

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年1月21日（14:00～16:18）

1月22日（9:00～12:15）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）

武藤敏郎（副 総 裁）

岩田一政（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ 〃 ）

西村清彦（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 鈴木正規 大臣官房総括審議官（21日）

森山 裕 財務副大臣（22日）

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

内田眞一

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

出沢敏雄

（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

関根敏隆

企画局企画役

山口智之

企画局企画役

鈴木公一郎

I. 開会

(14 時 00 分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻であるので、政策決定会合を開催する。本日と明日の二日間である。今日は、金融経済情勢に関する執行部報告を伺うことを議題にしたいと思う。政府から財務省、鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府から浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。決定会合でのご発言は、全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々におかれては、そのことを十分踏まえてご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済動向に関する執行部からの報告

福井議長

それでは、早速議題に移る。金融経済情勢に関する執行部報告ということで、説明毎に若干の質疑応答をしたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

福井議長

最初は、金融調節、金融・為替市場の動向について稲葉理事と中曽金融市場局長からお願いする。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表 1－1 である。調節面での課題は年末を平穩に通過するということであつたが、一応これは達成できたとみている。無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移をご覧頂くと、ほぼ誘導目標近傍で推移していて、年末日の 12 月 28 日もターゲットを下回る 0.459%で着地している。図表

1-2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、年末を挟む 12 月積み期の除く
ゆうちょ銀行の準備預金残高は である、これは概ね所要準備
額並みの水準である。また、ゆうちょ銀行であるが、準備預金残高

と引き続き 努力が続けられている。このように
準備預金は積み期を通じてみれば超過幅が小さかったのだが、積み期の中
では残高は大きく波を打っている。この点を図表 1-3 の 07/7 月積み期
以降の当座預金残高のグラフで 12 月 16 日から始まる 12 月積み期につい
てご覧頂くと、年末日に 8,000 億円の即日資金供給を行った結果、グラフ
にあるように高水準の残高が年末日及び年初の六日間の休みを挟んで維
持されたので、積みが大幅に進捗した。また、この間、年末に掛けても潤
沢な資金供給を行ってきたので、07/7 月積み期以降の短期金利のグラフ
でお示ししているように短期金利は総じて安定的に推移した。図表 1-4、
年末日の状況を振り返ると、コールレートは朝方は 0.7% 台の高めの出合
いで始まったが、8,000 億円の即日資金供給を行った後、レートはするす
ると低下してきて、結局申し上げたように 0.459% で越年している。一方、
レポ・レートは 0.75% ということで、基準貸付金利に相当するやや高め
の水準となった。補完貸付の利用なのだが、短資会社一社一件による 210
億円と小規模の利用にとどまっている。全体として落ち着いた地合いで
あって、年末のコールレートはこれまでの期末日とは対照的に誘導目標を
下回っている。また、年末日スタートのレポ・レートはやや跳ね上がった
訳であるが、その水準は G C レポレート (S/N) のグラフにあるように、
いつもの期末並みであったと行うことができると思う。図表 1-5 は、12
月半ば以降のいわゆる末初物のコールレートの推移を黒い点でプロット
している。末初物レートは当初は 1% を超えていたが、潤沢な資金供給を
続ける過程で次第に低下してきた。因みに、10 月の初めから行ってきた
年末越えのオペなのだが、累計で 44 本、金額は 32.7 兆円に達している。
コール市場が落ち着いていた背景は、今申し上げたように資金供給という
点が勿論あるが、この他にもコール市場の取り手とそれから出し手の要因
もある。この点を図表 1-6 と 1-7 でご覧頂きたいと思う。まず、取り手

サイドの要因なのだが、外銀である。図表 1-6 はターム物も含むコール市場の全体の規模を示すグラフであって、図表 1-7 はこのうちの翌日物の残高の推移である。図表 1-6 と 1-7 の〈取り手別〉の内訳でポツポツ印の外銀について注目頂くと、外銀は全体として調達規模を抑制気味とする中で、図表 1-6 のターム物のウェイトを増す一方、翌日物は圧縮するという資金繰りを行ったようである。このため、オーバーナイト市場での外銀の取り上がりという攪乱要因が年末に掛けては減ったということである。次に出し手サイドなのだが、
された
の要因がある。先程申し上げたように
を図る観点から、

は
。この点は、図表 1-6 の〈出し手別〉のグラフで
が含まれる
白抜きのその他の部分が拡大していることに表われている。以上がコール市場安定の背景である。次に、図表 1-8 でオペの実施状況をご覧頂く。前回決定会合以降、オペの運営上の課題は年末越え資金の円滑な供給であったが、12 月 20 日以降はその仕上げとして共通担保（本店）オペと国債買現先オペを連日オファーして、残っていた年末越えの資金需要を拾ってきた。これらのオペの応札先をみると、ほとんど証券会社であった。従って、外銀を含むほとんどの銀行は早めに年末越えの資金を手当てしていたのではないかと推察される。先程申し上げたように、年内は積みが大きく進捗したので、年明け後は連日売手あるいは売現先による即日の資金吸収を行って、積みの進捗にブレーキを掛けると同時に、オーバーナイトレート为目标水準に近づけるための操作を行ったところである。年明け後も短期金融市場は安定しているが、今度はそろそろ年度末——3 月末——が視野に入ってくる。調節面では、1 月 17 日、共通担保（本店）オペで 2 か月、8,000 億円——これは初めての年度末越えオペ——をオファーした。タイミング的には去年よりも 2 週間早くなる。このオペの結果なのだが、落札決定レートベースでみると 0.55% である。これまで年度内の期落ちのオペの落札決定レートが 0.53% あるいは 0.54% であるので、この年度末越えオペの決定レート 0.55% は僅かながら高くなっている。応札倍率

