

2008年7月16日  
日本銀行

## 総裁記者会見要旨

2008年7月15日(火)  
午後3時半から約60分

(問) 本日の決定会合の結果につきまして、展望レポートの中間評価、それからこの度新しいコミュニケーション手段を発表されましたけれども、それも含めてポイントをご説明頂けますでしょうか。

(答) 本日の決定会合では、「無担保コールレートオーバーナイト物を0.5%前後で推移するよう促す」というこれまでの金融市場調節方針を維持することを全員一致で決定しました。

このほか、本日は、金融政策運営上の情報発信の充実に関して新たな措置を決定しました。金融市場調節方針の決定の背景については、今回から、公表文において2つの柱に基づく点検結果を示すこととしました。

まず第1の柱について、そのポイントをご説明しますと、わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速しています。短観などでみた企業の業況感は引き続き慎重化しているほか、先週の支店長会議でも、減速感が強まっているとの報告が多く聞かれました。もっとも、先行きは、当面減速が続くものの、その後海外経済が徐々に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れてくるにしたがって、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想されます。物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、足許1%台半ばとなっています。先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想されます。このように、わが国経済は、物価安定の下で持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いと判断しました。

4月の展望レポート公表時と比べますと、原油をはじめとするエネルギー・原材料価格が一段と高騰しており、この影響が、経済・物価の両面に表れていると思います。このため、今回の中間評価では、2008年度を中心に、成長率

は幾分下振れる一方、物価は、国内企業物価・消費者物価とも上振れると予想しました。

次に第2の柱について、リスク要因をみますと、国際金融資本市場は不安定な状態が続いています。米欧金融機関の損失拡大懸念、世界的なインフレ圧力の高まり等を背景に、各種の信用スプレッドが再び拡大しているほか、株価も引き続き下落しています。米国経済は停滞しており、世界経済には下振れリスクがあります。国内民間需要については、国際商品市況の高騰に伴う所得形成の弱まりから下振れるリスクがあります。このように、景気の面では下振れリスクに注意する必要があると考えています。一方、物価面では、原油など国際商品市況高を背景に、世界的にインフレ圧力が一段と高まっています。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要です。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられます。

次に金融政策運営の考え方について、日本銀行としては、金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向の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金融政策運営を行っていく方針であります。

最後に、情報発信の充実に関しては、4つの措置を実施することを決定しました。すなわち、第1に毎回の決定会合後に2つの柱に基づく点検結果を公表すること、第2に展望レポートの見通し期間を延長すること、第3に政策委員の見通し計数とリスク・バランス・チャートを四半期毎に公表すること、第4に議事要旨を常に次回会合で承認の上公表すること、であります。これらの措置の狙いは、2006年3月に導入した「金融政策運営の枠組み」に沿って、経済・物価の現状と先行きおよびリスク要因について、適時かつ丁寧に、説明することです。日本銀行としては、こうした施策によって、現在のように経済・物価の不確実性が高い状況の時も含めて、より充実した情報発信を行うことができる体制が整うと考えています。

（問） 経済情勢については、資源高に伴うインフレ圧力の高まりと景気下振れリスクの上下両方向のリスクが高まっています。こうした状況について、日本経済はスタグフレーションの局面に入ったのではないかという声も聞かれますが、

総裁はどのようにお考えでしょうか。

（答） 結論を先取りして言いますと、スタグフレーションの局面に入ったとは判断していません。繰り返しになりますが、わが国の景気はさらに減速していますが、先行きについては当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していくとみています。物価面では、消費者物価は当面上昇率がやや高まるとみられますが、その後は、原材料価格高の押し上げ効果が縮小することから、徐々に低下していくと予想されます。

このように、わが国経済は、引き続き、物価安定の下で持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いと考えており、スタグフレーションの局面に入ったとは判断していません。ただ、こうした見通しには不確実性が大きいということは、先程申し上げた通りであり、従って景気の下振れリスクと物価の上振れリスクの双方に注意が必要な局面になっていると考えています。

（問） エネルギー価格について、4月の展望レポートでは、原油価格等が落ち着いてくるという前提で、2008年度の後半頃から成長率が回復してくるシナリオを描かれていたと思います。ただ足許をみますと、原油価格は1バレル110ドル～140ドルくらいということで、かなり上がってきている状況だと思いますが、今回の中間評価では、原油価格等の見通しについてどのような見方をされていますか。もし、価格が落ち着いてくるという見方であれば、その理由なり根拠をお聞かせ下さい。

