

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年12月19日（14:00～16:12）

12月20日（9:00～12:47）

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

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

内田眞一

企画局企画役

関根敏隆

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長

大杉和人

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

中村康治

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻であるので、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が、今日は金融経済情勢に関して執行部からの報告を伺うこととしたいと思う。政府の方から、財務省鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提としてご発言願えればと思う。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

早速議題に入る。金融経済情勢に関する執行部報告で、説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

福井議長

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

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表1-1である。無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移であるが、前回決定会合以降誘導目標近傍で極めて安定した動きになっている。唯一11月積み期の最終日——12月14日であるが——は年金の定時払いであった。吸収オペを実施したにもかかわらず、0.433%とやや低めになった。図表1-2、当座預金残高保有状況をご覧頂く。除くゆうちょベース

の準預残高の11月の積み期のところをご覧頂くと、  
であった。図表1-3の07/7月積み期以降の当座預金残高のグラフで、11月積み期の残り所要額の水準——黒線でお示ししている——がほぼ水平になっていることに表われているように、この積み期は一貫して平準化されたペースで積みが進捗した。この傾向は12月の積み期に入っても継続していて、これが短期レートが安定していた背景の一つである。レート安定のもう一つの背景は、ゆうちょ銀行である。図表1-2で、ゆうちょ銀行の所要準備額は  
である。これに対して、11月の積み期は  
で着地している。ゆうちょ銀行なのだが、  
を続けていて、  
に加えて、12  
月に入ってから  
最近では、

。これも短期市場のレートの安定に寄与したとみている。その短期金利の動きであるが、図表1-3、07/7月積み期以降の短期金利をご覧頂く。ここではオーバーナイトレートをお示ししているが、その中身——つまり、外銀と邦銀の格差という点からみてどうなっているかなのだが——については、オーバーナイトレートにはほとんど格差がない。ところが、このグラフでは表示をしていないが、年末越えの資金になると外銀と邦銀の間では格差が存在している。現在、コールの1か月物の取りレートが邦銀では0.7~0.8%であるのに対して、外銀では0.9%台になっているので、大体10bpから20bp位の格差が生じている。次に、コール市場の残高の推移を図表1-4そして図表1-5でご覧頂く。端的には図表1-5の<取り手別>のグラフでお示した翌日物の末残の推移に表われているように、このところ外銀の調達額——グラフ中ポチポチ印で示してあるが——は引き続き抑制されている。こうした中、外銀の中には年末越え資金に目途を付けた先も出てきている。その一方で、今週が山場という先も残っているようである。図表1-6で、最近のオペの実施状況についてご覧頂く。一見して明らかなのだが、大変本数が多いのが特徴である。元々12月は資金需給の振れが大きいことに加えて、海外のマネーマーケッ

トが混乱していることも勘案して、準備預金残高の水準調整を肌理細かく行った。この結果、レートが安定したので、即日のオペもシャドーを付してお示ししているように、この1か月では1本にとどまっている。年末越えの資金については、三段階に分けて供給してきたところである。第一ラウンドでは、10月の初めから週に2本の割合で長めの年末越え資金の供給を行ってきた。共通担保（全店）オペの全て、そして共通担保（本店）オペのうち3か月とか4か月と表示のあるものが該当する。現在一番足が長いのは共通担保（本店）オペの12月10日オファーの4か月物、8,000億円であって、エンドは来年の3月28日になっている。これに対して、11月の中旬からであるが、第二ラウンドとして期間1か月半～2か月程度の年越えオペを開始した。11月中旬以降の共通担保（本店）オペのうち期間が1か月とか2か月の表示があるものが、それである。そして、さらに第三ラウンド、いわば仕上げとして——これは今週からになるのだが——、今後2、3週間の極く足の短いオペで残った年末越え資金需要を拾っていこうと思っている。年末越え以外では、年内最終週にエンドの来る短いオペも数多く打っている。これは、年末直前に最後の最後に残った資金需要に応えるための供給オペを打つ余地を予め作っておくことが目的である。オペについてあと一点だけ付け加えると、CPオペを久し振りに行った。CPはこのところ発行が急増していて、発行レートあるいは現先レートが上昇していた。銀行の在庫も相応に膨らんできたと判断したので、表にあるように12月13日、年末越えのCP買現先、3,000億円をオファーしたところである。以上の結果、10月の初め以来、足許までの年末越えオペなのだが、図表1-7にあるように、合計29本、総額21.7兆円と去年に比べてかなり厚めとなっている。このように年末越え資金の供給を注意深く進めているところであるが、この後も引き続きレートの安定に配慮しながら丁寧な調節運営を行っていきたいと思っている。

続いて、金融・為替市場の動きを説明する。まず図表2-1の(2)の表でターム物の金利について、ご覧頂きたいのはユーロ円レートのところである。ユーロ円の1か月については、11月29日にちょうど年越えになる

が、ここでそれまでの 0.6% から 30bp 以上ジャンプしている。その後、0.9% 台でずっと推移した後、極く極く足許なのだが若干低下している。これは少し細かい話になってしまうのだが、今週に入ってから欧米の金融機関が年越えのドル需要が強まったために円転コストが結構急激に下がっている。円転コストの低下がユーロ円のレートをいわば引き摺り落とす形で低下していることが背景とみている。続いて、市場の金利観を図表 2-2 でみて頂く。まず (1) のグラフでユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブなのだが、前回決定会合以降利上げ観測の後退でさらに下方へシフトしている。海外クレジット市場を巡る不確実性の増大といった海外要因に加えて、国内でも改正建築基準法の影響など景気下振れの可能性が意識されてきていることが背景とみている。このため、(2) のグラフにあるように金利先物レートは足許に掛けて下げ幅を拡大しているし、図表 2-3、(1) のグラフで、直近の O I S レート——黒棒でお示ししている——も、目先はずっと 0.5% でほぼフラットになっている。年度内の利上げ確率についても、(2) のグラフにお示ししているように足許では 1 割を切る水準まで低下してきている。これは、市場には当分利上げがないのではないかといったセンチメントが表われているとみられる。

長期金利の動きである。図表 2-4 になる。長期金利は相変わらず海外の金利につれた動きである。10 年債の利回り——黒太線でお示ししている——は欧米でフライト・トゥ・クオリティが強まった 12 月の初めには 1.4% を切りかけたのだが、さすがに買われ過ぎという見方から足許では 1.5% の前半で推移するようになっている。前回決定会合以降のイールド・カーブの変化幅はあまりない。僅かなのだが、ゾーン別の動きを図表 2-5 の (2) のグラフでご覧頂くと、1、2、3 年といったいわゆる短いゾーンを中心にやや低下している。これは先程申し上げた利上げ観測の低下が背景である。一方、20 年の中長期ゾーンの辺りは上昇している。これは、昨日の 20 年債入札によってこのゾーンの需給がやや緩んでいることが背景とみている。図表 2-6、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイ結果を (1) のグラフでご覧頂くと、海外金利の

注目度——白抜き——が増している。一方、短期金利・金融政策への関心——細斜線——は低下している。また、(2) のグラフからは、景気動向——破線——だとか、海外金利——太実線——で右下がりの勾配が少し急になっていて、利回り低下要因として意識されている様子が窺えると思う。続いて、図表 2-7、クレジット市場の動きについてであるが、まず (1) のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、幾分拡大している。長期金利の低下による運用利回りの低下を嫌気し投資家が多少買い控えていることが背景、と思っている。加えて、足許では社債の新規発行がかなり増えていて、需給がこれに伴って緩んでいることも背景とみている。一方、(2) のグラフになるが、CDSプレミアムの拡大は海外要因である。すなわち、11 月中旬以降生じた新たな変化——具体的には、一つはRMB Sの追加格下げ、もう一つはモノラインの信用低下、そして第三点としてG S Eの業績悪化といった新しい要因——を反映して、海外のプレミアムが拡大。これを背景に、日本でも銀行、証券、損保の損失拡大懸念が幾分強まったので、その結果、このグラフでお示ししている日本のプレミアム——黒太線——も海外程ではないのだが、11 月下旬に掛けて上昇したところである。

次に、株式市場である。図表 2-8 の (1) のグラフで、株価も前回決定会合以降欧米株につれて変動するパターンが続いている。日経平均は、足許では(1) のグラフにあるように現在 1 万 5,000 円台の前半の動きになっている。(3) のグラフにもお示ししているが、10 月末からやはり日本の株価が海外市場よりも大きく下落していて、上値も重い状態が続いている。円高という要因に加えて金融機関の追加損失懸念が重石となっていることが背景と思うし、さらに需給面でも外国人投資家が他のアジア株投資に比重を移すなど、いわゆる日本株離れの傾向が続いているという要因もあると思う。外国人の投資動向について、図表 2-9 の主体別売買動向の表でご覧頂くと、11 月第三週までは売り越しが続いていた。第四週以降は買い越しになっているが、その額は大きくない。一方の国内投資家には積極的な買い手が見当たらず、このことが上値を重くしている要因とみられ

る。以上、株価である。

為替相場に行く。図表 2-10 である。前回決定会合以降の動きを大雑把に辿ってみると、(1) のグラフの右側の拡大図のドル／円相場——黒太線でお示ししている——については、〈参考〉の表に期間中ピークとあるが、アメリカのクレジット市場を巡る不透明感が増大した 11 月の下旬、11 月 26 日に 107 円台を一旦付けている。そこまで円高が一旦進んだが、その後はシティグループに対するアブダビファンドの増資など安心材料が出たので円安方向に戻っていて、足許では 113 円台の推移になっている。足許では円相場を動かすテーマは二つ位あるかと思っている。まず、メインテーマはリスク・アペタイトである。どういうことかと言うと、具体的にはアメリカの株価が上昇するとグローバル投資家のリスクテイク姿勢が回復して、円キャリー取引が拡大して円安になるというストーリーである。もう一つのテーマは金利差である。例えば、先週の金曜日、アメリカの C P I が予想比上振れて米国株価が下落した。株価が下落したからリスク・アペタイト・ストーリーに従うと円高材料になるが、実際には逆に円相場は円安に反応している。そのメカニズムは C P I の上昇、上振れによってアメリカの利下げ期待が幾分後退して、金利差が縮小しないという見方からドルが買われて円が売られたといったようなことであろうと思う。ドル／円相場は基本的には前者のリスク・アペタイトが中心テーマであるが、今申し上げたように金利差ストーリーも割って入ってくるような局面も時にみられる状況である。これに対して、ユーロ／ドル相場は基本的に金利差ストーリーとみている。図表 2-11 の (2) のグラフにあるように、ユーロ／ドル相場であるが、大体 1.46 ドル位で推移していたユーロは米国 C P I 上振れの後には 1.44 ドル位まで軟化している。次にボラティリティを少しご覧頂くと、図表 2-12 の (1) のグラフでドル／円のボラティリティである。11 月下旬の円高局面で大きく上昇した後、円安方向で相場が落ち着くにつれて低下している。こうした中、足許やや円が売られる流れになっているが、誰が売っているのかという点について図表 2-13 の外為証拠金取引の動向のグラフで主体別の動きをご覧頂くと、前回決定会

合以降も円のショート・ポジションにあまり大きな変化はない。次に、外貨建て公募投資信託純資産額の推移で外貨建て投信の動きをご覧頂くと、(1) が純資産高、(2) のグラフが変化幅である。これをみると、直近の11月、純資産が減少している。純資産であるので円高であるとか株安の影響が入っていると思うが、資金流入ペースも11月は10月に引き続いてかなり鈍化している模様である。次に、図表2-14、投機筋の動きについてIMMのネット・ポジションをご覧頂くと、足許ではロングに傾いている。ロング幅は結構大きくて、2004年12月以来の水準となっている。先程みて頂いたようにマージン取引とか投信といった主体の動きはあまり大きくないことからすると、足許の円安方向の動きは恐らくロング・ポジションの一部が巻き戻されているのであろう——投機筋の円のロング・ポジションが巻き戻されているのであろう——と思う。そして、この要素に加えて年末決算期を控えたアメリカの企業の本国への回帰——いわゆるレパトリエーション——が重なったことが、足許の円安の流れの背景ではないかと類推している。最後に図表2-15でエマージング諸国の株、コモディティの動きを若干みておく。クレジット市場で揺り戻しが生じた11月以降、(2)にあるエマージング諸国の株価あるいは(3)のグラフにあるコモディティに若干調整が入っている。恐らくこれにはファンドの決算期を迎えたポジション・クローズといった要因もあると思う。こうした資金フローが今後どうなるかなのだが、これはグローバル経済の行方とともにいわゆるデカップリング論がどの程度修正されるかにも左右されるのではないかとみている。

以上みてきたように、欧米のクレジットあるいは証券化市場では揺り戻しの動きが続いている。この間、欧米の中央銀行は今週に入って本格的な年末越え資金供給を開始していて、昨日もECBによる57兆円にも及ぶ大規模なオペレーションが行われたところである。この結果、一部のターム物のレートは、例えば昨日のECBのオペの後、2週間物ないし1か月物のところが大きく金利が下がっているように部分的な効果は挙げている。ところが、ターム物の金利も長めのもの、つまり3か月物のような金



利になると依然高止まりしているし、年明け後スタートのフォワード・レート・カーブもなお高止まりしている。ということからみて、クレジット市場を巡る不確実性が大きく軽減されたとは言いにくい状況であろう、とみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

須田委員

リスク・アペタイトがどう動くか——例えば最もアペタイトが小さくなったら——により、株とか債券、為替、コモディティからキャッシュまで、全体にどういう影響を受けるのか。その程度に応じてと考えた時に、今はどの程度で、これから先はどっちにいくのか。つまり、新しい年を迎えて、例えばヘッジファンドがもう一回リセットして行動するといった時に、一体どの程度までリスクテイクが進むのだろうかと考えているのだが、その辺についてはどう考えているか。

中曾金融市場局長

図表 2-15 でご覧頂いたように、夏場以降も 11 月位までは、エマージング諸国の株価それからコモディティは結構強い。米国の景気が少し位サブプライムローンの関連でおかしくなっても、いわゆるデカップリング論に基づくエマージング諸国のファンダメンタルズは引き続き良いだろう、あるいは、コモディティに対する需要も強いだろうという見通しがあったことが背景である。と同時に、この間、フライト・トゥ・クオリティという流れもあったのだが、もう一つの流れとしてよりクレジット市場から分かりやすい市場、つまりコモディティとかエマージング諸国の市場は結構分かりやすいので、フライト・トゥ・シンプルシティという流れがあったと思う。しかし、11 月下旬以降のクレジット市場の揺り戻しの中で、今言ったようなストーリーに対しては多少疑問符が出てきている。つまり、

特に前者のデカップリング論を本当に信じていって良いのだろうか。アメリカの景気が下振れると、やはりグローバル経済ひいてはエマージング諸国の経済もなにがしか影響をやはり受けてしまうのではないかという疑問が多少湧き上がってきた。その中で、たまたま決算期でもあるので今ポジションが調整されていると思うのだが、そういった中、来年以降、この疑問に対する答えにどういう手掛かりが得られてくるか。つまり、グローバル経済がどの程度影響を受けるのか、受けないのか。エマージング諸国の経済は引き続きある程度良好なファンダメンタルズが続くのかどうか。その辺りの方向を見極める中で、流れも変わってくるのではないかと思う。従って、その辺でむしろ影響がないことが見極められるのであれば、恐らくこれまで程強い勢いではないかもしれないが、引き続きエマージング諸国、コモディティの市場への流入は、多少セレクトティブにはなるかもしれないが、続くかもしれない。逆に、その辺でグローバル景気の大きな下振れが起きてしまうと、リスク・リダクションにならざるを得ないかと思っている。

#### 野田委員

年末越えの資金であるが、先程、円については大体今週が山というお話があった。ECBはあれだけの過剰供給をしているがその効果はよく分からない。それから、今日のロンドンからの報告では、イギリスはどうやら山を越したという感じ。ドルは今日入札の結果があるという流動的な状況の中であって、今のところ大体どのような感じで受止めておけば宜しいのか。

#### 中曾金融市場局長

やはり、昨日のECBによるユーロの大量供給は相当効いたと思う。そして、やはり注目しているのは、今日、米欧同時に発表されるターム・オークション・ファシリティの入札結果である。これがどういう具合になるかというところが、一つのポイントだと思う。昨日までのところ、観察され

る金利——LIBORの金利——などから逆算的に年末初の金利を計算することができる。年末日スタート、オーバーナイトの金利を計算してみると、実は昨日辺りまではあまり下がってきていない。それが、ユーロについては、ECBのオペレーションを契機にある程度下がってきている。例えば欧州の場合は一番高い時の年末越えのプレミアムは、暫く前は600bp、6%位であったのだが、これが足許ECBのオペの結果もあって、2%程度落ちている。アメリカは若干高止まったままなのだが、これは先程申し上げた今日のオペ結果などによって多少好転する可能性もあると思っている。従って、方向としては年末のところはある程度改善が進展している。ただ、先程若干申し上げたように、年を越えたところですっかり元に戻るかというところではなく、フォワードレートは高止まっている。なお、年明け後も不確実性は残っている。そのような状況かと思っている。

野田委員

年明けてやれやれという訳にはいかないということだな。

中曾金融市場局長

然り。

岩田副総裁

今の600bpはスプレッドを……。

中曾金融市場局長

600bpはスプレッドではなくて年末越えのプレミアムである。

須田委員

今残る不確実性とは、具体的には何の不確実性か。

中曾金融市場局長

やはり言われているのは、決算期を迎える銀行の決算内容がどうなるのかということである。特に、欧州の銀行の決算がどうなるのかが注目されている。つまり、キャピタルがどの程度毀損されるのか、されないのか。そういったところに注目が集まっているのではないか。

岩田副総裁

ヨーロッパで、EURIBORとEONIAの差もかなり縮まっているのか。

中曾金融市場局長

短いところは縮まってきている。昨日のオペは2週間物なので、2週間～1か月位のところは今おっしゃったようにスプレッドが縮んでいると思うが、その先は効果が段々減衰しているという感じを持っている。

西村委員

レートをみていると下がったのだが、8月一番高かった時よりまだ高い。そういう意味では、まだ8月よりはさらに不安定な状態になっている。

中曾金融市場局長

然り。

須田委員

オペでレートをコントロールするのが難しいということなのか。あるいは、例えば日本がやったような形でオペがどんどん続けられて、前の時間軸みたいなものがあつたら——まだまだ続けていく動きがあつたら——、金利をずっと抑え込み、金利は下がるのか。

### 中曾金融市場局長

最終的に帰着するのがキャピタルの問題だとすれば、その部分の流動性による解決はできない。恐らく各国の中央銀行もその辺は認識していて、今やっていることは、欧米の銀行は恐らくバランスシートが大きく膨らんでしまう、あるいは膨らんでしまうかもしれないという不確実性が高いので、とにかくファイナンスを付けることによって資産の投げ売りを防ぐ、それによって価格のスパイラル的な下落を防ぐという意味合い。もう一つは——ニューヨーク F e d 等が意識している点だと思うが——クレジット・クラッシュを防ぐ。要するにバランスシートが膨らんでしまうと、どうしても新規の貸出等についても慎重にならざるを得なくなるかもしれないので、流動性を供給し続けることによって防止したい。こんな狙いもあるようである。逆に言えば、金融市場あるいは金融機関の機能を維持するための措置であって、問題を抜本的に解決することにはならない訳である。多分各国中央銀行は、そこは認識したうえで、流動性供給を続けていると思う。

### 稲葉理事

今回のユーロは相当規模が大きかったので、言ってみれば我々の量的緩和の時の調節に少し似ているのではないかと思っている。こういう投入をすると、オーバーナイトが大きく下がって、多分預金金利の3%のところまで下がるのだろうと思う。そうなると、短いターム物の金利はそこに当然帰着すると思う。そこが下限になるだろう。

### 亀崎委員

英国が今回初めて実施した長期資金供給オペでは、応札率が極めて低かった。ということは、年越えのところで流動性が非常に逼迫しているというよりも、むしろ金融機関が安全のために一応資金を確保しておこうという状況なのだろうか。

中曽金融市場局長

個別のところは正直言って良く分からないが、ロンドン事務所からの報告などをみていると、大所は年末越えの手当てが既に済んでいるので敢えて応札をしなくても良かったのではないか。あとは、イギリスの銀行は別にユーロでもECBに対して応札できるので、もしかするとスティグマを気にするような先が迂回的に他の中央銀行から流動性供与を受けている可能性もあるかもしれない。そういう可能性もあるのではないかと思う。

稲葉理事

こういうのはなかなか難しく、事前に発表した段階では足りないというコメントも英系の銀行から聞かれたのだが、実際には入ってこないという感じである。多分、ある程度処理は進んでいるのではないかと思う。

野田委員

先程の稲葉理事の話は、短いところはじゃぶじゃぶとは言わないまでも余剰が出ると。その辺の短いところの吸収オペの手段はないのか。むしろ放置しているのか。

稲葉理事

ECBの場合はそれを持っているので、これは我々のゲスであるが、多分、今日、明日にも吸収に直ぐ入ってくるのではないかと思う。これはみてみないと分からない。

中曽金融市場局長

落札額である 3,486 億ユーロは半端な金額ではない。57 兆円である。一方、ベンチマークがある。が恐らく期落ちとか資金需給を勘案するとニュートラルな水準、準備預金の平残を保つようなベンチマークである。従って、そのに対して 3,486 億ユーロの落札と、位上振れて、日本的に言うところの積み上イ

メージになる。これは単純に考えればオーバーナイトレートに相当下方圧力が働くはずである。放っておけば3%まで低下してしまうから、なにがしかの吸収が有り得るかと思っている。

水野委員

8月9日の4倍出している訳であるから、一月の間に吸収オペも相当やらなければならないな。

中曾金融市場局長

然り。これは準備預金の積みが、非常に大きなフロントロードに、前倒しになっている訳である。調節技術的には非常に難しいことになると思う。

水野委員

中曾金融市場局長の技術を教えなければならない。

野田委員

前もってやっていれば良いのだが、ここで新たにやるのはつらい。

中曾金融市場局長

然り。彼らの吸収オペというのは、元来積み最終日にファインチューニング的にやるが多かった。最近、積みの期間中にも時々やるようになっている。

水野委員

今回は異常な状況なので。

岩田副総裁

先程おっしゃったLIBORの何か月物が600bpで、それが200bpになったのか。

中曽金融市場局長

これは、ユーロLIBORの1か月ものである。

岩田副総裁

1か月にしても何か凄く低いような気もするのだが。

中曽金融市場局長

申し訳ないが、先程、私はどういう数字を……。

岩田副総裁

600bpで少し高過ぎるのかと。400bp位であれば、よく分かるのだが。

中曽金融市場局長

申し訳ない。600bpは2週間ものの年末超えプレミアムである。低下幅は後でまた確認してみるが、いずれにしても2週間～1か月ものでかなり低下しているというイメージは持っている。

岩田副総裁

それで、日本の今日のLIBORをみると1%、100bpで、FBが55bp。これを通常の年と比べると、やはりスプレッドは大きいのか。大体こんなものなのか。

中曽金融市場局長

去年は金利環境が異なる年でもあったので、単純な比較は難しいのだが、やはり日本の場合もTED・スプレッドは相応に開いている。つまり、FB、TBについては、フライト・トゥ・クオリティ的な要素とそれから特に  
などがかなり買っているので、金利が低く抑えられている。一方で、LIBORについては、やはりなにがしか上昇圧力が掛かった状態



になっている。

岩田副総裁

裁定がある程度あるだろうからな。

中曽金融市場局長

従って、通常と比べればやはり開いているという認識だと思う。

稲葉理事

みにくいのだが、今年は28日から4日まで飛ぶので、長い末初レートとなるので少し高めになる。

福井議長

宜しいか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

では次に、海外の経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

お手許の資料-3（参考計表）（追加分）を用いて説明させて頂く。図表1、米国の経済指標について、上から順番に説明していく。1. 実質GDPは第3四半期の数字が改訂されていて、事前予想の+3.9%が、1%上方改訂されて+4.9%となった。押し上げ要因が目立つのが在庫投資及び純輸出、いずれも第3四半期の一過性のものではないかと思う。従って、第4四半期を展望するとこの部分が剥げるということ、それから後で申し上げるが、消費、設備投資が、スローダウンの方向にあると考えられることなどから、市中での見方でも、第4四半期の目下の見通しは+0.8%という

極めて低い数字が言われている。仮にこういう姿になると、少なくとも計数的にはかなりの減速感が出てくると思う。5. 小売売上高は、11月までの計数が出ている。11月の前月比はかなり高い伸びになって+1.1%、10月と合わせての第4四半期のベースでは前期比+0.9%ということで、懸念されている程スローダウンは大きくない。第3四半期は+1.2%であったが、それに対しての+0.9%ということである。6. 自動車販売も11月の計数が出ていて、10月は小幅のマイナスであったが、それを打ち消すように11月は伸びており、10、11月を均すと目下のところ年率1,640万台、前期比+1.3%ということである。この数字をみる限りにおいては、それ程、個人消費はきつい減速にはならないのではないかとみられる。ただし、7. 消費者コンフィデンスであるが、引き続きだらだと下がっている。ミシガン大学の系列は12月まで延びているが、これも下がっている。それから、これはアネクトタルの話であるが、いわゆるクリスマス商戦は売る方もかなり慎重で早めにしかも大幅な値下げでスタートしたということで、11月の出足は良かったのだが、その後一服感が出ているという話も伝わっている。そういうことを考え合わせると、10~12月を締めたところの個人消費は間違いなく減速だろうと思っている。8. 住宅着工である。10月は集合住宅——振れの大きいカテゴリーなのだが——の関係で徐々に小幅増加になったが、昨日発表された11月の数字は引き続き減少傾向を続けている。10月、11月を合わせて第4四半期を均すと前期比-7.0%と第3四半期の-11.2%より小幅ではあるが、住宅市場は引き続き大幅な調整が続いているということである。図表1の表にはないが、住宅に関するその他諸々の数字、在庫、販売、延滞率、差し押さえ率、業況感、どれをみても調整は続いている。次に、9. 設備投資絡みであるが、計数は10月までしか出ていない。元々振れが大きいので単月では判断しにくいのだが、10月は前月比-2.0%。ここには出ていないが企業収益の第4四半期S&P500社ベースは金融機関を中心に調査の度毎に下振れしている。それから世界経済全体に対する見通しも色々な機関が発表する毎に下方修正されている。このようなことから、企業の設備投資に対するセンチメン

トは悪くなっていることは間違いないので、第4四半期のGDP設備投資は弱い数字となる公算が大。加えて、第2四半期、第3四半期の設備投資は前期比1割前後の高い伸びを示しているので、そこからくる反動減という要素もあり得る。10. 財・サービス貿易収支の10月であるが、赤字幅は若干拡大している。輸出も伸びているが、輸出は航空機の大型といったものが入っているということで一過性。それから、輸入は原油高の影響が出ているようにみられる。輸出も伸びたが輸入も伸びたということで、赤字幅は拡大。企業セクターである。11. ISMのサーベイ調査であるが、製造業、非製造業とも前月に比べて11月は減少している。製造業指数はボーダーラインと言われている50にかなり接近している。非製造業指数には若干のりしろがあるかという感じである。12. 生産は10月、11月で凸凹があるので、均してみると前期比-0.4%ということである。内訳をみると、自動車とかIT関連はそこそこののだが、それ以外の消費財あるいは素材関連で減少がみられている。これについても、第4四半期を締めると前期比マイナスの公算は高いかと思っている。13. 失業率それから14. 雇用者数、労働市場である。雇用者数の11月は前月比9万4,000人の増加である。市場の当初見通しよりも少し大きな数字となっているということで、株式市場等では強材料になった。しかし、同時に発表された9月、10月が修正を受けていて、10月は小幅の上方修正であるが、9月は5万人近い下方修正があった。従って、振り返ってみて第3四半期の数字は+7万7,000人とかなり低調な数字になっている。それとの対比で10、11月は+13万2,000人と強くみえるが、グラフでみると間違いなく傾向としての増勢鈍化は間違いないし、加えて民間部門でみればその傾向はもっと強い。失業率は11月、4.7%と前月比横這いである。新規失業保険申請者数をみると、やはりこの秋口から緩やかな増加傾向を示している。水準的には、まだそれ程心配するところまでいっていないが傾向としては、失業保険申請者数は増えている。従って、失業率が4.7%にとどまっているということだけでは安心できないと思う。15. CPIである。11月は前月比+0.8%、前年比でも+4.3%と大きく跳ねた。偏にエネルギー価格と言