も 5.47 倍ということで 5 倍を超えているので、こういったことからみてレートは特に高くはないのだが、そうは言っても相応に年度末に向けての警戒感があるように思っている。以上が調節周りである。

続いて図表 2-1 以下で金融・為替市場の動きをみていく。まず、ターム物のレートなのだが、特徴は利上げ観測が一段と後退しているという点である。まず、ユーロ円レートでこの点をみてみると、特に 3 か月、6 か月のような長めのタームがこのところ低下している。それから短国レートをご覧頂くと、極直近の足許なのだが、3 か月物のレートが 0.56%とか 0.555%といった水準に対して、1 年物が 0.54%と水準が逆転している。これは、この先 1 年は利上げはなさそうだという見方から、3 か月物の F B を売って 1 年物の T B を買うといった動きを反映していると思う。今度は市場の金利観をみていくと、図表 2-2 であるが、(1) のグラフ、ユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブは、黒太線の直近は前回決定会合時よりも一段と低下している。08/3 月限のレートが高止まっているのは、年度末のプレミアムを反映している。(2) のグラフでユーロ円金利先物レートそのものの推移をご覧頂くと、期先の 6 月限のレート——黒太線であるが——が大きく低下している。これは当分利上げはなさそうだという見方がさらに浸透していることを示しているとみられる。次に、O I S レートについて図表 2-3、(1) のグラフでご覧頂くと、黒棒でお示した直近の O I S レートは、春先以降——2 月以降——は 0.5%を切る水準になってきている。また、(2) のグラフにお示しするように 3 月や 4 月の決定会合での利下げ観測も生じていて、O I S の市場では利下げにベットする動きも一部出てきているように見える。ただ、留意しなくてはいけないと思っているのは、O I S の市場は、現状、少数の外国金融機関のみが取引する市場流動性の薄い状態になっている。従って、解釈の仕方としては、そうした外国人の一部が米国が利下げならば日本もという少し単純な発想から利下げにベットし始めたことがこの O I S レートに反映しているといったことではないか、と思っている。因みに、金融市場局のマーケット・インテリジェンスによると、日本の市場参加者で利下げまで

見込む先は今の時点では極く一部に限られている。

次に、図表 2-4 で長期金利の動きをご覧頂くが、内外の景況感の後退それからフライト・トゥ・クオリティで低下した欧米金利につれる形で低下している。10 年債金利は 2005 年 9 月以来となる 1.4%割れとなっているほか、2 年債もこのグラフ上は 0.575%ということで、先程お示しした短国レートに接近してきている。イールド・カーブの変化幅を図表 2-5、

(2) のグラフでご覧頂くと、ほぼ全ゾーンで低下していることがお分かりになると思う。ゾーン別にもう少し詳しく動きをみていくと、2~5 年のいわゆる中短期ゾーンでは利上げ観測の後退から

銀行、生保、海外中銀、ヘッジファンドといった様々な主体が買っているようである。ただ、このゾーンは利下げを織り込まない限り、これ以上買い進みにくいレベルまで既に下がっている。そこで今年に入ってから中短期ゾーンでやや買い遅れた銀行が長期あるいは超長期ゾーンでの買いに回っているようである。本来、長期ないし超長期ゾーンでの買い主体は生保とか年金などの機関投資家なのだが、彼らからみるとこのレートはいかにも水準が低過ぎるということで、本格的な投資を行っていない模様である。なお、このグラフ上、20 年ゾーンの下げ幅が小さくなっているが、

これは 20 年債の入札を控えた需給要因に拠るものとみている。図表 2-6、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因を直近のサーベイでご覧頂くと、黒い景気動向に対する注目度が増している。(2) のグラフでご覧頂くと太破線であるので、利回り低下要因として認識されていることがお分かり頂けると思う。図表 2-7 でクレジット市場であるが、まず (1) の

グラフで社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、概ね横這いと言えらると思う。ただ、B a a 格で若干拡大しているが、消費者金融銘柄の動きを反映したものである。次に、(2) のグラフで C D S プレミアムの動きについてみると、まず目に付くのは細実線のアメリカがこのところ大きく拡大している点である。米国では金融機関の損失が拡大しているといった要因、それから直近では先週の金曜日にモノラインが格下げをされている。こういった要因に加えて、景気減速懸念から小売とか自動車、いわゆる消

