、さらに大きく下がって——80.9 位が 10 月の数字

であると思うが——11月の速報は75まで下がっている。75というのは、前回申し上げた2年前のハリケーンがきた時に非常に下がった時期があるが、それにほぼ並ぶ水準である。図表4-3であるが、住宅関係は出ていないので飛ばして、図表4-4、(2)の企業のコンフィデンス、ISM指数である。製造業、非製造業、10月まで延びているが、正確に言えば、製造業は下げを続け50のラインに近づいてきている。一方、非製造業は小幅であるが改善した。水準的にも50からかなり上に離れているので、それ程心配する必要はないということかと思う。雇用、図表4-5である。10月の雇用者数は前月に比べて大幅なプラス、16万6,000人の増加となっている。②業種別のグラフは移動平均で書いてあるので、今から申し上げるのと少しずれるかもしれない。単月でみると10月業種別は製造業と小売がマイナス幅を拡大したが、建設は減少幅が縮小している。それから、ここ2か月マイナスになった金融であるが、3か月振りに増加に転じている。それから、その他サービスも高い伸びとなっている。それらを合わせて、16万6,000人の増加となっている。ただ、ご案内のとおり、この統計は、短期で直ぐ振れたり、遡及改訂が大きいので、もう少し数字が出たところで判断を加えていきたいと思っている。現状の数字は少し良過ぎるのではないかという意味である。それから、(2)に失業率が出ているが、10月の失業率は4.7%と9月と横這いである。図表4-6、ユニット・レーバ・コストが(1)にある。事務上の都合で新しい数字がこのグラフに反映されていないが、図表-3(参考計表)(追加分)の図表1の16.非農業部門労働生産性、17.ユニット・レーバ・コストに、これに関連する数字の第3四半期分を載せている。16.生産性であるが、第3四半期のGDPを反映する形で伸び率、改善率が高まっていて、ご覧のとおり前年比でみると第2四半期の0.7%から2.4%に改善している。従って、ユニット・レーバ・コストは改善する材料がある訳であるが、この表にはないが労働コストが第3四半期、結構増加していて、その関係でユニット・レーバ・コストの改善は然程になっていない。第3四半期の前年比は+4.3%であるから、第2四半期の+5.1%から改善はしているが、労働生産性が

ら期待される程には改善していないということである。これも色々変わる統計ではあるが、意味するところは言われているインフレ圧力がなかなか後退していないのではないかということに繋がる数字かと思う。以上がアメリカである。

次に、引き続き資料-3（参考計表）（追加分）の図表 2-1 で、ユーロ関係の指標をご覧頂く。ここには出ていないが、先週末欧州委員会が 2009 年に向けての経済見通しを発表していた。それによると、2008 年、来年の見通しは今まで+2.5%と言っていたが、それを+2.2%に下方改訂している。2007 年が+2.6%で着地するだろうと言われているから、スローダウンの幅が大きくなったということかと思う。そういう目で、4. ドイツの国内投資財受注の 9 月をご覧頂くと、9 月単月で前月比-4.8%、前年比-4.0%。投資財関連のため振れるのだが、均してみるとということで第 3 四半期をみて頂くと、第 3 四半期は前期比-0.5%、前年比+3.0%ということで、数字を素直にみれば弱くなってきているか。それと今申し上げたような先行きの見通しを合わせて考えると、この辺は今後良くみていかなければならないかと思っている。これ以外のところは、取り敢えず足許の動向についてみれば、内外需バランスの取れた景気拡大という今までの基本的な姿を変える材料は出ていない。6. 小売売上の 9 月は増加している。前月比+0.3%、前年比でも+1.6%、四半期で締めてもそれなりの数字だということだと思う。消費者コンフィデンスは、アメリカと同様、先の方は悪くなるのだが、ただ 8. 消費者コンフィデンスにある数字で見れば、10 月は 9 月と横這いにとどまって-6%である。それから、11. 失業率は 7.3%ということで、引き続き低下している。なお、ユーロの失業率の統計は、ドイツの個別の統計がこの程改定されて、その影響からユーロ全体でも計数が遡及改訂されている。水準的にみると、足許のところでは 0.4%程度切り上がった——失業率から見れば悪化した——ということになる。今まで 6.9%位の数字が出ていたものが、今回の改訂で 7.3%になっている。ただし、流れとしては、これまで報告してきているとおり、既往最低の水準を更新しているということには変わらない。最後に物価であるが、

10月はヘッドラインで+2.6%ということである。前月に比べて伸び率というか上昇幅が拡大している。毎度のことであるが、この段階では内訳は出ていない。各国の自国基準統計などから推測すると、昨年のエネルギー価格の動きとの関係で技術的な要因もあるが、それだけではなく足許自身のエネルギー価格あるいは食料品の価格上昇がユーロの物価にも効いてきているように窺える。図表 2-2、英国である。シャドーが掛かっているところは住宅価格だけである。10月の前年比伸び率+9.7%ということで9月に比べると前年比上昇幅が拡大しているが、これ以外に住宅価格に関するハリファックス指数というのがあって、これも良くみられる計数であるが、これはむしろ大幅に低下している。前月+9.1%から当月は+6.6%と大幅に低下している。それで、個別の話あるいは住宅投資そのものの伸びとかをみると、英国の住宅投資動向は弱い方向に移りつつあるという判断をしている。

図表 3-1、アジアに移る。中国であるが、先週の金曜日に人民銀行が第3四半期の金融政策執行報告を発表していて、それを読むと、金融政策のスタンスは引き続き引締めで、ただその程度についての形容詞が変わって、従来の「穏健」から「適度な」という具合に修飾語が変わっている。それが具体的にはどういう具合に変わっているのかというのは不明であって、これから色々な現われ方をみて推測していく訳であるが、先週の土曜日——発表した翌日の休みの日——に今年に入って9回目の預金準備率の引き上げが行われている。13.0%から13.5%。これをみれば、そういう報告の後の引締めの具体的な施策ということになる。ただ、これまで市場ではもう一回利上げがあるだろうと言われていたが、その利上げがなかったということで、引締め緩和の方向かという見方も出ている。いずれにしても、最近の人民元の対ドル相場の動きがやや急ピッチである。ある程度放任したという面もあると思う。それから上海株式市場での大幅な調整局面もある意味では放任しているのかもしれない。これが、今申し上げたように政策スタンスとどう関連しているのか、今後よくみていく必要があると思っている。あと、参考までであるが、今回の執行報告の中でワー

ディングの問題なのだが、金利と為替レート政策のバランスの強化という件がある。これは前回なかったものである。いわゆる伝統的な金利、金融だけではなく、為替レート、為替相場の方でももう少し過剰流動性対策というか、それへの対応をやると匂わせているとの読み方もできるのではないかと思っているが、いずれにしろこれも推測の域を出ない。

インドは輸入だけが9月の計数が出ている。少しレギュラーな数字なので、判断に苦しんでいる。図表3-2、NIEs、ASEAN全般であるが、内外需総じて変調はみられない。ただ、台湾の10月の輸出の数字が弱い。取り敢えずは2四半期連続で高い伸びを示した後の反動かとみているが、もう少し個別の情報を得ながら今後注意深くみていきたいと思っている。それから、最後の図表3-3、(5)に消費者物価指数(CPI)が出ている。10月、ここにある四か国のものが出ているが、韓国あるいはタイではエネルギー関連品目の上昇、それから台湾では台風の影響から生鮮食品が値上がりしているということで、背景は若干違うがヘッドラインの前年比上昇率は拡大している。冒頭申し上げたようなことも含めて、インフレの動向が今後一つのキーワードになるかと思っている。取り敢えず、私の方からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。先程の先取り質問に対して、何かコメントはあるか。

出沢国際局長

株価の下値抵抗線という話であったと思うが、長いグラフでみて、あるいは株価収益率——PER——とか色々なものからみて、今の水準がさらに崩れる程高くはない。要するにピークから7%位下がっていると思うが、ナスダックもS&Pも多分似たような感じである。大体アメリカの株価は今年の夏場の調整局面を抜けて少し回復し、過去のピークをもう一度付けたのだが、その後あれに比べて7%程度低下している。今下がった数字を

どう評価するかということで、PERだとか過去の長いトレンドからみている訳であるが、まだまだ修正局面が必要だと思える程高いという感じはしない。それから、今オーバースウィングしている収益の方も金融ばかりに目がいつているが、収益地合いとしては先程も言ったようにノン・ファイナンスのところでは結構しっかりしている。それから海外需要についても懸念はあるが、足許は結構しっかりしているし、私共、海運の統計とか物流もみたのだが、ここにきて変調を来たしている感じはない。建材関係、家具関係は確かに伸び率が落ちてきているのだが、それを埋め合わせるだけの全般的な消費財の動きが太平洋を巡って動いているということもあるし、そういう諸々のことを考えると、アメリカの企業の収益環境が全般的に劣化するという材料はない。アメリカの投資家がそういうものを見方をとるとすれば、理屈の問題としてこれ以上どんどん下げるということは考えにくい。

#### 須田委員

ナスダックの落ちなのだが、一頃に比べてDRAM等の市況が悪く、そしてアメリカのコンピュータの受注もマイナスになっているのに収益は高い。次期の収益の予想が凄く高い一方で、実体経済としてはコンピュータ関係の雇用は減っているということがあった。そういうものもみながら少し気にしている部分があるのだが、収益をみた時に、IT関連の予想収益は次期が凄く高過ぎたから、その修正でナスダックが落ちているのか。それとも実体経済が少し気になって落ちているのか。そのどちらが大きいのかと思いながらみているのだが、如何か。

#### 出沢国際局長

足許のGDPの第3四半期の数字もああいう具合になったし、さらに上方修正になるという中で、またマーケット全体も本当はどれ位悪くなっているのか——スピルオーバーの問題だが——ということのレビューが行われるのではないかと思う。前回のMPM後からの短い期間は、結構材料

がどんどんと出てマーケットが大きく動いた感じがある。8月以降もそうであるが、段々収斂していくというのがマーケットの通常のビヘイビアだと思う。ITのところも今言われたように、個別の話は幾つか出た。しかし、先程申したS & P 500社ベースの業種別でみると、前期に比べてもITという業種は良くなる。心配をすれば切りがないのだが、幸いなことにそれを裏付けるようなハードエビデンスはまだ出てきていないという状況だと認識している。

須田委員

期待収益が高過ぎるのが少し…。

出沢国際局長

期待収益が、9月が全体で10%少し超えていたと思う。12%位だと思う。今、8~9%位まで…。

須田委員

そこまでいっているか。

出沢国際局長

EPSの成長率の、下の表にあると思うのだが…。

須田委員

S & P 500の収益をみると、IT関連は結構EPSが高いと出ていたの  
で。20%超えるような数字になっていたのだが、それは違うのか。

出沢国際局長

お手許の資料の図表5-3、(2)に私が今みているものと同じものが…。



須田委員

そうであるか。私は頂いたメモの中をみていたので…。

出沢国際局長

図表 5-3 に基づくと、第 4 四半期は+10%弱のところまで回復して、来年の第 1 四半期は微増である。あとは分からない、横這い圏内になると思う。2 割という数字が去年の第 3 四半期にあったと思う。そういう高過ぎるというイメージはないかと思う。

須田委員

この中の I T 関連だけ取るとそれが高かったのだ。

水野委員

I T 関連企業の株価は上がっているが、みんな利食っている。金融機関がリストラを行う際、何でコストを減らすかというのと、人件費、それから I T 関連設備投資、コンサルティング・フィーである。従って、I T 企業の人達が投資にやや慎重になっている。

西村委員

宜しいか。二点ある。一点はコメントで、もう一点は質問なのだが。一点コメントのところなのだが、欧州の住宅価格であるが、私が少しみたところでは、スペインでアスキングプライスに関してのデータがあるようで、どの程度カバレッジがあるのか分からないが、それをみるとマイナス圏内に入ってきている。アスキングプライスであり、トランザクションプライスではないが、ある程度センチメントを捉えることができるのではないかと思うのだが、それはかなり下がってきている。他方、政府が作るものは相変わらず上がっているのだが、その間の差がかなり出てきているというものが少しみられている。あと、アイルランドとかそこら辺のところは、アネクドータルでは結構下がっているという。英国についてもハリファッ

クスがネーションワイドと逆に動いているなど、非常に難しい時期には到達しているとは思う。それから、質問の方は、アメリカの経常収支がある意味では劇的に改善しているのが少し理解できないところがあって、それは普通Jカーブ・エフェクトというものと関連している。要するに簡単に言えば、ドル安が経常収支の改善に直ちに影響しているかどうかということだ。逆に言えば、他のところ——特にラテンアメリカ——の景気が良いのでそちらに対する輸出が多分かなり増えているのではないかと思ったのだが、つまりそういう対外国の景気要因が大きくてドル安はそんなに効いていないのかと思ったのだが、その点についてどういうふうにお考えか。

#### 出沢国際局長

少し内輪で議論した。言われたとおり、円高の時もそうであったのだが、為替が直ぐこんなに短い間隔で通常取引量には響かないだろうという認識は多分定着していると思う。それから、ミクロ、アネクドタルの話でもドル安になったからアメリカの商品が売れるようになったという話も聞かない。従って、言われたとおり海外マーケットの需要の強さそのものを映じた輸出の増加が続いているということが、今回例えば純輸出のマイナス幅を縮小したというところに効いているのだろう。しかし、今回のマイナス幅の縮小は、多分もう一つ原油の輸入のタイミングのずれがどうもあるらしく、量それから価格の両面から考えると、純輸出のマイナス幅がどんどん続くとは考えにくいというのが今の認識である。グラフをみると、ずっとこここのところ改善はしている。それは事実ではある。ただ、ここに来て例えば9月の数字がとても良くて、7~9月も振れる訳であるが、それは単月の可能性が強いかと思っている。そういう意味も含めて、第4四半期のGDPはそちらからも伸び率が鈍化する。消費そのもの、それから純輸出の縮小も効く。

#### 野田委員

ただ、海外需要の増加は、アメリカの外需全体をみる時に、明らかに姿

を変えているという理解をしている。足許は一時的に輸入のずれがあるかもしれないが、トレンド的にはやはり輸出の増加は相当アメリカの経済——企業部門——を支えていると思うのだが、その辺は如何か。

#### 堀井理事

去年の段階で、非石油収支は既に改善に向かっていた。私が会議でアメリカの人達と議論している限りは、去年の段階で先行きについては少し光がみえるといったことを言っていた。先程も少し話があったが、その間、ドルの実質実効為替レートはじりじり切り下がってきた。従って、それなりに効いているだろうということが一つ。それから、先程の出沢国際局長がGDPの中身でもご紹介したが、均してみると輸入も伸びていて、輸出はさらにそれを上回るペースで伸びているということは、どうも世界の景気の拡大はやはりそのまま続いていて、それが素直にアメリカの収支に反映していることかと思っている。少なくとも、アメリカの当局者はそういう感じを去年に持ち始めて、その後一段と確信を深めているということかと思う。裏返してみると、昨今のドル安については、やはりミックスト・フィーリングだと思う。これも先程話が出たが、ペースがかなり早い。それから、今まで貿易収支ないし経常収支の改善がそこそこ進んできた。それから、こういった形で急激なドル安が進むと、インフレ期待——あるいは先程もソブリン・ウェルス・ファンドの話が岩田副総裁からあったが——が堰を切ったような形でポートフォリオ・シフトが起こってしまう。これは非常に怖いという危機感があるのだと思う。従って、FOMCのステートメントの中で、インフレ懸念も景気後退懸念と合わせて上下対の形で出しているのだから、具体的な懸念の形は為替相場、インフレとポートフォリオのシフトアウトといったところにあるのかと考えている。

#### 水野委員

これは対何か国か分からないが、実効為替レートは2000年ピークから24%位下落していて、対ユーロが41%である。だから、ゆっくりゆっくり

り今のところきているという感じなのだろうが、この足許の動きが気になるのはそれはそうだと思う。ただ、長期金利が上がり出すと、須田委員が言われたように、本当に気になるなという感じがする。あと、西村委員が言われた南欧の住宅価格が下がっているのは確かなのだが、ただ変な証券化商品とかそういうものにはされていないので、それ程問題ないのではないかというのを聞いたことがある。住宅は確かに軟調で、それが景気を下押ししているのは間違いなくて、それが金融の問題になるかと言うとアメリカと少し性格が違う。

西村委員

私が言っているのは、金融ではなくて、実体経済の方。

水野委員

そこは、全くアグリーである。

西村委員

金融もサンタンデール、あそこで借りる人が多い訳であるが、その辺のことは本当に……。

水野委員

ピュアなものに関する引当はある程度あると思うが、CDOとか二次証券化商品に関する引当はあまりないと思う。

野田委員

もっとプレーンな形。

水野委員

然り。

福井議長

宜しいか。それでは、これよりコーヒープレイクとする。3時20分から再開する。

(15時09分中断、15時20分再開)

福井議長

それでは、宜しいか。

### 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

資料は、事前にお配りしているいつもの資料－4（参考計表）と最後に本日お配りした資料－4（追加図表）を若干使わせて頂く。それでは、最初にいつもの資料－4（参考計表）であるが、今月は月次判断に関わる重要な指標は前回展望レポートの時に大体お話ししてしまったので、本日はその後出た幾つかの指標と前回数字だけご紹介した雇用関連について多少の補足説明をする。資料－4（参考計表）は、輸出入は特に新しい情報がない。図表12まで進んで頂いて、設備投資の関連であるが、機械受注は後程改めてご紹介する。＜先行指標等＞の表の建築着工床面積であるが、9月分が出て前月比が－23.7%と単月ベースでまだ大きく落ち続けている。この結果、7～9月全体では前期比－48%という大幅な減少になっている。住宅着工と違って4～6月に一旦かなりの駆け込みが生じたので、それと均してみればあまり影響はないかと前月位までは思っていたのだが、さすがにそうとも言い切れなくなってきた。因みに、4～9月——つまり、2007年度上期全体——を2006年度下期と比べると－9%ということで、駆け込み分は既に吐き出してさらに若干沈んだ形になっている。GDP統計上の

建設投資は住宅着工と違って直接これから進捗展開されないので、正確にどうなるかまだ分からないが、少なくとも実体的には今年度下期の設備投資にこの建設分もなにがしか影響が出てくる可能性が高まっていると考えている。それから、図表 18 まで進んで頂いて個人消費の関連であるが、10 月分が出ているのは図表 18 の中で乗用車だけである。ご覧のように、新車登録台数は夏以降の新車効果による持ち直しが 10 月も続いている。例えば除く軽でみて頂くと、7~9 月に前期比+3.1%と持ち直した後、10 月の 7~9 月対比も+6.3%と強い数字が出てきている。これ以外の 10 月分についてはまだ数字はないが、マイクロ情報によると都内の百貨店、スーパーは残暑がマイナスに作用した 9 月に比べれば、10 月は衣料品を中心に持ち直している模様である。それから、旅行については、料金高によって若者の海外旅行離れがみられる一方で、シニア層はユーロ高でも欧州旅行が堅調という話もあって、強弱相俟っている。ということで、個人消費は今一つ盛り上がりがないという状況は変わらないが、引き続き底堅いという評価で良いと思う。GDP 統計は明日出るので、今あまり予想めいたことを言っても仕方ないかもしれないが、図表 21 をみて頂いて個人消費の総合的な指標を一応みておくと、(1) の販売統計は 7~9 月はトータルでは天候要因がマイナスに作用して弱かった訳であるが、(2) の消費財総供給は、乗用車など耐久消費財が増加したほか、残暑、猛暑が飲料などを引き上げたということで、全体として比較的しっかりと増加になった。この結果、(3) の消費包括指数——細実線、前期比で書いてあるが——は、7~9 月を機械的に計算すると、そう大きくはないが多少プラスが出てくるという感じになる。もし個人消費がこれ位稼いでくれるのならば、明日の GDP は年率 2% 台位のプラスは可能かと思う。これは、また明日みてから考えるということかもしれない。個人消費は以上であるが、図表 23、住宅投資。先程の建築着工床面積と同じ日に新設住宅着工戸数も出ていて、9 月分をご覧頂くと、やはり引き続き単月でも減少している。-1.2%ということである。しかし、先程の建築着工床面積に比べると単月での減少テンポは緩やかになってきている。それは、内訳をみて

頂くと、持家が9月は+10.1%と比較的はっきりと増加に転じている。通常の戸建て住宅のように構造計算の厳重チェックまでは求められない物件については、着工件数が回復に向かいつつあるということかと思う。ただし、分譲や貸家については、9月単月の落ち込み幅も引き続き1割程度あって、まだ減少が止まっていない。ボトムが確認されていないということである。国土交通省では、足許漸く構造計算の厳重チェック——正確には構造計算適合性判定——の申請件数とか合格件数が増え始めているということを言っている。これは大臣もおっしゃっている。それを踏まえると、マンション等の着工件数が回復に向かうのもそう遠くない将来であるということが言えるかと思う。ただし、既に9月まで大きく着工件数が我々のというか大方の予想を超えて落ちているので、かつ先行きの回復テンポについても、改正建築基準法の影響だけではなくてマンション販売の地合い自体も今一つという状況であるので、GDPベースの住宅投資は明日出る7~9月にとどまらず、その先の10~12月も弱めになると現段階では想像している。それから、図表25、生産はこの間確報が出ていて、9月は-1.4%という数字が入っているが、それは確報でも変わらなかった。ただ、確報のタイミングで稼働率指数が出ていて、8月の109.7、それに続く9月の指数が108.6ということであった。この結果、稼働率指数の7~9月の平均が107.6になっている。直近のピークが昨年の10~12月で107.7であったので、それに僅かに届かなかったが、ほぼそこまで回復したという数字である。この先、10~12月については生産は増加を続ける見通しであるが、これまでの設備投資によって生産能力も増加基調にある。それから、電子部品・デバイスの生産には若干のリスクもあるので、稼働率が目先さらに上昇していくかどうか、つまりGDPギャップがプラス方向に寄与するかどうかということについては、予断を持たずにみていく必要があると思っている。

次に、雇用関連であるが、数字自体は前回大体ご説明しているが、一応復習ということで簡単にみていくと、第一に図表29でこのところ求人が弱いということがある。新規求人の7~9月の数字をみて頂くと、前期比

