

**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9月16日（14:00～16:47）

9月17日（9:00～12:42）

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（16日）

竹下 亘 財務副大臣（17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 井戸清人

理事 山本謙三

企画局長 雨宮正佳

企画局参事役 關根敏隆

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 純（16日、17日 10:30～

12:42）

企画局企画役 中村康治

企画局企画役 服部良太

## I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策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である。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、採決、それから8月の決定会合の議事要旨の承認という議事である。政府からの出席者ご紹介である。財務省からは川北力大臣官房総括審議官、内閣府から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。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

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。

中曾金融市場局長

先週お届けしていた決定会合の資料が、全くフェーズが変わってしまったので、改めてお手許にお届けしている資料-1、2（追加）に昨日の動きもできるだけ盛り込んでいる。こちらに沿ってご説明していきたいと思う。図表2-26がある。米欧市場の反応を一言で纏めている。これを前提としてお話をさせて頂きたいと思う。昨日の、リーマンの破綻以降の動きであ

るが、短期金利はオーバーナイトも含めて極く短いところでレートが上昇、長期金利はフライト・トゥ・クオリティでかなり大きく下がっている。クレジットはCDSのプレミアム、そしてスプレッドも急激に上昇している。株価は金融株を中心に大きく下落した。そして、外為市場では円が買い進まれている。リスク回避姿勢の強まりで、円が買われる展開となっている。以上を前提に各市場の動きをみていきたいと思う。

ここで、金融調節回り及びマネーマーケットの動き、そして金融調節の足許の実施状況をお話したいと思う。マネーマーケットは先週まで非常に落ち着いていたが、リーマンの破綻で一変し、緊張感が今日の朝から一挙に高まっている。図表1-1以下で、極く極く簡単に先週までの動きを振り返る。かなり昔のような感じもするが、オーバーナイトのレートをご覧頂くと、非常に安定していた。ドルの強い需要の裏側として円転コストが低く、一部の外銀がこれを活用して円転した資金をコールやレポで運用していたというこれまでの構図が先週まで依然として続いていた。図表1-4、無担保コール市場残高である。足許、若干縮小してきていた。これは、<取り手別>のグラフで外銀の要調達額が引き続き圧縮された状況にあることと、<出し手別>のグラフで——白抜きの棒中に含まれている——が——へ、あるいは——にシフトしていることが背景であろうかと思っている。調節回りにいく。図表1-6でお示しするオペで、当面の課題は9月末、半期末越えの資金供給であった。長いものについては、共通担保（全店）と（本店）、週に各1本、計2本の割合で供給してきた。これに加えて、8月からは極く短いエンドのもの——エンドを10月の頭位においている期末越えオペ——も開始している。レートは割と安定していた。短い期末越えであると、この共通担保（本店）オペの9月12日の足切りレートが0.6%であるから、期末のプレミアムが若干乗っていたかという位の水準であった。週が明けて、リーマンの破綻を受けた今日の短期金融市場は、先程申し上げたように、一変して緊張感が一挙に高まっている。特徴点を二つ挙げさせて頂く。これらは相互に関連していると思う。一つはコール市場、そして有担保のレ

ポ市場でも資金のオファーが極端に細っている。一部の出し手——メガとか地銀——は相手先、放出先を邦銀に限っている。外銀、外証はやめてくれという運用になっている。これが第一点目。そして、もう一つは、リーマンは国債市場でプレゼンスが大変大きかったが、そこが破綻したため国債の玉の流れが悪くなっている。そして、レポ市場の機能に影響が及んでいる。もう少し具体的に言うと、例えばリーマンに渡していた国債がリーマンが破綻することによって返ってこないという状況が発生しており、返ってくることを当てにして他の人に売っていた玉が手当をできない。いわゆるフェイルが多発する可能性が意識されている。いずれにしても、このようにマネーマーケットでは、資金の循環が今朝から大変悪くなっている。従って、こういう状況をみて、今朝は定例よりも早めの朝9時過ぎ——定例オペの時刻は、即日オペの場合、9時20分である——に即日オペで1.5兆円を供給した。暫く市場が落ち着いていたので、即日供給オペは6月30日以来になる。本当に久し振りに即日供給オペを実施した。このオペのレートは、足切りが0.55%、平均レートが0.566%であった。午前中は、無担保コールレートのオーバーナイト物の平均は仕上がりが0.54%であった。ただ、先程申し上げたように、非常に取引量が少なくなっていて、午前中終わりに掛けてもなお資金がすくんだ状態、つまりコールのオファーがほとんど出てこないという状況であったので、追加的に1兆円の資金供給を実行した。この結果、本日は合計で2.5兆円の資金を供給している。そして、この2本目のオペは、多少レートが上がった。平均レートは1本目が0.566%であったが、2本目が0.609%、足切りは1本目が0.55%、2本目が0.5%。こちらはあまり変わっていないが、少し高いレートで取っている銀行がいるということである。コール市場はこのような感じだが、一方、先程申し上げたようにレポ市場も物の巡りが悪くなっているので、レポ市場対策としてSLFの発動を準備していた。フェイルのリスクが高いと判断したので、なるべく利用しやすくという観点から実施要件を一部緩和させて頂いた。具体的に言えば、従来3先が要請してくることを要件としていたが、当面の1週間については、3先でなくても——つ

まり 1 先でも要請があれば——発動するという扱いにさせて頂いている。こちらに向かう直前に聞いたが、今日は 2 先から 2 銘柄について S L F の需要が実際にあり、発動させて頂いている。つまり、玉の巡りが悪くなっている感じが現われていると思う。調節面はちょうど今週から 9 月積み期に入っているが、調節技術の面ではなかなか難しい状況になったと思う。なぜなら、元々 9 月積み期は 9 月末を挟んでいる。そして、本積み期は、特殊事情であるが、積み期終盤の 10 月 11 日から 13 日の連休に次世代 R T G S のカットオーバーも控えている。そういう中で、カットオーバー前に金融機関が用心して流動性を積み上げるという行動に出る一方、例えば今日から当面潤沢に資金を供給する、あるいは、9 月末に掛けて潤沢に資金を供給することになると、積みが進捗し過ぎて後半にやや調整負担が増していく可能性がある。これは調節技術的な問題である。そういう難しい積み期になりそうだと思っている。9 月積み期を越えても、後で若干申し上げるとおり、今度は年末が控えている。年末については、グローバルに金融機関のバランスシートに調整圧力が増す可能性があると思うので、各国中銀とも警戒感を強めている。ここも上手く越えていく必要があると思っている。これが、調節回りである。

続いて各市場の動きについて、まずターム物の市場分をご覧頂く。今日は、主としてリーマン破綻以後の特徴的な動きを中心にお話をさせて頂ければ、と思う。まず図表 2-2 で調節面について一言申し上げておく。リーマンを巡る事態の急展開を受けて、主要国の中銀とは緊密に連絡を取り合っている。チャプター・イレブン決定の 1 時間半後位、つまり昨日 2 時位に、B I S 市場委員会メンバーである主要中銀の電話会議が開催され、予想される市場の反応や調節面の対応について話をした。各国中銀は、金融調節については、市場動向に応じた潤沢な資金供給を行い、また、必要に応じて短い声明を出していこうという方針が確認された。今朝の本行の対応も、これに沿ったものである。その話に出てきたことでもあるが、図表 2-2 をご覧頂き。L I B O R-O I S のスプレッドである。(1) のグラフをご覧頂きたい。ちょうど昨日大きく L I B O R-O I S のスプレッ

ドが拡大している。特にドルそしてユーロ辺りで開いている。円についてはまだ更新ができていないが、若干開いているとみている。先程申し上げた年末のプレミアムをどう見るかというのが、(2) のグラフになる。ドル LIBOR—OIS (1か月物フォワード) である。2008年をご覧頂くと、実線でお示ししているのが12月スタートの1か月物のフォワード・レートである。12月スタートの物は12月末が掛かってくる。すなわち、年末越え資金の金利である。ご覧頂くと足許急激に上昇している。年末プレミアムが織り込まれたレートだと思う。2007年と比較可能なようにしている。金融混乱が勃発した2007年8月の同レートよりもかなり高い水準になっているので、年末に向けての緊張感が足許一段と高まっている状況をご覧頂けるのではないかと思う。

図表2-3で各国の金融調節面での対応を簡単にチェックしたい。まず米国である。(1) のグラフでFFレートは安定しているように見えるが、昨日は大量に供給している。日中の動きをみると、かなり大きく動いている。朝方は6%だったが、資金供給を受けた後は0.5%位まで急激に、一挙に低下した。かなり激しい動きになっている。グラフでアベレージをみると落ち着いているが、日中の動きはかなりボラタイルになっていた。

(2) のグラフでレポ・レートをご覧頂く。これは対FFのスプレッドでお示ししている。MBSそれからエージェンシー担保のものを中心に、金利が跳ね上がっていることがご覧頂けると思う。こうした中で、(3) の表にお示ししているように、昨日9月15日月曜日、Fedは2回に分けて合計700億ドルのオーバーナイトのレポ・オペを実施している。去年の金融混乱が勃発した直後の8月10日が380億ドルという規模であった。また、過去最大規模であったのが2001年9月11日直後の9月14日に行つたオペが810億ドルであった。それには及ばないが、かなり大規模なオペとみて良いと思う。続いて、図表2-4、ECBである。ECBは、昨日9月15日、ファイン・チューニング・オペによりオーバーナイト物で300億ユーロを即日供給した。落札レートは4.39%でやや高めと思う。そして、ここにはお示ししていないが、EONIA——オーバーナイトの加重

平均レート——も 4.465% であったので、やや高めだったと思う。図表 2-5 にいく。ドル調達プレミアムレートである。これも昨日のところで跳ね上がっていて、特にユーロ・ドルの為替スワップに係るドルの調達プレミアムが大きく跳ね上がっているところがご覧頂けるかと思う。図表 2-6 で政策金利の先行き見通しである。米国では利下げ期待が生じたような形になっている。ポジションの動きもあるので、誇張された動きになっていると思うが、形式的には 0.25% の利下げが 9 月の FOMC で行われる確率は 6 割位という姿になっている。欧州については、来年の春までの利下げがほぼ 100% 織り込まれた姿になっている。日本はどうかということだが、図表 2-7 である。こちらは更新が追い付いていないので、口頭で申し上げる。今日の OIS は下がっていて、確率的にみると、年内の利下げ確率が 3 割程度の水準になっている。水準的には 0.424% という水準になっている。

次に長期金利、図表 2-9 にいく。このグラフで遡ってみると、長期金利は 9 月に入ってから幾分反発していたが、リーマンの破綻後、今週に入って今日は大きく低下している。年限別にみると、特に 5 年物の辺りの低下幅が大きくなっている。これは、恐らく先物主導で下げていることの反映だと思う。(2) のグラフをご覧頂くと、一言で言えばライト・トゥ・クオリティでグローバルに大きく低下していると言って良いと思う。特に米国の下げ幅が大きくなっている。これは 10 年債である。種類別、年限別にみると、一番大きく下がっているのは TB である。TB をみると、1.3% であったのが一挙に 0.2% と 1% 以上も下がっている。特に短いマチュリティのところは、ライト・トゥ・クオリティが相当強かったということだと思う。これに伴って、ボラティリティも大きく上昇している。図表 2-10 でインプライド・ボラティリティの推移をみると、米国では非常に大きく上がっている。日本も今日辺りはもっと上がってきてていると思うが、人々流動性が低い状態が続いているので、値動きがさらに大きくなる可能性があるとみている。図表 2-12 である。これはいつものサーベイである。これはリーマン破綻の混乱の前のサーベイである。傾向としては、

景気動向のウエイト——黒い部分——が上がっていて、これは金利低下要因として意識されている。一方で、金利上昇要因として意識されている物価——斜線——のウエイトは益々小さくなっている。

次にクレジット市場である。クレジット・スプレッドは、海外をまずご覧頂く。図表 2-13、(2)、(3) である。米国、欧州とも、リーマン破綻以降大きくスプレッドが拡大している。さらに、図表 2-14 の (1) で、CDSは欧米で大きく拡大している。日本はまだアップデートができていないので、こちらも口頭で補足させて頂く。まず、社債市場である。社債市場は流動性が大きく低下している。言い換えれば、取引が非常に成立しにくくなっていると聞いている。国内社債市場についていえば、低格付け、BBB格以下では、気配値でみるとスプレッドは拡大しているが、現物の売りは出でないと聞いている。ただし、パニック的な状況ではないと合わせて聞いている。ただ、社債市場のサムライ債市場は、リーマン破綻の影響が色濃く出ている。リーマンは全部で 1,950 億円のサムライ債の発行残高があるし、AIG——マーケットで、今、非常に注目されている銘柄——も 500 億円程残高がある。リーマン発行分はデフォルトになるが、AIGについても懸念されている銘柄になっているので、この辺が嫌気されていると聞いている。日本のCDSは、グラフではまだ現われていないが、多少出会いが付いたと聞いた。グラフではスプレッドが 140bp 位である。これが足許 175bp 位まで拡大しているので、CDSプレミアムは日本についても大きく上昇している。

図表 2-15 の株式相場にいく。海外をご覧頂く。(2) のグラフになる。15 日、大きく下落している。金融株が中心である。特に米国でも AIG を巡る色々な憶測が AIG 関連の銘柄や金融株の一段の重しになっている。個別銘柄でみると、AIG 以外にも下げ幅が大きくなっている銘柄が幾つかある。この辺をどうみるかということである。逆に言えば非常にセレクティブになっており、悪いものには売りがかなり集中するとも言えるかと思っている。というのは、逆にバンク・オブ・アメリカと統合が決まったメリルリンチ株は、ほとんど唯一、横這い圏内で推移している。売られ

るものは大きく売られているというところである。こうした中で開けた日本の今日の株式相場である。大きく下落している。前場は1万1,596円で引けて、前場だけでも5%の下落になる。欧米の下落率も大きかったが、午後は下げ幅をさらに拡大している。これは、恐らく、アジアが開いてアジアも相当売り込まれていることと、米株価先物の夜間取引がかなり軟調に推移していることが影響しているのではないかと思われる。いずれにしても、1万1,596円という前場の引け値は、2005年7月位の水準に当たる。かなり下げているということである。日本の場合も横断的に売られているが、今日下げた銘柄をみると特に金融株である。金融・不動産株が大きく下落している。金融株が売られている背景としては、米国との連想も勿論あるが、リーマンに対して債権を有する本邦金融機関の名前が取り沙汰されていて、これも売り材料になっていると思う。さらに足許に掛けてということでは必ずしもないが、このところ——前回決定会合以降と言って良いと思う——、いわゆる独立系消費者金融、そして、破綻が続いている新興不動産業へ融資が大きいとみられている地銀の株も下落圧力が掛かり続けている。そういう状況になっている。そして、図表2-16のボラティリティの推移をご覧頂く。S&PのVIX——薄色の線——がここへきて急激に上昇していて、3月のベア・スタンズの頃の水準に達している。東証REIT指数も軟化に歯止めが掛からない状態であって、資本・資金調達環境が悪化して、大手不動産がスポンサーになっているようなREITも足許では価格下落圧力が及んでいる状況である。

図表2-17、為替相場にいく。為替相場は、金融不安が高まる中で、冒頭申し上げたように円高の流れになっている。これは、リスク回避姿勢の高まりが背景である。(1)のグラフあるいは<参考>の表でご覧頂くと、足許は104円台まで円高になっている。前回会合の頃は110円位であったから、5円強円高になっている。円の強さが特に目立つのはいわゆるクロス円であって、<参考>の表でいえば、円の対ユーロ相場は前回会合の頃162円であったが、足許は150円で、かなり円高になっている。円とドルとの関係でいえば、今、私が言ったように円が強くてドルが弱い状況であ

る。では、ドルが全通貨に対して弱いかというと、実はそうではない。つまり、米国金融不安であるからドルが全面的に弱いはずだと思いがちだが、実際はそうなっていない。というのは、リスク回避姿勢が非常に強まっているので、ドルベースの投資家は投資資金をドルへ一旦戻す動き——いわゆるレパトリ——がここへきて強まっているのではないかと思う。そして、ドルも決して高金利通貨ではないので、いわゆるドルキャリーの巻き戻しもこの動きに拍車を掛けているのではないかと思う。ドルが買われているのは、主として対高金利通貨あるいは資源国通貨である。従って、図表2-17、(2) の名目実効ベースで、ドルはこのところかなり堅調である。円も堅調である。ユーロがずっと低下してきている。こういった状況になっている。図表2-19である。まずボラティリティをご覧頂くと、相場が大変不安定であって、週明け以降ご覧頂いているようにボラティリティが急激に上昇している。これもまたかなり高いところまで戻ってきてている。恐らく水準的には、ベア・スタンズ破綻の頃の水準まで戻ってきてているのではないかと思う。それから、図表2-21、クロス円相場である。こちらは先程申し上げたように、かなり大きく下落している。リスク回避姿勢で円が買い戻されていることに加えて、上のグラフでお示ししているオーストラリア、ニュージーランドは利下げも行っているので、そういうところも背景ではないかとみている。また下のグラフのポンドも景況感の悪化から売られている。図表2-22になる。こうしたオーストラリアドル、ニュージーランドドルについては、いわゆる外為証拠金取引でこれらの通貨を買うポジションがかなり積み上がっていた。しかし、(2)、(3) のグラフで特にニュージーランドドルにはっきり出ているように、8月の終わり、9月の初めの二段階に分けてのロスカットが生じてポジションが巻き戻されたことが、相場の下落に拍車を掛けていると思う。図表2-23にいく。エマ通貨である。(1) のグラフをご覧頂くと、資源国通貨、そして非資源国でも下落ペースが加速している。資源国についてはコモディティの下落、アジアの非資源国は景気の下振れ、これらに加えて、申し上げたようにドル回帰の動きも拍車を掛けているのではないかと思う。これに伴つ

て、(2) のグラフでお示ししているように、エマ株の調整幅が高まっている。図表 2-24、コモディティである。総じて下落している。金融不安の高まりが景気の足をさらに引っ張るのではないかということから、原油価格は急落していて、ニューヨークの原油先物は昨日 100 ドルを切っている。今年 3 月 4 日以来になる。この中で、金——(1) のグラフの細実線。細かい動きになっている——はここへきて反発している。これも恐らくフライト・トゥ・クオリティを背景とした金の買い需要であるとみている。図表 2-25、原油価格である。(2) のオプション行使価格の分布状況に大きな変化はないが、プット・オプションの分布は多少下がってきていて、90 ドルとか 80 ドルの価格帯の辺りが分布として増加している。多少は、目線が下がってきていているという一つの現われではないかと思う。

以上、みてきたが、リーマンというグローバルに活動を行う金融機関の破綻によって、金融システム不安が高まっている。そして、リスク回避姿勢の強まりからフライト・トゥ・クオリティという資金の流れを通じて、国債金利の低下、株価の下落、クレジット市場のスプレッド・プレミアムの拡大、さらには円高と、広範な市場に影響が生じているのが足許の状況である。私からは以上である。

### 白川議長

今、金融市场という観点から話があつたが、金融機関という切り口で金融機構局担当の山本理事から何かあるか。

### 山本理事

それでは、本邦金融機関のリーマン・グループへのエクスポートについてである。基本的には大手行が中心である。私共が把握している無担保の与信残高をみると、1 件当たりの信用コストとしては相応の規模になる可能性があるが、多くの先は期間収益で十分吸収可能な範囲内である。従って、経営体力に大きな毀損が起きる可能性は低い。全体として、我が国金融システムの安定した状態が揺らぐことはないだろうと考えている。

ただ、中曾金融市場局長から報告があったように、グローバルな金融市場の動搖を受けて、カウンターパーティ・リスクに対する警戒感が強い状態であるから、個別金融機関にとっては流動性リスクが高まる方向にある。本邦所在の外銀、外証なども多くは無担が取りにくいということで、有担にシフトする動きなどもかなりみられている。マーケットの動向あるいは外銀、外証の円貨繰りも含めて、金融機関の資金繰りを十分に把握していきたいと思っている。また、株価の下落に伴って、金融機関の有価証券評価益の減少あるいは有価証券評価損の拡大が起こっているはずであるので、この点も引き続き肌理細かくウォッチしていきたいと考えている。最後に一点。今日は、資金決済、証券決済について、いわゆる証券清算機関——日本国債清算機関など——でリーマン破綻に伴う一括清算を開始している。私共としても各清算機関と連絡を取りながら動向を注視してきたが、2時前後にはほぼ終えると、今、聞いてきたところである。残された証券決済、資金決済が円滑に回るよう、引き続き配意していく。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

亀崎委員

金融市場で年末に向けて流動性リスクが意識され、年末越えプレミアムなどが生じていくという話について。先週であったか、キング総裁も英國の金融市場が悪化して信用収縮が続いていると証言したばかりである。年末に向けた流動性供給については、今ある中銀間のスワップあるいはクロス・ボーダー担保といった体制に不安はないか。特にヨーロッパの金融機関は開示が遅れていることもあるって、これからリスクが顕現化していくと思う。欧州では、当局が一つではなく各国に分かれて対応するため、上手く対応できるか心配なのだが、年末に向けて流動性リスクへの対応は進んでいるかどうか。

### 中曾金融市場局長

E C B、スイス中銀と F e d の間にスワップがあって、これを原資として、各行ともドル供給オペである T A F —— ターム・オークション・ファシリティ —— を実施していて、先般、 84 日物を入れた。この一つの狙いとして、早い段階で年末越えのドル資金の供給を行うことが念頭におかれていると理解している。欧洲サイドからみると、恐らく道具建てとして、これを活用していく余地が大きいと思っているのではないかと思う。個別に申し上げると、  
は、

自体はもう止めると言っているが、恐らくこれに代わる を今彼らが検討しており、近々公表があるとも聞いている。恐らく今度出てくるものが年末も視野に置いたものになるのではないか、と思っている。それから、 F e d について言うと、先程申し上げた T A F の長いものについては、彼らも年末を意識していると思うし、さらに T S L F のオプション —— T O P —— もある。これも、年末にピンポイントに資金を供給していくための一つの手段と位置付けられていると思う。若干繰り返しになるが、道具建てとしては今あるものを活用しながら上手くやっていこうというのが、現時点でのスタンスではないかと思う。勿論、状況によっては、色々話をしながら新たな手法も考えていく必要があるかもしれないが、今のところはあるものを使って上手くやっていこうという感じである。

### 須田委員

エマージングの通貨について。通貨安あるいは株安、それから経常収支の赤字の問題で、通貨危機的な状況に陥る懸念が高まっていることはないか。

### 中曾金融市場局長

これは、後で国際局長から話があるかもしれないが、よく言われているのは、外準が高水準であるとか、今のところキャピタル・フライトというところまでポジションがどんどん出ていく感じでもないとみている。おつ

しやっているような危機的な状況とは、少し距離があるのではないか。

### 須田委員

今の段階は底かもしれないということで、これがセリング・クライマックスになって上手く抜けられる可能性と、それからもっと悪化するという二つの可能性があると思う。現時点では、リーマン関連の色々な資産、負債を圧縮していく過程をオーダリーに進めるためには、どういう条件が整えば良いか。今まで為替、株などが動いてもオーダリーに進むのか。マーケットが混乱してくると、清算がオーダリーに進んでいくことも難しくなっていくのではないか。

### 中曾金融市場局長

多分一番難しい問題の一つは、デリバティブ巻き戻しが上手くいかである。プレイン・バニラ的なスワップも然ることながら、複雑系のCDSのようなものの取引主体が広範囲に拡大している。今度のリーマンの破綻はチャプター・イレブンの適用例である。多少分かりにくいのは米国のブローカー・ディーラーが一応業務を続けているところであるが、少なくとも親会社による、あるいはそこが保証するCDSないしデリバティブ一般について、明らかなイベント・オブ・デフォルトになる。一つの問題は、これらをクローズ・アウトした場合、上手く差金決済できるかということもある。もう一つは、リーマンの相手方は、クローズ・アウトされた取引をどこかで再構築する必要が出てくる。こういった時に、それが市場にどのような二次的なリパーカッションを及ぼすのかという複数段階の問題があると思う。色々メモが回っていると思うが、クローズ・アウト自体も、どうやって現物あるいは現金決済をするか、どういう価格を用いるか。これは恐らくISDAがプロトコルを作ったうえで、時価を決めて決済するというかなり複雑なプロセスになると思うし、もう一つの問題である再構築をどうやって進めていくか、そういう場合に市場の影響はどうか、というのも、経験したことがない。そういう意味では、目が離せないところ

だと思う。ここは、本当にどうなるかという気持ちがある。つまり、1998年に潰れた長銀も、デリバティブで今申し上げたようなところが怖いものだから、国有化という形を探って取り敢えず業務は続ける、その過程において、デリバティブの債務も全部履行するというアプローチを我々は採った。今回のアプローチは、それと全く違うアプローチである。真正面からイベント・オブ・デフォルトなので、正直申し上げてどういう影響が出てくるのかは分からない。その辺よくみていく必要があると思う。そういう意味では、直ぐに影響が収拾するようなものでもないかと思う。

野田委員

それに関連してであるが、ベア・スタンズの時もそれに対する懸念が強くみられ、クローズアップされた。その点において、今回のリーマンとの違いはあるのか。

中曾金融市場局長

ただ、ベアは吸収されているので。

野田委員

吸収されなければという。

中曾金融市場局長

なければ同じようなリスクが認識されていた。

野田委員

特に大きな差はないのか。

中曾金融市場局長

リーマンの方が、団体が大きい。

野田委員

大きい分だけ、当然、大きくかつ複雑であろうとは言える。その点においては、変わらない状態であると理解して宜しいか。

中曾金融市場局長

然り。

西村副総裁

トライパーティー・レポのところが、一番鬼門である。この前の時はPDCFがなかったので、破綻させてしまった時に何が起こるか、怖かった。今回の場合は、PDCFに加え、しかも担保もかなり広げてほとんどトライパーティー・レポを飲み込んでしまうような形にする。いわばまさにマーケット・メーカー・オブ・ザ・ラスト・リゾートという形でやれるから、多分大丈夫だと。

中曾金融市場局長

トライパーティー・レポについては、今回はPDCFの備えがあるので、そこは彼ら——米国当局——をして踏み切らせる一つの要因になったかもしれない。

白川議長

昨晩から今朝に掛けて、  
その時の評価としては、  
と話をした。

という評価である。そういう意味で、

。それから、今、中曾金融市場局長が説明しているのは主としてクロージング・アウトの話であるが、  
と取り敢えず評価

している。また明日以降分からないが。

### 西村副総裁

デリバティブについては、やってみないと分からぬといふところがある。

### 中曾金融市場局長

GSEについては、CDSでイベント・オブ・デフォルトになった。ただ、これは時価が結構高いので、実損という意味ではあまり影響がない。ただ、今回は本当に時価はないに等しい訳であるから、損失はかなり大きくなる可能性があるという意味で、全然違うと思う。

### 白川議長

先程、須田委員が聞かれたアジアの新興国の為替の動きとも関連するが、今、円キャリーとそれからドルキャリーの巻き戻しが起きている。キャリーが起こるかどうかは、これまでの整理であると、一つは金利差、もう一つは為替レートのボラティリティに関する予想、それから敢えて言えば、ポジションを作る投資家の体力に分解できると思う。今回の場合、主として二つ目の為替の予想ボラティリティと三つ目の体力、特に体力について不安があるから、ポジションは全部クローズしようとしていると理解すれば宜しいか。

### 中曾金融市場局長

リスクテイク余力あるいは体力が随分減ってきてるので、おっしゃったような高ボラティリティの状況の中では投資家はリスクを背負いきれない。従って、一回アンワインドしておこうということだと思う。円とドルの多少の違いは、円の場合はマージン・トレーダーがいわゆる高金利通貨を対象としていたケースが多いが、ドルキャリーの対象は恐らくコモとかエマ株などではなかったか。今、コモなどが下がってドルが上がるという

動きは、これを示唆しているのではないかと思っている。

白川議長

あと一点。次の積み期の調節が難しくなる要因として、次世代RTGSの開始をおっしゃった。今の段階で金融機関がどういう金繰りをするのかについて、細かな話を聞ける訳ではないだろうが、今どのような感じで彼らは言っているか。

中曾金融市場局長

我々が金融機構局から聞いているのは、メガは元々RTGSのためにそれ程積まなくても良いはずなので、メガはそんなに積まないかもしれない。ただ、もしかしたら地銀などが多少厚めにしてくるかもしれない。いずれにしても、これが迫ってきてからよく聞いてみたいということだったと思う。

野田委員

これから暫く潤沢に出すことの調整か。

中曾金融市場局長

然り。

須田委員

先程、　　が資金を出す時、　　を増やしているかもしれないという話があった。その場合、　　に出している可能性はあるか。

中曾金融市場局長

今日以降どうなるかは分らないが、従来、　　は　　に対して　　であると聞いている。ただ、今日以降どうなるかは、まだ分からない。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、国際局から報告をお願いする。

沼波国際局長

今日お配りした資料－3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。まず、図表1、米国の計表である。個別の指標をみる前に概観を申し上げると、米国経済が停滞を続けているという判断に今月も変更はない。第2四半期の実質GDPは上方改訂され、第1四半期に比べてさらに伸びを高めたが、先行きをみると住宅市場の不振持続に加え、所得税減税効果の剥落、雇用情勢の悪化、最近のマーケットの混乱拡大を受けた金融環境の一段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なお残っていることから、当面停滞色がさらに強まる展開になる可能性が高いと判断している。なお、米国の金融政策については、今、金融市場局長から説明があったように、フェデラルファンド先物市場をみると、明日のFOMCでの25bpの利下げが6割方織り込まれている。市場関係者の個別の見方をみると、据え置きという人から50bpというかなり大幅な利下げを見込む人も少数ながらいるので、据え置き、25bp利下げ、50bp利下げという三つに見方が分かれている状況である。それでは、個別の指標の説明をさせて頂く。まず、1. 実質GDPの第2四半期は事前推計値の+1.9%から+3.3%に上方改訂されたことは既にご承知のとおりである。2. 実質可処分所得の7月は、所得減税の還付額の減少、それからエネルギー・食料品価格の上昇から2か月連続で減少し、3. 実質個人消費も同じく2か月連続で減少している。それから、先週末に出た5. 小売売上の8月は前月比-0.2%で、今年の2月以来の前月比マイナスとなって、減税効果が落