（答） 原油等国际商品市況の高騰の背景については、色々な議論がなされてきました。第1の要因は、新興国の高い成長による需要増加という要因、第2は地政学的なリスクや産油国の供給能力等の供給面の制約要因、第3に金融的、投機的な要因、が指摘されていると大きく整理できると思います。私が出席している国際会議を含め中央銀行間での議論を総合しますと 私自身もそう思いますが、基本的には需給バランスというファンダメンタルな要因に着目した議論が多いと思っています。ただ、こうした要因については、ひとつだけで決まっているというわけではありませんから、最終的にはもちろんこれら全てが絡んでいるでしょうし、先行きの見通しについて私が予想を述べるということはおそらく適当ではなく、またあまり意味もないと思います。

需給バランスを中心に考える見方が多いと申し上げましたが、私どもの見方もそうですが、現在の原油価格上昇の背後には新興国を中心とする世界経済の成長は続く可能性が高いという判断があります。今回の中間評価では、そうした需要に支えられ国際商品市況は先行きも高水準で推移すると想定しています。つまり、この先どんどん上がる、あるいはこの先明確に下がるということは想定せずに、高水準で推移するという想定を立てております。

（問） 今回は政策金利据置きという判断でしたが、展望レポートの中間評価あるいはその論理をみると、今回利下げをしなかった判断を読み取れませんでした。今回利下げをしないという判断、あるいはそうした提案がなかったのは、日銀としてあるいは政策委員会の議論の中ではインフレを警戒しているためということでしょうか。それとも、現在の誘導レートが十分刺激的だから利下げをするには及ばないということなののでしょうか。潜在成長率が1%台半ばから後半にかけてであるとすれば、今年度は需給ギャップがマイナスになってくるということだと思います。また、米国では今危機的な金融経済状況になりつつあると思います。米国は米国、と言えはそれまでなのですが、世界は繋がっているという説明をよく政府・日銀がしているわけで、今回利下げ提案がなかったことについて総裁の見解をお願いします。

（答） まず金融政策の判断ですが、各国は自らの置かれた経済・物価情勢に即して判断を行っています。日本銀行の判断は先ほど申し上げたとおりですが、もう一度申し上げますと、金融政策の判断は、金融政策の効果の波及にはかなり長いタイムラグあるということを十分踏まえる必要があります。ラグの長さについては色々な考え方がありますが、一般的には大体1年半から2年程度ということになります。従って、先行き1年半から2年程度の経済の姿、物価の姿を展望しながら今の政策金利の水準を考えていくということになります。そういう観点で景気の姿をみてみますと、足許はさらに減速をしており、暫くこの局面が続きますが、その後は徐々に緩やかな成長経路に復していくという判断です。一方、物価については、先行き上がっていきませんが、その後はまた低下していくということです。この景気の姿、および物価の姿を想定すると、現在ここで金利水準を調整する必要はないということになります。ただ、繰り返しになりますが、景気についても物価についても、それぞれ方向の異なるリスクがありますので、そのこ

とは十分に認識したうえで、毎回私どもが想定した経済・物価の経路に変化がないかどうか、これを点検しながら金融政策を運営していきたいというのが本日の決定であります。

（問） 2点質問します。1点目は、景気判断の下方修正の中身について、設備投資や個人消費の伸びが鈍化したと書かれていますが、今まで底堅いとしていた設備投資や個人消費がどのような要因で下方向に変わったのかということをもう少し具体的にお伺いします。

2点目は米国経済についてです。4月頃には、年度後半には米国経済は持ち直してくるとみられていたかと思いますが、現時点で総裁は、今後いつ頃立ち直っていくとみられていますか。

（答） 今回から金融政策決定会合後の文章の公表方法が変わり、明日金融経済月報の全文を公表します。こちらのほうにはご質問の需要項目も含めてもう少し丁寧に書いてありますが、とりあえず本日の時点でお答えしますと、足許景気がさらに減速していることの一番大きな原因は、交易条件の更なる悪化です。交易条件が悪化しますと、企業収益は圧迫されるということになります。今回の短観でもそうした姿が出ていました。その結果、設備投資にも影響が出てくるということであり、特に大企業製造業は比較的堅調ですが中小企業あるいは非製造業には設備投資の増勢鈍化の傾向がより明確に出てきているという感じがします。個人消費のほうは、雇用者所得の伸びと交易条件の悪化による購買力の低下という2つの要因があると思いますが、この両方の要因から個人消費の伸びは増勢が鈍化と言いますか、伸び悩んでいるという感じがします。それらについては明日の月報で詳しく説明します。