われている。しかし、コアでもこのところ前月比では+0.2%、+0.2%、+0.3%、また前年比でも+2.3%ということでじりじり上がってきている。コアには勿論エネルギーは関係ないのだが、レントあるいはアパレル——衣料品——が11月は少し上がっていて、それが響いている。いずれにしても、インフレ圧力はこういうところではっきり現われる。16. 非農業部門労働生産性、17. ユニット・レーバー・コストである。第3四半期のGDP改訂に伴って、労働生産性の統計も改訂され上方修正されている。それを分母にしたユニット・レーバー・コストも下方修正されているが、ユニット・レーバー・コストのもう一つの要素である労働コストも見直しの結果下方に修正されているので、仕上がりとしてのユニット・レーバー・コストは今まで申し上げた数字よりもかなり下にいつている。前期の第2四半期との比較においては、ご覧のとおり第3四半期が前年比+3.0%ということで、前期の前年比+4.2%より伸び率が縮小している。これからみれば、インフレ圧力は若干軽減された感じにはなっている。ただ、足許のところでは、エネルギー価格が上がっていくだろうということを考えると、インフレ圧力がここで一気に落ちるとは考えられないかもしれない。以上がアメリカである。

続いて、図表2-1、ユーロである。ユーロの1. 実質GDPは改訂され、また中身がこの段階で判明している。ヘッドラインの+2.9%は+0.1%程度しか変わっていない。中身も今までみていたとおりの姿である。設備投資が第2四半期は第1四半期の反動で弱かったのだが、それが正常な姿に戻っているということ。それから、消費、輸出もしっかりしているということで、+2.9%自身についてはそれ程問題はなかったと思う。ただし、第4四半期を展望するとアメリカの予想と同様に、やはり第3四半期に比べて若干伸び率は下がっていく。コンセンサス・フォーキャストとは少しベースが違うが、前年比で申し上げると第3四半期の前年比+2.7%に対して、第4四半期は+2.2%程度に落ちていくのではないかとみられている。ハードデータとして、2. 輸出、3. 独海外受注（域外）、4. 独国内投資財受注の10月の数字は、ご覧のとおり。9月はマイナスが多くて少し心

配していたのだが、取り敢えず10月はいずれも増加になっている。ユーロ全体の輸出もプラス。ドイツだけであるが、海外受注あるいは国内投資財受注動向についても問題はない。ただし、10. PMIのサーベイデータ——ソフトデータ——でみると、センチメントの悪化は製造業、非製造業両方とも窺われる。それから、消費に移って、8. 消費者コンフィデンスが11月-8%ということで、前月よりもマイナス幅が若干拡大している。新車登録台数は前月に続いて前月比マイナスということで、第4四半期、10~11月均したところでも前期比-0.4%であり、10月の小売の数字等々と合わせて、第4四半期のユーロにおける消費もやはり減速感が出るのではなかろうかとみられる。車の方はドイツでのマイナスが結構目立つ。それから、コンフィデンスの方ではフランスのマイナスが目立つ。フランスは久々にスト等もあって、そういう意味で若干経済活動にはディスターバンスが起きている可能性はある。11. 失業率だけは引き続きエンカレッジングであって、7.2%ということで既往最低の水準を維持している。一方、アメリカ同様、物価が少し問題含みになってきていて、12. 消費者物価、11月のヘッドラインが今までの+3.0%が+3.1%に修正されていて、この+3.1%は2001年の中位に+3.2%というのがあったが、それに次ぐ高い伸びである。要因は、偏にエネルギーと食料である。コアには非加工の食料品は入っていないのだが、加工の食料品は入っている。コアの方も前年比+2.3%と前月に比べて上昇率が高まっているが、食料品の寄与が大きいと言われている。図表2-2、英国であるが、第3四半期のGDPは改訂されているが、これまでのところ順調に伸びている。ただし、10月に入って、小売が少し弱くなっている。それからミクロの情報で、やはりクリスマス商戦の出足のところは若干雰囲気良くないという話が伝わってきている。住宅市場の方であるが、前から申し上げているとおり、この調整は続いていて、ご覧のとおり価格面でも上昇率が鈍化してきている。恐らく英国の第4四半期も、GDPでみて減速感は出てくる数字になると思われる。CPIは昨日出たが、予想程伸びていないで一応+2.1%というところまでとどまっているものの、ターゲット+2%より上という状

況には変わりがない。欧米は押し並べてみると、景気の方はダウンサイド・リスクが強まり、インフレの方はアップサイド・リスクが高まり、金融政策運営の面では段々難しくなっていると言えらる。以上が欧米である。

次にアジアに移る。図表 3-1 の 1. 中国、2. インドは伸びということでは引き続き高い伸びで問題ないが、中国については 7. C P I が前年比 +6.9% ということで、まだ上昇傾向がすっきりとは収まっていない。前回のこの席で、私は豚肉の方は頭を打ったということをし上げたかと思う。これは確かに頭を打っているのだが、食料品、他のところがまだ高止まっているものがある。加えて、11 月からエネルギー関係——ガソリン、軽油、重油等々——の公定価格が 1 割引き上げられている。これは卸値であるので、その後、小売段階でどうなるかということであるが、小売段階では公定価格から 8% だけのアローワンスで自由に設定できるので、インフレマインドが出ていれば原価の 10% プラス小売の段階での 8% ということで、消費者からみれば最大 18% の引き上げが行われている場面もある。そういうことを映じて、C P I のコンポーネントの中の輸送それから住居の中のプロパンガス、こういう二つの項目でエネルギー価格上昇の影響がみられている。ということで、中国も世界的なインフレ圧力は避けられないということである。最後に、アジアの N I E s、A S E A N を図表 3-2 でご覧頂くと、目立つところだけ申し上げる。(2) の輸出の第 4 四半期については、全ての地域で 11 月までの計数が出揃っている訳ではないが、輸出のうちの I T 関連が小幅であるがマイナスとなっており、これは要注意かと思っている。それから図表 3-3 の (5)、アジアの物価である。台湾など逆方向の動きもあるが、韓国あるいはタイに代表されるように、こちらでもエネルギー価格の上昇を主因にじりじりと上がっているという姿になっている。取り敢えず、私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。インドは卸売物価が意外に安定しているな。

出沢国際局長

然り。前も申し上げたかと思うが、CPIは四とおりに作っていて、その伸び率のレベルは+7%とか+8%というところである。そこでみる限り、WPI程下がっている感じはない。従って、当局の意識としては、物価問題はアジェンダに残っている。

福井議長

WPIの方はなぜ上がらないのか。

出沢国際局長

食料品のウエイトが小さくなっている。

福井議長

油は。

出沢国際局長

油は入っている。コンポーネントを分解したところをみていないので、後で少し調べたい。

福井議長

世界的に物価が上がっているのだが、インドは下がっている。

出沢国際局長

インドが気にしているのは、食料品である。しかし、言われたとおり、エネルギーが入っていない訳がないので、あと全体との関係で打ち消すものがあって、仕上がりがこうなっていると思われる。

須田委員

先程のデカップリング論との関係であるが、アジアにはアメリカの減速がかなり強くなれば影響するという話はある。しかし、例えばロシアあるいは中東といったオイル・エクスポート・カントリーの有効需要は強いという気がする。その意味では、所得が移転する先である石油輸出国の経済の強さという部分は、どうみられているか。

出沢国際局長

例えば中東とロシアについて、これまでのところデカップリングというよりは原油代金のリサイクルだと思うのだが。先程申し上げたユーロの輸出について、足許を地域別でみるとやはり中東、ロシアが伸びている。アメリカは横這いないしは微減。という意味で、恐らくそういう原油高に伴う所得移転の一部は上手く回っているのだろうと思う。

須田委員

日本でもロシアへの車の輸出はかなりあるのではないか。だから、アジアよりももっと幅広い意味でその他地域を考えた時に、世界経済全体が減速していくと言え、資源価格も落ちていくと思っているのだが、それが高止まっている限りはそういった国からの有効需要がかつて考えていたよりも強いのではないかという気がする。そこは如何か。

出沢国際局長

定量的な分析がないままで少し感覚的なのだが、それぞれの地域、エマージング・カントリーで内生的な自律的な経済拡大のドライビング・フォースはある訳である。これまでのところ、中国にしる、ロシアにしる、自国の外貨準備あるいは財政等色々なところからくる経済発展余力がまだ残っていて、それが対米輸出の伸び鈍化を打ち消している。もっとも、ロシアは財の対米輸出は元々ほとんどないので、そこは石油、資源輸出で得た収入の使い方が上手く回っているということか。



堀井理事

それと、今のところヨーロッパの景気がしっかりしているということが、輸出という意味では、ロシアとか中東それから一部アジアの国を潤しているのだと思う。この間、タイの中央銀行の人と話をしていたら、最近初めて欧州向けのタイの輸出がアメリカ向けを上回ったと言っていた。

西村委員

定量的に国際産業連関表みたいなものを世界で作るのはなかなか大変なのだが——アジアは作っているが——、連関関係が変わってきた点について例えばIMFとかで調査した例はあるのか。つまり、世界がどれ位本当の意味でアメリカに依存しているのかが分かると助かるのだが。例えば、定量的な調査があるのか。

堀井理事

去年、国際局でVARベースであるが、簡単な世界のモデルを試行した。アジアはさらに国別にブレイクダウンしたものをやっている。それで自律性は勿論それなりに高まっているのだが、全体としてアジアの国の対米依存度——アメリカの最終需要に対する依存度——は引き続き高いという結論になっている。当然のことながら最近のところと言っても、データの蓄積が数年間いる。従って足許で起こっている変化がどの程度計量的に捉えられるかということ、なかなか難しいが。

西村委員

VARはどれ位前からであるか。私もみたのだが、忘れてしまって……。

堀井理事

1980年からと大体1980年後半以降、1990年からだと思う。

福井議長

宜しいか。今から 10 分休憩を取る。

(15 時 00 分中断、15 時 10 分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

福井議長

宜しいか。それでは、会議を再開する。国内経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長から願います。

門間調査統計局長

それでは、資料-4 (参考計表) でご説明申し上げたいと思う。最初に図表 1、実質 GDP の動きであるが、7~9 月はご覧のように前期比 +0.4% となっている。一次速報では +0.6% であったが、二次速報で +0.4% へ下方修正された。内訳をみて頂くと、純輸出の寄与度が +0.5% と GDP 全体を上回る大きなプラスとなっている一方で、国内需要は 2 四半期連続のマイナス成長と内需の停滞感がやや強まっている。このような本年度上期の内需の弱さについては、設備投資の増勢——恐らくは法人季報のサンプル要因もあると思うのだが——が緩やかになってきている一方で、個人消費の増加ペースが上がってこないという基本的な構図が底流にあるところへ、7~9 月住宅投資が大きく落ち込んだことによるものと整理できると思う。7~9 月までの数字をベースにすると、10~12 月以降 7~9 月と同じ +0.4% のペースで成長しても、2007 年度全体の成長率は +1.5% にとどまる計算になる。ただ、0.4% というペース自体も決して低いハードルではないように思われる。例えば足許の 10~12 月については、後から申し上げる住宅着工の状況等からみて、住宅投資が 7~9 月並みのマイナスを続ける可能性がそれなりにある一方で、純輸出の方は 7~9 月はさすがに出来過ぎであるので同じようなプラスは続かないと考えられるから、現時点で 10~12 月が +0.4% でいくのも結構厳しいかとみておく方が妥当

かと思う。本日、これから申し上げる様々な指標と今申し上げたような10～12月のGDPのイメージを頭におくと、足許の景気拡大のテンポはやや減速しているという感じになりつつあるのではないかと思われる。以上がGDPで、図表2、短観であるが、本日細かくは申し上げないがおさらいだけしておく、改正建築基準法の影響の長期化、それから原材料価格の上昇、そして恐らくは株安、円高、先行きの海外経済に対する漠たる不安感などを背景に、企業の業況感には先行きも含めてやや慎重さがみられる。ただし、足許の輸出はまだ減速はしておらず、その点をご覧頂く。図表6、(1)実質輸出——太実線——であるが、7～9月が大きく伸びた後、右端10月も7～9月対比で+0.4%とさらに幾分増加している。このように10月までの輸出実績でみる限り、世界経済が減速している感じは出てきていない。さらに地域別にご覧頂くので図表7になるが、第4四半期の欄で10月の7～9月対比をみて頂くと、第3四半期が全地域とも大変強かったのも、その反動で所々マイナスになっている。が、そうした中でも先程話題になっていたが、EU向けが堅調を続けているし、それからその他向けがずっと高い伸びを続けてきて、第4四半期も+6.9%と伸びているということである。特に最近ではロシア向けとか中近東向けを中心に自動車関連が好調であるなど、新興国、就中、資源国の需要の旺盛振りが目立つという状況である。輸出関連は簡単であるが以上である。

次に、企業部門について説明をしていく。図表13の企業収益であるが、引き続き高水準である。2007年度の計画を短観でみると、カッコ内の数字が全て経常利益の前年比になっているが、2007年度の大企業は、製造業が+4.6%の増益予想、非製造業も+0.1%と僅かではあるが増益予想になっている。2007/下期計画がかなり慎重に減益予想になっていることを踏まえると、下期ひいては年度全体が今後幾分上方修正になる可能性は十分あると思うが、今年度の場合はやはり下期は上期に比べて円高、原油高、住宅投資の落ち込み、さらには世界経済減速懸念と実際に悪材料も結構あるので、上方修正の程度については多少慎重めにみておく必要があると思っている。いずれにしても、少なくとも大企業に関しては、収益は高水

準でかつそのテンポは鈍化しているとは言え増益が続いているという評価で良いと思う。これに対して、中小企業については、2007年度の計画が製造業は-4.0%、非製造業は-1.5%と現時点で減益予想である。今後、多少上方修正されるとしても年度全体で増益になるかどうか、今年度は若干微妙である。それから、図表14の法人企業統計で売上高経常利益率の推移をみても、大企業は(1)製造業、(3)非製造業ともに振れているが、なお幾分上昇傾向とみて良いと思う。(2)、(4)の中堅・中小企業は、概ね横這い圏内の動きとみるのが妥当かと思う。

こうしたもとで設備投資であるが、図表16で建築着工床面積の数字をご覧頂きたいと思う。10月の前月比が+28.9%と漸く増加に転じている。ただし、内訳をみて頂くと、鉱工業の方だけで+175%増加していて、これはある大型案件が着工となったという個社要因がかなり効いている。実態としては改正建築基準法施行の影響がまだかなり残っていて、せいぜい下げ止まりつつあるという位の段階かと思われる。資本財総供給という欄がある。従来この欄は一般資本財出荷を入れていたが、輸出分を引いて輸入分を加えた資本財総供給の方が少なくとも概念的にはベターなので、今月から変更している。数字をご覧頂くと四半期のところでみて頂いて、+1.2%、+2.9%、+1.8%と堅調な伸びを続けている。このように供給サイドの統計からみる限り、設備投資はあまり減速もしないで増加しているという感じかとみられる。しかし、<法人企業統計・設備投資>の表は需要側の統計であり、ここは7~9月は増加しているが、その前から均してみると少し減速してきているという感じがある。少し数字でもご覧になりにくいかもしれないので、その感じをグラフで掴んで頂ければと思う。図表17であるが、まず目に付くのは、(2)、(4)の中堅・中小企業の足許が少し弱いということである。この点は、短観などと合わせてみても、基本的には中小企業は収益が伸び悩むことで設備投資も抑制的になってきているという評価で良いと思うが、法人季報の場合には中堅・中小企業の年度サンプルが結構変わるので、その振れが今年度は下の方に効いている可能性も否定できない。(1)、(3)の大企業については総じてしっかり

しているとみて良いと思うが、ただこれも (1) の製造業については少し減速気味かという感じは否めないかと思う。それと、今年度の場合には先程の改正建築基準法の影響によって今の計画が強くても年度全体では未達になる可能性が従来よりも少し強いとみておくべきか、と思う。それから、設備投資の最後に機械受注を確認しておく。図表 19 をご覧頂く。(1) で 10 月分——太実線の右端——まで出ているが、製造業——細実線——を中心に足許はしっかりしている。引き続き高水準横這い圏内の動きという評価で良いと思う。設備投資は以上である。

個人消費であるが、相変わらず天候要因にも左右されつつ全体として一進一退ということである。最近の特徴ということで一つ申し上げますと、図表 22 になるが、(2) のグラフから明確なように 8 月以降乗用車の国内販売が比較的はっきりと持ち直している。これが本格回復に繋がるかどうかという点についてメーカーの見方は依然慎重であるが、差し当たり今のところは夏以降相次いで出された新型車の効果が出ているという格好である。家電販売——薄灰色の線——も振れはあるが、好調である。もっともこの間 7~9 月は百貨店やスーパーが天候要因もあって不調、それらが持ち直した 10 月は外食や旅行が今一つなので、なかなか指標全体が良くなるという感じにはならない。そこで、取り敢えず 10 月までの全体感がどうかということで図表 24 の (3) で消費包括指数——細実線——をご覧頂くと、これはまだ 10 月単月であるが、ご覧のように 7~9 月対比で伸び率はほぼゼロである。4~6 月、7~9 月と個人消費が GDP ベースであまり伸びていない中で、10~12 月も出足はあまり良くなかったと言わざるを得ないと思う。それから、消費者マインドの悪化もこのところ若干気になる動きである。図表 25 の (1) のグラフになるが、三本線があつて三本とも足許のところは少し悪化している感じである。それから、このうち消費者態度指数——太実線——は四半期調査でここに書いており、従つてこのグラフの右端は 9 月時点であるのだが、実は月次系列が別途ある。そちらの方は季節調整値がないのでここには書いていないのだが、そちらをみると 10 月、11 月とさらに随分悪化している。特に 11 月は大きめの悪化と

なっていて、恐らくこれは日経平均の1万5,000円割れとか、原油価格が100ドルに接近するとか、ガソリンや食品の値上げあるいはその報道といったことが影響していると考えられる。勿論、そうしたマインド関連指標の悪化がそのまま実際の個人消費の弱さに繋がるとは限らない。実際11月は先程申し上げたように車は好調であったし、それから昨日出た協会ベースの百貨店の売上高もまずまずであった。従って、現時点ではハードデータからみる限り個人消費は底堅いという評価で問題ないと思うが、当面どちらかと言えばダウンサイド・リスクを中心にみていくということかと思う。以上が個人消費である。

次に住宅であるが、図表26、新設住宅着工戸数も10月遂に前月比で増加に転じて18.1%の増加である。ただ、レベル的にはまだ年率85万戸であって、以前の120万戸前後のレベルには遠く及ばない。そうした中でも持家についてはこのところ3か月、8月以降連続で増加していて、10月の水準も33.2万戸と4~6月のレベルに戻ってきている。他方、構造計算の嚴重チェックがネックになっている分譲や貸家については、前月比で漸く底を打った感じはあるが、なお前年比で5割減、4割減といった状態である。最新のミクロ情報では、マンションについても11月は建築確認がかなり下りてきているようである。中には法改正前の通常月と変わらない位下りてきているという話もある。従って、11月の着工は来週出るが、分譲、貸家とももう少しはっきりと回復が出てくるのではないかと期待される。ただし、他方で構造計算の適合性判定を行う人手の不足は予想以上に深刻であって、現在審査が3か月位掛かっているのだが、この先もそれが短くなっていく展望はみえにくいという話も出てきている。それと、そもそもマンションの販売地合いが悪いという事情もあって、先行きどの程度のペースで着工が回復するのか、まだ業界の見方も定まっていないのが実情である。マンションの販売状況を、首都圏新築マンション関連指標——不動産経済研究所調べ——でご覧頂く。11月の首都圏であるが、年率3万9,000戸、前年比-46.6%と少し近年記憶にない位悪い数字である。さすがにこれだけひどいのは単月の振れもあると思うが、やはり根底には価

格上昇によって値頃感が失われていることや金利先高観の後退によって買い時感も失われているといった事情があると業界では言っている。住宅は以上である。

図表 28、生産に移る。鉱工業生産、10月の前月比は+1.7%ということで、生産は引き続き増加基調にあることが確認されている。11月、12月の予測指数を繋げると、10~12月は+1.8%になる。ただ、予測指数には元より限界があるので、我々は企業ヒアリング等も総合して+1.8%より少し低い伸びになるかとみている。内訳であるが、図表 29、(2)のグラフで生産の増加を財別にご覧頂くと、一番右の10~12月は7~9月と同様、電子部品・デバイスと輸送機械——これは自動車であるが——が生産の増加を引き続き牽引する形になっている。勿論このグラフ自体は予測指数の内訳であるが、内訳のイメージは我々の企業ヒアリングとも概ね整合的である。それから、図表 30の財別出荷であるが、前月以降特に変化はない。

(2)の建設財は大きく落ちた後、10月は取り敢えず横這いであるが、これで下げ止まりかどうかまだ断定できない。次に、在庫のバランスであるが、在庫は全体として問題はない。図表 31、循環図をみて頂くと、10月は単月の動きではあるが——白い丸があるが——、出荷の伸び率がかなり高まって在庫の伸び率はむしろ若干低下しているから在庫循環が幾分若返った感じになっている。これは、(5)の電子部品・デバイスで、出荷在庫バランスの灰色の棒がプラスの方向に転じていることの影響が大きい。この間、(4)の建設財は、出荷減少のもとで在庫が積み上がってきて、典型的な在庫調整の姿になっている。ただ、ここはウエイトが小さいことと住宅着工戸数も足許曲がりなりに回復方向に向かいつつあるので、建設財の在庫調整が生産全体の足を目にみえて引っ張ることにはならないのではないかと取り敢えずは思っている。因みに、ミクロ情報によると、1~3月の生産は10~12月よりもさらに緩やかとなりつつも増加基調が続くという感触である。生産は以上である。

続いて図表 33、雇用関連の数字である。有効求人倍率の直近10月は1.02倍とやや低下している。ただし、これは行政による求人適正化指導の影響

もあるうえ、水準としてはなお1倍を超えている。それから、短観の雇用判断とも合わせて考えると、労働需給は引き締った状態が続いているという評価で良いと思う。次に、〈労働力調査〉であるが、雇用者数の前年比は9月+0.2%の後、10月も+0.4%と、それまでに比べて伸び率が低い状態が2か月続いている。失業率も9月、10月と連続して4.0%と、一頃より少し上がった状態が続いている。他方で〈毎月勤労統計〉であるが、常用労働者数をご覧頂くと10月も前年比+1.7%としっかりした伸びが続いている。それから、ここには記載していないが、短観でも全規模、全産業でみて、雇用者数は伸び率がむしろ高まっていることが確認されている。以上を踏まえると、ここ2か月の労働力調査の弱さは、基本的にはこの調査特有の振れの大きさからきている面が大きいと考えられる。ただし、以前お話したように逆に毎月勤労統計の常用労働者数は経済活動の変動に対して動きが鈍過ぎる嫌いがあるし、短観も資本金2,000万円以上の企業に限っていることからくる偏りがないとは言えない。景気ウォッチャー調査の雇用関連もさらに弱くなっている。従って、労働力調査の弱さは基本的には振れとみつつも、なにがしか経済の減速を捉えている可能性もある程度頭に置きながらもう少し様子を見たい、と判断している。この間、同じ毎月勤労統計で一人当たり名目賃金を確認すると、10月0.0%となっているが、ここはその後確報で-0.1%に変わっている。特別給与の増加も恐らく振れであって、賃金全体としてこれまでの状況に変化はない。冬のボーナスはこれからであるが、大手企業のアンケート調査では増加となっているものの、増加テンポは夏よりもむしろ鈍化するという結果が多くの調査で出てきている。従って、毎月勤労統計ベースでは夏に続いて前年比マイナスになる可能性が高いとみておくべきかと思う。労働関係は以上である。

物価であるが、図表44の国内企業物価をご説明する。国内企業物価は今回11月分から2005年基準に切り替わっていて、数字を確認しておくと(1)の表、前年比でみて11月は+2.3%、(2)の表、3か月前比でみて11月は+0.6%というのが新しいベースでの数字になる。(2)の数字、3



か月前比をグラフにしたのが一番下のグラフであって、ご参考までに先月までみていた2000年基準のグラフも白丸を繋げて細い線で示してある。左のグラフ、2005年、2006年辺りは両者が乖離している局面も結構あったが、月次で足許の様子をみると実は8月以降は一致している。従って、幸いなことに3か月前比での評価は、今月もこれまでの連続性を保って行うことができるということである。足許の11月の内訳をみて頂くと、点々の部分は石油製品の上昇である。それから、素材——斜線——は、化学製品、プラスチック製品、ダンボールなどが上昇している。この先であるが、国際商品市況の動きなどを踏まえると、少なくとも目先は上昇が続いて、12月の3か月前比は11月よりも幾分上昇幅が拡大しそうである。次に、図表46、CSP I、企業向けサービス価格であるが、除く海外要因の前年比はプラス基調が定着したかと思っていたが、10月の前年比はご覧のように0.0%へ急に落ちてしまった。原因は二つあって、広告の前年比が10月は-2.1%ということで大きめのマイナスになっている。それから、情報サービスが+0.2%とそれまでに比べて伸び率が低下している。まず前者の広告については、前年、ちょうど携帯電話のナンバーポータビリティの広告が随分出ていて、その裏も効いているようである。それから、後者の情報サービスは平均価格を採っているのだから、その振れである可能性が高いと思っている。こうした要因から考えると、0.0%となってしまったのはあくまでも一時的であって、CSP Iがプラス基調であること自体は変わっていないという評価で基本的には良いと思っているが、例えば人件費と関連が深い諸サービスをご覧頂くと、年度の初めの第2四半期で上がったのだが、その後上がらない。むしろ足許は若干縮小傾向にあるといったことも踏まえると、CSP Iはプラス基調とは言っても決して強いプラス基調ではないとみておく必要があるかと思う。そうした中で、次に消費者物価であるが、図表47にある。全国、除く生鮮食品の前年比が10月は遂に+0.1%になっている。これは、(2)の財の価格のマイナス幅の縮小によるものであって、さらにその内訳はほとんど専ら石油製品——灰色部分——の上昇によるもの、それからこれは目を凝らさないと

