

機密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年8月18日（14:00～16:51）

8月19日（9:00～12:25）

場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総裁）

西村清彦（副総裁）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（〃）

野田忠男（〃）

中村清次（〃）

亀崎英敏（〃）

政府からの出席者：

財務省 川北 力 大臣官房総括審議官（18日）

竹下 亘 財務副大臣（19日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
企画局長	雨宮正佳
企画局参事役	関根敏隆
金融市场局長	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	沼波 正

（事務局）

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

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告、明日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営等に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏め及び採決、それから7月14日、15日開催分の議事要旨の承認である。本日の政府からの出席者は、財務省は川北力大臣官房総括審議官、内閣府は藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。7月から政策委員会の総括判断は、毎回の会合後の公表文で示すこととして、金融経済月報は執行部作成のレポートという位置付けとなった。そこで、本日は、各局からの報告の後で、執行部報告の纏めとして、金融経済月報の概要について、執行部から報告してもらうこととする。各報告毎に質疑応答の時間を設けたいと思う。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、最初に金融調節、金融・為替市場動向について、金融市場局からお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）でご説明する。まず、図表1-1である。無担保オーバーナイトレートの推移をご覧頂くと、誘導目標近傍の極めて狭いレンジで推移している。続いて、図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、7月の積み期——ちょうどこれは先週の金曜日

に終わった——は、期を通して積みは順調に進捗して、然したる起伏もない平穏な積み期であった。各業態ともほぼ所要並みで着地している。こうした中、はを上げるために 6 月から開始した

させていて、運用残高は足許ではを超えている。このように短期金融市場は大変に落ち着いていて、緊張が消えてしまったかのようにもみえる。ただ、背景を探っていくと、この円市場の落ち着きはドル逼迫の裏返しという構図がみえてくる。つまり、ドルの強い調達需要を満たすために、為替スワップ市場で円をドルに替える動きが拡大してきている。こうした操作は元々外銀が行っていたが、ここへきて邦銀も加わっている。どうしてかと言うと、大手邦銀は外銀の肩代わりでシローンなど外貨建ての資産が膨らんできている。これをファイナンスするために為替スワップを多用している。このため、円転コストという点からみると、このところほぼ恒常に低い状態が続いている。これに伴って、円転コストと裁定関係があるユーロ円レートも、図表 1-3 の 08/4 月積み期以降の短期金利のグラフにある——細線でお示ししている——ように、0.5%を下回ることがこの頃多くなっている。黒線がコールレートで、レポ・レートのアンカーとなっている。つまり、低い円転コストで円を調達した一部の大手外銀がこれをコールやレポで運用している結果、短期金融市場の安定がもたらされているといった図式である。外銀全体としても、最近では円転あるいはユーロ円のコストが低いので、調達割合を高めている。このため、図表 1-5、<取り手別>のグラフでコール市場の取り手別の内訳をご覧頂くと、このグラフにはっきり表われているように、外銀——ポツ印で表わしている——は、コール市場への依存をかなり減らしてきている。この結果、外銀がコール市場で取り上がる事が減って、コールレートの安定に寄与しているということである。このように円の短期市場の安定は、為替スワップ市場での強いドル需要と裏腹の関係にある。言い換えれば、足許の安定は為替スワップ市場の機能に依拠したものと言える。その為替スワップ市場の取引高は足許急速に拡大してきている。図表 1-8 をご覧頂く。これは東京外為市場委員会が行った直近のサーベイ結果である。こ

れが示すように、為替スワップ取引は対国外を中心として前年比4割の勢いで拡大している。今のところ、この為替スワップ市場の機能に問題が生じている訳ではないが、今後市場流動性などの面で変化が生じていないか、よくみていく必要があると思っている。

続いて、図表1-6、最近のオペの実施状況をご覧頂く。幾つか特徴点があると思う。第一は、短期金融市場は大変落ち着いているので、この7月の積み期は一度も即日供給オペを実施しなかった。第二に、これも市場の安定を反映しているが、長いオペも短いオペも落札レートが低下傾向にある。まず、長めのオペについて。共通担保（全店）オペと、それから共通担保（本店）オペのT+2の3か月物の長いオペは、7月末までは落札決定レートが0.57%であったが、これは足許0.56%に低下してきている。8月11日以降オファーしている共通担保（本店）オペの長めのオペは、足がもう11月に掛かってきている。それにもかかわらず、落札レートが低下しているということは、今のところは中間期末要因がまだあまり意識されていないということかもしれない。今長いオペを申し上げたが、レートの低下傾向は1か月以下の短いオペについても同様にみられる。これは共通担保（本店）オペ、そして国債買現先オペ共通である。こういった短いものについては、今、落札決定レートが0.52%とか0.53%と低位安定してきている。これが第二点。それから、第三点である。国債買入オペで期近債の落札割合が再び増えている。9月の国債償還の接近に伴って、

が期近債の売却を前倒しで進めているためである。この表でお示ししている7月16日以降のオファーの買入オペで、買入国債に占める期近債の割合が再び増加している。以上が金融調節回りである。

続いて金融・為替市場の動きについて、図表2-1からご説明していく。全体像としては、前回決定会合以降の市場のセンチメントの変化という点をみると、原油そしてコモディティの価格低下でインフレ懸念が後退し、代わりに景気の下振れが主たるリスクとして市場では意識されるようになっている。日本について言えば、鉱工業生産指数が予想外に弱かつたことがセンチメント弱気化のきっかけになっているようである。こうしたセ

メントは、各種の金融指標に表われている。まず、ターム物のレートについて、図表 2-1、(2) で短国レートをご覧頂く。利上げ観測の後退あるいは投資家の旺盛な需要によって、短国の 6か月あるいは 1 年のレートが低下してきていて、足許では 0.575% 辺りとかなりフラット化が進んでいる。図表 2-2、(2) のグラフで、LIBOR-OIS のスプレッドをご覧頂くと、日本も含めて各国とも高水準で横這いとなっていて、短期金融市场の緊張感の目立った改善は窺われていない。図表 2-3、政策金利の先行きの市場の見方について、(1) のグラフでまず OIS のレートをご覧頂く。グラフ上の黒棒が直近である。お示ししているように、足許では期先のものまで 0.5% 辺りでフラットになっている。利上げの確率という観点——(2) のグラフになる——からみても織り込み度は低下していて、足許では来年の半ばまでの利上げ確率は、ほぼゼロになっている。これと呼応して、図表 2-4、(1) のグラフにあるが、ユーロ円金利先物のフォワードレート・カーブもフラット化が進んでいる。このような OIS あるいは金先レートには、利上げの時期が遠ざかったという市場の金利観が表われていると思う。ただ、市場参加者に対するヒアリングなどからみる限り、利下げまで織り込む向きは極く一部に限られていて、そういう意味で政策金利は当分動かないというのが市場参加者の現在の一般的な金利観とみている。

図表 2-5、長期金利である。長期金利は、欧米金利の低下あるいは我が国における景気の下振れ懸念から低下していて、10 年債で申し上げると 1.4% 台が定着している。目線は随分下がってきてていると思う。図表 2-6、イールド・カーブの動向のグラフで、イールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、中期ゾーンを中心に全ゾーンで低下している。ただ、先程申し上げた市場の金利観——政策金利は当面はフラット、つまり利下げまでは織り込まない——を前提とした場合、市場参加者のレートの下限についての目安は、2 年債で 0.7% 位、5 年債で 1.0% 位、そして 10 年債で 1.4% 程度と言われていて、景況感とか金利観がさらに悲観的にならない限り、これ以上の低下余地は限られてきているとみている。利下げまでも織り込

み始めた欧州に比べて、この間の日本の長期金利の低下が相対的に小幅にとどまっているのは、こういった金利観の差があるかと思っている。図表2-7で市場流動性についてみておく。長国先物の値幅、出来高比率の推移をお示ししている。この指標とか若干他の指標をみても同じことが言えるが、市場流動性は回復基調にあるが、まだ回復し切れてはいないとみている。図表2-8で市場参加者が注目する債券利回りの変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、物価動向——斜線——のウエイトが低下している。一方、景気動向——黒——のウエイトが大幅に高まっており、これが金利低下要因として認識されるようになっている。

続いて、クレジット市場にいく。日本のクレジット市場は欧米市場に比べれば依然安定しているが、クレジット・イベントが発生しているので、投資家は選別姿勢を強めている。グラフの説明の前にこのクレジット・イベントについて若干触れておきたい。クレジット・イベントを直近で申し上げると、アーバンコーポレーションの8月13日の民事再生法適用申請である。公募社債のデフォルトとしては、スルガコーポレーション、ゼファーに続いて3か月連続、3件目になる。アーバンの破綻の社債市場への影響という点では、ある程度は予想されていたほか、社債の残高が200億円と比較的少額、そして投資家もいわゆるアクティブ系年金に限られていたので、今のところ社債市場全体への影響が広がるといった事態には及んでいない。ただ、新興不動産業に対して非常にセンチメントが悪化していて、今、市場で言われているのは、JAPANだのUSAだの頭文字で表わす個別先が破綻予備軍と意識されている。これらの企業の決算日あるいは社債の償還日に向けては市場の緊張感が高まると思っている。類似のデフォルトで、特定業種の他、低格付・BBB格銘柄に対する主要投資家だったアクティブ系年金がかなり損傷を受けているので、今申し上げたような特定業種あるいはBBB格については、事実上買い手が不在の状態になっている。従って、図表2-9、(1)のグラフでBBB格銘柄の対国債スプレッドをご覧頂くと、グラフ上では縮んでいるようにもみえるが、これは集計対象の銘柄入替えといった要因があるので、実勢は買い手不在を

映じて BBB 格のスプレッドは拡大傾向にあるとみている。そして、図表 2-10 で CDS のプレミアムをご覧頂く。このグラフで黒太線でお示ししているのが日本市場のプレミアムである。拡大図をご覧頂くと、前回決定会合以降、一旦縮小したが、その後また拡大している。背景は、一般的に言えば国内景気、企業業績に対する先行き不透明感が高まっていることであるが、ここへきて消費者金融銘柄の格下げが起きているし、今、申し上げたアーバンコーポレーションの破綻に伴う市場センチメントの悪化といった様相もあると思っている。これが、クレジット市場である。

続いて、株式市場にいく。図表 2-11 である。(2) あるいは(3) に示す欧米の株価は、5 月以来の下落トレンドがちょうど前回決定会合以降——線を引っ張った 7 月の半ば以降——安定してきている。ただ、非常に動きは荒っぽい。これに対して、(1) でお示ししている日本の株価はあまりついていき切れていない状態である。日経平均は 1 万 3,000 円台であるので、ほぼ前回決定会合並みの水準となっている。日本株が反発力を欠いているのは、国内景気あるいは企業業績の見通しが慎重化するという国内要因が足を引っ張っているためである。ただ、その動きをよくみると、どうも海外投資家によるポジションの巻き戻しによってやや増幅されている面もあるかと思っている。つまり、これまでの動きを振り返ってみると、ちょうど 5 月の頃からグローバルにインフレ懸念が台頭してきた訳であるが、その中で日本株はインフレ・リスクが相対的に小さいとしてむしろ買われてきてきた。そうした、日本株のロング・ポジションが恐らく今ここへきて巻き戻されていることがこの価格の動きの中に表われているのではないかと思う。実際、図表 2-12 の主体別売買動向の表で外国人の列をご覧頂くと、5 月、6 月は買い越したが、7 月以降は足許まで売り越し基調が続いている。この図表の中にはお示ししていないが、日本株のうち売られているのは輸出、ハイテクのほか、不動産などの業種である。アーバンの破綻後は、注目しておく必要があるかと思っているのは、債権者銀行と目される一部の地銀の株にも売り圧力が増していることである。こういった点は注目している。東証 R E I T 指数の推移は終始軟調

である。REITに対する格下げ圧力が高まっていて、厳しい資金調達環境が続いているとみている。

図表 2-13、為替相場の動きにいく。為替相場は、7月の半ば位までは米国金融システム不安からドル安、その後はドル買い戻しといった大きな流れになっている。従って、(1) のグラフの右側にあるように、ドル／円相場——黒太線——は、ちょうど 7月の半ば——前回決定会合の頃——に一旦 103 円台をザラ場でつけたが、その後ドルが買い戻されて足許は 110 円台での推移になっている。一方、ユーロ／ドル相場——グレーの線でお示ししている——で、ドルはユーロに対してもっと値上がりしていて、足許では 1.47 ドル位までドル高ユーロ安が進んでいる。この結果、(2) のグラフ——これは名目実効為替相場になる——に表われているように、ドルが上がる一方、ユーロはかなり急速に低下していることがご覧頂けると思う。ドルが強い要因は、図表 2-14、(1) のグラフで枠内に囲ってあるとおり、原油価格の下落と金融システム不安が一旦は後退していることだと思う。一方、ユーロの弱さは、(2) のグラフでやはり枠内に記載しているとおり、このところ、ユーロ圏景気指標が弱くて、経済成長の下振れ懸念が意識されるようになっていることが背景にあると思う。円はいわばその狭間にあることであって、対ドルでは円安、対ユーロでは円高という展開になっている。足許では、このようにドルが買い戻されている。この買い戻し基調がいつまで続くか、このままドル高基調が定着するかと言うと、必ずしもそうはいかないのではないかとみられている。米国の景気の先行きには不透明感が残っているし、何より米国の金融システム不安も燻っている。従って、ドル反落リスクは依然として認識されている訳であって、図表 2-15、(2) のグラフをみてもリスク・リバーサルはドルのプットオーバー幅が相応に深くて、先行きの円高懸念がなお根強いことが示されているかと思う。図表 2-17 でクロス円相場をみておく。この図表 2-17 でお示ししているように、7月中旬以降かなりクロス円が下落してきている。特に目立つのは、オーストラリアドルあるいはニュージーランドドルである。背景は、これらの国における景気減速懸念、金利先安観、そして商品

市況の下落といった要因である。図表 2-18、(2) のグラフにお示しするように、これらが下落する過程では、いわゆる日本のリテール投資家は外為証拠金取引でコントラリアン、逆張りをして、円のショート・ポジションを積み上げていた。ところが、これが、ファンド筋に狙い撃ちされるような形になって、オーストラリアドル、ニュージーランドドルを売り込まれて、相場が継続して下落したことから、損失が拡大している。最終的にはロスカットを強いられて、極く直近では、円ショート・ポジションのうちの 2、3 割がクローズされている。そして、クロス円相場は改めて下落を加速した面もあったと思っている。ただ、減ったとは言っても、(2) オーストラリアドル、(3) ニュージーランドドルでは、なお円のショート・ポジションが結構残っているので、まだこれら通貨の下落を加速するメカニズムが残っているとみている。

最後に、図表 2-20 について頂いて、コモディティである。総じて軟調、(1) のグラフで示した原油それから金の下落幅が特に大きくなっている。原油の下落は基本的にグローバル景気の下振れ懸念で、需給逼迫見通しがやや薄らいだことが基本的な背景であるとは思う。ただ、ここでもポジションのアンワインディングがあると思う。つまり、グローバル投資家がこれまで蓄積したコモディティ買いの株売り、あるいはコモディティ買いのドル売りといったポジションが、今巻き戻っている。これが原油などの価格下落を増幅している面がある一方で、ドルが買われているといった動きになっているのではないかと思う。どこまで原油について相場が下がっていくのか、相場観はなかなか見極めがたいが、図表 2-21、(2) のグラフで NYMEX における原油オプション取引のストライク・プライスの分布状況をみると、少しみにくいが、プットオプションは最近 100 ドルないしは 110 ドルの残高が大きくなっているので、この辺の水準が意識されていることは言えると思う。ただ、コールにしてもプットにしても分布の範囲は相変わらず広いので、見方が収斂している訳ではないと思っている。以上、みてきたように、全体とすると短期は、円転コストの低さがいわばアンカーになって安定をしている。この間、我が国の景況感の慎重化から

利上げ観測は消えている。日本株の停滞、ドルの買い戻し、コモディティの下落なども基本的にはグローバル景気後退懸念を映した動きと思うが、先程申し上げたポジションの巻き戻しによってやや増幅されている面があると思う。この間、日本のクレジット市場については、全体としては安定を維持していると言って良いと思うが、新興不動産での連続破綻がセンチメントを悪化させている点は注意を要すると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。

須田委員

為替スワップ取引——為替スワップを利用した資金調達——が増えているということだったが、オーバーナイト物か、あるいはターム物か。

中曾金融市場局長

短いところと長いところ両方で、ニーズがある。ただ、そのニーズも性格は少し違う。つまり翌日物のようなところは日々の円転ニーズだが、例えば半年位のタームでは邦銀が外貨建てシローンのファイナンスをスワップで繰り回していることがある。もっと長いところにいくと、例えばサムライ債で円を調達したのをベーススワップで外貨に転換しているといった動きもある。従って、幅広いターム、色々なマチュリティで、円転、為替スワップが盛んに使われているが、その背景を探っていくと、それぞれのニーズは多少違うところがある。

須田委員

流動性について懸念すると言った場合、どの辺か。

中曾金融市場局長

流動性を計るものがなかなかないが、今のところ、我々が市場参加者か

ら聞いているところでは、例えば昨年8月とか11月、今年度末に掛けてよりは、今はまだ流動性があると言っている。ただし、ある程度ドルに需要が偏っているので、ドルのプレミアムが上乗せされる形になっている。つまり、ドルベースでコストを弾くと、結構高いものになっている。ただ、言い方を換えれば、コストさえ払えばドルが調達できる状態である。さらに言えば、それでもドルを取る旨味が邦銀にとってあるのは、彼らが肩代わりしているシローンはスプレッドが結構厚い——従って、多少、彼らからするとドル転のコストが高くなっても十分に利鞘が確保できる——、ということかと思う。今のところ流動性はある。

白川議長

欧米の短期金融市场のストレスの具合なのだが、いつもみている図表2-2、LIBOR-OISスプレッドで3か月物をみると、先程の説明にもあったとおり高水準で横這いである。LIBOR-OISスプレッドも、3か月ではなくて例えば6か月とか1年とかもっと長いタームでみると、足許、欧米は上がっているようにもみえる。オーバーオールな短期金融市场の緊張感は先程の高水準で横這いという評価で宜しいか。

中曾金融市场局長

ターム物、3か月位のところは、市場での取引がほとんどできていないと聞いている。従って、このLIBOR-OISもかなり名目的なところがあるのかもしれないが、ターム物の市場は、引き続き機能していない状態だと思う。従って、そういう状況を踏まえてだと思うが、ご案内のように7月末にニューヨークFedの主導でターム・オークション・ファシリティに従来の28日物に加えて84日物——3か月物——を導入している。全体の金額は増やしていないが、3か月物のウエイトを増やしているということは、特にドルのターム物の市場機能が失われている。これを中央銀行の流動性供給で補完している。そういう状態に表われているように、特に長いタームのところでの市場機能は引き続き損傷を受けたままに

なっているのが現状である。

西村副総裁

そうすると、日本と欧米の違いは、日本は一応市場が立って流動性がちゃんとある、しかし、欧米に関して言うならば、立ってはいるが、実際上の取引はあまりなくて、金利指標がどの程度正確かは分からぬといふことか。

中曾金融市場局長

然り。特にターム物のところである。3か月あるいは1か月以上のタームと言っても良いのかもしれない。

須田委員

為替でも金利でも、ボラティリティは少し下がりつつある。そして、利上げは当分ないことを期待するようになっていくと、先行きリスク・アペタイトがどう動くか。今はまだ非常にリスク・アバースの状況にあると考えて良いか。

中曾金融市場局長

今のところまだ相応にリスク・アバースなのではないか。為替も債券もボラティリティは一頃よりは下がっているが、なお水準的には高いとみている。そういう意味では、まだ非常に不安定な状態が続いているのではないかと思う。

亀崎委員

原油について。先程の説明にあった、グローバル経済の減速を反映して調整しているとのことに加えて、CFTCがオランダの投資ファンドを摘発したり、あるいは空売りを規制したり、個別の手持ちを監視するということもワークしているのではないかと思う。この二つの大きな要因は当面

少し変わりようもない気もするので、かつてのようにハリケーンがきたからまた飛び上がるという地合いにはもうなくなってきたているのではないかと思うが、どうか。

中曾金融市場局長

先程、詳しく申し上げなかつたが、コモディティ価格の足許の安定化には実需減退の可能性、つまりグローバル景気の後退、それから多少ポジションの巻き戻し的な動き、そしてもう一つ上げるとすると、おっしゃつたような規制・監督強化の動きも寄与していると思う。これはおっしゃつたような建玉規制、あるいは監視強化という中身が影響しているほか、エネルギー投機抑制法案と今言われているものも今は未成立であるが、これが成立するだろうという見通しで、多少取引が控えられているところがあると思う。しかし、これはもう少しみてみないと分からぬと思う。もう一つ、グラフで非常にみにくいが、原油のネットポジションが、今、売りの方に出ていている。下側に少し突き出ているが、投機筋のポジションはむしろショートになっているので、このような要因がそれぞれ組み合わさって足許の原油価格が少し下を向いてきていると思う。ただ、繰り返しになるが、先行きは非常に見極めがたい感じがしている。景況感もまたどこかで変わるかもしれないし、何よりもどこかに投資資金が消えてしまう訳ではない。またセンチメントが変われば、これが流入してくる可能性もあると思うので、一概に下降トレンドに完全に入ったという感じにはならないのではないか、と思っている。ただ、足許は、先程申し上げたプットオプションのストライク・プライスの 100 ドルとか 110 ドルにかなり接近してきているので、接近するに伴つて、このヘッジ売りなどが出てきて、目先は下を試す動きがあつても不思議ではない地合いになっていると思う。

野田委員

年金の資金というのは、頻繁に出入りがあると考えて良いのか。

中曾金融市場局長

いわゆるインデックス・スペキュレータというのを辿っていくと、これは年金のお金だと言われている。よく言われているのは、あまり出入りはしない。入るのであれば入りっ放しになるという性格のお金だと…。

野田委員

本来そうであろうとは思う。

中曾金融市場局長

逆にあまり下落がはっきりしてくると、抜けていく可能性はあると思う。

須田委員

ヘッジファンドで結構儲かっているのがコモディティの分野である。そこから9月末へ向けて資金を引き揚げる際の期限が、ちょうど8月半ば位。そういう動きで、引き揚げられていることもあるのか。

中曾金融市場局長

恐らくあると思うが、かなりの規模でという話は聞いたことがない。一般的には、ヘッジファンドは、7月以降、運用実績がまた悪くなっていると言われているので、あっても不思議ではない。ただ、アネクドータルでは大きな引き出し、清算があったとは聞いていない。

野田委員

説明がなかったが、図表2-21、(1)のカーブを実際にみると、どう理解すれば良いか。

中曾金融市場局長

これも説明がしにくいので、省いてしまった。

野田委員

しにくいのをわざわざ呼び起こしたということか。

中曾金融市場局長

見方は、細線が先物の価格である。太いグレーの線はいわゆる実需アナリストの相場見通しである。実需アナリストの見方では先行き横這いから低下を表わしている。敢えて言えば、いわゆる実需をみている人は、原油は今後、下落していくのではないかという見方が、ここに表われているのではないかと思う。

野田委員

先物は若干金融的な色彩が入っていると理解するという感じか。

中曾金融市場局長

(2) を合わせてみた場合に、どのようなオプションの分布状況になっているかということである。

中村委員

去年までの上昇トレンドからすると、80 ドル位が居心地が良いという見方なのかな。

中曾金融市場局長

然り。ただ、ストライク・プライスの分布の読み方であるが、80 ドルのところよりも先程申し上げたように 100 ドルとか 110 ドルが増えてきている。これは売り遅れのリスクヘッジとみれば、この辺までできたら売っておいた方が良いだろうという感覚が表われていると思う。少し、目線は上がっているのかもしれない。

中村委員

図表2-10のCDSプレミアムである。先程説明されたように、円のプレミアムが上がっているのは、不動産とか消費者ローンのプレミアムも上がったから跳ねているということか。

中曾金融市場局長

一般的な背景としては、倒産が増えているとか、景況感が悪化しているということであるが、この間、7月末からの上昇の中身をよくみてみると、銘柄的には消費者金融のプレミアム上昇幅が大きい。これらについては、一部の格付機関から格下げされているので、これが影響している。それから、もう一つは、極く極く直近であるが、アーバンの破綻に伴う市場センチメントの悪化も効いているとみている。

白川議長

他はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外情勢について、国際局からお願ひする。

沼波国際局長

資料-3（参考計表）（追加分）、今日お配りした資料をご覧頂きたい。
図表1、米国である。個別の計数を見る前に概観を申し上げると、米国経済は停滞を続けているとの判断に変更はない。第2四半期の実質GDPは第1四半期に比べて伸びを高めたが、一つは個人消費の伸びで、所得税減税の一時的な効果が主因、それからもう一つの純輸出も今後の世界経済の減速に伴って伸びが鈍化する可能性が高いことを考えると、いずれにしてもサステイナブルな成長押し上げ要因とは言えないと思う。事実、第3四半期入り後は、弱めの指標が目立っている。振り返ってみると、今年の

初めの米国経済に関する見通しは、年後半からの緩やかな回復を期待する先が多かったが、現実に起きていることは、むしろ年の前半に一時的に成長が押し上げられた後、年の後半は住宅市場の不振持続、雇用情勢悪化、金融環境のタイト化という逆風に、これまでのエネルギー・食料品価格上昇の影響も加わって、停滞色がさらに強まる展開になる可能性が高いと考えている。こうした状況を背景に、今月 5 日の FOMC の後のステートメントでは、前回会合後のステートメントにあった「成長に関わるダウンサイド・リスクは幾分減少した」という表現が削除されている。

それでは、個別の計数をご説明する。まず、1. 実質GDP の第 2 四半期は前期比年率 +1.9% で、第 1 四半期の同じく +0.9% 対比で伸びを高めた。ここには書いていないが、内訳をみると、純輸出の寄与度が資本財輸出の増加などによって +2.4% という随分高いものになっている。統計を遡っていても、なかなかこのように高い数値はみつからず、1980 年第 3 四半期に寄与度で +3.0% というのがある。それ以来の約 30 年振りの高い輸出の寄与度となっている。個人消費は、所得税減税による一時的な押し上げを主因に、伸びが前期比年率でみて第 1 四半期の +0.9% から第 2 四半期の +1.5% にやや高まっている。5. 小売売上である。我々がみているベースでみると、5 月は前月比 +0.6% 、6 月 +0.5% 、7 月 +0.3% で徐々に伸びが低下してきている。所得税減税の還付額は総額 1,000 億ドルである。4~6 月でこのうち約 780 億ドルが既に還付されているので、減税の効果は剥落しつつあるとみられる。6. 自動車販売の 7 月である。低水準の前月からさらに減少して 1,297 万台で、1992 年 4 月、1,255 万台以来の低い水準になった。7. 消費者コンフィデンスの 7 月は、エネルギー・食料品価格の上昇、それから雇用環境の悪化などから引き続き歴史にみて極めて低い水準にとどまっている。それから、住宅市場である。引き続き大幅な調整が続いている。8. 住宅着工の 6 月は、7 月 1 日のニューヨーク市の建設条例変更前の駆け込み需要という特殊要因でやや増加しているが、4~6 月を均してみるとなお減少が続いている。住宅在庫がなお高水準である中で、9. OFHEO の住宅価格指数の 5 月も大幅な下落を続けているというこ

とで、住宅を巡る状況は変わっていない。12. I S M指数の7月は、製造業、非製造業ともに改善、悪化の分岐点である50近傍で引き続き推移している。それから、15.雇用者数の7月は前月比-5.1万人で、7か月連続での減少となっており、14.失業率も5.7%に上昇している。ここに数字は出でていないが、時間当たり賃金は、このところ緩やかな低下傾向を続けているということである。16. C P Iの7月のヘッドラインはエネルギー・食料品価格の上昇から前年比上昇率+5.6%で、1991年1月の+5.7%以来の高水準になった。一方、コアも前月比では2か月連続で+0.3%と、やや高めの上昇率を続けている。以上、米国である。

欧洲である。図表2-1である。欧洲経済に関する評価は、今月若干引き下げていて、前月まで緩やかに減速しつつも成長を続けているという評価にしていたが、今月は減速傾向がやや強まっていると判断を変更している。設備投資の増勢が鈍化しているほか、個人消費も横這い圏内の動きとなっていることが、判断の変更の背景である。金融政策をみると、E C Bは8月7日の政策理事会でご承知のとおり政策金利を4.25%で据え置いているが、トリシェ総裁の記者会見で、世界景気の減速や商品・原油・食料品価格の上昇による所得の流出といったリスクが顕現化している点を何回も強調していた。これを受け、市場では一時の利上げ観測が後退し、当面金利据え置きといった見方が現在は大勢になっている。個別の計数である。1. 実質G D Pの第2四半期が出たが、前期比年率-0.8%で、1995年のこのベースの統計開始以来初めての四半期ベースでのマイナス成長になった。同日発表されたドイツ、フランスの第2四半期の実質G D Pもいずれもマイナス成長となっている。2. 域外輸出の5月は、4月に大幅増加した後、かなりの減少となっている。4、5月を均してみると小幅の増加となっているが、先行指標の一つである3. ドイツの海外受注は減少傾向が続いている、先行きの輸出減速を引き続き示唆しているとみられる。4. ドイツの国内投資財受注の6月は、2か月連続で減少し、4~6月を均しても-2.8%という大幅な減少となった。ドイツの建設受注は同じく減少、4、5月の1~3月比で-6.9%である。これと合わせてみると、先行きの

設備投資の減速を示唆しているとみられる。6. 小売売上数量の6月は、高温で押し上げられた5月から減少し、4~6月均してみても-0.9%で3四半期連続の減少となった。7. 新車登録台数の6月も2か月連続で減少している。8. 消費者コンフィデンスの7月も、エネルギー・食料品価格高や景気、雇用の先行き不透明感を受けて悪化を続けている。10. PMIの7月は、製造業、サービス業とともに6月に改善、悪化の分岐点である50を下回った後、7月もさらに低下し、いずれも2003年6月以来の低水準となっている。これらは、先行きの輸出、生産の減速感の高まりを示唆しているとみられる。12. 消費者物価の7月である。前年比上昇率は+4.0%で、前月と同水準、1992年4月以来の高水準を続けている。