費関連銘柄のプレミアムも拡大していることが特徴である。日本なのだが、黒太線でお示ししているように、欧米につれて拡大している。ただ、拡大幅は相対的に小幅になっている。ただ、中身をみると、ある程度共通の傾向が観察される。つまり、従来はプレミアムの拡大は金融セクター——消費者金融、銀行、保険——に限られていたのだが、アメリカの景気減速の影響も織り込むような形で、日本でも電機とか輸出関連銘柄などのプレミアム上昇が観察されるようになっている。

次に株価であるが、前回決定会合以降下落している。日経平均は当面の下値と思われていた1万4,000円をあっさり抜けて下落している。当初日本株の下落率が海外より大きかったのだが、このところ海外株も下げ足を速めていて、図表2-8(3)のグラフでお示しするように、先週末時点では11月以降の下落率は内外ほぼ並んだ形になっている。ただ、今日は日本株がまた落ちているので、また日本株が下げをリードしている。日本株を巡る地合いは大きく変わっていない。つまり、海外株下落による円高でダブルパンチを浴びるという構造があるし、最近では建設や不動産と言ったいわゆる内需関連業種の一部の不振が相場の足を引っ張る姿となっている。そして、もう一つ、需給面でも外国人買いは戻っていない。この点も変わっていない。図表2-9の主体別の売買動向の表で12月のところをご覧頂くと、外国人が-3,300億円の売り越し、また個人も-2,800億円の売り越しと買い手不在の状況になっている。年明け後も外国人の買いは戻っておらず、いわゆるジャパンパッシングが続いている。外国人にとって日本株の魅力が失われているのは、これはよく言われていることなのだが、彼らの目には、ダイナミックなエマージング諸国に比べると、日本経済の成長率がいかにも低く映るようであるし、一時盛り上がった構造改革のモメンタムが失われているようにも見えるからのようである。

続いて為替相場であるが、図表2-10、為替市場ではドル安が進んでいる。＜参考＞の表にあるように、ドル/円相場はちょうどクリスマスイブの頃は114円であったのが、足許は106円台まで円高が進んでいる。背景なのだが、まずアメリカの株が下げているので、グローバル投資家のリス

きをみると、これまでそこそこ持ち堪えていたのだが、さすがに足許では主要国株価につれて軟調になってきている。コモディティについては、

(3) のグラフで黒太線でお示ししている原油は年初にピークを更新した後、米国景気減速懸念から幾分反落している。一方、細実線の金はいわゆるフライト・トゥ・クオリティあるいはフライト・トゥ・シンプリシティ的な買いから上昇トレンドを維持している。

以上、みてきたようにマネーマーケットは5中銀の協調行動を含む年末越え資金供給が功を奏して、各国とも落ち着いている。年明け後も落ち着いた状態が続いている。しかし、その他の国際金融市場では、このところ——特に年明け後以降になるが——アメリカの景気減速をいわば先行的に織り込む形で相場に変化が生じてきている。我が国でも米国景気減速の影響が予想以上になりはしないかという懸念から利上げ観測が後退し、これを受けて長期金利が一段と水準を切下げている。クレジット市場でも、従来の金融セクターに加えて、海外景気などの影響を受けやすい産業セクターのクレジット・デフォルト・スワップのプレミアムが幾分拡大したのが新たな変化点ではないかと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

須田委員

今のような状況だと、余っている資金というか——あまり過剰という言葉は好きではないのだが——、このように収益を求めてあちこち動いている資金はどこに行くと考えるか。

中曽金融市場局長

従来、投資資金が向っていたのは、エマージング諸国の株とかコモディティであったのだが、そこにも少し変化が生じており、より選別的になっている。つまり、フライト・トゥ・クオリティの動きからトレジャリー

——国債周り——に向かい、これが各国の長期金利あるいはF B、T Bといった短いところも含めて政府証券の利回り低下に繋がっていると思う。それから、コモディティの中では、特にフライト・トゥ・クオリティの対象となりやすいような金などが受け皿の役割を果たしているのではないか。エマージング諸国への株式投資は暫く前までは対米依存度の低い国の株式市場、コモディティ生産国の市場に流れ込んでいるという意味で選別的な色彩があったのだが、足許はかなりアクロス・ザ・ボードにどのエマージング諸国の株価も下がってきている。これらがこの 2、3 日の特徴ではないかと思っている。

須田委員

一方で、インフレ懸念も高まっているが、長期金利がそういった動きを織り込んで反転してしまう可能性は当分なさそうか。

中曽金融市場局長

インフレ期待をどこでみるかにもよると思うが、いわゆるブレイク・イーブン・インフレ率などをみると割と安定した状態であるので、今は長期的なインフレ期待が大きくシフトしている感じではない。逆に多少そういったものを意識している面があるとすれば、金にお金が向かっているのは多少インフレ期待の懸念も意識した動きかもしれない。