ちた後の消費の基調の弱さを示しているとみられる。それから、6. 自動車販売である。8月の自動車販売は9か月振りに増加に転じているが、これは一部の米系自動車メーカーが自社従業員向けの値引きを一般顧客にも拡大するという販売促進策をやっていて、その効果が出てきているのが主因ではないかとみている。それから、7. 消費者コンフィデンスの8月はガソリン価格の下落などから2か月連続で上昇しているが、歴史的にみると引き続き低い水準にあるということに変わりはない。次に住宅市場である。ここには載っていないが、住宅販売の数字はこのところ減少傾向に歯止めが掛かってきている兆しもみられないことはないが、住宅着工の減少、それから高水準の住宅在庫、住宅価格の下落が続いている状況に変化はみられない。8. 住宅着工件数は、6月がニューヨーク市の7月1日からの建設条令変更の前の駆け込みで増えたという要因の反動もあって、7月は逆に減少している。それから、住宅在庫率は数字が載っていないが、なお高水準であって、7月現在の新築でいうと10.1か月分、中古10.6か月分と、引き続き2桁か月分の在庫が積み上がっている。この間、9. OFHEOの住宅指数の6月は、前月比では3か月連続で下落した後、横這い、前年比の下落幅-4.8%もこの指数で見る限り横這いになっているが、ここには載っていないケース・シラー価格指数の10大都市の6月をみると、前月比の下落-0.6%、前年比では、5月の-16.9%から6月の-17.0%と、僅かではあるが、下落幅が拡大している。ケース・シラー価格指数をみると下落傾向は変わっていない状況である。それから、12. ISM指数の8月は、製造業、非製造業ともに改善、悪化の分岐点である50近辺で引き続き推移している。それから、13. 鉱工業生産の8月は、自動車の減産などから前月比-1.1%で大幅な減少となっている。15. 非農業部門雇用者数の8月は-8.4万人で、8か月連続の前月比減少になった。14. 失業率は2か月連続の上昇となり、上昇幅も拡大してきている。また、8月の6.1%というレベルは2003年9月の6.1%以来であるので、約5年振りの高水準になって、雇用マーケットの悪化が加速してきたとみえる。米国は以上である。

図表 2-1、欧洲である。欧洲経済全体の評価は、前月に続いて 2 か月連続で若干引き下げていて、前月は「減速傾向がやや強まっている」という表現をしたが、今月は「減速傾向が強まっている」。「やや強まっている」から、「強まっている」と判断を変更している。輸出が減速し、それから個人消費もこれまでのエネルギー・食料品価格上昇の影響、あるいは景気・雇用面の先行き不透明感などを受けて、横這いというよりはむしろ減少に転じているというデータが出ていることが、今回の判断引き下げの変更の理由である。ご承知のとおり、金融政策について、E C B は 9 月 4 日の政策理事会で政策金利を 4.25% で据え置いているが、トリシェ総裁は記者会見で、一つの選択肢——すなわち金利据え置き——しか議論されなかつた、金利引き下げの議論はなかつたことを示唆する発言をしている。市場でも当面の E C B の政策金利据え置きを見通す先が依然大勢となっている。それでは、個別の指標をみていく。1. ユーロエリアの実質 G D P の第 2 四半期は前期比年率 -0.8%。内訳が今回公表されており、これをみると、ここには載せていないが、個人消費は第 1、第 2 と 2 四半期連続で減少しているほか、輸出も高めの伸びとなつた前期からはマイナスになっている。各国別にみると、ドイツの第 2 四半期の実質 G D P は全体で -2.0% であるが、内訳をみると個人消費は 3 期連続、前期比マイナスである。それから、フランス、スペインの第 2 四半期の実質 G D P でも個人消費が減速しているなど、輸出の減速に加えて個人消費の減速、減少が第 2 四半期の数字をみるとはっきりしてきている。9 月 4 日に公表された E C B スタッフによる実質 G D P の見通しは、2008 年、2009 年とも 6 月時点の見通しから下方修正されている。2008 年は 6 月の +1.8% から 9 月には +1.4% に引き下げ、2009 年は 6 月時点の +1.5% から +1.2% と、いずれも見通しを引き下げている。2. 域外輸出である。第 1 四半期の前期比 +3.5% から第 2 四半期均してみると +0.5% で、減速している。地域別でみると、米国向けが減少している。先行指標の一つである 3. ドイツの海外受注である。7 月まで 4 か月連続で減少している。4. ドイツの国内投資財受注の 7 月は 3 か月連続で前月比マイナスである。ここに載っていない

が、ドイツの建設受注も4~6月は前期比-7.7%で大幅に減少しており、いずれも先行きの設備投資の減速持続を示唆しているとみられる。消費関連である。6. 小売売上数量の7月は2か月連続で前月比減少した。8. 消費者コンフィデンスの8月も-19で、引き続き低水準で推移している。9. 鉱工業生産の7月は、6月が下方改訂されたので、3か月連続——5、6、7月——の前月比マイナスという結果になった。ここに載せていないが、国別にみるとドイツの7月の鉱工業生産は前年比-0.5%で、前年比でみると2003年9月以来の前年比マイナスを記録している。10. PMIの8月は製造業、サービス業ともに改善、悪化の分岐点である50を3か月連続で下回っている。12. 消費者物価の8月の前年比上昇率は+3.8%、前月の+4%比小幅低下した。一方、コアベースの上昇率は3か月連続で+2.5%になっている。なお、ドイツ最大の労働組合であるIGメタルは9月8日に今年の賃上げの要求の当初案を+7%から+8%とすると発表している。因みに、同じIGメタルは+6.5%を要求し実際は4.1%で妥結したというのが去年の実績であった。続いて、図表2-2、英国である。住宅市場の大幅な調整やエネルギー・食料品高の影響から減速が続いている状況に変わりはない。BOEは9月4日の金融政策委員会で5%の金利据え置きを決定したが、その後の金利先物市場ではリーマンの破綻等による市場の混乱を受けてBOEの利下げ観測が急速に強まっている状況である。個別の指標である。1. 実質GDPの4~6月は前期比年率+0.2%で速報の+0.8%から大幅に下方改訂された。内訳でみると、個人消費が2005年第2四半期以来の減少となったほか、総固定資本形成も大幅に減少している。2. 小売売上数量の7月は6月に大幅に減少した後、小幅の増加にとどまっている。3. 消費者コンフィデンスの8月は、引き続き-36という低水準で推移している。それから、ここに載せていないが、7月の住宅ローン承認件数は前年比ベースで6月が-69.3%、7月は-71.5%で、5か月連続のマイナスで、この統計開始以来最大の減少幅を更新し続けている。それから、7. 住宅価格の8月は-10.5%。これで10か月連続で前年比低下率を拡大していて、-10.5%という前年比の数字はこの統計開始以来最大の

下落幅である。なお、政策面では、英国政府は、9月2日に住宅取得にかかる印紙税徴収の1年間の免除と、財政支出額合計10億ポンドの住宅支援パッケージ——内訳は、5年間無利子の協調融資による新規住宅取得支援など、担保差押えのリスクに直面した住宅保有者向け支援等々である——を9月2日に発表している。

次に、図表3-1、アジアである。アジア経済については、中国は総じて高成長が続いている一方、インド経済は高めの成長ながらもこのところ減速している。N I E s、A S E A Nについては、今月判断を引き下げていて、前月の「緩やかな景気拡大が続いている」という表現から、「景気の増勢が鈍化している」という評価に引き下げている。これまでのエネルギー・食料品価格上昇による個人消費の減速が明確になってきていることが変更の理由である。一方、物価面は、国際商品市況は足許反落しているが、これまでのエネルギー・食料品価格の大幅上昇からアジアのインフレ率はなお高水準が続いているということである。それから金融市場をみると、株価については、先程、金融市場局の説明にもあったように、米国株につられる動きの中で、景気への懸念から多くの国で下落し、今週に入つてからも下落が続いている。この間、特に中国では引き続き市場の需給悪化懸念、あるいは大型の経済対策が実施されないことに対する失望感から株価の下落が目立っている。通貨についても、ドル買い戻しの流れの中で下落している先が多く、週明け後はリスク回避という動きからさらに下落が続いている。国別にみると、特に韓国で経常赤字あるいは資金流入継続への不安を背景に大きく下落している。なお、アジアの多くの国では、自国通貨買い支えのための介入が断続的に行われているようである。金融政策面をみると、高水準のインフレを背景に利上げを継続する先が引き続きみられる。一方、景気の急減速を背景に、オーストラリアが2001年12月以来約7年振りの利下げを実施、またニュージーランドも2か月連続の利下げに踏み切った。それから、また北京事務所電でご案内のとおり、昨日、中国が貸出基準金利及び預金準備率の引き下げを公表している。個別の計数である。まず、図表3-1、1.中国である。中国の8月分の指標のうち、3.

小売売上は前年比+23.2%、4. 固定資産投資の当期は前年比+28.0%と、いずれも堅調に増加している。一方、2. 工業生産は前年比+12.8%、それから 5. 輸出の前年比+21.1%は、伸びが前月に比べて低下しているが、これは夏場の電力不足あるいは北京オリンピック開催に伴う生産あるいは物流の制限の影響も出ているのではないかと現時点ではみている。それから、7. のCPIは前年の食料品価格上昇の裏が出て、7月の+6.3%から8月は+4.9%と低下している。他方、ここには載せていないが、8月の生産者物価は前年比+10.1%で、先月7月の+10.0%を僅かに上回り、現行基準でこの統計を 1996 年から取り始めて以来、最も高い伸び率になっている。こうした中で、中国人民銀行は昨日 15 日に貸出基準金利引き下げ——1年物で言うと、7.47%から 7.20%へ−0.27%ポイントの引き下げ——、それから大手行以外に係る預金準備率の引き下げ——これは地域によって違うが、大半の地域が 17.5%から 16.5%へ 1%の引き下げ——を公表している。貸出基準金利の引き下げという意味で言うと 2002 年 2 月以来、預金準備率の引き下げで言うと 1999 年 11 月以来、初めての引き下げになる。公表文をみると、「現在の経済運営において存在する突出した問題を解決するため」という表現になっているが、何が突出しているのかはどこにも触れられていないので、推測するしかない。最近の色々な観測、議論を聞いてみると、沿岸部の中小・零細輸出企業の倒産が増加していることなどに配慮して、インフレから景気に政策の軸足をやや移したことではないかとみられる。それから、インド経済である。図表 3-1、2. であるが、1. GDP の第 2 四半期が公表されて、第 1 四半期の+8.8%から第 2 四半期前年比+7.9%で減速している姿が確認された。これまでの金融引締めやインフレに伴う内需の減速が主因である。ただし、レベルとしては依然高めの成長であることに変わりはない。図表 3-2 である。NIES、ASEAN では、第 2 四半期のGDPが出揃って、多くの国で成長の減速が確認された。内訳をみると輸出の減速に加えて、インフレに伴う個人消費の減速が明らかになっているのが第 2 四半期の特徴である。物価については、これまでのエネルギー・食料品価格の影響で、CPI の

前年比上昇率は多少下がっているところも多いが、なお水準としては高いということである。

以上、総合すると、前回会合以降の世界経済は減速傾向をさらに強めている。一方で、物価をみると、既往のエネルギー・食料品価格上昇の影響で、エマージング諸国を中心にインフレ率は足許やや低下しているとはいえ、なお高水準を続けている。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に加え、再び緊張を高めている金融市場を背景とする金融環境の一段の悪化などから、リスクは引き続きダウンサイドにあり、各国のリスクがさらに高まっている状況だと言える。一方、インフレについては、足許の商品市況の反落は好材料であるが、これまでのエマージング諸国の引締めの遅れ、あるいはユーロエリアの今後の賃金動向といった点を中心に、なおアップサイドにリスクがあると判断している。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

韓国情勢の悪化。

沼波国際局長

何について何時と比べるかによる。例えば、今、韓国について懸念が多少言われているが、例えばかつてのアジア通貨危機の頃は外貨準備は300億ドルを切っていた。今はと言うと2,000数百億ドルある。かつてで言えば、輸入の2か月分もなかつたものが、輸入でいうと8か月以上あるということである。対米国債スプレッドをみると、当時は一番高い時で1,000bp位開いていたが、今はせいぜい200bpである。最近、韓国で為替、株が売られているのは事実であるが、あの危機の頃と比べると、相当体力にバッファーがあると感じられる。ついでに、戦争の関係で問題になっているの

がロシアである。これもロシア通貨危機、1998年の時は、外貨準備が200億ドルもなかった——100数十億ドル——が、今、6,000億ドルになろうとしている。これも全然体力が違うことは明らかであろうと思う。韓国について、9月危機などと言われて、外国人投資家が韓国の国債のロール・オーバーに応じないのではないかという話があつたり、あるいはGSE債に相当外準を注ぎ込んでいるような話もあつたりしたが、韓国銀行に聞くと、ロール・オーバー自体は9月第1週に集中していて、これは無事に終わっており、9月危機は起きていないという説明である。EMEAPの中銀でマーケットをみている人達でテレフォン・コンファレンスがある。今日もこういう状況であるので開催したが、皆、何か慌てているという雰囲気は全くなく、株が落ち着いて欲しいという位の人はいたが、今はこのようなものだろうという想定の範囲にとどまっていたということで、特にパニックになっている雰囲気は全くなかつたと、参加していた国際局の人々は言っていた。そういう状況で今のところは推移していると、取り敢えず判断している。

### 須田委員

今回、GSEに公的資金が入ってくることに伴う住宅ローンに対する影響はどうか。プラスの影響があるのではないか。ここにきて、リーマンの破綻に関心が高まっているが、GSEに公的資金が入ったことによって、住宅問題が解決の方向にいくのか、あるいは、ただ単に下振れ、悪化を抑えるだけなのか。見方としてはどうご覧になっているか。

### 沼波国際局長

それなりせば、やはり住宅を巡る環境がさらに悪化したのは間違いないことである。あれがあったおかげで、GSEが当面なおモーゲージ・バックト・セキュリティを買う余力が増し、かつ財務省が直接それを買い入れる措置も加わったので、あれがなかった時に比べれば、明らかにモーゲージの金利を引き下げる方向に働くのは間違いないことである。あれがな

かった時期に比べれば、住宅取得者にとっては当然プラスの効果から出ているのは非常に明白だと思う。ただ、誰しも思うことは、それで住宅価格の底打ちの時期はどれだけ早くなるのかと言わると、誰も例えれば今年の末にと身を乗り出す人はいないのは事実である。そういう意味で言うと、それ程大きな効果はなかったという言い方もできるが、あれがなかつたらもっとひどいことになっていたという言い方もできるので、それは後者と評価するのが良いのではないかと思っている。

野田委員

ローン金利は少し下がったのだな。

沼波国際局長

ローン金利は下がっている。

野田委員

一瞬の効果があった。今後またどうなるか、少し不安だが。取り敢えずは。

沼波国際局長

取り敢えずあの効果で下がったというのは、おっしゃるとおりである。

亀崎委員

日本経済の成長をこれまで支えてきた大きな要因の一つは、輸出であった。輸出の仕向け先別をみると、アメリカはずっと減速が続くだろうし、それからEUは減速が始まったばかりである。インドは0.9%位しかない。影響が大きいのは中国の15%、それからASEAN、NIESの33%、ここで約5割近くある。中国については、輸出がここにきて急に減速することは考えにくいが、先程のお話ではASEAN、NIESで軒並み成長の減速がみられるという。このところは日本からの輸出の3割を占めて

いるから、ここが頼みであるが、この先、どう伸びていくのか。今後の見通しについてもう少し見解を。

### 沼波国際局長

月初の海外経済の展望で申し上げたように、今、アジア、N I E s、A S E A Nについては、アメリカを起点とする世界経済減速の影響プラス物価上昇の影響という二重の影響がじわじわじわじわ出てきて、今月も判断を引き下げた。この状況はもう少し続くと思う。そこから後について、一つはエネルギー・食料品価格上昇の効果が一巡すると、主要国経済の回復について、N I E s、A S E A Nも回復するという極く当たり前と言えば当たり前の展望をおいている。エネルギー・食料品価格反落の影響は、世界全体がそうであるので、いずれN I E s、A S E A Nにも出てくる。その条件は引き続き維持されていると思う。前回の展望と比べると、直近のマーケットの情報では先進国の米国を起点にした回復のプロセスが前の想定より遅れる蓋然性が高くなっているということになると、そこから少しタイムラグをおいて生じるN I E s、A S E A Nの緩やかな回復がそれだけ遅れてしまうという蓋然性が高まった。前回の展望は僅か2、3週間前であるが、その時に比べて高まったと判断せざるを得ないと思う。

### 野田委員

遅ればせながら引締めが進んできている。この成長抑制効果はみなければならないということだな。

### 沼波国際局長

然り。ただ、前回会合以降で引締めをまたやったのは、タイ、フィリピン、インドネシア、ラ米あとブラジルである。先程申し上げたオーストラリア、ニュージーランド、中国も引き下げているから、引締めの最終局面にあると思う。

須田委員

マインドという意味では、ミシガン大学の消費者景況感指数が結構良かった。

沼波国際局長

然り。

須田委員

ガソリン価格が下がることは、マインドにはプラスの影響が結構ビビッドに出るということ。

沼波国際局長

ただ、その後、このマーケットの混乱が発生したので、それがどれだけコンフィデンスに効くのか。ガソリン価格の低下の方が一般庶民に効くような気はする。ただ、目先の改善は、おっしゃるとおり、ガソリン価格低下の影響が極めて大きい。

中村委員

アメリカ経済はこれまで悪い悪いと言われながら、消費などみていると底堅いというか、大幅に悪化した状態でもなかった。もっとも、足許、失業率や小売売上高、鉱工業生産、自動車販売の数字をみると、いよいよ景気の悪さが色々なところに出てきているかと思う。ここにきて、リーマンの問題が出たが、これは心理的に大きく影響するのか。どんな形でアメリカの消費に影響が出てくるのか。

沼波国際局長

心理的な影響はおっしゃるとおりである。それから、前から言われている金融機関の融資態度の引締めがモーゲージから商業用不動産、消費者ローン、クレジットカードに及んでいる。例えばクレジットカードをなか

なか手に入れられなくなる、あるいはクレジット・ラインを引き下げられてあまり使えなくなってしまうなどといった状況が続いてきた。今回の一件によって、さらにタイト化が進む、あるいはタイト化が終わる時期が遠のく、あるいはなかなか緩和しないという方向に一段と金融環境を押していくことが、個人消費の頭をじわじわ抑えていく方向に働くとみざるを得ないと思う。

#### 西村副総裁

アジアの金融に関して追加でお聞きしたい。アジアが強いもう一つの理由として、インフラ整備が相当出ている。これに関して、何か変化が起こっている状況はないのか。

#### 沼波国際局長

それはない。中国の話に戻ると、何が理由か今一つ判然としない引き下げである。中国の中でみていると、少なくとも中国人民銀行の周行長は、ほんのつい最近まで、インフレが盛り返すことが心配だ、過熱を抑えることが大事だと繰り返されていた。そう思っている人民銀行を中心とする人達と、景気は減速し始めているし、現に中小企業は輸出ができなくて、こんなに倒産が増えて困っているではないか、十分お金が回っていないので、ここは一段緩めるべきだという人達の論争がずっと続いている、どうやら人民銀行の旗色が悪いらしいという話はあちらこちらで聞こえてきた。それが現実となって押し切られてしまった。マーケットの混乱時というタイミングとしては上手いところをピックアップしたかという気もするが。という経緯の中で多分決まった政策変更であると思う。それで、どうして中小企業を意識していると思うのかと言うと、例えば今回の準備率の引き下げは、大手銀行は除いて、いわゆる大手以外の銀行の準備率だけを引き下げる。というのは、中小銀行が中小企業に一杯融資をしている——本當かなという気もするが——という前提でやっているのだろうと思う。また、前回8月であるか、いわゆる貸出増加額を緩和した時も、地方に拠点が多

い銀行の方が貸出額を沢山増加することを認めた。というのも、地方にある銀行が中小企業に沢山貸しているという前提であろうと思う。そういうふうに、中小企業にお金が流れるようになれるようという部分的な修正をしながらやっている。そういう細かい施策の違いとなって現われているのではないかという気がする。そういう意味でいうと、輸出企業を中心とする中小・零細企業の業況について意識した政策が引き続き採られる可能性が、今回の措置によって、多分に高まったということではないか、と推測している。

### 水野委員

今の説明の延長で質問させてもらう。中国を分かりやすい国として例にとってインフレ抑制と景気の下支えどちらを今優先すべきかというと、本当は、インフレ抑制ではないかという気持ちがある。アジアの国々は今のところインフレを抑制できており、このままでいけば、来年以降、安心感が出てきて、マーケットの戻りは早くなると思う。従って、中国のような国が増えてくると、良くないと思っている。中国に戻るが、今回の措置は単独のものなのか、あるいは今後も続く連続的な利下げになるのか。その点はどのようにお考えか。

### 沼波国際局長

一つは、足許の表面のCPIが下がったりする。これは、先程も申し上げたように、去年の裏である。去年の動きをみていると、ここから先はそんなに裏は出てこないから、多分ここからそんなに下がりはしない。

### 水野委員

後半は、そうであるな。

### 沼波国際局長

だから、ひょっとしたら上がるかもしれない位である。CPIの上昇率

で言うと、今、当面のうち最も低いところと思うので、そういう意味で言うとさらに緩和するというインセンティブは働きにくいのかもしれない。ただ、ここから先は輸出企業の悲鳴とか政治的な影響力がどれ位強いのかというところに掛かってくる。また、先程申し上げたように、足許オリンピックのせいかもしれない数字の伸びの落ちがある。あれが本当にそしたらもう少し続くはずであるから、それをみると減速だという声がもっと強くなるのかもしれない。そこがなかなか読みにくいところだ。物価については、少なくともさらにトントントンと下がっていく状況ではないと、皆、認めている。

#### 野田委員

マスコミの報道、特に日本の報道などをみると相当悪いことが書いてあって、かなりバイアスが掛かっているという感じで読んできた。ここにきて、なお分かりにくくなつたというのが正直なところである。

#### 沼波国際局長

私共の北京事務所の報告をみていると、現地にいる人は、悪い話ばかりが日本のマスコミに流れるというバイアスがあるのでないかとみている。多分そこは変わっていないと思う。

#### 中村委員

8月の消費財小売売上総額はそんなに悪くない。一方、自動車の販売が前年比マイナスで、非常にまだら模様というか…。

#### 沼波国際局長

自動車の個人消費に占めるウエイトが、アメリカとは全然違う。あるいは、株価は相当下がってしまい、本来車を買うような人達が損をしたので、買えなくなった。従って、自動車売上の1か月のみの数字であるが、さらにバイアスが掛かっているかという気もする。あれをどこまで取り上げて

良いか。正直言って、過大に取り上げ過ぎているのかという気はする。

西村副総裁

消費財小売売上高の総額が、恐ろしく安定している。色々調べてみると、中国も一応生産面と支出面と両方からデータを作っている。基本的には、GDP統計を作る場合、生産面からのデータでコントロール・トータルを作つて、それを投資と消費に分けていく形になっているらしく、やはり変な動きをする。以前は在庫投資の数字が妙な動きをした。それを指摘する人が増えたら、そこはきれいになって、今度は消費の数字ががたがたになつた。そういうことが幾つかある。だから、もしアウトプットを信用すると、中身の分割はあまり信用できないという感覚を皆、持つているようである。特にアメリカのチャイナ・ウォッチャー達は持つている。ただ、生産面から作成しているとすると、これはまた厳しい問題が残る。国有企业が多いから、昔のロシアと同じで大本営発表みたいな生産のレポートингをしている可能性がある。そうするとこの数字は本当かという感じがあつて、極めて難しい。読み方が難しい。最近特にひどくなつているのは、輸出と輸入であると言われている。中国の数字をみるのはなかなか難しい。

水野委員

GDPは速報段階で第1次と第2次、第3次と産業別には出るが、需要項目は出ない。

沼波国際局長

出ない。

水野委員

それ位のものとして、単月でみない方が良いという感じか。

沼波国際局長

おっしゃるとおりである。

白川議長

他にあるか。それでは、一旦休憩して3時35分に再開する。

(15時25分中断、15時35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、最初に本日配付している資料-4（追加図表）で、GDPと設備投資関連の図表について、説明する。図表1を開いて頂く。4~6月のGDPの2次速報値である。(2)の表のシャドーの部分。前期比-0.7%で、1次QEの-0.6%から小幅の下方修正である。寄与度の内訳をみて頂くと、民間企業設備すなわち設備投資が、後程申し上げる法人企業統計が反映されたことを主因に、-0.0%から-0.1%へと下方修正になっている。もう一つ、純輸出もサービス輸出入の6月のデータが追加されたことによって、0.0%から-0.1%へ下方修正になっている。図表2、(1)である。GDPデフレーターの前年比は、1次QEの-1.6%から今回-1.5%へと若干上方修正であるが、交易条件の大幅な悪化に基本的に変わりはない。(3)のマクロの所得形成である。プラスに出ている点々の部分が、実質GDPの前年比である。このように前年比でみると、1次QEの+1.0%から、このグラフでは+0.7%まで0.3%ポイント下方修正になっている。

これは前年の遡及改訂とか四捨五入の影響もあるためである。その結果、実質G D I（太実線）は1次Q Eの前年比-0.9%から今回-1.2%まで下方修正になっている。以上の2次Q Eを踏まえた今後の2008年度の見通しであるが、7~9月以降潜在成長率並みの前期比+0.4%のペースで成長を続けて、年度の仕上がりが漸く+0.8%という計算になる。潜在成長率を幾分下回る毎期+0.3%であると、年度が+0.6%である。因みに、民間の2008年度見通しであるが、1次Q E後は大体+0.7~+0.8%という感じであったが、それが今回の2次Q E等を受けて+0.5~+0.6%位にシフトダウンしてきていると見受けられる。G D Pは以上である。

次に図表13である。<先行指標等>の機械受注にシャドーが付いている。ここで設備投資関連の指標を纏めて説明する。先行指標は後回しにして、まず一致指標の資本財総供給をご覧頂くと、輸送機械を含むか、除くかにかかわらず、1~3月、4~6月、そして7月の4~6月対比と連続マイナスである。7月の4~6月対比は単月であるから振れもあるかもしれないが、差し当たり、ここまでそれなりに大きなマイナスが続いている状況である。半導体製造装置の減少が寄与としては大きいけれども、それだけでなく建設機械、金型、他にも様々な資本財でかなり幅広く減少している。それから、<法人企業統計・設備投資>の設備投資である。4~6月の前期比は-6.1%である。このうち、非製造業が-10.5%と大きく落ちている。4~6月はサンプルの変更があるので、毎年統計が非連続であるが、今回はそれに加えてリース会計変更の影響が強く出ている。つまり、今年度からリース会社は、リース債権を有形固定資産ではなくて、流動資産に計上しているので、そういうたった單なる計数上の振替がこの統計では設備投資のマイナスと捉えられてしまっている。因みに、そういう問題が起っているリース業等を除くと、設備投資全体の前期比-6.1%は-1.4%までマイナス幅が縮小する。冒頭説明した2次Q Eの設備投資については、単純に除くリース等ではないが、リース取扱高などの別の統計からの情報も得ながら最大限可能な調整を行っている模様である。我々の手許では、そういう調整の結果として、リース業を除いた位の先程の-1.4%という

数字に近い状態が反映されていると計算される。いずれにしても、<法人企業統計・設備投資>の設備投資は、表面計数程ではないにせよ、4~6月は恐らくマイナス、それから先程の資本財総供給も7月までマイナスが続いているから、設備投資の基調判断は先々月までは「増勢鈍化」と言っていたのを先月「横這い」にしたばかりだが、今月はさらに下げて「幾分減少」という位に考えておくのが妥当かと思う。一方、先行指標はそれなりに底堅いとも言える。この<先行指標等>の表では少し分かりにくいので、図表16のグラフでご覧頂ければと思う。(1) 機械受注は一番右端の7月は落ちているが、それまで4四半期連続で緩やかに増加した後であるので、横這い圏内という評価で良いかと思う。(2) の建築着工についても、建築基準法改正前のレベルには戻らないが、さらに落ちている訳でもない。この右端の7月の増加は薄型ディスプレイ関連の大型着工があったので、多少割引いてみる必要があるが、やはり横這い圏内という評価になろうかと思う。こうした先行指標からみる限り、設備投資の先行きを過度に悲観的にみなくとも良いように一応思われる。しかし、海外経済を中心とする外部環境は良くない。例えば、市況下落に悩むメモリー関連では、設備投資を取り止める動きが出ている。それから、自動車でも部品メーカーも含めると、能力増強投資は当面抑制する動きがある。そういうアネクドータルの情報がこれから先行指標にも反映されてくる可能性があるので、当面慎重にみていきたいと思う。10月1日公表の短観の設備投資計画についても、注目したいと思っている。この資料は以上である。

資料-4(参考計表)に移らせて頂く。図表5、図表6で輸出について説明する。輸出の7月については、ご覧のように増加している。前月比で+2.1%、それから4~6月対比では+2.9%の増加である。ただし、図表6のグラフをみれば明らかなように、7月これだけ増えていても、均してみれば頭打ちというイメージの動きになってきてている。増勢鈍化ははっきりしてきていることかと思う。地域別にご覧頂く。図表7、(1)である。米国向けが圧倒的に弱い。4~6月が-6.8%、7月の4~6月対比が-3.9%で、これだけ続けて大きなマイナスが入っているのは米国向けだけである。

しかも、その前と合わせると 4 四半期連続のマイナスになる。米国向けの内訳である。図表 8、(1) にグラフがある。まず足許の減少のペースを確認して頂くと、2001 年の I T バブルの崩壊の頃と比べても結構急ピッチであることが分かる。ただ、中身は大分当時とは違っていて、今回は何と言っても自動車関連（濃い灰色）が大きく落ちている。言うまでもなく、(2) の米国自動車市場の急速な縮小が原因である。(3) に在庫がある。日系メーカー（細線）も全体程ではないが、在庫がはっきり増えてきている。先行きの販売についても、さらに大きくは落ち込まないまでも回復の見通しも立っていないというのが、現時点での自動車メーカーの見方である。このように、米国向けが自動車を中心に惨状を呈する一方で、その他向けである。図表 9 の (1)、4~6 月のところで一旦伸びが止まったが、7 月は高い伸びが復活していて、こちらは自動車関連（濃い灰色）が大きく押し上げに効いている。資本財・部品（薄い灰色）もコンスタントに押し上げに効いている。(2) でその他地域をさらに分解してみると、中東（灰色）、ロシア（点々）、それから中南米（白）と、入れ替わりではあるが、どこも好調と言えると思う。これは、ミクロ情報とも基本的に整合的である。ただし、一方で先程の図表 7 でははっきりしなかったが、ミクロ情報ではここへきて欧州向けが弱くなっているという話が聞かれている。中身も自動車、家電と割と万遍なくという感じであるが、特に目立つのは建設機械が弱くなってきているという話である。どうやら、イギリス、スペインを中心とする住宅市場の調整の深化によって小型ショベルが落ちていることがあるようである。他にも、中国向けも引き続き伸びているが、自動車を中心に徐々に減速してきている。それから、N I E s 向けは I T 関連が大きいが、半導体製造装置が相変わらず低調ということは聞かれている。その背景について、図表 10、(3) で情報関連財の最終財——パソコンとか携帯電話等々——は引き続き増加しているが、伸び率は徐々に鈍ってきてている。少なくとも供給サイドの期待値は伸びていないという事情がある。先月位から申し上げているメモリーの市況あるいは液晶の市況の下落傾向もその後一段とはっきりして