続いて、図表2-2、英国にいく。住宅市場の調整の深刻化にエネルギー・食料品高の影響も加わって、英国経済は減速が続いている。BOEは8月7日の金融政策委員会で5%の金利据え置きを決定したが、13日に出たインフレーション・レポート公表時のキング総裁の記者会見では成長率は先行き1年間概ね横這い、1~2四半期のマイナス成長の可能性も排除できないという見通しが示されたことを受けて、市場ではこのところ利下げ観測がやや強まってきている。個別の計数であるが、1. 実質GDPの4~6月は前期比年率で+0.8%で、前期から減速している。建設業は減少に転じたほか、鉱工業も減少幅を拡大している。2. 小売売上数量の6月は、天候要因で5月に大幅な増加となった後、減少し、4~6月を均してみると+0.6%で、1~3月の+1.7%に比べてかなりの減速になっている。3. 消費者コンフィデンスの7月は-40で、一段と悪化して、統計開始以来最低の水準をつけている。それから、6. CPIである。エネルギー・食料品価格の上昇を主因に+4.4%で、前月の+3.8%から上昇率がさらに大きく拡大して、1997年の現行統計開始以来、最大の上昇率となっている。先程申し上げたインフレーション・レポートでは、今後数か月以内に+5%までインフレ率が上昇するという見通しが示されている。それから、7. 住宅価格の7月である。9か月連続の低下になって、前年比-8.1%と1991年3月以来の大幅なマイナスを記録している。

図表 3-1 以降、アジアである。アジア経済は景気拡大を続いているが、個別指標をみると、N I E s、A S E A Nを中心インフレによる個人消費の押し下げ効果が徐々に明確になりつつあるように見える。一方、物価面では、エネルギー・食料品価格の大幅上昇からインフレ率の上昇が続いている。金融市場をみると、株価については、米国株の上昇につれた動きの中で商品市況の下落を背景に特に非資源国で上昇する動きが目立った一方、資源国では逆に株価が下落した。この間、中国では株式市場の需給悪化懸念や株価でこ入れ策が実施されないことに対する失望売りなどから、株価下落が目立っている。また、通貨は、アジア全般にドル高の流れの中で下落している先が多い。それから、金融政策面では、インフレ圧力増大を背景に利上げを行う先が引き続き多いということである。個別の計数である。図表 3-1 の 1. 中国である。1. G D P の第 2 四半期は緩やかに減速しているが、依然前年比二桁の伸びを維持している。7 月の 2. 工業生産、3. 小売売上、4. 固定資産投資、いずれも堅調に増加している。それから、7. C P I の 7 月は前年同月の食料品価格上昇の裏が出て、伸び率が前月の +7.1% から +6.3% に低下している。一方、ここには載せていないが、7 月の生産者物価が前年比 +10.0% で、1996 年の現行基準開始以来最も高い伸びとなっているので、インフレの先行きに警戒が必要な状況に変わりはないと思う。こうした中、中国政府は、人民元高の輸出産業への影響に配慮してこれまでの景気過熱抑制スタンスを幾分弱めていて、ご承知のとおり、8 月に入って貸出の総量規制の一部緩和などの措置を実施した。それから、2. インドである。インド経済は減速しつつも高めの成長という姿に変わりはない。物価面をみると、卸売物価は 7 月入り後前年比 +12% 台まで上昇していて、インド準備銀行は 6 月に続いて 7 月も 50bp の利上げを実施した。図表 3-2 以降、N I E s、A S E A N、個別の数字は一々ご説明しないが、エネルギー・食料品価格の上昇を主因に個人消費の関連で悪化を示す指標、あるいはサーベイが出ている。一方、各国の C P I 前年比上昇率も引き続き拡大しているということである。

以上、纏めると、前回会合以降の世界経済は減速傾向をやや強めている

一方で、これまでのエネルギー・食料品価格上昇の影響からエマージング諸国を中心にインフレ率の一段の上昇が続いている。先行きのリスクをみると、景気の面では、米国の住宅市場の調整持続や依然フラジャイルな金融市場を背景とする金融環境の悪化などから、リスクは引き続きダウンサイドにあるとみている。一方、インフレについては、これまで必ずしも十分な引締め策は採られてきていないとみられるエマージングを中心に、リスクはなおアップサイドにあるとみている。この間、このところ原油を中心とする商品市況が下落しているが、これはこうした上下両サイドのリスクを今後どの程度軽減することになるのかについては、まだ判断は難しいと思っている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問あるか。

西村副総裁

ユーロエリアの指標はマイナス成長だが、大方は割とシャロー、それ程落ちていかないだろうと言われている。その根拠はどういうことを考えているか。

沼波国際局長

一つは雇用マーケットをみると、アメリカは既に悪化しているが、ユーロ圏の失業率は、それ自体アメリカと比べると勿論高いが、歴史的にまだ非常に低水準の失業率になっている。そういう意味で言うと、雇用を巡る環境は、勿論国によってばらつきはあるが、相当引き続き好調な状況であることが、一つの支えになっている。もう一つは、よく言われている中欧とか中東に対する輸出依存度が比較的高いので、そこは減速はするだろうが、なお期待できるところが大きい。この二つが主たる背景だと思う。

須田委員

中国について。金融政策というよりも政府の政策全てが引締めバイアスから少し緩和方向に移っていくということだが、輸出関連の中小企業がかなり多い中で緩和すると言っても、原材料コストが凄く上がったことによるマイナスの影響が、日本と同じようにかなりあるようだ。今、緩和姿勢を出すことによって、ソフトランディングを持っていけるのか、それとも、却って世界にとっても安定から逆方向に益々いってしまうのか。その辺の判断はどうか。

沼波国際局長

おっしゃるとおりで、現状、輸出産業に倒産などが多いと増えている。だからと言って、マクロ政策を大きく成長促進の方にシフトする程の変化ではないことは、彼らも十分承知しているので、微妙な修正にとどまっている。彼らも物価面が安心できないことは、十分分かっている。他方、少し前の日本と一緒に、自国通貨高になると輸出産業が大変であるという声が政治的に非常に敏感に受止められやすい国である。そういう意味で言うと、これまでの人民元高によって輸出産業の小企業で相当倒産が出ていることが政治的に無視できないプレッシャーとして政府に掛かってきている。ポーズと言うと言い過ぎかもしれないが、何らかの対応をとっていることはみせざるを得ないので、マクロ政策ではないが、いわゆる窓口指導を多少緩めて中小企業にもう少しお金がいくようにしているとか、あるいは繊維の輸出の税金の還付率を少し上げている。しかし、マクロ政策を大きく転換する情勢でないことも分かっているので、苦しい中で多少ポーズを見せているのが実体だと思う。それは輸出産業からの声は政治的に大きく聞こえる国柄であるからである。北京事務所の情報によると、今の中国政権は親民政策というか、人民に優しい政策をスローガンに掲げている。人民とは誰かということはあるが、輸出産業の悲鳴を無視するのは親民政策ではないと彼らは考えて、そこで微調整を今図っているということではないか。従って、大きなマクロ政策の転換ではないというのはおっしゃるとお

りであるが、ここで済むのかどうか。これから、引き続き輸出産業に色々な影響が出てきた場合に、次は一体何をするかは気になるところではある。

須田委員

国民の目線と言った時に、これまでインフレ率をかなり意識してきたが、そちらも安定させなくてはいけないと思う。そこは少し今後退しているのか。

沼波国際局長

表面的なCPIの上昇率は一応下がってきてるので、引締めは効いていると、今、主張することはできる。ただ、先行きが心配だから勿論マクロ政策は緩めない一方、個別対応で親民のためになることはするというミクロ政策で何とか凌ごうとしているということではないかと思う。

野田委員

先程の総量規制の緩和は、程度問題としてどの程度か。それから、このようにころころ——確かに親民政策はあるが——政策が目先微妙にとは言いながら変わってくることに対する政府への信認は、どういう目でみていいれば良いか。後者の方は少し分かりにくい話だが。

沼波国際局長

総量規制については、全国に展開している銀行が5%増やし、主として地方にある銀行は10%増やすということである。それが個別の銀行に下りていった場合にどの位の影響になるかと言われると、例えば邦銀に聞いてみると——そもそもよくあることであるが——、当局の説明が個別行によって違うということもある。それ程それが大きな影響になるとは、なかなか思えないが、何かやったということにするために一番やりやすい政策措置の一つではないかという気はする。

野田委員

個別の銀行の受止め方がそれぞれによって違うということは…。

沼波国際局長

少なくとも外銀に対して個別に言っていることが、一貫していない。これはよくあることである。それは事実である。

西村副総裁

NIEs、ASEANの図表3-2で、輸出合成指標のうちIT関連寄与度は結構な回復をみせているように見える。韓国と台湾の動きが逆になっているが、韓国の動きは特殊要因によるのか。それとも、ある程度強く回復していると読んで良いか。

沼波国際局長

韓国の輸出。

西村副総裁

輸出である。

沼波国際局長

韓国の輸出は、船舶などに多少振れがあって、7月は結構良かったということである。

西村副総裁

船舶が出たということか。

沼波国際局長

然り。大きいものに振れがある。あまり、この数字は額面どおり…。

西村副総裁

ただ、ＩＴ関連寄与度も結構高くみえ、回復しているようにみえるが。
輸出合成指数の…。

沼波国際局長

第2四半期。

西村副総裁

これは、どういうふうに。

沼波国際局長

前期のマイナスの後ということもある。ＩＴの寄与度が回復しているとか、良くなっているとかいう情報はあまりない。

野田委員

ミクロ情報ではあまりないな。

白川議長

前回会合との変化点として、原油の価格が大分下がってきたが、それとの関連で、資源国、中でも産油国について質問したい。ロシアにしても、中東にしても、マンスリーでデータが整備されている訳ではないのであるが、今、判明しているデータで産油国の短期的な経済動向で何か変化はあるか。その辺は相変わらず好況であるということで宜しいか。

沼波国際局長

来月始めに世界経済を展望する時に、中東とかロシアの数字をみたうえでご説明したいと思う。少しお待ち頂ければと思う。私も知らなかつたが、中東はＧＤＰは年1回しか発表にならないそうであるので、なかなか細かい変化がどれだけ読み取れるかはよく分からないが、取り敢えず大きな図

を一度おみせしたいと思う。

亀崎委員

日本経済の今までの成長減速の背景の一番大きなものは、日本からの輸出の減少である。通関統計の金額ベースの輸出の構成比をみると、アジアが48.3%、米国が19.5%、EUが14.8%、これらで8割を超える。勿論、中東などは凄く好調だが、構成比3.8%しかないので、8割を超えるアジア、米国、EU向けが問題になる。米国向けは明らかで、昨年の10月から一貫してずっと前年比マイナスである。これは非常に分かりやすい。それから、EUについても、以前から調子の悪かったスペインとかイタリアは去年の11月か12月から一貫して前年比マイナスである。ここにきて、アイルランドが1月から、イタリアは昨年末から、イギリスが直近5月、6月とマイナスである。相手国経済の実態が日本からの輸出の数字に表われている。そこで、これから先をみると、イギリスもドイツも減速感が出てきた。14.8%の構成比のEU全体向けが5月は-1.1%、6月は-11.2%と落ち込んできた。ということは、減少傾向が出てきたのではないかと思う。そうすると、残りは構成比48.3%のアジアである。ここはずっと+10%とか+8%の伸びだったのが、6月にきて+1.5%と伸びが落ちた。中国もずっと二桁だったが、6月に入って+5.1%と落ちている。輸出は今まで牽引力、エンジンであった。他に、日本国内で力強い復元を可能にする要素がなかなか見当たらない中で、やはり今後とも日本経済の鍵は輸出が握ると思う。そうすると、これから期待は、中国を含むアジアがどう応えていくかに懸かっている。今日のお話を聞いても減速は少しみられる感じもある。内需も少し弱くなっている気がするが、まだしっかりしている。こここのところが持ち堪えてくれれば、日本の減速もそんなに心配することはないのかとも思うが、その辺はどうか。

沼波国際局長

中国について、成長率は第2四半期+10.1%であったが、第3四半期は

政府系シンクタンクなどの見通しでも、当たるかどうか分からぬが、+10. 幾つ%とほとんど変わらないという予測を出しているそうである。中国は勿論前よりは多少落ちてきているが、基本的に、これが物凄い勢いでスローダウンしていくかというと、そうではない。固定資産投資は多少抑え気味にすれば減るが、少し手を離すとまた吹き上がってくるという感じがまだ強いのではないかと思っている。インドも減速はしているが、やはり高いところは高い。全体としてみると、勿論スローダウンはしているし、それは想定の範囲内であろうが、そこから外れて例えば各国の潜在成長率を大きく下回るところに落ちていくという程の冷え方をしているかと言うと、そのようなことはないし、今のところそういう見通しもないのではないかと思っている。全体として世界経済の緩やかなスローダウンという路線から大きく外れるという見通しは、今のところ、メインのシナリオではないと引き続き思っている。

須田委員

NIEs、ASEANの賃金の動向は分かるか。新聞をみていると、中国とかアジアでも賃金が上がっている。インフレについて、原材料、エネルギーとか食料品の値上げというよりは、セカンド・ラウンド・エフェクトが出始めているということなのか。他方、資源価格は上がっているが、完全雇用という過熱感がない状況で、引締めをやらなくてはいけないということで、国民は大変だという記事もみられる。実質賃金がどういう動きをしているか。

沼波国際局長

手許に数字はない。中国は確かに最低賃金を上げたりしているところはあるが、NIEs、ASEANでは一般にいわゆるセカンド・ラウンド・エフェクトで賃金が上がっていることがインフレのリスクとして大きく注目されているということではなくて、むしろ食料品、エネルギーのCPIに占めるウエイトが高いのでばんと跳ね上がってしまう一方、コアをみると

とそんなに上がっていないという大きな図は変わっていないと思う。

水野委員

幾つかお話を出していたが、新興成長国の経済は、インド、中国の潜在成長率は分からぬが、アジアのデータが比較的信頼できるとすると、資源国の経済規模が小さく、非資源国は大きいので、ゆっくり減速してきているということだろう。一方、この1か月で非常にぐくっときたという意味だと、多分、イギリスとユーロ圏である。実際、中央銀行総裁の発言のトーンがかなり明確に変わってきてている。統計をよくよくみれば、ユーロ圏も、ドイツ以外は弱かった訳だが、ここにきてドイツもかなり悪いデータが出てきている。7~9月の統計はまだないが、ドイツの成長率は4~6月が年率-2%で、ゲタも関係するが、7~9月は多分ゼロとか小幅プラスなら良いかという話である。それから、イギリスもここへきてかなり減速して、もうゼロ成長という言い方をされている。日本の外需という意味では、ユーロ圏の数字が凄く弱くなっていることからして、今後も暫くは厳しいかという感じはしている。何かそれ以上情報があったら。

沼波国際局長

それ以上情報はない。

水野委員

非常に素直に言っているのだろうという気はする。トリシェ総裁などはかなりトーンを変えた。今度はもう利上げを示唆していないとマーケットで受止められており、それも否定をしていない。

野田委員

ソフトデータは、かなり前から悪化しており、それがハードデータで裏付けられたという印象である。

水野委員

然り。しかも、僅か1か月の間で夏休み中だったが、トーンはかなり変わった。特にインプレッシブだったという感じがした。

沼波国際局長

前回は、成長について、年央——第2、第3四半期——が底だという言い方をしており、確かに前回のこの会合でああいった言い方はどうしてするのかよく分からないと私は申し上げたと思う。やはりよく分からぬということ。

水野委員

7月の利上げは何だったのだと、今言われているのか。

野田委員

先程の須田委員のご質問と関連するが、物価上昇はあくまでも外生的な要因が強くて、セカンド・ラウンド・エフェクトの要素はまだみられないようだということである。そうであれば、今、各国が総じて引締めに入っている状況は、言ってみれば、インフレターゲット政策との絡みとか、実際的な利上げの効果は疑わしいものの、(先程の中国の話ではないが)インフレを抑えるような政策姿勢をみせるという要素が強いのか。何が言いたいかと言うと、東アジア、NIES、ASEAN諸国のセカンド・ラウンド・エフェクトの見方が仔細に分かればというところがあって、EMEAの会合などで時々そういう意見も聞こえてくるが、その辺を紹介頂けないか。

堀井理事

1週間位前にもEMEA——オーストラリア、ニュージーランドも含む——で金融政策運営の現場をやっている人達と意見交換をした。引締め気味の政策の一つの心配として、かつてのアジア危機の経験もあるものだか

ら、急激な資本の流れの逆流というか、今まで入ってきた資本が急に出ていくことを起こさないことや、自分達の政策に対する信認を如何に維持するかに非常に腐心している感じがある。従って、政策をしっかりと考えて実行することプラス我々の言うコミュニケーション・ポリシー——国際的な投資家に対する説明も含めて市場との対話——もしっかりとする。さらに、もう少しほじってみると、変なことが起こらないように、あるいは万が一起こった時にも十分対応できるように、市場インフラの整備——例えばレポ市場の強化——とかプルーデンス——金融機関に対する流動性規制の肌理細かい見直し——といったこともやっている。従って、資本の流入の逆戻しのリスクを非常に強く意識して、しかも非常に慎重にかつ事前に手を打っている感じはある。その時に、実際問題、二次効果云々というより、恐らく彼らの頭の中では取り敢えずの金融動乱の地獄絵の悪影響を回避する、あるいは最小限にするところが主眼になっているかという感じを私自身は持っている。

野田委員

分かった。

西村副総裁

そこに関連して、ベトナムについて最近聞かないが、ベトナムの状況は改善したと考えて良いのか。

沼波国際局長

最近聞かない。

西村副総裁

あまり話題になっていないというだけだが。リングの弱いところはそこであるが、ベトナムから何か問題が起こる可能性は最初からあまりないし、今もあまりないと考えて良いか。

堀井理事

国際局から配付している資料の図表6、(3)にベトナムのドンの推移もある。7月の半ば位にがくっとかなり下がった後、ここへきてどちらかと言うと、小康状態という感じになっている。政策当局がマクロ的にインフレ警戒的な運営を少なくとも意識の上では強めたということ、それから、これはあくまでも噂の域、アネクドータルな話だが、そもそも危機以前にベトナムへの資本流入の構造は直接投資が圧倒的に多く、それ程逃げ足の速い短期資金は入っていないだろうと言われていた。それプラス7月頃に直接投資を行っている企業——中国企業、台湾企業等——で追加の資本を入れる動きがかなりみられたようである。元々然程大きな国でもないので、こうした資金の流入でもって取り敢えず小康状態を保ったと言われている。ただ、それ程しっかりした基盤のある経済ではないので、まだまだ目は離せないと思う。

白川議長

先程の野田委員のご質問についてだが、たまたま私も7月下旬にEMEA Pの総裁会議に出た。その時に個別での話の中や、全体の会議の中でも出た話題であるが、特にオーストラリアとかニュージーランドでは、インフレ率は高くなっている。しかし、その中で景気の減速に着目して金利を下げた、あるいは下げる方向を示唆している。こうした国の総裁は、いずれもコミュニケーションが非常に難しい、難しくなってくると言っていた。勿論特段言わなくてもそうだろうとは思うが、改めて強く言っていた。その後、多少気になったので、総裁のスピーチを読んでみたが、そういうことを割合率直に語っている気がする。先程のセカンド・ラウンド・エフェクトの話であるが、これはまた明日議論することなのだろうが、セカンド・ラウンド・エフェクトを起こさないことは非常に大事である。では、ファースト・ラウンド・エフェクトはどうかというと、ファースト・ラウンド・エフェクトは世界全体が作り上げたものである。従って、どの国も

ファースト・ラウンド・エフェクトは良いが、セカンド・ラウンド・エフェクトは問題であるとした場合、結果的には世界全体でインフレになってしまふと思う。そういう意味で、ファースト・ラウンド・エフェクトは、文字どおり外から降ってきた訳でもないところに難しさがあると思う。先程のご質問の東アジアの賃金はまた別のイシューとして、そもそもこれだけグローバル化した経済でファースト・ラウンド・エフェクト、セカンド・ラウンド・エフェクトと分類することがいつも適切な分類かというと、必ずしもそうでもないところもある気がする。これは明日議論することであるが。

野田委員

ずっとここのところ悩ましいところである。

白川議長

会議に出て、勿論国によって違う——大国と小国によって違う——だろ
うが、まさにその悩ましさのところで、皆、悩んでいる。悩んでいるのは
それだけではないだろうが、そこは確かにあるという気はした。先程の野
田委員の質問に触発されて、その旨発言した。

須田委員

アメリカに戻る。図表7の特に消費者向けの貸出基準のタイト化の影響
が少し気になる。これが消費に与える影響をどう考えておけば良いか。

沼波国際局長

この時系列は古いものがないから、過去まで遡れない。ここにある分か
らみると、今までで一番タイト化が進んでいる。今、個人消費を議論する
時に、消費者信用の貸出基準のタイト化の悪影響を重視する人がエコノミ
ストの間でも段々増えてきている。それは、間違いないと思う。景気と金
融のいわゆるネガティブ・フィードバックが着実に進んで、それがいよい

よ消費者信用にも及んできていることの影響が、年後半から来年に向けてアメリカ経済の展望が開けないことの大きな理由の一つになっている。

中村委員

アメリカ経済について。ガソリン価格は、今年に入って上がっている。アメリカの自動車販売台数の半分位を占めているミニバンやSUVといった小型トラックの販売台数もずっと減っており、2007年初めに比べ4割近く減少している。彼らは自動車がないと生活できないということで、ガソリンは日々の必需品だと思うが、ガソリン代の上昇は消費等にどのような影響が出ているか。

沼波国際局長

過去と比べると、個人消費に占めるガソリン代あるいは冬の灯油代のウエイトは、かつてのオイルショックの時より大分小さくなっている。アメリカもそれだけ省エネ化が以前に比べて進んでいる。そこだけみると、個人消費に対する影響は前回程はないと取れる。しかし、今回の場合、ご承知のとおり、住宅価格下落に伴いウェルス・エフェクトもネガティブになっていること、それから、雇用が悪化していることと、色々な悪影響が全部一緒に押し寄せてきている。金融環境のタイト化もそうであるが、そういう中で合わせ技としての効き方は、特に消費者心理のコンフィデンス率の落ち方が非常に大きい、というところに一番多分効いている。毎日買うガソリンの価格が上がっていることで、実態的な影響というよりはむしろ心理的な影響が今回はかなり大きく効いてきている。特にコンフィデンス面に効いてきているのではないかと思う。

白川議長

他にないか。ここで10分休憩を取って、3時30分から再開する。

(15時19分中断、15時30分再開)

白川議長

それでは、再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

国内経済情勢について、調査統計局から報告をお願いする。

門間調査統計局長

それでは、お手許資料-4（参考計表）で説明したいと思う。まず、図表1、GDPである。4~6月の1次QEが出ていて、前期比-0.6%であった。これは、年率で言えばちょうど4倍の-2.4%であった。中身はある意味では分かりやすく分かれているが、内需の寄与度が丸々-0.6%、純輸出は0.0%となっている。内需は個人消費の減少幅が大きくて、寄与度で-0.3%である。1~3月が閏年要因も含めて統計が強く出過ぎていたとみられることから、その反動もあってマイナスが大きいが、実態的にも弱まってきていると判断される。それから、住宅が-0.1%、公共投資が-0.2%であって、設備投資は1~3月に続いて寄与で-0.1%立たない位の僅かなマイナスになった。それで、純輸出は寄与度はゼロだが、これまでコンスタントに大きめのプラスであったので、その景気の牽引役がゼロになってしまったことの意味は大きいと言わざるを得ないと思う。それから、純輸出としてはゼロではあっても、輸出片道では-0.4%と大きなマイナスが立っている。これは為替換算の技術的な要因もある程度影響しているが、基本的には先程あったような世界経済の減速を受けたものであって、後程申し上げるように国内生産も弱含んでいて、そのもとで輸入も寄与度がプラスであるから減少ということで、内外経済縮小均衡の悪い形になっているということかと思う。それから、図表2である。（1）の4~6月のGDPデフレーターの前年比、折れ線グラフ右端は-1.6%で、マイナス幅がさらに拡大している。内需デフレーターのプラスが拡大して、国内面では物価上昇圧力が高まる一方、白い部分の外需デフレーター、すなわち

交易条件の悪化が益々ひどくなっている状況である。外需デフレーターの内訳が(2)にある。輸入デフレーターの上昇幅拡大——グラフでは下方向の動き——が4~6月の交易条件の追加的な悪化をもたらしている。この点も予想どおりである。こうした交易条件の悪化を受けて、(3)の図表で交易利得(下向きの薄い灰色)がマイナス寄与を拡大している。このように実質GDP——上向きの点々の部分——を前年比でみると、プラスを続けてはいるが、4~6月は+1.0%と潜在成長率をはっきり下回るところまできれいに減速してきている。これと先程の交易利得のマイナスを合わせると、実質GDI(太い折れ線グラフ)は1~3月に前年比-0.6%とマイナスになった後、4~6月は-0.9%までマイナス幅が拡大している状況である。マクロの所得という観点からすると、基調的にみてマイナス成長の領域に入ってきたと言えるかと思う。それで、GDPについては、今回4~6月で、来月の2次QEは年度替りで法人季報が入るので、かなりの修正がある可能性もあることを申し上げたうえで、2008年度へのインプリケーションを若干申し上げておきたいと思う。直前のイメージどおりであったが、2、3か月前の予想に比べると、やはり1~3月が下方修正されたこともあるって、4~6月の前年比はかなり下振れている。因みに、4~6月の前年比は今回+1.0%であるが、2、3か月前のイメージ対比では0.5%位下振れているという数字である。それだけ発射台が下振れているので、先月、委員の方々が出された中間評価の2008年度の+1.2%成長を達成するためには、7~9月以降の毎期、前期比+0.5%、年率でいうと+2%という潜在成長率を上回るペースでいかなければならなくなつた。恐らく委員の方々が中間評価の時にイメージされていた風速は、潜在成長率を幾分下回る位であるから、毎期+0.3%位かと思うが、それでいくと2008年度の仕上がりは+0.8%にとどまる。しかも、7~9月以降の年率であると+1.2%であるが、それでいけるかどうかかも、本日これからご説明する様々な指標からすると、心許なくなつてきている。そうであるとすると、2008年度の実質成長率は例えばゼロ%の半ば位という極めて停滞感が強い数字になる可能性も否定できなくなつてきている

ということかと思う。それから、さらに陰鬱なことを申し上げると、実質GDPについては、原油価格が7月後半から随分反落しているのはグッドニュースだが、それでも7~9月はまだ交易条件の悪化に歯止めが掛からないと思う。(3)の交易利得のマイナス幅——前年比である——の7~9月は一旦さらに大きくなると思う。10~12月からさすがに縮まってくるが、それでもまだ10~12月、1~3月はかなりマイナスが残る可能性が強いので、そうすると2008年度全体の交易利得が-1%台半ばも十分有り得ると思っている。それをGDPのイメージと合わせると、2008年度の実質GDPの成長率が2001年度以来のマイナスになるのはほぼ間違いないと思う。しかも、そのマイナス幅が2001年度の-0.7%に匹敵する計数になることも十分考えられると思う。つまり、マクロの所得面からみる限り、日本経済は2001年度並みの厳しい状態に入っている可能性があると申し上げても言い過ぎではないと思う。以上が、GDP関係であって、以下、定例の指標をご説明する。

図表5まで進んで頂いて、図表5、図表6の輸出関連の指標の説明である。既にGDP統計に反映されているので、詳しくは申し上げないが、通関ベースで1~3月が3.2%の増加、4~6月が-3.3%であった。為替換算のテクニカルな振れをえいやーで均してみると、1~3月は+2.3%位で、4~6月は-1.5%という感じでかなりなだらかになるが、それでも足許は減少していく、均しても増勢がくつきり鈍化という評価に変わりはないと思う。図表7、(1)である。そもそも全体の振れが大きいので、地域別、財別も読み取りにくいところがあるが、米国向けが第2四半期は-6.8%と、自動車関連を中心に大きく落ちている。それから、EU向けの落ち込みについても、先程来ご議論があるように欧州景気の減速が影響し始めているとみて良いと思う。それから、東アジア向けについても、中国向け以外がマイナス転化、中国向けもプラス幅は大きく縮小している。この間、その他向けについては、大幅なプラスが途切れている。この点については、例えば中東向けが需要は強いが、供給・輸送体制がなかなか追い付かないといった側面もある模様である。いずれにしても、世界経済全

体として、減速が鮮明になってきているとみるのが妥当かと思う。勿論、最近の原油価格の反落は世界経済全体にとってもグッドニュースであるが、今位の水準で世界経済がどの位回復するのかについてはまだよく分からぬ。これまでの我々サイドのミクロ情報では、米国市場、特に自動車がかなり急に悪化しているが、それを除くと、世界経済が足許急速に悪化しているという感じはない。ただし、やはり一頃期待していた程、需要は強くない。これは中国もアジアも欧州もそうであるし、先行きも心配であるという声が段々増えてきている感じはする。それらを踏まえると、日本の輸出はまだ減少基調に転じている訳ではなくて、なお増勢鈍化と言って良いと思うが、先行きについては下振れリスクがかなり大きいとみておきたいと考えている。以上が輸出関連であって、次に設備投資、図表 14 に進んで頂きたい。資本財総供給の 1~3 月の減少はその前の 10~12 月の大幅な増加の反動とみることもできたが、その後の 4~6 月もさらに減少した。ただし、先程の G D P 統計であると、これ程は落ちていなかつた訳である。これは、供給サイドからみた資本財の減少のうち、公共投資や住宅投資の減少としてカウントされた部分が G D P 推計上は結構大きかったということかと思う。