次に米国経済ですが、GDPの成長率の数字はさておき、基本的な経済の流れということからみますと、資産価格、金融市場、実体経済のマイナスの相乗作用がいつどのようなかたちで収束に向かうのかという点が大きなポイントで、その点についてはまだなかなか見極めがつきにくい状況だと思います。現在、住宅投資はマイナス方向で寄与していますが、設備投資、個人消費についても基本的に弱くなっています。回復の時期がいつかという質問ですが、標準的な見通しについては、FRBの明日の証言でももう少し詳しい数字等が出てくるかもしれませんが、従来の2008年末から2009年にかけて段々に成長率が上がっていくとい

う見通しが少しずつ後ずれしているような感じがします。いずれにせよ現在は、どちらかというところある程度下振れリスクを意識しながら米国経済をみているというのが、本日の金融政策決定会合における委員の大方の判断であったと思います。

（問） 先日米国で公表された政府系住宅金融機関（G S E）への緊急支援策について総裁の評価をお聞かせ下さい。

また、情報発信の見直しについてですが、なぜ金融経済月報の一部が今回から翌営業日に発表されることになったのでしょうか。情報量は変わらないということですが、技術的な制約が何かあったのか、その辺の事情をお聞かせ下さい。

（答） まず政府系住宅金融機関についてですが、最初に今回の措置をもう1度確認したいと思います。13日に米国の財務省およびF R Bは、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）に対して次のような点を柱とする支援策を発表しました。第一に財務省の両社に対するクレジットラインを一時的に拡大する、第二に財務省が必要に応じて両社の株式を取得し得るようにする、第三にF R Bはニューヨーク連銀が両社に対して必要に応じて連銀貸出（ディスカウント・ウィンドウ）を行う権限を付与する、というものであります。米国当局は、この二つの政府系住宅金融機関が米国の住宅金融制度や金融市場において重要な役割を担っているということを踏まえて必要な対応を進めたというように考えております。日本銀行としては、今回のこの措置が米国の住宅市場や金融市場の安定化に資するということを強く期待しています。

次に、金融経済月報の一部発表が今後翌営業日になることについてです。従来、金融政策決定会合後の発表の仕方は、金融政策に変更があった場合、あるいは変更がなかった場合でも事実の公表を行います。変更がなかった場合は、金融政策をなぜ変更しなかったかということについての説明文章というのはなかったわけであり。毎回、経済、物価、金融情勢に関する説明はありましたが、何故政策を変更しなかったかということについて文章での説明が必ずしもなかったわけです。この点は、毎回この記者会見で総裁が口頭で説明していましたが、これを文章のかたちでしっかり説明するということが大事であると判断して、今回は経済・物価情勢についての見通し、リスク、政策の考え方を先ほど申し上げた形式で発表することにしたということです。そういう意味で、私どもとして

は情報の中身は充実が図られたと考えています。金融経済月報はそうした判断の背後にある細かな説明であり、判断を裏付ける補完的な参考資料として、これからも執行部のレポートというかたちで発表していきますが、最も大事な基本的な政策判断とその背後にある経済・物価の見方についてはこの文章にしっかり書いたということです。実際、金融政策決定会合では、色々な議論を最後の最後までやっているわけです。そうした結果を全て金融経済月報に反映させようとする、どうしても時間的に間に合わないという面があります。1日のずれは発生しますが、最も骨格となる部分については即座に発表するということに致しました。

（問） 先程お話のあった設備投資に関連してお伺いします。設備投資の減速に加え、既存の工場や生産拠点での減産や設備の休廃止といった動きも徐々に出てきていると思いますが、そのあたりの影響はどの程度織り込まれていますか。

（答） 足許の生産の動きをみますと、1～3月が前期比小幅のマイナス、4～6月は、6月の数字が出ていませんが予測計数を前提にするとやはり小幅のマイナスということで、足許大きなマイナスではありませんが減少基調だと思っています。こうした動きは、今回景気が更に減速しているということを裏付けるひとつの材料として認識しています。先程、休廃業の設備の廃棄に触れられましたが、設備については、新規の投資と設備の除去、あるいは減耗の結果である最終的な資本ストックの伸び率を重視しています。資本ストックの伸び率と毎年のフローの設備投資の伸びのバランスである資本ストック循環を重視し、毎回点検しています。前回の展望レポートでも資本ストック循環の説明がありましたが、現在、資本ストック循環の面で設備投資が増えていくという局面ではなく、どちらかという、資本ストックが積み上がっていて、その辺から投資の伸びが段々減衰していくという局面ではありますが、ただ、その面で大きな変化がここにきて起きたというようには認識していません。

（問） 2点伺います。本日、情報発信の充実について新しい内容が発表され、第1の柱、第2の柱の2つの柱に基づく点検結果を今後毎回公表するという説明がありました。今回の第1の柱の点検の結論は、持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いということです。総裁は最近、この「相対的に」という言葉を使う機会が多いと思いますが、それはやはりそれ以外の可能性、例えば持続的な成長