きている。年内の回復は難しいという声が聞かれ始めている状況である。そのことが、韓国、台湾、それから先程申し上げたが、日本自身のメーカーも含めて半導体関連の設備投資の抑制に繋がってきている状況である。このように、輸出は、全体として自動車は元よりそれ以外のかなり幅広い分野に亘って、減速傾向がはっきりとしてきているということかと思う。以上が輸出関連である。設備投資は先程終わっているので、この資料では飛ばして、図表 17 までお進み頂きたい。

図表 17 は先程の法人企業統計の中の企業収益である。<法人季報・売上高経常利益率>で、法人企業統計の企業収益、4~6 月の売上高経常利益率は 3.99% で、これは上昇している。ただ、二つ特殊要因がある。第一に、1~3 月は円高や保有有価証券の評価損で大きく下押しされていたため、4~6 月は円安もあって、その反動が出ている面がある。それから、第二に、今回の法人企業統計はリース会計だけではなく、もう一つ、金融持ち株会社が含まれている、今回からそうである、という非連続もある。それが収益には少なからず影響している。因みに、公表されているデータから金融持ち株会社だけは抜けないが、それが含まれているその他サービス業を除いてみると、4~6 月の 3.99% は 3.70% になる。最初に申し上げた 1~3 月のリバウンドという面は残るが、振れを伴いつつ、企業収益は減少傾向にあるという評価になるかと思う。企業部門は以上である。

次に個人消費にいく。図表 20 の計数を今月はご覧頂く。7 月の個人消費は、猛暑、好天の影響によって、最近の中では最も良かった月である。7~9 月の欄を上から下まで、特に三角カッコ内の前期比に注目して眺めて頂くと、比較的良い数字が並んでいる。まず、消費水準指数が除く住居等のベースで 0.2%、それから家電販売が 5.9% 増加している。これは、オリンピック関連需要もあるが、エアコンの売れ行きが良かったと聞かれている。それから、スーパーも 1.5%、その前の百貨店は 2.3%。百貨店はセールの影響もあるが、好天もプラスに作用しているようである。それから、コンビニは 9.0% である。これはタスボ需要に加えて、飲料、アイスクリーム等の売れ行きも良かったということである。それから、このところ

ずっと低調であった外食も7月は2.3%増えて、どうやら居酒屋でビールを飲む人が増えたということのようである。という訳で、7月は数字は良かったが、全部天候要因であることはかなりはっきりしていて、持続性はないと思う。家計を取り巻くマクロ環境もどちらかと言えば、さらに幾分悪くなっている。実際、8月に関する業界からの話では、特に8月の後半は天候も悪かったので、再び失速ということである。個人消費は、弱めの動きというこれまでどおりの評価で良いかと思う。個人消費は以上である。

次に住宅にいく。図表25へ進んで頂きたい。7月の住宅着工の総戸数は114.4万戸である。改正建築基準法施行前よりも低い水準のまま横這いである。それから、<首都圏新築マンション関連指標——不動産経済研究所調べ——>にマンション販売がある。先程新しい数字、8月分が入って、7月の+3.8%の右側が+4.0%になる。契約率が7月53.5%であったが、8月は70.9%と久方振りに70%を超えた。7、8月合わせると59.9%であるから、基調としては相変わらず販売は低調という評価かと思う。図表26、

(2) に在庫のグラフがある。これは8月を入れても、見掛け上ほとんど変わらない。ということで、在庫の増加にも歯止めが掛かったようにはまだみえない。基本的に販売の地合いも変わらない。住宅はほとんど基調に変化はないので、簡単であるが以上とさせて頂く。

次に鉱工業生産にいく。図表27である。7月の数字は確報でここにある数字から変わっているので、その数字をまず申し上げる。7月の前月比+0.9%は確報で+1.3%へと上方修正になっている。0.4%ポイントの上方修正である。出荷の+1.6%も+1.9%へ上方修正になっている。在庫は-0.2%が-0.1%へと小幅の変更である。この結果、四半期ベースでは、7~9月の生産の+0.4%は+0.7%へ上方修正になる。出荷、在庫は省略する。こういう7月の生産増加には自動車や医薬品が7月は単月の振れで増加したことと、個人消費で夏物というか猛暑で良かつたもの——先程のエアコンやビールなど——の生産が増えているので、いずれも振れないし猛暑効果で持続性はないと考えられる。この8月、9月の予測指数を単純に繋げると、欄外に-0.5%と書いてあるが、今の時点では確報が入って

いるので-0.1%になる。ただし、輸出の減速、設備投資の減少など生産を取り巻く環境や企業のヒアリング等々を踏まえると、7~9月はもう少しはっきりしたマイナスになる。つまり、1~3月とか4~6月とあまり変わらない位のマイナスになる蓋然性が高いと現時点では思っている。四半期ベースの業種別の内訳は、図表28、(2)——少し細かいグラフで恐縮である——で色々な業種が落ちていることがお分かりになるかと思う。輸送機械（縦横の格子縞）で自動車が弱いというイメージはあるが、実際にはご覧のように輸送機械だけが突出して弱い訳ではなくて、全般に色々なものが落ちている。電子部品・デバイス、一般機械、電気機械と色々なものが落ちている。電気機械については、例えば携帯電話が弱いといったことが言われている。それから、このグラフにはまだ入っていない10~12月についても、色々な業種で弱含みが続き、4四半期連続の減少になる可能性が高いというのが現時点でのヒアリング情報による見通しである。先月の段階では、10~12月は下げ止まりかと申し上げたかと思うが、その予想対比では10~12月は少し下振れ気味という感じであって、その下振れの要因は基本的には自動車の内外の需要の不振ということである。その先、1~3月については、まだ分からぬ。下げ止まるという保証はない。差し当たり年内には下げ止まらない可能性が高くなってきていることが、現時点で言えることである。ただし、前月対比で若干のグッド・ニュースは在庫循環である。図表30になる。先月ご覧頂いた第2四半期の白丸に比べると、直近、第3四半期（7月末）の白丸はほぼ45度線まで戻ってくれた。出荷と在庫のバランスそのものは、どうやらなお崩れてはいないとみて良いようである。だからこそ、生産の減少ペースは緩やかなものにとどまっているということかと思う。ただし、個別にみると、(2)の資本財は出荷ー在庫の棒グラフのマイナスが足許大きくなっている。これは、先程申し上げた建設機械が欧州向け輸出の不振等によって在庫が積み上がっていることの影響が大きいようである。(5)の電子部品・デバイスもバランスが悪い状態が続いている。全体についても、今のところ調整圧力はほとんどないが、内外需要の下振れリスクが小

さくない以上、いつ在庫調整圧力が顕在化してもおかしくないぎりぎりのところにいる。そういう緊張感を持って、この後、8月、9月の指標をみていくたいと考えている。生産は以上である。

次に雇用にいく。図表31である。雇用関連も今申し上げた生産の状態とほぼ整合的という意味では、読みやすい数字になっている。すなわち、大きな調整圧力がないので、急速に悪化はしていないが、じわじわ弱くなってきてている状況である。図表32、(1)のグラフが明確かと思うが、有効求人倍率は緩やかな低下傾向を続けているし、失業率は振れを伴いつつも上昇傾向という状況である。図表31の<労働力調査>に戻って、労調の雇用者数の前年比はこのところゼロ近傍で推移しており、直近7月はそういう動きの中でも少し弱めの-0.2%であった。労働力率は59.9%で、このところ低下気味であるのも、恐らく職探しを諦めたいわゆるディスカレッジド・ワーカーが増えてきているということかと思うので、気になる動きである。<毎月勤労統計>の常用労働者数も伸び率は低下傾向にある。前年比でみると、まだ+1.5%あるが、三角カッコ内、前期比、前月比ははつきり弱くなってきていて、足許ゼロ近傍、すなわち横這いに近くなっている。名目賃金については、7月はまだ速報値であるが、前年比は+0.3%である。所定内は+0.6%であるから、最近の中では比較的良好であるが、特別給与がマイナスでこれに足を引っ張られている。雇用者所得については、図表34、(3)のグラフが一番宜しいかと思う。GDPの雇用者報酬に近いのが、細実線の労調ベースである。こちらはご覧のように今にもゼロ線にぶつかりそうなところで低空飛行を続けている。足許4~6月の名目GDPは前年比-0.8%であるから、足許の労働分配率は上昇している。ということは、企業が人件費を抑制したいと思う程度は強まっているということであるから、この先も暫く雇用者所得はプラスを維持できても、僅かなプラスにとどまる可能性が高いと思っている。つまり、実質の所得でみると、物価上昇分だけマイナスに近いということかと思う。雇用関連は以上であって、次に物価にいく。図表36の数字をご覧頂く。日本銀行国際商品指数がある。これが7月から下落になっていて、7月が

−8.1%、8月が−9.0%である。原油を中心にかなり反落している。9月も当然、かなり下落する。ただし、輸入物価は少しタイムラグがあるので、輸入物価の円ベースをご覧頂くと、8月段階でもまだプラスである。ただ、プラスの幅は2.3%とかなり小さくなってきていて、9月になると輸入物価（円ベース）もマイナスになると思う。従って、7~9月の輸入物価（円ベース）+11.0%と入っているが、この+11.0%より7~9月の仕上がりは小さくなる。ただ、それでもやはり1割に近いような上昇は残ると思う。そうすると輸出物価の7~9月の前期比+3.9%に比べてまだかなり大きいので、四半期ベースでみた交易条件は7~9月はまだかなり悪化する。ただ、勿論、その先は原油価格が100ドル位かとみていたが、今日の感じだともう90ドルを切る感じかもしれない。ここで落ち着けば当然10~12月の交易条件は前期比ベースで久方振りに改善する。それでも、この7~9月までの悪化がとても大きいから、仮に90ドルであっても、前年比ではまだ悪化した状態が10~12月、1~3月と続く。従って、瞬間風速としては良くなってくる、企業の感覚としては2008年度下期は一頃心配していた程は悪くはなかった、ということかもしれない。しかし、採算的に楽になった感じはまだ持てないと思っている。

それから、そういう中で国内企業物価である。こちらは、輸入物価に先んじて、8月に−0.2%でマイナスに転化している。これは、石油製品の頭打ちだけではなくて、鉄スクラップがかなり急落していることが国内企業物価には効いている。3か月前比の状況は、グラフをご覧頂く方が良いかと思うので、図表40までお進み頂きたい。（2）のグラフである。3か月前比、7月は+4.2%と、ここがピーク。8月は+2.9%へ鈍化している。この先、石油製品の反落が効いてくるので、+2.9%に続く9月の3か月前比は恐らく+1%台半ば位になる。その後、10月は一気にマイナスになる可能性もある。ということで、3か月前比は足許の変化はかなり速いかとみている。以上がCGPIであって、次にCPIにいく。図表43に進んで頂きたい。CPIは前年比でみている。7月の前年比が+2.4%であった。これは、概ね予想どおりの上がり方である。除く食料・エネルギー

(細実線) も 7 月は +0.2% と徐々に上昇してきている。ただし、それでもほぼゼロ・インフレという範囲であるし、上昇の内容についても外国パック旅行の燃料サーチャージとか、洗剤など、あるいは原材料価格がやはり上がっている住居工事費といったものが中心であるので、コスト要因のものが多い。需給の引き締りや賃金の上昇を背景とした物価上昇圧力は、私がみる限り、観察できない。足許、そういうことであるが、原油価格の下落が大きくなってきたので、先行きの予想は前月までと少し変わっている。8 月は +2.5% 前後で、そこでピークアウトして 9 月から徐々に伸び率が低下していくところまでは前回の予想と同じである。ただ、その後、10 月から年末頃までの伸び率の低下の仕方が、前月までのイメージよりは速くなっていくのではないかと思う。+2% を切るのは早ければ 10 月、最も可能性が高いのが 11 月、遅くとも 12 月には切ると思う。そして、その後、1 月に電気代が上がるが、それを織り込み、かつ 1 月以降も原油は 100 ドルであっても、+2% 台に復帰しない可能性が高いのではないかと思っている。従来、+2% を安定的に切って推移するのは来年 5 月以降と申し上げていたので、原油が再びぐんと上がらない限りは、10~12 月のどこからか +2% 台を安定的に切っていく蓋然性が高まっているということである。そして、若干気が早いが、来年 5 月、6 月辺りは +1% ないし +1% を切っていくという計算になる。今の段階でそこまでフォワード・ルッキングに言うのはどうかと思うが、一応そういう計算になるということである。

以上、今月の纏めである。7 月単月の指標についてみると、輸出、生産、個人消費などが増加していて、取り敢えず小康状態である。前月までの基調判断を変える理由は、特にないと思う。加えて、この 1 か月の変化として、一番大きいのは国際商品市況の続落であって、これは 10~12 月以降の交易条件、物価にとってグッド・ニュースである。ただし、恐らくはグッド・ニュースと表裏をなす形のバッド・ニュースとしては、世界経済の減速が一段と明確になってきている、しかも、本日、国際金融市場の混乱も増しているということである。そういう世界経済の不透明感の強まりが、

ミクロ情報で聞かれる輸出、生産の先行きに対する警戒感に繋がっていると思う。そういった企業の認識が足許の設備投資の弱さにも反映されている可能性がある。従って、景気の現状は小康状態、先行きについては交易条件の改善と世界経済の減速の強まりないし長期化という両方の面がある。それが現時点での評価ということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。

中村委員

消費者物価について。落ち着いてくるということだが、購入頻度の高いものについて言えば、+4%というレベルである。一方、最近言われているのは、プライベート・ブランドとか代替品がかなり出回って、実際消費者が買う時はそんなに上がっていないこと。最近、大手の流通業者などは別途ディスカウント・ストアを作って、2割、3割安いものを売るという動きもある。統計と実態との相違はどれ程か。また、一部の現象なのか。その辺はどうなのか。

門間調査統計局長

これは完全なデータがないものだから明確な議論はできないが、色々、アネクドータルな話を聞くとおっしゃるようなことが起こっていることは事実であって、表面上のCPIとは相当違う可能性はあるかと思っている。同じところで買うにしても、特売日に集中傾向が強まっているとか、それからポイントが付く日に一杯買いにくるとかいうこともある。価格が変わる時に上がったものは買わなくなるという代替効果が起こる。代替効果を捕まえられないという意味では、物価指数は常に上方バイアスを持っていると言われているが、消費者もかなり価格に敏感になっているので、それが起こっている可能性も高いということかと思う。ただ、その程度については、なかなか議論しにくい。

西村副総裁

ただ、それに関して一つ加えると、特売が減っていることも確かである。特に一番典型的な例として挙げられるのは、サプリメントである。サプリメントのウエイトは結構大きいが、サプリメントは随分長いこと理由が分からず変な月にかなり大きく下げていた。しかし、最近下げていないことに注目したい。特売が減っている面から考えれば、価格はその分上がっているとも言える。要するに実際の取引ウエイトでやってみたら上がっている。多分、そのような形で非常にみにくい状況にある。

中村委員

新聞などをみると、インフレ、インフレと言っているが。

西村副総裁

新聞報道は少し。

野田委員

家計調査などの結果、一部の商品だけをみると明らかに。

門間調査統計局長

ある。

野田委員

今ご指摘のようなところが。

門間調査統計局長

家計調査であると、単価しか取れない。単価でみると、確かにあまり上がっていないとかいうことがあるが、問題は同じものを本当に買っているかどうかであって、そこの品質ないし同じものを採った時の価格の変化で

あるから、それがどれ位上手く反映されているかどうかについては不確実性がある。

#### 西村副総裁

半導体市況についてお聞きしたい。図表 39 の半導体市況からみると、そんなに急落しているようにもみえないし、かつ秋葉原価格などをみてもフラットな状態である。半導体市況が悪いというのは、卸のところで相当落ちているということか。ただ、図表 39 は大口需要家渡しであるから、卸である。そこがよく分からぬ。

#### 門間調査統計局長

確かに、色々な指標があるので、何とも言えないが。

#### 西村副総裁

良くないにせよ、過去の急落の時と比べると、良いのか。それとも、NAND 等は急落しているのか。そこは私は分からぬ。

#### 門間調査統計局長

おっしゃったように、ここに出ていない NAND の価格は 7 月以降急落している。例えば 8 ギガビットの NAND フラッシュメモリーであると、7 月の頭は 2.5 ドル位であったが、9 月に入ってからは 1.7 ドル位で、一セントageから言うと大きく下落している。それから、液晶パネルの 17 型は 5、6 月位は 120 ドル位であったが、足許は 80 ドル位で、これも 5 割方下落している。そういうものが全て下落しているという割とユニバーサルにみられる需給の緩みが、今、半導体メーカーにとっては頭が痛い。また、DRAM はものによって多少イメージが違うが、レベルがそもそも低い。レベルが低いというのが業界の感覚である。春位に一旦ボトムに差し掛かって、どうやら一息付けるかと思っていたのに、また下がってしまったという感じが、業界のムードを非常に暗くしている。春のボトムを眺め

て設備投資しようかと思っていたが、これではできないという感じが強まっているのが、足許の状況かと思う。

#### 西村副総裁

見通しをみる時に、DRAMでみるのがまずくなってきたということがあるか。やはり、NANDとかシステムLSIをみなければいけないとか。

#### 門間調査統計局長

然り。それと、本当に多品種化してきているので、正直に言ってどの指標をみれば分かるというものでもない部分もあって、やはり業界の人の声——苦しいのか、苦しくないのか——を虚心坦懐に聞くというのを交えていかないと、なかなか判断が難しいかという感じはしている。

#### 野田委員

DRAMなどは、単品というよりはモジュールとかセットで言うと、結構下がっているというアネクドータルな話も聞くな。

#### 門間調査統計局長

然り。今、日本のメーカーが作っているのは、そういうものが主体である。

#### 須田委員

虚心坦懐に聞くということで、設備投資の先行きについて、どうみれば良いか。要するに、先行き不透明であるから今止めるのか、あるいは将来を見通しながらやるのか。電機については収益の影響をリアルタイムに受けるという話であったから、そういう動きが出るかもしれない。その他の部分に関しては、どうみておけば良いか。不透明感がなくなれば、出てくると思って良いか。それとも、もっと厳しくみているのか。

## 門間調査統計局長

不透明感がなくなれば出てくると思っておいて良いと思う。基本的には、新興国を中心に世界の中期的な成長率はそう屈折してはいないという見方が底流にある。かつ省エネ、省資源タイプの投資も増えてくる。それから、特に自動車は次世代のハイブリッドへの投資もしていくということであるから、そういった世界経済の基本的な強さ及び相対価格の変化への対応といった投資は根強くあると思う。ただ、電機は何と言っても足許の需要を捉えるかどうかが勝負なので、それがないままに設備投資してしまうと過大になってしまうという面が常にあるし、しかも、これだけ市況の低迷が長引いてくると、各社とも収益が悪化している。NANDフラッシュを作っているところも、それからDRAMを作っているところも収益が悪化していて、キャッシュ・フロー自体がかなりきつきつになっている。人々、財務状況があまり良くない会社が多いから、ここで借金をさらに背負い込んで投資する感じにはならない。リスクが大きい状況になっているようだ。それから、自動車については、次世代ハイブリッド等の先行きを見通した投資は収益が多少減益になろうともやっていくことはかなり明確であるが、同時に内外の自動車市場の急速な縮小は想定外の速さである。それに対応して、当面、減産姿勢が強まっていくから、どうしても暫くはアイドルになってしまふ。期間工などもいらなくなってしまう状況であるから、部品メーカーも発注が減ってくる。従って、部品メーカーまで含めた能増投資は暫く抑制していく感じが強いかと思っている。自動車については、2009年も含めて需要の下方修正がメーカーによって起こってきてるから、どんどん悪くなっていく感じではないにしても、1、2年位のタームでもって盛り上がりにくいということが起きてくる可能性があると思っている。

## 水野委員

図表32、(3)、雇用の話である。先程、生産の話をして頂いた時に、万遍なく生産が落ちてきているということであったが雇用も同様か。歴史の

浅い統計であるが、民間求人広告掲載件数もかなり落ちてきているし、新規求人数も有効求人倍率もかなり長い期間に亘って、だらだらであるが、落ちてきている。いずれも生産同様、特にどこの業種がという感じがない。データがあまりなく、詳しくみていないが、雇用も、暫くは弱い動きが続き、生産が回復すれば、また自然に増えてくる位の感じでみていて良いか。

#### 門間調査統計局長

然り。ただ、雇用は製造業だけではなくて、非製造業もあって、不動産、建設、小売、サービス、その辺りも全部、今、あまり強くない。従って、輸出が多少回復すれば、製造業は多少持ち直す可能性があるが、一方で内需が元々2007年位からあまりぱっとしない。その雇用吸収力がどの位…。

#### 水野委員

建設や不動産、特に建設の倒産が多い。それから元々の雇用者数が多いので、戻りが鈍いのかもしれない。

#### 門間調査統計局長

そうである。それと、サービス業などもウエイトが結構大きいが、その辺りも色々な業種に関わる分野であるから、輸出が多少持ち直しても内需全般に何となく元気が出ないと、サービス業の雇用がなかなか盛り上がりにくい可能性は残ると思う。

#### 水野委員

そういう意味でも、今のところで消費について明るい話を描きにくい、という感じか。

#### 門間調査統計局長

そうである。今のところは、天候頼みである。

須田委員

日本のマインドという意味では、ガソリン価格の下落が影響ないのか。景気ウォッチャーが少し良くなつたということはあったが。

西村副総裁

地方は関係あるのではないか。

須田委員

ガソリンの価格の低下が与える影響というと…。

門間調査統計局長

今、西村副総裁がおっしゃったように、地方はアメリカと一緒にあら、関係があると思う。ただ、景気ウォッチャーはそこまで落ちたので、さらにどんどん落ちるということも考えにくいという面もあるか。もう始まって以来位のところまでできているから、いくところまでいったかという感じかと思う。

亀崎委員

厚生労働省が全国の地域別最低賃金を発表しており、全国平均で時給が16円上昇した。これは15年振りの引き上げ幅とのことだが、この最低賃金の引き上げが日本の賃金一般あるいは賃金の統計に及ぼす影響は、あまり考えなくて良いか。

門間調査統計局長

それは、かなり小さいのではないかと思う。まず、今、最低賃金のレベルが700円少し切る位である。それで15円上がったということなので、そこだけみるとそれなりに大きいような気がする。最低賃金に抵触している人の数を取っている統計があって、1.5%位である。従って、そこで上

げてもらえる人はほとんどいないと言われている。共産党が以前から1,000円に上げろ、1,000円に上げればインパクトがあると言っている。700円の1,000円であるから、5割増にするということで、それをやればインパクトがあるかもしれない。しかし、700円の15円であると、ほとんどマクロ的な影響もないし、雇用関連の統計も元々ノイズが大きい統計が多いから、その中に紛れてしまう位の変化かと思う。

### 野田委員

私が聞いたところでは、最低賃金は上がるよりは、今の最低賃金でもきちんと守らせる方が効果がある位の話である。

### 門間調査統計局長

明らかに違法だというのは7%位あるらしい。だから、7%守らせるのと、20%位上げるのとどちらが…。

### 水野委員

それは、労働者で7%。企業数で7%。

### 門間調査統計局長

これは、どちらか分からぬが、7%位違法があると言われている。多分これは本来最低賃金が適用されるべき人に比べてということではないか、と思うが。

### 野田委員

鉢先が違つて、政府の方にお聞きしたい。この間の経済対策で、財界に賃上げを求めるという一項目があつたが、既に大臣はそういう申し出をなさつたと報道されているが、反応は如何。

### 藤岡内閣府審議官

反応については、私共は正確にはお聞きしていない。経産大臣が経済界に対して要請申し上げたということである。これは、昨年以降、ご存知のとおり企業収益が上がることに対して賃金が上がってこないことに対し、おかしいのではないかという世間一般の考え方を受けての閣内の対応ということで、今回対策にも盛り込まれた訳である。これについては、全体として経産大臣は要請されているが、今後、経済の推移をみながら色々経済界のご理解を賜りたいということで、対応を考えている。

### 門間調査統計局長

先程の統計は事業所ベースである。最低賃金すら支払っていない事業所が 6.8% 存在する。

### 水野委員

ひどいな。

### 西村副総裁

住宅関連で一点。貸家系は割と頑張っているところがあるが、最近のデータを幾つかみていると、例えば中古マンションの価格が低落している。それから、賃料が低下し始めている。REIT もレジデンシャル関連は振るわないという問題もある。ということから考えると、この辺のところは落ちきそうかという感覚があるが、ミクロ情報などは如何か。

### 門間調査統計局長

かなり落ちるということではないのかもしれないが、REIT も含めてファイナンス環境が宜しくないとか、作り過ぎてしまった面があるとかいう声は相変わらず多い。さらに下がるかどうかは別にして、あまり高いレベルからまた上がっていかないという可能性は十分に高いと思っている。全く別の切り口で、いわゆる今の住宅ストックのリプレイスメント

の比率とか、世帯数の増加のトレンドとか、非常に長期的な縛りでマクロ的に考えてみると、110万～120万戸というのは割とコンスタントに出てもおかしくないレベルである。既に去年相当落ちたので、多少環境が悪い時には100万位で、良い時に130万というレンジで考えておくのが割とリーズナブルかと思っている。そうすると今レンジの中では少し低い方にいるので、さらにどんどん落ちる感じではないのではないか。多少落ちても100万位のところで止まるのではないかというのが私の感覚である。

### 野田委員

問題は価格調整である。これがどうなるか。いわゆる、アフォーダビリティと言われるものなのだが、何年分の給料という目安がある。年収の何倍というのでいくと、1年分ないし2年分位高いと言われている。ここが、本当にどこまで調整できるのか。その間、住宅メーカーにしろ、販売者にしろ、痛みを伴う訳で、痛みをどこまでどの位の期間を掛けて吸収していくのかについての見方だと思う。そうしてみると、あと2年位は今の状態が続く。だから、門間調査統計局長がおっしゃったようなレベルに届く蓋然性は高いが、時間が少し掛かるのではないかという見方が強いように思う。

### 門間調査統計局長

少なくともこれだけ資材価格が一旦上がってしまったから、そう安くは作れない。また、所得もそう簡単に増えそうもないということであるから、1、2年位はあまり盛り上がりがない状態が続くと考えるのが妥当である。あとは、いわゆる底値感がどこで出てくるかということが一つ。結構、作ってしまったものの、あるいは倒産した会社の資産の切り売りみたいなもので、結構下がっているものもあるという話がある。それが出てくるのであれば、もっと待とうという話もある。それで、どの位で底値感が醸成されていくのかということ。それから、金利も全然上がりそうもないで、暫く待っても良いという感じが非常に強い。従って、価格それから金利、いずれの

面でも今買わなくても良いという気持ちも非常に強いので、その辺がどの位で変わっていくか。展望レポート的に言うと、2008年、2009年はその辺までは展望しにくいので、おっしゃったように2年位は消費者も今買い時という感じにならないかというのは、そうかもしれない。

中村委員

逆に言うと、土地の値段が上がり過ぎたから、これが下がらないと絶対売れないと。

水野委員

上物——建物——の値段は変わらないから、土地が下がらなければ仕方がない。

門間調査統計局長

作ってしまったものは、業者が出血覚悟で売却する。それにより、どこで底値と認識されるかということと、地価は部分的に下がり始めているから、これから仕入れるものについては、少し下がっていくことがあると思う。今、体力のある業者が体力のなくなった業者から出てくる安値の土地を仕入れようと狙っているので、それが完成品として出てくるのは今から2年後とかそれ位という感覚かもしれない。

水野委員

世帯数がまだ増えているではないか。これが、ピークアウトするのは、いつになるのか。

門間調査統計局長

これは、なかなか読めないが、少なくとも今のライフスタイルの多様化というトレンドは当面止まりそうもないというのが一般的な認識であろう。従って、まさに今世帯数が増えているというのは、一人で住む人が増

えているとか、高齢者が増えているとかいう話である。そこは、なかなか止まらないのではないか。

水野委員

となると、先程言った 100 万、130 万戸とか 110 万、120 万戸というところが、一応…。

門間調査統計局長

そうである。その位は、中期的には需要があるのではないかと考えられる。

水野委員

分かった。

白川議長

宜しいか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境について、企画局から報告をお願いする。

雨宮企画局長

資料-5 (参考計表) である。図表 1、民間部門の総資金調達の 8 月は 7 月と全く変わらなかった。+0.7% と前年対比若干増の横這いであって、それぞれの項目の寄与度は全く同じということで、全体として総資金調達は前年を幾分上回る——1% 弱程上回る——状態が続いているということで変化はない。図表 2、中身の銀行貸出も同様であって、(1) 銀行計は 8 月調整後で +2.4%。7 月と比べて 0.1% 数字が小さくなっているが、これは特殊要因であって、ほぼ横這いとお考え頂きたい。中身的にも、大企

業を中心に原材料価格上昇に伴う運転資金需要を大宗にプラスになっている状況である。それは、図表3、(2)企業向け貸出の内訳の＜企業規模別、月次＞をご覧頂いて、大企業（細線）はかなりのプラスに対して、中小企業は引き続きマイナスという状況でもみて取れるかと思う。若干、アネクドータルな特徴点だけ申し上げる。図表2に戻って頂いて、貸出前年比で地銀・地銀Ⅱ、特に地銀Ⅱは8月+3.0%と若干伸びを縮めているが、都内店の不動産、建設向けの貸出が鈍化しているらしい。これが数字に効いているという話がある。それから、貸出金利関係の情報である。図表4である。全体としては横這いだが、短期、長期で少し違う方向の数字になった。除く交付税特会の短期の7月をご覧頂くと、1.804%で6月に比べて低下している。それに対して、長期は若干上がっていて、両者相打ちで除く交付税特会の総合ではほぼ横這いである。短期が少し下がってきている傾向が続いているが、全体としては大企業向けの貸出のシェアアップということで、恐らく構成比要因が大きいのだろうとみている。

それから、企業金融関連の指標である。図表6で、商工中金等のD I関係の指標が出ている。＜資金繰りD I＞である。7月、8月を大体均してみても、それまでの4~6月と比べてやはり少しずつ窮屈である、あるいは悪化という方向に動いている。＜金融機関の貸出態度＞は中小公庫だけである。これも若干の凸凹はあるが、緩和超が縮まる方向で動いている。いつもであると、この月は図表7、(1)で法人季報から算出した企業部門の資金過不足をご説明する月であるが、先程、門間調査統計局長から説明があったとおり、今回の法人季報は流動資産、固定資産の数字が相当読みにくくなっていて、リース業の統計で補完するという技が我々は使えないでの、少しこれを調整してどうやってみるか、今、研究中であるので、これはまた次回改めて報告させて頂く。従って、この図表は今回リバイスしていない。ということで、最前申し上げたD I関係の感じのイメージを見て頂くと、図表8、(1)企業の資金繰りで、短觀はこの後出る訳であるが、＜中小公庫・商工中金・国民公庫＞から資金繰り等々をみると、大分頭を下げてきていて、商工中金あるいは中小公庫ベースで大体2002年～2003

