

2007年8月24日
日本銀行

総裁記者会見要旨

2007年8月23日(木)
午後3時半から約65分

(問) 本日の政策決定会合では、賛成多数で現状維持となりました。政策判断に至った理由をご説明頂きたいと思います。

(答) 本日の政策決定会合の結論は、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、現状(「無担保コールレート(オーバーナイト物)」を、0.5%前後で推移するように促す。)を維持することを賛成多数で決定しました。

その背景となる経済・物価情勢についてみますと、前回の政策決定会合以降、あるいは前月以降、いくつかの指標が明らかになり、日本経済は引き続き緩やかに拡大していることを確認しました。その一方で、金融市場は、世界的に振れの大きい展開となっており、その影響を引き続き注視する必要があると判断しました。

実体経済は、前回の説明とあまり変わらないと思いますが、世界経済は地域的な拡がりを持ちながら拡大を続けており、そのもとで日本経済についてみますと、日本から海外への輸出は増加を続けているという状況です。国内の民間需要も増加しております。高水準の企業収益あるいは業況感が引き続き良好という中で、設備投資は引き続き増加しています。雇用・所得面では、失業率が3.7%に低下するなど、労働需給を反映する諸指標が引き締まり傾向を続けており、その中で雇用者数が増えています。一人当たり賃金はやや伸び悩んでいるという状況は変わらず、この点は注目しておりますが、雇用者数は増え、雇用者所得は緩やかに増加を続けています。それが背景となって、個人消費はあまりめざましい展開ではありませんが、引き続き底堅く推移しているという状況です。

供給面をみますと、今申し上げたように、内需・外需双方が増加する中で、生産は横ばい圏内の動きとなっておりますが、私どもは生産は先行き再び増加に転じることは間違いないとみています。在庫・出荷の関係につきましては、在庫は、電子部品・デバイスなど一部を除けば、概ね出荷とバランスのとれた状態です。電子部品・

デバイスの調整は、海外ではかなり進展しており、日本国内でもゆっくり進展しているという状況です。

物価面についても前回説明したこととあまり変わっていません。国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、3か月前比でみて上昇しています。先行きにつきましても、目先、上昇を続けるとみています。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、目先、ゼロ%近傍で推移する可能性が引き続き高い状況ですが、より長い目でみますと、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想しています。

グローバルな金融市場におきましては、証券化商品の流動性低下をきっかけに、世界的に振れの大きい展開が続いています。私どもは、これは基本的にはリスクの再評価（repricing）の過程と思っていますが、市場の動きは、その背後にある世界経済の動きとともに引き続き注視する必要があると考えています。

今申し上げましたとおり、日本経済は生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持される中で、先行き、物価安定のもとで息の長い成長を続けていく蓋然性が高いけれども、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況などをさらに丹念に点検し、見通しの蓋然性とそれに対するリスクを一層見極めた上で、適切な政策判断を行っていきたいと考えています。

（問） 今お話にもありましたが、実体経済は底堅いということですが、グローバルな市場の動きが急になっております。そこで米国発のサブプライム問題について伺います。これまでも金融面あるいは実体経済の影響等に関して見解をお示しになっていますが、今月上旬以降のサブプライム問題の世界的な拡がりというものを踏まえて、改めてその問題の現況と欧米経済あるいは日本経済にどれほどの影響をもたらすとお考えになっているのか、お聞かせ下さい。

（答） 今、サブプライム問題とおっしゃいましたが、米欧の金融市場では、サブプライム問題をきっかけとして、社債スプレッドの拡大や、ABS、ABCPといった証券化商品の流動性低下など、クレジット市場の状況が悪化しています。グローバルな金融市場が少し拡がりを持って悪化しているということです。金融市場全般につきましても、振れの大きい展開が続いており、ご承知の通り株価が下落していますし、国債金利は「質への逃避」（flight to quality）の動きから、金利が低下しています。こうした中、実体経済指標をみている限り、米国経済において住宅市場の調整が

続いているわけですが、設備投資や個人消費を中心に、減速しつつも緩やかな拡大を維持しているというのが実態です。先行き、米国経済は、家計支出を中心とした調整過程が一巡するにつれて、次第に潜在成長率近傍の成長パスに戻っていくと考えられており、私どももそう思います。