が-2.0%、前年比で-8.1%とかなり大きくマイナスになっている。第二に9月の労働力調査が弱かったということである。労働力調査の9月の列をみて頂くと、雇用者数の伸びが前年比+0.2%にとどまっていた、失業率が4.0%まで上昇している。しかし、第三に振れの少ない毎月勤労統計で見ると、これまでの基調に変化はないということである。9月の常用労働者数の前年比は+1.6%ということで、堅調な伸びを継続している。しかし、名目賃金の方は-0.5%ということで、若干弱めになっているという状況に変化はないということである。以下、この説明を若干する。その前に図表30のところでは一点だけ、(3)のグラフである。求人が減少しているという点についてなのだが、足許マイナスに突っ込んでいる太実線が先程ご覧頂いた職安統計の新規求人である。しかし、細実線の民間の求人広告件数は、脚注の2に説明があるように、各種のメディアが載せている広告件数を単純合計したものである。それは前年比結構プラスになっているという状況にある。この点を踏まえると、足許の職安統計の弱さはやはり最近の各地の労働局における求人の適正化指導の影響が結構大きいと想像できると思う。ただ、この求人広告件数もご覧のように、時系列が少しまだ短くて、統計上の性格が良く分からないという面もあるし、それから先週出た景気ウォッチャー調査の雇用関連DIが10月は悪かったということもあるので、当面この辺り、求人周辺については多少注意をしてみていくということかと思う。それで、図表31、失業率が足許単月では上がっているということなのだが、そもそも単月では振れるので、このように四半期単位で長くみると、(1)のグラフの太実線は基本的には低下傾向にあるという判断で良いかと思う。ただ、これも仮にこの先失業率が4.0%前後で推移する——その辺りをうろうろするという感じになる——と、足許の低下感も一服という感じにもなり得るので、若干そういう留意点は必要かと思う。それから、この構造失業率は試算である。それと労働需給の引締まり具合も足許あまり大きな変化はないということで、引き続き労働需給はタイトな状況にあるという判断で良いと思う。それから図表33で、足許、労働力調査の雇用者数が弱いということである。労働力調



査の月々のデータは振れが大きくてあまり当てにならないのは基本線なのだが、このように四半期位で均してみると、例えば生産の動きとの関係は毎月勤労統計よりもむしろ労働力調査の方が相対的にははっきり出る。凄くはっきり出る訳ではないが、相対的にははっきり出る。その点は(2)の時差相関をみてもある程度言えると思う。言い換えると、確かに毎月勤労統計のLの方は確かに振れが小さくてみやすいのだが、生産など経済活動の動きに対してやや鈍感過ぎるという嫌いもある。労働力調査の方は毎月サンプルが半分入れ替わるので、その時々を経済情勢を敏感に反映しやすい反面、ノイズも拾いやすいという傾向があるのに対して、毎月勤労統計の方は29人までの事業所が半年間固定、30人以上の場合には2年程度固定ということであるから、労働力調査よりも短期変動には鈍感になるという面が大きいのではないかと思う。そういうことも含めてみると、足許の労働力調査の伸びの鈍化については、基本的に単月の振れという理解で良いと思うし、それから今年前半の生産の伸び率が低下していたことの反映である可能性もあるので、足許生産が増えてきていることからすると、あまり問題はないということが良いかと思う。ただし、若干気になるのは、先程の景気ウォッチャーなどの数字もあるから、ひょっとすると生産統計では表わせないような経済活動のなにかの变化が足許の労働力調査に出ていないかどうか、そこは、多少注意をしてみたいと考えている。それから、多少視点を変えて、図表34は良く言われている企業規模別にみた雇用の動向なのだが、(1)が労働力調査で、(2)が毎月勤労統計である。前回口頭で申し上げたことをグラフでみた感じということなのだが、(1)の労働力調査の方は1,000人以上——点線——は足許まだ堅調であるが、1~29人——細実線——がマイナスになっているほか、30~999人も伸び率が低下してきて、足許はゼロ近傍にあるということである。それから、(2)の方の毎月勤労統計では、実は元々の伸び率は5~29人という小さい方が高いのだが、足許の変化ということで言うと5~29人の伸び率が低下してきて、一方で30人以上が伸び率を高めつつあるという変化が出ているということである。それから、次に賃金の内訳であるが、ここ

もこれまで申し上げていることの確認ということになるが、図表 36、(2)の所定内給与のパートの時間当たり賃金でみると、労働需給の引締まりを反映して足許プラスで推移している。それは、5~29人を含めても同じことが言えるということである。しかしながら、(1)の一般労働者の所定内給与については、5~29人がマイナスで全体の足を引っ張っているということであるし、(3)の特別給与がこの夏は弱かったという状況である。以上が前回の雇用のおさらいである。

その後出た指標で機械受注とCGPIだけ、本日お配りした図表-4(追加図表)でご説明する。機械受注は図表 12 であるが、これは先週出ている。9月単月ではマイナスであるが、7月が大きく伸びていたので、7~9月の着地が+2.5%ということである。さらに10~12月で見通しが出ていて欄外に書いてあるが、+3.1%という予想になっている。グラフでご覧頂くと図表 14 のような感じであって、特に足許のところは細実線の製造業がしっかりしているというのが特徴である。全体としても、予想まで含めて高水準横這い圏内という判断で宜しいかと思う。以上が機械受注であって、本日午前中に出たCGPIは図表 37、国内企業物価のところである。10月の前月比が+0.5%とかなり上昇した。実は事前にはこれ程上昇するとは思っておらず、従って四角カッコ内の3か月前比は伸びが鈍化すると予想していたのだが、結局3か月前比は+0.4%と前月と同じ伸び率になった。10月がかなり上昇した理由であるが、第一に軽油とか灯油といった石油製品について、今は採算が輸出の方が良いので、そちらの方に出しているということもあって国内の在庫が減少している。それによって、これまでの未転嫁分も含めて価格転嫁が浸透したということが原因である。それから、二点目としては、ダンボールを中心に——ダンボールの箱とかシート、そういったものを中心に——中間財段階での原料の価格転嫁が進んだということである。ということで、少し足許は予想以上に若干強かったということである。そして先行きであるが、図表 38 にあるように原油価格がご承知のように大幅に足許上昇している。円相場の動きが見極めがたいが、ドバイで80ドル台後半まで来ているので、基本的にはこ

うした国際商品市況の動向を反映して国内企業物価の上昇が当面続くと予想している。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

亀崎委員

住宅建設の落ち込みなのだが、かなり急激である。これは建築基準法改正だけが理由であれば、来年に向けてむしろ反動でプラスを期待できるのだが、先程のご説明では、マンションの販売の地合いが悪くなっているということであった。マンションも含めて、日本の住宅建設全体の基調はどうご覧になっているか。

門間調査統計局長

基調も今年の前半位からじわじわと弱くなってきているという感じがあって、基本的な背景は所得が増えない中で住宅価格が上がってきて、消費者の方で買い控えが増えたということが一番大きな理由だと思う。それは足許もなお要因として作用している、と大方の業界の方はみているようである。従って、その辺りのベースライン自体が若干弱まっているということは、実は2、3か月位前の段階では織り込んでいるのだが、そこがさらにどうかということ。それから足許について言うと、やはり建築基準法改正の影響が予想以上に大きかったなということである。従って、2、3か月位前にみていたイメージとの差で言うと、むしろ10～12月位までの2007年度の減少の方が少し大きめになる。従って、その反動が同じ位出ても、戻ったレベルは前回思っていたよりも少し弱めというイメージかと現段階では考えている。

野田委員

マンション業者に言わせると、やはり金利の先高観がなかなかみられな

いから買い急ぎする必要がない。このことは、声高にとは言わないまでもかなりの業者の方は言っている。

門間調査統計局長

もしそれが主因であるとするならば……。

野田委員

主因とは言っていない。それもあると……。

門間調査統計局長

そこそこあるとすれば、2008年位にそれなりの反動が出てくるという感じになる。しかし経済次第という感じになるが。ただ、おっしゃったようにその要因は結構大きいかもしれなくて、実際2005年、2006年にかなりマンションが売れたというのはその要因が多分ある。従って、足許はその要因が剥落したので、その分の上澄みがなくなっているというのがあるかもしれない。

須田委員

住宅の落ち込みについて、住宅投資そのものではなくて、その他、例えばセメントあるいは建材といったものへの波及は大したことはないともみていて良いか。

門間調査統計局長

その業界では、大したことがあると思う。前回あまり気にする必要はないという言い方をしたかどうかははっきりと覚えていないのだが、それは建設財の鉱工業生産に占めるウエイトが1割強位であるから、そこが落ちても電子部品・デバイスとか自動車がしっかりしている限りにおいては、生産全体の基調に影響が及ぶようなものではないという意味である。ただ、やはりその業界では相当影響があるという認識であって、とりわけ中小企

業の資金繰りあるいは業況全般も含めてかなり心配する声が増えているということは事実である。

#### 西村委員

今の点で、少し私も忘れてしまったが、昔建設省で調査をやって建設の誘発効果が結構大きかったような記憶があるのだが。本当に今少し気が付いただけなのだが、多分2次効果、3次効果まで入れると結構出てくる可能性があるかという気がする。もし少し調べて頂ければ、あのようなものは簡単に直ぐ計算できる。

#### 中村委員

大手は工事があるけれど、内装をやったりする中小とかその辺に影響がかなり出るのではないか。

#### 門間調査統計局長

然り。内装、家具の関連とか要するに住宅に必要なものは、全て影響を受ける。そこは結構裾野が広いということであるので、影響の範囲は比較的広い。ただ、日本経済全体の生産のダイナミズムから考えると、そこは影響が比較的小さいということかと思う。

#### 野田委員

金融面では、やはり少し心配が出ているという声も聞かれないではない。中小企業金融は金繰りがやはり少し詰まっているという。特に中小は、相当忙しい金繰りをこの業界はやっている。

#### 西村委員

物価が決まるメカニズムが少し変わってきたのかどうか、というのを確認したい。先程軽油の話があって、国際商品市況はあまりに高くなって、そちらの方にいってしまうので、在庫が減って転嫁が進むというメカニズ

ムである。そして、今週分はまだ出ていないが、全国の末端のガソリン価格それから灯油価格は強烈に上がった。あれをみると卸価格のパススルーがやたら高くなっている訳である。それは何かの前兆なのかというのは難しいのだが、何かアネクドータルでもそういうのがあるのかということと、ダンボールは正にそういうもののようなので、それなりに末端の方で価格の上昇を受入れる余地は出てきているのか。

#### 門間調査統計局長

灯油の話はもしかすると、比較的灯油の業界固有の要因があるかもしれないので少し置いておくと、それ以外のものについては、ダンボールにしても、それから先程少し端折ったが足許化学製品とかプラスチックなども上がっている。それはいずれも中間財である。中間財まではこれまでも比較的割と速やかに転嫁が行われてきていたので、そこはあまり足許にきて変わっているというイメージはない。とにかく本当に川上のところは油を中心に随分上がっているので、転嫁率はなかなか正確には計算できないが、転嫁率が上がっているというイメージはあまり持っていないということを上申しておきたい。それから、灯油については軽油も含めて輸出ということである。灯油は、軽油もそうであるが、ジェット燃料などにも使えるという面もあるから、これは世界中割とどこでも使えるものである。そういうことで、かなり世界との裁定が働きやすいということがあるかと思う。ガソリンについては、そう簡単に輸出しにくいものであるし、それからアメリカ自身もガソリン価格そのものが今なかなか上がらないという状況であるので、灯油系に比べると末端の上がり方は日本でも少し苦勞するかというイメージを持っている。

#### 中村委員

油の製品についてはいつでも輸出ができるから、例えば船で使うようなC重油なんかはもう数年前から海外での採算が良ければ輸出してしまう。だから、国内で値上げを認めない先に対しては、「それならば結構」と安

値で販売しない。世界的に油の製品の輸送は、日本からアメリカにいったり、活発だと思いが。

須田委員

先程、門間調査統計局長も電子部品・デバイスで少しリスクありとおっしゃったが、私も景気ウォッチャー調査ではたっと受注が止まったというような記述をみると少し気になっている。そのリスクを少し強く認識しなくてはならないか、それともこれまでどおりで良いのか。展望レポートの感じで良いと思われるか。

門間調査統計局長

展望レポートの感じで読める範囲だとは思いますが、それが比較的早く来る可能性も有り得るかという位の頭で私もいる。というのは、やはり景気ウォッチャー調査にもあったように、10月に入ってから受注が弱いという話がちらほらある。大手メーカーでは今あまり基調が大きく変わっているということまで言うところはないが、どうも部品メーカーの一部ではそういう潮目の変化を感じているところが少なからずありそうであるということである。かつ7~9月があれだけ増えたから、その反動はどこかで来る訳である。それがどこで来るかというのが問題であるので、その第一波の走りが足許少し出始めている可能性がある。それから、先程国際局でもあったが、台湾の輸出が少し足許落ちているとか——それは電子部品・デバイス関係かどうか分からないが——、世界全体として7~9月相当強かったということもあって、その反動が意外と早く来る可能性はある程度念頭においておく必要があると思っている。

須田委員

市況はどうか。

門間調査統計局長

市況も悪い。DRAMは夏に少し回復する場面もあったのだが、その後またずっと落ちてきて一般的には需要は堅調な中で供給過剰というような言われ方をしている。しかし、裏を返せばやはり期待程需要がなかったということでもあるので、需給バランスの崩れ方が当然そういう市況に反映されていると思う。

西村委員

ただ、市況をみていると、かなり二極化している。

門間調査統計局長

然り。

西村委員

性能の高いところは結構高く、末端の秋葉原も高くなっていて、ところが少し低いところだともう全滅、という状況になっている。日本はどちらを使っているのか。

門間調査統計局長

次世代は取り敢えずまだ高い。次世代のDRAMは結構高いのだが、そうは言っても、DRAMの市況全体に、ある種、部品業界全体の需給バランスみたいなものがそこはかたなく現われているという面もあるから、それが先程申し上げたアネクドータルな話と繋がっている可能性も否定できないということであるし、それから液晶などは今非常に需要はタイトだと言われてはいるのだが、やはり価格は特にアメリカで薄型テレビが相当下がっているという話もある。これはサブプライムローンの影響というよりは、むしろファブレスメーカーがかなりシェアを取っているとか、そういうことによる競争の強まりという面が強いのだが、それにしても液晶の価格、採算は相当悪化していて、従って大手のメーカーから部品メーカー



への発注単価も切り下がってきているという話もあるから、単にボリュームだけではなくて採算ということも含めると、多少マインド的にはIT業界が弱めのことを言う感じも分からなくはないということかと思う。

野田委員

メモリーは、NANDも少し弱くなっている。

門間調査統計局長

NANDも少し下がっている。あれも供給超過と言われている。夏位に一回サムスンで工場火災があって、そこで他のメーカーがどっと作った。それで、その後、結構サムスンも立ち上がってきたものであるから、今供給が過剰になっているという言われ方をしている。これもいつも需要が少し弱めであってもまずは供給超過という文言がくるので、両方の可能性を少しみておく必要があるかと思っている。

#### 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、お願いする。

雨宮企画局長

金融環境であるが、この間に公表された指標は事前に資料を配布してから後であったので、今日お配りしたお手許の「金融環境の現状評価」参考計表(その2)にこの間新たに公表された分を入れているので、これに基づいてご説明する。

野田委員

(その2)は、これ全てということか。

雨宮企画局長

今日は、もうこれだけである。逆に言うと、事前にお配りしている資料のデータは前回と全く数字が変わっていない。

水野委員

前回というのは。

雨宮企画局長

前回の決定会合。

水野委員

一週間前か。

雨宮企画局長

ということで、(その2)の方で、まず図表1、民間部門の総資金調達、10月の数字がここに入っていると思うが、10月は $-0.2\%$ と、全体としては若干のマイナス、前年比横這い圏内という動きは変わっていない。内訳をご覧頂いても、銀行、信金、外銀計の貸出は $+0.6\%$ で横這い。あと最近の傾向であるが、直接市場調達が比較的堅調で、9月 $+0.3\%$ の後、10月 $+0.4\%$ 。中身をみると社債が $+0.2\%$ から $+0.3\%$ に寄与を高めているという傾向である。図表2、その内訳の貸出であるが、主要三業態の内訳をご覧頂くと、こちらも前年比横這いである。9月 $+1.4\%$ から10月 $+1.4\%$ ということであった。業態別の中身は多少凸凹がある。数字の振れが少し大きいのは地銀Ⅱで $+2.1\%$ から $+2.7\%$ であるが、これは技術的な要因である。昨年10月に、ある地銀と第二地銀の合併があつて、それに伴い第二地銀の計数が昨年10月に地銀の方にいわば移管された。昨年10月、地銀Ⅱの数字がその分小さくなっていたので、今年の前年比が大きく出たということである。若干の入れ繰りがあるが、全体としては横這い圏内の若干のプラスの伸びが続いているということである。それ

から、この間、実は約定平均金利等はまだ出ていないので、図表 10 であるが、この辺も直接市場の状況は前回の決定会合で暫定計数でご説明したものとほとんど変わっていない。結果的に、10 月の社債の発行額はやはり 6,600 億円ということで堅調に推移した。CP・社債の前年比であるが、10 月は合計で +3.1% と前年比伸び率を若干高めている。中身は CP が少し前年比を低めて、社債が高めているという状況である。図表 11 のグラフでご覧頂くと、まず (2) の CP 発行残高であるが、実は期末を跨いで若干残高が落ちているのかと思ったのだが、市場の雰囲気としてはやはり消費者金融の影響で若干ノンバンクの CP の発行が控えられていることがあるようである。ただし、(3) にあるように、社債の発行残高は引き続きさらに伸び率を高めているということであって、全体としては CP・社債市場は良い環境が続いているということである。

次に、先週末公表されたマネーである。図表 15 であるが、マネタリーベースは 10 月は +0.5% で 3 か月連続のプラスになった。銀行券であるが、10 月は結局 +2% 近くになるかと申し上げたが、+1.7% ということで 9 月に対してまた伸びを高めた。恐らく主因はゆうちょ銀行が民営化前後に現金を厚めに持ったことだろうと思われるので、11 月には +1.4% 位ということで、それまでの 4~6 月、7~9 月、今年の半ば位までの伸びに戻るだろうとみている。それからマネーサプライであるが、10 月は +1.9% ということで、大体 +2% 程度の伸びが続いているということである。中身は多少入れ繰りはあって、準通貨——定期預金——が一時伸びを高めた後、この 8 月、9 月は若干さすがに伸び一服という感じがあったのだが、10 月はまた +3.8% から +4.1% ということで伸びを高めた。これは、金商法の影響で投信への資金流入が少し鈍っている分、定期預金に金が回ったということも寄与しているとみられている。以上がマネーの動きである。

図表 17 でマーシャルの k のグラフをご覧頂く。金利がゼロの世界からプラスに戻って 1 年強が経過して、マネーと実体経済、物価の関係がいつ頃正常化するのかというご質問を時々頂く。このグラフでみると、何か確かに段々フラットになってきたような気もするので、やや長い目でみてど

うかということを追加図表1と追加図表2で付けたので少しご覧頂く。これがいわゆるマーシャルのkと言われている色々なマネー指標を名目GDP比率で示したものである。代表的なマネー指標のM2+CDで計算したマーシャルのkについて、(1)のグラフで傾向線を3本引いている。傾向線3本のうち、一番上の点々が1967年～2007年までの全期間を使って引いた傾向線である。実線が1995年第4四半期までの傾向線を延ばしたものである。考え方としては、要はゼロ金利になった段階で少し構造変化が起きた——マネーと実体経済の関係が変わったので、これが終わった段階ではゼロ金利より前の世界に戻る——と考えて作った傾向線が、この実線である。破線はもう少し前でバブルの発生と崩壊以降に、ある種の変化が生じたのであって、落ち着けばさらにそれより前に戻るのだと考えて、1986年までで止めた傾向線を延ばしたものである。全体としては、この15年位の推移は同じような動きであって、ご覧頂くとおり、バブル期——1985年～1990年の間——はどの傾向線でみてもマネーが過剰になっていた。それが1990年代の10年間、逆にいわば信用収縮という時代が続き、さらにちょうど2000年前後、2000年～2002年を境にまたマネーが徐々に余剰というか多い方向に向かっていったのが、足許1～2年で傾向線の方に近づき始めているところがみて取れるかと思う。それを拡大したのが(2)であって、これは過去10年分を拡大したものである。どう傾向線を引くかはともかくとして、傾向線からの垂直距離で測ると、多分2003年位が一番離れたところで、少しずつ戻っているようにみえる。ただし、すっかり戻ったかという、これは傾向線の引き方次第であるが、まだ戻ってはいなくて、GDP対比マネーの余剰な状態は続いているということだろうと思う。これに対してもう少し難しいのは追加図表1の狭義マネーで書いたマーシャルのkであって、(1)が銀行券で作ったマーシャルのk、(2)がM1で作ったマーシャルのkである。銀行券については、この1年間金利が付いた割にはプラスの伸びが続いているということはいつもご報告しているが、これをマーシャルのkで書くと益々際立っていて、過去、1995年まで位はこれで作ったマーシャルのkは大体6～7%でいわば

超安定であったものが、1995年位からどんどん離れて未だに非常に高いところであり戻り気配がみられないということであるし、(2)でM1で作ったマーシャルのkも同様である。何度かご説明したが、この間流動性需要が高まった理由としては、低金利、金融システム不安あるいはATMの普及とか色々な——あるいは、特にM1について言うと、金融システムの流動性需要が非常に強く現われた時期があった——理由が挙げられる訳であるが、それぞれの理由が段々消えている訳であるにもかかわらず、これはとどまっているのをどうみるかは引き続きなかなか答えの出ない問題である。全体を俯瞰すると、M2+CDでみたマーシャルのkは少しずつ戻っているが、まだ戻り切ったと言うには尚早である。狭義マネーについてはまだ非常に高い水準が続いているということで、全体としてマネーと実体経済、物価の関係についてはまだ安定的な状態に入っているというには少し尚早かということかと思われる。