次に先行指標にいく。図表 15、(1) の機械受注、それから (2) の建築着工、いずれも横這い圏内の動きである。ただし、機械受注の 7~9 月の見通しは、太実線に対応する見通しがバッテン印の b である。これは数字で申し上げると、前期比 -3.0% である。7~9 月については、4~6 月のように後から上方修正される傾向がある訳ではないので、やや弱い見通しと考えている。以上のように、設備投資関連は全般に弱含みないし横這いという感じである。先程の G D P の設備投資も 1~3 月、4~6 月と 2 期連続で寄与度が立たない位ではあるが、若干マイナスであった。あと、残っているのは法人季報である。これは先程も申し上げたように年度替りであるので、結果はくじを引くようなもので全く予測がつかない。ただ、少なくとも現時点の統計でみる限りは、設備投資は増勢が鈍化しているという感じよりは、横這いなし弱含みという感じに近付いてきているとみている。

以上が設備投資である。

次に個人消費、図表 19 へ進んで頂きたい。4~6 月の数字である。上から下にざっと眺めて頂くと、1~3 月の反動があったことを考慮しても掛値なしに弱かったと言えるかと思う。既に先程の G D P に反映されているので、この表の数字は細かくご説明しないが、以下、特徴的な動きをグラフで追っていく。図表 20 である。(1) グラフが 4 本あって、上の 3 本が必要側の統計である。これらは全て 1~3 月が閏年要因以外でもでき過ぎであったために、4~6 月は落ち込みが大きくなっているということである。それから、(2) の家電販売。ミクロ情報では携帯など一部に冴えない動きもあることはあるが、やはり薄型テレビとか D V D レコーダーなどを中心に引き続き総じて堅調であるという判断で良いと思う。一方、乗用車は振れがとても大きいが、低調な地合いに変化はないと評価している。それから、図表 21 である。(1) のコンビニはタスボ効果が続いている好調であるが、そういう特殊要因がないそれ以外の業態はスーパー、百貨店、それから(2) の旅行、外食と全て伸び悩みないし減少である。特に 6 月悪かったのは百貨店であって、基本的には家計が益々防衛的になっているために、とりわけ高額品、衣料品が売れないという状況を反映した動きと考えている。週末に雨が多かったとか、セール時期の問題もあるので、さすがにこのままどんどん落ちていくということではなくて、7 月は多少回復する可能性があると思っている。それでもヒアリングベースでは苦戦が続いている状況である。それから、図表 23、消費者コンフィデンスの関連は、悪化に歯止めが掛からない。<参考>の景気ウォッチャー調査も含めて、ほぼ 2001 年不況の頃の水準となるものが増えてきている。賃金が上昇しない中での物価高が基本的な背景とみられるが、後程申し上げるように足許雇用環境そのものもじわじわ悪化方向に動き始めているので、そのことも最近のマインド悪化に影響している可能性がある。個人消費は 7~9 月以降についても要注意である。それから、図表 24 の住宅投資である。6 月の着工は 113 万戸で幾分改善したが、4~6 月全体では 111.7 万戸で 1~3 月の水準を幾分下回った。それから、<首都圏新築マンション関

連指標一不動産経済研究所調べーのマンションの売却についても、この資料では6月まで入っている。6月の3.9万戸の後の数字、7月は3.8万戸であるし、契約率は64.7%の後が53.5%で相変わらず不調である。期末在庫も、6月の10,984戸に続く7月の数字が11,432戸で在庫はさらに増加している状況である。それから、今の住宅着工の内訳のグラフが図表25、(1)にある。ご覧のように基本的にどれも弱めという状況である。住宅投資を取り巻く環境、すなわち家計の実質所得の弱さ、資材価格の上昇、金利先高感の後退、いずれについても近い将来変化する見込みがないので、着工は当面良くて横這い、より蓋然性が高いシナリオとして若干着工水準が切り下がる可能性が高いと思っている。

それから、次に生産にいく。図表26である。今月最大のネガティブ・サプライズは生産であった。この6月の生産が前月比-2.2%というのも結構下振れているが、これはぎりぎり想定の範囲内かという感じはする。しかし、その背後にある出荷、在庫について、出荷が-3.0%と大きく減少する一方で、在庫が+1.1%と大きめの増加になった点がディスアポイントメントであった。それから、そのことと関係があると思うが、7月の予測指数が前月の段階では2%位のプラスであったから、相当大幅な下方修正で、この下方修正は幅としては2001年にもなかった位の大幅な下方修正である。特に電子部品・デバイスが元々やや強めに予測されていて、結局大幅に下方修正されるというパターンが6月、7月と続いている。以上の結果、四半期ベースの数字をご覧頂くと、1~3月が-0.7%の後、4~6月は-0.8%、さらに7~9月についても予測指数を使うと欄外に書いてあるように-1.1%である。ミクロ情報でも-1%までいくか分からぬいが、やはり小幅のマイナスが続くという感触である。決して大きな落ち込みではないが、3四半期連続で減少が続く可能性が高まっている。図表27、(2)で3四半期連続の生産の減少を業種別に確認してみると、ごちゃごちゃしていて何か特定の業種が際立って弱い訳ではなくて、様々な業種が薄く広く弱い。セクターショックではなくて、マクロショックということかと思う。なお、この先の10~12月については、ミクロ情報によれば

自動車が生産レベルの引き下げ調整を 7~9 月で大体終えることと、内外の小型車のシフトの対応を強化することによって、10~12 月の生産は増加に転じる。その結果、鉱工業全体でも下げ止まるという予想が現時点では聞かれている。ただし、内外環境の不確実性が大きいことを考えると、予断を持たず心を白紙にして今後の展開をフォローしたいと考えている。それから、在庫循環である。図表 29 である。これも長らく 45 度線近辺で漂っていたが、2008 年第 2 四半期の白丸はついに左の方に出てきた。今のところ、決して大幅ではないので、在庫調整圧力が強まっているということをことさら強調して申し上げる程の動きではないとみているが、当面、生産が増えにくくいバランスになってきているという認識を持っておく必要があると思う。下半分に財別の動向があつて、(2) の資本財とか (6) のその他生産財も足許の変化としてはバランスの悪化の方向であるが、どれが一番気になるかと言うと、(5) の電子部品・デバイスである。最終商品のパソコンとか、テレビあるいはデジカメ等の内外需要は引き続き堅調であるが、オリンピック需要が盛り上がりに欠けるなど、期待対比では需要は弱いという感じが聞かれている。元々、供給能力は結構高まっているので、内外市場とも供給が過剰気味になって、実際一頃持ち直したかにみえたDRAMとかフラッシュメモリー、それから最近では液晶パネルの市況も下落に転じている。特に最近、電子部品は、必ずしも家電関連だけではなくて、自動車とか一般機械でかなり幅広く使われている。そのこと自体はリスク分散ということでポジティブに評価されてきたが、現在はまさに内外全般のマクロショックであるから、分散になっていない。むしろあらゆる分野で少しずつ落ちている感じが強まっているということかと思う。ということで、生産は全体として、当面弱含みないせいぜい横這い圏内とみている。

次に雇用関連、図表 30 である。雇用環境が極く緩やかながらも悪化方向に動き始めている中で、一頃プラス幅が拡大していた賃金も足許は再び抑制されてきている。この点、まず<毎月勤労統計>である。本日午前中に 6 月の確報に変わっているので、まず 6 月の数字の修正をお願いする。

常用労働者数は+1.5%で変わらない。名目賃金は-0.6%が+0.4%まで上方修正になっている。内訳である。所定内給与が0.0%から+0.1%へ、所定外給与は逆に+0.1%から0.0%、特別給与が-1.5%から+0.9%で、ここの方修正が大きかった。ただ、このように速報に比べると大分ましになったが、1~3月、4、5月辺りに比べると、6月の賃金は総じて弱いという評価になるかと思う。それ以外の雇用全般については、以下、グラフで簡単に特徴をおさらいしておく。図表31である。(1)の有効求人倍率は低下基調、失業率は足許幾分上昇、それから(2)の新規求職(点線)も僅かではあるが増加傾向ということで、労働需給は極く緩やかにではあるが、緩み始めている状況が時の経過とともに次第に明らかになってきていると思う。それから、図表32、(1)で失業者数を前年比でみていく。足許の変化は前年要因もあって意外に大きい。四半期ベースのグラフの4~6月は一気にプラスに出てきている。内訳をみて頂いても、非自発的離職(薄い灰色)が2003年1~3月以来のプラスに転化してきている。それから、(2)の新規求職は年齢別でみていく。最近求職の増加が目立つのは60~64歳(黒でお示ししている)であって、30歳未満(薄い灰色)ははっきりした求職の減少傾向が続いている。このように若年層の需給は依然としてタイト感が強い一方で、高齢層はやや引き緩むというコントラストが最近の特徴の一つである。それから、図表33、(3)の所定外労働時間では太線がレベルで、細線が前年比である。いずれをご覧頂いても、生産が弱含んできているので、所定外も多少弱くなっている状況である。それから、図表34、(3)の雇用者所得である。細線の労調ベースは先程説明した賃金の上方修正があったので少しプラスになるが、それでもゼロ近傍ということで、緩やかな増加よりは横這いに近い感じかと判断している。以上が雇用関連であって、次に物価にいく。

図表40まで進んで頂いて、まず国内企業物価である。(1)の前年比、<月次>の7月は+7.1%まで上昇している。少し前までは想像もしなかった数字である。それから、(2)の3か月前比、これも+4.0%まで7月は上昇している。数か月前までグラフの目盛が+2%を超えるところで

余裕がないのではないかと言っていたが、今はそれも嘘のような話である。上昇幅が大きいのご覧頂くと、石油製品（点々）は当然大きいが、それ以外でも鉄鋼（縦縞）がかなり寄与しているし、それから素材——斜線。これは化学とかプラスチックである——とか、それから加工食品（白い部分）と、様々なものが川上ではかなり上がっている状況である。しかし、これだけ様々なものが川上で上がっても、機械類（薄い灰色）はほとんど上がってこない。むしろ、若干まだ低下している状況であって、原材料を輸入して機械を輸出している日本の交易条件が悪くなるはずである。このように、7月のCGPIはかなり高まっているが、7月後半以降の原油価格の下落によって、さすがに前年比はこの7月がピークになると思う。ピークといつても、急に下落するか分からないが、この辺りで頭打ちになってくるということかと思う。それから、(2) の3か月前比は恐らく7月が明確にピークになって、多分、8月は6月の3か月前比位まで下落してくると予想される。その後、9月以降についても、さらにプラス幅は縮小していく方向感かと思う。言うまでもなく、その主因は点々の部分が小さくなっていくことであるが、それ以外でも例えば鉄スクランップの市況などもアジアの需給緩和等を背景に足許急落しているので、鉄鋼の部分も少し縮んでいく可能性が高いように思う。それから、次に消費者物価にいく。図表43に進んで頂く。(1) の右である。6月のCPIは前年比+1.9%となっている。上昇しているのは、相変わらずエネルギーと食料であって、それらを除くベースでは細実線で示したようにほぼゼロインフレの状態が続いている。7月以降の見通しである。一応、我々の手許では7月は+2.3%、8月は+2.4%と試算している。ただ、過去数か月の経験から分かったことは、食料の上昇テンポを予想するのは意外に難しいということであって、少し上下に振れるかもしれない。ただ、いずれにしても8月の+2.5%前後が恐らくピークになって、9月以降は前年比が低下していくと考えている。ただ、これも食料次第であるが、+2%を切るところまではなかなかいかない可能性があるよう思う。秋以降月によつては、+2%を切る月があるかもしれないが、今度1月になると電気

代の引き上げが予定されていて、これがCPIを0.2%位押し上げそうである。それから、政府の小麦の売り渡し価格についても、10月にさらに2割引き上げられて、その後、来年4月になって漸く下がるということかと思っているので、食料も当面プラス基調がむしろ強まっていくという可能性が高い。従って、この先、原油価格が110～115ドル位で横這い、それから為替も110円位と考えると、CPIがコンスタントに+2%を切っていくのは来年の5月以降ではないかと現時点では予想している。その後、2009年度に入ると、今度は今年度が随分上がってしまった分だけ、むしろ裏が出て割と急に下がっていく可能性も逆にあることも申し上げておく。

ということで、今月あまり良い話はなかったが、最後に簡単に私の認識を申し上げておくと、今月最大のサプライズは生産の弱さであったと思う。前回、野田委員であつただろうか、「働けども楽にならない」という表現をお使いになつていらっしゃったが、そういうしているうちに仕事も少し暇になってきたかという感じだと思う。採算の悪化に加えて、量も伸びなくなってきたことである。そうなってきた背景は二つあって、一つは輸出が失速してきたことである。それから、第二に所得形成の弱さが、内需の弱さに繋がり始めたということかと思う。生産・所得・支出の悪循環が始まったとまでまだ言う必要がないとは思っているが、生産の弱さが労働需給の緩和に繋がっていたり、あるいは実質所得の弱さが個人消費の弱さに繋がっていたり、そういうパート、パートが少し繋がる部分が出てきていることがあるので、今の日本経済は自律的な成長モメンタムが失われてきていることを前提に考えていく必要があると思う。勿論、從来から申し上げているように、設備面とか雇用面、それから何より財務面での調整圧力は非常に小さいと思っているので、追加的な負の需要ショックが起こらない限りは深い景気後退に陥るリスクは依然として小さいという評価で良いと思う。ただし、自律的な成長モメンタムが失われている以上、海外経済が再び強まるなど、外部環境の好転がはっきりしてくるまでの間は、日本経済の停滞感が強い状態が続く可能性が高まってきた

ているということかと思う。冒頭で申し上げた 2008 年度の見通しも含めて、前月の中間評価の下振れリスクが顕在化しつつあるというのが私の認識である。以上である。

白川議長

ご質問如何か。

水野委員

GDP で言った方が話しがしやすい。先程、中間評価の 2008 年度の +1.2% 成長を達成するためには、7~9 月以降の毎期、前期比 +0.5% というペースでいかなければならなくなつたとおっしゃった。生産の弱さを踏まえると来年度に掛けてのゲタがゼロということも十分あるので、来年度はあまり高い成長は期待できない。海外経済の回復がないと来年度も厳しいという認識でお聞きした。自分もそう思っているからそう聞こえたのだが。

門間調査統計局長

来年度は外部要因次第ということになる。

水野委員

足を引っ張るものはないにしても、国内で景気のリード役となるセクターがなかなかない。ポジティブな外的ショックがないとなかなか厳しいという見方で良いか。

門間調査統計局長

国内のモメンタムという意味では、2007 年度位から前に進んでいく大きな力はなくなってきた。今は前に進んでいく力はあまりないが、立ち止まっている力は一応ある。ただ、逆風が非常に吹いてきてるので、少し頭を低くして逆風が止むのを待っている状況であって、逆風が止めば

また立てるところまでいくと思う。しかし、そこからすくと元気良く歩いていく力は、人々、日本経済にあまり期待できないのが今の状況であるから、追い風が吹いてこないとそう速くは歩けないということかと思う。

水野委員

短期的な話を言いたくはないが、それを突き詰めていくと、日本の潜在成長率の見方を少し変えていく必要がある感じはしている。2007年度に+2%成長したのは、公的需要の落ち込みを外需が補っている図式である。あるいは、素原材料価格の上昇による国内民間需要の下振れを外需でカバーできた。外需でカバーできないとなると、潜在成長率である+1.5～+2%に戻ることを一つの目処として、色々なシナリオを今まで日本銀行は対外的に言ってきたが、その言い方も少し難しくなってきたと感じている。

門間調査統計局長

潜在成長率はかなり長い目でみた日本経済の体力であるから、それに関する認識を早急に変えるのは適当ではないと思う。

水野委員

勿論。

門間調査統計局長

今の時点では、そこまでの材料は出てきていないと思っている。むしろ、2008年度、2009年度の2年間位のタイム・スパンの中で、潜在成長率に戻っていくパスが少し緩くなっていくというリスクが増えてきていると思う。

亀崎委員

景気の先行きについて、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商

品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと言っている。私もそうだと思うが、その辺の解釈について。景気基準日付を昭和 26 年からずっとみて、山を超えてから谷をつけ、次へ上がっていく過程に至るまで、どれ位時間が掛かったかを調べた。昭和 26 年 6 月からは僅か 4 か月で回復過程に戻っている。長い時は、昭和 55 年 2 月から何と 36 か月も掛かって次の山にいっている。これらを平均してみると、16 か月位になる。平均は然程意味があることではないと思う。ただ、今回、先程もお話があったように、企業の過剰ストックはないし、それから海外要因が主因になっていることを考えると、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくことになってくると思う。しかし、深さと長さである。景気循環はいずれ必ず上がって来るが、谷をつけて次の拡大にいく局面に至るまでに、随分時間が掛かってしまうと、今は停滞と思っても後退、悪化してしまうことがある。目線をずっと先に延ばすと、景気循環はいずれ必ず上がって来ると言える。他方、我々が考える 1 年半ないし 2 年以内にこういう経路に復していくかについては、先程の輸出環境などを見ると、中国をはじめとするアジアは打たれにくく、それ程急激に落ちていかないだろうというところと繋がってくるか、という感じもする。この辺りをどうみているかについて、考え方を聞かせて欲しい。

門間調査統計局長

それは、とても大きなテーマ。文章自体は後程ご説明があると思う。前から申し上げていることだが、日本は、今、交易条件の悪化と海外経済の減速の両方で苦しんでいる。世界経済全体も資源価格の上昇という資源インフレと景気の過熱との折り合いをどうつけるかというプロセスにある訳である。そのプロセスが上手くスムーズに新しい均衡に戻っていくというのが、大きなピクチャーの大前提になっている。それは必ずしもそうではなくて、もう一回過熱が起こって調整がバンピーかつ随分時間が長く掛かることになると、それ相応に日本経済も荒波の影響を受ける。その間に

不確実性も強まって、場合によっては期待成長率も阻害される可能性がある。世界経済が資源価格と持続性のある成長率との均衡を如何に上手くみつけ出していくのかに掛かってくると思う。そこについて、我々は、若干、楽観的なシナリオを考えているのかもしれないという意味では、どちらかと言うと、そうならないリスクも十分認識しながら考えていく必要があると思っている。ただ、現時点では、最も蓋然性が高いシナリオとして、一応、世界経済が何とか均衡点をみつけて、その中で我々日本経済も潜在成長率並みの成長に2年位のタイム・スパンの中で復していくのではないか。取り敢えずそういうイメージを持っているということである。

須田委員

雇用について。例えば日雇い派遣の問題とか、自動車が生産調整で派遣社員を結構切っているという話があって、そういう部分がマクロの雇用の伸びに効いているのかどうか。あと、最低賃金が2年続けて上がっているが、その影響はどうみているか。大した影響はないともみているか。

門間調査統計局長

前者について。今の日本経済の減速は足許急速に起こっている輸出の失速によるものであるが、それ以前もずっと内需が弱い。従って、雇用については、業種別にみると全業種が押し並べて弱くなってきてているのが実態である。建設も相変わらず弱いし、サービスとか卸、小売もぱっとしない状況であるので、特にどの業態がということではない。それから、最低賃金については、中小企業とか特に零細企業はなかなか全体像が分かりにくい。様々なアネクドータルな声からすると、原材料価格が上がる時に賃金も上げるのは厳しいという声が多いように思う。それがどの位のマクロインパクトを持つものなのか、あるいは、それ自体本来どっちみち進まなければならぬ調整が進んでしまっている過程の一側面ではないか、という解釈も有り得るので、そこの評価は難しいと思っている。

野田委員

久々と言うと何であるが、何年振りかの景気停滞ないし場合によっては後退という局面を迎えて、雇用面でいうと、非正規雇用と言われるものウエイトは、今は3分の1だが、以前の後退期では少なくとももっと低かったと思う。労働市場の構造が変わっているところは、どうみれば良いのか。何が言いたいかというと、景気後退または停滞が進むないしは長引けば、従来よりも労働の流動化というか、言ってみれば失業率の上昇ないしは雇用者数の減少が従来よりも露骨に出てくるか。そういう見方は成り立つかどうか。

門間調査統計局長

一つ言えることは、通常、労働分配率はカウンターシクリカルに動く。特に日本はその傾向が顕著だった。不況期はあまり人を切らないで、時間外を切るほか新卒採用を抑制する位で、あまり雇用の調整に手を付けないということであったから、労働分配率は不況期に上がるのが通常であった。ただ、このように労働市場の構造が変わってくると、労働分配率が実はそんなには上がらない、逆に言うと、家計も調整の痛みをそこそこ早いレスポンスでもって負わざるを得ない環境にあるように思う。実際に足許の賃金が少し弱いとか、雇用もいち早く労働需給が緩和してきていることを考えると、これまでに比べると、今回は全てのバードンを企業が背負い込むのではなくて、家計も同じタイミングでもって、ある程度バードンを背負い込んでいくこととなる可能性が結構高いのではないかという気がしている。ただ、今回の場合は、何と言っても物価が上がっていることの影響の方が、遙かに大きいと思う。というのは、雇用者報酬は2001年は2.5%位減っていた。-2.5%である。足許は+0.5%であるから、そこで3%ポイント位、今回の方が雇用者報酬は増えている。ただし、ちょうど物価が2001年は1%位低下していて、今はもうすぐ2%上昇になるから、そこで3%ポイント位差がある。だから、逆に言うと、実質雇用者所得を考えると、2001年も足許も-1.5%で変わらない。ただ、その中身が、名目賃金

は一応まだ何とかプラスだが、物価が上がっているので、実質ベースで相当減っているのが足許の状況である。従って、恐らく足許はそのことの影響が遙かに大きくて、それが個人消費をこれ以上大きく弱らせることになると、悪循環的な局面に入っていくというリスクがあるから、そこも気をつける必要があると思う。

中村委員

生産が弱い。特に自動車の弱さが目立つ。従来、北米のスローダウンを他の地域の伸びでカバーしてきたが、他の地域の伸びが鈍化し、カバーできなくなっているのではないか。ここにきて自動車の生産が全体の足を引っ張っているのは北米だけの問題なのか、その他の地域も含めてなのか。

門間調査統計局長

北米市場が急速に悪化している。従って、その影響がかなり大きいこと、それから国内マーケットも元々低迷状態が続いているから、そちらでも取り返せない状況である。そのうえ、欧州も一頃よりは良くなくなっていることがあるので、やはりグローバルにみて輸出が少し減り気味であり、国内は伸びない中で生産が減っているということかと思う。本来であると、中東とかロシア、特に中東辺りはまだ需要があると言われているが、そちらは船繰りがつかないという問題があったり、あるいは車種構成を中東向けのものに急に切り替える訳にはいかないとか、様々な供給面でのネックもある。これだけ世界経済全体として相対価格あるいは所得の分配が変わると、そういう需要サイドの変化に対して、なかなかトータルで供給サイドがついていけない面もあって、多分トータルが落ちてい るということかと思う。

中村委員

全体像としては、生産台数がそんなに減る訳ではないということか。

門間調査統計局長

今年は多少減るのではないか。問題は 2009 年度以降である。そこはまさに世界経済次第ということ。それから、例えばアメリカでもホンダのフィット辺りは、今、前年比 6 割増、7 割増という勢いで凄く売れている。それ以外のメーカーはそこまで小型車に集中していなかったので、今、台数が減っている状況にある。そういうたガソリン価格の上昇に対応したアメリカを含めた消費者の行動の変化に対応する生産体制がまた再構築されれば、台数も出していくことは考えられるが、それには若干時間が掛かるということかと思う。10~12 月から多少そういう足掛かりができるてくるということで、恐らく 10~12 月位から生産は増え始めるというのが現時点での自動車メーカーの言い分であるが、そこはマクロ環境もあるから、そうなるかどうかはまだ予断を持たないでみていく必要があるというのが先程申し上げたところである。

白川議長

マクロの所得形成について。交易利得の動きは先程の説明でよく分かるが、問題は海外からの所得（純受取）である。こちらはこれまでプラス寄与であったが、今回マイナス寄与になっている。推計上の問題も勿論あるだろうが、基本的にはマイナスになるのも考えにくいかという気もする。勿論、内外の金利の動きとか格差とか、あるいは配当等々によって、留保利益が変わってくることもあると思うが、これはどのように考えれば良いか。

門間調査統計局長

一つは円高の問題があると思う。例えば、意外と似ているかという感じがするのは、図表 2、(2) の輸出デフレーターの変動である。勿論一つ一つは違うが、大雑把に言うと多少似ているところもある。円安になると手取りが増えて、円高になると減るというのは、物であっても所得であってもあるという面が結構大きいかと思う。

白川議長

分かった。

野田委員

いずれ、ここは総裁がおっしゃるようにプラスになるのが自然であるのか。

門間調査統計局長

そうである。ただ、本当に現地の収益がどうかという問題があるから、そこは世界経済とのバランス如何である。取り敢えず、足許のところは、為替の要因がそこそこ効いているのではないかという感じがする。

西村副総裁

過去をみると、2002年第4四半期がマイナスになっている。忘れてしまったが、この頃もそうであったか。

門間調査統計局長

この頃はトレンドとしてどんどん増えている感じでもなかつたので、期によつては多少マイナスになるということも起こつたのかという位かと思うが、個別具体的には私も認識していなかつた。

白川議長

他にあるか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境の報告をお願いする。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価で、資料一5（参考計表）に基づいてご説明申し上げる。まず、図表1、(1) 民間部門の総資金調達である。7月+0.7%と若干6月に比べて伸びを高めているが、ほぼ横這いの範囲内かと思っている。中身は、銀行が6月の寄与度+1.5%ポイントから+1.7%ポイントと寄与を高めているけれども、この数字自体は専ら外銀の特殊要因が寄与しているので、ほぼ横這いとご覧頂ければと思う。同じ横這いだが、符合が変わったという意味で少し目を引くのは、社債の寄与が7月は0.0%ポイントであるが久し振りにマイナスになっていることである。後程申し上げるが、低格付けの社債の発行がほぼストップ状態であることと、高格付けの企業は地合いは良いが、今年は相当巨額の償還があり、それを上回る社債需要がある訳ではないということで、ネットの残高の伸びとしてはほぼゼロ、7月はマイナスが付いている状況である。

今月、若干プラスに寄与した貸出についてである。図表2、(1) で主要業態をご覧頂くと、7月+2.5%と6月の+2.4%に対してほぼ横這いである。年初までの+1%強と比べると、伸びを1%程度高めている。それについては、図表3、(1) の主体別のグラフでご覧頂くと、企業向け貸出——灰色——の寄与が少しずつ増えているところがご覧頂けるし、(2) での内訳をみると——数字は7月ではなくて、6月、1か月前である——<企業規模別、月次>で中小企業——太実線——はまだ水面下であるのに対して、大企業はかなりのプラス。<資金使途別、月次>では、伸びとしては運転資金がプラスの上の方に出ているということである。全体としては、この資金需要の若干の伸びを支えているのは、原材料コストの上昇を背景とする大企業の運転資金増とみている。

図表4、貸出金利の動向である。これはほぼ横這いの動きが数か月続いている。<貸出金利>の短期の除く交付税特会向けの約定平均金利の6月をご覧頂くと1.857%で、5月に比べて若干上昇しているが、ほぼ横這い圏内と思う。この間の動きをざっとご覧頂く。図表5、(1) の線グラフは除く交付税特会向けベースの短期と長期の約平である。一昨年から徐々に

上昇してきて、昨年の夏まで上がり、水準を若干切り下げた後、この数か月はほぼ横這いという動きが続いている。

それから、企業金融回りの月次のデータが幾つか出ているので紹介すると、図表6、<資金繰りD I>、<金融機関の貸出態度>関係でD Iが幾つか出ている。引き続き前の傾向を引き継いで、少しずつ厳しい方向に動いていて、例えば<資金繰りD I>で中小公庫をご覧頂くと、7月-8%ポイント、商工中金-6.7%ポイントで、1~3月、4~6月と比べて少しずつ悪化。さらに<金融機関の貸出態度>は中小公庫が出ている。7月34.1%ポイントとまだ緩い超ではあるが、緩い超幅が少しずつ縮まってきている状況は続いている。これをグラフで確認頂くと、図表8、(1)企業の資金繰り、(2)企業からみた金融機関の貸出態度である。(2)の貸出態度をご覧頂くと、短観でも中小公庫でもなお総じて緩い超ではあるが、その幅は段々縮まってきて、厳しい方向に動いているということであるし、こうした点は、図表9、ローン・オフィサー・サーベイでもある程度確認できるところである。新しいローン・オフィサー・サーベイである。貸出運営スタンスの直近のところをご覧頂く。規模別に少し凸凹があるが、まだ総じて積極化超の方にある。しかし、段々中立の方に近付いてきている。このうち、大企業向け——細線——がゼロを切って少し下に出ている。これは、先程金融市場局長から報告があったとおり、一部新興不動産の破綻をきっかけに、この辺に対する視線が厳しくなっていることがこの線に表われているかと思われる。全体としての傾向は、例えば(2)の利鞘設定スタンスにみられるとおり、利鞘設定スタンスは少し厳しくなる方向ではあるが、例えば2001年、2002年と比べるとまだかなり上の方、緩い方向にあるといったところだろうと思うし、(4)の信用リスク評価についても慎重味を増しつつあるが、2000年以降の平均的なレベルと比べると、まだ緩和超の方向にある状況かと思われる。ただし、全体として企業金融を巡る情勢は、この後申し上げるとおり、社債市場等で特定業種の起債が難しくなっているので、単純に緩和的というよりは、中小で慎重味を増し特定業種では難しいという意味で、これらを除いて総じて緩和的という評価が適当かと考えている。

