

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年7月14日（14:00～16:31）

7月15日（9:00～13:19）

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

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（14日14:00～14:26、  
16:00～16:31、15日）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

山本謙三

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（15日12:33～13:19）

企画局参事役

内田眞一（14日、15日9:00～  
13:01）

企画局参事役

関根敏隆

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

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

山口智之

企画局企画役

中村康治

企画局企画役

藤田研二（15日12:33～13:19）

## 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、明日は金融経済月報に関する説明、金融経済情勢に関する討議、金融政策運営上の情報発信に関する執行部説明、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、議案取り纏め、採決、6 月 12、13 日開催分の議事要旨の承認、最後に商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有についての執行部説明と決定という議題である。本日、政府からの出席者は、財務省から川北力大臣官房総括審議官、内閣府から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となっている。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、金融市場局から願います。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明申し上げます。まず、図表 1－1 である。無担コールレート（オーバーナイト）の推移をご覧頂くと、四半期末の 6 月 30 日に幾分強含んだが、概ね誘導目標付近の

水準で推移している。図表 1-2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、6 月積み期の前半は四半期末に向けた準備需要に応じて、いわゆる積み上調節を行ったので、前倒しで積みが進捗した。積み終盤の足許までの途中ラップも、この表にあるように、除くゆうちょ銀行でと所要準備を上回っている。以降のによるは、ほぼ一巡していると思う。現在の観点から 6 月に開始したの残高を積み上げているほか、も、限界的であるが、継続している。続いて、図表 1-3、08/1 月積み期以降の短期金利の推移をご覧頂く。コールレートは、今申し上げたように、落ち着いていた。レポ・レート——薄いグレー——は 20 日の国債大量償還日のスタートのものから上昇して、月末にはこのグラフにあるように 0.73% まで上昇したが、一方、オペで国債買現先オペをこまめに実施した。月が明けてからメガバンクの資金放出も積極化しているので、足許では落ち着きを取り戻している。図表 1-4 で、各国の中銀が気にしていた 6 月末の状況を簡単にみておくと、結果的には各国とも平穏に通過している。我が国では、この末日に即日の資金供給オペにより、午前と午後の二回に分けて合計 7,000 億円をファインチューニング的に供給している。この結果、オーバーナイトレートは 0.572% で着地している。これに対して、サブプライムローン問題が表面化する前の去年 6 月末は 0.605% だったので、今年の 0.572% との差がいわゆるサブプライム以降の調節運営上の丁寧さといったものを表わしているとも言えると思う。このようにコールレートは落ち着いているが、これには金融調節のスタンスだけではなくて、外銀のコール市場での調達圧力が然程強くないことも寄与していると思う。この点を図表 1-6 の＜取り手別＞のグラフで翌日物のコール市場の取り手別の内訳をご覧頂くと、外銀——ポチ印——の要調達額は引き続き抑制されている。これは、この間、引き続きと言って良いと思うが、円転コストが低いことが背景である。月末スタート物の円転コストは -0.85% と、かなりマイナス幅が深くなった。外貨繰りの余裕のある外銀が、円転で円資金を調達して、コール市場への依存を減らしたことが背景とみている。円

転コストがずっと低い理由について、最初は恐らく四半期末のドル資金需要が強いためだろうと考えていたが、7月に入っても円転コストは低い状態が続いており、後でまたご覧頂くように、ユーロ市場などでの動きなどからみて、どうやら背景にはかなり構造的なドル調達需要の強さといった問題があるのではないかと思っている。図表 1-7 でオペの運営状況をご覧頂く。6月中は、四半期末越えの円滑な資金供給を意識した調節を行って、6月の積み期に入った中旬以降は、従来の長めのオペに加えて1週間以下の短い期末越え資金の供給を共通担保（本店）オペと国債買現先オペで供給した。共通担保オペで申し上げると、6月20日以降のオペがこれに該当する訳であって、資金需要の強さを反映して、落札レートが0.6%台に上昇している。ただ、7月に入ると、この四半期末要因が剥落しているので、オペレートは低下している。次の焦点となる9月末越えオペを7月7日——去年より11日早いタイミングになる——にオファーしている。この表で言うと、T+2、3か月、8,000億円という記載があるのが、このオペである。落札レートを決定ベースでみると0.57%であって、それまでの9月末前エンドの3か月物とレートの的には大差がないので、こうした点からみると、今のところオペ先は9月末を然程意識していないと思う。次に、国債の買入オペである。前回決定会合以降これまで4回行っている。7月2日と7日の分からまたということだが、期近債——今度は9月の償還分である——の落札割合が高まっていて、1回3,000億円の約3分の2以上が期近債になっている。ただ、はまだ9月末償還債の売却を本格的には開始していないようであるので、足許の動きは

が自己保有の期近債を                      が出てくる前に先行的に売っておこうという姿勢を反映したものとみている。あと、（国債補完供給）の表をご覧頂くと、今積み期だけで4回発動している。それまでは年間2、3回のペースだったので、発動頻度はかなり高いと言える。これは国債市場の流動性が低下した状態が続いていることが背景とみている。

以下、金融・為替市場の動向についてみていく。図表 2-1 をご覧頂く。

(2) の表で、ターム物のレートの推移について短国のレートをご覧頂く

と、3 か月、6 か月辺りは金利観が安定しているのであまり動いていないが、1 年物の金利については長期金利の動きにつれて変動している。つまり、6 月半ばに一旦 0.7% 台に乗せた後、足許は低下していて、0.6% 台前半の動きになっている。続いて、図表 2-2、(2) のグラフで LIBOR-OIS スプレッドの推移をご覧頂く。水準的には依然高いが、一つ目立つのは、ユーロのスプレッド——破線——がこのところ低下していることである。理由の一つとして考えられるのは、ドルの調達圧力の強さを背景としたユーロ転コストの低下である。ECB によると、為替スワップでユーロを調達した場合、ユーロの短期市場よりも 20bp ないし 40bp 位も低い金利でユーロの調達ができることもあるようである。この構図は、円転コストの低さと同じである。このようなドル調達圧力の強まりは、ECB の TAF の応札倍率が最近上昇していることにも表われている。従って、こうした点は、欧州の銀行のドル資金需要が強いことを示唆しているのではないかとみている。

金利観をみていく。まず、図表 2-3、(1) OIS レートである。ちょうど前回の決定会合の頃は米欧が利上げへと舵を切り始めたようにみえる中で、日銀もやがて利上げに動くのだろうという CTA をはじめとする外国人投資家の金利観を反映して、期先物がはっきりと上昇していた。しかし、その後、そうした利上げ観測が剥落したため、足許では、黒棒で示すように期先が低下している。利上げ確率という点からみても、(2) でお示ししているように、年内の確率は 2 割を切っているほか、一頃は 100% を超えていた年度内の利上げ確率も、足許では 5 割を切るまで低下してきている。期先物の低下という点では、図表 2-4 にお示しするように、ユーロ円金利先物のレートにも共通の動きが観察されるところである。このような期先物のレートの低下の背景は基本的には欧米での利上げ観測の後退であるが、割合スムーズな低下を辿った背景としては、前回の決定会合後の総裁会見で米欧への単純追従利上げの憶測が消されたことが大きかったと評価する市場の声が多くなっている。

図表 2-5、長期金利の動きである。長期金利は海外市場の影響を受け

やすい状態が続いている。その海外では、(2) のグラフになるが、6 月の半ばにインフレ懸念の高まりから連続利上げ観測が強まって長期金利が上昇したが、その後、米欧金融機関の財務懸念の再燃から、長期金利が低下している。日本の長期金利もこれにつれて変動した。具体的には、10 年債の利回りは 6 月 16 日に一旦 1.875% まで上昇した後、低下に転じており、足許では 1.6% 前後の水準となっている。なお、金曜日、米国市場で G S E 救済に伴う財政支出増加の可能性を嫌気して長期金利が上昇したが、これは米国の需給要因であるので、今日の日本の長期金利市場ではあまり大きな反応はみられていない。次にイールド・カーブの変化幅について、図表 2-6 の中段のグラフでご覧頂く。シャドーを付して表わしているように、前回決定会合以降ほぼ全ゾーンに亘って下方へシフトしている。買っている主体としては、メガバンクの一部が債券の積み増しに動いているようである。先週の 5 年債入札が無難に通過したことも買い安心材料になっているようだ。ただ、先行きの金利観は定まっていないので、メガなどの国債投資姿勢は然程腰が入っているとは感じられない。図表 2-7、市場の流動性について、長国先物の値幅・出来高比率の推移をご覧頂くと、足許では幾分低下して回復傾向にあるようにもみえるが、一方で S C レポが時折大きくマイナスに振れているとか、先程申し上げたように、国債補完供給が頻繁に発動されていることからみると、市場流動性が低い状態が依然続いていると判断している。図表 2-8、(1) のグラフで市場参加者が注目する債券利回りの変動要因についての直近のサーベイの結果をご覧頂くと、物価動向——斜線——に対する注目が依然高いほか、ここへきて景気動向——黒——の注目度が増している。そして、(2) のグラフに表われているように、物価動向は金利の上昇要因、そして景気動向は金利の低下要因として、それぞれ意識されている。

クレジット市場にいきたいが、グラフの説明の前に、まず前回決定会合以降、我が国のクレジット市場で起きた二つのイベントについて、申し上げておきたいと思う。第一が、6 月 24 日、新興不動産企業のスルガコーポレーションの民事再生法適用申請である。これによって、同社の公募社

債はデフォルトになった。公募社債のデフォルトはマイカル以来7年振りになる。デフォルトの影響は、今のところ、新興不動産など格付けの低い不動産銘柄、そして、一部REITを含む投資法人債などにとどまっている。言い換えれば、社債市場全般には今のところ及んでいない。これが第一。そして、第二は、外資系証券会社のアナリストレポートが消費者金融会社の一社の破綻に近いかもしれないという趣旨のレポートを出して、売り推奨したことから消費者金融会社の財務内容に対する懸念が強まったことである。こういったイベントがあったことを踏まえて、まず図表2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、AA格あるいはそれ以上のいわゆる高格付け銘柄は横這いで、投資家の需要は堅調である。これには、今述べたようなイベントを眺めて投資家が安全志向、選別色を強めていることも寄与しているのではないか、と思っている。これに対して、BBB格のような低格付け銘柄とか、あるいは建設、不動産、ノンバンクといったいわゆる特定業種銘柄に対しては、投資家がさらに慎重になっているので、スプレッドは拡大傾向にある。続いて、図表2-10、CDSプレミアムの推移をご覧頂く。欧米とともに、日本のプレミアム——太線——も拡大している。これには、先程述べたようなイベントを契機に消費者金融銘柄のプレミアムが拡大しているといったことも寄与している、とみている。このように、クレジット市場は、これまで海外要因による動きが中心だったが、足許では新興不動産あるいは消費者金融といった国内要因にも目配りを要する状態になっている。新興不動産の個社に関しては、今後社債や借入あるいはこれらのロールが上手くいくかといったところに市場の注目が集まっているようである。

株価である。図表2-11、(2)の米国そして(3)の欧州は、お示しするように、下方トレンドがかなり明確になってきている。実際、金曜日には、欧米の主要市場で年初来安値を更新している。金融機関の財務懸念を反映して、金融株の下げが止まらない状態になっている。特に米国では、先週金曜日、GSEの国有化が取り沙汰されるなど、GSEの財務基盤への不安が高まって、ダウは11,000ドル割れが迫っている。日本でもこう

した流れを受けて、日経平均は前回決定会合以降軟調に推移してきた。日本時間の今朝公表された米国財務省、F R BによるG S Eの支援策に対する反応については、当初好感して、割合堅調にスタートした。上昇して始まったが、足許ではややマイナスに戻ってきている。これは、短期筋の売りもあるようだが、より根本的には、財務省のスキームでは既存株主がどうなるかといったところが良くみえていない。つまり、G S Eの既存株主が毀損させられる可能性を嫌気しているのかもしれない。いずれにしても、まだ消化の途上といったところかと思う。日本株のパフォーマンスについては、前回の決定会合の頃、欧米株が下がっても割合踏ん張っていたが、その背景として、前回、アジアのエマージング株はインフレ懸念台頭でパフォーマンスがやや悪くなり、それに比べると日本株がまだ良いとか、日本の経済のエネルギー効率が良いといった点が外国人投資家の買いを誘っていると申し上げた。同時に、持続性についてはなお見極める必要がある、と述べた。結局、外国人投資家の買い姿勢、勢いは持続しておらず、図表 2-12 の主体別売買動向の外国人をご覧頂くと、6 月 23 日の週から売り越しに転じている。やはり、欧米株価が下落しているので、外国人投資家のリスク・アペタイトが低下している。それから、確かに外国人はこれまで買い越してきたが、取り敢えずこれまでの買い越しで日本株のアンダーウエイトが解消していることが背景であるとみている。この間、東証 R E I T 指数の推移のグラフにあるように、R E I T は引き続き軟調である。ここには現われていないが、個別銘柄の動きをみると、かなり二極化しているという感じを持っている。つまり、資金調達環境の悪化を映じて有利子負債比率の高いところ程、パフォーマンスが悪くなっている感じを持っている。

続いて、図表 2-13、為替相場である。足許はややドル安に振れている。前回決定会合以降、最初は金利差、そして足許は米国金融不安がトピックになっている感じがする。具体的な推移を図表 2-14 でみる。まず (1) のグラフで、ドル／円——黒太線——の動きをご覧頂くと、F e d の連続利上げ観測が強まった 6 月の半ば——グラフでは左の方である——には、

一旦 108 円台までドルが上昇している。その後、米国の利上げ観測の後退であるとか、金融機関の財務懸念の再燃といったことから、ややドル安円高方向へ戻ってきていて、特に金曜日以降は G S E の経営不安がドル売り材料となり、足許は 106 円の前半で推移している。一方、ユーロは (2) のグラフになる。ユーロは、利上げ観測の強まりから 6 月末に掛けてずっとじり高基調を辿っていて、7 月 2 日には一旦 1.59 ドル位まで強含んだが、実際の利上げ決定後、7 月 3 日にトリシェ総裁が「先行きの政策についてはノーバイアス」と述べたことを契機に、連続利上げ観測は一旦後退している。足許は、むしろ米国の金融不安の高まりによるドル売りでユーロが上昇していて、1.59 ドルを上回る水準になってきている。全体にドル売りの様相だが、主としてユーロが買われているようである。ということで、ユーロ／円相場も 169 円台までユーロ高円安が足許進んでいる。図表 2-15 のボラティリティ、リスク・リバーサルや図表 2-16 の I M M は大きな変化はないので、図表 2-18、外為証拠金取引の動向をみておく。

(2)、(3) のグラフにあるように、オーストラリアドルあるいはニュージーランドドルといったいわゆる高金利通貨に対しては、6 月末に掛けてやや円高方向へ振れたところを捉えて、円のショート・ポジションが積み増しされている。図表 2-19 にいく。エマージング株は、(2) のグラフでお示しするように、下落している。インフレ懸念の強まりが背景である。内訳はお示ししていないが、中でも非資源国で海外収支が悪化しているようなアジアの新興諸国では、外国人投資家の資金が引き揚げられていて、これに伴って自国通貨の為替相場も下落している。図表 2-20 でコモディティをご覧ください。商品毎にばらつきがあるが、全体としては、高値圏で推移ということであると思う。特に、原油価格——(1) のグラフの太黒線——は、いわゆる投機ポジション——このグラフで濃いシャドーで示している——が足許低い状態であるにもかかわらず、既往ピークを更新している。先行きの相場観について、図表 2-21、(2) のグラフ、オプションのストライク・プライスの分布状況を見ると、コール・オプションでは、時の経過とともに次第にストライク・プライスの分布が上方へシフトしてきてい

るようにみえる。足許では、1 バレルが 250 ドルとか 300 ドルとかいうプライスまで現われてきている。一方、プット・オプションも、時の経過とともに分布は上方へシフトしてきているようにみえる。ただ、コールにしてもプットにしても、分布の範囲が結構広くて、相場感が収斂しているとは言えない状態にあると思う。

以上みてきたように、欧米では金融不安がまた高まっている。G S Eあるいはインディマックのような地銀の破綻といった中で、利上げ観測が一旦影を潜めている。このため、我が国でも利上げ観測が後退して長期金利は低下している。しかし、先行きの金利観は安定しておらず、国債市場の流動性も回復し切れていない。さらに、クレジット市場については、申し上げたように一部業種の脆弱性が表面化するなど、市場の安定という点では今後注意を要する新たな問題が生じているとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。

須田委員

欧州系の金融機関のドル需要の強さについて、米国のマーケットが開いた時も、相変わらず朝は欧州系が取るということが起こっているのか。

中曽金融市場局長

然り。そういうパターンが繰り返されているようである。さらに詳しく言うと、欧州系は恐らくバランスシート、特にドル建て資産が膨らむ、あるいはなかなか減らない状態が続いている。一方、米国のドルの出し手の銀行は、かなりデレバレッジが進んできているので、バランスシートが収縮してきていると思うが、それだけにドルの放出については、一段と慎重になっているという話を聞いている。

西村副総裁

最近、金融市場の動きと原油等いわゆるコモディティの動きは、一時期程、相関はなくなっていると考えて宜しいか。

中曽金融市場局長

然り。これも、  
などの分析によると、極く極く短期的には逆相関があるようにも見える——つまりドルが安くなると、原油が高くなるという感じがある——と言っているが、ただ、彼らは、元々常に成り立っているような関係ではないので、足許でもあまり注視していないと言っている。

野田委員

G S Eについて。週末から今朝に掛けて色々な動きがあった。日本の債券市場は反応しなかったということだが、むしろ休場中に反応してみえなかったということではないかと思う。最終的に今日これからヨーロッパ、アメリカと開いていって、全体として市場は好感するのではないかとみているが、今日の株の動きをどう理解したら良いか。

中曽金融市場局長

まず、論理的に考えるとG S Eの支援策のそれぞれの市場に対する影響は、こう整理できるのではないかと考えている。すなわち、資本注入はどこかの段階でするのかもしれないが、そうである以上、既存の株主には恐らく減資あるいは価格を低下させるような形で何らかのペナルティを掛ける。従って、まず株式市場への一義的なインパクトはマイナスであっておかしくないかと思う。一方、恐らく国有化することによって債権者からみると債権は保護されることになるだろうから、クレジット市場にとってはプラス。従って、クレジット・スプレッドとかC D Sのプレミアムは縮小するのではないかと考えている。こういうことが日本の市場にどう及んでくるかということだが、恐らくクレジットに対してはなにがしかプラス

の影響があると思う。株式市場は、そういう意味では大変難しい。結局、GSEが救われることによって、市場の安定性は確保されるというプラスの部分と、既存の株主が毀損されることはマイナスの材料になるので、その辺が交錯する可能性はあると思う。ただ、全体としてみれば、やはりおっしゃったように安定化に相応に寄与するのではないか。少なくとも中期的にみればプラスの材料と考えて良いのではないかと思っている。

野田委員

株主責任を取るということは、おっしゃるように、中期的にみれば市場の考え方に適っている訳で、必ずしもマイナスではない。むしろ、逆に株主が責任を取らない、株主に然程の損失、負担が起こらない方が逆にどうなのか。

中曽金融市場局長

おっしゃるとおりである。

須田委員

先程お話があったが、財政赤字への懸念によって長期金利が動くということに対して、人々の関心はこれからより強まるということか。

中曽金融市場局長

然り。ただ、これは、どの程度の規模の財政支出がどういう財源を使って行われるかにも多分依存するのだと思う。その点、今日のこの支援策で今一つ良く分からないのは、財務省に株式を購入する権限を付与しているが、既存株式を買うだけではニューキャピタルが入らない。新規の資本注入の部分は抜けているので、実際良く分からない。株式を買うことと、新しく資本を増強することがどう組み合わせられた政策になるのかが、今一つみえない。いずれにしてもどの位の規模の財政支援が行われるかが、長期金利などには影響してくると思う。

野田委員

そうは言っても、ニューマネーが入る形にならないと支援にはなりようがない。恐らく第三者割当ての形で株式を買い取るというか、引受けるということであろう。表現自体を読むと、必ずしもそれだと良く分からないが、何となく既存株式を買い取るような感じになっている。

中曽金融市場局長

これは問題のソースが資本不足、過少資本であるとすれば——これも測り方によるのかもしれないが、市場は少なくともそうみているのだとすれば——、そこに対する手当てがなされないと恐らく安定化の効果は持ち得ない。であれば、何らかの形でのニューキャピタルが供給される仕組みが最終的には考えられるのではないかと思う。繰り返しになるが、どういう仕組みでやるのかは、残念ながら今一つ私はまだ分からない。

野田委員

全く分からない。タックス・ペイヤー云々などと言っていなかったか。まだそこまでいっていなかったか。何かちらっと。

中曽金融市場局長

然り。

西村副総裁

タックス・ペイヤーに一切負担をかけないとか。

野田委員

負担をかけないとかいうような表現が、ちらっとワンフレーズあった。

西村副総裁

最初の頃に何かあった。それで、まさにそれとも関係する訳であるが、結果的に、財政負担を含めて国としてのバイアビリティが問題になってくるといふところまではまだ誰も考えていないと考えて宜しいか。

中曽金融市場局長

取り敢えず、格付機関が反応している。この財政支援によって、AAA格のステータスの米国債の格付けが変わることはないという反応は取り敢えずしているみたいである。

須田委員

F e d の対応は分かるか。

中曽金融市場局長

これも F e d の言い方をそのままお伝えすると、今度の財務省の支援で今 22.5 億ドルある G S E に対するクレジット・ラインを大幅に拡大する訳であるが、F e d の措置はいわばブリッジとして位置付けられる。ただ、同時に流動性という面では、今の米国財務省のクレジット・ラインも全く使われていない。従って、リクイディティにあまり問題はないのではないかという感じも伝わってくる。いずれにしても、F e d の感触としては、

、という感じも彼らは持っているようである。

野田委員

リクイディティの問題というよりは、むしろソルベンシー——ソルベンシーと言うと少しきつ過ぎるが——の問題である。

山本理事

ただ、現時点ではまだファニーもフレディも本当に資本不足になるかどうかということ自体が明確にされている訳ではないので、この問題はもう少し様子を見てみないと分からない。

中曽金融市場局長

キャピタルの部分は、マーク・トゥ・マーケットで資産をみるか、あるいはFAS140という会計基準——現在パブリックコメントに付されていると聞いている——に従って、SPCなども連結ベースでみるのか。そういったところによって、資本がどの位足りないかは、かなり計算上変わってくる可能性があるという聞いている。

中村委員

最近、サムライ債の発行が随分増えているという。起債に当たり、彼らが欧米で発行する際と日本で発行する際のスプレッド、それからスワップ・マーケットの動きについて、何か変化があるか。

中曽金融市場局長

まず、サムライ債には微細な変化が出てきているのではないかと我々はみている。つまり、これは前回申し上げたかもしれないが、円市場が欧米の特に金融機関の安定的な資金調達の間として機能しているようなことになっている。従って、サムライ債の起債はこの間随分増えていて、案件が多く、発行ラッシュのようなことになっているようである。今何が起きているかと言うと、スプレッドはある程度ある。これは、間違いない。ただ、投資家に少し満腹感が出てきていると聞いている。具体的には、機関投資家にかなり満腹感があると聞いている。それから、個人投資家はかなり選別的になっていると聞いている。従って、まだ消化はできているが、変化は多少出てきている。選別色が強まっていると聞いている。それから、スワップ市場は、金融機関によって多用されているようである。今のところ

ろ、為替スワップ市場の機能が損なわれているとは、聞いていない。ただ、為替スワップ市場でドルを調達する場合は、かなりドルのプレミアムになっているので、スワップ市場のファンディング・コストにもドルの調達コストの高さが表われている。

あと、先程申し上げていないが、G S Eと同時に少し気になるのは、市場の安定性という点からみると、むしろ米国の地銀の破綻である。今日は、G S Eに隠れてしまっている感じがするが、地銀の方はれっきとした破綻で、しかも結構規模が大きいという感じがする。あと、処理の仕方の中身を詳しくみてみないと分からないが、インディマックについては、ブリッジバンクというかなり特殊な手法という印象がある。F D I Cが追い込まれた時に使う手法ではないかと思う。普通は、インシュアード・デポジット承継という手法、要するに入札で買い手をみつけてくるやり方で破綻処理するはずだが、今回はそういうことではない。つまり恐らく買い手がみつからなかった。

野田委員

間に合わなかったのだな。

中曽金融市場局長

間に合わなかった。あるいは、どの買い手からみても買うに足る資産内容ではもはやなくなっている。このインディマックは、そういう状況を示唆するかと思うので、むしろこの辺の連鎖、つまり、他の地銀への波及が、同様に気になるところである。

野田委員

これまでの破綻の例からすると、規模が大きい。だったら、簡単にトランスファーできないというか、いわゆる、デューデリジェンスで内容を精査するにしても相当時間が掛かる。ニューヨークのレポートによると、色々な外圧というか政治的な発言で急に、途端におかしくなったというこ

とが聞かれたので。

中曽金融市場局長

取り付けであるな。

野田委員

多分、規模と時間の両方だろうと私は思うので。

山本理事

それと、資産サイドでオルトAが非常に多く、この評価をデューデリ  
ジェンスするのが難しいと思う。

白川議長

預保対象外預金の暫定支払率は、確か 50%位であったか。過去のアメ  
リカの銀行の破綻処理において、これだけ大きな金融機関で暫定支払率  
50%というケースは多分なかったのではないかと思う。それだけに、先程、  
中曽金融市場局長からもあったが、潜在的なインパクトは大きいのではな  
いかと思う。

中曽金融市場局長

象徴的に言えば、大口預金者が5割カットされるということである。実  
際には、預金者優先が付いていると思うが、一般債権がカットされるとい  
う意味では結構インパクトがあってもおかしくないと思っている。

野田委員

5割までカットされるというのは、相当である。

中曽金融市場局長

さらに、FHLBが相当貸し込んでいる。従って、それがどうなるか。

これは一応担保が付いているが、担保はどの程度保全できるかという問題も付随するなど、インディマックのケースは問題が多そうな破綻ではないかと思う。

亀崎委員

インディマックの場合も、建設とか不動産関連の貸出が多かったのか。

中曽金融市場局長

ここは、理事がおっしゃったようにオルトA。住宅…。

山本理事

ほぼ住宅ローン専門、しかもサブプライムより一つだけ上の質の低い住宅ローンに非常に特化している金融機関であると聞いている。

中曽金融市場局長

あと、良く言われているのは、地銀などで商業用不動産にかなり貸し込んでいるところも多いので、今後CMBSとかの価格が下落していくと、その面からもプレッシャーがかかるとも聞いている。今幾つか地銀の株価が下がっているのは、そういう面もあると聞いている。

西村副総裁

正確に言うと、インディマックはサブプライムローンはあまりやっていない。オルトAを集中的にやっていたところで、だからサブプライムローン問題が起きた当初は、インディマックは決して悪くはなかった。

須田委員

ただ、最近、相当悪いという噂が出ていて、そして取り付けにあったということだと、これまで噂に出ているような幾つかの先に対する連鎖を相当気にしなくてはいけないのか。

#### 中曽金融市場局長

日本の場合もそうであったと思うが、同じようなバランスシートを持っているような場合、一行の破綻が連想的に次の破綻へ波及していくメカニズムがあると思うので、そこは注意を要するところではないか。

#### 亀崎委員

米国の大手銀行は貸出の5%位が不動産とか建設関連だと聞くが、7,000もある地方銀行とか他の銀行は貸出の20%位が不動産とか建設関係だという。そこは、今後、出てくるのではないかという感じがする。

#### 山本理事

中小金融機関、特に小さい地方銀行はかなり商業用不動産のウエイトが高く、場合によっては3割近く商業用不動産関連になっている。従って、今、中曽金融市場局長が申し上げたように、商業用不動産の価格がどうなるかも注目されている。

#### 白川議長

イギリスの金融システムについても、大分重苦しい雰囲気も出ているように思う。マネーマーケットでみる限りは、勿論良くはないが、悪化をしているとかいう感じはあまりないのか。

#### 中曽金融市場局長

然り。マネーマーケットをみている限り、少なくとも計数に表われていることはない。ただ、アネクドタル的には、SLSが になって いるので—— ているので——、 という ようなことが実際 で話されているようである。要するに、去年まで組成された住宅ローンを対象にして英国国債と交換するという仕組みであるが、 か、と

か、                      などが話し合われたと聞いている。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外經濟情勢に関する報告 (資料-3)

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、国際局からお願いする。

沼波国際局長

事前にお配りしている資料－3（参考計表）をご覧頂きたい。個別の地域の話に入る前に、前回会合以降の世界経済全体を一言で申し上げますと、米国の住宅市場の調整持続や金融環境の悪化にエネルギー・食料品価格の上昇が加わって、景気は減速を続ける一方、エマージング諸国を中心にインフレ率の一段の上昇が目立っている状況である。こうした実体経済の上下両方向でのリスク増大に加えて、金融機関の経営状況に関する懸念の再燃から、国際金融市場では株価や通貨の下落などの形で再び緊張が高まっている。こうした状況から、各国の金融政策の舵取りは一段と難しいものになっていると思う。インフレ率上昇の賃金等への波及を強く警戒するECBは、ご承知のとおり、先般 25bp の利上げを行ったが、FRBは上下両サイドのリスクの狭間で当面政策変更を行わない可能性が高いとみる向きが多いようである。BOEについては、景気の急減速を眺めて、一時の利上げ観測は後退している。この間、エマージング諸国では、金融引締め策を実施する中銀が相次いでいるが、その引締め幅が必ずしも十分ではないのではないかという見方もある。

それでは、まず米国から申し上げる。図表 1 をご覧頂きたい。米国経済は停滞を続けているという判断に変更はない。個人消費は、所得税減税の効果から一時的に増加はしているが、所得の増加に比べて伸び率は低めにとどまっている。また、エネルギー・食料品価格の上昇と雇用情勢の悪化

が続く中で、消費者マインドも大幅に悪化している。金融機関については、資産内容悪化に伴う損失発生範囲が、従来のモーゲージ関連から今後はホーム・エクイティ・ローン、それから今話題になった商業用不動産ローン、あるいは各種の消費者ローンなどに広がっていくことに対する懸念が改めて強まっており、これを映じて各種金融市場の緊張が再び高まっている。それでは、個別の計数を概観する。図表1である。1. 実質GDPの第1 四半期は、暫定推計値の+0.9%が僅かに上方修正されて前期比年率で+1.0%という数字である。第2 四半期については、ブルーチップの予想では前期比年率+1.2%という数字が今平均として出ている。それから、2. 実質可処分所得の5月は、減税戻し入れの効果から前月比で+5.3%と大幅に増加した。5月は、減税総額1,000億ドルの約半分に当たる480億ドルが還付されている。これに対して、3. 実質個人消費は、前月比でみると+0.4%の増加で所得の増加幅に比べれば低めの伸びにとどまっている。減税の効果はある程度均されて消費に出ると思われるので、単月のこの動きだけで先行きを計るのは危険だが、7. 消費者コンフィデンス指数が大幅に悪化して、1992年2月以来の低水準になっているという消費を取り巻く悪環境を考えると、この減税の効果は思った程でないという可能性もあると思う。8. 住宅着工である。住宅市場の大幅な調整は、続いている。5月の住宅着工も減少した。6月も減少が続くとすれば、第2 四半期平均でも前期並みの大幅マイナスで着地する可能性がある。住宅の在庫はなお高水準にある中で、9. OFHEO住宅価格指数の4月も大幅な下落が続けている。それから、12. ISM景況感指数の6月は振れを均すと製造業、非製造業ともに改善悪化の分岐点である50近辺をうろうろしている。13. 鉱工業生産の5月は、自動車を含む幅広い項目で減少が続いている。それから、15. 雇用者数の6月は前月比-6.2万人ということで、これで6か月連続の減少になる。14. 失業率は5.5%と高水準が続いている。先月5.5%に急上昇した時には、季節調整の問題などからの振れが大き過ぎるのではないかという話もあったが、今月も変わらずということで、これが実勢であると考えざるを得ないと思う。それから、16. CPIの5