水野委員

コモディティの金融商品化という流れはこの数年続いてきて、それが去年はっきり出たと思うのだが、マーケットのサイズは小さい。しかも、フライト・トゥ・シンプリシティの中で、まさに今、穀物、貴金属といった尚更小さいところに資金が来ている。何かきっかけがあった時には、どこにお金が入っていくか、あるいはどこがオーバーボートで、どこがオーバーソールドなのかを考えることが重要である。ファンダメンタルズとの乖離がどこにあるかということに目が向き始めているが、まだ結論は出ず

というところにあるのか、と私はみている。その辺、アメリカの景気見通しからスタートしてくるのだろうが、ヨーロッパの景気に対する見方がマーケットの中で少し割れてきている。金融政策もECBの実際の情報発信とマーケットの織り込み方でかなり乖離が出てきたのだが。日銀もそうかもしれないが。

中曽金融市場局長

おっしゃったような中で、コモディティについては、原油にそういった動きが出てきていると思う。原油の反落はマクロ経済を少し見通したうえでの動きなのではないかと思う。勿論、投機的な資金も相応に入っている感じはするが、一方でマクロの経済情勢も踏まえた動きになっているのが特徴だと思う。あと、おっしゃった中で——これは後で説明があるかもしれないが——ヨーロッパのマーケットでは、イールド・カーブの姿から見ると、秋位までのECBによる25bp位の利下げを織り込むようになっている。

水野委員

須田委員が言われたことを連想すると、イールド・カーブは立ってくるという感じがする。つまり、景気がどこで回復するかという議論になり、金融緩和を続けているのでインフレ期待が出ているという話に、最終的には向かっていくということだ。あとは、アメリカの景気の騙しがあるかどうかであるな。一旦、浮揚するのだが、二番底、三番底みたいなことが起きやすい可能性があるかと個人的にはみている。

稲葉理事

現在のところは、世界経済の鈍化傾向に対する懸念が強いものだから、短期の方が引っ張られる。

西村委員

国際金融市場は小康状態であるということだが、勿論元のように十分流動性がある状態には戻っていないと思う。情報があまりないので分かりにくいのだが、どう考えたら宜しいのか。金融市場局としては、今どう考えて…。

中曽金融市場局長

おっしゃっているのは、マネーマーケットの…。

西村委員

マネーマーケット。

中曽金融市場局長

マネーマーケットが混乱した背景は、大きく分けて二つ要因がある。カウンターパーティ取引のクレジット・リスクに対する意識が非常に敏感になっていること、それからもう一つは、バランスシートが膨れ上がっていること——リインターミディエーションの影響で膨れ上がっていること——なのだが、前者は相変わらず懸念が強い状態で除去されてはいない。後者については、各国の中央銀行が潤沢な資金供給をすることによって、膨れ上がったバランスシートにファイナンスを一応付けてやっている訳である。そういう状況の中で、これで年末のところもカバーしたし、年明け後もファイナンスが続いているということで、安心感が定着しつつある。どうして安心するかというと、取り敢えずファイナンスされ続ける限りは、資産を投げ売りする必要がない。投げ売りする必要がないということは、スパイラル的な資産価格下落のメカニズムが遮断されているということで、多分これが一応落ち着いている背景ではないかとみている。

岩田副総裁

一点宜しいか。ドルの下げ幅がこのところ実効レートでも少し大幅に

なっていると思う。逆に言うと、中国の人民元なども少し大幅に切上がっている。2008年に入っても、去年と比べると7%位上がっている。トレンドがどうなりそうかなのだが、何がドルの低下を上手く妨げると言う大変だが、何がバッファーとなるのかをどう考えたら良いのか。

中曽金融市場局長

これも金融市場局のマーケット・インテリジェンス、ヒアリングベースの域を出ないのだが、結局アメリカの景気がどこで反転していくかに依存する。つまり、米国景気が回復していけば、その時点で利下げ観測も一巡する訳であるから、先程言ったリスク・キャパシティの要因あるいは金利差ストーリーの要因からみても、円高ドル安の流れはその時点で止まるのではないかと。逆に言えば、そういった時点でボラティリティも恐らく下がるだろうから、少し金利差が残っているのだとすれば、円安の流れも出てくるであろう。結局いつになるかは別にして、米国景気の反転及びこれに伴う米国の利下げ期待の一巡がきっかけになるのではないかとというのが大体共通した見方である。しかし、いつかは分からない。

岩田副総裁

ファンダメンタルズによるということか。外為証拠金取引なのだが、この図をみるとあまり減っていない。高止まりの状況だと思うのだが、ポンドなどは金利が下がっているし、ユーロも先行き金利が下がると思えば少し変わっても良いように思うのだが、その辺はどのようにお考えか。

中曽金融市場局長

これもよく分からないが、結構ターンオーバー、つまり、取引自体は割と活発に行われているらしい。ただ、ポジションは大きく取らない。だからこの辺が一種の定常状態であって、その中で肌理細かく鞘を取っているのではないかと。従って、取引自体は結構盛んに行われているということなのではないかと思う。勿論相場が一定の水準を過ぎて円高になってくると、