が続かない可能性が比較的高まっているということがあって、このような言葉を使っていると思います。第2の柱は、最初の2006年3月に発表された時には、2年あるいは3年といった随分長い将来を見越して、起こる可能性は低いが起こった場合は大きなリスクがあるといった趣旨であったと思います。そのように考えてみますと、本日公表の「当面の金融政策運営について」の4番目の項目のリスク要因のところを第2の柱として説明されましたが、ここで書かれているリスク要因は、第2の柱という程悠長なものではなく、かなり差し迫ったリスクではないかとも思えます。これを第2の柱と言ってもよいのかどうか、第1の柱の中の比較的高まっているリスクと認識する方が正しいのではないのかと思えますが、この点どのようにお考えですか。

2つ目の質問は、第1の柱に基づく点検結果として、持続的な成長を続ける可能性が高いということで、スタグフレーションの局面に入っていないと説明されました。しかし、短観でもそうですが、企業収益は、上期は非常に減益となっています。下期に回復するというシナリオになっていますが、原油価格などが落ち着いてくるという期待が随分入っていると指摘するエコノミストも多いです。日銀のシナリオも、結局のところ、短観の企業の見方とそれ程変わらないと思います。エネルギー価格が高い水準に止まるというよりは、低くなってくることが実現しなければ、景気の持続的な成長、あるいは物価の比較的低位での安定が実現できないのではないのでしょうか。つまりは、かなり楽観的な見通しに立たなければ、持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いというシナリオにはならないと思います。エネルギー価格その他の見方がやや楽観的なのではないのかというのが、2つ目の質問です。

（答） 1点目の質問ですが、この質問にお答えするには、第1の柱と第2の柱について、ご説明したほうがよいと思います。第1の柱は、将来を展望して、最も蓋然性が高い見通しを点検していく、すなわち最も蓋然性が高い見通しが物価安定の下での持続的な経済成長という目的に適っているかどうかを点検するというものです。どのような見通しもそうですが、100%確実に予測できるということはありません。そういう意味で最も中心的なシナリオを第1の柱で点検していくということです。

第2の柱はそのような見通し以外の見通しを、リスクという観点から点検していこうということであり、2年前の公表文、その後の福井前総裁の記



者会見、政策委員会メンバーの講演等にも書かれていますが、ひとつは、今のご質問の中で説明があった展望レポートの見通し期間である2年を超えてもう少し長い期間の中で実現する見通しについての点検です。もうひとつは、見通し期間の中であっても、起きる確率は低くとも起きた場合のコストが非常に大きいようなリスクも点検していこうということでもあります。それ以外にもリスクがあるかもしれませんが、いずれにせよ、中心的なシナリオとそれ以外のシナリオに伴うリスクについて点検していこうということでもあります。

そういう観点から現在の見通しをみた場合、まず、標準的なシナリオはこれまでの見通しに比べると、現在「さらに減速している」との言葉で表していますが、下方に修正されています。しかし、物価の方は上方に修正されています。先行き2年間の景気と物価の中心的なシナリオが、先程の物価安定の下での持続的な成長という目的の範囲の中に入ってくるかどうかを点検し、今回は入っていると判断したということでもあります。しかし、どのような予測もそうですが、この予測は当然上下にリスクがありますから、それを点検していこうということでもあります。ご質問は、ここで挙げているリスク要因を反映させると、蓋然性が高いシナリオでも、もっと経済成長が低くあって然るべきではないかとの趣旨かと思いますが、私どもとしては、今回足許で起きているような下振れ要因を反映させた上で、標準的なシナリオについても、先ほど申し上げたような判断に立ったということでもあります。

次に、原油価格の想定が楽観的ではないかのご指摘についてです。この3～4年を振り返ってみますと、原油価格は持続的に上がってきた訳であります。しかし、この間、中央銀行や国際機関、エコノミストもそうだと思いますが、確かに原油価格の上昇は暫くは続くかもしれませんが、この先もどんどん上がり続け、1バレル100ドルを超えとか、150ドルに接近するということを想定して、2年前の展望レポートで標準的なシナリオを立てることが適切であったかという、私は必ずしもそうは思いません。逆に、明確に下がっていくというポジションをとって予測するということも、適切だとは思いません。先程申し上げた原油価格上昇の背景を考えますと、色々な展開があり得ると思いますが、敢えて強いポジションは取らずに、現在の高い水準で推移するということでまずシナリオを立ててみるということが、責任ある当局としての予測の立て方だと思います。そういう意味で決して楽観的に見通しを作っているという訳ではありません。

