

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年10月6日（14:00～16:55）

10月7日（9:00～12:53）

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（6日）

竹下 亘 財務副大臣（7日）

内閣府 藤岡文七 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

山口廣秀

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

山本謙三

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

鮎瀬典夫（7日 9:00～9:15）

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

加藤 毅

企画局企画役

坂本哲也（7日 9:00～9:15）

企画局企画役

大谷 聡

企画局企画役

服部良太

金融市場局企画役

千田英継（7日 9:00～9:15）

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。本日の議事進行は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に適格担保取扱基本要領の一部改正等に関する執行部説明と決定、第二に金融経済情勢に関する討議、第三に当面の金融政策運営等に関する討議、第四に政府出席者からのご発言、第五に議案取り纏めと採決、最後に 9 月 16、17 日分及び 9 月 18 日分の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは川北力大臣官房総括審議官、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

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

金融市場局からお願いします。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）で説明する。リーマンの破綻後、短期金融市場の地合いが一変している。国際金融市場では、カウンターパーティ・リスクが極端に強く意識されていて、我が国のコール市場でも資金の出し手が外資系に対する放出を一斉に抑制している。為替スワップ市場も機能が不十分になっているので、外銀は円転による調達チャネルも

半ば閉ざされている。このため、外銀、外証のコール調達レートは大きく上昇していて、邦銀の調達レートといわば二極化している。これに対しては、金融調節面で様々な工夫をしながら潤沢な資金を供給しているところである。この結果、図表 1-1、無担コールレート（オーバーナイト）の加重平均は、概ね誘導目標近傍で推移している。ただ、この加重平均の変動幅はリーマン破綻前に比べると明らかに拡大しているし、日中変動という点でも格段に振れが大きくなっている。また、この表の補完貸付残高の推移をご覧頂くと、連日、相当規模、実施されている。これは、オペでも資金を取り切れなかった主として外銀、外証が補完貸付に駆け込んでいることによるものである。次に、図表 1-2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、リーマンの破綻以後、連日即日の資金供給を行っていることもあって、9月の積み期の途中ラップは、除くゆうちょ銀行ベースで大幅に積みが進捗している。積みの前倒しの程度としては、ゼロ金利政策解除以来、最大規模となっている。従って、各業態とも大幅に積みが進んでいるが、非準預先に含まれる外国証券なども予備的な動機から厚めの当座預金を保有しているところが特徴である。図表 1-3 の 08/4 月積み期以降の当座預金残高のグラフでご覧頂いても、9月積み期前半の資金供給規模の大きさをビジュアルにご確認頂けると思う。08/4 月積み期以降の短期金利のグラフをご覧頂くと、リーマン破綻以降、顕著な変化が生じている。まず、コールレート（黒太線）は振幅が拡大している。ここでお示ししているのは加重平均金利であって、外銀と邦銀の格差は先程申し上げたように二極化していて、大体 20~30bp 位のギャップが常態化している。ユーロ円レート（細実線）は、外銀の取り上がりから半期末に掛けて跳ね上がっていて、その後も高止まりしている。それから、レポ・レート（グレー線）は基準貸付金利の 0.75% 付近まで急上昇している。これは、リーマン破綻に起因するフェイルの連鎖で、資金の出し手が放出を抑制したり、あるいは放出先の選別を強めたことが背景である。足許、フェイルの連鎖自体は一巡しているが、レポ市場の流動性の低下した状況に大きな改善はみられず、レートも高止まりしたままとなっている。

続いて、期末日の市場の状況を図表 1-4 で簡単に振り返っておきたい。期末日では、コールレートの二極化が一段と鮮明になった。邦銀が概ね 0.5%以下で朝方以降ほぼ終日調達していたのに対して、外銀は一時 0.8~1%位までビットアップしていた。外銀、外証の要調達額が多額であったので、この日は、ここでお示ししているように、午前と午後、二度に亘って即日の資金供給を総額 3 兆円実施した。それでも、満たされなかった資金需要が補完貸付へ流れ込んだため、補完貸付の実行は外銀、外証を中心に約 1.4 兆円に上っている。このように、カウンターパーティ・リスクが高まる中で、外銀、外証は高いレートを提示してもコール市場での調達がなかなか難しくなっている。このため、図表 1-5 でお示しするように、コール市場の残高は全体に収縮している。足許では外国ネームへの出し手は極く一部に限られてきているが、そうした先でも週末だとか期末にはリスクを恐れて出しを引っ込めるので、図表 1-6 でご覧頂くように、半期末の翌日物コール市場規模は急収縮している。こうした中で、外銀、外証は日銀オペの依存度を高めている。

そのオペの運営状況について、図表 1-7 でご覧頂く。外銀、外証の要調達額を満たすため、9 月 16 日から本日（10 月 6 日）までで連続 14 営業日に亘って即日資金供給を継続している。10 月 1 日以降は、構造的な不足分を埋めるため、ターム物の即日供給も併用している。外資系の取り需要の強さを反映して、落札レートは期明け直後まで 0.75%近くで高止まりしていたが、漸くここへきて幾分低下の兆しがみられるところである。一方、邦銀は、流動性が積み上がっているので、（資金吸収オペ）にあるように 9 月 22 日以降、売り手オペを断続的に行っている。このような外銀に供給しながら邦銀から吸収するといういわばツイスト的なオペの継続は、オーバーナイトレートの低下を牽制すると同時に、積み期終盤に控えている R T G S のカットオーバー前にできるだけ積みの進捗を抑えておくという観点からも必要と考えている。（国債補完供給）—— S L F —— もリーマン破綻後のフェイルの連鎖を主因に、今積み期は発動実績が 6 回に上っている。先程申し上げたように、レポ市場は流動性が回復し

ていないので、発動要件の緩和措置を 10 月積み期一杯、すなわち 11 月 14 日までさらに継続することとしたところである。(米ドル資金供給オペ)でお示しするように、初回は僅かながら札割れになっている。次回は明日 10 月 7 日に 84 日ものをオファーする予定である。先般拡充したスワップラインを利用して、オファー額を当初予定の 100 億ドルから 200 億ドルに拡大する方針である。84 日ものは初めての年末越えドル資金の供給となるので、結果について、我々も注目している。各国のドルオペについては、図表 1-9 でお示ししている。欧州の主要中銀が、オーバーナイトや 1 ウィークものも含めて供給を続けている。一つの特徴は、ECB のオペの応札倍率や落札レートが他のところ——スイスとかバンク・オブ・イングランド——に比べると、相対的に高いことである。ただ、落札レート全体としてみると、大量供給の継続を映じてオーバーナイトものは徐々に低下している。ただ、カウンターパーティ・リスクはほとんど緩和されていないので、年末接近とともに緊張度はさらに増すであろうと各国の中銀はみているようである。

以下、金融為替市場の動きをみていく。国際金融市場全体として、著しく不安定化していて、その影響が日本市場の随所に及んでいるという構図かと思う。まず、ターム物のレートの市場について、図表 2-1、(2) の表でご覧頂くと、ユーロ円、短国、そしてレポ・レートとも上昇している。短国レートについては、レポ市場の機能低下によるファンディング負担が嫌気されているので、特に入札が不調であった 3 か月物のレートが足許では上昇して 0.6% 台に乗せている。こうした動きは、フライト・トゥ・クオリティで米国などでは TB レートが急降下していることと対照的になっている。実際、図表 2-2、(1) のグラフで、TED スプレッドは足許ドルを中心に大きく拡大しているところである。この間、海外市場は、米国の金融安定化法の可決あるいは米ドルスワップラインの大幅な拡大、さらには欧州各国政府による問題金融機関への公的支援にもかかわらず、期明け後もカウンターパーティ・リスク懸念は解消されておらず、誰にも貸さないといった状態が続いている。このため、(2) のグラフにお示しす

るようにLIBOR—OISスプレッドは、特にドル（細実線）で大きく拡大している。こうした中で年末越えのドル資金手当てに対する警戒感が異様とまで言える水準まで高まっているのが、図表2-3のグラフである。これは、(1)のグラフでお示したLIBORのフォワードレートでも、(2)でお示ししているドル転コストでも同じ傾向がある。つまり、年末越えとなる12月スタートの1か月物のフォワード金利でご覧頂くと、足許急上昇していて、年末越えのプレミアムが一挙に拡大していることが表われているとみている。次に先行きの金利観である。欧米でははっきりと利下げが織り込まれてきている。これに対して、我が国のOISレートをみると、図表2-4、(1)のグラフが示しているように直近時の黒棒が低下して利下げ方向に振れてはいるが、全体としてみれば、なお今後1年程度は現状の政策金利が維持される見方が大勢になっているようである。このところのOISレートの低下は、そうした見方を基本としつつも、ベットするのであれば利下げだろうといった程度の金利観を反映しているとみている。図表2-6、長期金利である。(2)のグラフでご覧頂くように、欧米の長期金利は、フライト・トゥ・クオリティで大幅に低下した後、乱高下している。これに対して、日本の長期金利（太実線）の変動は小幅にとどまっている。これは、我が国の景況感が弱気化しているが、今申し上げたように、金融政策に関する見方に大きな変化がないことが背景であろうかと思っている。ただ、投資家が想定する金利のレンジになると、足許では下の方に目線が下りてきているようであって、そういった中で本日も10年債の金利が1.4%を割るところまで低下してきている。図表2-7でイールド・カーブの変化幅を中段のグラフでご覧頂くと、7年中期ゾーン付近での振幅が大きくなっている。これは、先物売買の影響が表れているとみている。言い換えれば、先物の動きにも簡単に振られてしまう程、国債市場は不安定化していると思う。実際、インプライド・ボラティリティの推移をご覧頂くと、現在、日本でも2003年のVaRショック以来の高い水準にある。図表2-8で国債市場の流動性という点からみても、長国先物の値幅・出来高比率の推移のグラフをご覧頂くと、年初来

のピークを更新していることに表われているように、市場流動性が一段と低下している。図表 2-9 で、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近サーベイをご覧頂くと、引き続き (1) のグラフで景気動向（黒く塗られた部分）が高いウエイトを占めていて、これが (2) のグラフで示されるように金利低下要因として一番大きく認識されている。

続いて、図表 2-10、クレジット市場である。欧米では緊張感が一段と強まっている。日本のクレジット市場はそれに比べればなお相対的に安定性を保っていると言えると思うが、随所に影響が及んできて、段々脆弱なスポットが増しているのではないかとみている。幾つかそういうスポットがある。第一には、このグラフにはお示ししていないが、リーマンの破綻で同社のサムライ債がデフォルトになっているので、サムライ債のスプレッドが全体として拡大している。サムライ債の保有者は地銀とか生保など結構裾野が広いので、新興不動産業者の公募社債の保有主体がアクティブ系年金に限られていたことに比べると、デフォルトの影響が相対的に広範囲に及ぶのではないかとみている。これが第一点。そして、第二に新興不動産業者を含む特定業種銘柄あるいは低格付社債スプレッドは一段と拡大している。これは、図表 2-10、(1) をご覧頂くと、BBB 格といった格付けのスプレッドが一段と拡大しているところに表われている。そして、第三——これもグラフは用意していない——は、日本の銀行セクターでも一部脆弱性を抱えた先のクレジット・スプレッドがここへきて急拡大している。こういったものが弱いスポットとみている。図表 2-11 で CDS のプレミアムをご覧頂くと、海外・日本市場とも大変ボラタイルな動きになっている。

続いて株価である。図表 2-12、(2) そして (3) で米欧株価をご覧頂くと、かなり大きな振れを伴いながら下落傾向、そして (1) にある我が国の株価もこれに引き摺られるような形で軟調である。日経平均は、先週金曜日、11,000 円を割っていたが、本日はさらに低下していて 10,000 円台半ばまで低下してきている。日本株の最近の下げの特徴は、必ずしも金

融、不動産が主導している訳でもなく、最近の動きをみると、グローバルな景気の先行き不安から輸出関連を含む内外景気関連銘柄の下げが結構大きくなっている。それが主導している局面が結構増えている、とみている。こうした株価の動きの特徴は、先日の鉱工業生産あるいは短観公表の後にその色合いを増してきている感じを持っている。図表 2-13 で主体別売買動向をご覧頂くと、外国人を含めて売り越し、買い越しを繰り返しており、明確な買い主体を欠く状態が続いている。東証 R E I T 指数の推移は下落基調に歯止めが掛かっていない。資金繰り難に加え R E I T のスポンサー企業として初めての破綻事例が出たこともセンチメントの悪化に拍車を掛けているとみている。

図表 2-14 で為替相場にいく。ドル／円相場は、前回決定会合以降、大体 103 円ないし 107 円のレンジで推移してきた。米国金融不安はドル安材料であって、金融不安が高まったり後退したりすることに対応して、ドル／円相場も変動してきた。本日は結構株価が落ちていて、リスク許容度の低下という観点から、一時ドル／円は 102 円台にドル安・円高が進んだ。ただ、ドルは、円に対しては確かに安い、その他の通貨に対しては必ずしも弱くなくて上昇もしている。金融不安が高まってもドルが全面安となりにくいのは、リスク回避姿勢が強まる局面では、投資先から一旦資金を引き上げてドルに戻すいわゆるレパトリの動きが生じるからと考えられる。これが、円以外の通貨に対して、ドル相場を下支えする結果になっていると思われる。この間、特徴ある動きとなったのはユーロであって、図表 2-15、(2) のグラフで推移をご覧頂く。9 月中旬位まではリーマンの破綻などで米国金融不安を材料にユーロ高、ドル安が進んでいたが、それ以降は足許に至るまで一転してユーロ安になっている。幾つか要因がある。一つは、欧州域内で個別金融機関の経営問題が噴出して、欧州でも金融不安が高まってきたということ。それから、二番目が原油安。そして、三番目が先般 10 月 2 日の E C B の政策理事会のトリシェ総裁の記者会見で利下げも議論になったことが言及され、ユーロ売りに拍車を掛けているようである。このため、ユーロ安が進んだりして、今日辺りは対ドルで 1.36

ドル、対円では 141 円付近までユーロが急落している。図表 2-16 でインプライド・ボラティリティである。こちらはリーマン破綻以降、ドル／円、ユーロ／円ともかなり大幅に上昇している。この間、(2) のリスク・リバーサルは、足許、ドル・プット・オーバー幅が拡大していて、先行き円高ドル安方向への警戒感が根強いことを示している。図表 2-18、クロス円相場である。こちらでもかなり金融システム不安が熾る中で乱高下を繰り返している。図表 2-20 にいて頂いて、エマの通貨、株である。こちらでも足許では下げ足を速めているように見える。最後にコモディティである。図表 2-21 でご覧頂く。(1) のグラフの原油(黒太線)は世界景気の減速の見通しもあって、90 ドル台前半まで足許下落している。一方で、金はフライト・トゥ・クオリティの流れの中で比較的底堅く推移しているとみている。

以上みてきたように、国際金融市場はリーマン破綻を期に一段と脆弱性を増して著しく不安定化しているとみている。そして、カウンターパーティ・リスクが強く意識されていることが市場機能を大きく低下させていて、その影響が我が国金融市場でも次第にはっきりと現われ始めているとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

亀崎委員

宜しいか。今、グローバルな金融市場で緊張が極度に高まって、これが日本市場にも影響を及ぼしているという説明があった。それについて、二つ質問がある。このところ、連日、オペレーションをやっていてご苦労が多いと思うが、その中で調達金利の二極化という話が先程あった。政策金利が 0.5%という中で、調達金利は一部邦銀が 0.4%、外国銀行ないし証券会社は 0.8%とか 1%など、二極化が非常にはっきりしてきている。こういった乖離がある中で、片方はお金が余っているので吸収オペもやって

いる状況である。質問の一つは、二極化がずっと進んで、オペレーション上の限界や、やりにくい点などが今後起きてこないかどうか。もう一点は、政策金利は0.5%であるが、邦銀については先程のような状況で、必要以上に緩和効果がもたらされないのか。すなわち、こういう金利差があるので、外銀と邦銀との間の金融資産の選択の違いが経済に与えてくる影響がないか。その二点についてお伺いしたいと思う。

中曽金融市場局長

まず、格差の実態である。先程申し上げたように20bpないし30bp位のギャップが常態化している。さらに詳しく申し上げますと、日によっても違うが、大体邦銀が0.40～0.45%に固まっている一方、外銀が0.70～0.75%位で固まっている。そういうところにこぶが二つあるイメージである。そういった中で、加重平均は、申し上げたように0.5%という政策金利付近で収めている。オペレーション上限界があるかというご質問であった。調節面については、比較的色々な工夫をしている。吸収手段としては売り手オペの使い勝手が大変良い。これを駆使している。また、供給の仕方を色々工夫することによって、非常に難しくはなっているが、今のところ金利をコントロールができなくなるという状態ではまだない。各国の中央銀行の話を聞いていると、どこも同じような問題に直面している。大量供給する一方で、レートの低下を抑えるために吸収しなくてはならないという共通の問題は、ニューヨーク連銀、バンク・オブ・イングランド、ECB、どこも抱えているようである。連銀はご案内のように付利ができるようになったが、まだフレキシブルな吸収手段が定着していないので、結構苦労している。繰り返しになるが、それに比べると、我々は吸収手段として割と使い勝手が良い売り手があるから、これを活用しながら今のところは何とかなっていると思う。ただ、先々本当にどうなっていくかという問題は勿論あると思う。さらに、資金の抱え込みなどが厳しい状態になっていくと、さらなる困難、問題に直面する可能性もなしとはしない。そして、二番目の点のご質問も関連するが、今、吸収オペで主として歯止めが掛かっ

ているのは、申し上げた邦銀の0.4~0.45%位で、それ以上には下がらない、いわば、バックストップに吸収オペが機能していると思う。従って、この歯止めが効かなくなってしまう、0.3%、0.2%あるいはもっと下がっていくと、これを調達金利としているメガの姿勢に何らかの変化が生じてくる可能性もあると思う。日本はまだO I Sがそんなにぶれていない。しかし、良く海外で言われているとおり、アメリカなどでは先程お示ししたLIBOR—O I Sスプレッドが非常に開いている。背景としては、要するにLIBORが上がっている点とO I Sが非常に下がっている点が両方効いている。O I Sが下がっている理由として、FF金利のコントロールが非常に難しくなって、大きく下がってしまっていることが、O I Sそのものも引き下げてしまっていると指摘されている。日本はまだそこまで状況は難しくはなっていない。ただ、そういうことになれば、何らかの形で銀行行動に影響が出てくる可能性もなしとしない。

須田委員

今の点で実態を聞きたい。両建てツイストオペをやった場合に、安いところで借りて高いところで運用することが起こっているのか。

中曾金融市場局長

極く限界的に起こっている。極めてシンプルなパターンとしては、思い掛けなく積みが進捗してしまったメガが積みの進捗を抑える観点から吸収オペに応じている。しかし、極く限界的に両建てで鞘を抜こうという姿勢を示す先もなくはない。

須田委員

O I Sのマーケットについて。例えば東京であれば、O I S市場は実際に機能していないという声も聞く。そうした状況で価格から出てくる情報をどうやって得るか。今、流動性なり機能があり、情報が得られる市場と

して、どういうものをみていけば良いか。

中曽金融市場局長

流動性はほとんどなくなっているもので、これは難しい。従って、金利観などをみる場合、マーケットインテリジェンスというか、ヒアリングあるいは金利羅針盤みたいなサーベイ結果を組み合わせてみていくしかないと思う。O I Sについては、先程申し上げたように、特に米国のF F金利などではスポットの金利が下がってしまうこと自体がO I Sを下げてしまって、それが本当に政策金利の先行きを正確に示しているのかという疑問も呈してしまっている。市場流動性が全般に低下してしまった場合には、判断が非常に難しくなる。その分、色々な情報を総合判断する必要が益々強まってくるということではないか。

野田委員

今の質問との関連で、内外の市場をみた時に、機能している部分とほとんど機能していない部分とがあるという理解から、機能している部分がほとんどなくなってきたというのか、機能している部分は極く僅かであるという理解へ変わってきている。なにがしか機能しているとか、ここはまだコントロール可能であるとか、どう区別すれば良いか。我が国の短期金融市場などそうだと思うが、米欧をみるとほとんど取引がない。特にインターバンクでは、ほとんど取引が成立していない。オーバーナイトや極く短いターム物も、それに近い状態だと理解して宜しいか。

中曽金融市場局長

欧米のマネーマーケットは、おっしゃった状況になっていると思う。すなわち、ターム物は元よりオーバーナイト物も含めて市場代替を中央銀行が行うに至っている。市場代替というのは、中央銀行が仲介者として、あるいはセントラル・カウンターパーティとして、マネーマーケットで資金をやりとりしている。放出して吸収することを通じて、かろうじて資金を

循環させている状況が現出している。これがオーバーナイトものまで至っている。特に厳しい状態にあるのがドル市場であって、であるが故に欧州の中央銀行は、F e dの支援を得て1ウィークそしてオーバーナイトのドルの供給オペを開始しているのだと思う。かろうじて、オーバーナイトのところでレートの低下が少しみられるが、機能回復したというには程遠い状態が続いている。ドルが最も顕著だが、各指標をみるとそれぞれのマーケットで程度の差があれ生じていると思う。

須田委員

9月末を越えたら資金は少し流れるかという思いもあったが、欧州でまた問題が起きてしまったこともあって、ほとんどそうならない、と思っけていても良いか。

中曾金融市場局長

いわゆるカウンターパーティ・クレジット・リスクの意識の強さは、期明け後もほとんど解消していないと思う。

須田委員

金融機関は収益を上げなければならないのだが、その辺は諦めているのか。月末までではなくて年末まで、シュリンクしてしまった状態のまま続くとみていた方が良いか。

中曾金融市場局長

収益をどうやって上げるかについて、どの程度思いが及んでいるのか分からない。話を聞いている限りでは、専ら当面の厳しい状況をどうやって切り抜けていくかに意識が集中している。特に年末である。年末越えの資金をどう手当てするかは最大のイシューになっていると思う。お示したようなプレミアムの水準が本当に異常な水準になっているのは、そういう背景があるからである。

野田委員

私も個人的な話で恐縮であるが、かつて経験した時は、コストという意識はほとんどない、というか、ないようにしよう、とにかく明日のパンを確保しよう、という感じであった。恐らく多分間違っていないと思うが、それに近い状態が米欧の金融市場で生じているのではないか。

中村委員

今、外銀は資金調達を日銀に頼るしかない。資料をみると、補完貸付を利用しているが、担保が不足するなどの問題が出てくることはないか。もう一つ、先程、亀崎委員から二極化という話があった。ある意味では、二つ異なるマーケットとなっている。それを加重平均で0.5%に維持するために、却って支障が出るなどのことはないか。また、誘導目標からの許容乖離幅を狭くすることによって、何か支障が発生しているのか、あるいは発生する可能性があるのか。逆に誘導目標からの乖離を許容するなど、より弾力的にやればむしろスムーズにいくとか、そういう面はあるのか。

中曽金融市場局長

前段の補完貸付なども含めて日銀オペ、日銀信用を得るために担保が不足していない面があるか、というご質問である。個別行にもよると思うが、外銀全体としてみると、担保の使用率はかなり高まっているのではないかと思う。実際、一つの証左にもなると思うが、一回目のドルオペが札割れした。外銀の応札が思った程なかった背景の一つは、彼らが持っている担保を基本的には円の資金繰りに当てているので、ドルを調達するための担保を使う余力が少なかった。従って、外銀の応札が一回目のドルオペにおいて低かったのには、このような背景もあるのではないか。いずれにしても、担保繰りは彼らにとって課題の一つではないかと思っている。

それから、加重平均をコントロールするためのオペが何らかの形で歪みあるいは支障を生じていないか、というご質問である。これも見方による

面もあって、例えばこういうことがあった。先程、色々な工夫をしていると申し上げたが、非常に単純な工夫は例えばターム物のT+ゼロ、即日オペを実施して、ある程度、根っこの部分の需要を満たしてしまうとか、あるいは全店即日オペで供給して、より広い範囲に資金を供給するなどである。この場合、マーケット参加者からみても、それなりに親切に映ると思う。そうでない場合、例えば、こういったケースもあった。我々は午後になれば資金需給はかなり緩んでレートは低下する、しかし午前中はタイトだということが分かっている時に、午前中、即日供給を抜いたことがあった。抜くことによって、午前中に高いレートが付く。そうすると、加重平均レートはある程度高めに維持できることになるが、そういったやり方は市場からみるとはしごを外されたような大変不親切なものになる。出るものが出てこなかったのも、一部の外銀は慌てて取り上がった。これは我々からすれば読み筋どおりであるが、彼らからすれば大きな読み狂いになって多少話題になったのではないかと思う。支障と言うかどうかはどちらからみるかにもよると思うが、そういったことは生じるケースはある。

山本理事

外銀の東京支店の資金繰り、担保繰りについては、金融機構局で日々全部みている。去年のサブプライムローン問題発生以降、東京ではかなり資産を圧縮してきたので、過大な無担コールからの調達に依存する状況ではなくなっている。ただ、資金繰りを本部から送ってくる円転にある程度依存している部分があるので、円転しにくくなった分だけ、現状はどうしても担保の利用率が上がっている状態である。日々みていて、目先直ちにばたばたする状況ではないが、やや長い目でみると、円転が上手くいくかどうかによって、資金繰りの状態が変わる外銀は幾つかあるということである。

野田委員

それと関連して、円投コストがここまで高くなっているのも、邦銀の外

貨繰りについて、市場全体とは関係ないが、参考までに教えて欲しい。

山本理事

邦銀の外貨繰りについて、トレジャリーないしはG S E債も含めて担保のある部分については、引き続きロール・オーバーが順便にいつている。レートは多少上がっているが、順便にいつている。一方、円投の場合、年末越えのところでレートが従来よりも100bp位上がっており、小規模の金額を徐々に取っていくという戦略を皆採っているが、金利を払えば円投ができている状態にある。金利を払えば最終的には取れるところが、他のヨーロッパ系の銀行との差と理解している。

野田委員

有難う。

西村副総裁

宜しいか。一点、事実関係について。外銀、外証が厳しくなってきた二極化であるが、邦銀の中でもある種のコンテージョンみたいなものはないか。どちらかという、外銀、外証の人達に対しての影響は、出てきていると考えるのか。それとも、コールの市場では、まだそういうことはないと考えて宜しいか。

中曾金融市場局長

多分、こういうことだと思う。潜在的にはいる。つまり、クレジットのところで若干申し上げたが、発行社債などのスプレッドが開いている銀行はある。それは、例えばリーマンに対してかなりエクスポージャーを持っていたと言われている銀行である。そういう銀行はコールでも半分外銀みたいなものとして忌避される潜在的な部分はある。しかし、日々みていると、幸い円の金繰りについては、担保がまずかなりある。そして、資金繰りがかなり保守的であるから、コールで大量に調達するようなショート・

ポジションにはなっていない。むしろ、ロング・ポジションをずっと抱えている状態が続けている。従って、問題は表面化していない。ただ、潜在的には、そういった要素はみえていると思う。

須田委員

今の話と絡むが、マーケット関係者からは、二極化というけれど、真ん中に証券があって、二極化ではなくて三極化であるという言い方をされた。証券会社が影響を受けている面はあるか。

中曽金融市場局長

これも日によって若干違うが、みていると大きな特徴は外証もやはり外国ネームということで影響を受けている。

須田委員

国内の証券会社はどうか。

中曽金融市場局長

そこは、外銀、外証が差別化される程の大きな差別化は受けていないとみている。

白川議長

計数的な質問であるが、このところの円資金の供給オペで外銀・外証が取る比率は大体何割位か。

中曽金融市場局長

足許のものか。

白川議長

9月末から足許に掛けてである。

中曽金融市場局長

供給オペは、ほとんど外資とお考え頂いて良いと思う。極く一部に短資会社などが混ざるが、それも辿っていくと外資系に流れていくものであるから、全面的に外銀ないし外証の要調達が背景とみて頂いて良い。

白川議長

それから、日本国内のレポ金利の上昇あるいは短国利回りの上昇について。これはリーマンの破綻以降発生しており背景は理解できる一方、アメリカをはじめとして他の先進国においては国債のレポ金利は下がっている。理由として通常言われているのは、日本ではフェイルを嫌うこと。それから、そのこととも関連するが、日本の場合、フェイルされた場合のメリットが少ないこと、つまり、金利が非常に低いので、フェイル慣行が定着しないという話がある。ただ、アメリカも大分GCレポ金利が最近下がっている。そうすると、アメリカにおいても、金利が低いことが市場機能を低下させるというメカニズムが働き得ると思うが、その辺はどうみたら宜しいか。

中曽金融市場局長

働き得るということだと思ひ、実際、最近ベスト・プラクティスなるものが出てきている。我々も同じような問題意識を持って多少みてみたが、米国でも結構フェイルは起きている。

白川議長

そうであるな。

中曽金融市場局長

件数でいってもフェイルは起きている。ただ、申し上げたように、それでも、TBのレートは随分低下している。この差は何なのか。今のところ、

私共が辿り着いた結論は、一言で言えば、フェイルに対する受容度の差かとみている。つまり、アメリカではフェイルは増えているが、それにもかかわらず、フェイルが淡々と処理されてレポ取引そのものは割と整齊と行われている。それに対して、日本はフェイルを嫌ってしまうので、そもそも取引を行わない。そうすると在庫負担が増してレートが上昇するという循環になってしまっているのではないかと思う。従って、足許では金利差も然ることながら、やはりフェイルに対する受容度の差が日米の大きな差の背景ではないかとみている。

白川議長

今、仮定の議論をしてもらっているが、仮にアメリカが金利を下げた場合、短期金融市場の機能低下という観点から内部的に議論したことがあった。その場合、一つのルートがMMF、もう一つがレポであったと思う。アメリカはフェイルを受容する文化はあるかもしれない。しかし、仮に金利が下がった場合、時勢的にフェイルはされると大変だ、嫌だということが、同じように出てくるのではないか。頭の中で考えた議論なのだが多分、アメリカもどこかでブレイク・イーブンの点に到達するという感じもあるのではないか。

中曽金融市場局長

金利が下がってくれば経済合理的にみて割に合わない部分が出てくるので、その部分はあると思う。

白川議長

それから、日本では、まだマイナーなマーケットであるが、有担コール市場に何か変化はあるか。

中曽金融市場局長

一般的に言えば、カウンターパーティ・リスクが意識され始めたところ

では、レポも含めて有担にシフトする動きが確かにあったと思う。ただ、今のカウンターパーティ・クレジット・リスクの強さは、有担であっても嫌だというところがあるし、担保掛け目の問題も結構深いので、爆発的に使われるようになっている状況ではない。

西村副総裁

少し違うが、この非常に厳しい状況にずっと対処されているのは、ボードとしては異例かもしれないが、非常にハイリー・コメンディッドということを取クノートしたいと思う。

白川議長

他にあるか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、国際局から願います。

沼波国際局長

本日配付した資料－3（参考計表）（追加分）をご覧頂きたい。最初に、前回決定会合以降、マーケットや金融機関を巡る環境は大きく変化しているが、これを反映した9月の景気指標はまだ各国ほとんど出ていないので、いずれの地域の景気についても今回は判断を据え置いている。それを最初に申し上げておく。

それでは、図表1、米国である。米国経済は停滞を続けている。前回決定会合以降出た指標は、個人消費や雇用関連、さらにコンフィデンス指数など一段と悪化しているものが目立っている。金融面では、リーマン破綻以降のマーケットの混乱拡大と金融環境に関する懸念の一層の高まりのもとで、企業、個人の資金調達環境の一段のタイト化が進んでいる。このため、市場関係者の間では、金融と実体経済の間のいわゆるネガティブ・