ロスカットだとか追証額増大も生じてくるが、今位の水準であれば細かな鞘取りをするという状態が暫くは続くかもしれない。

須田委員

先程の続きなのだが、今金利の動きが海外に連動しているというところはあるのだろう。図表 2-6 なのだが、注目する変動要因の影響がある。ここにきて、物価動向が利上げ要因として結構大きく出ている。これをどう読むか。

中曽金融市場局長

よく分からなかったので、実は説明を省いたのだが。これは少し中で議論したのだが、恐らく C P I の動きを反映したものではないだろう。もう少し先の原油価格とかの動きをみて、ひょっとしたら中長期的に物価が上がりインフレ期待に繋がっていくかもしれないという見方がここには表われているのではないかと思うが、正直に言ってあまりよく分からない。

福井議長

他に宜しいか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

福井議長

では海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

年末年始を挟んだこの一か月間、欧米の経済情勢に関するデータは一つを除いて全て景気のスローダウンを示唆する内容であった。その一つというのは、先週金曜日に出たミシガン大学の消費者コンフィデンスがどういう訳かピックアップしていて、これがパズリングなのだが、あとの数字は全て整合的に理解できるようなものであった。それから、アジアについて

は、データの発表は遅いが、手許にあるものでみる限り、欧米程弱い感じは出ていないというのが総論である。いつものように、資料-3（参考計表）（追加分）に従って説明させて頂く。

図表 1、米国であるが、1. GDPで第3四半期の改訂値が出ていて+4.9%に変わっている。それから、第4四半期については、先週金曜日の市場の見通しでは+1.2%という具合に下がっている。少し前までは+1.5%とか+1.3%という数字であったが、今+1.2%まで下がっている。2. 実質可処分所得であるが、名目では伸びているのだが、10、11月はエネルギー価格の上昇に伴う実質の目減りで2か月連続マイナスになっている。3. 実質個人消費であるが、サンクスギビングデー明けのセールがクリスマスセールの走りとなつたことから、ご覧のとおり11月の伸びは結構高い。実質ベースで前月比+0.5%である。しかし、これはそういう特殊な事情があるので、12月の数字と合わせてみる必要があると思っている。現に5. 小売の売上高、コアベースであるが、これの12月が出ていて、前月比+0.2%であるので、10~12月を括ると前期比+0.7%と、個人消費の減速感はこのデータから窺われる。6. 自動車販売であるが、販売促進策の効果があつたのか、前月比微増は維持している。7. 消費者コンフィデンスであるが、コンファランス・ボードの12月は小幅ピックアップしている。低水準での動きなので、バックグラウンドに大きな変化があつたとは思っていない。以上、個人消費は第4四半期に大きく崩れることは勿論なかったが、予ねて申し上げているように第3四半期からの流れで減速感毎月毎月の数字の中で出てきていると総括できると思う。問題の8. 住宅である。先週12月の計数が出て、年率換算100万6,000戸——ピーク時に比べると半分以下——、前月比14.2%の減少と、言われているとおり住宅市場における調整が続いている。住宅着工許可あるいは販売、在庫、それから業況判断、いずれを取っても打ち止め感というか底入れ感はなく窺われず、市場の調整がなお続いているということである。9. 資本財受注である。ご覧のとおり、2か月続いて弱い数字が出ており、第4四半期を仮締めしても前期比-2.1%ということで、設備投資の動向も非常

に懸念される。しかし、ここに載っていない非居住用建設統計があつて、これは遡及してリバイズアップされたことに加えて、足許のところも前月比+5%近い強い数字が出ているので、GDP統計の作りからすると——これ加えて、ここに出ていないソフトウェアがあるが——、少なくとも第4四半期についてはここにある数字よりもう少し強い姿は維持できるのではないかとみている。勿論、先行きについては、企業収益の動向あるいは景気全般に対する見方が非常に弱くなっていることを考えれば、設備投資にも減速感が出てくるとみている。10. 貿易収支バランスである。10月は結構調子良かったのだが、大型案件——飛行機の輸出——が入っていると申し上げたと思う。11月はそれが剥げたので、輸出が前月に比べて減少。それから、輸入では原油代金の上昇が輸入金額に跳ねてきたので、ご覧のとおり貿易収支の赤字幅は大きく拡大している。生産の動向である。11. ISM景況感指数で、製造業指数は1年振りに遂に50のラインを切った。一方、非製造業指数は減少を続けているが、ブレイク・イーブンにはまだのりしろがあるという状況である。12. 生産であるが、製造業指数のサーベイと軌を一にして12月はほぼ前月比横這いで、10~12月を合わせると-0.3%である。業種別にみると、勿論自動車も弱いし住宅絡みの業種も弱いのだが、マイナスはそこに限らず、かなり広範に生産の弱さが窺われる。これはその後の雇用にも繋がっていく。14. 雇用であるが、12月は公務員を入れると前月比プラスを維持したが、それを除いた民間部門で-1万3,000人という減少になった。これも久々である。業種別にみると、言われている建設関連それから製造業が押し並べて弱い。加えて、サービス業の中の小売も12月に入ったら少し弱くなっているということである。失業率も5%に乗った。それから、ここには載っていないが、失業保険の申請件数に関するトレンド。いずれも労働需給のタイト感は緩和しつつあるか、という具合にみている。ただし、時間当たりの賃金の上昇率は+3.7%と、こういう感じよりもう少し高めにとどまっているので、労働需給のタイト感が急速に払拭した感じはまだ出ていない。最後に、15. 物価のところである。ガソリン価格の上昇テンポが少し落ちたというか緩ん