年位、国民公庫で 2002 年位の相当資金繰りが厳しい時期のレベルに段々近付いてきているということであるし、中身、業種をみても、不動産、建設といった特定業種の資金繰りが厳しくなっているという結果が出ている。全体としては、中小企業、それと一部業種の金繰りはやや悪化というよりは段々悪化という方が近いかという感じがしている。

それから、社債・C P、直接市場の状況である。ここも特徴的な動きがあつて、図表 10<国内公募社債の発行額>の 8 月をご覧頂くと、全体 4,230 億円の発行で、発行額自身少なめだが、B B B 格の発行はゼロである。低格付けの社債の発行環境はさらに厳しさを増していることだろうと思う。これも、これまでの傾向が 8 月はさらに端的に現われたということだろうと思う。少し動きがあるのは<C P・社債の発行残高>である。8 月は C P が前年比 +6.3% で伸びを高めていて、これは図表 11、(2) のグラフでも確認できる。C P の発行残高はこの数か月若干増えている。これは、恐らく大企業の運転資金需要という銀行貸出が若干増えているのと、軌を一にした動きだろうとみている。その他、社債は高格付け先の発行環境は、スプレッド等をみても好調な状況が続いている、変化はない。図表 10 <エクイティファイナンスの状況>である。これも低調な発行が続いているし、8 月は転社 115 億円が出ているが、最近発行対象となる転社は、どちらかというと、新興デベロッパーによるパターンが異なる複雑な転社が増えている。8 月もある新興デベロッパーが 100 億円、転社を出しているので、そういうものかと思ってみている。エクイティファイナンスは、全体として、引き続き低調な地合いが続いている。

マネーである。図表 15 でマネタリーベースの伸びである。<マネタリーベース>の 8 月は -0.2% で、引き続き若干プラスになったり、マイナスになったりしているが、前年比トン圏内の動きが続いている。8 月は銀行券の発行高が +0.9% と、7 月に比べて伸びを高めているが、これを説明する特殊要因が見当たらないので、+1% を少し下回る伸びの中での振れであろうとみている。特徴的なのは<マネーストック>の M 2 であつて、8 月は +2.4% とまた伸びを高めている。中身は準通貨（定期預金）

の増加であって、リスクを嫌うお金が定期預金に入っている傾向が続いて、マネーストックが伸びている。因みに、+2.4%位の伸びのイメージについて、図表 17、(1) が前年比。これは新統計のM1、M2、M3であるので、昔のM2+CDと厳密には接続されない。しかし、そんなに大きな違いはないのでみると、一番右の+2.4%は大体イメージ 2002 年の半ば、大分急速に伸びを低めている段階があり、これ位の伸びである。この頃は 2000 年～2002 年に掛けて IT バブルの崩壊とかエンロン、ワールド・コムの事件で金が投信や株からマネーにシフトしたが、それが一段落した時期で、その位の伸びになっている。

それから、企業倒産関連で図表 19 である。8月、1,254 件の倒産であった。倒産件数自体はこのところ若干の増加傾向が続いているが、この 2、3か月の特徴は負債総額がやや大きめになっている。例えば 8 月であると、8,680 億円のうち例のアーバンが 2,600 億円あるということで、新興デベロッパーのやや大きめの倒産が続いていることが倒産金額をやや大きくしている特徴がある。それから、<業種別内訳>で前年比業種別をご覧頂く。これは毎月に相当凸凹しているが、前年比がやや大きいのは建設、金融・保険・不動産、それと 8 月について言うと運輸が少し大きかったというのが特徴的であった。

インフレ予想とマクロ環境である。図表 21 に飛んで頂いて、(1) はいつもお示ししている生活意識アンケートである。それは変わっていない。

(2) が内閣府の消費動向調査で、これは右側のレンジでアンケートを聞いている。それぞれレンジの中値を取って試算してみると、左側の表である。生活意識に関するアンケート調査とレベルは違うが、足許はかなりの物価上昇を感じている図になっている。図表 22 がエコノミスト・市場のインフレ予想である。(1) は E S P フォーキャスト、9 月の最新調査である。引き続き足許の C P I の上昇について、2008 年度は上方修正、ただし 2009 年度以降は段々低いところに収まっていくパターンが続いている。

(3) の B E I はもう使えないで、これに代わる市場情報がないかと考えて、(4) にインプライド・フォワード・レートを 1 年後から 3 年後まで

の2年物と3年以降の7年物に分解した図を掲載してみた。イメージとしては、インプライド・フォワード・レートは実質成長期待とインフレ期待に分けられれば良いが、仮に実質成長期待はそんなに変わらないものだと仮定すれば、大体おおよそインフレ期待を反映して変動するだろうとみられる。因みに、短い1年後スタートの2年物は、2005年から2007年の半ば、量的緩和解除からゼロ金利解除に掛けて相当大きくシフト・アップして、やはり政策環境の変化を反映しているように見える。一方、長期は勿論この時上がっているが、達観してみれば大体1.7、1.8~2.5%位の間を行ったり来たりしていて、その意味ではこの間の短期的なCPIの上下の割には、ウェル・アンカードされているということかもしれない。

最後に、金利水準と実体経済である。図表23である。これはいつも付けている実質短期金利と成長率の比較表であるが、今回から消費者物価については、コアだけではなくて、総合、それと米国流コア——コアコアと書いている——の三つで、それぞれ実質金利を計算して成長率を比べる表に改訂している。どの物価指標を使うかによって若干違うが、かなりの緩和状態であることは変わっていない。それから、金利水準と実体経済(2)である。これは、前回から決定会合で若干ティラー・ルールを巡る評価の議論があるので、ティラー・ルールの試算結果を付けさせて頂いた。欄外にあるとおり、ティラー・ルールそのものは最も標準的なものを使っていて、日本のこれまでの政策を上手くトレースできるような色々なテクニックは使わず、単純に1.5%と0.5%という係数を使ったものである。これも消費者物価については、総合とコアと米国流コアを使って3本作って、これを現実のコールレートと比較することで(2)の表を作っている。これも、結論は同じであって、それぞれCPIで何を使うかによって、レベル感、動きが違うが、全体としては非常に緩和的な金利水準であるという評価は変わっていない。(3)が企業のROAと平均支払金利の比較である。先程、門間調査統計局長から説明があったとおり、足許のROAは、金融持ち株会社が入った関係で少し上がっているので、若干、特殊な動きだと思う。あまり細かい凸凹をみても仕方ないので、全体としては金利コスト

と収益率の比較でみても相当緩和的な状況が続いていることだろうと思われる。私からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。

野田委員

金融機関の態度や企業の金繰りについての判断は変更するという考え方。

雨宮企画局長

否。全体としての貸出態度の判断は、次の短観やもう一度周囲の状況をみてチェックしたいと思っている。資金繰りそのものは、毎月、こういうデータが出ているし、その他のヒアリング情報等も踏まえて、これまで「やや悪化」と言っていたが、「やや」を取っても良いかと思っている。後程、ご説明申し上げるが、一部業種と中小企業については、「悪化」ということで説明させて頂きたいと思っている。

須田委員

マクロでみた金融の緩和度合いについて色々示して頂いて、引き続き緩和的だということが分かった。今の中あるいは一部業種に対する引締めについてはどう考えていくべきか。

雨宮企画局長

元々、金融環境を評価する時には、恐らく金利の評価と量の評価とアベイラビリティーの評価と幾つか観点がある。勿論、それぞれが整合的には出ていない今回のような時に解釈が難しい。二つ留保しなければならない。まず、金利を評価する時には——これは毎回出ている議論である——単純に足許のCPIで実質金利を弾いて、緩和の度合いが強まっていると評価

するのは早計で、基本的には人々のインフレ予想、あるいはセクター、企業毎のインフレ予想を本当は使って、ある業種あるいは企業が直面する実質金利は何かを考えなければいけない面がある。今、話題になっている一部業種が直面している実質金利はかなり高い可能性があるので、その意味で、全体の平均金利でものを語る時にはそういう留保が必要である。今、一部業種で金融環境が厳しくなっているのは、そういう面があるだろうと思う。もう一つは、中小企業については、必ずしも常にマーケットが量と金利でクリアされない可能性があり、リスクに応じた貸出金利の体系がきれいに連続的にできていれば良いが、ある段階でリスク判断が難しくなると、量そのものが出にくくなるということは有り得る。これは、今、話題に出ている一部業種についても貸出態度が厳しくなっているという声は聞かれるが、これもレンジでもって表現される、あるいは、金利を上げる前に貸出はやはり抑制的に出るといった必ずしも金利と量が連続的に動かない中での動きになっていることがあるので、幾つか留保をみながらみでいくことだろうと思っている。

須田委員

今回色々増やしたからその辺を少し質問したかった。

雨宮企画局長

また、もう直ぐ増えるから。

白川議長

昔からずっと、何十年とやっている議論である。それぞれの中央銀行もその時々で色々な方法を工夫してやっているが、結局決め手はない訳である。そういう意味では、私自身もティラー・ルールを全く忘れた議論に対してはどうかと思うが、ティラー・ルールを美化し過ぎることに対してもどうかと思う。そういう意味では、私もいつも両生類でいる。他にあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、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の紙に従ってご説明する。実体経済と物価のところである。先月から大きくは変更していない。足許、国際商品市況が反落しているため、その辺りを中心に微修正している。上方から行くと、現状の総括判断は前月と同様であって、「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」と全く変わっていない。国際商品市況は反落しているが、輸入物価をみると8月まで上がっているし、そういうことなどを踏まえると、「エネルギー・原材料価格高」という表現は当月も据え置きが適当かと思っている。各論で、設備投資は、先程、門間調査統計局長からも説明があったが、当月は「幾分減少している」と若干修正している。まだ基調的な動きかどうかはつきりしないので、「足もと」という表現も加えている。次に、「エネルギー」に下線を引いているが、これは前月まで「石油製品」となっていたが、電気代なども上がってきているので、「エネルギー」に変わっている。これはCPIも同様である。「住宅投資は回復の動きが一巡」が2か月続いたが、時間の経過とともに「横ばい圏内」と変わっている。先行きのところでは、一点だけ微修正していて、「国際商品市況が落ち着き」としている。これは「国際商品市況高が一服し」というのが前月であったが、既に一服感は出ていて、この反落した状態が定着し、安定的に推移すればということが必要かと思われる所以、「落ち着き」という表現に変わっている。物価のところである。国内企業物価は「3か月前比でみて上昇テンポが幾分鈍化している」とある。その背景として、「国際商品市況の反落により」と変わっている。逆に、消費者物価は前月の「+2%程度」から「+2%台半ば」と、現状が上がっているのにつれて表現を変えている。国内企業物価の先行きである。「国際商品市況の反落を主因に、当面、上昇テンポが鈍化するとみられる」としている。消費者物

価については、前月は「当面上昇率がやや高まったあと」としていたが、恐らく8月も7月並の上昇率かと思われる所以、「当面現状程度の上昇率で推移したあと」と修正している。私からは以上である。

#### 関根企画局参事役

続いて金融面であるが、最初にCP・社債の発行残高のところ、最初のアンダーラインの部分であるが「前年を上回って推移している」とした点、また、その少し下で「マネーストックは前年比2%台」と「台」にアンダーラインがある。この点については、先程のご説明にもあったとおり、実績に合わせた表現変更である。少し戻って、これもまた先程ご説明があったが、資金繰りについては最近不動産、建設等では中小企業というよりもやや規模の大きいところも含めて資金繰りが悪化していることが聞こえてきているので、「中小企業」に加えて「一部業種」を加えている。また、先月までは「やや悪化」と「やや」を付けていたが、これを外して「悪化している」と変更している次第である。最後に市況表現であるが、これは明日の相場をみながらまた変更させて頂きたいと思っている。ただし、非常に市場が荒れていることもあるので、もしこの市場の状況が続いたら、「為替・資本市場」のところで先週末以来の出来事を踏まえて、例えば「為替・資本市場では、最近の米国金融機関を巡る情勢を背景に前月と比べ、円の対ドル相場は上昇しており、株価は下落している」という形で、「最近の米国金融機関を巡る情勢を背景に」という一言を付け加えさせて頂きたいと考えている。私からは以上である。

#### 白川議長

ご質問はあるか。それでは、今日の議事はこれで終了する。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お願いする。

(16時47分中断、17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。本日の議事運営であるが、最初に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、議案の取り纏めと採決、最後に8月開催分の議事要旨の承認である。政府からの出席者を紹介する。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の席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。今回もその扱いをしたいと思っているので、宜しくお願いする。

### III. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。毎回の会合後、二つの柱に基づく点検結果を公表文で示すことになっている。ご発言に当たっては、経済・物価情勢に関する現状評価に加えて、最初のラウンドあるいは二回目のラウンドいずれであっても結構だが、二つの柱に基づく点検結果についてもご見解を頂ければと思っている。最初のラウンドでは最近の金融経済情勢について、おひとり5分ずつご発言して頂き、その後、自由討議をしたいと思う。本日の順番であるが、中村委員、亀崎委員、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁の順である。それでは中村委員からお願いする。

中村委員

国際金融資本市場の動搖は、リーマン・ブラザーズの経営破綻やバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、ファニーメイ及びフレディ

マックの公的管理開始、大手保険会社の経営危機等、再び混迷の度合いを深めており、金融危機の拡大とともに世界経済の減速傾向の加速が懸念される。前回会合後、国内経済については、設備投資が弱めの動きとなっていることが確認されたが、景気が停滞しているとの判断を変えるような情勢の変化はみられなかった。一方、海外では、欧州を中心に景況感が一段と悪化、景気減速を背景にエネルギーや原材料価格が引き続き下落しており、原油価格も100ドルを割り込むに至った。米国経済は引き続き停滞している。住宅市場では、着工や販売件数の減少傾向に大きな変化は窺われないほか、在庫率も高水準で推移している。住宅価格も、6月の20都市・S P /ケース・シラー住宅価格指数は前年比-15.9%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。今回の住宅バブルは、地域差はあるものの、価格上昇幅が大きかっただけに、調整には相応の期間を要すると考えられる。個人消費では、8月の自動車販売が米系メーカーの大規模な販売促進策もあり前月比では増加したものの、対前年比では-15.4%と15か月連続の減少となり、自動車業界にとっては大変厳しい状況が続いている。7月の実質個人消費が前月比-0.4%と、減税効果が剥落する中で基調的には横這い圏内の動きとなっている。また、雇用面でも失業率は6.1%と悪化傾向が続いており、消費のさらなる減退が懸念される。9月7日には、財務省と連邦住宅金融庁が、ファニーメイ及びフレディマックの救済策を明らかにしたことから、G S Eを巡る不信感は一応薄らぎ、エージェンシー債のスプレッドも縮小した。しかし、9月15日にはリーマンの経営破綻やバンク・オブ・アメリカによるメリルの買収が発表され、米欧の金融機関の経営不安は解消されそうになく、信用収縮と実体経済の負の連鎖が懸念される。F O M Cでは、経済成長率がこのところ鈍化したようにみえるとしている。一方、ベージュブックでは、融資基準が引き続き厳格化されていると評価している。こうした金融環境のタイト化が進む中、今後の米国経済は、住宅市場低迷の長期化、消費を下支えしていた減税効果の剥落や海外経済の減速に伴う輸出の伸び鈍化などから、当面、停滞を続けるか、あるいは緩やかな後退局面入りする可能性が高く、回復時

期の後退が避けられないと想定される。欧洲については、前回会合以降に公表された指標により、経済の減速傾向の強まりが確認された。E C B や欧洲委員会が公表した実質G D P 見通しは、前回公表時点から下方修正されたほか、製造業とサービス業のP M I は共に、3か月連続で50を下回つており、先行きの減速を示唆している。輸出や設備投資の増勢が鈍化しているほか、住宅投資や個人消費が減少傾向にあり、ユーロ安が進む中でインフレ懸念も高く、景気の下振れリスクが高まっている。中国については、幾分減速しつつも内外需ともに高い成長が続いている。固定資産投資並びに個人消費は引き続き高水準で増加しているほか、8月の輸出は前年度比+21.1%と伸び率は低下しているが、高い水準が持続している。消費者物価は、前年の食料品価格高騰の影響が剥落しつつあることから、8月は前年比+4.9%まで低下した。こうした経済指標をみる限り、中国経済に大きな変調は窺えないが、貸出総量規制の一部緩和や貸出基準金利の0.27%引き下げなど、経済の減速に対応した政策変更が実施されている。我が国にとって最大の輸出先となりつつある中国の経済動向については、引き続き注意してみていただきたいと思う。この間、N I E s 、A S E A N諸国においては、I T 関連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おり、景気の増勢が鈍化しているようだ。

国内経済については、海外経済が全体として減速する中で、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、景気が停滞していることが確認された。7月の実質輸出は、EUや中国、N I E s 向けが増加に転じたことなどから、全体では前月比+2.1%増加した。もっとも、米国での自動車販売の不振などから米国向けが前月比-4.9%と大幅に減少するなど、海外経済の減速を背景に増勢を鈍化させており、先行きが懸念される。設備投資については、4~6月の法人季報がリース会計の変更の影響から実勢を把握しがたくなっているが、全産業では前期比6.1%の減少となった。また、船舶、電力を除く民需の7月機械受注は、前月比-3.9%と2か月連続でマイナスと、企業の投資行動に弱さが窺われる。こうした中でも製造業・大企業を中心に、中長期的な海外需要や資源高、省エネに

対応し、競争力を維持するために必要不可欠な投資は継続するとの姿勢もあり、全体の投資額が大幅に縮小するとは考えられないが、今後、企業収益が悪化していく中で、投資案件の先送りや縮小といった動きが出てくる可能性もある。住宅投資は、マンションの販売低迷や建設コストの上昇などから、伸び悩んでいる。関係者からは、その背景は単価が上昇し過ぎたことであり、価格が下落しない限り、今後もマンション販売は低迷するとの話も聞かれる。こうした中、7月の個人消費は平均気温が東京でも平年より1.6度高い猛暑であったことなどから、堅調に推移した。しかし、8月以降は局地的な豪雨が頻発したことや、生活必需品の価格上昇が続く中、消費者の生活防衛志向が強まっていることから、消費は総じて抑制的となっているようだ。例えば、業界関係者によると、8月のガソリン需要は前年を1割近く下回り、好調であったコンビニの売上も前年比3~4%減少したようだ。生産は、7月の鉱工業生産指数が前期比+1.3%となつたが、8月は減少が見込まれるなど、弱めの動きが続いている。足許、自動車メーカーが内外需要の下振れを受けて減産姿勢を強めていることなどから、生産は10~12月まで4四半期連続で減少する見通しが高まっている。雇用環境も徐々に後退している。有効求人倍率が6か月連続で低下したほか、雇用者数も小規模企業や事業所を中心に伸びが鈍化している。これまでのところ、業況が厳しくなっている中小企業において、賃下げや解雇といった動きは広がっていないようだが、景気が停滞する中で雇用環境が一段と悪化する可能性がある。8月の企業物価指数は前年比+7.2%と高水準で推移しているが、前月に比べるとスクラップ類の価格下落などにより低下した。足許、国際商品市況が下落していることなどから、しばらくは上昇ペースが鈍化すると予想される。一方、消費者物価は原油価格が反落した影響が未だ及んでいないことから、8月までは前年比上昇を続ける見込みであるが、その後は徐々に低下していくとみている。企業金融については、貸出約定平均金利が概ね横這いで推移する中、引き続き緩和的な状態にあるが、今回の米国金融機関の破綻が我が国金融機関の融資スタンスにどのように影響するのか、見守る必要がある。中小企業については、先行きの業

績に対する懸念から、金融機関の貸出審査の厳格化が進んでいるようだ。原材料価格の上昇による採算悪化を売上増により補ってきた中小企業にとっては、景気の停滞に伴う売上高の減少が資金繰りを悪化させている。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。特に、建設会社は不動産会社からマンションの建設代金を物件引き渡し時に8割受取る慣行となっているため、不動産会社の倒産が連鎖的に建設会社の倒産に繋がるケースが増加しているようだ。こうした連鎖倒産は、影響を受ける雇用者の数が非線形的に増加するだけに、建設業のウエイトが高い地方経済において、景気を下押しすることとなるいか、注意深くみていく必要がある。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

前回会合以降も海外景気は減速している。まず、米国では景気の停滞が続いている。焦点の住宅市場では最近公表された6月分の住宅価格指数について前月比のマイナス幅縮小を好感する向きもあるが、前年比でみれば、S & P ケース・シラー10都市総合指数が-17.0%と、88年の統計開始以来のマイナス幅を更新するなど下落が続いている。また、O F H E O が公表する州毎の住宅価格指数をみると、昨年半ばから価格下落が始まったカリフォルニア、ネバダ、フロリダでは一段と下落幅が拡大し、足もと4~6月期の前年比は二桁のマイナスとなっているほか、その他の州をみても、全米50州にワシントンD C を加えた51地域のうちマイナスだったのは、昨年4~6月期の5地域から、今年の4~6月期には半分近くに当たる21地域となり、こちらも統計開始以来の広がりを見せている。このように、住宅価格は依然、深さと幅を広げながら下落している。加えて、住宅着工や販売も、前年比-30%強と大幅な落ち込みが続いている。雇用面では、

非農業部門雇用者数が 8か月連続で減少し、失業率は 6.1%と、昨年 3月のボトムである 4.4%から大きく上昇している。一方、金融機関の不良債権比率の上昇も続き、第 2四半期には 2.04%と 1993 年第 3 四半期以来の厳しい状況となる中、金融機関の貸出態度が厳格化している。また先週末からの金融市場におけるビッグプレイヤーの経営危機や破綻の影響も、これから強まると考えられる。昨日の FOMC の声明文では、金融市場の緊張は著しく高まり、労働市場は一段と悪化したこと、家計支出の弱まりを一部に映じて、経済成長はこのところ鈍化したようにみえること、輸出の伸びが幾分鈍化したこと、それから成長に対するダウンサイド・リスクとインフレに対するアップサイド・リスクともに委員会にとって重大な懸念事項であることといった見解を表明している。こうしたことから米国経済は引き続き数四半期に亘って低迷し、早急な回復は難しいと考えている。ユーロ圏では景気の減速感が強まっている。既に減速がみられていたイタリア、スペイン、アイルランドに加えて、ドイツやフランスでも設備投資や輸出の減速を主因に減速し始めている。今後も、ドイツの IFO 景況感指数の先行き指数が 1993 年 2 月以来の 87.0 に落ち込み、輸出受注や国内投資財受注の減少、消費者コンフィデンスの悪化も続いていることから、ユーロ圏全体の景気も、一段の減速が避けられないものとみられる。また英国も、ダーリング大臣がここ 60 年で最悪の危機に直面していると述べる程、厳しい状況にある。ネーションワイド住宅価格指数や住宅ローン承認件数の前年比が 1990 年代前半の統計開始以来の大幅悪化を示すなど住宅市場の調整が続く中、ブラウン首相は総額 16 億ポンドを超える財政措置を伴う住宅支援策を打ち出したが、金融機関の融資姿勢は厳しく、その効果には疑問の声も聞かれる。また、失業保険申請者数が大幅に増加するなど雇用環境も厳しくなる中、消費者コンフィデンスは大きく落ち込んでおり、個人消費も減速している。中国経済は高成長が続いているが、北京五輪後の減速が懸念される中、政府は景気の目標を高成長の維持とし、中小企業支援や輸出下支えを主眼とした輸出増增值税還付率の引き上げ、銀行貸出総量規制の一部緩和などの施策を打ち出したほか、人民銀行も一

昨日、2002年2月以来となる利下げを発表した。しかし、インフレ抑制の必要もある中、施策は限定的であり、不動産融資はむしろ厳格化するなど、難しい対応を迫られている。我が国にとって中国は米国を上回る最大の輸出先となったこともあり、当局の対応とその影響につき、注意していく必要があると思う。N I E s、A S E A Nでは外需に加えて、内需も減速し始めている。しかし、インフレ抑制のため金利を引き上げる国が多く、今後も一段と内需が減速する可能性がある。このほか、日本の製造業が多く進出し、日本のA S E A N向け輸出の約3割を占めるタイの政情不安は、日本の輸出減少に繋がりかねないため要注意である。

次に、日本である。日本の景気は、既往のエネルギー・原材料価格高に加え、海外景気の減速を受けて輸出の増勢が鈍化していることから、停滞している。執行部の見解については異論はない。今のところ、企業、家計とも過剰ストックを抱えておらず、経済全体の調整圧力は強くないため、今後、景気が大きく落ち込むとは考えにくいと思う。しかし、エネルギー・原材料価格高がこのまま落ち着くのか、世界景気の減速がどの程度の深さ、長さとなるのかについては、現時点では見極めが難しい状況にある。こうした不確実性とリスクが存在する中、再び成長経路に復していくタイミングについては、予断を許さない状況にあると考える。セクター別に、まず輸出について。今年初めまでの一桁台後半の伸びと比べれば減速傾向にある。相手国別にみると、N A F T A向けのほか欧洲向けも、これまでのスペイン、アイルランド、イタリアに加え、英国、ドイツ向けも前年比マイナス傾向となっている。アジア向けは7月には二桁の伸びに戻ったが、均してみれば3月以降の減速傾向が続いている。アジア向け輸出が減少することになれば日本経済全体への影響は非常に大きいため、今後もしっかりとみていくたいと思う。また、生産も7月は前月比+1.3%と高めであったが、8、9月の予測指数と合わせれば7~9月は前期比マイナスとなる。これが実現すると、緩やかながら1~3月期以降、3四半期連続のマイナスとなり、I Tバブル崩壊後の2001年以来のこととなる。7~9月の予測を業種別みると、輸送用機器や情報通信機器、電子部品・デバイスなど

のマイナス寄与が大きく、内外における自動車や携帯電話機などの販売不振といった具体的な動きと符合している。今後については、減産業種が広範化しないか、減産幅が大きくならないか、注意していきたいと思う。企業収益は、既往のエネルギー・原材料価格高の販売価格への転嫁が難しい状況が続き、4~6月期の法人企業統計の経常利益は前年比-5.2%と、4四半期連続の前年比マイナスとなった。こうしたもとで、設備投資も4~6月期のGDP統計では前期比-0.5%となったほか、7月の資本財出荷も前期比-1.7%となるなど、弱めの動きと判断される。ただ、世界的に省エネ、省資源、環境問題への対応が所与の条件として求められる中、これらの優れた技術を持ちかつ過剰ストック問題を克服した日本企業は、一時的に収益は厳しくとも、例えば、液晶より節電効果に優れる有機ELを用いた大画面薄型テレビ、太陽光発電で運航する船舶、石油原料ではなく植物を原料とする樹脂、食料ではなく麦わら、稻わらなどを原料とするバイオエタノール、電動二輪車、石炭火力発電の効率化に繋がる蒸気タービン用の耐熱合金など、競争力を高める努力を具現化させ始めている。こうした動きの今後の展開を期待したいと思う。雇用・所得面では、賃金の伸びが一段と弱まり、雇用者数の増加も鈍化していることから、雇用者所得が伸び悩んでいる。こうした中、エネルギーや食料品などの価格上昇もあって家計の実質購買力は低下しており、個人消費は弱めの動きとなっている。すなわち、実質消費支出は7月の前年比が-0.5%と、2月以降5か月連続のマイナスとなったほか、大型小売店販売額も7月はセールスのずれ込みや猛暑効果などから強めであったが、6月と合わせればマイナスとなっている。また、住宅投資も引き続き弱めの動きとなっている。物価については、輸入物価を円ベースでみると、8月は前年比+27.1%と1980年9月以来の高い伸び率となったほか、国内企業物価も輸入物価の上昇分を転嫁する動きが続いており、8月は前年比+7.2%と高い伸び率となった。川下のCPI(除く生鮮)についても、7月は+2.4%と一段と伸びを高め、1997年4月の消費税率引き上げの影響があった時期を除けば、1992年6月の+2.6%以来の上昇率となった。価格上昇品目数と価格下落品目

数との差は、前月の+119 から+152 へ、食料・エネルギーを除くベースでも前月の+35 から+60 へと拡大し、物価上昇品目の裾野は一段と広がっている。今後については、ガソリン価格は低下傾向にあるものの、外食や菓子類、小麦や電気代など、価格引き上げの報道が相次いでいる。こうした中、消費動向調査における物価の見通しをみると、8月調査では、1年後の物価上昇を見込む人の割合が総世帯ベースで 86.2%となつており、また、その半分近くが 5%以上上昇するとみている。そのため、今後、こうした消費者の物価上昇見通しがインフレ期待を高め、実際のインフレに結びつくことがないか、注意深くみていくことが非常に重要であると考えられる。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

今月に入り、GSE2 社の公的管理への移行に続き、リーマンの連邦破産法第 11 条の適用申請、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収など、大きなイベントが相次ぎ、市場は振れの大きな展開となっている。こうした一連の動きは、金融資本市場の正常化へ向けたステップと前向きに捉えることができるが、短期的には金融資本市場を不安定化させ、先行きに対する不透明感も高めている。また、日本をはじめ多くの国で、インフレの高止まりと交易条件の悪化に伴う内需の下押し、世界経済の減速に伴う輸出の下振れが顕在化しつつある。本来、ヘッドライン・インフレ低下と交易条件の改善に繋がる原油市況の調整も、むしろその背景にある世界経済の減速に焦点が当たり、景気と金融の負のフィードバック・ループへの意識が強まっている。これらを考慮に入れて、経済・物価情勢の現状、先行きについて最初に総括しておくと、昨日の執行部による月報の概要に違和感はない。

それでは、前回会合後に判明した指標等について、具体的にみていきた

いと思う。まず、米国経済についてである。前回会合時に比べ、足許テール・リスクは高まっているが、基本的な見方は前回会合から特に変わっていない。引き続き、住宅市場の調整が来年に掛けての成長の頭を押さえるとみている。直近のブルーチップをみても、年後半に掛けて減速する姿に変わりはない。失業率が 6.1%まで急速に切上がるなど雇用環境の悪化が続くもとで、8月の小売売上高は前月比 -0.3%と 2か月連続のマイナスとなった。減税効果は夏場には剥落した可能性がある。頼りの輸出にも減速が見込まれている。もっとも、暗い材料ばかりではない。住宅市場の調整について、6月のO F H E O は前月比横這いにとどまつたし、住宅着工戸数も、ニューヨーク市の条例変更による振れを均すため 6、7月の平均値をみると、102万 5,000 戸であり然程悪い数字ではない。G S E 対策などによる住宅ローン金利低下の効果も期待される。全米ホーム・ビルダー発表の9月の住宅市場指数は前月比 7か月振りにプラスとなり、一戸建て販売の見通しもかなり改善している。原油市況も約 5か月半振りに 100 ドルを割り込んでいるが、これらを受けて漸く消費者コンフィデンスにも改善の兆しが窺われている。足許の金融資本市場の不安定化の影響が気にはなるが、ガソリン価格の下落が自動車をはじめとする消費動向の押し上げにどの程度繋がっていくのか、注目しているところである。一方、ユーロエリアとアジアでは、インフレの高止まり、交易条件の悪化や世界景気の減速が内需や輸出に悪影響を及ぼし、成長率が下振れている国が徐々に広がりつつある。ユーロエリアでは、4~6月の実質 G D P 成長率前期比が通貨統合後初めてマイナスとなつたが、7月入り後もドイツの消費、設備投資、輸出は低調に推移している。N I E s、A S E A N でもやや想定を上回るペースで景気が下振れている。円高もあるので、ユーロエリアと併せて、日本の輸出への影響が気になるところである。