その直接市場の動向である。図表 10 をご覧頂きたい。<国内公募社債の発行額>である。7月は5,000億円である。特徴はB B B格の発行が100億円で、これは商社1社であって、それ以外の低格付け企業の発行は非常に難しくなっている。冒頭申し上げたが、このように低格付けの発行が難しくなっている一方、高格付け企業の発行環境自身は非常に良好である。<CP・社債の発行コスト>の社債のスプレッドでAAA格やAA格をご覧頂くとほぼ横這い圏内であるので、環境は良好である。しかし、社債を大きな償還額を超えて出す程の強い資金需要がある訳ではないということで、冒頭申し上げたとおり、図表 11、(3) の社債のネット残高の前年比は、足許、ゼロ%より下、少しマイナスになっている状況である。それから、発行環境の点で一部特定業種が厳しくなっていることは、例えばエクイティファイナンスでも特徴がみられている。図表 10、<エクイティファイナンスの状況>をご覧頂くと、前回も、転社の数字が少し増えているようにみえるが、この転社については、例えば額面現金決済条項付転社とかいう新手の手段が出ていることをご紹介申し上げた。今月の7月も転社は735億円出ているが、中身は2本であって、1本は大手消費者金融が出した420億円で、これはやはり額面現金決済条項付転社である。残りは300億円と計上したが、これは先程金融市場局長からご紹介があった8月に民事再生法を申請したアーバンの発行した転社である。発行額は300億円で、こうして300億円を計上したが、実際には転社の発行と同時に引受証券会社との間でスワップ契約を行い、発行額300億円を引受証券会社に渡し、その見返りとしてCBが細かく売れるのにつれて、分割して資金が振り込まれる。こういうスワップが行われているので、倒産段階で資金化された金額は実際は92億円であった。という手段であるので、この735億円もディスカウントしてみる必要があるし、全体として特定業種の資金調達の苦しさが、こういう格好、形にも表われていることだと思われる。それから、冒頭申し上げた貸出で大企業中心に運転資金需要が出ていることの反映は、CPにも若干みられている。図表 11、(2) でCPの発行残高、一番右端をご覧頂くと、これも大企業中心で運転資金需要かと思われ

るが、C Pが少し増えている状況がみて取れる。以上が直接市場の動向である。

次は、マネー関係である。図表 15、<マネタリーベース>は、ゼロの前後で凸凹しているが、7月-0.7%であった。全体としては、銀行券の発行高で若干のプラスが続く中、ゆうちょが手許資金を圧縮しているため日銀当座預金でマイナスが続いていることで、こういう数字になっている。銀行券は昨年10~12月は+1.7%とかなり伸びを高めた後、段々伸びを低めてきており、昨年、郵政公社民営化の前後で手許現金を積み上げたものの反動が出ていることであるので、恐らく銀行券の発行高はこの後8月、9月、10月と去年の裏でかなり弱い数字になる可能性があると思う。場合によっては、マイナスになる可能性もあると思っている。ただ、これはずつと数年来議論している銀行券の戻りがついに始まったというよりは、取り敢えず数か月だけみると、ゆうちょ要因とみておいた方が良いかと思っている。それから、<マネーストック>統計でM2は大体+2%の動きが続いている、預金通貨別にみた中身も同じ状況である。すなわち、企業の手許預金取り崩しという動きで預金通貨がマイナス、それに対して比較的定期預金が集まっているので、両方が打ち消しあって、大体+2%の伸びが続いている状況である。ただし、別の視角からみると、この+2%の内訳は少し変わっている面もあって、図表 18 でM2の保有者のバランスシート分解という格好で+2%の中身の変化をご覧頂く。この2007年から2008年位をご覧頂きたい。今年の春までの1年間の大体+2%程度の伸びはどう支えられていたか。大きく言うと、このグラフで民間資金調達要因——黒い部分——がマイナスの方——下の方——に効いている。それに対して、斜め線のその他要因——資金シフト要因——がプラスの方に効いている。これら両方が相俟ってほぼ+2%並みの伸びが続いてきたということであった。具体的には、民間調達がマイナス、恐らく投信等から定期預金にシフトするという二つの力が入って、大体+2%だった訳である。足許4か月だけみると、この構造が少し変わっているようにみえる。一つは民間資金調達——黒い部分——が僅かではあるがプラスの方に寄与し出して

いるのと、それから財政要因がプラス幅を拡大する方に寄与し出している。それに対して、このグラフではみにくいが、海外要因——灰色——が若干伸びを縮めている。このようにプラス・マイナス要因が互いを打消す格好で、ほぼ+2%が続いているという構図になりつつある。元々、この数か月前から企業金融回りで、借り入れは増えているのに、手許は落としている。これは全体として、どういうバランスになっているかが問題になった。一つの可能性としては、原油代金の支払い等で海外に資金が出ていることでバランスが取れている可能性があるとは思っている。海外要因がこの後どうなっていくのかも含めて、チェックしてきたいと考えている。

それから、図表 19、企業倒産関連である。7月は 1,372 件、+12.9%。前年比をみると、それまで昨年の後半から今年の春まで大体前年比一桁の伸びであったので、足許 6、7 月と若干ピッチが上がっているという印象はある。<業種別内訳>にみると、7月は建設業の+20.4%、金融・保険・不動産業の+109.7%で、ここも建設・不動産関係の倒産が増えている。ピッチが上がっているイメージをグラフでご覧頂くと、図表 20、(1) 倒産件数で 2005 年をボトムに 2006 年、2007 年、特に 2007 年増えたようである。6か月後方平均の太線ではなく、ぎざぎざしている方をご覧頂くと、2008 年に入ってから少し上向きの角度が急になっている感じがみて取れるかと思う。

インフレ期待とマクロ的な金融環境である。図表 21 で新しいデータ、(2) のエコノミストの C P I 見通しは足許の C P I の上昇について上方シフトしていて、今の年度の見通しは本年度が+1.8%、来年度が+1.0%——具体的に言うと+1.76%と+1.03%——という見通しになっている。それから、(3) の物価連動債は、この 7 月からまた悲惨な状況になっていて、流動性が極端に枯渇する相場になっている。元々、市場参加者が限られている中で、極端な動きをしやすいが、今回は原油価格の下落をきっかけに、世界的にどちらかと言うと物価連動債は売られ気味の中で、特に流動性の小さな日本の市場では機関投資家のポジション調整の影響が強く出てしまっていることかと思っている。最後に金利水準と実体経済の関係

である。図表 22、(1) で M T I 指数——実質短期金利と成長率の比較——で、実質短期金利は C P I を使って算出しているので、相当緩和方向に動いている。ということで、この差を取ったく実質コールレートと実質 G D P トレンドの成長率の差も、かつてない程大きな緩和状況になっている。これは、この M T I 指数をお示ししている訳であるが、同じように作りインフレも入れたティラー・ルール等を計算しても、当然このように金利水準は極めて緩和的、むしろ緩和の度合いを強めているという計算結果になることを付言しておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。

須田委員

一点。社債の償還がきても、全額ロールされないということであるが、企業はその分債務を減らすのか、それとも借り入れを増やすのか。

雨宮企画局長

今のところ、償還額を超えてどんどんどんどん増やすということではなくて、多分償還見合い程度にはロール・オーバーできていると思う。その結果、ネット残高がゼロである。実際に今年度は償還額が非常に大きい。他方、以前申し上げたとおり、日本の年間の社債発行額のピークは 1998 年の 13 兆円で、それを超える年はない。それを超える程強い長期資金需要がないということで、基本的には優良企業はロール・オーバーが極めて順便に行われていると聞いている。

野田委員

一部は手許を崩しているのか。

雨宮企画局長

勿論そうではないか。大企業は一生懸命借り入れをしているのに、中小企業はそうしないことはどういうことだと時々議論になる。中小企業の手許をきっちり掴むのはなかなか難しいが、例えば法人季報ベースでみても手許はこの10年間でそこそこ厚くなっていて、それを取り崩している図はみえる。ただ、それ以上に、原材料コストが上がった時、大企業はその分借り入れをしても、事業規模を維持するモチベーションが強いと思うが、中小、特に零細の場合には、それ位するのであれば、もう閉じてしまおうと、縮小均衡に向かう面があるのかもしれない。

中村委員

大手の企業は運転資金、手持ち資金をかなり圧縮しているので、費用が少し増えると直ぐ借り入れないといけないことはあるかもしれない。

雨宮企画局長

これはもう1四半期分析してからご報告しようと思っていたが、足許数四半期だけみると、手許の圧縮は大企業よりも中小企業の方が大きい。大企業は既にリストラのプロセスで相当圧縮した後である可能性はあるかもしれない。

中村委員

最近企業倒産が増えているが、特徴的なことはあるか。というのは、これから景気がかなり停滞し、価格転嫁もできないので、中小企業は厳しい局面がくるかと思うが、現時点で何か目立った点はあるか。

雨宮企画局長

現象面で特徴的な動きというと、三つ位ある。今程申し上げたとおり、建設、不動産という業種が多いことが一つ目である。それから、この表には掲載していないが、調査会社が倒産理由という統計を別途作っている。

これは売上不振とか放漫経営とか、我々がみても一体どうやって区別しているのかと思うような理由が多いが、今回倒産が増えている局面で過去倒産が増えた局面と非常に顕著な違いが一点ある。というのは、昔であると売上不振、それから連鎖倒産という理由の案件が増える。今回は、この6か月位をみると、売上不振とか連鎖倒産という理由の案件はあまり増えていなくて、増えているのは、調査会社の分類で言うと、専ら資本不足若しくは運転資金不足という感じであり、要するに売上がどんどん落ちてしまつて倒産に追い込まれているというよりは、基本的には原材料コスト上昇の圧迫に耐え切れなくなっている部分が大きい。これが今の倒産局面での倒産理由分類の一つの特徴かと思う。三つあると申し上げた三つ目は、例の保証制度でセーフティネット保証制度が割と早めに導入されたので、このグラフをみても去年前半から一度倒産が増えた後、一度抑えられて、また増え出したという意味では、早めに入れたセーフティネット保証制度が倒産の数字を抑える方向に効き出しているという面はあるかもしれない。

白川議長

他にないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要について報告をお願いする。

前田調査統計局参事役

それでは、A3の紙に従って、まず実体経済と物価のところからご説明する。実体経済の現状の総括判断であるが、当月は「エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。」としている。前月は「さらに減速」だったので、それよりも弱い表現となっている。また、停滞の背景としてこれまでの「エネルギー・原材料価格高」に加えて、「輸

出の増勢鈍化」を書いている。先程、調査統計局長からご説明があったように、内需の伸び悩み傾向が強まってきてることと、これまで成長の牽引役だった輸出の増勢鈍化もはつきりとしてきている中で、成長モメンタムが失われてきていると判断して、「停滞」という表現を使わせて頂いている。因みに、「停滞」という言葉を使ったのは1998年の前半以来である。決定会合が始まった当初以来のこととなっている。コンポーネントの動きである。まず輸出である。前月は「鈍化しつつも増加基調」としていたが、当月は「増勢が鈍化」ということで「鈍化」の方を主文としている。設備投資については、これまで「増勢が鈍化」だったが、当月は「横ばいとなってきた」としている。これはGDPなどでみても2期連続で横這いということも踏まえたものである。次に個人消費である。その前提となる雇用者所得についても先程説明があったとおり、これまでの「緩やかに増加」から「伸び悩み」と変えて、物価高もあり、個人消費は「弱めの動き」としている。前月は「やや伸び悩み」としていたが、ここも少し弱い表現としている。こういった内外需を受けて、生産についても、前月は「やや弱め」としていたが、当月は「弱めに推移」ということで、少し弱めの表現にしている。景気の先行きであるが、「当面停滞を続ける」。これは足許が停滞となっていたので、これに合わせた表現の変更である。その後「次第に緩やかな成長経路に復していく」ということでは前月と同じ表現になっているが、停滞が続く中でどういうメカニズムで緩やかな成長経路に復していくかについて、もう少し丁寧に書いた方が良いだろうということで、「国際商品市況高が一服し」、そのもとで、「海外経済も減速局面を脱するにつれて」緩やかな成長経路に復していくと、やや丁寧に書いている。コンポーネントの当面の動きであるが、輸出については、「ごく緩やかな増加にとどまる」。前月は「増加基調」というところが主文になっていたが、当面あまり増えないという表現にしている。国内民間需要についても、前月は「当面やや伸び悩みつつも、その後は次第に底堅さを増していく」と書いていたが、当月は「当面伸び悩む可能性が高い」という表現で止めている。その背景にある家計の所得であるが、「実質所得も弱め」と書いている。生

産について、前月は「当面横ばい」と「その後増加基調に復していく」と書いていたが、「当面弱めに推移する」と変えている。なお、前月でリスクとしてなお書き——「なお、海外経済や」というところがある——を付けていたが、リスクについては前月からステートメントで詳しく書き、敢えて月報に書く必要はないということで削除している。

物価について、現状は二点変わっている。国内企業物価であるが、「大幅に上昇している」ということであって、「大幅に」という文言を加えている。これは、3か月前比でみて4%まで上がってきたことなどを踏まえたものである。消費者物価については、前月の「+1%台半ば」から「+2%程度」と変えている。先行きについて。国内企業物価である。原油等は反落しているが、当面、まだこれまでの国際商品市況高の上昇が残ると思われる所以、「国際商品市況高の影響が残るため、上昇を続けるが、伸びは鈍化していく」と若干修正している。最後に消費者物価である。幾つか変更しており、まず、前月までは「経済全体の需給が概ねバランスした状態で推移するもとで」と書いていたが、当面景気は停滞する中で需給面では若干弱い方向に振れることが予想されるので、この表現を削除している。もう一つは、前月は「当面、現状程度ないしそれを幾分上回るプラス幅で推移する」としていたが、足許原油価格も反落しており、少し先までみると上昇率が低下していく可能性がそれなりに高まってきてるので、「当面、上昇率がやや高まったあと、徐々に低下していく」と変えている。なお、その背景として、「エネルギーや食料品の価格動向」と書いている。前月は「石油製品」と書いていたが、電気代の動きも結構CPIに影響することを踏まえて、石油製品からエネルギーに表現を変えている。私は以上である。

関根企画局参事役

続いて金融面である。金融面については今しがた企画局長からご説明があつたように、企業金融に関わる状況はこのところ中小企業や下位格付先、特定業種で厳しさを増していることを踏まえて、企業金融に関する基調判断

断を「総じて緩和的な状態にある」と、先月までの「緩和的な状態にある」から「総じて」を加えて、やや緩和度合いを後退させている。続いて、C P・社債の発行環境である。こちらについて、先月は「下位格付先では発行スプレッドがなお高めの水準にあるが」としていたが、下位格付先や建設、不動産といった業種で最近起債そのものが難しくなっていることを反映させて、「下位格付先や一部業種で厳しくなっているものの」と表現を変更している。続いて、民間銀行貸出である。このところ中小企業向けの貸出が前年割れを続けていることを踏まえて、「中小企業向けは前年を下回っているが、大企業向けを中心に」という言葉を挿入させて頂いている。中小企業向けは前年を下回っているが、大企業向けを中心に民間銀行貸出が増加しているということである。最後に、C P・社債の発行残高であるが、先程の説明にもあったが、下位格付先の起債がやや難しくなっていること、また10年前の大量起債分が償還時期を迎えていることで前年比がゼロに近づいているので、先月までの「前年を上回って推移している」から「前年並みの水準となっている」と変更させている。市況表現については、明日の相場に合わせて適宜修正させて頂ければと考えている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

宜しいか。物価は短期的な予測あるいは先行きについて非常に丁寧に書かれているが、景気についてはややぼかした言い方になっている。すなわち、当面停滞は続けるが、こういう条件が揃えば次第に回復するだろうと考えると書いてあるが、物価についての自信の強さに比べると、景気についてのトーンが非常にぼやかしてある。ここは蓋然性の問題で書き分けているのか。なぜかというと、期間の長さが違っているのではないかと思う。物価のところは、先程もあったように、企業物価もピークに近い、消費者

物価はピークを8月に打った後、ピークアウトすると丁寧に書いてある。景気については、期間と自信の度合い両方含めて、トーンが少しクリアカットではないという感じがする。

前田調査統計局参事役

以前から月報のタームはなかなか特定のタームがなくて。

水野委員

ただ、同じ月に出すものであれば、長さが違うというのは。

前田調査統計局参事役

例えば国内企業物価については、相当国際商品市況に左右されるので、元々せいぜい数か月先までしか書くことができない。また、消費者物価と実体経済もちょっと違って、消費者物価については、特に今のように除くエネルギー、食料品でみると、ほぼ安定している中で、このエネルギー、食料品の動向で大体読めてくる感じがあるので、そういう面も含めて書いている。また、経済との関連で言えば、当然景気も以前のようにどんどん良くなっていく訳ではないし、需給面からみても低下の圧力も掛かり得る状況であるので、ここは経済の動きと一応整合的な範囲内で、そういうことも想定して書かれているということである。実体経済については、ご存知のとおり、数か月単位どころではなくて、四半期でみても相当ボラタイルな動きもあるので、どちらかというと均してみてどういう方向にいかをここでは書いているということである。

水野委員

物価のところは非常に丁寧に書かれている、というか自信があるようだ。経済については、景気の谷の深さと長さについて、深さは深くならないが長さについては多少後ずれするかもしれないという気持ちが多少入っているから、こうなっているのかという気がする。物価が非常にクリアな故

に景気見通しがぼけてしまっているのか、あるいは物価が今回特別にはっきり言えるからこうなっているのか、分からぬが、今後どういう方針でいかれるのか。ケース・バイ・ケースと考えた方が良いか。

前田調査統計局参事役

私共は物価だけ凄く丁寧に書いているというつもりは元々なくて、先程も申し上げたように…。

水野委員

それは分かっている。ただ今回について言えば、非常にはっきり読める。数字を置ける位に書いてある。

前田調査統計局参事役

数字を置ける位であるか。

水野委員

門間調査統計局長が言わされたとおりに書かれている。

前田調査統計局参事役

先程、門間調査統計局長は8月がピークでということを説明された訳だが、別にここは8月がピークでというよりも…。

水野委員

ただ、非常にくっきりと書いてあって、行間からその自信がみえる。自分も書けと言わされたらこうしか書けないとと思っているが、景気についての予測の根拠が多分弱い。国際商品市況高が一服して、海外経済も減速局面を脱すれば、本当に成長経路に復するのか、私もかなり疑問に思っている。物価は商品市況についてある前提を置くと非常にクリアに書けるということがあって、だからそこは仕方ないのであるという説明をしてくれた方が

すっきりするかと思っている。

須田委員

その前に、これは位置付けの問題として、執行部の考え方である。今までとはちょっと違う。

水野委員

ただ、私達が明日議論した後に…。

須田委員

我々は我々で決めれば良い話であって。

水野委員

でもそれを受けた彼らは変わる。

須田委員

勿論、それはこちらが決めれば変わるが。

水野委員

明日我々で議論してから結論が出されるので、今の時点でどうなのかと聞いているだけで、結論を私は聞いていない。今の時点でどういう考えで纏めたのかを聞いているだけである。

前田調査統計局参事役

繰り返しになるが、消費者物価については、向こう数か月で低下していくというよりは、やや長い目でみれば低下していくことも考えて書いていく。先月のステートメントでも「当面上昇率がやや高まった」という表現になったので、ここだけ非常に短いところを捉えて月次単位で何か予想して書いているという訳ではない。そこはご理解頂ければと思う。

水野委員

いや、物価はもう完璧に理解している。表現の問題というよりも、むしろ景気のメカニズムについて本当にこれでいくのかというところがボトムラインにあるので、聞いている。「当面」という言葉をその後で「次第に」で繋いでいるところに、相当行間に幅を持たせているという感じがした。明日議論する参考資料として私は位置付けているので、この「次第に」というところにどの位の意味があるかと思っていた。本当に「次第に」なのか、期待を込めてなのか。時間の概念のところである。ここは多分明日の大きなイシューの一つになると思っている。

白川議長

いずれにせよ、明日、景気について大いに議論することにしよう。他にあるか。それでは本日の会合はこれで終了とする。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から政府、出席者の方々も含め、この場の皆様におかれましては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願ひする。以上である。

(16時51分中断、19日9時00分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に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等に関する討議、政府の出席者からのご発言、議案の取り纏め・採決、それから7月14、15日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。政府からの出席者は財務省は竹下亘副大臣、内閣府は藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から議案作成のための中止の際や閉会後、報道の解禁までの間については、この会議室内

にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いをしたいと思うのでどうか宜しくお願ひする。

III. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは第一の議題である金融経済情勢に関する討議である。ご承知のように7月から二つの柱に基づく点検結果を毎回の決定会合後の公表文で示すことになったので、二つの柱に基づく経済・物価情勢の整理についても適宜ご見解を頂ければと思う。二つの柱に基づく整理についてお話を頂く場合、最初のラウンドで話すべきか、二回目のラウンドで話すべきか、あるいはその両方に跨るべきか、多分これまでも皆様、お困りになったと思う。いずれにせよ今回は初めてであるので、どちらのラウンドでお話されても結構である。次回会合以降の運営については、今回の運営を踏まえて改めて検討していきたいと思う。最初のラウンドでは最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議をしたいと思う。今回は西村副総裁、中村委員、亀崎委員、須田委員、野田委員、水野委員の順である。それでは西村副総裁、お願ひする。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢をみると、局面が変化しつつあることを示唆する動きがみられたように思う。国際金融市場では、前回会合時、米国GSE2社の信用不安から生じた状況に比べ、若干の落ち着きがみられるが、引き続き不安感が高い状況が続いている。GSE2社の信用不安からの金融システム不安の沈静には、財務省にGSE発行債券・株式購入権限を2009年12月まで認めたハウジング・アンド・エコノミック・リカバリー・アクト・オブ2008の迅速な成立と、SECによるネイキッド・ショート・セリング禁止のテンポラリー・エマージェンシー・オーダーが、一定の効果を果たしたと考えている。しかし住宅価格下落と差押さえ急増、商業用不動産価格調整の本格化から、地合いはさらに悪化している。金融機関の

CDSプレミアムは、前回会合時、3月のベア・スタンズ問題の時の水準に上昇した後、目立った改善はみられていない。米国ではプレゼンスがそれなりに高かった欧州金融機関の財務状況も改善には程遠い状況である。そのため、欧米ともにインターバンク市場では特に長めの資金調達が難しい状況が続いている。LIBOR-OISスプレッドは足許スポットよりも2か月先スタートが60bp程度高くなっている。これに対して、我が国金融市场は欧米比落ち着いた状況であるが、国际金融市场の影響を受けやすい地合いにある。特定業種企業の倒産増加からクレジット市場の一部に弱さがみられるが、今のところ限定された動きであると考えている。一点補足しておくと、ハウジング・アンド・エコノミック・リカバリー・アクト・オブ2008は財務省によるGSE支援の面が強調されているが、それはあくまで2009年12月までの时限措置であること、そして何よりも新監督機関、フェデラル・ハウジング・ファイナンス・エージェンシーによるGSEの破綻処理制度が明確にされたことに注目する必要がある。今までのインプリシット・ガバメント・ギャランティがエクスプリシット・ギャランティに変わったということではないということである。こうした国际金融市场の不安と実物経済との负のフィードバックが当初米国に現われ、現在さらにそれが强くなってきているうえに、英国、欧州大陸にも波及しつつあるとみられる。他方、国际商品市況は前回会合時に比べて反転したが、原油にみられるようにまだ年初レベルからみれば高い水準にある。それが消費国から資源国への所得移転をもたらし、新兴国経済の一角にも伸び悩みの兆しがある。米国ではタックス・リベートというステイミュラス・パッケージの効果は急速に剥落し、第3四半期に入り停滞の様相が明確になってきている。加えて金融のタイトネスが強まっている。シニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイで長い時系列を取れる消費者インストールメント・ローンの貸出態度の8月の数字をみると、実はこれは1979年10月6日、ボルカー議長がいわゆるサタデー・ナイト・マサニーでディスカウント・レートを歴史的な12%に上昇させ、景気後退となつた1980年前後の時期に次ぐ水準にまでタイト化が進んで

いる。他のローン・カテゴリーにおいても同様である。もっとも、足許停滞が長引くものの、住宅市場悪化には若干の下げ止まりの兆しもあるなど底割れの状態ではなく、足許のGDP成長率も大きくマイナスになっている訳ではない。しかし、金融と実物経済の負のフィードバック、そして各種需要項目の相関関係の変化を考慮すると、急に大きく下押しするリスクは高まっていると言える。この点については政策運営方針のところの討議で説明したいと思う。欧州も、足許は停滞を示すデータや情報が多いと言える。第1四半期が堅調であった反動があるものの、第2四半期では不動産建設関連で急成長していた周辺国の停滞がさらに明確になるとともに、主要国の需要にも輸出、内需とともに若干の弱さがみられている。金融機関の融資態度も厳しくなってきているように見える。NIES・ASEAN経済は、欧米向け直接、間接の輸出の停滞に加え、エネルギー・穀物価格による負の交易条件効果が次第に内需に影響を与え、減速の兆しがある。中国は、食料インフレの高止まりと多大な雇用人口増加を吸収するための高成長といった二つの必要性の間で微妙なバランスを取ることを迫られている。

我が国経済については、こうした世界経済の広汎な減速から輸出は足許伸び悩んでいるうえに、輸入物価上昇が消費者物価に部分的ながら転嫁されていくに従って、消費者の実質購買力が低下し、実質消費が伸び悩んでいる。他方、転嫁が十分でないために企業の収益がスクイーズされ業況感の低下をもたらしている。特に中小企業においてその傾向が強く、投資にも慎重な動きへの兆しが若干ある。まず実物面では、輸出はほぼ全域向けで減速している。実質設備投資では、新価格体系への対処や将来の競争力維持という観点から、投資意欲は大企業を中心に水準としては高いが、交易条件の悪化から業績見通しが下方修正され、さらに世界経済の不確実性が高まっていることを背景に横這いとなっている。住宅投資は、地価上昇に建設資材高騰が加わり、単価が高騰し需要が冷え込んだため停滞している。個人消費は、名目所得の伸び悩みから名目消費は伸び悩んでいるという程度であるが、エネルギー・食品価格上昇から消費デフレーターが目

立って上昇しており、そのため実質消費はかなりの低下を示している。このため、GDPの第2四半期の速報値ではGDP成長率は対前期比-0.6%となった。寄与度でみると、純輸出が今までの大幅なプラス寄与からゼロとなり、民間企業設備の寄与はほぼゼロ、民間住宅投資は心持ちマイナスとなり、大宗は民間最終消費支出の寄与度-0.3%ポイントと公的固定資本形成の-0.2%ポイントで説明される。次に物価面である。前回会合では6月全国CPI（除く生鮮）は+1.9%前後との予測を申し上げたが、結局そのとおり着地した。上昇モメンタムは引き続き強いが、実は7月東京速報を精査すると、食料品やガソリンにおいて、今までの価格上昇に伴う需要減をみて、これ以上の値上げを躊躇する傾向がみられるようみえる。食料品価格は対前年同月比上昇幅の拡大がレベル・オフしつつあるようみえる。ガソリンも月初に値上げするが、月末には競争激化のため、月初比下落するという傾向がみられている。これを勘案し、かつ7月月央ガソリン・灯油価格を勘案すると、現在時点のベストゲスでは7月は+2.4%前後になる可能性が高いと思われる。上述した需要減退と競争激化の影響から店頭ガソリン価格、灯油価格の上昇の程度が従来予想より若干低下することを勘案すると、8月は7月比横這いの蓋然性が高いと思う。この後、もし現在の原油価格の低落が続くとするならば、9月にはその影響が出てくると考えられる。その後は、エネルギー・穀物価格高騰の浸みだしと原油・穀物価格の動向とのバランスで消費者物価上昇率が決まっていくと考えられるが、今年前半のような一本調子の上昇は考えにくく、次第に伸び率を減じていくと考えられる。そして2009年度になると、今年度の裏が出てエネルギー・食料品価格上昇率がマイナスになる可能性があり、それと積み残しの価格調整のディレイド・エフェクトの相対的大きさによって物価上昇率が決まっていくと考えられる。このように、多くのデータで局面の変化を示唆するものがあったと考えるのが自然であろうと思う。従って、景気の現状評価において、現状を停滞とする月報の概要に違和感はない。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願ひする。

中村委員

前回会合後の動きをみると、欧州を中心に景気減速を示唆する経済指標の公表が相次いだことから、世界経済の減速に対する注目度が高まり、これまで高かったインフレ懸念が幾分弱まり、景気下振れリスクが強まっている。この結果、米欧における政策金利の引き上げ見通しが後退した。また、原油をはじめとする1次産品の需要減退見込みなどから、原油等のコモディティ価格が大幅に下落したほか、米国以外の地域の景気下振れ懸念の高まりからドルを買戻す動きがみられた。米国経済については、4~6月の実質GDPが前期比年率+1.9%となった。これは、個人消費が減税効果により押し上げられたほか、純輸出がドル安等による輸出拡大などを通じて大幅に拡大したことなどから、第1四半期に比べて伸び率が拡大したためである。消費者信頼感指数やISM指数は横這い圏内で推移しており、消費者や企業マインドの悪化基調には一服感もみられるようだ。しかし、経済全般の停滞感に変化はみられない。失業率が上昇傾向にあるほか、大手商業銀行の第2四半期決算では、損失の発生要因がモーゲージ関連証券化商品から住宅ローンや消費者向けローンの延滞増による貸倒引当金の積み増しにシフトしており、経済・金融環境は不安定な状態にある。住宅市場に関しても、着工や販売件数の減少傾向に変化が窺われないほか、在庫率も高水準で推移している。住宅価格も、5月のS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前年比-15.8%とマイナス幅が拡大しており、下げ止まる気配が感じられない。ファイナンス面でも政策金利引き下げにもかかわらず、足許の30年固定モーゲージ金利は、昨年8月並みの水準まで上昇しており、住宅市場の調整が長期化する兆しが一層強まっているようだ。こうした中、7月の新車販売台数は年率換算で1,279万台と先月に引き続いての大幅悪化となった。乗用車販売はほぼ横這いだったが、今年に入り減少幅を拡大しているSUVを含む小型トラックの販売は前年同