ただ、今回の金融市場の実体経済、とくに米国経済への影響については、いくつかのルートでどのように影響が出てくるかを注視していかなければならないと思っています。それは、住宅金融を通じて住宅投資に与える影響、これが一番中心的な影響であります。クレジット市場の機能低下が企業金融に与える影響はどうか、今のところサブプライム問題、あるいはクレジット市場の機能の停滞が、企業金融全般に強い影響を与え始めているという兆候はありませんが、市場はどこかでつながっているわけですので、クレジット市場の機能低下が企業金融に与える影響が全くないのかどうか、注目していく必要があります。それから市場の動揺がもし長引くという場合には、株価の下落等を通じた家計のマインド、あるいは企業のマインド、といったマインド面への影響などが考えられるわけです。株価に反応しやすいミシガンの消費者コンフィデンス指数が既に少し下がっているということをご承知だと思います。そうしたマインド面の影響が考えられますので、注視していかななくてはならないと思っています。つい先日の米国のFOMCの声明でも、今後の米国経済の成長を抑制する可能性があるとしておりますが、今申し上げた点を私どもは注視していくべきであらうと思っています。

欧州、特にユーロエリアについてですが、引き続き内外需のバランスのとれた景気拡大が続いておりますし、今後も続いていく可能性が高いと考えられていますが、米国の場合と同様に、金融面あるいはマインド面などの影響に、やはり注意する必要があると思っています。日本銀行としては、引き続き国際金融市場の動向や、その背後にある世界経済の動きについて、十分注視していく必要があると考えています。先々の適切な金融政策の運営に、それをきちんと判断に結びつけていきたいと思っています。

（問） 今回のサブプライム問題に端を発した市場の混乱というのは、世界各地に広がっているということで、市場関係者の多くも、この混乱がいつ収まるのか、出口が見えないという声が大きくなっていると思います。日本銀行が来月以降、金利水準の調整を考えていくにあたって、どの程度混乱が沈静化し、どのようなものがはっきりしてくれば、次の追加利上げに向けた動き、検討が進むとお考えになっているかお聞

かせ下さい。

（答） 実体経済と金融市場の動きは、相互に作用・反作用を及ぼし合う関係ですので、どちらか片一方の状況がこのようになればというようには、なかなか申し上げにくいです。常に、実体経済と金融市場、あるいはより広く金融資本市場、為替市場全体の動きとの相互作用を十分吟味し、分析し、総合的に判断しなければ結論には至りにくいわけです。

今回は、金融市場の新しい調整プロセス、リスクの再評価のプロセスと言えるわけです。今年の春頃起こった株価の調整や、昨年の5月、6月頃に起こった株価の調整と比較しますと、市場がもとの姿に戻るというのではなくて、リスクの再評価の過程ですので、クレジット市場を中心にこれまでのリスク評価が甘すぎた部分が、市場の中で納得できる新しい価格発見を行っていくプロセスというところが違うと思います。

金融のイノベーションの急速な進展というのは、過去数年グローバルな市場の中でみられてきたわけですが、証券化技術などを含め、多くの人々が投資という形でリスクを取り入れやすくするための技術が発展し、過去に比べるとリスク分散がかなり急速に進められるようになりました。リスク分散そのものは、資源の再配分をより有効に促し、かつ金融市場を安定化させる機能がありますが、世界経済も市場も非常に好ましい状況が長く安定的に続いている中で、すなわち、スプレッドが縮小しボラティリティが下がる中で、このイノベーションが進められてきましたので、もしかするとリスクの認定が甘い方向に流れたのかもしれず、改めて時価評価（mark to market）できちんと新しいプライスを発見したいというのが今の調整過程の本質です。

よくリスク分散が行き過ぎて、今リスクがどこにあるかわからないという言葉が聞きますが、リスク分散そのものは、資源の再配分機能、あるいは市場の安定のために好ましい現象であり、価格評価（pricing）がきちんに行われていれば、あまり問題にならないわけです。価格評価に疑問が生じた場合には、いったいリスクはどこにあるのかが問題になってくるわけです。本質的には、時価評価によってリスクを再評価するということ、これが市場の中で極力秩序だって（orderly）進められていくことが一番大事です。ある程度時間がかかるとは思いますが、きちんとリスクの再評価が行われる過程では、損失の確定によって痛みを伴うかもしれず、あるいは流動性に問題が生じる可能性もあります。その点、中央銀行は既に先週以降、必要な流動性をきちんと供給するという体制を整えています。そのように、きちんと環境を保全し

ながら、少し痛みを伴うかもしれないけれども、新しいリスク評価を円滑に進めて行く必要性に、今、市場も中央銀行も直面しているという状況です。完全にもとのさやに収まることなく、むしろ、時価評価によって皆が納得できる新しい価格が発見されるというプロセスが円滑に進められ、その過程で実体経済そのものの基本的なシナリオに強いダメージがあるかないか、さほど強いダメージがなく、基本的なシナリオが維持されるということに確信が持てるのであれば、いずれの国も政策の基本的なシナリオは修正を要しないことになるでしょう。そうでなければ非常に大きな問題になってくるわけです。今のところ、リスク再評価のプロセスは起こるべくして起こっているプロセスであり、これが秩序だって進む限りは、次の安定的な経済の発展につながる市場の動きであると受け止められる面が多いため、このプロセスを大事にしたいというのが私どもの立場です。