次に日本経済の内需についてである。前回会合以降に判明した指標を簡単に振り返っておく。まず、個人消費である。7月は猛暑効果といった一時的な要因によって押し上げられた面もあり、基調としては実質雇用者所得が伸び悩むもとで、弱めの動きが続いているとみている。設備投資は資

本財出荷や法人季報などからみて足許は減少しているが、先行きについて機械受注（民需、除く船舶・電力）でみると、底堅い動きと言える。競争力強化や省エネ、研究開発など、収益に敏感に反応しない投資が想定されるものの、当面、不確実性の増大と収益の減少で、投資スタンスが慎重化する可能性も無視できない。特に中小企業の収益、投資についてはより慎重にみているが、設備投資の弱めの動きがどの程度続くかについての判断は、短観の結果も踏まえて行いたいと思う。住宅投資については、7月の住宅着工戸数は市場予想を上回る伸びとなった。先行指標となる建築確認交付件数をみると、前年比+55.0%と大幅な伸びとなっている。もっとも、依然として改正建築基準法前の水準を回復するには至っていないし、値下げ期待があるもとでは、なかなか需要が顕現化しないと言われている。潜在需要はあるし、家具等をつけることで実質値下げの動きもみられるものの、先行き着工は慎重に見て横這い圏内としておきたいと思う。こうした中、気になるリスク要因として次の4点を指摘しておきたい。最初に米国金融資本市場の動向である。まず、金融資本市場の不安定化に伴う不確実性の増大によって設備投資や消費など内需への悪影響がグローバルに懸念される。他方、現在は原油価格の下落をマイナス材料と見る向きが多いようだが、インフレ低下と交易条件改善のプラス面により目が向く可能性もある。また市場では、第二、第三のリーマンを探す動きが窺われている。このような動きが金融市場の合併、再編などを促し、灰汁抜け感を早める要因となる可能性もあるが、現在のような不安定な地合いが予想以上に長引くようなことになれば、米国経済のさらなる下押し、ひいては世界経済の一段の減速にも繋がりかねない。二つ目は生産動向である。7月の鉱工業生産の前月比ははっきりとしたプラスとなったが、これも一時的で自動車や電子部品・デバイス等の生産調整を背景に、第4四半期まで連続して小幅マイナスとなる可能性が高まっている。このうち自動車については、米国や国内での販売低迷を背景とする在庫調整、また電子部品・デバイスについてはDRAM市況の梃入れをそれぞれ企図したものであるが、年内に終了するかどうか不確実性が高い状態と言わざるを得ない。クリスマス

商戦の出来如何では、電子部品・デバイスの生産調整が長引く可能性もある。三つ目は、建設・不動産業界の動向である。資材価格の高騰に伴う採算の悪化や金融機関の貸出タイト化を受けて、新興不動産や中堅・中小建設業者の倒産が相次いでいる。中には、貸し剥がし、黒字倒産が発生しているとの指摘や、流動性を確保するために不動産を売却せざるを得ないといった声も聞かれている。国土交通省の地価 LOOK レポートをみても、確かに地価下落地区が大幅に増えている。現時点ではこのような動きは限界的なものと捉えているし、資金繰り不安については差し当たりの山は中間期末とみている。また、中堅・中小建設業者は公共投資の減少などの環境変化に対してリストラが遅れており、倒産増もやむなしという面もある。ただ、この問題が広がると、都市と地方、大企業と中小企業の二極化を際立たせ、日本経済全体の先行きに対するマインドの悪化に繋がりかねない。四つ目はインフレ・リスクである。現在、原油価格の予想以上の調整を受けて、8月の国内企業物価は3か月前比でみて大きく伸び率を減少させ、原油価格がこのまま落ち着けばマイナスになるのにあまり時間を要しない可能性がある。CPIコアの前年比も、9月以降プラス幅を徐々に縮小させていくと考えられるが、+2%割れはこれまでの想定よりも早まりそうである。とはいっても、インフレ・リスクに対する警戒を怠るべきではないと考えている。我が国では引き続き賃金とインフレ率が相乗的に上昇するような状況には至っていないが、既往の原材料価格の上昇を販売価格に転嫁する動きは今後も続くと思われ、予想外にインフレ率の高い状態が続き、景気の重石となり続けるリスクもあると思っている。以上である。

白川議長

それでは野田委員お願ひする。

野田委員

私は、まず前半、このラウンドで経済・金融全般についての見方を述べた後、後半で主としてリスク要因について触れたいと思う。まず、金

融経済情勢についての総括である。前回会合以降判明したデータ等は総じてみれば足許の景気停滞を裏付けるものであったが、第一の柱における見通し——すなわち緩やかな成長経路に復していく——の蓋然性に対しては、二つの前提、メカニズムの大きな変化を最初に指摘しておく必要がある。一つは中長期的にみてポジティブと考えられる点として、7月半ばに反落を始めた国際商品市況が前回会合以降も下落を続けていることである。それに対して、いま一つネガティブな点として、今週に入って米大手証券会社、リーマン・ブラザーズが市場の大方の期待を裏切る形で破綻したことである。状況を仔細に確認してみたいと思う。まず、国際金融資本市場である。9月7日にGSE2社の公的管理が開始され、巨大モンスターの倒壊によるクレジット市場の底割れはひとまず回避されたが、1週間後にはリーマン・ブラザーズが破綻になった。この二つのイベントにより、予ねてから懸念されていた優先株も含めた資本調達のアベイラビリティーの問題に対して明確かつ重大な答えが示されたのではないかと私の目には映っている。すなわち、金融機関による市場での追加資本調達——今後発生が確実である追加損失のアブソーバーである——が事実上杜絶したのではないかという理解も成り立つ。週明け後の米欧市場では、市場参加者のリスク回避姿勢が顕著に高まり、短期金融市場、クレジット市場とも機能の著しい低下を余儀なくされている。続いて、米国経済である。4~6月期の実質GDPは前期比年率+3.3%に上方改訂された。減速しつつも成長を続けている世界経済に牽引された外需、それと所得税減税が米国景気を何とか下支えしたことは再確認できた。焦点は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、三つ目に労働市場の顕著な軟化、四つにクレジット・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など、実体経済に対する様々な下押し圧力の影響は前回会合以降発表された指標は一々リファーしないが、それらのほとんどからも既にはっきりと現われている。今後、少なくとも数四半期は、こうした下押しの圧力が続くとみられ、米国経済は停滞の継続

ないしは後退の局面を辿る可能性が高いと思われる。特に国際金融市場の混乱の火元である住宅市場は、住宅販売の下げ止まりは先月辺りから仄見えてきたが、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の高まりと資本調達のアベイラビリティーの低下は、景気と金融の負の繋がり、循環を益々絶ち難くしており、米国経済の回復の道のりは依然として確とは描けない。一方、米国のインフレである。需給ギャップの緩みや労働生産性の上昇を背景としたULC上昇率の低下に加えて、足許までの一次產品の下落によりインフレ低下予想を強めていくものと考えられる。続いて、ユーロ圏経済である。減速傾向がより鮮明になった。エネルギー・食料品価格が上昇する中で、個人消費が減少し、設備投資の増勢が鈍化し、域外輸出も減速した。また、中国では内外需ともにお高い成長が続くという情勢に変わりはない。確かに世界経済の減速に伴い輸出の増勢は鈍化し、固定資産投資も実質ベースで頭打ちないし若干の減速がみられるが、これらは既往の過熱抑制のマクロ政策等の効果とみるべきであろう。物価面では、8月のCPIは食品価格の上昇が一服したため、7月の前年比+6.3%から+4.9%へと大幅に低下したものの、8月の工業品出荷価格指数は+10.1%と2か月連続で二桁台となっており、商業銀行の貸出基準金利の引き下げという緩和方向へのマクロ政策スタンスの明確な修正とも相俟って、インフレが再加速する懸念は消えていない。NIES、ASEAN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低迷に現われ始めており、経済拡大のテンポは弱まっていることが明らかになった。一方、物価は、ほとんどの国、地域でヘッドラインのCPIは高止まっている。この間、韓国ウォン、タイバーツなどのアジア通貨が大幅に下落しており、資金流出リスクが意識され始めている。以上、海外経済を総括すれば、米国経済が停滞感を強める中、非資源国における既往の交易条件の悪化の影響等を背景として減速感が強まっている。具体的には2008年、2009年と減速し、2010年に漸く成長率が高まるとの見通しが主流になってきた感がある。

次に、我が国経済である。まず企業部門、そのうち輸出からみてみたい

と思う。4~6月期に前期比-3.3%となった後、7月は単月で前月比+2.9%と増加した。地域別には米国向けは減少、アジアや新興国を中心に米国向け以外は底堅さを維持との姿に戻った。ただ、均してみれば、増勢鈍化——減速はしているが、失速はしていない——という評価に直ちに変更を迫る程の力強さはなく、海外経済減速の影響が徐々に現われているという判断は変わらない。この間、4~6月の法人企業統計において設備投資について確認すると、全産業で前期比-6.1%と大きく落ち込んだ。ファイナンス・リースに係る会計基準の変更という特殊要因を勘案しても、弱い数字であったと言わざるを得ない。大企業・製造業は海外需要に支えられ増加基調を維持しているが、それ以外は中小企業を中心に設備投資の抑制に既に舵を切ったようにみえる。法人季報を概括すると、企業は、エネルギー・原材料価格高の影響を大きく受ける中、全体として設備投資や人件費の抑制に舵を切ったが、その影響を十分に吸収するには至らず、損益分岐点は上昇中という姿が如実に示されたと言える。なお、設備投資の先行指標である機械受注は7月は前月比-3.9%と、2か月連続の減少となった。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、機械投資の急激な減少は考えにくいが、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、機械設備投資も含めて今後の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。9月の短観に注目したいと思う。個人消費については、7月は猛暑要因等から一部の指標が一時的に上振れたが、地合いとしては引き続き弱めの動きが続いている。基本的には、企業の支出抑制による名目賃金の低下と小規模企業における雇用縮小の両面からの雇用者所得の伸びの鈍化が背景にあり、エネルギー、食料品など身の回り品の価格上昇による実質所得の圧迫が消費者コンフィデンスの低下に拍車を掛けていることは疑いのないところである。例えば首都圏の家庭用ガス販売量は4~6月期に初めて前年同期を下回ったが、風呂をシャワーに切り替えるといった給湯節約の動きが一世帯当たりの単価を1.3%引き下げたといった家計の節約行動の強まりを示唆するミクロ情報を多く耳にするようになった。最後に物価である。7月の

コアCPIは、石油製品、食料品の価格上昇を受け、前年比+2.4%まで上昇した。物価の上昇ピッチは加速し、遂に私共の中長期的な物価安定の理解の範囲を超えたが、この上昇は石油製品、食料品の価格上昇という要因だけで大槻が説明できる。一次産品の価格上昇が賃金の上昇に繋がり、さらにそれにより価格転嫁が相乗的に進むといふいわゆる二次的効果は、現時点ではなお観察されない。この限りにおいては、一次産品の価格が仮にリバウンドしても、2か月前のピークを抜けて上昇が続くことがない限り、消費者物価の上昇率はいずれ低下し、落ち着くことになる筋合いにある。もっとも、物価の基調的な変動に対する捕捉力が相対的に高いとされる10%刈込平均指標の前年比が+1%程度まで上昇しているほか、CPIの上昇品目数と下落品目数の差が6月の+119から7月は+152へと跳ね上がるなど、企業がコスト増を製品価格に転嫁する動きは一段と広がりをみせているため、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、物価情勢を今後も点検していきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いする。

水野委員

我が国経済の現状判断については、昨日調査統計局長からあった説明に違和感はない。そのうえで、エネルギー・原材料価格高のもたらした交易条件の悪化、すなわち我が国経済に対するネガティブな価格ショックによって、我が国の内需は昨年終わり頃から弱さが目立ち始めた。さらに2008年、今年第1四半期まで景気の拡大を牽引してきた輸出も、海外経済の減速を背景に4~6月期以降増勢が鈍化してきている。内外需がともに低迷した結果、4~6月期の実質GDP、2次速報値は前期比年率-3.0%と大幅なマイナス成長となった。ネガティブな価格ショックをもたらした主な要因の一つである原油価格は、WTIでみて7月11日にピークを付

け、その後下落基調を続け、9月16日現在1バレル92ドル台まで下落している。OPEC総会、ハリケーン、ドル安など原油相場の強気材料が無視されながら一気に1バレル100ドルを割り込んだことから、テクニカル面から原油価格は下値を探る展開が当面予想される。国際商品市況の落ち着きは交易条件の悪化に歯止めをかけ、国際商品市況が下落基調を辿れば、年明け以降はポジティブな価格ショックに転じる可能性があるが、世界経済の減速による需要鈍化を背景にしている面があることを忘れてはいけないと思う。我が国にとって、世界経済の減速は貿易相手国の景気減速であり、輸出のさらなる増勢鈍化に繋がる。このところ、景気減速を示唆する経済指標は、米国、イギリス、ユーロ圏、東アジアと地域的な広がりをみせている。輸出の増勢鈍化は生産を減少させ、企業収益やつれて雇用者所得を抑制するため、設備投資や個人消費はさらに低迷する可能性がある。足許、資本財総供給、法人企業統計、機械受注統計など設備投資関連指標は弱く、設備投資は減少局面にあると判断される。雇用者所得の伸び悩みや物価の上昇を背景に、個人消費も停滞感を強めている。また、ここにきて、米国とイギリスでは、実体経済と金融の負のフィードバックが目立ってきてている。さらに米国では、GSE救済策が発表されたが、先週末のリーマン・ブラザーズの破綻申請、メリルリンチの身売り、AIGの経営悪化のニュースを受けて、むしろ今回の金融システム問題の深刻さが再認識された感がある。米国の住宅価格は下落を続け、企業向け、家計向けの各種ローンの延滞率はじわじわと上昇している。今後、地銀を含む商業銀行の不良債権問題が本格化しそうである。実体経済と金融の負のフィードバックが一段と強まる結果、世界経済の減速がさらに大きくなるかもしれない。前回のステートメントでは、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予想される」とした。しかし、最近の国際商品市況の落ち着きや米国を中心とした金融システム不安の高まりは、世界経済の減速を通じ、我が国にとって輸出の減速をもたらし、ひいては民間内需にマイナスの影響を与えると見込まれる。

すなわち、国際商品市況の落ち着きや米国などの金融システム不安は、我が国の景気の回復時期を後ずれさせる可能性を以前に比べ高めたと判断できる。なお、1～3月期実質GDPは2次速報値が公表された6月11日時点では前期比年率で+4.0%だったが、4～6月期の2次速報公表時点でも同+2.8%と二度目の下方修正が行われ、過去3か月間で結果的に1%ポイント以上も伸び率を鈍化させた。これを踏まえると、2008年度の実質GDPは、7月の中間レビューにおける政策委員の大勢見通しの中央値である前年度比+1.2%に遠く及ばず、0%台前半から半ばという、数字上もかなり弱いものになると思われる。なお、前回の決定会合でも述べたが、国内の企業部門に過剰な設備、在庫、雇用がないなどから、現時点では景気の落ち込みは長引くことはあっても深いものにならないと思っている。鉱工業生産は1～3月期は前期比-0.7%、4～6月期は同一-0.8%、いずれも確報である。この数字を受けた後、調査統計局が纏めているミクロヒアリング等によれば、現時点では、7～9月期、10～12月期も前期比-0.5～-1.0%程度の小幅のマイナスにとどまると見込まれている。生産に下振れリスクがあることは確かである。また、4四半期連続の減少となると2001年以来となるが、当時の生産は前期比-3～-4%と大幅に減少したことを考えると、今回は小幅なものにとどまっていると言える。

さらに、エネルギー・原材料高について二点程コメントしたいと思う。過去数年に亘る原油・穀物価格の高騰がファンダメンタルズからどの程度乖離しているかについては相当幅をもった議論が必要だと思う。しかし、エネルギー・原材料価格上昇の背景に経済のグローバル化による新興成長国をはじめとする国々の需要増加があることに鑑みれば、いずれにせよ以前の価格水準に戻ることは想定できない。世界中の企業や家計が新しい価格体系に適応しなければならず、それには、企業や家計自体が新価格体系に適応する努力が必要となるため、ある程度の時間を要すると思う。こうしたことから、新価格体系への適応、移行を円滑化するための政策発動は検討に値するが、ばらまき型の財政出動では効果は期待薄である。ここ数年のエネルギー・原材料価格の上昇については、新興成長国を始めとする

需要の増加に加え、先進国企業の世界レベルでの供給構造の変化も背景にある。先進国企業は、分業の利益を追求すべく、安価な労働力を抱える新興国への直接投資を増やし、新興国経済は世界的な分業体制に組み込まれていった。数年前までは、エネルギー価格は相当に割安で、輸送コストも低かったため、エネルギーの使用効率が低い地域でも人件費が安ければ十分に採算が取れたため、それらの地域に生産拠点がシフトし、結果としてエネルギー、原材料への需要が世界的に高まった。こうした動きなどを通じ、新興成長国では経済成長が生じ、中産階級が増加し、食料に対する需要が高まった。世界的な供給構造の変化とそれに伴う新興国の人々の嗜好の変化が、最近までの世界的なエネルギー・原材料価格の上昇、すなわち新しい価格体系への移行の背景とも指摘できる。足許でエネルギー・原材料価格がピークアウトしつつあるが、経済のグローバル化が不可逆的な流れである以上、新興成長国が世界の分業体制に組み込まれる前の古い価格体系にもはや戻ることは考えにくい。新価格体系の下では、いかに人件費が安くても、エネルギー使用効率の低い企業は徐々に淘汰されていく。今後は新しい価格体系に世界の供給構造が適応していくはずである。生存競争を勝ち抜くためには、先進国、新興国を問わず、エネルギーの使用効率を高めることが必須となるはずである。このような動きは、世界全体でみた原材料・エネルギー需要がこれまでのような高いペースで増加を続けなくなることを意味する。もっとも、新興成長国の中にはエネルギー消費への補助金支給など価格統制が依然として続けられている国もあり、世界の供給構造が新価格体系に適応するにはまだ時間を要する。また新興成長国の余剰労働力が完全に吸収された訳でないため、中長期的には、新興国が世界的な分業体制に組み込まれるプロセスは今後も続く。そのため、代替エネルギーの開発、原油の精製能力の上昇が僅かであると仮定すると——時間が掛かると仮定すると——、世界経済が拡大に転じると、原材料、エネルギーのボトルネックの発生、すなわち資源価格の高騰が再び訪れる局面がある可能性があると思う。

最後に、国内物価情勢についてコメントする。8月国内企業物価指数は

前年同月比+7.2%と、7月の+7.3%から小幅ながら低下した。3か月前比でみても、4月の+1.8%、5月+2.5%、6月+2.9%、7月+4.4%とプラス幅を拡大してきたが、8月は3か月前比+3.1%と伸びが鈍化した。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も、前年同月比+3.5%と7月の+3.7%からプラス幅を若干縮小させた。7月のコアCPIは前年同月比+2.4%に達したが、8月のCGPIの動向を踏まえると、コアCPIの前年同月比は遠からずピークを付ける可能性を示唆していると思う。しかし、8月のCGPIを川上、川中、川下といった企業間取引の段階別にみると、素原材料価格は前年同月比+52.2%、中間財は+10.4%と、どちらも前年比プラス幅を拡大し続けており、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ている。また、消費財、資本財でも8月の前年同月比はそれぞれ+3.2%、+0.0%と、それぞれ7月の+2.8%、-0.8%からプラス幅を拡大ないしはプラス転化となっている。最終財全体でも、8月の前年同月比は+2.1%と7月の+1.6%からプラス幅を拡大させている。これは川下段階でも少しずつ価格転嫁が進んでいることを示唆していると思う。今後、国際商品市況が落ち着きをみせる中でCGPIの上昇テンポは鈍化するとみられるが、企業の価格転嫁は川上段階から川中段階で着実に進捗し、川下段階にも徐々に波及・拡大していく可能性があると思われる。その意味で、最終財関連企業の価格設定スタンスには一定の注意を払っていく必要があると思う。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願ひする。

西村副総裁

前回会合では、日本経済の状況について局面が変化しつつあることを示唆する動きがみられたと述べ、現状評価の下方修正とそれに伴う見通し下振れ、後づれは自然であると述べた。それ以降の変化をみると、ほぼその見方、どちらかと言えばさらにその下限に沿って展開していると考えてお

り、既に発言された委員方と見解の相違はない。そこで直近の国際金融市場と今後の物価見通しの二点に絞って意見を手短に述べたいと思う。

国際金融市場では、既に指摘されたように、GSE2社が公的管理に入り、さらにリーマン・ブラザーズが破綻とクレジット・イベントが続いた。関連して三点程議論したいと思う。第一にGSE2社の処理は米国住宅ローン市場の収縮を公的資金を使って反転させようとする意思を明確にするものだったと考えている。今までの暗黙の政府保証を公然の保証にし、GSE2社のRMB S及びエージェンシー債の発行に支障をきたさないようにする。私企業として存続する場合には、著しいバランスシートの毀損のためにGSE2社の資産圧縮、従って住宅ローン市場の収縮が不可避となるが、それを公的主体に変更することで阻止している。逆に2010年までの間は住宅ローンのさらなる買い上げを可能にし、資産圧縮はそれ以降に先送りしている。加えて、財務省が2社のRMB Sを満期保有の形で直接購入することでバックアップしている。これにより、当座は急激な住宅ローン市場収縮を押さえ、緩和方向に向かわせるという意識が分かる。それで住宅価格が金融要因でさらに大きく下落することを押さえようとしている。加えて、住宅金融の緩和は借り入れ家計のリファイナンスを可能にする。これはRMB Sのマチュアリティを短くし、最終的に2010年以降の資産圧縮を大きく混乱なく可能にしようとする見立てである。考え抜かれた見立てでその英断は賞賛に値すると思うが、同時に現在の不確実性の大きさからみると、大きな賭けであることも否定できない。基本的にファンダメンタルズからみて、住宅価格下落の底が比較的浅くかつ時期的にも底が近いことに賭けた形になっている点には、十分な注意が必要である。賭けが外れた場合のコンティンジェンシー・プランがあるのか、ないのかについても今後留意してみていかなければいけないと考えている。第二に国際金融市場でのアービトラージ機能の低下、言い換えれば流動性の低下がさらに広範にみられるようになってきている点である。前回会合時と同様、欧米ともにインターバンク市場では長めの資金調達が難しい状況が引き続き、LIBOR-OISスプレッドは高止まりあるいは再拡大が続い

ている。我が国金融市场は欧米比落ち着いた状況ではあるが、今年春、流動性の低い日本の物価連動債の価格形成等でアービトラージ機能の低下から価格付けの歪みが大きく拡大したが、その影響が今でもみられている。さらには、日本に比べて格段に流動性があるとみられていた米国において最近TIPS価格が大きく変動し、足許は物価上昇率から正当化しにくい水準にある。こうした全般的なアービトラージ機能の低下、言い換えれば流動性の低下が米国市場においてすらみられるることは非常に気掛かりである。さらには、米国の非付保大口預金に対する保険を供給していた民間保険会社が、それを打ち切る動きがみられている。多くの市場でアービトラージ機能の形で流動性を供給していた主体が、多額の損失を受けて撤退を余儀なくされることが起きている。アービトラージ機能は、市場の価格発見機能の根幹を支えるものであり、その機能低下は中央銀行にとっても市場情報の質が急速に悪化していることを示す。極めて難しい状況であるといわざるを得ない。マーケット・インテリジェンスの適切な対応が必要であると考えている。第三に週末のリーマン・ブラザーズの破綻である。住宅政策という社会政策上の考慮が働いたGSE2社と違い、リーマンの場合、純粋にシステム・リスクがあるかどうか、それがタックス・ペイヤー・マネーの投入を必要とする程の重大なものなのか、というのが主要なイシューであった。3月時点では、ベア・スターンズはリーマンより規模は小さかったのにもかかわらず、流動性供給の手段が当時限られていたことから、タックス・ペイヤー・マネーの投入が必要とされる位のシステム・リスクがあると判断され、異例のベイル・アウトとなった。今回はPDCFという流動性供給の手段が既にあるので、政府、Fedはタックス・ペイヤー・マネーを使うことなく、民間の判断に委ねるという選択肢が採られ、結果的に救済する金融機関が現われず、破綻したことになる。このように極めて難しい判断を短時間の間に下した当事者の努力に最大の敬意を表わしたいと思う。が、同時にGSE救済と同じく、これは大きな賭けであることに留意する必要がある。まず救済するかどうかの判断がベア・スターンズとリーマンで分かれたことは、その基準について大

きな不確実性を今後に残し、国際金融市場の不確実性を増大させたと言わざるを得ない。次にオーダリー・アンワインディングが実際に可能なのかどうか、それがPDCFのスキーム拡充等の現在の施策で十分なのか、大きな不確実性がある。これはいわばロスをマーケット・パーティシパートの誰が負担していくかに尽きる問題であり、しかも金融商品の複雑化と取引の個別化のため、どこに本当にロスが発生しているのかがまだみえていないという問題である。しかも、GSE2社のクレジット・イベントとほぼ同時に起こったこともあり、思わぬ地域の思わぬ投資家に思わぬ影響を与える可能性がある。さらにオーダリー・アンワインディングでファイアー・セールを避けるということであるが、一方で最終的にリクイデーションが行われれば程度の差はあれファイアー・セールに近い状況になる。他方でそれを避けるためには、満期まで保有を続けることが必要だが、それには多大な資金をロックインすることになる。そのため負担が大きいことになり、結果としてオーダリー・アンワインディングであったとしても、結局は市場に強いネガティブ・インパクトを与えかねないことには注意しなければならない。そして、より直接的には、他の損失を抱える欧米金融機関に対するプレッシャーがさらに高まることになる。バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、欧米金融機関による流動性融通のための大規模ファンド立ち上げ、AIGを巡る動きが同時に週末に展開したことは、このコンテキストで考える必要がある。こうした欧米金融機関に関するコンフィデンス・エロージョン、信頼の劣化、そして金融市场全体に対するコンフィデンス・エロージョンがかつてないレベルに達している。これが既にアービトラージ機能の大幅な低下にも結びつき、デシジョン・メーカーの持つ情報の劣化に繋がり、それがさらにコンフィデンス・エロージョンを悪化させるという負のフィードバックが情報、信頼といった金融市场のソフト・インフラストラクチャーの根幹部分で起きていることに危機感を持たざるを得ない。日本の金融市场は欧米に比べて落ち着いてはいるが、それは過去にこのコンフィデンス・エロージョンを経験し、それから十分には回復していない側面もあるということを否定できない。

従って世界の国際金融市場の影響から隔離されているという訳ではないことは肝に命ずる必要があると思う。

最後に物価面である。前回会合では7月全国CPI（除く生鮮）は+2.4%前後との予測を申し上げたが、結局そのとおりに着地した。刈込平均が上昇幅で19bp拡大して+0.96%から+1.15%になったのにみられるように上昇モメンタムはエネルギー、食品を超えて広がっている。しかし、前回も申し上げたように、大きく上昇していたエネルギー、食品では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強くなっている。端的に言うと、8月が潮の変わり目のように思える。8月東京速報を精査すると、設備修繕費が上昇率を高め、衣料費がマイナスからプラスに転化してきている。しかし、食料品価格は対前年同月比上昇幅の拡大が終わり、縮小方向へ変化しつつあるし、教養・娯楽サービスも上昇率を縮小させている。ガソリンも低下傾向がはっきりしている。これを勘案すると現在時点でのベスト・ゲスでは、8月は実勢で7月比横這いの可能性が高いが、昨年8月指数が100.24、小数点二桁四捨五入の関係で100.2となった裏の影響が出て、伸び率はおそらく+2.5%に若干上昇する可能性が高いと思う。エネルギー・食品を除くベースも、8月同様+0.3%となる可能性が高いと思う。この後、9月には9月央のガソリン・灯油価格を勘案すると、伸び率は明確に低下し、+2.2%から+2.3%程度に下落する可能性が高いと思っている。実は9月は、前年の裏の影響がちょうど8月と逆になるので、実態よりも指数伸び率は低くなることを考慮している。もし、現在の原油価格の落ち着きが持続し、かつ過去の費用高騰分の価格転嫁の度合いが景気停滞を反映して難しい状況が続くとするならば、インフレ率の低下は比較的早く出てくると考えられる。特に2009年度に入ると、年度前半は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もある。全体の物価上昇率は、それと積み残しの価格調整のディレイド・エフェクトとの相対的な大きさによって決まっていくと思う。長期的にみればエネルギー・商品価格は上昇トレンドにあるとは考えられるものの、トレンドの強さには大きな不確実性が存

在し、かつ足許の国際商品市況はボラタイルとしか言いようがない。そのため、今後の推移には十分な注意を払うとともに、コミュニケーション・ポリシーの点から、我々の見通しについて丁寧な説明が必要であると思っている。特に計数そのものは目先の国際商品市況に大きく揺らされ、長期的なトレンドをみることが難しくなってきている。そのため、重要なのは長期トレンドである、そしてそれを規定している要因の変化である、ということを辛抱強く情報発信していくことが肝要であると考えている。以上である。

### 白川議長

それでは、皆様、金融経済情勢に関する第一の柱について触れられたと思うので、取り敢えずその第一の柱について申し上げたいと思う。私自身の見方も、これまでの委員の見方と基本的に同じであるので、最初に自分なりに第一の柱に基づく点検でこう感じたという話を申し上げておく。正確な文章、それ自体はまた最終的な公表文の段階で議論するので、取り敢えず全体的な印象ということである。そのことを申し上げた後、私自身幾つか議論したい論点があるので、申し上げたいと思う。

まず海外経済であるが、米国に加えて欧州、それからアジアにおいても減速傾向が明確化してきているように思う。我が国の経済については、こうした海外経済の減速を受け、輸出の増勢鈍化がはっきりしてきていると思う。これまでの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、足許、幾分減少しているほか、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いている。以上を踏まえると、日本経済はエネルギー・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という現状評価が適当であると思う。この間、金融環境をみると総じて緩和的な状態にあるということであるが、ただ中小企業や不動産、建設など一部業種では資金繰りが悪化しており倒産も増加している。先行きについては、当面、停滞を続ける可能性が高いが、設備・雇用面で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。国