フィードバック・ループ効果がさらに強まる結果として、米国経済がテクニカル・リセッション——2 四半期連続マイナス成長という意味でのテクニカル・リセッション——に入ることを予想する向きが最近増えてきている。金融政策については、去る9月16日のFOMCの後のステートメントでは景気の下振れリスクとインフレの上振れリスクはほぼバランスしているといった趣旨の認識が示されたが、市場ではここにきて利下げを予想する向きが増えてきている。特に、先週末に出た色々なレポートをみていると、ただ今2%のFFレートが来年に掛けて1%まで下がることを予想として出している向きが目についた。それでは、個別指標を説明する。1. 実質GDPの第2 四半期である。最終推計値で前期比年率+2.8%で、暫定推計値の+3.3%から若干の下方改訂になっている。2. 実質可処分所得の8月は、所得減税の還付額の減少から、これで6、7、8月と3か月連続で前月比減少している。3. 実質個人消費は2か月連続で減少した後、8月、横這いとなっている。それから、6. 自動車販売の9月である。一部メーカーの値引き販売継続にもかかわらず、1,273万台で、1992年4月、1,255万台以来の低水準になった。そこには書いていないが、前年比でみると-26.4%になる。この減少幅も1991年1月の-27.7%以来の大きさである。景気の先行きに対する不安や消費者のローン借入環境の悪化が、こうした自動車販売の低迷に影響しているとみられている。7. 消費者コンフィデンスの9月は、ガソリン価格の下落などから3か月連続で上昇しているが、レベルとしては59.8で引き続き歴史的にみて低い水準にあることに変わりはない。ここには載せていないが、消費者コンフィデンス指数の一部である雇用環境評価、ジョブ・アセスメントという指数がある。これは、仕事が沢山あると思う人から仕事をみつけるのは難しいと思う人を引いた指数である。この指数をみると-20.6で、2003年10月の-21.9以来約5年振りの低い水準になっていて、後程申し上げる労働マーケットの最近の状況と整合的な指数であろうとみている。次に住宅市場である。住宅着工の減少、高水準の住宅在庫、住宅価格の下落持続という状況に変化はみられない。8. 住宅着工の8月は2か月連続で減少している。それか

ら、ここに書いていないが、住宅在庫率はなお高水準であって新築で 10.9 か月分、中古で 10.0 か月分。引き続き二桁台月分の在庫が積み上がっている。それから、9. OFHEO 住宅価格指数の 7 月は前月比の下落幅が拡大している。ここには載せていないが、ケース・シラー価格指数の 10 大都市 7 月分をみると、前月比の下落 -1.2% である。前月比の下落は続き、前年比の下落幅も 6 月の -17.0% から -17.5% と拡大が続いている状況に変わりはない。12. ISM 景況感指数の製造業の 9 月は、前月比大幅に悪化している。8 月の 49.9 が 9 月の 43.5 ということで、同時多発テロ直後の 2001 年 10 月の 40.8 以来の低水準になった。月間では 6.4 ポイント悪化しているが、この悪化幅は 1984 年 1 月の 9.4 ポイントの悪化以来の大きさで、月間としては非常に大きな悪化幅である。同じく ISM 景況感指数の非製造業は 50.2 で、引き続き改善、悪化の分岐点である 50 前後での動きを続けている。15. 非農業部門雇用者数の 9 月は前月比 15.9 万人の減少で、9 か月連続の減少になる。減少幅としては、2003 年 3 月の 21.2 万人減以来の大きさである。因みに、前回のリセッション——IT バブル崩壊後のリセッション——は 2001 年 3 月～11 月であるが、このリセッション時の月平均の非農業部門雇用者数の減少幅は -18.1 万人であったので、今回の -15.9 万人は単月としてはこのリセッション時のレベルに近い減少幅になる。14. 失業率は 6.1% で前月から横這いであったが、マーケットの人達は細かく小数点以下 3 位までみて、8 月の 6.055% から 9 月は 6.125% になったから悪化していると、悪い時は悪い方に悪い方に解釈している。16. CPI の 8 月である。ガソリン価格の低下から、総合ベースでは前月比 -0.1% と下落に転じた。コアベースでは前月比伸び率が 7 月の +0.3% から 8 月の +0.2% に低下しているが、前年比上昇率では +2.5% で、7 月と変わっていない。以上、米国である。

図表 2-1、欧州である。欧州経済は減速傾向が強まっている。金融面では、金融不安が欧州に波及し、英国、ドイツ、ベネルクス三国、アイスランドなどで金融機関救済の動きが相次いでいる。こうした状況下、短期のドル資金調達市場の機能が著しく低下したほか、社債の対国債スプレッ

ドも足許急拡大している。金融政策をみると、ECBは10月2日の政策理事会で政策金利を4.25%で据え置いたが、声明文では物価安定に対するアップサイド・リスクは幾分減退していると指摘しているほか、トリシェ総裁は記者会見で政策理事会が利下げについても選択肢として議論したことを明らかにし、これを受けてマーケットでは年内利下げの見通しが急速に強まっている。個別の指標にいく。1. 実質GDPのフランスの第2四半期は確報値が出て、速報値の-1.2%から-1.3%。ほとんど変わっていないが、小幅の下方改訂。ただし、内訳をみると、個人消費が下方改訂された結果、前期比マイナスとなり、これで第1、第2と2四半期連続で個人消費が減少する姿になっている。2. 域外輸出の7月は前月比+3.7%で増加した。地域別にみると、米国向けは減少、アジア向けは横這いで、増えているのはユーロエリア以外のEU加盟国向けが若干増えている形になっている。また、ここには載せていないが、9月の製造業PMIの輸出受注は、8月の48.2から9月43.6で大幅に低下し、これで6か月連続改善悪化の分岐点である50を下回るという結果になっている。それから、6. 小売売上数量の8月はドイツの天候要因——非常に暑かった——などから前月比小幅の増加になっているが、7、8月を均してみると、4~6月対比では-0.1%で引き続き減少となっている。それから、7. 新車登録台数も7、8月で均してみると、4~6月対比は-0.8%で、均してみれば減少傾向は続いている。それから、8. 消費者コンフィデンスの9月は-19で前月から横這いになった。10. PMIの9月は、製造業が8月47.6%から45.0%へと大きく低下して2001年12月以来の低水準になった。同じくサービス業も若干ながら低下して、いずれも改善、悪化の分岐点である50を4か月連続で下回ったことになる。ここには出ていないが、9月のドイツIFOの景況感指数も低下して、9月92.9%。2005年5月以来の低水準になっている。それから、12. 消費者物価の9月は前年比上昇率が+3.6%で、2か月連続で伸び率が低下している。なお、ドイツ最大の労働組合であるIGメタルは、9月23日、本年の賃上げの要求水準を1992年以降では最高水準である+8%とすると発表した。当初+7~+8%

の間で決めるということで、その上限に決めたということである。因みに、前回も申し上げたが、昨年は+6.5%の要求に対して+4.1%で妥結している。今月2日に始まった交渉が今の協約の期限である今月31日までに纏まらない場合は、時限ストに入る可能性があると伝えられている。図表2-2、イギリスである。住宅市場の大幅な調整、それからエネルギー・食料品高の影響などから減速が続いている。金融面でも10月2日に発表された第3四半期のクレジット・コンディション・サーベイでは、貸出供給スプレッドなどのクレジット・コンディションの足許の悪化と先行きの一段の悪化の見通しを確認されている。金利先物市場では、先行き25bpの利下げを見込む向きが多いようである。1. 実質GDPの第2四半期は前期比年率で+0.0%で、一次推計の+0.2%から小幅改訂され横這いとなった。そこには書いていないが、内訳をみると、住宅投資は4四半期連続の前期比大幅マイナスとなっている。それから、2. 小売売上数量は、7、8月均して、4~6月対比+0.1%で減速が続いている。3. 消費者コンフィデンスの9月は、9月2日発表になった政府による住宅市場支援策が効いたようで若干改善しているが、引き続き低水準で推移している。5. 失業率は、2か月連続で小幅ながら上昇している。それから、ここには出ていないが、8月の住宅ローン承認件数の前年比マイナス幅は7月-71.1%で統計開始以来のボトムであるが、8月は若干縮小して-70.4%になった。依然非常に低い水準で推移している。それから、7. 住宅価格の9月は前年比のマイナス幅を引き続き拡大して、統計開始以来最大のマイナス幅を更新している。それから、6. CPIの8月である。電気・ガス料金の値上げや食料品価格の上昇から、前年比伸び率が7月+4.4%から8月は+4.7%に拡大している。これで、4か月連続で金融政策上のインフレ目標の+2%を1%超上回ったことになるので、BOEのキング総裁は財務大臣に対して2007年4月、本年6月に続いて3度目のオープンレターを提出している。この中でキング総裁は、CPI上昇率は想定外のエネルギー価格の上昇等がなければまもなくピークアウトするが、この先約1年間はターゲットを越えて推移する見込みであると見通しを述べている。

図表 3-1 以降でアジアである。アジア経済については、中国ではこの間新しい主要指標は公表されていない。今月中に第3四半期のGDPが公表される予定である。少し古いが、9月上旬のコンセンサス・フォーキャストの見通しは第3四半期GDPが前年比で+9.6%で、第2四半期から小幅減速する姿が予想されている。中国経済のスローダウンの程度については、今のところ二桁台の成長から+9%台へというマイルドなスローダウンを予想する向きがなお多いとみている。過度な調整よりは適度な調整ということではないかと思うが、国務院の中には色々な見方があるようである。インドも新規の主要計数は8月の輸入が公表されたのみである。NIEs、ASEANについては、前回会合時に評価を引き下げて景気の増勢が鈍化しているとしたが、その後公表された8、9月分の指標はその判断に沿ったものになっている。輸出は減速傾向にあるほか、これまでのエネルギー・食料品価格の上昇によって個人消費の減速が明確になってきている。物価面では、インフレ率はなお高水準ながらもエネルギー価格の反落を受けて総合ベースでは前年比が低下に転じている先が目立っている。金融市場をみると、株価は米国株につれて、非常に振れの大きい展開になっている。この間、中国では、株式購入に関わる取引印紙税の撤廃といった株価支援策が打出された結果、株価は大きく反発した。ロシアでも、前回決定会合時にかけて大幅に下落していたが、その後、公的資金による株式購入などの市場安定化策が打出され大きく反発している。韓国、台湾などでは、株価下支えのため空売り規制が導入されている。新興国の通貨は投資家のリスク回避姿勢が強まる中で下落する先が多かったが、特に韓国では8月の経常赤字が過去最高になったこと、あるいは対外純債務国への転落の可能性が取り沙汰されたことなどから引き続き大きく下落している。金融政策面では、台湾でインフレ圧力が落ち着きつつある中、景気減速を受けて2003年6月以来、約5年振りの利下げが行われた。アジア・太平洋州では、オーストラリア、ニュージーランド、中国に続く利下げの動きである。ただし、インド、インドネシア、フィリピンといったなおインフレ率が二桁台の高水準の国では、まだ追加利上げの可能性を指摘する

先もあるので、アジアで利上げは完全に終わった状況ではまだないと思う。

以上のように、前回会合以降のマーケット、金融環境の一層の悪化を受けて、欧米を中心に企業、個人の資金調達環境やセンチメントが足許さらに悪化していることから、景気のダウンサイド・リスクが一段と高まっているとみられる。各地域の景気については、今後出てくる9月の各種指標を丹念に点検したうえで、次回決定会合に向けて判断をしていきたいと思っている。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

前回会合時から2週間であり判断に変化はないが、ここへきて製造業のマインドや製造業関連のデータが軒並み悪くなってきていることが特徴的だった。それから、雇用も仔細にみればトレンドとしてはずっと悪くなってきているし、自動車も売れていないので、大きく捉えると世界経済は思ったよりも少し早めのペースで広がりを見せながら悪化してきている。そのような全体感でみている。去年から国際局は慎重な見方をしていたが、ここへきて実体が国際局の見通しより悪くなってきている感じがしている。特に実体経済と金融の負のフィードバックの話をされたが、これをどうみたら良いか、この影響をどうみるかは、非常に難しい。悲観的に見過ぎてもいけないし、かと言って出ているデータはここへきてがくっと落ちたというイメージを持っている。

沼波国際局長

以前、水野委員から、アメリカの景気が悪くなるのは、回復時期が後に延びるのか、あるいは景気の落ち方が深くなるのかと質問があった。その時、私は回復の時期が後に延びると申し上げたが、どうもそれだけでは済まなくなっている。落ち方についても、とても深刻なリセッションに

なるとはまだ思っていないが、マイナスの四半期が2期続くという見通しは前はあまりなかった。やはり、深さも少し深くなってきて、さらに後へずれているという両面になってきたという印象を持っている。

水野委員

思っていたよりも、という感じである。

須田委員

今の米国景気の落ち方について。今、消費についての評価がかなりダウンサイドに変わりつつあるということが大きいのか。

沼波国際局長

消費は自動車販売だけの数字は少しセンセーショナルで、まだ良く分からないと思う。例えば今日は説明しなかったが、非国防財資本受注の数字も足許若干マイナスになって、設備もどうかと、皆、思い始め、それから非居住用の建設投資も最近まで良かったが、これも、今、商業用不動産が段々悪くなってきている。輸出も当然このような世界経済の状況であるから、色々足し合わせると、どれも良い話ではない。個人消費がどんと落ちるとは思っていないが、色々足していくとマイナスになってしまう。皆それぞれが少しずつ悪くなっており、足し合わせても悪いという感じではないかと思う。しかし、個人消費は良く分からない。

須田委員

前からずっとデカップリングの話があった。しかし、マーケットの観点からは、グローバルなのだからどうしても相互に影響するので、あとは程度問題だということであった。エマージングの金融面での影響と、それから元々持っている内需の強さというところで、頂いたメモなどをみていると、思いの外楽観的ということが書いてあった。エマージングの人達が、自分達の経済について、サブプライムローン関連の影響がそれ程出ていな

いとみていて、実体経済としてはそんなにひどい状況ではないとしている。そうした点では、デカップリングの部分はまだ残っているとみて良いか。

沼波国際局長

国によって違う。例えば中国については、基礎体力がまだ結構あると思うが、IT輸出に依存しているNIEsの人達からみると、事態はもう少し深刻で、そこは国によって受止め方が違うと思う。ただ、何と比較するかという議論もあって、皆の頭の中にはアジア危機の時の状況がある。あのようにはならないと思っている人達がまだ多く、あれと比べたら現在の経済情勢はそれ程深刻ではないという見方が、多分、彼らのマインドセットの中に入っているのではないかと思う。その二つが要因ではないかという気がする。

野田委員

ここへきて原油、エネルギーの価格が下がったので、従来のようにインフレ懸念で政策にもタイトな感じを出さないといけないというのが、少し薄らいできている。かなりと言って良いのかもしれないが、そういうところは十分違ってきている。

水野委員

全く同じことだが、原油価格が下がってインフレ率も下がってきたので、利下げの話がしやすくなったから出てきた感じもある。選択肢としては広がっていると思う。ただ、インフレがなくなった訳ではないので、エマージングの国にとっては、インフレ率が高いうえに、これから先進国経済の弱さが出てくると、輸出と両方でぐっと落ちる可能性がある。エマージングについてはデータが遅い。だから、現在は推測の域を出ないが、データが出ると急に変わり、エマージング・ウォッチャーの見方も変わってくるか、という感じがする。

西村副総裁

話を変えて、米国の商業用不動産の価格の動きは最近フォローしていないので、教えて頂きたい。かなり下がってきた感じが。

水野委員

今日メモが出ていた。

沼波国際局長

メモをお返しする。後程お時間がある時に。

水野委員

前年比横這いまできている。

中村委員

中国経済について。資料をみると消費はそんなに落ちていない。特殊な例かもしれないが、自動車の売行きがずっと伸びていたのが、8月は前年割れとなった。何か特殊な要因があるのか。経済的に弱い現象が出てきているのか。ご存知であれば。

沼波国際局長

出張で上海にいった時、明らかに自動車マーケットが多少変調をきたしつつある、また、メーカーもディーラーも慌てているという感じの話を聞いた。今まで株や不動産で相当儲けていた人達などによって支えられていた高級車マーケットが少し冷え込んできているというトーンが、聞こえていた。自動車マーケットが個人消費に占めるウエイトがアメリカと中国では相当違うはずなので、どれだけ個人消費全体の基調を判断するのかというと、そこは少し留保した方が良いとは思う一方で、自動車のマーケットは単月の一時的な動きだと必ずしも思えないというのは、そのとおりだと思っている。

白川議長

アジアないしはEMEA Pのベースで短期金融市場の緊張を欧米と比較すると、これまで欧米対比、緊張感はみられないというのが大勢か。今でも恐らく変わってはいないと思う。しかし、ここのところ限界的かもしれないが、韓国だとか香港、シンガポール、あるいはオーストラリア、ニュージーランドなどで緊張感が高まっている。少しずつ緊張感が高まっている理由は、色々な国際金融市場の混乱の結果、エクスポージャーは少ないとはいえ、自国の金融機関にもそれなりに影響が出てきたと理解して良いのか。この辺はどのように考えれば良いか。

沼波国際局長

実態は良く分からないが、例えば韓国ウォンが売られている理由は幾つか言われていて、一つは、経常収支悪化幅が大きい、それから対外純資産がほとんどない。韓国銀行の統計をみると第2四半期末でほとんどゼロになっており、多分そうになっているのだろう。それから、韓国の銀行の中小企業向け貸出が最近随分伸びていて、そのファンディングがどうも短期のドルファンディングに頼っているのではないかと言われていて、そこが反転していくと韓国の銀行は大丈夫なのかという懸念が生じる。これはあまりはつきり分からないが、そういうことを気にしている人達もいるという話は聞く。自国の銀行のサブプライムローン関連エクスポージャーというよりは、短期のドルのファンディングに頼っている銀行がアジアの中にも当然あって、そこは大丈夫なのかということに段々皆の意識が向き始めていることが緊張の原因ではないかと思う。

白川議長

韓国は今おっしゃったような事情があると思うが、オーストラリアとかニュージーランドなどは、勿論マーケットの規模はずっと小さいが、少しずつ緊張感がみられている。あの辺はどう考えれば良いか。

堀井理事

オーストラリア、ニュージーランドの金融機関のファンディング・ニーズの三分の一位はドルファンディングに依存しており、アメリカのCP市場が壊れてしまうと非常にファンディングが難しくなるという単純というか直接の連鎖が働いている。

野田委員

ファンダメンタルズ自体は、ニュージーランドは若干怪しいが、オーストラリアは全然問題ないな。

堀井理事

今のところ、まだ。

沼波国際局長

ニュージーランドはリセッションに入るか、怪しい。

水野委員

米欧の企業金融についてだが、今日、図表4にもあるが、この辺りが最近悪くなってきていて、次の焦点だという話は、今後、日本を含めて非常によく出てくるのではないかな。資金調達が困難となり、コミットメント・ラインのウィスドローワルも増えてきている。しかも、需要が冷えていたら、益々新しいものを何か建てようという気にはならず、設備投資も先送りしようということになってきているのではないかな。日本は今のところオーケーだが、特にドル圏、ユーロ圏についてはかなりきついのではないかなという感じが、新しい動きとしてある。だから載せて頂いたと思うが。

沼波国際局長

先程お配りしたアメリカの商業用不動産ペーパーの中で、私も初めてみ

たが、大銀行と中小銀行の商業用不動産向け貸出が貸出総額に占めるウェイトがある。中小銀行は前から言われていたが、こんなにウェイトが高いのかというのが結構ショッキングな数字であった。

野田委員

ヨーロッパで商業貸出も含めて貸出が減らないのが今までパズルの一つであったが、ここへきて相当厳しくなっている。前回ECBもそのことに触れていたが、漸く少し出てきたという感じなのか。今までは、そこは唯一大丈夫だと言っていたのだが、相当様変わりになってきているのか。感じとしてどうか。

堀井理事

当初もリインターミディエーションというか、企業も元々のコミットメント・ラインを前倒しで引く、あるいはSIV、それからABCPコンデュイットのものがオンバランスに乗ってきているなどの分ではないかというサスペションも一方であったが、結局あそこで膨れていたのはそういうものが大きかったということが今になって分かったということである。

野田委員

実際、実態的にやはりワーキング・ファンドなどに影響が出てくるということは、これからあるとみた方が良いのだな。

堀井理事

十分有り得ると思う。

亀崎委員

アメリカの個人消費について。以前お話したと思うが、私は商務省公表の売上税額と住宅価格の動向をずっとみてきている。住宅価格が大幅に下

落しているアリゾナ、カリフォルニア、フロリダ、ネバダは売上税額もかなり大きく落ち込んできている。売上税を導入しているのは 45 州であるから、全州ではないが、州ではないワシントンDCを含めた 46 地域の合計でみる。すると、全米の住宅価格は去年の第2四半期からマイナスに転じているが、この 46 地域の小売売上税は伸び率がずっと下がってきており、今年の第1四半期でゼロ、前年同月比同じ、第2四半期で-1.9%と初めて前年比マイナスに転化した。このように住宅価格との連動性は、かなり大きい訳である。住宅価格が下がっている、そうすると、個人消費、クレジットカードローンとか自動車ローンとかにも影響してきているのは、これでもみて取れる。何を申し上げたいかと言うと、売上税が 45 州+1 のベースで前年比-1.9%に転化したということは、アメリカの個人消費がこれからさらに弱くなっていくということなのか、ということである。個人消費はアメリカのGDPの7割を占め、一番大きな要素であるので、ここのところ非常に注意している。

沼波国際局長

先程申し上げた最近のエコノミストの見通しであると、個人消費が前期比-7%、もし実現すれば——滅多に実現しない数字だが——多分 1991 年以来である。そういうことが起こるということを予想する人は、段々増えてきている。加速度的に落ちていくとは多分思っていないが、どこかで一瞬マイナスを付けるのであれば、この四半期かもしれないし、第4四半期かもしれない。これはなかなかないので、おっしゃったような話の延長線上として、そういうことが起きる可能性を皆の頭の中に入れておくことだと思う。

須田委員

技術的なことだが、アメリカの雇用について。悪天候のために就業不能であった——要するにハリケーンの影響——というのが 18 万人位いるという見方と、ハリケーンの影響は大したことないという見方があるが。

沼波国際局長

今回の統計の発表の時のプレスリリースの中では、雇用ハリケーンの影響はほとんどないと書いてあるそうである。

須田委員

そういう言い方をする人もいる。雇用悪化の程度は先程、前回のリセッション時のレベルに近い値が単月で出たということであったが、悪化の幅はかなり大きい値がこれから先も続く可能性は相当あるのか。

沼波国際局長

今回の景気後退は企業部門がしっかりとしてバランスシートもきれいな中で始まったので、雇用の削減幅は従来に比べて小さいかもしれない、現に今まで数万人で済んでいたということだった。しかし、そういう雰囲気では段々なくなってきた、数万人で済むということでは多分ないのだろうとして、今回の数字——単月の数字で言うべきではないが——をみている。

野田委員

数か月前から総労働時間など労働投入が相当減っているから、いよいよそれでも耐えられなくなっているということか。

沼波国際局長

労働時間が少しずつ減っていたので、それは皆気にしていたが、おっしゃるとおり、それでもなおという。

野田委員

いよいよ耐えられなくなった。

水野委員

過去の平均をみると、44、45 万人とかろうじてプラスだが、ジョブレス・クレームは平均で 48 万、49 万人でずっときているので、この辺は雇用を良くみている人がリセッションの兆候として凄く気にしている。だから、そこからみると全然サプライズではないという感じ。ADP をみると予想より小さかったのだが、今回は予想よりも大きかった。また、最近のジョブレス・クレームをみていると、悪化しているという方向感はいくらも変わっていない。

須田委員

もっと小さいことで申し訳ない。イギリスのインフレ率である。他の国はオイルの価格が下がったので 8 月になったら大体ピークアウトしているが、そうになっていない。前年比ベースということで、却ってインフレ率が拡大しているのか。それとも、イギリスは特殊要因があってまだ 8 月も上昇しているのか。

沼波国際局長

電気、ガス料金の値上げという遅れてきたものがここにぼんと乗ってきたのが、この単月の数字に出ていると思う。

白川議長

他にあるか。では、一旦ここで休憩して、再開は 3 時 35 分とする。

(15 時 22 分中断、15 時 35 分再開)

白川議長

それでは、再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢、調査統計局から願います。

門間調査統計局長

それでは、資料－4（参考計表）でご説明する。図表 3、短観の業況判断D Iである。企業の業況感は製造業、非製造業、大企業、中小企業問わずさらに慎重化している。景気の山、谷の正式判定はある程度時間が掛かるので、まだ分からないが、このグラフを素直にみて現在なお景気後退局面にはないと思うことは相当難しくなっていると言わざるを得ない。なお、調査時期の関係で、大多数の企業が今回はリーマンの破綻までに記入を終えていると考えられる。ただ、産業界では、短期金融市場と違って、リーマン前の世界とリーマン後の世界の間に途方もない断絶がある訳ではないので、リーマンの破綻が織り込まれていないからと言って、短観の調査結果がおかしいとまでは言えないと思う。ただし、後程申し上げるように、このところ輸出、生産など実体経済そのものを巡る企業からのヒアリング情報が日増しに悪化してきている。それが、リーマンの影響であるかどうかはともかくとして、経済そのものの変化が速いので、そういう局面で通常起こり得る調査結果のタイムラグは有り得ると思っている。例えば、今回、先行きのD Iは、大企業は製造業も非製造業も先行きは悪化が概ね止まるという回答になっているが、中小企業と同様に大企業も先行き、足許と同じようなペースで悪化してしまうことに結果的にってしまう可能性は結構高いように思う。仮にそうであるとすると、D Iの水準はまだまだ高いとばかりは言っていられなくなるし、同じことであるが、ピークからの累積の下落幅はかなり大きなものになってくる。現時点においても、(2) の非製造業をみて頂くと、例えば前回の 2001 年の景気後退に比べると、2001 年は I Tバブル崩壊による製造業中心の景気後退であったこともあって、累積の下落幅は今回の方が既に大きくなっている。特に中小企業はレベルも低くなっていて、前回、前々回のボトム水準が段々

視界に入ってきている状況である。このように非製造業中小企業は、そもそもいざなぎを超えたと言っていた頃にもD I水準がプラスにいかないまま、その後の建設・不動産不況、個人消費の弱まり、原材料高等によってどんどん落ちてきている。海外経済に関する不安が急速に増しているの
で、足許の変化としては製造業大企業に目がいきがちであるが、中小企業の業況感が相当厳しい段階まできていることが改めて確認された短観でもあったということかと思う。

次に図表7に進んで頂いて、輸出入である。実質輸出である。まず(1)のグラフをご覧頂いて、輸出の増勢鈍化は一段とはっきりしてきている。図表8にいて、地域別にご覧頂く。米国向けが益々ひどくなっている。単月では、7月、8月と大きく減少して、その結果、四半期では第2四半期が-6.8%、第3四半期が-5.6%ととても大きく減少している。しかし、EU向けの第3四半期は今のところプラスである。それから、東アジア向けも総じて底堅く推移していて、中国向けも今のところそんなに悪くなっている感じはない。物凄い勢いで伸びてきたその他向けがさすがにペースダウンしてきている印象はあるが、それでも増加基調は崩れていないように見える。このうち米国向けについて、中身を確認しておく。図表9である。(1)が米国向け輸出の財別内訳である。この2四半期程、ほぼ全ての分野で減少している。特に自動車関連(濃い灰色)のマイナス寄与が大きい。(2)の自動車販売は、グラフは7~8月まで入っている。その後明らかになった9月は、7月がボトムかとい頃思われていた希望を打ち砕くような悪い結果であった。7月時点ではガソリンがガロン4ドルを超えたことが落ち込みの大きな要因と言われていて、当時は日本メーカーの低燃費車はむしろ絶好調であった。しかし、9月になるとオートローンが付かないといった金融面の制約や消費者心理の一段の冷え込みがかなり効いている模様であって、7月にはまだ好調であった日本メーカーの車種の一部にも翳りが出てきている。このように、米国向け、とりわけ自動車が一番悪くなっている。米国向け以外については、先程の図表7で数字自体はそれ程悪くなっていなかったように見えるが、ミクロ情報で

はこの1、2か月で欧州、中国、アジア、それからロシアのことを言っている企業も一部あるが、そういった輸出市場全般に対する企業の見方がかなり慎重になってきている。先日の短観でも、海外需給判断D Iが自動車、電気機械、一般機械などでいずれも供給超過に転じる、あるいは供給超過幅が拡大するということになっていたほか、これまで需要超過幅が大きかった鉄鋼でも急速に需給が引き緩んできている。後程申し上げる生産面でも、マクロの計数、ミクロの情報とも前月会合時点に比べて、厳しさが一段と増している。これらを踏まえると、輸出は当面緩やかな増加というよりは、横這い圏内にとどまる蓋然性が相対的に高く、一旦弱含む可能性もそれなりに念頭においてみていく必要があると思っている。以上が輸出関連である。

次に設備投資にいく。図表17へ進んで頂きたい。図表17、(1)である。グラフが3本あって、3本ともはっきりと落ちている。中心となる指標が真ん中の黒太線で、輸送機械も含んだ資本財総供給である。この資料では7月分しか入っていないが、その後出た8月分を入れると落ち込みがさらに若干大きい感じになる。数字で申し上げると、7～8月の4～6月対比は-7.3%であった。内容的には、これまで申し上げているように、半導体製造装置のほか、足許は建設機械や工作機械など様々なものが幅広く減少している。それから、短観の設備投資計画を確認しておく。図表19にいく。2008年度の計画は、大企業も中小企業も元々あまり良くないのであるが、今回の変化として注目されるのは(1)の製造業大企業である。数字で申し上げると、前年比+5.6%、まずまずではないかと思えなくもない数字であるが、近年横這いしないし若干上方修正というパターンが多くみられた9月短観において、若干とはいえ下方修正が始まっているのは、やはり注意すべき動きである。しかも、今回、下方修正になっている中身をみると窯業・土石など非鉄金属であって、ミクロ情報で聞かれている自動車や半導体関連の投資の先送りの動きは、今回の短観には少なくとも十分には反映されていないように思われる。景気が悪化へと向かう局面においては、12月短観以降の下方修正が大きくなる傾向があるので、今年度

については、そういった下方リスクも意識しながら今後の展開を注意深くみていく必要があると思っている。設備投資は以上である。

次に個人消費、図表 20 をみて頂く。月次の欄で三角カッコ内の前月比をざっと眺めて頂くと、7 月はプラスの数字が多かったが、8 月は再びマイナスのものが多くなっている。これは、基本的には天候要因による振れであって、7 月は猛暑、好天がプラスに作用した一方で、8 月は全国各地豪雨に見舞われた後半を中心に天候がマイナスに作用した指標が多かった模様である。結局、四半期の欄で、7、8 月を合わせてみると、個人消費は引き続き弱めの動きとなっている。消費水準指数の除く住居等が 7～8 月で -1.2% となっていて、4～6 月の -2.4% に続いて、マイナスである。サンプルに左右されやすい振れの大きいデータではあるが、GDP の推計に使われるので 7～9 月の個人消費にとってはバッドニュースである。それから、個別には乗用車と家電のコントラストが益々顕著になってきている。乗用車は 8 月に大きく落ちた後、9 月もさらに幾分マイナスであって、7～9 月でみると含む軽で前期比 -2.2% になっている。4～6 月に引き続いて減少である。一方、家電販売はぐんぐん伸びて、7～8 月で前期比 +7.8%、前年比 +19.7% と物凄い数字である。ただし、家電販売についても、7、8 月はオリンピック関連需要に加えて、今年は猛暑を背景としたエアコン、冷蔵庫の増加によってかなり押し上げられている。従って、家電についても、9 月以降の反動には注意が必要であって、実際デジタルカメラの売行きが鈍っているほか、薄型テレビも一頃に比べてスローダウンしてきているということが聞かれている。家計を取り巻く環境としては、ガソリン価格がピークに比べて下がってきたのが唯一と言っても良い好材料であって、ただそれでも消費者の受止め方としては、まだ高いということかと思う。食品関連の値上げはペースダウンしつつもまだ続いているし、雇用を取り巻く環境はじわじわと悪化しているので、個人消費の先行きについては引き続き要注意である。