（問） 2点お伺いします。1点目は物価の上振れリスクについてですが、さらにリスクが顕在化して物価が上振れた場合、日銀が採れる政策手段にはどのようなものがあるのか教えて下さい。

それから2点目ですが、今世界経済にとっては間違いなく原材料価格の高騰というものが大きなリスクになっていると思います。総裁は、中央銀行というものは各国それぞれの事情に応じて政策をやっていくのが務めだとおっしゃっていますが、過去、先進国では、具体的に金利を同じ方向に向かわせるという意味ではなく、色々な政策の論争をやりながら、政策を擦り合わせていくようなところがあったかと思います。今の時点において、世界の中央銀行が協力してやっていけることはないのでしょうか。

（答） まず、物価についてですが、足許エネルギー価格、原材料価格が上がってきていますので、この先、消費者物価上昇率は暫く上がっていくとみています。どの程度まで上がるかについては色々な見方がありますが、物価安定という場合には、中長期的にみて持続し得る物価の安定かどうかということが最大の判断ポイントになってきます。仮に現在の物価上昇を考えてみますと、明確に要因分解できるわけではありませんが、こうした国際商品市況の高騰による直接的な上昇の部分というのがかなり大きいと判断しています。逆に言いますと、セカンド・ラウンド・エフェクト（二次的効果）つまり輸入コストの上昇により物価が上がった結果、先々の予想インフレ率も上がり、それが賃金の設定を始めとした色々な賃金・物価形成に組み込まれていき、さらに物価が上がっていくという効果が起きているかということ、現在のところそうしたものは起きていないように見えます。ただ、現在起きていないようには見えますが、色々なデータをみると、例えば家計の予想インフレ率が少しずつ上がってきているということがあります。多少注釈を付けますと、これは購入頻度の高い物に影響されますので、エコノミストの言う予想インフレ率が上がっているかどうかについては若干割り引いて考える必要がありますが、少しずつ家計の物価観が変わってきている可能性もありますし、企業の価格設定態度が少しずつ変わっていく可能性もあります。

従って、セカンド・ラウンド・エフェクトがこの先起きてこないかどうかは丹念にみていく必要があると思っています。現在は起きていないということですので金融政策で対応しなければならないということではないと思っています。仮に上がった場合にどうなのかというご質問については、中央銀行の金融政策の

目的は物価安定の下での持続的成長ということですので、そうした観点に照らして景気と物価の状況を点検して判断をするということに尽きると思います。その間、中央銀行は、景気の下振れのリスクと物価の上振れのリスクの両方についてきちんと認識をしているということをしっかり伝えていくということが大事だと思います。例えば、インフレ・リスクについて言いますと、中央銀行は決してインフレのリスクに対して鈍感ではなく、先ほど申し上げたような意味において十分注意深くみている、という情報は常に発信していく必要があると考えています。

それから政策協調についてですが、先ほどのご質問にもありましたように、各国が政策金利を同じ方向に動かすという意味での政策協調は、これまで各国がやってきたわけではありませんし、またそうした政策が望ましいとも思いません。かつてプラザ合意の後にいわゆる政策協調という議論が盛んな時期があったことは事実です。しかし、現在は中央銀行間および学界においても、いわゆる政策協調は望ましくないというのが、どちらかという多数説だと思います。これは、金利を一斉に各国が調整するという意味での政策協調を否定する議論ではありますが、各国が意思疎通を図るということの重要性を否定するものではありません。十分に意思疎通を図っていくということは非常に大事であり、そういう意味で協調という言葉を使うとすれば、協調は格段に強化されているというのが私の実感です。

中央銀行にできることは何かあるかということですが、現在起きていることの性格を中央銀行として適切に分析し、それを世界に向けて情報発信していくことは大事なことであります。先ほど国際商品市況の上昇の背景について申し上げましたが、結局、色々な国際商品市況が全て上がっているということは、単純に考えると世界全体としての需要供給のバランスが需要超過に傾いているということだと思います。このため商品の値段が上がるということです。その結果、交易条件の改善した国では、概して言うと景気が過熱する一方、交易条件が悪化した国では、どちらかといえば景気は後退するということになります。景気が過熱した国においては金利の調整が必要であるという議論が最近強くなってきましたし、現実には、今そういう方向に動いているわけです。現実には景気が強くて、しかし金利を据え置いている国が、やはりこれではいけないということで金利を調整していつているわけです。そういう意味で、中央銀行が全く無力というわけではなく、そのようなかたちで中央銀行サークル全体としての努力もしていると思っています。

（問） 先ほど話題に出た米国政府系住宅金融機関（GSE）についてですが、この政府系住宅金融機関の発行する債券を各国中央銀行が外貨準備等のために相当程度保有しているという指摘があります。日本銀行の現状はどうでしょうか。また、その影響は何か考えられるのでしょうか。