月比-25.5%と大きく落ち込んだことなどから、全体では92年以来の低い水準となった。販売不振は燃費の悪い大型車の販売ウエイトが高い米系メーカーを直撃しており、GM、フォードの第2四半期の業績は大幅な赤字となっている。販売市場の悪化が続く中での経営再建は前途多難である。米国経済の先行きについては、足許の消費を下支えしてきた減税効果が剥落、海外経済の減速に伴い輸出の伸びも鈍化すると考えられる。また、金融システムの混乱が実体経済へ波及する負の連鎖等による景気停滞の長期化あるいは緩やかな景気後退局面入りする可能性も考えられる。欧州については、総じて減速傾向の高まりを示唆する指標が多く公表された。14日に公表された4~6月の実質GDPは前期比年率-0.8%と世界経済の減速やエネルギー、食料品の価格上昇などを背景に、経済が減速していることが確認された。また、製造業PMI、サービス業PMIは共に、改善、悪化の分岐点である50を継続して下回っており、先行きの減速を示唆している。ECBも8月7日の定例理事会において、景気の先行きについて、1次產品の価格上昇、金融市場の緊張持続により不確実性が高い中で、ダウンサイド・リスクが支配的と評価している。中国については、前回会合以降、景気過熱抑制の政策方針が部分的に変更されたようだ。胡錦涛国家主席は、8月1日の海外メディアとの記者会見で、今後のマクロ経済運営では経済の安定的で比較的早い発展の保持を重視すると表明した。こうした政策の部分的な変更は、経済の減速に対応したものなのか、あるいは国内の政治的な要因によるものなのか必ずしも明確ではない。これまでに公表された指標でみる限りでは、幾分減速感はみられるものの高い成長率を維持していくと思われる。しかし、2か月連続でCPIが下落したとはいえ、インフレ圧力は引き続き大きく、注意してみていく必要がある。この間、NIEs、ASEAN諸国においては、IT関連投資を中心に輸出が減速しているほか、エネルギー・食料品価格高騰の影響から内需が減速している国もみられるが、全体としてはこれまでのところ緩やかな拡大が続いているようだ。

国内経済については、海外経済が全体として減速する中、輸出の増勢鈍

化やエネルギー・原材料価格高などを背景に、成長率が低水準となってい
ることが確認された。4~6月の実質GDPは前期比年率-2.4%となり、
閏年要因等で強めとなつた1~3月の反動による影響を勘案しても経済が
停滞気味であることを示唆している。GDP以外の統計をみても、実質輸
出は4~6月を均してみると前期比3.3%減少した。地域別でみても、EU
向けやNIEs・ASEAN向けが減少に転じたほか、継続して大幅に増
加していた中東、中南米、ロシアといった地域向けが横這いの水準となる
など、増勢が鈍化している。財別では、輸出に占める割合の大きな自動車
の伸びが鈍化しており、先行きが懸念される。生産は2四半期連続でマイ
ナスとなり、7、8月の予測指数もマイナスとなった。企業収益も、8月15
日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業1,199社を対象
とした新光総研の集計では、6月末時点で-5.1%であった2008年度の利
益見通しが下方修正され、-8.5%の減益予想となつた。設備投資は、大
企業を対象とした政策投資銀行の調査によれば、全産業では前年比
+4.1%と、前年度実績の+7.7%からは鈍化したもののが堅調さを持続して
いた。もっとも、中小企業の設備投資実施割合を中小公庫の調査でみると
弱めの動きとなっている。大企業は、中長期的並びにグローバルな競争の
観点から、エネルギー価格高騰に対応した代替エネルギーの開発、省エネ
に対する技術革新、生産効率化の推進、新規の需要開拓等の関連投資を含
め、投資を継続すると考えられる。一方、調達コスト上昇分の価格転嫁が
進まず業況が悪化している中小企業については、投資を手控える動きが広
がっているようだ。雇用環境も徐々に後退している。完全失業率が幾分上
昇したほか、有効求人倍率も5か月連続して低下した。例えば、トヨタグ
ループ5社が、この3~4か月で の派遣社員、期間従業員を削減
したように、景気低迷により雇用環境が緩やかに後退していると考えられ
る。こうした中、個人消費は生活必需品の価格上昇が続く中、実質所得の
目減りもあり、生活防衛志向が一段と強まっており、家電販売は堅調なもの
の夏期休暇のレジャーを含めそれ以外の消費は総じて抑制的となつて
いる。7月の企業物価指数は、前年比上昇率が+7.1%まで拡大した。石油・

石炭製品のほか、鋼材価格等の高騰もあり先行きも高水準で推移すると考えられる。また、需要段階別にみると最終財の企業物価も上昇率を高めており、今後の企業間取引における価格移転や消費者物価への転嫁度合いがどのように波及していくのかについて、注意してみていく必要がある。消費者物価についても、石油製品や食料品の価格上昇を背景にしばらくは高い伸びが続くと考えられる。もっとも、値上げに対する消費者の抵抗感は根強く、企業にとっての価格転嫁は引き続き非常に高いハードルとなっている。企業金融については、貸出約定金利が概ね横這いで推移する中、民間部門の資金調達は増加しており、引き続き緩和的な状態にあるが、低格付先や建設、不動産、消費者金融といった特定の業種については、起債環境が悪化している。中小企業については金融機関の貸出審査が一段と厳格化しているようだ。また企業倒産については、不動産転売を主要事業としていた新興不動産の倒産をはじめとして、件数が増加している。倒産、廃業を通じて生産性の低い企業が淘汰され、資本や人的資源がより効率的に活用されていくことは、経済全体にとってプラスに働くと思うが、こうした動きの中でセーフティネットの構築等を含め、資源の再配分等が円滑に進んでいるかについては、注意していく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いする。

亀崎委員

前回会合以降、海外景気は一段と減速している。まず米国では、景気の停滞が続いている。やや詳しくみると、4~6月の実質GDPは、輸出や所得税還付により押し上げられた個人消費の増加を主因に、前期比年率で+1.9%と前期を上回る伸びとなった。しかし、住宅市場では、5月のS&Pケース・シラー価格指数が-16.9%と既往最大の前年比減少幅となるなど住宅価格の下落に歯止めがかからず、住宅着工、販売の落ち込みも続

いている。また雇用面では、非農業部門雇用者数の 7か月連続の悪化や失業率の上昇にみられるように、一段と軟化している。さらに、金融市場でも厳しい状況が続き、金融機関の貸出態度も引き続き厳格化している。このようなもとで物価高もあって、個人消費も基調としては力強さを欠いている。ユーロ圏では、4~6 月の実質GDPは前期比年率で-0.8%と、99 年のユーロ発足以来のマイナスとなるなど、減速感が一段と強まっている。特に、既に減速しているイタリア、スペイン、アイルランドに加え、これまで域内経済を牽引してきたドイツの減速が顕著である。すなわち、輸出は堅調ながら受注動向からは先行きに陰りがみられ、設備投資も国内投資財受注の 2 四半期連続の減少にみられるように減速し、個人消費も小売売上数量が 4 か月連続で減少しており、こうしたもとで、IFO 景況感指数も景気停滞期にあった 2005 年 9 月以来の水準にまで後退している。こうした状況下、ECB は、CPI が前年比+4.1%とユーロ導入以来の最高水準を更新し物価安定の目処である+2%弱を大きく上回っているにもかかわらず、金融政策のバイアスを中立とし景気認識の厳しさを示唆している。また英国では、4~6 月の実質GDPは前期比年率で+0.8%と 92 年以降続けてきたプラスを維持したとはいえ、低い伸び率にとどまり、キング総裁は 8 月 13 日の記者会見で先行き 1 年間はほぼ横這いで推移すると述べている。このところ公表された主要指標の幾つかも、80 年代初頭あるいは 90 年代初頭の不況以来の水準に落ち込んでいる。中国経済は高成長が続いてきたが、中国政府のチーフエコノミストと言われる国家発展改革委員会・マクロ経済研究院の王副院長が 2008 年は中国の経済発展が新たな調整期に入った年であると述べるなど、先行きについては下振れを懸念する声も出てきている。こうした中、7 月 25 日の共産党中央政治局会議は、今後のマクロ経済政策の主要目標として、インフレ抑制を維持しながらも、景気面では景気過熱の防止から高成長の維持へと変更した。さらに、繊維製品等の輸出増税の還付率引き上げ、銀行貸出総量規制の一部緩和などの施策が打ち出されるなど、政府は景気減速への警戒感を強めていると窺われる。一方で、7 月の生産者物価指数が 95 年 11 月以来の二桁

の伸びとなるなど、インフレ加速への警戒も怠れない状況にある。今後的情勢については、当局による施策の影響も踏まえつつ、予断なく見守りたい。その他、N I E s、A S E A Nでは、外需に加えて内需にも減速を示す指標がみられている。一方でインフレ圧力も強い状況下、金融引締めを行っている国も多いため、その景気への影響について注意してみていいと思う。

次に、日本である。日本の景気は、既往のエネルギー・原材料高に加え、海外景気の減速を受けて、輸出、生産が変調しつつあることなどから、停滞している。設備や雇用の調整圧力が大きくなるもとで、景気が急速に悪化するとは考えにくい状況だが、ここ数年の景気拡大の牽引役を担ってきた輸出の増勢鈍化は特に要注意である。執行部の見解については、異論はない。セクター別にみると、輸出について、私は、3月の貿易統計公表後から名目ベースの輸出の低い伸びは世界経済の減速を反映した貿易量減少などの影響が波及する兆しを示している可能性もあるのではないかと非常に重要なポイントとして注視してきたが、直近6月には-1.7%と、2003年11月以来、4年7か月振りのマイナスとなり、懸念が現実のものとなってきている。相手国別にみると、N A F T A向けが減少しているほか、欧州向けも住宅市場減速の影響が出ている英國、スペイン、アイルランド、国際競争力が低くユーロ高の影響を受けやすいイタリアなど、経済情勢が悪い国向けでは前年比マイナス傾向となっている。さらには昨年11月まで二桁の伸びを示していたアジア向けも、このところ伸びを縮小し、6月は+1.5%となっている。中東、ロシアなど産油国向けはまだ堅調であるが、輸出額に占めるウエイトはそれぞれ3.8%、1.6%に過ぎず、全体を下支えする力には乏しいかと思う。こうした中、先般のW T Oのドーハ・ラウンドは少数国会合としたことで合意成立が期待されたが、結果として決裂したことでも世界貿易拡大の制約要因であり、日本の輸出にとってまた一つネガティブな材料が増えたと言わざるを得ないと思う。また、生産も弱めの動きとなっている。鉱工業生産指数は、1~3月に続き4~6月も前期比マイナスとなったほか、7、8月の予測指数もマイナスと

なっている。一部化学製品における採算確保を企図した減産などに加え、自動車における欧米での販売減を受けた輸出向け完成車や現地組み立て用部品の減産、情報通信機器や電子部品・デバイスにおける内外での携帯電話機の販売不振を受けた減産等々、具体的な動きが増え始めているため、今後の動向を丹念にみていくたいと思う。企業収益は、東証1部上場事業会社の2008年度通期の経常利益の減益幅が拡大する見通しにあるなど、既往のエネルギー・原材料価格高を販売価格に転嫁しきれていない姿が一層明確となっている。こうしたもので、設備投資についても横這いの動きとなっている。このように、エネルギー・原材料価格高は、企業にとって試練となるが、省エネ、省資源、環境問題に対応した技術、製品への需要が世界的に高まる中、当該分野に強みを持ち、かつ特段の過剰ストックを抱えていない日本企業にとってはチャンスでもある。実際、鉄と比べて低重量、高強度が特徴で、ゴルフクラブから自動車、航空機のボディまで幅広い用途を持つ炭素繊維の開発や、原油ではなく植物由来の成分による樹脂の開発、大容量、高性能のリチウムイオン電池や、それを内蔵した電気自動車の商品化などの動きが、ここへきて加速している。こうした動きは、今後とも我が国の設備投資を下支えしていくと思われる。また、欧米金融市場の混乱も、世界の実体経済への影響を通じて日本の経済成長にとってのハードルとならざるを得ないが、金融、医薬品、食品などこれまで海外展開に必ずしも積極的でなかった業種においても、むしろこれを成長の機会と捉えて積極的に海外企業の買収を進める動きもみられているのは心強いと思う。これらの動きが、中長期的に日本経済のダイナミズムを増し、成長を力強く支えていくことを期待したいと思う。雇用・所得面では、賃金がパート比率の低下はあっても弱めの動きとなり、雇用者数の増加も鈍化していることから、雇用者所得の伸びが弱いものとなっているので、今後の情勢には十分注意したいと思う。こうしたことで、個人消費については、石油製品や食料品の価格上昇を受け、衣料品売上高の前年比が減少する等、不要不急品の購入を減らす動きが強まっていることもあって、一段と弱い動きとなっている。また、住宅投資は、改正建築基準法施行後の落

ち込みを取り戻せないままの弱めの動きが続いている。この間、建設・不動産業を中心に、倒産件数の緩やかな増加基調が続いており、7月は5年振りの高水準となった。最近では地方の有力企業の倒産も目立ち始めていることなどを踏まえると、産業構造の転換の中で、生産性の低い企業が淘汰されているという動きだけでなく、需要減少、資源価格高、さらには一部業種や中小・零細企業における資金繰り悪化などを受けたより広範な業況悪化による部分も大きい可能性がある。そのため、その経済全体への影響も意識しつつ、しっかりと確認していきたいと思う。物価については、輸入物価は既往の国際商品市況高から高い伸びとなっており、国内企業物価も第2次石油危機以来の伸び率が続いている。川下のCPIについても、6月は+1.9%と一段と上昇幅が拡大し、価格上昇品目数と価格下落品目数の差は+119とさらに水準を高め、3月以降4か月連続で三桁に達している。除く食料品、エネルギーのベースでも、東京についてはこのところ上昇基調が明確化している。こうした動きは、物価上昇の裾野の広がりと根強さを示している。ただし、足許では国際商品市況は急反落しているため、その影響も踏まえつつ、先行きの物価動向を肌理細かくみていきたい。以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いする。

須田委員

先般公表された4~6月の実質GDP成長率は前期比年率-2.4%と、4四半期振りのマイナスとなった。前期比でみれば、4~6月にいきなり減速感が強まった印象を受けるが、元々振れの大きい統計であることに留意が必要である。因みに前年同期比では、2007年10~12月以降、+1.6%、+1.2%、+1.0%と緩やかに減速している姿がより鮮明となる。4~6月は潜在成長率を下回っているものの、前期比でみると程、減速感を強めている訳ではない。私の景気実感からすると、むしろこの方が最近の景気減速

のイメージに近いと言える。いずれにしても、日本経済の先行きを見通すうえでは、このまま停滞色を強めていくのか、あるいはエネルギー・原材料価格が落ち着きを取り戻し、次第に成長率が回復していくのか。私としては後者の可能性が高いと思っているが、慎重な見極めが必要な時期に差し掛かっていることは事実である。こうした観点から、以下では今後注意深く点検していくべきポイントを中心に、最近の動きを整理していきたいと思う。

まず懸案の米国経済である。4~6月の実質成長率は、昨年来の積極的な利下げや減税の効果等から+1.9%と底堅い伸びになった。しかも、貿易赤字の縮小によってかなりの上方改訂となりそうである。今年の春頃には、年前半に2期連続のマイナス成長もあり得ると囁かれていたことを思えば、悲観一色だった市場に安心感を与える結果となったと評価している。4~6月の企業決算をみても、減益が目立つのは金融と消費位で、ITやエネルギーなどその他の業種では増益を確保しているし、調整が長引いている住宅市場でも住宅着工件数は100万戸程度まで減少すれば反発するという経験則があり、そろそろそのレベルに近づいているとか、ケース・シラー住宅価格指数をみると、前月に比べ上昇に転じている地域が増えており、といった前向きな指摘も徐々に聞かれるようになっている。また、消費に悪影響を与えていたガソリン価格もこのところ下がっている。もっとも消費については、消費者向けローンの厳格化、失業率の上昇や雇用者数の減少、逆資産効果、消費者コンフィデンスの悪化、自動車販売の落ち込みなどから伸び悩んでいるし、ARSの買い戻し問題、米地銀の破綻懸念、CMB Sのスプレッドの拡大、GSE2社による住宅価格底値予想の下方修正などから、欧米金融機関の財務状況に対する懸念はなかなか拭えない中で、景気と金融の負のフィードバックが意識されており、まだまだ楽観できる状況はない。私としては、在庫高のもと住宅市場の調整が来年にかけても続き、米国の経済成長の頭を押さえ続けるとみている。ブルーチップ見通しでも年後半に減速見込みとなっている。こうした中で、昨年来の利下げによる実質マイナス金利、減税、住宅関連GSEへの支援

等といった各種施策の効果が、7～9月以降も景気下支えに寄与していくのかどうか、その帰趨を見極めるべき時期であることに間違いない。

むしろここへきて心配なのは、欧州とアジアである。ユーロ圏をみると、ドイツの投資財受注が5、6月と減少したほか、ユーロ圏小売売上数量が昨年第4四半期以降、3期連続のマイナスとなっている。第2四半期のGDPも前期比-0.2%となつたし、ユーロ圏景況感指数は2001年9月の同時多発テロ以来最低水準まで低下している。トリシェ総裁は、8月7日の定例理事会後の記者会見で、世界経済の減速、商品市況高に伴う所得の流出という二つのリスクが顕現化していると何度も強調していた。また韓国や台湾についても、日本と同じように交易条件の悪化に伴う内需の下振れ懸念が高まりつつあるようだ。現在のところ、新興国が牽引するかたちで世界経済が成長を続ける中、輸出全体としては、増勢は鈍化するものの増加基調は維持するとの考え方を変えてはいないが、欧州やアジアの弱さがどの程度のインパクトをもたらしていくのか、注意深くみていきたいと思っている。

次に日本経済についてである。第2四半期のGDPでは、これまで経済を牽引してきた純輸出の寄与がゼロとなつたほか、内需は全般に減少しており、実質総所得も所得形成の弱まりを示している。執行部の報告のとおり、停滞という現状認識で特に違和感はない。ただし、最近の民間の調査でも長期の期待成長率に悪化がみられておらず、また設備や人員など調整圧力は強くないので、停滞といつても、その長さや深さという点において、特別悲観はしていない。雇用の伸びに鈍化傾向が窺われ、実質所得が弱めに推移するため、消費の底堅さは当分期待できないが、第2四半期の個人消費の弱さには閏年要因などで強く出ていた前期の反動や天候要因なども含まれているので割り引いてみる必要がある。鉱工業生産についても、年初から3期連続のマイナスの可能性が高まっているが、ITバブル崩壊の際の平均-3%に比べれば遙かに軽微であるし、在庫の積み上がりも特に心配な状況ではない。設備投資も、日本政策投資銀行のアンケートでは2008年度+4.1%とプラスを維持している。国際商品市況の上昇に一服の

兆しが窺われているので、そうした点を勘案すると意外と早く停滞感が薄れる可能性もあると思っている。ただし、気になる点もある。まず企業収益と設備投資である。今後の設備投資動向は企業収益の帰趨によって影響を受けるが、交易条件悪化の負担を企業と家計とでシェアしている中、上場企業の2008年度収益予想が足許大幅に下方修正されているとのアナリスト情報や、企業の見方が急に慎重化しているというアネクドータルな情報も聞かれている。また、中小企業金融公庫調査によると、純益率DIは5期連続でマイナス幅が拡大し、先行きも悪化が見込まれている。7~9月の機械受注は現時点では-3%という見込みとなっているが、過去の経験から下方修正される可能性が小さくない。政策投資銀行のアンケートも、2008年度計画が今後下振れる可能性もある。建設、不動産を中心に最近倒産が増加している点も気になる。こうしたリスクの背景にある国際商品市況であるが、現在、原油価格WTIは7月中旬にピークを付けた後、足許2割程度の調整となっている。今後の動きについては依然として不確実であり、それが先行き見通しの不透明感を高めている大きな要因の一つとなっている。もっとも現状程度の原油価格が今後も維持されるとしても、インフレの先行きについては不透明感が拭えない。物価については、7月の国内CPIは1981年1月以来の高い伸びとなったが、CPI（除く生鮮食品）の前年比も7月に+2%を上回ってみるとみられる。今のところ、秋口以降になれば国際商品市況の落ち着きを反映しながら、CPIは次第に上昇幅を縮小させていくと予想しているが、想定どおりに進むかどうかについては、依然として不確実性の高い状態と言わざるを得ない。そのように考える背景には、世界的に緩和的な金融環境がある。8月5日のFOMCではFFレートの誘導目標が2%に据え置かれたが、その結果、ドルペッグ制を採用している産油国等でも緩和的な金融環境を継続していることになる。中国当局も金融引締め姿勢を緩和しているようであるし、グローバルな金融環境は引き続きインフレ・リスクを高めやすい状況にあると考えられる。我が国では引き続き、賃金とインフレ率がインタラクティブに上昇するような状況には至っていないが、気付いたら乾いた薪

上に居たということにならないように、足許、国際商品市況が調整しているからといって、インフレ・リスクに対する警戒を怠るべきではないと思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いする。

野田委員

前回会合では、4月の展望レポートの中間評価で、見通しを景気は下振れ、物価は上振れの修正をそれぞれ行ったが、前回会合以降判明したデータ等は海外経済の減速感が高まり、日本の景気の循環メカニズムの牽引役であった輸出と生産が勢いを失ったことなどを明確に示し、中間評価を裏付けるのに不足はないどころか、さらなる下振れを示唆するものであった。一方、物価は最高値の更新を続けていた国際商品市況が大きく反落したことから、展望レポートからの上振れの程度は幾らか縮小した。状況を仔細に確認してみたいと思う。

まず国際金融市場である。7月30日に米国で住宅市場対策包括法案が成立し、GSEの経営不安を引き金とするクリティカルなリスクの発生は直前で回避されたものの、世界経済全体としてのダウンサイド・リスクへの意識が高まり、各種の信用スプレッドが高止まるなど、市場の緊張は緩んでいない。GSEやモノライン等金融システムの外縁にあった機関を含む広範な金融機関で、資本の十分性と調達のアベイラビリティに対する懸念はなお続いている、引き続き注視を怠れない状況である。

続いて米国経済である。4~6月期の実質GDPの第1回事前推定値は前期比年率+1.9%となった。個人消費が所得減税の影響から伸び率を高めたほか、純輸出のプラス幅が拡大し、住宅投資のマイナス幅は縮小した。在庫投資を除いた最終需要ベースでみると、前期比年率+3.9%と前期+0.9%から大幅に伸び率は上昇しており、全体として増勢を鈍化させつつも成長を続けている世界経済、それに所得減税とが米国経済を何とか下

支えしてきたことを確認することができた。問題は、7～9月期以降の需要動向である。一つに個人消費における所得減税の下支え効果の剥落、二つに世界経済減速及びドル安修正の輸出への影響、三つに労働市場の軟化、四つにさらなるクレジット・タイトニング、五つに既往のエネルギー・食料品価格の上昇など、実体経済に対する様々な下押し圧力、こういったものが7～9月期以降、強まる見通しにあり、米国経済は停滞の継続ないしは後退の局面を迎える可能性が高いと思われる。因みに、6月5日のFOMC議事要旨における景気下振れリスクは幾分小さくなつたというくだりは私の腑に届かないと前回会合で申し述べたが、この点については、その後の議会証言あるいは7月のFOMC議事要旨では削除された。また、国際金融市場の混乱の火元である住宅市場についてみても、住宅販売が下げ止まりの微かな兆しをみせているものの、高水準の在庫を抱える中、価格の下落が続いている。金融機関の経営不安が高まっていることと相俟つて、米国経済の回復の道のりは依然として確とは描けない。

続いてユーロ圏経済である。4～6月期のGDPは前期比-0.2%と1995年の統計開始以来、初めてのマイナス成長となった。1～3月期の高成長の反動もあり、均してみる必要があるが、前回会合以降明らかになった他のハード、ソフト両面のデータからも、ユーロ経済が減速傾向を強めていることがはっきりした。

中国も、4～6月期のGDPは+10.1%と高成長ながらも減速していることが確認された。このところ、中国でも世界経済の減速が強く意識され始め、先行きの輸出の増勢鈍化に対する警戒感が内外で高まっているよう窺える。一方で、7月の工業品出荷価格指数——いわゆる卸売物価指数——が前年比+10%まで伸びを高めるなど、CPIのヘッドラインの低下とは裏腹にインフレ懸念も強まっている。こうした中、中国共産党は7月の政治局会議でマクロ経済政策の目標としてインフレ抑制を最優先課題に位置付けつつも、成長については、景気過熱の防止から安定的な高成長の維持に変更し、これを受け中国人民銀行は8月15日発表の金融政策執行報告で引締め的な金融政策の実施という表現を削除するなど、政策スタ

ンスを変更し、現に銀行融資の総量規制を緩和した。中国でも上下両方向のリスクが拡大していると言わざるを得ない。N I E s、A S E A Nでも外需が引き続き減速している中で、交易条件の悪化が内需の圧迫として現われ始めており、経済拡大のテンポは弱まっていることも明らかになった。この間、物価面では、ほとんどの国、地域においてヘッドラインのC P Iは大幅な拡大が続いている。

次に我が国経済である。4~6月期の実質G D P、一次速報は前期比年率-2.4%と、4四半期振りにマイナスに転落した。閏年要因等で強めとなつた1~3月期の反動も影響しているが、均してみても経済成長がかなり緩やかなものとなり、停滞と言える状況であることが示された。交易条件はさらに悪化した。交易損失は28兆円に拡大し、海外からの所得の純受取を上回り、実質G D Iと実質G N Iはともに前期比年率-4%台まで悪化している。4~6月期では、エネルギー・原材料価格が大きく上昇する中、マクロの所得形成力の弱まりが一段と明確になった。これまで内需の低迷をカバーしてきた輸出は、実質輸出で4~6月期は前期比-3.3%と13四半期振りのマイナスとなった。仕向地別にみると、中国向けが情報関連の増加を主因に前期比プラスとなつたほかは、米国、E U、N I E s向けは前期比-5~-8%と大きく落ち込み、その他地域向けも増勢が急速に低下した。先進国や非資源国を中心とする多くの新興国での内需の落ち込みの影響が、日本の外需に本格的に及んできたといえる。設備投資であるが、その先行指標である機械受注についてみると、4~6月期は前期比+0.6%と伸び率を落としたほか、7~9月期の見通しも前期比-3.0%となつた。受注残と手持月数は、足許、高い水準まで積み上がっていることから、急激な減少は考えにくいところであるが、交易条件面からの企業収益の圧迫はここ数四半期が最も厳しいとみられるだけに、今後の機械設備投資も含めて企業の支出行動には従来以上の警戒が必要と感じている。個人消費については、前回会合以降、多くの指標が弱めの動きとなっている。これまで雇用者所得は緩やかに増加し、消費を下支えしてきたが、企業の支出抑制の動きが人件費にも広がる中、雇用者所得の伸びはここにきて目

立って鈍化しているようであり、消費を取り巻く環境は一段と厳しくなっている。加えて、生活関連品の値上がりに伴い実質可処分所得の目減りが進んでいること、労働需給が緩み始めており、生産の縮小と企業収益の減少により雇用者の1/3を占める非正規の雇用者を中心に一段と緩む可能性があることなどから、当面、個人消費はここ数年来の慎ましさに拍車が掛かるものとみている。以上のような総需要の低下を反映して、生産は4~6月期は1~3月期に続いてともに小幅ながらも2期連続の前期比マイナスとなった。7月の予測指数は前月の予想から一転して前月比マイナスとなり、7~9月期もマイナスとなる可能性が高くなつた。景気の循環メカニズムの牽引役であった輸出の増勢が鈍化し、つれて生産・所得・支出の抑制がはつきりしてきたことを重く受止めている。最後に物価である。6月のコアCPIは、石油製品、食料品の価格上昇を受け、前年比+1.9%まで上昇した。物価の上昇ピッチは加速しているとはいへ、それは石油製品、食料品の価格上昇というコストプッシュ要因だけで大宗が説明できる。またコアCPIは私共の物価安定の理解の上限である+2%に近づき、今後は既往のCGPIの高い伸びの波及も映じて、上限を上回ることは必至であるが、幸か不幸か賃金等への二次的影響は現時点ではほとんど観測されていない。また、この1か月程のコモディティ価格の反落により、物価のアップサイド・リスクは幾らか縮小した。もっとも、企業ではサーチャージ方式あるいはエスカレーション条項といったコスト増分を製品価格に転嫁しやすくする価格決定方式を導入する動きもみられているため、このような企業の価格設定スタンスの変化や消費者のインフレ期待の高まりに細心の注意を払いつつ、物価情勢を点検していきたいと考える。私は以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願ひする。

水野委員

資料を参考にお話する。今日は世界経済の動向、それから国内経済の動向、それから国内物価情勢についてコメントする。世界経済の注目点であるが、原油価格等の高騰を主因とするインフレ圧力の高まりから世界的な景気の下振れ懸念にシフトし始めている。我が国では、早くから資源高による交易条件悪化の影響が現われていたが、ここにきて他の非資源国でも民間内需の下振れが顕在化してきた。ユーロ圏諸国は、米国に比べて実体経済が底堅いとみられていたが、僅か1か月間の間に出てきた指標をみると、景気減速を示唆する経済指標が多く、E C Bも景気判断を下方修正した。東アジア諸国でも、非資源国を中心に政府が成長率見通しを下方修正する国が目立つ。オセアニアの景気にも減速感がみえる。そのような状況下、金融市場のテーマは、原油価格高騰を主因とするインフレ圧力の高まりやF R BやE C Bの利上げの有無から、世界的な景気下振れ懸念にシフトしている。主要国の長期金利は、景況感が急速に悪化したユーロ圏を中心に低下地合いにある。クレジット市場は、欧米は経済、金融システムの先行き不透明感から、我が国は最近の企業倒産件数の増加等から、スプレッドが再び拡大気味である。外為市場では、ユーロが対ドル、対円で下落に転じているほか、高金利で個人投資家に人気があった豪ドル、ニュージーランドドルも下落し始めた。このように世界的な景気下振れ懸念が高まっていることを受けて、エネルギー・原材料価格は下落に転じている。こうした動きに対して、市場はこれまでの急速な上昇に対する調整局面、すなわち健全な調整との見方が多いようだ。しかし、世界的な景気減速期待の強まりという需給緩和を映じた原油相場の弱気トレンドへの突入、あるいは国際商品市況に流入していた投機資金が大きく流れを変えたことによる潮目の変化と解釈が可能な状況である。原油市場についてコメントしたいと思うが、先程参考資料として配らせて頂いたチャート——下から2月で上が直近8月である——をぱらぱらしていくと、目先は小さい反発はあるものの、1バレル110ドル割れを試した後、1バレル100ドルを一応試す流れの中にあるとの見方ができる。原油価格が高騰した際、投機的