次に住宅である。図表 25 に進んで頂く。住宅着工の数字は、8 月、113 万戸となっている。このところ横這い圏内の動きが続いている。傾向的な

動きとみて良いかまだ分からないが、取り敢えず足許でみられる特徴を一点申し上げておくと、持家が7～8月の前期比が+10.4%と増加する一方で、分譲や貸家系が減少している。貸家系も内訳をみてみたところ、アパートは比較的良い一方で、貸家、マンションは良くないという違いがある。やはり、これは価格が上がり過ぎたもの、鋼材を多く使用するもの、それからREITなどの出口に依存する転売型のものを中心に悪いことを意味していると考えられる。いずれも回復には、暫く時間が掛かりそうである。

次に、生産である。図表27である。鉱工業生産は、既に申し上げた輸出や設備投資が下振れてきている状況と軌を一にする形で、減少テンポに若干加速の兆しが出てきている。数字をご覧頂くと、8月は前月比-3.5%と単月としてはかなり大きなマイナスである。しかも、出荷が-3.8%と大きく落ちている一方で、在庫はほとんど変化していない。つまり、出荷・在庫バランスが幾分崩れながら、生産が減少しているという景気後退初期の典型的な形になってきている。確かに予測指数を単純に繋げた数字でみると、欄外の脚注1.にあるとおり7～9月は前期比-1.1%、10～12月は-0.2%であるので、予測指数でみる限り、これまでの極く緩やかな減少ペースにあまり変化はないように見える。しかし、直近の企業からのヒアリング等を踏まえると、7～9月の生産は1%台後半のマイナス、さらに10～12月もやはり1%台後半位のマイナスが続く蓋然性が高まってきている。業種としては、自動車、電子部品・デバイス、一般機械が我が国製造業の三大業種であるが、これが軒並み7～9月、10～12月と、はっきりとした減少となる見通しである。乗用車は、内需の低迷と、何と言っても北米市場を中心とする輸出環境の急速な悪化を受けて、このところ毎月生産計画を下方修正している状況である。トラックでも国内向け、ASEAN向け、それから中東向けも若干下方修正になってきていて、幅広く下方修正されてきている。一般機械については、建設機械の輸出が欧州向けを中心に減少しているのが大きいほか、半導体製造装置の出荷、生産計画も国内向け、海外向けともに月を追って下方修正されてきている。さらに、

電子部品・デバイスである。これは携帯、パソコン、デジタル家電のクリスマス需要が盛り上がりそうもないことに加えて、自動車や工作機械はいまや全部電子部品の塊であるので、それらからの波及というマイナス要因もある。以上のように、マイクロ情報の変化のスピードがこのところやや速まっている。この前期比1%台後半という減少のペースは、図表 28、(2)にあるように 2001 年の IT バブルの崩壊の時は每期 3、4%の減少が 1 年間続くという急降下であったので、それに比べればまだ緩やかである。しかし、今申し上げたように足許の状況の変化自体が速くなっているので、そもそも 1%台後半の減少ペースでとどまる保証もないし、減少が 4 四半期で止まるかどうかとも分からない。大幅な景気後退に至るリスクはなお小さいという認識で良いと思うが、極く浅くて短い調整局面ではもはやなくなりつつあると思われる。在庫循環を確認しておく。図表 30、在庫循環図である。7 月の段階ではほぼ 45 度線上にあったが、8 月は出荷の落ち込みが大きかったことから一気に左の方へいってしまった。原点からそう離れている訳ではないので、決して大きな調整圧力ではないけれども、在庫が生産を抑制する方向に作用し始めていることには注意が必要である。この点は、先般の短観でも需給判断 DI や在庫判断 DI も水準的に深刻な訳ではないけれども、変化としては今回の局面で初めてやや目立って悪化していたこととも整合的である。以上が生産である。

次に雇用関連である。生産が今申し上げたような状況であるので、雇用関連も急速にはではないが、じわじわと弱くなってきている。図表 31、有効求人倍率の 8 月は 0.86 倍であって、ほぼ毎月少しずつ下がってきている。＜労働力調査＞の雇用者数である。8 月の前年比が 0.0%と、このところずっと前年比ゼロ近傍が続いている。完全失業率は 4.2%である。図表 32、(1) のグラフにあるように、失業率は毎月振れる指標ではあるが、4.2%は今回の上昇局面で一番高い数字になってきている。それから、図表 31 に戻って頂いて、＜毎月勤労統計＞の名目賃金である。8 月は前年比 -0.3%であった。所定内給与のプラスが小さいまま推移する中で、生産の減少を反映して所定外給与が前年比 -1.8%となっているほか、企業

収益の減少を反映して、特別給与が-9.8%とマイナスになっている。勿論、現時点では速報の数値であって、特別給与に関しては、確報で上方修正される傾向がある。しかし、いずれにしても賃金が伸びない状態が続いているのは、明らかである。申し上げたうちの所定外給与には所定外労働時間そのものの減少が効いている。そのことを確認して頂く。図表 33、(3) のグラフである。太線が所定外労働時間のレベルで、細線が前年比である。ご覧のように足許前年比マイナスの領域にはっきりと入ってきている。今、生産が前年比で-2%位であって、この所定外労働時間も-2%前後になっている。先程申し上げたようなペースで今後生産が減少していくとすると、10~12月の生産の前年比は-5%位になるので、所定外の労働時間もさらに相応に落ちていくことが予想される。雇用関連は以上である。

次に物価にいく。図表 38 まで進んで頂きたい。国際商品市況である。

(1)、(2) でご覧頂けるように、最近の水準は大体本年春頃の水準に戻っている。(2) のドバイ原油は9月の月中平均で96.80ドルと書いてあるが、直近では80ドル台後半まで下がってきている。原油などの輸入物価の低下は交易条件の改善に繋がるが、一方でその背景にあるのが予想を上回るペースでの世界経済の冷え込みであるため、日本の輸出製品の一つである半導体の価格も一段と下落している。今月から(3)、(4) にDRAMとNANDフラッシュの国際市況——業界の話に出てくる指標性が高いスポット指標——を載せている。本年春頃に一旦下げ止まって、それを受けて当時は内外メーカーが設備投資を再開する雰囲気が一瞬出たが、夏以降このように市況が急落しているので、半導体メーカーの業績は急速に悪化していて、投資の様子見姿勢が強まっている状況である。半導体以外でも、最近鉄鋼の価格が中国で下がり始めていて、アジア市況が軟化している。それから、化学製品も中国の買い付けが消極的で、市況が軟化している。つまり、国際商品市況の低下自体はグッドニュースなのだが、実は輸出価格の方にも下落圧力が掛かっているので、交易条件が丸々改善する訳ではない点には注意する必要がある。それから、需給ギャップ、図表 40 である。(2) の白丸を繋げた線が我々が計算している需給ギャップであって、

4～6月まで入っている。7～9月はまだ入っていないが、短観の設備・雇用加重平均D Iがご覧のように幾分悪化していることを踏まえると、7～9月の需給ギャップは4～6月に続いて悪化する可能性が高い。水準はまだ悪くはないが、その後10～12月も落ちていくと予想されることを考えると、基調的な物価上昇圧力もこの先は弱くなっていく蓋然性が高い。現在は物価上昇率そのものがまだ高いから、仮に上振れた場合のコストが依然として大きいとは言えるが、先程の国際商品市況、それからこの需給ギャップからみて、物価の上振れリスクそれ自体は小さくなってきていると考えられる。以下、個別の物価指数については、国内企業物価は新しい数字は出ていないし、企業向けサービス価格はほとんど変わっていないので、消費者物価へ進んで頂く。図表45である。(1)の右、8月のC P Iは前年比+2.4%で7月と同じであった。特段のサプライズはなかった。細線で示した除く食料・エネルギーが6月、7月と少し高まった後で、8月は落ちているが、この細かい波にはあまり意味がない。引き続き、ゼロ近傍で推移しているという評価で良いと思う。図表46の寄与度分解表をみて頂きながら、先行きの展望をする。まず、9月である。ガソリンが8月の185円から9月は170円台前半に低下しているので、それを踏まえると石油製品のプラス寄与が0.2%位は縮小する。ただ、それ以外の部分では、8月対比上がりそうなものも若干あるので、8月+2.4%の後、ひょっとすると9月も+2.4%で変わらないかも知れないが、+2.3%位に幾分低下する蓋然性が相対的には高いと思われる。その後、原油価格や為替相場が変わらないとすると、石油製品のプラス寄与は12月に掛けてややペースを上げながら小さくなっていくので、C P Iは10月にも+2%を切る可能性が結構あって、その後、12月には+1%台半ば位まで落ちていく蓋然性が高いと思う。さらに、その先はまだ分からないが、国際商品市況が横這いと仮定すると、来年の5、6月位には+1%を切っていく展開が予想される。なお、図表47に東京の9月が入ってはいる。東京で少し気になったのは、(1)で除く食料、エネルギー（右の細実線）が少し上がっている。中身をみると、洗剤のように全国に関係しそうなものも一部上昇し

ているが、被服のように東京と全国で元々全く違った動きをするものが結構上がっているので、東京のこの動きどおり全国の9月も強くなる訳ではないと思う。それから、そもそもこの除く食料、エネルギー分についても、需給ギャップないし賃金を反映した動きというよりは、コストの上昇分がじわじわと転嫁されてきているという性格のものが多いので、今後上昇率が緩やかながらも高まっていくよりは、どこかで頭打ちになっていく蓋然性が高いと思っている。ただし、コスト高の転嫁が今後まだどの位続くのか、その程度と長さについては、不確実性も小さくないことも一定の留意が必要かと思っている。

ということで、今月の指標等をご紹介してきた。ハードデータで確認できる範囲では、第一に設備投資がさらに幾分弱くなっていること、第二に生産、在庫回りで7月に一旦良くなったようにみえたが、やはりそれは一時的な動きであって基調的には少しずつ状況が悪化していることが改めて確認されたこと、この二点が前月からの変化かと思う。輸出や家計関連のデータには、大きな変化はなかった。しかし、今月重要なことは、以上の話はあくまでもハードデータで確認できる8月までの動きでは、ということであって、短観のような企業のマインド指標やとりわけ最近のミクロ情報、そしてまた米国のISMや雇用統計のように一部明らかになってきた9月の海外情勢等を踏まえると、この後、日本の9月、10月の経済指標辺りがこれまでよりもやや速いテンポで悪化していく可能性は否定できないように思う。特に注意を要するのは、輸出、設備投資、生産である。今月の基調判断は停滞しているというこれまでどおりの判断でぎりぎり良いかと一応考えているが、まだデータに反映されていない、今のこの時点でリアルタイムでの経済情勢を想像すれば、1、2か月前に比べて停滞色ないし調整色は明らかに強まってきていると考えられる。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

CPIのところで、一点だけ。単月だけの動きであるが、刈込が少し頭を下げてきている。このインプリケーションは何か。

門間調査統計局長

そろそろピークアウトしてくる頃であるため、単月だけなのか少しぎざぎざしながら段々落ちていくのか、分からない。いずれにしてもピークアウトに近いということかと思う。

須田委員

車の輸出について。トヨタがゼロ金利で販売し、ガソリン価格も下がっている、それから元々ハイブリッド車は売れているという中で、上手く生産が調整できるのではないか。今、どんどん企業マインドが下方修正されているが、どこかで止まるかと思う。そういうことではなくて、かなり悲観的な見方をしているということか。

門間調査統計局長

ゼロ金利は、トヨタはこれまでやってきていないはずである。それを今回やること自体、相当危機感を持っているということだと思う。あるいは、ハイブリッド車も、アメリカの工場で作ろうと思っていたのを止めて、ハイブリッドにするとかいう話も出てきている。かなり迅速に意思決定している。そういう調整のスピードもそれなりに速いが、それ以上に足許の状況の変化が速いという認識である。従って、色々対応しているが、今の変化には十分についていけるかという心配を自動車メーカーは相当強く持っている状況である。

野田委員

図表 10 のその他地域向けの自動車関連輸出のデータではまだ上がって

いるが、今月はまた悪くなっているのか。

門間調査統計局長

その他地域はなかなか難しいが、ロシアは少し減速してきている感じが持たれている。乗用車よりも建設機械辺りのロシア向けが悪くなってきているという話がある。それから、中東についても先程申し上げたようにトラックが多少悪くなってきているという話がある。これも悪いより減速しているという感じだが、従来から工事が進みにくくなっている。これもいわゆるバブル崩壊的な話なのか、元々労働者も足りないのか、なかなかあるべき方向に進まないという供給制約が強いのか、その実態は定かではない。いずれにしても、これまでどおりのペースでは需要は増えていかないという感じは強まっている。ただ、中東については、そうは言ってもやはり今一番期待できる地域は中東であるという認識はどのメーカーも持っていて、二点申し上げる。一点は、建設機械の生産が随分落ちると申し上げたが、生産統計には中東で使われる大きなショベルカーとかショベルローダーとかいうものは入っていない。従って、I I Pは悪いが、建機メーカーからすると意外と利幅の大きいものが中東で売れているという実態はあるので、統計でみるより実態は良いかもしれない点の一つある。

野田委員

付加価値ベースでは、高い可能性。

門間調査統計局長

然り。もう一つは、今まで日本メーカーは中東について需要は伸びてくるが、リスクも大きいので現地販売網の充実など販売策の強化といったことを多少ためらっていた面がある。しかし、これだけ世界中が減速してきて、中東位しかブライト・スポットがないということになると、そちらの方に力を掛けていこうかという話が出てきている。これから、これまでの輸送を含めたボトルネックなどを解消しながら、需要を掘り起こしていく

動きが出てくる可能性はある。ただ、問題は中東の本当の需要もいつまで続くのかという不確実性はあるから、ちょうど下がってくる時に一生懸命やると、在庫が嵩張るということになるので、その辺は非常に今難しいところだという感じがしている。

亀崎委員

輸出について。図表 6 で実質輸出が 8 月 -1.7%、7~8 月で均してみると +1.9% であるが、数量指数でみると 7~8 月でもあるいは 8 月でもマイナスである。という中で、ここの行にはないが、8 月の貿易統計を金額ベースでみると +0.3% である。その寄与度をみると、鉱物性燃料、すなわち軽油とか灯油、重油が +2.0% である。鉄鋼の寄与度は +1.2% である。ということを見ると、鉱物性燃料、すなわち軽油、灯油、重油が無かりせば、-1.7% である。鉱物性燃料は石油価格が上がってくれば当然上がるもので、この寄与度を昨年からずっとみると、昨年の 11 月以降、鉱物性燃料がかなり大きく寄与している。そうすると、この先、原油が下がっていくようになると、鉱物性燃料の寄与度が剥落していくことになる。先程、生産は横這い、ないしはもしかするとマイナスになるかもしれないというお話があったが、この内容、この金額の中身をみると、かなり厳しい方向であるのではないか。3 月の時もそうであったが、名目は先行きを表わしている気がする。その辺が気になるところである。

門間調査統計局長

おっしゃったのは輸出の鉱物性燃料であるな。輸出の鉱物性燃料は石油製品に近くて、軽油とか灯油などかなり輸出している。

亀崎委員

軽油が半分である。あと、灯油、重油。

門間調査統計局長

然り。それは日本で売れないから、主にシンガポールなどにマーケットがあり、そこに出している。従って、輸出ドライブみたいなものなので、それ自体は確かに足許プラスではあるが、ここから先、輸出について懸念されるのは、それが落ちるかどうかよりも、やはり自動車とか電子部品・デバイスなど先程生産のところで申し上げたような日本の三大業種が、今ミクロ情報ではかなり弱くなってきているので、そういう基幹業種の輸出が今後多少悪くなってくる可能性があるということである。というところが、むしろ大きなポイントである。

中村委員

鉱物性燃料は、需要自体が減ってくれば、輸出が減ってくるかもしれない。

門間調査統計局長

然り。

中村委員

一部、中国に受託させているところがあるが、日本で売れないから、C重油を含めて、製品をかなり海外、アメリカなどにも輸出している。自動車の統計をみると、8月は生産自体も前年比マイナスになっている。輸出もそうである。単月の振れなのかどうか分からないが、業者にとってはかなりシリアスな状況か。

門間調査統計局長

8月自体は、単月の振れという面が大きいですが、8月時点でみていた9月以降の生産計画が足許にきて下方修正になってきていることが、かなり大きな変化である。

須田委員

それは輸出がメインであるか。

門間調査統計局長

一番大きな変化であるか。

須田委員

然り。

門間調査統計局長

一番大きな変化はアメリカ、北米向け輸出の変化である。ただ、それ以外にも、それを埋め合わせようと思っていた中国、アジア、ロシアなども今一つ元気がない、ということもあるので、埋め合わせ切れないということ。それから、国内は一貫して悪いので、そちらは全く回復の目途が立ってこないこと。そういうことの総合的な結果として、生産を落とさざるを得ない状況である。

須田委員

国内の弱さも想定以上か。

門間調査統計局長

国内は、本音ベースでは、これ位しかいかないのではないかと元々思っていたが、年の初めの頃はもう少し元気が良かったか、という感じはある。

須田委員

景気というか停滞色の強さは、主に、海外経済によるものと捉えていて構わないのか。そういう意味では、海外経済の先行きが分からないので、変化の大きさの程度は判断がつかないということか。

門間調査統計局長

二つあると思う。一つは、当然、海外経済の足許の変化。これはかなり急速であるから、外的ショックの大きさそのもののマグニチュードが良く分からない。同時に、生産の減少ペースが今後速まっていくとすると、当然雇用面にも影響が出てくる。投資も減少してくる。そうすると、当初の理由は何であれ、多少逆回転の動きというか負のフィードバックが働いてくる可能性がある。日本の場合、金融はそれ程大きなファクターではないかもしれないが、実体経済での伝統的な意味での負のフィードバックが幾分働いてくる可能性がある。そうになってしまうと、ある程度それを止める大きなグッドニュースが入ってこない限りは止まりにくい状況になってくる。それ程急激に落ち込んでいかなくとも、なかなか落ちが止まらない可能性が少し出てきている。その辺りが気になるということである。

西村副総裁

本来、これは国際局のところで言うべきだった。米国向けの問題である。2001年以降、米国景気そのものが住宅と自動車によって牽引されてきた。自動車が大体年間1,600～1,800万台位をずっと続けてきた。それで、何が起こったかという、車齢がどんどん短くなっていった。日本では逆に車齢がどんどん長くなっていった。米国でもし車齢が伸びていくことを考えるとすると、自動車の販売台数がもっと急速に減少することも十分有り得る、しかも、それが長期に亘ることも、我々、考えておかないといけないのではないかと考える。

野田委員

日本よりもっと顕著に起こるということである。

西村副総裁

車齢の低下も非常に顕著であったから、もっと顕著に起こる。

須田委員

今の生産台数は大きく落ちているが、それよりももっと下がるということか。

西村副総裁

下がってくる。要するに需要が全然伸びないというか、需要が1,200万台…。

中村委員

こういうのがずっと続くという。

西村副総裁

上がり下がりはあると思うが。それから、インセンティブには非常に良く食いつく。インセンティブのある時には売れるが、それが落ちると、ずどんと落ちることを多分繰り返している可能性がある。だから、アメリカの自動車が1,600～1,800万台のところをうろうろしていた時には、積み上がったストックは、将来に亘ってのフローに関してネガティブな要因になっていることを考えておく必要があるのではないかと思う。

中村委員

自動車の中でも、ライト・トラックと言われるSUVなどが減っている。乗用車も最近減っているが、それ程減っていない。

西村副総裁

このSUVのセグメントには、先程説明したメカニズムが効いてくる可能性がある。車齢はまさにそれに効いてくる。

水野委員

ある独立系の自動車部品メーカーのCEOが言うには、世界全体の

ピーク比でトヨタ一社分位減っても全然不思議ではないとのことである。実際、アメリカが1,800万台から1,200万台、1,300万台への減少である。上がっていくというイメージがまだ全く持てないので、工場を閉めたり、生産を落としていくことを早めにやっている。ファイナンスの影響が大きいのではないかと言っていた。

門間調査統計局長

然り。車齢の関係では、冒頭に須田委員からご質問があったこととも関係するが、売れ筋の車種構成が随分変わってきている。従って、いわゆるハイブリッド等の売れ筋商品の供給体制をどれだけ整えていけるかは結構大きい。今でも在庫がなくて何か月も待っている状況が変わらないからである。売れ筋の車の販売台数が増えないことにおいて、むしろ日本のメーカーの供給体制が追いついていないことが未だに大きなウェイトを占めている。そこを今早急に切替えているが、なかなか追いつかないところもあるので、そういう新規事業の掘り起こしによって、車齢をそれ程上げない手前で、買い替えてもらうという努力をできるかどうかかと思う。

須田委員

今、小型車にシフトしていこうとしている。省エネ目的、ガソリンをあまり消費しない車への買い替えをこれからやろうとしているから、そういう意味では、まず買い替えはそんなにセーブされず、ブレーキが掛からない。まずは省エネ車にはシフトするのではないか。ただ、小さい車になるので、付加価値ベースの収益といった場合には、厳しいかと思う。しかし、台数という意味では、それ程大きく落ち込まない可能性があるのではないか。

西村副総裁

一つ、アメリカ経済、自動車産業で注意しなければいけないのは、中古車である。中古車価格が下がると、逆に買い替えが進まないことがある。

実際今中古車価格が下がっているから、これがかなり大きな問題になる。従って、中古車と新車との間で負の相乗作用が起きている面がある。逆にこれをかなり強制的な形で、色々な規制のような形で需要を掘り起こすようなことをしている。それが実際の消費者にどういう形でプッシュになるかどうか、少し心配なところである。

須田委員

それはそうであるが、3か月待ってハイブリッドを手に入れたという国内の状況もあるらしいので。

門間調査統計局長

その辺りは、不確実性が大きいので、今後の展開を良く注意してみたいと思っている。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

では、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

金融環境の現状評価で、資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。先月から若干新しい資料を掲載し始めた。今日は、全体の構成も大幅に変えたので、冒頭、それについて若干考え方、構成を申し上げる。図表の目次である。全部で大きく言うと4つのパートに分けている。1.から3.までが全体として金利の評価、4.が金融仲介の量の評価、5.と6.が質というかアベイラビリティーの評価、最後がいわば総合金融指標ということで、この

4 つに区分し直した。そのうえで、金利は 3 つのパートに分かれていて、インフレ予想から始まる。勿論、インフレ予想はそのもの自身が重要であるが、できればここで何らかのインフレ予想の数値を得て、その次の政策金利の評価のところでは実質金利の計算で使いたい。残念ながらそこまで良いデータが得られないので、結局この段階ではこれまでと同様、足許の C P I を使ってディスカウントしている。その意味では、繋がり是不十分ではあるが、政策金利あるいはリスクフリーの金利を実質金利で水準を評価するパートが 1.、2. である。それに、3. は、スプレッドを乗せて実際の出来上がりの企業活動あるいは経済活動に影響を与えるコストがどうなっているかというパート。全体としては、こういった 4 つ——金利、量、アベイラビリティ、総合指標——に組織し直したということである。以上が、全体の構成である。そこでインフレ予想からご覧頂く。

図表 1、(1) の＜量的質問に対する回答＞は生活意識に関するアンケート調査である。直近の 9 月調査で現実の実感インフレ率は +10%、それと今後 1 年間の予想インフレ率は、1 期前——6 月の調査——が +7% であったのに比べて、+5% と落ちてきたが、いずれにせよ水準が非常に高い。＜質的質問からの推計値＞は、同じ統計の質的質問からカールソン・パーキン法という手法を使って、いわば人々の平均的な予想インフレ率を算出したものである。これをご覧頂くと、足許、実感インフレ率——灰色——は引き続き高いが、今後 5 年間の予想インフレ率——星印と点線——、それから 1 年間の予想インフレ率——棒線——両方とも、前回の 6 月から少し頭を下けている。数字を申し上げると、6 月調査が +1.2% であったが、足許 9 月調査は +0.95% で、1 年、5 年とも全く同じ動きで、若干頭を下げているとみて取れる。似たような傾向は、(2) の内閣府の消費動向調査でもみられる。消費動向調査は、欄外にあるとおり、物価上昇率のバンドの中でどの辺にいるかを聞いている調査である。このそれぞれのバンドの中値を採って加重平均を採ったのが、このグラフである。非常に微細ではあるが、一番直近、8 月調査は +3.5% である。1 か月前、7 月の +3.6% と比べると若干頭を下げていて、これは、先程、調査統計局長から説明も

あったが、C P I の頭打ち感の中で、人々の物価に対する感じ方も変わっている可能性があることを示唆するデータかと思われる。(3) の企業のインフレ予想は、短観からの推計である。これは翌期のインフレ予想であるので、これ自身は引き続き高い状況は変わっていない。図表 2 の (1)、(2)、E S P フォーキャストとコンセンサス・フォーキャストはまだデータが出ていない。データが出ているのは、(3)、(4) である。B E I については、市場流動性の問題があって、大幅にマイナスに突っ込んでいる。これは、相当留保が必要である。(4) のインプライド・フォワード・レートは、3 年から 10 年後までについて前回から掲載している表である。こうしたインプライド・フォワード・レートは、実質経済成長率に対する期待やリスク・プレミアムが変わっていないという前提のもとでは、ある程度インフレ予想を反映するだろうと考えてみているが、足許そんなに大きく変化していないと思われる。以上がインフレ予想の状況である。

次の図表 3、図表 4 が政策金利水準の評価である。冒頭申し上げたとおり、ここでは、まだ足許の C P I を使って実質金利を評価すること続けている。図表 3 は成長率との比較である。ご覧のとおり、大幅な緩和という状況は変わっていないし、図表 4——これも前回から掲載している——のテイラー・ルールを使った金利との比較も同様に大幅な緩和が続いている。以上の政策金利の評価を受けて、次が資金調達コストである。図表 5 で 8 月の新規の貸出約定平均金利をご覧頂くと、若干下がっている。新規の総合の除く交付税特会向けをご覧頂くと、8 月は 1.675% で、4~6 月、7 月から連続でご覧頂くと、少し下がっている点がみて取れると思う。この間、約定平均金利は、短期と長期で若干違った動きをこれまで取ってきた。短期の除く交付税特会向けをご覧頂くと、7 月まではむしろこちらは下がる方向、それに対して長期は若干上がる方向であった。それが 8 月は両方とも若干下がっている。勿論、単月で振れのある統計なので、もう少し様子はみておきたいと思っている。恐らく今まで貸出金利の出方は、原材料コスト上昇の中で需要がそこそこ強いことと信用リスクでプレミアムを少し乗せたいことで上げ方向が強かったが、足許、原材料コストの低

下で資金需要がこのまま増勢を続けるのか、むしろ一服感が出てくる可能性がある。こちらは、需給要因で金利は下がる要因である。一方、企業の業況は悪くなっており、スプレッドを乗せる要因であるので、この上下両方の要因がどう引っ張り合いになるかが当面の着目点かと思われる。CPのスプレッドをご覧頂くと、足許CP・社債市場の発行面においてリーマン破綻の影響が結構出ている点である。具体的には、例えばA-1+格のスプレッドの9月の速報は+0.16%である。9月の平均であると+0.16%だが、これは旬別に全部分けて申し上げると、例えば、A-1+格でみると、9月上旬は+0.06%、中旬は+0.13%、下旬は+0.25%と下旬になると若干上がっている。A-2格の+0.39%も同じように分けて言うと、上旬が+0.30%、中旬+0.40%に対して、下旬は+0.60%ということである。本文でお配りしてあるデータは9月26日までの中間データである。今、申し上げた数字が9月30日まで全部締めた数字である。いずれにせよ、これをご覧頂くとおり、下旬、リーマン破綻以降はCPのスプレッドが乗っている現象が現われている点の一つ特徴である。一方、社債のスプレッドはどうかというと、図表8、(2)で、足許ほとんど横這いである。これが横這いであるのは、9月の後半以降、社債の発行がほとんど止まっているということである。

ここで金利の話から量の話に移る。図表10、＜民間部門総資金調達の内訳＞のうち貸出等々の数字がまだ今月は出ていないので、＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞の公募社債計の数字をご覧頂く。9月の速報は6,159億円の社債発行でそこそこの数字であるが、1社大きいところがあった。それで大きな数字になっているが、特徴的なのは9月18日を最後に社債発行見送り気運が非常に強くなっていて、18日以降、10月に入っても10月3日まで社債は1件も発行が行われていない。リーマン破綻以降の状況様子見ということで、若干見送り気運が出ている点があるし、引き続きBBB格は出ないということである。従って、直接市場について、足許だけみるとリーマン破綻以降、CPのスプレッドが拡大、社債の発行見送りという格好で若干の影響が出ている。それから、今月新たに出た量

のデータとしては、図表 12、(2) の企業向け貸出の規模別、資金使途別の内訳である。これは今までと傾向が変わっていない。＜企業規模別、月次＞で中小企業が減少であるのに対して大企業プラス、＜資金使途別、月次＞では、少しみにくい、設備資金がトン圏内であるのに対して、運転資金がプラスという図は変わっていない。それから、図表 15 はこうした企業の資金需要、量の背景にある部門別の資金需要である。これは、先月まで載せていた表から若干変更している。法人季報を使って内容を分類する意味では基本的に同じだが、この数年間、実際の法人季報の数字と貸出の数字と大分合わなくなっている。ということで、色々細かく下りていって特殊要因を探し、調整することによって新たに構成し直した表である。

(1) でご覧頂くとおり、若干水準の差、凸凹があるが、貸出と社債の資金調達額の大きな傾向は捉えているかと考えている。(2) と (3) のグラフは、1 か月遅れで 4～6 月の法人季報を使った分解である。基本的には、これまでと同じような動きである。まず (2) で大きな資金需要の内訳をご覧頂く。プラスの方に寄与しているのが運転資金需要——斜線——、それから、その他——白抜き——である。このその他が何かというと、(3) である。まずは配当支払——点々——、それと 4～6 月については、株価低迷を映じて自社株買いが増えているので、特別損益・自己株消却等——白抜き——である。この法人季報の分類からみると、今の資金需要の大宗は、今申し上げたような運転資金、配当支払、自社株購入といったところであると思われる。

それから、図表 16 からアベイラビリティー関連である。企業金融関連では短観も含めて幾つかの D I が出ている。＜金融機関の貸出態度＞をご覧頂くと、全国短観では 4～6 月の +8%ポイントから +3%ポイントで、引き続き緩い超ではあるが、緩い超幅は縮まっている。中身をみると、大企業は引き続きプラスであるが、中小企業は 9 月調査で -3%ポイントで、2004 年 3 月以来の厳しい超になったことが特徴である。業種別の特徴である。例えば大企業は +13%ポイントである。この中でも業種によっては、第 3 四半期、9 月調査で既に厳しい超になっている業種が 4 業種ある。因

みに、第2四半期、6月調査では、厳しい超になっている業種はゼロであったので、それが今回の調査で初めて4業種出た訳である。その4業種というのが、建設の-3%、不動産の-6%、対個人サービスの-7%、飲食店・宿泊の-5%。今の建設、不動産という特定業種、それから対個人サービスなど消費関係が厳しくなっている感じかと思われるし、中小企業でも業種別にチェックするとやはり同じような傾向が窺われる状況である。以上がD I 関係である。それから、図表 19、企業倒産等は毎月新しく出ていないので、マネー関連、図表 21 である。マネースtockはまだ出ていない。＜マネタリーベース＞については、お手許の資料は8月までであるが、その後の9月が出ている。8月の前年比-0.2%に続く9月の数字が、3か月振りにプラスになって、+0.9%である。内訳は、銀行券の発行高が8月の+0.9%に続いて、9月は+0.4%で、銀行券は昨年の中・小民営化の銀行券保有の裏が出て伸び率を下げているが、日銀当預が流動性の供給を増やしている。-10.1%の後、9月は+5.4%で、これがプラスに寄与した。因みに、銀行券の伸びについて、中・小民営化の前後に手許厚くしたことの反動は恐らく来年の初め位まで続くので、当分、銀行券は恐らくゼロ近傍——今の予想であると、10月0.0%、11月+0.2%という感じ——の動きが続くかとみている。マネーはそれ以外に出ていない。総合金融指標の中では、マネーの他に、図表 24、ファイナンシャル・インバランス指標で、株価、地価、貸出、マネーそれぞれについて長期のトレンドからどの程度乖離しているかを参考までに付けている。これは、四半期毎に大きく動くということではないが、たまに注目すべき動きあるいはトレンドがあればご説明申し上げたいと考えている。