際商品市況が落ち着き、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いう基本的な判断も皆様、同じであったかと思う。物価面ではエネルギー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+2%台半ばとなっている。先行きは、当面、現状程度の上昇率で推移するとみられるが、その後は徐々に低下していく姿が想定される。従って、中心的なシナリオとしては、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。この総括が良いかどうかについてはまた後から議論したいと思う。

次に、自分自身がこの会議に臨むに当たって、こういう点を議論したいと思ったことが幾つかあった。いずれの点もこれまでの委員が既に言われているが、私の言葉で申し上げてみたいと思う。前回会合以降、本当に色々大きな変化があったと改めて思うが、自分自身にとっては原油価格というか商品市況が一段と下落してきたこと、それから、他方で金融市場の不安定さが増していることの二つの変化が特に大きく気になる。これをどう評価したら良いか、が議論したいことである。

最初に国際商品市況、就中、原油価格下落の影響をどう評価するかという点。そもそも原油価格の先行きをどうみるかが議題になるが、どうやらかつて付けたピークである 140 ドル台を超えて原油価格がどんどん上がっていく局面は過ぎたという感じはする。勿論、多くの方がおっしゃったように基本的な背景として新興国経済の成長があるので、かつてのような低価格に戻ることも多分ないだろう。そういう意味で、正確に幾らかは分からぬが、中心的なシナリオとしては、今、下落した商品市況がさらにどんどん上がっていくという局面ではないだろうと取り敢えずは判断できる気がする。その際、交易条件の悪化の日本経済に与える影響であるが、これまででは交易条件の悪化が日本の景気減速の大きな原因の一つとして挙げられてきた。一方で、最近は原油価格が下落していることの背後にある世界経済の減速を懸念して、これは国内景気を心配する要因であるという議論が今はどちらかと言えば多くなっている。しかし、極く極く素直に考えてみると、上がるのも景気下押し、下がるのも景気下押しというの

はバランスを欠いている感じがする。そういう意味で、大きなピクチャーとしてどういう評価をするかが大事だと思う。

議論の枠組みとしては、以前から言っているとおり、購買力の減少というマイナスの効果と、他方で交易条件の悪化した国への輸出に対する影響の両方を勘案する必要がある。勿論、国毎にバランスは違っている。大きく考えた場合には、交易条件の悪化が止まり、なにがしか改善方向に向かうことは日本のような原油消費国にとってプラス材料であることは、それ自体、間違いない、大きく捉えた時にはプラス材料であると思う。特に日本の場合、交易条件が悪化する過程で交易条件の悪化の影響が先進国の中で最も大きいという試算結果が色々と出ている。最も大きいかどうかは別にして、相当大きかった国であるから、それを考えるとそのマイナスが減る訳である。相対的に先進国の中ではメリットが大きい方に属するかという気はする。ただ昨日、門間調査統計局長からも説明があったが、これはラグがあるので、実際に交易条件の悪化が止まることが日本経済全体に行き渡るのは10~12ヶ月期以降であろう。ラグの問題は勿論あると思う。一方、世界経済減速を反映している、従って景気の下押し要因である、という面があることも、また定性的にはそのとおりだろうと思う。ただ、この面でも大きなピクチャーを押さえておく必要があると思う。商品市況がこれだけ急激に大幅にずっと上がってきたことは、世界全体を考えてみた場合に持続的な成長のスピードを超えていたということだろうと思う。そういう意味では世界経済が安定的に成長していくためには、やはりなにがしかスピード調整は必要だということは、皆、言ってきた訳である。そういうことが現に起きてきていると思う。ただ、その減速が必要なスピードを超えて加速してしまって世界経済全体が冷え込んでしまうということがあれば、これは勿論、日本経済も含めて世界経済の安定的な成長にとってはマイナスで、その見極めということになってくると思う。その点では、次に申し上げる国際金融資本市場の現在の不安定性をどう評価するかが大きなポイントになってくるように私は思う。

既に政策委員会のメンバーにはご報告もしたが、先々週末から先週初に

掛けてバーゼルに出張して色々な人の話を聞く機会があった。私自身が一番強く印象に残ったことは金融市場、金融システムの現状及び先行きについて悲観的な見通しが多かったということである。勿論、金融市場、金融システムの状況はマクロ経済に影響を与える重要な変数である。なぜ、悲観的な見通しが多かったのだろうかを考えると、色々な理由があるだろうが、先程、野田委員も触れられた資本調達が難しくなっていることが一番大きい理由、最も根源にある感じがする。振り返って、日本の1990年代以降の経済も長期に亘る景気低迷を経験した。これには色々な要因があるが、一つの大きな要因は金融セクター全体として資本不足であり、資本を調達することが難しかったことだったようだ。今日も色々な委員が言及されたが、そのことが色々なルートを通じて経済に影響を与えた感じがする。なぜ資本調達が困難になっているか、あるいはなぜ資本調達コストが高くなっているかであるが、抽象的に言うと、色々な意味で不確実性が高まっているということだと思う。一つはマクロ経済と金融システムの相乗作用が益々重要になっていって、そのことは定性的には勿論理解できるが、調整期間の長さとか深さについて色々な不確実性がある。これが最も根っこにあるということだと思う。それから、資本についてどのような規制を当局自身が求めていくのかについて、規制環境自身も不確実であることもあると思うし、それからもっと長期的な不確実性としてはビジネスモデルが描けない。これまで非常に高いレバレッジを掛けた経営をしてきたが、それに代わってどういうモデルでやっていくかもなかなか描けない。色々な意味で、短期、中期、長期の不確実性がある中で、取り敢えず資本調達がより難しいと思う。そういう状況の中で、今週に入ってリーマンが破綻して金融市場がさらに不安定性を増している。先程、西村副総裁から一番大事なこととしてソフト・インフラはコンフィデンスであるという話があったが、私自身もそう思う。そういう中で、金融市場の足許の不安定性がさらに実体経済を悪化させ、そのこと自体が資本調達コストを高めていくことになる。では、いつこういう事態が変わるのであるのか。これは日本が過去十何年間、いつも議論してきた。これを結局振り返ってみると、ややト

トロジーであるが、何らかの底値感が出ない限りなかなか事態は好転しない感じはする。今ここでいつそれが起こるかについて、ベットすることはできないと思う。ただ、ここしばらくは、そうした状態が続くことを、私自身は想定しておいた方が良いかという感じはする。

議論したいことは色々あり、繰り返すが、一つは原油価格下落の影響をどう考えるか。それから、私の整理に必ずしも拘る必要はないが、金融市場の状況をどう評価するか、これが二つ目。あと幾つか申し上げたいが、日本の建設、不動産あるいは中小企業の資金繰りの悪化について、皆様、認識は一致していると思うが、これがなぜそうなっているのかということ、それから、それが経済に対してどの程度の影響を与えていくのかについて、我々自身はどういう認識を持っておくべきか。以上のことについて、改めて若干、議論したいと思う。取り敢えず、原油価格については、必ずしも全員がご発言になった訳ではないが、ここは共通認識としてどう考えれば良いか。

### 水野委員

去年も何回かあったが、今の国際金融市場の動向は基本的にリスク・リダクションの流れにあると思う。今は金融システムの中でリスクを大きく取れる人がいなくなってしまった状態である。ボトム・ラインに緩和的な金融環境があって、そのために金融資産価格が上昇しやすかった。最初は証券化商品であったり、株や国債であったりした訳だが、それがコモディティにも広がった。当局からの牽制もきっかけになったかもしれないが、今や商品であっても買う人がいない状況になっている。結果としてスク・ビットのスプレッドが世界中のどの資産価格でも広がっている。ということで、整理が一つできるかと思っている。金融システムの問題についての白川議長の整理はそのとおりである。資本増強が困難になった状況は大きな点で、私も後半でそれを言おうと思っていた。資本増強ができなければ、デレバレッジが起こるしかない訳で、それは資産を売却してバランスシートを圧縮する動きになるから、当然リクイデーションがマーケット

で起きる訳である。各国中央銀行がBISで金融問題について非常に暗い話をしたというのは、結局中央銀行ができるることは流動性の供給——リクイディティの供給——であって、ソルベンシーの問題になる時は、政府の何らかの関与がないとだめで、今、その政府がなかなか動きにくい国が多いから、そんな感じになったと理解をしている。

### 須田委員

原油の価格について。私は原油価格はビルト・イン・スタビライザー——要するに実体経済が良くなれば上昇し、そして上がり過ぎたら実体経済に悪影響を与えるから再び下落し、上手く実体経済に見合う水準に収束していく——と考えていたが、今回は、投機資金が入り込んで、ファンダメンタルズよりももっと上がったと判断している。そうなってしまうと、原油の輸出国に対する所得移転が凄く高まる一方、そこから出てくる支出はそれ程高まらないことになると考えられるので、グローバルにみれば総需要が減ってしまうと思う。従って、こうした投資資金で行き過ぎている部分が落ちてくることは、私は、ラグがあったとしても、世界経済にはプラスだと思う。ただし、輸出価格が例えば予算上想定された水準よりも下がってしまう状況になつたら問題になると思っているが、そもそもファンダメンタルズに見合った価格がどこか分からるのが悩みである。しかし、高過ぎたものが戻ることに関しては、グローバルにみたら基本的にはプラスである。それにもかかわらず、世の中がなかなかそれをプラスとってくれないことは困ったことである。だから、ひょっとしたら市場が落ち着きマインドが良くなつたところでそれががらっと変わって、もう少し楽観的な見方になってくるかもしれないといふている。

### 水野委員

それは全く同感だが、ラグではないか。認知のラグと実際にあった価格設定のラグという問題で。

野田委員

ラグという意味では、先程、私が、短期的にはどうか分からぬが、中長期的にはと申し上げたのはそういうこともある。短期的には、今、原油価格が下がっていることは、原油価格が上がったことによって、新興国も含めて資源国の景気が減速していることが足許はっきりとみえてきているので、このマイナス効果の方が先に日本経済に及ぶ。すなわち、輸出の減少という経路を通じて及んでくるのではないかという意味では短期的には少しネガティブかと。原油が下がること自体がネガティブではない。しかし、その向こうにある我々の輸出仕向け国の景気減速というところに目を向けると、短期的にはやはりマイナスである。ただ、そういった我々の輸出先も、我が国と同じように程度の差こそあれ交易条件が早晚改善してくるとすれば、そこへの輸出環境は必ずや好転し、中長期的な時間軸は分かりにくいくらいがあるが、ポジティブに働くだろう。そういう意味で、やはり時間差が非常に重要な意味を今のところもっているだろう。これがなかなか見極めにくいくらいこと自体が、先行きの不確実性を高めている。当面は輸出の減少に少しマイナスが効いてくることが大きいかという感じで先程申し上げた。

中村委員

時間軸という意味では、企業にとって 147 ドルはまだ消化していないと思う。消化していないまま下がっているというのが…。

水野委員

したくないというか。

中村委員

一般的に、仕入れ価格の上昇を販売価格に転嫁する時に 3 か月から 6 か月位のタイムラグがある。だから、価格転嫁の動きはいつも後追いで、それがまだ終わっていないことがある。企業はまだ高い価格を消化で

きないまま価格が下がっており、どの水準で落ち着くかを見極めている感じがあると思う。油の値段は基本的には需給で決まっていると思うが、新興国の需要が増加する一方、先進国、O E C D 加盟国の需要が減少していることが、価格下落に繋がっていると思う。

### 亀崎委員

原油価格の下落は交易条件の改善ということで、日本の企業の採算がまず改善されるという意味では非常に大きい。今まで原油高を最終価格に移転できなかった。それを企業努力で吸収すべく努めてきた訳だが、一方では、企業の採算が改善されても、今お話があるように、輸出が落ちてくると、結局企業収益の改善に繋がってこないというネガティブな要素がある。もう一つは、ドル安円高になる中で、輸出に対してネガティブな要素があるということ。因みに原油価格の上昇は元々、新興国の高度成長とこれに伴う需要増で始まったのだが、価格が 100 ドル／バレルの時はうち 30 ドルか 40 ドル位は投機要因によるものだと言われていた。その後、100 ドルを超えて 147 ドルとなると、まさにかなりの部分は投機要因という状況にあったと思う。ところが、商品先物取引委員会の調査が入って取引の透明性を高めたり、それから問題のある業者を摘発したりしたことによって随分落ち着いた。それから、もう一つは、アメリカも需要が 2%位減っているが、ここは最大の石油消費国なので、こういったことも影響してきていると思う。先行きについては、この前の O P E C 総会では、枠はそのままとし、枠を超えて生産していた部分を日量 50 万バレル位減らすとした。12 月の O P E C 総会に向けては、市場価格があまりにも自分達の目標から下がってきたのでなんとかしたいと言っているが、今の価格状況は、台風グスタフなど自然災害にも然程影響されなくなってきた。こうしたことを踏まえると、先程の話のように 100 ドル／バレルを超えてどんどん上がっていく——140 ドルを超えて上がっていく——ということはないと思う。80 ドルとか 100 ドル近辺で推移するのではないか。ただ、そうは言っても、先程申し上げたように輸出の増加に繋がっていかないと、企業

の採算が改善されただけではインパクトが小さいかと思う。

### 水野委員

原油価格の最近の下落について、あまり言われていない良いニュースは、原油価格が下落する中でドル安に反転の動きがみられることがある。足許、原油価格が下がっているにもかかわらず、ドルが上がっている——反発している——。産油国とかにとって頭が痛かったのは、原油価格が上がる一方でドルが下がると、輸入国ではインフレになってしまうことであった。先週、ロシア中銀に行って総裁からもお話を伺ったが、原油価格が下がることは、産油国も含めて少なくとも中央銀行にとって良いことである。どこまで下がっても大丈夫かと聞くと、1バレル50、60ドルまで大丈夫だと言っていた。こうした点を踏まえると、今、多くの国の少なくともセントラルバンクにとってはコンフォータブルなところにあると思う。ただ、原油価格は、7月11日にピークをつけて、まだ2か月しか経っていない。それで、今、どこが実勢かということが分からぬのが多分正直なところだろう。

### 西村副総裁

一点付け加えたいのは、原油価格の話である。内需と外需の問題がある。先程言った原油価格と需要との関係はどちらかというと外需の話であるが、内需に関しては明らかにマイナスの方向にしか影響しなかった。ということで、内需にどう影響を及ぼしてくるか、特に運輸とか極めてドメスティックなところにどう影響を及ぼしてくるかは、今後、判断が分かれるところだと思う。一つは恐らく相当良い方向にいくだろう。というのは、先程亀崎委員がおっしゃったようなコスト削減に行き過ぎがあったので、特に内需関連で輸出企業に対するサービスを供給する部門がプレッシャーから若干解放されるかどうかが大きな問題だと思う。そういう意味で、長期的にみれば内需に対してはポジティブな影響——外需を含むよりもはるかにポジティブな影響——があるので、そこら辺をきちんと明確に

享受できる状況にもっていく必要があること。これが日本経済全体としてはみなくてはいけないところだと思う。それが一点。それからもう一点は、商品市況の下落——今、水野委員と須田委員がおっしゃった——と金融市場とが非常に大きく絡んでいて、金融市場の不安が商品市況の下落を惹起し、相乗作用かどうかよく分からぬが、関係している。これによりどうリパーカッシュンが相互に起きていくのかが非常にみえにくい。というところが、今、我々は難しい時期に差し掛かったところだと思う。先程、水野委員が指摘したドルとのデカッピングの話は非常に新しい性格である。簡単に言えば、色々なところに起きていた相関関係が大きく崩れて出てきたという全体の流れと重なっている。これがどういう影響を及ぼしてくれるか。恐らくヘッジファンドとかそういうところでかなり稼いでいた人達にかなり大きなプレッシャーを与えるだろう。それがまた金融市場に影響を及ぼしていく可能性がある。ここはみえないが、やはりこの辺は注意してみなくてはいけない。商品市況が単純に実物ではなくて、国際金融市场の中に組み込まれてしまったことに関しては、我々は注意してみなくてはいけないと思っている。

### 野田委員

全くそのとおりだと思う。私も後半で触れようと思っていたが、100 ドルを超えて 140 数ドルまでいったところが金融市場をかなり悪い方に後押ししたことは、多分正しい見方だろうと思う。今、たまたまそちらが逆の方向に、良い方向に巻き戻しているが、半年前を振り返った時、逆の方向にいったことを我々は忘れてはならない。すなわち、金融資本市場の混乱が変わらないことからみれば、また悪い方向に巻き戻ってしまうリスクはあることを忘れてはならない。西村副総裁の意見は全くそのとおりである。

### 須田委員

私も次にその話をしようと思ったのだが。

白川議長

全部持ち越して最後のセッションでやるというのは、議長としては自分自身も迷いながらやっているのだが。

水野委員

不動産の話なども皆——私も——用意しているが、誰も言っていないのに議長に言われてしまうと。

白川議長

ではテンタティブに原油については閉める。今の話を聞いていると、金融資本市場の評価であるとか今回の措置の評価であるとかは大事なので、何人かの委員は明示的に触れたが、第二ラウンドで満を持している方も多いいらっしゃると思うので、後にするか。

須田委員

私は次には言わないので、あと一言…。

白川議長

国際金融市場の評価について、亀崎委員は第二ラウンドで用意されているのか。皆さん大体言われたという感じか。

水野委員

私は後半にとっている。

白川議長

ではそれはちょっと後にしよう。

須田委員

言いたいのは、中身より資本不足の問題の話についてだけである。それはそのとおりだと思うが、一つ、議論を聞いていて私が不思議に思うのは、なぜ配当は絶対下げられないと判断するのか。

水野委員

それは株主が…。

須田委員

株主責任として、例えばその収益を賃金に回すことを含めて、もう少し配当を自由にできればと思う。この間のBISの議論などを聞いていると、何か今触れてはいけないという議論になってしまったというのが凄く…。

水野委員

株価と配当はインベストメントバンクの生命線だ。自らの株価が上がらないと高い給与水準を維持できない体系になっていて、配当が払われなければそもそもその会社と交渉しないということになっている。おっしゃるとおりおかしいので、インベストメントバンク・モデルは多分崩れる。

野田委員

そうは言っても絶対だめだということではなくて。

白川議長

そうではないな。

野田委員

やはり選択肢の中には…。

白川議長

入っている。

野田委員

入っている。この間も、白川議長もご報告されたように入っているが、優先順位と緊急度の問題である。いよいよ切羽詰まれば、当然配当金にも及ぶということで、そこまでいく前の段階で今まででは決着がついた。決着がついたというのは、良い方に決着がついた場合もあるし、リーマンのように駄目な場合もあるということである。最後に議論の時間があれば、当然、配当政策についての議論はあってしかるべきである。その背後には当然株主がいるので、ガバナンスの考え方からいけば、配当をどうするかは増資の選択とともにオルタナティブでどう考えるかは当然議論があつてしかるべきだし、全くそれが排除されていることではないと思う。

須田委員

そのとおりだと思う。ただ、実際は持っている資産を売る方が先だと議論が進んでいる気がする。

野田委員

それは市場が早く結論を迫るという緊迫度合いを示している。

水野委員

せっかちなのである。

白川議長

配当については、私は企業経営者の経験が一度もないのに、お三方の方が。まず、配当削減を完全にルール・アウトしている訳ではないが、全体的にリラクタントであったというのは多くの人が受けた印象である。なぜかというと、一つは、勿論、配当削減は必要だが、今、彼らが直面してい

る問題——資本不足——に比べて配当削減で解決できる部分がどの程度あるだろうか。多分、割合的にはかなり小さい。勿論それも必要だが、それが今の問題に対する解決策では多分ない。二つ目には、これだけ今コンフィデンスが低下している。その時に経営者自身がマーケットにどういうシグナルを送るか。そのことがさらに不確実性を高めて資本コストを上げていくと懸念すること自体は、良い悪いは別にして、理解はできると思う。その中で何を選ぶかという時に、順番で配当削減が真っ先にくるという訳ではないというのが現状描写だと思う。ただ、繰り返しになるが、個々の金融機関の中で英断を下す経営者もいればそうでない経営者もいる。しかし、今、マクロで不良債権が非常に多くて、マクロで資本が不足しているとすれば、個々の経営者のビヘイビアだけでは議論は解決しないと私は思う。

### 須田委員

資本不足問題が前提にあり、それをどうするかということで、公的資本を入れるしかない。言い切ってはいけないが、それは必要な大きな選択肢だと思う。

### 白川議長

もう一つ気になるのは、これも第二ラウンドで議論するべき話かもしれないが、先程、西村副総裁が触れた点である。色々な形で公的当局が介入することは、深い調整を避ける意味ではプラスであるが、元々の要調整幅自体を小さくするものかどうかについて、私は多少疑問がある。要するに、浅く長くやっていく選択なのか、あるいは深い調整を強要するか。GSEの発表の後、FTに出たマーティン・ウルフ氏だったかの論評などをみてみると、結局住宅を沢山作り過ぎたとか、あるいは過大な投資をしてしまったという事実自体は残っている訳なので、そのショックを和らげる効果はあっても、元の過剰自体は消える訳ではない、結局、それは時間を掛けて解消するしかないのではないか、これが経済のメカニズムなのではない

いか、と言っている。そう考えると、多分そういうレベルの調整を超えて経済がどんどん落ちる時は介入が必要であるが、今回起きたことあるいはこれから起こるであろうことをどう理解するか。これは頭の中でいつももやもやしている。

### 野田委員

実体経済だけをみるとそうだと思うが、金融・経済をみると、そこはもう少し違うものがある。

### 白川議長

そうである。自分自身の政策的な好みからいくと、今、野田委員がおっしゃった金融システムのことを考えて、そこはやるということだと思う。ただ、今度は経済が今後どう展開するかを冷静に認識する時に、どのように経済を観察するのかということである。

### 亀崎委員

先程、ニューヨクタイムズで、F R B が A I G に対する 850 億ドルの融資見返りに株式の 80% を保有するとの報道があった。結局、証券化商品なり不良資産なりが B / S に残ったままであるので、これも始まりに過ぎない。これをどこまで時間を掛けてじっくりやっていくのか。根源は住宅価格の下落なので、不良資産の買取を直ぐやらないと根源的なところの解決になっていかず、それをやるまで、ずっと続していく。そのため、そういうことを一つ一つ、A I G とかベア・スタンズとかに対してやったようなことをやりながら、欧州も含め、まだまだこれから出てくるかもしれない先に対してもやっていくことになるのだろうか。現在、市場では証券化商品や不良資産の価格は付かないので、公的な買取機関を設立してこれらを公正な価格で受止めるしかないか。

### 西村副総裁

ただ、買取資産の買取のもとになるのはタックス・ペイヤー・マネーである。タックス・ペイヤー・マネーなので、コストとベネフィットを考えなくてはいけない。そのためには、我々自身がある程度見通しを立てなくてはいけない。その難しさがあるということである。これができるないといけない。もう一つは、今度のケース——A I Gの場合もそうであるが——では、中央銀行コミュニティを含めて市場からみた時に、それがフリップフロップというか、よたよたしている、視線が定まっていないという印象を与えていた気がする。中央銀行が最後の拠り所であることに対するコンフィデンスが落ちてしまうのは、極めて危険な状況にある。これは我々が経験したことであるが、やはり難しいことである。ある種のきちんとしたプリンシプルがどこかに出てこないといけない。

### 野田委員

おっしゃるとおりで、ベア・スターンズ、リーマン、A I Gについては、ダブルスタンダードとかトリプルスタンダードが生まれつつあるのではないか。それに対するコンフィデンスは相当重大だと私は思う。対岸の問題だとはなかなか言えない。

### 亀崎委員

アメリカの商業銀行とか地方大手銀行、それから貯蓄金融機関、こういうところの問題が今後出てくる可能性が高いと思う。

### 中村委員

根本的には結局住宅価格等の下落などのマイナスを最終的に誰が負担するかということである。

### 白川議長

そういう意味で、私が言いたかったことは、ロスはもう現に発生してし

まったく別の訳である。それを金融機関の株主だけが負担するのか、金融機関の預金者、債権者だけが負担するのか、あるいは薄く広く国民全体で税金により負担するのか。別にロス自体が消える訳ではないので、そのロスの負担を、皆、背負いながら消費行動、投資行動をしていく構図に基本的に変わりない。そうすると、金融システムのメルトダウンを防ぐことは非常に大事であるし、そのことがさらなる景気の落ち込みを防ぐという意味では勿論必要なことである。ただ、そのことと、この後、経済がどういうプロットというかパスをいくかというのは十分両立する話である。その辺どうなのかと議論している。

須田委員

今、どちらも同じだと聞こえたが。

白川議長

それは違う。

須田委員

ロスをトータルで速く処理するハードランディング・シナリオを探るか、それともゆっくり時間を掛けてやるかによって、トータルのコストがどうなるかは分からないことである。このアメリカの問題が起った時に、ハードランディングでさっさと調整した方が良いのか、時間を掛けてやった方が良いのか、ここでも議論があった。私はどちらかというと時間を掛けてやった方が良いと思っている。ハードランディングの場合は、やはりコスト負担としては財政支出を考えたうえでしか無理だと思う。そうでないと、もっと悪化してしまう。しかし財政を前提にハードランディングをやっていくことは無理だと思ったので、基本的にはある程度実体経済の頭を抑える程度に時間を掛けながら調整する方が私自身は望ましいと思う。その方向に行かざるを得ないのではないかということを、自分のシナリオとして考えている。従って、住宅問題はいつまでもずっと長引くというスタ

ンスである。だからといって実体経済は大きく落ち込まないという見通しをとっている。

### 野田委員

そこがハードランディングになるのかという心配をさせてみたり、やはり長引かせる、時間稼ぎとみせようとしているのか。そこが分からぬというのが、先程、西村副総裁がご指摘された点である。

### 水野委員

私は金融イノベーションを否定したくない立場にある。金融イノベーションによって、不動産、住宅、それから先程出た原油に、正しいかどうか分からぬが、プライスについてマーケットで取引されるようになった。そういう状況で、一旦調整が生じると、それがディスオーダリーに起こるのか、オーダリーに起こるのか分からぬ。先程西村副総裁がおっしゃったような話を含めて考えると、Fedを批判するのは簡単だが、彼らが迷うのは当然かという感じがする。アメリカはスピード感をもってやっていると思うが、それ以上に物事が動くスピードが速いという感じを、最近、個人的には受けている。

### 白川議長

いずれにせよ、公的資金の投入はテイル・イベントを防ぐという明らかにプラスがある。そのことが最も大事だという点では皆様の意見が一致していると思う。ここで、建設、不動産あるいは国内の企業金融について、何か追加的なコメントはあるか。世の中では関心が非常に高まっていて、コミュニケーションという面でも難しいし、実態的な判断としてもなかなか難しい問題で、いつも苦労しているテーマの一つでもある。これはこの席でも何度も議論したが、特にないか。

## 西村副総裁

少し宜しいか。建設、不動産は先程言った内需という点からも重要なものであることは、確かである。しかも、商品市況が下がる、それによって、資材の高騰がなくなることは、かなり大きなポジティブなインパクトがあると思う。ただし、重要なのは建設、不動産は元々何もないところでビクティムとしてこうなったのかというとそうではなくて、元々問題があったところにこの問題が起きたということで、簡単にいえばリストラが遅れていたということである。先程のハードランディングかソフトランディングかという話があるが、実はリストラはハードランディングでしか起こりにくい。そういうことから考えるといわばハードランディングとソフトランディングの中間位のところで微妙なバランスをとりながら、リストラをやり、かつ強いところが伸びていくという方策しか多分ない。これは本当に針の穴を通るらくだという状況である。スウェーデンでは僕倖というか非常に上手くやれた。スウェーデンも建設、不動産で、日本と同じことが起きた。こういうところをこれからどういう形で考えていくかは極めて重要な点で、我々もそれをどうやってサポートできるのか、できないのか、真剣に考えなくてはいけないと思っている。

## 水野委員

建設業界は公共投資が数年に亘って大きく減少することを前提にリストラを進めれば良かったが、西村副総裁がおっしゃったように、再編も非常に中途半端であるし、就業者をみても 10 年前と比べて未だにほとんど減っていない。実体は、役員賞与などを減らしながら生き残ってきたので、当然、今みたいに景気がダウン・トレンドに入ると非常に厳しくなる。話を元に戻すと、この業界は雇用を抱え込んでいるので、淘汰が進んだ場合には、地域経済に非常に大きな影響が起きる。ポリティカルな問題とエコノミックな問題、それから産業における構造改革の問題と色々な複雑な問題が絡み合っているのではないかという気がする。金融政策ができることとしては、低金利政策で支えるのが良いのか、逆に金利を高め淘汰を進め

させる方が良いのか、両方あり得ると思う。いずれにしても、この問題はシングル・アンサーを出すのは非常に難しいかという感じが正直する。

### 野田委員

今、建設と不動産は一括り、ワンセットで議論されているが、本当は違う。不動産は、今回のケースも転売型のところが基本的にやられている訳で、伝統的というかいわゆるリテール型の不動産までどうかというと別の話である。今、水野委員あるいは西村副総裁がおっしゃった建設は多分そういうもので、不動産はもう少し短いタームで考える必要がある。特にノンリコースローン、あるいは外資系のファンドがバックにあったが、それが切れてしまったとか、という短期的な要因で考えなくてはいけないので、別に考えた方が良いかと思う。

### 西村副総裁

それはそのとおりである。

### 白川議長

他にあるか。それではここで10分休憩して、11時から再開したいと思う。

(10時49分中断、11時00分再開)

## IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

### 白川議長

それでは、決定会合を再開する。アメリカの金融資本市場については、第一ラウンドでも議論したし、第二ラウンドもその話に及ぶと思う。先程お話にもあったAIGの件で、F R Bからプレスリリースが公表されている。今日はこれ自体を議論する場ではないので、ほんの数分でこういう事実があったということについて極く簡単に願いしたい。質疑応答はなく

事実だけ言って頂く。

野田委員

これは議事録の記録の対象外か。

白川議長

これは記録対象である。

山本理事

お配りしたものは Federal Reserve Board が決定、発表文である。9月16日、東部時間の夜9時に発表されたものである。ポイントは左側に書いてある。ニューヨーク連銀は、AIGに対して上限850億ドルの貸出枠を設定する。これはフェデラル・リザーブ・アクトのセクション13の(3)に依拠するものである。期間は24か月、金利はL+850bpである。環境と目的が右側のパラグラフ二番目と三番目に書いてある。パラグラフ二番目の1行目の後ろの方である。「disorderly failure of AIG could add to already significant levels of financial market fragility and lead to substantially higher borrowing costs, reduced household wealth, and materially weaker economic performance」とある。次に、目的である。

「The purpose of this liquidity facility is to assist AIG in meeting its obligations as they come due. This loan will facilitate a process under which AIG will sell certain of its business in an orderly manner, with the least possible disruption to the overall economy」ということである。最後のパラグラフの1行目の最後に、担保が書いてある。「The loan is collateralized」ということで全てのAIGの資産及びその全てのその「primary non-regulated subsidiaries」の資産が担保とされる。その次の文章にあるように、これらの資産の中には「stock of substantially all of the regulated subsidiaries」が入る。この融資は、次の行に書いてあるようにその企業のアセット、資産を売却すること