だこともあって、前月比の上昇率は11月に比べて12月は+0.3%と鈍化した。一方、コアの方であるが、前月比+0.2%、前年比でも+2.4%とまだ高い。先程の労働コストと合わせると基調的なインフレ圧力が後退したとは言えない数字かと思う。以上がアメリカである。

次に、図表2-1、ユーロに移る。ユーロも1. GDP第3四半期の最終的な数字が出て、+3.1%。今まで+2.9%なので、小幅な上方改訂となっている。輸出の動向であるが、ご覧のとおり10~11月の段階では前期比+1.3%と、前年比では落ちているが何とか堅調を維持しているという評価ができるかと思う。9. 鉱工業生産に移ると、11月-0.5%と少し弱くなっていて、10、11月合わせると前期比+0.1%である。アメリカと同じように、第3四半期はGDPも結構良かったのだが第4四半期はスローダウンと言われていて、生産面でもそういうものが出ているということである。10. PMIサーベイをみても、製造業指数は小幅ながら低下している。気になる小売であるが、6. 小売売上数量が10、11月、2か月続けてマイナスが付いていて、この分でいくと第4四半期もマイナスの公算大ということである。サブプライムローン問題に関連して全般的なムードが悪くなっているということ、それから、足許で物価が少し上がってきたことが、マインドに影響を与えているのかと思う。ただ、これと整合的でないのは、失業率が引き続き極めて低い水準、7.2%にとどまっているということで、雇用・所得の面からみると、これだけ消費が落ちる理由はなかなか分からないのだが、恐らく消費者コンフィデンスに表われているようにセンチメントが効いてきているのではないかとみている。その中で、7. 自動車の12月の数字が突出しているが、年率換算で1,248万台、前月比でも+8.2%。これは極めてテクニカルな背景があって、フランスでこの1月1日から排気ガスのCO₂の量に応じて税を課したり、あるいは補助金を出したりする制度が導入された。その関係で、12月に大型車とか燃費が悪いものの買い替えの駆け込み需要がどっと入っているので、これは間違いなく1月に反動減が出ると思っている。従って、自動車販売の地合いも10月、11月の水準のような感じではないか。それが続いているとみた方が宜しいか

と思う。最後、消費者物価である。2 か月続いて+3.1%が続いている。前回申し上げたと思うが、エネルギー価格の部分が大きく効いている。水準自身も上がっているのだが、その効き方がちょうど1年前辺りのエネルギー価格の動きと今年の動き方が逆になっているため、その坂が今大きく出ている。それで、この12月末以降エネルギー価格の水準は横這い、それからもう一つテクニカルな要因では昨年1月に導入されたVATの税率引き上げの効果が昨年中に出尽くしていると仮定し、この先、その他の要因が変わらなければどうなるかについて、試算した。すると、今年の春には+2%台の中頃まで落ちていく。このような試算はマーケットの関係者は誰でもできるので、ECBがインフレ圧力の問題について色々なウォーニングを出しても、数字面としては+3%がどんどん伸びていくよりは来月にでも下がってくると読んでいる向きが多い訳である。それと、BOEとECBは先週相次いでローン・サーベイの結果を出しているが、それによると企業のみならず、住宅は勿論、個人の消費者金融関連、全てに対して銀行の融資態度は急速にタイト化している。従って、BOEやECBは金利を下げたり横這いにしている訳であるが、レンディング・マーケットの金利からみれば、アメリカと同様に引締め状況が既に始まっている。景気の先行きについてはスローダウンが見込まれているので、先程中曽金融市場局長からも出たように、金利政策に対するマーケットの期待は、ECBも年内には0.25%位は下げざるを得ない、それからBOEは来月にもう1回下げるという見方が一般的。次いで図表2-2、英国について触れたいのは2.小売の12月である。弱い数字が出ている。11月、12月の凸凹を均してみても、第4四半期は前期比+0.4%であるので、これまで内需主導型できた経済成長も第4四半期辺りから少し下がってきているということである。CPIについては、12月は+2.1%にとどまっている。しかし、この1月から電気、ガス料金の値上げが既に発表されていて、3か月位掛けてゆっくり上がっていくのだが、その影響は免れないので、その他の状況を一定にすれば、今後CPIは上昇方向である。住宅価格は12月が前年比+4.8%であるので、上昇率としてはプラスであるが、