以上であって、取り敢えず、今日の金融環境の評価の特徴点を三つだけもう一度申し上げる。人々の物価に関する見方が若干転換期を迎えつつあるかもしれないというのが一点目。リーマン・ショックが、発行面でもC P のスプレッド、社債の発行見送りという格好でかなりの影響を与えているというのが二点目。三番目は、貸出金利が低下し始めていて、この背後に資金需要の低下、減少があるかどうか、当分みていきたいと考えている。

この三点が今月の特徴である。以上である。

白川議長

ご質問等はあるか。

須田委員

インフレ期待の質的質問からの推計値について。長い目でみたら、このばつ印をみると、2006年で物価が上がり始めたところで、0.5%以下から1%位にシフトしたとみて良いのか。

雨宮企画局長

2006年のここは＜量的質問に対する回答＞をご覧頂いたとおり、アンケート指標を変えたところが入っているので、まっすぐ伸ばすうちアンケートの仕方を変えた部分のジャンプも入っていると思う。従って、2006年の頭に相当インフレ期待が変わったとみるのは、若干ディスカウントする必要があると思う。ただし、そうはいつでも、他のものをみると、2006年の頭頃——ちょうど量的緩和やゼロ金利解除の頃——、物価の見方や实体经济に関する見方は少しずつ変わったことは十分有り得るかと思っている。カールソン・パーキンで分析結果の特徴は、ジャンプした後、5年間の予想インフレ率は+0.8～+1.4%位——+1%の周り——で安定している、ということである。

白川議長

他にないか。ないようであれば。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

金融経済月報の概要の説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず、経済・物価のところからご説明する。景気の現状であるが、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから、停滞している。」としている。停滞しているという判断自体は、先程、門間調査統計局長からもご説明があったように、前月と同じということである。その前の背景のところアンダーラインが引かれているが、これは基本的に国際商品市況の反落がはつきりしてきたという中で、それを踏まえたものである。すなわち、国際商品市況は反落しているが、市況高の影響は続いているのが現状であるかと思うので、それに沿うよう書き換えている。中身は二点だけ修正している。一点目が業況感。「企業の業況感もさらに慎重化している」ということである。これは短観が出た月であるので、業況感について書いている。因みに、3か月前は業況感が「引き続き慎重化している」だったのであまり変わらないが、若干慎重化の度合いが増しているというニュアンスを出している。設備投資については、前月の「足もと幾分減少」から、「減少している」と少し下方修正している。これは資本財総供給などの動きをみたところ「減少している」が適当な判断かと思っている。景気の先行きの総括判断である。「海外経済の減速が明確化するもとの、当面停滞を続ける可能性が高い。ただし、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。」にしている。前月との比較では、緩やかな成長経路に復していくまでの時期が長引いているというニュアンスを出す書き方としている。また、海外経済の減速がこれから明確化していくという背景がある仕立てになっている。なお、「エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ」にアンダーラインが引いている。前月は「国際商品市況が落ち着き」と書いていたが、既に落ち着いてきたかということで、むしろこれからその影響が薄れてくることが重要であるという意味合いで修正している。中身では、輸出が前月は「ごく緩やかな増加にとどまる」と書いていたが、「横ばい圏内の動きにとどまる」としている。また、国内民間需

要も前月は「伸び悩み」と書いていたが、足許、設備投資が落ちてきていることなども踏まえて、「弱めに推移」と変えている。物価については、前月から全く修正していない。これは国内企業物価が新たな統計がないし、C P I も 8 月の全国あるいは 9 月の東京や大阪の速報をみる限り、先行きについても変更の必要がないと考えている。私からは以上である。

関根企画局参事役

続いて、金融面については、この間の国際金融市場の混乱を踏まえて、前月から大きく変えている。お手許の配付資料では特に下線を付していないが、これは変わったところに下線を付そうとすると、ほとんど全てに線を引かなくてはならなくなり、みづらくなってしまうといった事情である。変わったところで大きなところは、第一に構成を見直している。お手許の資料の前月をご覧頂くと、「金融市場の動きをみると」の段落と「金融面をみると」という段落がある。これは先月までについて言えば、逆の順番だった。ただし、今月については、国際金融市場の混乱とそれを受けた我が国の市場の動きからの方が書きやすいだろうということで、順番を逆にしてしている。実際にその内容である。当月の「金融面をみると」というところをご覧頂きたいと思う。最初の文章である。「わが国の短期金融市場は、相対的に安定的な状態が維持されているものの、米欧金融機関の破綻等を背景にした国際金融市場の動揺の影響が及んでいる。」と、国際金融市場に混乱が生じていること、そしてその影響が日本に及んでいることを載せている。続く文章では、「オーバーナイト物コールレート（加重平均値）は 0.5%前後で推移している。」ということであり、まず我が国の市場が相対的に安定的であることを述べた後、「もっとも、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりから、コールレートのばらつきが拡大し、ターム物の銀行間金利が強含んでいる」と、国際金融市場の動揺の影響がどのような形で及んでいるかを記述している。そして、それに続いて最後の文章である。こちらは市況表現であるので、明日の相場に合わせて修正したいと考えているが、今の相場は少なくとも株価と長期金利は下落と書かなくてはなら

ないかと考えている。続くパラグラフは短いが、金融環境の総括判断を示すものである。「わが国の金融環境は、総じて緩和的な状態が続いているが、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられる。」ということである。ここは前月をみて頂くと、企業金融という形であるが、「総じて緩和的な状態にある」とだけ言っていた。これに比べると、今月については、中小・零細企業や一部の業種の資金繰りの悪化に触れた分だけ若干評価を厳しめに振ったつもりである。最後のパラグラフは、以上の総括判断を踏まえた各論である。最初の三つの文章については、総じて緩和的な状態にあることをサポートする材料を挙げている。第一は「コールレートは、実体経済活動や物価動向との比較でみて低い水準にある」と、先程の説明であった実質短期金利と成長率、テイラー・ルール等の動きを踏まえたものである。第二は、「こうした政策金利のもとで、企業の資金調達コストは低い水準で横ばい圏内の動きを続けている」ということである。そしてサポート材料の三つ目は、「原材料コストの上昇に伴い運転資金需要が増加する中、金融機関は総じて緩和的な貸出態度を維持しており、企業の資金調達は増加している」。金利が低い水準にある中で、量も増えているといったことを述べている。ただし、この文章は、配付後公表された規模別貸出統計で、8月の大企業向け貸出を中心に伸びていることが確認されたうえ、先月までは民間銀行貸出は大企業向けを中心に増加していると言っていたことを踏まえると、資金調達の増加が大企業中心であることを明示した方が良いのではないかと今考えている。このため「大企業を中心に企業の資金調達は増加している」と、「大企業を中心に」という一言をこの部分に加えたいと考えている。「ただし」に続く三つの文章は、総括判断のうち、中小・零細企業や一部の業種で資金繰りが悪化している先がみられるという留保条件に対応するものである。具体的には、先日の短観を踏まえて、中小・零細企業では資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えていること、また建設、不動産や消費者金融の資金調達が厳しい状態が続いていることを踏まえて、一部の業種では起債環境の悪化や金融機関の貸出態度慎重化から資金調達環境が悪化し

ていることを指摘している。加えて、リーマン破綻以降の資本市場の状況にも言及した方が良いだろうという判断から、「9月中旬以降、CP・社債の信用スプレッドは拡大し、社債発行が減少している」ことも述べている。最後のマネーの文章は前月から変わっていない。長くなって申し訳ないが、私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

二つあって、金融のところである。「コールレートのばらつき」というのは国内で邦銀、外銀のばらつきということか。

関根企画局参事役

然り。

水野委員

それから、「コールレートは、実体経済活動や物価動向との比較で」ということであるが、「企業の資金調達コストは低い水準で横ばい」というより、先程の話、雨宮企画局長の話でもあったように、若干上昇気味という感じではないか。

関根企画局参事役

ここは、一応新規の約定平均金利の動きを踏まえて書かせて頂いている。先程のご説明だと実は8月はむしろ下がってしまったということで、これがもしかしたら需要が減っているかもしれないことに注意しなくてはならないと思っているが、大まかにいって今のところ横這い圏内で良かろうと判断した。

水野委員

理由は分かった。ただ、後がどちらかというと厳しめに書いてあって、前が柔かめに書いてあるかという感じがしたので、バランスという意味ではどうかという気がした。大企業、中小企業と分けてはつきり書いているが、企業金融を巡る環境は多分厳しくなっているの、横這いというのと欧米市場と遮断されている感じがする。海外との遮断が起きているのではなくて、格付けが低い企業程スプレッドを要求されているし、それから「C P・社債の信用スプレッドは拡大して」と書いているところとの整合性がどうかと思って聞いていた。

関根企画局参事役

あくまでも全体としてみた場合、日本はまだ間接金融が中心なので、資本調達コストということだけで考えていくと、かなり…。

水野委員

これは貸出金利というとどちらかというとローン金利というイメージが大きいのか。

関根企画局参事役

先程の企画パートのご説明でも、法人季報から企業の支払い金利をプロットしているものがある。これは貸出約定平均金利の動きとほぼ一致している。ということは、間接金融の動きが中心である。勿論、私共としても発行スプレッドがC Pで悪くなっているとか、社債もやや厳しめになっていることを無視するつもりはないので、後でしっかり書かせて頂いているが、全体の評価でいけば、大体、貸出約定平均金利の動きでみていけば良いかと。

水野委員

むしろ貸出金利と分けて書いた方が良いのではないかと思った。銀行は

競争もあるので、貸出金利をなかなか上げられないこともあると思うが、実際にクレジット市場に明らかに変化が出てきつつあると思っている。企業の資金調達コストと言ってしまうと、何を指しているかよく分からない。

関根企画局参事役

その部分はいくまでも全体としての資金調達コストで考えている。繰り返しになってしまうが、大体企業の平均支払い金利は貸出金利のところで決まっていることから、新規貸出約定平均金利の動きでみていけば良いのだろうと考えていた。先月までも企業の資金調達コストを書かせて頂いているが、これも我々は貸出約定平均金利をみながら書かせて頂いていたということである。

須田委員

文章の構成を変えた理由をもう少し教えて頂きたい。それと、「大企業を中心」を入れると、「ただし、中小」云々はというのと上手く繋がるのか。全体で「ただし」といったら分かるが、最初に大企業が増加していると言っているから。単なる言葉の問題であるが。

関根企画局参事役

そこら辺は厳しいところがあるが、どこまで「大企業を中心に」という言葉に引かれるかがあるかと思う。最初のご質問の全体をどうしてこういう形に見直したかということである。一番大きな背景は、この間の国際金融市場の混乱をちゃんと書こう、アクナレッジしようと考えた。ただ、それをやろうとすると、意外と今まで書かせて頂いていたものはがっちり型が決まっているというか、書こうとするとなかなか文章が繋がらないことに気付いて、意外と大手術になってしまったということがある。随分文章が変わってしまったような印象を一瞬もたれるかもしれない。ただ、一文一文ご覧頂くと、実は前回カバーしていたものはほとんど全てカバーしている。新たに付け加えたものは少しあるが、パーツ、パーツみれば特に大

きく変わったものはそれ程ないかもしれないという印象も一部持っている。

須田委員

今回、金利とか量とか質とか色々なものを資料に結構綺麗に付け加えており、そういったことも反映していると思って質問した。

関根企画局参事役

勿論、我々の色々変えているところも頭の中には当然入れている。

西村副総裁

病膏肓のところがあるが、「コールレートのばらつきが拡大し」は、裏に相手に対するばらつきもあるが、イントラデーのばらつきまで読み込むのは読み過ぎか。

関根企画局参事役

ずるい言い方なのだが、そうとも日本語の世界では読めるかとも思う。ただ、今、英訳の案を考えているが、英訳担当の方からはディスパーションとかいう訳になるのではないかというサジェスションを受けており、それとの対応でみると、ばらつきというのは二極化とかいったことの動きを示すような形になっていくかと考えている。

中村委員

金融のところである。運転資金に関して、「原材料コストの上昇に伴い運転資金需要が増加する中」とずっときているが、資料-5（参考計表）の15頁をみたら、その他の要因の寄与が大きい。そうすると、いつまでも原材料云々をわざわざ書くのか。

関根企画局参事役

原材料コストの上昇と書いてあるところというか、運転資金の需要が増加するということをいつまでもメンションするのかという…。

中村委員

そうではなくて、その原材料コストの上昇に伴う運転資金の増加と謳っているが、15 頁で運転資金の要因をみたら、むしろ配当とかが大きい。そこで、いつまで原材料コストの上昇を要因として記述する必要があるのか。

関根企画局参事役

今月についてはやや留保させて頂いている。アネクドータルでも、原材料コストが頭打ちになってきて運転資金需要が落ちてきたと聞こえているが、それでも前年との比較でみれば、高い水準にあるといった話もあると聞こえてきているので、少なくとも今月位はまだ記述させて頂いて、来月以降また目を変えさせて頂ければと思っている。

雨宮企画局長

15 頁は恐らく説明資料は大まかな資金需要の動向を把握するには良い道具だと思っているが、足許の変化はアネクドータルあるいはヒアリング情報等を含めて判断していった方が良いと考えている。

須田委員

経済について。先の門間調査統計局長の話を聞いていると、足許も結構弱そうであるが、停滞しているという判断で良いとされる背景をもう少し。

前田調査統計局参事役

ここは実は私共も色々議論した。確かに、このコンポーネントで言えば設備投資が少し弱くなっているということを考えると、同じ停滞でも少し

弱い停滞という感じかと思っている。また、ミクロのヒアリングでも、どうやら輸出とか生産が弱いと聞かれている。ただし、先程、門間調査統計局長もハードデータという言い方をされたかと思うが、ハードデータから言えばまだ輸出とか生産について大きく判断を変えるだけのデータが出揃っていない、設備投資の修正もいわば景気全体に対しては微妙な修正ということからいけば、当月は停滞しているという範囲内で良いのではないかと判断した。今後いずれにせよ、輸出とか生産あるいは設備投資辺りのデータの蓄積を待って、またそこで検討すべきことではないかと考えたということである。

野田委員

後学のためであるが、停滞の次は何か。選択としては悪化とかか。

水野委員

いや、停滞色が強まった、ではないか。

野田委員

言葉はともかく、前にも本席だったか場外だったか分からないが、言葉と成長のスピード、需給ギャップ辺りの組み合わせのマトリックスが何となくあったように記憶している。それとの関連で説明を明確にして頂けると有り難いと実は思っていた。今回は、そこについては変化がないということか。

前田調査統計局参事役

微妙な変化があるということ位で、敢えてここの判断を変えては……。

野田委員

後学のためというのは、今回はということではない。

前田調査統計局参事役

基本的に今は需給ギャップで言えばゼロないしは若干マイナスかというところで、成長率もゼロ近傍という感じなので、停滞で良いかと思っている。ここから先については、正直、経済がどう展開していくかによって表現が変わってくる。究極的に本当に悪くなっていけば、悪化のような言葉になるのかもしれない。そうなるのかどうか、あるいは多少の変化であれば、もう少し微妙に変えていくこともあるので、何とも申し上げられない。このままかもしれないし、そこはもう本当に経済の展開次第ということである。敢えて 1998 年頃のことを申し上げると、停滞色が強いとかその後景気に下押しとか、それで悪化とかいうふうになっていったが、勿論当時と今とでは大分景気の展開も違うと思うので、そこは予断を持たずに虚心坦懐に考えていきたいと思う。

水野委員

逆に言うと、悪化というか業況の変化は早いという感覚を今回持っている必要があると思っている。門間調査統計局長もそこを今日強調されたと思う。データをみたり、ヒアリング情報をみて…。

前田調査統計局参事役

これまでのペースに比べて、ここにきて急に速まっているかということである。が、過去、1998 年はもっともっと速かったのも、今のところ、それとの比較であればそれ程速くないと思う。当然ながら、今後は、そういうことも念頭に置きながら考えていきたいと思う。

野田委員

私も予断を持とうとして質問した訳ではない。あくまでも後学のために参考までにお聞きした。

白川議長

他に宜しいか。それでは本日はこれで終了し、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お願いする。

(16時55分中断、7日9時00分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定、第二に金融経済情勢に関する討議、第三に当面の金融政策運営等に関する討議、第四に政府出席者からのご発言、第五に議案取り纏めと採決、最後に9月16日、17日及び9月18日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは竹下亘副大臣、内閣府からは藤岡文七内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえて、ご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から議案作成のための中断の際や、閉会後報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、どうか宜しくお願いする。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定(資料―7)

白川議長

それでは、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定を行いたいと思う。執行部からの説明をお願いする。

鮎瀬企画局参事役

それでは、資料―7である。標題が「担保掛け目等の年次レビュー結果

について」という資料である。宜しいか。それでは、1 頁お捲り頂いて、説明させて頂く。本件は、定例の年次レビュー結果に基づいて、適格担保の担保掛け目等の見直しを行うものである。すなわち、「1. 概要」にあるように、昨年 10 月に現行の掛け目水準を設定してから、概ね 1 年が経過したので、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて現行の掛け目水準の妥当性を検証し、その結果に基づいて必要な見直しを行うこととしたいというものである。そこで、先に資料の 7 頁をお捲り頂いて、今回検証の対象となっている現行の担保掛け目等である。適格担保の担保掛け目は 1% 刻みで設定していて、このもとで債券の時価の値洗いは週ごとに実施するという扱いである。他方、右側 8 頁の国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目は 0.1% 刻みで設定していて、時価の値洗いは毎日実施、また、3. の国債現先オペ等の時価売買価格比率であるが、これについては担保掛け目の逆数と等しいという関係にある。以上を前提として、恐縮であるがもう一度資料 1 頁目にお戻り頂ければと思う。資料 1 頁の「2. 検証」の部分である。まず、市場価格を把握できる資産である国債等の債券である。最近 5 年間の価格変動データをもとにして、担保割れの頻度——すなわち時価が担保価額を下回る事象の発生頻度である——を 1% 程度となっているかどうかを検証している。ただし、この横棒のところでお示ししているが、国債のうち、物価連動国債、残存期間 5 年以内の変動利付国債及び残存期間 30 年超の国債については、ヒストリカル・データの制約からそれぞれ別途の方法で担保掛け目を設定することとしている。また、今回検証の対象とした最近 5 年間については、2003 年 8 月～2008 年 7 月の期間を対象としていて、昨年の検証対象期間と比較すると、いわゆる V a R ショックの影響期間——2003 年 6 月～9 月——の一部である 2003 年 6 月、7 月が検証期間から外れている一方で、昨年夏以降の米国サブプライム住宅ローン問題に伴う市場変動の期間が新たに含まれてくることになっている。検証の結果である。資料 2 頁にお示ししているように、まず適格担保では、残存期間 5 年超の債券のうち、変動利付国債以外のものについては、担保割れ頻度が 1% 程度を下回ることなどを踏まえて、担

保掛け目を引き上げることが適当である。他方、残存期間 5 年超 20 年以内の変動利付国債については、担保割れ頻度が 1%程度を上回るため、担保掛け目を引き下げることが適当という結果である。

次に、「ロ．国債現先オペにおける担保掛け目等」であるが、残存期間 1 年以内の国債及び残存期間 5 年超の国債のうち変動利付国債以外のものについては、担保割れ頻度が 1%程度を下回ること等を踏まえて、受入担保の担保掛け目引き上げ等を行うことが適当である。また、残存期間 1 年超 5 年以内の国債及び残存期間 5 年超 20 年以内の変動利付国債については、担保割れ頻度が 1%程度を上回るため、受入担保の担保掛け目引き下げ等を行うことが適当という結果である。資料 2 頁の下半分の表では、検証結果の抜粋として国債と変動利付国債の検証結果をお示ししている。なお、こうした中で担保割れ頻度が 1%程度を下回る場合においても、担保掛け目の引き上げを行ってしまうと、今度は担保割れ頻度が 1%程度を上回ってしまうような場合、あるいは担保掛け目の刻み上、もはや引き上げ余地がないような場合には、担保掛け目の引き上げを行うことはできないという筋合いである。

次に、3 頁目である。市場価格を把握できない資産である証書貸付債権である。これについては、昨年の担保掛け目設定時と同様の考え方に立って検証を行っている。すなわち、直近 5 年間の金利データ、信用リスク・プレミアム、流動性リスク・プレミアムに基づいて、理論価格を算出し、その分布から先行き 1 年間における信頼水準 99%での最低価格を推計して、そこへの価格下落をカバーする掛け目水準と現行の掛け目水準の比較を行っている。その結果である。表にお示ししているように、残存期間 1 年超 3 年以内の交付税特別会計向け証書貸付債権等について、1%ポイント担保掛け目を引き上げることが適当という結果である。そこで、資料 4 頁である。以上の検証結果を踏まえて、また従来同様、債権等の信用力、流動性の違いなどに応じた担保掛け目水準の順序性にも配慮して対応案を考えると、適格担保の担保掛け目等を以下にお示ししたとおり変更することと致したいと思っている。まず、適格担保の債券であるが、4 頁の表

にあるような見直し案である。カッコ内のプラス部分が担保掛け目の引き上げ、三角の部分が担保掛け目引き下げである。また、物価連動国債については、十分なヒストリカル・データが蓄積されていないので、従来同様、政府保証債と同水準の担保掛け目を設定している。資料5頁で、適格担保の証書貸付債権に関する担保掛け目の変更については、先程検証の部分でご説明したとおりである。また、資料5頁の下半分から6頁に掛けてであるが、国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目及び国債現先オペ等における時価売買価格比率についても、ただ今申し上げた適格担保と同様の考え方に基づいてここにお示したように変更することと致したいと考えている。

また、本件の実施日である。資料6頁の4.にお示したように所要の実務面での準備を進めたうえで、本年10月末までに実施することとさせて頂き、具体的な実施日は執行部において決定する扱いとさせて頂きたいと思っている。また、本件ご決定を頂いたならば、決定内容について執行部において適宜公表させて頂きたいと考えている。

9頁以下が本件に関する付議文である。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。案件。適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること。」として以下読み上げは省略させて頂くが、先程ご説明させて頂いた担保掛け目等の見直しについて、「適格担保取扱基本要領」、「国債の条件付売買基本要領」、及び「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」の一部改正が必要となる。別紙以下が具体的な改正内容である。私からの説明は以上である。

白川議長

それでは、質疑をお願いします。

野田委員

微細な修正であるため、当然のこととはいえながら、市場に与える影響はほとんどないと考えて良いか。

鮎瀬企画局参事役

然り。今回の見直しが担保価額に実際に与える影響を試算してみた。9月末の段階で実際に差し入れられている担保がそのままであると仮定すると、今回の変更によって、担保差し入れ額が全体で約82兆円あるところ、6億円の減少で、ほぼ横這いである。従って、実際に市場に与える影響では、担保価額という面からみて大きな影響はないし、また本行が1年毎にこうした見直しを行うことは市場参加者にもこれまできちんと公表してきているので、予測可能性という点でも問題はないと考えているところである。

白川議長

定例の作業でこれはこれで結構だと思うが、こういう作業を何年か繰り返してきて、また来年こういう修正をやっていく時に、何か課題として意識しないといけないことは作業上あったか。

鮎瀬企画局参事役

昨年大きな見直しをして、証書貸付債権についてより肌理細かな担保掛け目の設定を行うこととした。そういう意味で、昨年一つ大きな山を崩したということである。債券の中でも時価を取得しにくいようなものがあるが、これには他の債券種類の担保掛け目を準用する形で設定している。その辺りをもう少し肌理細かく何らかの設定の方法があるのかどうか、その辺りは引き続き検討していきたいと考えているところである。

須田委員

今のようにレギュラーになる前、これを最初に変える時は少し緊張した

が、今回は、市場関係者から担保の評価について何か意見が出てくることはないと思って良いか。

鮎瀬企画局参事役

現在のところ、厳し過ぎるといった声も出ていないようであるし、市場参加者から緩過ぎるという意見は当然聞こえてこない。今のところ、見直しの方法について、大きな意見は聞かれないという理解である。

白川議長

他にご意見がないようであれば、採決に移りたいと思う。

〔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

それでは、本件は、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。最初のラウンドでは最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ、発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。今回は亀崎委員、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員の順番である。それでは亀崎委員お願いする。

亀崎委員

世界経済は米欧を中心にドル資金の流動性が極度に収縮し、急速に信用不安が高まっている状況にある。金融市場の大きな動揺に関しては、主に後半パートで述べることとして、ここでは主に経済情勢について述べることにしたいと思う。前回会合以降も、海外景気は減速している。まず米国では、景気の停滞が続いている。焦点の住宅市場は未だ悪化に歯止めが掛からず、住宅価格は、7月のS&Pケース・シラー10都市総合指数が前年比-17.5%と、統計開始以来のマイナス幅をさらに拡大するなど下落傾向にあり、住宅着工や販売も前年比-30%を超える大幅な減少が続いている。雇用面では、9月の非農業部門雇用者数が-15万9,000人と9か月連続で減少し、失業率は6.1%と高止まっている。個人消費をみると、8月の小売売上高は前年比+1.6%とプラスではあるものの明確に減速し、2002年10月以来の低い伸びとなっている。州ごとの個人消費の動向を、売上税額の動向から確認すると、第2四半期についても、所得税減税の影響より、むしろ住宅価格との連動性が強く、カリフォルニア、フロリダ、ネバダ、アリゾナといった、住宅価格が前年比大きくマイナスを続けている州では、売上税額も大きく落ち込んでいる。また、住宅価格の上昇幅が大きく縮小したアーカンソー、コロラド、アイダホ、カンザス、テネシー、バーモントなど多くの州でも、売上税額はマイナスに転じてきている。この結果、各州の売上税額の合計は前年比-1.9%と、2002年第1四半期以来のマイナスとなったほか、売上税を導入している45州にワシントンDCを加え

た46地域のうち、30地域で前年比マイナスとなった。7～8月についてデータが得られる州の動向をみても、ガソリン価格の反落はあっても、住宅価格と売上税額、すなわち個人消費との連動性は変わっていない。このように、住宅価格が下げ止まらない限り、個人消費の回復は難しいものと考えられる。企業部門の動向をみると、9月のISM製造業景況感指数は43.5と、2001年10月以来の低水準に落ち込んだ。前月差-6.4%ポイントの落ち込みは、1984年1月以来のことである。また、これまで比較的強めに推移していた耐久財受注も、8月には前月比-4.5%と大きめのマイナスとなった。これまで耐久財受注が強めであった背景には、直接、間接に外需の強さが影響している可能性があると言われていただけに、これは国内の設備投資のみならず、世界経済の減速をも反映したものである可能性がある。このため、このところの成長を支えてきた輸出も、今後は減速していく可能性があると考ええる。また、先月来の金融市場における大きな動揺も、金融機関の融資姿勢の一段の慎重化や家計や企業のマインド悪化を通じて、景気に悪影響を与え始めていると考える。事実、9月の自動車販売は93年2月以来の100万台割れとなったが、これはこうした影響が顕現化したものである可能性が高いと思う。このように、住宅価格の下落が続く中、金融市場の機能不全が实体经济へ与える負の影響が具現化しつつあるため、米国経済は当面低迷が続き早期の回復は期待しにくいと考えている。ユーロ圏では、景気の減速感が一段と強まっている。第2四半期の域内GDPは、ドイツ、フランス、イタリアといった主要国において、個人消費や総固定資本形成が減少したことから、マイナスとなった。7月以降についても、域内の消費者コンフィデンスや製造業PMI輸出受注をはじめ、多くの指標が悪化を続けており、今後、景気が停滞局面に入る可能性を示唆しているように窺われる。また英国でも、9月のネーションワイド住宅価格指数が前年比-12.4%と、1992年のデータ開始以来のマイナス幅をさらに拡大するなど住宅市場の調整が続いており、引き続き景気は大きく減速している。このように、欧州においても金融市場の動揺が深まり、金融機関の破綻も増えているため、景気に与える影響は今後強まっていくもの

と考える。中国経済は高成長が続いているが、8月には輸出や生産の前年比増加率が縮小したほか、自動車販売が前年比マイナスとなるなど、減速を示す指標もみられている。8月は北京五輪開催で生産や物流を一部制限したことの影響もあると考えられるため、ある程度割り引いてみる必要があるが、人民銀行が利下げするなど、当局が景気に配慮した施策を打ち出し始めたのは、統計でみる以上に実態が悪化しているためかもしれないため、注意が必要である。また、NIEs、ASEANについても、高めの成長ながら、外需、内需ともに減速している。日本の輸出金額の約5割を占めるこれらアジア諸国の情勢は、我が国の景気を大きく左右することから、今後の推移をしっかりとみていく必要があると考える。

次に、日本である。日本の景気は停滞している。短観からみた企業の業況感は、製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず一段と慎重化しているほか、生活意識に関するアンケート調査からみた家計の景況感もさらに大きく悪化している。先行きについては、短観の在庫、雇用、設備に関するDIはいずれも幾分過剰方向に振れてはいるが、企業が抱えるストックは依然として著しく積み上がっている訳ではないことから、その調整に伴い景気が深刻に悪化する可能性は低いとみられる。しかし、米欧金融市場が出口のみえない混乱状態にある中、世界景気の減速の程度や回復の時期については不透明感が増している。そのため、日本経済が再び成長経路に復していくタイミングについては、見極めが非常に難しい状況にあると考えている。セクター別に、まず輸出について名目ベースの前年比をみると、8月は+0.3%と低い伸びにとどまった。プラスを維持できたのは価格が上昇している鉱物性燃料によるところが大きく、実質的にはマイナスといえる。相手国別にみると、引き続きNAFTA向けのほか欧州向けも、イギリス、ドイツをはじめ各国向けが軒並み前年比マイナスとなっている。主力のアジア向けは+6.7%とプラスであるが、3月以降の減速傾向が続いている。品目別にみると、加工品ではマイナスのものが多く、電算機類や電子部品、テレビといった電気機械関連から自動車や一般機械にも広がってきている。特に中小企業を含めた関連産業の裾野が広い自動車の輸出減少は、生

産や雇用など経済全体への影響が大きいため、この先、注意が必要と思う。また、生産も、9月の予測指数を合わせると、7～9月は-1.1%となり、ITバブル崩壊以来の3四半期連続のマイナスとなる。業種別にみると、情報通信機器や電子部品・デバイス、輸送機械や一般機械などのマイナスが目立っている。これらの業種は国内での販売が不振ということもあるが、先に述べた輸出が不振な品目とも重なっている。世界景気の減速が国内景気に悪影響を与える様子が明確に窺える内容と言える。企業の収益環境は、9月短観における販売価格判断DIと仕入価格判断DIとの格差が多少縮まったとはいえ大きく開いており、エネルギー・原材料価格高の販売価格への転嫁が依然として難しい状況にある。販売数量も減少してきていることが窺える。こうした中、今年度の経常利益は、製造業、非製造業、大企業、中小企業とも、6月短観に続いて下方修正され、全産業・全規模では前年比-8.1%となった。設備投資をみると、今年度は元々弱めの計画であったが、9月短観でも例年パターン並みかそれ以下の見直しにとどまており、企業の投資スタンスは低調であることが確認された。とはいえ、世界的に省エネ、省資源、環境対応が求められる中、こうした分野で優れた技術を持つ日本企業は、収益が悪化するもとでも、これらに対応する商品並びに技術開発に関する投資は引き続き前向きに進めている。このような取組みが、今後、日本の国際競争力のさらなる向上にも繋がることを期待したいと思う。雇用面では、生産の減速などを受けて雇用者数の増加が頭打ちとなり、失業率も直近ボトムである昨年7月の3.6%から8月には4.2%へと緩やかに上昇している。また、名目賃金は、前年比-0.3%と昨年12月以来のマイナスとなり、雇用者所得は横這いとなっている。こうした中、個人消費は-4.0%と6か月連続のマイナスとなったほか、8月の大型小売店販売額も5か月連続のマイナスとなるなど弱めの動きとなっている。また、住宅投資も横這い圏内の動きとなっている。最後に物価については、輸入物価や国内企業物価は、今後ピークアウトするとはみられるものの、下げ幅は限定的となる可能性がある。川下のCPI（除く生鮮）は、既往のエネルギー・食料品高を転嫁する動きが続き、7、8月ともに