（問） 今お話にありましたけれども、欧米の中央銀行と歩調を合わせるような形で大量の資金供給がなされておりますが、今後ＥＣＢあるいはＦＲＢの政策変更、具体的には米国で利下げムードが高まっていますが、国際協調という枠組みの中で、日本銀行の政策変更はかなり影響を受けると考えてよろしいでしょうか。

（答） 協調という言葉がどういう意味がよくわかりませんが、私どもは、海外の中央銀行との間で市場の状況について日常的に連絡を取り合って認識の共有を図っております。これは普段から行っていることですが、昨今のように市場の変動が大きい時には、より綿密に連絡を取り合って、認識の共有を図っているということです。しかし、金融政策の運営は、各国の中央銀行が自らの判断基準でもって、それぞれの経済・物価情勢、先行きの見通しを基に判断していくものであって、相互に調整するというものではなく、この点も共通の認識になっています。

（問） 本日、金融政策決定会合で水野委員が現状維持に反対されていますが、その理由と、水野委員から何がしかの提案があったのかということとその理由について、お伺いします。

もう一点、リスク評価が甘過ぎたという話がありましたが、市場参加者のリスクへの警戒心が緩んだ背景に日本銀行の超低金利政策による金余りがあるのではないかという指摘があります。総裁としては日本の金利を正常な姿に早く戻したいというお考えはいまだにありますか。

（答） 水野委員は前回会合と同様、市場の調節金利を 0.25%ポイント引き上げるといふ提案をされました。その理由は議事要旨等で詳しく点検して頂きたいと思ひます。特に、日本経済のファンダメンタルズがしっかりしているという点について水野委員はしっかりと確信を持っておられるということと、今市場が変動の中にありますが少なくとも日本の金融システムについてはシステミックリスクの心配はないという 2 点を明確に指摘しておられたと思ひます。

グローバルなリスク認識が甘かったかどうかということとは、今のリスク再評価の過程で市場自ら修正していくということであり、またおそらくは過去数年にわたり世界経済が一斉に好ましい方向に動き、グローバルにみて緩和的な金融環境がこれを支え続けてきた中で、金融イノベーション技術が非常に急速に発展し、時価評価というような時々市場の中で振り返って現実的なチェックをする機会を必ずしも十分持たないままできたかもしれないということだと思ひます。日本銀行の金融政策についていつまでも経済の実勢と離れたところに日本銀行は金利を置くという認識が市場に定着すればリスクが偏って取られ、資源配分に歪みを生ずるおそれがあるということを書いてきました。やはりこういったことはどこの国の金融政策についてもリスクとして起こり得ることですので、私どもは今後ともこのリスク認識だけはきちんと持って金融政策を行っていききたい。ただし、特にいつまでに金利調整をしなければならないといったようにスケジュール的には考えていないという点は改めて申し上げておきたいと思ひます。今後とも日本の経済・物価情勢の進展をフォワード・ルッキングに先読みしながら、きちっと間尺の合う金融政策を行っていけば将来的に大きな問題を残さず、より長続きする日本経済の拡大にもっていけると考えています。

（問） 先程、米国・欧州の中央銀行との協調についての質問があった時に、各国の中央銀行がそれぞれの経済・物価情勢を考えそれぞれの基準で金融政策を行うという趣旨の発言をされました。F O M C が 17 日に公定歩合を引き下げ、市場では来月 18 日の F O M C、あるいはそれ以前に 0.25%あるいは 0.5%の政策金利の引き下げを行うのではないかとこの見方が非常に強くあります。もし、F O M C が利下げに踏み切った場合、先行きのリスクが高まった、あるいはリスクが実現しつつあるということが理由だと思ひますが、その場合、翌日の 9 月 19 日に行われる日銀の金融政策決定会合では利上げは無理ではないかという見方が非常に

強くあります。こうした見方についてどのようにお考えですか。つまり米国が利下げした場合に、日本の経済・物価、金融政策に及ぶ影響はどのようなものかについてお聞かせ下さい。