分からないのだが、食料工業製品も僅かにプラス寄与に転化している。しかし、逆に言うと、それ以外ほとんど変わっていないので、図表 48 の米国式コア、除く食料、エネルギーでご覧頂くと 10 月も  $-0.3\%$  ということで、これまでと全く変わっていない。しかし、ここが今後あまり変わらなくても、石油製品は 11 月も 12 月もかなりのピッチで上がっていることがもう既に分かっているし、それから食品値上げもじわじわ広がりを見せている。従って、CPI 除く生鮮の今後の展望であるが、11 月は  $+0.3\%$  前後まで、それから 12 月は  $+0.5\%$  前後まで上がって、その先も原油が目立った反落がなければ、携帯料金引き下げの影響が一巡する 2 月、3 月辺りは  $+0.7\%$ 、 $+0.8\%$  という数字が視野に入ってくることになる。言うまでもなく、需給ギャップがプラス方向で推移するというシナリオに沿った物価の上昇ではなく、個人消費ひいては景気にネガティブに作用する可能性がある点には注意が必要である。需給ギャップであるが、今回載せているので、図表 42 でご確認頂きたいと思う。(2) の白丸を繋げたグラフが、我々が推計している GDP ギャップである。ご覧のように、本年に入ってからプラス方向への動きが足踏みしている。昨年後半に一気にプラス領域に出たので、均してみればなおプラス方向への推移が続いているとぎりぎり言えなくもないが、この先、10~12 月、1~3 月辺りに再びプラス方向への動きが明確になることも展望しにくいことも考えると、均してみても需給ギャップの動きはやや停滞感があるかという感じになると思う。なお、この GDP ギャップはこれまで対外的な資料としては展望レポートで年二回だけ出していたのだが、金融経済月報にも今月から掲載する。月報の図表編がお手許に届いていると思うが、必要に応じてご確認頂ければと思う。

以上本日申し上げてきたことを少し纏めてみると、この数か月間申し上げてきたように元々中小企業を中心に企業から家計への所得波及が緩やかなものにとどまっていたもとの、改正建築基準法の影響長期化や原材料価格の上昇の影響といったことを中心にして、内需面で多少マイナスの要素が目立ってきているのかと思う。企業の業況感にもやや慎重さがみられ

る。生産・所得・支出の循環メカニズムは幾分弱まってきていると考えられて、10～12月のGDPがどうなるかまだ分からないが、イメージとしては多少均してみても減速してきているという可能性が高いと思われる。しかし、一方でグローバル経済との接点である輸出、生産は今のところしっかりしているし、住宅投資の落ち込みについても程度こそ不確実性があるがいずれ反動増が期待できる性格のものである。それから、在庫や資本ストックの面での調整圧力も特にない。従って、景気の循環メカニズムそのものは足許多少弱まっていますが、今後、世界経済に大きな問題さえ起きなければこの先も途切れずに作動し続ける可能性が高いと考えられる。一言で言えば、景気は足許減速しているとみられるが、基調的にみれば緩やかな拡大を続けているということかと思う。それから、最後に消費者物価については、目先、我々が想定していた以上のスピードでプラス幅が拡大しそうであるが、それは残念ながら我々が想定していたメカニズムに基づくものではない。しかし、あくまでも2008年度も含めたより長い目でみれば、需給ギャップが需要超過方向で推移するもとで消費者物価のプラス基調が定着していくというシナリオの根本の部分について、現時点で見方を変えることも適當ではないと考えている。以上である。

福井議長

ご意見、ご質問等があれば、どうぞ。

中村委員

経済が、今のペース、+0.4%で来年3月まで成長が続くとすると、潜在成長率との関係で需給ギャップはどのように推移すると判断するのか。

門間調査統計局長

最後に少し早口で申し上げてしまったが、需給ギャップについては、計測自体は失業率とか稼働率を基にして計測しているから、GDPと一対一で完全に対応する訳ではない。ただし、過去の経験からみて大体+1.5～

+2.0%の間——厳密に言うと我々の今の推計で潜在成長率は+1.7%であるが——、その位でいけば需給ギャップは変わらないと概ね言える訳である。そうすると、+1.5%であると微妙で、需給ギャップは厳密に言えば少し悪化の方向であるが、誤差もあるから概ね足踏み圏内かというイメージになる。であるから、10~12月、1~3月というまさに物価が上がっていく時には、GDPギャップはあまりプラス方向にはいかないという中でそういうことが起こっていて、もう少し長い目で見た時に漸く少し需給ギャップがプラス方向に行くのではないか、というのが今の時点でのイメージである。

岩田副総裁

関係あるのだが、いわゆる下駄の部分は今年度はどれ位あるのか。

門間調査統計局長

成長率であるか。

岩田副総裁

成長率で。

門間調査統計局長

これはかなりある。

岩田副総裁

私の試算だと+1.2%位あるような感じなのだが。

野田委員

+1.3%位ある。

岩田副総裁

+1.3%か+1.4%ある。それで、仮に+1.5%しか成長しないとすると、ほとんど成長しない。

門間調査統計局長

まず上期は、風速ゼロに近い。上期の風速は若干マイナスに近い。であるから、それはそうなっても仕方がないという感じである。

岩田副総裁

それから、もう一つ分からないのは、失業率をどうみれば良いのかということである。一度3.6%までいってしめしめと思っていたら、また4%に戻ってしまった。それをどう理解したら良いのかと言うのは、どうも今も自分の頭で整理できていないのだが。例えば図表36の規模別のグラフがある。規模別でみて、(1)の方は労働力調査で、失業率は労働力調査で採る訳である。(2)の方は毎月勤労統計である。これをみるとよく分からないのは(1)の1~29人という太線があって、これが2006年半ばから少し悪くなって、強くなったのがまた悪くなってという数字がある。(2)の方をみると、こちらは非常に強いのだが、5人以上なので、1~5人未満の零細のところには秘密があるのかもしれない。それから、我々の短観のサーベイでは、労働力不足について中小企業も含めて割合慎重な訳である。従って、統計上みる限りは、やはり非常に零細の部分——短観とか毎月勤労統計でカバーされていない部分——で、雇用が弱くなっていて、それが失業率をもう一度4%まで戻してしまったとも思うのだが。そこは、どのような感じか。

門間調査統計局長

先程申し上げたのは、その可能性も多少頭において当面様子を見ていきたいと申し上げたつもりであった。全面的にそうとも言えないのはやはり労働力調査は非常に振れが大きくて、私共が少し時系列分析でやってみた

ら労働力調査は4か月位で周期を持って動くという波がある。4か月というのは結構微妙で、なぜかと言うと調査区が4か月毎にローテーションで変わるのである。サンプルは毎月半分入れ替えるのだが、毎月の振れだけで収まってくれば3か月移動平均で修正をかけられるのだが、4か月毎の周期が入ってくるとなかなかやっかいであって、我々がちょうどみているようなタームで判断を間違ふような差異が出てきかねないというデータなのである。だから、2か月悪かった、もう一回みてみよう、3か月やはり悪かった、駄目だと思ってしまうと、実はそれも振れだったということも有り得る訳である。従って、非常にこのデータはみにくいので、そういう側面も頭に置きながら、本当に振れかもしれないという可能性もあるので難しいという感じがしている。少なくとも数から言うと、一応、毎月勤労統計、短観対労働力調査である。労働力調査はとにかく振れが大きいので、取り敢えずベースとしては、労働力調査は大半が振れだろうとみてはいるが、おっしゃった可能性もある。短観もカバレッジが十分でないし、毎月勤労統計も多少景気の変動に対して鈍感という感じもあるから、おっしゃった可能性も頭に置きながらもう少しみていきたい。従って、ここはアネクドータルとか景気ウォッチャー調査のコメントとか色々なものをみながらひよっとしたら多少悪くなっているかもしれない、でも、労働力調査程ではないという位の気持ちでみていきたいということである。

野田委員

4か月毎に何が変わるのか。

門間調査統計局長

例えば、雇用者数についてパワースペクトル分解をやると、時系列でみてどういう周期を持っている波が時系列に含まれているか、という分析ができる。そうすると、色々な波が出てくるのだが、4か月前後のところに結構大きなパワーが出てくる。ということは、要するに4か月毎に何かデータの性格が変わるという傾向をこの時系列は持っていることを意味

している。従って、4か月悪くてもその次は良いかもしれないという多少微妙なタイムスパンで性格が変わってくるという扱いにくいデータだということが、最近分かってきたものだから。

須田委員

今おっしゃったことは、先程の調査区が変わるのが4か月毎だということだな。

野田委員

調査区だな。

門間調査統計局長

然り。

岩田副総裁

それもある。もう一点、やはり私にとって少しパズルなのは設備投資である。供給面でみると堅調という。しかし、法人季報をみると表裏なのだが、弱いという姿がある。図表31で建設財の出荷在庫バランスなのだが、これが大体2007年位から在庫の伸びの方が大きいようだが。

門間調査統計局長

然り。

岩田副総裁

そういう形になっていて、それが少し分からないのだが、何か特殊な……。

門間調査統計局長

これは、主に建設機械の在庫が一旦溜まった。2006年後半にアメリカの住宅が急速に落ちて、それが主因となって、建設機械の在庫が一旦溜

まった。それが段々捌けてきたという過程が 2007 年中であったので、それが主な動きを形成している。

岩田副総裁

そうすると、外需の動きと。

門間調査統計局長

然り。設備投資とは関係ない。

岩田副総裁

でも、どうも需要と少しミスマッチと言ったら変なのだが、ややずれがあるな。

門間調査統計局長

然り。ただ法人季報にある動きも全く実体がないとも言えない訳である。短観などでみてもプラスはプラスであるが、やはり設備投資は中小企業中心に減速してきているという事実はありそうなので、方向としては法人季報で出てきているサインも間違っていない気がする。だが、法人季報は程度が急減速という感じがするものだから、そこまで弱いかというのはある。

西村委員

宜しいか。三点。まず一つは確認である。私はど忘れしてしまったのだが、労働力調査で雇用者には自営業が入っていたかどうか。

門間調査統計局長

雇用者には入っていない。それとは別途、自営業、家族従業者とある。



西村委員

とすると、この雇用者数は基本的には常用ではないにせよ、それにほぼ近い者という。

門間調査統計局長

エンプロイドである。就業者数に今おっしゃった自営業者とか家族従業員が入っている。

西村委員

もう一点はGDPギャップの推計についてである。今度のように改正建築基準法みたいなショックがあった時に、どう説明するのか、それをどう推計の中に入れていくのか。つまり、通常経済分析でやる場合には単なるショックなので構わないのだが、我々が説明する時は分かっている訳であるから説明しなくてはならない。その時にコミュニケーション・ポリシーとしてやっていくと結構難しいと思うのだが、それをどういうふうにするかについて、何かお考えがあれば。

門間調査統計局長

それは…。

西村委員

GDPギャップは通常の方法で計算すると然程下がってはいないのだが、しかし今度の場合は改正建築基準法という特殊なショックを考えればそれなりに下がるとも言える訳であるな。

門間調査統計局長

しかし、これはあくまでも先程申し上げたように稼働率とか失業率とか、あるいは労働力率とか、そういったまさにリソースのユーティライゼーションの方からアプローチしているから、GDPとは完全に一対一に対応

しない。逆にGDPの方は建築着工から単純に進捗展開しているから、実際に7~9月にあれだけ落ちているかも本当は定かでないという部分もある。そこは特にこういうふうに推移してみるべきであるというフォーミュラはないので、総合的にとしか言いようがない。

西村委員

つまりGDPギャップと名前が付いてしまっているので混乱する。これが、需給ギャップとかいう名前であれば、また話が違う。

門間調査統計局長

そういう意味では、名前がミスリーディングではないかというご質問であるか。

西村委員

一つはそうである。こういう形でやる場合に。

門間調査統計局長

そうであるな。確か展望レポートなどでは需給ギャップという言い方をしているし、月報でもそうであるから、必ずしもGDPギャップだけを見ている訳ではない。短観のDIとか色々なものを含めて、資源の稼働状態をみていくというつもりで判断している訳なのだが。

西村委員

いわばああいったショックが起こったようなケースは、一時的であるが要するにシフトする訳である。それなりのことは説明しなければならないのだが、これは非常に難しい。だが、やはり先程の中村委員のご質問とも少し絡んで、そういう印象を持ったので、それは今後の課題にしなければならないのかとは思っている。

#### 門間調査統計局長

ただ、足許確かにGDPは減速しているが、7～9月までのところについて言うと、これは2006年度下期が結構高かったという反動もある。7～9月を前年比で見ると+1.9%である。従って、そういう意味では、7～9月まではそんなに減速しているとは敢えて言わなくても良いということもぎりぎり言い得るということである。それと、住宅着工戸数も確かに落ちており、計算上住宅投資は結構マイナスになるのだが、先程の生産のところでもご紹介したようにウエイトがあまり高くないので、アクティビティという観点からすると、そんなに7～9月の生産に大きく影響を与えるという感じもしない。従って、そういうことを全部合わせて住宅投資を考えると、需給ギャップが本当はもっと落ちているべきであると先験的にあまり言えないのかという感じもしている。

#### 西村委員

というか、私は、足許ではなく、これから…。

#### 門間調査統計局長

これから先であるな。

#### 西村委員

この計算でいくと、これから先の時に恐らくGDPギャップの下がり方は然程にはいかないはずである。しかし、GDPの方はそれなりに下がってしまうし、しかも改正建築基準法は進捗展開するから、それをやる時にかなりの部分は、逆に言えばここで言っている話と若干違ってきてしまう。だから、そこは少し説明の仕方を工夫しなければならないという気がする。次にもう一点は、労働投入で見ると5人のところと30人のところで、今までは5人のところの伸びが高かったのが、一番足許で30人の方で伸びが高くなっている。これは労働力調査にはないが、だからやはり小さいところで生産部分は落ちているという印象はある。

須田委員

労働関係で、もう一点。労働力人口の問題なのだが、ひょっとしたら構造的に高齢者も働くようになっているという話があった。このところ、少し下がっている。統計に振れがあるからと言われたら仕方がないが。

門間調査統計局長

言おうと思っていた。

須田委員

これはまだどうこう判断する訳にはいかないということか。

門間調査統計局長

そうなのだが、結局、GDPの増加テンポが鈍化してくる。それがどこに現われてくるかと言うと、失業率もそうであるが、特に日本の労働マーケットの場合にはやはり労働力率のところに結構現われてくる可能性が高いと思う。従って、足許は確かに振れかもしれないが、少し長い目でみてこういう傾向が続くようであるならば、そこはやはり高齢者を含めた労働力率で多少変化が起きていて、そこで稼働率が十分高まっていけないということが起きていると理解すべきだと思う。資本の稼働率の方は設備投資如何という面があるが、労働の方はある種もっと根源的な要素なので、どの位まで新しくリソースを使い得るのかのところもカルティベートしながら企業は今労働の供給の掘り起こしをやっている訳である。それがあがる程度まで上手くいってきたのだが、ここからどうかということが恐らく問われる訳である。そういう局面でもあるので、今おっしゃったような点は非常に重要なポイントである。特に企業から家計への所得の波及という時に、需給ギャップがゼロないし若干プラスということからすると、ここからは労働力をなかなか新しく供給できないかもしれないというリスクがある訳であるから、おっしゃったようなことは今後重要なポイントか

と思っている。

岩田副総裁

もう一点、企業物価指数が年度変更になった。ベースイヤーが変わった訳だが、GDPの実質と名目の関係は何か影響を受けるか。全く受けないか。

門間調査統計局長

元々、デフレーターは連鎖で作っているのだから、あまり影響を受けないと思うのだが。

岩田副総裁

もう一つは個人消費デフレーターなのだが、二次速報をみると-0.7%と、前より拡大している。これは何か理由があるのか。益々拡大……。

門間調査統計局長

元々家計調査の中でのウエイトからみると、実態に比べて若年層とか独身層が取り込まれていないという問題があって、従って家電製品とかのウエイトがCPIは小さいのではないかということが元々ある。それから、底流にはパソコンとかのウエイトが大きいだけ、CPIに比べてGDPデフレーターは消費デフレーターが下がりやすいということがある。それ以外は今直ぐに理由が思い付かない。

亀崎委員

消費者物価なのだが、先程のお話で漸く+0.1%になって、先行きは+0.5%とか+0.8%という数字も視野に入ってきたということであった。きっかけは、ガソリンなどの石油製品、それから食料品の価格の上昇である。ただ、昨年8月から生鮮食料品を除く523品目をずっとみていると、昨年8月から今年の10月まで価格が上昇する品目の数が下落する品目を

ずっと一貫して上回っていて、特に今年の4月からはその品目数が50近くになって、それで直近の10月が76品目も上がっている。色々な品目——しかもその中には24年振り、17年振りというような長年抑えられてきたものもある——がたまたまなくなって上がってきているという中で、きっかけは石油製品であり食料品かもしれないが、タクシー代も上がるしサララップも上がるし紙も上がるしとなってくると、消費者物価の上昇に勢いがついてしまう可能性もある。これが、元々弱い個人消費にアフェクトするようになってくると、内需は一層力強さを欠いていくため、非常に注意してみていかないといけない。この局面では、最初のコスト・プッシュ要因が日本経済の成長力を削ぐところまで行ってしまうので、その辺の見極めがこれから大事になってくる。

門間調査統計局長

全くおっしゃるとおりである。消費者マインドが11月にかなり悪化しているのは、恐らくその理由が一番大きいと思う。ただ、先程申し上げたとおり、11月のハードデータをみる限りここまで出ているものはそれ程悪くない。従って、マインド面だけでとどまるのか、今後実際にハードデータでそういう事態が起きてくるのか。まさにそこはおっしゃるとおり、注意深くみていく局面だと思っている。

福井議長

宜しいか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

もう一つある。金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

## 雨宮企画局長

金融環境について、事前にお配りしてある資料-5（参考計表）に基づいてご説明申し上げます。まず、図表1で民間部門の総資金調達の動きであるが、(1)、10月、11月をご覧頂いて、11月は前月に比べて0.2%ポイント、マイナス幅が縮小している。内訳をご覧頂くと、一つは、銀行・信金・外銀計の銀行部門の寄与度が+0.6%から+0.7%に上がっているが、これは専ら交付税特会向け貸出の振れであって、銀行貸出の寄与は横這いのご理解頂きたい。交付税特会については後で触れる。銀行貸出の寄与が横這いの中で、数字を少し伸ばしている主因が直接市場調達であって、10月、11月、+0.3%、+0.5%と0.2%ポイント寄与を高めている。CPは寄与度だと+0.1%変わらずであるが、CP、社債とも伸びを強めているので、今月の特徴はCP、社債の直接市場調達がさらに伸びを高めていることが特徴である。図表2が今申し上げた民間銀行貸出のうちの主要業態の動きであるが、ご覧頂くとおり10月+1.3%の後、11月+1.3%と横這いである。業態別の内訳はほぼ横這いである一方、都銀が10月0.0%の後、11月-0.1%と若干弱くなっているが、恐らく後程申し上げるような社債、CPによる調達増加へのシフトが影響していると考えられる。それから12月は昨年携帯電話会社買収資金の相当大きなローンがあった。これで相当貸出が上振れているので、その裏が出る形で多分0.3%か0.4%位下押し要因になるとみている。それからこの貸出の背後にある内訳であるが、図表3、(2)企業向け貸出の内訳は9月までの数字が出た。これをご覧頂くと、一つ傾向が明らかになっているのは<企業規模別>である。具体的には、大企業——細実線——が段々強くなってきて足許9月ではプラスに転嫁したのに対して、中堅・中小企業——太実線——はむしろ段々勢いを弱めてマイナスになってきているということである。元々振れが大きい統計であるので細かい数字については留保が必要であるが、傾向として大企業は設備投資あるいは運転資金ともそこそこ強い中で、中小はあまり強くないという傾向が明らかになったということである。この他、業種別、資金使途別についてはこれまでと傾向変わっておらず、<業種別>でみると

非製造業がマイナスになっていて、マイナスの半分以上の寄与は貸金業向けの貸出の低下である。〈資金使途別〉でみると、設備資金が相変わらずマイナスの中で運転資金のプラスが段々縮まってきたという状況はこれまでの傾向どおりである。図表4が貸出金利関係の指標である。10月の新規約定平均金利が出ていて、10月、除く交付税特会向けでご覧頂くと2.025%ということで、引き続き僅かずつ上昇している。そろそろ短プラ引き上げ後半年経って、短プラ引き上げの転嫁という意味ではできるところとできないところも含めてほぼ一段落かとみていたのだが、ちょうど同時にTIBORが上がり出して、スプレッド貸出の金利が上がり出している状況かと思われるので、結局月報でも貸出金利の基調判断は——実は夏場を過ぎた頃にはそろそろ横這いになるかと思っていたのだが——引き続き上昇しているということ維持させて頂いている。ただし、このようにTIBOR上昇に基づきスプレッド貸しの金利が上がろうとしているが故に、大企業は資金調達を貸出からCPにシフトしているという格好でCPが増加していると理解している。

次に、資金需要のマクロ的な動きであるが、図表7、法人季報が出たので、四半期に一度ご説明している企業部門の資金過不足、新しい計算値が出ています。(1)をみて頂くと、一番直近の7~9月については、資金不足の幅が少し縮まる方向で動いている。これまで貸出が横這いになる中で資金不足が拡大するという格好で少し不整合であった訳だが——一応法人季報も振れる統計であるので留保は必要ではあるが——、少なくとも今年の後半は資金不足幅がどんどん拡大するというよりは、均してみれば拡大は一服であったということがみてとれるところである。それから図表6で企業金融の関連指標であるが、〈資金繰りDI〉、〈金融機関の貸出態度〉で中小企業はやはり若干悪くなっているところがあって、〈資金繰りDI〉で言うと、10~12月で短観の中小企業は-3%と出ているし、商工中金の11月の資金繰り判断DIも-4%ということで、非常に小さな変化ではあるが、若干マイナス幅を拡大している。業種別に大きく言うと——短観、商工中金共通なのだが——二つのブロックがあるようであって、一



つは木材とか建設等のいわば建築基準法関係、それともう一つは化学等の原材料コスト・アップ関係である。非常に小さな変化であるが、そういう動きがあるようである。〈金融機関の貸出態度〉は若干変わっているが、基本的には緩い超で動いているという意味では大きく変わっていない。

それから資本市場調達関係の指標である。図表 10 である。冒頭申し上げた社債・CPの動きであるが、〈国内公募社債の発行額〉の数字で 11 月をご覧頂くと引き続き 9,560 億円と活発な基調であった。9 月から増え出した時にこれは先食いなのでそんなに長くは続かないだろうと申し上げたのだが、結果的に続いている。まだ 12 月の数字は正式には集まっていないが、多分全部締めると年間の社債発行額は 9 兆円を超える額になるうかと思われる。9 兆円という額は、1998 年——この時は年間の発行額は 12 兆円であったのだが、金融システム不安の中で銀行借入から社債発行にシフトした時期である——以来の発行規模になりそうである。社債に加えて今月は先程申し上げた事情で CP も伸びを高めていて、11 月の CP・社債合計は +2.8% から +4.4% に伸びを高めた訳で、CP が +7.8% と伸びを高めているということである。社債・CP はこのように活況を呈している訳であるが、テイクノートしておくことが二つある。一つは社債の特に格付けが下の方のスプレッドであって、図表 13 の (2) が発行スプレッドである。先程、金融市場局長から流通スプレッドの話があったが、発行スプレッドもやはりこの数か月下位格付け先——ここは A 格まで書いているが——、例えば B B B 格も 90bp 位になっていて、スプレッドは拡大する動きがみられている。ただし、これはやや特殊な要因もあるようである。業種別にみると二つ、一つはノンバンク、もう一つは REIT が発行する社債のスプレッドが拡大している。世界的にスプレッドが拡大している訳であるが、それとは少し違う事情で、一つはノンバンクは当然過払い問題があるし、REIT の方は元々 REIT 市場にやや過熱感があったこと。サブプライムローン問題が起きてから、REIT に対するファンドの資金流入が細ってきていることもあるので、無関係ということではないと思うが、基本的にはサブプライムローン問題とは違う日本独自の要因でスプ

レッドが少し拡大しているということだと思われる。いずれにしても、こうした拡大が数か月続いているので、月報にも一言これについては触れさせて頂いているということである。それから、社債の発行市場は全般的には好環境、順調ではあるのだが、これだけ続いていると実は11月末位から幾分少し延期あるいは圧縮という声も出だしている。地合いが大きく変わるとは思えないのだが、少し12月に掛けて社債市場の状況はよくみていきたいと思っている。以上が調達動きである。

マネーに移って、図表15、〈マネタリーベース〉であるが、11月は引き続き伸びを高めていて+1.0%ということである。銀行券は引き続き+1.7%と高めの伸びが続いている中で、当座預金のマイナス幅は縮小でプラスになっているという形である。ただ、12月はゆうちょ銀行が

伸びが縮まる可能性がある。〈マネーサプライ〉、M2+CDの動きであるが、11月+2.0%と+0.1%であるが10月に比べて伸びを高めている。中身は準通貨が+4.5%と伸びを高めている。これは基本的に預金キャンペーンが続いていることに加えて、10月、11月に掛けて投信の販売が若干鈍っていることで、その資金が定期預金に滞留したことが指摘されている。それから、次は図表19、倒産の動向である。11月、1,213件、前年比+11.2%と引き続き少しずつ増加しているという基調は変わらないし、1件当たり負債額も4億円と小粒なものという状況は変わっていない。今月少し目立つ特徴は〈業種別内訳〉の建設業であって、11月359件、前年比+29.6%と10月から前年比がジャンプしたように見える数字である。10月からジャンプしたとなるとどうしても改正建築基準法との関係が連想される訳であるが、さすがにこれは直ちに倒産に結び付くと言うには早過ぎるかもしれない。一応リサーチ会社の調査だと改正建築基準法を主因としているのは359件のうち9件であるそうで、全くない訳ではないということである。建設業については、図表19でやや大きくご覧頂くと、昨年が月平均で321件の後、今年の半ば位から330~340件になって、今350~360件ということであるので、むしろ

る趨勢的に倒産は増えているという状況ではないかと思われる。

それからインフレ予想、図表 21、である。(1)、家計のインフレ予想は新しいデータが出ていないが、私共の生活意識アンケート調査の後出た消費動向調査等をも、家計の物価上昇予想は引き続き高まっていることに変わりはない。むしろこれに若干遅れて (2) の〈ESPフォーキャスト調査〉のエコノミストのCPI見通しが少し変わってきており、久しぶりに形が大分変わっているところがみて取れるかと思う。具体的には、足許が持ち上がって、その後が若干横這いで少し弱くなるという感じであって、年度を纏めると今年度が+0.1%、2008年度が+0.4%というエコノミストの予想になっているので、足許の物価上昇を少し反映しながら見方の修正が行われ始めているということだと思ふ。これに対して、少し説明に苦慮するのが (3) の物価連動債であって、むしろこの1か月、12月入り後は物価連動債で計算したブレイク・イーブン、予想インフレ率は太実線にあるとおりにむしろ下がっていて、11月頃は+0.4%であったものが今直近で+0.29%ということで、物価連動債の発行が始まって以来初めて+0.3%を割っている。これはなかなか説明が難しい。実際にマーケットに聞いてもこれだと言う要因はないが、元々小さな規模で市場参加者も外国人が多い中で恐らく大きな投資家の何かポジション調整があったのではないか。そのきっかけは場合によってはこのバツ印にあるとおりに発行が直近あったので、それが影響しているかもしれない。ということで、解釈は留保させて頂きたいと考える。それから、図表 22 がマクロ的な金融環境である。GDPと法人季報を基に作り直しているが、全体として実質短期金利と成長率を比べた緩和の程度それから収益性と比べた緩和の程度は大きく変わっていない。金利水準と実体経済 (1) の実質短期金利と比べた緩和の程度が若干深まっているのは、CPIがプラスになったために実質金利は若干低くなったことの影響である。全体としては非常に緩和的な状況が続いている状況に変わりはない。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

水野委員

社債の発行計画を少し先送りする動きもあるかもという話だと思うのだが、金利がもう少し下がるのを待っているのか、あるいは設備投資計画そのものを先送りするのか。

雨宮企画局長

社債の発行計画を先送りするというよりは、さすがに10月、11月と発行が非常に多かったので、少し窮屈で業者に荷もたれ感が出ているということだろうと思う。

水野委員

業者から少しこちらにずらした方が多分消化が良いですよと言われていたという感じか。

雨宮企画局長

11～12月に若干先送りあるいは規模を縮小したという動きがあったので、直接金融市場の基本的な地合いに変化があったとか、あるいは企業の方で計画を変えているということではなかろうと思う。