この間に出た指標を二つ——倒産とインフレ期待——だけ申し上げると、図表19の企業倒産があるが、これをお付けしたのは先程——今日の1時半に——数字が出ているのでその数字を記入して頂くためのお付けした頁である。9月の倒産件数の1,047件に続く10月の倒産件数が1,260件、前年比の+1.7%に続く数字が+8.1%、1件当たりの負債額が3.7億円ということであったので、引き続き前年比若干のプラスが続いている。1件当たりの負債額は小さいという状況が続いている。産業別にみた特徴点だけ先程の話と繋がるので一点だけ申し上げると、〈業種別内訳〉では今回の数字ではやはり建設業の前年比増加が目立っている。建設業の数字だけ申し上げると、10月が284件に続き390件、前年比が+25.8%ということであるので、これが先程来議論になっているような改正建築基準法の影響が出ている可能性もある。それに関連する中小企業の資金繰りであるが、これも実は中小公庫とか国民公庫の統計が今集まっている最中であって、中身をチェックし尽くしていないのだが、商工会議所の会員企業に対する資金繰りのアンケート等をみると、やはり建設業の資金繰りが厳しくなっているという答えが出ているので、その辺も要注意のポイント

かと考えている。それから、最後に図表 21 のインフレ予想であるが、新しく出ているのは (2) のエコノミストの CPI 見通し、〈ESPフォーキャスト調査〉が先週末に出ている、これは太実線の 11 月調査——直近 1 か月前の 10 月調査とほとんど重なっていてみにくい——が、久し振りに上方修正になったというのが新しい情報である。来年の終わり頃はむしろ下方修正なのだが、この 1 年位は若干上方に出ていることがみて取れるかと思う。数的に申し上げますと、年度の平均で 2007 年度は前回の 10 月調査が 0.0%であったのが、今回は+0.1%——中身は実は+0.05%なのだが——、それから来年度の平均が+0.3%から+0.4%と——+0.4%も実は+0.35%であるのだが——、一応足許の原油価格の上昇等を映じてということであるが、若干の上方修正が行われたということである。また、(3) の物価連動債からみたインフレ予想は、9~10 月に掛けて、一番低いところでは+0.33%まで下がったのが直近+0.44%まで上がっているということで、これが若干の変化の芽なのかどうか、引き続きフォローしていきたいと考えている。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。倒産なのだが、中小企業に対する信用保証制度で何か変更があって、100%のフォローが 8 割になるのだな。その影響は言われていないのか。

雨宮企画局長

100%が 8 割になる制度変更の影響自身はこれから出てくる訳であるので、今までの計数で何か出てくるということは多分なかなかないと思うが、実は保証限度の天井が下がることによって、金融機関の貸出態度が幾分より慎重になっているのではないかという観測はある。それが、現実の数字

に出ているというところまでは、まだ追い切れていない。ただ、保証との関係では、倒産の増加と恐らく関連しているのだと思うのだが、むしろ保証の履行額がやはりこの半年少しずつ増え出しているという動きはあって、それは制度変更というよりは倒産の若干の増加ということと多分パラレルな動きではないかとみている。

須田委員

先程出して頂いた長い目でみたマーシャルのkの話であるが、0.5%であつたらゼロ金利の範囲内だという話があつたので、もう少し金利が高くないとなかなか日銀券だのM1だのは下がっていかないのか。これをみながら考えていたのだが、そこら辺は如何か。

雨宮企画局長

金利をゼロにして銀行券がどうなったかを観察した例は極めて少ない訳であるが、敢えて近い例は1940年代～1950年代のアメリカである。あの時も銀行券が1940年代の低金利で相当延びて1950年代になって戻つたという経験がある訳であるが、この時も戻るのには相当な時間が掛かっている。当時はむしろ例の1951年にアコードが実施される程金利が上がつた後での戻り方なので、日本の場合にはこの程度であると戻り方は鈍いのだとみていて良いと思う。むしろ、我々にとって問題なのは、多分このまま続くということではなくて、いずれは戻るだろう。それがどの金利で起きるのかはなかなか事前には予想しがたい。かつては、オーバーナイトで0.5%位の時から増え出したので、0.5%が一つの閾値かといった議論をした時もあったが、どうも行きと帰りでは非可逆的というか非対称のような気もして、ここはもう少し様子を見ていくしかないと思っている。

福井議長

だれてしまうのだな。ホールディングしてしまう。

雨宮企画局長

退蔵であるな。ただ、なぜ退蔵するのかと考えた時に…。

福井議長

ただ動かすのが面倒臭いからであるな。

雨宮企画局長

それは、やはり金利が低いから。

西村委員

ブラックマネーの話はどうか。あれはあまり大きくないと考えて良いか。

雨宮企画局長

ブラックマネーの話は一応我々は色々な指標で推計して、これも本当にラフな推計であるが、せいぜい数兆の下の方。要するに今銀行券の残高は75兆円ある訳で、過去のルール・オブ・サムの7%でGDP比を考えると、35兆円から40兆円が過去のいわば均衡値であるので、そこから30兆円位ギャップがある訳である。そのうち、西村委員のご質問の一種のアングラマネー的なものでどの程度説明できるかということ、せいぜい4、5兆円というイメージである。

須田委員

そのアングラというのは、脱税という意味も含めてということか。

雨宮企画局長

色々なものがあるのだと思うのだが。

野田委員

闇というか、闇社会という。そう言われている。



西村委員

極めて簡単に言えば、昔の割引債とかそういうものである。代替ということ。

雨宮企画局長

それも一部に入っているとされている。

福井議長

急に銀行にお金を持って行くと財産内容がばれてしまうので嫌だ、という人がいる。

雨宮企画局長

そうかもしれない。ただ、恐らくそれをなかなか量的に推計するのは難しいのだが……。

福井議長

雑念とか関係なしに、単純に。

雨宮企画局長

ある程度は、そういうことが効いているだろうと思う。今言ったような需要とかご指摘のような問題であるとか。あとは、ある程度高齢化が進むと銀行券の需要が増えると言われていて、これをなぜかと考え出すと難しい。ただ、なかなかそういう要因でこれを全て説明するのは難しい。我々としては、やはりいつかは戻るとむしろ考えていた方が良くと思う。

中村委員

元々やはり日本は、高い訳である。だから、日本人は、お札が好きだと言われる。

雨宮企画局長

諸外国と比べると銀行券の比率は高い。

岩田副総裁

M1はやはり凄く高いな。GDP比で2割——100兆円位——増えているという。

雨宮企画局長

然り。特に急激に増えたのは、2002年の預金保険の付保の部分解禁の時——流動性預金は全面保護だけれども、定期性預金は1,000万円であるという制度を2002年に入れた時——。このグラフをご覧頂いても、2002年の時ほとんど垂直に立っている格好で増えている。この部分は非常に大きかった。問題は、そういう惧れがもう今ほとんどなくなっているにもかかわらずあまり戻らないということである。マネーはアメリカのFedのように元々重要性をダウングレードしているところとECBのように非常に重視しているところがあって、我々はどちらかと言うと、ゼロ金利とか量的緩和で関係が変化してしまった可能性があるのも、どう戻るか慎重に見守ろうというスタンスだと思うのだが、マネーの指標はみる時にやはり忍耐が必要で、バブルの発生と崩壊もそうであったが、たまに大変動が起きて、その時が非常に大きな意味を持つ。普段の毎月、毎月の細かい変動に何か意味を持たせようとするとは非常に難しい訳であるが、稀に大変動を起こしてそこに非常に重要な意味があるという指標だと考えると、これをフォローするのは非常に忍耐のいる作業なのだろうと思っている。

稲葉理事

稀の大変動の解釈を求めようとするとは、またなかなか……。

雨宮企画局長

そこで、解釈してしまうと間違えてしまう。

稲葉理事

普段は、+0.1%とか+1%を気にして、説明が付かないというのを一生懸命苦労する。

須田委員

一方で、電子マネーが進んでいるが、まだまだこういうものに影響…。

雨宮企画局長

データのまだ確認できていないし、海外でもそういう実証についてそんなにないと思う。先程も議論が出たが、日本の場合には電子マネーに類する現象はクレジットカードの普及であった訳であるが、日本の場合はクレジットカードがこれ程普及しても銀行券GDP比率はあまり変わらなかったという社会である。

西村委員

それから、新しい指標でやってもほとんどこれと同じだと考えて良いか。マネーの指標…。

雨宮企画局長

それは、新しい指標にはゆうちょのマイナス分が入るので、多分戻り方がもう少し大きくなるだろうと思う。

西村委員

新しい指標でこの形がどうなるのかと。それが…。

雨宮企画局長

来年6月であるな。そこまでまだみていないが、新しい指標になった場合、一番大きいのは結局M2+CDにゆうちょが入ることだから、多分足許ゆうちょのマイナス分がこれに加わるのが変化だと思う。それで、分析対象になるまでは多分少し時間が掛かると思うので、その意味ではM2で接続して分析できるような統計の作り方にしようと思っている。

福井議長

宜しいか。今日の議題は終了である。明日、午前9時から会議を再開する。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皆様方においてはくれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思う。宜しく願います。以上で閉会する。

(16時09分中断、13日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合、第二日目を開催する。今日は大体いつものとおりの議題である。金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議を経て、次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針について議案の取り纏め、採決に移るという手順である。その後、金融経済月報の基本的見解の決定それから議事要旨の承認が残っている。政府の方からのご出席は、今日は財務省森山副大臣にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いします。内閣府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します。会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提に皆様方ご発言頂きたいと思う。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后、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お願いしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いします。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは早速議題に移りたいと思う。最初は金融経済情勢に関する討議であるが、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解について、執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。今日公表された7~9月のGDP速報についても、できればご説明頂きたい。

前田調査統計局参事役

それではまず初めにGDPの数字について、席上に2枚紙の資料をお配りしているが、簡単に説明したいと思う。1枚目であるが、7~9月のGDPは前期比+0.6%、年率で+2.6%ということになっている。マーケットの予想は大体+0.5%位であったかと思うので、ほぼ予想どおりないしは若干強めという数字になった。+0.6%の中身をみると、寄与度では国内需要が+0.2%ポイント——カッコのところである——で純輸出が+0.4%ポイントということになるので、やはり輸出に引っ張られた高めの成長ということになったかと思う。国内需要の中身については、消費が引き続きプラスで寄与度は+0.2%ポイント。設備も2期連続で若干マイナスだったが、当期は前期比+1.7%、寄与度+0.3%ポイントということでプラスに転じている。ただし、住宅が前期比-7.8%、寄与度-0.3%ポイントということで足を引っ張っていることと、公的需要が引き続き若干ながらマイナスに寄与しているという姿になろうかと思う。GDP全体の+0.6%であるが、4~6月-0.4%の後の+0.6%ということで7~9月だけでは強い訳であるが、均してみればそう強くない。これは10~12月、1~3月と+1.3%、+0.7%という非常に高い伸びになった後で、GDP統計は振れもあるので、その点も割り引いてみる必要があると思う。因みに前年比でみると+2.1%ということである。前年比で見ればそこそ高めの伸びということになっている。ただし、国内需要がこのところ一頃に比べれば企業の設備投資に減速感があるということと、やはり足許特に住宅が弱いということであるので、景気の勢い自体一頃に比べるとやや緩や

かになっている感じが読み取れるように思われる。GDPデフレーターであるが、前年比 $-0.3\%$ と、3期連続の $-0.3\%$ で変わらずとなっている。ただ国内需要デフレーターの方はゼロということで、前期に引き続きゼロ以上の姿となっている。2枚目であるが、これは名目値であるので全体の数字だけ申し上げるが、7~9月が $+0.3\%$ とプラスになっている。前期 $-0.3\%$ の後の $+0.3\%$ ということで、前年比では $+1.8\%$ となっている。極く簡単であるが、取り敢えず以上である。

続いて、月報についてご説明させて頂きたいと思う。まず実体経済と物価のところであるが、当月は実体経済のところは実質的に何も変更の必要がないと思っている。一点、技術的な変更として、右側は先月短観が出たので業況感を書いているが、当月は短観がないのでその分を削除しているということである。物価について、実はお配りしている案から一点修正をさせて頂きたいと思う。物価について前月から変更しているところは国内企業物価であるが、国内企業物価の現状判断についてお配りしている案では「上昇テンポが鈍化している」と書いているが、「国際商品市況高などを背景に、3か月前比で上昇している」と前月の判断をそのまま踏襲させて頂ければと思う。これは実はこれをお配りした後に10月の国内企業物価が出て、当初は3か月前比でかなり減速するのではないかと見込んでいた。数字を申し上げると、3か月前比で8月が $+0.6\%$ 、9月が $+0.4\%$ の後、10月は場合によってはゼロ近傍まで減速すると見込んでいたが、実際には予想よりかなり強めで $+0.4\%$ となり、ほぼ等速の上昇になった。従って、むしろ前月と同じ表現の方が適当と思っているので、そのようにさせて頂ければと思っている。国内企業物価の先行きであるが、これはお配りした案どおり「当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い」とさせて頂ければと思う。これは前月は「先行きテンポが鈍化」と言っていたが、その後原油価格等の上昇がかなり強い動きとなっており、当面同じようなテンポで上昇を続けていく可能性が高いと思われるので、このように変えさせて頂ければと思う。私からは以上である。

内田企画局参事役

続いて、金融面であるが、貸出、マネー等計数が公表されているが、これまでの流れに変化はないと判断している。従って、変更点は金融市況のみということである。これは前月二回会合があったうちの一回目の会合——月報を決めた方の会合——との比較であるが、円高、長期金利は低下、それから株価は下落となっている。因みに前月 10 月 11 日時点であるが、長期金利は 1.7% 台だった。それから日経平均が 17,400 円位。それから円ドル相場が 117 円台ということだったので、いずれも大きな動きを伴って先程申し上げたような形になっているということである。以上である。

福井議長

内容及び表現については後でまた議論するが、取り敢えず今の執行部の説明に対してご質問があれば。宜しいか。

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

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する討議を行いたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一方 5 分ずつ位ということでご発言頂きたいと思う。今日は、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、西村委員の順でお願いしたいと思う。まず、須田委員からお願いする。

須田委員

日本経済の基調判断についてであるが、前回会合以降公表された指標等から標準シナリオやリスク評価に変更を迫るようなものはなかった。月報の基本的見解や昨日の執行部の説明にも違和感はない。

金融資本市場については、前回会合で米国の金融資本市場は依然としてリスク再評価の過程であり不安定な状況を脱していないと指摘したが、そ

れからまだ間がないこともあり、今もその状況は変わっていない。むしろ金融機関の追加損失に関する報道や証券化商品の格下げ、SECの調査等を受けて、各種クレジット・スプレッドは足許再び拡大している。また金融株を中心に株価は下落しているし、為替レートもドル安が進んでおり、特に足許、株や為替レートなど資産価格の不安定さが先行きの経済をより見通しにくくしていることは否めない。他方、FOMC声明文や議長の議会証言に示されているように米国景気の現状判断は後に述べるように足許改善を示している。先行きについても、リスク評価が可能になってきており、これまでよりは見通しやすくなっているように思う。以下では経済・物価情勢について、前回会合以降の動きを中心に、整理しておきたい。

米国の実体経済については、2008年に掛けての成長率をより慎重にみているが、その背後に与信条件の厳格化を想定している。実際、直近のローン・サーベイをみると貸出姿勢が厳格化しており、プライムローンについても貸出が厳格化しているほか、企業向けの貸出スプレッドも拡大している。しかしながら、住宅市場の調整が始まって1年半から2年経過しているにもかかわらず、住宅市場の調整からの波及効果は今のところ顕現化していない。第3四半期の実質GDPは高い伸びであったが、貿易赤字の縮小等もあって次期改訂では5%程度まで上振れる公算である。また、10月の雇用統計は非農業部門雇用者数が市場予想を大幅に上回ったほか、10月のISM製造業景況感指数も低下しているとはいえ、まだ50を上回っているし、非製造業は引き続き高い水準を維持している。今後については、ISM製造業景況感指数や消費者マインドの連続的な悪化、第3四半期の反動などからかなり大きな減速を想定しているが、足許までの経済の底堅さやFedの政策対応も考慮に入れると、ソフトランディングの可能性が高まっているように思う。雇用については足許新規失業保険申請件数も減少しており、また資産効果も全体で見れば懸念することはなく、住宅市場の調整が消費を大きく腰折れさせる蓋然性は低いという思いを強くしつつある。それよりも気になるのは、原油価格や食料品価格の高騰の消費への影響である。なお、商品価格の上昇は基本的には世界経済の拡大がその



背景にあるとは思っているが、短期的な投機資金も流入しているため、今後どのような動きをするか定かではない。しかし、これらの価格の大幅な上昇は、グローバルにインフレを高めるリスクがある。米国についてもガソリンやヒーティングオイル価格の高さ、ユニット・レーバー・コストの高めの伸び、上振れ気味のインフレ期待、また市場の催促による緩和政策期待などを考えると、引き続きインフレ・リスクへの警戒を怠ることはできない。

次に国内経済についてであるが、第3四半期の実質GDPは潜在成長率を上回る成長率を実現できた。今後の成長を考える際に国内にも気になる点がなくはないので、以下それについて指摘しておきたいと思う。まず、改正建築基準法の影響であるが、着工の減少を受けて建設関連財の在庫率が急上昇しているほか、建築素材関連業種で減産の動きが広がっているようである。競争入札制度の導入もあって、建設業の倒産が増え資金繰りも厳しくなっているようである。建築の波及効果はマクロではそれ程大きくないようであるが、マインド面の影響もあるので、その影響を一時的と捉えておいて良いのかどうか、注意深くみていく必要があるようである。

そのほか大幅な制度変更が急激な業況変化をもたらしかねない業界として、貸金業、リース業などが挙げられているが、実際、リース取扱高が4か月連続の減少となっている。これが中小企業を中心とする設備投資下振れのシグナルなのか、あるいはリース業界の再編に伴う個社要因の振れなのか、それともリース会計基準の改定の影響なのか、注意深く調べてみる必要があると思っている。次に電子部品・デバイスの在庫調整についてであるが、ヒアリングでは増産計画であるが、景気ウォッチャー調査などからピークを超えたとの声が聞かれているし、DRAM等価格は弱含みで、ハイテク関連株価も低下している。生産の伸びが高いだけに、在庫が積み上がらないか少し気になっている。最後に実質所得についてであるが、基本的には雇用は堅調で賃金の下振れ圧力も減少方向にあると思っているが、消費の要は雇用者所得の伸びなので、雇用者数の動きについても頭の

片隅に置いておきたいと思う。また、原油価格の上昇による交易条件悪化が賃金や実質雇用者所得に与える影響も気になるところである。

最後に、消費者物価についてであるが、コアCPIの前年比は、今年の石油製品価格下落の反動が10月以降現われてくるほか、輸入小麦の売り渡し価格引き上げに代表される仕入れ価格の上昇を転嫁する動きが食料品や外食産業で広範化していくと見込まれることから、早ければ10月にも前年比はプラスに転じ、年度末に掛けてプラス幅を徐々に拡大していくとみている。物価に対する基本的な見方はこれまでと特に変わりがないので繰り返さないが、CPIコアに大きな影響を与える原油価格は私の想定以上に高騰している。昨日の説明にもあったように、オプションの満期やヘッジファンドの決算を迎え商品市況に一旦調整が生じる可能性もあるが、それでも当面私の想定以上のところで高止まりしそうである。雇用のタイト化と原材料価格の高止まりが今後も続けば、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置いておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

次は野田委員からお願いします。

野田委員

内外の金融資本市場では米国サブプライムローンの問題が再び深刻視されて大きな揺り戻しが起こっており、市場の動きから益々目が離せない状況に立ち至っているが、前回会合以降、我が国経済・物価情勢の見通しに関する基本シナリオの蓋然性を云々するには新たに利用可能になったデータはいかにも限定的であり、我が国の景気は先行きとも緩やかな拡大を続けるとの判断を維持することが適当であると考えている。

本日発表された7～9月期GDPは、前期比年率で+2.6%であった。過去の数字とはいえ、これは均してみると潜在成長率を幾分上回る2%で推移するという我々の基本シナリオにサポータティブなものであったと思う。

まず、国内の企業部門における設備投資であるが、本日のこのGDPで設備投資は7~9月前期比+1.7%増となり、4~6月期のマイナスから足許は反転増加を示した。先行きであるが、先行指標の一つである機械受注——除く船舶、電力であるが——は、7~9月前期比+2.5%と3四半期振りに増加に転じた。既に明確になっている生産の持ち直しと連動し、機械投資は当面堅調に推移する可能性が高いことが確認されたと思う。もう一つの先行指標である民間非居住用建築着工床面積は、改正建築基準法施行の影響により7~9月期は4~6月期の駆け込みによる増加を大きく上回る減少を示しており、目先の設備投資の下押し要因として無視できないものとなっている。今後、この回復振りに注視が必要である。設備投資に関して、足許の急速な円高進行や株価の下落持続など外部環境が悪化しているが、これら資産価格、市場価格は企業の期待収益に及ぼす影響が大きいだけに、より重要かつ現実的な注目点となってきた。次に家計部門であるが、本日のGDP速報の民間最終消費支出は前期比+0.3%増と7月の天候不順によるマイナスの影響は9月の記録的な猛暑で逆にかなりカバーされた模様である。しかし、住宅投資の方は前期比-7.8%と、これも改正建築基準法施行の影響を直接反映したものとなった。

ここで雇用及び所得についてであるが、前回会合中に発表された7月の毎月勤労統計で常用労働者数は前年比+1.6%と、ここ1年程の増加ペースを保ち、一人当たりの名目賃金も単月の振れは伴いつつも均せば前年比-0%台半ばで推移しており、雇用者所得の増加は専ら雇用者数の増加に依存する状況が続いていることが確認された。なお、労働力調査における雇用者数の伸び率低下との乖離については、基本的にはサンプル入れ替え頻度の違いによる労働力調査サイドの振れによるものとの昨日の調査統計局説明を是としたいと考えている。なお、雇用、所得に関して、景気ウォッチャー調査で雇用に関する先行判断DIが、8月に50割れをした後9月49.6、10月46.6と下げ足を早めている。また、昨日発表の消費動向調査における消費者態度指数でも、雇用環境の悪化が目立った。この冬のボーナスアンケート調査で前年比伸び率の低下やマイナスを予想する

ものが出ていることを併せて、これらはやや気がかりである。物価を巡る環境をみると、商品市況は11月に入っても、例えば原油価格がWTIで96ドル、日経商品指標42種が176をつけるなど高値を更新し、上昇のモメンタムは一向に衰えをみせていない。国内企業物価をはじめとして、諸物価に対するコスト・プッシュ圧力は否応無く高まっていると言わざるを得ない状況にある。