（答） 17日のFOMCのステートメントでもって米国の政策金利であるFFレートの調整が行われることが確実になったかどうかということは市場の判断であって、私どもは格別偏った事前の認識は持っておりません。もし仮に米国が何らかの政策措置をとるとすれば、当然アメリカの実体経済や物価情勢についての基本的な認識を改めてその時点で示され、私どもも米国経済あるいは物価情勢についての分析を引き続き丹念に行っていくことによって、米国の情勢判断が私どもと合っているかどうかということについても綿密に点検し、私ども独自の判断は次回の金融政策決定会合で十分議論をして結論を出したいということであります。単純に他国の金融政策によって私どもの金融政策の判断が影響を受けるということではありません。あくまでも海外の経済、日本の経済についての将来にわたるパスについての独自の分析を行わずに私どもの政策が影響を受けることはないということは、断言できることです。

（問） 今の話を踏まえて先程の説明を勘案しますと、要は今回日本銀行としては市場の振れの大きさ、動揺を重視し、金融政策は現状維持を決定したのであって、市場の動揺が先行き実体経済等に与える影響を先読みして慎重な態度をとったというわけではないということなのでしょうか。

もう1つは、仮にそうだとすると、先程も水野委員のお話をされていましたが、今回のサブプライム問題で日本の金融システム自体に直接の影響が出ていないとすれば、仮に米国の実体経済にサブプライム問題の影響が及ぶようなことがあったとしても時間的にかなり先のことになるのではないかと考えられますので、このことは日本銀行のこれからの金融政策の判断を縛るものにはならないという認識でいらっしゃるのでしょうか。2点お願いします。

（答） 1つ明確に申し上げられることは、実体経済の姿が画用紙に描いたようにピタッと良い格好になっており、金融市場も皿のようにピタッと静まっている時でなければ金融政策を行わないということであれば中央銀行は要りません。要するに実体経済も市場もダイナミックに変化する中で、いかにより良い姿を実現

できるような金融環境を作っていくかということが私どもの役割ですので、判断もプロセスも政策決定内容も全て、是非そのようにダイナミックな観点からとらえて頂きたいと思います。私どもはダイナミックなプロセスにいつも挑戦しているということでもあります。

日本経済のファンダメンタルズを単体で判断すると、前回の金融政策決定会合から比べそれ程変わっていない、もしかしたら多少前進しているかもしれないと、これまで出てきている指標からみる限りそういうことが言える状況であったとしても、それを取り巻く金融資本市場の変化等の環境と実体経済との相互作用の中でダイナミックな判断が必要だろうと思います。その環境要因について言えば、今起こってきているリスクの再評価の過程は、今後秩序だって進むかどうか、これが混乱を伴って実体経済に対する悪影響を拡散的にもたらすような方向の動きになるのかどうかということです。仮に秩序だって再評価の過程が進むとしても、やはり特に渦中の米国経済に多かれ少なかれ影響があるでしょうから、それがどの程度かということは、ある程度測定しながら、続いて日本経済への跳ね返りはどうか、これは米国から日本というような単純な構造ではなく、改めてグローバルな経済の篩いにかかって日本経済への影響ということになってくるとは思います。その辺の分析、洞察力が私どもには求められていると思います。

従って、全ての状況が画用紙に綺麗に描けるようになるまで政策を行なわないということでは、完全に手遅れになると思います。かといって、何かスケジューリング的に先入観を持ってやるというわけではなく、十分フォワード・ルッキングに私どもとして確信のある判断が持てる段階になれば政策は機動的にやっていかなければならないということは、非常に明確だと思います。

（問） 先程、総裁は金融市場におけるリスクの再評価過程という表現をされました。現状われわれが一番気になるのは証券化商品、例えばABS、CDOの商品性をあまりにも複雑化しすぎてしまったために再評価過程が非常に難しくなっているのではないかとこの点があります。その場合に、ECBやニューヨーク連銀が大量の流動性を供給しており、再評価過程にあって流動性供給だけで足りるのかどうかということが一つの問題として提起できるのではないかと思います。より具体的には、単なる流動性、価格の再発見の問題ではなく、一部金融機関のプルーデンス、経営問題に発展するリスクが当然出てくるとは思います。その辺りを念頭に置いた上での見解をお伺いします。

（答） 先程も申し上げた通り、商品が金融イノベーションによって非常に複雑になっているがゆえにその限りにおいて価格の再発見がより難しくなっているのは事実ですが、より基本的には、金融市場がよりスプレッドが小さく、よりボラティリティが低いという一方向に流れた過程でイノベーションが進み、時々現実の市場に立ち返って時価評価の価格を確認しながら前進してきていなかったがゆえに、さて時価評価とは何かとみた時に市場の中での拠り所がそう簡単には見つけにくい状況になっていると理解したほうが良いと思います。