月をみると、ヘッドラインはエネルギー・食料品価格の上昇から、前年比上昇率は+4.2%と拡大、コアの前年比はほぼ前月並みとなった。

図表 2-1、ユーロエリアである。欧州経済についての判断も特に変わっていない。ただし、サーベイデータをみると、先行きの減速感の高まりを示唆する指標も幾つか出てきている。金融政策をみると、先程申し上げたように、ECBは7月3日の政策理事会で25bpの利上げを行った。トリシェ総裁の記者会見では、追加利上げの可能性について慎重にコミットメントを避けたために、その直後は市場で利上げ観測は幾分後退した。もっとも、その後の議会証言で、トリシェ総裁がインフレの二次的波及効果が現われ始めていると発言していて、引き続きインフレ抑制を最重視する姿勢をはっきりと示している。個別の計数にいく。1. 実質GDPの数字だが、第1四半期のGDPは+3.2%から+2.9%へと小幅に下方改訂されている。第2四半期については、この第1四半期の建設投資の伸びによって高まった反動などから、伸びは低まると引き続きみられている。それから、2. 域外輸出の4月は+6.2%と大幅な増加になったが、単月の振れである可能性が高いと思う。5月の輸出全体はまだ出ていないが、実際、個別の国でみるとドイツやフランスはかなりの減少となっているので、4、5月を均すと減速という姿に着地するとみられている。それから、先行指標の一つである3. ドイツの海外受注も5月は減少傾向が続いている。消費関連では、6. 小売売上数量の5月は4か月振りに増加したが、これは例年になく気温が高く、夏物の衣料品が早めに売れたという天候要因による売上増加が大きく影響しているとみられている。7. 新車登録台数の5月は減少、それから8. 消費者コンフィデンスの6月も悪化ということで、エネルギー・食料品価格の高騰の中で、消費の地合いは引き続きあまり良くないと考えられる。そうした中で、10. 製造業PMI、サービス業PMIの6月はそれぞれ3年振り、5年振りに改善、悪化の分岐点である50を小幅に下回る水準になった。これらは、先行きの輸出、生産の減速感が高まることを示唆しているようにみえる。それから12. 消費者物価の6月は前年比上昇率+4.0%で、1992年5月以来の高水準となっている。勿論、ユー

口発足後では既往最高の水準である。

次の図表 2-2、英国である。住宅市場の調整の鮮明化に加えて、インフレの加速、さらには金融機関経営に関する懸念の再燃も加わって、先進国の中では前回会合以降市場参加者の景況感の悪化が最も目立っている国と言える。この間、BOEは7月10日の金融政策委員会で金利据え置きを決定している。1. GDPの第1四半期は前期比年率で当初発表の+1.6%から+1.1%に下方改訂されている。それから、5月のCPIはご承知のとおり+3%を超えたので、BOEのキング総裁は、昨年4月以来二度目となるオープンレターを財務大臣宛に提出した。6. 住宅価格の6月は前年比-6.3%で、1992年12月以来の大幅な前年比マイナスを記録し、住宅価格の下落が目立つということである。

次に図表 3-1、アジアである。アジア経済は拡大を続けているが、エネルギー・食料品価格の大幅上昇も続いている。まだ確かなことまでは言えないが、個別の指標あるいはサーベイデータをみる限りでは、インフレの影響から個人消費に弱い動きが現われ始めているようである。金融市場でも高インフレあるいは対外バランスの悪化に対する懸念が増大しており、株価は全面安になっている。また、通貨に対する売り圧力も強まっていて、韓国など幾つかの国では為替介入姿勢を強めている。そうした中、引き続き多くの国で利上げが実施されているが、まだインフレ抑制に十分とは言いがたい状況だと思う。1. 中国である。中国では、5月の工業生産、小売売上、固定資産投資がいずれも堅調な増加を続けている。それから、5. 輸出の6月は前年比+17.6%、前月比-6.5%である。単月で見るとかなり伸びが低下したようにみえるが、四半期で均してみると、第2四半期は前年比で+22.4%、それから前期比で+7.6%である。4~6月で均してみると、まだ前期並みの伸びであるので、単月の数字がかなりセンセーショナルに取り上げられていたが、まだここだけでは判断できないとみている。それからCPIである。6月のCPIが、現地のプレスで事前にリークというのか流れていて、+7.1%に低下したと伝えられている。こうした中で、地元紙に報道されているようであるが、温家宝首相は物価抑制が

最優先だが成長面のリスクも考慮するといった発言をしたことを契機に、中国の当局が引締めスタンスを少し緩めるのではないかというスペキュレーションが広がっている。また、輸出促進を目的に繊維輸出に係る税還付率を引き上げるといった話も出ている。ということで、まだ断片的な情報の組み合わせではあるので何とも言えないが、多少気になる動きが中国ではあるようである。次の 2. インドである。インド経済は高めの成長という姿に変わりはない。卸売物価は 5 月までしか出ていないが、週次で発表しているので、週次をみると、6 月入り後は燃料価格の引き上げから前年比で既に +11% 台まで上昇している。従って、インド準銀は、6 月だけで 2 回、25bp と 50bp、2 度の利上げを実施している。N I E s、A S E A N については、個別の指標は省略させて頂くが、内需関連で悪化を示す指標、サーベイが増えてきているという印象である。それから、各国の C P I、前年比上昇率も引き続き大幅に拡大しているというのが、N I E s、A S E A N の状況である。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

ヨーロッパについては、確かにサーベイデータも含めて弱いものが出てきている。1～3 月辺りが良過ぎたことの反動との関連で、どうみていくか。みえにくい状態になっている。従って、全体判断としては然程そんなに変化はないと思うが、先行きをフォワード・ルッキングでみた時にかなり心配する向きもあるし、一方で反動の程度だという人もいる。どう理解すれば良いのか、非常に難しい。

沼波国際局長

1～3 月の反動だけで説明するのは少し難しいという位の弱さが、じわじわ出てきているのではないか。ただし、E C B は必ずしもそう言ってい

ないところで、E C Bの景気に対する見方とマーケットの見方で多少ギャップがあるような気がする。

#### 須田委員

同じような問題でアメリカについても、年全体、四半期毎にみれば、どういう姿か。ここ2、3月に戻し税還付で消費が結構あって、7～9月でかなり落ちるという見方がよく聞かれるが、今おっしゃったように消費が戻し税によって影響を受けていないのであれば、その反動も小さくなるとみるのか。それとも、その坂をかなりみるべきなのか。また、例えばIMFとかF e dもここにきて成長率を上方修正させている。それはそのままなのか、それともまた少し戻ってしまうのか。

#### 沼波国際局長

個人消費は、少し前に比べると、第2四半期に随分早く出てきた感じがある。昨年末時点の予想では、第3四半期をぼんと上げて、また第4四半期に落ちるというパターンが想定されていたが、今は多分第2四半期、第3四半期均して上げていって、第4四半期はまた元に戻るというパターンだと思う。そこは多少トレンドを読みにくくするが、ではその押し上げ効果が終わった後の水準はどうかというと、第4四半期に極めて低い成長率を想定しているところは変わっていないと思う。多少前倒しに出てきたというところが変わった程度で、雇用情勢もまだ悪化するので、個人消費は年を通してみると、減税要因を除き相変わらずアゲインストの風ばかりが吹いていて、良い材料はほとんどない。そこは多分変わっていないと思う。算術的に言うと、多分、住宅着工の減少率もさすがにここまできると年の後半には低下していくので、GDPを引っ張る幅は小さくなると前から言われている。数字上は多分そうなっているので、その分押し上げられる部分はあるだろうから、また第4四半期になって、GDPが深刻に大きなマイナスの成長になるとは多分みていない。しかし、それは個人消費が強いからというよりも、住宅着工に伴う算術的な部分の押し上げがかなり効い

ている。それを除いてみると、やはり消費は弱いという中で、来年になると金融環境も段々改善してきて、住宅価格も多分どこかで下げ止まってくれるだろうから——これはウィッシュフル・シンキングかもしれないが——、それで少しずつ元へ戻していくというシナリオを一応今のところ変えていないと思う。この1か月で大きく変わったのかと言われると、こぶの部分の形が多少変わったが、それ以外は多分大きく変わっていないのだろうと思っている。

#### 須田委員

マインドが凄く悪化している割には、そして逆資産効果もあると言われている割には、景気が結構もっているという判断もできている。それに減税の効果が入っているのかと思えば、あまりないという話もある。このマインドに比べて頑張っているというところは、今後、取れていくと考えておいた方が良いか。

#### 沼波国際局長

これも前から言われているように、今回の景気の調整は住宅主導で始まったものである。通常であれば企業部門が過熱して、生産も雇用も在庫も大幅に積み上がったところからスタートして、段々それを削っていく訳であるが、今回、企業部門はバランスシートも収益も設備も雇用も非常にバランスが取れた形のところから始まっている。そういう意味で言うと、従来の景気循環に比べて、そういうところの調整圧力は多分小さいであろうということは前から言われている。現に今の雇用の減少も前月比6万人程度である。リセッションの時期であれば、十何万人になるはずである。そういう意味で言うと、色々、金融環境、住宅など悪い話も沢山あるが、達観してみると、従来の景気循環に比べてプラスの部分もある。今回思った以上に落ちないという部分は、その差ではないかと思っている。

#### 亀崎委員

その住宅価格であるが、この前の支店長会議での米州統括役のお話によると、2年前の夏を100とすると今80位である。しかも、今後も時間が掛かって、1年半～2年位で60位までいくのではないかと、今はちょうど下がりの中途だというお話があった。米国経済について、本行は金融市場、それから資産価格、実体経済の負の相乗作用がどこまで続くのか、非常に不確実性が高いという情報を発信している。底値は75という人もいるが、米州統括役は、米国で一般に、今の資産価格はまだ下落の半分だ、60位まで下落すると言われているというお話であった。そういう状況においての資産価格である。金融市場もイン・ジ・アイ・オブ・ザ・ハリケーンから抜け出して今またイン・ザ・ハリケーンであるから、非常に深刻な状況である。当然ながら、企業も個人もクレジットの貸出が厳しくなって、まさに金融市場、資産価格と実体経済の負の相乗作用がいつまで続くか分からない。片方がそれ程長くなってくると、これは相当深刻ではないかという感じがする。

#### 沼波国際局長

住宅価格についてまず申し上げますと、今は下落の半分位だという見方が多分多いと思っている。住宅着工は相当絞り込んできているが、ご承知のとおり住宅の在庫がなかなか減らないというのが一つ。もう一つは、サブプライムローン問題関連で差押え物件が相当出ている。差押え物件が既にマーケットに出てきているが、差押え物件について債権者は早く売りたいものだから、周りの相場に比べて15～20%位もディスカウントして、投げ売りにするのが普通のようなものである。一軒そういう家があると周りの10軒、20軒の家が皆それに引き摺られてしまう。比喩的に言うと腐ったりんごを全米中にばらまいていて、周りのりんごも段々腐っていくというようなことが起きるので、在庫の高さだけでは説明できない。そういう要因もあって、どこまで落ちて、いつ止まるかが分からないと言われている。在庫がそういう状況でなかなか減らない中で、在庫が下がり始めてもそこ

から実際に価格が下げ止まるまで、半年から1年位タイムラグがあると経験則で言われている。そうすると、来年中のどこかで本当に止まるかどうか。確かに良く分からないというのは、おっしゃるとおりだと思う。ただ、一方で、多少冷静過ぎる意見かもしれないが、マーケットの中でも前から例えば幾らバックにサブプライムローンが付いているからといって、CDOとかモーゲージ関連の商品の値段——100のものが10とか5とかいう値段——が本当に正当化できるのか、余程極端なロス率を前提にしない限り、こういう値段は正当化できないのではないか、という話もある。住宅価格がさらに下がり続けるから、モーゲージ関連商品も引き続き同じように下がるということになるのかどうか。どこかで反転の兆しがみえる、あるいは見え始めるかもしれないと思った時に、金融市場の反転は意外に早いかもしれないという話もある。すなわち、ここは必ず平行に一緒にどこまでも落ちていくものなのかどうかは、必ずしも定かではないと言う冷静な人も、マーケットの一部にはいると思う。その辺がどうなるのかというのが、私としては非常に興味を持っているところである。今のところ、そういう良い話は一切ないが、そういう面もないことはないのかという気はしている。

#### 堀井理事

色々なところの見直しが進んでいるので、その外延がどこで止まるかはみえない。例えば、モノラインについても、半年位前であると、証券化あるいはABCPに付けている部分だけを切り離しバッド・カンパニーにして、残りはミュニシパルとかの保証に徹するというビジネスモデルでいけるのではないか、と言われたが、足許ではそういうことは無理だろうという見立てになっている。それから、大手投資銀行のオリジネイト・トゥ・ディストリビュート・モデルはコンセプトualには残るが、モーゲージ絡みのものについて、半年位前だと、今、沼波国際局長が申し上げたように、このような値段はどう考えても不合理だからといずれ戻ってくるのではないか、それでまたオリジネイト・トゥ・ディストリビュートのモデル

が、プライム・ボロワーを中心に戻ってくるのではないかと言われた。しかし、ここに関わるインフラ全体への不信感が広がっている。例えば、クレジット・レーティング・エージェンシーのインテグリティの問題とか、インベストメント・バンクのインテグリティの問題というところまで見直しがきて、やはりOTDのモデル自体は当分戻らないのではないかと、そうなると、OTDのモデルなしに、証券会社が過去十年位平均的に確保できたような高い収益率が見込めるのだろうか、という見直しが生じている。ソブリン・ウェルス・ファンドにせよ、今まで、どうせある程度戻るだろうと思って資本増強に応じてきたが、こういうところまで見直しが進むと、この値段では無理ではないか、そこまで、今、見直しがきていて、そうになると結局デレバレッジがもう一段進まざるを得ないのではないかと、そうになると当初みていたペースよりは金融から景気へのマイナスも大きいのではないかと。そういった見直しの外延が色々まだ広がっている。そういう中で昨日のGSEに対するアメリカの財務省とFRBの措置が出されて、連鎖というか色々なところ拡大していくところを取り敢えず止めにいっているという図だと思っている。ただ、これも基本的には、市場がどこまでレビューしていくかというところをみてみないと、なかなか分からない。そういう意味で、非常に下方リスクの高い状況になってきていると思う。

#### 野田委員

今、金融面の現象はずっと続いているが、実体経済も相当傷んできている。今の金融機関のビジネスモデルの問題——食えなくなりつつあるという問題——に加えて、傷んできているということまで言うかどうかは別としても、実体経済からのフィードバック、すなわち伝統的というかコンベンショナルなところでも相当厳しくなっている面は、先行きを考えた時に心配だと思った。先程、議論になった個人消費の小切手効果が剥げた時に、実際に消費に動かなくなった時に、その後のネガティブ・フィードバックがどの程度くるのか。今のところ、輸出も好調であることもあって、

そこは現われていない。そこがみえにくいし、全て時間の概念だろうと思うが、そう考えると厳しい。

中村委員

ここにきて5月の自動車販売はかなり落込んでいる。ガソリン価格の上昇に伴って、これから暫く大型車を中心に自動車販売が低迷すると思うが、アメリカにおいて自動車の販売が落ちることは、波及効果が相当大きいと思う。その辺はどうか。

沼波国際局長

少し前までニューヨークのマンハッタンに住んでいたもので、3年前に2ドルもしなかったガソリンの価格が4ドルを超えて毎週のように上がっていくことをみてしまうと、ガソリンの燃費効率の悪い車を買おうという気は日増しに薄れていくことは多分事実だと思う。今の値段の上昇が続く、あるいは高止まりする限りは、その辺がそう簡単に変わるとは、思えない。

水野委員

要するに、これは増税と同じ経済効果がある訳である。ブッシュ政権は減税をやっているが、ガソリン価格の上昇が増税という感じになっている。この方が減税より多分持続性がある。そういう意味では、下期については、金融から来る負のフィードバックと、財政支援策としての減税策が消えた後、あまり良い図が書けないというのはそのとおりだと思う。ただ、期間と深さについて、どこまで不透明感があるか。消費について、どちらに注意してみていけば良いと思うか。下振れは良いが、その下振れる期間が長いのか、深さが深いのか。分からないというのも一つの答えなのだが、もし見解があれば。

沼波国際局長

今週、バーナンキの議会証言があり、そこでまた新しい見通しが出てく

と思うが、多分大きくは変えないと思う。ただ、どちらが心配かと言われると、多分なかなか戻らないという長さの方が気になると思う人が多分多いのではないかな。なかなか戻る図が描きにくい。一応 2009 年後半には潜在成長率並に戻ると皆置いているが、確たる確信があって置いている訳ではない。悪いことが段々減っていき、こうなると良いなという以上のあまり説得力のある議論は、誰に聞いてもない。

#### 水野委員

確かに何らかの政策対応が出てくるが、長くただらだらって、浮揚効果が乏しい措置をさらにやるかと言うと、財政もこのような状況でそこそこの措置しか打てないだろう。

#### 西村副総裁

インド、中東を含めた新興国の動きに関しては、1 か月でそんなに大きな動きがあったとは思えないが、もし何か特徴的なことがあれば教えて頂きたい。インドは選挙が近いこともあって、相当ばらまきのようになっていて、逆に言えばその後の揺り戻しが怖いという気もするし、それから中東ではさすがにインフラの資本効率があまり良くないのではないかという動きが出てきているようにも思うので、何かそういうことについて情報があれば教えて頂きたい。

#### 沼波国際局長

特にここ 1 か月大きな変化があったとは思えない。やはり目立つのは、皆様、おっしゃっているように政策対応が遅いこと——ビハインド・ザ・カーブ——ではないか。インドは政治情勢もあって今月は 2 回上げたが、インフレに対して十分かと言われると十分ではないだろう。金利は上がってきてはいるが、そういう国が相変わらず多いというのが、この 1 か月の非常に強い印象である。

## 白川議長

金利を上げた国のロジックについて。ECBは、この1回きりなのか、あるいはもう一回あるのか良く分からないが、セカンド・ラウンド・エフェクトを防止することを強く言っている。どちらかと言うと、先進国はそういうロジックにある国が多いのだろう。一方、新興国については、セカンド・ラウンドを言うまでもなく、そもそもインフレ率自体が高い。そういう意味では、セカンド・ラウンドを言っている国は、基本的には、そうは言ってもまだ比較的インフレ率が高くない国にほぼ限られているのかどうか。それからもう一つは、セカンド・ラウンド・エフェクト発生の有無を点検するものとして何を重視しているか。欧州の場合には、良く言われているような賃金の設定行動を重視しているようにも見える。勿論、一般的には色々なインフレ予想ということになるのだろうが、それ以外に多少証拠付けられるものとして、どういうものを重視しているのか。それからもう一つ。これは決定会合での議論のテーマでは必ずしもないのだろうが、産油国というかドルペッグ国について、金利引き上げが十分ではないという論調がこのところ随分増えている。しかし、仮に自分自身が例えば湾岸諸国の中央銀行の総裁であった場合、何をみて政策をやるのだろうか。為替ペッグに代わるものとしてインフレ率をみていくといっても、多分そういう国の経済を今支えているのは基本的にはエネルギー価格である。エネルギー価格を除くベースは勿論意味はないし、かつエネルギーそのものがCPIで大きなウェイトを占めている訳ではない。そうすると、実際問題として何をみてやれと皆は言っているのだろうか。あまり明確な議論があるようにも思わないが、金融政策のドライバーとして何を重視しようと言っているのかということについて教えて頂ければ。

## 堀井理事

まず、前者の方、アジア諸国について。先週半ばに先進国も含めてアジアの人達と会議を開いた。例えば今の図表の資料-3（参考計表）でいくと、図表3-3にアジアの四か国のCPIが(5)のパネルに出ている。そ

れぞれカッコ内がコアである。例えばタイであると、第1四半期は前年比+1.5%であった。これが、直近、6月は+3.6%まで上がってきていて、その駆け上げのテンポを指摘する人が結構いる。それから、明示的にはこれがインディケータと言っている訳ではないが、為替が弱くなっており、その裏には資本の流出があることを非常に気にする、心配する声も同時にある。1997年のアジア危機で、一旦入ってきた資本が出ていくのは結構早いという経験があるから、その心配は当然である。そういうこともあって、為替については、逆介入というか通貨安を防止するような措置も一方でやっている。幸い、外準が大量にあり、少々減っても外準が底をつく心配がないから、そういうことを併せてしていることかと思う。それから、湾岸諸国についてはおっしゃるように非常に難しい。賃金といってもガストアルバイターが沢山いる中で、国家の収入はオイルがドル建てで高い値段で売れ、買うものもほとんど輸入品であるから、購買力、財政赤字といったものをみながら、政府としては運営している。勿論、中央銀行としてはインフレは気にはなるが、白川議長のご質問の具体的なインディケータとなると、なかなかはっきりしないと思う。

白川議長

分かった。

須田委員

中東に関して言うと、物価安定のマンデートは中央銀行にはない、財政政策でやるしかない、中央銀行のトップはおっしゃる。それから、インフレについては、一生懸命不胎化をやろうとしているが、それが追いついていかない。それから、中東はガソリンは安く抑えられているので、結局レントが大変高いのと、食料品価格の高さで、実感としてインフレの高さを認識している。

野田委員

はっきり言えば、要するにすべがない。ただ、財政政策を手段として持っていることはある。

沼波国際局長

先程の欧州の話である。ユーロエリアの労働コストの指標は四半期に一度しか出ないから、まだ第1四半期までしか出ていないが、スペインはインデクセーションが進んでいると言われている。1年位前であると、時間当たり賃金がまだ前年比+4%位をうろうろしていたが、ここにきて急速に上がり、もう+6%を超えている。従って、現実には労働コストが上がってきているのは、間違いないと思う。今、第2四半期の延長線がみえないが、この物価情勢を当然気にせざるを得ないのは間違いないと思う。

野田委員

アジアも、賃金という事柄に絞っても、セカンド・ラウンド・エフェクトが少しずつ出てきているとみた方が良いのか。そこは、ほとんどみえないということで良いのか。

堀井理事

賃金というよりは、エネルギー価格が上がって、それがコスト・アップになり、波及の値上げが進んできていると思う。

白川議長

私の印象では、セカンド・ラウンドを言うのは、どちらかというとな米という感じがする。

野田委員

私もそうは思っている。アジアでは何も出て来ていないのか。あるいは、どこかで出て来ているようなことがあるか。

白川議長

他に宜しいか。それでは、少しここで10分休憩して、3時30分に再開する。

(15時19分中断、15時30分再開)

白川議長

それでは、再開する。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢について、調査統計局に願います。

門間調査統計局長

それでは、事前にお配りしている資料－4（参考計表）を中心に説明していく。最後にCGPIのみ資料－4（追加図表）を使わせて頂く。それでは、（参考計表）の図表3をみて頂いて、短観の業況判断から確認していきたいと思う。製造業、非製造業、大企業、中小企業、いずれも方向としては全て悪化である。第一に交易条件の悪化が続いていること、第二にそうした中で内需が精彩を欠いていること、これらが基本的な背景であり、それに円高や海外経済の不透明感の増大も影響している可能性がある。こういうDIの動きからみると、経済情勢がかなり厳しくなっていることが窺われるが、同時にDIの水準はなお総じて高いとも言える。例えば、（1）の太線——製造業大企業——をご覧頂くと、DIの水準はプラスであって、業況は良いと答えている企業が悪いと答えている企業よりも多い状態であり、過去二回の景気サイクルとの比較でみると、まだそれらのピークに近い水準である。各種の調整圧力も溜まっていないので、景気基準日付上の後退局面入りはなお避けられる可能性も十分残されている。た

だし、ここにきて次の二点で情勢はやはり以前よりも厳しくなっているかと思っている。第一に、後程詳しく申し上げるように、交易条件が一段と悪化していること、それから第二に、これまでは交易条件の悪化分をかなり取り戻してくれていた輸出に陰りがみられ始めていることである。

ということで、図表 7 で輸出の説明をする。図表 7、(1) の実質輸出（太実線）は、右端の 4～5 月のところ、数字で申し上げると、1～3 月対比で -3.5% となっている。図表 8 にその内訳がある。第 2 四半期の列をみて頂くと、米国向けが大きく落ちているだけでなく幅広く減少している。統計上の技術的な要因も含めた振れや、それから (2) の財別をご覧頂くと、自動車の大きなマイナスがあって、ここには船待ち要因もあるようで、輸出の実勢として 4～5 月の表面の数字程急ブレーキが掛かっているとはみていない。ただし、均してみても輸出の増勢が鈍化している蓋然性は前月よりも高まっていると判断される。そして、その背景であるが、第一にやはり米国経済の停滞基調が強まっていて、とりわけ足許は自動車市場が急速に悪化していること。それから、第二にアジア等の新興国経済が減速し始めた可能性が高いこと。この二点が挙げられると思う。この間、中東とかロシアなどの資源国向けについては、需要が急速に伸びている状況には基本的な変化はみられないが、そういう需要が急速に伸びている地域は、日本メーカーの現地生産体制が整っていないことから、日本からの完成品の輸出が伸びやすいことを先日申し上げた。ただし、よくよく調べてみると、急増する需要に対して、日本からの供給体制も盤石とはいかないということになる。仕様や売れ筋のミスマッチ、それから船繰りの問題も含めて、需要があっても供給面でボトルネックが生じることが部分的に起こっているようである。そういうことから、需要はあっても供給面の制約からなかなか輸出が増やせないことが、自動車それから建設機械、そういったところで起こっているという話を聞いている。いずれにしても、足許は振れが大きいので、この輸出の減速の程度がどの位のものか、これを見極めるには、もう少しデータの蓄積を待つ必要があると考えている。輸出は以上である。

次に国内設備投資にいく。図表 17、(1)、設備投資一致指標は幾つか線があるが、資本財総供給の全体（太黒線）をみて頂くのが一番良いと思う。足許は、幾分弱めの動きになっている。ただし、昨年 10～12 月にかなり増えた反動もあるとみられるなど、元々振れが大きいので、足許の段階ではまだ横這い圏内位という評価で取り敢えず良いとみている。それから、図表 18、設備投資先行指標で、(1) の機械受注である。太実線の右端は 4～5 月であって、これに対応する元々の 4～6 月の見通しは、バツテンの b であった。4～6 月の見通しは、相当低めに出る傾向があるということを示し上げていて、実際に実績でみて 4～5 月の段階ではかなり上を走っている。6 月は、これが若干落ちる可能性があるが、それにしても横這い圏内という評価で良いと思う。足許、業種別には、このところ傾向的にみて割と強いのが鉄道と鉄鋼であって、逆に幾分弱いのが化学。それから自動車、電機といった業種は概ね横這い圏内である。(2) の建築着工床面積は改正建築基準法施行前の水準よりはやや低いところで、横這い圏内の動きが続いている。以上のように、設備投資関連の指標は、先般の短観の 2008 年度の計画等も含めて、もはや決して強くはないが、かといって底堅さが失われている訳でもない。少なくとも、現時点では増勢鈍化というこれまでの評価で良いと思う。ただし、先行きについては、足許における交易条件の一段の悪化も踏まえると、2008 年度の収益は恐らく短観の見通しよりも若干厳しくなる可能性が高いと思う。それから、海外経済もインフレ圧力の高まりも加わって不透明感が増しているということであるから、設備投資の先行きについては、やはりダウンサイドのリスクが高まっているということかと認識している。

次に個人消費である。図表 21 の (1) のグラフで、4～6 月の個人消費の指標は全体として、かなり弱くなる可能性がある。まず家計調査＜除く住居等＞——黒太線。GDP 推計に使われる部分——である。右端の 4～5 月がはっきりと落ちている。それとほぼ重なるように（従ってみえにくい）、家計消費状況調査（細実線）も落ちている。ただし、これら需要側の統計は、1～3 月がサンプル要因もあって、イレギュラーに強

かったことの反動もあるので、商業販売統計（灰色の太線）でみれば1～3月、4～5月と徐々に落ちている感じである。食料・エネルギー価格の上昇がはっきりと消費者物価を押し上げるようになったのが昨年末位であるから、恐らく消費の実勢は商業販売統計のイメージの方が近いとみている。そして、その販売統計の中身である。引き続きしっかりしているのは、(2)の家電販売（灰色の太線）であって、新商品が次々出ることや価格の低下が需要を支えている。しかし、自動車については——これは振れが大きい——均してみると息切れははっきりとしてきている。それから、図表22をみると(1)の百貨店（黒色の太実線）、それから(2)で旅行や外食産業はいずれも冴えない動きになっている。車で出掛けて行う消費とか不要・不急性が高い消費で総じて弱さが目立っている。それに対して、(1)のコンビニ（灰色の線）は、たばこの成人識別カードをまだ作っていない人が自動販売機からコンビニへシフトしていることもあるので、足許は特需に沸いている。それから、この図表でスーパー（細線）は全体として一進一退であるが、良く調べてみると、やはり車での来店が相対的に多い郊外型のGMSとかショッピングセンターが不振で、逆に食品スーパーは外食から内食へのシフトもあって、生鮮食品を中心にむしろこのところ好調ということのようである。それから、GMS、百貨店とも、この数か月間、異口同音に聞かれるのは、衣料品の不振である。これには、4～6月は、週末を中心に雨が多かったという天候要因もあるが、やはり物価高を背景とした消費者の節約意識の強まりが主に衣料品の購買意欲低下という形で表われているようである。一部の百貨店では危機感を強めていて、この夏のセールに合わせて、低価格の自主ブランド商品を開発するといった百貨店としてはかなり異例な動きもみせ始めている状況である。このようにかなり業態間でばらつきはあるが、全体でどうかということで、図表23をみて頂く。(3)の消費包括指数——細実線。GDPの個人消費を比較的良くトレースするように最近作り直した——は、右端4～5月の前期比が-1.0%で、先程申し上げた需要側統計の振れもあって、大きめのマイナスになっている。勿論振れだけではなく

て実勢としても、もはや底堅いとは言いにくい状況になってきているように思う。また、図表 24 に各種のマインド指標があるが、ご覧のようにどのマインド指標も、それから景気ウォッチャーDI もなかなか悪化に歯止めが掛からない状態であることを踏まえると、先行きはさらに注意してみていく必要がありそうである。個人消費は以上である。

次に住宅投資、図表 25 になる。住宅着工の直近値、5 月の数字は 107.2 万戸になって、1～3 月及び 4 月の水準を幾分下回っている。図表 26 にグラフがある。(1) が着工戸数のグラフであるが、ご覧のように持家、貸家、分譲を問わず全て冴えない動きが続いている。マンションは在庫が高水準のままであって、中堅以下のデベロッパーで資金繰りがきついところを中心に値を下げての処分を急いでいる状況である。一方で、資材の価格が上がっているので、採算が悪化しており、先般の短観でも、今年度は不動産業の用地取得が低調であることが確認された。それらを踏まえると、住宅着工は今の 110 万戸前後の水準から一旦もう一度減少する可能性を念頭においておく方が良いかもしれない。以上が住宅であって、次に生産である。図表 27 で生産の 5 月の前月比は+2.9%と書いているが、確報で+2.8%に変わっている。6 月の予測指数を繋げた場合の 4～6 月の見通しは、脚注 1. のところに-0.4%と書いてあり、こちらは変わらない。このように、1～3 月、4～6 月と 2 四半期連続でマイナスとなる可能性が高まっている。2 四半期連続でマイナスとなると、図表 28、(2) のグラフにあるように、2002 年からの景気回復の中で今回初めてとなる訳である。そのマイナスの幅については、勿論 6 月の実績次第ではある。今のところ、2 四半期ともかなり小さく、その意味では、景気拡張期はもはや終わったとまだ申し上げる必要まではないと思っている。しかも、右端の 7 月の予測指数は結構強い。勿論、この予測指数は 1 か月だけの情報で、振れも大きく、企業からのヒアリングも踏まえた我々の予測では、7～9 月の生産はプラスになるにしても横這い圏内という位の極く小さなプラスにとどまる可能性が高いとみている。逆に申し上げると、多少下振れると 3 四半期連続のマイナスも否定できないことを意味している。次に、図表 30 で在