次に、海外経済であるが、欧州、アジアについては新しい動きは然程観察されていないと考えられ、前回会合後、短期間ながら動きがみられた米国経済について触れたいと思う。前回10月31日のFOMCは二回連続、通算0.75%の引き下げとなる0.25%の利下げを決定し、声明文で、今回の行動の後、インフレのアップサイド・リスクと成長のダウンサイド・リスクは概ね均衡するとの判断を示した。短期間であるが、その後判明したデータと金融資本市場の動きは、米国経済について足許では引き続き堅調であることを示しつつも、先行きはリスクを上下両方向に強めるものが交錯した。すなわち、足許をみると、個人消費関連では、雇用創出は鈍化しつつも10月は前月比16.6万人増とこのところでは目立った増加となり、9月の実質可処分所得、実質個人消費はそれぞれ前月比+0.2%、+0.1%と伸び率は鈍化しつつも増加を続けている。企業部門も、設備投資はGDP統計にもみられるように引き続き堅調に推移しているとみられる。

一方、先行きを見通す上でポイントとなる点に目を移すと、まず成長にアゲンストなものとして、一つに11月5日の全米平均小売ガソリン価格がほぼ4か月振りの3ドル/ガロン台を記録したことが挙げられる。次に、同日発表のFRBによる10月のローン・サーベイでは、銀行の貸出姿勢の大幅タイト化がサブプライム住宅ローンにとどまらず、プライム住宅ローン、商業用不動産向け、クレジットカードを除く消費者ローンに広く波及し、コーポレート・ローンについてもスプレッドの拡大などタイト化がじわじわと及んでいることが判明した。加えて、先月の大手米投資銀行に続いて、11月4日に最大手米銀が巨額の追加損失を公表、この大きな余震発生により正常化に向かっているとみられていた金融・資本市場には

再び動揺が戻っている。消費の一端を支えてきた株価は急落しており、昨日のダウ終値で8月16日以来の1万3,000ドル割れとなった。足許の株価下落とともに、原油をはじめとする市況、商品価格の高騰は、経済活動に全体として制約要因となることはいうまでもない。

一方で、第3四半期の企業収益はS & P 500社ベースの途中経過で前年比若干のマイナスになる見通しであるが、不振の金融を除けば、住宅、エネルギー関連の業績は悪化しているものの、全体では堅調な増加を続けていることが判明している。また、先週末発表された貿易収支は4か月連続で改善し、好調な新興国経済を背景として輸出の好調が持続してきており、今後も純輸出が内需の伸びの鈍化を相応にカバーしていく可能性が高いことを示唆した。以上、ここ二週間足らずに利用可能になったこれらミックスの諸データ、諸情報を総合してどうかと言えば、私としては、経済成長に対するダウンサイド・リスクを市場の見方ではないものの幾ばくかは強める方向に作用したのではないかとみている。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

前回の決定会合から二週間足らずであるため、本日は欧米の金融資本市場の現状と今後の注目点、並びに米国経済の動向を中心にコメントしたいと思う。証券化市場をみると、住宅ローン関連はサブプライムローンを中心に引き続き発行が難しい状況が続いているほか、スプレッドも拡大気味で推移している。一方、住宅ローン関連以外では、CLOの一部でスプレッドが幾分縮小している。証券化市場は全体としてみれば緊張感の高い状況が続いているが、米国景気が当面減速する中で、投資の一般原則どおり、ロー・クオリティのクレジット商品——例えばCDO、あるいはLBOローン等——が敬遠される一方、ハイ・クオリティの商品には前向きな買いが入る等、正常な取引の機運が芽生えてきたように思う。

欧米のコーポレートファイナンスをみると、社債の発行が増加を続けたほか、社債スプレッド、CDSプレミアムともに9月に比べ落ち着きを取り戻しつつある。なお、現在はクレジット商品の価格発見プロセスの最中にある訳であるが、7月以前が行き過ぎたクレジット・スプレッドのタイト化の状態にあったということに鑑みれば、クレジット・スプレッドが以前の水準に戻ることはないとしっかり認識しておくべきだと思う。また、欧米の短期金融市場でもLIBORのプレミアム——LIBOR-OISで私はみているが——が一頃に比べかなり低下する等、多少落ち着きをみせている。まだ正常化には程遠いが、多少落ち着きを示している。

この間、米国の株式市場をみると、10月入り後IPOが件数、金額ともに増加に転じたという明るいニュースもあったが、10月末のFOMCで25bpの利下げが実施され10月の雇用統計が予想を上回る雇用者増となったにもかかわらず、上値の重い展開あるいは調整が続いている。この背景には——欧米金融機関のクレジット・スプレッドが拡大傾向にある背景も同様であるが——、メリルリンチとシティのCEOが辞任する事態にまで発展したことを典型に、クレジット市場の混乱で金融機関が巨額の追加損失を計上するのではないかと懸念が再び高まっていることがあると思う。

欧米の金融資本市場が落ち着きを取り戻す兆しがみえる中で、今後は欧米主要金融機関の収益動向が金融市場の中心的なテーマとして取り上げられていくと見込まれる。そこで、クレジット市場の混乱が欧米主要金融機関に与える悪影響について纏めてみたいと思う。まず、短期的には、自らが保有する証券化商品やLBOローン等の価格下落に伴う損失処理または評価損計上による収益の下押し圧力、LBOローン等の増加に伴う資金調達コストの上昇圧力、リスク資産増加による自己資本比率の下押し圧力というルートが想定される。長期的にみると、一番目としてM&A停滞に伴うアドバイザリー費収入やLBOローン関連収益の減少、二番目としてストラクチャード・ファイナンス関連収益の減少、三番目として前向きな企業活動の停滞や景気の減速が企業金融全体に与える悪影響という

ルートが想定される。これらに関する私の考えは以下のとおりである。これまでに公表された欧米主要金融機関の第3四半期決算とサブプライムローン関連のディスクロージャーに鑑みれば、主要金融機関はそれなりに踏み込んだ損失処理または引当を行ったとみられる。もっとも、流動性が乏しいストラクチャード・プロダクトの時価の把握は困難なため、第3四半期決算によってサブプライムローン問題の全貌が明らかになった訳ではない。ただ、欧米の大手金融機関はできる限り早く損失を処理しようという前向きな姿勢に傾いていることはポジティブに評価できる。

相次ぐサブプライムローン問題に伴う損失処理のニュースを受けて、疑心暗鬼の伝播は依然として残っているが、今やサブプライムローン問題に絡んだ損失処理はシティ、メリルリンチ、ベアスターンズ等CDOの組成、販売ビジネスで上位にランキングされている個別金融機関の問題になってきているように思う。また、資金調達コストについては、マネーマーケットが落ち着いてきているため大幅な負担増はないと思う。それから、自己資本比率であるが、第3四半期決算時点ではシティやワコビアがTier 1比率で7%台まで低下したが、自己資本比率で見ればシティは10.7%、ワコビアは11.0%となっている。

長期的な面では、米国の景気が減速し企業買収等が一時的に停滞することを考えると、金融機関の経営は当面難しい局面が続くかもしれない。ただ、欧米の主要金融機関は、今やアジアを中心に新興成長国など先進国以外のビジネスを拡大している。欧米の主要金融機関は根本的な収益力が高いうえ、足許資産、事業部門の売却や不採算業務からの撤退の動きが進んでいる。また、状況によってはクロス・ボーダーの金融再編もあり得ること等を考えると、ある程度時間を要してもクレジット市場の混乱による業績悪化を乗り切ることができるとみられる。

米国経済についてコメントすると、10月の雇用統計については市場予想を上回る非農業部門の雇用者増となったが、詳細をみれば景気減速を示唆する部分もあり、今回の雇用統計は全体的に強弱まだらな内容だったと思う。米国のソフト・データは、最近弱めのものが少なくない。また、住

宅、金融関連に加え、IT関連の企業業績への懸念も出てきた。ただ、現時点では住宅市場の調整や製造業の減速が経済全体に波及していることを示すハード・データは多くない。行き過ぎたドル安進行は問題であるが、ドル安が米国景気を下支えしている点も過小評価されているように思う。米国のGDP統計の外需の寄与度が、4～6月期は前期比年率+1.3%ポイント、7～9月期が+0.9%ポイントであった。その後発表された9月の貿易赤字額は市場予想を大きく下回ると同時に、8月分も下方修正された。在庫、建設支出の数字も考慮すると、7～9月期のGDPは速報値の前期比年率+3.9%から+5%程度までに上方修正される可能性が出てきた。今のところ、米国経済はソフトランディングあるいはマドル・スルーのどちらかの蓋然性が高いと判断している。

最後に為替市場について触れたいと思う。今年の外為市場ではドルは円と並んで二弱通貨の様相を呈してきたが、足許でドル相場は対円でも軟調となっている。外為市場でもドル・ベア一色と言える中、当面ドル相場の調整がどこまで進行するかがポイントだと思う。ただ、秩序だったドル安の重要性は通貨当局間で共有されている点は述べておきたいと思う。また、数か月前まで金融市場の主要な関心はグローバル・インバランスであった。ドルの実質実効為替レート——26か国を対象とした広義なベースであるが——は2002年のピークから24%下落している。対ユーロではドルは41%下落している状況なのであるが、米国の純輸出の増加はドル相場下落や内需減速に伴う輸入の伸び率鈍化だけでは説明できず、やはり主因は新興成長国を初めとする世界経済が好調を維持していることが大きく寄与していると思う。ドル安進行は米国の対外不均衡是正という望ましい結果ももたらしているが、長期金利上昇や輸入インフレ圧力になるだけに米通貨当局はドル相場の下落テンポ加速は望んでいないと思われる。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

前回会合からあまり日が経っていないが、この間に公表された経済指標はこれまでの景気判断に概ね沿った内容だと思う。今回の会合においても、国際金融市場と世界経済の状況が重要な検討ポイントである。

まず、米欧の金融市場動向をみると、前回会合時から目立った改善は窺われていない。むしろ、クレジット市場や株式市場周りでは、証券化商品の追加格下げや米国金融機関の多額の損失計上などもあって、一步後退の観がある。とりわけ、証券化商品市場の停滞、金融株の下落が目立っている。短期金融市場は緩やかな改善が続いているようであるが、この先の欧州系銀行の決算や年末越え資金取引の動向など注意していく必要があると思う。

実体経済面については、米国経済であるが、住宅市場の調整は厳しさを増している一方、設備投資、個人消費は減速しつつも緩やかな増加基調を維持していて、7~9月の実質GDPは前期比年率+3.9%と高い伸びとなった。こうしたもとで、雇用者数は基調としては減速しながらも緩やかに増加している。ただし、10月のローン・サーベイをみると、全般に与信基準がかなりタイト化している。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、住宅市場の調整や信用収縮懸念が今後どの程度住宅以外の部門に波及していくか、引き続き不確実性が高いように思う。物価面では、労働需給のタイト感、原油価格上昇などからインフレ圧力が後退したとは言いがたいと思う。従って、米国についてはこれまでどおり、上下両サイドのリスクを注視する必要があると考える。欧州経済は内外需のバランスのとれた成長が続いており、今のところ金融市場の動揺の影響は現われていない。また、アジアでも景気拡大が続いている。これらを踏まえると、世界経済は全体として地域的な拡がりを持ちながら拡大しているが、米国を中心とする先行きのダウンサイド・リスクには留意すべきという状況に変化はないと考えている。

次に日本経済であるが、本日公表のQEを含めて7~9月のデータがほ

ば出揃った。企業部門では輸出の好調を背景に7～9月の生産は情報関連を中心に高めの伸びとなり、今後も増加を続けるとみられる。設備投資も増加基調を続けており、先行指標である機械受注は7～9月に次いで10～12月も増加予想となった。ただし、中小企業の若干の弱さや建築基準法改正の影響を受けた建築着工の大幅減少といった気になる動きもある。設備投資全体としての増加基調は変わらないと思うが、これらの動向はよく注意してみていきたいと思う。家計部門についてみると、新たな指標は少ない訳であるが、雇用者所得の緩やかな増加が続くもとで、個人消費は底堅く推移しているとみられる。住宅投資は改正建築基準法施行の影響で着工が大幅に減少しており、今後の回復時期は未だ不確実である。本日公表された7～9月のQEは、前期比年率+2.6%と、潜在成長率とみられる1%台半ばないし後半を一步上回る伸びとなった。物価面では、国内企業物価は国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、先行きも当面上昇を続ける可能性が高いと考える。生鮮食品を除いた消費者物価は、目先、前年比ゼロ%近傍で推移する可能性が高いと思うが、より長い目でみればプラス基調を続けていくと考えられる。石油製品のプラス寄与は10月以降徐々に拡大するとみられ、年末に掛けて消費者物価の前年比は小幅のプラスに転じる可能性もある。

我が国の金融環境についてみると、我が国の金融機関でも証券化市場の国際的な混乱に端を発する損失が幾分拡大しているが、そのマグニチュードは欧米に比べて大きくはない。全体としては、サブプライムローン問題が金融機関の貸出態度や企業金融に与える直接的な影響は引き続き限定的であり、緩和的な金融環境が維持されているという評価で良いと思う。ただ、このところ株安や円高が進行しており、こうした市場動向が企業マインドや消費者マインドに与える影響は良くみていく必要があると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

## 岩田副総裁

それでは、最初に本日公表の日本の成長率であるが、私が予想していたよりも若干高めだったと思っている。これは特に消費が私が考えていたよりももう少し良かったためと思う。ただし、二つ程付け加えたい。一つは国内需要全体であるが、2007年の第1四半期、第2四半期、第3四半期の前期比寄与度は、それぞれ+0.2%、-0.4%、+0.2%となっていて、3四半期全部均すと伸びがゼロということになる。従って、国内需要が必ずしも強い訳ではないということである。それからもう一つ、雇用者報酬は7~9月期が前期比-0.2%——これは名目であるが——、前年比でも+0.1%ということになっていて、消費の先行きを考えるうえでは警戒すべき一つの要素ではないかと考えている。

それから、次に生産面であるが、生産は確かにこのところ着実に回復の足取りを確実なものにしていると思う。その一方で野田委員からご指摘があったが、先行のD Iが9月に10年振りにゼロになった。これは1997年12月以来のことである。それから先行のC Iをみても3か月連続マイナスで、これは2003年11月以来の低い水準である。これを6か月前比で見ると——変化をみる時には、3か月前比でみるか6か月前比でみるか色々あるのだが——、13か月連続でマイナスである。ということで、先行C Iの動きをみていると、この下落幅は2004年、2005年に踊り場があったが、これよりもやや大幅な低下になっている。それから、OECDの先行指標も9月に3か月連続で低下した。それから、中小企業の景況感は中小企業の景況調査によると、10月に利益のD Iが-5.7と——8月もマイナスになったのだが——、2003年8月以来の低い水準だということなので、生産面は明らかに改善してきているのだが、先行きまでしっかりしているかどうかということについては注意すべき点もあると考えている。それから設備投資の方であるが、機械受注は第3四半期纏めてみると前期比+2.5%ということになって、GDPの数字と平仄が合ったような動きかと思う。中身をみると、電気機械の受注が2006年初めからやや低下気味

である。IT関連で言うと、とりわけ半導体製造装置の受注が8月の前年比41.9%減少の後、9月も40%減少であって、8か月連続で減少をしている。第4四半期の見通しは3.1%増加になっているが、これも9月の数字があまり良くなかったのでマイナスの下駄があるため果たして3%に届くかどうか、むしろ下振れのリスクがあるのではないかと考えている。

以上は日本についての話であるが、アメリカ経済について既に昨日も事務方からご報告があったが、GDPの統計は恐らくさらに強くて+5%以上、ある予測によれば+5.4%になるということである。ただし、純輸出の寄与が+1.5%ポイント、在庫が+0.7%ポイント程度あるということで、私が注目している国内の最終需要でみると+2.5%ポイント程度ではないか。私は+2%ポイント程度と思っていたので、それよりも国内最終需要でみてやや強め。ところが、第4四半期がどうかということなのであるが、私はやはりさらにこれは鈍化して+1.5%程度になる可能性が強いと思う。在庫とかは今度は逆に振れるので、観察される成長率は、国内の最終需要の+1.5%よりも低くなる可能性があると思っている。その一つの理由としてはやはりクリスマス商戦が果たしてどうなのかということが注目される点であるが、これの間接的なエビデンスとしては小売とかトラックの輸送が減少している点、あるいは小売の関係について、9月は非常に強かったのだが、雇用はむしろ弱くなっている。コンテナトレーラーの輸送量の伸びがこのところマイナスであって、2002年以来の低調な結果を示唆している。構築物の投資は設備投資の中でもかなり強いのだが、企業マインドの若干の低下あるいは商業用不動産向けの融資基準が厳格化しているということがあるので、これも第4四半期の設備投資の伸びをやや弱くするのではないかと考えている。全体として、これまで出ている数字は私共がこれまで考えていた姿とそれ程違わない。ただ、幾つか下振れの要因、先行きを考えた場合に警戒すべき点があるということを上げたいと思う。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

前回会合後、金融市場はやや不安定な動きを続けているが、米国経済については、雇用統計をはじめとして市場予想を上回る指標が幾つか公表されるなど、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思う。また、国内経済についても、今朝方発表されたGDP統計を含め、特に大きな情勢変化を窺わせるものはなかったように思う。

海外についてであるが、まずサブプライムローン問題については、米国の一部金融機関において7~9月期決算が事前に公表されていた業績予想を下回ったほか、9月、10月の相場下落により、その他の金融機関でも証券化商品に係る追加的な評価損失計上の公表が続いたことなどから、証券化商品全般の価格に対する疑念が再び強まり、株価や長期金利、クレジット・スプレッドが不安定な動きとなったほか、為替相場もドルが主要通貨に対して大きく下落した。証券化商品市場は未だに流動性が極めて低く、取引が成立しにくい状況が続いている模様である。例えば、証券会社が提示するトリプルA格が付与された一部の再証券化商品の価格は、現在、額面100に対して10から25程度となっているとの話もある。また、LBO市場では、8月以降、新規案件がほとんど組成されない状態が続いているほか、既往のLBO案件についても総じてみればファイナンス方法等に関する交渉が停滞している模様である。この間、短期金融市場におけるターム物取引の流動性についても若干改善がみられているものの、依然として低い水準で推移しており、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必要があると思う。

次に米国経済については、10月の非農業部門の雇用者数が前月比+16万6千人と市場予想を大幅に上回るペースでの増加となったほか、個人消費も新車販売台数が一定水準を維持するなどプラス基調にあり、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。もっとも、

FRBによる10月のローン・サーベイにおいて、経済見通しの悪化や金融機関におけるリスク許容度の低下といった要因を背景に、住宅向けだけでなく商工業向け及び消費者向けの与信基準がタイト化するなど信用リスクに対する警戒感は大変強く、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、米国経済の先行きに対するダウンサイド・リスクは引き続き高い状況にあるように思う。

その他の地域に目を転じると、欧州では企業のサーベイ・データは先行きの減速を示唆しているものの、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、アジアでも高水準の成長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拮がりを持って引き続き拡大しており、米国経済の若干の減速程度であれば、新興国を初めとしたその他の地域の経済が堅調に推移することにより、世界全体では安定的な成長を続けていく可能性が高いと考えられる。この間、原油価格については前回会合後上昇を続け、WTIは1バレル100ドルに迫る水準にまで上昇したが、この先については100ドルを大幅に上回って上昇していくとの見方は少ないようである。ただ、同時に原油価格は先行き大幅に低下するとの見方も少なく、米欧における基調的なインフレ圧力が残存する中、原油価格が高水準で推移するリスクには引き続き注意する必要があるように思う。

続いて国内経済であるが、総じてみれば引き続き緩やかな拡大を続けているという状況に大きな変化はないと思う。今朝方発表された2007年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.6%と堅調な数字となった。好調なアジア経済の恩恵を受ける形で外需の寄与度が高い一方、内需は個人消費が底堅く推移しているものの盛り上がりには欠けるほか、住宅投資が改正建築基準法施行の影響から大幅に減少した。一方、その他の指標をみると、企業関連では9月の機械受注が公表され7～9月を均してみれば前期比+2.5%と3四半期振りにプラスに転じたほか、10～12月期受注見通しは前期比+3.1%と2四半期連続での受注回復が見込まれる。このため、設備投資は引き続き増加基調にあるとみて良いと思う。企業収益は、

上場企業の決算発表が続いているが、11月9日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業681社を対象とした新光総研の集計では、2007年9月中間期の経常利益が前期比+8.8%と事前予想の+2.6%を上回っており、好調が続いているようである。もっとも、上場企業は米国経済の調整や原材料、人件費等のコスト上昇を懸念してか、上期の業績好調を受けて通期計画を上方修正した先は少ないようであり、先行きを慎重にみているようである。また、足許の為替相場が円高方向に振れていることも、輸出企業の先行きの業績に悪影響を与える可能性がある。家計関連では、10月の景気ウォッチャー調査でガソリンに加えて生活関連品の値上がりやその表明が相次いでいることなどの影響から、家計動向関連DIが悪化するなどマインド面ではやや弱さがみられる。もっとも、家電販売が引き続き好調であるほか、外食売上高も増加基調を続けており、個人消費は引き続き底堅く推移していくとみて良いと思う。雇用・所得関連も状況に変化はなく、労働需給は全体としては引締まり傾向が続いているとみて良いと思う。先行きについては、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が、雇用者の半分を抱える中小企業を中心に強く、先行きの所得の増加テンポについて注意してみていきたいと思う。住宅投資については、建築基準法改正による新築住宅着工の大幅な減少を受けて、10月末に国土交通省が同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。もっとも、法改正の影響が長期化した場合、建設財出荷、建設関連の中小企業の業績に想定以上の悪影響を及ぼすことが懸念される。また、住宅需要についても、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おり、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10月の企業物価指数が発表され、引き続き上昇基調にあるようである。もっとも、素原材料等の価格上昇の影響が最終財までなかなか波及してこない状況が続いている。全国コアCPIについては足許ゼロ%近傍で推移しているが、先行きについても、競合が厳しい中、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になると考えられる。しかしながら、仕入れ価格の上昇分を販売価格に転嫁できなかった企業、特に中小企業についてはこれまでの原材料価格の高騰によりコスト吸収余力が相当低下していると思われる。従って、価格転嫁の動きが今後広がる可能性も考えられる。また、原油高を受けたガソリンの小売価格は先行き上昇傾向を辿ると見込まれるほか、食料品などの値上がりの動きが広範化してくれば、コアCPIもプラス基調に復していくと想定される。