要因と需給要因のどちらが主因であるかという議論があったが、投機色が特に強まったのは、中国が稼働能力がありながら原油価格高騰から国内での石油精製を半分程度まで落とした6月20日から1バレル147ドル台を付けた7月11日までの期間と言えると思う。基本的には、足許はファンダメンタルズを反映しているとの声が多いようだ。先行きの見通しについてはあまり確たることは言えない。しかし、100ドル位までのところが下の目処になると言われている原因については、1バレル110、100ドルのところのプットオプションのデルタ・ヘッジがかなり進んできたということ、二番目として1バレル100ドル割れになると、中国の原油需要が高まること、それから中国では恐らくオリンピック後に石油製品の値上げが出てくることで中国内の石油精製能力が高まることで、この辺から考えると、上値で100ドルのところは比較的堅いのではないかという見方がプロなどでは多いようである。

次に、我が国の経済動向である。4~6月期の実質GDPは、皆様が説明しているが、前期比年率の-2.4%と比較的大きなマイナスとなった。需要項目別にみても、消費、設備投資、輸出といった主要項目がいずれも前期比マイナスになり、景気の牽引役の不在を示唆する内容だった。これまでの景気の牽引役だった輸出の前期比寄与度は-0.4%ポイントと、米国向け輸出の減少などを主因に、2005年1~3月期の-0.1%ポイントの寄与度以来13四半期振りの前期比マイナスに転じた。控除項目である輸入の減少のお陰で、外需の前期比寄与度は辛うじて+0.0%ポイントでマイナスを回避できた一方、内需の前期比寄与度が-0.6%ポイントと3四半期振りにマイナス寄与になった。世界全体の成長鈍化の影響は、これからもその度合いを強めていく可能性がある。他方、ガソリンや食料品など生活関連品の値上げ、雇用者所得の伸び悩みを背景に、個人消費の停滞感が強まっている。梅雨に入る時期が平年より早まったことや閏年要因で高めになった1~3月期の反動という側面を指摘する声もあるが、均してみても、景気は減速よりも停滞という表現が適切な状況になっている。この点は執行部の見解と同じである。GDP統計をみると、先行きも当面は停滞を続けると予想される。過去の実績

が改訂されたため、2007 年度から 2008 年度にかけての G D P 成長率のゲタが +1.2% から +1.0% 程度に下方修正された。1~3 月期の実質 G D P 2 次 Q E 時点の +1.2% から +1.0% へ下方修正された。この結果、内閣府試算の 2008 年度の実質 G D P 成長率 +1.3% を達成するには、7 月以降、前期比 +0.6% の成長が必要となる。また、仮に戦後の景気後退期間の平均は 5 四半期程度であることをそのまま当てはめると、実質 G D P が 7 月以降来年の 1~3 月期まで均してゼロ近傍の成長が続くとした場合、2009 年度の成長のゲタはほぼゼロとなる訳で、今回の G D P 統計を踏まえて、今年度の実質 G D P 成長率の予測を下方修正する民間エコノミストは増えている。より重要な点は、成長率のゲタの関係上、2009 年度も高い成長率を達成することは容易でないということだと思う。我が国経済は先行き停滞を続けるとみられるが、現時点では景気の落ち込みは深くないと一応思っている。生産統計をみると、1~3 月期が前期比 -0.7% 、4~6 月期が -0.8% —— 確報ベースであるが —— 、7 月、8 月の製造工業生産予測調査を用いて 9 月と 8 月とを同水準と仮定すると、7~9 月期が -1.1% と 3 四半期連続のマイナスとなる。6 月の生産統計をみると、意図せざる在庫の増加もみえ、輸出の増勢鈍化が数量面で生産を抑制しつつある姿が窺える。また調査統計局のミクロヒアリングによると、一応 10~12 月期も現時点ではほぼ前期比横這い程度が予想されている。仮に、3 四半期ないし 4 四半期連続で生産がマイナスになると、4 四半期連続でマイナスとなつた 2001 年以来のことになる。が、当時の生産は季調済前期比 -3~-4% というマイナス幅であったことを思い出すと、足許のマイナス幅は極めて小幅といえる。生産は 1~3 月期から 3 四半期あるいは 4 四半期連続でマイナスとなる可能性はあるが、企業部門の財務体質は健全、それからいわゆる三つの過剰問題を抱えていないということで、仮に昨年 10~12 月期が今回の景気拡大局面のピークとなって景気が後退局面に入ったとしても、過去の景気後退局面に比べて、少なくとも景気の落ち込みあるいは深さという意味では、マイルドなものにとどまる蓋然性が高いと思う。リスク要因として三つ程述べたいと思う。一番目として、まず何と言っても海

外経済の想定以上の景気減速である。二番目としてはIT関連を中心とする意図せざる在庫積み上がり、三番目として企業倒産増加に伴う金融機関の与信行動の慎重さの広がりである。これは規模、業種のどちらについてもリスクがあると判断している。

最後に、国内物価情勢についてコメントする。7月の国内企業物価指数は前年同月比+7.1%と、6月の同+5.7%から伸びが加速している。私は前回のMPMで+6%は時間の問題とコメントしたが、それをさらに上回って一気に+7%を超えた。これは第二次石油ショックの影響が残る1981年1月に記録した+8.1%以来の高い伸びになる。前月比でみても+2.0%と6月の+0.9%を大きく上回った。また、3か月前比でみても、7月は+4.2%と跳ね上がっている。この間、消費者物価に先行するとみられる国内最終消費財価格の前年同月比も+3.7%と6月の+3.2%からさらに上昇した。7月のコアCPIが前年同月比+2.0%を超えるのはほぼ確実である。コアCPIの前年比上昇率がピークを付けるレベルについて、今まで私は+2.5%程度を想定していたが、それを超えて場合によっては+3.0%に近く瞬間もあるかもしれないと思っている。7月の国内企業物価指数は、川上、川中の企業間取引で価格転嫁の動きが進んでいることを裏付ける結果となった。すなわち、素原材料価格の上昇に加え、中間財の上昇率が最近高くなっている。一方、耐久消費財は前年同月比で-3.2%、資本財は-0.9%とまだまだマイナスで推移しており、最終財全体でも+1.6%にとどまっている。価格転嫁の動きは川上、川中では明確になっているが、川下を含めた全体に広がっているとまでは言えない。今後の物価情勢を見るうえでの注目点は、川下企業の価格設定のスタンスにあると思う。長くなつたが以上である。

白川議長

冒頭申し上げたように、今回は新しい方式での議論になる訳であり、先程来、皆様のご意見を聞きながら、どう議論すれば良いか、多少迷っている。委員によつては第一の柱、第二の柱についてかなり触れられた方もある

るし、そうではなくて次の後半のセッションで触れようと思っておられる感じの方もいらっしゃったので、このセッションで私がどこまでそれを扱うべきか多少迷う訳であるが、試行錯誤で始めたいと思う。私自身の経済・物価情勢の見方は先程来の他の委員の方とそう大きな違いはないので、後から若干の論点は提起したいと思うが、特に私自身の意見ということでは申し上げずに、これまでの意見を集約する形で申し上げてみる。第一の柱、第二の柱を意識した場合、このセッションで景気の現状について皆様がどういう評価であったか。ここは皆様も触れていて、確実にこのセッションで扱った方が良いと思う。若干のニュアンスの差は勿論あったが、前回会議以降でみると、輸出の増勢鈍化がはっきりしてきたと思う。それから、これは従来からであるが、交易条件の悪化による所得形成の弱まりなどを背景に設備投資は横這いになってきていると思われる。それから個人消費は弱めの動きとなっている。生産面でも弱めの動きが続く中で、出荷・在庫バランスが幾分ではあるが悪化したと思う。以上を踏まえると、日本経済全体の判断としては、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に停滞しているという言葉で現状を評価することが適當だというのが、皆様のご意見であったと思う。対外発表の文言をどうするかは後のセッションで議論するが、議長としてまず確認したいことは総括評価として停滞ということについては、皆様、一致していたという理解で良いか。また、前回、対外公表文を打つ時に議論になったことだが、前回はそれ以前の「景気は減速」という表現から「さらに減速」という形で表現した。その時に、7月の会合で議論した情報をもとにすると、足許の景気はかなり停滞しているイメージに近い、そういう中で「さらに減速」という表現で良いのか、「停滞」ということもあり得ると、確か須田委員がおっしゃった。私が受けた感じは、多くの委員は景気の現状は「停滞」という言葉にかなり近いイメージは持つつも、まだデータ、数字が確認できていないということで、景気の変化の方向ではなくて現在の姿をどういう言葉で表現するかについては次回以降、議論しよう、ということで、私は総括したと思う。今回、「停滞」という言葉で表現する時には、その後のデー

タの動きで前の推測が確認されたということに近いのか。私は基本的にそうかと思うが、それプラス、若干、7月対比少し暗い方向に変化したという認識も私自身はある。基本はデータで確認した、追加的に悪くなつた、弱くなつたと多くの方が受止めたとすれば、それは特に海外経済——何人かの方も触れられたが、欧州経済それからアジア経済——について、レベルは違うが、方向として少し弱めの印象を皆様が持つた、と私は議論を聞きながら思った。まず、それについて、皆様、どんな感じか。つまり「停滞」について先程お話したが、その「停滞」という言葉に込められた背景について、皆様の受止め方ということなのだが。

野田委員

前回議論した流れ、あるいは景気を形成するメカニズムそのものについては、大きな変化があった訳ではない。今おっしゃられたように——また、私も申し上げたが——、出てきた数字が先月考えていたよりも少し下振れたという事実はあるが、大きな流れとして、あるいは、全体としての裾は想定の範囲の中で動いている。国内では変更あり得べしということを申し上げつつも、敢えて言えばGDPを中心として少し弱かった、ゲタが少し縮んでいる。これは水野委員もおっしゃったが、そういうところがあつて「停滞」という言葉を使うことについて、今回は躊躇はないだろうということだと思う。

西村副総裁

これは若干のニュアンスの差で、私は後でその話をするが、少し動きが違うのかという感じだった。

野田委員

私もそう申し上げようと思っている。簡単に若干触れようと思っている。

西村副総裁

凄く微妙な変化なのでなかなか言いがたい。後でお話するが、輸出、しかも特に欧州それからアジアに関して、ある種のコ・ムーブメントと言ふか、共振関係がみられるようになってきたので、心配なところがある。多分同じ考えだと思う。今までの見方と大きく変わったかというと、そこまでは多分いってないかという、非常に微妙なところだと思う。

野田委員

然り。もう少し申し上げると、この1か月で減速ないし停滞ということに対して、マーケットあるいは報道も喧しかったということもあるが、その喧しさに比べると、我々は前回の会合の中ではきちんとした議論をして、その辺のパスについては見通していたと言えると思う。

須田委員

私は、先月言ったように、自律的な動きがあまり見られない、輸出も横這いということで、「停滞」で良いのではないかという思いがあった。ではその停滞の中でも先月と今月で差はどこかというと、私は生産と思っている。生産のネガティブ・サプライズが一番大きかった。

亀崎委員

これまでこういう状況で「停滞」とか「減速」とか「悪化」とか、色々な言葉を使ってきている。このところ潜在成長率を下回る成長のもと、次々と公表される景気指標のうち、良いものが全く出てきていない中、もはや「さらに減速している」などという加速度の議論をする段階ではないのではないかと思う。

白川議長

然り。

亀崎委員

一方、企業は過剰ストックを抱えていないということで、「調整」という言葉も当たらないのではないかと思う。そういうことを考え、また、一方で海外経済が減速している中では、目先の再加速もそんなに簡単ではないということをも考えてみると、「停滞」が適切ではないかと私は判断した。

中村委員

私も国内経済が悪いのは海外の経済の減速によるということを考えたりした。考えたら、もう少し悪い度合いが強いということである。日本の経済を牽引してきたのは輸出であるが、輸出が考えたよりも少し落ちる。それから、その後の回復のペースは早いかと思っていたがその期間は少し長くなるかという感じがしている。しかし、景気の落ち込みはそんなに大きい訳でもないため、やはり「停滞」で良いのかと思った。

水野委員

皆様が言っているので一言だけ言うと、昨日、亀崎委員が景気の深さと長さの議論をこれからしなければならないとした。深さの議論は今日の段階では多分もう少しデータを見てという感じだと思うが、長さについては、私もそうだし中村委員もやや懸念し始めているという印象がある。特に海外経済で言うと、アメリカが「停滞」と国際局が使っていて、それに近い国が増えつつあるか。特にヨーロッパである。それから、金融政策も利上げから利下げに転じたニュージーランド、利下げが近いと言われるオーストラリア、利上げを止めてしまいそうなヨーロッパ——イギリスとユーロ圏——という金融政策面での変化が出て来ていると思う。それから、国内について言えば、生産が一番サプライズであったという門間調査統計局長の言い方はそのとおりであるが、輸出の増勢鈍化からすれば生産も落ちると考えると、その二つでほとんど同じことを皆、言っているのではないかという感じがする。

白川議長

先行きについて。先行きは、第一の柱というか蓋然性の高いシナリオの部分と、それからリスクに関する部分がある。両者関連するから分けにくいが、私が今受けた第一の柱の先行きの部分について、少しサミングアップして、そのうえで、リスクに関わる部分を後のセッションでまた議論したいと思う。先行きは当面停滞を続ける可能性が高いということで、これもほぼ一致していたかと思う。ただ、先行きの停滞が大きな落ち込みに至るかどうかであるが、その点については、全体として、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、大きく落ち込む可能性は小さいと考えられる。勿論、在庫の動きであるとか、少し注意してみないといけない点があることはそのとおりである。これはまた第二の柱で点検する。メインシナリオとしてみると、大きく落ち込む危険性は小さいだろうという判断であったと思う。それから、物価である。物価の現状については、そもそも大きな意見の差が出ようがない感じもするが、石油製品や食料品の価格上昇などから、消費者物価の前年比は足許では+2%程度に今なっており、先行きは+2%を超えて+2%強まで上昇するということである。ただ、さらにその先については、エネルギー・原材料価格がさらに上昇を続けるといった強い仮定を置かなければ、徐々に低下していく姿を多くの委員が想定していたと思う。このように景気、物価の姿を総括した場合、中心的なシナリオとして、これをどう表現するか。今日の議論を聞いていると、我が国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくとみられるという言葉で表現されるかと思うが、これについては、また後から対外公表のところで議論したいと思う。

私自身が議論したいと思う点——これは議論するというよりは皆様の感じをお聞きしたいという点であるが——は、アメリカの金融システムの状況をどう評価するか。これは、これまで何度も何度も議論してきたし、現在、世界経済を考えるうえで非常に大事なポイントであるが、アメリカの金融システムの状況について、日本の経験に照らしてどの辺の段階にあ

るのだろうか。あるいは——アメリカの議会でもそういう質問が出るが——、日本の失敗をアメリカも繰り返すのではないかという議論が時々為されている。こうした議論に対して、今、アメリカはどの辺にあるのだろうかということである。勿論、これは誰も分からぬが、最大のポイントは、私もそうであるし、ほとんどの方が触れられていたが、マクロ経済と金融の負の相乗作用が最も重要なポイントだと思う。私自身多少気になるのは、アメリカの議論を聞いてみると、アメリカは日本の繰り返しにはならない、なぜならばアメリカは不良債権について、日本と違って隠しておらず、従って内部処理が進んでいるという議論である。

水野委員

それは、アメリカ当局がということか。

白川議長

当局だけではない。例えば色々なエコノミストあるいは学者もそうである。勿論、人によってニュアンスの差はあるが、これは多分一般的にあるパーセプションだと思う。ただ、パーセプションは別にして、もしエコノミストなり、政策当局者が本当にそういう見方に立っているならば、若干の懸念を持つ。日本の経験を振り返ってみた場合、これは局面によって引き出すべき教訓が違うが、1990年代の前半という段階を考えると、バブルが崩壊して不良債権が増えていった。その段階で、確かに日本の金融機関に関する会計制度、それからディスクロージャーの制度は十分でなかつたことはそのとおりだと思うが、当時例えば世の中で言われた金額よりも最終的な数字はもっと大きかった。これは、金融機関が隠すとか隠さないといったレベル以上の問題で、結局は、マクロ経済と金融のフィードバックは当時多数説で想定されたものより遥かに大きかつたこと、その点について想像力が欠けていたことだったと思う。そういう意味で、もし今アメリカの当事者が隠していないから処理が早いのだとしていることは、私からするとやや楽観的かという感じがする。これは、結論としてアメリカが

日本と同じコースを辿るということを言っている訳ではないが、この問題の本質はそういう話ではなくて、繰り返し言っているとおり、マクロ経済と金融のフィードバックである。その点について、言葉としては勿論多くの人が言っているが、これは実感として体験した国、体験した人でないとなかなか十分に伝わっていない気がして、その点に一抹の不安感を持っているということである。アメリカの金融システムの状況について、先程、皆様から幾つか議論が出た。前回の会合では、GSEが非常に危ない局面にあって、寸前のところで最小限の手当てはした、しかしこれが完全に解決する訳ではないという認識であったと思うが、アメリカ及び金融市场の状況について、先程ご意見のあったこと以外にもし追加的な論点があれば。

中村委員

アメリカの場合、ディスクロージャーは進んでいると思う。日本の場合でもそうだったが、アメリカでも原資産の不動産の価格が今でもまだ下がっている。そうすると、損失が増えていく。しかし、時価で評価しようとしても、損失額はなかなか分かりにくい。日本の場合でも、地域によって違うが、土地の価格は3倍とかになって、最終的には元に戻った。不動産あるいは株もそこまで下がらないと思ったが、結局損失額が嵩んだということである。確かに時価会計とかの問題もあったが、もっと大きな問題は実物資産の価格下落である。これはなかなか予想が付かない。この面が大きいと思う。

水野委員

形が似ているので、追加的に言うと、日本は土地、株が問題で、アメリカは住宅。これはまだ下落途中であって、いつ下げ止まるか分かる人は、はつきり言って誰もいないと思う。そういう意味ではまだ楽観できない。それはそのとおりである。もう一つは、家計部門、企業部門、金融部門と分けて考えると、結局金融部門だけが問題ではなくて、日本の場合、家計

部門は株価下落の影響を受け、企業部門は円高というショックを受けた。アメリカについて、その三つのセクターに分けてみると、家計部門については、住宅価格が下がってきてるのでデレバレッジが起きてきている。反面、企業部門は、今のところドル安のメリットを享受して何とか回復を続いている。今後気にしないといけないのは、世界経済が減速すればドル安があったとしても当然楽観的な業績見通しを出せないということだ。実際、足許は業績が悪化し始めている。そういう意味では、セクター毎にみると、今、デレバレッジが起きているのは金融部門それから家計部門であるが、日本の経験からすると企業部門に波及してくると、もう一段深くなる可能性があるという感じがする。

白川議長

先程、西村副総裁が言いかけた。

西村副総裁

総裁の問題提起に付言すると、隠した、隠していないというもののに、資本増強した、しないというポイントがある。この二つが実は絡んでいる。まず隠した、隠していないということに関して言うのならば、本質的に重要なのはファンダメンタル・バリューがみえているか、みえていないかであって、いくら隠すつもりがなくとも分からなければ結局同じであるから、隠したかどうかではない訳である。そういうことから考えれば、実は日本と今起きている米国での再証券化商品に関して言えば、同じ状況に事実上あると言えると思う。

それから、もう一点、水野委員のポイントである。金融システムにより強く影響するのは商業不動産である。商業不動産について最近の状況をみると、もう明らかに来るべきところに来ている。このことから考えると、アメリカの場合、再証券化商品は、私の感覚で言えば——これは少しワイルドなアナロジーなのだが——、日本の住専位のレベルで、実はこれから本番がくるという可能性も有り得る。そういうことから考えると、今

の状況でアメリカが日本よりもずっと良い状態にあるとは必ずしも言えない。つまり、本番が起こってきそうになってきた時に何が起こるかについて、考えなければいけないし、その時には実は資本増強も今のレベルでは足りないはずである。これへの対処をどう考えるかが、今、本質的に重要な点だと思う。

それから、もう一つ、日本と同じにならないということにすれば、あまりにも人口に膚浅した言い方であるが、アンナ・カレーニナの話で不幸の状態は皆それぞれ違うので、日本の状態が同じかどうかということ自体あまり意味がなくて、それよりかは、ファンダメンタルとの比較でどういう状況になっているのかしていく方が、私はより建設的な見方だと思う。その中で日本の経験を言うと、まず一つは色々な制度的な要因が日本の場合も重要であったし、アメリカの場合も重要である。日本の場合は、不動産について言えば税制の問題が非常に大きな問題であったと私は考えているし、アメリカの場合もGSEを含めて過去にエクセスをさらに大きくするようなシステムがあったことが大きな問題であるが、それをみなければいけない。それから、もう一つは、池に落ちた犬を叩くようなことを日本ではやってしまったのだが、それと同じようなことがアメリカでも起るのかどうかを我々はみていかなければいけないし、逆に言えばそういうことが起こらないようにいわば危機対応、それから平時に望ましいシステムを区別して考えていかなければならぬと思う。

須田委員

私は、皆様より少し楽観的なのかもしれない。一つは突然死がもうないということ、それからモラルハザードだと言われるが、ここまでできたらトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルもある程度許容されるので、そういう方向にいくのだろうということ。それから、例えば住宅価格が下げ止まらなければ、この問題は終わりにはならないということではない。ネガティブ・サプライズがなければ、例えば、自分達の金融機関の引当と収益がどの程度かということで、収益等が予想比下振れない状況になってくれば、それ

なりに動きが出てくる。日本でも住宅価格が下げ止まるまで駄目だったかというと、そうではなかった。今、ネガティブ・サプライズがなくなっているという意味では、安心感が段々出てくると思っている。それから、皆様、おっしゃっているように、実体経済と絡んで相乗的に下落してくると価格発見が難しい。日本でも、我々も、不良債権処理の過程で、平均的な信用コストはどの位だろうかと一生懸命考えていた時、不良債権の額が当初の値から段々膨らんだ。従って、渦中にあるもとでは、なかなか評価が難しいということは我々の経験からも言える。皆様、おっしゃるような価格発見は実際は非常に難しいというのがある。とは言え、欧米の金融機関にとってはビジネスモデルとして今後どうやって収益を上げていくかという問題もあるので、引き続き積極的にリスクを取っていくようなことをやしていくと思う。その部分は、これまで上げてきた収益も含めてまだバッファーがあると思っており、相対的な問題であるが、もう少し楽観的な見方にある。

水野委員

大手銀行の突然死は確かになくなったが、地銀の突然死はぽんぽん増えている。

須田委員

それは今まで起こっていることなので、小さいところは問題とならないと思う。

水野委員

今はである。ただ、住宅価格が下がり続けると、収益力も資本増強力も大手銀行に遙かに劣るので深刻になるかもしれない。これはまさに日本でも起きてきたことで、下手をすると日本の 1998 年かもしれないと思っている。大手行については商業銀行が四つまだ残っているのでインベストメント・バンクを助けるというモデルがない訳ではないだろう。だから、突

然死は取り敢えず終わったということは、アグリーである。ただ、地銀のぱたぱたぱたという突然死をみていると、早いのが良いか、悪いかは別として、まだ問題の根が深いという感じが強い。それから、大手銀行についてもビジネスモデルが変化する中で収益力が非常に弱くなっていることは、さらなるサプライズが出た時の資本増強の可否も含めて、Fedをはじめ相当不安視している。その点は気懸かりである。

野田委員

私も先程意見の中で申し上げたように、資本調達のアベイラビリティが段々タイトになってきていること。これは何かと言うと、これまでの損失額が大きくて、ただただ驚いているということではなくて、やはり先行きの損失がなかなかみえないということである。須田委員の言葉をお借りすれば、価格発見がなかなかしにくいということが最大の原因である。それと、水野委員がご指摘になったように、アメリカの特にインベストメント・バンクを中心としてビジネスモデルそのものの継続性、持続性について、本質的に疑念が持たれてきつつある。そうすると、両面から資本調達の難しさが、ここにきて大きくクローズアップされてきている。そういう意味でいくと、楽観視したいとは思うが、私共の経験を踏まえて、いずれ公的資金の注入ということもそろそろ議論の照準に上ってくるという見通しを持っている。ここで議論すべき話ではないかもしれないが、私は個人的にはそう思っている。

須田委員

もう一回言うと、楽観視すると言っても、私はこういった問題が成長の頭を抑えていくと思っている。だから、突然、経済を落ち込ませるというよりは、じわじわと影響が…。

水野委員

分かっている。程度の差だと思う。

亀崎委員

私も、アメリカの金融市場の混乱について、予断を許さない二点プラスアルファを申し上げたいと思う。一点は、オークション・レート・セキュリティーズの問題である。現在の混乱は、一番最初はサブプライムローンから始まり、次いで証券化商品、モナライン、それからGSEと問題が広がってきた。そして、今問題となっているオークション・レート・セキュリティーズは市場規模が3,300億ドルもある。現在、シティグループは罰金1億ドルの処分を受けているほか、買い戻し分が73億ドル、UBSは83億ドルと、それぞれ罰金の他に買い戻しが凄く多い。資本増強があつた今でも苦しいのに、これからどうやっていくかという新たな問題をぶつけられていると思う。今のところ、処分や買い戻しについて、ニューヨーク州の司法当局と合意しているのはシティ、UBS、モルガンスタンレー、JPモルガン、ワコビア、合意に近づいているのはメリルリンチであるが、当局は、これらに加えてゴールドマンサックス、チャールズ・シュワブ、フィデリティ等合計25社をまだ捜査しているという。この問題はまだまだ先がみえない。こうした、金融機関のオークション・レート・セキュリティーズに関する新たなバードンがまず一点。

それから、もう一点は、今後、金融機関の厳しい貸出態度が、サブプライムからプライムを含めた不良債権問題に移行するリスクも抱えているという点。企業向けは勿論タイト化しているほか、家計向けでもホーム・エクイティ・ローンは当然であるが、プライムモーゲージ向けについても、貸出が厳しくなってくる。こういった金融機関の貸出そのものが、実体経済、家計、企業に影響を及ぼしてくる。これらの二点は今後非常に大きな問題ではないかと思う。

これらの他に、オークション・レート・セキュリティーズ問題と同じような性質なのだが、アメリカの色々なところで住宅ローンの勧誘が的確であったかどうかということで、州政府——カリフォルニア州、イリノイ州、サンディエゴ市——がカントリーワイドを提訴している。それから、シカ

ゴ連邦地裁に米銀ウェルス・ファーゴが提訴されたり、ベア・スタンズとその住宅ローン子会社や、リーマン・ブラザーズが投資家から提訴されたり、FBIがサブプライムローン融資に絡む14社を捜査中といったように、融資に絡む法的問題が全米に広がってきてることは、いずれはさらなる金融機関へのバードンとなってくる。この三点目は、一点目、二点目程ではないとは思うが、こういった非常に広がりのある問題に発展していることが、全体の景況感にも色々マイナスの影響を持っているのではないかと思う。

中村委員

日本の場合は、バブル崩壊時、企業がかなり痛手を受けたが、今回、アメリカの場合、それはない。一方で、ホーム・エクイティ・ローン等はノンリコースであるので、日本の場合と違って、色々なリスクが全部金融機関に結局収斂している。そういうところは日本の場合と少し違うかと思う。

白川議長

まだ、色々な論点があるが、残った論点は、後半のパートでまた議論したいと思う。取り敢えず、ここで休憩して10時45分に再開することでお願いする。

(10時33分中断、10時45分再開)

白川議長

それでは再開する。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

当面の金融政策運営に関する討議である。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後

自由討議としたいと思う。それでは、西村副総裁からお願ひする。

西村副総裁

以前から、MPMの場で議論され議事要旨にも明確にされてきているように、今般景気回復の基本的メカニズムは、成長エンジンの多様性とばらつきの大きさに特徴づけられていた。端的に申し上げると、多くの経済成長のエンジンを持ち、局地的な変動にはリジリエントな海外経済、それに對して、目立った主役は不在で力強さに欠けるがこつこつシングルヒットで底堅く推移する内需であった。例えば、今般景気回復の後半である2005～2007年期の輸出の地域間相関、財別相関をみても、1999～2001年期と比べて、正相関の数が大きく減少している。生産についても、財別相関をみると、2005～2007年期は1999～2001年期と比べて正相関が大きく減少し、負の相関が増加している。サービスにおいても同じ傾向がみられる。このように、今般、景気回復は内需、外需のコンポーネントの変動が相互に打ち消しあい、比較的安定した成長をもたらしてきた。そのため、生産から所得そして消費への波及は、従来型の景気回復に比べて盛り上がりに欠けてはいたものの、底堅かったと言える。