庫の状況を確認しておく。(5)の電子部品・デバイスで、多少バランスの悪い状態が続いている。先般の短観でも需給関連の判断D Iは、全体として全く問題はなかったが、業種別に調べてみると、電気機械の中小企業の需給判断や在庫判断が足許悪化していた。しかし、全体でみると、在庫循環図でもあるように、白丸が最近全然動かない。元気はないけれども、バランスは崩れていないということで、少なくとも在庫面からの調整圧力は発生していないと言えると思う。今後、生産が上振れるか下振れるかは、内外需要の動向次第かと思う。生産は以上である。

次に雇用、図表 31 にいく。＜労働力調査＞からみて頂くと、雇用者数の前年比は5月は+0.1%。今年に入った辺りからずっとゼロ近傍と、雇用の伸びはほぼ止まっている。＜毎月勤労統計＞の常用労働者数の5月は前年比+1.7%と数字そのものは労働力調査と乖離が続いているが、方向としてはこのところ少しずつ伸び率が低下してきている。そうした中で、一頃少し伸び率が高まってきていた名目賃金で足許5月の前年比がご覧のように+0.2%で、かなり縮小している。この5月分は速報であるから、最近の傾向からみて、明後日水曜日の確報で上方修正される可能性があるとは言え、少し前までの伸びに比べれば弱い状況に恐らく変わりはないと考えられる。それでも、＜毎月勤労統計＞ベースの雇用者所得をみて頂くと、+1.9%となおしっかりとした伸びになっているが、労働力調査を使えば——つまりGDPの雇用者報酬のイメージに置き直せば——、雇用が全然増えていない中で、賃金もあまり増えなくなっていることで、所得の伸び率もゼロに接近していることになる。こういう動きの背景は、言うまでもなく、労働需給がなお総じてタイトな状況にあるとは言え、方向としては若干緩み始めているということかと思う。図表 32 をご覧頂くと、(2)の新規求人の減少傾向が続いている。当初は、求人適正化指導の影響が大きかったとみていたが、それとは関係ないはずの新規求職(点線)をみて頂いても低下トレンドが今年に入った辺りから明確に下げ止まっている。やはり、労働市場の潮目が幾分変わっているとみざるを得ない。(1)の失業率(太実線)も、このところ4.0%と最近1年位のレ

ンジの上限で推移している。それから、ここに細かい図表を本日は付けていないが、失業の中身も非自発的離職が比較的是っきりと増加し始めている。そういう現象は、2003 年以降で初めてである。それから、年齢別にみると、若年層の失業率はなお低下傾向にあるが、その一方で中高年の失業や求職が増加している。これは、大企業の新卒採用が引き続き活発な一方で、中小・零細企業を中心とした業況の悪化や倒産とか廃業もじりじりと上がっている状況が、団塊世代の再雇用も含めて中高年層の雇用環境の悪化になって表われている可能性があるともみている。雇用環境は、この先さらなる注意をもってみていく必要があると思う。以上が雇用関係である。

次に物価にいく。国内企業物価は後程ご説明するので、この資料で図表 43 までいって頂いて、企業向けサービス価格指数である。世界的なインフレに注目が集まっているが、実は密かに下落基調に転じつつあるのがこの企業向けサービス価格指数である。前年比のグラフをご覧頂くと、除く海外要因（細実線）でみて、昨年後半位からゼロ近傍に落ちてきた後、足許は 3 か月連続でマイナスになっている。特に、弱さが目立つのが広告（太斜線）である。構造的な要因もあるようだが、やはり足許の変化は収益環境の厳しさを背景に企業が広告費の節減に動いていることによる面が大きい模様である。それから、図表 44、消費者物価である。(1) 右の 5 月の C P I 前年比は+1.5%であった。上昇しているのは相変わらずエネルギーと食料であって、食料・エネルギーを除いたベース、米国と同じ定義のコアの伸び率（細実線）は、ご覧のように、5 月は-0.1%とほぼゼロインフレの状態が続いている。この 5 月、+1.5%の後の C P I の見通しであるが、5 月に 160 円であったガソリンが、6 月は 173 円、7 月には 180 円台に突入している。従って、そういったことを踏まえると、6 月の C P I は前年比で+1.8%前後、そして 7 月、8 月は+2%を若干上回る位まで上昇。その後も原油価格がドバイで 135 ドル前後という最近の水準からあまり変わらないと仮定すると、C P I は+2%ないしそれを若干上回る状態が 2008 年度一杯続く計算になる。その場合、2008 年度全体の C P I 上昇率も+2%に乗るか乗らないか微妙であるが、いずれにして

も+2%程度という言葉で表現されるのが相応しい計算になる。この資料は以上で、最後に積み残しになっているC G P Iについて、(追加図表)でご説明する。図表 36、物価関連指標という計表がある。ここをご覧頂ければ宜しいかと思う。まずこの計表の輸出物価、輸入物価は今後の日本経済を展望するうえで、ある意味、最も重要であるので、この部分から確認していく。4～6月の列をみて頂くと、輸出物価(円ベース)の前期比は+2.5%と、為替が幾分円安方向に動いたので、プラスに転じた。ただし、前年対比ではまだかなり円高ということもあって、-5.2%になっている。一方、4～6月の問題は、何と言っても輸入物価の大幅な上昇であって、ご覧のように前期比で+9.1%、前年比で+12.6%の大幅な上昇になっている。これは、前回本席で申し上げた私の見通しを上回るものであった。さらに、6月、単月で前月比+7.4%、前年比+17%上がっていて、7月も上がり続けることは避けられないため、仮に原油価格がこの後も概ね横這いと考えたと、7～9月の輸入物価の前期比は+8%とか+9%といったような——つまり4～6月並みの急ピッチでさらにもう1四半期上がり続ける——計算になる。この場合、7～9月の前年比は、+20%を超えていく。さらに問題なのは、ここまで原油価格が上がってしまって、その後、もし反落しないとすると、輸入物価が前年比2割位高いという状態が10～12月、1～3月と続いてしまうことである。先般の短観では、2008年度上期は前年対比でかなりの減益が織り込まれていたが、下期は前年比で増益が回復するという見通しになっていた。しかし、今申し上げたように交易条件が前年対比で大幅に悪化した状態がこのまま2008年度下期も続いてしまうとすると、増益に復する時期が先送りされる可能性が強まっていく。実際、ミクロ情報でも、一部であるが、2008年度の収益を早くも下方修正する先が出始めてきている。こういう中で国内企業物価については、この表で6月をみて頂くと、前月比が+0.8%、前年比で+5.6%まで上がっている。輸入物価が今申し上げた状況であるし、鉄鋼などの中間財の値上がりも続いているので、7月の前年比は+6%台に乗ると見込まれる。2008年度全体でも、+5%台という可能性が強まりつつある。以上、今月の指

標を申し上げたが、輸出の増勢鈍化が確認されつつあることや、個人消費もはや底堅いとは言いがたくなってきていること、さらには生産も足許やや弱めであるので、景気の減速は一段と鮮明になってきているという評価が妥当かと思う、今のところ、景気後退と言うべき状態になってきているとまでみる必要はないかもしれないが、この先のダウンサイド・リスクは増大している。その最大の理由は、最後に申し上げた交易条件のこれまでの予想を上回るさらなる悪化である。これが、企業収益の足をさらに引っ張ると同時に、消費者物価の上振れを通じて、家計にも追加的なダメージを与えていく可能性が懸念される。しかも、今年の1～3月までは、交易条件の悪化を純輸出の大幅な増加がかなり埋め合わせてくれていたが、その輸出による景気の支えも以前程は期待しにくくなってきていると思う。勿論、今のところ、設備、雇用、在庫面での調整圧力はほとんどみられないが、それはここまでの景気の減速が企業がある程度予想していた範囲の減速であったという面が大きいと思う。経済は、どんなに安定していても、予想されないショックが起きれば、その後は調整圧力が発生してしまう。そういう観点から、当面は足許の交易条件の追加的な悪化が国内民間需要を目立ってさらに押し下げることがないかどうか、それから輸出に急速にブレーキが掛かってくることがないかどうか、この二点を細心の注意を持ってみていく局面に入ってきていると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

消費について。底堅いとは言えなくなったとのことだが、そのとおりだと思う。それは実質所得が弱いということであって、不確実性の下で貯蓄率が上がっていくことまで考える必要はないということか。

門間調査統計局長

少なくとも足許までのところで貯蓄率が上がっていることはないと思う。むしろ、下がっている可能性が高いと思っている。ただし、如何せん、昨年の暮れ位からの物価の上昇が比較的足早に出てきているので、それでもた実質所得の低下効果が大きいということに尽きるかと思う。

須田委員

細かいことであるが、メモリーの生産の実質化の問題。企業からのヒアリング情報とデータにギャップがある。価格の下落を上手く織り込んだとしても、生産という面ではあまり上方修正されないのか、それとも、図が変わってくるのか。

門間調査統計局長

生産全体に大きなインパクトがある程は、変わってこないと思う。ただ、微妙に、例えば、今本当にゼロ近傍で若干マイナスかどうかという議論をしている訳であるから、その中で少しイメージが変わる位のインパクトはあり得る。

西村副総裁

半導体市況そのものは、液晶にしても若干回復しているように見える。それはどう解釈すべきか。

門間調査統計局長

これも物によって区々ではあるが、半導体市況が最近一番弱かったのは今年1～3月位だと思う。その頃はDRAMの供給過剰が相当言われていて、かなり急速に下落した。それプラス、フラッシュメモリーもその頃下落していた。その後、台湾、韓国のメーカーも含めて、相当供給量を絞り込んだ。そのことが足許の市況の下げ止まりに効いているということであって、必ずしも需要が強くなっている訳ではないと思っている。ただ、

需要も北京オリンピックが意外と盛り上がらないとかいうことがあるが、アメリカ経済が減速している、停滞になっていることから急速に需要が崩れてきている、ということは起きていないという感じもする。今のところ需要が強くはないが、一応増加している、供給サイドもそこにちょうど合ってきているという微妙なバランスになってきているかと思う。ここから先は、まさに需要次第と思う。

#### 須田委員

先程、住宅着工が110万戸から一段下がるという説明があった。一段とはどの程度か。

#### 門間調査統計局長

そこはなかなか分からないが、今のところ、少なくとも我々のヒアリング先から凄く危機感が強いという感じの声までは聞こえてきてはいない。ただし、いずれにせよ在庫水準がまだ高いので、今作ってもそう簡単には売れないという感じの声は当然強まっている。それから、実際に短観でご覧頂いても、今年はかなり土地取得に慎重であることからすると——答えは結局ないが——、やはりある程度下がる可能性が高いのではないかと思う。ただし、元々住宅は一定の年齢になれば買うというような潜在需要があるので、例えば去年の改正法のショックでがくんと落ちたようなことまでをイメージする必要は全くないと思う。普通の振幅からすると、1割とかそれ位の低下は、ある程度視野の中に入れておく方が良いかという位の気持ちである。

#### 西村副総裁

その際に、分譲系は比較的分かりやすい。恐らくそれ位の形で良いと思うが、問題は貸家系である。特にファンド勢がどう動くかは見極めが難しいが、今の見方からすると、私は貸家系はかなり落ちそうな気がする。それはどうか。私も分かりにくいところがあるが、見方は如何か。

門間調査統計局長

西村副総裁はかなりとおっしゃっているが、数量的なイメージがあるか。

西村副総裁

あまりそういうことは言わない方が良いと思う。

門間調査統計局長

私も明確な答えはないが、おっしゃったように貸家は一頃相当ファン্ডが買っていたことがあるので、ファン্ড勢のリスクテイク姿勢がまだ暫く回復しそうもないという意味においては、ある程度目立って落ちる可能性は否定できないと思う。ただし、一方で今かなり投げ売りが始まっているということもある。それは調整を進めるという側面もある。潜在的には、今ちょうど団塊ジュニアが持家を購入する時期でもあり、かつ都心部には若者達が比較的集まってきている状況がまだ続いているので、潜在需要の岩盤がある程度あるとすると、どこまでも落ちていくという話でもないかというイメージは持っている。

野田委員

自動車についてであるが、図表 10 の (3) のグラフで中東が落ちている。これは船待ちとか色々な特殊要因があるのだと思う。ロシア、中東は好調であったし、引き続き好調であるという見方は変わらないと思うが、油の値段がこのままいくという前提を置いて、そこまで需要のキャパが続くのか。これは予てから思っている素朴な疑問である。

門間調査統計局長

ロシアはかなりあると思う。中東は、人口も沢山ある訳ではないので、どうかということもある。それでも二台目、三台目という人も結構いるかもしれないので、お金がある限りあるのではないか。

野田委員

須田委員にお聞きした方が良かったかもしれない。

西村副総裁

これは、アメリカや他の国で売れなくなっている物を買ってくれている訳であるから、素晴らしい。

野田委員

素晴らしい。それ自体は良いが、キャパという意味でそれがいつまで続くのか。

須田委員

インフラがない——移動手段、公共のインフラの整備が遅れている——ので、結局一人一台という世界になる可能性はある。

西村副総裁

大型車やSUVがまだ売れているところなどというのは、世界的にここしかない訳である。

野田委員

自分のところで油を作っているから良いのだろうが。

門間調査統計局長

少なくとも今の時点で需要の伸びが鈍ってくる感じは、全くもっていないようである。ただし、同時にあまりにも伸び過ぎている感じは自動車メーカーも持っているので、この状態がいつまでも続くとは思わないで経営しようという気持ちではいるようである。

野田委員

ある種、高所恐怖症的な感じを持っておられるということを、二、三聞いたものだから。

門間調査統計局長

それはあると思う。それと、とにかく急速な需要のシフトであるから、なかなかそれについていけないという先程申し上げた話と、そちらに今度一旦が一つと舵を切ったら、その後どうなるのだというリスクもある。そこは実際の需要が今あるから、どんどんそちらにいくということだけではなくて、ある程度慎重な姿勢で今後の輸出態勢を考えていくということかと思う。

須田委員

不動産のオフィスについて。空室率が時々新聞紙上に載るが、オフィス需要についてはどのようにみているか。

門間調査統計局長

東京はまだ比較的良い。確かにボトムに比べると、少し上がってきているが、それでもまだ3%台である。これは普通に考えると、かなり低い空室率である。従って、東京に関しては、オフィスの需給に関して心配する声が聞かれていないと思う。勿論、東京でも少し外れの方は様相が多少異なる。それから、今、問題になっているのは地方である。地方と言っても、本当の地方ではなくて、大阪とか名古屋とか中核都市の一等地ではないところである。その空室率がかなり上がってきているという話がある。かつ、元々ファンドが建てたが、売れなくなってしまう物件も相当あるという話であるので、今後それが決算期毎に資金繰りがきつくなって投げ売りに出されるという潜在的な可能性は十分ある状況かと思っている。

#### 野田委員

私の経験からいくと、3%台であつたら貸し手——大家——の方に家賃交渉力の優位性がまだ残っている。これがもう少し高まると、先程おっしゃったように、東京でも場所によっては大家の方が苦しくなるという状況になると思う。

#### 亀崎委員

国内企業物価について。2001 年から現在まで国内企業物価の需要段階別の寄与度をみた。今+5.6%である。2001 年からみると最終財が明確にプラスに寄与してきたのが昨年 of 末位からである。それまでは 2001 年から多くの期間で、最終財は下に引っ張っている。中間財は勿論何年も、それから素原材料も大体長く上方に寄与しており、寄与率が最終財+42%、中間財+55%、素原料+2.何%となっている。先程申し上げたように、最終財は物価抑制圧力として寄与してきた側面が強かったが、この数か月——去年の末位から毎月毎月——プラスに寄与してきている。しかも、結構伸びてきているが、この現象をどう理解すべきか。図表 42 の表は、輸入品とか足してあるが、私は国内企業物価を三つだけに分けて、数字をグラフにしてみたらこういう現象になっている。これをどう理解すべきか。

#### 門間調査統計局長

この図表 42 の需要段階別、つまり輸入品を入れたものでも、おっしゃったようなことが出ていると思う。ご指摘のように、足許、最終財が上がっているし、かつ 2006 年の後半位からであるが、時々上がる局面が出てきている。ただし、これも中身をみると、基本的に非耐久消費財が最終財を押し上げている面が大きくて、かつ非耐久消費財の中身は石油製品と加工食品である。この系列は、残念ながら食料とかエネルギーを除く系列は作っていないが、多分これらを除くと実はあまり上がっていないのではないかと思う。

野田委員

耐久消費財のマイナス幅も少し縮まったのか。

門間調査統計局長

耐久消費財は、少し長い目でみれば縮まってきてはいる。それには、耐久消費財——家電製品等——の原材料が上がっているということがあるし、それからテクニカルではあるが、これは連鎖指数ではないので、パソコンのようにどんどん値が下がるものは、その影響の仕方がどんどん小さくなっていくという面がある。ただ、極く直近——この2、3か月位——をみると、耐久消費財はむしろマイナス幅が拡大していて、6月——今回の直近のもの——は、理由は分からないが、ルームエアコン——本来原材料で上がるはずのもの——がむしろ下げ幅が拡大しているということもあるので、この辺りも一本調子でどんどん上がる方向にはきていないかという感じがする。

中村委員

交易条件の悪化を取り返すには、一つには輸出物価を上げることだと思う。日本のみならず他の工業国で、輸出物価を引き上げていく動きはあるのか。あるいは国際的な競合の関係で、これも難しいのか。

門間調査統計局長

需要と供給で決まるものであるから、上げたくてもそう簡単には上げられない状況はこれまでと変わっていない。そういう中で、割と上がっているのは鉄鋼とか一般機械——特に建設機械——である。その類のものは結構上がっている。やはり、新興国、資源国の需要が強いものは上がる、という教科書どおりのことが起きていると思う。一方、自動車は、特にアメリカ向けは、トラックとかSUVは全く駄目であるから、小型車にシフトする。しかし、それだけで価格が下がってしまい、採算も悪化するという面がある。これは、概念的には物価の下落よりは、実質ベースの減少と捉

えるべきかもしれないが、そういった車種構成の変化があつて採算が悪化しているという面。それからアメリカ向けの自動車はジェネラル・インクリースと言つて、1年に1回は定期的に上げられるという環境があつたが、この1年位のデータをみてみると、ほとんどアメリカでも上がっていない。従つて、やはり需要・供給の法則はある程度貫徹しているというか、世界経済全般に減速傾向が強まる中で、なかなか輸出物価も簡単に上げにくい状況になってきていると思う。

白川議長

先程、色々物価が上がる中で、企業向けサービス価格指数が唯一下がっているという説明があつた。消費者物価も食料とエネルギーを除くベースでみるとゼロ近傍であるが、そうは言つても過去1年弱の動きをみると、CPIは除く食料・エネルギーでも少しずつ上がつてきている。それに対し、CSP Iの方は少しずつ下がつてきている。先程、広告の弱さという説明があつたが、この違いには今のところ深い意味があると考えなのか。どう考えれば良いか。

門間調査統計局長

どの位深い意味がというのもあるが、図表43の細実線の左側、四半期ベースの比較的長い時系列をじつと眺めると、景気と比較的良く合っているという感じはする。ちょうど、短観のDIも昨年の頭位のところがピークで、じわじわ落ちてきていることと大体平仄は合うし、それから企業収益も2007年度で頭打ちになつて、2008年度は減益か。従つて、収益が悪化している中で、戦略的な設備投資はあまり減らさないが、その分節約できるところは節約していくという感じが多少出ているのではないかと思う。ある程度、景況感を反映している部分があるとみた方が良いと思う。

白川議長

分かった。他にないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

最後に、金融環境について企画局から願います。

雨宮企画局長

資料-5(参考計表)に沿って、金融環境の現状評価をご説明申し上げます。まず、図表1、民間部門総資金調達の動きである。少しずつ伸びを高めていて、6月の速報は+0.6%ということで、5月対比0.2%ポイント伸びを高めている。中身は、何と言っても銀行・信金・外銀計の貸出であって、寄与度ベースで+1.3%から+1.5%まで伸びを高めている。それに対して、(2)で社債の寄与度をご覧頂くと、昨年終り位から少しずつ寄与度を低めている。社債市場の状況は高格付け銘柄を中心に良好であるが、償還が多いため残高の伸びは少しずつ収まってきていることが、ここに表われている。その貸出の感じについて、図表2で主要業態をご覧頂くと、銀行計で調整後6月+2.4%と伸びを若干高めている。中身は専ら大企業中心の運転資金需要の増加である。大企業中心というのは、(2)で業態別にみると、何と言っても5月、6月で都銀等の伸びが高くなっていることが一つある。因みに、地銀・地銀Ⅱ計も若干伸びを高めているが、主にシンジケートローン関係とヒアリングで聞いている。それから、業種別、企業規模別の中身としては、図表3、(2)の<企業規模別、月次>をご覧頂いても大企業——細実線——が少しずつ伸びを高めているのに対して、中小企業は多少凸凹はあるが、引き続き直近も前年割れであって、この資金需要という意味では、大企業、中小企業の差が大きくなってきている。ただし、後程触れるとおり、資金繰りも中小企業は厳しくなっているので、資金繰りが厳しくなって貸出の伸びがマイナスというのはどういうことかということは問題としてあろうかと思う。

その前に約定平均金利をご覧頂く。図表4である。短期の除く交付税特会向けをご覧頂くと、5月1.825%ということで4月対比横這いであ

るが、1～3 月辺りの 1.886%に対して若干下がってきた感じがある。下がっている背景としては、例えばこれまで資金需要が必ずしも伸びない中で、銀行は比較的積極的な貸出姿勢を保っていて、スプレッドは削られてきている、縮小してきていることであろうかと思う。ただ、足許 4 月、5 月だけについて言うと、預保向けとか公的セクター向けの低利の貸出がかなり大量に出たということもあるようで、この辺はもう少しデータの蓄積を待って判断したいと考えている。

それから、この 4～6 月分の資金繰り等々の D I が大体出揃ったので、これをご覧頂く。図表 6 である。＜資金繰り D I＞で、短観と中小公庫、商工中金の 4～6 月を纏めたところをご覧頂くと、これも大企業と中小企業の差が明確に表われていて、短観ベースの大企業は 4～6 月も 18%ポイントということで、前期と変わらずであった。これに対して、短観の中小企業、それから中小公庫、商工中金は、大幅ではないが、引き続き少しずつ窮屈の方に転じているということであるし、＜金融機関の貸出態度＞をご覧頂いても、全体として、これも大企業は軽度であるが、中小企業は緩い超の縮まり方が少し大きくなっているということである。このイメージでレベル感をご覧頂く。図表 8、(1) の＜短観＞の企業の資金繰りでレベル感をご覧頂くと、このうち、大企業——細実線——の一番右の 6 月の数字が今申し上げた 18%ポイントである。この表にある 1990 年以降の平均が +11%ポイントであるので、これと比べても、まだ大企業の資金繰りは相当余裕がある状況だと思う。それに対して、中小企業——太実線——については、一番右端の数字が -8%ポイントである。1990 年代入り後、今回までの平均が -9%ポイントであるので、中小企業はほぼ 1990 年代の平均に接近しつつあるという状況であるし、(2) にある企業からみた金融機関の貸出態度でも同様なことが言える。因みに大企業の——細実線——は直近値が +17%ポイントである。この間の平均が +11%ポイントであるので、これも平均に比べて、まだ緩い超を保っている訳であるが、中小企業は直近値が +2%ポイント、平均も +2%ポイントであるので、これはほぼ平均並みにきたという状況になっている。その他、＜中小公庫・国民公

庫>をみても、零細企業程厳しさが目立っている状況は続いているということである。以上が貸出の動向である。

図表 10 で、資本市場関係の発行の動きである。先程中曽金融市場局長からもご説明のあった6月のスルガコーポレーション倒産の影響は、やはり発行市場にも現われている。＜国内公募社債の発行額＞の6月の数字をご覧頂くと、発行額は6,810億円。因みに前年が7,200億円であったので、久し振りに前年を下回った。B B B格の発行が70億円と小さくなった。前年はB B B格の発行は1,630億円あったので、低格付け企業の発行が減少しているということである。本年入り後の動きを申し上げると、3、4月はB B B格がほぼストップしたが、5月になってまた若干復活しかけた。しかし、6月になって、またマーケットから引いてきているということである。ただし、これも流通市場と同じで、高格付け企業の発行状況は引き続き非常に良好な状態が保たれていて、＜C P・社債の発行コスト＞で高格付け企業の社債のスプレッドをご覧頂くと、むしろタイトになっている状況である。例えばA A A格はかつて20bp 台であったが、今、6月は19bp であるし、A A格、A格も若干タイトな方向であるので、この辺の企業にとっては良い状況が続いていると思う。発行市場においても、特定業種それから低格付け企業を除けば、非常に良好な状態が保たれていると思われる。ただし、冒頭申し上げたとおり、償還も相当多い年であるので、図表 11、(3)にあるとおり、残高の前年比という意味では、かなり伸びを縮めてきている状況である。それから、企業の資金調達、発行市場面でもう一つの特徴として、図表 10 の＜エクイティファイナンスの状況＞で、このところ非常に低調だった転換社債の発行が6月1,300億円台とやや大きく出ている。この1,317億円のうち、消費者金融関係が一社で700億円出している。この700億円の商品は額面現金決済条項付C Bという新手のC Bである。額面現金決済条項付C Bは、株価が転換価格を超えた時に全額を株式で交付する——株式に転換する——のではなくて、額面金額までは現金で交付され、額面と株価の差額の分だけが株式として交付されるという仕組みである。何を狙っているかということ、転換時に全額が株式に転換さ

れると、株価に対してダイリューションが起きるので、これを避けるために、こういう現金償還条項を入れるという資金調達手段である。最近、消費者金融会社は二件程こういうものを出している。ただ、ダイリューションは避けられたとしても、突然転換価格を超えるとキャッシュのアウトフローが生じるので、発行者に対しては相当厳しさを持っている手段なのだろうと思う。いずれにせよ、こうしたものの調達が少しあったことが6月の数字を持ち上げたということである。株価が下がり出した頃、転換社債市場では、例のムービングストライクCB——MSCB——が猖獗を極めたことがあって、その後は完全にストップ状態になったが、その後、今、このような商品がまた少し出始めているという感じがする。以上が発行市場の動きである。

次にマネー関係である。図表 15 でマネーの数字をご覧頂くと、＜マネタリーベース＞は6月+0.4%と4か月振りのプラスである。これも

が一段落したということで、2月以来の4か月振りのプラスになっているということである。中身的には、日銀券等々も大きな動きはない。足許、+1%弱の伸びが続いているということである。＜マネースtock＞統計でM2をご覧頂くと、こちらは少しずつ伸びを高めている。6月に伸びを高めた理由は二つあって、このM2の中身は今ないので、M3の中身で類推することになるが、一つは預金通貨のマイナス幅が若干減少している。-0.9%から-0.5%ということで、若干減少していることと、引き続き定期預金——準通貨——が伸びを高めているという二つが理由であった。

それから、倒産の状況に簡単に触れる。図表 19 である。一番新しい数字が、6月1,324件、前年比+11.7%である。月によってがたがたしているので、四半期毎にご覧頂く。4～6月纏めて前年比+5.9%であるので、大体一桁台の伸びが続いている。図表 20 の(1)でこの間の倒産の大きな傾向をご覧頂くと、2005年にボトムを打った後、倒産件数は2006年から少しずつ増えてきている。2007年に入って、ややピッチを高めたかと思っただが、2007年、昨年の後半からは、信用保証制度等々もあって、倒産の

ピッチが少し減ったように見える。それがまた少しずつ増え始めている感じだと思う。先程来ご説明しているような中小企業を巡る資金繰り等々の状況、あるいは、門間調査統計局長からご説明のあった収益の状況等を踏まえると、この辺はこの先少し要注意かとみている。

最後に図表 21 でインフレ予想の数字をご覧頂くと、(1) は「生活意識に関するアンケート調査」で、ご案内のとおり、やはり身の回り品の上昇に恐らく非常に強い影響を受けているのだろうと思われる。＜1 年後のインフレ率＞は平均値で+9%、中央値で+7%というアンケート結果になった。(2) エコノミストの C P I 見通しは 6 月調査までしか掲載していないが、先日、7 月調査も出たので申し上げますと、この 6 月調査の太実線の 3 Q のピークをもう少し上に持ち上げて頂いて、あとはほとんど収斂していくという図をイメージして頂ければと思う。でき上がりの数字で、年度を纏めると 2008 年度が+1.44%、2009 年度が+0.85%であるので、先程の門間調査統計局長のご説明と比べるとまだ比較的控えめな見通しになっているという感じになっている。それから、毎回紹介しているエコノミストの C P I と成長率見通し、E S P フォーキャストは、6 月調査からリスク・バランス・チャートが掲載され始めたことをご紹介しておく。細線が日銀のリスク・バランス、これにエコノミストの棒グラフを重ねるという作りになっている。それから、(3) 物価連動国債からみたインフレ予想は、一時と比べると大分戻ってきたが、あまり大きな動きにはなっていないように思われる。

それと、図表 22 でマクロの金融環境である。これも直近、5 月の C P I を入れたので、また緩和的な方向に少し大きくなっているということである。

以上、纏めると、社債市場の動向あるいは金利の動向等で判断した金融環境はほとんど変わっていない。金融機関の貸出態度あるいは資金繰りについて、やや厳しい方向になっているという D I のシグナルがある一方、貸出金利は幾分弱めという感じもあって、これ自身はむしろ金融機関の貸出姿勢は引き続き緩和的であることを示しているシグナルでもあろうか

と思う。当面、金融環境としては、金融機関の貸出態度あるいはバックにある企業の資金繰りはどうかを一緒にみていきたいと考えている。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

須田委員

社債市場について。大量償還があるとのことだが、償還後、企業はどうファイナンスするのか。貸出に頼るのか、それとも市場環境が悪くないから、そのまま社債市場で調達するのか。

雨宮企画局長

今のところ、発行残高の前年比が大きく落ち込むことはなく、まだプラスをキープしているので、これまでのところ、乗換えの発行が順調に消化されていると思う。先程申し上げているとおり、高格付けの企業については、発行環境も非常に良いので、多分、今、起きていることは、設備需要による長期資金需要が全体として盛り上がらない中で、社債の借換え需要は市場で上手く消化されている状況が続いていることだと思う。ところが、上手く繋げないところは、先程申し上げたような色々な工夫をしながら資金繰りを付け始めている。こういう状況だろうと思っている。

野田委員

テクニカルな話で、額面現金決済条項付CBで、額面とは何なのか。

雨宮企画局長

額面というのは、要するに元々の発行価額。

野田委員

発行価額。そうか。

雨宮企画局長

株価がストライク・プライスを超えると、超えた分だけ株式で交付して、元々の額面の分は現金で交付する。そういう意味である。

野田委員

そういう意味か。分かった。

雨宮企画局長

こういうものは直ちに転換されると、瞬間タッチでキャッシュがアウトフローしてしまうので、転換条項にも制約が加わっている。例えば転換価格 120%ルールと 130%ルールとあって、例えば転換価格を 20%超える日が 20 日間続かないと転換できない。そういった転換制限条項が付いている商品が多い。