この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価や長期金利は米欧市場での動きを背景に下落、低下したほか、円の対ドル相場は大きく上昇した。こうした中、企業金融も引き続き緩和的な状況にあり、企業の資金繰りが良好に推移していると思われる。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

前回政策決定会合後、僅かな日数しか経っていない状況下、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いない。むしろ、これまで相対的に影響が軽微と思われてきた大手商業銀行でも当初公表していた損失が大幅に拡大するなど、新たな悪材料も出てきている。こうした中、実体経済の先行きに係る不確実性につき、今暫く見極めていく必要があると思う。

まず米国であるが、7～9月GDPは輸出、消費の堅調を主因として強めの数字となっている。また、雇用と賃金で底堅い基調が続いている。もともと、住宅市場の調整がより深刻化かつ長期化する見通しである中、第3四半期の企業収益は住宅建設、金融、自動車といった業種の落ち込みを受けて、5年半振りに減益となるとの集計もみられている。こうしたもとの、製造業のISMやシカゴPMIでは企業の業況感が悪化しているため、今



後の設備投資や雇用への影響には目を凝らしていく必要があると思う。これらに加えて、銀行の個人向け融資基準の厳格化、ガソリン高、株価の乱高下等もあるため、個人消費の動向についても引き続き注視していきたいと思う。欧州の方では、企業の高収益、25年来の最低水準にある失業率がファンダメンタルズの健全さを表しており、欧州委員会は2008年の経済成長率を+2.2%と減速を予測しているものの、引き続き持続可能な経済成長を実現する蓋然性が高いと思う。ただし、金融市場の混乱がどの程度で収束するか、また原油並びに食品価格等のさらなる上昇等のリスクについては、注意深くみていかなければならないと思う。エマージング諸国はサブプライムローン関連エクスポージャーも少なく、米欧金融市場混乱の圏外にあり、経済のファンダメンタルズは引き続き総じて堅調である。

日本の景気については、状況は特段変わっておらず、本日の7~9月のGDPでも示されたとおり、引き続き緩やかな拡大をしている。輸出については、これまでのところ堅調であるが、円安修正が一段と進行している。米欧景気の動向と併せ、よくみていく必要があるかと思う。生産については新たな指標は出ていないが、半導体——DRAM, NANDフラッシュメモリ——や液晶関連部材の大口販売価格が下落している。需要は引き続き堅調であると思われるが、やや供給過剰になっている可能性もあるため、注視していきたいと思う。設備投資については、機械受注でも確認されたように、引き続き高水準で堅調に推移している。住宅投資については、建築基準法改正を受けた住宅着工戸数の大幅な落ち込みが続いている。これが、鋼材、セメント、金属製品等の建設財需要の減少、また価格下落に繋がっている。この影響が当初企業が想定していたよりも長引いており、ある素材大手からもついに減産に踏み切らざるを得なくなったという話を聞いた。もっとも、法改正の影響を受けてのみの落ち込みであれば時間の問題であり、むしろ反動で来年度のGDP押し上げ要因になるが、逆に住宅建設投資そのものの基調が弱くなっているのであれば、来年度に向かって下振れ要因となるので、注視していきたいと思う。

個人消費については、景気ウォッチャー指数が7か月連続で低下するな

ど、家計部門の景況感の回復には時間がかかっていることが改めて示された。最近、英国が 1997 年以降の 10 年間の移民の数を従来公表していた 80 万人から 110 万人に大幅に上方修正したが、これらの移民は新興国から若い世代が着のみ着のままやってくるために、衣食住に亘っての需要は力強いものがある。因みに、米国経済の場合の移民によるダイナミズムも極めて大きいものがある。一方、日本は移民は少なく、かつ人口減少・高齢化社会であり、また高度成長期と違ってほとんどの必需品は充たされている成熟社会である。こうした事情も、個人消費がなかなか力強さを持ちづらい背景にあると思われる。また、この点は、CPI にも影響している。すなわち日本の CPI は過去 20 年平均 +0.6% という上昇率で、このところもゼロ% 近傍で推移している。これは経済が悪いということではなくて、むしろ物価が極めて安定しており評価すべき状況であるのではないかと思う。このように CPI の水準が低いために、最近では、天候要因、サッカーのワールドカップ等のイベント、石油製品の価格上昇、携帯通話料、デジタル製品群など極めて限られた要因の影響を受けがちである。このため、CPI のヘッドラインの数字のみに囚われることなく、中身を丁寧に検証して、基調をしっかり捉えていく必要があると考えている。特に本年 4 月以降、数多くの身の回り品の値上がりが見られ、人々の先行きの物価観に変化が生じていることには留意する必要があると思う。

国際商品市況については、原油、金を中心として上昇基調が続いている。原油高については、各国の緩和的な金融政策のもと世界的な需要の強さ、地政学的リスク、米国石油精製所の稼働トラブル等に加えて、投機資金の流入が背景にあるとの見方が大勢である。しかし、一部の識者からは、市場について、投機相場なのでいずれ価格が下落するとの見方が多い。これは油田開発が進まないため、原油価格が新たな均衡点を 80 ドル以上に求めていくのではないかとの意見も聞かれる。こうしたエネルギー価格の上昇やドル安による輸入物価の上昇、さらにはこれまで根強くみられてきた経済グローバル化による物価抑制圧力の減退等、物価を取り巻く環境の潮目

が変わりつつある可能性については、今後とも留意が必要であると思う。  
以上である。

福井議長

最後になったが、西村委員から願います。

西村委員

前回会合からの金融経済情勢の変化だが、今までの委員方のご意見を伺っていると、足許の状況には大きな変化はなく、多極化しながら米国を含めレジリエントな海外経済、改正建築基準法という思わぬショックも吸収しながら底堅く推移する内需という前回判断と同じであるという点ではほぼ合意があるように思う。これに対し、先行きの判断であるが、不確実性が高い状況が続いているというのが委員の大方の様であり、私も同じ意見である。特に国際金融市場の動きが前回までの安定化の動きからやや不安定化しており、さらにそれが実体経済に及ぼす蓋然性が欧州、米国ともに前回よりも若干高まったと言わざるを得ないと思う。以下では、重複を避けるため、前回会合からの動きのあった米国金融市場と国内の消費者物価に絞って述べたいと思う。

米国金融市場では、第一に市場全体が再び神経質になっているということである。米国市場を含む多くの市場でボラティリティが高まっているうえに、質への逃避——フライト・トゥ・クオリティ——が起りやすく、過去とは異なった市場間の連動が起る可能性がある。そのため、米国マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド、ヘッジファンド等にも十分なモニタリングが必要であると考えている。先週末の米国株式市場の下落は、イギリス大手銀行の多額評価損の噂、米国大手地銀の10月だけで11億ドルというサブプライムローン関連損との発表がきっかけと言われ、かつ、それが直ちに米国国債市場に波及しTB利子率が下落したのは質への逃避が起りやすい地合を示している。さらには、カウンターパーティー・リスクが存在する相対取引から、その少ない取引所取引へ資金

が移動しているとみえる。こうしたいわゆる安全資産への資金の流れは、質への逃避の別の現われとも考えることができる。

サブプライムローン問題がCDO等ストラクチャード・ファイナンシャル・プロダクト全体の価格付け問題に発展し、懸念された金融機関の業績悪化が現実化した。これが大手金融機関の信用不安に連なるとすると、大きな問題であることは既に指摘されているとおりでである。特にSIVの処理の重要性については、ここでは繰り返す必要はないと思う。しかし、これを極めて神経質になっている国際金融市場というコンテキストでみると、追加で注意しなければならないのは、米国マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドの動向、そしてヘッジファンドと関連して新興国・商品市場の動向であると考ええる。米国マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドは、流動性確保のため制度的に強い縛りのもとにある。従来から、ABC P市場の主要な買い手がマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドであったが、サブプライムローン問題の進展で格下げが起こり始めた時点で、制度上の縛りを勘案したマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドがABC Pを買わなくなったということがABC P市場の機能停止をもたらす一因になったことは記憶に新しいと思う。リテイル市場での大きなプレゼンスを考えると、マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドが元本割れを起こすようなことがあるとすると非常に大きな影響がある。今のところはそのような状況ではないようであるが、ポテンシャルには大きな問題があるので慎重なモニタリングが必要であると考ええる。

ヘッジファンドは、今次金融市場の混乱は金融機関に端を発したものであることから、一時、一部に影響があったものの、総体としては影響は比較的軽微であったと考えられる。しかし、市場の動きが荒く、過去とは異なった市場間の連動が起こりやすいことを考えると、今後も変動を上手く乗り切る保証はない。特に、中国、ロシアといった市場経済とは異なる動きをしながらも国際金融市場に組み込まれつつある新興国市場で何か動きがある場合には、想定を超えた変動が起き、ヘッジファンドの活動を通

じて大きな追加的な市場ストレスとなることが考えられる。さらには、活況を呈する新興国市場の多くが資源商品市場と連関しているという点にも注意しなくてはならないと思う。従って、新興国・商品市場での動きにも十分な注意が必要であると考えている。

それから米国金融市場について注意しなければならない第二点は、欧州とは違い、米国において流動性問題は小康状態にあるが、より深くみると米国市場に新しい脆弱性の芽が生まれているように思われる点である。流動性については、実は大恐慌時に導入された制度が今のところ目立たない形で比較的上手く機能していると言える。不安の生じた民間の債務を暗黙の政府保証があると考えられているガバメント・スポンサード・エンタープライズの債務に事実上置き換えられる形となっているからである。具体的には流動性確保に問題のあったモーゲージ銀行の最大手や大手商銀がフェデラル・ホーム・ローン・バンクからの借入を急速に増加させ、それに対応しフェデラル・ホーム・ローン・バンクが割引債を発行して市中からの借入を急速に増加させた。平時ならば、こうした状態ではフェデラル・ホーム・ローン・バンクの発行金利が上昇するところであるが、逆に質への逃避に伴いGSEであるフェデラル・ホーム・ローン・バンクの割引債に対する需要が急増し、発行金利が逆に低下するという良い状況になった訳である。それが上述マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドのABC投資の代替の受け皿となるというように、上手く回っているように思う。しかし、重要な点は、そもそもこのモーゲージ最大手銀行が入れた担保というような形の民間債務の劣化が進むと、公的負担の問題が生じ、それが金融不安をさらに深めるという可能性を否定する訳にはいかない。

また、もう一点はABSやCDOの劣化が進むことで、今までそれを保証してきたモノライン・インシュランス・カンパニーと呼ばれる保証会社の状況が急速に悪化している点である。モノラインは1970年代の創業以来、そもそも地方債の格付けを上げるための保証で重要な役割を果たしてきた。従ってモノラインへの不安が高まると、それが地方債市場、そして

債券市場全般に波及する可能性もある。このように小康状態ではあるものの、米国金融市場には新たな脆弱性の芽がみられることには十分な注意が必要であると考える。

最後に、消費者物価についてお話ししたいと思います。今後の物価情勢だが、11月に入ってかなりの変化があった。11月第二週の石油情報センターの週次情報では、ガソリンが前月同時期比+3.6%、灯油が+5.9%と大きく値上がりした。従来までの値上げパターンとは若干異なる大幅な卸価格上昇の末端価格へのパススルーがみられたところである。特に灯油が著しい形で出ている。仮に石油価格が11月以降現在の状態で高止まるとすると、11月以降の全国CPI変化率は大幅に上方にシフトすることになる。11月に+0.2%、12月に+0.3%、2月、3月には+0.5%となり、年度平均が+0.1%に着地する可能性もある。今後は原油価格の推移と為替相場に大きく依存することには注意しなければいけない。しかし、振れの大きいこういった石油価格、説明の難しい帰属家賃を除く部分では、依然として物価上昇のモメンタムはゆっくりで小さいながらもプラス方向にあるという点に変化はないことにも十分注意しなければいけない。コミュニケーション・ポリシー上極めて難しいことではあるが、物価情勢はその裏にあるモメンタムの動きが重要なのであることを辛抱強く説明していく必要があると思う。以上である。

#### 福井議長

以上で、各委員から金融経済情勢についてのご見解を頂戴した。前回政策決定会合からあまり日が経っていないということであるが、グローバルな金融資本市場はリスク・リプライシングの動きというか、そのダイナミクスが新たに展開されているということであるし、実体経済の方も例えば国内経済について言えば、今日出たGDP速報を含めて幾つか新しい指標が出ている。米国経済についても同様であったということである。これらを含めた各委員のご見解は、なかなか纏め切れないのだが、敢えて纏めれば、一つには、全体としてこれまでに公表された経済指標からみる限り、

日本経済は引き続き我々の見通しに概ね沿って、物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いと、こういう感じであったと思う。二つ目には、ただし国際金融資本市場は不安定な状況がなお続いているということであるし、米国経済の先行きに関するダウンサイド・リスクが引き続き高く、それらを含め世界経済についての不確実性があるということで、国際金融資本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。あらかたそういうことであったかと思う。その中で、まず世界経済については地域的な拡がりを伴いながら拡大を続けているという標準シナリオを現時点で変更する必要はないというお考えであったと思うが、米国住宅市場の情勢がさらに厳しい方向に動いており、それに最近では原油価格上昇の影響などをどう評価するかという問題がもう一つ加わってきているということもあるので、その辺も含めて引き続き重要な検討ポイントになるということであると思う。その中でアメリカについては、諸指標からみて緩やかな景気調整局面が続いている。住宅投資が減少を続けているということであるが、その減少幅は拡大しているという状況である。先行きもう少し厳しい調整局面は避けられないということのようである。サブプライム住宅ローン問題の広範化を受けて、住宅販売の減少と在庫の積み上がり傾向が一段と鮮明になっているということだが、今後その在庫の積み上がりがどういうふうに調整されていくか、はたまた価格への影響はどうか。前回も委員方でシェアした懸念事項は、なおそのまま残っているという状況である。それから米国の銀行の貸出姿勢についてFRBのローン・サーベイが公表されたが、住宅向けだけではなくて商業用不動産や一般企業・消費者向けの与信基準もタイト化していることが明らかになった。ただ、こうした住宅部門の調整あるいは貸出姿勢のタイト化の影響は、今なお实体经济の他の部門には明確には悪影響を現わしていないという状況であって、個人消費は減速しつつも増加傾向にあるし、設備投資も減速しつつも緩やかな増加基調を保っている。そして雇用の方は、企業の生産活動が堅調さを維持している中で、出てくる指標には振れがあるが増勢が続いている。ただし均してみれば増勢は緩やかに鈍化しており、経済全体の実勢と

しての減速に概ね沿った形の雇用者数の動きになっているという状況のようである。一方、米国の消費者物価指数であるが、コア指数の前年比は引き続き+2%台の水準と、資源の稼動状況が高いことからインフレ圧力が後退したとは言いがたいし、ヘッドラインの面では、原油価格の上昇等がどう響いてくるかという問題が別途ある。従って、引き続き、景気・物価両面のリスクに注意を払っていく必要があるという雰囲気だと思う。米国の連銀は2回連続利下げを行い、これらの諸情勢を含め先行きのリスク・バランスはイーブンであるという感じのステートメントを取り敢えず出しているということである。

ヨーロッパの方は、実体経済の面ではあまり大きな変化はないということのようであるが、欧州系金融機関の決算も一部、既に公表されていて、市場ではその損失処理負担の重さが意識されてきているということである。今後の金融機関、金融市場の動向が欧州においても注目されるという状況である。アジア地域では特に大きな変化がないということであったが、中国において消費者物価指数の前年比は食料品価格の上昇から引き続き高い伸びが続いているという状況である。金融資本市場の方は一進一退の不安定な動きということであるが、リスク・リプライシングのプロセスは一直線には進まない。進んだかのようにみえて、その後はまた揺り戻しがくるといふプロセスが当然予見される所であり、予見されたとおり、今、市場の中で新しい均衡価格を求めた動きが続いているということだと思う。証券化商品の追加格下げが行われたり、金利の振れが出ていることに、その現われが明確に読み取れるということであるが、リスク・リプライシングの過程においては最終的にやはり誰かが損失を処理しなければならない。今回の問題については、大手の金融機関のバランスシートに問題が戻ってきていて、そこで損失処理が行われるというプロセスは事前に予想されたとおり、現実起こってきている。それが最終的にどの程度の重さになるかということについてはまだ少しみきれないところがあるが、少なくとも米国の大手の金融機関については早く損失を認識し早く処理したいという動きが感じられるというところではないかと思う。



日本経済の方も、今日のGDP速報値で7~9月まで緩やかな景気の拡大が続いているという我々の認識が裏打ちされたということだと思ふ。輸出は引き続き順調に増加をしているとGDP統計でも確認された、ということである。国内民間需要も、モデレートであるが増加を続けている。大きなバックグラウンドはやはり企業収益が高水準を続けているということだと思ふが、特に上場企業の間接決算では製造業、非製造業とも多くの企業で収益が高い伸びを続けていることが確認されている。ただ、中小企業の収益に関するDIは、水準は高いが足許少し悪化していることが要注意点だというご指摘があった。設備投資については引き続き増加基調にあるが、循環的には緩やかに調整されていく局面にあるというのが我々の認識である。機械受注の大きな図をみてみるとアップダウンがあり、7~9月の数字は4~6月の減少を取り返して比較的良い数字になっているのだが、これを均してみると高水準横這い圏内の動きということで、長い目でみた設備投資循環の推移に機械受注も沿った動きになっているのかなと思ふ。建築着工床面積等については、改正建築基準法の影響が強く出ているということである。個人消費は今日のGDP統計でも底堅い推移を続けていることが改めて確認されたと思ふが、消費者コンフィデンスの面で指標によってはやはり多少悪化している、あるいは悪化傾向を感じさせるというものがみられることは注意を要すると思ふ。色々な要因があると思ふが、一つは雇用について我々としては着実な増加が続いているという判断を持ち続けているが、景気ウォッチャー調査その他のところでこの先の動きについて若干懸念する印象が出てきているという点は注意すべきだという話があった。それからガソリンなど生活関連品の値上がりの影響も微妙に消費者コンフィデンスに影響を与えているというお話があった。一方で、住宅投資にかなり強いブレーキが掛かっているが、マインド的にこれが消費とどういう関連を持つかという点にも注意を要するのではないかと思ふ。

以上全体として考えると、海外経済の先行きに不確実要因はあるが、日本経済は生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの緩や

かな拡大を続けていく蓋然性が高いという判断を多くの委員が維持されていると受取らせて頂いた。なお、生産、出荷、在庫回りは比較的過不足なく動いているということであるが、電子部品・デバイス関連についてはDRAMその他一部市況の悪化ということもあるので、注意を怠ることはできないというご意見があった。物価情勢については、国内企業物価は以前の予測に比べると国際商品市況高などを背景に3か月前比でみた上昇率が比較的高い状況がしばらく続きそうだ、という感じに少し変わっている。それから、CPIについては引き続きゼロ%近傍で推移しているが、最近の石油製品価格の動向等を考えると、この先は年末に掛けて小幅のプラスに転じる可能性が高く、年明け後もプラス幅を少し増していく蓋然性が高いという感じになってきているが、政策判断との関係では、西村委員がおっしゃったとおり、より基調的な物価の動きはどうかということを中心に綿密に詰めていく必要があるということだろうと思う。金融面では、国際金融資本市場の不安定な状況が国内の緩和的な金融環境にあまりダイレクトにダメージを与えていないという感じである。民間銀行は緩和的な貸出態度を続けているし、国内のCP、社債の発行環境も良好である。ただ、市場は国境を越えて繋がっており、様々な市場に直接、間接の影響が及んでいる。株式市場然り、債券市場然り、為替市場然りということである。特に株価はかなり下落しており、昨日辺りの相場では年初来の最安値更新というところに来ている。こういった動きはグローバルなリスク・リプライシングの動きのダイナミクスの一つの現われということであるが、人々の受取り方というのもあるので、注意深くみていく必要があるということだと思う。十分纏め切れないが、大体そういうふうにかバーさせて頂いた。どうぞ、改めて追加的にコメントあるいは私の纏め方のまずいところをご指摘頂きたいと思う。

#### 水野委員

先程時間を端折ってしまったので、若干補足させて頂きたい。クレジット市場の混乱の収束は時間を要するという見方が多分コンセンサスだろ

う。CDOそれからサブプライム住宅ローン関連の証券化商品はほとんど償却しないと駄目だということなので、CDOのリーグテーブルとかをみていけば、どこがどれだけ負担しなければいけないか大体みえてくる。7~9月の決算は——もうすぐイギリス系が出て全部揃ってくるのだが——イギリス系も含めそんなに悪くないという話なので、何が問題なのか大体分かってきた。やはりディレバレッジの動きの中で、2次証券化商品とCDOが凄く問題かという感じがする。それともう一つは、株価が下がると後追い講釈的に弱気ストーリーを書く人が多くて、極端な方だとグローバル・インフレとかアメリカのスタグフレーションとかドル暴落とか色々な話が出てくる。もともと、今日、皆様の話を聞いていて大体シェアできたのは、今のところ——という注釈は私も含めて皆様もそうだと思うが——出ているデータからすると、ヨーロッパはしっかりしていて、アメリカについても——総裁もお纏めになったように——、アメリカの住宅部門の減速を今のところその他の部門で受止めている状況にあるということである。先行きに不透明感がある状況は変わっていないということはそのままだと思うが、この半年間、データを色々みていくと状況としては同じことを我々は言っているなということを感じたところである。ドル/円について一言言うと、円キャリートレードのアンワインドが自律的に発生してくれたと私は個人的に思っている。逆に言うとドル安の中で円だけ妙にドルと連動していたのだが、キャリートレードも相当縮小されてきたので、良くみれば——勿論、言い方は対外的にはこういう言い方はしないのだが——実力で対ドル110円というところは、ドルが弱い中にあってはそんなに異常な円高ではない、というのがフェアな評価だ、と私は思っている。

福井議長

米国経済については、7~9月の数字が+5%近くになることはあるかも知れないが、その先成長率がかなり下がるというストーリーに繋げて考えた場合に、実勢を素直にきちんと我々が理解するだけではなくて、世の中