しかし、足許の動きをみると、こうしたばらつきが急速に減少し、輸出、内需ともに地域間、財間の相関が復活しつつあるように見える。そして現在の動きの方向性は下方向である。ただし、現在は強い負のフィードバックが相互に働いているとは言いがたい状況である。そのため、第一の柱から点検するならば、現状を持続的な成長経路にあるとするのは適当ではなく、停滞あるいは若干の下含みと表現する方が適切であろうと考えている。先行きである。第一に米国経済の停滞が長引いてはいるものの、住宅市場のドラッグの大きさが今後小さくなる可能性が出てきていることや、第二に欧州で起きている停滞も今のところ浅い可能性が高いこと、加えて第三に国際商品市況高が一服し、新価格体系への各国経済の調整が次第に進むことを考えると、前月のステートメントに比べて、若干の下振れ、後ずれの形にするのが望ましいと考えている。

ただし、相関の復活、共振——レゾナンス——の関係の顕在化のリスクは、第二の柱による検討に重要な視点を提供する。因みに、米国でのリセッションを特徴づけるのは、米国経済を特徴づけるマクロ計量モデルを構成する需要コンポーネント式のエラータームが、それまでの平均的な経済活動の時期と比較して、際立って大きな相関を持つということである。つまり、各経済活動間の負のフィードバックが相乗的に重なってくることを示している。そのため、経済活動が低下する中で、相関が今までとは異なつて高まる場合には、急な経済活動低下のリスクが高まっていることになる。これは現在の米国に当てはまるとともに、我が国にも当てはまる。

今般の停滞が比較的浅いものになるという第一の柱の見立ての背後には、設備、人員に過剰感が少ないことが一つの理由としてある。現在のところ、依然としてその可能性が相対的に高いと判断される。しかし、相関が復活すると仮定すると、実は過剰感のなさは比較的簡単に覆る可能性もあり得ることには十分注意する必要がある。強い相関がある時には、財需要間、輸出先間の負のフィードバック効果がこうした強い相関を考えていない時に比べて、非線形に大きくなる可能性を否定できないからである。こうした意味から、第二の柱からみれば、現在は第一の柱のメインシナリオの実物面での下方リスクが従来よりも高まっていると考えられる。

次に、このようなリスクシナリオの若干の変化をステートメントでどのように表現するかが問題となる。第二の柱は、第一の柱のメインシナリオの相対的なリスクの説明であることを考えると、メインシナリオを下振れ、後ずれさせた場合には、第二の柱の部分を大きく変更しなくとも、リスクシナリオも下振れ、後ずれしたことになる。それ以上にリスクが高まっていると判断するならば、第二の柱にリスクの増加を加えなければならないが、現在の相関の高まりはまだ一過性の可能性もあり、そこまで書き込む必要はないと考えている。

他方、物価面では、国際商品市況が反転したとはいえ、その持続性をまだ慎重に見守る必要がある。過去の輸入原料価格上昇の転嫁が今後も進むことが考えられることから、引き続き消費者のインフレ期待や企業の価格

設定行動の変化の可能性など上方リスクに注意が必要であると考えている。さらに前回同様、今は可能性は小さいと思われるが、実物面での下方リスクが急速に晴れるような状況では、資本コスト——正確には無リスクのプロジェクトに対応する資本コストである——が極めて低い状態にある現在、経済・物価の大きな振幅をもたらす行動が誘発される可能性があるので、これには十分な留意が必要である。

従って、前回に比べ、状況は上下どちらかにリスクが大きく偏ったとは言いがたく、次回までの金融政策運営方針は、現状維持とするのが望ましいと考えている。また、先行きの金融政策運営方針も、引き続き前回と同じ方針で臨み、金融市場の安定を維持するとともに、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に政策を行うことが望ましいと考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いする。

中村委員

我が国経済は、前半部分で申し上げたように、輸出や個人消費の増勢が鈍化しているほか、エネルギーや原材料価格が高水準で推移していることなどを背景に、停滞の兆しが窺われる。これまでのところ、緩和的な金融環境のもと、在庫や設備等のストック面に過剰感がみられず、経営環境の変化に対する頑健性が強化されていることや、世界経済は減速しているとはいえ、新興国を中心に緩やかに成長しており、我が国経済が大幅な調整局面に入る可能性は低いと考えられる。

一方、我が国経済にとってのリスク要因である海外経済の減速、エネルギーをはじめとする原材料価格高騰に伴うインフレ圧力及び国際金融市场の混乱については、短期間に解消されるとは考えにくく、外需に依存してきた我が国経済も、当面は低成長を継続する可能性が高いと考えられる。海外経済の減速は、原材料価格の高騰が世界的なインフレ圧力を高め、新

興国を含めた多くのエネルギー輸入国の景気を下押ししていることの顕現化と考えられる。7月下旬以降、こうした世界経済の減速に伴う原油の需給緩和を背景に、原油価格は大幅に下落した。新興国——特に中国、インド、ブラジル、中東——の原油需要は経済の発展並びに生活水準の向上に伴って、これからも着実に増加すると見込まれる。一方、産油国の供給余力は極めて限定的であることにより、代替エネルギーの画期的な開発でもない限り、原油需給は引締まった状態が暫くは続くと考えられる。このため、原油価格は一時的な行き過ぎは調整されるものの、先行きも上昇基調を迎る可能性が高いと考えられる。

国際金融資本市場についてみると、米欧の短期金融市場では、LIBOR-OISスプレッドが引き続き高水準で推移しているほか、欧米3中銀により新たに導入された84日物TAFの応札倍率が2倍を超えるなど、長めのドル資金に対する需要は根強く、市場流動性は依然として低い状態が続いている。また、米欧では社債や証券化商品のスプレッドが引き続き拡大しているほか、CDSプレミアムも高い水準にあり、金融市場の動搖は続いている。こうした市場環境のもとでは、金融機関の財務状況に対する懸念は容易に払拭されず、FRBやECBの調査をみても金融機関の貸出態度は一段と厳格化しており、金融面からの実体経済に対する大幅な調整圧力は減退する兆しが伺われない。先日、フィナンシャル・タイムズ紙に、今年上半期のOPEC諸国の原油代金受取額6,450億ドルは、既に昨年1年分の水準に達しているとの記事があった。産油国はこうして得た所得を国内への投資に振り向けるほか、他国からの財やサービスの購入等に充当するであろうが、原油輸出収入に比べ、国内経済の規模が小さいため、所得の大半は国外に再び還流されると考えられる。今後、こうした資金の流れがどのようなペースで、どのような地域に還流されるのかといった点は、原油輸入国の交易条件や国際金融資本市場に対して大きな影響を与えるだけに、注視していく必要があると思う。

このように先行きの内外における不確実性を見極めるには、様々なリスク要因について予断を持つことなく丹念に分析していく必要があり、次回

会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き緩和的な金融環境を維持し、景気の下支えをしていく必要があると思う。そして、1次產品価格の高騰が消費者や企業のインフレ期待を押し上げ、二次的なインフレ発生の懸念が高まった場合や、景気の下振れリスクが薄れ、極めて緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが懸念される場合には、必要に応じて機動的に金融政策を運営していくことが肝要だと思う。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願ひする。

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る。前半パートで述べたとおり、海外景気は一段と減速している。これを受け、外需やそれに関連した設備投資に支えられてきた日本の景気も停滞しており、より一層注意すべき局面となっている。一方で、物価の上昇は広がりと根強さを増している。先行きについても、主として以下で述べる二つの要因から、景気のダウンサイド、物価のアップサイドの双方向のリスクについて、引き続き注意していく必要があると考えている。

第一のリスク要因は、米欧金融市場の混乱である。7月初に本格化したGSEの経営不安については、財務省からの資金調達や資本注入を可能とするなど実効的な内容を含む法案が、超党派の努力で極めて迅速に成立し、米国政府や金融当局の危機対応力が確認されたことなどにより、市場に相応の安心感をもたらした。また、PDCF、TSLFの期限延長、TOPの導入等FRBの流動性供給強化策も、機動的な対応であると評価できる。しかし、米欧主要金融機関の第2四半期決算では、引き続き多額の損失が発生しており、一部先では増資も困難化してきている。このうち、米国商業銀行については、損失が従来の住宅ローン関連証券化商品から、貸出

ポートフォリオにシフトしている。こうしたもので、不動産市場の調整の影響をより受けやすい地銀にも影響が波及してきており、前回会合以降3件、今年に入って8件の破綻が発生している。また、一部の米欧主要金融機関では、かつて発行したオークション・レート・セキュリティーズについて、司法当局との間で、顧客からの買戻しと課徴金支払いを合意するケースがみられ始めており、今後多額の損失が発生するうえ、資産圧縮による財務改善のハードルとなる見込みであるなど、新たなリスクも顕現化している。このように、米欧金融市場の厳しい状況は、未だ収束の目処が立っておらず、引き続き景気に対する大きなダウンサイド・リスクである。

次に、国際商品価格の動向である。7月以降、アメリカのCFTCの先物市場の監視・規制強化や、アメリカSECによる金融株の空売り規制を受けて、金融株売り、原油買いポジションの巻き戻しが生じ、さらには世界景気の減速によるコモディティ需要の減退も強く意識され始めたことから、商品市場から資金が流出し、多くの国際商品で価格が急落している。問題は先行きであるが、監督当局の規制や景気減速は、当面、商品価格の上昇を抑制する方向に働くと思われる。ただし、最近の値動きはかなりボラタイルであるため、地政学的リスク、米欧金融市場の混乱も含め、様々な要因の影響を踏まえつつ、丁寧にみていきたいと思う。

このように、上下双方向のリスクが高い状況が長期化するもとで、徐々にではあるが、世界経済及び日本経済にとってのリスクが現実化しつつある。このため、今後は従来以上に情報を丁寧に収集、把握のうえ、予断なく情勢を分析し、先行きの金融政策運営方針を判断していきたいと思う。以上である。

白川議長

須田委員、お願ひする。

須田委員

前回会合前後から、GSE問題の緊迫化により、金融システム不安の再

燃が懸念されていたが、ニューヨーク Fed のディスカウント・ウィンドウが利用可能との声明、SECによる空売り規制、2008 年住宅・経済回復法案の成立等により、漸く一息ついた状態である。こうした中、国際商品市況が 7 月央にピークアウトし、物価の高騰に対する懸念が一旦後退し、金融市場の機能正常化を助けることが引き続き最優先課題とのバナンキ FRB 議長による議会証言もあって、市場の関心はインフレ・リスクから景気のダウンサイド・リスクに移り、我が国でも利上げの織り込み度合いが急速に低下している。債券のイールド・カーブが全体に下方シフトするとともに、長期金利のボラティリティも低下傾向を辿っている。グローバルなインフレ圧力が弱まれば、交易条件の悪化に歯止めが掛かり、本来ならば景気下支え要因になる訳であるが、欧米金融機関の経営環境は引当の増大や地銀の破綻の増加などもあって、依然として厳しい状況にあるので、市場では景気と金融の負のフィードバックに対して警戒感を持続けている。

国内のクレジット市場も、6 月以降 3 か月連続して発生した社債のデフォルトや建設・不動産セクターを中心とした倒産の増加を受けて、勿論欧米に比べれば相当低い水準であるが、それでもじわじわと社債スプレッドは拡大傾向を辿っている。このように、金融資本市場が神経質な地合いを続ける中で、一次產品価格の動向や海外経済など、経済・物価の先行きを見通すうえで不確実性が高い状態に変わりはない。こうした状況にあっては、我が国の経済が中長期的な物価安定の理解に照らして、物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いと確信を持てないので、次回決定会合までの金融政策は現状維持が適当だと思う。今後とも、上振れ、下振れのリスク要因を点検しながら、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思っている。

なお、欧米の短期金融市場では、金融機関のドル・ニーズの高さを背景に、LIBOR-OIS スプレッドが高水準で推移している。他方、国内では 9 月末越えプレミアムも今のところ目立って拡大しておらず、短期金融市場は落ち着いている。とはいって、海外との連動が為替スワップ市場を

通じて高まっているので、為替スワップ市場の機能不全によって、いつ国内の短期金融市場にも海外市場の緊張が及んでくるかもしれない。金融調節にあたっては、これまでどおり市場の安定と機能の向上を意識しながら、機動的に運営して頂きたいと思う。

以下、幾つか金融政策に関する意見を述べておきたいと思う。まず先月の情報発信の充実についてであるが、概ね好評のようである。ただ、概要が翌日の公表となったことで、項目別には翌日にしか分からぬから一步後退との意見も聞かれた。このように、声明と概要を合わせてみていくと聞くと、今後、概要と声明に微妙な差が生じたときに、市場が混乱する可能性があるのではないかと懸念している。FOMCの議事要旨をみると、時々スタッフの見方とボードの見方が異なることが示されている。また、同じボードメンバーとしては残念なことであるが、インフレや失業の予測をするのにスタッフの見通しが重要で、FOMCメンバーの予想は役に立たないとの分析結果も出ている。昨日は概要によって執行部の見方が示されたが、概要も事後的にはボードメンバーの声明に鞘寄せさせるのか、それとも執行部の見方なのでそのままで良いということなのか、我々は概要と声明の位置づけを対外的にももう少し整理して示しておく必要があるのかもしれない。

なお、本日の会合については、市場による景気下振れリスクへの警戒感を日銀も共有するかどうかに関心が集まっているようである。日銀は現在、インフレ・リスクよりも景気のダウンサイド・リスクを重視しており、当面利上げはないだろうとの声も既に聞かれている。しかし、我々は金融政策を行うに当たって、そうした二者択一的な議論に簡単に乗るべきではないと考えている。まず、インフレ・リスクと景気のダウンサイド・リスクを全く切り離して議論することはできない。インフレ率が高まれば、実質所得の減少を通じ消費に下押し圧力となるし、インフレ率が高まれば高まる程、それを抑制するためにより大幅な金融引締めが必要となるため、中長期的には成長率に大きなダウン・スwingをもたらす。このように、インフレ・リスクは景気のダウンサイド・リスクでもある。

また、フォワード・ルッキングな政策運営を行う限り、仮に足許景気が停滞していても中長期的な物価安定のために引締めに移る可能性は十分あり得る。先行きについて不確実性が高いもとでは足許に目が行きがちであるが、足許重視と捉えられないようにする必要もあると思っている。また、機動的に動けるようにしておくために、ステートメントで金融政策のパスのイメージを与えてしまいかねない表現は避けるべきであるし、金融政策を判断するに当たって、景気とインフレのいずれかを重視しているかのような言質を安易に与えるべきではない。経済の先行きについては、停滞から緩やかな成長経路へ復するというシナリオを持っているが、そのタイム・パスについてタイム・スパンをより明確にすることはできないし、そうする必要もないと考えている。そのようなことを行うと、市場は政策金利のパスとシナリオを直接リンクさせてしまう可能性があるからである。

また、中央銀行がインフレよりも景気を重視していると認めた場合、経済指標の出方次第では市場のマインドは振れるので、トリシェ ECB 総裁が 7 月 3 日の記者会見で述べているように、インフレ予想を括り付けていた錨がはずれ、自然な帰結として市場の中長期金利は上昇することにもなりかねない。特に市場の余剰資金が運用先を探している現在のような局面では、コモディティへの資金流入を促し、インフレを益々助長することにも繋がる。

景気かインフレかという短絡的な議論に陥る前に、まず現在の日本は既に極めて強力な景気配慮型の金利水準であるということを再認識し、そうであるにもかかわらず、これまでインフレと賃金のインタラクティブな上昇が起きていないのはなぜかを的確に分析し、過去にみられたような賃金と物価の正の相関が再びノンリニアに顕在化してくる危険性はないのか、慎重に見極めていく必要があると考えている。その鍵を握るのはインフレ期待である。インフレ期待がアンカーされているからこそ、危機に弾力的に対応できるということであるので、そのためにもインフレ・ファイターとしての姿勢を不斷に示していくことが必要だと考えている。以上である。

白川議長

野田委員、お願ひする。

野田委員

前半のパートでは、前回会合以降、海外経済の減速感が高まる中で、日本の景気の循環メカニズムの牽引役であった輸出と生産が勢いを失ったことが確認される一方、物価は最高値の更新を続けていた国際商品市況が大きく反落した結果、展望レポートからの上振れの程度は幾分縮小した旨、申し述べた。すなわち、4月の展望レポートの見通しを基本軸にして再評価すれば、景気のダウンサイド・リスクと物価のアップサイド・リスクの双方が一部顕現化し、上下双方向に依然として大きい不確実性を抱えている状況が続いている。景気の見通しに関わる次第に緩やかな成長過程に復していくという標準シナリオを形成する二つの前提あるいはメカニズムは、一つに国際商品市況の上昇が一服することであり、二つに海外経済が減速局面を脱することである。

その内、まず国際商品市況である。140 ドル台半ばまで上昇していた原油価格がこの 1 か月で 110 ドル台まで反落するなど、急速な上昇が調整される動きが足許まで続いている。もっとも、この商品市況の基本的な背景——つまり新興国を中心とした需要の増大に供給が追いつかないという需給のインバランス——が本質的に改善された訳ではなく、投機資金の流入や地政学的リスク発生の懸念等も依然として拭えていない。こうした状況下では、何かしらのイベントを契機に再び上値を追う展開に戻る可能性が消えた訳ではなく、国際商品市況を取り巻く不確実性は引き続き高いと言わざるを得ない。

次に海外経済である。前半パートでも繰々述べたのでいちいちは繰り返さないが、米欧の金融機関のバランスシートに対する懸念が依然として晴れない中で、世界経済は全体としてダウンサイド・リスクに対する警戒感が高まったと判断している。前回会合でも申し上げたように、私はどちら

かと言えば目先、景気のダウンサイド・リスクを重視しているが、それは兎も角としても、上下双方向に異常な高い不確実性を抱えている状況下では、経済と物価の見通しについて、シナリオの蓋然性とその蓋然性に対するリスクを都度、丹念に点検していくことが適当と考える。

以上、前半パートで述べたことも踏まえて、差し当たって緩和的な金融環境及び安定的な市場金融を維持し、我が国経済の持続的な成長を引き続き支えていくことが当面必要であり、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当と考えている。なお、昨日、執行部より説明があった金融経済月報の概要については、基本的に異論はない。ただ、景気の現状判断を「さらに減速」から「停滞」に修正したことが、必要以上にセンセーションに、つまり足許の景気の屈折的な悪化と受止められる懸念がある。今回の現状判断は、前回会合における展望レポートの中間評価での先行きに対する見通しを形成するメカニズムについてのフォワード・ルッキングな見方、基本的に変更があった訳ではないことを丁寧に説明していく必要があると思う。最後に、前回会合で決定した情報発信の充実策に対する市場等の評価は、4月にリスク・バランス・チャートを公表した際と同様、日銀のコミュニケーション戦略が適時改善されることは非常に望ましいことであり、今回の改善も適切なものであるなど総じて好評を得たことを申し添えておきたいと思う。簡単であるが私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いする。

水野委員

新興成長国が主導する世界経済の拡大は、主要国の輸出を増加させた一方、エネルギー・原材料価格高を通じて、非資源国の交易条件を悪化させ、内需の抑制に繋がった。実際、日米欧の貿易統計をみると、これまで好調であった外需に大きな転機が訪れつつある。例えば、我が国の実質輸出は4~6ヶ月期に前期比-3.3%と13四半期振りの減少に転じている。仕向け

地別の輸出動向をみると、米国向けのみならず、好調と目されていた欧州、アジア向けも減少に転じている。輸出の増勢鈍化の主因は、4~6月期以降の各国の内需減速だと思う。エネルギー・原材料価格高騰による資源国への所得移転によって、新興国を含む非資源国では企業収益や家計の実質購買力が抑制され内需が低迷している。1~3月期平均で1バレル98ドルだった原油価格——これはWTI先物であるが——は、4~6月期で1バレル124ドルまで上昇した。日本や欧州を中心に、主要国では4~6月期以降、景気減速を示唆する経済指標が多く発表されている。実際、日米欧の中央銀行は相次いで景気判断を引き下げている。

8月7日に行われたトリシェECB総裁の記者会見では、ユーロ圏の成長に対する下向きリスクについて、一部確実に表面化する見通しと述べたことがあったうえで、今年の第2四半期、第3四半期がとりわけ弱くなることは既に確認されていると、4~6月期のみならず7~9月期の経済活動も弱いことを認めた。ECBは先月に25bpの利上げを実施したばかりだけに、多くの市場参加者にサプライズを与えた。この発言を受けて、年内のECBの追加利上げ観測が後退しただけでなく、来年の利下げを織り込む動きが出てきた。この間、8月14日に公表された4~6月期のユーロ圏の実質GDP速報値は前期比-0.2%とマイナスに転じた。前期比+0.7%と高い伸びであった1~3月期の反動の面はあると思うが、7月のユーロ圏PMI指数が過去の利下げ局面に相当する水準となっていること等を踏まえると、景気がさらに減速していることを示唆している。

イングランド銀行も13日発表の8月のインフレーション・レポートの中で、CPIは数か月以内に+5%近辺まで上昇する一方、実質GDP成長率の先行き1年間の見通しはほぼゼロ%——前回はボトムでも+0.9%という表現であったが——に下方修正し、1、2四半期に亘るマイナス成長も否定できないとの見方も示した。

また、FRBも8月5日に開催したFOMCで、前回のFOMCから景気判断を引き下げた。声明文では、経済活動について、現状を第2四半期に拡大したとする一方、先行きについては、前回にはあった「(景気の下

（振れリスクが）幾分縮小した」との文言は削除され、判断を引き下げている。語弊を承知で言えば、欧米主要国の中銀は、エネルギー・原材料価格高による交易条件悪化を通じた内需抑制と、クレジット・クランチによる景気の下押し圧力を、これまでやや過小評価していたとも言える。なお、米国とイギリスは住宅価格の下落を伴った景気の減速だけに、景気減速の期間が長期化するリスクがあると思う。世界的に景気が減速局面に転じたことは、4～6ヶ月期までにエネルギー・原材料価格が均衡水準を大幅に上回ることで、新興成長国を含む世界の需要が鈍化し、今度はそれがエネルギー・原材料の価格下落に繋がったという仮説が一応成り立つ。そうであれば、エネルギー・原材料価格高を主因とする物価上昇は相対価格の変化であり、必ずしも二次的効果をもたらすものではなかったと言え、均衡水準を上回るエネルギー・原材料価格高は一時的な内需抑制要因だったとも理解できる。

世界経済の先行きについては、均衡水準を超えたエネルギー・原材料価格が上手く均衡水準に落ち着いていくかと、こうしたエネルギー・原材料価格の動きと世界経済が上手くマッチできるか、がポイントになってくると思う。原油価格の下落は、金融政策引締め観測の後退であると同時に、中期的には成長見通しを上方修正する要因である。過剰流動性が株式相場に向かう可能性もあり、その点でも一定の景気下支え効果はある。しかし、そのポジティブな効果が現われる前に、均衡水準を超えたエネルギー・原材料価格高を映じた世界経済の減速によって、非資源国の輸出の増勢が鈍化するという新たな景気下振れが顕在化する可能性が懸念される。すなわち、資源価格の下落というプラスの価格ショック——交易条件の改善とも言える——が総需要ショックをある程度相殺するとはいって、その影響が現われるまで一定のラグを伴う。原油価格高騰のオーバーシュートが解消されたとしても、単純に実体経済が元の成長経路に復するとは限らないということである。

我が国の景気は当面停滞を続ける可能性が高いものの、今のところ深い景気の調整局面に入る蓋然性は低い一方、海外経済の停滞局面が長くなつ

た場合、我が国も実質GDPの実勢がゼロ近傍で推移する景気の停滞局面が、思いの外、長期化する可能性については現時点では完全には否定できない。

一方、国内企業物価指数をみると、川上業種を中心に、コスト高を企業努力で吸収せず、取引企業に価格上昇の受入れを要求する姿勢が強まってきた。川下業種でも、売上が多少減少することを覚悟のうえで、加工食品や石油製品など家計の購買頻度の高い商品の小売価格引き上げに動くなど、企業の価格設定行動に変化がみられる。ただ、雇用者所得の伸びが明確に鈍化するなど、エネルギー・原材料価格高騰による二次的効果への懸念は小さい状況に変化ない。日本銀行の対外公表文として、景気の下振れと物価の上振れの両方を同じバランスで注意深くみていくということには異論はないが、個人的には、現在は物価の上振れリスクよりも、景気の下振れリスクに留意している。

さて、当面の金融市場調節方針であるが、現状維持で良いと思う。ただ、金融市場のテーマが世界的な景気減速となる中、今後金融市場の一部で、本行の利下げ期待が高まっていく可能性がある。本行サイドから、金融政策運営について予断を持っていないとしつつも、今のところ、我が国経済は深い景気の調整局面に陥る蓋然性は低いと判断しているというメッセージを必要に応じて発信しても良いように思う。以上である。

白川議長

それでは、第一の柱の景気と物価について総括的にどういう言葉で表現するかということである。暫定的に、我が国経済は物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくとみられると先程申し上げたが、結論的には今の話を聞いても皆様の評価はそういう評価であったかと思う。リスク評価については、皆様それぞれ若干のニュアンスの差はあった。しかし、纏めてみると、こういうことかと思う。国際金融資本市場は不安定な状態が続いている。米欧の金融機関の損失拡大や世界的な景気悪化への不安も根強い。前回会合との比較でいくと、緊張が高まっていたアメリカのGSE

問題については、当局の対応が採られたとはいえ、なお懸念が残っているということであったかと思う。こうしたことから、各種の信用スプレッドは高めの水準が続いているほか、株価も不安定な動きを続けているということであったと思う。若干、第一の柱と重なるが、米国経済は停滞しており、今後その金融市場、資産価格、実体経済の負の相乗作用がいつどのように終息に向うのか、なお帰趨がみえないという判断であったと思う。世界経済は全体として拡大は続いているが、下振れリスクがあるということであったと思う。国内民間需要については、国際商品市況の動向を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがあるということである。設備・雇用面での調整圧力がないとはいえ、景気の面では下振れリスクに注意する必要があるということであった。

物価面では、世界的にインフレ圧力が高い状態が続いている。このところ国際商品市況が反落しているが、この傾向が定着するかどうかは現状不透明である。我が国の物価については、これまでのところ、セカンド・ラウンド・エフェクトが発生している訳ではないが、エネルギー・原材料価格の動向に加えて、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など上振れリスクに注意が必要であることも、前回と変わらなかった。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、実質短期金利が現状極めて低い水準にあるだけに、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる。以上の経済・物価情勢を踏まえると、景気の下振れリスクとともに物価の上振れリスクに注意が必要な状況が続いているということであったと思う。

当面の金融政策運営であるが、私も含めて皆、現状維持が適当であるということであった。その背後にある考え方は、これまでの第一の柱、第二の柱から導かれるものである。要約して申し上げると、我が国の経済はエネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に停滞しているが、やや長い目でみると物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくとみられるということである。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクに

は引き続き留意する必要がある。また、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、物価の上振れリスクにも注意が必要な状況であるということであったと思う。先行きの金融政策運営としては、引き続き金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に政策運営を行う方針を維持するということであったと思う。

こうした総括について、また後からご意見を頂戴するが、皆様の意見も聞きながら、私自身がこの決定会合に臨むに当たって考えたことで幾つかの論点を申し上げたいと思う。一つは物価の評価である。今日も記者会見があるが、来月以降の消費者物価の前年比上昇率は+2%を超えることが必至であるし、+2%台の半ばに向けて上がっていくことがほぼ皆のコンセンサスであったと思う。物価安定の理解は中長期的な物価安定であるから、短期的な数字がこれを上回っても物価安定が損なわれると判断されるべきものではない。しかし、数字が初めて上回るという事態を経験し、それが暫くの間続くということであるから、これをどう評価するかが非常に大事なポイントである。多くの方がおっしゃっているように、予想物価上昇率あるいはセカンド・ラウンド・エフェクトについて注意しなければいけない。その点では、様々なデータをみなければいけないが、非常に重要なデータの一つである賃金は足許弱含みである。野田委員の表現を借りると「幸か不幸か」とおっしゃっていたが、今のところ、賃金が上がっていく状況ではなさそうであると思う。

過去の石油ショックと現在が同じように展開する訳ではないし、常に歴史は違った形をもって展開する訳ではある。しかし、過去の石油ショックの時に得られた教訓、その時のチェックポイントに照らして、現在評価してみるとどういうことになるのかで申し上げる。まず、原油価格が上昇する前に景気が過熱していたかどうかということである。第一次オイルショックの場合には、元々石油ショックが起こる前から景気が過熱していて、そこにさらに石油ショックが加わった。今回、景気は確かに長期の拡

大を続けていたが、景気が過熱している状況ではなかつたし、現在、景気は減速あるいは停滞という局面になっているということで、この面では取り敢えず安心材料である。それから、GDPギャップとか様々な稼働率の指標を見誤ってしまったこと——これも特にアメリカについての教訓である——も可能性がないとは言えないが、様々な稼働率指標を短観での判断DIも含めてみると、そういう傾向が今のところ窺えないように見えると思う。それから、何人かの方が触れられたが、労働市場の構造である。第一次オイルショックというか1970年代をピークに、日本を含めて各国とも労働組合の組織率は低下傾向にあるし、非正規雇用の比率も高まっている。そういう意味では、アグレッシブな賃上げによってセカンド・ラウンド・エフェクトが発生することも取り敢えず起きにくい環境になっているように見える。

以上の従来のメルクマールからすると、二次的な物価上昇を抑制する方向の力が作用しているように見える。これが多くの方の判断だと思う。私もそう思っている。ただ、そのうえで、毎回問題は違った形で現われてくることは、いつも頭の片隅に置いておく必要があると思う。例えば、労働市場の伸縮性が増したという今紹介した議論であるが、この議論をどの先進国も言っている。日本でも言っているし、アメリカでも欧洲でもそういう議論をしている。しかし、各国とも労働市場が伸縮になっているから、つまり労働市場も含めてグローバル化が進展しているから、取り敢えず一国で生じたインフレ圧力は世界全体にも薄く広がっていて、進捗的に調整されるという議論はどこかで合成の誤謬に陥っている可能性もあると思う。