（答） 日本銀行は、外貨資産の運用に当たりましては、中央銀行資産としての性格に鑑みまして、高度な安全性と流動性を確保することを目的としています。こうした考えのもとで、運用対象資産は、第1に主要国の国債を中心とした高い安全性と流動性を備える債券、第2に主要国の中央銀行に対する預金等高い安全性を備える預金、第3に高い安全性と流動性を備える金銭の信託にかかる信託財産としています。運用対象資産の詳細については、これまでと同様、金融為替市場において無用の憶測を招く恐れがありますので、コメントすることは差し控えたいと思います。

米国政府系住宅金融機関債一般についてですが、今回米国当局は、非常に重要な機関であるとしてはっきりと支援の姿勢を示したと思います。市況は日々変動するものですが、昨日のニューヨークの市場をみると、政府系住宅金融機関債の信用スプレッドは若干縮小したと理解しています。

（問） 2点お伺いしたいのですが、1点は経済見通しの数字についてです。2008年度については1.2%成長というのが政策委員の大勢見通しの中心値となっていますが、昨年後半の成長率が高かったこともあって、今現在の成長率のゲタは1.2%であり、今年度はゼロ成長になってしまうという予測になっています。さらに、デフレーターが出ていないので正確なことは言えないと思うのですが、名目成長率はおそらくさらに低い成長率になると思います。こういった成長の中で、緩やかな成長と言えるのか、もう日本経済はかなり土俵際まで追い込まれていると言えるのではないかと、数字からみて読み取れるのですが、如何でしょうか。日銀は2009年度の成長率を1.5%と掲げていますが、潜在成長率は1%台半ばから後半のかなり下限のほうであるということも含めて、お答え頂ければと思います。

2点目は原油についてですが、現在の高水準の価格がまだ続くとおっしゃっていましたが、中小企業を中心に現在の価格で倒産がかなり増えており、採算面で厳しい先が増えてきていると思います。現在のような原油高が続く中で

来年度にかけて成長率が上がっていくためには、生産技術が改善するとか、もしくは数量がさらに出ていくといったようなきっかけのようなものがないと成長率が上がっていくという絵はなかなか描けないと思うのですが、如何でしょうか。

（答） まず、最初の質問からお答えします。今回数字を公表する時に、数字をどう位置付けるのかについて随分議論しました。私どもが展望レポートを公表してから一貫して申し上げていることですが、経済・物価のメカニズムを中心に説明していきたいということです。なぜそのように申し上げてきたかということ、数字は非常に大事ではありますが、過去の実績にあるようにデータの改訂がしばしば起こるということでもあります。つまり、その時に利用可能な数字をもとに色々議論してきたことが、時期が経つと実はその議論にあまり意味がなかったということが起こるわけです。有名な例ですが、米国で2003年に個人消費支出のデフレーター（PCEデフレーター）が1%を切り、デフレに陥る危険性が心配されましたが、しかし事後的には随分と上方改訂されたわけです。

私どもとしては、今回公表した数字やリスク・バランス・チャートは、あくまでも参考としてみて頂きたいと考えており、中心となるものは本文の文章で書かれたメカニズムです。技術論、数字そのものの議論にはあまり入っていきたくないのですが、例えば、この1～3月のGDPの数字は数年後に最終確定する訳ですが、そのように考えた場合、現在のGDPの数字自体が磐石かどうか何とも言えない訳です。GDPをどうみるにせよ、はっきりしていることは、景気がさらに減速していることであり、ご指摘のとおり、足許かなり成長率が低くなってきているのです。そうした状況をどのような言葉で表現するのがいいのかは、もう少し決定会合の回数を重ね判断していきたいと思います。現時点では、さらに減速していると伝えることが景気判断として最も適切であると判断したということです。

来年度どうすれば成長率が上がるメカニズムができるのかということですが、先ほど交易条件の悪化が足許の景気減速の主因であると申し上げました。一方、原油価格については高水準のまま横這いで推移すると申し上げました。景気悪化をもたらす主因が交易条件の悪化であり、交易条件の悪化が止まれば、マイナスが消えるという意味において、これは成長率を押し上げる要因になってきます。これが唯一のメカニズムではありませんが、原油価格についてどのような想定をおくのかは非常に大事です。もし原油価格が予想に反してどんどん上がっ

ていくことになると、交易条件は悪化していきますので、成長率を下げる要因になります。ただ、交易条件の悪化の裏には必ず交易条件の改善した国があるわけであり、例えば、現在のロシアや中東に対する日本の輸出はものすごい勢いで増えている訳です。世界全体として必ずお金が回っている訳ですから、最終的には内需の減少と輸出の増加をバランス良くみていく必要がありますが、いずれにせよ、先ほどの質問について言いますと、交易条件のさらなる悪化は織り込んでいないということです。