野田委員

転換型とはほとんど言いにくい感じがしないではない。

中村委員

社債に近い。

野田委員

普通社債に近い。

雨宮企画局長

端的に言うと、ダイリューションが怖いので増資はできないが、銀行借入は少し難しいという中で出てきた手段。

中村委員

なおかつストレートの社債でもなかなか発行が難しいため、少し味付けを効かしたもののか。

野田委員

ストレートに近い。

西村副総裁

それで、発行できるというのがまた不思議な話だと思うが。

雨宮企画局長

それは、当然、条件のところでその分均衡するような条件になっている。

野田委員

他の条件があるのだな。

須田委員

マネースtockについて。外に出す時、今はこれまでと同じということでM2を前に出している。しかし、マスコミは結構M3についてヘッドラインを打つことがあるような気がする。少なくとも通信社報道をみた時に、+0.9%という方が出ていた。これについては、どう外に向かって説明されているのか。

雨宮企画局長

説明の仕方としては、我々がマネースtockのうちどれが大事であるかという質問に答える時には、大きく言うと二つ答えるようにしている。どれか特定の指標をみるようにはしていないこと、M1、M2、M3、それぞれの指標の特徴を踏まえてできるだけ全体をみるようにしていること

が一つ。二つ目は、そうは言っても過去の物価やGDPとの関係からみると、M2の相関が若干高めというトラックレコードがあるので、代表的指標としてはM2をみていること。いずれにせよ、M2はあるが、これだけみているのではないという言い方を旧マネーサプライ統計でもしてきていて、マネースtock統計に変わっても同じ言い方をするようにしている。

白川議長

他にないか。それでは、本日の会合はこれで終了する。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々も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。

(16時31分中断、15日9時00分再開)

白川議長

それでは二日目の金融政策決定会合を開く。本日の議事進行であるが、最初に金融経済月報に関する説明、金融経済情勢に関する討議、金融政策運営上の情報発信に関する執行部説明、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、議案取り纏め、採決、6月12、13日開催分の議事要旨の承認、最後に商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有についての執行部の説明と決定である。政府からの出席者であるが、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します。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いします。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

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。最初に基本的見解及び中間評価について、執行部からポイントの説明をお願いする。

前田調査統計局参事役

それではまず、経済・物価からご説明する。経済については、現状、先行きとも総括判断を若干修正している。まず現状の総括判断であるが、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速している」としている。「減速している」というのは4月から6月まで3か月間この表現を使っていたが、そこに「さらに」という表現を加えさせて頂いている。これは所得・支出・生産いずれの面からみても成長モメンタムがさらに弱まっていると判断されることを踏まえたものである。以下、コンポーネントについて若干ご説明したいと思う。まず輸出である。前月「足もと幾分鈍化しつつも増加を続けている」ということであったが、当月は「足もと鈍化しつつも増加基調」ということで「幾分」を取ったということと、「増加」の後に「基調」を加えている。これは通関輸出が4月に加えて5月のデータも明らかになって、4～6月のはっきりしたマイナスが見込まれることになったことを踏まえたものである。企業収益については、「交易条件の悪化等を背景に減少しており」とある。前月は「このところ減少している」ということで「このところ」と付けていたが、当月は取っている。これは交易条件の悪化が続いていること、あるいは先般公表された短観で企業収益の減益が続いていることを踏まえたものである。その直ぐ後の企業の業況感であるが、「引き続き慎重化している」。短観月であるので業況感を加えているが、4月——3か月前の時——は、業況感は「このところ慎重化している」ということであったので、今回、「慎重化が続いている」と若干修正している。設備投資については前月までと変更していない。その後、個人消費については、前月までは「底堅く推移している」ということであったが、4月以降のデータをみるとなかなか底

堅いと言いがたい、むしろ、上に行きにくい感じになってきているので、その背景である「石油製品や食料品などの価格上昇が続く中で」と、背景と合わせて「個人消費はこのところやや伸び悩んでいる」と修正している。住宅については、前月は「緩やかに回復」であったが、住宅投資に先行する着工が1月をピークに頭打ち傾向がはっきりしていることであるので、投資も「回復の動きは一巡している」と判断される。最後に生産である。前月までの「横ばい圏内」から「このところやや弱め」と若干修正している。これは、1～3月に続いて、4～6月も生産が前期比2期連続で小幅ながらマイナスとなることを見込まれることを踏まえたものである。景気の先行きであるが、「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予想される」ということである。前月は「緩やかな成長経路をたどる」ということであり、大きくは変えていない。潜在成長率に戻っていくという考えは変えていないが、そのタイミングが少し後ずれしていくというニュアンスを出す表現にしている。コンポーネントであるが、輸出は現状「増加基調」になっているので、「先行きも増加を続けていく」から「増加基調」になっている。その2行下の雇用者所得であるが、前月までの「増加を続ける」から「増加傾向をたどる」としており、これは雇用者数の減速ということが起きているし、目先、賞与も弱いだろうということを見ると、少し振れを均してみれば増加という程度の若干弱い感じになるのではないかと考えられるためである。その下、「国内民間需要は、当面やや伸び悩みつつも、その後は次第に底堅さを増していく可能性が高い」としている。これは前月までと比べて二点変更している。一つは、前月までは設備投資、個人消費と住宅投資に分けて書いていたのを、当月は国内民間需要と一本化して書いている。二点目は、前月は設備投資や個人消費は「底堅く推移する」と書いていたが、当月は「当面やや伸び悩みつつも」ということで当面少し弱いという表現に変えている。去年の11月までは国内民間需要ということで纏めて書いていたが、12月以降、住宅投資が建築基準法改正の影響で設備投資や個人消費と全く違う動きをしていたので、そこから分けて書いていたが、当月はほぼ同じような動きに

収束してきているので纏めて書いたということである。最後に生産である。

「当面横ばい圏内で推移するが、その後増加基調に復していく」ということで、前月までの「その後増加していく」に比べて、やはりこれも回復のタイミングが少し後ずれしていくというニュアンスが出るよう変えている。物価であるが、消費者物価のみ現状、先行きとも若干変えている。現状の消費者物価については、5月の数字が前年比+1.5%となってきたので、前月までの「+1%程度」から「+1%台半ば」と変えている。先行きについては、前月は「プラスを続けていく」ということで、これは5月、6月とこの表現にしていたが、足許のプラス幅がはっきりと拡大してきているうえ、目先そのプラス幅が若干拡大していく可能性が高まっているので、単純に「プラスを続けていく」というよりも、「当面、現状程度ないしそれを幾分上回るプラス幅で推移する」という表現にした方が適切かと考えている。以上である。

#### 関根企画局参事役

続いて、金融面について。昨日、企画局長から説明があったように、中小企業を中心に資金繰り判断D Iの水準が徐々に切下がっている点を勘案して、企業の資金繰りに関する表現を、先月の「中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば、引き続き良好に推移している」という部分の主客を逆転して、「全体としてみれば引き続き良好に推移しているが、中小企業でやや悪化している」と、中小企業での悪化にややウエイトを置いた表現に変更させて頂ければと思っている。そして、市況表現であるが、現在の相場水準だと、お手許のものに比べて為替が円高に振れている。後程状況によっては文章を変えさせて頂きたいと思っている。最後に、中間評価については次の頁のとおりである。以上である。

#### 白川議長

ご質問はあるか。それでは、議論とそれを踏まえた修文は後のセッションで行う。

#### IV. 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。このラウンドでは最近の金融経済情勢及び中間評価についてお一人5分ずつ、ご発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日は水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、須田委員、野田委員の順番である。それでは、水野委員をお願いします。

水野委員

我が国の景気の現状認識については、執行部の提案である「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格の高騰などから、さらに減速している」という見方に尽きると思う。この点について、本日は、日銀短観6月調査、6月の国内企業物価指数、米国経済動向という三つのポイントからコメントしたいと思う。6月短観は、本行が6月の金融経済月報で示した現状と先行きの経済見通しに沿った内容で、特段のサプライズはなかったと判断している。業況判断D Iは中小企業非製造業を除き市場予想をやや上回る結果となったが、大企業では製造業が+5%ポイントで3月調査から6%ポイントの悪化、非製造業が+10%ポイントで同2%ポイントの悪化となった。また、中小企業では製造業が-10%ポイントと3月調査比4%ポイントの悪化、非製造業が-20%ポイントと同5%ポイントの悪化となった。9月にかけての予測をみても、大企業は製造業が1%ポイント、非製造業が2%ポイントと小幅ながら悪化を見込んでいるほか、中小企業は製造業が5%ポイント、非製造業が7%ポイントと、引き続き大きめの悪化が見込まれており、景気の減速感が継続する見込みとなっている。しかし、個人的には、今回の短観では業況判断ばかりでなく、他の判断D Iや事業計画によりウエイトを置いて分析する必要があると思う。それによって、景気の先行きを見通すうえで留意すべき点が浮かび上がってくると思う。私の注目点の第一は、価格転嫁の進捗度合い、すなわち販売価格D Iの動

向だった。企業業績が悪化している主因は、エネルギー・原材料コストの増加を簡単に価格転嫁できないことにある。しかし、今回の短観をみると大企業のみならず、中小企業でも製造業で販売価格判断D Iの上昇超が明確になっている。販売価格の引き上げの動きが、若干とはいえ広がり始めた可能性を示唆している。因みに、こうした動きは、春先以降の消費者物価の前年比上昇率の上昇と整合的である。5月CPIコアの上昇率は前年比+1.5%まで上昇したが、小売段階での値上げの広がりから、秋には同+2.5%程度まで上昇すると予想している。こうした販売価格の引き上げは、販売数量が変わらなければ、企業の利益率改善に繋がる。業種別計数をみると、一部の業種で業況判断D Iが改善している主因は、販売価格の引き上げの浸透であることが読み取れる。また、先行きの業況判断D Iの悪化が小幅であるのは、販売価格引き上げによる利益率の押し上げ効果を見込んでいるためとみられる。ただ、賃金上昇率が低水準にとどまる中で、小売価格の上昇は、家計部門の実質購買力の低下を意味する。春先以降、個人消費の低迷を示唆する経済指標が増えており、もはや個人消費は底堅いとは言えないと思う。販売価格を引き上げても、企業が期待するほど業績が改善しないリスクがある。注目点の第二は、エネルギー・原材料価格高騰による業績悪化にもかかわらず、企業が設備投資を増加させるかどうかだった。全規模全産業のソフトウェアを含み土地投資額を除く2008年度の設備投資計画は前年度比+3.5%と前回調査比+3.9%の上方修正となった。中小企業全産業の修正率も+7.1%と、2007年6月調査の同+5.8%と遜色のない上方修正となっている。大企業の設備投資計画をみると、製造業は前年度比+8.0%、非製造業は同+6.2%といずれも昨年度実績——それぞれ+5.2%、+1.2%であるが——よりも高い伸びとなっている。もっとも、大企業製造業の2008年度の設備投資計画の大幅修正には、2007年度計画の一部先送りも影響しているようだ。また、今回の業況判断D Iの先行きや2008年度の輸出計画をみると、大企業製造業は世界経済の拡大が続き輸出は大きく減速しないことを前提にしている模様である。しかし、エネルギー・原材料価格高騰による内外の需要低迷から、企業収益がさら

に下方修正されるなど設備投資を巡る環境は今後悪化する可能性は否定できず、2008年度も設備投資計画が翌年度に先送りされる可能性はある。注目点の第三は、在庫判断D Iや設備、雇用判断D Iに調整圧力が生じていないかということである。全規模全産業の在庫判断D Iは3月調査に比べ概ね横這いという結果となったほか、設備、雇用判断D Iも前回調査に比べ幾分過剰感が出たが、水準でみれば過剰感のない状態または不足超で推移している。ただ、足許の名目賃金の上昇率の鈍化は、労働市場の潮目の変化を示唆している可能性がある。7月のさくらレポートによれば、足許の経済情勢について地域差はあるものの、エネルギー・原材料価格高の影響などから、全体として引き続き減速しているとして、今年4月の前回報告の情勢判断を据え置いている。地域別では全9地域のうち、東北は据え置いたものの、その他の8地域では個人消費に弱めの動きがみられることなどから下方修正された。ただ、近畿のように、今回報告で減速していると判断を下方修正した地域でも、輸出と設備投資は増勢が幾分鈍化しているものの引き続き増加しており、堅調な部分が崩れている訳ではない、と鮫島理事が記者会見で説明している。企業部門については、いわゆる3つの過剰の解消に向けて努力してきた前回の景気拡大局面とは様相が異なり、足許の調整圧力は限定的であることが分かる。

6月の国内企業物価指数は前年同月比+5.6%と5月の4.8%から上昇した。3ヶ月前比の上昇率では、3月+1.2%、4月+1.8%、5月+2.5%に続き、6月は+2.8%と過去に例がないスピードで上昇している。ミクロヒアリングによれば、鉄鋼石、化学製品などの素材型に加えて、一部の自動車メーカーはトラックやバスの価格を引き上げる方向にある。国内企業物価が同+6%を超えるのは時間の問題と見込まれ、消費者物価に先行するとみられる国内最終消費財価格は前年同月比+3.2%と大幅増になっており、6月の消費者物価（除く生鮮食品）は前年同月比+1.8~+1.9%程度と予想される。企業間の価格転嫁の進捗は、財については意外に早い一方、企業向けサービス価格をみると、サービスについては非常に遅いことが読み取れる。やはり賃金上昇率の弱さを考えると、米国型のコアC P I

の前年比上昇率の上昇テンポは緩やかにとどまると予想される。なお、6月の交易条件——輸出物価割る輸入物価である——の前年同月比は－18.2%と、4月の－14.5%、5月の－14.8%から一段と悪化しており、民間内需、特に個人消費の下振れリスクが懸念される。実際、4月、5月の個人消費関連指標は、家電販売を除き弱いものが目立つ。外食産業売上高や全国百貨店売上高の弱さは、家計の生活防衛意識の高まりを示唆している。

次に、米国経済についてコメントする。米国では、労働市場の弱さ、個人消費の低迷がより明確となってきた。6月の米雇用統計によれば、非農業部門雇用者数は4、5、6月と3か月連続で前月比6万人台の減少となっている。また、ブッシュ政権の総額1,000億ドルの減税策については、5月末までに約半分の480億ドルの小切手が家計に送られている。減税効果はラグをもって出てくるとの見方もあるが、5月の個人消費は僅か0.2%の押し上げしかなかった。もし減税措置がなければ僅か0.5%しか増加していないと考えられ、減税措置がなければ実際の数字は横這いであったということになる。米国の2008年後半の個人消費については、1ガロン4ドル台まで上昇したガソリン価格、鈍化し始めた時間当たり賃金の上昇率、消費者マインドのさらなる悪化、株価、住宅価格の下落による逆資産効果、経済と金融の負のフィードバックが強まるリスクの高まりなどに加え、ブッシュ政権の減税策の景気上押し効果の大半は4～6月期に顕在化すると見込まれるため、下振れ懸念が強いと思う。

最後に、中間評価についての見解を述べる。私個人の景気、物価の見通しに加え、4月末以降の経済指標を総合的に判断すると、4月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しに比べると、成長率は若干下振れる一方、物価は国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに上振れると予想される。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁お願いします。

## 西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢は一口で言うと、不安定化の様相がさらに拡大したと言える。まず米国経済である。実物面では足許深刻なリセッションに陥ってはいないが、今後の悪化あるいは回復の遅さを示唆するデータが多く出ている。住宅価格低落に歯止めがみえず、予想も日を迫る毎に下方修正され、来年に向け全米ベースでピーク時 4~5 割の下落をみる向きもある。加えて雇用情勢の悪化が、過去のリセッション比、穏やかではあるが、次第に長期化しつつある。今般の米国景気減速を現時点で敢えて特徴付けると、当初後退の動きは緩やかだが次第に急速に加速していく傾向がみて取れる。住宅価格を例にとると、米国でケース・シラー・インデックスを取り都市別CPIで実質化し、日本でそれと比較可能な東京のRRPIインデックスを取り東京CPIで実質化して、バブルピーク期からの動きを比較してみる。すると米国ではピーク越え 12 か月位までは東京に比べて下落が緩やか、あるいは横這いであるが、その後 14 か月を越える辺りから急速な下落を示している。ピーク越え 20 か月辺りである現時点をみると、ロサンゼルス、サンフランシスコ、マイアミ、デトロイト等では既に東京の下落水準 25%程度を大きく超え 30~35%の下落となっている。歴史的に雇用状況と住宅市場状況が相関を持つことを考え、かつ全米的な住宅市場状況悪化を踏まえると、雇用面でもどこまで現状の緩やかな減少にとどまるか、慎重にみていく必要があると考える。同種の底堅さは個人消費にも言えるが、住宅や雇用が急速に悪化する場合にはやはり大きな影響をどこかの時点で受けざるを得ないと考えられる。個人消費については、場合によっては追加的な財政措置の可能性を含めてどういう形で推移するか、慎重に見守る必要があると思う。さらに米国経済の金融面では先週後半以来、不確実性がさらに高まった状況にある。全米でも大手のモーゲージバンクであったインディマックが破綻し、FDICがブリッジバンクを使った破綻処理に入る一方、ファニーメイ、フレディマックの信用不安が増幅し、週末日曜日には財務省の支援策と同時にFRBに

よる流動性供給策を発表することで、市場の不安心理を静めようとしている。インディマックのケースは特にトラブリングであると考ええる。昨年8月以来の流動性問題の時に、米国銀行の流動性問題が比較的顕現化しなかったのは、カントリーワイドやインディマックをはじめとして多くの金融機関が各地域のフェデラル・ホーム・ローン・バンクから巨額の借入を行ったからである。これらの借入は返済が最優先されるという制度になっており、借入額が巨大であると借入金融機関が破綻した場合にFDICが破綻処理に回せる資産が大きく減少し、結果的に破綻処理額が嵩み、預金保険料の高騰あるいは公的資金の投入が不可避になってくる。カントリーワイドのケースは破綻の前に買収されたためこの問題が顕在化しなかったが、今後FHLBからの巨額の借入をしている他の金融機関が同じような状況になる場合には、大きな問題になると考えられる。ファニー、フレディの場合、今回の措置は基本的にファニー、フレディともにソルベントであり、問題は流動性であるという判断からの措置と解釈されるが、市場にはインソルベントであるという根強い疑いもあり、今後の推移を特に慎重にみていく必要があると思う。ファニー、フレディはガバメント・スポンサード・エンタープライゼスであり、暗黙の政府保証が付いているとされている。問題の本質は、残高で米国国債に匹敵するファニー、フレディの債券のインプリシットな政府保証をエクスプリシットにすると米国国債の信用レーティングに影響を及ぼす一方、インプリシットな政府保証についての疑念が深まると今度はファニー、フレディを通じて保たれていた米国住宅ローンに大きな負の影響が出る、というジレンマの状態だと考えられる。

欧州経済については大きなサプライズはなかったものの、域内格差が次第に大きくなりつつある。経済規模の大きな主要国においては足許比較的レジリエントな動きとなっているものの、エネルギー・食品を中心とした物価上昇が二次波及効果を惹起する兆しが明らかに出て来ている。インフレ高進が消費者コンフィデンスに影響を与え小売り関連指標の悪化となり、加えて域外純輸出が振れを伴いながら伸び悩みの傾向を示している。

金融市場では特に英国金融市場の状況の悪化が目立つ。また新興国は足許のデータだけをみると前回と目立った変化はないが非資源国を中心にエネルギー・穀物価格上昇の負の影響が大きく出始めているようにみえる。前回述べたように、これらの国では補助金、統制等の非市場的な措置で激変緩和策をとっているが、それが次第に限界に近づいてくるように思えることが気掛かりである。新興国需要の比重が大きくなっている現在、激変緩和策の変更に伴って、資本移動が急激な巻き戻しを伴う可能性については十分な注意が必要であると考えている。アジア諸国についてはアジア危機の時と比べてレジリエンスは高まっているという評価があるが、引き続き注意深さが必要と思われる。

日本経済であるが、実物面では足許大きく減速し、成長率でみて若干のマイナスの可能性を含むところまで減速していると考えられる。今後はこれから急速に悪化するというよりも、一進一退を続ける公算が高いというのが前回と同じ判断である。また、その後の回復のモメンタムは、従来と比べて、若干弱くかつ後ずれしていると考えるのが現在のところのベスト・ゲスではないかと考えられる。生産をみても4～6月まで続いた調整の後、7～9月期には押し並べて若干の上昇が見込まれているが、力強さはない。消費も急速な悪化というよりは、ガソリン・穀物価格上昇がボディブローのように効いて悪化していると考えられる。物価面では、前回会合では5月全国CPI（除く生鮮）は+1.5%前後と予測を申し上げたが、結局そのとおりに着地した。上昇モメンタムは引き続き強く、さらに6月東京速報を精査すると、食料品の値上がりの加速がさらに目立つとともに、洋服は値下がりしているが、洋服の値下がり幅が拡大したのを除けば、被服・履物全体で値下がり幅の縮小あるいは値上がりの状況にある。教養娯楽サービスも諸月謝に上昇がみられ始めている。現在時点のベスト・ゲスは、6月は+1.9%前後になる可能性が高いと考えている。問題は7月である。店頭ガソリン価格はほぼ予想どおりの上昇だが、灯油価格が従来の予想をかなり超えて上昇している。このことを勘案すると7月には+2.3～+2.4%になる蓋然性が高くなっている。ただし、達観すればモメンタム

はエネルギー、食料品が中心で、それ以外への染み出しもみられるが、従来同様ゆっくりとしたものにとどまっていると考えるのが正しい見方だと思う。従って、現在のところ、エネルギー・食料品価格上昇の二次的な影響が出ているとは考えられないと思う。以上の点を勘案すると、中間評価としては①に違和感はない。以上である。

白川議長

それでは中村委員お願いします。

中村委員

前回会合後、石油価格は振れを伴いつつも一段と上昇し、足許はバレル当たり 140 ドル台半ばで推移している。このため、世界的にエネルギー・原材料・食料品価格の上昇を通じたインフレ・リスクの高まりとともに、景気の下押し懸念が強まっている。一方、国際金融市場の混乱は収束の目途が立っていない。

米国では、先週末に、住宅ローン大手のインディマックの破綻や政府系住宅金融機関の経営不安の憶測が広がるなど、混迷を深めている。米国の実体経済面では、住宅市場が引き続き低迷しているほか、雇用者数の減少が続くなど景気が停滞している。国内では、6 月短観が公表され、企業の景況感や収益が悪化していることが確認された。国際金融市場では、原油価格高騰によるインフレや景気悪化が懸念される中、欧米金融機関の先行きの損失拡大や資本不足に対する懸念が一段と高まり、金融株を中心に株価が大幅に下落するなど、不安定な状況が続いている。特に、米国では経営不安の懸念から政府系住宅金融機関であるフレディマックやファニーメイの株価が急落しているほか、国債に次いで安全性が高いと言われてきた両社の発行する債券のスプレッドが乱高下するなど、事態は深刻さを増している。財務省並びに F R B は、13 日に、両社に対する株式買い入れや融資枠の拡大を含む緊急支援策を発表し、積極的な支援を表明した。これら緊急支援策の発表を受けて、昨日のニューヨーク株式市場は一旦反発し

たが、限定的であり、市場の不安を解消するには至らなかった。今後、各金融機関の決算発表を受けて信用不安がさらに拡大する懸念もあり、事態の推移を見守る必要がある。金融機関の与信姿勢が厳しくなっているもとで、バブル経済崩壊後の我が国が経験したように、金融システムの正常化の遅れは、単に実体経済の回復を遅らせるだけでなく、実体経済悪化の拡散と景気低迷の長期化に繋がる可能性が懸念される。米国住宅市場に関しては、悪化を示す指標が多く、4月のケース・シラー住宅価格指数は前年比-15.3%となった。この水準はピーク時と比べて18%の下落となっており、住宅価格が下げ止まる気配がなく、住宅市場の調整は深刻さを増している。米国は石油需要の36%を自国石油で賄っているが、ガロン当たり4ドルを超えるガソリン価格高騰の影響が様々な分野で顕在化しつつある。例年であれば、独立記念日の休日もあり需要が盛り上がる7月第1週のガソリン消費量も前年比-3.3%となり、2003年以来の低水準となった。6月の自動車販売台数も年換算で1,390万台と、燃費の悪い大型車を中心に昨年同月比では-10.8%と激減しており、大型車を得意とするビッグスリーの業績は大幅に悪化、株式市場では経営危機の懸念が話題となっているようだ。自動車関連産業は米国を代表する産業であり、GDPの3.7%を占める裾野の広い産業だけに、業界の不振が米国経済に与えるインパクトは小さくなく、先行きの動向が懸念される。設備投資や生産面でも、5月の非国防資本財受注（除く航空機）は前年比-0.4%となったほか、鉱工業生産が2か月連続で減少するなど弱い動きとなっている。雇用面では、雇用者数が減少を続けているほか、失業率も高水準にあり、経済全体が停滞していることを示す内容だった。今後、足許の減税効果が剥落していく中で、住宅市場における調整が継続し、金融市場の混乱が収束せず、かつエネルギー・食料品価格が上昇基調を辿る場合には、経済の停滞が長期化し、あるいは緩やかな後退局面入りする惧れがあり、注意が必要である。欧州では、輸出及び設備投資が増加基調を維持している一方、住宅投資はスペインでの調整などから減少傾向にあるほか、個人消費は原油や食料品価格の上昇を受けて弱めの動きとなっている。域内での成長格差がやや鮮

明になりつつあるようだが、全体としてみれば、欧州経済は緩やかに減速しつつも成長していると考えられる。中国については、内外需ともに高い成長が続いている。固定資産投資が引き続き高水準で推移しているほか、輸出についても、6月は前年比17.6%増と、米国以外の地域向けを中心に大幅に増加している。消費者物価は前月に比べて上昇率が縮小したが、依然として高い水準にある。この間、NIEs、ASEAN諸国においては、IT関連を中心に輸出が減速しているほか、一部の国ではエネルギー・食料品価格高騰の影響から内需がマイナスに転じた先もあるが、全体としてはこれまでのところ緩やかな拡大が続いているようだ。

国内経済については、6月短観が公表となったが、エネルギー・原材料価格の高騰による交易条件の悪化や、世界経済の減速並びに内需の弱さを背景に、企業の景況感が悪化していることを示す内容だった。収益計画をみても、2008年度の売上高が上方修正される中で、経常利益見通しが大幅に下方修正されており、原材料高によるコスト増の影響が幅広く及んでいることは確認された。もっとも、内外の財やサービスの需給バランスはそれ程悪化しておらず、雇用の需給も若干緩和の兆しが窺われるが、引締まり傾向が継続しており、企業経営者の中長期的な先行きの見通しは必ずしも悲観的とは言えない面もあるようだ。設備投資についても、2008年度の大企業の投資予定額の前年比は+2.4%となっており、減益が予想される中では慎重ながらも、環境変化や技術革新に対応し、グローバル市場での競争力を維持するための必要な投資を行っていく姿勢も窺われる。この間、中小企業は、業況判断や収益・設備投資計画などが大企業に比べて引き続き全体的に弱めであり、一部には価格転嫁の動きもあるが、交易条件の悪化により大企業との格差が拡大しているようだ。短観以外の指標をみると、5月の実質輸出は前月比+1.1%となり、輸出の増加基調は維持されており、不確実性は強いものの、新興国や資源国を中心に海外経済が拡大を続けるもとで減速しつつも増加を続けていくと思われる。個人消費は、これまでは各種サーベイが悪化を続ける中でも、底堅さを維持してきた。しかし、エネルギー関連や食料品価格等の生活必需品の値上げの動きが続く中、実

質所得が目減りもあり、生活防衛志向が一段と強まってきており、消費は抑制的となりつつある。一方では、PBや代替商品の拡充並びに販売チャネルの多岐化もあり、消費者にとっての選択肢が一段と広がる中、価値観が多様化している消費者の行動様式がどのように変化するのか、注視する必要がある。住宅投資については、回復の動きに頭打ち感がみられる。物件価格の先安感の高まりや購買層の所得環境が厳しさを増していることを勘案すると、先行きの住宅投資は弱含むと考えられる。6月の国内企業物価指数は、前年比上昇率が27年振りとなる+5.6%まで拡大した。原油価格の騰勢が衰えていないほか、鋼材価格等の高騰もあり先行きも高水準で推移すると考えられる。また、需要段階別にみると、最終財の企業物価も幾分上昇し始めており、今後の企業間取引における価格転嫁や消費者物価への転嫁度合いが、どのように波及していくのかについて、注意してみいく必要がある。消費者物価についても、石油製品や食料品の価格上昇に加え、7月以降は電力料金の値上げの影響などから、当面、前年比は高い伸びが続くと考えられる。もっとも、値上げに対する消費者の抵抗感は根強く、企業にとっての価格転嫁は引き続き非常に高いハードルとなっている。私からは以上である。

白川議長

それでは次に、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

まず海外経済であるが、焦点の米国では住宅市場の大幅減速が続いて、まだ底がみえていない状況である。底を打って回復していくまでには、なお時間を要すると思われる。雇用面でも、非農業部門就業者数の減少、時間当たり賃金の伸びの鈍化、失業率の高止まりが続いている。既に開始されている所得減税については、家計が負債の返済や貯蓄に回すものも多いため、消費押し上げ効果は限定的かつ一時的であるとみられる。こうしたもとで、ガソリン高などによる実質所得の減少もあって、新車販売台数は

前年比-18%と大幅に減少している。個人消費と高い連動を示してきた全米50州の売上税額は、2004年から2006年第3四半期にかけて前年比+6ないし+10%と高い伸びで推移していたが、2006年の第4四半期からは+5%を下回り、直近2008年第1四半期は、前年比ゼロ%まで減速してきている。カリフォルニア、フロリダ、ネバダなど住宅価格が下落している州で売上税額が落ち込む傾向は変わらず、しかも足許にくるとアリゾナ、ロードアイランドなどにもこうした傾向が広がってきている。また、4、5月についても、データを入手できるカリフォルニアあるいはフロリダではまだこの傾向が続いている。個人消費は米国のGDPの7割を占めるだけに、その動向には従来以上に目を凝らしていく必要があると思う。欧州経済は、緩やかに減速しつつも底堅く推移していると思う。ただし、輸出は受注サーベイに減速感が表われている。また、物価上昇率が高まるもとで、ECBのほか北欧3国も利上げに動いており、その影響もよく見極める必要があると思う。英国経済は、住宅市場の落ち込みが続き、BOEのクレジット・コンディション・サーベイで示されたとおり、金融のタイト化も続くもとで減速している。その他、新興国については、中国、インドをはじめとして総じて高い成長が続いている。ただし、NIEs、ASEANでは輸出の減速に加え、エネルギー・原材料高の影響などから内需にも減速感が窺われるようになっている。また、新興国ではインフレ高進に対し、利上げにより対応する動きが広がっているが、これが実体経済や金融・資本市場に与える影響にも注視していきたいと思う。

次に、日本である。日本の景気は、短観でも示されたとおり、エネルギー・原材料価格高などから、一段と減速している。こうしたもとで、輸出関連業種の業況判断の低下など、海外景気の減速の影響も窺われつつある。地域別にみても、さくらレポートでは、2回連続で9地域中8地域の景気判断が下方修正されるなど、減速感が幅広くみられている。こうしたことから、景気の下振れリスクには従来以上に注意する必要がある。執行部の基本的見解には、異論はない。4月の展望レポートの中間評価については、執行部案の①が適切であると考えている。すなわち、経済成長率は2008