それから、今セカンド・ラウンド・エフェクトの議論をしたが、ファースト・ラウンド・エフェクトにしても、結局エネルギーや食料がどの商品も上がっていることは、世界全体として需要が供給との対比で強いことを意味していると思う。そうだとすると、世界経済が全体として巡航速度に下がっていくことは必要なプロセスだと思う。ファースト・ラウンド・エフェクトは仕方がなくて、セカンド・ラウンド・エフェクトだけ気にすれ

ば良いということで必ずしも分け切れない。大きな流れとしてはそういうことだと思うが、それ程単純な話でもないのだろうと思う。そういう意味で、結論としては今セカンド・ラウンド・エフェクトが生じている訳ではないと私も判断しているが、そこについては様々な指標をみながら、予断を持つことなくみていく必要があることを申し上げたいと思う。

それから、これもいつも議論しているテーマで多少気がひけるが、コア物価指数について我々自身もっと研究を深めていく必要があると思う。コア物価指数は、元々何らかの一時的要因を調整した方が物価の基調がよく分かるということであったと思う。その考え方自身はそのとおりだと思う。ただ、問題は何を一時的な要因として認識するのかということで、この点については様々な考え方があり得る訳である。これは、理論的に答えが出てくる話ではなくて、各国の経済の構造に即して実証的に答えが出てくる話であるから、あまり決め打ちして考えてはいけないと思う。以前、量的緩和を解除する時に様々なコア物価指数の研究をしたが、あの時の研究だと、日本の場合、敢えて言うと除く生鮮食品と 10% 削込みが相対的にパフォーマンスが良いという結果であった。しかし、これは 2 年前の時点を利用可能なデータであり、今から考えると多分 3 年位前までのデータであろうと思う。その後、さらに大きくエネルギー・食料品価格が上がったので、日本の場合、改めてどのコア物価指数のパフォーマンスが高いのかも色々研究していく必要があると思う。

それからもう一つ、論点として申し上げたいことは、政策金利の水準である。私も現状維持という結論が適切であると思っている。決定会合では毎回、前回の会合以降判明したデータに即して金利を上げるのが良いのか、下げるのが良いのか、横這いが良いのかというインクリメンタルな状態に基づいて判断することにどうしても委員会の構造としてなりやすい。これはこれで非常に大事な議論である。ただ、インクリメンタルな判断の結果として、今到達している金利が本当に適切な金利かどうか、あるいは今我々がこういう金利水準を探っていることはなぜなのかということをもう一回考え方直すという習慣も常に必要だと思う。その場合、何らか

のメルクマールが必要になってくる訳である。具体的なメルクマールがないからこそ仕事が難しいということであるが、取り敢えずよく使われる尺度として、例えば実質金利であるとか、実質金利と潜在成長率の比較であるとか、あるいはティラー・ルールであるとか、様々なコンベンショナルな尺度はある。しかし、どの尺度を探ってみても機械的に計算すると、日本の金利は非常に低いという結論自体は変わらない訳である。

一方、我々自身は現在の金利が正しい水準と判断している。私自身、そう思っているが、ただそれはなぜ私自身がそう考えているのか、敢えて自分自身の頭の中を整理してみると、仮説は三つ位有り得ると思う。一つは、足許の景気や物価からは現在の金利水準は説明しにくいが、金融政策のラグである1年半とか2年先を考えてみると、景気はもっと悪くなる、つまり需給ギャップはもっと引き緩む、あるいは物価上昇率は先行き大きく低下すると自身が考えている場合である。これが一つのケースである。二つ目は、見通しに係る不確実性が大きくて、中心的な見通しとして景気は例えば後退する、あるいは物価が上がるということであるが、非常に不確実性が高くて、仮に悪い方のシナリオが実現した場合のコストが非常に大きい。現在の状況でみると、例えば物価上昇と景気悪化の確率はそれぞれ同じかもしれないが、ただ景気が悪化した場合のコストは物価上昇の場合のコストより遥かに大きいという判断を我々自身がインプリシットにしている場合、これが二つ目のケースである。三つ目のケースは、コールレートという政策金利とファイナンシャル・コンディションというか金融政策の持つ緩和の力が対応していないケースである。今のアメリカがそうであろうが、信用スプレッドが拡大するとか、あるいはアベイラビリティが低下するとかいう場合は必ずしも短期金利でもって金融政策を語れないこともあるので、機械的に計算したメルクマールとの比較で現状の金利が低くても、それはそれで正当化されるということも有り得ると思う。今、仮説として三つ申し上げたが、勿論これ以外の仮説もあるかもしれない。別にこの三つの仮説について、どう考えているかについて議論したいという訳ではなく、なぜこういう政策を探っているのかということを常に問うて

いくということが必要なプロセスだと、私自身思う。

長くなって恐縮だが、金融市場の安定性確保ということでもう一点申し上げたい。今の日本をみていると、欧米との対比で恵まれているのは、金融市場が全体として安定的であるということだと思う。これは、現在も変わってはいない。ただ、昨日執行部からも報告があったし、先程須田委員からも指摘があったが、為替スワップ市場に対する日本の金融機関の依存度が高まっていることは、ポテンシャルにはリスクを孕んでいると思う。これは、日本の金融機関が相対的に恵まれているからこそ起る現象ではあるが、結果としてスワップで外貨調達をして、外貨を供給している相手先に依存しているということであるから、いざ国際金融市場で何か混乱が起きた場合、日本の金融機関、それから日本の経済にも影響してくる可能性はあると思う。いつも日本銀行が行っていることではあるが、いざという場合に備えてコンテインジェンシーを常に考えていくという中に当然入ってくる話かと思う。引き続き金融市場の安定について中央銀行として常に考えておく必要があると思った。

私の方からは長くなつたが以上である。最初に確認したいことは、第一の柱、第二の柱について先程申し上げたような総括で良いかどうか——正確な文言についてはまた後からご相談する——、概ねこういう理解で宜しいか。

須田委員

結構である。

白川議長

セカンド・ラウンド・エフェクトについては、毎回議論されているテーマなので大体論点は出ているかと思うが、改めて+2%について追加的なコメントがあればおっしゃって頂きたい。なければ勿論結構である。

亀崎委員

セカンド・ラウンド・エフェクトの定義であるが、食品とエネルギー関係が上がっていることが次の効果であり、便乗値上げとかそれ以外の商品が上がってくる、そのところをセカンド・ラウンド・エフェクトと理解する。521 品目を 2006 年 1 月からずっとみている。先程申し上げたように、価格が上昇した品目数が価格が下落した品目数より 119 品目も多いが、そのほとんどがプロパンガス、ガソリン、電気代、ガス代といったエネルギー関係と、食品ではある。しかし、もう少し小さくみていくと、食品とエネルギー以外で、1 回だけ下がったり上がったりではなくて、前年同月比コンスタントに 1 年以上上がり続けている品目を例として申し上げる。自転車、背広、学生服、コーヒーわん皿、たわし、蛍光ランプ、ティッシュペーパー、トイレットペーパー、サプリメント、男子靴、婦人靴、シャンプー、ヘアリンス、ノートブック、アルバム、OA用紙。ただし、ウエイトは非常に小さなものである。このほか、特徴的に言えるのがサービスの分野である。これがかなり多い。エアコン取付け料、家事代行料、モップレンタル料、洗濯代（ワイシャツ）、洗濯代（背広服上下）、パーマネント代、ヘアカラ一代、出産入院料、外国パック旅行、月謝——これは英会話、書道、ダンス等々——、ゴルフプレー料、テニスコート、ボウリング、フィットネスクラブ、PTA会費（小学校）、私立中学校授業料、外食、学校給食、公営家賃、公団公社家賃、下水道料、公立高校の授業料、それから普通運賃。すなわち商品に限って言えばエネルギーと食品関係が中心であるが、そうではないものも先程申し上げたようなものがずっと一貫して僅かながら——数%ながら——コンスタントに上がってきている。しかし、これらはウエイトが小さいために、全体の CPI を大きく押し上げることにはなっていない。先程来ご議論があるように、賃金は上がっていないが、こういったものが便乗値上げされるとか、あるいは不動産価格が上昇するという状態になってくると、これは危ないと思う。現状では、そういう状況はまだみられないのではないかとは思ってはいるのだが。

須田委員

今の関係で指摘しておきたい。価格には一次產品のように直ぐ反応するものと、イナーシャがあるものがある。私は均衡相対価格は変わるとと思うが、まず一次產品価格が上がった。そうするとその相対価格が均衡にいくまでは一次產品以外の価格にイナーシャがあつて、物価、賃金が時間を掛けて動いていく。その限りでは、その動きは均衡への過程であつて、セカンド・ラウンド・エフェクトではない。それ以上に上がった時に初めてセカンド・ラウンド・エフェクトが顕現化するということで、こことの区別の区別は凄く難しいと考えている。

白川議長

概念的なものなので、人によってやはり定義は微妙に違っているし、実際に現実はもっと違っているので、これをみればセカンド・ラウンド・エフェクトの発生の有無を点検できるという訳では多分ないと思う。そういう意味では多少掴み所のない概念であるところもあるようだ。

西村副総裁

基本的にはプライス・プライス・スパイラルとか、プライス・ウェイジ・スパイラルがあるかどうかというである。プライス・ウェイジ・スパイラルが一番分かりやすく、プライス・プライス・スパイラルは非常に分かりにくい。先程のサービスだが、サービスのかなりの部分は材料価格が入っているので、材料価格が上がればサービスの価格は上がる。それから年に1回しか上がらないものがサービスには結構多いので、それが4月の改訂でかなり上がったのでその部分がずっと続いていることがある。それから、それに関係するとすればサプライメントである。これは毎回毎回変な時期に安売りをするが、こことのところ安売りがない。そういう影響が全体として入っているという形になる。問題はプライス・プライス・スパイラルがあるかどうかである。私が気になったのは、水野委員がプライス・プライス・スパイラルに関して私よりかなり強気というか、強い方向性を

抱いていらっしゃるような感じなので、その辺を議論したいと思うが。

水野委員

国内のプライス・プライス・スパイラルに入る前に、アジア、中国では、今、価格統制を段々緩和してきている。それから円もまだ弱い。この影響が出てくるとすると、実は国内企業物価がそろそろピークアウトということ自体にクエスチョン・マークが出てくる。それと、家計調査統計によれば、値段の引き上げにより名目ベースの売上げは落ちていないが、実質ベースでみると売上げは落ちている。これは、企業努力でコスト上昇分を吸収するのも既に限界にきていることを示している。そこで、価格を上げる動きが出てきている。カップ麺とかが典型例だと思う。そういう意味では、企業もある程度、あるいは一時的な売上げ低下を覚悟で価格を上げてきている。ということは、企業の価格設定行動に変化が生じ始めていると捉えて良いかと思う。

西村副総裁

なかなか難しいところである。一つは実質的に値上げしている。それはあまりデータに出てこないところが多分あるのだろう。それと同時に、最近気になっているのが、サービス産業で出てきているところであるが、高騰していた建設資材が逆に今度は下がり始めてきており、これが恐らくサービスに影響してくるだろう。つまり、先程の議論で価格が上がったことに対しての需要減退はかなり明確に出てきているので、それに対して価格を下げる、若しくは上げないという行動が出ているとするとならば、これは明らかにセカンド・ラウンド・エフェクトが働いていないことになると思う。そういうことから考えれば、セカンド・ラウンド・エフェクトが働いていないという一つの証左が出てきていると考えて良いのではないかと思う。それから、世界経済に対してインフレかデフレかということだが、凄く難しい問題がある。今、世界経済で供給過剰な部分と供給の足らない部分とがかなり明確に分かれている。特に工業製品の財は明らかに供給過

剩。中国それから中東で莫大な投資がなされているので、これが生産能力効果をもってくるとかなり大きな下押しの動きが出てくる。そういう意味では、その分だけはデフレ的な効果がある。片方では、特に個人消費のエネルギーそれから食品に関しての需要が増加してくる。この二つが両方重なってきて、最終的に世界的なインフレが出てきているところが難しいところで、相対的な大きさがその時その時の状況によってどちらかに振れるので、我々にとりある意味では間違えやすい状況になってくるのではないかという気がする。エネルギー価格と食料品価格に関しては、中村委員がおっしゃったように、全体としてみればトレンドは上昇していくと考える方が正しいと思うが、そのスピードは先程も言ったように、需要の状況に依存するし、もう一つは裏にある工業生産品のデフレ的な状況がどの位大きく出てくるか——今後出てくる訳であるが——、それとの兼ね合いでみなくてはいけないという形になると思う。そういうことから考えると、コア概念をどうするかという話とも絡むが、価格の裏にある価格水準、あるいは、裏にあるばらつきというようなものも、現在、我々はみていかなくてはならない。それが実体経済にどういう影響を及ぼし、それから実体経済とどういう相関関係にあるのかをみていく必要がある非常に難しい状況だと考えている。

水野委員

調査統計局によるミクロヒアリングをみていると特に感じるのは、企業が最近価格を強気に上げてきている理由としてグローバルに展開している企業は中長期的に食料品それから原材料価格自体が下がってくるというよりも、じわじわとあるいはどういうパスか分からないが、どちらかというと上がってていくというビューをもっていることがある。タイミングについては国内の需要動向をみながらというが、ただ上がっていく方向は変わらない。期待インフレ率がどうかというのは本当に色々な尺度があるが、企業の価格設定行動は少し変化がみえてきているという感じがする。

須田委員

資源については、それはあるかもしれない。

水野委員

食料品である。

須田委員

食料品も含めて。西村副総裁がおっしゃった二つというのは今も起こっている。私は日本の交易条件効果の測り方が凄く気になっている。確かに輸入価格は上がっているかもしれない。他方、輸出対象品目のうちウエイトの高い電子部品・デバイスの価格だとかが下がっていく、だから輸出価格が上がりにくい。しかし、日本はそういったものに比較優位を持っており、価格の下落は生産性が上がっていることを示している。昔の良い物価下落と悪い物価下落ではないが、生産性が上昇することに伴って輸出価格が下がっている部分と、オイルとかそういったものの輸入価格の上昇と一緒にして、交易条件の悪化を議論している。

水野委員

統計の捉え方も問題があるな。電子部品その他についても個数でいくのかとか。

中村委員

日本は電気製品の生産性が上がり、そういったものに非常に強みをもっている。アメリカの輸入物価は国別で出ていて、中国からの輸入品の価格上昇率は前年比 4~5%だが、日本からの輸入品は価格上昇率が非常に低い。価格転嫁できていない。しかし、今、須田委員がおっしゃったように、アイテムによって違う、そういうことに日本が強いというその差かもしれない。

白川議長

交易条件について今議論が出たが、日米欧で比較した場合、取り敢えずコンベンショナルな尺度でみると、日本の交易条件の悪化が一番大きい。それを輸入と輸出に要因分解すると、輸入の影響も大きいが、やはり際立った違いは輸出価格だと思う。今おっしゃったように機械類の輸出ウエイトが高いので、この分が下がっていることで、日本の交易条件の悪化が非常に大きいと思っている。我々が景気の問題を考えていくうえで、交易条件の悪化が非常に中心的な概念になっているが、まだまだ交易条件について、我々自身十分に理解できていない、メカニズムとしても理解できていないという感じがする。データという面でもそうである。もっともっと我々自身の議論もそうであるし、それから執行部での色々なリサーチも、交易条件をこれだけ我々が言っている以上、もっともっと勉強していく必要があると強く感じている。

それから、先程のセカンド・ラウンド・エフェクトで一つだけ言い忘れた。PからPへあるいはWからPへの影響波及に当たり、最終的に中央銀行が物価安定に対してコミットするというアンカー役を果たすかどうかが重要だと思う。そういう意味でセカンド・ラウンド・エフェクトが起こるかどうかをじっとみていく、客観的に検証するということではなくて、最終的には我々自身の行動があつての話である。最後は金融政策がどういうスタンスで臨むかが大事だと思っている——これは先程須田委員からもご指摘があった——ので、セカンド・ラウンド・エフェクトをみていく時には色々な指標をみていくが、最終的には我々自身の姿勢を世の中がどうみているかに掛かっている面が大きいことを最後に付言しておく。

水野委員

最近気になっていることに、金融環境が緩和的であること、あるいは金融機関の貸出行動が総じて前向きであることについて、今は「総じて」と言っているが、見方によって段々そう思えないことが出てきていることがあり、非常に難しくなってきてる。

白川議長

この後議論するが、例えば概要でも今回明示的に——前回も書いているが——、「下位格付先や一部業種では厳しくなっているものの、全体としてみれば、良好な状況にある」となっていて、明らかに下位格付先や一部業種では感じが変わってきてているように見える。

西村副総裁

政策金利の水準が高いかどうか。水準に関しての白川議長の三つの見方の三番目であるが、我々の手許ではリスクフリーの実質金利を決めているという形になるが、実際の金利はそのうえにリスクに対するプレミアムが乗っかった形で決まる。従って、金融市場のタイトネスという場合、本来はリスクが乗っかったところで本当はみなくてはならない。しかも、それが各市場によって大きな違いがあるというところから考えると、リスク・プレミアムが今後どう動くかに対して我々はどうみているかが恐らく一番重要な点になると思う。つまり、今の状況で金融市場の川下で何が起きているかにより、我々の判断が決まるということだと私は思う。

白川議長

他に何かあるか。

須田委員

今のリスク・プレミアムは、結局求める時は残差項になっているところがあるし、そういうことを言うと金融市場——株式まで含めて実体経済に影響を与えるもの——全てを考えることが必要になる。

西村副総裁

これは非常に難しいので私は対外的には言わない方が良いと思っていて、金融環境が今のような時には、実質コールレートは非常に低い状態に

あることだけ言うが、我々が考える時にはそれを考えなくてはいけないと思う。プレミアムの話をした途端に、我々はどう考えているのかと聞かれるが、それを言うことは大変である。事後的にはできるが、事前の意味でのプレスプレーヤーに出すのは大変なので、これに関して何か対外発信するということではない。

野田委員

厳密なリスク・プレミアムとなると難しいが、要は市場の金融機関の約定金利はどうなのかという辺りはしっかりとみていきたい。そこが一番大事だと思う。

水野委員

我々が影響を与えられるのはマネーマーケットと金融機関の行動なので。

野田委員

今後、従来より変化のテンポが大きくなるという予感がしているが、その辺はやはりじっくりみていく必要があるかと思う。

水野委員

しかし、海外ではそういう彼我の差がある。今のところ日本は良いが。

白川議長

他にあるか。

亀崎委員

先程の客観的にみていくのではなくて、今後それがどうなっていくかというのをみなくてはいけないということは、私もそう思う。その前に私が申し上げたのは、現実はこうなっている。それは直ぐ上がりそうかという

と、賃金も上がらない、個人消費は非常に弱い、土地の価格も上がっていないうといふ中で、なかなか上がりにくいくらいだろう。今、こういう現実であるということを申し上げているのであって、先程のように、スパイラル的にどんどん上がっていく状況ではないと私は思う。

野田委員

然り。そういう状況で、皆、理解しているが、そうでないことがまさにセカンド・ラウンド・エフェクトの難しさなのだという意味では、もっと逆の方をやはり注意しておく必要があるというサジェスチョンだと私は思った。今安心して良いというのではなくて。

亀崎委員

例えば…。

野田委員

私はそう受止めた。

亀崎委員

食品にしても数量を減らして同じ値段にしている。これは値上げである。あるいはプライベート・ブランドで価格を安くしている。実質的な値上げみたいなものである。セカンド・ラウンド・エフェクトにはこういうものも入れるのか。

白川議長

セカンド・ラウンド・エフェクトは概念的な話である。それをみるために色々な指標をみていく訳であるが、別にそこで統一した方法論がある訳ではないし、プライベート・ブランドで値下げしていくこともあるし、プライベート・ブランドで実質値上げをやっているという報道も最近あった。何か決まった方法がある訳ではない。

野田委員

少なくともスパイナルということであって、我々はいつも物価を前年比でみているということであれば、果たして本当にそれが起こっているのかどうかは品目別にもう少し長いタームでみていかなくてはいけない。

白川議長

然り。

野田委員

リアルタイムでセカンド・ラウンド・エフェクトを把握するのは困難である。私は発言の中で観察されないと大胆に申し上げたが、本当にそうかというと忸怩たるものがある。

白川議長

刈り込み平均——機械的に上と下を一定比率で除く——のパフォーマンスがダントツに良いという訳ではないが、日本の場合、過去は比較的良かったということは、色々な品目の価格が上がっていって、一個一個挙げていけば色々な特殊要因があるかもしれないが、それはそれで貴重な情報を含んでいるということだろうと思う。先程おっしゃったものと多少は関連すると思う。

須田委員

一点だけ聞きたい。物価をよく3か月前比でみると——バナンキFRB議長も言っていた時期がある——があるが、足許のスピードもある程度注意しておいた方が良いということか。

白川議長

伝統的に——いつ頃から始めた伝統か知らないが——調査統計局も3

か月前比を割合重視している。例えば向こう1年とかを評価するうえで1か月前比よりも3か月前比の方が良いというのは経験的なものか。

門間調査統計局長

特にそういう意味はなくて、指標によって性格をある程度踏まえながら、実証的に検証していくという中から生まれてきた知恵である。特に今3か月前比でみているものは国内企業物価である。あれは国際商品市況の影響が大きい。そうすると月々だとうんと振れてしまう。国際商品市況はやはり数か月でアップ・ダウンがあるので、前年比は採れない。という事があるので、結果的にああいうスパンでみるのが良いということになっている。ただ、それが前年比への先行性を持つとかまで真剣に考えているのではなくて、ある意味それ位が一番評価しやすい、とりわけ月々みていくにはそれ位のスパンでみていくのが評価しやすいという実証的なことからきている考え方である。

白川議長

理解した。

須田委員

F e d でバーナンキ議長が一時期インフレを懸念した時、3か月前比で議論していたので、そういうような先行性があるかと思っていた。

野田委員

ヘッドラインが少し大きくなった時に、持ち出してきている。

西村副総裁

実際のデータは大体1か月から2か月遅れて出るので、実際のデータをみると、1か月前比、2か月前比とすると、かなりの情報が入ってきて、先入観が入ってしまう。3か月前比だと、情報が逆にないので、そういう

ものを全部取ってしまうという性格がある。

野田委員

なるほど。それはそのとおりだな。

西村副総裁

もう一つ言うとすると、ちょっと細かいことになるが、日本のCPIは季節調整を掛けていない。アメリカの場合は掛けているが、日本の場合は季節調整を掛けると凄いがたがたの数字になるということがあって掛けないので、前月からの変化はなかなか読みにくいということで、我々は前年比でみている。その辺のところの難しさ——特に季節性が非常に変わりやすいという性格を持っている——はあると思う。アメリカはどうして上手いくのか、それとも本当は上手くいっていないのか。

野田委員

アメリカの場合は、法則性があるのか。

西村副総裁

よく分からぬ。理由がよく分からぬ。

野田委員

なるほど。

白川議長

それでは追加的にご発言がないようであれば、このセッションは終わらせて、次に政府の出席者からのご発言をお願いしたい。最初に竹下亘財務副大臣からお願ひする。

竹下財務副大臣

我が国経済は、原油・食料価格の高騰や米国経済を含む世界経済が減速する中で、このところ弱含んでおり、先行きについては、当面弱い動きが続くとみられる。物価動向をみてみると、輸入原材料価格等の上昇を反映して、国内企業物価や消費者物価においても、原油・食料関係等を中心とした価格上昇がみられるが、他方、賃金の伸びが低下していること、足許原油の先物価格が下落するなど、これまでの原材料価格の上昇が一服すると見込まれること、などの要因にも配慮が必要と考える。また、政府としては、世界的な原油・食料価格高騰や景気悪化懸念に対応するため、8月11日の政府・与党会議において示された理念と柱立てに沿って、「安心実現のための総合対策」の全体像を速やかに取り纏めることにしている。日本銀行におかれては、以上のような経済情勢を踏まえて、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。さらに、日本銀行の経済情勢に対する認識や金融政策運営の考え方について、国民や市場に分かりやすく説明することに引き続き配意して頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

次に内閣府藤岡文七内閣府審議官、お願いする。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、一、輸出が弱含んだ状態が続いていることなどから、生産が2四半期連続で減少し緩やかな減少傾向がはっきりしてきたこと、二、生産は在庫調整局面に入ったとみられることから、当面は減少傾向が続く可能性が高いこと、三、雇用情勢が弱含み、実質所得が下押しされていることから、当面は個人消費の回復が見込みにくいことなどから、景気はこのところ弱含んでいると認識している。先行きについては、当面弱い動きが続くとみられ、アメリカ経済や株式・為替市場、原油価格の動向等によっては、景気がさらに下振れするリスクが存在することに留意する必要がある。物価の動向については、消費者物価及び内需デフレーター

が上昇する一方、GDPデフレーターの低下幅が拡大しており、4～6ヶ月期には単位労働費用が再び前年比マイナスとなった。今後の景気の動向と合わせて物価の動向にも注視が必要である。政府は原油・食料価格高騰などの現下の経済情勢を受けて、「安心実現のための総合対策」の検討を進めており、今後その全体像を速やかに取り纏め、時機を逸することなく、段階的に実行、実現していくこととしている。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、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現させるよう、政策運営を行うことが重要である。日本銀行におかれでは、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮して、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。どうも有り難うございました。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決に入りたいと思う。調節方針については、ここでの議論を踏まえて、現状維持を提案したいと思う。調節方針の議案及び経済・物価情勢等を含めた対外公表文を決めたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは議案の読み上げと、公表文のご説明を申し上げたいと思う。お手許に3枚お配りしており、1枚目が金融市場調節方針の決定に関する件、2枚目が公表文の案と、一番最後に前回との比較を分かりやすく示した見え消し版があるので、最後にこちらでご説明申し上げる。それでは、まず1

枚目、金融市場調節方針に係る議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。このうえで、この文言を織り込んだ公表文で、2枚後の見え消し版をご覧頂ければと思う。「当面の金融政策運営について。」1. については今の文言をそのまま書いており、最後にご決定頂いた後、カッコ内「全員一致または賛成○、反対○」を埋めさせて頂くということである。内容であるが、まず 2. である。「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。」ということで、最初の現状判断の文章は「さらに減速している」という前回の判断から「停滞している」と変えている。その背景である。前月まではエネルギー・原材料価格高であったが、輸出の増勢鈍化が明確になってきたことを踏まえて、この文言も入れている。先行きであるが、「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。」先程来ご議論があったとおり、二つの前提——国際商品市況高の一服、海外経済の減速局面を脱すること——を前提に「成長経路に復する」という表現にしている。物価面は、基本的には数字を前回の足許+1%から2%程度に変えたうえで、景気の表現に対して物価は数字だけというのもバランスがとれていないので、いわば形容する文言として「+2%程度と90年代前半以来の高い伸びとなっている。」とさせて頂いている。先行きは、「当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される。」としている。以上を踏まえ、総括的な判断であるが、「このように、わが国経済は、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。」としている。前回の「続ける可能性が相対的に高い」に比べると、足許の判断は「停滞」と変えているし、物価の上昇率も上がっているので、この「続ける」という表現は若干苦しくなってきているので、「復していく」としたうえで、復していくのは成長だけではなくて物価も両方復して

いく訳なので、その主語は「成長」だけではなく「物価」も入れるということで、「物価安定の下での持続的な成長」とパッケージにしているということである。3. は中間評価の文言なので今回は割愛している。その次はリスク要因である。先程議長からまとめがあったが、国際金融資本市場の状態それから米国経済の下振れリスクは前回と同じである。二行目から三行目に掛けて、前回は「国際商品市況の高騰に伴う所得形成の弱まり」とあったが、その後、下落は若干軟化している。普通だとよく「既往の上昇に伴い」と書くところであるが、ここで「既往」と書くと下がってしまったと判断したようにも思える。ここはつらいところでもあるので、ここは「国際商品市況の動向を反映した」という表現にさせて頂いている。これも先程来ご議論があったが、リスク評価の中で、下振れリスクとはいってもなお設備・雇用面では調整圧力は抱えていないことは、この下振れリスクの前文に書かせて頂いている。それから、物価面では、「世界的にインフレ圧力が一段と高まっている」という表現を、これは状態の表現で「高い状況が続いている」と変えさせて頂いている。あとは「エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。」という文言は変わっていないし、「この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まる」という表現もえていない。両面コピーで実は裏に金融政策の表現があるが、ここは前回と表現をえていない。私からの説明は以上である。

白川議長

二つあるが、最初の議長案については皆様のご意見もこうであったのでご意見はないと思うが、二つ目についてご意見があればお願ひする。議長として記者会見する時に、一番質問が来るのは先程の「停滞」というところだと思う。これについては先程もちょっと議論させて頂いたが、ここにきて日本銀行の景気判断が大きく変わったということではない。基本的にはメカニズムについての理解が変わった訳ではなくて、データでもってそ

の確認をしたことが基本的なことだということをきちんと説明しようと思っている。そこは非常に注意してやっていこうかと思っている。それから、これは前回もそうであるが、景気悪化のリスクと物価上昇のリスク双方に注意が必要な局面だということを繰り返し言っていくことにする。そこは特に意識して対応しようと思っている。

西村副総裁

結構だと思う。

白川議長

特ないようであれば、この案で議決に入りたいと思う。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。それでは申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

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 7、全員一致である。

白川議長

それでは、山本理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿つて調節に努めるよう、これをもって指示する。宜しくお願ひする。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは、対外公表文の採決をお願いする。

[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：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

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 7、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局

は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それでは、政府出席者をお願いする。

[政府からの出席者入室]

先程の議案は両方とも全員一致であった。

VI. 議事要旨（7月14～15日開催分）の承認

それでは次に、7月14日、15日開催の決定会合の議事要旨の承認である。この議事要旨については既に皆様ご覧になっているので、異議がないということで結構であるな。それでは採決をお願いする。

[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：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

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7、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、22日の金曜日、8時50分に對外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、9月16、17日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、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。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれでは、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認するようお願いする。

執行政策委員会室企画役

まだ準備が整っていないので暫くお待ち頂きたい。

申し上げる。報道解禁時刻12時30分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時30分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いする。政府出席者の方におかれでは、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時25分閉会)

以 上