によって返済されていくことが期待されているということである。最後に書いてあるように、米国政府はAIGの equity interest の 79.9%をリセーブする。また、普通株、優先株の配当支払い停止権限を有することになっている。以上である。

### 白川議長

それでは、第二ラウンドの議論を始めたいと思う。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、その後自由討議したいと思う。順番は先程と同じである。それでは、中村委員お願ひする。

### 中村委員

二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、第一の柱、すなわち、経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについては、我が国経済は、前半部分で述べたように、内需は、交易条件の悪化による企業収益が減少を続け、家計の実質所得も弱めに推移する見通しにあるため、当面伸び悩む可能性が高い状況である。もっとも、財務面や設備・雇用面での調整圧力が大きくないことや、企業の経営体質が強化されていることなどから、今後、大幅な景気後退に陥る可能性は低く、国際商品市況が落ち着きを取り戻し、海外経済も減速局面を脱するに連れて、次第に緩やかな成長経路に復すると考えられる。

第二の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、我が国の経済成長は、これまで同様、内需が伸び悩む中で、拡大するグローバル市場である外需に依存する割合が大きいため、世界経済の動向を見極めていくことが重要である。世界経済は、これまで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、減速感を強めてきた。エネルギー・原材料価格は、世界経済減速に伴う需給緩和を背景に下落しているが、前年比では依然として高水準で推移しており、世界経

済の下振れリスクが高い状況が続いている。また、米欧の金融機関の損失の計上が続いているが、リーマンの経営破綻やバンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの経営統合等もあり、保険会社を含む金融機関の経営不安が拡大している。金融セクターの株価やCDSプレミアムは不安定な値動きとなっている。これまで、米欧の金融機関は計上する損失額に対応させる形で資本増強を進めてきたが、昨年来、金融機関の増資等に応じたソブリン・ウェルス・ファンドをはじめとする投資家は含み損を抱え、先行きの株式希薄化懸念も強いことに加え、リーマンに対する米国政府の対応から、大手金融機関でも破綻することが改めて確認されたこと、損失の主たる要因の一つである住宅価格の下落に歯止めが掛かっておらず、さらなる損失の拡大が懸念されること、投資銀行などでは、組成販売型のビジネスモデルが行き詰まる中で、収益性の低下が避けられないことなどから、金融機関の資本調達は、今後、一段と困難になると考えられる。このため、金融市場の混乱に伴う損失の計上や、経済の減速に伴う信用コストの上昇は、保有資産の売却や部門の切り離しで対応せざるを得なくなつており、これから金融機関経営に対する不確実性は一段と高まっている。米国の連邦預金保険公社——FDIC——は、8月26日に公表したクオータリー・バンキング・プロファイルにおいて、問題先金融機関数を第1四半期末の90行から第2四半期末には117行に増加させたほか、収益面でも、不良債権の増加に伴う貸倒引当金繰入額の急増や、トレーディング業務を通じた利益の大幅減少により純利益が大幅に減少したことを指摘しており、金融機関が厳しい経営環境に直面していることが確認される。

国際金融資本市場では、長めのドル資金に対する需要は根強く、市場流動性の低い状態が続いている。一部には、資金調達・運用はほぼ全て有担保取引に移行しており、市場全体でのレバレッジが急速に低下し、運用される資金量が減少しているのではないかとの声も聞かれる。また、社債や証券化商品のスプレッド、CDSプレミアムは高い水準で推移しており、金融市場の緊張は続いている。こうした市場環境のもとでは、金融機関のリスクテイク能力も限られていることから、金融面から実体経済に対する

調整圧力は拡大している。このため、世界経済が減速局面を脱して再び加速する時期が見通しにくい状況である。このように、世界の金融市場の緊張が高まる中、先行きの内外における不確実性を見極めるためには、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。先週まで無担保コールレート（オーバーナイト物）は安定的に推移していたが、昨日はリーマン破綻の影響から、国内短期市場でも、一時 0.55% 近傍で高止まったほか、レポ・レートも大幅に上昇した。金融市場局による総額 2兆 5 千億円の即日供給オペに加え、本店供給オペや国債補完供給の実施条件の緩和といった肌理細かな金融調節の実施により、日中の調達圧力は幾分緩和したが、市場の緊張感は払拭されていない。欧米の金融市場が不安定な状況にあるため、引き続き機動的なオペ運営により、市場の安定に努めてもらいたいと思う。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と考える。前半パートで述べたとおり、国内の景気は足許、既往の国際商品市況の上昇や海外景気の一段の減速の影響を受け、停滞している。一方、物価は上昇品目の幅を広げながら一段と上昇している。先行きについては、以下で述べるように、米欧金融市場の動向、国際商品市況の動向、そして国内のインフレ期待の動向について、十分注意しながら金融政策運営を行っていく必要があると考える。

まず、米欧金融市場の動向である。先週末からの金融市場におけるビッグプレイヤーの経営危機や破綻により、世界の金融市場は混迷を深めている。こうした混乱は、米国住宅市場の減速による住宅ローン関連証券化商

品の評価損から発生したが、同時に銀行の住宅向け融資基準の厳格化を通じて、住宅市場が一段と冷え込み、金融市場の混乱に拍車が掛かるという悪循環に陥っている。商業銀行の損失は、証券化商品から住宅ローン自体に広がり、不動産に貸出ポートフォリオが偏りやすい米国の地銀では、前回会合以降も3先、今年に入って11先が破綻した。住宅市場の冷え込みは、景気全般の減速、停滞にも繋がっている。その結果、財務内容が悪化してリスクテイク余力が低下した多くの銀行が、より広範な分野で融資基準を厳格化していることから、景気にさらなる悪影響が及ぶという形でも負の相乗効果が発生していると考えられる。

こうした中、米国財務省が9月7日に発表したGSE2社に対する一連の施策は、多額の資本注入等、両社を潰さないという断固たる意思表明によって市場の不安心理を一時和らげたが、併せて、両社の保証業務の拡大や2009年末までの限定付ながらMBS資産の拡大を認めるなど、両社の経営健全化を急には進めず、住宅市場及び景気全般に配慮しながら進めていかざるを得ないことも示唆した点で、金融市場と実体経済との負の連関の根深さと、その根本解決の難しさを明らかにしたと言える。この点は、我が国の景気にとっても大きなダウンサイド・リスクであるため、当局の対応とともに、注意してみていく必要があると思う。また、情報開示が遅れている欧州金融機関の動向も目が離せない。

なお、先週末の米欧金融市場の混乱が、我が国金融市場へ波及するとのないよう、本行が昨日行った計2.5兆円に上る即日の資金供給、さらには債券市場の安定を狙った弾力的な実施条件での国債補完供給については、時宜を得たものであり、市場の評価を得たものと思う。今後とも、さらに適切な対応が必要だと思っている。

次に、国際商品価格の動向である。足許では、米当局の投機抑制策や、世界景気の減速が意識されたことをきっかけに、商品市場から投機資金が流出し、価格は下落傾向にある。しかし、今月に入ってからも、ブラジルが鉄鉱石の本年度価格につき再引き上げを表明するなど、資源価格の騰勢が収まったとは断言できない状況にある。また、原油市場では、地政学的

リスクやハリケーンなどを理由とした投機ポジションの造成と巻き戻しといった動きも、引き続きみられている。このように、国際商品価格の動向についても油断せず、今後も注視していきたいと思う。

さらに、国内のインフレ期待の動向である。確かに、第1次、第2次のオイルショック時と比べて、現在は景気が停滞局面にあること、労働組合の組織力の低下もあって賃金の上昇圧力が弱いこと、グローバル化の進展で、商品の生産をより低コストの国へとシフトしやすくなっていることなどから、輸入物価の上昇が直ちに国内での二次的効果を伴うインフレに結びつく可能性は高くないと考えられる。しかし、前半パートで申し上げたとおり、食料、エネルギー以外にも価格が上昇している品目数は多くある。仔細にみると、例えば衣類や履物などは中国のコスト上昇、水道工事費や専門学校授業料などは専門的人材不足による賃金上昇、公営家賃や下水道料などは地方財政難といったように、一応、個別の理由付けが可能とみられる。ただ、注意すべきは、エネルギー・食料品価格の上昇が、消費者の物価上昇見通しを高め、様々な品目で値上げしやすい環境を作り出していくかどうか、こうした中で、エネルギー、食料品も含め、足許の原価上昇以上の値上げが行われていないか、それから、物価高を受けた賃金上昇が容認される雰囲気が広がらないか——これは先日、経済産業省の二階大臣が経団連の御手洗会長に要請したことでもあるが——、今後、時間とともにこうした環境がさらに醸成され、価格上昇品目が一段と増えないか、上昇テンポが加速していかないか、という点である。インフレ期待の動向は大変重要であるため、今後とも予断を持つことなく、様々な角度から丁寧に確認していくことが必要であると思う。

このように、日本経済は上下双方のリスクが高い状態が続いている。今後とも、こうしたリスクが顕現化していかないか、注意深く確認しながら、金融政策運営に当たっていきたいと考える。以上である。

白川議長

須田委員、お願いする。

## 須田委員

先程も触れたが、今月に入って米国金融市場では大きな動きが相次いでいる。これに対して、主要国は大量の資金供給を行うとともに、F R Bは緊急融資枠に関する受入れ担保拡大や大手金融機関 10 社による 700 億ドル基金設立などもサポートしている。これまで安定を維持してきた我が国の短期金融市場でさえ緊張感が高まり、それに対処すべく即日で 2.5 兆円資金供給するとともに、国債補完供給の実施条件の緩和を行い、市場からは肌理細かいオペを評価する声が聞かれている。とはいえ、昨日の東京市場では、世界的に市場が大荒れとなる中で、日経平均株価が 600 円を超える急落となつたほか、債券先物が一時 3 円を超える急騰となつた。また、為替市場でも前週末比 3 円を超える大幅な円高ドル安となつた。A I G は取り敢えず当局に救われたことであるが、市場では次のリーマンを意識するであろうし、噂として取り上げられる大所がなくならない限り、こうした金融資本市場の不安定な地合いは、暫く続く可能性が高いと思われる。ゴールドマン・サックスの収益が株式公開以来の最大の減益幅となつたが、先行き金融機関のビジネスモデルが見出しにくいことや、監督規制の在り方についての不透明感があることも不安定な地合いを高める要因となると思われる。今後、G S E 2 社の公的管理移行に伴い持ち上がつてきる C D S 取引のクレジット・イベント決済の問題に加え、リーマンが関与しているデリバティブ取引が円滑に決済されるのか等、決済に関わる不確定な要素も少なくない。

このような状況のもと、米国の L I B O R—O I S スプレッドや金融機関の C D S プレミアムが大幅に拡大している。日本の金融機関や投資家の間でも、G S E やリーマンが関与する取引が少なからずみられていることから影響が懸念されている。こうした中、9 月末越えに対する警戒感が急速に高まりつつあることから、執行部におかれでは、米欧の当局者や内外の市場関係者と密接な情報交換を行いながら、的確に現状を把握したうえで、常に不測の事態を想定しながら肌理細かい調節を実施して欲しいと思

う。

以上のように、金融資本市場が不安定化していることに加え、経済・物価情勢の先行きについても不確実性が高まっていることから、次回会合までの金融政策は、前回同様、現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復する蓋然性が高いかどうかを確認しながら、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思う。

以下では、改めて二つの柱による点検に沿って、金融政策運営に対する私なりの考え方を整理しておく。まず、第一の柱については、経済・物価情勢のパートで述べたリスク要因を中心に、足許不透明感が強まっていることは事実である。ただし、市場は今回の一連のイベントをまだ消化し切れておらず、現時点で拙速に方向性を決めるべきではないと思っている。従って、今のところボードメンバーが合意しているメインシナリオに変更を加える必要はないと考えている。因みに、来月の展望レポートでお示しする 2008 年度成長率見通しは、先般の中間レビューからゲタなど技術的な調整も含めて私は下方修正する予定であるが、先程違和感がないと述べた金融経済月報の概要のもと、我が国は物価安定のもとでの持続的な成長パスに復して行く蓋然性が相対的に高いとみている。

次に、第二の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ金融政策運営の観点から重視すべきリスクについてである。景気には下振れリスク、物価には上振れリスクを意識している。国際商品市況下落の背景にある世界景気の減速に注目が集まる中、マーケットではインフレ・リスクへの警戒感が薄れているように窺われる。しかし、今回の FOMC で示されたのと同様に、我が国においても経済の下振れリスク、インフレの上振れリスクは、両方とも重大な関心事であることに変わりない。今回の FOMC 政策決定について、マーケットと当局間にギャップが生じ、マーケットを振らせることになったが、我々も市場とのコミュニケーションを誤るとこのようなことが生じかねない。

インフレ・リスクを軽視できないと考えている理由の一つは、グローバ

ルにインフレ期待が高まっていることがある。次に世界全体でみて、金融緩和の状況にあるということである。米国と為替レートをリンクさせているため緩和的にならざるを得ない国もあるし、中国が少し緩和方向に舵を切ったように見受けられることも気になる材料である。つまり、世界を一つの国として見立てた場合、その国の成長率が鈍化してきたのは事実としても、金利を下回る程下振れたとはみていね。従って、グローバルにインフレ圧力があると思っている。また、原油相場をはじめ、国際商品市況は現在落ち着きどころを探って調整を続けているが、それが投機的な部分の調整なのか、ファンダメンタルズの悪化によるものなのか区別することができない以上、全てを世界経済の下振れで説明することには無理がある。従って、世界経済が下振れても、国際商品市況が再び反転上昇し、インフレ率がこれまで以上に上振れる可能性も否定できない。実際、国際商品市況の反転を予想する向きも少なくない。直近のブルーチップに2年後に原油価格が再び120ドルを超えると思うかという設問があるが、17.8%がイエスと答えている。また、最近の株式市場の不安定化がリスクマネーを再びコモディティに流入させるリスクを高めている可能性もある。こうした点を勘案すれば、エネルギー・原材料価格が再び上昇に転じ、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化によって、インフレ率が思いのほか上振れてしまうリスクを軽視すべきではないと思っている。また、各国レベルでの需給ギャップに対する物価の反応が鈍くなっている可能性があり、スラックが拡大してもあまりインフレが低下しないリスクもあると思っている。

なお、昨日の執行部の説明にあったように、幾つかの指標や分析からみて、中小や一部業種の例外はあるが、我が国の企業金融を巡る環境は緩和的な状態にあると言える。我が国の短期金利は、潜在成長率や物価上昇率との関係からみて極めて低い水準にある。低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着すれば、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引き続き存在する。現在、米国が住宅バブルあるいはクレジット・バブルの崩壊に苦しんでいるとすれば、それ

を発生させたのも実体経済から乖離した金融緩和であり、どんなにその時点でもっともらしい理由があったとしても、あるいは引締めに移ることが困難な何らかの事情があったとしても、一旦バブルが発生してしまえば、その全責任は中央銀行が負うことになるということである。

勿論、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとでは、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない、という点は引き続き重要である。ただ、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長軌道に復するという蓋然性が高まったときには、金利水準を速やかに引き上げていくのが基本線だと考えている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いする。

野田委員

我が国経済の先行きについて、次第に緩やかな成長経路に復していくという第一の柱における標準シナリオを引き続き支持するが、そのシナリオを構成する二つの前提——すなわち、一つは国際商品市況が落ち着くこと、二つに海外経済が減速局面を脱すること。この二点——とメカニズムを中心に入りリスク要因を点検してみたいと思う。

まず、後者の海外経済から述べたいと思う。米国の金融機関は、先週までは個別金融機関の不安材料が対処療法的に取り除かれてきたことと裏腹に、金融市场の緊張感はむしろ徐々に高まっていた。それが今週に入つて、大手証券会社リーマン・ブラザーズの破綻と最大手保険会社AIGの資金繰り難に対して、金融資本市場全般は今次混乱始まって以来の緊張感の高まりを示していた。これは、金融セクター全体としてのバランスシートの悪化に歯止めが掛からないことと、追加資本調達の途が事実上杜絶するのではないかという懸念によるものであるが、より根源的な問題は病巣の大元であるところの米国の住宅市場における調整圧力がなお減衰していないことであるということは改めて言うまでもない。民間金融機関のバ

ランスシート圧縮のため、貸出態度の厳格化の流れは今後さらに強まってくる可能性が高いと思う。このような金融面からの制約が、米国経済を取り巻く不確実性を異例に高めていると言わざるを得ない。

一方、欧州を含む非資源国、地域は、総じて既往の一次産品の高騰により、インフレ率の高まりと交易条件の悪化による内需の減速という双方向のリスク拡大に直面している。ここでは、そのリスクの要因となってきた国際商品市況の動向が大きなポイントとなる。そこで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WTIは 90 ドル台前半まで続落し、新しい均衡点を模索する動きが足許続いている。先行きの原油価格を予想することは極めて困難であるが、一つに中国やインド等の新興国の人一人当たりの石油消費量は近年急ピッチで増加しており、中長期的にはそれが先進国並みに近づいていく中で、世界全体の需要は増加することが確実視されている。二つに、投資・投機資金の商品市場への移転をもたらした国際金融資本市場の混乱が続いている。三つに、俄かに高まったロシアを巡る情勢変化にみられるように、地政学的リスク発生の面からの懸念も依然として拭えていないことなどを勘案すれば、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い。このように、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。

以上の二つのリスク要因に加えて、日本経済の先行きについて深刻な調整にはならないとの一般的な見方の前提——つまり企業部門が全体として、負債とともに設備、雇用に大きな調整圧力を抱えていないこと——に関しても、可能性は相対的に低いが、下振れるリスクに注意が必要と考えている。設備投資については、リスク要因の最初に述べた世界経済の下振れリスクが予想を超えて大きく顕現化すれば、引き続き牽引車として頼む外需のさらなる落ち込みないしは持ち直しの後ずれを通じて、企業の支出行動の源泉である収益が下振れ、企業の短・中期的な期待成長率を下振れさせることに繋がりかねない。その場合、設備のストックに対する調整圧力が強まることにならないか、慎重にみていく必要があると思う。

また雇用面についてみると、雇用者全体に占める非正規雇用のウエイト

は、総務省の調査で1985年時点では16.4%であったものが、1990年代半ば以降大幅に上昇し、2008年4~6月期平均では33.4%まで上昇している。こうした雇用形態の変化を踏まえれば、雇用の調整が過去の景気調整・停滞局面に比べ、容易かつ速やかに行われるリスクも相対的に高まっており、この点についても注意を怠れないと思う。

なお、リスクに関してもう一点申し添える。以上申し上げたようなダウンサイド・リスクが薄れ、ひとたび我が国経済が本格的な回復過程に復していく場合には、足許まで続いている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ことである。私はどちらかと言えば景気のダウンサイド・リスクを引き続き重視してみているが、それはともかく、このように上下双方向に異例に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肝要と考える。

次回会合までの金融政策については、緩和的な金融環境及び安定的な金融市场を維持し、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必要であると判断し、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すというこれまでの金融市场調節方針を維持することが適当である、と考える。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

前回の決定会合以降、金融市场では二つの大きな変化があった。第一に、原油価格の落ち着きと欧米の景気減速感の強まりから、金融市场の関心がグローバルなインフレ懸念から世界的な景気減速の大きさにシフトしたことである。米国経済減速の余波は明確に他の地域にも現われており、新興成長国の株式相場も調整局面が続いている。最近、ユーロ圏とイギリスの経済指標が市場予想比下振れているため、外為市場ではユーロとポンド

が対ドル、対円で大きく下落した。また、国際商品市況の落ち着きを受けて、資源国通貨である豪ドルやカナダドルも強い下落圧力にさらされた。第二に、米国の金融システム問題の見通しについて、市場参加者が悲観的になると同時に、同問題が地域的な広がりをみせてきた。アメリカの財務省が9月7日、GSE2社を公的管理に移行させることを発表したが、それからたった1週間で、リーマン・ブラザーズの連邦破産法の申請、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの救済合併などが行われ、米国政府は政治的な理由もあって、モラルハザードを理由に、ベア・スターンズの救済合併時点に比べて、公的資金注入に対するハードルを高めたのではないかとの見方が強まった。従って、今後は増資がさらに困難になる、あるいは増資コストの著しい上昇が起こる、と予想される。その結果、欧米の金融機関の選択肢は、資産圧縮などデレバレッジ、他の金融機関との業務提携、合併、あるいは経営破綻の申請のいずれかの選択を迫られることになる可能性が出てきた。こうした中で、与信の慎重化による信用収縮を通じ、実体経済と金融の負のフィードバックがさらに強まると思われる。

世界経済のリスクがグローバルなインフレ懸念から世界的な景気減速の大きさや金融システム問題に伴う実体経済と金融の負のフィードバックにシフトしてきていることは、サンフランシスコ連銀のイエレン総裁などの講演からも分かる。イエレン総裁は、9月4日に「米国の2008年下半期の実質GDP成長率は、金融システム不安の影響で景気下振れリスクがあり、潜在成長率を下回ると予想している。実質FFレートが若干マイナスであるからといって、金融政策が非常に緩和的とは言えない。国際商品市況が高値から押し戻されたことから、インフレ・リスクはここ数か月で若干低下したとみられる」と指摘している。また、その翌日にも、「失業者増加を受けて住宅ローンの債務不履行が増え、その結果、金融機関の貸出条件が厳格化され、信用の引き締まりが発生し、経済活動や雇用の下押し圧力が強まるという負のフィードバックに米国経済は直面している」と改めて厳しい見方を指摘している。イエレン総裁は、FOMC内でコンセンサス的な見方を示すことが多く、かつ、つい最近までインフレ懸念を

どちらかというと警戒していた立場であったことを考えると、F R B が年内に利上げに転じる可能性は大きく後退したと判断できる。また、先日のB I S 総裁会議でも、ネガティブ・フィードバック・ループが働いているという認識がシェアされたと聞いている。

このように、我が国の景気停滞を招いている主要因である海外経済の減速とその一因になっている金融システム不安の高まりは、足許その深刻度を増している。従って、私としては、我が国の景気は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連れて、次第に緩やかな成長経路に復していくとの見方に賛成するものの、第一の柱の観点からみても、成長経路に復する時期は思っていた以上に後ずれする可能性が高まってきたと判断している。

リスク要因についてみると、米国経済の減速がアジア諸国をはじめとする諸外国にどの程度下振れ要因として顕在化してくるのかに加え、国際商品市況は落ち着きを取り戻したとしても元の水準には戻ることがないので、資源輸入国を中心にインフレを上手くマネージできるかがポイントだと思っている。また、米国を中心とした金融システム問題の今後の動向にも引き続き注意が必要だと思う。

このほか、我が国内需の低迷の主因である個人消費は、賃金が伸びない状況が続く中で、ガソリンや食料品などの生活必需品の価格が大幅に上昇したことにより停滞感が強まった。足許では、所得環境の先行きばかりでなく雇用環境にも不透明感が広がってきており、今後の個人消費の動向には一段と注意が必要ではないかと考えている。一方、インフレ懸念が後退する中、世界的に金融緩和余地が発生するため、来年後半以降には一部の国では景気が回復に向かうことが期待できる。その意味で、景気の下振れリスクと同時に、物価の上振れリスクについても相応の注意が必要だという考え方には踏襲する必要があると思う。すなわち、一番目として国内企業物価が8月時点で前年同月比+7.2%上昇と高い伸びを示す中で、消費者物価の前年同月比上昇率も日本銀行が物価安定の目安としている年率0～+2%程度を超える水準が現実のものとなっていること、二番目として、

企業の価格設定行動に変化が生じ、それが広がりつつあること、三番目として、緩和的な金融政策運営が長期化しているため、景気の下振れリスクが薄れる場合には、経済・物価の振幅、ボラティリティが大きくなり、物価安定のもとでの持続的な景気回復の実現が難しくなるリスクがあること、について指摘する必要があると思う。

白川議長は先日、名古屋大学における講演で、「財政のバランスが悪化すると、最終的に経済には色々な問題を起こすことは過去の経験が示すところである。長期金利は今1%台半ばだが、これは日本経済が基本的にどんどんインフレになっていくと皆が思っていないためである。そういう意味で、まずは財政のバランスをしっかりと確保していく努力と、中央銀行としては金融政策を物価安定という目的のために運営していくというきっちりとした対応が大事である」と述べている。私も全く同感である。すなわち、財政規律の維持及び物価安定に向けた中央銀行に対する信認が確保されていないと、長期金利が実体経済と乖離して上昇し景気を失速させるリスクがある。

最後に我が国の金融環境についてである。民間金融機関は建設、不動産、ノンバンクなど特定業種への与信には慎重化しているものの、サブプライムローン問題による直接的な悪影響も総じて小さいと判断される。金融環境を点検すると、一番目として、米国はクレジット・スプレッドの拡大、実質長期金利の高さ等を勘案すると、もはや必ずしも緩和的な金融環境とは言えないこと、二番目として、ユーロ圏とイギリスは今後景気減速に伴いインフレ圧力が低下することを考えると、実質金利は高まる方向にあり、来年以降、利下げが実施されないと金融環境がタイト化する可能性が高いこと、その一方で三番目として、我が国はクレジット・スプレッドの拡大は特定業種にとどまっており、企業の資金調達は資本市場を通じたものよりも銀行からの借り入れに依存した間接金融がどちらかというと中心であり、金融機関の貸出姿勢は総じて積極的であることなどを勘案すると、欧米主要国に比べて我が国の金融環境は総じて緩和的と言えると思う。

国際金融資本市場は不安定な状態が続いている。現時点では株式市場や

為替相場を通じたチャネルには注意する必要があるが、今のところリスク遮断ができていると思う。また、我が国は、2003年後半以降の世界的な景気拡大局面において、資産価格の高騰が大きな広がりを欧米諸国に比べると見せなかつた分、今回の世界的な景気減速局面における資産価格の下振れリスクも小さいと考えることもできると思う。

さて、当面の金融市場調節方針である。以上の点も踏まえて、現状維持で宜しいかと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いする。

西村副総裁

金融経済情勢の討議の際に述べたように、前回会合以降の情勢は、前回会合での現状判断、見通しに沿って、どちらかと言えばその下限に沿って推移していると評価できる。リーマン・ブラザーズの破綻と国際金融市場動搖の影響は大きな不確定要素ではあるが、今のところは不確実性を高めたところにとどまっており、今後の帰趨に注意すべきという判断が相ふさわしいと考えている。

まず、第一の柱から点検すると、現状は前回同様、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かと思う。設備投資は2次QEでみても足許若干減少しており、法人季報でみると大企業・製造業はまだ増勢を保っているが、サンプルの拡大、入れ替え、リース業の扱い等を勘案したとしても、非製造業や製造業・中小企業での減少は否定できない。これは資本財総供給の低下とも整合的であり、設備投資の弱さは実態としてある。消費は、特に支出側データの振れが大きいものの、大きく括ればこのところ横這いの圏内から若干の弱さというところにあると思う。輸出も既に議論されたように、米国では大きく落ち込み、欧州向けも弱さがみられるが、中国向けは底堅く、その他地域向けはまだ強さがみられる。従って、停滞ではあるが、ベクトルが深く下向きに向っている状況ではない。先行

きである。これも前回と大きな差はないと考えている。第一に米国経済の停滞が長引いているが、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あることや、第二に欧州で起きている停滞も浅い可能性があること、加えて第三に国際商品市況が落ち着きを取り戻し、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、若干の下振れ、後ずれの形ではあるものの、見通しの範囲内ではないかと考えている。

第二の柱からリスク要因の検討をする際には、実物面では、前回申し上げた輸出、内需ともに地域間、財間の相関が復活しつつあるかどうか、そして強い負のフィードバックが相互に働き始めているかどうかが判断のポイントになる。同時に、インフレ面ではプラス方向の強いフィードバックが企業の価格決定と消費者の購買行動に生じているか、がポイントになる。さらに、このところの国際金融市場の動搖がどのように進展するか、それが世界経済にどのように影響を及ぼしていくかという不確実性をどう判断するかに依存すると思う。今般の停滞が比較的浅いものになるという見立ての背後にある設備・人員過剰感のなさという点だが、前回からの経済情勢の変化をみると、少しずつ過剰方向に向ってはきていると思う。しかし、大きく過剰側に振れた状況にあるとはまだ言えないと思う。また、輸出についても、米国の停滞は織り込み済みであり、欧州の弱さも予想された程度にとどまっており、見方を大きく変えるまでには至っていない。中国は、首脳部が中小企業の状況悪化を述べ中小企業金融の重要性を強調している点をみると、従来経済のリーディング・セクターであった所やリージョンであった企業や地域の実態が、恐らくGDPデータ以上に弱くなっていると考えられる。しかし、今のところは政府側の対応、特にファイスカル・ポリシーの対応がどのようになるかを見守るべきであると思う。

このように、リスクシナリオは前回から引き続きダウンサイドに若干の変化をみせているが、明確に変化を示すハード、ソフトのデータが出ていく訳ではないので、ステートメントではダウンサイドへの動きを明示すべき段階にはまだ達していないと思われる。国内では、今後9月短観などに表われてくる景況感や将来予想、そして米国のGSEの公的管理入りの影

響等を慎重にみていく必要があると思う。GSEの公的管理入りの発表後、代表指標である30年固定金利住宅モーゲージの金利が60～80bp低下してきたのは良いサインであると考えている。これが金融と実物経済間の負のフィードバックが進みつつあるのを阻む効果を十分に持ち得るかを見守っていきたいと思う。

加えて、ステートメントでは、リスクシナリオのところで、この週末に典型的にみられた国際金融市场動搖の影響が将来見通しでの大きな不確定要素になっていることを挙げるのが適切である、と思う。方向としては、平均でみればダウンサイドであるが、他方、もし上述したようにGSE救済がポジティブな効果を持続し、かつ金融市场が悪材料出尽くしで落ち着きを取り戻す場合には、逆にアップサイドにいく可能性もあるので、両方向に不確実性は高いと考えている。今後の帰趨に注意すべきという判断で宜しいかと思う。

他方、物価面では、国際商品市況がかなり明確に反転したとはいえ、その持続性をまだ慎重に見守る必要がある。今までのところ、然程は出ていないが、過去の輸入原料価格上昇の転嫁が今後次第に進んでいく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決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、無リスクのプロジェクトに対応する資本コストが極めて低位にあるために、今は可能性は小さいと思われるが、もし実物面での下方リスクが急速に晴れる状況では、経済・物価に大きな振幅をもたらす行動を誘発する可能性があることには十分な留意が必要であると考える。

従って、前回に比べて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る。また、先行きの金融政策方針も、引き続き前回と同じ方針で臨み、金融市场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のが望ましいと考えている。以上である。