+2.4%と高止まっている。価格上昇品目数と価格下落品目数との差も+143と、3月以来6か月連続で3桁台となった。これを食料、エネルギーを除くベースでみても+51と、多くの品目で価格が上昇していることがわかる。今後は、これまでの上昇の主因であったガソリン価格の反落により、CPIの上昇は頭打ちとなる可能性が高いと思われるが、引き続き電気、ガス、食品関連などで値上げの動きが聞かれるほか、消費者の間に価格より安全を重視する動きが強まっていることもあって、上昇率が目立って縮小していくことは期待しづらいと思われる。こうした中、企業の価格設定行動や、消費者のインフレ期待に変化がないか、今後とも十分注意を払う必要があるものと考えている。以上である。

白川議長

それでは須田委員、願います。

須田委員

リーマンが破綻した9月中旬以降、市場は一気に緊迫化し、リスク回避行動が強まっている。米地銀や欧州系銀行にも経営不安が広がる中、中間期末を越えてもカウンターパーティ・リスクは高いままであり、市場の疑心暗鬼は払拭されていない。またこの間出てきた景気下振れを示す経済指標や株価の大幅な下落などから、世界経済減速懸念がここに来て急速に高まっている。国際協調下、大量の資金供給が継続されるとともに、不良資産救済プログラム——TARP——の成立など政府による各種施策が講じられているが、依然として株価や為替のボラティリティは高く、各種の信用スプレッドは急拡大し、短期マネーマーケットでは欧米金融機関の資金繰りが中央銀行のオペ頼みという、ほとんど機能不全の状態が続いている。このような状況のもとでは、人々のマインドが過度に悲観に振れている可能性もあるので、経済情勢の基調を検討する際には留意が必要である。景気の総括判断は、市場の混乱の程度やTARPの評価などをもう少し見定め、かつ、生産や輸出などのハードデータの蓄積を待ってから行いたいと

思うので、今回は停滞しているという表現を維持した執行部案で良いと思っている。概要の修正箇所についても違和感はない。

それでは、9月中旬以降に公表された経済指標について、メインシナリオとリスクを意識しながら、簡単にみていく。まず米国経済についてである。住宅市場の調整については、在庫高止まりのもと、調整は長引き、来年にかけての成長の頭を押さえるものの、調整の先行きには明るい兆しが窺われ始めているとの見方に変わりはない。今後、住宅ローン金利の低下など様々な対策の効果も期待できる。7月のケース・シラー住宅価格指数をみても、3か月前比でみれば着実にマイナス幅が縮小しているし、S & P 指数委員会委員長も声明で全都市圏を通じて低下率に鈍化の兆しが見られる、と指摘している。住宅価格の底打ちの時期は依然として不確実であるが、S & P 500 指数のサブセクターである住宅株指数は7月後半以降アウトパフォームしており、市場は徐々に住宅市場の明るい兆しを織り込みつつあるように窺われる。一方で、景気と金融の負のフィードバックに対する懸念は高まっており、その影響が商業用不動産市場にも顕現化しつつある。非居住用建設支出の伸びが2か月続けて前月比マイナスとなり、商業用不動産価格の伸びも大きく縮小している。金融のタイト化のもと、商業用不動産投資は一層減速する可能性が高いと思う。また、新車販売台数も9月は再び7月並みの大幅な落ち込みとなったが、自動車リースやローンに対する与信の厳格化の影響も出ていると思われる。自動車のリース市場は急収縮しているようだ。米国ではマネーストックがここにきて急増しており、このようにマネーの予備的動機が高まった時には耐久財消費や設備投資が急速に落ち込む可能性があるので、その点からも自動車の動向には留意が必要である。金融のタイト化の影響は一部に限られる訳ではない。9月のISM製造業景況感指数は大きく下落したほか、9月の雇用統計も悪天候の影響が一部含まれていると思われるものの、非農業部門雇用者数が大幅な減少となり、業種の広がりも見て取れる。米国経済の見通しは、IMFや民間を問わず、ここにきて大幅な下方修正が続いている。こうした中、TARPが成立したが、その効果は資産の買取価格の設定次

第という面があるので、資本不足の問題の根本的な解決にはならないと懐疑的にみる向きが多いようだ。しかし、資産の買取価格の具体的な姿が明確になれば、投げ売りリスクが小さくなることから、米国経済の下支え効果が期待できると思っている。問題はいつそれが明確になるかということだ。欧州経済についても、ユーロ圏や英国の製造業PMI、英国の住宅価格指数など弱めの指標が続いている。また、債務全額保護を宣言した国や国有化された金融機関に預金がシフトしているという話を聞くと、日本の金融危機時を思い出す。欧州での金融不安の高まりは、こうしたマインドの悪化や金融のタイト化を通じて、欧州経済を下振れさせるリスクを高めている。アジアについては中国の足許の生産減速の背景には、夏場の電力不足やオリンピック開催に伴う生産・物流制限の影響もあると思われ、今後生産やGDPがどの程度持ち直すか見ていきたいと思う。エネルギー・原材料価格については、景気下振れリスクやリスク回避姿勢の高まりなどから、大きく低下している。これは輸入国の内需のサポート要因となるので、消費や企業収益へのプラスの影響がいつ認識されるようになるのかは、グローバル経済だけでなく日本にとっても重要な点だと思っている。日本経済についても、短観、生産指数、貿易統計と注目度の高い指標が出たが、いずれも景気下振れを示唆する内容であったと受取られている。まず9月短観であるが、全体的に企業の景況感や事業計画が足許急速に慎重化していることが確認できる内容となった。注目された設備投資計画は、大企業の修正率がマイナスとなるなど、9月時点の短観としてはややネガティブな動きとなっている。これまでの修正パターン、企業収益の下振れ、内外需給判断DIの悪化などを勘案すると、今のところ前年比プラスを維持している大企業の2008年度設備投資は、前年を下回って着地する可能性が高まっているように思われる。鉱工業生産の資本財出荷も比較的是つきりと減少しているし、自動車や電機メーカーに設備投資案件を先送りする動きが出始めているようであり、注意深く点検する必要があるようだ。また個人消費についても、その背景となる雇用環境は失業率の上昇や所定外給与の低下などじわじわと悪化傾向にあるし、8月の家計調査や9月の新車

登録台数が弱めの結果となった。実質輸出も8月は前月比減少となり、増勢が鈍化している。こうした内外需を背景に、8月の鉱工業生産指数は前月比-3.5%と、2001年1月以来となる大幅な減少となった。予測修正率もマイナスに大きく振れていることから、想定を上回る需要減速に直面した企業が、足許、生産調整の方向に急速に舵を切っていることがみて取れる。同時に、クリスマス商戦へ向けた受注が企業が期待していた程入っていない可能性も示唆している。調査統計局の調べでは、10～12月期の生産も7～9月期並みか、若しくはそれを若干上回る減少幅になる見込みとのことであるが、予測指数の大幅下方修正の傾向を考慮にいれると、生産の下振れリスクは高いとみておいた方が無難かもしれない。なお、下振れリスクとして前回会合との比較でより注視する必要があると思っているのが、企業金融環境についてである。我が国のクレジット市場は欧米市場に比べれば相対的に安定的に維持されているものの、リーマン破綻以降、サムライ債やC Pのスプレッド拡大や起債の延期など、これまで以上に神経質さを増している。前回会合でも指摘した建設・不動産業界については、9月の短観でも、建設、不動産の貸出態度判断D Iが他業種に比べて相対的に厳しさを増している姿を確認することができる。また、一部業種だけでなく中小企業全体でみた金融環境についても、短観で金融機関の貸出態度判断D Iの厳しい超への転化、資金繰り判断D Iの苦しい超幅の拡大など、厳しくなっていることが窺われる。年末プレミアムが非常に意識されている中、そのような厳しさが一層増していくことはないか注視してみたいと思う。

最後にインフレリスクについてであるが、原油価格の低下のもと、内外でヘッドライン・インフレやインフレ期待の反転の兆しが見受けられる。しかし、その上振れリスクについては引き続き警戒を怠るべきではないと考えている。以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

私からはまず、前半のこのラウンドで金融経済・物価情勢についての見方を述べた後、後半のラウンドでは主としてリスク要因について言及したいと思う。まず金融経済情勢についての総括であるが、前回定例会合以降のイベントや利用可能になったデータ等は我が国経済の足許の景気停滞を裏付け、さらには、今後の深まりをも示唆するものであった。すなわち、第一の柱における先行き見通し、すなわち緩やかな成長経路に復していく蓋然性に関してはダウンサイド・リスクの一部が顕現化し、不確実性を一層高めた。米欧金融機関の幾つかが、経営破綻や救済合併などに追い込まれる中、本行も米ドルの資金供給オペレーションに踏み切り、協調中銀は10行となったものの、カウンターパーティ・リスクの強まりに歯止めが掛からず、米欧の金融市場は機能の顕著な低下を余儀なくされており、金融と実体経済の負の相乗作用が加速するリスクがさらに大きく膨らんだ。一方、我が国企業を取り巻く環境はエネルギー・原材料価格高による採算悪化という価格ショックの影響が続く中で、海外景気減速に伴う需要減少という数量ショックが新たに加わり、厳しさを増していることが一層明確になった。状況を仔細に確認してみたいと思う。まず国際金融資本市場であるが、前回の定例会合において、リーマン・ブラザーズの破綻に伴い、金融機関による市場での追加資本調達、事実上、極めて困難になったと指摘したが、その影響は想像以上に大きいものであった。米国ではゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの2社はなんとか追加出資を得られたものの、その他の金融機関は資本調達ができず、経営破綻あるいは救済合併に追い込まれた。欧州でも主要金融機関が国有化されたり、公的資金の投入に追い込まれる事態が相次いだ。こうした中、金融システム不安は否応なく高まっており、米欧市場では市場参加者のリスク回避行動や金融機関間の信用収縮が強まり、短期金融市場、クレジット市場とも機能の顕著な低下を余儀なくされ、株式市場は世界同時株安が進行している。日経平均も1万円を先程割ったところである。続いて米国経済である。所

得税減税により支えられていた実質所得は四半期ベースで第 3 四半期から前期比マイナスとなったのにつれて、実質個人消費もマイナスに転じた。悪化の一途を辿る雇用やクレジットの収縮、株価、住宅価格の下落による負の資産効果など、当面の個人消費を下押しする要因には事欠かない。加えて、これまで比較的堅調であった企業部門にも陰りがはつきりとみえてきた。世界経済の減速により輸出の増勢が鈍化し始めたことは、I S M製造業景況感指数の海外新規受注が 9 月に急低下したことから読み取れるし、製造業受注も 8 月は前月比-4.0%と大きく落ち込んだ。金融機関の経営不安の高まりと資金調達のアベイラビリティの低下は、景気と金融の負の相乗効果を益々絶ちがたくしており、その分、ダウンサイド・リスクの重大性は増している。米国経済の回復への道のりの長さや険しさについては、確りとは測りがたい状況が続いている。次はユーロ圏経済であるが、前回会合以降、新たに明らかになったハードデータは少ないものの P M I 指数等のソフトデータからは減速傾向がより鮮明になってきたと言って良いと思う。今月の E C B 政策理事会の声明文とトリシェ総裁の記者会見では、景気見通しが明らかに下方修正される一方、物価についてのアップサイド・リスクは減退していることが示され、判断の大きな転換が窺われた。このような中で、米欧市場では政策金利の引き下げを織り込む動きが急速に進んでいる。アジアであるが、新しいデータが比較的少ないこともあり、中国では内外需ともになお高い成長が続いている一方、N I E s、A S E A N においては成長モメンタムが鈍化しているという判断は前回と変わらない。

次に我が国経済であるが、前回の景気回復を主導し今後もそうであることが期待される企業部門からまず点検してみたいと思う。9 月短観をみると、エネルギー・原材料価格高による交易条件の悪化という価格ショックの影響が続く中で、海外景気減速に伴う需要減少という数量ショックも鮮明となり、企業の業況感はさらに慎重化した。実質輸出は 7 月に前月比+2.0%となった後、8 月は同じく-1.7%と減少し、均してみれば増勢鈍化がより明確になったと思う。短観で大企業製造業の輸出計画、今年度

の輸出計画をみると、加工業種の落ち込みが大きく、全体でも 2007 年度の前年比+9.9%から今年度は+2.4%まで伸び率が大きく低下した。中でも、代表的な輸出業種である電気機械が、前年比マイナスに転落した。自動車は、6月に既にマイナスに転落している。前年比マイナスというのは、自動車が 1999 年以来 9 年振り、電気機械が 2001 年以来 7 年振りのことである。輸出の先行きに対する警戒レベルを引き上げざるを得ないと思う。次に設備投資であるが、一致指数である資本財総供給は、今年に入って減少が続いている。短観で今年度の計画をみると、全産業・全規模の土地を含みソフトウェアを除くベースで 6 月調査並みを保っているが、土地投資を除くソフトウェアを含むベースでは前年比-0.7%の下方修正となった。大企業製造業はヘッドラインの方だが、前年比+5.6%の計画を維持しているものの、この時期としては 2002 年以来 6 期振りの前回調査比下方修正となった。また、上期の未達部分を下期に単に繰り越したのではないかと考えられなくもなく、2008 年度下期の経常利益が比較的大きく下方修正されることを踏まえると、次回調査で比較的大き目の下方修正となる可能性があると思う。家計部門であるが、個人消費については天候要因により統計が上下に振れたが、7~8 月の消費水準指数や実質消費支出がともに 4~6 月対比で減少するなど弱めの動きが続いている。基本的には、企業の支出抑制による名目賃金の低下と小規模企業を中心とした雇用の縮小の双方を映じた雇用者所得の伸びの鈍化が、背景にある。こうした雇用・所得環境がさらに悪化の方向に向かう可能性が高いことから、差し当たっては個人消費の回復は期待しがたいと思う。以上のような総需要の低下を反映して、生産は弱めの動きを続けている。8 月は再び前月比マイナスに転落し、予測指数、短観の売上計画あるいは減産が幅広い業種に広がっているミクロ情報等を総合すると、7~9 月期に続き 10~12 月期も前期比マイナスとなる可能性が高いと思う。最後に物価であるが、8 月のコア CPI は 7 月に続き、前年比+2.4%となった。中長期的な物価安定の理解の範囲を超えているが、この上昇率は石油製品、食料品の価格上昇という要因だけで大宗が説明でき、いわゆる二次的効果が現時点でもなお観

察されないということは前回と変わらない。二次的効果が強く抑制されている限り、一次産品価格が大きく反転し、上昇トレンドが再び続くことがなければ、消費者物価の上昇率は低下傾向を辿り、落ち着くことになる筋合いにある。川上のC G P Iは、8月、前月比でマイナスに転じ、3か月前比でもプラス幅を縮小させている。今後、C P Iも上昇テンポが比較的はつきりと鈍化する可能性が高いと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは水野委員、お願いします。

水野委員

9月16日、17日の定例決定会合以降に公表された経済指標をみると、海外経済の減速感の強まりによる輸出の増勢鈍化、内外需の鈍化とそれに伴う企業収益の減少、企業の業況感のさらなる慎重化による設備投資計画の先送り、生活必需品の価格上昇と雇用者所得の伸び悩みによる個人消費の弱さなど我が国経済が停滞していることが再確認できる。また、G3に共通する実体経済の悪化も確認できる。具体的には、製造業のマインド——アメリカのISM製造業景況感指数、ユーロ圏PMI製造業景況感指数、日銀短観等——の急速な悪化、それから自動車販売の減少、失業率など雇用関連指標の悪化、住宅・不動産市況の悪化、資本財受注の悪化などである。これらは、欧米の金融問題の解決を先送りすると世界的な景気減速が想定以上に長く、あるいは、深くなるリスクがあることを示唆していると思う。我が国経済が停滞している背景をみると、価格ショック、総需要ショック、それから金融面のショックという三つの外的ショックの影響が考えられる。ここでいう価格ショックとはエネルギー・原材料価格高がもたらした交易条件の悪化で、総需要ショックとは海外経済の減速感の強まりを背景とした輸出の増勢鈍化、金融面のショックはサブプライムローン問題の発生を契機とした国際金融資本市場の機能低下による金融機関と企業の資金調達難とコスト上昇、いわゆる金融と実体経済の負の

フィードバック効果を意味する。9月短観の業種別計数をみると価格ショック、総需要ショックの影響がよくわかると思う。第一に、海外での製商品需給判断DIをみると、夏場以降の世界的な景気減速を反映して、自動車、電気機械、一般機械、鉄鋼、非鉄金属など加工業種、素材業種を問わず、総じて悪化している。また、国内での製商品・サービス需給判断DIも、製造業、非製造業を問わず多くの業種で悪化しており、国内外の需要が減少していることが窺われる。さらに海外、国内いずれの需給判断DIも先行きさらなる需給の悪化が見込まれている。こうした中で、製商品流通在庫判断DIは前回比+7%ポイントと大幅に過剰超が増加している。第二に、2008年度の売上高計画が上方修正される中で、経常利益は幅広い業種で下方修正された。経常利益の全産業ベースの前回調査比修正率は、全規模が-3.8%ポイント、大企業が+2.6%ポイント、中堅企業が-7.0%ポイント、中小企業が-5.7%ポイントと、9月中間決算期前ということに鑑みると大きな修正だったと考えられる。なお、売上高の上方修正の背景には、販売価格の上昇が寄与していると思われる。第三に、こうした価格・総需要ショック等の中、大企業の設備投資計画は9月の段階で下方修正された。しかも、ソフトウェアを含む設備投資（除く土地投資額）をみると、製造業のうち、その他の製造業を除く全ての業種で下方修正されている。大企業の2008年度設備投資計画は、上期の計画が下方修正され、下期の計画は上方修正されている。先行きの不確実性が高まる中で、企業は年度全体の設備投資計画を取り敢えず維持したままで、上期の計画を先送りしたと推察される。前に述べたようにショックが続き、景気の回復時期が後ずれすることが明確化すれば、下期に先送りされた計画も実行されず、一部は翌年度に先送り、一部は実施を取り止められると予想される。なお、2008年度の設備投資計画については、世界経済の下振れリスクが増しているため、下方修正が続くとみられ、12月調査では大幅に下方修正される可能性もあると思う。実際、設備投資関連の指標をみると、7月の機械受注の船舶、電力を除く民需は前月比-3.9%、8月の資本財出荷（除く輸送機械）は同-3.8%、7月、8月合計の資本財総供給（除く輸

送機械)は対4~6月期比-7.8%と、弱いものが目立つ。鉱工業生産統計についても価格ショック、総需要ショック等の影響が窺われる。8月の鉱工業生産は前月比-3.5%、前年同月比-6.9%と、市場予想の前月比-2.5%を下回った。業種別にみると、海外需要が減少している輸送機械、一般機械、電気機械工業、鉄鋼業などで減産となった。特に輸送機械は同-9.1%と大きなマイナスになった。生産のモメンタムは、1~3月期の前期比-0.7%、4~6月期の同-0.8%に比べ一段と悪化しており、調査統計局のマイクロヒアリングでは7~9月期は同-1.6%、10~12月期も同-1.7%と4四半期連続のマイナスが予想されている。経済産業省では生産に対する判断を弱含みで推移に据え置いているが、8月の鉱工業出荷は前月比-3.8%と大幅に減少する一方、在庫は同-0.2%、在庫率は同+4.4%と積み上がり気味だ。在庫循環上、一気に在庫調整局面に入った感がある。今後、想定外の海外需要の減少により、電子部品・デバイス、資本財(除く輸送機械)、輸送機械、その他生産財——素材関連が中心である——を中心に在庫調整圧力が強まるリスクには十二分な留意が必要だと思う。

最後に、海外経済についてコメントする。米国では、9月のISM製造業景況感指数が43.5と前月の49.9から急低下し、9.11テロ直後の2001年10月以来の低水準となった。ISMによると、この指数の水準は実質GDPでみると年率+0.8%成長に相当とのことである。内訳をみると、新規受注が前月比-9.5%ポイントの38.8、生産は同11.3%減の40.8、雇用は同7.9%減の41.8と大幅に低下している。また、9月の非農業部門雇用者数は前月比15.9万人減と、市場予想の10万人減を大きく上回る減少となった。一方、ユーロ圏でも9月のPMIが45.0——これは改訂値である——と8月の47.6から大幅に低下している。米欧の景気悪化の速さをみると、金融市場のストレスが実体経済に深刻な悪影響を与えている、すなわち金融と実体経済の負のフィードバック効果が顕現化していることが窺われる。こうした中で、主要国の中央銀行は各種の流動性供給策を講じているが、短期金融市場は機能不全に陥り、ターム物金利は高止まりしたままである。また、米国の商業銀行を中心にバランスシートが急拡大

しており金融機関の与信態度が厳格化しているほか、CP・社債の発行環境も悪化していることから、企業金融に悪影響を及ぼし始めている。そのため、日本銀行が1998年11月に実施したように、FRBがCP買い切りオペに踏み切ることを検討する可能性もあるのではないかと思います。米国の商業銀行におけるバランスシート急拡大の背景には、銀行のABCP発行体に対する流動性のバックアップ発動、リーマン・ブラザーズの経営破綻を契機にプライムMMFがABCPへの投資姿勢を慎重化したため、ABCPの買入が困難になったことが背景である。それから市場の混乱を受けた銀行による手許流動性の積み上げ、三番目として企業が社債・CP市場で資金調達が困難になっていることから、企業によるコミットメント・ライン枠の引き出し——ウィズドローワル——の増加などがある。短期金融市場では、ターム物資金の出し手が不在となっていることに加え、米国商業銀行による資金調達ニーズの急激な高まりが逼迫感を増幅している面が否めない。金融機関のバランスシート拡大の背景は容易に緩和するとも思われず、金融市場の緊張は年末まで持続する可能性が高いと考えられる。また、こうした状況下では、金融と経済の負のフィードバック、実体経済の負のフィードバック効果が一段と強まることが心配される。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

7月会合以降前回緊急会合まで、日本経済の状況は、4月展望レポート比、現状評価は次第に下方修正され、それに伴い見通しも次第に下振れ、後ずれしてきたといえる、それは4月の展望レポートのリスクシナリオが少しずつ顕現化し、メインシナリオを押し下げる過程であったと考えられる。これはいわば連続的な変化の過程といえる。前回緊急会合からの2週間の動きは、海外経済に従来の連続的、コンティニュアスな変化とは異なる不連続——ディスクリートと言った方が良いと思うが——な変化の兆

しがみえる。これに対し、日本経済は、足許はまだ連続的な下振れ、後ずれの過程にあるようにみえるが、海外経済の不連続な変化の影響が及びつつあるようにみえる。ただし、その兆しは輸出等のハードデータには、データ発表のラグがあるために、まだ明確には現われていない。従って、結論を先に述べるならば、今回の情勢判断としては、金融経済月報概要のように現状評価を前回同様とし、先行き見通しを「やや長い目で見れば」を新たに挿入することで後ずれを明確にするというやり方に違和感はない。今後の輸出等のデータの推移をみて、海外の状況がどのように日本に波及するかを判断することにしたいと思う。まず実物経済面について述べ、次いで物価について述べる。国際金融市場では、前回会合以降、不連続と表現して良い変化が起こったと思う。米国準大手投資銀行の破綻に伴うポジション・クローズ過程で、米国MMFの一部で額面割れが起き、そのため短期金融市場の重要な資金の出し手だったMMFからの供給が枯渇、流動性の低下をもたらした。しかも、それが短期金融市場に資金を依存していた他の投資銀行を含めた金融機関等の流動性に対する懸念となり、疑心暗鬼の状況をもたらした。短期金融市場の市場機能が著しく低下した。これらの金融機関が、元々証券化商品市場で大きな損失を被りソルベンシーへの懸念を持たれていたのが背景にあることは言うまでもない。急遽MMFに対する保険が導入されたが、当初に起こった信頼の劣化——コンフィデンス・エロージョン——の状況を元に戻すことはできていない。ミクロ的にみると、破綻投資銀行に関するポジションのクローズ過程そのものは、今のところ、比較的オーダーリーに進んでいるようにみえるが、マクロ的にみると、今回の投資銀行の破綻は国際金融市場の市場機能にかなりの障害を与えたと考えるのが自然だと思う。今次危機の根底には、第一にバランスシートにある資産の価格評価の信頼性が失われたことにあり、第二は信頼できる価格評価が行われた結果、起こり得る資本バッファの不足をどのように埋めるか、の二つの問題がある。第一の価格評価の信頼性とバランスシートの透明性については、先週末に可決された Emergency Economic Stabilization Act of 2008にある財務省による不良資産買取機構が市場

が失った価格発見機能を代替できるのか、が当面の大きなポイントであろうと考える。資本バッファ不足については、まだ道のりはみえていない。短期金融市場の機能低下は欧州市場の緊張を一挙に増した。短期金融市場に資金を依存する一部欧州金融機関の流動性に対する懸念が高まり、加えて証券化商品市場へのエクスポージャーの大きいこれら金融機関のソルベンシーに対する疑念とが相乗している。欧州ではこのため、各国政府が問題金融機関に公的資金の注入、部分あるいは全面国有化という手段を採り、また一部の国は預金の全面保護を公約した。欧州の対処は米国とは違って、上述した二つの問題のうち、第二の部分から対処していこうという姿勢に見える。こうした金融市場の動揺は、欧米における資金供給を急速にタイト化しつつあるように思える。ここで重要なのは、金利が高止まりしているというだけでなくアベイラビリティが急速に低下しているように見える点である。従って、金利水準からみられる以上に、実際の金融環境は締まっている、そして今後締まっていく可能性を否定できない。米国経済は、従来は、比較的浅い停滞の後、来年前半から回復というのがメインシナリオであったと思う。しかし、この2週間の動きの中で、直近では、実質GDPの伸び率で第3四半期はゼロ近傍、場合によってはマイナス、第4四半期はかなりのマイナス成長、来年第1四半期も急速な回復はなく+ゼロ%台半ばに戻るのがやっと、回復は来年末頃という見通しが次第に優勢になりつつあるように思う。しかもこの下方修正は、雇用等の足許の変化に対応するもので、メインシナリオとして住宅投資の底が比較的浅く、かつ住宅価格は2009年には安定化するという仮定のもとにあるように思う。従って、下方リスクはかなり高いと考える方が自然だと思う。欧州経済も、足許の実物経済指標に弱いものが目立っており、さらに金融市場の緊張がセンチメントへと影響し、かつ資金供給への影響を考えると、米国経済と同じく下方リスクは小さくない。欧米以外でも、ロシアやアジアの一角では金融市場同様の影響が現在比較的レジリエントに推移している実物経済の動きに影響する可能性が出てきている。こうした背景から、現在、日本経済を牽引してきた輸出の動きに弱さが現われつつあり、それ

が生産活動の停滞の一因となっている。しかも、上述した世界経済の下方リスクから、将来の輸出に対する見方にも変化の兆しがみられ、設備投資の減速を強める要因の一つになっている可能性がある。こうした傾向は、6月短観に現われている。さらに国際金融市場の動揺は、欧米比小さいとはいえ、欧米金融機関のプレゼンスの高かった産業を中心に影響がみられていることも否定できない。さらに構造変化への対処が元々遅れていた産業、地域を中心に、業況の悪化に伴い中小企業への融資態度に変化の兆しがある。このように、日本経済は実物面では停滞が深くなる可能性があるが、判断には輸出等のハードデータの動きをもう少しみていく必要があると考えている。最後に物価面である。前回会合では8月全国CPI（除く生鮮）は+2.4%前後と実勢で7月比横這いの可能性が高いが、昨年の裏が出て指数的には若干上昇の可能性もあると申し上げた。結果は結局7月比横這い+2.4%に着地した。これは、実は物価上昇のモメンタムが若干低下していることを示唆していると思う。このことは刈り込み平均が上昇幅で7bp縮小して、1.15%から1.07%になったのと整合的だと思う。実際、財、サービスの双方で、刈り込み平均でみると上昇モメンタムは若干弱まっている。9月東京速報は、CPI（除く生鮮）で8月+1.5%から+1.7%へ上昇しているが、これには不規則な動きをするサプリメントが前年セールで下げたことの裏が出ていることに加えて、調理用品の上昇が続き、さらにゴルフプレー料等サービス価格の上昇、衣料費の価格上昇等の原材料価格高騰の価格転嫁、パス・スルーと思われる動きが出ていることを反映している。しかし、9月の速報で留意すべきことは、大都市とその他の地方都市とで動きが大きく異なるという点である。9月速報は東京だけでなく京都、大阪、神戸で伸び率が上昇したのに対し、地方都市で9月速報が利用可能な奈良、長野、静岡、新潟では伸び率はかなり低下している。このことは大都市では需要が相対的に強く、そのため価格転嫁が比較的スムーズに行われているのに対して、地方都市では相対的に需要が弱く、価格転嫁が厳しいことを示唆しているとも取れる。こうした点を勘案すると、現在時点のベストゲスでは9月は伸び率が大体+2.2%前後に

低下し、10月には+1.7%前後となる可能性が高いと思う。前回8月が潮の変わり目と申し上げたが、実際にそのようになりつつあると思う。その後は、現在の原油価格の落ち着きが持続し、かつ過去の費用高騰分の価格転嫁の度合いが景気停滞を反映して難しい状況が続くとするなら、インフレ率の低下は比較的早くなると考えられる。ただし、長期的にみればエネルギー・商品価格は上昇トレンドにあると考えられるので、目先の国際商品市況に振り回されず、長期トレンドをみていく必要があると考える。ただ、トレンドの強さには大きな不確実性が存在することも事実である。そこで、前回も申し上げたように、長期トレンド、そしてそれを規定している要因の変化をみていくことの重要性を辛抱強く情報発信することが肝要であると考えている。以上である。

白川議長

それでは中村委員、お願いします。

中村委員

9月16、17日の金融政策決定会合以降、リーマン・ブラザーズの破綻を契機とした金融システムの動揺から、国際金融資本市場は著しく混乱しており、我が国を含めドルの短期金融市場ではターム物を中心に調達金利が高止まっているほか、市場での取引が極端に薄く、危機的な状況が続いている。こうした金融市場の状況に対処するため、本行を含めた各国中央銀行は協調して、ドルの流動性供給能力を拡充させたほか、米国では10月3日に緊急経済安定化法案を成立させるなど対応策が取られているが、世界経済の後退懸念から世界の株式市場は大幅安となり、市場の緊張はさらに高まっている。実体経済面では、9月短観が公表され、国内経済は引き続き停滞していることが確認された。海外経済については、米欧での景気減速が加速していることを示唆する指標が公表され、世界経済の減速懸念が高まる中で、金融システムの混乱が実体経済を一段と下押しする負の連鎖の可能性が高まっている。国際金融資本市場の動向をみると、9月16、17

日の会合以降、米国市場では緊張感が著しく高まっており、短期金融市場の流動性がほぼ枯渇し、LIBOR等が高水準で推移する一方、安全資産を求める資金が国債に集中したため、3か月物短期国債の流通利回りは9月17日には0.03%まで低下した。また、欧州でも同様の状況にあり、9月30日には、四半期末要因とも重なり、ECBのオーバーナイト・ドル供給オペの足切りレートは11%まで上昇した。我が国でも、市場参加者の相互不信感が高まり、邦銀と外銀の調達環境は二極化し、外銀はプレミアムを支払っても十分な資金を市場から調達できない状況に陥っている。エマージング諸国でも投資家のリスク回避姿勢の高まりから株価が総じて下落しており、ロシアではグルジア問題や原油価格の下落も相俟って、市場から多額の資金が流出し、株式市場が一時閉鎖される事態となった。また、香港やインドでは、一部金融機関において取り付け騒ぎがみられた。こうした緊張状態にある市場が回復するためには、取引相手に対する疑心暗鬼や市場機能に対する不信感が払拭されなければならない。最終的な解決のためには、含み損を抱えている米欧の金融機関が損失処理に目途をつけ、毀損した自己資本を公的資金等の注入により復元する必要がある。しかし、公的資金による資本注入等については関係先の合意取り付けが容易でないだけに、混乱した状態が短期間に修復するとは考え難い状況である。