価格水準は下がっており、住宅需給も緩んでいると認識している。

最後にアジアである。図表 3-1、中国の輸出及び銀行貸出統計の 12 月分が出ている。輸出は気持ち伸び率が鈍化しているか。何も 12 月に始まった訳ではないが、鉄鋼製品の輸出をエンカレッジしないとか、あるいは穀物類も国内価格を緩めるためにも輸出をエンカレッジしないとかいう措置が採られているので、その影響が出ているのかもしれない。問題は 9. 人民元貸出である。公式には認めていないが、窓口指導的な方法も使って貸出を抑えていると伝えられている。その効果もあつてか、前年比伸び率は低下している。ミクロの話でも貸出は従来程できなくなっているということであるので、数字はそれと整合的かと思っている。当局は引き続き景気過熱対策ということで、他の金融政策の手段も使っている。預金準備率の引き上げが先週も行われていて、今 15%まで上がっている。インドであるが、トータルとしては引き続き高い成長を続けていることかと思う。11 月の生産の伸び率が若干下がっているが、ヒンズー教の宗教に関わる祭日の入り繰りが 10 月と 11 月の間にあったということであるので、実態はこの数字よりはもう少し強いとみている。卸売物価が若干上昇しているのは公定価格から外されているナフサの値上げが影響している、と聞いている。N I E s、A S E A N であるが、シンガポールの第 4 四半期の GDP だけが出ている。図表 3-2 であるが、製薬とかケミカル関係のラインの一時停止、プロダクツの入替えで非常にぎくしゃくした動きとなっている。この国ではよくあることだが、それが GDP にも影響しており、実態的に何かあったということではない。輸出では、韓国の 12 月のマイナスがやや気になる。言われている話では、ウォン高の影響がじりじり効いているとのこと。それから、これはなかなか実証が難しいのだが、半導体の輸出に貢献しているサムスンがコーポレート・ガバナンスの問題で当局の捜査を受けていることが何かしら営業活動に影響を及ぼしているという話はある。最後、物価だけみておくと、図表 3-3 (5)、韓国、台湾、タイ、インドネシアの C P I だが、総じてじりじり上がっている。タイは、L P G のようなものについて今まで規制が掛かっていたが、その公定価格

が引き上げられるということで、物価全体に影響が出ていると言われている。取り敢えず、私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。英国のC P Iについては、先程のユーロと同じ計算をしたらどの辺まで上がっていくのか。

出沢国際局長

試算をしていないので今答えられないが、必要であれば後程回答するが。

福井議長

必要はない。

須田委員

アメリカの生産については、I S M製造業景況感指数も去年12月に50をがたっと割れて、その時は自動車と建設絡みのところで集約されているという感じであった。今回、生産の落ち込みがかなり広範囲に出ているとおっしゃっていたが、どういうところから判断されたのか。

出沢国際局長

前回下がっているのはどこかとみると、業種が限定されていた。今回は押し並べて下の方にいって、それに加えて建設あるいは自動車も弱いということである。全般的な景気のスローダウンが素直に出ている、と取り敢えず考えている。

須田委員

数字という意味では、勿論減速していることをそのまま認める。しかし、雇用のデータは、失業率にしてもサンプルでやるということもあるので、こういったものを判断するに当たってはもう少し様子をみた方が良く

は思わないのか。

出沢国際局長

ご案内のとおり、雇用の前月比増減は非常に動くし、2月は年次改定でまた図が変わってしまう可能性があるので、それだけで判断をしない方が良いと思っている。他方、失業率はあまりリビジョンがないと理解しているので、4.7%から5%に上がったのはそれなりの意味があるだろう、警戒した方が良くかと。それから、失業者保険申請も毎月振れるのだが、きれいなトレンドがもうみえてきていて、恐らく暫くは上昇傾向が続くということから…。

水野委員

最近減っているな。

須田委員

然り。最近減っている。

出沢国際局長

1月は毎年ストンと落ちる。従って、私は移動平均でみたり色々しているが、ここで急激に好転する理由がない中、ここ半年位はじわじわと上がってきているので、見方としては足許がアバレーションであって、恐らくこの先また上がるのではないか。最終的にどうなるか分からないが。

水野委員

否。まだまだ1月半分しか出ていないから。

須田委員

失業率についても、もう少し均してみた方が良いのではないか。0.3%上がってしまったことが結構ショックだったのだが、前の月が少し改善し

たことの反動もあるとみても良いのではないか。この雇用統計でF e dの動きも何か急に変わったような気もするので、この統計の大きさをしっかりみていかななくてはならないとか、その辺の判断がなかなか難しいのだが。

出沢国際局長

全くおっしゃるとおりで、異議はない。統計の作り方をみてもサンプル数のカバー率とか、ハウスホールド・サーベイみたいに指標の間に色々齟齬もあるし、どんどん悪くなると断定するつもりはない。しかし、素直にここ一か月位の色々なものをみると、生産の動向あるいはマインドの動きと合っている動きをしているようだ。