の人にもきちんと理解される必要がある。多分+5%まで一旦7~9月の数字がいったとしても、岩田副総裁がご指摘されたようにネット輸出あるいは特に在庫の振れなんかで持ち上がっている部分がある。だとしたら、実勢の推移はどうか。その先仮に+1.5%前後まで成長率が下がるとした時に、住宅市場の調整の進捗と表裏一体で進んでいけばシナリオと照らし合わせやすいが、そのところがまたちぐはぐであると非常に読みにくくなるリスクがある。

#### 水野委員

岩田副総裁がご発言されたように、国内民間最終需要をみていくのが一番適切だと思う。住宅投資は第3四半期に年率20%のペースで下がったのだが、GDPに占める住宅投資のウェイトは去年で5%位で、今年はさらに下がっている。これはただのテクニカルな理由なのだが、寄与度でみていくと、マイナス幅が小さくなっていく。結局のところ、アメリカは特にコンシューマー・クレジットへの依存が強い国であるので——今日、皆さんも金融機関の貸出態度の話をされていたが——、それとも絡めていくと、消費がしっかりしているかどうかが重要である。そういう意味では、雇用情勢もよくよくみると、小売が弱いとか、金融はたまたまプラス2,000人位になっているがやはり強くないから、今回の雇用統計もヘッドラインの数字よりはやはり弱めの実態を内包しているということだと思う。ヘッドラインの数字とトレンドについて区別して言わないといけないのではないか。

#### 福井議長

アメリカの金融機関の損失処理の問題については、やはり損失の認識、損失処理のスピード、それから資本政策、これがマッチしているという感じが市場で認識されることがやはり重要である。逆に、認識を渋っているところがある、資本政策とマッチしないためにライト・ダウン、ライト・オフをさぼっているといったような感じになると非常に問題だ。

## 水野委員

おっしゃるとおりだと思います。その意味では、これも外向きには言わない方が絶対良いのだが、M-LECは金融のプロの間ではあまり評判が良くない。損失を先送りしているだけではないかという話と、それから資金調達が本当に大丈夫なのかという問題がある。基本的には個別金融機関が自分でライト・オフしていくのが筋で、一番問題なのはSIVの扱いである。やはり個別の金融機関がどれだけ前倒しに情報開示と損失処理をやっていくかというところをみていく必要がある。これから恐らく自己資本も減少することになるので資本政策をどうやっていくかも重要である。また、部門を売却していると思うのだが、事業部門の一部売却、それからもうHSBCなんかはやっているがサブプライムローン・ビジネスからの撤退とかいう動きが出てきている。来年に向けてリセットボタンが段々押されていくという形でソルベンシーの問題には発展しないのだというところがみえると、やはり良いのではないかなという感じはする。収益見通しは、今まで出来過ぎだったので厳しいというところは先程コメントしたとおりののだが。

## 福井議長

西村委員はCPIの基盤のところは少し固まってきているとおっしゃったか。

## 西村委員

少しずつ固まっている。実は10月の段階で若干後退したが、恐らく綾だと思うので、少しずつ固まっているという状況は変わってはいないのだろうと思う。それを皆様に説明する具体的な数字がなかなかないので、企画が作っているトリムド・ミーンは、どの位皆さんが認めてもらえるかわからないが、比較のみやすいものだと思う。もちろん日本がやっているコアは長い目でみれば動きとしては非常に説明力があるのだが、短期的など

ころは日本も段々、段々ガソリンの比重が大きくなってきているので、その部分はやはりちょっと気をつけなければいけないという気がする。特に昨日もあったが、灯油がやはり国際商品化していることから非常に大きな変動をする。それがやはり大きな影響を及ぼしてくる。特に日本のCPIの場合は、地方は灯油の比重が非常に大きいので、この部分でマインドに対してかなり悪い予測を与えてしまう恐れがあると思う。

野田委員

前日も議論になったが、いわゆるコスト・プッシュ型か、ダイヤモンド・プル型かといった分解をしてみると、どうしても後者の方にそんなに目立った動意というか動きがみられない状況が続いている。この前もおっしゃったが、先行き原油価格が下げた時に、今度は逆の様相、状況、展開がみられるというリスクは大いにあるということで、そういう意味では今の足許の動きはテンポラリーに評価するしかないのではないかという気がしている。

西村委員

一つの方法はトリシェがやったようにハンプ——こぶ——という言い方であるが、そういう言い方は比較的分かりやすいと思う。

福井議長

こぶの大きさを……。

野田委員

こぶというのはある種、前年の裏というものも含めてだろう。

福井議長

だから、フィナンシャル・マーケットから一時的に資金がどれ位回ってハンプをどれ位大きくしていくのか、ビック・ハンプなのかスモール・ハ

ンプなのかちょっと分からないというところがある。

西村委員

これは、商品市場と原油価格の動きなので分からないという……。

福井議長

少なくともその部分は物価の基調ではないというふうになるか。

西村委員

私は依然としてコアが大事だと思っているので、長期的にはコアは大事なのだが。

須田委員

ただ、そういうふうにごぶで考えても良いのだが、どうも世の中はその逆の場合には、それを一時的なものと捉えてくれないということがある。本来は相対価格の変化だということならばこの問題は関係ないのだという見方もあり得るので、片方でじゃあ原油が下がった時のマイナスの部分も同じようにそうやって捉えてくださいというシンメトリカルな見方をしてもらえるような形で説明していかないと。

西村委員

今までゼロ%近傍できたというのは、逆に言えば今後は裏がゼロ%近傍であるということになる。そのため今後一年後には今度の原油価格上昇の影響で下にハンプがあつて——下にハンプというのは変だが——、そのためにへこみがあるというような状況になる。だから本当に季節性があるのならば季節性でやってしまうというのも一つの案なのだが、これに季節性はないので、こういうのは非常に難しい。

福井議長

原油を全部除けということにはならないのだな。ダイヤモンド・ドリブンのベーシックな部分はやはり…。

西村委員

原油価格の影響はやはり入れるべきだ。やはり原油価格の影響を考えないといけないというのは欧州でもそうだしアメリカでも少しずつ合意ができていっているので、それを除いてしまうのはさすがに問題だろう。

福井議長

ランプを正確に掴めということだな。

西村委員

然り。それがなかなか…。

岩田副総裁

それとの関連で言うと、やはり日本の場合はエネルギーをほとんど100%輸入しているので、もし今ランプの部分があるとすると輸入されたインフレである。輸入されない国内産の物価はやはりGDPデフレーターだと私は思うのだが、それは-0.3%である。それから消費が思ったよりも第3四半期強かったのだが、その一つの理由は実質消費である。民間最終支出のデフレーターが-0.6%である。個人消費のデフレーターは別にエネルギーを除いている訳でもなんでもない。でも-0.6%である。アメリカの連邦準備は毎月、個人消費デフレーターが出るのでこれを見ているのだが、しかも食品とエネルギーはボラタイルだからということで除いて、コアにしている。それが+1~+2%だということがコンフォート・ゾーンだという言い方をしているのだと思う。アメリカの場合、コアというのはエネルギーと食品を除いた意味なので、日本で言うところのコアコアというか。アメリカでは、コアの消費者物価指数——日本で言うところのコアコアの消費者



物価指数——は、コアの個人消費デフレーターと比べて0.5%程度差があるということで、+1.5%~+2.5%がコンフォート・ゾーンと言われている。その意味では、アメリカの足許のコアの消費者物価指数は+2.1%なので、連邦準備にとってそんなに困る事態でもなく、逆に言えば、緩和できるというところもあるのだろう。結局何を言いたいかというところ、先程のコスト・プッシュ型かそれとも需要がちゃんと引っ張っているかというところをみる時に——前からそういうことを申し上げているのだが——、私はやはり物価指数は複数の色々な角度からみる必要があつて、刈り込み指数でみる必要もあるし、私はどちらかといえば消費者物価指数なら実力のコアでトレンドはみた方が良いと思っているのだが、それでもみたり、あるいはこういう個人消費のデフレーターのようなものも参考にしながらトレンドを考えていくべきではないかと思っている。

#### 西村委員

二点程コメントがある。一つは日本の民間最終消費デフレーターは実は産業連関表に依拠して作るものなので、その中では特にITの比重が高い。そのためにITが下がっている分だけはどうしても下がり方がきつくなるという傾向がある。それからデフレーターとCPIとの違いは、一つは医療サービスのようなところの部分でかなり大きな違いが出てくる。もう一点は、こういうデフレーターとかを考える際に、物の価格とサービスの価格の二つに分けられるが、サービスの価格が実は国内オリジンであつて、日本と他の国との決定的な差はこのサービスの価格である。物の価格はちょっと日本の方が低いが、動きはほぼ同じである。サービスの価格だけは全く違う。欧州では大体サービスの価格は3~4%位の上昇を続けているし、アメリカも大体3%から凸凹しながらも同じような状況が続いている。他方、日本はこの10年間の伸び率がゼロである。これがやはり、日本のCPIを上げていない一つの大きな理由になっている訳である。逆に言えば、サービスの価格が上がってこない限り、そういう意味での実力というか、どういうもので測るにせよ、物価がなかなか上がってこないとい

うことになると思う。

福井議長

別の話で、雇用者数である。統計が少し読みにくくなっているが、景気ウォッチャー調査で雇用関連のところ弱いということだが、過去の経験則で雇用統計にいずれ響く確率は高いと言えるのか。

野田委員

あまり有意な関係はないように私はみている。とはいえこの調査はあまり長くないので、こういう環境の変化はあまり過去になかったらうから。

西村委員

作った時には非常に感度の良い調査だと言われていたが、やはり誰をピックアップするか、どう入れ替えてくるか。実は統計調査ではきちんと入れ替えの作業がある訳だが、こういうものは入れ替えの作業がないものだから、逆に言えば時間が経つとずれていく可能性がある。チェックができないものなので、今、本当に代表性があるかどうかということに関してはまだ分からない。一つ、調査統計局に聞いた方が良いのかもしれないが、景気ウォッチャー調査での弱さは例のハローワークの基準が厳しくなったのと同様関係しているのかどうか。

福井議長

そうであるな。調査統計局は、ここは何かコメントはあるか。

門間調査統計局長

今おっしゃられた方々のコメントで全て正しいと思う。最後のご質問のハローワークだが、実際に景気ウォッチャー調査の一部にハローワーク自身がなっているので、その影響はある。実際にそのハローワークが出しているコメントの中で急速に求人が減っているというのがある。ただ、その

コメントの中身が純然たる規制強化の影響だけなのか、実態もある程度あるのか、そのところがコメントだけでは判断しにくいところがある。それからもう一つは雇用関係という時に、人材派遣とかも入っていて、そういうところも悪くなっているのだが、悪くなっている中には、要はその人材派遣というのはマッチング機能を果たしている訳なので、マッチングがしにくくなっているという意味での自分の商売がやりにくくなっているという意味での悪さもある。だから人を集めようと思ってもなかなか人が来ないとか、登録しようと思ってもなかなか人を登録しにくいとか、まさに労働需給のタイト化がむしろ派遣業のマインドの悪化に繋がっているという面もあるので、雇用関連D Iの悪化と労働需給の引緩みというのはイコールではないというのが一つある。ただ、引緩みではないにしてもそのミスマッチがなかなか解消できないということも含めて、所得への波及が上手く進んでいかないということもあるので、そういうところは注意してみていく必要があるということかと思う。

福井議長

企業側が派遣を要請する人材のクオリティを上げようとしているのか、あるいは上げていなくても残っている人手との関係ではバーが高くなるといったようなことが非常に強く起こっているのか。

門間調査統計局長

それは起こっている感じがする。コメントの中でも、企業からの要望で非常にそのハードルが上がっている、こういう人をこういうプライスで欲しいというのがあって、そのスペックに合う人がなかなかみつからないというのが結構多い。だから逆に言うと、企業の方も誰でも良いから雇って育てようというのではなくて、やはり即戦力で今いる人を、しかもこうしたパフォーマンスが良い人を欲しいということなので…。

水野委員

我俣だな。

門間調査統計局長

そういうところでなかなか上手く家計の供給と繋がっていかないということが起きている可能性がある。

福井議長

クレームが大体そうだ。要件設定に満たない人を斡旋しているとか。

野田委員

私が申し上げたように、消費動向調査も雇用環境が今回ぽこっと落ちている影響が大きい。これも前から良くみているのだが、なかなかしつかり分析しがたい数字だと思う。しかし、やはりそういう傾向はどうしても目に付くということはある。良く分からないのだが。

門間調査統計局長

昨日出た消費動向調査は先行きのことを聞いているので、足許実際に悪化しているかどうかということとは分からない。ただ、新聞とか色々みる限りにおいては、先行きが何となく不安だというような心理が全部そういうところに入っているものだと読んでいる。むしろ昨日の調査の中では、暮らし向きというところが結構悪化していて、そこはやはり最近様々なものが灯油も含めて上がってくるという報道、その辺りが効いていそうな感じはする。

亀崎委員

先程の物価だが、国内企業物価、輸出物価、輸入物価がある。2000年を100とすると、国内企業物価はほとんど横這いで、2007年が105で、輸出物価は2007年が110となっている。ところが輸入物価は155までいっ

ている。特に 2005 年位から一直線に上がって、他の二つの指数の動きから飛び離れている。これが日本の国内物価になかなか反映されていない——途中までは反映されているが、国内消費者物価へ繋がっていない——というのは、技術とか相当の企業努力によって吸収した点もあるのだろう。ただし、最近数多くの身の回り品の価格が上がってきている。こうしたもとでも、輸入物価の上昇が消費者物価の上昇に繋がっていないということは、今後もずっと続くのであろうか。

#### 門間調査統計局長

ここまでのところはおっしゃったように、企業の努力とか人件費の抑制等によって川下への波及が食い止められてきたという理解で宜しいと思う。それと一部は輸出価格が上昇しているのもそちらの方で多少稼いでいるという面はある。ただ、おっしゃったように足許の輸入価格の上昇は、やはり様々な物に急速にしかも拡がりを持って起こってきているので、その分が正に今年の冬の石油製品の上昇とか一部食料品等の上昇に繋がってくる可能性が高いと現段階ではみているが、その上がり方は西村委員がおっしゃった位の数字になるか、ならないかという位であって、そう大きなものではないと取り敢えずはみている。

#### 西村委員

C G P I は今度基準改定になるので、今は逆に言えばある意味ではアップワード・バイアスが一番きつところに今あるので、今度替わると大分ピクチャーが変わると思うが。

#### 水野委員

2005 年基準になると半分位だな。今が 2.2、2.3%なので……。

#### 門間調査統計局長

現行連鎖指数との……。

水野委員

連鎖ベースで。

門間調査統計局長

現行連鎖指数との違いはそれ位あるが、そこはちょっとまだやってみないと分からないので、あまり予断を持たないでご覧頂きたいと思う。

水野委員

いや。連鎖ベースでみていくとそれ位かなという…。

門間調査統計局長

ただウエイトも色々と変わるので、そのとおりにとはならないし、基準改定のやり方によって例えば 2000 年基準では新しくヘドニックを採用したりと様々なことをやったが、今回比較的メソッドの部分はあまり変えていないので、そういったことも効いてくる可能性もある。出てみてからの楽しみということになる。

水野委員

いやいや。数字を教えて欲しい訳ではない。それと、今私が思っているのは、物価が上がれば日本銀行にとって好都合であるかのように外で言われるが、物価が上がると明らかに消費者も苦しくなってくるし、企業も中小企業を中心にやはり苦しい訳である。だから物価の上がり方の説明は非常に上手くやっていかないといけない。ややもすると物価が上がると日本銀行にとっては好都合でしょうみたいなことを平気で言う人もいるので、そんな単純ではないということは重要な観点かという感じがする。それから、須田委員が最近ずっと言われているが、物価が今まで上がらなかったが、コスト高を企業努力で吸収するには限界のところまで来ている。ミクロヒアリングを聞いていると、本当に物価が思ったよりもばっと上がって

くる可能性はあるので、その時にはどっちに効くか分からない。どちらかという、消費者マインドの悪化に効いてきてしまう可能性がある、物価が上がると景気が良くなるという関係が複雑な状況になってきているところを考慮しておいて頂かないといけないと思う。

須田委員

その点は、やはり賃金がどうなっているかというところとの兼ね合いである。だから物価だけを何か期待を通じて上げさせようというようなことを考えるのではなくて、実体経済に見合った形で物価がじわじわ動いて、それに従って期待も動いていくというような、本当にゆっくりとその先へ進むような形で我々は日々金融政策をやっているのだ、ということ。

水野委員

勿論そうだ。だからそれを説明をしていかないと皆、良いところ取りをしてしまう。

福井議長

だから単なる交易条件の悪化ということなのか。却ってデフレーションを呼ぶ訳だから。そこは注意深く対処しなければならない。

水野委員

そういう意味では、賃金がやはり思ったよりも上がってきていないということはそれなりに事実であるし、今後上がってくると言っている訳なので、そこを中心に議論をしていった方が良いのではないかと思う。

福井議長

宜しいか。それではコーヒブレイクに入る。11時5分まで。

(10時51分中断、11時05分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。会議を再開する。それでは、当面の金融政策運営に関する討議である。次回、政策決定会合までの金融政策運営方針である。改めてお一方5分ずつ位の範囲内でご発言頂きたいと思う。まずは須田委員からお願いする。

須田委員

先程述べたように、国際金融資本市場は不安定な状況を脱していないが、コモディティや新興国の株式等への資金流入をみれば、市場のリスク回避度が強くないことは明らかである。証券化商品について取引が成立し、フロアレートができてしまえば、思いのほか早く買い手が付く可能性は高いと思われる。FAS 157の導入が11月15日に迫っているし、自社の株価への影響を考えると早くしっかりと情報開示を行うことが望ましいという認識も広まっている。大手金融機関は基本的にソルベンシー問題には至らないと考えているので、金融機関の損失についてあく抜け感が出るのは、正式な決算期間を待たずに可能となるかもしれない。いずれにせよ、今のところは株価や債券相場は依然として金融機関のクレジット・リスクに関する報道やルーマーに敏感に反応しやすい不安定な地合いにあるので、まだ警戒を解く訳にはいかない。

私としては、今後発表される経済指標や傍証から日本経済についての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が、現在のように金融資本市場が不安定な地合いにあるもとでは、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持って判断することは依然としてできないので、次回会合までの金融政策運営方針については、現状維持が適当だと思う。

なお、東京の短期金融市場は、比較的落ち着いた地合いとなっている。



ゆうちょ銀行が準預先として初めて市場に参加している訳であるが、資金の市場放出など短期金融市場の一プレーヤーとしての努力が窺われ、そうした前向きな姿勢も短期金融市場の落ち着きに寄与していると推察される。しかし、欧米のクレジット市場の不安定な地合いを受けて、カウンターパーティー・リスクが意識されているもと、資金需給の振れが最も大きい月を迎えることもあり、今後やや神経質な展開も予想されることから、引き続き肌理細かい調節をお願いしたいと思う。

以下、今回の展望レポートに対する市場の評価を絡めて、三点程意見を述べておきたい。まず、今回の展望レポートでは、経済が標準シナリオに概ね沿って展開しているのであれば、なぜ利上げをしないのか、利上げができないのはそもそも標準シナリオが崩れているからではないのか、といった声を多く頂戴した。しかし、仮に標準シナリオに変更がないもとで利上げのペースが遅くなったとしても、それは標準シナリオを巡る不確実性が政策変更の望ましいペースにも影響を与えているからであって、政策運営についての考え方が変わったからではない。すなわち、経済・物価の見通しに不確実性が存在するもとでは、シナリオが不変でも不確実性の度合いに応じて利上げのスピードを変化させる方が望ましいということである。完全予見の世界での望ましい利上げのスピードとは異なって当たり前ということである。不確実性が高い経済のもとでは、情勢を見極めながら少しずつ政策対応していくことが、経済、物価、金利の安定化のうえで頑健な政策運営なのであり、そうした考え方はボードメンバーの間でも共有されているものと理解している。しかも確信度合いがかなり高まるまで待つのではなく少し早めに行動することが、その後の余裕を持った対応に繋がり、利上げを急がなくてはならなくなるような状況が避けられるということである。

次に、原油など一次産品価格の上昇に伴う物価上昇のもとでの金融政策のあり方についてである。たとえ物価が上昇しても賃金が上昇しないもとでは、却って消費者マインドを悪化させ個人消費を冷やすことになるのだから、利上げなどすべきではないとの声が一部から聞かれている。しかし、

ガソリン価格等で物価が上昇し、国民のインフレ期待も高まっているにもかかわらず緩和政策を採り続けるとしたら、現在のような状況では益々一次産品価格を上昇させ、インフレ期待を高め、他方、実質所得は低下させるといったスタグフレーション的な状況を生じさせる可能性もある。つまり、実体経済への悪影響を防ぐために緩和政策を採ったものの、それが商品市場への資金の流れを促すと、かえってインフレだけではなく実質所得の下振れも起こしかねないということである。発生したインフレがオイルショックのように外生的なショックによるものであったとしても、やはり人々のインフレ期待を沈静化させるための利上げは必要だと思っている。

最後に、展望レポートについて 2008 年度実質成長率見通しを維持したこともあって、楽観的とみる評価が多くみられたことについてである。私としては、市場の平均の見方とギャップはあまりないと思っていたので、そうした評価は意外であった。政策についても利上げに前のめりになっているといった捉え方をされないためにも、経済の見通しについてはしっかりと対話をする必要があると思う。これまでも何度か申し上げてきたが、市場とのコミュニケーションを円滑に行うためには、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、軸のぶれないシンプルな情報発信が不可欠であることを常に念頭に置き、新たな金融政策運営の枠組みの浸透に向けて、粘り強く対話を重ねていく必要があると思っている。私からは以上である。

福井議長

次は、野田委員から願います。

野田委員

前半の経済・物価情勢についてのパートで述べたように、我が国経済は前月の展望レポートで示した基本シナリオに沿って、緩やかな成長軌道を辿っているものと判断している。しかしながら、これも前半パートで少し議論されたが、10 月半ば以降、サブプライムローン関連証券化商品の追