従って、リスク再評価の過程は少し時間がかかります。周りから何か提案することによって急に価格発見ができるものではなく、市場の中で市場参加者、取引当事者自身が価格発見の努力をせざるを得ず、少し時間をかけながら、あるいは多少往来をしながらも、必ずされていくであろうと思います。

現在、A B C Pの市場、あるいはC D O、C L Oの市場が、少し言葉はきついです。機能停止と言って良いような状況になっています。これは市場参加者がいつまでも放置できる問題ではありません。必ず価格発見の努力をしながら取引を再開していくであろうし、次第に新しく発見していく価格が納得できるものであれば市場はほぐれていくと思います。商品設計の複雑さということが本当に障害であれば、その点についても新しい工夫が加えられていくだろうと思います。それをも含めると相当時間のかかる話だろうと思います。

いずれにしても、もしリスク評価が甘ければリスク再評価が行われたときに多大なリスクを取っていた人に損失が残るということは確かです。そういう意味では痛みの伴う再評価の過程であり、その損失を特定の人が強く大きく被った時に、例えばそれが金融機関であれば金融機関の流動性の問題にとどまるか、それとも支払能力の問題にまで至るかという問題が出てくるとは思います。少なくとも私どもが日本の金融機関でみている限り、金融システムに根本的なダメージを与えるような状況にはなっていないとみています。米国あるいは欧州の中央銀行においても、モニタリングの努力は非常に力を入れてやっていますので、システムリスクを最終的に防がなければならないということが共通認識になっているとご理解いただきたいと思います。

（問） 先週、相場が乱高下した際にF R BやE C Bに比べ、日銀には市場の混乱を收拾するという強いメッセージが足りなかったのではないかという声がある

と思いますが、それについてはどのようにお考えですか。

（答） 先程申し上げた通り、私どもは十分に日本の金融機関のモニタリングを行っており、サブプライムだけではなく広くストラクチャード・ファイナンス（仕組み商品）にどのくらい関与しているか、そしてあり得べき損失がどのような状況かということはかなりの程度把握しています。従って、日本の金融市場において私どもは、いわば通常の枠組みの中で市場のニーズにきちんと応える流動性の供給をしていくことによって流動性危機を現実のものにせず、物事を運ぶことができるという確信のもとに市場調節をしてきております。実際の資金のやり取りをしている各金融機関、資金のトレーダーの方々の実感からいって、不十分というところは残っていないと確信を持っています。

（問） 日本も株式相場がかなり下落しまだ混乱が収拾されていない段階ですが、一つの大きなステップはF R Bが公定歩合を下げたということだと思います。日本の市場の混乱が他国の中央銀行の政策によって左右されるということになったと思いますが、こうした外国に影響されやすい相場環境の中での日銀の金融システム、相場の安定などの政策の難しさについてはどのようにお考えですか。

（答） 私どもは市場の実感にあった必要な流動性をきちんと供給し、過不足なく市場の安定を図っていくということが、単に短期金融市場だけでなくその他の市場についても、いったん動揺しても最終的な収まりの動きを導きやすいと思います。私ども自身が市場の状況に疑心暗鬼になっているということでないときには、はっきりとそうではないということをお示しすることが、一番正しいやり方だと思っています。

（問） サブプライム問題に端を発したクレジット市場の不安定化について、今年4月の日銀の展望レポートでは、具体的に第1の柱、第2の柱、上振れ要因、下振れ要因を指摘されていましたが、この中ではどのように整理されていたのか、例えば下振れリスクと考えていたのか、それとも考えていないものが発生してしまったのかについて、展望レポートに沿って整理して頂きたいというのが1点です。

もう1点は、前月の記者会見では総裁が確信度合いの差という言い方を

され、政策判断に至るまでの確信が先月には得られなかったとおっしゃいました。今月、金融政策決定会合を開かれ、その確信度合いは先月と比べて高まったのか、横ばいなのか、低くなってしまったのか、それともそのような次元の話ではないのか、この辺についても教えて下さい。

（答） 市場が不規則な変動を起こすリスクは、展望レポートでも色々な表現で書いており、記者会見の場でも、市場が安定的な状況で推移して世界経済と日本経済の息の長い成長を支えるということが大事だということはいつも申し上げています。従って、何らかの事情で市場の変動が生じた時に、仮にそれが必要なリスク再評価の過程だとしても、市場の調整が秩序だって進むのかどうかはわかりませんし、市場が変動したときに実体経済への影響の跳ね返りの度合いは事前に測定できるものではありませんので、実体経済についてある認識を持っているとしても、その環境要因が変化するときには認識の再確認にあたり幅を広げた分析が必要になると思います。今の時点では、前回の金融政策決定会合に比べ、少なくともこれまで出てきている経済指標を解釈して先に伸ばせば、経済実態についての判断は、多少前進しているかもしれませんが、経済は常に金融資本市場を含む環境要因との相互作用の中で改めて評価し直さなければなりません。そうだとすると、私どもとしてはまだまだ不確定要因を頭の中に抱かざるを得ないというのが、とりあえず本日の判断です。