実体経済面をみると、米国では経済の停滞感が強まっている。また、9月ISM製造業景況感指数は43.5と悪化しているが、雇用面でも新規失業保険申請件数が7年振りの水準まで大幅に悪化したほか、9月の非農業部門就業者数も悪化傾向が加速している。住宅投資については、モーゲージ金利が高止まりする中で、8月の着工、販売も低迷し、在庫も高水準で推移している。7月のS&P・ケース・シラー住宅価格指数（20都市）は前年比-16.3%と下落幅を拡大させている。我が国の不動産バブル崩壊の際の価格推移からみても、住宅市場が回復するためには、さらに2割前後の価格下落が避けられないようにも思われる。また、購入資金の手当てを必要とする自動車や住宅の販売については、金融機関の融資姿勢のタイト化が販売の低迷にも繋がっている。9月の自動車販売台数は前年比-26.4%

の 1,275 万台で、16 年振りの低水準となり、悪化傾向に歯止めが掛かっておらず、ビッグスリーの経営不安も懸念される。消費についても一段と下押ししており、こうした動きを勘案すると、米国経済の成長率が潜在成長率並みに回復するには相応の時間を要すると考える。欧州でも、米国と同様に金融システム問題と実体経済悪化の悪循環に陥りつつあり、小売売上数量も減少傾向が続いている。また、製造業とサービス業の PMI はともに悪化基調にあるほか、9 月の輸出受注 PMI が 43.6 まで大幅に悪化するなど、輸出の増勢も鈍化しており、景気下振れのリスクが高まっている。中国については、幾分減速しつつも内外需とも高い成長が続いているように思う。世界経済の成長に対するダウンサイド・リスクが高まる中、中国政府はインフレとともに景気浮揚にも配慮した政策に取り組んでいるようだ。我が国にとって最大の輸出先になりつつあり、アジア各国の経済に大きな影響を与える中国の経済動向については、引き続き注意してみていきたいと思う。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、エネルギー・食料品価格高騰の影響から内需の減速が一段と鮮明になりつつあり、景気の増勢が鈍化しているようだ。

国内経済については、9 月短観が公表されたが、交易条件の悪化に加え海外経済の減速や先行きの不透明感、需要の全般的な後退が企業活動に影響を与え、企業経営者も先行きに対して慎重になりつつあるようだ。設備投資については、8 月の資本財総供給が前月比 -5.2% と減少基調にあることが確認され、企業収益が減益へと転じる中で、先行き減少する見通しにある。輸出については、8 月の実質輸出が前月比 1.7% 減少した。財別輸出の 1/4 を占める自動車関連が、米欧経済の減速により前月比 -6.0% と大幅に減少したことが主因であるが、輸出全体の増勢が鈍化している。日本自動車工業会の発表によれば、8 月の国内生産は -10.9% となり 13 か月振りに、また輸出も 37 か月振りに、前年同月を各々下回った。ここ数年のガソリン価格高騰による小型車選好や車離れといった構造的な需要動向の変化に加え、世界経済が減速する中で、北米を中心に世界の販売

量が落ち込んでいる。我が国の自動車産業は、輸出比率が約 6 割であり、裾野の広い基幹産業として日本経済の牽引役であるだけに、先行きの世界需要や国内生産の動向が懸念される。個人消費については、消費財総供給は底堅く推移しているようであるが、雇用者所得が伸び悩む中、食料品の価格が上昇していることなどから、消費者マインドは一段と冷え込んでおり、総じてみれば弱めの動きとなっている。雇用関連では、8 月の有効求人倍率が 0.86 倍と僅かではあるが、低下基調が続いている。このところ、請負・派遣求人内容の監督強化の影響による求人数の減少だけでなく、求職者数も増加傾向にあり、景気が停滞している影響が労働需給にも少しずつ現われ始めているとも考えられる。物価面では、8 月の全国コア C P I は前年比 +2.4% となったが、食料及びエネルギーを除いたベースでは 0.0% であり、物価上昇の二次的波及を強く懸念する状況にはない。先行き、エネルギーや食料品価格の動向を反映して、当面、2% 台で推移した後、徐々に低下していくことが見込まれる。

企業金融については、全体としては緩和的な状態にあるが、9 月中旬以降、リーマン・ブラザーズ破綻の影響から起債を延期する先が多く、社債発行が減少している。また、外貨の調達市場が逼迫している中、企業は円転を手控えて外貨の手持ち残高を積み上げ、不測の事態に備えようとしているようだ。中小企業については、先行きの業績悪化の懸念から、金融機関の貸出審査の厳格化が進んでいるが、政府の緊急経済対策の一環としての保証・貸付制度の拡充が検討されているようだ。私からは以上である。

白川議長

それでは私から。経済、金融の現状について各委員のご判断にはそう大きな違いはないと思うし、私自身も大きな違いはない。最初に、皆様の意見も踏まえながら、現状の判断を申し上げたい。そのうえで、自分自身の感想あるいは幾つか議論したいことを若干申し上げたい。我が国の経済については、欧米を中心とする海外経済の減速を背景に輸出の増勢が鈍化している。9 月短観をみると、企業部門ではこれまでの交易条件の悪化など

を背景に企業収益が減少を続けており、業況感もさらに慎重化している。こうしたもとで、設備投資は減少している。個人消費も弱めの動きとなっている。生産も弱めの動きを続けている中で、出荷・在庫バランスは足許やや悪化しているのが気掛かりである。以上を踏まえると、現状の評価としては、日本経済はエネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しているとするのが適当である。これについては後から若干議論したいと思うが、判断としては、そういうことだと思う。金融環境については亀崎委員が後の方のセッションで議論されるということだったから、全員が意見を表明された訳ではないが、中締めみたいな形で申し上げる。総じて緩和的な状態が続いているが、不動産や建設といった一部業種では起債環境の悪化や金融機関の貸出態度の慎重化など資金調達環境が悪化している。また、中小・零細企業では、資金繰りや金融機関の貸出態度が厳しいとする先が増えている。先行きは、海外経済の減速が明確化するもとで、当面停滞が続く可能性が高いと思う。もっとも、設備・雇用面での過剰を抱えている訳ではないため、大きく落ち込む可能性は小さいと考えられる。従って、やや長い目でみればエネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。一方、物価面であるが、エネルギーや食料品の価格上昇などから、除く生鮮食品ベースの消費者物価の前年比は足許2%台半ばとなっている。先行きは、当面、現状程度の上昇率で推移するようにみられるが、その後は徐々に低下していくとみられる。中心的なシナリオをもし言えと言え、多分皆様はこういうシナリオだろうと思うし、私もそう思う。そういう意味で、我が国経済はやや長い目でみれば物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく姿を想定して良いと思う。ただ、後半のラウンドでまた議論するが、リスク要因というか不確実性が非常に大きくなっているということだから、今申し上げた中心的なシナリオはリスクを十分意識したうえで想定しておくということで、後半のリスク評価を合わせてこの問題を議論ないし評価した方が良いかと思う。

この1か月間の動きという意味では、金融市場の動きが非常に大きかった。私もできるだけだぶらない形で感想を申し上げたいが、欧米金融市場の緊張については各委員からのご発言と全く同様の感想を抱いている。非常に緊張感が高い状況で、それが経済に色々な形で影響を与えていくという問題意識を持っている。最近、日本の経験からの教訓が一段と強く言われているというか、マスコミでもよく議論されている。勿論、色々な教訓は引き出し得ると思うが、取り敢えず現在の状況を踏まえて政策的あるいは実践的にどういう教訓を引き出すのかということで、私自身は三つばかり整理していつも考えている。第一は日本の金融市場の問題は、言うまでもないことだが、これは資本不足の問題であった。資本不足が解消しない限り問題は解決しなかったことが第一だと思う。それから、第二に——これも多くの委員が言われていることであるが——不良債権の金額あるいは資本不足の金額は、固定的な金額として捉えるべきものではない。つまり、一生懸命調べればその金額が分かったという話ではなくて、負の相乗作用によって資本不足自体がいわば逃げ水のように拡大し得るものだと思う。第三に——従って、ということなのだが——資本不足の金額をリアルタイムで正確に認識することは難しいが、政策論としてはある段階で当局として判断を下すというか見切ることが必要だろうと思う。個別金融機関は経済の環境を取り敢えず所与として、あるいはなにがしか所与の姿を想定するが、個々の金融機関がマクロ的なインプリケーションを全て計算したうえで資本不足額を計算することは基本的にはないだろうと思う。そういう意味では、ある段階で、当局としての判断が必要だと私は思う。そうした観点から今回のアメリカの緊急経済安定化法を評価すると、先程何人かの委員がおっしゃっていたように、買入価格の設定等、重要な部分の詳細が現時点で明らかになっている訳ではないので、あまりポジティブにというか、その評価自体が難しい。過度にポジティブに評価することも適当ではないし、過度にシニカルに評価することも適当でない、と私自身は思っている。ただ、いずれにせよ問題の核心である資本の不足という問題に対して、どの程度対応したものとなるかで最終的な評価が決まってくる

のだろうと思う。

いずれにせよ、現在の状況のもとで各国の中央銀行がまずやるべきことという意味では、流動性の供給面での対応だと思う。これは現在の短期金融市場の異常な緊張の高まりを考えると必要な措置、望ましい措置だと思う。昨日の金融市場局長の説明にもあったが、中央銀行がセントラル・カウンターパーティの役割を担っているというか、市場機能をほぼ全面的に肩代わっているということだと思う。しかし日本の量的緩和とか、あるいはゼロ金利時代の経験を思い起こしてみると、これは必要なことではあるが、こうした肩代わりが長引けば長引く程、市場機能は死んでいくので、結果的にはショックに対する耐久力自体も低下していくという問題がある。そういう意味で中央銀行の流動性供給という対応はあくまでも時間を買う政策に過ぎない感じがする。中央銀行がこういう異例の措置を採っている間に、抜本的な措置が採られることが不可欠だということは皆様の共通の思いだと思うが、私自身もそのことを強く思う。これはここで議論をしたいということではないが、一連の出来事をみながら日本の教訓をどう引き出すか、それを現在の環境に照らしてどう評価するかについて感想を申し上げた。

一点、私から明示的に議論させて頂きたい。これは確認である。皆様の意見を聞いて多分異論はないと思うが、現状評価として停滞という言葉で表現するのが良いかどうかということである。皆様の気持ち——私もそうだが——において、前回と全く変わらない停滞という言葉で表現すれば良いか、気持ち的には少し前回よりも弱くなっているかというゲスは持ちながら、しかしまだ十分なハードデータがない——設備投資などでは出てはいるが——、企業のマインドとかミクロ情報とか、あるいは海外経済の動きだとかを考えると、後々、現時点の経済を評価、判断できる数字が出ると、停滞よりかはもう少し強いかもしれない。しかし、それはまだ今の段階では判断しにくいので、従って、この先々、そうした可能性を意識しながら、今回は現状については停滞、先行きは少しトーンを下げることだと理解した。それで、この点は多分今日の記者会見でも繰り返し訊かれる論

点の一つだろうと思うので、そういう理解で良いかどうか、確認させて頂ければと思う。これ以外にも議論したい論点が皆様の方からおありだと思うので、最初に私のこの論点について、それで良いかどうかお聞かせ願えないか。

水野委員

宜しいか。本当に微妙だと思う。ハードデータはないが、アネクドータル、それから今株式市場や特にクレジット市場が示唆している動きをみると、皆様が言っている負の相乗効果が今後出てくるだろう。そういうことを考え、やや先取りすると、停滞色が強まっているという言い方も良い。しかし、なるべくハードデータが出たところで言っていくことにすべきである。それは判断が遅れたということではなくて、気持ちとしてはそういう心構えでデータをみていく、そして、データが出てきたところで変えていく、という方針で良いのではないかという気がする。それから、マーケットが荒れているので、恐慌など色々言葉が踊っている感じがする。我々もマーケットの現状を決して楽観している訳ではないが、データを冷静にみてやっているのだという姿勢を打出すこと自体が、安心感を与えるのではないか、という気がする。我々はあまりマスコミと一緒に振られてはいけないと思う。

野田委員

ハードデータの一部からみると、停滞感の深まりを示唆するものだと表現した。見方によっては、そういうものが強まっているのは否定できないと思うが、皆様、何人かの方がおっしゃられたように、急激にスピードが速まっているのかどうかについては、雰囲気的なところもあるから、そこはもう少し時間を掛けてみておきたいという気持ちは十分にある。だから、まさに水野委員がおっしゃるような微妙なところであるが、展望レポートを公表する次の決定会合が3週間後に開催されるため、その間、具体的なハードデータをゆっくりみていく程度の明確さは残っているのではない

か。微妙とはいいながら、その程度の明確さは残っているのではないかと思う。

須田委員

私も停滞色が強まっているなという現状判断をしている。私自身元々停滞、横這いという見方に比較的早く変えたこともあって、その現状判断でも良いと思っているが、停滞という判断は皆でちゃんとデータをみてから合意したのであるから、そういう意味では、それとの整合性を保つ、ということだと思う。あまりにも市場が荒れている時に、悲観論に走り過ぎている部分に乗ったような形になるのは避けたいし、先程、水野委員もおっしゃったが、我々はしっかりとデータを確認しながら実体経済をみていくという姿勢を示すためにも、今回はこの方が良いかと思う。

中村委員

私も、お三方が言われたように、停滞の状況は悪くなっているかと思うが、月末に展望レポートを公表するし、現状の個別指摘があったような中で判断するのは少し待って、月末まで待っても十分ではないかと思う。

亀崎委員

私は、ハードデータをみても、欧米の急速な減速に比べて、日本は比較的まだ余裕があるというか、先程申し上げたように、短観の在庫・雇用・設備のD Iが若干過剰方向に増えてはいるが、スティル、企業の設備それから雇用、債務のストックが著しく積み上がっている訳ではない。一番気になるのは、輸出がどうなっていくかであるが、7～8月でみるとまだプラスである。8月になって初めてマイナスとなったばかりなので、このところをもう少しみてみたい。ということで、私は、日本は停滞であり、著しく悪化している状況ではないと思う。

白川議長

分かった。今の論点以外にも、第1ラウンドの議論を通じて論点を提起したいことがあれば、どうぞ。

水野委員

論点ではなく、皆様も私が思っていたことと全く同じことを感じていると思ったのだが、金融の問題が企業金融のところに来ている。金が回っていないから、設備投資とか企業収益など12月短観の悪化に繋がってくる、データが悪化するという懸念を持たせる状況になっている資金の目詰まりは、アメリカでは家計であったが、今度は企業にきて、日本も企業金融、すなわちCP、社債の発行が止まっている、発行環境が悪いから出せない、出さないという感じになってきている。この辺の金詰まり、大企業についても社債、CPの発行環境が悪化していることは、皆様、感じていると思われた。

白川議長

後半のラウンドで、リスク要因の一つとして、今、水野委員がおっしゃった点を少し議論してみたいと思っている。

須田委員

私が気になっているのは、皆様、輸出について弱いという感じをお持ちである。アメリカやヨーロッパは確かにそうかもしれないが、輸出のウェイトが高いアジアはまだ結構堅調な動きをしている。あるいは、中東などもまだそうである。輸出全体でみた時には減速するかもしれないが、アメリカの景気の落ち込みに合わせて大きく落ち込むと議論すると、少し悲観的過ぎるのではないか、と感じた。

中村委員

輸出については、確かにアメリカ向けはずっと荒れている。今年に入っ

て5、6月がさらに悪くなっている。東南アジアとか中国向けはあまり悪くないが、ただ、昨今の経済の悪化がこれからどういう影響をもたらすか。それから先程私が申し上げたかったのは、日本の輸出の中で大きなウエイトを占める自動車の動向が非常に気になることである。これがこけると、輸出は大変だということから、危惧している。

水野委員

多分、国別と輸出相手国別と品目別でみていくと、品目別で私も少し気にしているところがある。昨日、門間調査統計局長からもあったが、自動車、一般機械——設備投資関連である工作機械というもの——、それから、電子部品・デバイス——半導体市況あるいは最近の携帯電話の売行き悪化をみると——、日本の三大業種が悪くなっている。ということは少なからず海外要因があるので、国別ではまだ減少とか、横這いと言うにはとても早い、品目をみていくと気になるという感じがする。

野田委員

前から申し上げているように、アジアをみる時に二つの経路——アジアの内需に基づいている部分と、アメリカないしはヨーロッパ、先進国向けの最終製品に投入するための日本からの中間財——を分けて考えなければならない。そうすると、欧米にいつている経路は明らかに足許から先行き相当細ってきているというのが実感できるが、須田委員がおっしゃるところは本当にどうなるか。やはり、アジアの内需がどこまで落ち込むのか次第である。一方、エネルギー価格が相当足許下がっている、これによる内需の圧迫要因がどの位軽くなるのか、これとの時間の競争みたいなところがあって、そこがある意味では不確実で不透明である。ただ、おっしゃるように、一頃考えた程、アジアは悪くはないかということは多分間違いないだろう。ただ、その程度問題はなかなか言いがたいものがある。

亀崎委員

輸出は、確かにアメリカ、欧州は——特にアメリカ——は軒並みマイナスになっている中で、アジア——これは中国を含む全体の金額ベースでいくと 48.3%——はずっとまだプラスではきているが、昨年比べて今年の3月以降、若干伸びが落ちてきている。伸びてはいるが、伸び率は落ちてきている。N I E s 向けの品目では、8月、例えば自動車の部品が 28.4%も落ち込んでいるというような事実がある。前回も申し上げたが、日本経済の成長エンジンは輸出であり、その中で米、欧が落ち込んでいる中、アジアが頼りである。そのアジアの伸びが若干落ちているところが気になるが、引き続きプラスなので、そういう意味では、まだ決して悪化していないと先程申し上げたところに繋がるかと思う。

白川議長

これは、後半の議論とも関連するが、日本の経済が深く落ち込むことはないという判断する場合、大きな論拠は、設備それから雇用について過剰がないということである。その場合、今回の短観もそうであるが、少しずつ少しずつ足許の景気が悪化していけば、設備の余剰方向への変化はあるはずである。それで、基本的には新興国を中心とした高い成長を続けていくという期待が維持されているから、足許少し悪化しても設備投資自体が下がっていかないことが前提にある。そういう意味では、アジアの経済あるいは新興国全体の経済の中で欧米経済に依存しない固有の成長のモメンタムがどの程度強いのか。その評価が輸出という面だけではなくて、設備投資というか日本の内需を考えていくうえでも、決定的に重要だと思う。

西村副総裁

その点に少し付け加える。気になるのは、国際金融市場の不安が次第にアジアに変化をもたらしてきていることである。特に香港はやや激しい形でみられるし、シンガポールも。それから、フィリピンでもドルの資金繰りが若干厳しくなっている。韓国はああいった状態である。ということか

ら考えると、内需と言っても最終的にはファンディングの問題になるし、そこにどの位の海外資金が流れ込んでいるかということになるが、資金の反転が起こればかなり大きな影響をもたらす。勿論、昔起こったようなコンテージョンが起こればとは思えないが、それなりの影響が出てくる。とすると、内需にも大きな影響が出てくる可能性があるというリスクは、我々、考えておかなければならない。

水野委員

同じことを言い換えると、多分、野田委員が前回言われたように、来年の景気のベクトルなのだと思う。来年も前半、後半に向けてベクトルが上に向かないようだと、企業も設備投資計画あるいは業績見通しを下方修正せざるを得ない。IMFその他国際機関はまだ+4%程度の成長と言っているが、これが下方修正される話は色々聞こえてきている。ここはもう少しみてみたいと思う。エマージング諸国も含めて国際機関から出る数字がかなり下方修正されるリスクが今出てきている。

野田委員

アジアについては、今までほとんど金融の影響はなかったが、確かに金融面での影響が出てきている。そうは言っても、政策の面で、世界のインフレ圧力が少し収まってきている。そういう意味では、一方でのりしろがまた膨らんでいるかという見方もあろうかと思う。

白川議長

分かった。それでは取り敢えず前半のラウンドはこれで終了して、時間は中途半端になるが、切りの良いところで10時50分に再開する。

(10時36分中断、10時50分再開)

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、再開する。当面の金融政策運営等に関する討議に移りたいと思う。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針についてお一人5分ずつご発言して頂き、その後自由討議とさせて頂く。それでは、亀崎委員お願いします。

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。前半パートで述べたとおり、国内の景気は足許停滞している。一方、消費者物価は+2%台半ばで高止まって推移している。先行きについては、以下で述べるように、米欧金融市場の動向、国際商品市況の動向及び国内のインフレ構造の変化について、引き続き注意しながら金融政策運営を行っていく必要があると考えます。まず、先月半ばから続く米欧金融市場の大きな動揺は、世界の实体经济にも深刻な影響を及ぼし始めており、この先、十分注意していかねばならないと思う。時価会計が浸透している中にあるのは、市場の動きが経営危機へと発展する速度が速いため、関係者には素早い対応が求められるが、これまでのところ、各国政府や中央銀行は、与えられた情報、権限の中で諸対応策を打ち出している。特に現在のような市場流動性の枯渇に対しては、中央銀行による資金供給以外に手がない中、本行を含む各国中央銀行による自国通貨の大量供給や、Fedとのスワップ協定をもとにした自国でのドル資金の供給は、前例のない大胆かつ有効な施策として、市場からも評価されている。

米国の場合、問題の解決に向けて、まずは金融機関から不良資産を切り離すことが欠かせない。このことは9月17日の定例会合において、私は公的資金による金融機関からの不良資産購入が必要との認識を示したが、実際、米国財務省は公的資金を最大7,000億ドル投じて不良資産を購入することを柱とする緊急経済安定化法案を策定、紆余曲折を経ながらも上下両院で可決された。ただし、これで危機回避の道筋が全て整う訳ではない。

次のステップでは、金融機関が損失を出してでも不良債権を売却せねばならないというインセンティブ付けや、損失が金融機関の経営体力を大きく削いだ場合の公的資金の注入プログラムなども必要となると思われる。今後、不良資産買い取り価格の問題もあり、どのように買い取りが進んでいくか注目されるが、そのプロセスがある程度進む中で、金融機関への公的資金注入の必要性に迫られるものと思われる。欧州でも金融市場の動揺が広がっており、各国中央銀行による本国通貨やドル資金の大量供給のほか、英国、フランス、ベネルクス3国、アイスランドの各政府による本国の破綻銀行の公的管理、ドイツにおける政府主導での銀行支援策、アイルランドにおける時限的な預金の全額保護策など、様々な手が打たれている。しかし、欧州の金融機関は、米国対比で情報開示が不十分と言われており、また国を跨いで活動する先も多いことから、突然の経営破綻やその際の救済方法に対する強い不安感がある。各国当局をはじめ、関係者にはこうした不安を払拭し、市場の動揺を一刻も早く鎮静化することが求められる。

日本では、リーマン・ショックの後、本行が連日、即日実行分を含め多額の資金供給を行っているが、オファー時間を調整したり、吸収オペと組み合わせたりするなど、市場の動向をみながら肌理細かく対応している。また、Fedとの連携による初めてのドル資金供給についても、ニーズに応じて対象先を増やしたり、供給枠を拡大するなど機動的に対応している。金融市場の緊張感が続く中、本行が今後とも、市場の動向をつぶさにモニタリングし、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めることが重要であると考えます。今週10日に開催が予定されるG7では、公的資金を用いた金融機関からの不良資産の買い取りや、金融機関への資本注入の必要性について認識を共有し、各国政府の責任において、その実行を促すなど、金融不安の解消に向けた姿勢を強く打出すことが期待される。

次に、国際商品価格の動向である。市場では世界景気の減速が強く意識される中、国際商品価格が、6月、7月にみられたような高値に戻ることは当面ないと思われる。しかし足許でも、金融市場の動向と連動した不安定な動きが続いているため、その動向について油断せず、今後も注視して

いきたいと思う。

また、国内のインフレ構造に変化が生じていないかについても、注意が必要であると思う。前半パートでも述べたとおり、物価の上昇は、エネルギーや食料を除く様々な品目にも広がっているが、企業の価格設定スタンスに何らかの変化はみられないだろうか。また、多くの品目において次々と値上げが行われる中、各種アンケートは消費者の物価上昇見通しが強いことを示しているが、人々の物価上昇に対する容認度合いが高まっていないだろうか。加えて、このところ、食品を中心に商品の安全性に対する関心が非常に高まっていることから、これまでみられた価格の安さを最優先する消費行動に変化はみられないだろうか。企業や消費者の物価に対する感覚が、仮にこうした形で変化してきているとすれば、足許の物価上昇が定着、あるいは再加速する可能性もあるため、インフレに対する警戒は解くべきではないと考える。

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

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

我が国の金融市場では、欧米勢に対するカウンターパーティ・リスクが意識されるとともに、流動性や質への逃避といったリスク回避行動が強まっている。具体的には、外銀と邦銀の調達レートの二極化、レポ市場の機能不全、短期国債レートの高止まり、ユーロ円取引の枯渇、イールド・カーブのディスロケーションの再発、CDSプレミアムの拡大といった現象が顕現化している。9月末が過ぎた現在でも、そうした動きが改善する様子は特段窺われていない。このように、カウンターパーティ・リスクを意識し、邦銀勢が余剰資金を抱え込む一方、海外勢の資金繰りが実質的に

日本銀行のオペ頼みとなってしまう極めて特異な状況であるにもかかわらず、個別の資金繰りや余剰主体の運用ニーズにまで配慮した肌理の細かい調節によって、ディレクティブに沿った金融調節が粛々に行われており、市場からは、その事務レベルの高さを評価する声が聞かれている。私としては、このような中であっても、市場におけるレートの形成状況等を踏まえた機動的な運営が行われていることを高く評価している。相対的に金融市場が安定的な我が国にあって、海外勢を補完貸付に追い込まず、できるだけ市場で調達できるようにと意識しておられることは、価格発見のために非常に重要なことだと思っている。執行部におかれては、リーマンの破綻処理やドル供給オペの新設等と併せて、大変な事務負担が掛かっているのではと拝察している。次世代RTGSのカットオーバーを控えている中で、まだまだ気を抜けない状況が続くと思われるが、今後もこれまでどおりの方針を基本として頂きたいと思っている。

さて、次回会合までの金融調節方針についてである。不安定な金融資本市場、欧米金融機関の経営不安の高まりのもと、先程述べたように、経済・物価情勢の先行きについても不確実性が高まっている。従って、次回会合までの金融政策は、前回同様、現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復する蓋然性が高いかどうかを確認し、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思う。

なお、昨日の執行部の説明にもあったように、幾つかの指標や分析からみて、我が国の企業金融を巡る環境は総じて緩和的な状態にあると言える。また、我が国の短期金利は成長率のトレンドや物価上昇率との関係からみて低い水準にあり、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着すれば、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクを常に抱えている。勿論、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとでは、先行きの金融政策運営について予め特定の方方向性を持つことは適当ではない点は引き続き重要であるが、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復するという蓋然性が高まった時には、金利

水準を速やかに引き上げていくことが、引き続き基本線だと考えている。

以下では、前回会合に続き、二つの柱による点検に沿って、金融政策運営に対する私なりの考え方を整理しておく。まず、メインシナリオについては、10月末の展望レポートに向けて、経済・物価情勢のパートで述べたリスク要因を詳しくチェックしつつ作り上げていくことになる。現時点では、海外経済が大きく落ち込むことはメインシナリオではないこと、エネルギー・原材料価格の低下や円高は実質国内所得の低下を反転させ、企業や家計に減税に似た効果をもたらすことから、より長い目でみれば我が国は物価安定のもとでの持続的な成長パスに復していくとみている。ただし、海外経済の減速とエネルギー原材料価格の調整が同時に起こっているものの、後者の影響が出るまでにはタイムラグがあり、またこれまでの金融資本市場の不安定化の影響も無視できない。従って、緩やかな成長経路に復していく時期については依然として不確実であるが、現時点では後ずれしている可能性が高いとみている。より長期的な視点も踏まえて、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについては、景気には下振れリスク、物価には上振れリスクを意識していることに変わりはない。下振れのリスクとしてもっとも留意すべきなのは、金融資本市場の混乱の長期化リスクである。欧米の不良債権処理や金融機関の資本不足の解消がどのように進むのか、金融資本市場の混乱の真っ最中にある今日、全く不確かと言うしかないが、このような状況が長引くと、海外経済を通じる下振れリスクだけでなく、相対的に安定している我が国の金融資本市場にも年末に向けてストレスが掛かる可能性がある。その場合、我が国の金融も緩和状態にあると言えなくなり、とりわけ中小企業に対して金融のタイト化がもっと進むリスクがあると思っている。そうなれば交易利得が改善しても、雇用悪化や消費の落ち込みが大きくなる可能性がある。

他方、インフレの上振れリスクについては、既往の原材料価格の上昇を販売価格に転嫁する動きは今後も続くと思われ、予想程にはインフレ率が下がらないリスクはあると思っている。またグローバルに金融緩和基調にあると判断しているが、それにもかかわらず金融政策を緩和方向へ舵を

切った国がみられている。このような状況では、資源価格が再び反転するリスクもあるので、内外ともにインフレの上振れリスクは意識しておくべきだと考えている。また、より長い目でみれば、実体経済に見合った形でエネルギー・原材料価格が再び上昇に転じ、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を変化させることによってインフレ率が思いのほか上振れていくリスクを、軽視すべきではないと思っている。内外の潜在成長率の低下の可能性を意識するとなおさらである。

最後に、先行きの金融政策についてである。欧米では、金融資本市場の不安定化に伴い、景気下振れ懸念が強まっていることから、短期金融市場は利下げを織り込んでいる。それにつれて我が国の短期金融市場でも、徐々に利下げを織り込み始めているようである。しかし、不良債権処理と資本の増強が喫緊の課題になっている状況で、景気の下振れリスクを軽減するのに金利の小幅低下が有効な手段とは言い切れない。リスク・プレミアムの上昇を相殺する程の効果は持ち得ないし、コストよりも量の確保に関心が高まっている時には、その効果はより限定的である。それよりも今必要なのは、短期金融市場のすくみを解消することであり、主要先進国間で協調して行っているように潤沢に資金を供給し、まずは流動性リスク・プレミアムを小さくさせていく方が効果的だと思っている。欧米における年末越えのリスク・プレミアムの大きさをみると、我が国においても、これまでの調節と協調的なドル供給だけで金融のタイト化が避けられるのか、定かではない。下振れリスクの顕現化を避けるためにも担保の拡大余地はないか、とりわけ中小企業へのファイナンスに資するような形での担保の拡大や調節の工夫は考えられないか、頭の体操をしておきたいと思っている。

また、足許の景気の下振れリスクが高まっている一方で、市場が利下げの織り込みに向かっているところでは、我々の出すステートメントが弱めであれば利下げの織り込みに拍車を掛ける可能性があることを意識する必要がある。政策については現時点では予断を持っていないということであって、政策の柔軟性を確保しておきたいということであれば、基本的に

は金利は現状維持が続くという予想が市場で維持されるような情報発信が今は必要だと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、願います。

野田委員

景気の見通しに係る、次第に緩やかな成長経路に復していくという第一の柱における標準シナリオを成立させる二つの前提、メカニズム——一つはエネルギー・原材料価格高の影響が薄れることと、二つは海外経済が減速局面を脱すること——を中心にリスク要因を点検してみたいと思う。