加格下げ、S I Vに対する不信感の高まりとともに、金融機関の財務状況に対する懸念が改めて意識されるようになって、欧米のクレジット市場はプレミアム・スプレッドが再び拡大するという再調整の局面となる中で、今月に入って、米最大手銀行に対する投資判断の引き下げとその直後の巨額の追加損失の発表に及ぶや、第二波ともいえる余震は一部エマージング市場も含めたグローバルな株式市場にも及んだ。こうした動きが、これまでエマージング・コモディティ市場に向かっていた投資家の比較的旺盛なリスク・アペタイトにどう影響してくるのか、差し当たっては、今少し時間を掛けて見極めていく必要があると思う。

また、サブプライム・モーゲージ、ABS、CDOなどの資産の評価が適正に行われているのかという公正価値会計に関する疑心暗鬼が今回の金融市場の混乱を拡大あるいは長期化させているということであれば、監査法人による厳密なチェック、判断を経た通期決算——いわゆる本決算——の発表、あるいはそれに先立つ修正発表まで、市場は本質的には現在の慎重な見方を変えないという見方も成り立つ。そういう意味から、この点はもう少し時間軸を伸ばして注視していく必要があるのではないかと考えている。以上、国際金融市場の不安定な状況、あるいは前半パートで申し述べた米国経済についての不確実性が続く状況を併せ考え、次回決定会合までの金融政策運営については既存の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

足許の金融経済情勢に関する前半のパートで述べた私の評価を要約すると、以下のとおりである。一番目は、我が国経済は、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、展望レポートの見通しに沿った展開を続けている。二番目として、欧米の金融資本市場が落ち着きを取り

戻しつつある中で、今後は欧米主要金融機関の収益動向が注目点となるが、これらの金融機関は根本的に収益力が高いうえ、現在リストラの動きも進んでいること等に鑑みれば、クレジット市場の混乱による業績の悪化はある程度時間を要しても乗り切ることができるとみられる。三番目として、米国経済は、住宅投資が大幅に減少しているものの、雇用が堅調に推移する中で個人消費は底堅い展開を続けており、ソフトランディングあるいはマドル・スルー・シナリオが実現する可能性が引き続き高いとみられる、というものである。

金融市場の混乱に対するF e d、E C Bの対応を整理してみると、F e dは10月までに金融市場の混乱が景気全体に及ぼす悪影響を予防する目的で75bpの政策金利の引き下げを行い、現状をインフレの上振れリスクは経済成長の下振れリスクと概ね均衡しているという判断を示している。政策金利の引き下げにある意味で当面、様子見のスタンスを出している。一方、E C Bはトリシェ総裁が金融市場におけるリスク再評価が景気見通しに対する持続的な不透明感を招いているとしながらも、前回の定例理事会後の情報は中期的なインフレ見通しに上振れリスクが存在することを完全にコンファームしたとし、政策金利の引き上げにも含みを持たせている。こうしたF e d、E C Bの対応をみていると、金融資本市場の動向や主要金融機関の第3四半期決算、ディスクロージャー等を踏まえ、金融市場の混乱に対する金融政策面からの対応はひとまず一巡し、現在は経済、物価のファンダメンタルズに基づく政策運営に戻る姿勢をみせているように思う。翻って我が国をみると、本日7~9月期のGDPが発表されたが、サブプライムローン問題が騒がれる中であっても、経済は我々の想定どおりに展開していることが確認できたと思う。そろそろ我々も自国の経済・物価情勢というファンダメンタルズによりフォーカスを当てた政策運営を議論していくタイミングではないだろうか、と思っている。現在、欧米の金融資本市場は行き過ぎた投資を見直し、甘過ぎたリスク評価を修正する過程にある。一方で、新興成長国の株式相場は、足許はやや混乱していて調整を受けているが、米国経済の減速にもかかわらず堅調に推移して

いる。また、原油や金等国际商品市況も上昇を続けている。

新興成長国の株高や国際商品市況高という現象は、以下の二つを示唆していると私は考えている。第一は、世界全体でみると、なお過剰流動性が存在しているということである。第二は、金融市場ではサブプライムローン問題を契機に世界経済は減速に向かうという見通しが有力であるが、好調な新興成長国や中東等の国々の経済が米国などの景気減速を十分に相殺する可能性があるということである。先進国の年金資金の膨張、産油国等の政府系ファンドの規模拡大、そして、それらの受け皿としての様々な投資ファンドの存在は、より高い投資リターンを求めてグローバルに資本が移動するサーチ・フォー・イールドの動きを加速させている。我が国のみならず、欧米主要国で長短金利が低下すれば、投資マネーはコモディティ市場や新興成長国に流入せざるを得ないであろう。しかし、コモディティ市場はこうした資金流入に耐えられる程厚みがあるとは思えない。また、新興成長国も、経済規模が大きくなってきたとはいえキャピタル・マーケットはまだ発展途上である。投機的な資金流入が加速すれば、行き過ぎた通貨高や株式・不動産バブル等で経済の安定成長を維持できなくなるかもしれない。経済、金融のグローバル化が進展する中で、行き過ぎた投資行動を抑止するため、主要国の中央銀行は実質金利をある程度高い水準に維持することを今後求められるように思う。外為市場におけるドル独歩安の進行、世界的に外貨準備に占めるドルの比率を引き下げる動き、原油の決済通貨をドルからユーロに切り替える動きを考え始めた中東産油国の動きは、知らず知らずのうちにF e dが追加利下げに踏み切ることを躊躇させる要因になってきたように思える。

最後に、先日公表された展望レポートの評価について市場からの声が聞こえたので、幾つか紹介したいと思うが三つ程ある。一つは、金融政策運営のパートである「現実の政策対応は、物価上昇圧力が弱い中で余裕を持って行うことができた」というフレーズは、サブプライムローン問題等不確実要因がある限り、政策金利引上げの時期は相当先になっても良いというようなヘッジ的な意味合いで挿入されたのではないか。二つ目は、基

本の見解では見通しに関する上振れリスクよりも下振れリスクへの言及が多く、日銀文学とも言えるヘッジ用語も多用されている。日銀は、景気の先行きについてダウンサイド・リスクを相当強く意識しているのではないか。三番目として、政策委員の対外的な情報発信をみる限り、我が国の景気、物価に関する認識ギャップが存在するように窺われるが、政策委員の大勢見通しをみると、ブル派とベア派の見通しにほとんど差がないことには違和感がある、といった声が聞こえてきている。

確かに、民間エコノミスト時代、展望レポートを愛読していた私の経験からすると、今回の展望レポートは過去に比べてメッセージがやや難解であると受止められても不思議ではないと思う。政策委員のコンセンサスを纏めるうえで、微妙な言い回しが入るのは仕方がないと思う。ただ、将来に向けての課題としては、景気、物価の先行き見通しにおいて上下どちらかのサイドにより大きな不確実性がある場合、これをどのように表現し、市場と意味のある対話を成立させるかが重要な課題である。過去3年間、MPMの場で議論を重ねてきた私からみた政策委員の大勢見通しに対する素直な感想は、各メンバーの数字のばらつきが小さいことが多いということである。大勢見通しは飽くまでも最も蓋然性が高いと考える見通しであるから、ダウンサイド・リスクを強く意識した場合には下方にレンジが広いのかもしれない。しかし、最も蓋然性が高いと考えられる見通しを提示しているだけでは、こうしたニュアンスは出ない。景気の先行きに強気ならばそれなりの強い数字、弱気ならばそれなりの弱い数字を提示しないと、我々の意図は通じないと思う。

次回の決定会合までの金融市場調節方針について私の意見を述べたいと思う。我が国経済は生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、展望レポートの見通しに沿った展開を続けており、サブプライムローン問題は引き続きリスク要因の一つに過ぎない。こうしたもとの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%前後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 0.25%に保つこと」を提案したいと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、実体経済面でも米国住宅市場の調整の程度とその影響について、なお不確実性の高い状態が続いている。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という点を、引き続き注意深く点検していく必要があると思う。従って、金融政策運営については現在の調節方針を維持するという事で良いと思う。

10月の展望レポートについて色々ご発言があったが、国際金融市場や世界経済といった不確実要因を背景としながら我々がどのような経済・物価の見通しや政策運営の考え方を示すのかに市場の注目が集まっていたと思う。公表後の金融市場の動きは落ち着いたものであり、我々の政策スタンス——つまり標準シナリオと上下双方向のリスクを点検しつつ、経済・物価情勢の改善に合わせて金利の調整を行うというスタンス——に変化はないということが、良く理解されているのではないかと私は思う。

勿論、そうは言っても日銀はやはり金利引き上げを急いでいるのではないとか、逆に足許のダウンサイド・リスクからみて暫く利上げは無理ではないかというようなことで、次の政策アクションに関心が集まりがちというのも事実である。そういう意味では、1年半先まで見通した展望レポートの判断や上下双方向のリスク評価に対する理解という点で引き続き丁寧な説明に努めていく必要があるのではないかと思う。すなわち、第一に、我々のメインシナリオは引き続き物価安定のもとでの息の長い拡大であり、今はその蓋然性を見極めている段階であるということ。第二に、リス

クは上下双方向にあり、しかもやや長い目でみて判断していかなければならない局面であること。第三に、その意味で我々は決して急いでもない訳であるが、だからといって暫く判断停止ということでもないこと、を粘り強く説明していかなければならないと感じている。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

現在の国際金融市場の不透明性あるいはまだ混乱が長引いていることを考慮し、かつまた石油価格の上昇が交易条件の悪化を通じて内需にマイナスの影響を与える可能性、現実にある程度中小企業等については与えているという状況、あるいはちょっと特殊な要因——これは住宅投資に関わる問題で——、あるいはもう一つ——皆様があまり触れてないのだが——消費者信用の制度変更に伴うある種の混乱というのは、先行きの不確実性と言えよう。こういったことを考慮すると、現状の時点では政策を変更しないことが望ましいのではないかと思う。若干付言すると、国際金融市場の不透明性について特に私が危惧しているのは、いつ底入れ感というか、この混乱から出るのかということ。一つは、やはり金融機関の潜在的な損失についてのある種の底入れ感というか、それが一つのファクターになると思っている。先程須田委員の方からご指摘があったように、会計基準のFAS 157号の規則というのがある、レベル3に該当するサブプライムローン等の証券化商品、直接市場価格で測りにくいような商品の価値評価について、厳格化が行われる。どの程度厳格化されるか詳細を把握していないのだが、11月15日から導入される。過度に厳格となった場合には、今かなり出ている金融機関の損失が拡大するのではないか。今日はその逆の噂が幾らかあって少し戻したところもあるようであるが、そこにはちょっと不確実性が残っているのではないかと思っている。以前に、私は今回のこういうサブプライムローンに端を発した証券化商品等を含めて



損失は3,000億ドル位になる可能性もあって、そのうち1,000億ドル位は金融機関が負うのではないかということ述べたことがあるのだが、最近の日経新聞の推計によれば、今の時点で500億ドル位。丹念に足し算すればそういうことになるのだろうと思う。こういう価値評価の厳格化でまたどの位の損失になるのかということに注目している。

それから、石油価格の上昇について随分ご議論あったのだが、基本的には日本からみると少なくともコスト・プッシュ要因で物価が上がる。その時に、金融政策上のインプリケーションはどう考えるのか。これは前にも申し上げたことがあるのだが、やはりもう少し具体的に言うと、物価がそういう理由で上がるということと、それから内需がどの位強さを示すかという需要の強さという、そのバランスの取り方が本当に難しいところで、それが先行きどうなっていくのかということをよく見極めながら政策をするということに尽きているのではないか。これはECBも同じだし、アメリカもある意味では同じだと思うが、その見極めが極めてプロフェッショナルな判断が求められているところではないかと思っている。

それから、内需の方で言うと、住宅着工が大幅に減少していて第3四半期で既にかなり大幅のマイナスになっている。GDPは進捗ベースであるので着工ベースより少し遅れてむしろインパクトが出てもおかしくないとは思っているので、第4四半期に第3四半期よりマイナス幅が大きくなることも住宅投資に関しては排除できないリスクとしてある。しかも、それが長引いているとやはり他の消費であるとか、もしかすると設備投資とかそういうところにも波及するリスクを抱えている。一部では相当それを改善する措置がとられているということも聞くのだが、同時にそれを処理する能力が果たしてどの位ついているのかどうか——このところ私はよく分からなくて——、その処理能力の度合いによってそのリバウンドする時期がずれたり、あるいはリバウンドする力が弱くなったりというリスクもあると思う。

それから、最後にもう一つ。消費者信用の業界であるが、以前、S&Pが20兆か30兆円位潜在的な利子返還請求額があるということを発表して

色々話題になっているが、簡単な事例をみると、やはり潜在的に今貸している貸付金位はあり得るのではないか。その位の規模になり得る。勿論、これはどの位借りている人が真剣に取り戻そうと思うかということだと思うが、明らかに沢山借りている人は実は元本以上に——元本の何倍か実は利子を借りていて——、つまり元本が毀損するというのが私は問題なのだと思う。それから証券化もしているので、証券化でもってそれを商売にしていたところにも当然インパクトが出る。また、間に信託銀行が入っている場合、いわゆるコミングリングリスクであるとか、あるいは元本が減ってしまうという債権の希薄化のリスクというようなものにも注意が必要なのではないかと思っている。以上である。

福井議長

中村委員からお願いします。

中村委員

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だと思う。前半のパートで述べたが、我が国の景気は緩やかな拡大が続いているが、金融市場が再び不安定な動きを続ける中、金融面から実体経済への影響は懸念されるほか、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きれず、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。

この間、市場ではグローバルな金融市場が依然として不安定な動きをみせていることもあり、市場やマスコミの間では次回の政策変更時期に関心が高く、どのような情勢であれば本行が先行きの経済・物価情勢にかかる不確実性を見極めることができるかといった点に注目が集まっていると思う。本行としては、経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで、徐々

に金利水準の調整を行うという前回会合後に公表した展望レポートのメッセージを丁寧に説明していくことなどを通じて、今後とも市場との円滑なコミュニケーションに努めていくことが肝要と思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

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ている。先程も述べたとおり、現在グローバルな金融市場における混乱は収束しておらず、米欧等の実体経済についても不透明感が払拭できていない。このため、世界経済がリスクを吸収して成長を続けていけるのかどうか、今暫く見極める必要があると思う。ただし、一方では、投機資金が米国の利下げ以降、エマージング諸国の株式市場や原油、金等の国際商品に流入していることも事実である。こうした中で、新興国を中心に、世界的に物価上昇圧力が強まりつつある。また、我が国については、日本経済が長く苦しい調整を強いられた過去の金融危機の経験を振り返って、バブルの生成は二度と繰り返してはならないと改めて認識している。これらのことも念頭に置きながら、予断は持たず、フォワード・ルッキングなスタンスをしっかりと維持しながら、金融政策に取り組んでいきたいと考える。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

既に金融・経済情勢のところで述べたが、依然として不確実性が高い状況が続いていると考える。特に国際金融市場の動きをみると、前回までの

安定化の動きからやや不安定化しており、さらにそれが実体経済に及ぼす蓋然性が前回より高まったと言わざるを得ない。以上から、次回までの金融政策運営方針は現状維持が適当であると考えらる。

ここで、展望レポートの見通しと、各決定会合における政策決定の関係について私なりに再確認しておきたいと思う。展望レポートは、今後1年から2年を見据えた金融政策についての定性的なガイドポストの役割を果たし、各決定会合ではこの展望レポートをレファレンス・ポイントとして定量的な政策決定がフレキシブルに行われると私は理解している。まず、展望レポートの基本的見解のうち、経済・物価情勢の見通し、それから上振れ、下振れ要因は委員会の見解として合意された今後の経済・物価情勢を動かすと想定されるメカニズムの定性的な説明である。これが、参考として展望レポートに記載される各政策委員の今年度及び次年度の実質GDP、CGPI、CPI見通しのもとになるメカニズムである。各政策委員の実際の計数見通しは、そのメカニズムの出発点となる前提条件やメカニズムの力の定量的な評価が委員間では異なるため、散らばりが出る。その結果、政策委員見通しは定量的な幅を持った見通しとなり、具体的には上限、下限とセントラル・テンデンスーとしての中央値が公表される。

次に、展望レポートの基本的見解の最後の金融政策運営のところでは、先に明らかにした今後の経済・物価情勢の定性的なメカニズムを第一の柱、第二の柱から点検する。そのもとで、このメカニズムの具現を条件として、今後の政策経路を定性的に提示する。「日本経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道を辿るならば、金利水準は引き上げていく方向にある」というフレーズがそれにあたる。さらに、提示された定性的な政策経路を定量的な、つまり具体的な政策変更に結びつけるやり方も同時に明示している。

「引き上げのペースについては、予断を持つことなく、経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定する」というフレーズである。各決定会合では、展望レポートをレファレンス・ポイントとして経済・物価情勢を動かしているメカニズムを吟味する。それに変化がないならば、展望レポートで明らかにされている定性的な政策経路のもとで、経済・物価情勢の改善の度

合いに応じて最も望ましいと思われるタイミングで政策変更を行う、という形になる。従って、展望レポートの経済・物価情勢の見通し、上振れ、下振れ要因のメカニズムについての合意に変更がない限り、金利水準の長い目でみた方向性——つまり上方向なのか、下方向なのか——に変更はないことは明らかである。

また、経済・物価情勢の見通しに現われているいわゆる標準シナリオが実現する蓋然性が高まる、つまり経済・物価情勢の上方トレンドがしっかりとしてくる蓋然性が高まるならば、躊躇なく政策変更がなされるのが望ましいというのもまた当然である。同時に、10月展望レポートで合意されたように下振れ要因の比重が高まっていること、そして今回会合の金融経済情勢のセクションで吟味されたような不確実性の高まり、それによる下振れの可能性も考えるならば、余裕を持って対処すべきであるということも明らかである。

従って、政策委員会のマジョリティのスタンスは明快で、紛れがないと私は考えている。しかし、昨今の市場やマスコミの議論をみていると、こうした展望レポートの定性的ガイドポストという性格、特に見通しや、上振れ・下振れ要因と具体的な政策運営との関係、展望レポートと各決定会合の関係などの理解が一時期よりは深まったものの、まだ十分ではないように思われる。辛抱強いコミュニケーション・ポリシーが必要と考えている。

また、現在下振れ要因が増加していることを考えると、標準シナリオの蓋然性について今後、以前にも増して慎重な分析が必要になると考えていることを付け加えておきたいと思う。さらに一点付け加えるが、大勢見通しのばらつきが小さいと先程水野委員からあったが、そもそも個々の政策委員の見通しそのものが実はポイント・エスティメイトであって、分布ではないというところが恐らく大きな問題になるのだと思う。従って、大勢見通しのばらつきが小さいというのは極めてナイーブな見方であって、本来ならばその裏にあるそれぞれの各政策委員が持っているいわば不確実性に対する幅を本当は見なければいけないという形になる。ただ、我々は

必ずしもそういう形で展望レポートを書いているので、今後どういう形で行うのが望ましいかということは考えていくべきだと思う。それから、誤解のないように付け加えると、マイノリティのスタンスは、私なりにきちんと理解しているつもりである。そういうことである。

福井議長

今、最後におっしゃったのは……。

西村委員

水野委員のスタンスも私はきちんと理解しているので、ということである。

福井議長

次回政策決定会合までの金融政策の運営方針について皆様方のご意見を頂戴した。前回あるいはそれ以前の会合に続いて、水野委員は政策金利を0.25%ポイント引き上げを提案され、併せて補完貸付の金利についても同幅引き上げを提案されるというご意見であったと思う。その理由も前回までと基本的に変わっていない、と受止めた。一つには、世界や我が国の実体経済が拡大を続ける可能性は高い、二つ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リスク要因の一つとしてカウントする、三つ目に、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。縮めて言えば、その三ポイントをご指摘になっているということである。その他委員の大勢は、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見通しに概ね沿って物価安定のもとでの持続的な成長を続ける蓋然性が高いとみられるけれども、国際金融資本市場は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の不確実性がある。従って、今後公表される指標や様々な情報、金融市場の状況などを引き続き丹念に点検し、情勢をさらに見極めること

が適切であるというご見解であったと思う。そういう判断を踏まえると、大勢意見は次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すということであったと思う。なお、今後の金融政策運営については、展望レポートで示された基本的な考え方を維持することが適当であると。すなわち、金融環境は極めて緩和的であり、日本経済が物価安定のもとで持続的な成長の軌道を辿るのであれば、金利水準は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とが、再確認されたと思う。展望レポート発表後の諸情勢の変化と照らし合わせて、市場あるいは市場の外で様々なコメントが出てきているが、我々としてはこのベーシックスタンスに変わりはない。着実な判断を積み重ねていくというところについて、コミュニケーション・ポリシーを強くしていくことが大事だというご指摘が数多くの委員からあったと思っている。なお、今般の米国サブプライム住宅ローン問題をトリガーとして、今展開されている国際金融市場の変動、リスク・リプライシングのダイナミクスは足許世界経済に不確実性をもたらしているが、やや長い目でみれば、実体経済の改善度合いに応じた金利調整の必要性を裏付ける出来事であったとも言えるということをしっかり認識しておく必要がある。今後の情報発信にあたっては、引き続きこうした両方の側面をバランスよく市場に説明していくことが重要だと思う。表現の行数が多いからダウンサイド・リスクを一方向的に強調しているという見方は誤りであると私は思っているので、そういうバランスのとれた説明をしていきたいと思う。以上の点も含めて追加的にご意見を頂きたいと思う。展望レポートについて、須田委員と水野委員とでご理解に幾らか違いがあるのかどうか。そう違いがあるようには私は受止めなかったが。

#### 須田委員

水野委員の発言でよく分からなかったところもある。大勢見通し、数字

の扱いと…。

水野委員

数字のところはばらつきが小さいということが、西村委員がおっしゃったように、ファンチャートを作ると多分今は下にきているはずだと思う。蓋然性の高いところを出しているのだが、今の出し方だと——だからといって直ぐ変えた方が良いということではないが——下振れリスクがある意味で大きいと知っていることがあまり伝わっていないのではないかという感じがある。それからあと、いつも大勢見通しのレンジが狭いということである。先行きも狭い、物価なんか特に凄く狭い。本当にそう思っているのなら良いのだが、それがポイント・エスティメイトだからそう置いているだけで、でも気持ちは実は下にあるのだというところを点で示そうとすると上手く表現しきれない。その改善をやろうとすると色々面倒くさいことが起きるし、それからそこまで細かい分析ができるメンバーが揃っているかどうかという問題があるのでなかなか…。これはファンチャート等相当色々な作業が事務方を含めて必要になってくる。そのところを言っているのである。