（問） 今回のサブプライム・ローンに端を発したクレジット市場の混乱については、少なくとも展望レポートなどでは想定し得なかったことが起きたということでしょうか。

（答） 住宅市場の調整はかねてより説明しておりますし、サブプライム問題についてこの場でも議論したことがあるのはご承知の通りだと思います。それに限らず、金融資本市場のどこかでリスクが過大に取られているとすれば、その巻き戻し、調整は経済に悪い影響を及ぼす可能性があるということは常に申し上げています。日本経済について言えば、日本の金利政策がいつまでも動かないということは将来に大きな問題を起こすということも申し上げています。サブプライム問題を契機とする今回のグローバルな市場の調整は、リスクが偏って取られることの反動の悪影響を典型的に示していると思います。その大きな一環として、

円キャリートレードがあり、その巻き戻しが現に起こっていますが、そのようなリスクがあるということは前から私どもは指摘しています。従って、起こるべくして起こっていると申しますか、できるだけ前もって防ぐという意識で臨みながら結果として防ぎきれなかった調整が今起こっているということですが、起こった以降の段階では極力秩序だった調整としてこれが進められるような環境対応が必要です。これが、今、中央銀行が進めている流動性供給政策ということになるのではないかと思います。

（問） 先程「リスクの再評価」という表現を使われましたが、一步間違えると今回のサブプライム問題というのは、総裁の発言を聞いていると、市場が自動的にこれからプライシングをしていくというように、市場に任せておけば自然に落ち着いていくのではないかととられかねないような気がします。例えば証券化の問題について言えば、格付けされた商品が色々出ていますが、その格付けが果たして本当に適正かどうかとか、これまでの証券化商品、金融商品に対する疑問というものが出ていると思うのですが、ここは中央銀行なり金融当局としては関与しなくてもよいというお考えでしょうか。

（答） 中央銀行の共通の認識は、金融イノベーションをその前に立ちはだかって止めるということは将来の経済的な厚生（welfare）をかえって害するということです。金融イノベーションに先立って堰き止めるようなことはしないが、イノベーションが常に健全なパーフェクトな姿で進むかどうかについては、やはり色々な角度からモニタリングが必要だと思っています。しかし、中央銀行がモニタリングすれば完璧になるかというのではなく、常に市場の中で色々な篩いにかけてられながら、やはりそういう意味では市場の中で高い評価の得られるイノベーションと、あるいは一見イノベーションのように見えても市場の篩いにかけるといずれは消えていくものなのか、そういう識別が市場の中で起こっていかなければなりません。結局のところ色々と高度な技術を使ったとしても、最後はマーケットに立ち返って皆が納得いく価格との対比でいつもこうした選別が行われていくという筋合いのものです。

格付会社の格付けにしても、もしこれを信用しすぎてリスクを取り過ぎたのではないかと思う方は、これからは多分、時々自分でマーケットに立ち返って格付会社の示したところよりは慎重にリスクを取るかもしれません。しかし、

それは慎重過ぎたということになって、やはり格付会社はより頼りになるのだなということになるのかもしれないし、いや慎重にやってちょうど良かったということで、格付会社に対する敬意が減るのかもしれない。そうしたプロセスが必要だと私は申しあげているわけで、今まではマーケットの状況が非常に恵まれた状況だったからそうしたプロセスを経ないでずっと進んできた。その部分だけはやはり今後取り返さなければならないので、今後の普通の姿の出発点に立つまでに若干時間がかかるということです。

（問） 円キャリートレードもしくはこの巻き戻しが市場の混乱を増幅させているという側面と、やはり円キャリートレードのリスクは依然警戒すべきところがあるのではないかと思うのですが、その辺の見方について伺います。また、来週にも内閣改造、与党の大きな人事が予定されているという観測がありますが、それについて改めて経済政策、金融政策について政府と摺り合わせていかなければならないのではないかと思います、その辺についていかがでしょうか。