まず、後者の海外経済であるが、米国の金融機関は、病巣の大元である住宅市場における調整圧力がなお減衰していない中で、リーマン・ブラザーズの破綻以降、金融機関はバランスシートの悪化を追加資本の調達で補うことが事実上極めて困難となり、実体経済と金融の負の相乗効果が急速に強まっている。米国の緊急経済安定化法案は二度の審議で可決に至り、不良債権の買取りが決まり、問題の本質的解決の緒に着いたと評価できるが、制度の運用面には効果との関係で不透明な点も幾つか残されている。また、最終的には避けられないであろう不足資本の補填について、道筋はついていない。この点がクリアにならない限り、市場参加者のリスク回避姿勢が緩むことは期待できず、極限近くまで達した国際金融市場の緊張の緩和に繋がらない惧れがある。欧州も、先日のECB政策理事会の声明文にもあるとおり、最近の金融危機の深刻化に伴って、尋常ならず高いレベルの不確実性に直面しており、短中期の先行きを見通すことが困難になっていると言っている。一方、非資源国・地域は、総じて既往の一次産品の高騰により、依然として高水準のインフレ、それと交易条件の悪化による内需の減速というジレンマを抱え込んでいる状況である。

そこで、その国際商品市況であるが、140ドル台半ばまで上昇していた原油価格WTIは、大きな振れを伴いながらも足許80ドル台まで下落し

ている。世界経済の減速を映じて、このまま弱含むとの見通しが比較的多く聞かれるようになったが、既往の市況高騰のアクセラレーターとして金融資本市場の混乱が指摘され、その混乱が依然として収束の兆しすらみえない状況下、短期的には何かしらのイベントを契機に再び上値を追う展開に戻る可能性を否定することはできない。また、中長期的には、そしてより本質的には、既往のエネルギー・原材料価格上昇という一連の価格ショックにより低下したと考えられる世界経済全体の潜在生産能力を上回って新興国中心に需要が高まり、国際商品市況が再び高騰するというリスクは払拭しきれない。このように、我々は国際金融市場と国際商品市場の二つの動向をいわば大文字のリスク要因として、また、それらが我が国経済の停滞ないし悪化の長さや深さにどう影響するか、注意深くモニタリングしていかなければならない。

以上が、日本経済の先行きのメインシナリオの前提でもある二つのリスクであるが、それら程大きくはないものの、それらに付随するリスク、いわば小文字のリスクとして視野に入れておくべき点について、改めて整理したいと思う。日本経済の先行きについて、深刻な調整にはならないとの見方が多く聞かれ、その根拠の一つとして、企業部門が全体として、負債とともに設備と雇用の両方について大きな調整圧力を抱えていないことが挙げられる。しかし、これについてもそう楽観ばかりしておれず、下振れリスクに注意が必要になってきたと考える。まず、設備投資であるが、9月短観をみると、生産・営業用設備判断DIは全規模・全産業ベースで+3の過剰超で、低水準とはいえ6月調査以降じわじわと過剰感が高まっている。3月のゼロから6月が+2、9月が+3である。大文字のリスク要因である世界経済の下振れリスクが大きく顕現化した場合には、企業の支出行動の源泉である収益が下振れるとともに、短・中期的な期待成長率を下振れさせ、設備ストックの調整圧力を強める可能性がある。ここ数週間の海外での金融不安の深刻化は、企業経営者のマインド面へも大きな影響を与えている可能性は否定できず、企業の成長期待の動向、あるいはそれを映じた設備投資の動向について、従来以上に注意深くみていく必要がある。

る。

また、雇用面であるが、こちらも短観をみると、雇用人員判断D Iは、全規模・全産業では依然不足超ながら、製造業全体では過剰超に転じるなど、悪化のペースを幾分早めた。雇用者全体に占める非正規雇用のウェイトが3分の1まで高まっており、雇用の調整は過去の景気調整、停滞局面に比べ容易かつ速やかに行われる可能性があり、このことは、企業収益をなにかしかな安定化させる一方で、家計からみると、所得ひいては消費に影響が出やすくなることでもある。労働需給の引き緩みのペースや水準を丹念に点検していきたいと思う。なお、短観についてもう少し触れると、設備判断D Iがほぼ横這い——どちらかと言えば、僅かながら過剰が緩和する方向——、雇用判断D Iの先行きは大企業製造業を除いて不足幅が拡大している。しかし、我が国経済に対して、価格ショックが続く中で、新たに数量ショックが加わったことや、業況判断D Iは価格ショックに、また、設備・雇用判断D Iが数量ショックにそれぞれ反応しやすいことを考えれば、今後数回の調査における設備・雇用判断D Iが業況判断D Iの既往の急落に遅行する形で、ここ二回の調査のトレンドを大きく上回って悪化することも十分想定し得ると考えている。

物価に関するリスクについて一言触れたいと思う。このところの国際商品市況の下落と消費の弱さから、企業がコスト増を製品価格に転嫁する動きは一部では抑制されつつあるというアネクドタルな情報もあるが、企業の価格設定スタンスと消費者のインフレ期待の変化には引き続き細心の注意を払う必要がある。また、先程述べた世界経済全体の潜在生産能力の如何によっては、物価の基調的な上昇圧力は減衰しないか、あるいは増加するリスクがあることにも留意が必要である。私には、短期的な視点では景気のダウンサイド・リスクの方がよりクリアにみえるが、いずれにせよ、足許のように尋常ならざる高い不確実性を抱えている状況下では、経済と物価の見通しについて、シナリオの蓋然性とその蓋然性に対するリスクを、都度、丹念に点検していくことが肝要と考えている。

金融政策については、次回会合まで無担保コールレート（オーバーナイ

ト物)を0.5%前後で推移するよう促すという金融市場調節方針を維持することが適当である。

ところで、我が国の金融市場に目を転じると、米欧市場対比での相対的安定性は維持しているものの、米欧金融機関の破綻を契機とした国際金融市場動揺の影響を色濃く受けている。すなわち、日本の短期金融市場では、邦銀は外銀、外証に対する与信姿勢を極めて慎重化させており、彼らの円資金調達における本行のオペ、補完貸付に対する依存度は極端に高まっている。この結果、無担コールレート(オーバーナイト物)は、本邦勢と海外勢とに鮮明な二極化が生じている。

リーマン・ショックが発生して以来——あるいはその前からかもしれないが——、休日や睡眠時間を削って、情報収集や対応策の検討に当られた職員も多いと思う。そうした献身的な業務遂行に深い敬意をここで表わしておきたいと思う。今はまさに、中央銀行にとって底力が試される頑張りどころである。今後、年末越え資金の調達が本格化してくるが、金融市場局はじめ関係局におかれては、内外の市場や金融機関の資金繰りの動向により注意深い目配りと、それに応じた機動的かつ肌理細かい対応を取って頂くよう、改めてお願いしたいと思う。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

私は、9月16日、17日開催の決定会合で、海外経済の減速と欧米を中心とした金融システム不安の高まりとそれが实体经济に及ぼす負のフィードバック効果に鑑み、第一の柱の観点からみても、経済が成長経路に復する時期は、当初思っていた以上に後ずれする可能性が高まったと判断している、と述べた。その後、欧米の金融システムは機能不全の度合いを一段と高めた。すなわち、欧米を中心に金融機関の融資姿勢が一段と慎重化したほか、金融資本市場ではCP・社債の発行コストがさらに上昇し、

企業金融を巡る環境が悪化した。こうした中、世界的な需要減退を反映し、個人消費の低迷、設備投資の先送りを示唆する経済指標が増えてきた。米国をはじめ各地で、実体経済と金融の負のフィードバック効果が顕在化してきた。従って、海外経済の先行き見通しについてはさらに慎重にみる必要があると思っている。私としては、景気の先行きが成長経路に復する時期が当初思っていた以上に後ずれする可能性について、先月時点よりも確信が高まった、と思っている。

リスク要因についてである。一番目として、欧米を中心とした金融システム不安の強まりが実体経済の強い下押し圧力として一段と顕現化してくること、二番目として、一番目を背景に、アジアを含む世界経済の減速感が強まり、我が国経済の成長の起点である輸出が増勢鈍化にとどまらず、横這いから一時的に減少に転じること、三番目として欧米主要国の株式市場やクレジット市場の緊張感といった国際金融資本市場の動揺を遮断できず、我が国でも株安と円高が同時進行すること、を指摘したいと思う。さらに、仮に欧米主要国が利下げに踏み切ったとしても、金融機関がバランスシート調整に入り、金融市場が機能不全に陥っている現状下では、景気下支え効果は期待薄であることも指摘しておきたいと思う。

イングランド銀行は、インフレ率は上昇傾向にあるものの、景気悪化と不安定な金融システムに対応するため、利下げに踏み切る用意があることを既に示唆している。ECBも、これまでは原油価格や穀物価格の上昇を背景としたインフレ圧力の二次的効果を警戒し、インフレを抑制するための金融政策と金融市場の安定化を図るための流動性供給は異なるという姿勢を対外的に強調してきた。しかし、10月2日の定例理事会後の記者会見で、トリシェECB総裁は、内需の冷え込みと金融環境の緊張により、景気下振れリスクが強まったと強い危機感を表明した。今年7月に予防的利上げに踏み切ったECBが僅か3か月で金融政策の判断を大きく修正したことからも、米国発の金融危機の伝播スピードの速さが分かる。金融市場では、早ければBOEは10月9日、ECBは11月6日に利下げに踏み切り、FRBも追随するとの見方が浮上してきている。もっとも、先程

述べたように、仮に3中銀が利下げに踏み切ったとしても、ターム物金利など市場金利全体をある程度低下する可能性はあるものの、欧米のように金融機関がバランスシート調整に入ってリスクテイクに慎重であり、かつ金融市場が機能不全に陥っている局面では、景気下支え効果は期待薄である。

一方、Fedは10月6日、TARP法の米議会通過を受けて、準備預金に付利をスタートし、TAFを通じて供給するターム物資金入札による供給額を倍増した。FRBは自らのバランスシートを拡大し、ターム物金利の低下を促す方針のようである。金融政策の行方にかかわらず、金融システム不安が強まっている中では、今後2〜3四半期に亘り、欧米主要国の景気下振れ懸念はかなり高まってきたと思う。我が国や東アジア諸国はその影響を完全に遮断することはできないため、10〜12月期と今年1〜3月期の輸出をはじめ、生産や設備投資といった企業部門の活動が下振れるリスクが高いと思う。カウンターパーティ・リスクが払拭される状況は、容易に想定できないと思っている。また、大統領選挙を控える米国、政局不安のイギリス、金融危機対応で足並みが揃わないユーロ圏をみると、事態がさらに深刻化しないと、ネガティブ・フィードバック・ループを断ち切る国際協調がなかなか実現しないと思っている。我々も、今回の金融危機発生が悪いタイミングで発生したことを理解して、金融政策運営に当たる必要があるように思う。なお、原油価格をはじめ国際商品市況高が一服してきたため、資源輸入国がインフレを上手くマネージできるかどうかということについては、リスク要因として若干後退したと判断している。

当面の金融市場調節方針であるが、我が国の実質金利は極めて低く、金融機関等の与信態度も全体としてみれば緩和的な状況にある。この間、緩和的な金融政策運営が長期化しているため、景気の下振れリスクが薄れる場合には景気、物価のボラティリティ、振幅を大きくし、物価安定下の持続的な景気回復の実現が難しくなるリスクがある。従って、現状維持で良いと思う。

最後に、実際の金融調節についてコメントしたいと思う。無担保コール

市場では、リーマン破綻以降、資金の出し手がカウンターパーティ・リスクを強く意識し始めたことから、邦銀と外銀等の調達が一極化し、邦銀が0.50%を下回る水準で資金調達を行う一方、外銀等は、資金放出が絞られた結果、邦銀とのレート較差は一時30bp程度にまで拡大した。同様の傾向は国債レポ市場でもみられ、本邦金融機関は外資系証券会社に対する国債の貸借に消極的である。こうした中、金融市場局では、コール市場の安定を促すため、連日多額の即日資金供給オペを実施したが、残念ながら無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.50%前後で必ずしも誘導できない日もあった。もっとも、足許では、即日のターム物資金供給オペと資金吸収オペ——手形売りオペ——を組み合わせることによって、肌理細かい金融調節を行い、補完貸付の金額が異常に膨らむことを回避できている。こうした金融調節を踏まえ、市場参加者からは、FedやECBに比べて、本行の金融調節技術は格段に優れているとの評価を幾度となく聞いている。

今のところ、欧米主要国の政府や中央銀行が打出した金融市場安定化策はトゥー・リトル、トゥー・レイトと判断され、世界的な株価下落に歯止めが掛かっていない。短期金融市場とクレジット市場の緊張感も引き続き強い状況が続いている。その理由として若干付言すると、欧米の金融危機は、中央銀行による潤沢な流動性供給で乗り切れる段階を既に超えていること、二番目として景気減速は、欧米金融機関の不良資産償却や不良債権処理の規模を大きくする要因であること——言い換えると、経営環境が劇的に改善するマクロ経済環境でないということである——、三番目として、米議会が先週末に通過させたTARPは、米国の金融不安を払拭できる根本的な処方箋ではないこと、などである。9月中旬以降、米国の投資銀行の経営不安を背景に、米国では大手金融機関の再編が急速に進んだ。一方、欧州では、救済合併型の金融再編か、政府による緊急措置による金融機関の救済が中心で、今後、欧州の金融機関の財務諸表への関心が高まってくるとも思われる。10月2日付のFinancial Times紙の社説では、「confidence crisis in European banks」が掲載されているが、欧州各

国は、優先株を購入するなど経営不振にある金融機関に公的資金を直接注入する外科的手術が必要だと皆様が再三に亘って主張していることと同じことを主張している。

我が国の短期金融市場の主要参加者からは、ドルのLIBOR-OIS スプレッドが異常に拡大した状況及び、円の短期金融市場における資金の偏在という現状が年末までに大きく変化するとは思えないという声が聞かれる。今回の積み期間のように、市場の緊張感が極めて高い局面では、多少誘導目標水準を外れても構わないとし、許容範囲を広げて金融市場局の調節を評価すべきだと思う。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁から願います。

西村副総裁

金融経済情勢の討議の際に述べたように、前回緊急会合からの二週間の動きを纏めると、一言で言えば、海外経済に従来とは異なる不連続な変化の兆しを示唆するものがあつた、ただ、日本経済にもそうした不連続な変化の兆しがあるかどうかまではデータからは判断しがたい、ということであつた。ここで不連続な変化を少し説明すると、第一に、輸出、内需ともに地域間、財需要間の相関が復活し、その中で強い負のフィードバックが相互に働き始め、従来予想とは異なるはっきりした下方シフトが起きているということである。第二には、国際金融市場の緊張から金融が引締まり、負のフィードバックをさらに強め、実体経済にはっきりとした下方シフトをもたらしていることが、この不連続の変化ということの裏にあるものである。以下、この点に注目して現状と見通しを評価していく。

まず、第一の柱の点検——これは前半の発言と重なるところがあるが、もう一度述べる——では、日本経済は足許は4月展望レポートと比べてまだ連続的な下振れ、後ずれの過程にあるようにみえる。しかし、海外経済の見通し下方シフトの影響が、足許の輸出や将来の輸出の見通しを通じて、

日本経済にも及びつつあるようにみえることも否定できない。ただし、その兆しは、データ発表のラグがあるため、輸出等のハードデータにはまだ現われていない。従って、今回の情勢判断としては、現状評価を前回同様とし、先行き見通しを「やや長い目でみれば」という形で新たに挿入することで後ずれを明確にする、ということが望ましいと考えている。今後の輸出等のデータの推移をみて、海外の状況がどのように日本に波及しているかをみたうえで、第一の柱からのメインシナリオを変化させる必要があるかどうかを判断するのが適当であると考えている。

第二の柱からリスク要因を検討すると、先程申し上げた輸出、内需ともに地域間、財需要間の相関が復活しつつあるかどうか、そして強い負のフィードバックが相互に働きはじめているかどうかというポイントに加えて、国際金融市場の緊張から金融が引締まり、負のフィードバックをさらに強めているかをみるのが判断のポイントになると思う。そして、現下の情勢をみると、この後者のリスク——国際金融市場の緊張から金融が引締まる、それが負のフィードバックをさらに強める——が大きくなっていることを考慮する必要があると思う。さらには、国際金融市場からの影響が地域、産業間に広汎に広がり、地域、財需要間の負のフィードバックをさらに増幅するというリスクがあることも、十分に考慮しなければならないと思う。このように二重、三重の負の増幅が起こるケースの場合には、不連続な明確な変化が起こる形になるということになる。

インフレ面では、現在のところ価格上昇の二次効果はみられていない。プラス方向の強いフィードバックが企業の価格決定と消費者の購買行動に生じている兆しもない。しかし、国際商品市況はかなり明確に反転したとはいえ、その持続性をまだ慎重に見守る必要があると感じている。過去の輸入原料価格上昇転嫁の動きは、地方では遅いようであるが、先程申し上げたように東京等大都市圏では進んで来ているようにもみえる。これらを考慮すると、消費者の長期的なインフレ期待の推移、それに対応した企業の価格行動については依然として不確実性が高いと考えている。従って、足許インフレに一服感がみられ、短期のインフレ期待には落ち着きがみら

れるようにみえるが、引き続き消費者の長期のインフレ期待や企業の価格決定行動の変化の可能性など上方リスクには注意が必要であると考える。

従って、前回と比べて、状況は足許実物面で下押し、物価面で若干の落ち着きがみられるが、総体とすると不確実性がさらに増大している。従って、上下どちらかに明確にリスクが大きく偏ったとは言いがたいと考えている。このように、不確実性の大きな状況では、次回までの金融政策運営方針は、現状維持とするのが望ましいと考えている。また、先行きの金融政策運営も、引き続き前回と同じ方針で臨み、現在の市場機能の維持に最大限の配慮をした肌理細かい調節を続ける必要があると考える。そして、金融市場の安定を維持するとともに、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスクを丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に政策を行うという方針を堅持するのが望ましいと考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、第一の柱、すなわち経済・物価情勢について最も蓋然性の高いと判断される見通しについては、我が国経済は、前半部分で述べたように停滞しているが、大幅な景気後退に陥る可能性は低く、国際金融資本市場の動揺や国際商品市況が落ち着きを取り戻し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復すると考える。しかし、先行きの内外の需要減退や調整圧力が高まり、我が国経済の停滞をさらに下押しし、長期化させる不確実性が高まっている点には留意が必要である。第二の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検すると、我が国の経済成長は、これまで同様、内需に力強さが窺われない中で、外需に依存する割合が大きいため、世界経済の動向を見極めていくことが重要である。最近の国際金融資本市場の動揺は、金融機関による信用創造

を阻害し、金融面からの実体経済に対する調整圧力を増大させているため、世界経済が一段と減速するリスクが高まっているほか、減速局面を脱して再び加速する時期が見通しにくくなっている。国際金融資本市場では、信用力に一度疑義を抱かれると、極めて短期間のうちに預金や預かり資産の引き出し、取引の解消、株価の暴落等により破綻に追い込まれる事例が米欧の金融機関で続いている。従って、市場参加者は、カウンターパーティ・リスクの評価が難しくなっていることに加え、自らの資金調達能力も正確に把握でき難くなっている。この結果、リスク回避のために手許流動性を極めて厚く保有することを優先する動きが広がっており、市場の緊張感が高まり、流動性がほぼ枯渇している状況である。

我が国の過去の金融危機の対応を振り返ると、はじめに、過剰な信用創造に起因したバブルが崩壊し、実体経済が大幅に減速する中で、政府が需要喚起のために景気対策を実施し、その後、経営危機に瀕した金融機関に対する個別の救済合併や流動性供給措置の導入、破綻金融機関の一時国有化、存続する金融機関からの不良資産切り離し、資本注入といった段階を経てきた。最近の金融システムの動揺に対する各国当局の対応は、流動性供給による対応から国有化、不良資産の切り離しといった危機対応の段階に入りつつある。米国と欧州では対応が必ずしも一様ではないが、各国の諸対策の早期実施が金融システムの緊張を緩和し、減速感を強めているグローバル経済の一段の下押しを防ぐ実効性のあるものとなるよう期待したいと思う。このように、世界の金融市場の緊張感が高まる中、先行きの内外における不確実性を見極めるためには、様々なリスク要因について予断を持つことなく丹念に分析していく必要がある。従って、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き緩和的な金融環境を維持し景気の下支えをしていくとともに、各国の中央銀行とも緊密に連携していく必要があると思う。

なお、足許のように金融市場が混乱し、邦銀と外銀の調達環境が二極化している状況では、誘導目標としている加重平均金利が必ずしも実勢を反映していない面もある。こうした中、金融調節は市場の流動性の問題に対

処するために潤沢に資金供給を続ける一方、加重平均金利を誘導目標水準に誘導するために、資金余剰となっている先から資金を吸収するという大変難しい舵取りとなっていると理解している。このような異常な短期金融市場においては、水野委員も触れられたが加重平均金利を狭いレンジに誘導するために、オペの頻度を増やし、却って市場に負荷をかける恐れがあるとすれば、当面の金融調節は流動性の対応を優先し、無担保コールレート誘導目標である0.5%前後という水準に過度に縛られることなく、弾力的に運用することも許容されるべきと考える。10月入り後も資金の偏在は解消されておらず、市場の緊張感は払拭されていない。今後、年末に向けて資金調達環境が一段と混乱する可能性も高いだけに、ご苦労が多いとは思いますが、引き続き機動的なオペ運営により、市場の安定に努めてもらいたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、私から皆様のご意見も踏まえたうえで、最初に第二の柱に基づく点検をお話し、次いで金融政策関係に移りたいと思う。リスク要因であるが、米欧の金融機関の破綻などを背景にして、国際金融市場の緊張が高まっている。世界的に株価の下落傾向が続いているほか、各国の短期金融市場ではカウンターパーティ・リスクへの懸念から取引が極端に細っている。また、クレジット市場でも信用スプレッドが大きく拡大している。これに対し、各国の中央銀行は協調してドル資金の供給などを行っているが、これまでのところ市場の緊張が緩和するまでには至っていないと思う。米国経済は先程の全般の議論とも関連するが、停滞している。金融と実体経済の負の相乗作用が生じていて、先行きの不透明感が強いと思う。欧州やアジアでも景気減速が明確化してきていることを踏まえると、世界経済には下振れリスクがあると思う。国内民間需要については、今後の国際商品市況の動向とそれを受けた交易条件の変化が引き続き重要なポイントになる。エネルギー・原材料価格高の影響が薄れていけば、交易条件が改善し先行き国内民間需要を支える方向で作用することが期待されるが、当

面はこれまでの交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりに注意が必要である。以上を踏まえると、景気の下振れリスク——我々は従来から意識している訳であるが——は高まっていると思う。設備・雇用面での調整圧力がないとはいえ、こうしたリスクには注意する必要があると思う。物価面では、国際商品市況は反落しているが、世界的に高い物価上昇率が続いている。我が国の物価については、これまでのところ賃金の動きなどからみて、セカンド・ラウンド・エフェクトが発生している訳ではないが、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要であると思う。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、既に実質短期金利は極めて低い水準にあるだけに、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらしリスクが高まると考えられる。以上を踏まえると、景気の下振れリスクとともに、物価の上振れリスクに注意が必要な状況が続いていることが第二の柱に基づく点検の結果だと思う。

当面の金融政策運営である。先行きの金融政策運営も、タイムラグを踏まえて、1年半～2年あるいはもう少し長くなるかもしれないが、先行きを展望して、その姿を検討する必要がある。足許エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しているが、やや長い目でみた場合には、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくのが我々の標準的な想定であると思う。ただ、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクには引き続き留意する必要がある。また、物価面ではエネルギー・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も注意が必要な状況である。こうした判断のもとで、現状維持とすることが適当であると思う。政策運営の考え方としては、これまでずっと申し上げているが、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に政策運営を行うということが適当だと思う。多くの方が金融市場の安定について言及されたが、この面では、国際金融資本市場の動向を注視しつつ、9月

に各国中央銀行と協調して導入したドル資金供給オペの活用も含めて、適切な市場調節を実施することを通じて、引き続き金融市場の安定確保に努めていくことが非常に大事であると思う。以上が取り敢えずのサマリーである。若干の私自身の意見と確認をしておきたいことを申し上げたい。最後に申し上げた国際金融資本市場の緊張の高まりに関してであるが、こういう局面において中央銀行として成し得る最も本質的な貢献というか役割は、流動性供給を通じた金融市場の安定維持だと思う。先程、野田委員が中央銀行にとって今、一番本領発揮と言ったか。

野田委員

「頑張りどころ」と言った。

白川議長

まさに、最も中央銀行らしい仕事ができるというか、そのことが期待されている局面だと思う。ここでも日本の経験になるが、日本の 1997 年以降の経験を振り返ってみても、危機の深刻化の引き金を引いたという意味で最も重要なイベントを一つだけ挙げろと言ったら、私は迷うことなく三洋証券のコール市場におけるデフォルトであったと思う。一旦そういったことを契機に、インターバンク市場で疑心暗鬼の状況が生まれると、これを元に戻すには物凄く時間が掛かると思う。その意味で、流動性供給の総量もあるが、それと同じウエイトで配分の面でも肌理細かい調節が必要である。現に日本銀行は、過去、それを行っている。先程、調節方針について、中村委員あるいは水野委員から若干そういう趣旨かと思うご指摘があったが、リーマンの破綻以降、資金の出し手がカウンターパーティ・リスクを意識して運用姿勢を慎重化させる。その結果、短期金融市場では邦銀と外銀、外証との間ではっきりとした二極化が生じている。また、日中のレート変動も拡大している。こうした状況のもとで調節をどう行うかは、現場部署としては非常に難しい。難しいというか、指示をどう解釈したら良いのか難しいという局面に直面する。今、コールの加重平均レートと誘

導目標である 0.5%からの乖離をみると、足許は若干拡大する。ただ、若干拡大すると言ってもこれは国際比較するとほとんど乖離していない。そういうことからしたら、改めて議論すること自体もどうかという感じもない訳ではないが、確かに日本の基準からすると足許若干拡大している感じがする。そうは言っても、日本は圧倒的に乖離幅が小さいことの基本的な背景は、当座預金の変動要因を全体として把握できる体制が整備されていることが一番大きいと思うし、それから、個々の金融機関の資金繰りの把握体制も整備されている。また、日本銀行には売手という非常に便利の良い資金吸収手段があるということだと思う。これが大きな意味での観察ではあるが、さはさりながら日々の調節をどうするのかということである。我々のディレクティブは 0.5%前後で推移するよう促すということである。現下の情勢でいくと、0.5%から一時的な乖離が生じることを一切認めないことは、金融市場の安定を確保するという点から本末転倒になってしまう。そういう意味で、金融市場の安定を優先的に考えた方が良いということだったと思う。ただ、そうは言っても、融通無碍であれば勿論望ましくないから、どの程度が一時的なのかということの判断は確かに難しい面はある。この 9 月半ば以降の調節をみても、一番大きい時で 9 月 22 日であるか。0.101%下方に乖離した。その次が 0.067%、それから次が 0.036%である。いずれにせよ、非常に小さい訳ではあるが、その日のマーケットの状況によって若干乖離が有り得ることで良いかと確認したい。いずれにせよ、そういう現場の調節がこれで良いのかどうかは毎回の決定会合で十分報告をしてもらい、もしそれで具合が悪いということであれば、またここで修正を図っていくという点検を必ず掛けていくことで、先程申し上げたような運営をすることが、今の日本銀行にとっては大事かと思う。その辺の微妙な理解の仕方について、後から確認させて頂きたいと思う。それから、今、金融市場の安定について申し上げた。次に、金利政策という意味での金融政策である。私は、いつもこの場で簡潔に政策金利水準の評価が大事である、そういう習慣が非常に大事であると申し上げているが、今回、企画局の金融環境の資料では、政策金利水準の評価を従来よりももう

少し市場ベースで体系的に行おうとおっしゃっていた。私もこれは非常に良いことだと思う。ただ、企画局の報告にあるとおり、政策金利水準を評価する唯一絶対の方法がある訳ではないから、どの指標をみても長所以上に欠点や限界が気になる。しかし、何も無いと頭が混乱してしまうので、こういった体系的に点検する努力は重要であると思う。昨日の報告にもあり、今日も何人かの委員が言及されたが、確かにああいう方法でみると実質金利にしても、それからテイラー・ルール金利にしても、日本の金利水準は計算上非常に緩和的だと思う。しかし、一方で、現在のような状況では数字がインプライする程の緩和効果が発揮されている訳ではないことも同時に認識している。むしろ、ああいう点検作業の意味は、機械的な計算では上手く表現できないものがなぜ人々の中にあるか、をもう一回考えてみるという思考の作業に意味があると思う。幾つか理由があると思う。一つは、交易条件がこれまで悪化してきたことが効いていると思うし、二つ目は、どういう表現が良いか分からないが、アベイラビリティが変化してきていることもあると思う。その典型が建設、不動産に代表されるような業種だと思う。あるいは、社債発行を見合わせようという動きが出てくるのも、その例だと思う。逆に言うと、このような状況——つまり、今申し上げた交易条件の悪化であるとか、あるいは金融市場の混乱を背景としたアベイラビリティの状況の悪化——が変わらない限り、ファイナンシャル・コンディションが大きく変化することもなかなか難しい。何人かの委員が金利の引き下げの効果はこういう局面では限られているということをおっしゃっていたが、同じことを別の言葉で言い換えたただけだが、そういう感じもする。いずれにせよ、政策金利水準を折に触れて点検していくことが大事だと改めて思った。調節方針については、先程、皆、0.5%で一致していたので、金融市場の安定を意識した場合に若干乖離することがあるということについての理解は先程のようなことで宜しいか。

須田委員

乖離しているのかどうかということがそもそも……。私はこの程度は乖

離に入らないと思っているので。

白川議長

私の意見も実はそれに近いのだが。

竹下財務副大臣

今日のドルの提供は。

野田委員

ドルの提供は今日は発表しただけである。

白川議長

ドルの供給オペであるか。ドルの供給オペはオファーを…。

中曽金融市場局長

10時40分にオファーして、まだ結果が出ていない。

野田委員

今、二極化という状態である。ウエイトがまさに加重平均なので、ウエイトが問題になる訳で、ウエイトを考えると、そもそも加重平均を金科玉条のようにみるという状態ではないのではないか。はっきり言えばそういうことである。

白川議長

然り。

野田委員

ただ、それをはっきり言ってしまうと、では何なのかということになって、ここのディレクティブの表現を変えるのかということになるが、それ

は一時的であって欲しいという希望も含めて、まだそこまで見直すつもりはないであろうと思う。

白川議長

先程数字に言及したが、この期間中の平均レートをみると、本当に乖離したと言って良いかどうか、ためらうところもある。そういう意味で、記者会見などの場で注意しなくてはいけないことは、我々自身の政策スタンスの変化ではないということ。これは明確に言わないといけないと思う。バックドアで金融緩和することを期待するような議論が最近ちらちら新聞に出ているので、そういう議論では全くないということ。これははっきり言わないといけないと思う。

中村委員

私が申し上げたのは、これを見直す必要があるとは思わないが、ディレクティブの定める水準に着地するために無理なオペレーションとか労力が掛かっているとすれば何か対応を考える必要がある、という意味である。

白川議長

然り。

水野委員

朝方と引けの時点では全然レートが違うので、それを均して加重平均すると 0.399%というのが 22 日にあるが、須田委員が言われたとおり、これも良いのではないか。ただ、0.5%のうち 0.1%ポイントも違ったら大きいのではないかというつまらない議論で、そこを突いてくる人もいる。それから、今度アメリカで付利が導入されたので、アメリカは少なくとも下限については調節しやすくなった。それに対して、日本はそういうことをやらないのかみたいな議論も出てくるかもしれないので、一応、想定問答の一つとして頭に入れておくの良いかと思う。そのレベルの質問がきた