須田委員

日銀券の発行が段々増えているようにもみえるのだが。

雨宮企画局長

極めて短期的、技術的な説明で言うと、10月、11月については、ゆうちよが民営化に備えて手許現金を厚めに持ったことが影響していると思う。その取り崩しが始まって、非常に細かい話をすると、12月は17日ま

での平残が+1.5%であるので、そのままいけば一応、4～6月、7～9月の+1.4%、+1.5%の世界だろうと思うので、10、11月は少し特殊要因があるということだと思う。他方、基調としてこれだけ1%台の銀行券の伸びが続いていることについて、なかなか説明に苦慮している状況は変わらない。

福井議長

宜しいか。本日の議題は終了した。明日であるが午前9時に再開するので、宜しくお願いする。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かれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いしたい。以上で本日は閉会する。

(16時12分中断、20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。今日の議事進行であるが、概ね通常どおり、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決という手順である。その後、金融経済月報の基本的見解の決定があるのも、通常どおりである。通常と違うのは議事要旨の承認が10月31日開催分と11月12、13日開催分の2件あるということである。それから、明年、2008年1月から12月までの間の金融政策決定会合の開催予定日等の承認もある。政府の方から昨日に続いて、財務省鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。内閣府は浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。昨日も申し上げたが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提に各委員及び政府からご出席を頂いた方々には宜しく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、あるいは閉会から報道の解禁までの間においては、この会議室内に留まって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、

宜しくご協力をお願いしたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議から会議を始めたいと思う。まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報（基本的見解）の案について、執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それでは、お配りしているA3の紙に沿ってご説明したいと思う。まず私の方から実体経済と物価であるが、当月は冒頭の基調判断を少し変更している。前月までは「わが国の景気は、緩やかに拡大している」ということだったが、当月は「わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している」と変更させて頂ければと考えている。この背景であるが、昨日門間調査統計局長からも説明があったが、一つは住宅を中心に建築着工戸数がかなり落ち込んでいるということで、これが経済活動の減速をもたらしている模様である。もう一つは原油高などを背景に中小企業を中心に収益あるいは業況感に弱さがみられるということで、その面から所得波及のメカニズムを若干弱めている感じがある。この辺りを踏まえて「減速しているとみられるが」としている。「減速しているとみられるが」は、恐らくこの10～12月にかなり経済活動の減速感が強まっていると考えられるが、まだデータとしては然程蓄積されていないということもあるので、「みられるが」という表現を付けている。ただ、「基調としては緩やかに拡大」ということで、そこはこれまでの判断を維持している。これは一つは輸出、生産という景気のエンジン部分が引き続きしっかりしているということ、もう一つは今の減速をもたらしている最大の要因である建築部門の落ち込みが取り敢えず一時的と考えられるということで、この判断は変更の必要がないのではないかと考えている。因みに、若干弱めの表現を付けたのは、2004年末

から 2005 年半ばに掛けての I T 調整局面の時に少し弱めの表現を挿入しているが、その時以来ということになる。その下のコンポーネントについて若干ご説明するが、前月は需要コンポーネントを記述した後、最後に生産で受けるという書き方をしたが、当月は輸出、生産から始めている。すなわち、比較的しっかりしているところから始めている。アンダーラインのところだけご説明すると、「生産は増加を続けている」とある。前月は「増加基調を続けている」であったが、生産については 7~9 月に続いて 10 月もプラスになるので、輸出と纏めるという意味もあって、「増加を続けている」としている。設備、個人消費は基本的に変わっていないが、企業収益について中小企業の辺りが若干弱いこともあるので、「総じて高水準」と「総じて」という表現を加えている。次に住宅である。前月までは「足もと減少」としているが、大きな減少が長引いている感じがあるので、「大幅に減少している」と若干表現を悪い方向に強めている。短観が出たので業況感について表現を加えているが、「こうしたもとで、原材料高の影響もあって、企業の業況感にはやや慎重さがみられている」としている。これは前回 10 月に短観が出た時以来の記述になるが、10 月は「部門によって慎重さはみられるが、総じて良好な水準」としていたので、その表現に比べればやや弱い表現としている。先行きについては、「景気は緩やかな拡大基調」ということで、前月からの変化としては「基調」という表現を加えている。これは当面、減速感が残ると思われるので、その辺りを踏まえて基調という表現を加えさせて頂いている。中身については基本的には変えていない。ただ、当月景気判断を若干変更した背景となった住宅については、前月まで敢えて書いていなかったが、そこは書いた方が良さだろうということである。すなわち、前月までは国内民間需要で纏めて書いていたが、当月は設備、個人消費そして住宅と分けて書いている。設備、個人消費については増加基調ということで、住宅は「当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される」ということで、「目先」と「先行き」に分ける形で書いているということである。最後に物価である。物価は、先行きの消費者物価について若干変更している。消費者物価は「目

先、ゼロ%近傍で推移する」と、前月まで数か月に亘ってこの表現を使っていたが、10月に若干プラスに転じた後、11月、12月とプラス幅が拡大していく可能性が高まっているので、「当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから」と変えており、プラスという表現にしている。ここは「当面は、石油製品…の価格上昇などから」とあるが、当面はコスト高で上がっていく。ただ「より長い目でみると」のところであるが、ここはこれまでどおり需給ギャップが需要超過方向でプラス基調ということであり、プラス基調という判断の中で当面の理由と長い目でみた理由を少し書き分けているというのが当月の変更点である。なお、最後に一点だけ補足させて頂くと、昨日調査統計局長からも説明があったように、当月から月報にGDPギャップを掲載するというので、図表の35でGDPギャップを掲載している。我々はこのGDPギャップの推計に当たっては、元々GDPそのものから直接推計するというよりも労働指標等から推計しており——昨日西村委員からご指摘があったが——、GDPギャップという言葉を使ったのでは誤解を与える可能性があることは前々から認識していたが、昨日ご指摘もあったので、当月から「需給ギャップ」という表現に変更したいと思っている。ただし、注記でこれまでのGDPギャップと同じであるということが分かるようにしたいと考えている。私からは以上である。

#### 関根企画局企画役

続いて、金融面であるが、昨日企画局長から説明があったように、下位格付け先で発行スプレッドが拡大していることを踏まえて、「CP・社債の発行環境をみると、下位格付け先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある」という形で、発行スプレッドの拡大について言及させて頂きたいと思う。続いて市況表現であるが、現在まだ国債の市況が出ていないが、今の相場水準であるならば、為替が円安、株価は前回会合時から横這いということである。あと昨日の終値をベースにすると、「円の対ドル相場は前月と比べ下落しているが、長期金



利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」ということでご提案させて頂きたいと思っている。以上である。

福井議長

内容と文章についてはまた後程立ち返って参りたいと思うが、取り敢えず今の執行部の説明についてなにか質問等があればどうぞ。取り敢えずは宜しいか。

#### 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に移りたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一方5分ずつご発言をお願いしたいと思う。委員間の平等を図る見地から、くれぐれも時間厳守でお願いしたいと思う。今日は、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、須田委員の順でお願いしたいと思う。最初に野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降明らかになったデータ、情報からは10月の展望レポートで想定した我が国経済の姿の前提に対し、クリティカルな変化が生じる蓋然性は依然として高くなく、生産・所得・支出の循環メカニズムを構成する歯車の動きの鈍さは観察されるものの、全体として前向きな回転を続けていくと判断している。すなわち、我が国経済は引き続き基調的には緩やかな拡大を続けており、先行きについても緩やかな拡大を続ける可能性が高いとの見方は基本的には変わらない。ただ、2007年度上期の実質GDPは2次速報の段階では結果として外需の伸びが内需の不振で相殺され、伸びはほぼゼロ——正確には+0.1%だと思うが——となり、足許も改正建築基準法の影響や石油をはじめ一次産品相場の高騰などの下振れ要因

が予想以上に大きく、ここまでの景気拡大の足取りを一時的に重くしていることは否定できない。

まず、海外経済であるが、後で述べるように米国が調整局面にあること、また欧州に減速の兆しがみられることを含めても、世界経済全体としては拡大が続いている。国際金融市場は、前回会合以降、米政府のサブプライムローンの借り手救済策や欧米 5 中銀による短期金融市場安定化措置などの発表があったが、市場の関心の中心は、金融機関や機関投資家の損失規模、つまりバランスシートの毀損状況とその修復、すなわち資本対策に移っている。主要金融機関の一部は資本政策を公表したが、なお全体感が把握できる状況には程遠く、市場全般としては年末を控え緊張感が高まっている。

米国経済であるが、既に 6 四半期に亘って成長のブレーキとなっている住宅市場は、前回会合以降明らかになったデータから回復の兆しはほとんど窺えないどころか、その調整は一層深まり先行きの不透明感も増しているようにみられる。また、第 3 四半期まで比較的底堅く推移してきた個人消費については、先行きの増加ペースに目立った減速が予想される。すなわち総労働時間に時間当たり賃金指数を掛け総賃金の動きを確認すると、緩やかな減速が続いていることに加えて、ガソリン価格の高止まりが実質所得をさらに押し下げている。また、住宅価格下落の逆資産効果が徐々に現われてきていると考えられる。消費者コンフィデンス指数の足許大幅な低下もこれらと整合的である。11 月の小売売上高は前月比 +1.2% 増と市場予想を上回り、クリスマス商戦はまずまずのスタートとなったが、これにはディスカウント・セールの効果やカレンダー要因などが反映されているのではないかとみられ、後半戦に注目しているところである。設備投資であるが、機械関連の投資動向を示す非国防資本財——除く航空機——の受注は 10 月は前月比 -2.0% と減少し、受注残の前月比も 8 月が +0.7%、9 月が +0.5%、10 月は +0.1% と伸び率が低下していることに加えて、好調を続けてきた非居住用建設支出の増加ペースも第 2 四半期をピークに急減速しており、10 月単月では前月比でマイナスとなった。サブプライ

ムローン問題の第二波が商工業向け融資のタイト化をさらに押し進めている可能性もあり、一進一退ながらもピークアウト感のみえる鉱工業生産指数を踏まえると、設備投資の先行きは厳しくみておく必要があると思う。一方、物価であるが、暫く前月比+0.2%と等速で推移してきたCPIコアは11月は前月比で+0.3%、前年比で+2.3%と再び上昇の兆しをみせている。しかし、これについては今後の景気減速による需給の緩みや住宅市場の極端な不振による関連物価上昇率の低下が、エネルギー等一次産品上昇の影響をかなりの部分相殺するのではないかとみている。以上のように、米国経済の国内需要にはダウンサイド・リスクが一部顕在化してきたと判断される。エマージング諸国向けの輸出が米国経済を下支えしている間に、金融政策運営の効果も反映され内需が徐々に上向き、経済は潜在成長率に向かってリバウンドしていくというメインシナリオは引き続き維持するものの、住宅市場と金融機関のバランスシート問題の両方が調整をさらに深めており、先がみえにくい中で不確実性は高まっている。その停滞の影響がエマージング経済に及び、それが反射して米国の外需を下振れさせるリスク、いわゆるデカップリングシナリオの一部不成立のリスクも一頃よりは高まってきていると言わざるを得ない。

次に欧州であるが、7~9月期のユーロ圏実質GDP成長率は潜在成長率を上回る年率+2.9%と持ち直したが、これまでの拡大の牽引車の一つであった固定資産投資、中でも住宅を含む建設投資について、先行指標である着工許可統計は既にピークアウトしたとみられ、先行き減速が続く見込みであり、もう一つの牽引車である輸出も高水準ではあるが、世界経済全体の緩やかな減速によりさすがに先行き軟化の兆しが出ている。その他の内需も金融機関の与信姿勢のタイト化やマインドの悪化により、幾分か減速することが見込まれ、経済全体でも目先暫く比較的はっきりした減速が見込まれると思っている。中国は、銀行に対する窓口規制の強化など政策当局の引き締め姿勢がここに来て強まっているが、ハードデータは引き続き過熱を示しており、警戒を要する状況に変わりはない。

次に、我が国経済について述べる。まず企業部門であるが、循環の起点

となる輸出は米国及び東アジア向けは直近の10月は7~9月期の増加の反動もあって減少ないし横這いとなったが、EU、その他地域向けが好調で、全体として増加基調は変わっていない。設備投資は法人企業統計、GDPベースとも、4~6月減少の後、7~9月は増加した。先行指標の一つである機械受注——船舶、電力を除く民需——は10月は前月比+12.7%と7~9月期に続いてプラスとなり高水準を維持しており、機械投資は堅調に推移する可能性が高いと思う。設備投資計画を12月短観でも、中小企業は過去と比較すると若干弱めではあるが、上方修正のパターンが崩れておらず、大企業も非製造業の増加が目立ち、全体として増加基調は維持している。一方、民間非居住用建築着工床面積は改正建築基準法の影響から前年比ベースで4か月連続のマイナスとなり、減少幅も大幅なものとなった。本格的な回復は年度明けとなるとの情報もあり、建築着工面からの設備投資全体への影響は思いのほか大きいものとなることが避けられない状況となっている。

一方、生産は7~9月期の明確な回復の後、10月も前月比+1.7%と好調で、マイクロヒアリングの結果では10~12月期も1%強の増加ペースは維持する見込みであり、出荷、在庫状況ともバランスが取れており、当面問題はなさそうである。家計部門は雇用・所得環境にさしたる変化はなく、個人消費は乗用車新車登録台数は夏場からの持ち直しが続いているが、個人消費全体としてみれば、4~6月期、7~9月期のGDPベースの実績にもみられたように内需を牽引するにはやや力不足という状況が続いている。前回は述べたが、個人消費にとって冬季賞与の伸び率の低下が懸念材料であり、ここにきてガソリンや食料品などの生活関連品の値上がりないしはメーカーの発表が消費者コンフィデンスに目立った悪化をもたらしていることも気がかりである。また、改正建築基準法の影響が住宅投資の先行きに大きな影を落としていることを付け加えない訳にはいかない。なお、日本経団連は本日、来年の春闘の経営側の指針となる経営労働政策委員会報告全文を公表する。報道によれば、その中で安定成長を確保するには、企業と家計を両輪とした内需主導の経済構造の実現が必要との認識を

はっきり示したうえで、生産性の向上によって生み出された利益の一部について、従業員の勤労意欲の向上や人材確保なども考慮して、総額人件費改訂の原資とすると明記し、賃上げ容認姿勢を明確にするとされている。企業利益の増加ペースの鈍化が見込まれる中であり、またこの件は大企業回りに限った話ではあるが、来春の賃上げ動向には注目しているところである。

最後に物価であるが、10月のコアCPIの前年比は+0.1%と10か月振りにプラス転換し、9月との比較では0.2%ポイントの上昇となった。上昇幅の大宗はエネルギーと食料品価格の上昇、いわばコスト・プッシュ要因で説明できるものであり、今後も当分の間はこの要因が剥落する可能性は低く、コアCPIの前年比のプラス幅の維持、拡大が続くものとみている。これらの動きは、ガソリン、灯油、食料品などの身近な生活用品の価格上昇が消費者のインフレ期待を急速に押し上げているということと相俟って、厳しい競争環境の中にあってもリテーラーの価格抑制スタンスが少しずつ緩んできている結果とみることもできる。その意味で、刈込平均指数でみた前年比では7か月連続でプラスを維持し、10月は+0.2%を超える上昇となったことに注目している。私からは以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

足許までのハードデータに基づけば、我が国の景気は住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大していると判断できる。一方、前回決定会合以降に公表されたソフトデータを含めた指標を踏まえると、我が国経済は輸出を起点とした生産・所得・支出の好循環のメカニズムのうち所得・支出の面で注意を要する論点が明らかになってきたと思う。本日はまずその点について、原油価格が高止まりする可能性がある中で、第一に企業収益、設備投資、二番目として住宅投資、

三番目に個人消費の面からお話をさせて頂き、最後に米国金融経済の動向について述べたいと思う。

日銀短観——12月調査であるが——をみると、2007年度の経常利益は大企業・製造業こそ増益計画となっているが、大企業・非製造業が前年並み、中小企業は製造業、非製造業ともに減益計画となっている。この背景を短観のデータからみると、原材料費の上昇が最も影響しているとみられる。価格判断DIをみると、仕入価格の上昇が続いているが販売価格への転嫁は進んでいないようである。また、事業計画の調査項目の一つである材料費という項目をみると、10月調査に比べ製造業で1.6%、非製造業で1.4%上方修正されている。次に、2007年度の設備投資計画——含む土地投資額——をみると、大企業・全産業が前年比+10.5%となり、中小企業・全産業も同-4.6%、修正率は+6.7%で市場予想比強めとなった。もっとも、2006年の同時期の同調査では大企業が+12.4%、中小企業が+5.1%であったことを考えると、設備投資の増勢は鈍化している。さらに、大企業の年度計画を上期、下期で分けてみると、上期は前年同期比+5.5%、下期は+13.7%となっている。上期が前回調査時点から6.5%下方修正された一方、下期は9%上方修正されている。短観の大企業の設備投資計画は後ずれする傾向があるとはいえ、今後サブプライムローン問題の影響から輸出が減速する可能性もあり、下期分の一部は来年度に先送りされる可能性がある。

この間、建築着工床面積——民間非居住用——をみると、7~9月期が前年同期比-39.4%、10月が-38.6%となっており、改正建築基準法施行の影響が窺われ、この点でも設備投資の実施が後ずれしている可能性がある。住宅投資の減少は、広がり、深さ、長さのいずれの面からも当初予想したより大きくなっているようである。まず、改正建築基準法施行に伴う影響であるが、実務的な運用指針は周知されたものの、構造計算適合性判定に関わる人的ボトルネックは続いており、当面、住宅着工回復に向けた制約要因となりそうである。また、マンション価格が上昇する中で、マンション販売はこのところ減少が目立っており、期末在庫も増加傾向を

辿っている。こうした点を踏まえると、住宅着工件数は来年度中にここ数年の実勢である年率120万戸程度に復するのも難しいかもしれない。

中小、零細企業を取り巻く経営環境をみると、貸金業規制法——現在は貸金業法に改名されているが——による消費者金融の縮小、10月からの信用保証協会の責任共有制度発足による中小、零細企業の資金繰り悪化の懸念、三番目として改正建築基準法施行による建築着工の減少など今年度に施行された各種制度改正に加え、原材料価格上昇によってさらに厳しくなると予想される。

個人消費であるが、10月の小売業販売額は前年同月比+0.6%と3か月連続でプラスとなったが、季節調整済み前月比は-0.6%とマイナスに転じている。耐久財をみると、乗用車新車登録台数——含む軽自動車——が新車投入効果もあってようやく底を打ちつつあるほか、家電販売額も堅調に推移している。もっとも、半耐久財は百貨店、スーパーとも低調に推移している。また、サービス関連も10月の旅行取扱高、外食産業売上高ともに季調済み前月比がマイナスに転じている。この間、消費者コンフィデンスをみると、このところ弱めの動きが目立っている。この背景には世界的な景気減速懸念や金融市場の混乱もあるが、足許のコスト・プッシュ型のインフレに対する懸念も影響しているとみられる。原油価格については、過去の経験則ではドルの実効為替相場と原材料価格は逆相関関係にあること、OPECは原油増産に慎重なこと、世界経済の米国依存度が低下するなか、原油価格は新興成長国の景気動向に左右されやすくなってきたこと、年金勢など機関投資家によるコモディティ・インデックス・ファンドへの投資残高は現在の15兆円規模から来年は18兆円規模に膨らむと見込まれること、地政学的リスクが後退する可能性は低いことなどから、専門家の間では——BRICs経済が耐えられればという条件付きであるが——2008年はWTIでみて75~120ドル程度で推移するという予想が聞かれる。10月の全国消費者物価——生鮮食品を除く総合——は前年比+0.1%と、9か月振りにプラスに転じた。東京都区部データを基に試算すると、11月の全国CPIコアは前年比+0.3%か+0.4%と予想される。

ガソリンや灯油など石油関連製品は12月も上昇し、食品メーカーによる値上げの動きも続いている。石油関連製品と食料品価格の上昇を受けて、年度末のコアCPIは前年比+0.7%程度まで上昇する可能性が出てきた。コスト・プッシュ型のインフレだけに、個人消費にどのように影響を与えるかしっかりと考える必要がある。

次に米国経済についてコメントする。最近の経済指標は米国経済が減速してきたことを示唆している。11月の雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比+9.4万人と市場予想を若干上回ったが、過去2か月分はネットで4.8万人下方修正されていることを考慮すると、それ程強い内容ではなかった。11月の小売売上高は前月比+1.2%、除く自動車は+1.8%と非常に強い内容であった。GDPの個人消費の基礎統計とされない自動車、建設資材、ガソリンの3項目を除いたコア小売売上高——国際局もみているもの——も+1.1%と、10月の+0.2%から大幅に加速した。もっとも、11月の計数は、今年のクリスマス商戦が前半は小売業者の値引き販売の効果で好調にスタートしたことによるところが大きいようである。中盤以降はガソリン価格高騰や住宅価格下落の影響による消費者マインド悪化を受けて中だるみとなり、後半は対前年比で弱めになるとみられる。

最近、民間エコノミストの間では米国が景気後退に陥る確率は五分五分であるという見方が広がってきているが、それをサポートするハードデータはまだ不足している。金融緩和とドル安の効果、好調な世界経済の影響といった景気下支え要因が過小評価されているように思う。雇用、所得は増えており、クリスマス商戦も全体としてみれば底堅く推移しており、自動車販売も下げ止まっている。また、11月のPPI、CPIの総合指数が市場予想を上回ったことから、スタグフレーション懸念も浮上している。ただ、米国は景気減速局面にあるだけに、食料品・エネルギー価格の上昇が賃金に波及する懸念は時期尚早のように思う。サブプライムローン問題の解決には時間を要するとの見方は、もはやコンセンサスである。ただ、サブプライムローン・ショックの第一波は金融機関の流動性リスクと判断しているが、第二波であるいわゆるキャピタル・クラッシュ・リスクについ



ても漸く一巡しつつあるように思う。すなわち、M-LEC構想や米国政府のサブプライムローン問題対策の効果は不透明であるが、一、一部の欧米大手銀行の資本不足への懸念が後退したこと、二、モノライン大手の格付け維持のために資本増強に動く動きがみられること、三、米連邦住宅局——FHA——の住宅ローン保証機能の拡充のための改革法案が米上院で可決したこと、四、五つの主要国中央銀行がターム物金利安定を目的に流動性供給策を公表し、ECBの過去最大級の資金供給でユーロ圏の短期金利が急低下したこと、五、これまで公表された米系投資銀行の2007年決算をみると、サブプライムローン関連の損失処理に関してスピード感を持って進めてきていることが確認できること、など悪い話ばかりではなく、前向きな動きもあった。なお、前回の決定会合でも述べたが、米国景気減速やサブプライムローン問題が我が国経済に直接的に悪影響を与えるのは来年以降になってくると予想している。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

まず、国際金融市場と世界経済の状況から話をしたいと思う。米欧の金融市場動向をみると、サブプライムローン問題に端を発した金融市場の調整は前回会合時と比べて深まっていると思う。金融機関の損失拡大に対する懸念や年末越えリスクが強く意識される中で、クレジット・スプレッドは拡大しており、またインターバンクのターム物金利は上昇している。先週11日のFRBによる利下げに続き、12日には五か国中央銀行の流動性供給策が公表された。その後ターム物金利は幾分低下したが、なお金融市場の緊張は続いている。今後公表される金融機関決算の影響などを含めて、金融市場が安定に向かっているかどうか注意してみていく必要があると思う。実体経済面では、米国経済については景気の減速感が幾分強まりつつある。住宅投資は大幅な減少を続けており、住宅価格の下落傾向も強

まっている。一方、個人消費や設備投資は緩やかな増加基調を維持している。こうしたもとの、雇用者数の増勢は均してみれば鈍化傾向ということだと思ふ。物価面では、労働需給のタイト感、原油価格の上昇などからみて基調的なインフレ圧力が後退したとは言いがたいと思われる。実際、米国の11月のCPIの前年比はコアで+2.3%、ヘッドラインで+4.3%と市場予想を上回る上昇となった。米国については、景気のダウンサイド・リスクだけでなく、物価面でのアップサイド・リスクについても注視していく必要があると思ふ。

欧州経済は、内外需のバランスのとれた成長が続いている。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広がりをもちながら拡大していると考えられる。もっとも、米国における先行きのダウンサイド・リスクが引き続き相当高く、こうした影響が他地域に及んでいく可能性については十分留意すべき状況にあると考える。また、中国では金融引締め強化が行われており、その影響についても今後注視していく必要がある。

次に国内経済であるが、企業部門の状況を短観で確認すると、企業の業況感にはやや慎重さがみられた。こうした慎重化の背景には、原材料高、建設関連需要の減少、米国経済の不透明感の高まりなどがあると考えられる。一方、輸出は海外経済の拡大を背景に引き続き増加し、これを受けて生産も増加を続けている。設備投資も増加基調にある。法人季報では設備投資の増加が確認されたほか、先行指標である機械受注は7~9月に続いて10月も増加している。ただし、原材料価格の上昇の影響もあって、中小企業の収益環境は厳しくなっている。また、改正建築基準法の影響から建設投資も減少している。設備投資全体としての増加基調は当面変わらないと思ふが、これらの動向はよく注意してみておきたいと思ふ。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響による落ち込みが一頃に比べて深くかつ長いものとなっている。これによる成長率押し下げ効果は、10月の展望レポートでみていたよりもかなり大きくなりそうである。家計部門についてみると、個人消費は引き続き指標により強弱区々であるが、総じてみれば

ば底堅く推移しているという評価で良いと思う。ただし、石油製品や食料品の値上げの影響などからマインド関連指標には弱さがみられており、先行きは要注意である。

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思う。生鮮食品を除いた消費者物価は、当面は石油製品や食料品価格上昇などから、またより長い目でみるとマクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

我が国の金融環境についてみると、CP・社債市場では下位格付け先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としては緩和的な状況にあると考えられる。また、短観などをみると、銀行の貸出スタンスも引き続き緩和的な状況が続いていることが確認された。

以上を纏めると、前回会合以降、住宅着工が予想していた以上に深い調整となっていることや企業の業況感にやや慎重さがみられていることなどを踏まえ、我が国経済の現状評価についてはこれまでの判断を若干下方修正することが適当であると考えている。ただし、建設投資の落ち込みについては、一時的なものであり時間の経過とともに回復していくものと考えられる。また、海外経済についても、現時点では全体として拡大が続くという標準シナリオを変更する必要があるとは思われない。従って、短期的には我が国経済は減速していくとみられるが、やや長い目でみた場合には経済は再びこれまでの拡大パス、言い換えれば潜在成長率を幾分上回る程度の成長路線に復帰していく可能性が大きいと考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは、まず日本経済の現状についてお話したいと思う。成長率で言うと、第3四半期の数字が下方修正され、前期比+0.6%から+0.4%に