（答） 今回の一連の市場の変動の中で、いわゆる円キャリートレードに絡むショート・ポジションというのは相当巻き戻しが進んだ状況だと思っています。だから良いというのではなくて、先々の金融政策を考えると、従来からも申しあげているとおり、為替市場の一角でリスクが過大に取られ過ぎた、その巻き戻しということですので、でき得ればそういう種を抱え込まないような金融政策の運営が望ましい。しかし、そこにだけ力点を置いて金融政策を行うと、肝心要の経済・物価情勢から目が離れるということになりますので、基本は経済・物価情勢に目を据えながらも、そういう市場の変動を大きくする種というものを抱え込まないような金融政策を十分視野を拡げながら今後ともやっていかなければならないということです。内閣改造については、私どもは事前に何らのコメントも持っておりません。

（問） 中央銀行とマーケットの間に、リスクなり経済の見方、あるいはいつ政策が変更されるかということに関して違いがあり得るということですが、マーケットを今日ご覧になっていて、日銀がリスクのどこを強調し、あるいはアップサイド、ダウンサイドをどう見ているかということに関してマーケットとのズレ、あるいは微妙な違いというのがもしあれば教えてください。また、先程の質問と

も関係あるのですが、コミュニケーションという意味では 7 月に展望レポートの中間評価をしたばかりですが、このように世界でマーケットが乱高下している時は金融経済月報等で改めて 4 月の時点と比べて見方はどうなっているかということとを述べられても良いのではないのでしょうか。

（答） マーケットの動きはマーケットプレーヤーによって一人一人皆違うと思いますので、一言で私どもと比べてどうだということはなかなか申し上げ難いと思いますが、マーケットの動きあるいは様々な経済指標や市場条件の変化に対するマーケットの反応を幅広く観察している私どもの立場から申し上げますと、今回の市場の大きな動揺が起こる前までは、先程申し上げたとおり、新しく出てくる経済指標についての市場の解釈と私どもの解釈との間にそれほど不一致がない状況でなかったのではないかと受け止めていました。また市場で変動が起こった以降も、市場の変動の意味する不確実性というものをマーケットは敏感に感じ取っているし、私どもも不確実性というものを強く意識して本日据え置きという政策判断をしていますので、マーケットの認識と私どもの認識との間に少なくとも日本経済あるいは市場、あるいは日銀の金融政策を巡ってそれほど大きな認識ギャップがあるとは思っていません。

また、金融経済月報については、詳しくは展望レポートの時に十分分析をし、詳しいアウトルックを出す。中間レビューにおいてはそれとの乖離を述べる。マンスリーな変化については、基本的な変化について不確実性が多い時に、あえて不確実性を乗り越えて楽観シナリオ、あるいは悲観シナリオを作り上げるということはしないというやり方になっています。

（問） 先程の円キャリートレードの巻き戻しについてですが、円相場も大きく動いて輸出企業が想定するレートを割り込むくらい水準まで円高が進みました。これによって実体経済への影響を心配する声も出ていますが、これについて総裁の考えをお聞かせ下さい。

（答） 円相場の動きについて個々にコメントを申し上げないことになっています。足許では 115 円台大体その辺で動いていると思いますが、一般論として申し上げますと、為替相場もそうですが、金融市場の動向は今ご指摘のとおり、輸出の動き、あるいは輸入の動き、あるいは企業収益、あるいは企業マインドや消費者

のマインドにも影響が及びます。そういう意味では、市況の変化は常に多角的に経済主体の行動とか経済主体の心理に及ぼす変化ということを十分咀嚼しながら最終的にマクロの経済分析につなげていくという立場をとっており、為替相場が大きく動いた時等、企業経営者がどのような感想を持たれるかということは私も強い関心を持って、そこは素直にお聞きしているという状況です。今おっしゃったような声を発せられる方もあるわけですが、一方で中小企業においては、つい最近までは円安の行き過ぎというのは原材料価格上昇の価格転嫁難に上乗せした悪い要因になっているという話もあり、こうした声を集めて総合的に解釈しなくてはならないと思っています。

（問） 先程から議論になっているサブプライム問題について、日本の金融機関に与える影響は直接には少ないだろうという見方では一致しているようですが、どういうベースでも構いませんが、総裁としてはこのサブプライム問題が全体としてどのくらいの規模があるということについての認識をお持ちですか。あるいは認識、見識はあるがそれについて今は述べるできないのでしょうか。

（答） サブプライム問題の規模は、金額的に正確にとらえてこうだということとはなかなか言えない問題だと思います。住宅価格が少し変動するだけで問題の大きさが変わりますので、「金額はいくらです。これで安心してください」とか「金額はこれだけです。大変心配です」ということは、いずれもおかしいと思います。これは実際に個々にその問題を抱えている金融機関が自らの損益の状況、資本の厚みというようなことの中で問題の大きさが測定され、それが集まって市場全体の問題に集約されてくると理解すべき問題だと思います。そういった前提に立って日本の金融機関の状況をみれば、この問題が日本の金融システムにシステム不安をもたらすような要素になるかということそれはなりにくい。他の欧米の問題に比べれば、幸いにもと言ってよいのですが、日本の場合にはそこまで大きなリスクは取っていないとは言えると思います。