## 白川議長

それでは、第二の柱に基づく点検ということで、私自身の意見も踏まえながら、これまでの議論を総括してみたいと思う。若干の差は勿論あるが、大きな意味では一致していたかと思う。何よりもアメリカの金融機関を巡る情勢を背景に、国際金融資本市場は不安定さが増していると思う。世界的にみて、株価は大きく下落しているほか、欧米の短期金融市場では緊張感が高まっている。また、クレジット市場でも信用スプレッドが拡大している。アメリカ経済をみると、依然停滞しているし、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状況である。それから、欧州、アジアにおいても景気減速が明確化していて、世界経済は全体としては拡大が続いているが、下振れリスクが増大していると思う。国内民間需要の動向については、今後の国際商品市況の動向が重要なポイントになる。原油価格など国際商品市況が落ち着いた動きを続けていくならば、この先、交易条件の悪化を緩和し、先行き国内民間需要を支える方向で作用することが期待されるが、当面はこれまでの交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりに注意が必要であると思う。大きな意味で設備・雇用面での調整圧力はないとはいえ、景気の面では下振れリスクに注意する必要があると思う。物価面では、このところ国際商品市況が反落しているが、世界的にインフレ圧力が高い状態が続いている。我が国の物価については、これまでの賃金の動きなどを踏まえると、いわゆるセカンド・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と思う。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思う。以上のような情勢を踏まえると、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思う。

金融調節方針については、また後から申し上げるが、リスク評価につい

て若干議論したい。大きな意味では景気が先行き成長経路に復していくというメカニズム、それからリスクの所在についても認識が一致しているが、回復する時期はどの辺なのか。この点については、水野委員が時期は思った以上に後ずれすると思うという発言をされた。勿論、回復する時期について、いつと対外的に言う訳ではない。しかし、足許停滞しているし、停滞が暫く続く。一方、年度の見通しについては、展望レポートと中間レビューで変えていく。現在は7月時点の数字が生きている訳である。勿論、毎月数字が出る訳ではないし、出すことも適当ではないが、全体として年度の見通しも多分下がっているであろうと思われる。この辺について、我々はどのような判断をし、そのうえでどういう言い方をしていくのかを、若干議論させて頂きたいと思う。言い方はともかくとして、認識の方はどうであろうか。皆様の意見を総合すると、強弱についてウエイトの差は若干あるが、メカニズムについては基本的には変わっていない。

### 須田委員

宜しいか。この問題については、復していくということをどのような状態をもって捉えるのかが気になっている。停滞が長引けば、却って回復していく際には速く成長軌道に乗ることかもしれない、回復スピードはそれ程遅くないかもしれない、ということがある。後ずれすることの持つ意味がどういうことなのか。立ち上がるのも遅くて、それから先もずっと遅れることを意味するのではない可能性もある。従って、これを一言で言ってしまうのは問題だと思っているし、私自身は、今はまだあまりにも不透明感が高いので、もう少し様子を見て、短観が出たり展望レポートを待って分析を深めて、自分なりにより具体的なイメージを作りていきたいと思っている。

### 水野委員

後ずれという言葉を使ったので、どういうことをイメージしているかをいう。10月末の展望レポートのイメージを作り始めていて、GDPの見

通しを考え始めている。ポイントは、潜在成長率に復する目途である。年度で言うと、その時期が1年位遅れる可能性が高いと思う。中央値で恐縮であるが、我々は中間レビュー——7月時点——で2008年度、2009年度の成長率をそれぞれ+1.2%、+1.5%と言った訳であるが、明らかに2008年度は+1%以下になるのではないか。来年度も、ゲタを考えると、潜在成長率並み——+1.5～+1.6%であるか——に復していくためには、後半、頑張らないと苦しい。と考えると、2010年度に入ってから復していくというイメージを持っている。10月の展望レポートで議論すれば良いのだが、最初の頭出しと理解して頂ければ良いと思う。

#### 須田委員

その時に、復していく時期、立ち上がりの時期について、年度で議論してしまうと…。

#### 水野委員

ただ、何もない中で言うよりは、議論のために——フォー・ザ・セーク・オブ・ザ・アーギュメントで言うと——ということである。

#### 須田委員

だから、そこも含めて外との対話をすると…。

#### 水野委員

今はまだ煮詰まっていないし、私自身も議論がまだこなれていない。時期としては、10月の展望レポートがたまたまあるので、そこに向けて議論していくべきかと思って、今日は、頭出ししているだけである。

#### 野田委員

まだこれから細かく議論していくし、私もまだ具体的な数字のイメージはないが、4月の展望レポート、それから7月の中間見直しの数字をベー

スに考えたら、先程も前半で 2008 年、2009 年と減速すると申し上げた。2009 年も 2008 年に比べると少し減速するのではないかという感じを持っている、あるいは、持ちつつある。そういう意味では、先程、数字でお示ししてもらったように、2009 年は回復していくというイメージであるが、減速あるいは少し横這うかというようなことを…。

水野委員

実勢で言うと…。

野田委員

それをベースに考えると、時期としては回復は中間見直しの時点と比べれば後ずれしていると言わざるを得ないのかと思う。

須田委員

年度でみればそうである。私もそう言っている。

野田委員

回復基調に入る時期——明確に回復基調に入る時期——も当然その程度は遅れてきている、というイメージを持っている。

水野委員

私が今日敢えて頭出しさせて頂いたのは、海外出張で伺った話や、総裁や事務方が出席した国際会議での議論をみると、特にヨーロッパがそうであるが、成長率をゼロ%近くといったかなり低めの数字まで落とされている方が出てきている。中国も緩和政策に転じるということは、それが正しいかどうかは別として、景気の下振れを警戒してきていることを意味する。そういう意味では、他の国においても政府——中央銀行とは敢えて言わない——の警戒感の軸足が同じようにインフレから景気へ動いてきている感じを持ったので、そう言った。

### 亀崎委員

執行部の見解の「景気の先行きについては、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況が落ち着き、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」というメインシナリオについて、私は異論ないと申し上げた。今回の10月の展望レポートにおいては、2年半先、2010年度までみていく訳である。確かに、アメリカ経済、金融市场、それから輸出環境等について下振れリスクが当面大きいが、2010年まで見通すと、潜在成長率に向かって回復していくことについては、その射程に入るのではないかと考えて、異論ないと申し上げた。

### 中村委員

私も後ずれするという感じを持っている。今、日本経済を支えているのは輸出である。世界経済はヨーロッパ、アジアを含めて、少し減速している。今、日本の輸出を支えているのは財別の輸出シェアで25%弱を占める自動車産業である。しかし、原油価格が一時、大幅に上昇したことをきっかけに世界的には自動車の需要が少し落ちている。今後、省エネの自動車等に対するニーズなどがあるだろうが、新しい省エネタイプの自動車等に対する需要が増大するには、少し時間が掛かる。このため、世界経済全体が回復しないと、日本経済の回復も見通しにくい。

### 野田委員

自分で言っていて、このようなことを言うのはおかしな話であるが、中間見直しの時に比べて良い材料もある。先程の議論の蒸し返しになるが、原油を始めとする一次産品の値下がりについては、当時考えていたよりも下がっており、少し良い方に行っている。この効果が輸出の減速ないしは減速が落ち着いて回復に入るタイミングにどう影響していくのか。これが重要である。7月以降プラス、マイナス両面がある訳で、結論としては、

その辺りをもう少し見極めていきたいと思う。

白川議長

分かった。

中村委員

原油の値段が落ち着かないといけない。下がってもまた上がるのではな  
いかという状態では…。

水野委員

下がり出して2か月であるからな。

野田委員

どんどん下がっていく時については、問題ないだろうが、先程申し上げ  
たその逆の…。

水野委員

反動の反動。

野田委員

依然として不確実性が極めて大きい。

中村委員

企業はなかなか新しい均衡点を見定めにくいのではないか。

須田委員

私が少し待った方が良いというのは、今は昨日の今日で不確実性が凄く  
高い。もう少し経てば少しみえてくる。上振れ、下振れももう少し明らか  
になるのではないか、ということがあるので、もう少し待ってデータを蓄

積して議論したいと思う。

### 白川議長

先程来の議論を聞いていると、多分対外的な文書については、ここで何か大きく変える必要はないということで一致したと思う。そのうえで、私も含めて皆様の考えが少しづつ変化しているから、今の時点でどのような認識をお持ちか、ノンコミタル・ベースでお聞きしたいと思う。また、記者会見では、この後纏まる文章を元に、先ずれしたとか前倒しになったとかいうことは言わず、上手い言い方を考えてみたいと思う。7月の中間レビュー後の記者会見で、原油価格、商品市況が横這いであるという前提が甘い、この後どんどん上がる、これをできるだけ正面からみないといけない、と記者から随分言われた。日本銀行は随分甘いと言われた。言い方は難しいが、良いこともあるし、悪いこともあるという色々な見方があったと言うしかないと思った。

### 西村副総裁

もう一点。不確実性は、先程言ったアンビギュイティは時間が経てば直ることもあるが、時間が経って戻らない不確実性がある。これに関して言うならば、2010年がどういう年になるかはさらにみえにくくなつたという不確実性の高まりもあるように思う。単純に平行移動するというか、先の方が非常にみえにくくなつてきている。

### 水野委員

勿論そうだが、私が間違っていたら申し訳ない。前回と今回の前半を聞いていると、西村副総裁は私より景気について慎重だと思っていたが、後半を聞くと少し違うのかとも思った。ぎりぎり下限であるというのは、後ずれと違うのか。

西村副総裁

否。そもそも私は全てダイナミックに変化をみていかなければいけないと思っている。前回会合の時に、かなり下振れし、かつ下方のモメンタムが出ており、そのモメンタムのとおりになってしまっている。下の方にきている。そういう意味で下振れ。

水野委員

そこからは変わっていないということか。

西村副総裁

そこからは変わっていない。それは、メインシナリオ。リスクシナリオは、やはり少し高くなる。

野田委員

もう少し長く振り返ってみると、リスク要因として考えていたもののうちかなりの部分が顕現化した。それが顕現化すれば、恐らく普通であれば算術的には先行きのリスクは減るものだと思うが、これが一向に減らないでなお増えている。ということは、我々の見通しを言い換えれば、ある意味では後ずれしているということである。

西村副総裁

ただ、我々の経験からすれば、普通は実体経済が悪くなつて、それが金融機関に影響を及ぼしてくるという形である。今回の場合、特徴的なのは、金融が先に悪くなり、それが実体経済に及ぼすという今までにない動きをしている。逆に言えば、金融市場がこれだけがたがたになつてゐる時は、日本の経験からすれば実物経済も相当がたがたになることになる。

水野委員

ただ、GDPをみると、実際に金融システムが不安定になつてゐるアメ

リカと欧州の一部はそうであるが、エマージング諸国は金融より実体経済が悪くなっているので、金融が主でというのはやや語弊があるかという感じがする。ただ、余波が出てきているのは確かである。

西村副総裁

もしこれだけの事態が一国——例えば日本の金融市場——で起こっているとすると、かなり実体経済が悪かった時に対応すると思う。そういうことから考えると、逆に言えば、国際金融市场——特に欧米の金融市场——がこれだけの事態になっている割には、実体経済が持ち堪えていると捉えることが…。

水野委員

それはアグリーである。

西村副総裁

だから、その部分から考えると、どちらがコースでどちらがリザルトだということではない。単なる相関、前後関係からポスト・ホック・エルゴ・プロプター・ホック——Post Hoc Ergo Propter Hoc——と推論すべきではない。前後関係はどうなっているかだけをただみているが、きちんとした形で考えた時、そういう状況に今あることは、逆に言えば、我々が少し考えなければいけない時期にあるということである。逆に言えば、私のリスクシナリオとして、今後、実体経済がかなり悪くなってくる可能性を考えておかなければいけないのでないのではないか。私は、先行きが不確実になっていることを、そういう意味で申し上げた。

水野委員

不確実だけれど、上にはいかないな。金融の問題があるので。

西村副総裁

ここでも説明したが、下向きの可能性が非常に強い。

水野委員

100%ではないけれども。

西村副総裁

金融の問題はコンフィデンスの問題であるから、そのコンフィデンスの問題である種の解決がみえる状況にもなったとすると、逆方向にいく可能性は無きにしも非ず。

水野委員

金融の問題は、金融機関のリスク耐性がない、信用供給ができないということで、信用乗数が上昇しないことは、景気に対しては下にしか働かないと思うが、その面は。

西村副総裁

否。ここで言っているのは、コンフィデンスの問題である。要するに、資本調達の場合でも、将来に対して見通しがみえないことが今の問題だとすれば、信用収縮がどこで止まるかは——先程、皆様から色々なお話を聞いた——、結局、底値がみえるかどうかである。例えば日本でも現金を持っている人達が沢山いる。プライベート・エクイティでかなり傷んだ人達もいるが、それなりに現金を持っている人達もいる。底値がみえた時、その人達が大きな形でどっと入ってくると、逆にいく可能性も全くないとは言えないと思う。つまり、今、全ての市場で金融資産がどれ位あるかを考えれば、相当な金融資産があることは確かであるから、これが今動いている収縮の方向から逆方向にいく可能性が全くないと否定はできないというのが私の感覚である。

## 野田委員

煎じ詰めて言えば、先程来議論になっている負の循環がどういう形で断ち切られるのかということで、鶏と卵みたいな関係にいよいよなってきてる。恐らくオアではなくて、アンドで双方をよく考えていいかないと云う。ただ、今回総じて言えば、金融の影響が大きかったから、この不確実性の減衰——先程来の議論からすると、金融機関のバランスシートがきちっと是正される見通しがつくこと。さらに言えば、アメリカの住宅問題が解消されること——がきっかけになるだろう。底を打ってから回復が始まるということではなくて、底打ちがみえる頃から相当回復の動きは出てくるだろうとみているが、それがいつかについては不確実である。

## 白川議長

色々難しい議論であるが、この問題は多分ずっと通奏低音のように続き、多分今後も続していくと思うので、取り敢えずこの論点はこれ位にする。今度は当面の金融政策運営に関する纏めである。結論からいくと、皆さん、現状維持。その背景にある考え方については、第一の柱と第二の柱のいわば要約的な話になるが、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今は停滞しているが、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。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、それからエネルギー・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にある。先行きの金融政策運営としては、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。日本の金融市場は安定的に推移してきたが、日本銀行としては、最近の米国の金融機関を巡る情勢とその影響を踏まえて、引き続き適切な金融市場調節の実施を通じて、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めていく必要があるということである。

一点、私から申し上げる。現在の状況のもとでは、金融市場の安定は中央銀行としてなし得る最も重要な貢献であると思う。A I Gに対するF R Bの措置も、多分F R Bは色々なことを悩みながらも、これが必要であるということで判断を下したと思う。こういった状況に直面した中央銀行の思考回路とかアクションは本当に似ていると改めて感じた。私自身はF R Bのアクションについて、個人的には敬意を持っている。翻って、日本銀行であるが、いつもここで議論しているように、前回の金融危機の時に色々な調節の枠組みを整備してきたから、枠組みという面では既にかなり十分整備されていると思う。しかし、今回こういう事態を経験して、さらに検討する必要があるかどうか。これは前回もいつも申し上げているし、それから今日も何人かの方からご発言あった。中央銀行としては常時検討していく必要があると思う。先程、亀崎委員からも言及があったが、例えば国債の補完供給制度は数年前に導入して、最近これが活用されるのを見て、個人的には嬉しく思っている。今回、リーマンのポジションからして、レポ市場に色々な影響が出てくる。そういう時にこの制度があることが潜在的に市場の安定に貢献しているのであれば、それは非常に望ましいと思うし、現実にも若干使われている。今回の経験を経て、さらに改善すべき点があるかどうか。色々なことをマーケットの人も学ぶと思うし、日本銀行も学ぶと思う。そうした面での検討事項もあるし、それから、予ねて外貨繰りという面でも問題意識が表明されている。色々な観点で検討すべき事項が今後ともあるので、中央銀行としてしっかりやっていきたいと思う。それから、昨日、執行部からの説明にあったが、次回の積み期は色々な意味で調節が難しいということは全くそのとおりであると思う。海外の金融市場の不安定さと、それから次世代R T G Sの開始。勿論、0.5%というコールの誘導目標を達成することが基本原則であるが、これを達成するために全く機械的に動き本来の目的の達成が制約されたら意味がない。そういう意味では、勿論0.5%というディレクティブの範囲内ではあるが、金融市場の安定について十分意識して調節することが大事だと思う。幾つか、議論したい論点もあったが、時間の関係もある。今回どうしても議論しな

いといけないという訳ではないので、私からは以上である。他に何かないか。

野田委員

今の金融市場の問題も、全くそのとおりである。同感である。

白川議長

それでは政府出席者からのご発言をお願いする。

竹下財務副大臣

アメリカの金融機関を巡る情勢の皆様方の議論において、リーマンはああいう形になり、AIGは取り敢えず公的救済の形ということで、一応の決着をみているが、極めて不安定であるという共通の認識があるよう見受けられた。日本を含めて、国内外の金融当局において必要な対応が今のところ行われている。もう一つ大事なことは、国内外の金融当局において緊密な連携が今のところしっかりと行われているという認識をもち、我々としても対応していかなければならない。また、金融から離れるが、先程出ていたロシアを巡る情勢、北朝鮮を巡る状況がもしかしたら激変するかもしれない。それは政治だけではなくて経済にも様々な形で影響が出てきかねないことを、別に外に向かって発表する訳ではないが、常に頭の隅において対応を検討して頂きたい。財務省としても、内外の市場の動向、日本経済及び世界経済への影響を十分に注視して対応して参るが、日本銀行としても、金融市場の安定確保等に向けて引き続き適切な対応をお願いしたいと考えている。

また、我が国の経済・物価情勢については、これも皆様方のご認識のとおり、世界経済がアメリカ経済を含めて減速する状況の中で、このところ弱含んでいる。先行きについても、直ぐに良い環境になるとはとても言えない、当面弱い動きが続くとみられる。物価動向は、今、国内企業物価や消費者物価において、エネルギーあるいは食料関係等を中心とした価格上

昇がまだかなりみられている。先行きについては、足許の原油先物価格などの下落が国内企業物価や消費者物価の動向にも反映されていくものとみられるが、これももう少し見極めてみなければ分からぬ。

日本銀行においては、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、国民やマーケットに分かりやすく説明することに引き続きご配慮頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

藤岡内閣府審議官、お願いする。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、一、輸出が弱含んでいることなどを反映して生産が緩やかな減少傾向となっていること、二、雇用情勢が弱含み実質所得が下押しされる中で、個人消費の持続的な増加は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、原油価格の動向等に加え、今般のアメリカの証券会社の経営破綻に端を発する国際金融資本市場の混乱とその影響によっては、景気がさらに下振れするリスクは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、これまでの原材料価格上昇等が国内物価に波及していることから、消費者物価は上昇しているほか、内需デフレーターも上昇している。一方、4~6ヶ月期には単位労働費用の伸びが前年比ゼロに低下し、GDPデフレーターは引き続きマイナスとなっている。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、世界経済の成長鈍化及び世界的な資源・食料価格高騰といった状況を踏まえ、一、生活者の不安の解消、二、持続可能な社会への変革加速、三、新価格体系への移行と成長力強化の三つを目標とする「安心実現のための緊急総合対策」を8月29日に決定した。本対策では具体策とし

て、資金繰り対策の拡充を通じた中小・零細企業等の支援等を盛り込んでいる。今回は第一弾として、対策の全体像を取り纏め、優先すべき政策目標や重点施策を明確にし、今後、第二弾として、補正予算という形で施策の早期実行を図る。さらに第三弾として、財政・税制・各種制度などあらゆる政策手段を活用し、平成21年度予算編成とも連結して、切れ目のない連続的な施策実行を図っ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。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、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。今般のアメリカ証券会社の経営破綻に端を発する国際金融資本市場の混乱を受け、欧米各国の中央銀行は資金供給の拡充を図っている。日本銀行におかれては、円滑な資金決済と金融市場の安定確保のために、引き続き的確な措置をとって頂くことを期待する。以上である。

## 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に入りたいと思う。金融市場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の取り纏めを行いたいと思う。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、金融市場調節方針の決定に関する件と当面の金融政策運営のステートメントを読み上げて、ご説明申し上げる。お手許に3枚紙がお配りしてあるかと思う。1枚目が調節方針の決定案、2枚目がステートメント、一番最後が前回との見え消しが分かる見え消し版のステートメントで

ある。まず 1 枚目を読み上げる。議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。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。3 枚目の見え消し版のステートメントをご覧頂きたい。前月からの修正点を中心にご説明申し上げる。細かい修正があるが、大きく言うと二つに分かれている。一つは昨日の最後に説明したこの間の事情の変化に応じて修文したという部分が一つの塊、もう一つが昨日から議論になっているこの間の国際金融資本市場の動搖とその影響を踏まえた表現振りをどうするか、という二点である。大き目である二つ目の方から申し上げる。まず、第三パラグラフのリスク要因をご覧頂きたい。リスク要因をみると「国際金融資本市場は不安定さが増しており、また、世界経済には下振れリスクがある」ということで、前月までは「不安定な状態が続いている」という表現をとっていたが、これは今回の情勢を踏まえて「不安定さが増して」という表現に変えてはどうかというのが一点である。こう書くと、この冒頭に背景を書きたくなる。しかし、この 3. のリスク要因はどちらかというと長い目でみながらリスク要因を書いていくということで、あまり日々起きている現象を書きにくい感じがする。それはむしろこの後申し上げる政策対応のところで背景として入れれば良いのではないか、と考えた。ということで、4. をみて頂きたい。前月までは「日本銀行としては、金融市場の安定を維持すると同時に」といわば枕詞での「金融市場の安定」を書いていたが、金融政策の表現を出した後、この金融市場の安定を括り出す。すなわち、「この間、日本の金融市場は安定的に推移してきたが、日本銀行としては、最近の米国金融機関を巡る情勢とその影響を踏まえ、引き続き、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めていく方針である」という格好で、この間起きた現象を引用しながら、この「円滑な資金決済と金融市場の安定確保」という昨日の総裁談話の方針をそのまま持ってきた。という二箇所、ご提案させて頂きたいと思う。あとは細かい話で、昨日の執行部説明の最後にご説明申し上げた点である。

2. の 2 行目は、前の「市況高が一服し」をこの間の状況の推移を踏まえて「国際商品市況が落ち着き」と変えさせて頂いている。それから「石油製品」以外に電力等もあるので、「エネルギー」としていること。その後はCPIの動きを踏まえて「+2%程度」を「台半ば」、それから「当面現状程度の上昇率で推移した後」と修正させて頂いている。3. である。これまで「米国経済など世界経済には」ということで米国経済を括り出した表現にしたが、この間、欧州経済さらには中国をはじめエマージングにも下振れ要因が出ているので、敢えて米国だけを括り出す必要はないだろうと考え、これを落とした。それから、前月は「国際商品市況の高騰」を「国際商品市況の動向」に直したが、その後もそういう傾向が続いているので、ここで「交易条件の悪化」という言葉に変えて良いのではないか。ということで、変えさせて頂いた。修文の説明は以上である。

白川議長

ご質問、ご意見はあるか。

須田委員

一つ。3. のところである。「不安定さが増しており、また」と書いてあるが、不安定さそのものが下振れリスクには繋がらないということか。

雨宮企画局長

逆に言うと、「また」を取ってしまうと直線的になる。前回もそういう論理でご議論頂いて、この「また」で繋げた。勿論、この国際金融資本市場の不安定さと下振れリスクとは繋がっている訳だが、一方で、下振れリスクの背景はそれだけではない訳で、その意味では若干ごまかしでもあるが、完全に切りたくない。ただし、一体化もさせたくないということで、この「また」で繋げる。今回もそういう選択肢を採用したことである。

### 白川議長

先程の議論で、リスク要因の中で改善したものとそれから悪化したものがあるということであった。悪化した方でいくと、「国際金融資本市場は不安定さが増している」という表現が対応する。国際商品市況はインプリシットには入っているが、明示的には入っていない。例えば先行きについて、ある程度そういう可能性を秘めているからこそ、「国際商品市況が落ち着き」と言っている。これは従来から言っている要素だから、表に出なくとも良いか。その一方で、判断するのはちょっとといやだという気持ちも私達にはある訳だから、文章上はこうなっているし、記者会見で対応する手も十分ある。そこは私自身こだわっている訳ではなくて、その辺どう考えるか。

### 水野委員

これは文章の量もあると思うが、バランスをとるという意味では、「足もと、国際商品市況は落ち着きをみせているとはいえ」とかいう書き方も一つ手か。

### 白川議長

そこはどこのパラグラフか。

### 水野委員

3. で消したところである。「交易条件の悪化を反映した」の前に、「足もと、国際商品市況は落ち着きをみせているとはいえ」と入れて、「交易条件の悪化を反映した」と。前回からの変化点として、何か良いこと、悪いことを入れるとしたら。

### 白川議長

ただ、その文章だと、民需が「所得形成の弱まりから下振れるリスクがある」ということで止まってしまう。先程私が言ったことであれば、括り

出して、リスク要因がこれまでのリスク要因を下回るか、多少薄まっているということを言わないといけない。ただ、そこまでするのはいやだという気持ちも一方ではある。

### 水野委員

それは、何か予想するみたいでいやだと。

### 白川議長

要するに我々自身十分に自信がないし、別途持ちたくないという気持ちもある。記者会見上は先程のプラス、マイナス両方を言うという対応は勿論ある。

### 野田委員

皆様の意見では反転するリスクも小さくないということだった。その辺がもう少し薄らいだ時点では、はっきりいうことは必要だと思うが、今の段階で言うというのは文字どおりリスクを変える話という気がする。ただ、そういう議論は問題意識としては当然必要で、だからこそ我々はやってきた。しかし、ここでそこだけ1行抜け出していくと、逆に目立つ。先程から考えているが、どこかで滑り込ませるかというと、今おっしゃったような難しさがあるという気がする。

### 須田委員

ただ、交易条件の悪化が下振れリスクであると言ってしまうと、これはどのタイム・スパンまで考えたら良いのか。当面とかであれば、まだ良いが。

### 雨宮企画局長

逆に、交易条件の悪化と変えた心は、商品市況が下がってはきているが、先程からご議論があったように、これがまだ定着するかどうかはよく分か

らない。下がったとしてその影響がさらにこれから出てくるということなので、頭の中ではやはり既往のという気持ちが入っている。

野田委員

正確に言うと、既往のなのだな。

須田委員

それだったら、そこを…。

雨宮企画局長

交易条件の悪化であれば統計にも悪化していることが出ているので、それが波及しながら所得形成が弱ってくるリスクはまだ残っているということである。

野田委員

暫く悪化することも。

雨宮企画局長

交易条件に係るリスクについて、エネルギー・原材料価格が低下してきたことを前提に語ることは、先程来のご議論を踏まえても、判断までもう少し時間がかかるかという感じがした。

野田委員

交易条件の改善の可能性が少し高まっているけれども、というのが真意なのだが、そこまで言うかどうか。

白川議長

それは少々躊躇する。私自身、二つマンデートがあるような感じがしている。記者会見で一方的に暗くならないようにして欲しいという要望があ

る。では、具体的な材料として何があるのかというと、足許、商品市況の上昇が止まるということを言わないといけない。従って、結論的にはこの文章には入れずに、会見で言い過ぎない程度の形で言及するか。

野田委員

その言葉を活字にはしないが、1行位で会見の冒頭に挿入しても良いのではないか。あとは質問に答えざるを得ない気がする。

白川議長

この間の記者会見の感じからすると、間違いなく質問がくると思う。

野田委員

その辺は基本的にはお任せする。

水野委員

3. はいわざもがなだが、表現振りも含めて景気認識が若干下振れたという認識を示したことになると思う。

須田委員

いや、それが困るのである。

水野委員

そう読む人もいる。

野田委員

読む人がいるのは良いかもしれないが…。

水野委員

読む人もいる。私が素直にマーケット感覚で読むとそう読めてしまうの

で、何か一工夫ないか。

野田委員

読み手としてだな。

白川議長

それについては、私が言ったとおり紙の上で対応するか、あるいはここでの議論を踏まえたうえで、記者会見で…。

水野委員

これだとそう読めてしまう。「不安定さが増しており」、米国だけでなく「世界経済」と言っているので、我々の経済を取り巻く環境が前よりも弱くなっている。だから、前と変わらないと言われても、これは無理である。

山口理事

3. ではリスク要因について定性的に記述しているだけであり、基本的なシナリオは、2. の最後のところに記述しているとおり、「物価安定の下での持続的な成長経路に復していく」と全く変わっていない。従って、メインシナリオはこれまでどおりだが、リスク要因については、若干リスクが高まる要素が出てきているということである。

水野委員

然り。そう取られるということである。

山口理事

原油価格等の反落が交易条件の改善を通じて景気に対してプラスの効果を持つことについて、強い自信があるということならば、それを書くかどうかということだろう。今の段階ではそれについて十分な自信を持ち得

ないとすれば、今回はその記述を見合させて、別の時点で判断するということだと思う。

須田委員

ただ、交易条件悪化の下振れリスクが今までどおりあるというのも、少し強過ぎるような気がする。

白川議長

最小限の修正として、もし宜しければ、3. で「国内民間需要については、既往の交易条件の悪化を反映した」と書く。F R Bなどの声明文ではそのように使っている。

野田委員

交易条件の悪化はまだ続く。

白川議長

悪化というのは。

野田委員

既往の市況の悪化は確かに正しいが、それと交易条件は今は結び付きにくい。

白川議長

「交易条件の悪化」は、正確に言うと、悪化した交易条件を反映したという気持ちに近いのである。

野田委員

それだったら分かる。

西村副総裁

そうすると、既往を入れるかどうか。

水野委員

既往だとちょっと。

野田委員

既往だとちょっと違うことになる。

白川議長

気持ち的にはそうであるが、書くとそれはそれで問題が残る。それでは、文章上はこの文章にして、今の微妙な意見の違いを私の頭の中で勘案したうえで、今回は記者会見で対応する。次回の決定会合あるいは展望レポートでこの辺の判断もできるか。というか、いずれにせよある程度判断はしないといけない。

須田委員

政策の先行きに関して、昨日のFOMCもそうであったが、リスク・バランスの捉え方にギャップが生じていた。そうなると、先行きの政策についての見方が振れてくる可能性があると思う。

水野委員

少なくともOISマーケットで利下げを織り込まれている。だから、フラットな気持ちで今回出したいのであれば、なるべくそれに近づけた文章が良いと思っている。

白川議長

この文章上もそうあるが、景気と物価の上下両方向のリスク要因に注意が必要な局面であるとずっと言っているし、今回も今日の議論を踏まえて

しっかりと言おうと思う。他にあるか。それでは、この文案はこのとおりとし、最初に金融市場調節方針の採決を行う。その後、対外公表文の採決を行う。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

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って調節に努めるよう、これをもって指示する。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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

採決の結果は全員一致だった。

VI. 議事要旨（8月18～19日開催分）の承認

それでは次に、8月18日、19日開催分の決定会合の議事要旨の承認である。配付済みの議事要旨については異議がないことで宜しいか。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 日の月曜日、8 時 50 分に对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 10 月 6、7 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して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 12 時 47 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 47 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いては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 42 分閉会)

以 上