なった。これは潜在成長率を下回る。特に第1四半期から第3四半期を眺めてみると、内需の伸びでみるとゼロあるいは若干マイナスという状況がここ3四半期続いていることに留意すべきだと思う。現在は第4四半期でもう12月であるので、第4四半期がどうなるかが改めて問われていると思う。第4四半期の民間予測だと前期比年率+1.7%なので、潜在成長率に近いような予測が行われているが、私の予測では恐らく前期比年率でみて+1%未満になる可能性が高いのではないかと考えている。その一つの理由が、住宅投資——既に第3四半期、かなりマイナス幅が大きいのだが——が第4四半期もこれと同じか、あるいはもしかするともう少し大幅なマイナスの可能性もある。それから、着工とGDPのベースの測り方の違いで、そういうことがあってもおかしくない。そして、アネクドタルなエビデンスであるが、設備投資も部分的に悪影響が出ていることも設備投資についてマイナスの材料である。それから輸出の数量は10月までの数字をみると好調であるが、様々な輸出の先行指標をみると、やや伸びも鈍化すると思われる。翻って国内の個人消費をみると、ガソリン価格が急騰している。雇用者数の伸びが今のところ毎月勤労統計では強いのだが、労働力調査をみるとむしろやや弱い様相が若干出ている。冬のボーナスもあまり期待できないということである。さらに総合指数であるとか、あるいは総合指数に近い色々な計測の仕方があるが、内閣府の消費総合指数の10月の数字をみると前月比で-0.1%、第3四半期比でみると-0.2%という状況であって、第4四半期はあまり高い成長率を期待できないのではないかと考える。この結果、2007年度全体を通じてみるとどうかということなのだが、我々が予測していたのは+1.7%から+1.9%という数字であったと思うのだが、既に足許が弱い、それから2008年第1四半期の民間予測も以前の数字が幾らか変わって、どうも+1%台後半が+1%台前半にシフトしているのではないかと考える。キャリーオーバーというか、既に第4四半期が高かった分で稼いでいること、つまり下駄が+1.4%あることを考え併せると、2007年度平均してみると要するに成長率はゼロ、場合によるとマイナスということなので、言ってみると踊り場的な様相を呈

しているということだろうと思う。中身を考えると、個人消費が恐らく+1.5%程度は伸びる。寄与が+1%ポイント近いとしても、設備投資が勿論プラスだと私は思うが、住宅投資のマイナスに打ち消されて、結果としては純輸出があとどの位乗るかという姿なのではないかと思っている。私はどちらかというところDIとかCIをもう少しみた方が良いと思っているのだが、最近の傾向はDIではなくてCIをみた方が良い。これをみると、一致のCIでみる限り緩やかな拡大が続いていることは確認できることである。ところが先行のCIをみると、10月に実は少し戻っているのだが、傾向としてみると2006年5月にピークがあって、その後傾向としてはほとんど下がってきている。2006年5月以降の下げ幅は8%である。過去の景気後退局面と比べると、大体10%以上累積してピークから落ちると、どうもリセッションということなので、私は直ちにリセッションというリスクが今出ているとは思わないのだが、この先行のCIがさらに累積してマイナスが重なることがあった場合には、そうしたリスクが出てくることを示唆しているのではないかと思っている。

それから三番目に申し上げたいことは、やはり原油が高騰していることである。その原油高騰の影響をどう考えたら良いのかがやはり一つの論点ではないか、と私は思っている。この原油の高騰について、水野委員の先程のお話だと、かなり高めとなる可能性——120ドル位もあるような——も孕みながら。勿論原油価格のことは誰も分からないことなので、あまり議論しても仕方ないのかもしれないが、私の見方は仮に先進国の減速が思ったよりも大きい場合には、ファンダメンタル価格60ドル位とされているので、その位に落ちることもある。60~100ドル位の幅で今のところ変動しているということなのではないかと思っている。それから、金融要因あるいはジオポリティカルなリスクということである。加えて一つ注目されていないのだが、実は2007年一般教書でブッシュ大統領がアメリカは戦略備蓄を2027年までに15億バレルまで積み増しを倍増させるということを書いて、これまでの2000万バレルを4000万バレルに上げている。これもあまり目立たないのだが、実はかなり原油価格を押し上げる要因と

して働いていると思う。いずれにしても、原油価格がこれ程上がってしまうと、重要な影響として、日本にとって交易条件が悪化する。私は前から申し上げているのだが、交易条件の悪化は色々な測り方があるが、2004年以來、日本経済にとって交易条件は原油価格等の高騰でもって悪化していて、GDP比で累積すると今2.5%位ではないかと思っている。これは第1次、第2次石油危機よりも小さいのであるが、先行きもまだ高騰することになると、段々前の二つの危機に似てくるような大きさになってくると思う。そうしたことが起こった時に、何が経済で起こるのか。交易条件が悪化すると、実は均衡の失業率を高める効果がある。自然失業率が高まる。つまり、物価と失業率のトレードオフがより厳しくなるという意味合いを持っている。私が今持っている仮説は以下のとおりである。フィリップス・カーブは物価バージョンと賃金バージョンがある。縦軸に物価を採るのか、賃金を採るのか。横軸は失業率で同じで良いのだが。私の仮説では、2004年以來起こったことは何かというと、物価のフィリップス・カーブを上の方に押し上げるように働いている。私は今も働いていると思っているし、CPIがそういうことで上方にシフトしている。しかし、賃金の方は下方にシフトする。つまり、前から申し上げているのだが、実質賃金ギャップである。特に中小企業の実質賃金は生産性の伸びに比べて過大か、過小かということがある。リストラが十分に行われていないために生産性の伸びがほとんどゼロあるいは場合によってはマイナスという状況のもとで、さらに交易条件の悪化があると、これは生産性を引下げると同じ効果がある。その結果何が起こっているのかと言うと、実質賃金ギャップがむしろ拡大、従って賃金は下がる方向に動くという理解している。その結果が何か。持っているインプリケーションとしては、内需を押し下げる一方物価を押し上げるということが起こっているのではないかと思っている。

最後にアメリカについて触れたいと思う。アメリカの成長率は恐らく第4四半期で+1%以下とみている。これは昨日も事務方からご説明があったが、そのとおりだと思う。ただ、個人消費、設備投資は併せて+1~

+1.5%の伸びは確保していると思う。純輸出であるとか在庫であるとかが少しマイナス寄与ということでそうなるというのが実状であると思う。ただ、こういうメインシナリオに対して景気後退のリスクが以前より増しているとは私は思っている。その理由は、住宅価格がマイナスになっていくということが一つであり、それからもう一つは総合の消費者物価指数が+4.3%と相当伸びが高い一方、名目賃金は+3.8%しか伸びていないので、実質賃金も実質住宅価格も両方マイナスになる。これはアメリカ経済の長い歴史であまり起こったことではない。同時に起こった時のインプリケーションについて、景気後退の確率で言うと、幾らかむしろ高まる方向で動いているのではないかと思う。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

前回会合後に公表された指標をみる限り、国内経済についてはこれまでの想定を基本的には変更する必要はないように思う。しかし、原油価格などの原材料高などから企業や消費者のマインドが悪化しているほか、改正建築基準法施行の影響が拡大かつ長期化し、サブプライムローン問題を発した米国経済の下振れリスクの高まりなど、先行きの景気について注意すべき動きがあった。まず海外の動向についてみると、サブプライムローン問題については複数の金融機関の資本増強策やブッシュ政権による住宅ローンの金利凍結措置などが明らかにされたが、証券化商品市場ではスプレッドが夏場より拡大した商品が多くなるなど調整が広範化しており、金融機関の損失拡大懸念が再び広がっている。このため、株価や長期金利が不安定な動きとなった。短期金融市場では、年末越えに加えて年明け後の市場動向に対する緊張感が高まっており、ターム物の金利が上昇している。こうした短期金融市場の混乱はFRBを始めとする五か国の中央銀行の短期資金供給策などによりある程度は落ち着きを取り戻しつつ

あるが、損失総額の開示並びに毀損した資本の補完策の実施により金融機関に対する不信感が解消され、市場での取引が円滑に執行されるようになるまでには、まだ時間がかかるように思われる。米国経済の住宅関連以外のセクターについては、個人消費や雇用者数が増加傾向を維持しているなど、減速感を強めながらも底堅く推移しており、先行き金融市場の混乱や住宅市場の調整が解消されるにつれて、経済が潜在成長率に向かって回復していく可能性が高いように思われる。もっとも住宅金融市場においては、サブプライムローン問題の影響が一部プライムローンにも波及し始めていることなどから、先行き調整が長期化する懸念が高まっている。また、企業金融面においては、CPスプレッドや社債スプレッドが拡大しているほか、金融機関の与信姿勢がタイト化しており、格付けの低い企業を中心に資金調達コストが上昇しているようである。先行き金融市場の動揺が長期化した場合には金融機関の与信姿勢が一段とタイト化し、設備投資、雇用や個人消費などが下振れるリスクが高まるだけに、今後とも金融市場の動きとそれが米国経済に与える影響を注意深くみていくことが必要だと思う。その他の地域に目を転じると、欧州でも企業や消費者のマインドは悪化しているが、輸出、生産は増加基調にあり、先行きも底堅い成長が続くと考えられる。また、中国をはじめアジアでも、内外需ともに拡大を続けているようである。世界経済は全体では若干減速しつつも総じてみれば安定的な成長を続けていく可能性が高いと考えられるが、米国経済のダウンサイド・リスクが高まっているもとでは世界経済の先行きについても慎重にみていく必要がある。この間の物価面をみると、世界的にエネルギー価格や食料品価格の上昇から、総合ベースの消費者物価は前年比上昇率が拡大を続けている。米国においては、11月のコア消費者物価が前年比+2.3%と景気が減速感を強めている中でも基調的なインフレ圧力が後退していない。先行き原油価格や食料品価格等が高止まる場合、インフレのリスクが高まる可能性があることには注意が必要だと思う。

次に国内経済については、12月短観において業況判断は改正建築基準法施行や原材料価格の上昇などの影響を受けて前回に比べて慎重化した。



一方、売上、収益、設備投資などの事業計画は減速感が窺われるものの、底堅さを示す内容であり、我が国経済が引き続き緩やかに拡大していることを示唆する内容であったと思う。もっとも、中小企業は業況判断や収益、設備投資計画などにおいて大企業に比べ相対的に弱く、業況が悪化しつつあることが窺われる。その主たる要因としては、厳しい内外競争等を背景に原材料価格等のコスト上昇を販売価格に一部しか転嫁できない状況が継続していることが考えられる。

短観以外の統計をみると、輸出、生産とも増加基調を辿っているほか、設備投資も7～9月期のGDP統計などをみると引き続き増加基調となっているようである。個人消費関連では消費者態度指数等で消費者マインドの低下が目立っているほか天候要因等に左右されるなど力強さには欠けるものの、外食売上高が増加基調にあるほか11月の百貨店売上や乗用車販売は前年比プラスであり、サービスや耐久財を中心に底堅く推移していると言える。雇用、所得については、短観の雇用判断DIや有効求人倍率などからみて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。もっとも、労働力調査における中小企業の雇用者数が継続して減少しており、企業規模や地域によっては必ずしも労働需給が逼迫しているとは言えないようである。企業の人件費抑制姿勢が、原材料費等の上昇により交易条件が悪化している中小企業のみならず、業績好調な大企業においても根強いことは、先行きの雇用・所得環境を見通すうえで注意が必要だと思う。例えば、大企業でも厳しいグローバル競争のもと生産性向上やコスト削減に対する意識が強く、給与水準を大幅に引き上げたり、採用の基準を引き下げてまで人材を確保しようとする動きは限定的との声が経営者からは聞かれる。

住宅投資については、改正建築基準法施行に伴い新築住宅着工が引き続き大幅に減少している。国土交通省は確認申請手続きが円滑に進むように各種施策を打ち出しているが、建築向け鋼材メーカーが減産を表明したり、中小の建設業の倒産が増加するなど、当初見込まれていたよりも法改正による影響が広範かつ長期化しているようである。現時点では、来年3月ま

では着工ペースが回復するとも言われているが、先行きの不透明感は依然として強く、法改正の影響が今後どの程度拡がっていくかについて見極めていきたいと思う。また、住宅需要についても、家計の所得が目立って増えない中で分譲住宅の価格が上昇していることが影響し、住宅需要の基調的な動きに弱さがみられるとの慎重な声も聞かれる。このため、改正建築基準法施行の影響が剥落した後の住宅投資の持ち直しは、想定している程力強いものとはならない可能性も考えられる。物価面では、11月の企業物価指数が公表され、原油価格の高騰もあって上昇基調にあるほか、素原材料等の価格上昇が最終財までなかなか波及してこない状況に一部には変化の兆しが窺われる。コアCPIについては、10月に前年比+0.1%と僅かながらも上昇に転じた。こうした背景には、石油製品や食料品の価格上昇の影響が強く、先行きについても石油製品の価格が大幅に低下しない限りプラス幅が拡大していくと考えられる。

この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価や長期金利は前回会合時と概ね同水準となっているが、米国市場での動きにつれる局面が多く、米欧市場での不安定な動きが継続している間は我が国金融市場もボラティリティが高い状態が続くと考えられる。こうした中、企業金融は全体としてみれば社債等の発行市場を含め良好な状態にあるとみられる。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

まず焦点のサブプライムローン問題については、米国における住宅ローン金利の5年間凍結等の債務者救済措置の公表、米欧5か国の中央銀行の協調による短期流動性の供給、ABC P市場の流動性向上を目的としたS I Vから資産を購入するファンド組成の動き、さらには米英での中央銀行の利下げ等、市場安定化への努力が続けられている。しかし、金融機関に

よる追加損失公表が相次いでおり、未だリスク全体の実態を把握するまでには至っておらず、米欧の金融市場の混乱は続いている。こうした状況にあっては、実体経済の先行きに係る不確実性について今暫く見極めていく必要があると考えている。

まず米国であるが、FOMC声明文が経済成長についての判断を前回10月末の「底堅い」から「減速している」に変更したことにも示されるとおり、景気のダウンサイド・リスクは高まっている。すなわち、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、金融機関の融資基準引き上げ、原材料高もあって、企業の景況感は後退し設備投資にも減速感が出てきている。家計部門については、雇用、所得の底堅い基調は続いているものの、住宅価格、株価の下落や銀行による個人向け融資基準の厳格化、ガソリン高等もあって、消費者コンフィデンス指数がハリケーン・カトリーナ上陸後の水準にまで低下し、個人消費支出の伸びがやや鈍化してきている。個人消費は米国GDPの7割を占めるだけに、注意してみたいと思う。英国では、金融市場の状況悪化と家計、企業に対する融資基準の厳格化による先行きの内需のダウンサイド・リスクが懸念されており、BOEが2005年8月以来となる利下げに踏み切っている。欧州ではECBが2009年まで+2%台の経済成長率を維持するとの見方を示したことにも表われているとおり、景気は今のところ堅調である。ただし、金融市場の混乱を受けて企業及び消費者マインド面に影響がみられているため、原油価格並びに農産物価格の高騰の影響と合わせて、注意深くみていきたいと思う。中国では、社会科学院が2007年は+11.6%、2008年は+10.9%と6年連続の二桁の高い成長を見込むなど景気は拡大を続け、食料品価格の上昇などから消費者物価が11年振りの水準にまで伸びを高めている。こうした中、当局による一段の金融引締めや物価抑制策が打ち出されている。その他のエマージング諸国も引き続き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総じて堅調である。ただし、NIEsなど米国への輸出依存度が大きい地域もあるため、この辺は動向を注視していきたいと思う。

日本については、短観では企業の業況判断は引き続き高めの水準にあるものの、現状、先行きともにやや慎重化していることが示された。その背景として、2007年度の売上、収益計画をみると、売上は全規模、全産業で+3.4%伸びている一方、経常利益は+1.1%の伸びにとどまっており、原油高などを受けた仕入価格上昇を販売価格に転嫁できていない姿が窺える。特に、中小企業は-2.3%と6年振りの減益見通しで、収益圧迫が明確となってきている。景気拡大の動きが元々緩やかであるところに、円安修正、株安、さらにはサブプライムローン問題の心理面への影響もみられているため、先行きの動向は丁寧にみていく必要があるかと思う。セクター別にみると、まず輸出については、海外景気の拡大を背景に造船、重機等あるいは自動車、精密機械等関連業種の業況感が高水準を続けている。また、設備投資は短観、機械受注で示されたとおりの堅調である。国内の老朽化した設備の更新投資や新興国の旺盛なインフラ需要や製品への需要増に対応するための設備投資が引き続き高水準であることに加え、電力、運輸など非製造業にも拡がりが見られている。一方、住宅投資については、改正建築基準法の影響を受けた落ち込みが続き、不動産、木材・木製品、窯業土石、鉄鋼等の関連業種への影響も拡がってきている。また、個人消費についても、小売、対個人サービス、飲食店、宿泊等中小の関連業種の業況が悪化している。この背景には、引き続き賃金が伸び悩むもとで、年金不安、税金負担増加さらにはガソリンをはじめとする身の回り品の物価上昇の影響から消費者コンフィデンスが2003年以来の水準にまで低下している状況があるかと思う。一方では、経団連が春季労使交渉の経営側指針として家計の購買力への配慮を初めて盛り込み、来春の春闘に向けた賃上げ容認への姿勢を示している。また、非正規社員の正規社員化など労働分配率の改善を図る動きもみられている。ただし、足許では雇用者の7割を占める中小・零細企業の収益が圧迫されており、その賃金の改善にあまりに時間がかかってくると、生産・所得・支出の循環メカニズムに歪みが生じてくるリスクも考えられるので、注意深くみていきたいと思う。

物価面では、国際商品市況は原油、穀物などの高騰を受けてCRB指数

が上昇しており、これを受けて国内でも川上の企業物価が上昇している。こうした中、CPI（除く生鮮食品）は、グローバル競争の影響やデジタル家電の大幅マイナスといった抑制要因が引き続き働くもとにあっても、10月は前年比+0.1%と小幅のプラスになった。指数を構成する523品目毎の動きをみても、上昇品目から下落品目を引いた数が76となった。これは昨年8月以降上昇品目数が下落品目数を上回る状況が15か月連続で続いている中で、最大の品目数である。特に本年4月以降、数多くの身の回り品の値上がりが顕著になってきている。こうしたもとで、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。すなわち、人々が物価上昇をやむを得ないものと一旦受け入れ始めると、長年価格が抑えられていたために数多くの商品が価格上昇を始めたり、あるいは便乗値上げの可能性もないとは言えず、物価の先行きについては特に注意してみていきたいと考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回会合からの金融経済情勢の変化を勘案すると、基本的見解の執行部案に違和感はない。その理由を説明したいと思う。現状は、既に多くの委員方が指摘されたとおり、特に改正建築基準法施行に伴う混乱が高層建築物で収まらず、建設投資の速やかな回復が前回会合時の予想と比べ後ずれしている。さらに、年初より兆しのあった物件価格高騰のための最終需要減退がとうとう大都市圏でも極めて明確になってきている。他方、薄型テレビ等耐久消費財需要は堅調であり、今次拡大局面にみられる一方での需要減を他方での需要増が相殺し合うという基本的な姿は変わってはいない。しかし、建設投資落ち込みの幅が他を凌駕し、全体としてみると減速感がかかり出ているように思う。さらに普通車販売増にみられるように消費は底堅いとは言えるものの、新車投入等の販売努力に比べると力強いとは

言いがたいと思う。このようにみると、足許の底堅さは米国を除く世界の需要増に対応する輸出の堅調に負っていることは否めない。そして、このところの高原状態で推移する設備投資、特に大企業の設備投資は、日本の需要増ではなくてこの世界の需要増に対処するものという性格が強いことにも注意する必要があると思う。

従って、先行きは世界の需要の推移予想に依存すると考える。欧米は、第3四半期は実物面で堅調に推移したが、第4四半期については特に米国を中心にダウンサイド・リスクが高まったと考えられる。加えて、既に多くの委員方が指摘されているとおり、欧米金融市場不安は解消されたとは言いがたく、かつ流動性の問題に加えて、銀行のバランスシート問題も顕在化しつつある。モノライン保険会社の格下げ等の報道も、この問題の解決は容易でないことを示唆しているように思う。このため銀行融資態度の慎重化がみられ、実物面に影響を及ぼす可能性を否定できなくなっている。米国は、足許第4四半期はゼロ成長に近いという見方が次第に大勢を占めつつあると思う。その後の見方は二分されている。1998年のように、市場経済が調整力を示し、来年第1四半期には完全とは言えないながらも目立って回復し、焦点はインフレーション・プレッシャーに移るという見方がある一方、1991年のS&L危機時に一部地域の住宅価格下落から消費が減速しリセッションに至ったのに近い形で推移するという見方が対立していると思う。前者はどちらかと言うとエコノミストに多く後者はウォールストリートに多いと言うことであるが、焦点は消費の推移と考えられる。現在1991年と比べると、住宅資産価値は遥かに高く含み益が大きいということはプラスの要因であるが、しかし同時に新築・中古住宅市場のスランプが全米に広く広がるなどというように、1991年よりも遥かに厳しい状況も存在していることを考えれば、速やかな回復というよりももう一段の調整と回復のかなりの後ずれの可能性を考慮に入れるべきではないかと考える。ユーロ圏でも、スペインやアイルランド、バルト三国という周辺国で住宅価格の下落が始まり、イギリスでも住宅価格上昇のモメンタムが止まり下方に動いている。スペインでは既に建設投資が明確に

減退しつつある。欧州全体でみると、足許は底堅いものの先行きリスクはダウンサイドにあると考えることが自然だと思う。これに対して、中国を含め——既に多くの皆様が指摘されたように——新興国は底堅く推移している。中国は過熱気味で、中央は量的引締め策を打ち出したが、その実効性は今後数か月実施状況を見て判断する必要があると考える。もし量的引締め策が厳密に実施されれば、日本からの輸出に相当大きなダウンサイドのインパクトがある。しかし、実効性がなく逆に地方主導の需要増が顕在化してしまうというアップサイドに跳ね上がる可能性も十分にある。この点も注意しなければいけないと思う。

このように世界需要総体をみてみると、中国でアップサイド・リスクを考慮する必要があるものの、ダウンサイド・リスクの方が大きくなってきている。そこで、企業も設備投資に慎重になり、輸出見通しにもダウンサイド・リスクがあると考えるのが自然と思われる。このため、前回会合より先行き見通しを若干慎重にみる方向への執行部案は時宜を得ていると考える。

物価情勢であるが、10月全国CPI（除く生鮮）の変化率は私の予測は前年同月比0.05%の下落であったのだが、実績は0.08%の上昇であった。私の予測では、東京速報から分かる全国共通価格、石油情報センターから類推されるガソリンと灯油、それから前月比変化なしと仮定する帰属家賃を除き、前年の季節変化と同じという仮定に置いている。従って、予測と実績が同じならば、物価上昇のモメンタムはなし、プラスの場合はモメンタムが存在する。今回予測比実績はほぼ0.013%ポイント高く、小さくはあるが明確な物価上昇モメンタムが出たということを意味する。これは、企画局試算刈込平均が0.019%ポイント上昇幅を拡大し、0.24%上昇となったことと符合する。非常に細かくて申し訳ないのだが。上昇寄与度が高いのはゴルフプレー料金、持家帰属家賃から切り花、テレビゲーム、シャンプー、温風ヒーター等と、サービス関連から準耐久財等へと拡がりを見せている。そして、物価上昇の兆しにもかかわらず、消費は比較的底堅く推移しているように見える。このことから、先程亀崎委員からご指摘

があったが、消費者が緩やかな価格上昇を受入れ始めていると思う。つまり、価格上昇があると即座に需要が大きく減退するという従来型のパターンからの変化が起きつつあるともみることできる。緩やかながらも所得が増加してきたことがここに来て消費者態度の変化を招来している可能性について、今後慎重に見極めていく必要があると思う。今後の予想であるが、11月は+0.37%、四捨五入して+0.4%になる可能性が高く、その後12月は+0.6%になる可能性が高いと思う。もし、原油価格が12月時点で高止まるならば、それだけで年末に掛けて+0.8%程度まで上昇する。しかし、その後来年央から末に掛けて急速に上昇幅を縮小するというこぶの形になる。加えて、もし所得増加からの消費の底堅さが保たれ、先程申し上げた物価上昇のモメンタムが持続するならば、この原油価格のこぶの影響が剥落しても、一時上昇率がゼロ近辺に落ちることはあっても、やがては物価の緩やかな上昇が持続していくと考えられる。基本的見解案の物価見通しは、原油高のこぶと需要増のモメンタムという基本的な考え方で作られていると考えている。従って、今後の物価の動きは、原油価格の変動に伴うこぶとそれ以外の物価にみられる上昇モメンタムの複合となるので、慎重な説明が必要ではないかと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、須田委員から願います。

須田委員

昨日の執行部の説明にあったように、原油など商品市況の高止まりや改正建築基準法の影響が思いのほか大きくかつ長引く可能性があることに加え、短期金融市場を含め金融市場が一段と不透明感を増す中で各種マインド指標が悪化している状況を踏まえると、今回基本的見解の現状の総括判断に何らかのリザーベーションを加えることには異論ない。ただし、それによって前向きの循環メカニズムが途切れた訳ではない。2007年度の実質GDPが潜在成長率以下となる可能性も出てきたが、生産及び輸出とい



うこれまで日本経済を牽引してきたエンジンは引き続き堅調であり、2008年度に掛けて+2%程度の成長に復するという見方が崩れた訳ではない。足許のダウンサイド・リスクが幾分高まったということである。金融市場が不安定化している局面では悲観論者の声が相対的に強まる傾向があるため、前回会合以降公表された各種指標について普段にも増して冷静に検討する必要があると思っている。

まず、米国経済であるが、住宅市場の調整が想定以上に進行している中、金融機関の損失懸念の再燃、モノラインの信用低下、GSEの業績悪化などによる金融市場の不安定化や与信条件の厳格化などに加えマインドの悪化もあって、市場では下振れリスクが意識され、2008年に掛けての成長率見通しを下方修正する動きが続いている。もともと、現時点での経済成長の市場コンセンサスは10月展望レポートの際の私の想定よりも依然として高いレベルである。現在の住宅在庫水準の高さを考えると、住宅価格の調整が今後も続き、その波及効果が広がる可能性は十分あり得るので、市場が米国成長率を私の想定を越えて下振れさせることになるのかどうか注視していきたいと思う。この間、各国中銀による利下げ、TAF、米政府による借り手救済策、金融機関によるSIV連結化と資本増強など、様々な市場安定化に向けた動きが出てきた。こうした一連の動きは、金融市場の不透明感の払拭にながしかの効果を発揮すると期待できる。もとより市場のリスク・アペタイトは旺盛であり、一旦市場にアク抜け感が出てくれば、マインドの改善が思いのほか速く進むことが想定される。政治的には大統領選挙を控えていること、金融政策での柔軟な対応が期待できることやドル安も支援材料になる。従って、住宅価格の調整が長期化するもとも、経済が市場の想定程には減速しない可能性もあると思っている。そうなれば、今度はインフレリスクの顕現化の方が懸念材料となる。実際、11月の雇用統計や小売売上高などこれまでに公表された指標をみる限り、底堅い動きをしている。物価も予想以上に上昇した。マインドの悪化についても、ガソリン価格がピークを打った影響か、週次の消費者マインドが改善を示している。資金循環勘定をみると、家計の住宅投資はここ3四半

期は安定的に推移している。どちらかと言うと、この第3四半期は上昇を示している。クリスマス商戦もますますとの予測もみられる。このようにみても、足許では、物価指標のアップサイド・リスクの方が気になる。ミシガン大学消費信頼感指数のインフレ予想の上昇や失業率や時間当たり賃金、ユニット・レーバ・コストなどを考慮に入れると、なおさらである。短期金融市場がなかなか安定せず、サブプライムローン関連の評価損がGSEやモノラインといった米国金融システムの中核にも及んでおり、銀行のバランスシート問題への関心の強まりもあって、サブプライムローン問題を背景とする金融市場の脆弱性と経済成長の下振れリスクについては引き続き予断を許す訳にはいかないが、同時にインフレリスクへの警戒も怠ることはできない。