（問） リスクの再評価と言っても結局損失を処理するところまでいかないと底が見えないと思います。規模全体がある程度わかっていれば底の結末もわかると思いますが、まだ拡大する可能性があるから規模がわからないということですか。つまりどのくらいのオーダーかということでも難しいのですか。

（答） これはサブプライム・ローンだけではなく、仕組み商品市場全般に広がっている問題であり、今の市場価格で正当な価格を発見していく過程ですので、今の段階で損失がいくらかと言うことは間違った情報になってしまいます。かえって正しい情報にはならないということであり、価格発見プロセスが進むにつれて次第に明らかになってきます。しかしそこまで勘案しても、日本の金融機関の場合には相当に安心してよい状況だということを申し上げています。

（問） いつまでも経済実態と離れた金融政策が続くとの期待が定着すると、資源配分に歪みが生じ、一部は起こるべくして起こった、という総裁の発言がありました。また、実体経済についてはより堅調だという確信を持つ方向に動いた、という趣旨のご発言もあったと思います。こうした発言を踏まえますと、金融市場の混乱を防ぐためには、想定されている中立金利に向けて少しずつ利上げをすべきだ、ということになるかと思いますが、今回利上げを見送ったデメリットはどこにあるとお考えなのでしょうか。

2点目ですが、現在の混乱が秩序だっているのかそうでないのか、実体経済への影響がどうなるのか、というお話がありましたが、実体経済への影響がどうなるかを見るというのはよくわかるのですが、再評価の過程が秩序だっているのかそうでないのかをみるのは、なかなか難しいと思います。再評価する過程では、必ず痛みで潰れる金融機関が出てきたり、混乱が生じると思うのですが、いったいどのような状況が秩序だっていて、どのような状況が秩序だっていないのか、現在の相場の混乱は秩序だっていると言えないことはないと思うのですが、現状の認識について伺います。

（答） これまでも説明してきたように、スケジュール感を持って金利調整をしていくわけではありません。中立金利を目指して一定のスケジュール感を持って金利調整をしようとしているわけではありませんので、私どもの金融政策のプロセスに齟齬が生じているということではありません。本日の判断は、今の日本経済の実態と日本経済を取り巻く環境を総合的にみた上で、最適な判断を下したということであり、デメリットがあるはずはないと思っています。

それから、2点目についてですが、マーケットが変動したとしても、価格再発見のプロセスが正しく進めば、世界経済も日本経済も将来にわたってより望ましい

資源配分のもとで安定的な成長を続けていくとみています。関係のないマーケットにまで余計な飛び火をすることがないように、きちんと価格を確定して処理すべきロスは痛みを伴ってもきちんと処理されていくということが秩序だった調整だと思えます。ロスを誰かが消してくれるということが秩序だった調整ではありません。厳しい過程ですが、その過程を冷徹に進めるとともに、その過程が疑心暗鬼を生んで必要のないところまで余計な飛び火をさせずに、大変難しいのですが、その過程を上手く運んでいく必要があります。中央銀行の努力というのは、流動性の供給等を通じてこの過程をサポートしていくという作業であって、私どもがロスを引き受けることによってこの過程の苦痛を剥ぎ取るということでは決してないということです。

（問） 今回、上げるか下げるか現状維持にするか3つの選択肢があって、現状維持という判断をされたのだと思うのですが、金利を引き上げる、あるいは金利を引き下げる場合のデメリットはどのようにお考えになったのでしょうか。

（答） デメリットがあるから止めたという、消極的な論法ではありません。正にこれが最適の政策というポジティブな判断です。

（問） グローバルに行き過ぎたスプレッドの縮小を経て、現在、再評価の過程にあり、そのリスク再評価には相当の時間がかかるとか、ある程度時間がかかるとか、若干時間がかかるとか、色々なおっしゃり方をされたと思いますが、その時間のイメージとしては1か月とかその位のイメージなのか、それとも半年、1年とかある程度の時間が必要とお考えなのか、その辺のイメージをお持ちでしたらお聞かせください。

（答） A B C PとかC D O、C L Oのマーケットが、機能停止という言葉は少々オーバーだとは思いますが、機能停止に近い状況にあるということから考えると、これがほぐれていくために数週間ではなかなか考えにくいと思います。

以 上