（問） 先ほど物価のセカンド・ラウンド・エフェクトについて触れていましたが、本日の公表文における第2の柱の中でもそのようなことが書かれています。日銀としては、国民のインフレ予想、ないしは期待インフレ率というものをどのように把握するのでしょうか。日銀や内閣府も相応の調査をされていますが、必ずしも十分なヒストリカルデータの蓄積があるわけではありませんし、物価連動債の市場は想定したような機能を果たしているとは限らないと指摘されており、こうしたなかで、どのように期待インフレ率を測っていくのかお伺いします。

（答） 予想インフレ率をどのように測っていくのかということは、大変な重要な課題であり、日本銀行に限らず、各国の中央銀行がこの課題に取り組んでいる、というのが正直な答えです。従いまして、これを見れば「The 予想インフレ率」がわかるというものではないと思います。そのように申し上げたうえで、どのような指標をみているのかについて、いくつか申し上げたいと思います。

まず、私どもが四半期毎にアンケート形式で家計の予想インフレ率などを調査している「生活意識に関するアンケート調査」をみますと、物価が上がったと答える人の割合が毎回確実に増えており、直近の調査では約9割だったと思います。この調査によって方向感や具体的な数字がわかりますが、消費者物価指数と比べると非常に高い水準ですので、必ずしも予想インフレ率とピッタリ対応しているわけではないと思っています。

また、エコノミストの予想についてですが、これは短期と長期の予想があり、数字で把握できるものです。エコノミストの予想は、中央銀行が内部で行っている先行きのインフレ予想のロジックと比較的似ていますので、これが独立した情報かについては色々な議論があります。ただ、エコノミストのインフレ予想は、どちらかというと長期の予想インフレ率を重視したいというのが比較的多い

意見だと思えます。

それから物価連動債についてですが、物価連動国債と普通の国債のそれぞれの金利から差し引くかたちでブレイク・イーブン・インフレーション・レート（インフレ期待の推測値）というものが計算できるわけですが、これは、普通国債と物価連動債の流動性の差の変化も映し出していますから、ご指摘のとおり、果たしてこれが予想インフレ率と言えるかどうかについては、日本に限らず他国でもなかなかそこまでは自信をもって言えないのではないかと考えています。

また、相対的に信頼できる指標として、賃金の動き、あるいは賃金の設定態度というものが挙げられます。これは、企業と労働者双方が先行きの物価を想定しながら交渉していくわけですから、インフレ予想というものが間接的に反映されている可能性はもちろんあるわけです。ただ、この指標にも色々な限界がありますから、賃金の動きをみていれば必ずわかるというものではありません。

よって、色々な指標を併せてみているというのが現状であり、私どもとしては、今後さらに努力を重ねていきたいというのが正直な気持ちであります。

（問） 本日のステートメントの「当面の金融政策運営について」の5番目の文章についてですが、この文章自体はかなり一般的なものだと思えます。例えば、上下両方向のリスクというのは、いつでも中央銀行として点検しているでしょうし、機動的にというのもいつものことだと思えますが、こういうことを書く意味というのはどういうことなのでしょう。また、もしこの文言を少しでも変えるとなると、マーケットが過敏に反応するというリスクがあるのではないのでしょうか。

（答） まず、発表文の5番目の文章についてですが、この文章は4月末の展望レポートで採用した文章です。そういう意味では、4月末以降この文章を使っているということです。それ以前はどうであったかというと、これとは若干異なる文章でした。この文章自体は普遍性の高い文章という面もありますが、実はこの3月まではこれとは違う文章を使っていました。昨年秋の展望レポートではあるいはそれ以前の展望レポートもそうですが、経済・物価情勢の改善度合いに応じて金利水準を調整していくという趣旨の文章が毎回書かれていたわけです。これは、その時の経済・物価情勢に照らしてそうした金融政策の運営方針が望ましいと思ったため、ある程度方向性を示したということです。今回は、景気

と物価について先ほど申し上げたようなリスクがあることに照らしてこうした表現が良いと判断したわけです。従って、この文章がずっと続くというわけではなく、どこかのタイミングでこれは変わり得るということです。