年度を中心に幾分下振れる一方、物価は国内企業物価、消費者物価とも上振れると予想する。セクター別にみると、輸出は増加基調を続けてはいるものの、増勢は幾分鈍化している。相手国別にみると、NAFTA向けのマイナスや中東向けの減速傾向が続いている。欧州向けも、住宅市場減速の影響が出てきているスペイン並びにアイルランド、あるいは産業競争力が低下しているイタリア向けには、弱めの動きがみられている。品目別にみると、幅広い用途に用いられる有機化合物の減少が続いており、原・燃料高によるメーカーの採算悪化を受けた減産が影響している可能性があると思われる。また、中国、NIEs、ASEANなどアジア向けの半導体電子部品や、コンピュータ等電算機類、音響・映像機器などの家電製品の部品の輸出金額の減少傾向も顕著となっている。引き続き、日本からアジア諸国に輸出され組み立てられる製品の北米での最終需要の落ち込みが影響している可能性がある。今後、こうした動きが広がっていくのかどうか、予断なくみていきたいと思う。生産については、高水準で横這い圏内の動きとなっている。鉱工業生産指数統計では、これまで数か月間、当該月の指数の実績値が前月時点における予測値を下回ってきたが、それにもかかわらず、翌月分の指数の予測値は下方修正されてこなかった。これは、企業が、一時的な生産の減少はあっても、先行きは増加していくという見通しを根強く持っていたためであると思われる。しかし、今回公表された統計では、5月分の実績値が先月時点の予測値を大きく下回ったことを受けて、6月分の予測値を先月時点の予測値から大幅に下方修正している。企業の先行きの生産見通しが大きく慎重化している可能性があるため、今後とも注視したいと思う。企業収益は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、短観でも2008年度計画が大幅に下方修正され、全産業全規模ベースでは2年連続の減益となる見通しである。こうしたもとで、設備投資も増勢が鈍化している。エネルギー・原材料価格は容易には下落しがたいとみられるため、日本企業にとっては試練となるが、生き残っていくためには座して待つのではなく、これをきっかけに、従来から日本企業が強みとしてきた省エネ・省資源・環境対応型のビジネスモデルを一段と

進化させ、競争力を高めていくことが不可欠である。既に、例えば、繊維・住宅・食品産業などで不採算製品の生産設備廃棄や工場閉鎖などのリストラのほか、ガソリンを全く使用しない電気自動車の市場投入、あるいは液晶の新設工場における水の使用量を世界最小レベルに抑えるための設備投資を図る等の動きも見られている。こうした動きが今後広がり、日本経済の持続的成長を支えていくことを、期待感を持ちつつ予断なく見守っていきたいと思う。雇用・所得面では、雇用者所得の総和は緩やかに増加している。もっとも、労働力調査ベースの労働者数の伸びの弱まりは続いており、有効求人倍率の低下等とも併せて、今後とも注視したいと思う。こうしたもとで個人消費については、石油製品、食料品などの価格上昇を受けて、一段と力強さを欠いている。また、住宅投資は、改正建築基準法施行後の落ち込みからの回復の動きが一巡しており、当面は法施行前をやや下回る水準での横這い推移が予想される。物価については、国際商品市況は、原油、アルミニウム、トウモロコシ、大豆の最高値更新などから、C R B 指数が極めて高い水準の推移を続けている。こうしたもとで、日本の企業物価も一段と伸びを高め、直近6月は27年4か月振りの伸びとなった。しかし、企業は、短観の仕入価格・販売価格判断でも示されたとおり、川上の物価上昇を川下に転嫁し切れていないため、その収益への影響は引き続き注視したいと思う。川下のC P I は、5月は+1.5%と上昇し、また価格上昇品目から価格下落品目を引いた数は107と従来より一段と水準を高め、3月、4月に続いて三桁に達している。除く食料品・エネルギーのベースでも、東京については、このところ上昇基調が明確化しつつある。こうした動きは物価上昇の根強さを示しており、今後とも肌理細かくみていきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは須田委員お願いします。

須田委員

まず、4月展望レポートの中間評価に当たって、我が国経済の成長モメンタムが一段と弱まっているため、成長率は下方に、物価は上方に、それぞれ若干修正した。やや詳しく述べると、交易条件の一段の悪化の個人消費及び設備投資への悪影響から、2008年度はゲタを除く実力ベースで小幅なプラス成長まで下振れた後、2009年度にかけては原油市況の調整が進み、つれてCPIの伸び率も徐々に縮小し、成長率が緩やかに回復していくとみている。従って、中間評価については①が良いと思う。なお中間評価に当たって、原油価格の先行きに不確実性が強いもとで、先行きの方向性を決め打ちして見通しを大幅にリバイスすることは得策ではないと思っている。従って、今回の見通しの修正は、抑え気味に上振れさせた原油価格の影響を加味した必要最小限のものにしている。そのためリスク・バランスは、成長率はダウンサイドへ、物価はアップサイドへ、比較的大きな修正を想定している。次に金融経済情勢についてである。以下では、前回会合以降公表された指標を中心に、ポイントを絞って整理してみたいと思う。まず実体経済と金融の負の循環が気掛かりな米国経済であるが、基本的には前回会合からの流れが続いているようだ。クレジット指標や市場センチメントは、インディマックの破綻、GSEの破綻懸念、米地銀の赤字計上、減配、モノラインの格下げといった悪材料を背景に、一段と悪化している。また、5月に跳ね上がった失業率は、6月も同じ水準となり、どうやらこれが実勢のようだ。こうした市場センチメントや雇用環境の悪化に加え、エネルギー・食料品価格の高騰などから、消費者コンフィデンスは一段と悪化している。これらを踏まえると、確かに減税効果によって4～6月期の実質個人消費は前期比プラス幅の拡大が見込めるが、減税効果が剥落した後の動向については不透明感が強いと言わざるを得ない。事実、自動車の販売等は低迷を余儀なくされており、税還付による実質可処分所得の増加の割に消費の勢いは弱いとの評価が聞かれている。住宅市場についても、先月から大きく状況は変わっていない。私は前回会合で、目を凝らしてみれば値ごろ感から底入れの兆しの芽のようなものが出始め

ていると指摘した。支店長会議でも米国住宅販売件数は底を打つ気配との指摘があったが、大手米銀などから住宅ローン関連商品への買い手が戻りつつあるとの指摘が聞かれるなど、そうした気配は7月入り後もあるようだ。在庫が高止まりするもとで、差し押さえ件数の増加や住宅価格の下落が今なお続いているし、反転するまでにはかなりの時間が掛かると思っているが、人口増加による需要増加もあるので、今申し上げたような底入れの兆しを示す動きがこの先広範化していくのかどうか、引き続きしっかりとみていきたいと思っている。

次に日本経済についてである。交易条件の悪化や不確実性などを背景に、引き続き低調なものが目立った。まず、実質輸出については、今のところ前期比マイナスとなっている。算定上の歪みもあるが、輸出は日本経済を牽引していくエンジンであるだけに、世界景気の減速が影響している可能性も含め、注意深く見定めていく必要があるようだ。設備投資については中小企業の今後の動向にもよるが、現時点では増勢鈍化という従来の評価を変える必要はないと考えている。機械受注は横這い圏内まで持ち直してきたし、短観によると2008年度の大企業の設備投資計画はプラスを維持している。企業収益は2年連続の減益となる見通しだが、大企業を中心に、競合他社への対抗上また株主への配慮から設備投資の積極姿勢を堅持する傾向が強まっているし、省エネを兼ねた若返り更新投資も期待できる。また、所得形成の弱まりや生活必需品を中心とする価格上昇を背景に、個人消費関連指標も低調である。消費者コンフィデンスが大きく悪化する中、4～6月のGDPベースの実質個人消費は前期比1%程度の減少もあり得る情勢である。雇用者数の伸び悩みがみられるし、ボーナスもあまり期待できそうにもないが、ただ、雇用が500人以上の大企業にシフトしていることや正規化の高まりを考えると、大崩れは想定しなくても良いのではと期待している。生産については足許IT在庫が増加傾向を示している点が少々気掛かりであるが、最近の不動産市場の変調も気になる。このところのマンション販売の低迷やスルガコーポレーションの民事再生手続きの申請、私募ファンド運営会社の破綻等を背景に、不動産セクターに対する

警戒感が高まっている。6月短観で不動産への貸出態度判断DIが大きく低下したが、実際、資金調達環境の悪化を受けて、不動産取得を断念するケースも窺われている。先日発表された1月1日現在の全国標準宅地の路線価は平均10%上昇したが、業界では、本年3月末以降、都心でさえ地価が1割方値下がりしているとの見立ても聞かれているほか、中堅不動産企業の破綻を懸念する声が聞かれるなど、不動産市場のセンチメントはかなり悪化している模様である。最後にインフレについてである。原油市況が既往最高値を更新する中、グローバルにインフレが高まっている。インフレが悪化するリスク、そしてそれを抑制するための利上げとそれがもたらす世界経済への影響に注目している。ECBや新興国の多くでも利上げが実施されているが、こうした動きは一次産品に対する超過需要の抑制に繋がり歓迎されるべきものである。テーラー・プリンシプルに照らせば利上げ幅はまだまだ物足りないレベルではあるが、利上げに広がりが見られるし、政府の補助金カットによるエネルギー価格の引き上げもみられ、そうした国では価格メカニズムを通じた需要抑制効果も期待できる。こうした動きと併せ、国際商品市況の調整にいずれ繋がっていくものと期待している。勿論その過程においては、世界景気の減速によって、わが国の輸出になにがしかの影響が出てくる可能性は否定できないが、交易損失と所得形成への悪影響の大きさを踏まえれば、それが解消するプラス効果と併せ、より長い目で評価していく必要があると思っている。なお新興国の利上げは既にビハインド・ザ・カーブの感もなくはない。各国の金利調整が遅れる程、資源価格の高騰やグローバルインフレがコントロールできなくなる可能性があるし、経常赤字や財政赤字など不均衡を拡大させている国では通貨安、株安などより大きな問題を生じさせることになりかねない。WTIが既往最高値を更新し、インフレ期待の上振れリスクがグローバルに高まりつつある中で、日本においても、6月の国内CPIは前年比+5.6%と伸びを加速させている。CPIコアも6月は+1.5%に達し、7月には+2%を超えてくるとの見通しも出ている。先般、ボストン連銀での会議でバーナンキ議長が強調していたように、インフレ期待と実際のインフレ

率との間のフィードバックが存在する、つまりラーニングによる期待形成が行なわれていると考えるならば、長引くヘッドラインの上昇や必需品の値上げの広範化が、人々のインフレ期待を急速に高め、現在はまだ落ち着いているC P I コアコアが大幅な上昇に転じる可能性も無視できないと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、願います。

野田委員

それでは申し上げます。前回会合以降、明らかになった経済指標や調査結果等をみると、4月の展望レポートで想定していた我が国経済の成長のダウンサイド・リスクと物価のアップサイド・リスクがそれぞれなにかしかに顕在化、顕現化したと言えるだろう。すなわち、国際商品市況が想定を上回るペースで高騰したこと等から、企業収益の下振れがはっきりしてくるにつれて、景況感が落ち込み、設備投資や消費が慎重化していることが短観でも示された一方で、物価は想定よりも早いペースで上昇した。海外経済の減速を受けて、輸出が増勢鈍化の傾向に入ったことも、より明確になった。先行きの見通しは、展望レポートにおける見通し自体を変えるまでには至らないものの、実質的には景気が下方に、物価が上方にそれぞれ若干振れ、その分成長のパスも少し後ずれしていくのではないかとみられる。以下、詳細を確認してみたいと思う。まず、国際金融市場である。一言で申せば、状況に本質的な改善はみられていない。米国のG S Eやモノライン等、元来、金融システムの外縁にあった機関を含む広範な金融機関で、資本の十分性とその調達のアベイラビリティに関する市場の懸念が晴れないどころか、増していることがその根底にある。そのG S E 2社は、アメリカ政府は公的資金の注入にも踏み込んだ支援策を一昨日、急遽打出した。また先週末には大手貯蓄銀行であるインディマック・バンクの破綻が明らかになった。米欧の金融市場は新たなステージに入ったようである。

アメリカ政府の措置の具体化やクレジット市場を中心とする市場の動向からは当分の間、目が離せない状況が続くそうである。次に、国際商品市況をみると、最高値を更新している。原油価格はWTIで一時140ドル台まで——現在145ドルであるが——、CRB指数は470台まで、それぞれ上昇している。国際商品市況の上昇は、世界的にインフレ圧力を惹起し、多くの中央銀行を政策金利の引き上げに踏み切らせたが、一方で実質購買力も低下させている。先行きの世界経済の成長鈍化シナリオは、これまでは、米国経済の悪化が世界経済へ波及というシナリオがメインであったが、これに、一つは新興国、特に非資源国の政策対応がビハインド・ザ・カーブとなっており、インフレがさらに加速し、実質購買力が一段と低下、内需が抑制されるとのシナリオと、もう一つは、逆に結果的に強度の引締め追い込まれ、より大きな調整を余儀なくされるとの新興国を巡る二つのサブシナリオも浮上してきた。私としては、前者のリスクの輪郭が徐々にクリアになりつつあるように見える。

続いて、米国であるが、国際金融市場の混乱の火元であり続けている住宅市場の大幅な調整が続いている。一戸建販売戸数だけをみると、特に中古住宅は下げ止まりの傾向にあると言えなくもないが、ローン延滞物件の差押え件数の増勢は衰えをみせていないこともあり、超高水準の在庫率には改善の兆しはほとんど窺えない。個人消費についてみると、5月の実質個人消費支出は戻し税効果に支えられ前月比+0.4%となった。とはいえ、商務省発表によると、5月単月の消費の前月比増加額は減税による可処分所得増加額の10数%にとどまっている。6月以降、7～9月にかけて徐々に消費に回ってくるものと期待されるが、この唯一のプラス要因を除けば、個人消費への重石ばかりが目立ち、またその目方の増勢は止まっていない。戻し税による一時的な下支え効果が今年4Q以降に剥落し、消費が失速する可能性が高いとの見方が大勢になりつつあるように窺える。一方、企業部門については、設備投資、生産とも減速、減少傾向にあるが、全体としては輸出の伸びに何とか支えられている。しかし、今後は、金融機関の融資姿勢は既に史上最も厳しいレベルにあるが、今後、デレバレッジ圧力に

よりさらにこれが強まることが見込まれ、それが早晩、顕現化してくること、また、個人消費の先行き低迷が企業部門にも及んでくることを考えると先行きが懸念される。また、株式市場では、金融株の下落が際立っているが、金融市場の混乱が実体経済に及ぼす影響に加え、実体経済の悪化が金融機関へ与える悪影響もいよいよ鮮明となっており、これらへの目配りが益々重要になってきている。このように、米国経済全般について調整圧力は強まりこそすれ弱まっているというのは早計で、前回、6月25日のFOMCの声明文における「成長に対するダウンサイド・リスクは引き続きあるものの、それらは幾分減少したようにみえる」とのくだりは、私の腑に届いていない。

続いて、ユーロ圏経済である。産油国である中東、ロシアを中心とした新興国の需要に支えられ、外需が堅調に推移しているほか、設備投資が高水準の企業収益や稼働率を背景に増加を続けており、全体として底堅く推移している。もっとも、このところのサーベイデータを中心に先行きの減速を示唆するものが多くみられており、石油製品、食料品のさらなる価格上昇による個人消費への下押し圧力、クレジット・タイトニングの実体経済への影響、海外経済の減速等を考え併せると、欧州の景気は減速傾向を強めていく可能性が高いと考える。中国は輸出の増勢鈍化、金融引締め効果等から減速はしている。もっとも、依然として成長率は高く、引き続き引締め方向のマクロ政策が継続するものとみられる。

次に、我が国経済に移る。まず、輸出から点検すると、5月の輸出は前月比でプラスに復したものの、リバウンド力は弱く、4～5月期の前期比は-3.5%と落ち込んだ。仕向地別にみると、中国が情報関連の増加により4～5月期は前期比プラスとなったが、その他地域は押し並べて前期比マイナスとなっている。輸出の増勢鈍化の傾向に入ったことが明確になり、海外経済の全体としての減速の影響が、徐々に日本に及んできたと思われる。続いて生産である。5月の生産は前月比+2.8%となったが、予測指数を用いて算出した4～6月期の前期比は-0.4%であり、小幅とはいえ、2期連続のマイナスになる可能性は高まっている。7月の予測指数やミク

ロヒアリング情報等を踏まえ、一進一退ながらも弱めの動きと評価している。次に、6月短観などで企業部門の動向を点検すると、エネルギー・原材料価格高による交易条件悪化の影響が色濃く反映され、企業収益は下振れ、つれて景況感は悪化した。そうした中、設備投資は、大企業は底堅さを保っているものの、原材料価格上昇の製商品価格への転嫁が相対的に困難な中小企業は近年で最低の伸びとなっている。5月の機械受注は大口要因もあったが、前月比+10.4%と増加し、増勢を鈍化させつつも底堅く、これは短観の設備投資の全体の計画とも整合的で、設備投資の先行きは、大崩れすることなく底堅く推移していく可能性が高いことを示唆している。また、短観では製商品・サービスの需給バランスは大きく崩れておらず、設備、雇用などの過剰感は引き続きみられていない。短観における業況感と需給判断等のコントラストは、このところの我が国の経済の実態、すなわち「働けど働けど我が暮らし楽にならざる」という状況をよく表わしていると思う。個人消費については、前回会合で、雇用者所得が緩やかな増加を続けており、消費を下支えているものの、今後、一段と悪化する可能性があることから慎重にみていきたいと述べた。前回以降、家計調査における実質消費支出が4か月連続で前期比マイナスとなるなど、多くの指標が個人消費の伸び悩みを示している。最後に、物価である。5月のCPIは、揮発油税等の暫定税率復活を受けて、ヘッドライン、コアともに前年比のプラス幅は拡大した。コアの前年比+1.5%は、消費税引き上げ時を除けば1993年以来、15年振りに高い水準である。東京のCPIや原油・国際商品市況の推移から、6月以降も暫くはCPIの前年比プラス幅はさらに拡大することは疑いない。物価の上昇ピッチは加速しているとはいえ、それは石油製品、食料品の価格上昇というコスト・プッシュ要因だけでほとんど全てが説明でき、賃金等への二次的影響は現時点ではほとんど確認されていないと思う。もっとも、国際商品市況の上昇ピッチが予想を大きく上回っているだけに、さらに警戒レベルを引き上げ、消費者のインフレ期待や企業の価格設定のスタンスの変化には細心の注意を払っていきたいと思う。最後に、展望レポートの中間評価であるが、只今

申し上げてきた物価情勢に係る私の見方と整合的であると考えられる執行部案①が適当であると思う。私からは以上である。

中村委員

私は中間評価のコメントを申し上げていなかったが、執行部案の①で結構である。

白川議長

今回の決定会合は4月の展望レポートの中間評価を行う月であるので、そのことを意識して、これまでの議論を総括し、それから若干自分自身が議論したいと思う点を申し上げたい。展望レポートでは2つの柱で経済・物価情勢の点検をいつも行う訳だが、今回も中間評価ということで、そのことを意識して皆様の意見を集約してみたいと思う。これは私自身も同じ意見なので、特に明示的には私の意見を申し上げないが、それも踏まえて申し上げたい。まず、第一の柱であるが、我が国の景気はエネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速していると思う。交易条件の悪化による所得形成の弱まりなどを背景に、国内の設備投資や個人消費の伸びが鈍化していることも、皆様、一致していたと思う。短観などでみた企業の業況感が引続き慎重化しているし、先週の支店長会議でも総じて減速感が強まっているという報告が多く聞かれたところである。先行きについては、当面、減速が続くものの、その後、海外経済が次第に減速局面を脱し、エネルギー・原材料価格高の影響が強まってくるに従って、次第に緩やかな成長経路に復していくという予想が多かったと思う。全体に回復の時期が少し後ずれしているということだったと思う。物価面では、石油製品や食料品の価格上昇などから、消費者物価、除く生鮮食品のベースでの前年比は足許1%台の半ばとなっている。ただ、賃金の上昇が限定的であることを踏まえると、現在いわゆるセカンド・ラウンド・エフェクトが発生している訳ではないということである。先行きはエネルギー・原材料価格がさらに上昇を続けていくといった強い仮定を置かなければ、当面上昇率が

やや高まった後、徐々に低下していく姿が想定される。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持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いと考えられる。第一の柱の点検はこういうことなのだが、先程のセカンド・ラウンド・エフェクトについて若干確認のための問題提起をしたいと思います。それから、中間評価であるが、これは皆様、完全に一致しており、4月の展望レポート以降原油をはじめとするエネルギー・原材料価格の高騰が一段と進んでいる。この影響が経済・物価の両面に現われているために、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、それから消費者物価とも上振れというのが一致した見解であったと思う。

次に、第二の柱である。皆様が明示的に第二の柱と言った訳では必ずしもないケースもあるが、自分なりに第二の柱という形で議論を整理してみる。まずリスク要因であるが、どなたも国際金融市場が不安定な状態が続いているという評価で一致していたと思う。米欧金融機関の損失拡大懸念、それから世界的なインフレ・リスクの高まりなどを背景に、このところ、各地の信用スプレッドが再び拡大しているほか、株価も銀行株、金融株を中心に引き続き下落している。多くの方がG S Eの経営破綻懸念あるいはインディマックの経営破綻に言及された。アメリカ経済は停滞していると思う。金融市場、それから資産価格、実体経済のマイナスの負の相乗作用がいつ、どのように収束に向かうのか依然として帰趨がみえない状況である。世界経済全体とすると、拡大は続いているが、下振れリスクがあるのもほぼ一致した見解であったと思う。国内民間需要については、国際商品市況の高騰に伴う所得形成の弱まりから下振れるリスクがある。この意味で、景気の面では下振れリスクに注意する必要があるということだったと思う。物価面では、世界的にインフレ圧力が一段と高まっている。我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いうことである。

それから皆様のご発言の中に明示的には今回なかったが、多分これは当

然の前提として皆様がそう思われているということだったのではないかしらと思うし、私自身は明示的に申し上げたいと思うが、今申し上げた景気の下振れリスク、それから物価の上振れリスクに加えてやや長い目でみた景気の振幅の可能性についてである。確かに下振れリスクを今、我々は懸念しないといけないが、同時に景気の下振れリスクが薄れた場合には、現在、実質短期金利が極めて低い水準にあるだけに、現在の緩和的な金融環境が長期化することが経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まる、これは私自身、そう思っている。今、このリスクを特に重視しているということではないが、これは通奏低音として必ず意識しておかないといけないと思う。以上を総括すると、4月の展望レポート時には景気の下振れリスクに最も注意が必要であるとした訳であるが、その後の経済・物価情勢を踏まえると現在もそうした景気の下振れリスクに引き続き留意するとともに、物価の上振れリスクにも注意が必要な状況となっていると思う。

私が今日の決定会合の後の記者会見をする前に、明示的に皆様と議論し確認をしておきたいということが二つばかりある。一つは、先程言及したセカンド・ラウンド・エフェクトの確認である。景気についてはあまり意見の差はなかったと思うが、物価について改めて確認したい。足許、物価上昇率が上がってきているし、それから先行きについても上振れリスクを意識しないといけないということでは一致している。多分、昨日の調査統計局長の報告にもあったし、それから先程、西村副総裁からもご発言があったが、先々、消費者物価の上昇率が+2%に接近し、それから+2%を超える可能性も大いにある。そういう事態を今、想定した場合に、物価が安定しているという評価ができるかどうかということである。このことは我々の物価安定の理解——これは中長期的な概念であるから勿論、瞬間的に+2%を超えても安定が崩れたということには直ちにはならない訳であるが——との関係で、なぜ物価が安定していると評価ができるのかを考えた場合、セカンド・ラウンド・エフェクトが現在のところ観察されないという評価がないと、そこは自動的にできない訳である。私自身も前回申し上げたように、賃金の動向が大きな要因だという感じがするが、いずれ

にしても現在、セカンド・ラウンド・エフェクトは発生していないという評価で良いかということ。それから、そう判断する根拠、あるいは先々、セカンド・ラウンド・エフェクトが発生しているかを判断する根拠について、若干議論しておいた方が良いかというのが第一点である。

それから、第二点は、後程、金融政策の討議で議論した方が良いのかもしれないし、あるいは、もし皆様が金融政策の討議でご発言を用意しているということであれば、そちらに延ばすが、物価の上振れリスクと景気の下振れリスク——定性的には、方向には異論はないが——、そのどちらを重視するかということである。ここも若干、議論をしておいた方が良いという感じがしている。私自身も若干の意見はあるが、取り敢えず先程のサミング・アップとそれから今の論点について、皆様で議論頂ければと思う。

野田委員

二番目のところは、私、後段で。

白川議長

それでは、そうしようか。多分皆様も、そのように。

野田委員

第二ラウンドでと思っていた。どちらでも良いが。

白川議長

他の方もプレゼンテーションのご用意があると思うので、後にすることにしようか。それでは前段のセカンド・ラウンド・エフェクトについて、確認したい。確認というか若干の議論をさせて頂きたいと思う。

須田委員

足許、賃金は伸び悩んでいるから、それをみているとまだセカンド・ラウンド・エフェクトはないだろう。しかし、私は、物価が上がるとそれに

つれて——遅れてだが——賃金は上がっていくと思っているので、先行きはやはり注意深くみる必要がある。そして、この問題を考える時に、例えばユニット・レーバー・コストは少し上昇、または、下げ止まったという状況かもしれないし、交易条件の悪化による潜在成長率の低下ないしは輸送コストの増大による貿易の制限——あまり大きくないかもしれないが——といったものが潜在成長率を下げる可能性があると思っています、そういう意味では需給ギャップを見誤る可能性も意識している。従って、実態としては、賃金が増えるような状況はなかなか想定できないし、やはり企業行動をみても賃金を抑制しようとする姿勢は強いと思っているが、先行きをみる場合には、注意深くみていく必要があるのではないか、というのが私のスタンスである。

#### 水野委員

勿論そうなのだが、今、セカンド・ラウンド・エフェクトを気にしなくて良いという理由は、労働需給が引締まってきたが、中小企業については、労働需給が少し緩んできている感じがすることであると思う。その点から考えると、今、置かれた労働需給の環境からすると、ECB、特にドイツとは一線を画しているのかということ。それから、もう一つは、新興成長国のうち、とりわけ非資源国におけるセカンド・ラウンド・エフェクトの懸念、金融政策がビハインド・ザ・カーブになっていることに対する懸念がある経済と、我々が金融政策を現状維持としながら注意深くみている経済・物価情勢では、大分温度差があるかという感じがする。

#### 中村委員

水野委員がお話されたが、労働の需給は引締まってきたようだが、最近、有効求人倍率はじわじわと下がってきているし、企業に聞いても、人は足りないが、質を落としてもとか賃金を上げてまで人を確保することはないと、去年位からずっと聞いていた。そういう状態が続いていると思う。それから、以前、日本はコスト・プラス・マージンによる価格設定だったが、

今はマーケットで幾らで売れるかというのが先に立つ。また、そういう傾向は非常に染み付いている。様々な流通のシステム等も、従来はメーカーを中心として構築されていたが、今は逆に川下にとって都合の良い、便利な方法になっている。一般消費者も、長い間、物価が上がらなかったこともあって、物価上昇に対するアレルギーは非常に強く、そのことに変わりはない。企業サイドもそうしたアレルギーに対する警戒感が強く、例えば小売で、あるものの価格を上げると店にお客が来なくなる、それが困るからまた下げるといった行動パターンに陥りがちである。このため、売れば売る程損失が膨らむという、本当にぎりぎりのところまで来れば価格設定の方法も変わるだろうが、価格上昇の動きが広がりにくい状況に変わりはないと思う。

#### 野田委員

今の潜在成長率の誤認あるいは過大評価の可能性は、確かに過去にもあったが、過去、その誤りを犯した時と比べると、そのエラー率はかなり小さいのではないかという気がする。環境が大分違う。確かに、当時は期待成長率にしろ、ある種、屈折的に小さくなったりという非連続性が観察された訳である。今は、供給ショックは大きいものがあるが、それによって直ちにレベル・シフトしていく感じは、少なくとも今のところ、感じていない。ただ、中長期的、もう少し長い目でみれば、そういうリスクは常にある訳だから、注意深くその辺は観察していかなければならないと思っている。

#### 亀崎委員

セカンド・ラウンド・エフェクトについては、日本の賃金は、ドイツなどと違って、消費者物価が上がってくればそれに連動して上がるシステムにはなっていないこと、労働組合がかつてのように強くないこと、それから、かつては賃金の決定時に何を考慮したかということ、企業はまず自己の会社の業績、C P I、それから同業他社の支給額をメルクマールにして

きた訳である。今はどちらかというところ、資本家、株主への配当、それから新たな設備投資という、かつて日本では然程重視しなかったところを重視するようになったことから、賃金がなかなか上がりがたい状況になっている。従って、物価が上がったら賃金も上げていくという状況になっていないことから、セカンド・ラウンド・エフェクトは今のところみられない。また、物価上昇の中身をみると、ほとんどエネルギーそれから食料という原材料が押し上げており、潜在成長率を上回るような需要で一気に上がっているという形ではないことから、今のところセカンド・ラウンド・エフェクトはみられないと思っている。

#### 野田委員

一つ補足させて頂くと、企業は成果主義をずっと採ってきたが、その割には企業収益が高い時期も賃金はそんなに上がらなかった。だから、業績は一時的に低下したからといって、直ぐにそれに見合って賃金が下落するとは思えない。しかし、今日の日経新聞の調査にもあったが、夏のボーナスが相当厳しいというし、こういう時に限って企業が成果主義を振りかざすというところが出ているという気がする。これは短期的な話であるが、成果主義は労使ともにここ5年、10年の単位で根付いているので、そこは大きく変わったところか。

#### 亀崎委員

その成果主義について。かつては単一企業、本体だけの成果を考えていたが、今はほとんどの大企業は関連会社を抱えていて、大きいところは何百社も抱えている。その連結の下に何万人の勤労者がいて、単体はほんの何千人しかいない。そういうところの業績評価については、単体ではなく連結の数字をみてやっており、業績評価は自己の単体の評価だけではないために、それを賃金にそのまま反映できないところもあると思う。連結で凄く良くても、それは賃金体系が違った国内外の企業を連結対象にして数字が出ているので、それをそのまま本体の賃金に反映しにくい。これはま

た過去と違ってきている状況ではないかと思う。

中村委員

逆に大企業の子会社とかは、幾ら親会社——ホールディング・カンパニー——の業績が良くても、自らの業績が悪ければ、ボーナス等はその業績に見合った額しか払わない。

亀崎委員

然り。だから全体が上げられない。区々である。

白川議長

セカンド・ラウンド・エフェクトは、足許、観察されないという点についてはほぼ合意があり、私自身もそう思っている。それから、先行きを展望してセカンド・ラウンド・エフェクトが強く懸念される状況でも今はないと思う。そういったうえで、自分自身が今の段階で意識しなければならないと思っていることは、過去の色々な例をみても、そのセカンド・ラウンド・エフェクトは概念的には良く分かるが、それを検証していくことはかなりシェーキーだという感じがすることである。そのことも同時に自覚しておかないといけないという感じがする。予想インフレ率という目でみても、家計のサーベイはどうしても購入頻度の高いものに引き摺られるし、エコノミストはマクロのエコノミストと同じロジック——つまり日本銀行自身のロジックと同じロジック——で組み立てるため、独立の情報価値がそれ程あるとは思えない。それから、物価連動国債は流動性が低い。これは日本に限らず他の国でもそうであるが、流動性の低さを反映しているから、そこで出てくるブレーク・イーブン・インフレーション・レートも、本当のところ、我々が知りたい予想インフレ率を捉えているとはなかなかみえない感じがする。そう考えると、相対的には賃金上昇率がセカンド・ラウンド・エフェクトを捉えるのに相応しいデータという感じはする。しかし、これも統計の癖があるので、これだけにスティックするのは危険と