次に国内経済についてであるが、先程述べたように、改正建築基準法の影響は思っていたより大きく、その影響は建築関連業種全体に拡がりつつある。先般公表された12月短観では、木材、窯業、建設、不動産といった業種で業況判断DIが悪化し、改正建築基準法が影響したと言われている。また首都圏のマンション販売戸数は、価格上昇、利上げ期待の後ずれに加え在庫処理を優先しつつも売り急がない販売スタンスもあって、当面調整が続くそうである。もっとも、建築確認がかなり下りてきているようであり、住宅着工への影響は漸く底を打った感もある。また、実質輸出は自動車関連を中心に地域的な拡がりを伴いながら増加基調を辿っているし、鉱工業生産指数も輸送機械や電子部品・デバイス等が増加している。機械受注などから設備投資も増加基調を辿っているとの評価が可能である。中小企業については、改正建築基準法や原材料価格上昇による収益悪化や責任共有制度による融資厳格化の影響など気になる点はあるが、基本的には、海外経済が拡大するもとの、住宅投資の下振れや中小企業の弱さを堅調な企業部門がカバーし、経済全体としては前向きの循環が続いていくとみている。

最後に物価についてである。消費者態度指数や景気ウォッチャー調査などにみられるマインドの悪化には、ガソリン等の生活必需品を中心とする

値上げの動きが影響している可能性が高いと思われる。確かに、CPI前年比は10月プラスに転じ、年間購入頻度階級別指数をみても9回以上購入する品目の価格が10月は前年比+1.1%と大きく上昇幅を拡大させている。最近、こうした足許の物価上昇を悪いインフレと揶揄する向きも窺われているが、現在の物価上昇をコスト・プッシュだけで説明するのは適切ではない。長い目でみれば、マクロの需給環境は着実に改善してきた訳であり、需要サイドにも値上げを受け入れる地合いが生じているのも事実である。またパートタイムの時間給は上昇しているので、外食のように賃金の上昇が値上げに影響を与えているケースもある。なお、賃金については、毎月勤労統計では一般労働者の所定内給与が4か月連続で前年比プラスとなった。中国との賃金ギャップの縮小や技術伝承の必要性もあって、賃金に対する企業サイドの意識も変わりつつあり、今後もそのトレンドは期待できると思っている。内閣府の消費動向調査では8割の人が物価上昇を予想するなどインフレ予想も高まっているので、価格転嫁が容易になれば賃金抑制姿勢も弱まるであろう。短観では労働市場がタイトであることが示されているが、これも支援材料となると思っている。私は、原材料価格の高止まりが続けば、そう遠くない将来、インフレ率が思いのほか上振れるリスクを念頭に置いておく必要があると幾度となく述べてきたが、エコノミストの中には食料品を中心とする値上げ報道等を受けてCPIコアの前年比が来年度初には+1%弱にまで上昇すると予想する向きもあるようである。上振れの蓋然性が高まっているように思う。私からは以上である。

福井議長

これで各委員のご意見の表明を頂戴した。前回の政策決定会合以降、今回は若干インターバルが長かった訳であるが、内外の実体経済それからグローバルな金融資本市場の動きの中に、やはり様々な変化が出てきている。これらはいちいち一方向で理解しようとしても、単純には割り切れないものが非常に多い。やはり我々の持っている内外経済の標準的なシナリオと

の対比できちんと位置付けをしながら、全体のインプリケーションを正確に汲み取っていく必要があるというふうに思う。本日の各委員のご意見を纏めながら私自身の考えも織り混ぜて申し上げると、一つには国際金融資本市場はなお不安定な状態が続いている。その他、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もやや高まっている。これが一つだと思ふ。また、国内の経済も足許住宅投資の落ち込みなどから少なくとも一時的に減速している。とはいえ、三つ目に日本経済の成長メカニズムは維持されていて、先行きは息の長い拡大基調に戻る可能性が高いとみられる。そして最後に、こうした中で内外の金融経済動向を今後とも注意深く点検していく必要がある。皆様のご意見を敢えて纏めれば、こういう形になるのかなと思ふ。

この中で世界経済であるが、多くの皆様方のご意見は——私もそうであるが——海外経済全体として拡大を続けるという標準シナリオを現時点で変更する必要は必ずしもないが、米国住宅市場の調整や原油価格あるいは食料品価格の上昇などをどう評価するか、この二つの点が引き続き重要な検討ポイントだということである。米国は緩やかな景気調整局面が続いているということだが、その中で金融市場の情勢が悪化していることもあり、景気の減速感が幾分強まりつつあるというのが米国の実態ではないか。就中、住宅部門が厳しい調整を続けている。住宅投資が相当大幅に減少してきているのだが、なお住宅在庫が高止まっていて、住宅価格の下落傾向が次第に強まってきているというやや不気味な動きが含まれているということではないかと思ふ。住宅金融の面でも住宅ローンの延滞率——デリンクエンシー——が1986年以来の高い水準に達しているということである。ただ、米国経済の住宅以外の分野、個人消費や設備投資は、引き続きそれぞれ減速しつつも増加傾向にあるという点には変わりなくて、トゥ・スピード・エコノミーと言われている状況が基本的にはまだ変わった訳ではないということだと思ふ。しかし、雇用者数をみても、均してみれば増勢が緩やかに鈍化しているということであるので、全体の姿はスローダウンの傾向をやや強めているというふうに纏められると思ふ。ユーロエリア、

中国については皆様のご指摘のとおりであり、ユーロエリアでは内外需の増加持続を背景に景気拡大が続いている。ただし、金融面からのインパクト等を踏まえると、今後の動きは少し注意しなくてはならないと思う。それからアジアは総じて順調な拡大が続いているということであるが、中国については過熱のリスクや金融引締め強化の効果が今後どう出るか、少し読みにくくなっているということだと思う。今後、米国を含め世界経済全体として、原油価格の上昇、食料品価格の上昇、その他非鉄金属等の一次産品市況の高止まりということと、今申し上げたような世界経済の動きと組み合わせて、どう立体的に理解していくのかという大きな問題がむしろやや大きくなっていくのではないかと思う。少なくともエネルギーあるいは食料品価格の上昇は、世界的にインフレ圧力をやや高めてきているという感じがある。その証拠に総合ベースつまりヘッドラインの消費者物価指数をみると、ここにきて多くの地域で伸び率がさらに高まっている。米国では9月には+2.8%位だったのが11月には+4.3%まで上がっているし、ユーロエリアは9月+2.1%だったのが11月では+3.1%に上がっている。また、中国は9月が+6.2%だったのが11月には+6.9%と上がってきている。原油にしろ一次産品にしろ食料品にしろ、世界経済全体としての需要増加要因と供給要因の両面からくる価格の変化が起きているので、当然実体経済と組み合わせて考えた場合の影響もあまり直線的にみるのではなく、やや複雑な方程式を解く形で正確に読み取っていく必要があるということではないかと思う。

日本経済の方は、海外経済がダウンサイド・リスクは高まっているが、引き続き拡大しているということを中心に、少なくとも輸出はなお順調に増加を続けているということだと思う。それと見合った形で、生産もこのところ順調に増加しており、先行きについても、企業へのヒアリングによる限り、緩やかな景気拡大と整合的なペースでの生産の増加が予想されている状況である。在庫あるいは出荷バランスも引き続き良好な状況で推移している。勿論建設財等についてはこれからどうなるかという問題はあるが、全体としてみる限りバランスはとれているということだと思う。ただ、

国内民間需要の面で住宅投資の落ち込みが非常に大きくなっている。予想よりも大きくなっており、経済全体の足許減速という形に強く繋がっている。それと対比すると設備投資や個人消費は増加基調を続けているということであるが、設備投資は大きくは循環的に一つの調整過程に入りつつあるかもしれないということがあるし、個人消費については所得の家計部門への還元ペースが十分速い訳ではないことから、先行きについては必ずしも楽観できない。加えて身の回り品の価格上昇が消費者コンフィデンスを弱める方向に引っ張る力として、やや強く働き始めている。そうした全体の流れの中でコスト・アップそして国内経済の足許の減速は中小企業のレベルではプロフィット・スクイーズとなり、賃金抑制へのモメンタムを強めているということであるので、オーバーオールにみた生産・所得・支出の循環メカニズムにどの程度のダメージが及んでくるかということは、なお厳密にみていく必要があるという状況ではないかと思われる。

要するに、前回以降公表された指標を踏まえると、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で緩やかな拡大基調を続けていく蓋然性が高いというのが基調的な判断になるのではないかと思われる。しかしながら海外経済の先行きなどの不確実性に加えて、国内面でも改正建築基準法施行の影響から足許大きく減少している住宅建築着工の動向とその影響、原材料高が収益面を通じて中小企業の行動に与える影響、それから家計部門への所得波及の緩慢さと物価上昇が個人消費に与える影響と、これらの点について注意深くみていく必要があると総括できるような気がする。こういう纏め方で良いかどうか分からないが、なお皆様方から重ねて議論を頂戴したいと思う。

水野委員

今日は為替が戻っているので思った程話は出なかったが、基調としてのドル安はまだ続いているのだと思う。ドルが下落すると何が起こるかという、アメリカではバランスシート調整が続いているから、Fedもより積極的に緩和するとみられ、また金融緩和、ドル安、インフレ懸念という

話が出てくるのだと思う。ただ、クレジットバブルの崩壊を金融緩和だけで本当に上手く解決できるのかという問題があることと、意外とサブプライムローン問題の解決に時間が掛かるということが今やコンセンサスになりつつあるのかなという感じがする。もう一つは、ドルの下落は産油国の手取り収入の減少に繋がるので、なかなか原油を増産しようという動きが広がらないということである。そうすると先程言ったように、今までは世界経済が減速すると原油もある程度落ち着いてくるという組み立てだったのだが、投資家がファンドを通じてコモディティに投資する動きと、それから産油国が、ドル安もあって、増産に消極的だという動きからすると、原油価格が高止まってしまうことが起きてくると考えられる。つまり、ドル安進行が続くと、原油価格はなかなか下がらないということがあるので、気を付けていかななくてはいけないかなと思っている。

それと今日聞いていて思ったのは、国内外のリスク要因、上振れ、下振れ要因を皆様が同じようなバランスで話し始めてきておられるという感じで、私自身は海外よりも国内の方がより厳しいとっていて、故にそれを強調して話させて頂いた。上下両サイドでみると今は下振れリスクが広がっている。そんな印象を個人的には持った。

福井議長

他に如何か。

須田委員

一言だけ。今のドル安の話だか、確かにインフレ懸念という見方もあるが、やはりドル安が今アメリカにもたらしているのはインフレに与える影響より長い目でみて経常収支を改善させていることと、企業収益の改善である。そこはインフレよりは実体経済の方にプラスの効果があるとみられているのだと思っている。

野田委員

然り。先程も申し上げたが、やはり輸出がかりうじて支えている。そういうところはやはり無視できない。

水野委員

然り。そこは私も言ったとおりで、そのとおりである。どちらかということ言いたかったのは原油の話だった。

福井議長

先程岩田副総裁がご指摘になったオイルとか食料その他一次産品市況の高騰に関してだが、これは消費国側というか特に先進国側でみると、交易条件の厳しい方向への変化である。フィリップス・カーブは賃金ベースのものは下方シフトで、物価ベースは上方シフトとか。そうだと思うのだが、価格高騰が供給ショックだけではなくて需要増加に起因するものもあると考えた場合は、1970年代の時とは違った性格も含まれている。1970年代の時はアブソープションの少ないところに所得が移転してしまって、本当に交易条件の悪化、先進国への影響、これらが世界経済にスプレッドするという感じが非常に明確だったのだが、今はやはり所得は移転してもグローバルにはさらに循環するという面もある訳で、一義的には考えられないのではないかという気もするが。

岩田副総裁

今回の石油価格上昇が前2回と比べて違うのは、やはり需要、特にBRICsとか新興国の需要があって、それが押し上げているというところ。需要が強ければ輸出価格も良くなるはずであって、交易条件は輸出価格と輸入価格の伸びの差なので、交易条件の悪化幅はその分小さくなるはずである。今回もその意味では前2回よりも小さい。先程2.5%と言ったが、そういう需要が良くなっている部分があるために、少し小さい数字で済んでいる。そういうことなのだとは私は一応理解している。ただ、日本経済に



与える影響は、いずれにしても内需の方にはやはりマイナスで、しかし物価は押し上がるというメカニズムは変わらないと思う。ただ、そのことが直ちに後退のリスクになるというところまでには至っていないというのも、そのとおりだと思う。

野田委員

この間、内閣府のレポートでは交易条件の悪化は前回程ではないと。

岩田副総裁

私も読んでいないのだが。

野田委員

かなり小さいというのがあって……。

岩田副総裁

新聞で読んだ限りでは、今年に入ってから分だけを取り上げて比較しているというように読んだのだが、私の認識は2004年以降だと思う。2003年が……。

野田委員

累積だな。

岩田副総裁

2003年が20ドルだったので、20ドルが90ドルになっていると理解すべきだ。今回の上がり方は需要が増加してじわじわと上がっていることが関係していると思う。その結果、ある意味ではマイルドだと思う。とはいえ、20ドルがやはり90ドルというのは4倍位になっているから、相当なのである。勿論、この間、日本は原油輸入の依存度なども物凄く小さくなっているから、その分インパクトが小さくなっていることも事実である

が。

#### 西村委員

交易条件悪化の効果はそのとおりであるが——これは私は何度も申し上げているが——、もう一つの問題は先程も言ったオイルの輸出国における需要が増大し、それが我々の輸出に対しての需要を増大するという意味で、内需の他に外需という方に影響を及ぼしてくる訳である。それと同時にもう一つ考えなくてはいけないのは、相対価格の変化である。つまり、我々が輸出しているものと他の国が輸出しているものとの間の相対価格が変化する時、我々がエネルギー・エフィシエントなものを作っているために、我々の生産物に対する需要が相対的に増加する訳である。この時に需要の価格弾力性が高ければ高い程、我々の輸出に対する需要が増大する訳である。明らかに今かなりのところで需要の価格弾力性が高くなっているので、そういう意味ではかなりの部分が相殺されるという形になってマイナスインパクトがかなり小さくなっていると私は理解している。それから原油輸入原単位が圧倒的に小さくなっているという違いがある。供給ショックという場合、どこかで油田が爆発したとか、どこかで封鎖があったということであるとすると純粋な供給ショックなのだが、今回の場合は需要から出てきたいわば派生的な変化と考えた方が全体の流れをみる時には間違いないのではないかと思う。見方の大きさの違いであるが、その意味で私はどちらかというとなら岩田副総裁よりはもう少しポジティブにみたいと考えている。

#### 福井議長

私もそうは思うものの、エネルギー・エフィシエントなエクスポート・グッズを持っている大企業と、そうでないところの違いがもう一枚そこに入ってくるな。

西村委員

それは全くそのとおりである。

岩田副総裁

補足させて頂くと、前から私が不思議に思っているのは、賃金がどうしてまた伸び率マイナスになってしまったかということである。その話が私にとってもパズルだったので、これをずっと考えていた。やはり交易条件の変化が2004年以降起こっていることがじわじわボディーブローのように効いていて、その結果、中小、零細のところはもう耐えられなくなっているということが出ているのかもしれない。そういう理論仮説を前提としても、交易条件が変わった時に、実質賃金調整で物価と賃金とでは逆さまに働くことは起こり得るのだな。

野田委員

今のお話は私もそういう論文を一回ざっとみた時、岩田副総裁の先程のご説明はかなり腑に落ちるところがある。やはり交易条件の悪化が物価、賃金が上がらないところの説明変数として有意だという感じの論文などを少し目にしたこともあるので、私ももう一回よく勉強してみたいと思う。

福井議長

一言だけ宜しいか。交易条件効果がセクターごとにかかなり違った影響を及ぼすというのは、もう特徴的になってきていると思う。これは急に何か構造政策がとられたことによるショックというよりは、グローバル化が進展する中で起こってくる当然の現象である。経済全体としてはよりエフィシエントになるということと、しかしそのプロセスにおいて生産・所得・支出の循環メカニズムに負担を掛けながら動いていくという部分との両方があるので、そこは両面よくみながら、結果的にあまり安全運転過ぎないように、しかしスピード違反にならないようにという加減が必要なのではないか。それがまさに経済政策のマネジメントではないかという気がす

る。

#### 須田委員

先程の皆様の話とほとんど同じで、勿論元々需要ドリブンであるし、原単位が低くなっているということがある。それから所得が移転される資源国の輸入がより増えているので、結局、オイル輸入国と輸出国の限界輸入性向の大きさによって、外需がどうなるかが決まってくるところがある。それから、前のオイルショックとの違いと言った時に賃金がどうかということに関しては、第一次オイルショックの時は大幅に賃金が上昇したが故に企業収益が大きく落ちてしまって、その後成長が凄く落ちた。その調整のショックがあったので、賃金を上げて長い目で見て結局自分達が得るものがそれ程ないということを学んだために、第二次オイルショックの時には賃金を上げるという調整は企業、労働組合ともに採らなかった。その結果として、日本は第二次オイルショックを優等生として非常に早くクリアできたということがある。だから、今のオイル価格が賃金の下落に繋がるということとかではなくて、結局はインフレ期待がどうなるかということであって、そういった価格上昇が起きた時に期待インフレをどうコントロールできるかということが、まず先のことを考えていく時に重要である。日本の経験では少なくとも賃金が上がっていけば良いのだということではなくて、誰が負担するのかと言った時には企業が負担するか、個人が負担するかという問題である訳なので、そこのところはその時々で負担が色々変わってくるのだろうと思う。

#### 岩田副総裁

今須田委員から出たので、そこのもう一つ宜しいか。日本の賃金の硬直性について、調査統計局とか金融研究所が随分ミクロの研究をやってくれて知識が大変豊かになったと私は思っている。一連の研究を拝見すると、私の理解では、1998年以降、「名目賃金を切下げるべきではない」というある種のノームが、「カットしても良い」というふうが変わっ

て、それからそれ以降やはりマイナスになった訳である。2005年、2006年には一人当たりの賃金がプラスになったが、「カットすべきではない」というノームはもう崩れていて、「カットしても良い」というノームの中で石油価格の上昇が起こっている。それから価格の方で言うと、「価格は上げるべきではない、少なくともコンペティターが上げない限りは上げるべきではない」というプライス・セッティングのビヘイビアもある意味で賃金のノームとワンセットで組み込まれているのではないかと思う。それがもしかしたら少しずつ今変わりつつあるかもしれないが。そういう連関の中で今回のことは起こったのだと思っている。それと私は先々週、B I Sのシェルデ・アンダーセン氏を偲ぶ会でスピーチを頼まれてその話をしたのだが、ご関心があれば後でお話しする。

#### 福井議長

是非。それから、水野委員のお話の中でもう少し議論が必要かと思うのは、国内経済の方は厳しいのだというご指摘である。国内の住宅投資の急激な落ち込みが成長スピードに強い下方屈折を、少なくとも当面は与えるという意味ではご指摘のとおりだと私は思う。だが、その中身の一つはかなり基調的な部分で、例えば分譲住宅の価格が非常に高いところまできたから需要が自然に調整されているということであれば、これは非常に健全なコレクションである。高値を期待してどんどん買い続けるよりはサステイナブルなパスに繋がる方向かと理解できる。それから改正建築基準法の方はより高いスタンダードに多くの業者が技術的には当然キャッチアップできるのだということであれば、一過性の性格の方が強いのではないかと思う。それを織り込んでみると、当面、成長率への屈折圧力が強いという点については相当ディスカウントしても良いような面があるかもしれないと思うのだが、そこのところはどういうふうに。

#### 水野委員

両方あるのだと思う。需要要因があるところに、たまたま制度変更が重

なったという話で、長い目でみれば悪いことではないと思う。このため、少なくとも短期的にみると——岩田副総裁がおっしゃったように——今年度は、下駄の+1.4%程度で終わってしまいほとんど成長しない可能性が出てきているという。現象面だけを私は言ったに過ぎない。

福井議長

そうか。

水野委員

そういうことで理解頂ければ結構である。基調がどうのこうのという議論は、まだデータがないので。

福井議長

そうだな。

野田委員

水野委員のお話を聞いていると、建築基準法だけではなくてその他のいわゆる制度変更……。

水野委員

然り。様々の……。

野田委員

規制緩和とか。そういうものがたまたまこういう時期に重なった。その相乗効果が当初考えたよりも同時期に出たのでという受止め方で良いのか。

水野委員

それで結構である。それに加えて特にマンション価格が——西村委員に

よれば、新・新価格と言うのだったか——上がっているので、確かに都心部の物件が最近売れ残っている。その複雑な方程式の中だと思う。だから色々な制度変更が悪いということではないのだが、たまたま重なったことが思った以上に影響を与えているということで、目先の金融経済を考えるうえで、これは現実として受止めなくてはならないということである。

福井議長

それからもう一つ、金融資本市場の調整であるが、8月にショックが起こって9月から10月の初めに掛けて少しインフレーションがあったようにみえて、その後また戻したというか、現象的にはそういうことが起きている。しかし、そもそも前のリスク・リダクションとは性格が違うので、9月、10月の改善過程については、そのまま素直に長期的安定に繋がるものというふうには考えられていなかったところであり、やはりこの時の改善は抜きにして、正確に問題の深さを探る必要がある。しかし一方で、本当に悪い方にばかりいっているのかということであるが、金融機関のバランスシートに不良債権が戻りつつある、あるいは意識的に戻して、ライトダウン、ライトオフを急いでいる、そして金融政策も急いでいるというようなことは、やはり事実として問題解決のスピードが上がっているとも言える訳である。

水野委員

それは先程言った。

福井議長

底がみえないことは確かである。資産価格については、結局実体経済の底入れがほのかにみえてこない限り、不良債権のマグニチュードを事前に計測することは不可能だという感じから言えば、直ぐにクリアにみえること自体が無理ではないかと私は思うのだが。

水野委員

日本の経験が非常に役立っているということが一つ言える。もう一つ難しいのは、証券化商品のコレクションという初めてのアンテステッドなことが起きているだけに、これがどう広がりを見せていくかということの難しさはある。そこで、手探りで当局も我々もやっている。ただ、欧米の金融機関はさすがというか、処理が速いというのが印象である。

野田委員

もう一つ指摘しておかなくてはいけないのは、かつてのS&Lとか我が国の金融問題の時と違って、資本の供給者の裾野が広がったというか、新たな存在が幾つも出て…。

水野委員

新しいプレイヤーが。

野田委員

こういうところはやはり大きな変化だと思うし、これ自体は資金循環という意味で必ずしもマイナスではないと思っている。そこはやはり今後もよく注目していかないといけない。多分恐らくその辺もっと出てくると推測している。

福井議長

オイルマネーであれ、あるいはエマージングに溜まった金であれ、グローバルな経済が問題を解決するあるいは前進するために、それらを取り入れ活性化して使っていくという大きなダイナミクスが働いているというふうに思う。だが、それらの金の性格が他とは違うのであれば、そのところがどういう運動法則をとってくるかという問題は、改めて別の角度から議論する余地があるのではないか。



水野委員

それと同じように、資本増強に役立っているソブリン・ウェルス・ファンドも資源系と外準系と両方あるので、同じように扱って良いのかどうかという話がある。先進国の中央銀行としては、透明性の強化も同時にやっていかないといけないということだと思う。

福井議長

然り。

西村委員

良い方向ばかりの話ではなくて一つ言いたい点がある。結局、日本の場合は比較的分かりやすい危機であった。しかし今回は非常に分かり難い危機であって、しかも広がりがあるということ。要するに、情報のシステムミック・リスクみたいなものが起きてきてしまっているというのが、やはり心配ということだ。それからニューネームが入ってきた時に、ニューネームがどう行動するかに関しても必ずしも我々は良く分かっていないので、その意味で対処が極めて難しい。どちらかと言うと、今は中央銀行にかなり負荷が掛かっている状態になっているので、それをなんとかまた民間が自律的にやるシステムの方に持っていくようにするための方策をどうするか、という大きな問題が残っているのではないかと思う。

福井議長

だから一挙にマーク・トゥ・マーケットには戻れないが、暫くモデルの中にとどまろうと言っても、モデルの改善がまた非常に難しい、そういう迷路の中にあることは事実である。

須田委員

今の話で、特に最近、短期市場でカウンターパーティになかなか疑心暗鬼になっている時は、中央銀行の負荷と言われたが、それを負担していく

ことがそれぞれの中央銀行の一つの役割だと考える。それがモラルハザードだと言われてしまう可能性もあるが、時間を掛けて調整していく問題だと思っているので、その間はある程度疑心暗鬼になっているのだったら、中央銀行が出て行って今のような大量の調節を上手い具合にやっていくことが、この疑心暗鬼を減らしていく一つの大事な方法だと私は思っている。それが量的緩和の時に実際に実現してきたこと、やってきたことだと思っている。それから元に戻って申し訳ないが、住宅関係は凄く問題だということはあるのだが、マンションは調整局面であるという話は良く伺った。他方でオフィスは強いということもある。従って弱いところと強いところがあって、どちらかだけをみるのではなく、やはり両方をみていく必要があると思う。ただオフィスについても、今、所有者と店舗の間で賃料を上げることについて結構トラブルになっているようなので、こういったことから、外資が日本に対して魅力を感じなくなっている可能性がある。こういう色々な問題が起こって日本から資金が出て行くことの懸念を却って感じている次第である。

#### 水野委員

私もジャパン・パッシングが起きていると思う。オフィスは空室率は下がっているのだが賃料は全然上がっていない、という話を聞く。従って、そういう意味では本当の意味での新しいダイヤモンド・プレーヤーが日本に来ていないのではないか。

#### 野田委員

オフィスも極く中心部辺りの動きだけをみていると、間違いが起こるかもしれない。全体的なビル需要についてもやはり少し警戒感が出てきているというのは、アネクドータルに聞いている。

#### 水野委員

いわゆるBクラスとそれ以外ということだな。

#### 亀崎委員

先程のサブプライムローン関連なのだが、今起きている現象は国際協調によって短期金融市場の流動性が確保されてどちらかといえば安定的に推移する中で、例えばシンガポールとか中東ファンドとか中国とかに溜まったお金が入ってきている。それで公的資金を投入しないまでも、こういう循環が生まれて、各金融機関のバランスシートが改善されていくことになれば、この問題は良い方向に解決されていくので、今は良い方向に出ているのではないかと思う。シティバンクは11%というクーポンの支払を本当にきちんとやっていけるという見通しのもとに増資を行ったと思う。短期金融市場においてカウンターパーティ・リスクが意識されて市場流動性が低下していることは問題なのだが、それが解決され、損失についても資本増強が図られて、個々の金融機関の体力の中で吸収していくという循環が早く出て来れば、この問題はもう峠がみえてくるのではないかという感じがする。

#### 福井議長

然り。須田委員がおっしゃったとおり、そのプロセスをきちんと保全するために中央銀行が果たすべき役割があると私も思っている。ただ、時間を貸すためにという感覚だと若干モラルハザードとの境目が明確ではなくなってしまう。やはり、市場自らによる自律的な調整プロセスをオーダーリーに進めるための条件を中央銀行としてできる範囲内で整える、こういう感じでないとモラルハザードとの境目がぶらぶらになってしまうという気がする。

#### 水野委員

損失負担はしないということだな。

#### 西村委員

ただ、少しその慎重にみたいと思っているのは、今までのオリジネイト・アンド・ディストリビュートというビジネスがかなり減ってしまうので、どういうビジネスモデルが作れるか。逆に言えば、今の株価なりの価値が真の価値のどの位なのかがみえないところが一番大きな問題なので、そこがみえてくるまでは、なかなか難しい問題が生じてくるだろうと感じる。それがみえてこないと、今投資家として入っている人達が、ずっとサウンドな投資家として行動するかどうかに関して、それなりの心配があると思う。