それから、この文章を少しでも変えた時にはマーケットが過敏に反応するのではないかというご質問ですが、先行きの政策の考え方について何がしか中央銀行が発信していく以上、その時点ではマーケットに何がしかの反応があるということは避け難いと思います。ただ、私どもが意識していることは、直截に金利を上げるとか下げるとか、あるいは変化させないということではなく、中央銀行がどのような行動原理で動こうとしているのかということをしてできるだけ説明していくということです。その上で、毎回のいわばインプットである経済・物価のデータを私どもがこのように解釈しているということを説明していくことによって、できるだけ滑らかに金利が予測できるようにしたいということです。そういう意味で、私ども自身の説明が今申し上げた目的に沿ってうまく運営されていれば比較的ショックは小さいと思います。ただ、この1年間の欧米の金融市場を顧みてもそうですが、突然大きなショックが襲うことは当然あるわけです。ここで言うリスク要因が特に第2の柱がそうですが顕現化すると当然そこで大きく経済の姿が変わってきます。その時には経済の姿の変化に合わせて政策ももちろん急に変わることもあり得ます。しかし、それは経済の実態がそうである以上、政策もそうであるべきだと考えています。

（問） 本日公表の「当面の金融政策運営について」の中の4パラグラフ目の最後に、「この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる」という文章があります。金融政策については、金利の引き上げ、あるいは引き下げという一定の方向性は持たないというスタンスであったと思いますが、今回この一文を入れたということは、一定の方向性とまでは行かないまでも、政策委員の中に金利引き上げに対する意識が少し強くなったのではないかというイメージを持ちましたが、この文章が入った背景をもう少し詳しくご説明下さい。

（答） この文言自体はこれまでも「展望レポート」にも書かれており、4月の「展望レポート」でもこの文章は入っていました。今回の発表文にこの文言が入っていることが、政策委員の意識がここにきてより利上げ方向に変化したことの証



ではないか、ということであれば、それはそうではありません。あくまでも様々なリスクのひとつとして掲げているということでもあります。

具体的にどのようなことを考えているかをご説明しますと、現在、実質の短期金利は、非常に低い水準であり、コールレートが0.5%、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）が1.5%ですから、単純に計算しますとマイナス1%となります。もちろん現在の上昇がずっと続くというわけではないでしょうが、単純に計算すると実質金利は今やゼロと言いますか、マイナスであり、いずれにせよ非常に低い水準です。

一方、経済の潜在的な成長率は、正確な計算はできませんが、1%台半ばから後半と想定できます。そういう意味で実質短期金利が持つ潜在的な景気の刺激力というのは大きなものがあると思います。ただ、現時点で様々な景気の下押し要因が働いている中で、これが目に見えるかたちで力を発揮しているわけではありません。逆に言いますと、そうした諸々の下振れ要因が消えてくると、これが潜在的に持っている力が発揮されてくると思います。

2003年以降の世界の経済・金融情勢をみてみますと、物価上昇率はそれほど高くない、しかし経済成長率が高い、そういう中で低い金利水準が続き、結局色々なかたちで不均衡が蓄積し、最後にそれが巻き戻しにあうということで、まさにこの2003年以降の世界経済の動きが示すように、不均衡が長く蓄積していくリスクについても、中央銀行としては当然意識しないといけないということを書いたわけです。目先の政策に対してインプリケーションがあるということではありません。

（問） 米国の住宅金融について1点聞かせて下さい。金融庁が、民間の金融機関の住宅債券の保有状況について調査を始めたという話がございます。日本銀行としてはどのような問題意識でご覧になっているのか、それから具体的に取っているアクションがあればそれを教えて頂けますでしょうか。また、週末のマーケットは大変緊張感のあるものでしたが、米国の金融市場の混乱が日本に与えるリスクをどの程度見込んでいらっしゃるのでしょうか。

（答） 私どもは、日本の金融機関が投資している外国債券の個別銘柄を定期的に把握してはありますが、大手金融機関を中心に、米国政府系住宅金融機関債を相応に保有していることは承知しています。私どもとしては、日本

の金融機関が抱えている有価証券やクレジット投資の動向については、従来どおり引き続き注意深くモニターをしていきたいと思っています。

また、米国の金融市場の動揺が日本にどのような影響を与えるかについてですが、これまでのところは、日本の金融機関の直接的なエクスポージャー、与信は、欧米の金融機関に比べて限定的であり、影響は大きくないと思っています。もちろん実額としては相応の金額ですが、欧米金融機関と比較するとそれ程大きくはありませんし、日本の金融機関の収益力や自己資本で十分対応できる水準であると思います。よって、直接的なエクスポージャーよりも金融市場がどう変化していくのか、ということに注目しており、具体的には、債券市場、クレジット市場、株式市場をはじめとした各種マーケットに注目しています。今のところ日本の金融市場は、今回の米国の影響というわけではなく、少し前から限定的な変化はみられますが、大きな動揺が生じているということはなく、相対的に安定を続けていると思っています。いずれにしても、注意深くみていきたいと思っています。

以 上