いう感じもする。それから、ユニット・レーバー・コストも概念的には非常に大事であるが、実質GDPの推定自体が後々には改訂されるので、これに過度に影響されると危険という感じもする。そういう意味で、私自身が感じていることは、セカンド・ラウンド・エフェクトは現在は観察されないが、先々はこれが非常に大事なポイントである、しかし、そのセカンド・ラウンド・エフェクトを把握する時に、これさえみていれば良いというものがある訳ではなく、賃金を中心にみていくが、あまり決めうちはしない方が良いということである。1970年代の議論を振り返ってみると、人間というのは同じような議論をいつもやっている。今回は違うと思っていっても、今回もやはり同じだということも有り得るので、そういう意識もどこかに持っておく必要がある。ただ、常識的な判断として、私は冒頭述べたような判断をしている。

#### 西村副総裁

付け加えて宜しいか。賃金の動向も然ることながら、インフレーションは基本的には価格の問題だから、価格決定行動が一番大きな重要なものである。価格決定行動において、賃金は、いわばエクスキューズとして使われるが、コスト要因として影響してくる。価格決定行動から考えると、1970年代と今とでは非常に大きな違いがある。それは、1970年代はハイ・プレッシャー・エコノミーで全般的にみれば需要が超過している状態である一方、今はとてもそういうことが言えないロー・プレッシャー・エコノミーである。セカンド・ラウンド・エフェクトが問題になるのはハイ・プレッシャー・エコノミーにおいてで、需要超過のリアルの部分とノミナルな部分とのフィードバックでいわばノミナルな部分のコンフュージョンが起こって、そこで大きな問題が生じてくる訳である。そういうコンフュージョンは日本の現在の状況のように非常にロー・プレッシャーな状況では起こりにくい点で、セカンド・ラウンド・エフェクトが起こりがたいという経済の状況にあると私は考えている。

#### 白川議長

世界経済全体で考えた場合、先進国というか日本はロー・プレッシャー・エコノミーであるが、新興国を中心としてその他の国がハイ・プレッシャー・エコノミーだという構図で、かつそのハイ・プレッシャー・エコノミーの金利調整が遅れるという前提状況を加味した場合、よく議論されているように、外生的なショックが常時加わってくるという形で、ハイ・プレッシャー・エコノミーに影響される。その場合、日本はハイ・プレッシャー・エコノミーではないが、最終的にはインフレになりやすいという逆のメカニズムが働くということはないか。

#### 西村副総裁

それはあると思う。その時は厳しい判断を迫られるということである。従って、明確に我々がセカンド・ラウンド・エフェクトではない状況にあるとするならば、いわばコンシステントに輸入されたインフレをある程度許容しなければいけないことになるが、もしそれをやり続けると今度はコンフィデンスに影響してくる。その危険性は常に考えていかなければいけないと思う。ただ、基本はビハインド・ザ・カーブの国に早くカーブに戻って頂くことが基本になると思う。

#### 白川議長

今、西村副総裁がおっしゃったように、私自身は賃金を重視するといったうえで若干矛盾する発言をするが、賃金があまり上がっていないことを主張することは、ある意味で自分達のエクスキューズになっている面もあると思う。そのことも常にどこか片隅では意識しておく必要がある、という感じはする。というのは、最終的には、西村副総裁がおっしゃったように、我々は価格を議論しているのであって、別に賃金を議論している訳ではない。ユニット・プロフィットとユニット・レーバー・コストの和であるから、そういう意味でユニット・レーバー・コストだけに着目することはバランスを欠いているという感じはする。

#### 須田委員

セカンド・ラウンド・エフェクトであるが、日本のインフレ率はそもそも低いので、物価上昇率が他の国に比べて低くても、国民が感じるインフレ率は数字以上に大きい。従って、同じ水準で比較してはいけない、と私は思う。それから、物価と賃金の関係については、企業のことを考えると、特にボーナスだと業績主義で、なかなか物価が反映されないことはあるだろうが、ある意味、収益に依存しない例えば公務員とか、公務員準拠の大学の教授、教員の賃金については、物価がどれ位かということがメルクマールになる。そういう意味で、年金もそうであるが、物価が上がればなにがしか賃金も上がる。そういう部分のインデクセーションがある程度はある。賃金への影響が全くないということでもないと考えている。

#### 野田委員

インフレ期待という意味では——私もよく分からないところだが——、中央銀行の政策に対する信認も大きく影響していると思う。従って、エコノミストのフォーキャスト等をそんなにあてにして良いのか。自分達の政策のコンフィデンスをどうみるかということにもなる訳で、如何なものかということになる。では、かつての第一次、第二次のオイルショックの頃の中央銀行に対する信認度とどう違うのかという議論はなかなか難しいが、そこにも思いを馳せておく必要があるかと思う。

#### 白川議長

1970年代のアメリカあるいは先進国のインフレ率上昇をレビューした論文を読んでもみると、色々な理由が挙げられているが、一つは、先程、須田委員からも紹介のあった需給ギャップの推定の誤りである。二つ目は、現実インフレ率が上がってきている時に、それに対して中央銀行が対応しないという事実から、今度は中央銀行の金融政策の行動ルールそれ自体をインフレ許容的だとみなしたということである。それ以外にも幾つかあ

るが、今、野田委員がおっしゃったのは第二の論点である。そういう意味では、現実には物価が上がっている時に何もアクションを採らないことにより、極く普通の経済主体からみて、中央銀行の行動ルールはそういうものだと思われて、それが少しずつ少しずつビルト・インされていくことになるのだと思う。

野田委員

何が言いたいかというと、我々もきちっと情報発信し、常にインフレを警戒しているインフレ・ファイターとしての役割を明確にしていく必要があるということである。

白川議長

然り。時間の制約で、これ以上議論できないが。今、景気ではなくて物価について議論が集中したが、これは景気の下振れリスクについて懸念していないのではなくて、これについては皆様の意見が揃っていたという感じがしたためである。最終的に景気の下振れリスクと物価の上振れリスク、その評価については、後程のセッションで議論したいと思う。それ以外に何か論点はあるか。それでは、ここで10分休憩を取って、10時45分に再開したいと思う。

(10時33分中断、10時45分再開)

白川議長

それでは再開する。

## V. 金融政策運営上の情報発信に関する執行部説明（資料－6）

白川議長

次に金融政策運営に関する議論に移るが、討議に入る前に、前々回の会合で委員方から問題提起のあった金融政策運営上の情報発信に関して、執

行部から説明をお願いする。

雨宮企画局長

それではご説明申し上げます。ご説明にまず使う資料は事前にお配りしている資料－6、当面の金融政策運営上の検討ポイントの別紙をご覧頂きたい。ポイントはこの検討ポイントの（7）金融政策運営上の情報発信についてである。今、白川議長からご指摘があった前々回の5月決定会合で委員方から、この問題について幾つか論点が示された。幾つか提出された論点を申し上げておくと、元々は4月にリスク・バランス・チャートの公表を始めたので、第一点として、リスク・バランス・チャートの公表を継続するかどうかということがあった。それからリスク・バランス・チャートを今後も継続する場合には、前回との比較が上手く分かるような工夫が必要ではないかというご議論があった。それからこれと関連して、見通し計数及びリスク・バランス・チャートの公表頻度をどう考えるか、現状の年2回から4回にするかというご議論があった。それからこれに合わせ、計数だけでなく文章も含めて総括的なリスク判断をきちんと理解してもらうにはどうすれば良いかというご議論があり、それを踏まえてこれらの論点も含め、中間評価——本日である——までに議論を整理すべきであるというご議論であった。これを踏まえて、この後に情報発信で考えられるメニューのパッケージをお示ししたいと思う。

その前に今の日本銀行の情報発信手段を簡単に振り返って頂くと、お手許の資料の横長の表をご覧頂きたい。これは全体の日本銀行の今の情報発信手段を各国中銀と比べた簡単な表である。上から①、②、③までが会合当日の情報発信の仕組みであり、日本銀行については、金融市場調節方針が現状維持の場合、公表文は決定内容のみで、政策変更の場合のみ背景等を説明するというスタイルである。普段の場合には決定内容のみで、これをその下の金融経済月報の基本的見解あるいは白川議長の記者会見で補うというスタイルである。それに対して、例えばF e dについては、毎回のF O M Cの後に公表する公表文で金融調節方針やその背景となる考え

方やリスク・バランスも纏めて公表するというスタイルになっている。また、ECBは記者会見の冒頭の総裁の発言が文章で公表されるが、その中でやはり金融市場調節方針だけでなく、その背景についてもパッケージで説明し文章で出すというスタイルになっている。BOEは現在の日本銀行と同じようなスタイルで、政策変更時には背景も説明するが、普段は現状維持ということだけ。ただし、インフレーション・レポートという詳しいレポートを年4回公表するというスタイルになっている。

④の議事要旨である。これはほとんどスタイルに違いはないが、敢えて言えば、Fedが3週間後、BOEが2週間後という公表タイミングであるのに比べて、日本銀行の場合には次回または次々回の決定会合で承認というルールであるので、月2回決定会合がある場合——展望レポートの時である——は若干遅めになるということがある。それから⑤、⑥のアウトルック、展望レポート関係である。これも日本銀行の中間評価まで含めて四半期毎にやや大きめの判断をするという意味では、世界共通になっている。若干違う点を言うと、経済・物価の見通し期間が、日本銀行は当該年度及び翌年度なのに対して、FRBが3年、ECBは2年、BOEも3年ということで、機関毎に違うが、大体2～3年程度まで見通しを出すことが多いように思われる。それからリスク・バランスの評価については、これを視覚的な表現で出すという意味ではBOEのファンチャートと日本銀行のリスク・バランス・チャートということで、Fed、ECBはこういう仕組みは採っていないということである。

これが特徴であるが、こうした日本銀行の情報発信の今の仕組みを前提にどんな改善点が考えられるかという点である。こうした海外との比較ということも論点としてあるが、基本は現在の金融政策運営の枠組みに立ち戻ってみると、先程白川議長から纏めがあったが、毎回の決定会合で二つの柱に基づいて情勢の点検を行い、その結果を踏まえて政策判断を行うという議論が行われている訳である。そうした基本に立ち返ってみると、幾つかの改善点が浮かび上がってくるように思われる。一つ目は、情勢判断のサイクルが毎月のものとは半年に1回のものでやや重さに差があると思

うが、FRB、ECBと違い現状維持の時にはステートメントは現状維持としか出さない。背景としては、毎回この委員会では二つの柱に基づく判断をしている訳だが、それがパッケージとしては出ていないという問題はあろうかと思われる。それから、こうしたいわば連続的に二つの柱に基づいて委員会で議論を行い、判断を行っていくということの関係では、見通しの参考計数とリスク・バランス・チャートの公表頻度を上げる、四半期毎にするというのも一方であると思われる。今申し述べたいいわばステートメントで判断の内容を定性的にもう少し詳しくパッケージで示すということとの組み合わせで考えると、むしろ計数のみにマーケットの着目が集まるという問題も却って緩和されると考えられる。それから、現在の枠組みの基本思想である中長期的な観点を踏まえて見通しとリスクを点検することからみると、見通し期間についてはもう少し延長することも考え得られると思われる。それから大変技術的であるが、議事要旨については、次回または次々回ということではなくて、必ず次回承認して公表する。これは要旨作成の手続を若干早期化することで対応可能かと思われる。

以上のような考え方に基づいて若干パッケージを取り纏めたので、それを今からお配りする。今申し上げた項目に基づいて、こういう充実策が考えられるのではないかということを四点に纏めたものである。金融政策運営上の情報発信の充実に関する案ということで、まず一つ目は、毎回の決定会合後に二つの柱に基づく点検結果を公表してはどうかということである。具体的には、その決定内容——現状維持であれば現状維持——に加えて、その背景となる経済・物価情勢の評価を二つの柱に基づいて整理して示すとともに、これは半年に一度やっていることであるが、先行きの金融政策運営の考え方についてもパッケージとして公表してはどうかという提案である。これに伴い、金融経済月報については、いわばこのステートメントを補足説明する文章と性格、位置付けを変えて、別途公表することで宜しいのではないかと考えている。二つ目であるが、展望レポートの見通し期間を延長してはどうか。10月の展望レポートは、今までだと10月の段階で当該年度と翌年度だけだったが、ここで翌々年度までの見通し

を公表することにしてはどうかである。三番目は政策委員の見通し計数、リスク・バランス・チャートを四半期毎に公表してはどうかである。最後は技術的であるが、議事要旨を常に次回会合で承認して公表することは、今の制度的枠組みのもとでは最も早く公表することになる。以上がパッケージの提案であるが、これは色々検討していく中で、2年前に導入した現在の金融政策運営の枠組みに沿って、いわばタイムリー、適時かつ丁寧に説明する体制はほぼこれで整ったと言えるのではないかと考えている。私からの説明は以上である。

白川議長

ただ今の説明に対するご質問があればお願いします。ご意見については、後程のラウンドにおいて表明して頂きたいと思う。

須田委員

一点宜しいか。今の枠組みのもとでの情報発信については体制がほぼ整ったとおっしゃったが、こういうタイトルである限りにおいてまだこれから先もあることを意図しているのか。

雨宮企画局長

取り敢えずこういうことを考えるとすれば、一番素直に書くところであろうということである。もし今日これを決定頂くとすれば、今ご指摘があったとおり、あるいはまた私共もそう考えているが、飽くまで今の2年前に導入した枠組みのもとでの充実措置であるということで説明していくことが適当かと思っている。

白川議長

他にご質問はあるか。

## VI. 当面の金融政策運営方針と金融政策運営上の情報発信に関する討議 白川議長

それではこのラウンドでは次回の決定会合までの金融政策運営方針と、それからただ今説明のあった金融政策運営上の情報発信のあり方について、意見表明をお願いする。アジェンダが沢山あって恐縮だが、お一人5分を目途に発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それでは先程と同じ順番で水野委員からお願いする。

### 水野委員

世界的に物価が上昇している。足許の消費者物価——C P I——の総合の前年同月比上昇率をみると——主要国は日米が5月の数字である——、米国は+4.2%、我が国は+1.3%、ユーロ圏は+4.0%となっている。一方、新興成長国をみると、中国が+7.7%——これは5月である。残りは6月である——、韓国は+5.5%、タイは+8.9%、フィリピンは+11.4%、ベトナムは+26.8%と上昇が顕著である。今後、インフレ率が二桁になる国はさらに増える可能性がある。新興成長国は、賃金上昇率が総じて高いため、資源・穀物価格の高騰による二次的影響のリスクが高まっている。中央銀行はインフレ期待上昇に対して、ビハインド・ザ・カーブに陥っており、このところ金融引締め政策に転じる中央銀行が増えている。一方、主要国では、石油製品や食料品の価格は上昇しているものの、耐久消費財の価格は低下している、ないしは落ち着いている。すなわち、前者と後者の財の相対価格の変化が発生しており、こうした価格体系の構造変化が先進国のインフレ問題の本質だと思う。主要国の中央銀行は、交易条件悪化による景気下振れリスク、期待インフレ率上昇のリスクのバランスをとりながら、それぞれの国や地域で、それぞれが適切と考える金融政策運営を行うことになりそうである。

資源・穀物価格の高騰の主因は、新興成長国の需要増加である。そのため、本来ならば、新興成長国の政策当局がインフレ抑制に率先して取り組むことが最善の解決策である。具体的には、金融引締めによる景気過熱の

抑制、燃料補助金の削減による原油消費の抑制、エネルギーの利用効率の改善などに取り組む努力が重要である。しかし、残念ながら、新興成長国は過度な景気減速を回避するため、段階的に金融引締めを行う意図がみえることもあり、新興成長国のマネタリー・コンディションが十分に引締められ、世界全体のエネルギー・穀物需要が減速する展開が実現するには時間を要しそうである。従って、主要国の中央銀行が自国の景気減速というある意味でのコストを支払いながら、世界全体の原油需要を抑制しているのが現状だと思う。

ただ、新興成長国の景気過熱が続く限り、原油、食料品の価格上昇という外的要因によるインフレ圧力抑制に対して、主要国の中央銀行が対応できる余地は限定的である。特に米国のように、住宅価格急落や金融システム問題に起因する景気下振れ懸念という負のフィードバックが生じている国ではなおさらである。足許、大手投資銀行、ファニーメイとフレディマックの経営状況悪化への懸念から S & P 金融株指数は 2002 年のボトム近辺まで下落している。FRB はコア CPI インフレ率が上昇傾向を強めることがない限り、利上げに転じないと思う。

我が国についてみると、エネルギー・原材料価格高騰による交易条件の悪化を受けて、民間内需の下振れ懸念は引き続き強い状況である。日銀短観——6 月調査——や支店長会議の議論をみても、景気は減速局面にあることは明白である。景気動向指数——CI の一致指数——をみると、政府が局面変化の可能性から悪化と景気認識を近い将来に下方修正する可能性が高まってきている。そして、最近の経済指標をみると、景気日付判断上、2002 年 1 月にスタートした今回の景気拡大局面は、昨年 10～12 月にピークを付け、緩やかな景気後退局面に入ったと判断されても不思議はないと思う。6 月短観では、素材業種から加工業種へと価格転嫁が比較的スムーズに行われていることが確認された現在、大企業製造業の収益悪化にいずれ歯止めが掛かることが期待される一方、今後は、実質購買力の低下による家計部門の支出減少が気掛かりである。GDP ベースの個人消費は、4～6 月期は前期比マイナスとなることが現実味を帯びてきた。

世界経済を取り巻く環境は、インフレ高進に対して、金融システム不安、景気失速リスクが非常に強い力で引っ張り合い、危うい均衡状態にある。バランスが崩れれば、主要国の長期金利は大きく変動し、株価下落に拍車がかかるリスクが高まる。金融政策の方向性は、基本的には各国のマクロ的な需給ギャップの、しかも中長期的な見通しによって決定されるはずであるが、サブプライムローン問題に端を発した欧米クレジット市場の混乱は、主要国の景気の下振れリスクを高める要因と判断される。新興成長国でのインフレ圧力の高まりという新たな霧も発生しており、我が国経済を覆う霧はなかなか晴れそうにない。従って、当面の金融市場調節方針としては現状維持が適切であると思う。

最後に、金融政策運営上の情報発信について私の見解を述べたいと思う。日本銀行は、2006年3月の量的緩和政策を解除した際、新たな金融政策運営の枠組みを決定し公表した。その後も、金融政策の透明性向上あるいは情報発信の充実について内部で議論を続けてきた。すなわち、本日、執行部から提案された案は、これまでの政策委員会での議論の延長線上にあるものと理解している。また、世界の経済・金融情勢を巡る環境がめまぐるしく変化する中、日本銀行による最新の経済・物価情勢の現状と先行きの見通し及びリスク要因について、タイムリーかつ丁寧に説明することは時代の要請にも適っている。さらに言えば、そのような経済・物価情勢の現状判断と先行き見通しを四半期ベースでアップデートする中央銀行も増えている中、主要国の中央銀行に劣らない情報発信の充実策を小出しにするのではなく、今回纏めて公表することは、市場との対話を円滑にする効果も期待できる。従って、執行部から本日提案があった金融政策運営上の情報発信の充実に関する案を公表することに賛成する。ただ、タイトルについては後で議論させて頂きたいと思っている。一番良いのは恐らく、「新たな金融政策運営の枠組みのもとでの情報発信の充実に関して」で公表するのが良いのではないかと思うが、また後で議論させて頂きたいと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

既に明らかになったように、エネルギー・原材料価格高騰の影響などから、展望レポートに比べて実物面では若干の下振れ、物価面では上振れの状況だが、基本的なメカニズムが大きく崩れた状況にはない。しかし、海外経済、国際金融市場の状況をみると、実物面では下方リスクが高まる一方、物価面では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が前回より大きく上昇した。状況は上下どちらかにリスクが偏っているとは言いがたく、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。そして、実物面の下方リスク、物価面の上方リスクがともに高まっている点に注意する必要があると思う。今は可能性は小さいと思われるが、もし実物面で下方リスクが急速に晴れるような状況では、資本コスト——これは正確には無リスクのプロジェクトに対応する資本コストである——が極めて低位にあるため、経済・物価の大きな振幅をもたらす行動を誘発する可能性には十分な留意が必要であると考え。

次に、情報発信について、執行部案に賛成であるが、付け加えたい点がある。私は、今回の情報発信の充実は、2006年3月の金融政策運営の枠組みによる政策運営の自然な帰結であると考えている。少しややこしくなるが、細かく説明したいと思う。まず、現在の日銀の金融政策決定方式を確認したいと思う。まず、第一に各政策委員は、執行部からの情報やその他の独自情報から固有の「確率的な『経済見通し』」を形成する。二番目に、各政策委員は金融政策決定会合での討議を通じて、相互の見通しを確認し、さらにその情報を新情報として自分の見通しをアップデートする。第三に、この討議の中で、経済・物価情勢の推移を規定するメカニズムについての共通な見方——これが第一の柱となる——、それとそのリスク評価についての共通な見方——これが第二の柱になる——が明らかになる。

最後に、その共通理解のもとで多数決で政策決定がなされるということだ  
と思う。従って、現在の政策決定プロセスで重要なのは、第一に各政策委員  
が固有に持つ確率的な経済見通しの集合である。少しテクニカルになる  
が、これは金融政策決定会合前の事前の集合と討議を経た事後の集合があ  
るが、重要なのは事後の集合であるので、以下、全て討議を経た事後の集  
合を指すをしたいと思う。

従前の政策委員の見通し計数は、こうした各委員の確率的経済見通しの  
期待値——点推計——の集合であり、これは確率的な経済見通し分布の集  
合にある歪み等の属性が分からない嫌いがあった。そこでそうした誤解を  
招かないために、リスク・バランス・チャートとして各委員の確率的経済  
見通し分布を重ね合わせたものを公表した訳である。これは、透明性向上  
として一歩前進であると考えている。毎決定会合で各政策委員はこのプロ  
セスを行っているから、本来は毎決定会合で政策委員見通しの見通し計数  
とリスク・バランス・チャートを公表しても良いが、それではあまりに煩  
雑であり、かつ月次の揺れに大きく影響されてしまうので、四半期ごとに  
するのが適当であると考えている。ただし、大きな政策変更をもたらすよう  
な変化がある場合には、臨時に両者を発表するオプションは考えて良いの  
ではないかと思う。

現在の政策決定プロセスで決定的に重要な第二の特徴は、討議を通じて  
経済・物価情勢の推移を規定するメカニズムについての共通な見方——こ  
れが第一の柱——と、そのリスク評価についての共通な見方——これが第  
二の柱——が明らかになることである。従って、この基本的なメカニズム  
についての共通理解の説明、そのリスク要因についての共通理解の説明こ  
そが、政策決定のプロセスの透明性を確保する核心であると考えている。第一  
の特徴で述べた政策委員の見通し計数とリスク・バランス・チャートの情  
報は、この第一の柱と第二の柱の点検の基礎的な情報としての参考情報で  
あることは明白であろうと思う。従って、透明性を高めるためにこの政策  
決定に至った二つの柱による共通理解の説明を公表することは、金融政策  
運営の枠組みによる政策決定をより明確に分かりやすくするという方向

性の自然な帰結であると考えられると思う。

最後に、第一の柱については紛れがないと思われるが、第二の柱については従来から解釈に若干の混乱がみられるので、この際、私の見解を明確にし、異論ないかお聞きしたいと思う。第二の柱は二つの部分から成ると考えている。第二の柱の前半は、第一の柱で検討した最も蓋然性が高いと判断される見通しの上下両方のリスクについての共通理解の明確化である。より正確には、最も蓋然性が高いと判断される見通しからの乖離がどのように顕現するか、そのメカニズムを指すと思う。その際の評価にあたっては、予測期間として、先行き1年から2年に限定せず、より長期の視点も考慮することが、この柱の中に入っていると考えている。第二の柱の後半は——もっと難しい概念であるが——、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には、経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検である。このようなリスク要因は、経済が安定している場合には考えなくて良いが、大きな変化が起こり将来の不確実性が増した場合に重要になる。ここで考える発生の確率が必ずしも大きくない事象——いわゆるテイル・イベント——は、そもそも確率そのものを確信を持って予想できるものではない。しかも、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える。つまり経済構成にディスプロポーションेटリーに大きな損失を与えると考えられるが、その大きさについては著しい不確実性が付きまとう。つまりこうしたテイル・イベントについては著しい不確実性、敢えて言うならフランク・ナイトの意味での不確実性が存在すると考える。

従って、第二の柱の後半は、通常はその叙述は不要であるが、将来に著しく不確実性が増し、発生の確率は必ずしも大きくないものの発生した場合には、経済・物価に大きな影響を与える事象の起こる可能性があるとは共通の認識を持った場合には、明確に叙述する必要があると思う。そしてこの場合は、起こり得る最悪な状況を少しでも良くするように、マキシミンの原則での政策を考えるのが合理的であると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

次回会合までの政策運営方針について申し上げます。我が国経済は、前半部分で申し上げたように、輸出や個人消費について注意すべき点が窺われ、足許の経済は、エネルギーや原材料価格が高水準で推移する中、減速している。緩和的な金融環境のもと、在庫や設備に過剰感がみられないことから、大幅な調整局面入りする可能性は低いと考えている。世界経済が新興国を中心に拡大を続けるもとで、我が国の輸出は引き続き緩やかな拡大が期待できるので、2009 年度に掛けて潜在成長率並みの成長に復すると見込まれる。しかしながら、不確実性が極めて高い米国をはじめとする海外経済や世界的なインフレ圧力の高まり、並びに国際金融市場の混乱は、我が国の経済にとっての大きなリスク要因である。原油価格は、前回会合以降、極めて値動きが激しくなっている。足許の価格水準は、新興国の急速な発展を中心とした世界経済の枠組みの変化があるにしても、あまりにも急激な上昇だけに、一旦は調整局面があると思われる。I E Aによれば、世界の石油需要の過半を占めるO E C D加盟国の先行きの原油需要は横這いから減少基調となっているが、新興国、特に中国、インド、ブラジル、中東の原油需要は経済の発展並びに生活水準の向上に伴って、今後も着実に増加する。世界の原油需要は今後5年間は年率1.6%で伸びる見通しであり、増量の9割は新興国が占めるとI E Aは予想している。

一方、O P E C非加盟国の原油供給量は見通しを下回り続けるほか、O P E Cの増産余力は減少傾向にある。幾つかの産油国の地政学的リスクも引き続き高く、当面の原油需給は引締まった状態が続くと考えられるので、原油価格は先行きも上昇基調を辿る可能性が高いと考えざるを得ないようである。新興国の多くは、消費者物価指数を構成する品目のうち、エネルギー、食料品が占めるウエイトが相対的に高くなっている。モルガン・スタンレーのレポートによれば、先進国において両品目がC P Iに占める

ウェイトの平均は3割弱であるのに対し、新興国の平均は4割強であり、インドやインドネシアに至っては5割を超えるようである。従って、資源国以外の新興国にとっては、金融政策により国内経済を減速させたとしても、輸入インフレを相殺して物価の安定に繋げていくことは、先進国以上に難しい舵取りとなりそうである。今後、こうしたエネルギーや原材料価格の高騰によるインフレ期待の高まりを、各国がどのように抑制できるかを注目していかなければならない。

このため、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、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、経済・物価情勢を見極めていく必要があると思う。そして、二次的なインフレ懸念が高まった場合や景気の下振れリスクが薄れ、極めて緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが懸念される場合は、必要に応じて機動的に金融政策を運営していくことが肝要だと思う。

続いて、金融政策運営上の情報発信の充実に関する件であるが、基本的に執行部の原案に異存ない。本行が認識する経済・物価の現状と先行き及びリスク要因を丁寧に説明していくことは、国民や市場参加者の理解を深めるとともに、彼らの期待に働きかけ、金融政策の実効性を上げていくために極めて重要である。また、日本銀行には金融政策決定に関する独立性が法的に担保されているが、その独立性も国民の信頼と支持が得られなければ、最終的には機能しなくなる可能性がある。従って、国民の信頼と支持を得るためにも、日頃から情報発信の充実を図るとともに、説明責任を果たさなくてはならない。経済のグローバル化が一段と進展し、新興国の台頭を中心に世界経済の枠組みが大きく変わり、先行きの経済・物価情勢の不透明性が益々高まりつつある。このような環境下において、金融政策に対する正しい理解を深めるためにも、今回の新しい対応は有益だと思われる。また、展望レポートの中間評価を文章だけではなく見通しやリスク幅をリスク・バランス・チャートにより視覚的に公表することは、本行の現状認識を国民や市場参加者と共有できるメリットが大きいと思う。私か

らは以上である。

白川議長

次に、亀崎委員から願います。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。世界経済をみると、米国景気の停滞が続いているほか、先進国を含めた多くの非資源国において、エネルギー・原材料高などから景気の減速感が明確化してきている。こうしたもとで、輸出やそれに関連した設備投資に牽引されてきた日本経済も、当面は潜在成長率を下回る伸びが予想される。また米国では、本年3月のベア・スターンズの救済措置などを受け、一頃は金融市場の不安が後退していたが、米系投資銀行の2008年第2四半期決算における損失計上の継続や、モノライン格下げ、さらにはファニーメイ、フレディマックの経営不安の高まり、住宅ローン大手の地銀インディマックへの業務停止命令等を受け、市場における緊張が再び急速に高まっている。今後7月中旬以降には、米商業銀行、地銀、8月入り後には欧米金融機関の2008年第2四半期決算の公表が予定されているため、これらも踏まえつつ、米欧金融市場の動向には従来以上に目を凝らしていきたいと思う。

日本については、短期金融市場などは総じて落ち着いているが、株価が54年振りに12営業日連続で下落する局面もみられ、社債市場では2001年のマイカル債以来、7年振りのデフォルトがみられるなど、市場のセンチメントは力強さを欠いている。

一方、国際商品価格が高騰を続けるもとで、世界的に物価上昇圧力が一段と高まっている。国際商品価格の高騰の背景にあるのは、第一に新興国を中心とするグローバルな需要拡大、第二に供給面のボトルネック、第三に金融環境であり、しかもこれら要因が複合的に影響している。世界的な物価上昇圧力については、このような要因のそれぞれに対して、着実に策

を講じていくことが必要であると思う。しかし、新興国のプレゼンスが拡大するもとで関係国が増加し、かつ利害対立が厳しい状況下、7月7日から9日にかけて開催された洞爺湖サミットでも、国際商品価格の高騰について、関係国が有効な対応策で合意することは難しいことが改めて印象付けられた。こうした中、新興国においては、金融引締めや為替市場における自国通貨買い介入等により、国内のインフレ圧力に対応する動きが広がっているほか、主要国においても、ECB、北欧3か国で小幅の利上げが行われている。このように金融引締めにより対応している国々は、需要が旺盛であるか、需給ギャップが引締め賃金圧力の高まっている国々であると整理することができる。

一方、日本については、足許の景気は減速しているうえ、先行きも下振れリスクに一段と注意しなければならない状況にある。また、需給ギャップがゼロ近傍で推移し、ユニット・レーバー・コストが前年比マイナスを続けるもとで、賃金上昇圧力は然程強まっておらず、消費者物価は、中長期的な物価安定の理解に沿って推移している。このように、日本については、金融引締めにより対応している諸国とは状況が異なると考える。