#### 野田委員

関連で申し上げれば、時間を稼ぐという須田委員の言葉を借りる訳ではないが、時間による資本のランニング収益の蓄積で賄えるとしていた部分が従来考えていた程大きくないこともかなりはっきりしてきた。そこは期間収益でというのはある意味かなり難しくなっている。従来、金城湯池だったビジネスモデルがほとんど壊滅的になっていることは、良く注意しておかなければならないと思う。

#### 水野委員

今のところ、ストックだな。今まで積み上げた資本増と。

#### 武藤副総裁

亀崎委員より、外部から資本が入ってきて好ましい回転方向に行くかもしれないとのお話があった。全くそのとおりだと思うが、同時にその資本がどのような行動をとるかということは、実はみえていない。それがニュートラルな行動をとるのであれば望ましいのだが、そうでない時は何が起こるか分からないという問題があって、例えば再編などが起こるのかもしれないが、まだその評価はできない。そういう観点も必要なのではないかと思う。

#### 中村委員

手持ちの損失のディスクローズは資本の補強策とパッケージとなっている。資本の補強ができてから初めて損失をディスクローズしているような感じである。

#### 福井議長

資本を取り入れる方は、収益性確保に対する十分な自信、また多少性格の違う資本であってもそれには支配されないという自信を持って多分やっているのだろうし、そこにどこかミスジャッジメントがあれば資本の論理が別に働く可能性があるということだと思う。最後に残るのはソブリン・ウェルス・ファンドのようなものが全く異なった意図で動くかどうかという問題だが、これは一般論としてまた別途議論されていると思う。

#### 岩田副総裁

一言だけ宜しいか。やはり私の印象はクレジット・クランチとキャピタルクランチは何かくっついているところがあって、クレジット・クランチは既に貸出基準の要件の厳格化である意味では部分的に現われていると思う。それがより本格的に出るのはやはりキャピタルが不足して、その結果、貸出全般を減額する段階である。それはスピルオーバーと関係している訳だが、どれ位になるか。金融機関のロスが多分1,000億ドル位だろうと以前から申し上げているが、期間収益で賄う分と自己資本に食い込む分がある訳である。この間出ている額を観察していると、やはりロスは期間収益で全部は賄えていない。従って、勿論資本増強策を入れるのだが、それでも赤字が出てしまうという流れなのだと思う。仮に半分の500億ドルとしても、今まで累積した資本を足してもどうか。まだ少し足りないという語弊があるのだが。クレジット・クランチについてバーナンキ氏が1991年にペーパーを書いたことがあって、1%自己資本比率が下がると2.5%クレジットが縮小するという計算である。私は多分2.5%ではなく

て今はもっと大きいのだと思う。派生商品とかが凄くあるので、オフバランスのところまで含めると——特に投資銀行の場合はレバレッジは非常に高いので——、そのインパクトは多分もっと大きくて、2.5%どころかその何倍か出るというリスクを孕みながら動いているということだと思う。既にキャピタルクランチが部分的に出ている、と私は思う。足りない分——どうしても困る分——は差し当たり資本を入れているということになっていて、その分、その動きは速い訳だ。日本の時と比べると凄い速さでやっているとは思うのだが、全体の自己資本の潜在的なロスから比べると、私の感じではやはりまだ足りないのかなと思う。

#### 福井議長

それはおっしゃるとおりである。既に発生したロスを誰かが消している間は、コストが掛かっており、信用コストが掛かれば当然新規の与信の価格が上がる。あるいは資本コストが上がると、別にクランチとまではいかなくとも、要するにタイトニング効果が出る。だが最後に政策変数をどう変えるかというもう一つのカードがある訳で、ファンダメンタルズへの影響ということでは政策変数の変更でどこまでカバーできるかという問題だな。

#### 岩田副総裁

おっしゃるとおりで、だからLIBORと例えばOISの спреッドはやはり凄く重要で、そこは銀行にとってみると資金コストのシャドープライスみたいになっているから、その差が大き過ぎる時は政策金利を下げてそこを緩和するということになるのだと思う。

#### 須田委員

この問題は本当に日本の不良債権の問題と同じだなと思ったのは、ロスの大きさが初め少なかったのだが、今は私がみたなかで一番大きいもので124兆円。しかし、これはもし満期まで持っていれば、結局はデフォルト

リスクのところまでしか価格は下がらないのだから、不良債権も一回きちんと評価して、もう一回収益の中に戻し入れるという過程を通る。こういう不良債権の問題も時価会計でずっとやっていくことは、それはそれで良いと思う。だが、結局最後はデフォルトリスクのところのロスで済む話だとも思っており、そうだとしたら、本当に時価会計で経理しなくてはいけないのだろうか最近考える。

野田委員

それはまあ最悪の形であるな。

西村委員

それはパンドラの箱だ。

水野委員

そうだな。一度やり出すと……。

福井議長

では一応討議はここで締めくくることとして、しばらくコーヒーブレイクを取りたいと思うが、25分までということ为宜しいか。

(11時06分中断、11時23分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

ここで会議を再開したいと思う。次は当面の金融政策運営に関する討議ということで、次回の政策決定会合までの金融政策運営方針について、改めてお一方5分以内でお願いしたいと思う。野田委員からお願いする。

## 野田委員

前半のパートでも申し上げたように、我が国の景気の見通しに対する見方に根本的な変化はないが、国際金融市場の緊張が続く中、この見通しを取り巻く不確実性は前回会合時と比べ少なくとも小さくはなっていない。また、若干とはいえ変調をきたしている我が国経済を動かす歯車の調子の先行き、つまり日本経済が持続的成長を辿る蓋然性について、もう少し時間を掛けて注意深く点検していく必要があると考えている。そこで、次回決定会合までの金融市場調節方針について無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するように促すという現在の方針を維持することが適当であると考えている。ところで、前回決定会合直後の11月14日にFOMCは、市場との対話に関する透明性向上策を発表した。そのポイントは、一つに経済見通しの公表を年二回から四回へ増やす。二つに、見通しの期間を2年間から3年間に拡張する。三つに、見出しの項目にヘッドラインのインフレ率——総合PCEの上昇率であるが——を追加する。四つに、見通しに関する詳細な説明を公表するというものであった。我々は既に年二回、4月と10月は展望レポートで経済成長率、国内企業物価及び消費者物価の三点についての見通しを、また中間月の1月、7月については月報の基本的見解でそれぞれ見通しとの差異を短いセンテンスで公表している。発表の頻度について言えば、FRBが我々に近づいたものとみて良いと思う。実際に11月20日に初めて公表された見通しの中で私の目を引いたのは、四番目のポイントである見通しに関する詳細な説明のうち、FOMC参加者の見通しの分散を示す図と、それが前回見通しと比べてどう変化したかを示す図であり、またその散らばりを示す議論を説明していることである。これにより、FOMCの透明性、予測可能性及びアカウンタビリティが明らかに高まったとみられるからである。市場との対話に関する透明性の向上は、我々政策委員会にとってもいわば永遠の課題であり継続的な議論が肝要と考えているが、差し当たって、明1月の我々の中間評価は、現時点で私達は予断を持っている訳ではないが、見通しとの差異が定量的にも定性的にも比較的大きなものになる可能性



は排除できない。見通しに対する市場の見方と我々のそれとの差が一頃に比べ足許大きくなっているのではないかと個人的には感じているところでもあり、当面の市場とのコミュニケーション、中でも来月の中間評価の説明には一段の丁寧さが求められると思う。なお、今回のFRBの透明性向上策について、蛇足的に付言したいと思う。そこでは3年先2010年の予想インフレ率というものを示しているが、これは恐らく各参加者が望ましいと考えるインフレ率に近い数字が示されたのではないかとみている。この11月20日に公表されたその見通しの説明の末尾に「参加者の見通しは、連銀の二つの使命と統合的なインフレ率に関する見解にも影響される」と明記されていることから、3年先のインフレ率は我々の中長期的な物価安定の理解という考え方に近いものではないかと考えている。また、バーナンキ議長が講演の中で、FRBとインフレターゲットを採用している他の中央銀行との違いの一つとして、単一の集約的な見通しではなく、FOMC参加者の個別の見通しについての情報を提供するという点を挙げ、考え方、見方の分散が金融政策決定の質そのものを高めると言及しているということも、極めて示唆的である。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

前半のパートでも述べたが、最近の経済指標は日本銀行が展望レポート等を通じて情報発信してきた緩やかな景気拡大の持続を支える好循環のメカニズムについて、再点検する必要があることを示唆していると思う。我が国経済は現在、内憂外患の状況だと思う。ここでは、サブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱、米国経済の減速、失速リスクを外患と定義している。ただ、この外患は世界経済が全体として拡大を続ける中で今のところリスク要因に止まっている。

他方、原材料価格の高騰による企業収益圧迫や実質賃金の目減り、改正

建築基準法施行を始めとする制度変更の影響を内憂とみている。いずれも、国内民需の下振れ要因として既に顕在化し始めている。12月短観でもこうした傾向は読み取れる。前半のパートでお話したことに加え、市場予想に比べ悪化が目立った大企業・製造業、非製造業の業況判断DIをみると、原材料価格上昇の影響の大きいとみられる業種や住宅関連の業種のDI悪化が目立つ。なお、世の中では官製不況との言い方もあるが、建築基準法の改正ばかりでなく、貸金業法の改正、責任共有制度の導入等が、原材料価格の高騰が続く中で、経済にどのような影響を及ぼすかも検討する必要があると思う。

内憂を振り払ううえで重要なのはやはり個人消費である。2006年度のGDPの確報によれば、実質GDPは速報値の前年度比+2.0%から同+2.3%に上方修正された。2005年度の確々報はご覧のとおり+2.4%であるから、実質GDP成長率は曲がりなりに4年連続で+2%以上となったということが確認できた訳である。上方修正の主因は個人消費であって、民間最終消費支出の前年度比は速報値の+0.7%から+1.7%と大幅に改訂された。ただ、昨年度を上期と下期に分けてみると、個人消費は株価上昇や外貨建て投信の好調など財産所得の増加を受けて、2005年度下期から2006年度上期に掛けて盛り上がりを見せた。その後、2006年度下期以降は、雇用者報酬や一人当たり賃金の伸び悩みが続いていることに加え、世界的な株価上昇トレンドの沈静化、実質為替レートでみた円相場の下げ止まりからいわゆる資産効果が剥落したため、個人消費のモメンタムが鈍化したと判断される。個人消費は確かに底堅く推移している。しかし、日銀の展望レポートの基本的なシナリオである好調な企業部門から家計部門への波及を確認できるハードデータは多くない。別の言い方をすれば、個人消費のモメンタムを引き上げるような賃金の増加が目に見えるかたちで生じていないということである。所得が増加しない中で、一部の財とはいえコスト・プッシュ型で価格が上昇した場合には実質可処分所得の減少を意味し、価格が上昇した財は勿論、他の財に対する支出も抑制される。つまり、個人消費は減少に転じる可能性があるということである。こ

れが、我々が展望レポートのメカニズムとして想定してきたディマンドプル・インフレとの違いだと思う。かつて、我が国経済は不況期には労働分配率が上昇して家計消費の減退に一定の歯止めがかかりやすい構造であった。しかし、経済のグローバル化を受けて企業の労働コスト抑制姿勢が強まっているため、労働分配率はこの10年間継続的に低下している。この間、10月の展望レポートでは、物価を巡るパートで「ユニット・レーバ・コストは、なお低下を続けているものの、賃金が緩やかな上昇に向かうにつれて下げ止まっていく可能性が高い。」という内容を盛り込んだ。足許、毎月勤労統計をみると、名目賃金はほぼ横這い、所定内給与は小幅マイナスが続いている。中小企業の中には、原材料価格の上昇を受けて賃金をむしろ引き下げる動きもあるようである。当面は所得環境が不安定な家計程、物価上昇による消費抑制効果が大きいと思われる。10月の鉱工業生産指数確報は111.2と比較可能な1998年1月以降で過去最高を更新したが、今後米国景気減速の影響で生産のモメンタムは鈍化しそうである。生産・所得・支出の好循環のメカニズムについて言うと、生産・所得の循環メカニズムが一時的に減速する可能性がでてきたほか、原材料価格の高騰や各種制度変更等を背景に、所得・支出の循環メカニズムについてもその波及力が少なくとも幾分弱まったと言えなくもない。以上のような点への説明が十分でないことが、日本銀行の景気判断に対する金融市場からの信認が高まらない一因だと思われる。

さて、私は7～11月の決定会合において、基本的には日本経済は生産・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と判断されること、米国サブプライムローン問題やこれに端を発した金融市場の変動は引き続きリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、こうしたもとで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を主な理由として、政策金利の25bpの引き上げを主張してきた。前回11月の決定会合においても、国内のリスク要因が差し迫ったリスクであり、サブプライムローン問題や住宅市況

に絡んだ米国経済の下押し圧力が日本経済に与えるリスクはもう少し先の話である、と述べた。現在もその様に考えており、サブプライムローン問題が日本経済に直接的な悪影響を与えるとしても来年以降になると予想している。

ただ、改正建築基準法の施行等に端を発するいわゆる官製不況の影響が私の想定以上に深刻であること、原材料価格高騰が企業業績や家計所得の大きな下押し要因になってきたことなどから、肝心の国内経済について生産・所得・支出の好循環のメカニズムが今後も十分働いていくことに自信が持てなくなってきた。また、今後2~3か月は、足許の日本経済の減速がいわゆる踊り場にとどまり、来年度には潜在成長率に復帰する蓋然性が高いと判断できるのか、あるいは、展望レポートに盛り込んだ基本的なメカニズムを根本的に見直す必要があるような本格的な調整局面に入っていくのかを見極めるうえで、重要な局面だと判断している。

従って、今回の決定会合では、当面の金融市場調節方針は現状維持が適切だと判断する。もっとも、議長が12月3日の名古屋での講演でコメントされたように、金融政策運営は目先のダウンサイド・リスクだけにとらわれることなく、上振れ、下振れ両方のリスクに目配りしていく必要がある。そのため、今後2~3か月の経済指標によって、我が国経済が踊り場を経て、再び緩やかな拡大を続ける蓋然性が高まった場合には、持論である金利正常化の考え方に沿って、再び利上げを提案したいと思っている。以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国経済の減速感が強まっている。また、国内経済では住宅投資の落ち込みが予想していた以上に深くかつ長いものとなっているほか、企業の業況感もやや慎重さが

みられる。このように、国内外の経済情勢を巡る不確実性は増していると考えられる。従って、次回決定会合までの金融政策運営については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すという現在の調節方針を維持することが適当である。

10月の展望レポートと比べると、足許については景気の拡大テンポは減速しているように思われる。しかし、生産・所得・支出の好循環メカニズムが途切れたという訳ではなくて、いずれこれまでの+2%程度の成長パスに復帰していく可能性が高いとみている。従って、金融政策運営の基本的な考え方としては、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うというこれまでの方針を維持しつつ、今申し述べたような復帰シナリオの蓋然性とリスクを注意深く点検していくということかと思う。ところで、短期的には実体経済は若干下振れている一方で、消費者物価は一頃想定していたペースよりもかなり上振れる可能性が出てきた。金融政策の観点からは、ジレンマケースという状況に直面する可能性もない訳ではない。そこで、こうした状況における金融政策運営の考え方について私なりに若干整理しておきたいと思う。

言うまでもないことだが、一般的に景気の下押し圧力に対しては金利の引き下げで対応し、物価上昇圧力に対しては金利の引き上げで対応するというのが基本的なスタンスである。しかし、輸入原材料価格の上昇によって、この景気の下押し圧力と物価上昇圧力が同時に発生した場合には、金融政策はトレードオフに直面することになるので、これに対してどう対応するかということである。勿論、先程も議論が出たように輸入原材料価格の上昇は世界の需要増によるものであって単なる供給ショックではないし、この世界経済の需要増が日本経済に与える影響はプラスの面もあるし、マイナスの面もあるということだと思う。日本の場合には、企業セクターを中小企業と大企業に分けて考えた場合に、この輸入原材料価格上昇の影響が中小企業セクターにより厳しく影響するということが課題である。そのコスト・アップを消費者部門なり大企業に適切に転嫁していくということが上手く働いていけば、それは全体としてはある意味で望ましい状況に

なる訳であるが、現状で消費者物価の上昇テンポが緩やかであることは、逆の見方を言えば、トレードオフの程度がまだ小さいとみることもできる訳であるが、中小企業部門にそれだけの圧力が掛かっているという状況かと思う。いずれにしても、こういう状況の中で金融政策としてどういう選択をしたら良いのかということである。ポイントは足許における物価上昇がやや長い目でみた経済・物価のパスにどのような影響を与えていくかということである。影響が現われる経路は二つあると思う。第一に、原材料価格の上昇が企業収益や個人消費の下押し圧力となって需要環境の悪化を通じて先行きの景気に対してマイナスの影響を及ぼしていくという側面。第二に、消費者の物価に対する見方や企業の価格設定行動に影響を与えてインフレ期待が上振れていくという面である。これらのどちらが強く現われていくか、今後数か月の物価動向とその影響についてしっかりと見極めていくことが重要ではないかと思う。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

国際金融市場の不透明さがなお払拭されない中、アメリカを中心とする先進国の景気減速リスクのみならず、改正建築基準法、原油・原材料価格の高騰、株安、為替レートの変動幅拡大及び内需の弱さが続いているという状況のもとで、景気の先行きについて下振れリスクが増加していると思う。こうした状況のもとでは現状維持が望ましい、と考えている。今日の議論の一つの中心は、原油価格が上昇して物価の方は上がりやすいが、内需は抑えられやすいということをどう考えて政策運営するかということだと思う。これもずっと前から申し上げていることを繰り返すことになるのだが、要するに1年後、2年後の物価上昇率がどの程度になるのか、1年後、2年後のGDPギャップがどの位の大きさになっているのかというところのバランスをいかに上手くにとって金利の調整を考えていくべきか

ということに尽きていると思う。ただし、言葉で言うのは簡単なのだが、そもそも1年後にGDPギャップがどの位の大きさになっているのか、あるいは物価の上昇率についてもどの位の上昇になっているのか——これは今日のご意見でも相当ばらつきがあったように思うが——を探り当てることもまず大変であるし、そうしたうえでさらにリスクをどう評価するかを考えると、問題は決して容易でないということであろうと思う。ただ、重要なことは、足許はやや一時的要因で少し悪い材料が重なり過ぎていると思う。悪い材料だけをあまり気にし過ぎて他のことを忘れてしまうと、やはり中長期的に日本銀行の使命を上手く果たせないという時間的な整合性のバランスも常に念頭に置きながら、そういう評価をすることが大事であると思っている。

先程、野田委員からアメリカにおける金融政策の透明性向上策に言及があったのだが、私も見通しの期間を3年に延長したことについてはかなり画期的だと思っている。日本では、予測のスパンについては——去年もかなり強く申し上げた覚えがあるのだが——、場合によると1年位になってしまう訳である。1月の中間評価だと、ほとんど1年先位しかみえない。その範囲で物事を決めるというと、コミュニケーション上も足許非常に下振れていたりすると物凄く難しい問題が色々出てくるように思っている。その意味では、もう少し長いタイムスパンを置くことが望ましいと思っている。それから3年目の数字は、私からみると明らかに全部スターがつく数字、つまり物価の望ましいところ、失業率も望ましいところ、それから成長率もちょうど潜在成長率ということで、ちょうど良いところに3年目が収まるような姿を出したように思う。今回の場合、私にとって面白かったのは、一つはあれだけ議論して、望ましいインフレ率についての意見が私共よりもしかすともっと大きい幅があるかと思っていたら、良いところに収まったということである。これが第一のサプライズであった。二番目はそれ程サプライズではないが、そういうオプティマルな姿を示したのであれば、その裏側には必ずオプティマルな金利のパスがあるはずなので、そこについて何を言うかと思ったら——これは勿論、人によって通るパス

は違っていても良いのだが——、そこはプロミスと混同されるということで、基本的には出されなかった点。アカウントビリティについては、カナダとか色々なところで随分検討しているが、前から申し上げているように内部的にはそういうことは十分検討に値する課題だと私は思っている。

それから、金融市場の不透明性について一言申し上げる。ドル安の問題について言うと、一つはやはり湾岸協力六か国がどういう為替レートレジームになるのか。既にクウェートは5月にドルペッグ制を廃止しているし、アラブ首長国連邦、カタールはバスケット通貨制度に移行する可能性が高いと私は思っている。あるいは、通貨切上げが2割位あるのかと。こういうことがあって、どちらかというところ公的当局によるドルからのいわば分散化という勢いがもう少し強くなる可能性がある。それから私がより重要だと思っているのは、ドル安がさらに加速すると思った時に、そもそもアメリカ人が他の通貨に乗り換えてしまうというリスクが本当はあると思う。例えばある大手の公的年金が投資の内訳でアメリカの株式投資比率を4割から28.4%に引き下げるとアナウンスがあった。債券投資も引き下げて、オルタナティブ投資を増やすというアナウンスメントであった。それからアメリカ人の対外証券投資はこのところ非常に堅調に増加していて、1~9月期に2,226億ドルになっていた。前年比48%増加で、明らかにアメリカの投資家は分散化、ドルだけでなく違うものを色々持ちたいと動いていると思う。このプロセスがオーダーリーに進んでいるのであれば——日本の家計も円資産だけ持っているのは如何なものかと私は思うので、日本も同じであるが——、トレンドとして少しずつ分散化することで長い目でみるとより安定したシステムに移っていけると思う。問題はその過程であまり急激にシフトすると、思わざるドル安になるというリスクも孕んでいるように思う。このことが実はデカップリングとも関係があって、金融面でどの位新興国がデカップルした状態でいけるかどうかである。過去の例をみると、やはりアメリカの景気が悪くなった時はグローバルなインベスターのリスク・アペタイトが縮小するので、やはり影響ゼロという訳にはいかないだろうと私は思っている。



それからもう一つ、やはりアメリカの現在のサブプライムローン問題である。これは先程少し申し上げたが、クレジット・クランチからキャピタルクランチに問題が及びつつあると認識している。同時に、その裏側では公的資金がいわばレンダー・オブ・ファースト・リゾートになって、FHLBの融資残高が非常に増えていて、住宅ローン関連のアセットバック・セキュリティが減った分をいわばそのまま引き受けているというのに近い状況があると思う。ただ、これはこれで全部収まるかどうか、つまり今度は逆に公的機関が焦げ付いてくる。フレディ・マックで既にそういう問題が出ていて、次の問題を生む可能性があると思っている。それから、レンダー・オブ・セカンド・リゾートがソブリン・ウェルス・ファンド。そのサイズについて考えると、シティの場合だと自己資本が1,358億ドルある。コアは924億ドルある。ところが今度SIVを七本引き取った。490億ドルである。引き取ったことで、実は今度レンダー・オブ・セカンド・リゾートで入った75億ドルは、その潜在的なロスにも達しないのではないかとみる向きもある。今回の一連の動きをみていると日本が色々辿ったことを非常に時間を短縮してやっているように思うが、私の印象だと佐々波委員会で公的資金を注入したのと少し似たような局面かなと思っている。以上である。

福井総裁

中村委員、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。

米国経済は住宅市場や金融市場の調整が進むにつれ、潜在成長率に向かって回復していく可能性が高いと想定している。しかし、金融市場の混乱が一部では格付けが低い企業を中心に企業の資金調達にも影響を及ぼし始めており、米国経済が大幅に減速する懸念がないとは言い切れない。

この場合、世界経済全体が影響を受け、輸出主導で拡大基調を辿っている我が国経済も少なからず影響を受けると考えられる。また、短観でみた企業の経営計画は堅調さを維持しているほか、輸出や生産も好調さを維持しており労働需給もタイトであることから、我が国経済は基調としては緩やかな拡大を続け、一時的な足踏みはあるとしても経済が大きく減速する可能性は低いと思う。改正建築基準法施行の影響が当初の想定よりも長期化し、影響の範囲が拡大し始めている中、ガソリンや身の回り品価格の上昇を受けて、企業や消費者のマインドが悪化している。また、企業が厳しいグローバルな競争を強く意識して生産性向上やコスト削減に取り組んでいる中、企業規模の大小を問わず人件費抑制姿勢は根強く、労働需給がタイト化しても賃金の上昇にはなかなか繋がらない状況にある。このため、好調な企業部門から家計への所得波及の度合いはこれまでに想定していたよりかなり弱いものとなっているように考える。

このように、様々なリスク要因があることにより、今後発表される経済指標を丹念に分析しながら、米国経済の方向性と我が国経済に与える影響などを見極めつつ、引き続き極めて低い金利水準のもと息の長い成長のプロセスを支えていくことが適当と思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員からお願いする。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。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、世界経済及び日本経済がリスクを吸収して成長を続けていけるかどうか、今暫く見極める必要があると思う。同時に今後念頭に置いているかなければいけないのは、今回のサブプライムローン問題のような金融市場を起点とする経済・金融活動の振幅は、良好な世界経済や金融環境が長

く続いたもとで市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場で巻き戻しが現実化した一例であるということである。この点について、今後十分に留意しつつ、米欧景気やグローバルな金融市場の状況も含めて、できる限りの情報を収集、把握し、分析して先々に生じ得ることを見通しながらも、予断なく情勢を点検していく必要があると思う。そのうえで、総合的な観点から適切に政策判断を行っていきたいと考える。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、従来の多極化しレジリエントな海外経済に支えられた輸出、底堅く推移する設備投資から家計所得の堅調さを通じて消費へ軸足を移す内需という基本的な見立てには変更はない。しかし、現状、先行きともに従来の見通しよりも下振れ、後ずれの形になっていると考えられる。同時に、前回と同じく依然として不確実性が高い状況が続いていることには変わりがない。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考える。

コミュニケーション・ポリシーについて若干述べたいと思う。年央以降、各決定会合で金融経済情勢を精査していくプロセスの中で、判断としてはダウンサイド・リスクが次第に高まってきたことは、決定会合議事要旨に明確に反映されていると考える。今般の基本的見解の修正は、こうした判断の流れの中で、今月それを基本的見解に反映させるのが望ましいと判断するに至ったということであり、ここで急に情勢判断を大きく下方に修正したことではないと理解している。政策委員会の政策判断については、背景説明を含めて基本的見解と議事要旨のセットでその根拠が明らかにされている。この基本的な点は理解されているとは思いますが、コミュニケーション・ポリシーの点からは、この点を繰り返し辛抱強く情報発信する必要があると思う。

次に、今回、基本的見解はダウンサイド・リスクの高まりの中でそれを取り込む形で下方修正されたが、議論から明らかなようにアップサイド・リスクも残っていることには変わりがない。特に中国にアップサイド・リスクは残っており、新興国全体でみるならば、欧米の減速の影響をある程度吸収し、デカップリングまでとはいかなくても相当クッションのある状況になる可能性も十分にある。と同時に、国際金融市場の不安が続いていることを勘案すると、予期しにくいショックがダウンサイドに起きる可能性ということも否定できない。従って、現在のところは総体としてみるならば前回会合と同じく、不確実性が上方にも下方にも高い状況であることを説明していく必要があるのではないかと思う。従って、現在は慎重に事態の推移を見極め、今後の採り得る政策のフレキシビリティを十分に確保するのが重要であると考えます。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

まず次回決定会合までの金融調節方針についてであるが、私としては、今後発表される経済指標や傍証から、経済・物価の先行きが物価安定のもとでの持続的な成長パスに沿った動きとなる蓋然性にある程度確信を持てれば、躊躇なく政策変更を提案したいと思っている。しかし、現在のよう、欧米金融市場が依然として不安定な地合いにあり、改正建築基準法の影響も含めて不確実性が高く、確信をもって判断することはできないので、次回会合までの金融政策運営方針については現状維持が適当だと思う。