須田委員

数字がとおっしゃったが、物価はなかなか上がらないもとは…。

水野委員

今の話は、景気の方の話である。

須田委員

景気については、同じことを私はマーケットにお返ししたいと思う。下振れリスクが云々と色々おっしゃるが、やはり足許の経済がしっかりしているという状況のもとでは、来年度の数字を出したら全然変わらない。マーケットの見方と数字の面では、マーケットの中心と我々が出している



ものとはそう違ってないと思う。だけれど、その言い振りが楽観的だとみえてしまうという。だから数字はやはり参考でしかなくて、私は単なる対話をする時の目線を合わせるための道具としかみていない。

水野委員

いや、楽観的にはみえていない。今回は悲観的にもみえている。下振れの方の表現が多いので。

須田委員

いや、利上げするために楽観的だという見方が。

水野委員

そういう人もいるが。私はどちらかというとな下振れの方を聞いたので。

須田委員

あともう一つ。私は下振れと言った時の問題として、私自身はアメリカ経済もヨーロッパも自分のシナリオは下げてしまっており、かなり低いのである。だから、私は下振れというのはあまりない。

水野委員

なるほど。

須田委員

それぞれが持っている一番メインのシナリオを皆が共有している訳ではないが、実際には我々の標準シナリオの前提となるアメリカは前よりも下振れさせているはずなのである。だけれども、そここのところもなかなか通じていなくて、全部今までどおりとして下振れリスクだけで捉えていると受け取られている。だからこそ見通しの方が楽観的だとみられているのだと思うが。そして、そこから下振れなのか上振れなのかを考えると、私

はかなり下振れさせてしまっていて、元々シナリオは低いものなので、上振れも結構あるように感じている。そこのところがなかなか上手く表わせない。下振れリスクが大きいという声を、私はそうは思わないと思いながら聞いているところがある。

水野委員

おっしゃっているとおりで、私は民間時代からみても、参考計数として出しているだけの政策委員の大勢見通しの予測数字——と敢えて言うが——への注目が、内容よりも注目されているというのは傾向としてある。まあ福井議長があれだけ丁寧に説明されているので下振れのことを意識されていることもプロの方は気付いているのだが敢えて言わない人がいるし、だからそのことにいちいち反応する必要はないのだが、本当に理解が完全に進んだかというと、西村委員と全く同じで、前よりは進んだがやはりまだという感じがする。

福井議長

我々の標準的な見通しは民間見通しと比較してみてそれ程違っていないと。

水野委員

数字だけみるとであるが。

福井議長

だから基本的に我々が非常に楽観的だという見方はそもそも当たっていない、と私は思っている。それから米国経済については、今は比較的に高い数字が出続けているが、この先はやはりもっと弱い数字が出る。特にGDP統計についてはかなり下振れていく。

水野委員

そこは書いてあるな。

福井議長

ということは、常に標準シナリオの中に答えは入っているということではないか。

水野委員

然り。

福井議長

しかし、さらにそのうえにマーケット情勢その他下振れリスクは認識している。でも、それがどの程度顕現化するかについては不確定要因があるから、標準シナリオがどれ位ロバストかということについて毎回きちんと点検しなければならない。こういう構造になっているのだが、我々が認識している下振れリスクを少し詳しく書くと、直ぐ金利変更の距離感と直結させて論ずる人が多い。

水野委員

然り。そういうことである。

福井議長

そここのところの…。

水野委員

誤解であるな。

福井議長

認識ギャップというのはなかなか解きにくい。というのは、我々はいつ

もロングランな尺度を一番ベースにおいて、毎回冷静に判断して、基本的にシナリオに影響がなければ振れていないということなのだが、マーケットの方は動きながら均衡点を探るので、一緒に動いて欲しいという気持ちが非常に強い。だが我々是一緒には動けないという、この本質的なギャップは埋められないと私は思っている。

水野委員

然り。おっしゃるとおりである。

野田委員

数字について言えば、それぞれ委員の方がご自身で蓋然性が高いところのポイントをピンポイントでしか出していないので、どうしても今水野委員がおっしゃったようなこと、あるいは市場が言っているようなことは起こる。そうは言っても本当は——本当はというか——それぞれ皆様の頭の中ではファンチャートの的なものを描きながらその中心ポイントを出しているの、そこはやはりそれなりに説明をしていかないと。リスクがどこまで数字に織り込まれるのかという議論になってしまうと、全体としてそれはこうであるとはなかなか説明しにくいというのがやはり我々もいつも感じている訳である。これはある種、今のやり方でやっている以上は宿命的というか切り離せないというか、解決しにくいものとなっている。

西村委員

経済・物価のパスについての考え方が共通であれば、それから出てくる結果の中央値はあまり変わらないというのは…。

野田委員

変わらない。

西村委員

変わらないというのは当然なのである。

野田委員

ある意味では当然である。

西村委員

ただし、下振れに関してそれぞれ皆様が持っている幅のところで大きな違いが出てくる訳で、それをどうやって上手く伝えるのかは確かに非常に難しい。

水野委員

難しいし、昔、岩田副総裁が言われたファンチャートもアイデアであると思うが、これもまた難しい。あれもかなりいい加減なので。

西村委員

ファンチャートもそれはどこのファンチャートなのか、スタッフのファンチャートなのか。

水野委員

然り。だから……。

野田委員

全体をファンチャート化するというのは物凄く難しいのだな。

水野委員

難しい。だから私はあまり賛成ではないのだが。ただ、数字にどうしても目がいくのは習性であるな。それを分かって我々もやっていかないと、いつもいらいらしてしまう。

福井議長

それから水野委員が指摘されたもう一つの点。F e d、E C Bと我々でポリシーのベーシックスタンスにずれが生じてきているかどうかと。これは議論して頂きたいのだが、私自身は全くずれは生じていないと思う。F e dはやはりソフトランディングという基本シナリオを保全するために今政策アクションを起こす必要があり、様々なリスクを計算しながらそれをやっている。E C Bと日本銀行は持っている標準シナリオを保全するために必要なタイミングで政策措置が必要だと思いながら、しかしそのライト・タイミングを今の不確実な環境の中では慎重に判断しようとしている訳であって、フォワード・ルッキングに判断しながら基本シナリオをきちんと保全するというベーシックなスタンスにあるという点では相違がないように思うが。

水野委員

それについて一言だけ言うと、もし我々の金利が我々が思っている均衡金利よりはるかに低いところにあるという認識の中で政策をやっているのであれば、我々与其他との違いはあると思う。だから我々自身がマーケット・タービュランスを起こしていると私は皆様より大きく思っている。

福井議長

いや、E C Bも経済実勢との対比では金利水準は違うと。しかし、今の金利水準をさらに上げるべきか上げるべきではないのか、上げるべきだとしてどういうタイミングが良いかということは、今の環境の中でリスク要因をみながら計算している。我々としては実勢金利が低いという認識はもっていて、ディレクションは引き上げだと思っている訳だが、やはり様々なリスク要因をノーカウントのままでは上げられないと思っている。であるから、同じではないか。

水野委員

そこはそうであるが。

福井議長

スターティングポイントが違うというのはおっしゃるとおりである。

水野委員

ただ、リスク要因について話される時、全体的にサブプライムローン問題の話が多過ぎるという感じがする。この問題が直接影響を与えていないと言いながら、サブプライムローン問題の影響についての発言が凄く多いかなど。私は日本経済についても今色々な重要なことが起きていると思っている。例えば、貸金業法、改正建築基準法の問題、それから財政緊縮によるそもそもの問題、グローバル化というルールに乗れない企業の問題とか。そういう国内のことも含めて不確実性ということを行っているつもりなのだが、どうも外に伝わっているのはサブプライムローン問題、あるいはアメリカ経済ばかりが目立って、それが理由で何か動けないのではないかと思われる節がある。そこを嗅ぎ取った方が良いのではないかということである。

西村委員

何をおっしゃりたいのかよく分からない。

福井議長

日本経済も、サブプライムローン問題に端を発した金融市場の変動というのは日本の市場にも及んでいて…。

水野委員

勿論、勿論。

福井議長

そして交易条件をかなり変えつつあるということだから……。直接金融機関への影響が少ないからファンダメンタルズとは無関係、セパレートだとはいかないところがある。

水野委員

勿論である。だから私がということではなくて、そういう受止め方をされているということ指摘しただけである。何も批判している訳ではなく、そういうふうにとらえているという事実だけ言っているだけだ。

須田委員

今、国内についてそんなにリスクがあるとは思っていないが、色々考えなくてはいけない問題はある。ただ、一番大きいのはやはりアメリカだと思う。アメリカの影響で、海外経済が拡大していくところが崩れると問題。日本はやはり外需の依存度が高いので、そこをみていかななくてはならない。その問題を避けられないということでは、それを重要視していると思われても全然問題ではない。

水野委員

然り。そうなのだが、市場にそれだけをあたかも考えているようにみられているところが少し残念だなと思う。

野田委員

お言葉だが、リスクというのは挙げれば——私もいつもリスクを会合前に自分なりに挙げるのだが——、それはもう沢山ある訳で、これをどの程度のウエイトでリスクを認識しているかを一つ一つ説明していくというのはかなり骨の折れる仕事。やはり外に向かって説明するのは、我々が総意で大体一番重視しなくてはならない、無視できないものをやはり絞り込んで説明していくのが市場とのコミュニケーション上むしろ必要なこと



だと思う。

水野委員

一つに絞り込むこともないのではないか。

野田委員

あれもこれもというところ…。

水野委員

勿論そうであるが。

野田委員

皆リスクかということになってしまって。

水野委員

アンテスティッドなマーケットで初めての調整が起きている状況で、それ自体は非常に不確実性の高い問題だが、それを分からない、分からないと言っているだけだと、勿論それも大事だが…。

野田委員

いや、お言葉だが、分かれば不確実性などと言わない訳で、分からないから不確実性と言っている。

水野委員

サブプライムローン問題の影響が不確実なことは分かっている。ただ、不確実なことはそれ以外もある。バランスの問題がどうも上手く伝わっていないと言いたいだけである。そこだけである。

須田委員

先程も少し申し上げたが、あとは不確実性といっても変化している。私は今度のFOMCで、その前までは全くリスクを評価もできないという状態から、彼らが少しシナリオは書けるようになって、そしてインフレのリスクと下振れリスクをきちんと評価できるようになったというのは、かなり不確実性が小さくなってきていると判断している。リスクとしては両方あるからそういう意味では不確実性ではあるが、その不確実性の中身は全然違ってきていて、我々としても単に不確実で何も分からないということではなくて、時間が経つにつれ不確実の内容もよりクリアになっていくという段階に今進みつつあるということだと思うので、それはちゃんと評価して頂きたいと思っている。

水野委員

いや、私は評価している。

須田委員

そうではなくてマーケットが。

水野委員

私ではないのだな。

須田委員

マーケットについてである。

福井議長

それからもう一つだけ整理させて頂きたいのは、原油高とかコモディティの市況高騰は日本の国内で考えた時に、エクスターナル・ファクターであり、コスト・プッシュ要因である。これについて、須田委員はインフレ期待が上がることとの関連での判断が重要であるとし、岩田副総裁は内

需とのバランスが問題とおっしゃったが、私は同じ問題を違った側面で言っておられるのかなと思った。

須田委員

そう思う。

福井議長

内需が底堅くない限りインフレ期待が上がる訳ではないので、どちら側からみてもやはり内需の強さがベースにあってインフレ期待が上がる。だから両方のアプローチが違っているとは思わないのだが、もし違っていれば。

岩田副総裁

基本的には同じだと思うのだが、ただ、我々がやるアンケート調査などをみると、先行きはもう生活が悪い、所得は伸びない、ところが物価が上がると。つまり我々が直接アンケート調査をやると、答えがどう考えても内需の方が落ちてくると考えていて、だけど物価が上がってくるという。その結果、より成長率もむしろ落ちてきてしまうというセンチメントで受取られているのではないかと思う。私は今直ぐそれがそうになっているとは思わないが、政策を考える場合にそういうリスクもあるということは考える。つまり、交易条件が悪化して購買力が産油国に1%程度流れて、その結果——私からみると今回の消費は凄く出来過ぎで、実質で前年度比+2.4%だったか——消費が先行きまで大丈夫かということ、これも雇用者報酬などをみると前年比+0.1%しか名目で伸びていないので、あまり長続きしない。例えば+2.4%という個人消費が足許は確かに良いのだが、先々まで大丈夫かということについては問題が残るのではないかと思う。

須田委員

私は元々が新興国の需要の増大というところから、この問題は出発して

いると思っているから、日本からみたらコスト・プッシュだけだとは捉えていない。その裏では、日本からその他地域の輸出が増えている。輸出が増えれば設備投資も行われ、そして企業収益も入ってくるということでは。消費面では今なかなか賃金が上がらないことで消費者マインドも含めてそれに悪影響が出ているかもしれないが、それを相殺するようなものがあり、単なるコスト・プッシュ、要するに元々サプライサイドから起こったもの、というよりも今はプラスの影響も出ていると思っている。出発点が需要なのか、サプライサイドのコストからなのかというところの違いがあると思っている、私は需要から出ていると思っている。だから、プラスの方向もより評価している。

#### 岩田副総裁

そうすると、本当にどこにファンダメンタル・プライスがあるか、需要と供給で本当に決まっている価格はどこなのかという議論になって、もし違いがあるとすれば、そこが私と須田委員が違うところだと思う。2004年の初めには40ドルだった、今は100ドルに近づこうとしている。その間にインドと中国がやはり需要が増えているのだが、では成長率が倍になっているのか、倍になって需要がそんなに増えるのか。価格の方は倍以上になっている訳だが。私は需要要因で上がっているということは決して否定しない。60ドル位まではおかしくないのかもしれない、あるいは70ドルということもあまりおかしくないのかもしれない。だけど90ドルというのは明らかに……。

#### 須田委員

それはおかしいと思う。そこまでいくとおかしいと思う。

#### 福井議長

1970年代の石油ショックの時に比べると、あの時はやはり明らかにOPECの供給制限というところから始まって本当にサプライショック

だったが、今はやはり基本的にダイヤモンド・ドリブン。しかも中国、インドの成長率を入れてもおっしゃったが、これらの非常にエネルギー効率が悪いところが引っ張っているというところをもう一つ計算しなければならないので、ベースはやはり需要ドリブンなのだろう。だけれども実際に受取る経済主体から言えば、一種のサプライショックのようなところはある。

岩田副総裁

ジオポリティカル・リスクとやはり投機的な資金。資産価格に凄く似ているところがあるので……。

水野委員

投機というか。

岩田副総裁

株価とか為替レートも過度に振れることがある訳だな。同じ部分と、それからジオポリティカル・リスクはイラクから始まってイラン、今トルコとずっと続いている訳である。それもやはり私は押し上げていると思う。であるから、それはどちらかというとならサプライサイドだと考えるべきだと思う。それから資産価格と同じように過度に動いてしまう部分と両方私はあると思う。

福井議長

そうだな。上乗せされているという。

水野委員

ただ、実質ベースで1970年代から長いチャートを作ってみたが、アメリカの原油価格は1974年、1979年当時とほぼ同じだ。高いのだが。それからガロン当たり3ドル台というのを一回経験しているので、そんなに驚

いていないというのが現状らしい。今後、寒波が来たりしてさらに上がっていくとやはり雰囲気が悪いなという感じなので、原油は気を付けなくてはいけないのだが、今のところはまだアメリカの消費がしっかりしているということを書くことが多い。

福井議長

宜しいか。追加的に議論しておくことはないか。

西村委員

それでは二点程申し上げたい。民間最終消費であるが、民間最終消費のかなり強い部分は家計調査からきている。勿論自動車が強いとかそういうことがあるのだが、これは前年の裏が結構大きいので、これはちょっと割り引いて考えた方が良く。家計消費状況調査で見れば逆の動きをしているので、ちょっとこれは一点我々が気を付けてみていかないといけないことだと思う。もう一点は、先程の原油の件だが、基本的には先程福井議長がおっしゃったように供給である。外的な供給のディスラプションがなければ恐らく上手く回るであろう。その理由は先程須田委員がおっしゃったように、それから岩田副總裁の話を組み合わせると、要はどういうことかということ、需要が出ているということは、要するに日本にとっての外需も増える訳だな。それから日本に対する輸入価格も上がる。その両方がどういうふうに行くかということ、今までのところは比較的それが両建てでいくような形だったので、思ったよりかは影響が少なく済んだ。ただ国内的に言えば、外需からの便益はどちらかということと大企業、特に素材産業にきて、中小企業にはこなかった。そして輸入価格は、輸入を専らやっていた中小企業の食品加工などは一番良い例だが、結局そういうところにきていたという形で、ある意味での日本の中での二極化をもたらしてきたということだと思う。

福井議長

それでは政府からのご発言を頂戴したいと思う。財務省森山副大臣から願います。

森山財務副大臣

それでは政府の考え方を申し上げる。本日発表された7～9月期の実質GDP成長率は年率+2.6%となるなど、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については今後も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処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

それでは内閣府の方から願います。

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、建築着工はこのところ減少している。本日公表した7～9月期の1次QEでは、実質成長率は前期比+0.6%、名目成長率は前期比+0.3%、GDPデフレーターは引き続き前年比マイナスとなった。民間住宅投資は前期比-7.8%と減少

した。物価の動向を総合的にみると未だデフレを脱却していない。消費者物価の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、特に米国経済や原油価格の動向、国際金融市場の動向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

ただ今頂戴した政府からのご意見に対して委員方からご意見、コメントがあればどうぞ。

#### 水野委員

一つだけ。浜野内閣府審議官に質問させて頂きたい。国土交通省からは改正建築基準法の件について、今後影響は少しずつ小さくなっていく、緩和策も講じるということであるが、内閣府の景気見通しを作るうえで、どのような形で——具体的な数字は結構だが——みているのか。個人的にみると——調査統計局もそうかもしれないが——少し後ずれして影響が残ってしまうかなという感じでみているのだが、そこら辺はどんなふうにおおまかにみていけば宜しいか。

#### 浜野内閣府審議官

宜しいか。改正建築基準法の問題については、前回の月例経済報告閣僚



会議——福井議長がご欠席で岩田副総裁がご出席になったが——でも大分議論になって、マクロ経済に与える影響が非常に大きいので、しっかりとやって欲しいという話が経済財政政策担当大臣や経済産業大臣あるいは与党の方からも意見があって、国土交通大臣はもう少し時間が欲しい、しっかりとやっていきたいとおっしゃっていた。従って、この問題は政府全体として取り組んでいるし、それ程長く掛からず正常化にいく方向ではないかと考えている。今ご質問の点については、経済見通しの話だと思うが、私共は7月に出した経済動向試算の時にはまだこの住宅着工の問題はそれ程深刻化していなかったもので、確か実質+2.1%だと思うが、そういう見通しを出している。その後、ご指摘のようなことになっている。これから私共も作業を始める。確報の2次QEの状況を見て実際には作業を始めるが、今のところみていると、やはり少なくとも住宅投資については想定していたよりも下にきている。従って、本年度については、下方の方向で見直すことになるのではないかとみている。来年度についての想定は、それ程大きな変化はないかなと、今のところでは大雑把にはそんな感じである。

福井議長

他になれば金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、多数意見を踏まえ、金融市場調節方針は現状維持ということで議案を提出したいと思う。水野委員から別途の提案があたりだと思う。他の委員からのご提案がないことを確認させて頂いて、二つの案を用意して頂ければと思う。

[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

まず水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.75%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。別添の公表文案である。「2007年11月13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ので、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願います。

[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

本件は反対多数で否決となった。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

8 対 1 で本件を可決した。水野委員から何か追加的にコメントはあるか。

水野委員

結構である。

福井議長

宜しいか。それでは、今決定されたとおりの方針に従って引き続き適切な調節をお願いする。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては宜しくお願いする。事務局におかれては公表の準備を始めて頂きたい。では政府の方々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。賛成多数で議長案が採択された。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に、金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。議論の冒頭に執行部からご説明のあったこの大きな紙について、改めて今日の議論及び決定を踏まえて、何かお話することがあれば。

水野委員

前田調査統計局参事役にお願いだが、念のため、物価の現状のところをもう一回読み上げて頂けるか。

前田調査統計局参事役

国内企業物価であるか。

水野委員

然り。

前田調査統計局参事役

前月と全く同じであり、「国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、3か月前比でみて上昇している。」である。

水野委員

全くまるまるであるか。

前田調査統計局参事役

まるまる前回と同じである。

水野委員

分かった。

福井議長

何かご疑問があるか。

水野委員

そうではなくて、これは下がってくると変わるのか。逆にいうと数字がもう少しみえてくると変える可能性はあるのか。

前田調査統計局参事役

ちょっとそれは…。

水野委員

何とも言えないか。

前田調査統計局参事役

先々なので。現時点では何とも。

水野委員

分かった。失礼した。参考のために聞いたので忘れて頂きたい。

福井議長

宜しいか。採決を回したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件は決定した。今決定した基本的見解であるが、即日公表、つまり今日の15時に公表を予定している。また、お配りしている詳しい文章、背景説明であるが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえで、14日水曜日、14時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（10月10～11日開催分）の承認

福井議長

次の議題であるが、議事要旨の承認である。10月10日、11日両日開催分の議事要旨であるが、既に皆様方のお手許でチェックをして頂いたと思うが如何か。ご異議はあるか。それではこれも採決をしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨であるが、16日金曜日の8時50分に対外公表をする予定である。

## VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は終了した。大変ご苦勞であった。次回は、12月、師走であるが、12月19日、20日の両日に開催する予定である。宜しくお願ひする。なお、いつも申し上げているが、決定会合におけるご自身の発言を含む議論の内容及びそのプロセスは、厳に出席者限りという扱いである。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ので、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は、厳正な機密管理をくれぐれもお願ひしたいと思う。それでは、事務局の方で解禁時刻を確認して頂ければと思う。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。報道解禁時刻12時29分の予定である。

福井議長

今お聞き及びのとおり、解禁時刻は12時29分ということである。以上をもって閉会とするが、報道の解禁までこの会議室からお出にならないようお願いしたい。政府からご出席を賜っている方々については、控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時25分閉会)

以 上