なお、金融政策運営上の情報発信の充実に関する案があるが、私としてはこの情報発信の充実という観点から本件に賛成である。ただ、ここで毎回の会合後、決定内容に加えその背景となる経済・物価情勢の評価を二つの柱に基づいて点検するとともに、先行きの金融政策運営の考え方について公表することとしている。この先行きの金融政策運営の考え方のタイム・ホライズンは中長期的なリスク要因であることについて、ほぼ誤解は生じないと思う。このため、今回の声明文に関して言えば、市場がこれを見て例えば不規則に反応するという懸念は私は小さいとは思いますが、今後この新しい公表スタイルを続けていく中で、先行きの金融政策運営の考え方についても発表する訳で、市場に与える影響が現在想定しているよりも大きくなることも有り得るかと思う。そのようなケースも想定して、リスク・マネジメント上の対応を考えておく必要があるのではないかと思います。例えば、現在MPMは大体正午過ぎに終わることが多いが、これは国債先

物とかユーロ円金利先物取引が行われていない時間帯である。国債先物について、東証は 11 時から 12 時半は取引が行われていないし、ユーロ円金利先物について、東京金融取引所は 11 時半から 12 時半は取引数量削減専用時間帯であるということで、取引が制限されているという時間である。そうしたことが懸念されるようになった場合は、昼休み時間を避けて公表を行うなどの工夫の余地も念頭に置いておく必要があるのではないかと思う。以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合の際、グローバルに国債など金利市場の市場流動性が低下しているもとで、欧米金融機関の財務懸念が再燃するとともに、インフレ高進を背景とする実体経済への悪影響が意識され、長期金利や株式市場が不安定化していると指摘した。その後もインフレ懸念の一層の高まりや、クレジットに関わる追加的なイベントを材料に、そうした傾向が強まっている。先程指摘した米国市場に加え、国内市場でも社債のデフォルト、不動産、消費者金融セクターでの資金繰り不安の高まりなど、イベント・リスクを意識してやや緊張感が高まっている感がある。CDSプレミアムは6月末を越えても拡大傾向であるし、LIBOR-OISスプレッドも高止まっている。執行部においてはこれまでと同様、内外金融機関の動向に幅広くアンテナを張り巡らし、市場機能にも配慮しながら肌理細かい調節に当たってほしいと思っている。

このように、金融資本市場が再び神経質な地合いを強める中で、一次産品価格の動向や海外経済など、経済・物価の先行きを見通すうえでの不確実性が一段と増している。こうした状況にあつては、我が国経済が中長期的な物価安定の理解に照らして、物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いと確信を持てないので、次回決定会合までの金融政策は

現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思っている。

次に、足許のインフレ率の高まりと金融政策運営の関係について簡単に整理しておきたいと思う。前々回の会合で、足許のコアCPIの前年比が中長期的な物価安定の範囲内に収まっているかどうかで政策を判断するのは適当ではないことを、もっと理解してもらう必要があると述べた。CPIコアの前年比が+1%半ばを超える可能性が高いことを念頭においた発言だったのであるが、ここへきて+2%を超える可能性も出てきている。政策判断は目先のインフレ率ではなく、中長期的にインフレ率がどう推移するのかに依存する。仮に、CPIコアが足許+2%を超えるような水準にあったとしても、それが一時的なものと判断されるならば、より長い目で見た物価安定のもとでの持続的な成長実現のために、金利が据え置かれることも当然有り得る。そのような場合に、市場の信認を失わないで済むような一貫した説明振りを現時点でもしておく必要があると思っている。

言うまでもなく決定的に重要な点は、中長期的なインフレ見通しの蓋然性である。万が一、CPIコアの上振れが中長期的に持続的なものであったとするならば、それが+2%を越えた時点では既にビハインド・ザ・カーブとなっており、ラーニングによる期待形成を前提とすれば、CPIコアの伸びを上回る大幅な利上げを行わなければ、高まった期待インフレを収束させることはできない。そうなれば、その後の大幅な実体経済の調整を余儀なくされることになる。従って、CPIコアの動きが中長期的なものである、なしにかかわらず、CPIコアコアがゼロ近傍にある今のうちから、エネルギー・食料品価格の上昇が人々のインフレ予想を急速に高めてしまうことのないよう、インフレ・ファイターとして期待インフレのアンカーリングに腐心することが必要だと考えている。

最後に、情報発信の充実策について、意見を述べておきたいと思う。経済情勢は不断に変化し、先行きの見通しは常に不確実性を伴っていることから、経済・物価の現状と先行き及びリスク要因について、適時かつ丁寧に説明する体制を整えるという今回の措置の狙いには賛同する。今回の措

置によって、これまで以上に円滑なコミュニケーションが図れるよう、私自身も一層努力して参りたいと思っているが、留意点を幾つか指摘しておきたいと思う。

一つ目は、政策委員の見通しを中間評価の際にも公表することが、果たしてコミュニケーションの向上に繋がるかという点である。我々の標準シナリオはあくまでメカニズムである。見通しの数字は、前提条件が区々である各政策委員の見通しを、単なる和集合の形で示したに過ぎない。その見通しをリバイスする頻度を高めれば、一見すると情報発信の改善に見える。しかし、各種指標が頻繁にリバイスされる我が国の場合、見通しの数字が不安定化してしまい、コミュニケーションをかえって複雑化してしまうリスクも孕んでいる。また、数値にもっと関心が集まる可能性も否定できない。政策はフォワード・ルッキングに行う必要があるが、足許の数値の修正に関心が集まるようでは政策対話の妨げになりかねない。従って、中間評価時に数値を公表することに私は消極的であったが、ステートメントを毎回出すことで数値をプレイダウンできるのではないか、ということであるので、今回は賛成することにした。今後も数値は参考資料ということを重ねて説明していく必要があると思っている。通常、メカニズムで表わしている標準シナリオは、足許の経済指標によって簡単に変わるものではないし、変わっていないことも日本銀行として重要なメッセージになる。これに対して、リスク・バランスは局面に応じて変化する。従って、不確実性が高い中で、よりスムーズで安定感のあるコミュニケーションのためには、安易に見通しの数字をリバイスするのではなく、リスク・バランスの変化によって、標準シナリオの蓋然性に対する我々の確信の度合いがどのように変化したのか、適切に示すことが重要だと考えている。また、見通しのリバイス頻度を高める以上、標準シナリオに変更があるのかないのか、きちんと説明し理解してもらうことも、これまで以上に重要になってくると思われる。

二つ目は見通し期間の延長についてである。これについてもピンポイントで数値を出す自信はない。しかし、リスク・バランス・チャートで考え

ることは、かつて私が主張していた幅をもって見通しを示すことと大差がないので、今回は賛成したいと思う。遠い先行きについては、望ましいと考えるインフレ率と潜在成長率を示しそこに収束すると想定すれば良いので、ある意味では簡単であるが、2年半後にそこに到達するとは考えられないので、数値を出すうえで調査統計局の積み上げの分析に負うところが大きいと思う。大変であるが頑張ってもらいたいと思う。もともと、リスク・バランス・チャートは、先行き不確実性が高まるので分散が大きい見通しを示すことになると思う。コミュニケーションの改善に繋がるのかどうか、やってみないと分からないとみている。

三つ目として、今回出す予定のステートメントは、合議制のもとで委員の多数決によって決定されるものであるという点を、改めて強調しておきたいと思う。すなわち、ステートメントの文言はコンセンサス方式で決められるものではなく、多数決で決定される訳であるから、当然のことながら、それだけに反対を表明することもあり得るし、政策についての賛否と紐づけられる訳でもないということである。

四つ目は、今回の措置をもって我々のコミュニケーションポリシーの改善努力が終了したということでは決してない点である。何度も申し上げるが、中央銀行のコミュニケーションポリシーは各国とも発展途上であり、何がベスト・プラクティスかについてのコンセンサスなどない。それぞれの国の制度や市場の慣習、市場参加者の特性に合わせ、より円滑なコミュニケーションに向けた不断の努力が求められている。今回の措置についても、国民からどのような評価が得られるのか、実際に運用を開始してみないと分からないが、いずれにしても前向きな取り組みが今後も必要だと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

## 野田委員

経済の減速とインフレ高進が同時並行的に進む中で、金融市場に対する中央銀行のコミュニケーションは益々難しくなっていると思う。前回会合以降、米国が昨年夏の金融市場の混乱以降続いた政策金利の連続的引き下げを停止し、また多くの新興国で政策金利の引き上げが相次ぐ中、ECBも利上げに踏み切った。これらの直後の会合であるだけに、我が国における物価のアップサイド・リスクの評価や景気のダウンサイド・リスクとのバランス等について市場の注目が高まっている。米国、欧州、アジアがそれぞれ異なるサイクルにあることは、市場とのコミュニケーションを考えるうえで重視すべきポイントであると思う。こうした問題意識から、まず米国、欧州、日本についてリスク・バランスを比較し、日本と米欧との差異をみた後に、金融政策運営方針について見解を述べたいと思う。

まず米国FRBである。インフレ警戒についての言及は増えているものの、一つに住宅市場の大幅な調整、二つにエネルギー、食料品の価格上昇に伴う実質購買力の低下、三つ目にクレジット・タイトニングという言わば三重苦を抱えており、減税効果が剥落する本年第4四半期以降の景気の不透明感は極めて強いものがある。住宅や商業用不動産の価格はさらに低下する可能性が高く、家計のバランスシート調整やクレジット・タイトニングの問題がある中では、調整が長期化するリスクもある。一方、物価をみると、ヘッドラインのCPIは5月、前年比+4.2%まで上昇しているが、コアCPIは同じく+2.3%と、FRBのいわゆるコンフォート・ゾーンを若干上回る水準にアンカーされている。欧州とは異なり、失業率が上昇し労働需給が緩む中、賃金の上昇率が明らかに鈍化していること、あるいは家計向けサーベイやインフレ連動国債の金利スプレッドでみたインフレ期待は緩やかに上昇しつつも、レベル・シフトという水準ではないということを総合的に勘案すれば、現時点では、バーナンキFRB議長が指摘しているように、二次的影響を引き起こしている状況にはないとの評価に違和感はない。前回のFOMCでは、成長のダウンサイド・リスクは低下方向、物価のアップサイド・リスクは増大方向との見解を示されたが、

両者のリスク・バランスについての言及はなかった。しかし、私は、米国は物価のアップサイド・リスクを警戒しながらも、現時点では景気のダウンサイド・リスクをより重視すべき状況にあるとみている。

次にECBであるが、景気についてダウンサイド・リスクが支配的と認識しながらも、物価のアップサイド・リスクの方が大きく、政策はなお緩和的と判断したとみられ利上げに踏み切った。6月のHICPが前年比+4.0%まで高まり、賃金やユニット・レーバー・コストが伸びを高めるなど、二次的影響を伴って物価上昇を加速させるリスクは日本とは比較できない程大きいとみられる。もっとも、景気のダウンサイド・リスクを無視できないとあって、先行きの政策スタンスについてトリシェECB総裁はノー・バイアスを繰り返すなど、連続して利上げを行う姿勢には一応、衣が着せられている。

最後に我が国であるが、前半のパートでも述べたとおり、物価の上昇ピッチは加速しているとはいえ、それは石油製品、食料品の価格上昇というコスト・プッシュ要因だけでほとんど全てが説明でき、賃金等への二次的影響は現時点ではほとんど確認されていない。名目賃金は、このところ前年を上回り始めたものの、所得形成環境の急速な悪化に直面している折柄、さらにその伸びを高めていくとは考えにくいものがある。一方、交易条件悪化による資源国への所得流出が欧米以上に大きく、企業収益や家計の実質購買力の低下という経路を通じて、設備投資や消費がより強い下押し圧力を受けている。加えて、海外経済の減速を受け、かつては景気循環メカニズムの牽引役であり、今や支え役であるところの輸出の増勢が鈍化しつつある。これらを踏まえれば、我が国の場合は、物価のアップサイド・リスクを警戒しながらも、景気のダウンサイド・リスクを重視することが当面適当と考えている。

短観では、需給バランス——数量の動きであるが——は大きく崩れておらず、企業部門は雇用、設備といった資源で引き続き過剰感を抱えていないなど、外的ショックに対する頑健性に大きな低下はみられないことも確認できた。こうした状況では、緩和的な金融環境と安定的な金融市場を維

持しつつ、先に述べたリスク・バランスを念頭に置きながらも、経済・物価情勢の先行きについて、その蓋然性とリスク・バランスをその都度、点検していくことが適当と考える。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状を維持することが適当であると考えている。

次に、金融政策に関する市場とのコミュニケーションの改善、透明性の向上について簡単に触れたいと思う。昨年12月の決定会合において、私はFRBが実施した市場とのコミュニケーション改善による透明性向上策に言及したうえで、我が政策委員会としても、市場との対話に関する透明性の向上を継続的に議論することが肝要と問題提起させて頂いた。我が政策委員会の透明性が高まるよう、経済や物価の見通しに対する市場の見方と我々のそれとの差異が少しでも小さくなるよう、市場関係者等のニーズ、海外中銀の動向を見極めながら、市場とのコミュニケーションに係る最適の方法を選択していくことが重要と考えたからである。本日の金融政策運営上の情報発信の充実に関する執行部の提案は、先程の説明も含めて、私の考えに沿うものであり賛同したいと思う。

個々の改善点について、全てには触れないが、一つだけコメントさせて頂く。毎回の決定会合後に二つの柱に基づく点検結果を公表することについて、金融市場調節方針の決定内容だけにとどまらず、その背景となる金融経済情勢と金融政策運営の考え方を併せ公表することは、説明責任の肝であるところの情勢判断から政策運営へ至る関係とそのプロセスをより明確に伝える面での新たな工夫であり、極めて有意義であるとする。コミュニケーションの改善による透明性の向上は、金融政策運営の独立性確保と不即不離の関係にある説明責任の十全な履行を果たすうえでの最も重要なアプローチであり、中央銀行の永遠の課題といっても過言ではない。今後も、市場のニーズや海外中銀の対応に目配りしつつ、一層の改善に努めていくことが肝要である。従って、先程の執行部のこれが一応整ったという説明は理解するが、今後状況の変化であるとか、あるいは市場の反応をみながら、コミュニケーション改善に努めていくことが重要であると思う。その際、市場が求めているからというだけで応ずると言った、言わば、

多々ますます弁ずというやり方が必ずしも第一義でないことは言うまでもない。私からは以上である。

白川議長

このセッションでは二つ、情報発信と当面の調節方針を議論するが、二つに分けて進めたいと思う。最初に、情報発信の体制から議論して、そのうえで当面の調節方針を議論する。情報発信の体制については、皆様今回の提案に賛成だというご意見だったので、それに基づいて、今回はどう発信するかということを議論したい。そういう順番でやっていきたいと思う。

まず、情報発信というか透明性の方である。私自身、この問題——我々は何のために透明性を強化していくのか、あるいは情報発信方法を改善していくのか——を考える時に、二つのことを常に意識する必要があると思っている。一つは、金融政策の有効性を高めていくという観点である。これは当たり前であるが、透明性そのものが自己目的化していくのではなく、金融政策の有効性を高めていくという目的に照らして、それが有効かどうかということが問題だと思う。二つ目の基準は、今の有効性とは別の基準で、独立した中央銀行としてアカウンタビリティを適切に果たしていくという観点である。時として、透明性向上という名のもとで行われている議論を聞いてみると、現実の非常に複雑な経済、金融のメカニズムを考えた時に、提案されているような透明性向上策が本当に実現するのだろうかという思いもある。ただ、一方で冷静に考えてみると、中央銀行は独立性を持っている以上、我々の判断の根拠を説明していくのは、先程の有効性とは別の観点でやはり必要である。この二つの観点を常に意識して、しかし最後はバランスをとって実践的に考えていく必要があるといつも思っている。

今回の執行部の提案について委員方の意見を集約すると、2006年3月に導入した金融政策運営の枠組みに沿って適時かつ丁寧に説明する体制を充実させるべきであったというように思う。具体的な案としては、先程、執行部から四つの提案があった。一つは、毎回の会合後の二つの柱に基づ

く点検結果の公表。二つ目は、展望レポートの見通し期間の延長。三つ目は政策委員の見通し計数、リスク・バランス・チャートの四半期ごとの公表。四つ目は議事要旨の早期公表であった。この点では皆様、意見が一致していたと思う。皆様のご意見も踏まえたうえで若干コメントすると、経済情勢は不断に変化しているし、先行きの見通しは常に不確実性を持っている。そういう意味では、政策変更時のみならず、毎回の会合時に二つの柱に基づく点検結果を公表することは、より情勢変化に即した説明が可能になるという意味で望ましいという意見が多かったように思う。それから、見通し計数やリスク・バランス・チャートを中間評価の際に公表することも、情勢変化をよりタイムリーに分かりやすく説明する有用な手段であるということであったと思う。若干のリザーベーションは後から申し上げる。議事要旨についても、できるだけ早期に、つまり必ず次回会合で承認のうえ公表することが適当であるということに一致していたと思う。それから見通し期間であるが、金融政策の効果の波及には長くかつ可変的なタイムラグがあることを踏まえると、見通し期間を延長し、平均して2年程度先までの見通しと、それからリスク・バランス・チャートを示すことが適当であるということに一致していたと思う。

そういうことを申し上げたうえで、幾つかの留意点、ご指摘があつて、私自身もそう強く思うので、留意点を幾つか申し上げたいと思う。ある意味でこちらの方が重要かもしれない。一つは、見通し計数やリスク・バランス・チャートは飽くまでも経済・物価情勢のメカニズムを説明する補完的な参考であるので、文章による説明とともに市場関係者にこのことを十分理解してもらう必要があるということである。今日、決定されたら勿論公表する訳であるが、本日の記者会見でもその旨を強調して言うし、我々自身の情報発信でも——これはこれまでもくどい程言っているが——そう位置付けていく必要があると思う。二番目は、経済・物価情勢の変化に応じてタイムリーに変更することは勿論重要であるが、だからと言って議論を極端に進めて、データが公表される都度頻繁に見通し計数を変えたりすることは、市場を混乱させるだけであるし、我々自身の判断がそんなに

ころころ変わっていくということ自体がそもそも不適切である。従来のフリクエンシーから今回頻度を上げた訳であるが、これはどんどん行けば良いという話ではなくて、我々としては四半期という頻度が最適であると判断したと思う。この二つのことを特に留意したいと思う。

それから、情報発信の体制について、これで完成したのかどうかという点である。明示的にご議論のなかった方も含めて多分こういうことだと思うが、まず中央銀行の情報発信については、冒頭申し上げたように、これは先程の二つの課題を意識しながら、常に改善を図っていく、そういう意味では永遠の課題だと思う。ただ、現在のこの枠組みのもとで一応体制が整ったという意味であって、執行部も、このことを殊更強調したいということではなかったと思う。私自身の解釈で言うと、インフレーション・ターゲティングと呼ばれているものを採用することが、情報発信体制の完成された姿であるという理解が一部にあるように思う。必ずしもそういうことではなくて、インフレーション・ターゲティングは一つの立派な枠組みだと思うが、それぞれの国の状況に応じて一番ふさわしい体制を作っていく、そういう意味で我々は2年前に現在の枠組みを作った訳である。その枠組みのもとで様々な改善を試行錯誤で重ねてきて、今回一応の枠組みは整った。ただ、決して自己満足に陥ってはいけなないと私自身も思っている。対外的な情報発信という意味でもそうだが、この決定会合の議論の仕方——今2ラウンドしているが——、この2ラウンドの議論の仕方自身も、こういう発信体制になると少しずつ変わってくると思うし、改めてそういう目でみると、執行部の説明も添付資料であるとか口頭での報告の体制も少し変わり得るかもしれない。その辺は今決める必要はないが、試行錯誤で改善を図っていく必要があると思っている。

幾つか論点が出たが、取り敢えず私の方からはそのような感じである。この情報発信についてご意見があれば、それから、今の私の総括についてもご意見があったら、どうぞお願いします。

須田委員

まず気になったのは、先程の亀崎委員の話である。金融政策に関しては今のフレームワークがあるから、考え方について公表するといっても、それがその時々で変わるのではなくて基本的には変わらないということが大事である。それよりも、実体経済について、あるいはリスクについて語ることで、政策についての判断をマーケットないし皆に促していくということなので、その言葉自体で何か世の中に語り掛けることはまずないと私は思っている。

野田委員

今日の情報発信の充実に関する案を対外的にこうすると出した時に、先行きの金融政策の考え方にスポットが当たってしまうと、あたかも毎回変わるのかとか、あるいは頻繁に変わるのかということを連想させやすい。そういうことだな。

亀崎委員

先行きについて言うということは、そういうふうにとられると。

野田委員

ただ、その理解は須田委員のおっしゃるように、我々の気持ちとしてはそう頻繁に変わるものではないし、展望レポートで一定のことを示すので、毎月、毎月そこが変わるものではないという含みは持っていると思う。

白川議長

今日の発表は、情報発信の体制充実という内容と、それからこれに沿って——我々はこの後、議論するが——、第一の柱、第二の柱、それから金融政策の考え方もセットで発表する訳である。こういうものが今後出ることをまず申し上げたうえで、金融政策運営の考え方は展望レポートで説明しているということについて申し上げる。先程、亀崎委員からのご指摘の

点の中で、タイム・ホライズンという話があった。タイム・ホライズンの話は、今後毎月出ていくものに限らず、展望レポートで先行きを語る時にどの程度のタイム・ホライズンで語るのが良いのかという論点も多分含んでいると思う。どの程度のタイム・スパンについて考え方を出すことが適当かについては、それ自体が経済の不確実性に依存していると思う。そういう意味で、毎回先々2年間について金融政策のかなり具体的なことを述べることは勿論あり得ないが、どの程度のタイム・ホライズンが良いかということ自体がまず展望レポートにおいて議論の対象になると思う。そのうえで、毎月、毎月は大きな経済情勢の変化があれば勿論別だが、それがない時は考え方が大きく変わることは基本的にはないと思う。

#### 亀崎委員

通常、それはあまりないと思うが、先行きの状況がかなり変わりそうだという場合。今のような状況では市場も落ち着いてみている。ところが、O I Sが段々高まってきた時などでは、発信の仕方が微妙な問題になってくる。例えば、市場の取引時間外だと、かなりの動揺があるのではないか。

#### 水野委員

その点で言うと、他の多くの主要中央銀行が予め何時何分に発表すると決めている。F e dもそうだし、E C Bもである。我々はまだ7人でやっている中で——9人を前提にするか分からないが——、公表時刻が予め決められるようになれば、本当は一番良い。東京のマーケットが開いている時刻で、記者会見から逆算してということになると思うが。予め何時何分公表とすると、皆そこまでリラックスして待っている。日銀の場合は、12時を過ぎるといつ出るかと構えている。私の経験からすると、これはあまり良いことではない。

#### 亀崎委員

このところ12時ちょっと過ぎとか何度もあったので、如何なものかと

思う。過去をみたら、例えば 2006 年 7 月は 13 時 40 分だから問題ない。2007 年 2 月は 14 時 15 分であるから問題ないが、12 時 15 分とか 20 分で発表してしまった時に、かなり動揺が生じるのではないかという気がする。少なくとも 12 時半前というのは、仮に早く終わった場合でも発表するのはどうなのか、という気がする。

#### 白川議長

どの時刻に結果を発表すべきかというのは大変難しい問題だと思う。確かに時刻を定めて、1 時 15 分に発表するとかと決められるのであれば、他の条件が同じとすれば望ましいとは思う。しかし、これまで決定会合にずっと長く出てきた経験からみると、随分、経済・物価情勢が大きく変わって、それから金融政策についても大きく議論が分かれているということが現実にあった。そういう時に時間切れでもう時間がないから決めてしまうのは、やはり乱暴だという感じがする。これも色々蓄積していった、段々にプラクティスができていくということは将来あり得るかもしれないし、将来について全否定する訳ではないが、我々自身はリーズナブルな時間を想定しながら議論をしていくということに当面ならざるを得ないと思う。

#### 亀崎委員

決めるというよりも、11 時半、12 時半とか 12 時半前にならないのであれば、1 時ではなくても 1 時半でも 2 時でも良い。12 時半前は、国債の先物市場で取引が行われていないし、ユーロ円金利先物市場が動いていない。それを超えれば問題ないのではないかと私は思う。

#### 水野委員

私はそれに同感である。民間にいた立場から言うと、マーケットが予想していない結果が 8 時半とか 12 時過ぎとかマーケットが開いていない時に公表された場合、非常に困った。何日に決定会合が開催されるかも分からない時代もあったので、それからすると相当良くなったが。取り敢えず

今日決めることではないが、マーケットが開いている時刻に公表した方が私は良いという気はする。それをかちっと決める訳ではないであろうが。

須田委員

亀崎委員がおっしゃったのは、今後の新しい決定についての論点ということではなくて、これまでの決定についてもそうだったということであるな。

亀崎委員

然り。たまたまこのところずっと 12 時 15 分とか 20 分とかで終わったので問題なかった。しかし、例えば政策金利を上げるとかなんとかいう状況になってきた時に、これは微妙だと。

水野委員

然り。

亀崎委員

ということである。おっしゃるとおりだが、たまたまこういう話があったので。

野田委員

情報を発信する量が増えるというからな。

白川議長

今、金先の議論をされたが、金先にも色々なマーケットがあるし、マーケットが現実には正確にどの時間帯に閉まっているのかというのはマーケット毎に異なっていると思う。もう少しファクトも含めて共有したうえで、皆が大体どの辺の時間を意識するかということについて一回議論しても良いかもしれない。いずれにせよ、今日そこを決めるのではなくて、そ

ういう論点があるということだけ今回意識したいと思う。情報発信については、これで宜しいか。

水野委員

白川議長に今纏めて頂いたが、私は、見通しの期間を2年半、3年、4年とまた延ばしていくことに特に意味があるとは思っていないので、新しい枠組みにおける情報発信の充実という点では一応これが一つの目途かと思う。ただ、今日だけではなくて、これから色々な記者会見で、我々も金融経済懇談会に行った時とかに、そういう質問が出ると思う。発信する情報量が増えれば、それが情報発信としてベターとは必ずしも言えないという意味も含めて、小出しに出していくのではなくて、ある程度纏めて出すことに今回一つ意味があるかと思っていて、公表時刻はまだ議論の余地があると思うが、そういうことで良いと個人的に思う。皆様の中では、そこはどうか。

須田委員

私は、体制は整ったというのは、やってみてどうかということの評価がないといけないと思う。それはやる前から整ったと言えるとは思わない。

水野委員

然り。今かちっと決める必要はないと思う。ただ、今日の措置については、マーケットからプレッシャーをどんどん受けてやった訳ではない、勿論、マーケットの要望も踏まえているが、一つのファクターであって、それに強制されてやった訳ではないということも言うためにも、一応これで遜色のない体制は整ったという言い方をされた方が良いと思う。先程、白川議長が上手くおっしゃっていたが、今後、常に検討する永遠の課題ではあるものの、という言葉が良いな。

西村副総裁

私もそれは言いたいが、ちょっと。

野田委員

それは、私も申し上げたが、白川議長が三番目の留意点で整理されたように、コミュニケーションはベスト・プラクティスはないから、常に改善していくという基本姿勢が前面に出るのが筋で、これで終わりだとか、取り敢えず一定の改善は進んだという言い方はむしろ基本姿勢にもとる話となる。そこは言い方だと思うが。これまで相当改善は重ねてきたという事実を淡々と申し上げることがむしろ良いのかと私は思うが。

須田委員

私もそう思う。

西村副総裁

私もそう思うな。

野田委員

事実だけを申し上げておけば、当面は必要十分かなと思うが。

水野委員

だから外に言うのではなくて、ここで皆様の意識として、内部として。

野田委員

それは、なんとなく共有されているのではないか。

水野委員

そうでないと、取り敢えずこれを纏めても、そう思っているだろうと分かる人には分かってもらえるかもしれないが、分からない人には本当にこ

れが最後なのか、そうではないのか。これはその時によって変わるのでと言うしか想定問答としてはないのだと思うが。そうでないと今日これで…。

野田委員

それはそうである。

水野委員

このメンバーの中において、一応これで一通り遜色のないものができたという意識だけは共有しておきたいと思う。

野田委員

敢えて申し上げれば、次回、次々回にまたコミュニケーションの議論をと考えていない。

水野委員

特にF e d がずっと議論していて。

野田委員

ただ、須田委員がおっしゃったように市場がどう反応するかという辺りも我々は仔細にみていく必要があるので、これをいつもよりも踏まえて、必要であれば改めて議論することが必要だと思う。

白川議長

例えば、体制については——どういう言葉が良いのか分からないが——整ったと思うが、多分その体制のもとでどういう情報発信をしていくかという点の方がより重要だろうと思う。そういう意味では、私がずっと課題であると言ったのは、運用の方だろうという感じがする。それに対して、世の中で漠然と言われているのは、運用の問題も然ることながら、体制の

ことばかりずっと言われているような気がして、それに対して若干一言言いたいという気持ちもあるが、言い過ぎると。

水野委員

墓穴を掘るな。

須田委員

そういう意味だったのだな。

白川議長

そういう気分である。

須田委員

分かった。

水野委員

だから良いのである。来月もこれをやりたいと思われなければ、それで私はハッピーである。来月、再来月もやれと言われると。

中村委員

冒頭、須田委員がおっしゃったように、金融政策運営の枠組みの中でのことであるとの確認ということ。

水野委員

枠組みが変わってしまったら、また。

野田委員

それは共通理解である。

白川議長

また後から発表文で若干議論があるかもしれないが、取り敢えず、次の調節方針に移る。先程、第一のセッションで、第一の柱と第二の柱でも纏めたので、このセッションでは極く簡単に議論を総括したいと思う。そういう意味では前段の方の総括が活きていると思う。我が国経済はエネルギー・原材料価格高の影響などからさらに減速しているが、やや長い目でみると、物価安定のもとで持続的な成長を続ける可能性が相対的に高い。これが第一の柱である。ただし、海外経済や国際金融市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など、景気の下振れリスクには引き続き留意する必要がある。また、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、物価の上振れリスクに注意が必要な状況にある。それから、先程申し上げた実質金利が非常に低いだけに経済・物価の振幅をもたらすリスクも当然意識している。これが第二の柱である。こうした判断のもとで、調節方針については現状維持が皆様の一致した意見であった。先行きの政策運営としては、引き続き金融市場の安定を維持すると同時に、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、それらに依じて機動的な政策運営を行う方針を維持するという考え——これは4月の展望レポートの表現であるが——で臨むということだと思う。

それを申し上げたうえで、今日間違いなく記者会見で聞かれるのは、景気の下振れリスクと物価の上振れリスク、これは金融政策の運営上どちらが大きいと評価しているのかという点である。今日の委員会の結論はどうであったのか、間違いなく聞かれると思う。各委員のご発言を聞いていると、私自身は、微妙なニュアンスの差はあり、ある人は若干景気にウエイトを掛け、ある人は若干物価にウエイトを掛けているかという気もしたが、ただ今この場でどっちだと決めるだけのディサインプな材料がある訳でもないし、またそのことを今決めることに実益があるようにも思えないという感じがする。つまり、どちらのリスクが大きいということ自体が今大きな不確実性になっている訳だし、そういう意味で、私自身は聞かれた

ら、双方のリスクに注意が必要な段階であることを言っていくことが一番良いのかと思うが、その辺は如何か。

須田委員

そう思う。評価は難しいし、先程お話があったように、まずタイム・スパンもリスクも様々なものが考えられる。より短期とか、あるいはより長期的なもの。それからリスクを本当にリスク・バランス・チャートみたいに面積で評価できるかというのと、それもできない。それからもっと言えば、実際には政策を運営するうえで、それをどう評価するか。分布と政策スタンス、先程のテイル・リスクをどう評価するのかというのと同じで、そういう点も考えながらリスクを評価していかななくてはならないので、それまでも考えたらこの不確実性の中で何とも言えないというのが答えだということ、私は言いたいと思っていた。