ら、なかなかの記者だと思う。

須田委員

私は刻みが0.25%ポイントだったら、0.25%よりも0.5%に近いから良いのではないかと……。

水野委員

それで許してくれない人もいるかもしれないので。

西村副総裁

これはあくまでも促すという……。

須田委員

結果として、ということである。調節はきちんとやって頂きたいのである。でも、結果としてどうなるかは、その時の状況次第という面もある。

西村副総裁

促しているうちに市場機能を最大限に維持するというのが一番で、これさえ守っていれば、ディレクティブには合っているということである。

野田委員

白川議長が、先程、本末転倒にならないようにといったその一言に尽きると思う。

亀崎委員

一部には、0.5%を下回るとかいうことを考えるのではないかという人がいる。これは、なお書きで付言したことが過去にあったからである。そういうことでは全くなくて、政策としてはあくまでも0.5%である。実際に月を通してみれば、加重平均は概ね0.5%である。ただ、今、こうい

うことが起きているので、月によってはやむを得ず多少の乖離が生じているだけである。ということで、なお書きはない。

水野委員

それは10年前の話だな。議事録によると、山本企画室企画課長の時代だな。

白川議長

あと、リスク要因の議論である。足許の国際金融市場の混乱が日本の経済にどう影響してくるか、そのリスクの評価である。従来は、日本は相対的にその影響から遮断されているということだったが、段々そのことが気になり始めてきている。色々な影響の仕方があり、本格的には次回展望レポートの時の決定会合で議論するかという感じはするが、どういうルートがあり得るかを改めて概念整理してみたいと思う。一つは、国際金融市場が混乱して、海外経済自体がさらに停滞して落ち込んでいく、そのことが当然日本経済にも影響してくる。これが第一のルートである。それから第二のルートであるが、これはより即物的なルートである。不動産の回転型のビジネスが典型的であるが、外銀、外証のビジネスに相当依存しているものについては——直接的に既に影響が出ているが——、今後もそれが色々な形で出て、さらに他の国についても出てくることがあると思う。三つ目は、これまでの証券化商品が典型であるが、現実にエクスポージャーを持っていて、その価格がさらに下落して資本が不足する、あるいは資本が不足するとの懸念から流動性が不足することで影響してくるということ。これが三番目のルートである。それから、四番目のルートは三番目のルートと区別しがたいところがあるが、世界的に金融市場が混乱してくる、特にドルの金融市場が混乱してくると、当然、今度は通常の金融機関の活動を通じて日本経済にも影響してくることがあると思う。それ以外にもルートがあると思うが、今の整理でいくと、従来は二番目の外銀のビジネスを通じて日本に影響してくることは既に出てきたが、第一番目のルート

——海外経済のルート——、それから四番目の世界の金融市場全体のルートが段々気になってくるかと思う。この辺は、次回の展望レポートで議論していきたいと思う。

水野委員

その枝葉になるかもしれないが、ファンディング、資金調達について。ドルの調達は、金融機関だけではなくて、海外業務をやっている日本の企業にとっても重要になってくる。この調達面から経済活動が制約されることは、年末に掛けて特に気にした方が良いかと思う。

白川議長

この辺の言い方は本当に難しくて、あまり心配だということを言い過ぎるのもどうかという感じもする。しかし、一方で、そういうこともちゃんと中央銀行は意識しているということも知ってもらわないと、国民は安心できないという感じもする。言い方が難しいといつも思っている。他に何かないか。それでは、政府のご出席者からのご発言をお願いします。

竹下財務副大臣

金融面と経済・物価情勢面に亘って、政府としての見解を述べさせて頂く。

まず金融面であるが、前回、前々回の金融政策決定会合において決定された各国中央銀行による協調対応策については、まさに現下の金融市場における資金調達圧力に対して金融調節の円滑化等を図るものであり、政府としても時宜にかなった適切な対応であったと考えている。日本銀行におかれては、この措置の活用も含め、各国中央銀行とも緊密に連携を図りつつ、金融市場の機能の維持安定の確保に向け、適切な対応をお願いしたいと考えている。また、我が国金融システムについても、引き続き、国内外の金融当局間でよく連携し、健全性の維持確保に努めていくことが重要であると考えている。

続いて、経済・物価情勢であるが、足許、我が国経済・物価情勢をみると、我が国経済は、米国経済を含む世界経済が減速する中で弱含んでおり、当面弱い動きが続くとみられる。また、米国における金融不安の高まりなどから、景気がさらに下振れするリスクも存在している。物価動向をみると、足許、国内企業物価や消費者物価の対前年比は概ね横這いとなっている。先行きについては、足許の原油先物価格などの下落傾向が国内企業物価や消費者物価の動向にも反映されていくものと見込まれる。

日本銀行におかれては、以上のような経済・市場動向を十分に注視し、必要に応じて機動的な金融政策運営を図りつつ、我が国経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府から願います。

藤岡内閣府審議官

経済の現状については、引き続き生産が緩やかな減少となっていることなどから景気は弱含んでおり、後退局面にあるとみられる。先行きについては、国際金融資本市場の混乱により、このところ不透明感が高まっている。景気は当面弱い動きが続くと考えられ、さらにアメリカにおける金融不安の高まりや、株式・為替市場の変動などから下振れするリスクが存在することに留意が必要である。物価の動向については、消費者物価は前年比でプラスとなっている。そうした中で、これまでの石油及びその他一次産品価格の上昇を転嫁する動きがある一方、景気が弱含んでいることから、需給ギャップの改善や賃金コストの上昇に足踏みがみられることなど、物価の押し上げ圧力は必ずしも高まっていない。今後の景気の動向と合わせて物価の動向にも注視が必要である。政府と日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、民間需要主導の持続的な成長と安定的な物価上昇率を実現させるよう、内外の経済金融動向を注視しつつ、政策運営を行うことが重要である。また、国際金融市場の混乱については、政府・

日銀が緊密に連携して、一、国際協調は惜しまない、二、実態の把握に最善を尽くす、三、貸し渋りなどが起きないように万全を期すことが必要である。政府は、世界経済の成長鈍化及び世界的な資源・食料価格の高騰といった状況を踏まえ決定した「安心実現のための緊急総合対策」の着実な実行を図ることとしている。また、世界経済と国際金融市場の動向及びその我が国経済への影響に引き続き注視して参る。日本銀行におかれても、引き続き、適時適切な金融政策運営に努め、景気の下振れリスクを考慮して、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

水野委員

ちょっとコメントというか、お願いである。両方がおっしゃられたのは、国際協調を惜しまないということである。しかし、先日、ヨーロッパで主要国が集まったが、結果的に何も具体的な対応策が出なくて株安となった。国際協調は中央銀行間ではやられているが、政治が絡んでくる財務省あるいはもっと上の首脳会議のレベルで、国際協調で期待感だけを強めていくと、実際に何かできない時に、却って失望を買ってしまうこともある。日本の立ち位置、距離感も含めてよく考えて、ストラテジックにやられていかないといけない。日本がリスクを遮断するという意味でも凄く重要な点ではないかと思っているので、宜しくお願いする。

竹下財務副大臣

G7——財務大臣・中央銀行総裁会議——がもう目の前にあるので、白川議長も含めて、そういう場を最大限に活用して、突っ込んだ国際的な話、それからバイの話ををやってきて頂きたい。本当に各国の首脳が今何に悩んでどこで喘いでいるのかを、もっと突き止めて頂ければと思っている。財務大臣も、色々な政治日程はあるが、必ず参加させて頂かなければならない会合だと思っている。

水野委員

補足すると、認識の共有と実際にできることはまた違う話である。認識の共有は物凄く重要であるが、実際にできないのに盛り上げてしまうと却って良くないかと今週思った。そこら辺は上手くハンドリングして頂ければと思う。宜しく願います。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、調節方針等に関する議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。調節方針の議案及び経済・物価情勢等を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは、議案を1枚目、金融市場調節方針の決定に関する件から読み上げさせて頂く。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。別添の対外公表文である。いつものとおり、公表文とその次の頁に見え消し版の2枚を付けているので、見え消し版で前月からの修正点をご説明申し上げる。昨日、ご議論があったように、2. の部分の前半を若干変更している。1. は調節方針なので同じである。2. である。まず1行目からいくと、「エネルギー・原材料価格高の影響」ということ。価格そのものは下がり始めているので、その内需等への影響という格好で、この行と4行目にも全て「影響」と若干の修正を加えている。「輸出の増勢鈍化が続いている」のは時間の経過に応じて修正しているということである。それから、先行きについてもご議論があったように、当面はこうした状態、す

なわち停滞の状態が続く可能性が高いとしたうえで、理由を「海外経済の減速が明確化するもとで」と明らかにしている点が一点。「ただし、やや長い目でみれば」という文言を挿入していて、全体としてこの成長経路に復していくパスがやや後ずれしている感じを入れている。もう一点、こういう見通しそのものの不透明性、不確実性といったご議論があった。見通しそのものの不確実性が一番大きい点を入れておくべきではないかということで、このパラグラフの一番下、纏めの文章で「このように」以下「わが国経済の先行きについては、不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」と「不確実性が大きい」という表現を入れている。それから3. のリスク要因だが、前月「不安定さが増しており」という表現にした。これを「緊張が強まっており」という表現にしたうえで、「米欧の金融機関の破綻などを背景に」ということで、この間に起きた事象に言及する格好にした。それから、先程来申し上げておおり、交易条件の悪化等についてはこれまで「既往の」とか「これまでの」を入れるのに若干躊躇してきた訳だが、もうここまで下がっているので、そろそろ既往でも良いだろうということで、「これまでの交易条件の悪化」という格好にしている。あと2行下、これまで「インフレ圧力」という言葉を使っていたが、実際には既に各国では物価上昇率そのものが高い、圧力というよりは顕現化したものがこの後どうなるかという状況なので、ここは「物価上昇率」という言葉に変えている。次の頁である。前回はリーマンの直後であり、その決済システムからの離脱等々も含めて「円滑な資金決済に」という文言を入れたが、今回は全般的な「国際金融資本市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく」と若干変えさせて頂いている。修正点は以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

水野委員

強い反対という訳ではないが、「わが国経済の先行きについては、不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」というところについて、個人的な感覚をいうと、世界経済の先行きについて不確実性が大きいものの、日本経済は復していくという流れの方が強い。我が国経済というよりも、我々の経済を取り巻く環境の不確実性が大きくなってきているという感じを持っている。だから日本経済への影響も大きいという話かもしれないが、言葉として強いかという印象を受けている。大きいとか高いと言い切ると、二つヘッジ・クローズが入ってしまうことになる。「やや長い目でみれば」で後ずれを言いつつ不確実性が高いというと、これは何を言いたいのか、よく分からなくなってしまうと少し思った。

須田委員

ここは「やや長い目でみれば」で後ずれさせているということで、それで良いとなるのか。その先の時点では分からないが、今は物価安定に基づく持続的な成長経路に復していくことの蓋然性が相対的に一番高いと思っているので、そのこと自体が崩れていると思われたら困る。そう捉えられると、コミュニケーション・ポリシーという意味では、利下げを織り込まれてしまうのではないかと懸念している。

水野委員

同感である。

野田委員

同じポイントについて別の見方からすると、不確実性とリスクの区別は難しいが、我々の整理の仕方は、このステートメントの二番目で第一の柱を主として言い、項番の三番目で第二の柱のリスク要因について触れるという整理でスタートしている。そういう意味からすると、この不確実性というのはある種リスクを別の言葉で言っているのではないかということ

も成り立つ。そういう意味からいくと、項番の三番のパラグラフでは不確実性という言葉は明確ではないが、言っていることは、皆、不確実性で……。

水野委員

散りばめているな。

野田委員

従って、わざわざ、先程の第一の柱、第二の柱という整理の仕方を戻す形で、第二項目に不確実性という言葉を入れるのはどうなのか。別の視点からではあるが。あと、お二方がおっしゃったことは、なるほどと思う。

白川議長

自分自身はこれに強いこだわりがある訳ではないが、まず 2. と 3. の整理は今野田委員がおっしゃったとおりである。2. はあくまでも中心的なシナリオである。中心は中心ではないものがあるから中心がある訳で、当然、不確実性を意識したものである。そういう意味で、ステートメントの明確さからすると、2. と 3. をはっきり分けて、ここには不確実性は一切書かないことが一番すっきりしている。基本的にはそういう形でやってきた訳である。一方、不確実性に強くこだわっていないが、私自身は入れた方が良くないと傾いているのは、最後の結論の文章がいわば一人歩きする。すなわち、新聞などでリスク要因なども含めて一体的に報道が流れず、日本銀行の景気判断はこうであるという結論だけ報道されると、日本銀行がちゃんとリスクも含めて認識しているという面が報道されない嫌味がある。普段はその嫌味もある程度無視はできるが、この局面では無視される嫌味のコストも大きいと思っている。そういう意味で、敢えて書いた方が良くないかと思ったのが一つ。それから、確かに先行きについて、不確実性が大きいことについて、何についての不確実性かが分かりにくいのは、確かに私もこれをみながら思った。それについては、一つは仮にこの文案でいく場合に、記者会見で対応するのも一つの方法であるし、先行き回復す

る時期については、不確実性が大きいということで、ある程度限定するという対応はあるかと思う。

水野委員

前回、野田委員、中村委員、亀崎委員が多少共感してくれたと理解しているが、私は後ずれを言ったがその判断を保留にした。今回、西村副総裁も後ずれとはっきり言っている。今回はそこを全面的に打ち出すことにとどめておいた方が良くという感じがしている。あと二つ入れてしまうと、どちらに気持ちがあるかというところがあって、不確実性があるから戻らないのだったら戻らないし、戻ることを言いたいのであれば、文章が十分長いので、これ以上長くしない方が良く。それは、昔、民間にいた頃の読み方からすると、不確実性が高いというか、自信がないと言っているように聞こえてしまうためである。日本銀行は自信があまりないと捉えてしまうリスクもある。しかし、恐らく 2010 年度までみれば成長経路に復するという見通しを我々は出していくと思う。従って、第二パラグラフで海外経済の不透明感で停滞を続けるとも当面は言っているし、三番のところでリスク要因はかなり書いている感じがするので、どうかというのが私の意見である。

亀崎委員

私は、先程の議論で悪化しているということではなく、停滞にした。しかし、かなり厳しいという意味の停滞で、今度の 10 月の展望レポートでもよくみてみたいという停滞である。その中で、先程、申し上げたように、資本市場の混乱は出口がみえず、また世界経済の減速もある中で、成長経路に復していくタイミングについて、見極めが非常に難しいと思っている。第二段落はメインシナリオである。メインシナリオの中で、何もなく「わが国経済の先行きについては、やや長い目でみれば」ということだけでは、楽観的過ぎる。この成長経路に復するタイミングについて非常に不確実性が高く、見極めるのが難しいということを考えてみると、メインシナリオ

でも不確実性が大きいことは言って、それでリスクは下方向にあるということでないといけない。すんなりと成長経路に復しているというのは、あまりにも楽観的過ぎるのではないかと思う。

水野委員

そこまではっきり書くのだったら、私の文案としては「下振れ要因は少ないものの」のような言葉を入れた方が良いのではないか。今の亀崎委員の話では、不確実性は上のことは意識していないのだな。

亀崎委員

私が言っているのは、これが全くないと、如何にもメインシナリオが楽観的過ぎるのではないかということである。先程申し上げたような理由からいくと、不確実性が大きいことが今出てきており、メインシナリオに入ってもおかしくない状況ではないかということである。

水野委員

私はそれを下振れ要因とかそういう言葉で明確に言った方が良いのではないかと。

亀崎委員

下振れ要因というのはリスク要因で言っている。

白川議長

そこは詳しく書き込むと、2. と 3. の差別化ができないので、書くか書かないかそれ自体が論点ではあるが、書くとしても一つの句位だな。

水野委員

おっしゃることは凄く分かるのだが。

野田委員

従来からメインシナリオの確率がどうだという評価はあまりしていないのだと思う。80%なのか 60%なのか 51%なのかというのはあまり区別していないと思う。それでこういうのが入ってくると、いよいよ先行きはどうなのか、リスクバランスの問題からもアプローチからもあまり変えない方が良く思う。2. と 3. でワンセットと整理していることを最初のスタンスどおり強く言っていくしかないと思う。確かに報道の嫌味はあるが、これはやはり 2.、3. を合わせ技できちんと理解して頂きたいと訴えていくしかないと思う。

中村委員

景気はいずれ回復するが、それまでの期間が少しずつ長くなっていることを表現するのにどうするか、という意味で私は理解した。

須田委員

それは「長い目でみれば」で私は入っていると思った。そのうえで、「不確実性が大きいものの」は、持続的な成長経路に復するということすら分からなくなったと読めるのだが。

白川議長

もし、その部分…。

須田委員

そういうことではなくて、引き続き自分達が描いている見通し期間の中であり得るということであるならば、なくて良いのではないか。その部分は、「やや長い目でみれば」というところで…。

水野委員

もう成長経路に復することに自信がないという方がすっきりしていて

良い。だけどそうでない。今は時間軸の話だ。

西村副総裁

私は、「不確実性」という部分はあった方が良いと思う。逆に言えば今までメインシナリオとリスクシナリオだけでコミュニケーション上あまり問題のない状態が続いたが、今の状況はかなりメインシナリオも不確実性が高くなってきている。この点、亀崎委員と全く同じ意見である。そういったものを淡々と書き入れていくことが自然ではないか。ただ、「わが国経済の先行きについては、」で、読点がない方が良いような気もした。これは私の単なる意見だ。

須田委員

それを前提とすると、この意味が間違わないで済むのは、リスク・バランス・チャートをみせながら議論をする場合である。真中はあまり高くなくて凄く平らになっているということで、それと一緒に議論している時はまだ通じると思う。しかし、これだけ展望レポートの前に出てきてしまうことに関しては……。

水野委員

正直言うと、私は、次の展望レポートの時に一緒に出した方が、まだこの表現はすっきりすると思う。リスク・バランス・チャートをみていく中では分かるので。

山口理事

従来から中心的なシナリオについては、相対的に蓋然性の高いシナリオだという言い方をして、その中にある種の不確実性が存在しているということを言外に語ってきてはいる。今回、この「不確実性が大きいものの」という文章を付けたのも、その範囲を越えないという意味があつてのことである。従って、今までの我々の外向けのプレゼンテーションとは違った

形の表現かという、必ずしもそうではないと私自身は理解している。

須田委員

入れない方が良い。

水野委員

でも受け手がどう取るか。山口理事の思いは私はよく分かっているが、受け手は必ずしもそれ程フレンドリーではない。

山口理事

フレンドリーかフレンドリーではないかが問題ではなくて、我々が従来から言ってきた表現方法として、これが適当か適当ではないかということをお願いしている。メインシナリオについて、明快に語ることを今までやってきたかという、必ずしもそうではなかった。相対的に蓋然性が高いか低いかということについて、一応の評価をしたうえで、プレゼンテーションをしてきているという事実が現にあるので、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと言い切らないと従来の我々の表現の仕方と随分違った感じになるということではないと思う。従来から我々はある種の不確実性を念頭に置いた形で、2. の第一の柱についての評価もやってきている。いずれにしても、最後はご判断である。

須田委員

そうだとしたら、前から言っているように、その成長経路に復していく蓋然性が相対的に高いと書いた方がよりクリアな気がする。

山口理事

あと一点、事務方がここにこだわったのは、やはり 3. に並べているリスク要因が、非常に異例なものであるということである。つまり、「米欧の金融機関の破綻」とか「国際金融資本市場の緊張の強まり」といったこ

とを指摘しながら3.のリスク評価をしているということである。従って、このところをどのように考えながら、第一の柱の評価の書き振りを固めていくかということだろうと思う。3.については淡々とリスクを記述しているのだから、2.も淡々と第一の柱に基づく評価をすれば良いのではないかということであれば、それはそれで一つのご判断だと思う。しかし、昨今のように異例の事態になってきている時に、2.を淡々と表現して終わると、淡々さがかえって際立ってしまいかねない。日銀としての経済の見方について、非常に冷ややかな目でみられる可能性を含めこの辺りをどう考えておくかである。勿論、そこまで考える必要はないとのご判断もあるかと思うが…。

水野委員

そこまで考えている。

山口理事

意見の違いがあることは分かったうえで申し上げている。2.については、そのうえで淡々と書くのが良いのだというご判断であれば、それは一つのご判断である。事務方としては、3.に並べているリスク要因が異例のものであるだけに、2.を淡々と書き切ることにについて若干の抵抗があったということである。

亀崎委員

2.の前段で、成長経路に復していく中には、「エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて」と入れている。エネルギー・原材料価格についてはまあまあそうかもしれないが、海外経済の減速は、今、急激に悪くなってきている。ここでそのところに全く配慮しないで、ただ長い目でみればというのは、私はやはり楽観的過ぎるのではないかという気がする。メインシナリオと言えども、ここはやはり少し不確実性があった方が非常に素直にとれる。

野田委員

その変化は「やや長い目でみれば」というのが入っていることで十分だと思うのだが。

須田委員

そう思う。

野田委員

しかも二箇所に。

水野委員

これは相当くどい。しつこく書いているなという感じがする。それだったら、判断自体は「停滞感が強まっている」と書いた方がすっきりする。

野田委員

先程の第二ラウンドの議論で、皆様、多分共有されたのは、足許相当騒がしいが、もう少しトレンドを見極めようということだった。ここまで急に不確実性が大きく高まったのかというところも含めて、もう少し見極めようというニュアンスを共有したとすれば、先程の繰り返しになるが、二番と三番の整理として不確実性が新たに入るのはおかしいと思う。

水野委員

割り切ってしまうと、クレジット市場のテンションという意味では、マーケット環境は若干緩んでいると考ええると、あまり変わっていない。株に相当引き摺られている感じが、昨今の報道にみられる。

西村副総裁

クレジット市場のテンションはかなり大きな影響を果たしていると思

うので、私はある程度、先程申し上げたようにメインシナリオに関してのある種の相対的な蓋然性について淡々と書いていく方がここは自然だと思う。

水野委員

仮にそうだと、ではどういう時にそれを入れるかということはある程度決めておかないと、どんどん長くなってしまう。

西村副総裁

それは、リスク要因の大きさがどの位になっているか。最終的にはこのボードでの判断になるが、そこで議論して決めていく。逆に言えば、今回まさにそういう時期に達して、ボードできちんと議論している状況になっている訳である。

白川議長

10 月末に展望レポートを出す、頭の中で、今、展望レポートでどういう見通しを出すべきか既に考えている——私自身もそうである——段階である。あと 20 日位あるが、いずれにせよ、展望レポートでどういう表現になるかは別にして、相対的に蓋然性の高いシナリオがこれこれだと次回出てくる。その時に、例えば今年の 4 月に展望レポートを出した時に相対的に蓋然性の高いシナリオとこの 10 月に出すであろう今我々が考えているシナリオについて、中心部分の確率あるいは逆に広がりほどの程度か。皆様がここについてある程度感覚があるとすれば、その感覚を 10 月末に初めて出すのが良いか、あるいは我々はそのことも意識しているということで、今、出すのが良いか。それは対外的な受け取り方という意味での話だと思う。そういう意味で、判断如何ではあるので、前と同じ程度の自信があるということであれば、これは明らかにまずい表現になってくると思う。

須田委員

まだよく分からないのは、ここで言っているのは分布の話で下振れと上振れとかなりフラットな感じの分布の話なのか、それとも——それとは関係がないとは言わないが——より長い目でみて持続的な成長経路に復する時期が後ずれすることなのか。どちらか。

白川議長

勿論これは皆様で合意する文章なので、皆様がどういう感じかに依存するが、この文章を読んだ時に、自分自身が念頭においているのは時期である。つまり、物価安定の下での持続的な経済成長に復していかないと思っている訳ではない。ただ、時期は従来より少し後ずれしている。その後ずれしている時期を特定し得る度合いが少し広がっているという感じである。そういう意味で、私自身は素直にこちらの方が良いと思ったが、時期ではなくて、そもそもシナリオ自体についての不確実性も確かにあり得るだろう。そういう意味で、私自身は例えば「わが国経済の回復の時期については不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる」という方が色々な意味で無理がないという感じがした。ただ、これも皆様の意見をお聞きするとちょうど半分位に割れているので、もう一回皆様の意見を聞いたうえで、最終的に文章を纏めなくては行けない。

須田委員

白川議長の今おっしゃったような言い方だったら、まだ共有できる。

野田委員

上からずっと素直に読んでいくと、不確実性がなくても、後ずれしたのだなということがずっと読み込める。不確実性が入ってくると、私などは、どちらかというと物価安定のもとでの持続的な成長経路には行かないのではないかと解釈する。時間の問題はあるが、行かないとなるシナリオは

ない。時間軸だけの問題である。ただ、ここで時間軸についてあまり議論していない。展望レポートで今度は2年半というタームがあるが、今回、ここはどうかとなると、なかなかそこは分からない。ここの長い目でみればと掛けてくれるかというところである。

水野委員

多分、白川議長の記者会見でも説明に相当苦勞されるリスクもあるのではないか。

白川議長

苦勞は良いが。

野田委員

ずっと上から読んできて、ここに不確実性が改めて出てくると、下の方に掛かるかという気がしてくる。他方、上の「ただし、やや長い目でみれば」はずっと最後まで掛かっていると思う。「次第に…予想される」というところまで、全部最後まで掛かっている。

白川議長

そういう意味では最後の方にこれを書くと、今おっしゃったような色々な見方があると思うが、そういう議論は少なくとも惹起するので、そういう意味では不確実性のルーツはどこかという、勿論色々なルーツはあるが、やはり海外経済だという先程の水野委員のご発言があり——私もそうであるが——、多分多くの人がそうだと思う。そうすると、2. の「ただし、やや長い目でみれば」というところで、「不確実性が大きいものの」とし、後は「エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される」とする。最後の締めの部分は、不確実性は一切とって、この前と同じ文章にすると。というのは如何か。

水野委員

私はそれの方が良い。

雨宮企画局長

その場合、文章が繋がらないので「停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い」、それで「先行きについては、不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」とすべきか。「先行き」が2回出てくるので。

山口理事

それから先程白川議長がおっしゃった「やや長い目でみれば、不確実性が大きいものの」とすると、長さについての不確実性が大きいのか、緩やかな成長経路に復していくことについての不確実性が大きいのか、が分かりにくくなるのではないか。

白川議長

不確実性を取るのである。

山口理事

取ってしまうのか。

白川議長

然り。後のは取ってしまう。

山口理事

「ただし」のところである。白川議長がおっしゃったように、「やや長い目でみれば、不確実性が大きいものの」という形で「やや長い目でみれば」の後に「不確実性が大きい」を繋げてしまうと、期間については一定

のイメージがあって、緩やかな成長経路に復していくことについて不確実性が大きいと読めてしまう。従って、今、雨宮企画局長が言ったように、2行目から修文し、「などから、停滞しており、海外経済の減速が明確化するもとで、当面、こうした状態が続く可能性が高い。ただし、先行きについては」として、その後に直ぐ「不確実性が大きいものの」とすると、「やや長い目でみれば」も含めて不確実性の話になるので、先程のご議論も全部踏まえた形になる。

西村副総裁

もう一度。

山口理事

私のイメージをもう一度申し上げると、「輸出の増勢鈍化が続いていることなどから、停滞しており、海外経済の減速が明確化するもとで、当面、こうした状態が続く可能性が高い。ただし、先行きについては、不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」と繋げる。

中村委員

繋がるかな。

山口理事

書いて見た方が良い。

白川議長

もう一回よくみてそれで研究するか。

水野委員

これは「先行きは」がないとまずいのか。「やや長い目でみれば」は先行きよりももっと長いのだな。

雨宮企画局長

入れないと、「ただし」の文章が何を言っているのかよく分からなくなる。

水野委員

そうか。「ただし」は「先行き」をいっている文章だということだな。

山口理事

そうすると、「当面」を前にもってくるという手もある。

雨宮企画局長

「停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い。ただし、先行きについては」とすると、時間の経過に一応沿った形となる。また例の当面というのは6か月なのか1年限りなのかというのがあるが。

野田委員

「当面、停滞しており」か。

水野委員

「当面、海外経済の減速が明確化するもとで」。

須田委員

前に入れる。

雨宮企画局長

「停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い。ただし、先行きについては、不確実性が大きい

ものの」。

須田委員

点はいらない。

雨宮企画局長

点を取るか。

西村副総裁

点はいらないのではないか。

雨宮企画局長

「先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」と。
もう一度言うと、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い。ただし、先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。」。「ただし」はいらないか。

水野委員

「先行きについては…やや長い目でみれば」というのは、ちょっと冗長だな。

西村副総裁

良いのではないか。

雨宮企画局長

要するに、先行きについては不確実性が大きいがワン・クローズと。

水野委員

ここの点をとるのだな。「先行きについては」の点を取るのだな。「ものの、やや長い目でみれば」だな。それなら良い。

白川議長

最後の文章は前回に戻って。「このように、わが国経済は」……。

雨宮企画局長

「わが国経済は、やや長い目でみれば」とここにあるとおりでである。当初に戻す。

水野委員

当初というか前回とは違うよな。

雨宮企画局長

「やや長い目でみれば」が入っているので。

水野委員

入れているからな。

白川議長

そうだな。他にご意見はあるか。

野田委員

2. と 3. の整理の仕方ということからすると、私は若干まだ抵抗が残っているが、皆様がその方が良いとおっしゃるのであれば、敢えて反対票を

入れるところまではいかない。

白川議長

自分自身、実はミックスな気持ちがある。できるだけ 2. と 3. を純化する路線を私自身、基本的には標榜しているが、今回 10 月末の展望レポートを意識し、評価は分かれるが、不確実性が客観的にみるとかなり高まっているという時に、そう表現する方がコミュニケーション上損がないか意識しているのかもしれない。ただ、次回以降、必ずこういう表現が出るということではないということで、そこは毎回議論する。

水野委員

今回は異例の事態という気がする。

中村委員

金融市場の混乱が長引けば長引く程世界経済の回復の後ずれに影響する可能性が大きくなってくる。

水野委員

然り。だから負のフィードバックというところで不確実性ということだな。

雨宮企画局長

文章上の読みやすさというか、日本語としての問題である。これを読んでみて、1 行目であるが、一つの文章とした結果、点が多過ぎるのを減らした方が良いかというのが一箇所ある。2 行目の「などから、停滞しており」の点はいらないだろう。「エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、」と、それで「当面、海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い」。

その次の「ただし」は繋がり上、不要ではないか。というのは、「ただし」というクローズは既に「大きいものの」というバットのクローズで始まるので、「ただし、ただし、」になる。従って、「ただし」はいらないのではないか。「こうした状態が続く可能性が高い。先行きについては不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」と、これで宜しいか。

白川議長

結構である。

須田委員

あとは、これは今回だけだという意味がよく分からなかった。これは当分入ってしまうのか。

白川議長

多分10月の展望レポート以降、そもそも主文の文章自体が変わる。

野田委員

そういう意味では私は展望レポートまでのソフトランディングということであれば、展望レポートで始まってもしいかという議論もあると思う。

白川議長

先程そうおっしゃったな。

水野委員

繋ぎとしてどちらが良いかということだな。たかが3週間なので。

白川議長

たかが3週間というが、その時にある程度、つまり3週間待ってくれというのは何となく日本銀行側の論理になってしまうと映るという意味で、

損だという感じがする。

雨宮企画局長

宜しければそれで。

白川議長

それでは議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。

[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。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは対外公表文の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それでは、政府出席者をお願いする。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

Ⅶ. 議事要旨（９月 16～17 日、９月 18 日開催分）の承認

白川議長

最後に、議事要旨 9 月 16、17 日開催分、それから 9 月 18 日開催分の承認である。配付済みの議事要旨についてはご異議ないことで宜しいか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（9 月 16～17 日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（9 月 18 日開催分）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。議事要旨 9 月 16、17 日開催分、それから 9 月 18 日開催分、両方とも賛成 7、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、10 月 10 日金曜日 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 31 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するようお願いする。

執行政策委員会室企画役

今準備中なのでもう暫くお待ち頂きたい。

申し上げる。報道解禁時刻 12 時 58 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 58 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いする。政府出席者の方におかれて

は、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 53 分閉会)

以 上