金融調節については、これから年末を迎える。今のところ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おり、欧米市場も少し落ち着きを取り戻しているように思われる。しかし、金融機関の決算期を迎えて、依然として欧米金融市場はかなり神経質な状態であることに変わりはない。そのような不安定な地合いの中で何か不測の事態が発生すれば、東京

市場にも様々なルートを通じて伝播してくることも想定される。引き続き肌理細かい調節をお願いしたいと思う。

なお、先程金融経済情勢についての見解を述べた際に、今回、月報の基本的見解の現状の総括部分に住宅投資の落ち込みに伴うリザベーションを加えることに特に異論はないと申し上げた。そうしたことをきちんと示すことは日本銀行の姿勢として重要であるが、その打ち出し方には細心の注意を払う必要があることをここで申し上げておきたいと思う。昨年12月、天候要因等を背景とする個人消費の一時的な下振れを受けて、素直に足許の消費の弱さに言及したことをきっかけに、市場との対話に困難を来たすこととなった。そのときの経験から、メインシナリオを維持するもとのリスクバランスの変化を上手に伝えることが如何に難しいのかを学んだ。今回もダウンサイド・リスクが幾分高まっているのは事実であるが、好循環のメカニズム自体に変更を迫る程の状況には至っていない。むしろ、気になっている市場マインド悪化の部分については、先程述べたような様々な対策もあって、タームプレミアムが縮小の方向に転じる中、市場からは最悪期は脱したとの声も聞かれるようになった。元々市場のリスク・アペタイトは旺盛であるから、一旦証券化商品にフロアレートが形成されれば、経済が堅調なもとのセンチメントが急速に改善する方向に向かう可能性は十分ある。そうなれば、基本的見解からリザベーションを削除する時期は思いのほか早く到来する可能性も考えられる。

現在、市場では欧米の各国中央銀行が利下げを行う中で、日本銀行は当分動けないだろうというのがコンセンサスになりつつある。このような見方を背景として、2年債がこのところ大きく買い進められているようである。我々がリザベーションを強調し過ぎてしまうようなことがあれば、市場の偏った期待が固定化されるリスクに警鐘を鳴らし続けてきた我々自身がそうした市場の期待を助長してしまうことにも繋がりがかねない。そのうえで機動的に政策を動かそうとすると、市場が大きく調整されたり、円キャリートレードとその巻き戻しといった動きを引き起こす可能性もある。こうしたことを念頭に、今回付加したリザベーションを必要以上に強

調することがないよう十分配慮する必要がある。政策判断に当たっては、金融市場の不安定化やマインド指標の悪化にもきちんと目を配りながらも、好循環のメカニズムは崩れていないということを市場にしっかりと伝えておくことが、今後の政策運営のために極めて重要なことである。そのような観点から、後に月報の基本的見解の変更部分について少し議論したいと思っている。なお、次回会合では展望レポートの中間評価をすることになる。Fedが四半期ごとに見通しの数字を公表することになったので、我々の見通しについてもそのような要求が高まる可能性がある。日本のQEは振れが大きく、足許調整によって見通しの数値も振れる可能性が高いことを考えると、それがマーケットによる政策の先行き見通しをも振れさせる可能性があるので、現時点では四半期ごとの数値の公表が望ましいとは私は思っていない。ただ、下振れリスクも上振れリスクも両方高まっていると考えられる現在のような状況では、もう少し丁寧な説明を加えることが望ましいのかもなし。

最後に、インフレリスクについて述べておきたいと思う。これまで日本では物価がなかなか上昇しないという考えが支配的であったが、先程述べたように、内外ともにインフレ率が高まる可能性があるので、金融政策運営においてインフレリスクについての言及も少し強める必要があると思っている。米国、イギリス、カナダでは、サブプライムローン問題を背景とするタイトニング効果を相殺する目的で、ハードデータに目立った悪化がみられないまま、フォワード・ルッキングに利下げが行われた。利下げは長短スプレッドの拡大に繋がるため、金融機関の財務体質を強化することになる。加えて、これまで採られてきた市場安定化策や資本増強策が奏効していけば、ロング・ターム・キャピタル・マネジメントの時のように大きく減速することなく金融市場があく抜けすることも十分考えられる。この場合、実体経済がスローダウンすることなく緩和的な状態が続く訳であるから、インフレリスクが顕現化しやすい環境を作り上げることに他ならない。足許民間の海外経済についての予想では、各国、各地域のインフレ予想がこぞって上方修正されているにもかかわらず、経済の下振れ

リスク対応で多くの国がどちらかという緩和方向に向っているので、今後一次産品の価格上昇をもたらす益々インフレ率を高め、資源輸入国の実質所得を下げるリスクがあると思っている。日本においては、賃金が上昇しないもとの物価が上昇すると、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よく聞かれる。しかし、物価上昇に伴って国民のインフレ期待が高まっているにもかかわらず緩和政策をとり続けるとしたら、益々一次産品の価格を上昇させ、実質所得をさらに減少させることになりかねない。インフレリスクは遠い先のリスクと思われてきたが、インフレ期待の高まりを意識しながら政策運営を行う必要性が高まっていると思う。以上である。

福井議長

次回の金融政策決定会合までの金融政策運営方針について、各委員からのご見解の表明を頂いた。全委員揃って、そして私自身もそうであるが次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すということであると思う。そのバックグラウンドは、既に情勢判断についての議論の総括で申し上げたとおりであったと思う。一つには国際金融資本市場はなお不安定な状況が続いているほか、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り、二番目に国内経済の方でも足許、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速していることがある。そして三つ目には、とはいえ日本経済の成長メカニズムは維持されており、先行きは息の長い拡大基調に戻る可能性が高いとみられている。そして四つ目に、こうした中で、内外の金融経済動向を注意深く点検し情勢をさらに見極めることが適切である。こういう見解を背後にするものだと思っている。なお当面、消費者物価はかなりのペースで上昇を辿る可能性が強いと思われる一方、経済は一時的とはいえ減速する蓋然性が高いということである。こういった中での金融政策運営のあり方については今後しっかりと議論を深めていく必要があると思うが、原油価格の上昇と海外

から国内に持ち込まれるインフレ要因——輸入インフレ的な要因——については、国内のインフレ期待の増幅等を通じて国内インフレに大きく広がりを持つことを防ぐというところが、やはり基本になると思う。しかし、同時に今回の場合は世界的な需要の強まりとの関連で原油価格その他が上がっていることを考えると、世界経済全体としてサステイナブルな成長パスは何かという議論に日本銀行としてもより積極的に加わっていく必要があるし、同時にエマージング諸国等のエネルギーあるいは資源利用効率を高めるという方向の議論にも、金融政策とは直接関係がないとはいえ、やはり間接的には大きな関連があるので、積極的に貢献していく必要があるという気がする。それからコミュニケーション・ポリシーとの関係で、連銀が新しく採った措置についてはまだ未知数であるので、これからどういうふうに実際に運営されていくかをよくみななければならない。我々自身の新しいフレームワークもまだ誕生してから2年に至っていないということであるので、運営にさらに磨きをかけながら、やや長い目でみて将来本当にこのままで良いか、修正を加えていく必要があるかを検討していくべきだと思う。しかし、基本的に毎回の展望レポートそれから中間レビューの際に、現状と先行きについて十分な説明を加えていくべきだと思うのは正論だと思う。来年1月の中間レビューの時に皆様方のお知恵を出して頂いて、そこのところはしっかりしたものにしていくべきだと考える。さらに如何か。

#### 水野委員

須田委員の言われたことと少し似ているが、今、どちらかという悲観論が世界的に多い。景気は悪化するがインフレは上昇、でも金融政策は緩和。だが、これは一つ間違えるとまた資産バブルが起きやすいという組み合わせだと思う。世界の金融市場の新しいプレイヤーであるペトロマネー、オイルマネー、ソブリン・ウェルス・ファンドは過剰流動性を供給する一つの要因であると考え、今必要な措置とはいえ欧米中心に金融政策が緩和的に運営され、我が国も極めて緩和的だと自らも認める政策をしてい



る訳だから、インフレ懸念が強まっていく可能性が高いということ、それから資産バブルが生じやすい土壌にある中で年が明けのことを考えていくと、やはり機動的な政策運営として——今日私が悲観的な話を言ったようにとられている方もいるかもしれないが——あくまでも両サイドをみていかなければいけない。今は少し緩和的になり過ぎている状況にあって、新たな資産バブルあるいは期待インフレの上昇が後々悪い影響を与えるかもしれないことは常に頭の片隅で考えておかなければならない部分であるということである。

#### 須田委員

今日、申し上げたかったが時間の制約上カットしたことを議長におっしゃって頂いて、そこをサポートしたいと思った点がある。世界で資源制約がある中でそれに見合うようなサステイナブルな成長はどういったものなのだろうか、という視点がこれからとても必要だと思っている。そして、それと同時に資源の効率性を高めていくという点から考えていくと、金融政策はグローバルな視点で考えていかななくてはならないということ非常に痛感したので、一言言っておきたいと思う。

#### 西村委員

少し逆方向にも言いたいところがあって、一点だけ。インフレ期待が今高まっているという訳ではなくて、高まる可能性があるということである。世界的にみれば、例えば米国の場合をファイブ・イヤー・フォワード・インフレーション・コンペンセーションで見ると、大体+2.4%位のところで一致した状況が結構長く続いている訳で、足許もそんなに上がっている訳ではない。そうすると我々が注意しなければいけないのは、足許ではなくて先に対して皆がどういう期待を持っているかということである。先程武藤副総裁からもあったように、足許にあまりに拘泥した形で何かするのは極めてまずいので、これを極めて簡単に言えばフォワード・ルッキングということになってしまうのだが、こういったことをきちんと説明するこ

とを愚直にやるしかないのではないかと思う。

福井議長

おっしゃるとおりで、私が申し上げたのも、インフレ期待への影響はやはり皆が相当先を読んだ結果なので、そこに金融政策の焦点が当てられていないのはまずいと思う。

岩田副総裁

そこは私も全く同感なのだが、インフレ期待というのはメジャーメントが難しく、複数のものが出てそれらが同じ方向ではなく時々違う方向を向いたりする。アメリカも実は同じような問題を抱えていると私は思うのだが、何人かボードメンバーとお話すると、公式の説明では、きっとインフレ期待は西村委員がおっしゃったように安定しているため、金融政策は实体经济に極めて有効であるということだと思う。つまり物価の方は動かないで、金融政策は实体经济に十分効果があるという観点で、政策運営をやっているように思う。インフレ期待をどうアンカーするかが焦点になっていて、しかし、そのインフレ期待はどのメジャーメントをみるのか、つまり専門家が考えるインフレ期待と金融市場の参加者が考えるものと、それから一般の方々が考えるものとの間で、相当ギャップがある。本当に自分でも良く分からないのだが、実際に経済行動をとっているのは一般の方々なのだ。そこをどう整理したら良いのかというのが大きい問題ではないかと思う。

福井議長

そこについては従来から、インフレ期待のメジャーメントに特定の方法はないし、しかも心理なので非常に振れる訳であり、やはり金融政策の基本スタンスがそのアンカーになるべきであるというふうに、きちんとした整理が出来ているのではないか。金融政策の軸がぶれると、インフレ期待が益々増幅したり不安定になったりするというのが経験則であり、中央銀

行の存在価値もその部分にあるということだと思う。

須田委員

インフレ期待を計るのは確かに難しく、よく使われるのがミシガン大学のD Iとか物価連動債のブレイク・イーブン・インフレーション・レートである。今回、各国、各地域に対する民間による経済成長と物価の見通しについて、成長の見通しは皆下げていくのに対しインフレ率の見通しは皆上方修正したというのは、インフレ期待が実際の過去のインフレ率に引き摺られることが多いので、そうした部分が背後にあるのだろうとっている。

福井議長

宜しいか。それでは政府の方からのご意見を頂戴したいと思う。まず、財務省の鈴木大臣官房総括審議官から願います。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

我が国経済は住宅建設が依然として低い水準にあり、企業の業況判断に慎重さがみられるなど、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、欧米の短期金融市場における資金調達圧力が増大する中、各国中央銀行により流動性供給の措置などが採られており、今後も注意深くみていく必要があると考えている。日本銀行におかれては、日本経済及び米国等の世界経済の動向や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。さらに、日本銀行におかれては、現下及び今後の経済動向の展望や、

金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは、内閣府の浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気は一部に弱さがみられるものの回復している。住宅建設は下げ止まりつつあるものの、依然として低い水準にある。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ゼロ近傍で推移し、GDPデフレーターのマイナス幅の縮小傾向に足踏みがみられるなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。また、金融資本市場の変動や原油価格の動向が我が国経済に与える影響等の下振れリスクがやや高まっていること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。政府は昨日、「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を公表した。19年度については、景気回復が続くと見込まれるものの、改正建築基準法施行の影響により、住宅建設が減少していること等から回復の足取りが緩やかになると見込んでいる。20年度においては、世界経済の回復が続くもと、19年度に引き続き企業部門の底堅さが持続するとともに、家計部門が緩やかに改善し、物価の安定のもとでの民間需要中心の経済成長になると見込んでいる。日本銀行におかれては、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

政府のご発言に対して特にご意見、コメントがあれば。

水野委員

浜野内閣府審議官に確認させて頂きたいのだが、前回の時に今年度に住宅投資が減少した分を来年度にそのまま逆に戻すとおっしゃって、政府の経済見通しも多分それを前提としていると思うのだが、今日議論していても足許の住宅投資の減少は需要要因によって押し下げられている部分もあって、100%改正建築基準法のせいではないと思う。その点を踏まえて、この+2%という数字というのはどう決まったのか。政治的に決まったものなのか、あるいは実際に内閣府か浜野内閣府審議官自身が思われているのか。我々は我々で説明責任を負っているが、少なくとも我々に教えて頂ければ有り難い。

浜野内閣府審議官

住宅については全部戻ってくると申し上げた訳ではなくて、先程ご紹介があったように国土交通省も一生懸命やっているということ、それから、需要自体が全く落ちてしまう訳ではないことから、ある程度戻ってくると申し上げている。それから+2%成長の経済見通しについては、一定の前提を置いたうえで積み上げで作っている。今年度は当初6月の内閣府試算では+2.1%と見込んでいたが、それを+1.3%に下げている。住宅建設減速の影響はそのうち-0.6%とみている。来年度については、水野委員がご指摘のように全部やはり戻ってくる訳ではなくて時間的なラグもあるし、需要自体が下がってくることもあると思うので、+0.4%位は戻ってくるとみている。そういったものを総合的にみて、+2%という見通しを作っている。

福井議長

それでは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

しては皆様のご意向も踏まえながら、金融市場調節方針は現状維持ということで議案の提出をしたいと思う。念のため他に議案の提出をご希望の方はいらっしゃるか。それでは執行部から議長案を用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて頂きたい。

内田企画局参事役

それでは議長案である。「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。」。続いて別添の公表文案である。

「2007年12月20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、大変恐縮であるが。

[政府からの出席者退室]

[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  
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

本件全員一致で可決をした。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、今定められたとおりの方針に則って適切な調節をお願いする。特に年末超えの金融について、引き続き主要国中央銀行と十分連絡を密にしながら運営して頂きたいと思う。それでは、事務局において公表準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。議長案のとおり可決した。

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。会議の冒頭に執行部からご説明のあったこの紙をもう一回取り出して頂き

たいと思うが、今日の議論及び決定を踏まえて、基本的見解はこれで良いかどうか改めてチェックして頂きたいと思う。ご意見等があれば、どうぞ。

須田委員

先程から申し上げているのだが、基本的なメカニズムは変わっていないことと足許下振れていること、それから政策金利を経済・物価情勢に応じて機動的に変更できるかという点を考えながら、この文章をみてきた。最初に「減速している」というのは、今始まったのではなくて前から減速しているのではないのかと思う。先程西村委員からあったように、色々考慮したうえで表に出してきたのであり、ここで新たに出てきた動きではないということをしっかり説明してもらえたら、足許はこれで良い気がする。また、先行きに拡大「基調」が付いていることが、どうも私としてはあまり納得がいかない。先行きで「基調」ということは、足許の減速が少し伸びるからというのが先程の説明だったのだが、2004年、2005年のIT調整の場合にも先行きの表現として「基調」はなくて、ずっと同じ言葉で議論してきた。そういうことを考えると、先行きにおける「基調」という言葉はどうしたらとれるのだろうか。これについて、皆様が先程言った意味でこれで大丈夫であるとおっしゃるのだったら、それ以上主張しない。だが、私としては、最初の「減速」とこの「基調」が気になったということなので一度議論させて頂きたいと思った。

福井議長

「基調」というのは二つあるが、この「先行き」というところの1行目の話だな。

須田委員

然り。



福井議長

執行部からこの先行きのところを「基調」とした理由を先程説明されたが、もう一回繰り返して頂きたい。

前田調査統計局参事役

今、経済は減速感が出ているということであるが、恐らく当面減速感が残り、実際減速していくのだろうとみている。そういう状況を踏まえると、「基調」という表現を使った方が、つまり均してみても拡大という表現を使った方が分かりやすいかということに加えた。

武藤副総裁

減速感がなくなった時に「基調」が取れるのか。先行きについて、「基調」が取れると想定される状況というのはどう考えたら良いのか。

水野委員

良い質問が須田委員から出たが、どうしたら取れるのか。

前田調査統計局参事役

どういう状況が起きるか分からないので何とも申し上げられないのだが、基本的にこれまで緩やかな拡大を何をもって「緩やかな拡大」と表現してきたかということであるが、潜在成長率を多少上回るという景気拡大をこれまで「緩やかな拡大」と言ってきたので、そこがもう少しはっきり展望できるようになれば取れると考える。一応理屈的にはそうなるだろうと思う。

野田委員

現状と先行きの同じ「基調」であるが、過去と先行きということで比較すると、若干非対称だと思う。対称的であるという断定はできないと思う。先程来議論になっているように、2007年度上半期は半年以上「基調」が

続いている訳だが、先行きについて、厳密に読めば新たに出てきている言葉なので、同じ程度の長さでこういう状態が続くのではないかという連想を与えるのではないか。足許、当面減速感があるのは共有できると思うが、先行きもこれまで結果的にずっと底這ってきていたというか、足踏んできたのと同じ位の時間軸で考えているのかどうかという連想を与えるのではないかという感じがする。そこについては不透明の中で、ここで「基調」と入っているので、私も最初に違和感を覚えたということは申し上げたいと思う。

福井議長

もしその場合により適切な表現をとるとしたら、どのようなものが可能か。

須田委員

取れば良いだけである。「基調」を。これまでどおり。

福井議長

でも「先行きについても」とは言えなくなるので。

野田委員

「先行きについて」と「も」は取る。

武藤副総裁

しつこく表現すれば、「当面は拡大基調を続け、その後拡大……」。

野田委員

時間の概念を入れるとすればそういうことになる。

武藤副総裁

そういう気持ちを込めてこういう表現にしたというようなことなのか。

西村委員

私は逆に「基調」を入れた方が良いと思っている。どういうことかと言うと、この中にはメインシナリオを中心に書かれているのだが、先行きに関してはある種の上振れ、下振れのリスクを入れた形にせざるを得ないのではないかと思う。そういうことからすると、私も「基調」が良いと必ずしも全面的に賛成という訳ではないが、そういう趣旨の言葉を何かを入れた方が良く思う。それから、文章なのでなかなか難しいのだが、説明の際に基本的にできるだけ言葉を尽くして説明するという形が良いのではないかと思う。ただ、「基調」が本当に良いかどうかというのは私も分からないが。

福井議長

ただ表現は皆さんの考えられているとおりの表現とぴたっと一致していなければならない。説明でカバーするとギャップが出る。表現に違和感があるのを、私が説明でカバーするのはちょっと…。

西村委員

申し訳ない。

須田委員

西村委員が言われるように、これでもってリスクを表現しようとするのは、少し厳しいと思う。ここでは一番メインのシナリオを書くべきだと私は思うので。

西村委員

私自身はリスクはメインシナリオにも少し染み出ているように思っている。

岩田副総裁

私も「拡大基調」で良いと思っているのだが、その理由は、その下の各論のところをみると——各論のところはまだ全部違うということだと、これはまた違ってくるのだが——、輸出は全体として「増加」なので輸出は良いとして、設備投資、個人消費も「増加基調をたどる可能性が高い」と「基調」なのだ。それから住宅は「低調」で「回復」というので、拡大のところまでまだいかない。生産も「増加基調をたどる」という。それらを全体として一言で言い表わせれば、私はこれで良いのかと思う。一つ参考に伺いたいのだが、2004年の表現は主文の方について「基調として」と付けたのか、それとも先行きについてか。

前田調査統計局参事役

2004年の当時は、まず主文について、「基調としては回復を続けている」としたが、先行きについては、「先行きについても、景気は回復を続けていく」としていた。

岩田副総裁

「回復を続けている」か。「回復」だったか。

野田委員

「基調」はないのだな。

前田調査統計局参事役

「基調」はない。ただ同時に、あの当時はIT調整なり、原油価格の上昇について若干リザベーションの表現も別途入っていて、「なお、IT関連需要…引き続き留意する必要がある」ということも入っていたので、全く今回と同じ構成ではないということでもある。

福井議長

もし今回これと違った文章にすると、例えば「先行きを展望すると景気は緩やかな拡大に復するとみられる」と。

前田調査統計局参事役

「復する」というと今拡大していない。

福井議長

今は減速か。

前田調査統計局参事役

然り。あるいは——これが良いかどうか分からないが——例えば「景気は当面減速するものの、より長い目でみると緩やかな拡大を続けるとみられる」というような。

水野委員

物価と同じようなイメージだな。

西村委員

それが一番分かりやすい。

須田委員

その方が良い。それが良い。

前田調査統計局参事役

これはちょっと今ここで私が思い付いたものなので……。

福井議長

比較をしなくてはならないので、もう一回正確におっしゃって頂きたい。

前田調査統計局参事役

「景気は、当面減速するものの」。

福井議長

「当面減速するものの」。

前田調査統計局参事役

「、より長い目でみると」。

福井議長

「先行きは」ではいけないのか。

岩田副総裁

「当面」だからな。でも「先行きについては」か、そうか。「当面」から始まる訳か、そうすると…。

野田委員

「先行きについて」…。

武藤副総裁

「先行きについても」から始まるのではないのか。

福井議長

「先行きについても」というのは残すのか。

前田調査統計局参事役

否。ここに「先行き」と書いてあるが。

福井議長

「景気は」から始まるのだな。

前田調査統計局参事役

否。「先行きについても、景気は」となっている。

岩田副総裁

先行きが少しだぶってしまうのだな。

武藤副総裁

「より長い目でみると」という表現なのだな。

福井議長

「先行きについても」という文章は要らないのではないか。

前田調査統計局参事役

要らないかもしれない。

福井議長

「景気は当面減速するものの、先行きは緩やかな拡大を続けるとみられる」。

前田調査統計局参事役

ただし、その場合は「当面」は先行きではないのかという話になる。

野田委員

この場合、当面の後の先行きなのだな。

岩田副総裁

「より長い目でみると」が付いているから。

福井議長

「当面」というのは for the time being と暫く先のことを言っている。

前田調査統計局参事役

ただ、例えば下の方の「物価の先行きについて」とあって、物価の先行きについて、当面上昇を続ける可能性が…。

水野委員

物価と同じような感じにしたなと思った。

前田調査統計局参事役

それとの整合性でいけば、例えば「景気の先行きについては、当面減速するものの」、「より長い目でみると」が良いかどうかは分からないが。

福井議長

「その後拡大を続けるとみられる」。

前田調査統計局参事役

「その後緩やかな拡大を続けるとみられる」。

福井議長

「その後緩やかな拡大を続けるとみられる」。

武藤副総裁

「先行きについても」という言葉は。



福井議長

「先行きについては」である。

水野委員

「景気の先行きについては」。

前田調査統計局参事役

「景気の先行きについては、」、「当面」が入って、「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」。

福井議長

それが一番実態に合っている。

前田調査統計局参事役

実態は合っていると思う。

稲葉理事

今減速しているかどうかは「みられる」というステータスであるのに…。

水野委員

そうか。

稲葉理事

直ぐ先の将来が減速するというのは、確率的にはかなりの確度を持って言うということに…。

福井議長

それでは「当面減速するとみられるものの」と。

稲葉理事

それだと事例がある。

雨宮企画局長

「みられる」、「みられる」に…。

前田調査統計局参事役

「みられる」、「みられる」ではなくて…。

雨宮企画局長

一番最後の「みられる」で全部受けるということで良いのではないか。

前田調査統計局参事役

そう考えられると思う。

岩田副総裁

そうだな。当面も両方含めて。

福井議長

「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。」と。

「みられる」が全部受けると。

前田調査統計局参事役

然り。

岩田副総裁

宜しいのではないか。

野田委員

一時的な減速——私も先程一時的と勝手に申し上げたのだが——ということであれば、なぜ一時的であるかということ——やはり改正建築基準法問題——がやはり出てくる訳である。ここの組み立てとしては、いちいちその背景については説明しないというのがポリシーなのか。

前田調査統計局参事役

背景説明では説明しているのだが、既に住宅についてはここ数か月落ち込んでいることを右にあるとお書きしていた訳で、その時に書かなかったものをここにきてわざわざまた書くのは…。

野田委員

なるほど。それだけの理由だな。

前田調査統計局参事役

然り。あとは…。

野田委員

特にこだわらないのだが、先程来「当面」と「先行き」で議論しているから、なぜ当面かというところはもう少しはっきり分かりやすくした方が良いのかなという単純な思いである。特にこだわりはない。

福井議長

それではこういう文章で如何か。「景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。」。宜しいか。他の点は如何か。宜しいか。それでは修正を施したうえで決裁をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げます。賛成 9、全員一致である。

福井議長

先程の点に修正を施したうえ、全員一致で可決をした。金融経済月報であるが、今の基本的見解の部分は即日公表である。今日の 15 時公表を予定している。なお、背景説明であるが、必要に応じ執行部で修文を施したうえ、21 日金曜日の 14 時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（10 月 31 日、11 月 12～13 日開催分）の承認

VII. 2008 年 1 月～12 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

次に議事要旨の承認に移る。10 月 31 日開催分と 11 月 12 日、13 日両日開催の 2 件である。既にお目を通して頂いたかと思うが、ご承認頂けるか。

次は、明年の1月から12月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認について1枚紙をお配りしていると思うが、ご確認頂いてこれで宜しいか。宜しいか。それでは、議事要旨2件と今の開催予定日、併せて3件の決裁をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（10月31日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（11月12～13日開催分）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

[2008年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日等について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは採決の結果を申し上げる。10月31日の議事要旨、それから11月12、13日の議事要旨、それから来年の開催予定等に関する件、いずれも賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨及び金融政策決定会合開催予定日等の計3件については、全員一致でご承認を賜った。この議事要旨の2件であるが、26日水曜日の8時50分に对外公表を予定している。それから政策決定会合の日程については、本日の会合終了後、速やかに公表させて頂く。

VIII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、明年の1月21日及び22日、両日の開催の予定である。宜しくお願い申し上げます。なお、決定会合における議論の内容及びそのプロセスについては、ご自身の発言も含め、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。決定会合への信認確保の観点から、政府出席者の方々を含めこの場にいらっしゃる全ての方々におかれては、厳正な機密管理をお願いしたいと思う。それでは事務局の方で解禁時刻を確認して頂きたいと思う。

執行政策委員会室企画役

申し上げます。解禁時刻12時51分の予定である。

福井議長

解禁時刻は12時51分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道解禁まで会議室からお出ましにならないようお願いしたいと思う。政府からご出席頂いているの方々におかれては、控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時47分閉会)

以 上