野田委員

委員会を総括するという意味では、私はそのとおりだと思う。

白川議長

他の方もそれで宜しいか。

水野委員

一点だけ。白川議長が前回かに、物価、景気両睨みという言葉は個人的には好まないとおっしゃっていた記憶があるのだが、それとの整合性はどうか。

白川議長

その辺りを申し上げようと思ったのだが、景気の下振れリスクと物価の上振れリスク双方に注意が必要な段階にあると言った時、単に双方をみているのでは、ある意味ではいつの間にか流されてしまう危険があると思う。

そういう意味で、二つを勿論みていくが、その時の判断軸はしっかりしないといけなし、やや抽象的な言い方になるが、日本銀行法に規定されているとおり、物価の安定を通じて持続的な成長を実現していくという軸自体ははっきりしている。その軸に照らして、現在の景気、物価をどう評価するかということで、単に、今回は景気を重視しようとか、今回は物価を重視しようとかいう話ではないということを書いていくということだと思う。ただ、それをこの後8月、9月と決定会合の回を重ねていくうえで、先程の上振れリスク、下振れリスクがそれぞれ明確化してきて、その中で具体的に情報発信をどうやっていくか。苦しい局面は多分出てくると思うが、それはまたその時に議論していく。しかし、判断軸はそういうことだということを繰り返し書いていくことかと思う。

水野委員

敢えて言うのなら、今この時点ではどちらとも言えないという感じなのではないか。特に穀物あるいは資源インフレはいわゆる外生的な価格ショックであるし、これは日本銀行に限らず中央銀行では如何ともしがたい部分もある。それから予想もつかないところもある。非資源国である我が国にとっては、それが同時に景気に影響を与えてくるという意味で、まさに景気と物価を分けること自体、あまり意味がないかという気がする。

白川議長

印象であるが、分からないというよりか、双方に注意する必要があるとポジティブに言った方が良いかなと。

水野委員

勿論、言葉はお任せする。

白川議長

それでは、金融政策運営に関する討議について、財務省及び内閣府から

ご発言をお願いします。

川北財務省大臣官房総括審議官

我が国経済の先行きについて、景気は緩やかに回復していくと期待されるが、アメリカの景気後退懸念や株式・為替市場の変動、原油価格の動向等から、景気の下振れリスクが高まっていることに留意する必要がある。このような経済情勢のもとで、今後の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。原油などの価格の動き、サブプライムローン問題などの影響、アメリカ経済を含む世界経済の動向について、注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。最後に、これまで申し上げているが、日本銀行におかれては、今後の経済動向の展望や金融政策の考え方について、市場や国民に分かりやすく説明することに引き続き配意して頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府、お願いします。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、主要な需要項目である個人消費や設備投資が横這いであることから、総じてみれば、景気回復は足踏み状態が続いているが、このところ一部に弱い動きがみられていると認識している。先行きについては、景気が緩やかに回復していくと期待されるが、アメリカの景気後退懸念や、株式・為替市場の変動、原油価格の動向等から、景気の下振れリスクが高まっていることから慎重にみていく必要がある。一方、物価の動向については、1～3 月期は国内需要デフレーター及び単位労働コス

トが上昇したものの、GDPデフレーターの下落幅が拡大している。名目GDPは依然として低い伸びで推移している。今回の展望レポートの中間評価については、想定していた経済・物価情勢との比較及び今後の見通しについて、原油等価格高騰の影響を除く物価の基調的な動きを慎重に判断しながら、丁寧にご説明頂くようお願いする。政府は6月26日、最近における原油、食料、飼料、原材料等価格の高騰の影響を踏まえ、「原油等価格高騰対策」を取り纏めた。また、6月27日には、日本経済の成長を強化するとともに、豊かで安心できる国民生活を実現するための経済財政改革の道筋を示す「経済財政改革の基本方針 2008：開かれた国、全員参加の成長、環境との共生」を閣議決定した。今後、本基本方針に基づき、改革への取組みを加速・深化する。民間需要主導の持続的な成長と両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。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の運営に努め、景気や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

水野委員

一つだけ、確認。物価の下振れではない。景気の下振れであるな。

藤岡内閣府審議官

景気の下振れや物価のリスクを考慮して。

水野委員

そうだな。GDPデフレーターに触れられたが、これだけ交易条件が悪

化すると、国内需要デフレーターがプラスに転じており、GDPデフレーターとCPI、それから国内需要デフレーターの動きが乖離してきている。それで、もう2年程前になるか、デフレ脱却の定義の中でGDPデフレーターを入れられたと思うが、引き続きそこには入っているという理解で宜しいか。

藤岡内閣府審議官

ご説明申し上げますと、GDPデフレーターの下振れは、基本的に、毎四半期、数兆円ベースで原油価格等のストックが流れている影響であるかと思う。今の経済状況において、そういう相対価格の変化の中で、日本経済が調整局面にあると考えている。それをコスト・プッシュ・インフレとみるか否かという点については、コスト・プッシュという見方でご説明は申し上げているが、我々は今後骨太でもそういう新しい価格体系への適応という意味で、どういう対応を採るかは今後検討していくべきだと考えている。

水野委員

有り難うございました。

## VII. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取り纏めに入りたいと思う。これまでの議論を踏まえると、まず金融政策運営上の情報発信の充実について、議案の取り纏め、採決を行った後、金融市場調節方針の議案に移ることが適当だと判断する。それでは、執行部は情報発信の充実に関する公表文案を配付して頂きたい。

[事務局より議案配付]

それではお願いします。

雨宮企画局長

それでは公表文の文案を読み上げさせて頂く。「2008年7月15日。日本銀行。『金融政策運営の枠組み』のもとでの情報発信の充実について。日本銀行は、2006年3月に導入した『金融政策運営の枠組み』のもとでの情報発信を充実するため、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を実施することを決定した。これらの措置の狙いは、経済情勢は不断に変化し、先行きの見通しは常に不確実性を伴っていること、金融政策の効果の波及にはタイムラグがあることなどを踏まえ、経済・物価の現状と先行きおよびリスク要因について、枠組みに沿って、適時かつ丁寧に、説明する体制を整えることである。1. 毎回の決定会合後に2つの柱に基づく点検結果を公表。『金融政策運営の枠組み』では、毎回の決定会合において、2つの柱に基づいて、経済・物価情勢の点検を行い、金融政策運営を決定することとしている。これまで、会合後の公表文では、政策変更の場合には決定内容とその背景を、また、現状維持の場合には決定内容のみを公表してきた。今後は、毎回の会合後に、決定内容に加え、その背景となる経済・物価情勢の評価を2つの柱に基づいて整理して示すとともに、先行きの金融政策運営の考え方について公表することとする。なお、『金融経済月報』については、上記の背景を説明する資料として、決定会合の翌営業日に公表することとする。2. 展望レポートの見通し期間を延長。『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）では、これまで、当該年度および翌年度の見通しを公表してきたが、今後、10月の展望レポートにおいては、これに加え、翌々年度の見通しも公表することとする（本年10月より実施）。3. 政策委員の見通し計数、リスク・バランス・チャートを四半期毎に公表。本年4月の展望レポートで掲載したリスク・バランス・チャートについては、引き続き公表することとする。その上で、政策委員の見通し計数とリスク・バランス・チャートを、1月・7月の中間評価時にも、参考資料として公表することとする。4. 議事要旨を次回会合で承認の上公表。これまで、決定会合の議事要旨は、会合の日程に応じて、

次回または次々回の会合で承認してきたが、今後は、次回会合で承認の上公表することとする。これに伴い、政策委員会議事規則を以下のとおり改正する。」。以下小さいフォントが議事規則である。変更後の文章だけ読み上げる。「第 13 条第 2 項。議長は、委員会の承認を得るため、次回の金融政策決定会合において議事要旨を提出する。以上。」である。

決定の手続きの関係で一つだけ補足させて頂くと、これを議決頂く場合には、内容的には公表文の議決と、それから今申し上げた政策委員会議事規則の変更の議決と 2 本ある訳だが、合わせて 1 本の議案として後程お諮りさせて頂きたいと考えている。

白川議長

内容的には先程議論したことであるが、この文言について何かご意見はあるか。

野田委員

単なる日本語の問題なのだが、本文 2 行目、「発信を充実するため」なのか、「充実させるため」なのか。日本語はどうか。

水野委員

「日本銀行は」が主語である。

須田委員

「させるため」か。

野田委員

「充実させる」ではないか。

須田委員

「させる」だな。

雨宮企画局長

他動詞、自動詞、両方あるような気がするが。

野田委員

その問題なのである。ちょっと引っ掛かっただけである。さらっと聞  
いていて。特にこれで誤解されることはないので、どちらでも良いと思  
うが。

山口理事

「発信を充実させるため」というのは分かるが、何か他人事のような距  
離感があるように感じる。

白川議長

他動詞だと「される」という感じだが、なんとなく距離感があるという  
感じを私も受けた。

野田委員

ちょっと引っ掛かっただけなので。よくよく考えるとちょっと変かと。  
さらっと考えると問題ないが。

白川議長

ではこの発表文章はこのままで宜しいか。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

本公表文は会合終了後、直ちに公表したいと思う。事務局は公表の準備をお願いする。なお、本決定に伴い、金融経済月報については、執行部作成のレポートとして、全文を明日16日14時に公表することとする。

次に、金融市場調節方針の議案の取り纏めを行いたいと思う。なお、対外公表文は、経済・物価情勢の評価等を含めたものとするため、後程別途決定したいと思う。調節方針については、先程の議論を踏まえて、現状維持を提案したいと思う。

[事務局より議案配付]

内田企画局参事役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。

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。

白川議長

それでは申し訳ないが、これから採決に入るので。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、全員一致である。

白川議長

それでは、山本理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って、調節に努めるようこれをもって指示するので宜しく願います。では政府の出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

申し訳なかった。全員一致であった。ただ今議決された方針及び本日の

議論に基づき、執行部は対外公表文案を用意して頂きたい。また、委員方は成長率やインフレ率の見通し及び分布をご提出頂きたい。それでは集計及び公表文案の作成のため暫く休憩をとる。再開は12時35分とする。政府出席者の方におかれては、その間控室でお待ち頂いても結構である。

(12時23分中断、12時35分再開)

白川議長

宜しいか。それでは、執行部は対外公表文案を配付して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、新しい公表文を読み上げさせて頂く。まずは今頂戴した見通し計数とリスク・バランス・チャートをご覧頂きたいと思う。(参考1)が見通し計数である。数字をみながら申し上げますと、それぞれ4月時点と見通しで中央値三角カッコ内同士を見比べて頂くと、まず2008年度の実質GDPが4月時点の見通し+1.5%から+1.2%。2009年度が+1.7%から+1.5%ということで、幾分下振れということだと思われる。それから国内企業物価・消費者物価指数については、両年度とも、2008年度を中心に4月時点の見通しと比べて上振れということである。因みにCPIは、2008年度で4月時点の+1.1%から+1.8%、2009年度は4月時点の見通しの+1.0%から+1.1%という数字になった。(参考2)でリスク・バランス・チャートの集計結果である。今回は2回目なので、前々回の委員会でご議論があったとおり、前回との比較ということが分かるように、この黒塗りしてあるところが今回、透明なグラフが前回ということで、前回との比較が分かるような表にしている。特徴点は、大きく言うとそれぞれ共通で二つあって、まず(1)実質GDPをご覧頂くと、前回と比べて少し下の方にシフトしているということで、全体の絵が幾分下振れしてい

る。それに加えて、恐らくこの中心値、最頻値と比べるとこの黒塗りの分布自体も少し下の方のリスクが大きくなっているということかと思われる。それに対して、(2)の消費者物価であるが、全体の絵は前回と比べると、上振れしていることに加えて、今回の黒塗りのグラフの中での分布の形状をみると、真中と比べると、上振れリスクが厚めになっているという絵になっているかとみられる。

以上を踏まえて、冒頭の公表文を読み上げさせて頂く。「2008年7月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した。全員一致。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. 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、さらに減速している。先行きは、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予想される。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などから、足許+1%台半ばとなっている。先行きは、当面上昇率がやや高まった後、徐々に低下していくと予想される。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。3. 4月の『展望レポート』で示した見通しに比べると、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（除く生鮮食品）とも上振れると予想される。4. リスク要因をみると、国際金融資本市場は不安定な状態が続いている。また、米国経済など世界経済には下振れリスクがある。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る。このように、景気の間では下振れリスクに注意する必要がある。物価面では、世界的にインフレ圧力が一段と高まっている。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ある。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。5. 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る。以上。」である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

二点ある。まず一つは、今の数字をみると、2008 年度の実質GDPの伸び率の中心値は+1.2%である。これはゲタを考慮に入れるとゼロ成長である。ということは、「さらに減速している」というよりも「停滞している」という方がよりフィットするのではないかと、これをみて感じた。それから、その前の「設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど」というのは現状判断と言って良いか。今日の基本的見解の部分では、設備投資に関しては、現状は前月と変わらず、そして先行きは下振れる可能性も考慮に入れていると思う。現状は変わらないけれど、それが鈍化することとは、さらにということだから、この読み方だと、設備投資は現状今までより下振れている、という判断になるような気がする。ちょっとそこが気になった。

雨宮企画局長

まず、今年度の成長率との関係で申し上げると、2. の冒頭である「伸びが鈍化するなど」というのは、足許の評価から始まって、やや先の展望に結び付けて、いわば全体としての第一の柱の評価という格好になっている。「さらに減速している」という評価は+1.2%を称して言っているというよりは、足許の動きの評価であって、むしろその後…。

須田委員

いや、設備投資の部分が。

雨宮企画局長

「さらに減速している」というのは、「わが国の景気は」である。

須田委員

「景気は」か。

雨宮企画局長

「設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している」の主語は「わが国の景気は」である。

須田委員

でもそこで、設備投資についても普通に読んだら。

野田委員

でも、「設備投資は鈍化するなど」である。

須田委員

これは変わらなくて、でも消費は足許もっと下振れている。

雨宮企画局長

そういう判断資料は月報の方で細かく出ていて、委員会としてご議論のうえで判断された大きな傾向というかを記述するのに、これで適切かどうかというご判断だと思うが。

須田委員

設備投資に関しては、今日の話だと、収益は下振れているけれど、思い

のほか強かったという評価の方が多かったと思う。だから、今回で下振れているという判断ではないという文章だったら別に構わないが、文章として「さらに」が直ぐ続いてしまうので、ちょっと気になったということである。

#### 雨宮企画局長

細かい需要項目別の補足説明資料的に申し上げる。元々の基本的見解の原文で申し上げると、「設備投資は増勢が鈍化している」という評価と、「個人消費はこのところやや伸び悩んでいる」と。「伸び悩み」と「増勢鈍化」という微妙な表現の違いはあるが、ここで恐らく先程のご議論の中でも「さらに減速」という評価は皆様で共有されていると思うが、それを記述する時に纏めて評価すると「伸びが鈍化」ということで代表させて良いという判断である。

#### 須田委員

あまり厳密に細かくということではないということか。最初の公表文なのでどういうレベル感かというのがよく分からない。

#### 雨宮企画局長

逆に言うと、ここでのご議論を踏まえて、この公表文とその背景をなす基本的見解——今度から基本的見解は名前を変える。月報の細かい需要項目の評価——は、連動していると思う。従って、先程申し上げたとおり、金融経済月報の公表を翌日にしたというのも、ここでの総括判断もご議論も踏まえて、必要な修正をする場合もあるということも踏まえてやっている。ただ一個一個細かいこの「増勢鈍化」とか「伸び悩んでいる」という評価よりはもう少し概括的な評価をここに入れて頂くということで良いかと考えている。

須田委員

ということは、これは全然変えなくても、今の基本的見解の書き振りと評価が合っているということか。

雨宮企画局長

然り。

須田委員

それであれば良い。

山口理事

基本的見解はなくなるのである。

須田委員

もうなくなるのか。

山口理事

概観としては残る。

須田委員

概観としてだが、私はこれは議論していくうえで非常に重要で、決定しなくても、これからも重視したいと思っている。

山口理事

須田委員がおっしゃるように厳密に書きたいというのであれば、「設備投資の増勢鈍化」や「個人消費の伸び悩み」というように分けて書くか、ということである。概括的に景気全体を整理している中で、需要項目についてそこまで細かく記述するかどうかの判断だと思う。

水野委員

FOMCの声明文を考えると、1頁に収まる位の方が良いかと私は思っていて、これは多分そういう判断も含めて個別の記述を翌日に送ったのかと私は理解した。

白川議長

私は、今回はこういう文章で良いと思うが、次回以降を考えた場合、リスク要因はそうそう文章が大きく変わる訳ではない可能性がある。毎回変わる部分が非常に少なくなってくるというののもどうかという感じがする。そういう意味では、現状パートはそこそこの分量があった方が良いという感じはしている。今回の場合は、第二の最初の「さらに減速している」というところが現状パートである。そういう意味で、今回は中間評価はないので、現状パートをこれよりもう少し膨らましていく。もう少し月々の微細な変化変化を総括的な形ではあるけれども、この文章に書いていくという手もあると私は思う。ただ、全体としての文章をあまり長くしたくないという気持ちもある。それでは、現状については先程の説明で宜しいか。

須田委員

分かった。

白川議長

他にご意見はあるか。

水野委員

質問であるが、2.の最後で、「相対的に」というのは、これが実現しない可能性に比べて実現する可能性が高いという意味か。

雨宮企画局長

元々、金融政策運営の枠組みでは「最も蓋然性の高い」ということなの

だが、その時にそれを第一の柱としてのいわばメインというか一番最頻値的なイメージを残した文章にしたということである。

水野委員

分かった。

野田委員

従来からこういう扱いを。

雨宮企画局長

相対的に高いとか蓋然性の高いという言い方をしている。

野田委員

議長の会見とかではなさっていると思うが。

水野委員

それと同じ意味だな。

須田委員

先程の実力ゼロ成長でもさらに減速ということはどう評価されるのか。

水野委員

でも4～6月期が出るとまた変わってしまうのではないか。

須田委員

それは4～6月期はマイナスになると思っているが、それはある程度想定できる訳ではないか。それを分かってから変えるというのは変な感じがする。バックワード・ルッキングだなど。

山口理事

停滞していると思うべきだと。

須田委員

+1.2%ということからすると、もうゼロ成長である。私はもう少し高い成長を想定しているが、足許はどうもなかなか引っ張っていく力がみえないから、停滞しているというのが実感にあっていていると思う。それで、伺っただけである。

山口理事

先程雨宮企画局長から言ったが、2008 年度についての見通しとして+1.2%ということである。ここに書いてある「さらに減速している」というのは現状のスピードについての評価である。従って、+1.2%という先行き見通しと現状の評価を繋げようとしても、そこには無理があるのではないか。

須田委員

+1.2%というのは、足許はもっと悪い、マイナスであることを意味するので。

山口理事

全体の流れとして、さらに減速し、そして当面減速が続き、その後次第に緩やかな成長経路に復するという事を考えているということである。

須田委員

停滞しているとゼロ成長のイメージで、減速というともう少しプラスのイメージがあったので。

水野委員

多分、須田委員は私と同じだと思うが、参考計数から引っ張ってきて現状判断するというのは多分良くないのではないかと私は思っている。私もちょっと低いかという気もするが、7人の見通しの数字を出したらこういう結果になった。「さらに減速している」というのはどちらかというと月報を書いている時のイメージであるな。2年はいかない、あるいは1年、もっと短いところで表現すると、足許の動きはこういう表現だという話だ。+1.2%と書くと、数字をプレイアップしている感じがしてしまうかと。

野田委員

10～12月期、1～3月期とプラスできていて、急激に今は減速しているというイメージである。ただ、先に延ばしていくと皆様の集合としては確かに瞬間的にゼロ成長ないしは停滞ということになるが、ここは今の動きを示しているのだろうと私は思っている。

山口理事

これまで減速しているという評価をしてきたこととの関係では、須田委員がおっしゃるように、停滞しているとの評価もあり得ない訳ではない。そこはここでご議論頂ければと思う。

須田委員

問題提起ということで、最初から強くは主張しない。

野田委員

それと先程水野委員のおっしゃったことは重要なことであって、我々は数字が先にありきではなくて、この定性的な見方が先にあって、あくまでも数字ないしバランス・チャートは参考資料であるという位置付けなので、この定性的な文章が皆で共有できるのであれば、こちらを優先するという方が良いと思う。

須田委員

定性的に考えると、今あまり引っ張っていくものはない。外需もないし、消費も落ちている。足許、凄く落ちている。それで、その結果が4～6月期でマイナス成長になるのではないかと、そのうち出てくるのではないかと、思っているから、数字の問題ではなくて、現時点で、私としては非常に実感として停滞していると思っているところである。

亀崎委員

6月に減速しているという我々の見方から、その後、短観が出て、さくらレポートをみて、そういう状況でさらに減速しているので、私は違和感ない。

水野委員

だから今回これを初めて出す訳だが、前月から今月に掛けての変化という意味ではそこに「さらに」を付けるということで一致されていると理解したが。これは大事な問題提起だと思っているのだが、もしそういう理解で良ければ「さらに減速」で良いのかという感じがする。

須田委員

議論することが大事だと思っているので。

水野委員

それは大事なことである。

須田委員

皆様とどういう記述の仕方をするかということ。

水野委員

然り。どういう基準で書いていくかということで、凄く重要なことであ

る。

野田委員

今言ったように潮目が変わっているところをどこで示すかというのは、今回示すのか、もう1か月をみて結果次第では来月示すのか。

水野委員

だから、データをさらにみた場合、「さらに減速」ということは来月、再来月は変わるかもしれない。その時は+1.2%が変わっている——出さないのだけど変わっている——と同時に、恐らくそのデータをみてこの表現が総意として良いだろうという表現にするとの判断になろう。

西村副総裁

メカニズムのところで「さらに減速している」といった場合、私はかなり幅をもってみている話である。私はかなり下の方をみているので、ほとんど停滞若しくはマイナスというところをみている。しかし、皆様で合意できるメカニズムとしては「さらに減速している」ということで、私はそれが全体として合意できるメカニズムの説明として良いのではないかと思う。

白川議長

今まで、我々は最初に「減速」とし、今回「さらに減速」。多分減速という過程を表わす言葉はずっと使える訳ではなく、どこかの段階で、そう遠くない段階で、一定のレベル評価をしないといけないと思う。そういう意味でそういう時期が遠からずくるとは思うが、私自身は連続性を考えていった場合には、今回は「さらに減速」ということで、次回若しくは次々回にもう一回議論してみるという方がセンシブルかという感じがする。それでは、そこはそういう問題提起を受止めたうえで、ここはこうする。文言というか文言に秘められた理解であるが、他にあるか。それでは採決に

移りたいと思う。宜しくお願いする。

[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

本対外公表文についても、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は公表準備を始めて頂きたい。

VIII. 議事要旨（6月12～13日開催分）の承認

次に、議事要旨6月12日、13日開催分の承認に移りたいと思う。この点については事前にお配りしているが、ご異存はないな。

[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。

IX. 商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有についての執行部説明  
と決定（資料－7）

白川議長

それでは、次に、商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有についての執行部説明と決定をお願いします。

鮎瀬企画局参事役

それでは、資料番号7番の資料である。題名が「商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有について」という資料であるが、宜しいか。資料の1頁目である。本件の概要であるが、商工組合中央金庫の株式会社化に当たって、商工組合中央金庫との間で、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、商工組合中央金庫が一定期間において日銀当座預金に一定額以上の平均残高を保有するとの契約を締結することと致したい、というものである。そこで今回ご決定頂きたい事項であるが、この「(決定事項)」という部分である。商工組合中央金庫の本行に対する預け金保有に関する契約の骨子をお決め頂いて、その骨子のもとでの契約を商工中

金との間で締結するという事をお決め頂く、ということである。こうした契約を締結致したいと考えるに至った考え方について、若干付言させて頂く。この＜考え方＞という部分である。商工中金は、本年10月、協同組織から株式会社へ組織転換をする。その後、概ね5～7年後を目途に、政府保有株式の全部を処分することによって、完全民営化することとなっている。これは、いわゆる政策金融改革の一環として行われるものである。次に、こうした商工中金の準備預金制度上の取扱いである。現在の商工中金は、準備預金制度に関する法律のもとで、政令指定されれば対象機関となることとされているが、これまでは政令指定されていない。本年10月に株式会社化された後も、完全民営化されるまでの移行期間中については、この準備預金制度の対象金融機関としての政令指定は引き続きなされないこととなっている。この背景であるが、この資料には記載していないが、この移行期間中については、商工中金は中小企業団体等に対する金融の円滑化を目的とした業務内容に大きな変化はなく、また、これを支える政府出資、政府による監督も残ることなどを踏まえた判断であると聞いている。次の黒丸の部分である。他方ということであるが、金融調節の円滑な実施を確保する観点から考えると、商工中金の日銀当座預金に対する需要についても、安定的かつ予見可能なものとするのが適当と考えられる。また、先行き完全民営化される段階では、商工中金は準備預金制度の適用対象とされる見通しであると聞いており、そうであればその円滑な実施を図っていく必要があると考える。さらに、商工中金と民間金融機関とのイコール・フッティングにも配慮することが必要と考えられるところである。以上を踏まえて、本件の預け金保有に関する契約の締結が適当と考えたものである。なお、本行はかつて2003年4月に日本郵政公社が発足して、本行と当座預金取引を開始した際に、本件と同様の預け金保有契約を締結した経緯がある。

資料の2頁に移って、今回ご決定頂きたい本件契約の骨子について説明させて頂く。まず、(1) 契約の趣旨である。契約の目的は、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保することである。また、(2) 商工中金の本行

に対する預け金の保有であるが、商工中金は所要預け金額以上の金額を本行に対する預け金として保有することとする。次に、(3) 所要預け金額の計算方法である。これは商工中金の毎月中の毎終業時における対象債務の残高にそれぞれの預け金率を乗じたものを合計し、これをその月の日数で割る、その月の1日当たりの平残ベースにした金額として捉えるということである。これは、準備預金制度に準じた方法であって、また対象債務についても、準備預金制度における対象債務の区分に合わせる形で、この①～⑦に示した債務を対象とする。(4)の預け金率の設定、変更であるが、預け金率については後程ご説明させて頂く方法に従って、本行が設定、変更し商工中金に通知することとする。次に、(5)の本行に対する預け金の額の計算方法である。これも準備預金制度における積み方式、積み期間と合わせて、その月の16日から翌月15日までの商工中金に係る本行の預り金の合計額を当該期間の日数で割る、1日当たりの平残ベースとして捉える、ということである。(6)本行に対する預け金額が不足する場合の措置も、準備預金制度上の取扱いに合わせて、商工中金は違約金をその月の翌々月の15日までに本行に支払うこととする。違約金の計算方法は、これも準備預金制度の取扱いに準じている。(7)本行に対する報告書の提出。商工中金は、毎月分の対象債務、本行に対する預け金の状況に関する報告書を翌月までに本行に提出することとする。最後に、(8)契約の変更である。本行または商工中金のいずれか一方が、契約の変更の必要を認めて協議を申し入れた場合には、双方で協議するというようにする。

3頁目に「別表」として預け金率の計算方法を示している。まず、定期性預金及びその他の預金の預け金率である。これらについては、それぞれ準備預金制度対象信用金庫における直近1年間のそれぞれの平均実効準備率とする。その考え方であるが、こうした平均実効準備率を使うことによって、商工中金の資金決済需要をカバーするに十分な日銀当座預金需要の創出が可能であること、また、準備預金制度対象信用金庫とのイコール・フットィングにも配慮したものとなることを勘案したものである。この平均実効準備率による預け金率は1年毎に変更、すなわち計算のし直し

をすることとする。またその際には、激変緩和措置という意味合いで変動幅の限度を設けて、その限度を 0.1%としている。次に、「定期性預金」、「その他の預金」以外の債務に係る預け金率である。これらはそれぞれの債務に係る準備預金制度上の準備率そのものとする。また、準備預金制度上の準備率の変更が行われた場合の預け金率の取扱いであるが、これは本行と商工中金の間で改めて協議をすることにしたいと思っている。その際、その協議内容で整ったところについて、本行の内部では改めてこの会合にお諮りをさせて頂くということである。以上のような預け金率の計算方法について、契約の骨子に盛り込むこととする。また、3. の契約の実施日であるが、この契約は商工中金が株式会社化する 2008 年 10 月 1 日から効力を生じさせることとする。なお、本件ご決定を頂いたならば、決定内容について本日執行部において適宜の方法で公表させて頂きたいと考えているところである。

4 頁目に移って、本件の付議文である。「商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有に関する件。案件。平成 20 年 10 月 1 日に商工組合中央金庫が株式会社に転換することとなっていることを踏まえ、通貨および金融の調節の円滑な実施を確保する観点から、商工組合中央金庫との間で、別紙. に定める内容を骨子とする契約を締結すること。」。資料 5 頁目の「別紙.」である。「商工組合中央金庫の本行に対する預け金の保有に関する契約要綱」として、先程、説明資料で説明させて頂いた契約の骨子の内容を記載している。内容の読み上げは省略をさせて頂くが、6 頁目の 4. をご覧頂くと、「預け金率の設定または変更」として、「3. に規定する預け金率は、本行が別紙に従って設定または変更し、商工組合中央金庫に通知する。」と定めており、資料 8 頁にこの契約要綱の別紙として先程ご説明した預け金率の計算方法を記載している。また、恐縮であるが 7 頁目に戻って頂くと、附則が定めてある。この附則の 2. であるが、本件契約のもとでの厳密な計算方法による預け金の保有は、10 月 16 日から開始されることとなるが、10 月 1 日から 15 日までの間についても、商工中金はこの契約要綱の定めに準じる形で、本行への預け金保有を行うという扱いとさせ

て頂く。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問、ご意見はないか。

須田委員

一点だけ確認である。預け金率の設定または変更については、本行が設定、変更し、通知するということと、変更が行われた場合の預け金率の取扱いについては双方協議するというところの関係を説明して頂きたい。

鮎瀬企画局参事役

まず今回の預け金保有については、やや確認になるが、飽くまでも契約に基づくものということで預け金の保有をして頂くということである。そういう意味で、準備預金制度そのものとは違うということである。そうしたもとでは、この預け金率の計算方法については、先程も契約要綱の別紙という形で盛り込んでいるとご説明したが、これも契約の内容——こういう方法で日本銀行は設定、変更する、ということについても契約の内容——として、両者で合意している。まずそれが大前提である。そこで、仮に今後準備預金制度上の準備率の変更が行われるということに関しては、今回の契約の合意の前提となった状況から、ある意味で大きな変化が生じるということであって、どのような状況でどういう形での準備率の変更が行われるかというのは現段階で全く予想することができないので、それに対して今から何らかのフォーミュラを両者で合意するというのは難しそうであるということで、改めて両者で協議をし、それぞれ社内手続き——私どもでは、行内手続き——を取っていかうというようにしたものである。

須田委員

分かった。

白川議長

日本銀行が最後に準備率を変更したのは、1992 年のことであったか。先進国については、皆様もご存知のとおり、金融政策運営上、準備率を変更するということが実態的にもなくなって久しい訳である。そういう意味で、将来勿論そういう可能性が全くないとは言えないが、オーソドックスな金融政策の必要上、準備率を上げることはなかなか考えにくいという気もするが、しかし、ないとは勿論言えないので、そういう時はここで双方協議をするということで決めるのが一番良いかということだと思う。

鮎瀬企画局参事役

準備率の変更であるが、直近は平成 3 年、1991 年 10 月である。この際は、金融機関の負担を下げるという意味での準備率の変更であるので、純粹な意味での金融政策手段としての準備率変更は昭和 56 年 4 月に遡るということである。

白川議長

他には宜しいか。それでは採決に入りたいと思う。

[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

本件は適宜執行部から対外公表することとする。

X. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、8 月 18 日、19 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ては、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。報道解禁時刻 1 時 34 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 1 時 34 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します。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13 時 19 分閉会)

以 上