野田委員

足許も然ることながらももう少し長くみても、やはり 4.5%辺りから 5%まできているという見方をする向きも多い、と私はみている。

堀井理事

須田委員がおっしゃるように、特に 12 月、1 月の数字はクリスマスセールの時期がずれるものだから、季節調整がなかなか上手くいかないということで、私も個人的には毎年その時期は注意してみようと思っている。そういうふうにもう少しみた方が良いのではないかということをF e dの人にぶつけるのだが——実は昨日も夕方フランクフルトの会議から帰ってきたのだが——、F e dの人の言い方はやはり暗い。雇用情勢については素直に弱い見方をしている。季節指数の跳びとかまで細かいことを言うエコノミストがF e dには元々いないものだから、そこから議論がなかなか進まないのだが、言い方は雇用に関して非常に弱く読んでいる。それには、各地区連銀から上がってくる例のベージュブックも含め色々なビジネスコンタクトからの情報が弱めに出ていることも影響しているのではないか、と思っている。

水野委員

おっしゃるとおり、ベージュブックのトーンは凄く弱かった。ハードデータよりも弱いという感じで、特に、自動車がそうだった。実際、自動車は振れがあるのだが、多分弱めの数字を予測していて、それにぴたっと嵌まってきたというのがこの一か月なのだろう。だからトーンが急に暗くなってきているのかという感じでみている。

堀井理事

おっしゃるとおりである。FOMCの前にFedがモデルを回し始めるのだが、現実の数字がそのモデル予測から違和感のない形で出てきている。そういう言い方をするのである。

福井議長

元々雇用については実態よりも少し高めかなと思い続けてきていたもので、単月ではあるけれどもやはり弱い数字が出たことについては、割とコンビンシングなものと受止めたということではないか。

水野委員

自分のビューに当たったからという感じ。

亀崎委員

今、出沢国際局長がおっしゃったように、新規失業保険申請件数は凸凹があって、1月は下がっている。ところが、失業保険継続受給者数は去年の6月が250万件であったのが、直近で270万件とずっと上がっている。ここのところは少し注意すべきだと思う。

水野委員

失業期間が延びている。一回失業するとなかなか職が見つからない。

西村委員

少し宜しいか。この前もお聞きしたのだが、ヨーロッパの周辺国——トルコとかバルト三国、スペイン、その辺のところ——で、この一か月位気をつけてみなければいけないことが起きているという判断かどうか、少しお聞きしたい。

出沢国際局長

逆の方からみると、トルコは先週利下げをしている。要するに、インフレも心配なのだが、景気的情勢をみてそう判断しているところからみると芳しくないのだろう。それから、スペインについては、パリ事務所が作成したフランスのエコノミストからのヒアリングメモによると、皆、非常に警戒的にみている。色々な経済アクティビティの低下が認められるし、特に今まで盛り上がっていた住宅、それから建設が気になっているということは間違いない。その他、中東欧については、ハンガリーという名前がよく言及されるが、今のところユーロからそちら向けの輸出は堅調だと言う。

堀井理事

とも最近話したのだが、トルコと東欧がやはり一番のリスク国と認識しているようである。足許はともかく信用収縮が国際市場により広く出てくると、経済の構造の部分それから経常収支の赤字により、まず一番弱いのがこの辺りではないか、という認識を は持っている。

福井議長

ユーロエリアのローン・サーベイをみると、マネーサプライとかバンク・レンディングの数字から、何かえらく急激なユーターンみたいなものが起きるといえるか、不連続な印象を受ける。これからマネーサプライが急に落ちるといふふうにはなかなか繋がりにくいと思うのだが。

出沢国際局長

マネタリーのアグリゲートの数字は、実は伸びている。リインターミディエーション的なもので…。

福井議長

そういうものか。

出沢国際局長

然り。従って、そちらの統計からみると弱いという感じは受けない。しかし、金融機関の融資態度は第3四半期から厳しくなっていて、第4四半期は法人向けに加え個人の消費者金融に対しても厳しくなったということで、揃ってきている。イギリスや大陸の特にドイツ系の個々の金融機関についてルーマーもなかなか消えない。従って、マーケットとしても緊張感がある。また、こういうものを新聞等で読んでいる消費者からみても気になるし、現に自分が借りに行っても銀行の態度が変わってきていると感じる訳である。それが恐らく今起きている状況だと思っている。

福井議長

リインターミディエーションの影響があることを認めても、やはりレンディングとマネーサプライは強いので、クレジット・クランチになるのはずっとリモートだというのがECBの分析ではあった。

出沢国際局長

そういう発言を聞いたことがある。

福井議長

でも、やはりこれは修正されていくような感じか。

出沢国際局長

直近のトリシェ総裁の記者会見の中で、18日に発表されるECBのローン・サーベイについてはタイト化するということは内々聞いている旨の発言もしているのであるが、それとその少し前にトリシェ総裁が他で起きているようなクレジット・クランチは起きていないと発言したことが、私も読んでいて繋がらないのである。従って、トリシェ総裁がここにきて改めてどういうことを言われるのか。

福井議長

もう直ぐ東京に来る。

出沢国際局長

来月。

須田委員

でも、足許は貸出は増えているのだな。

出沢国際局長

貸出統計は増えている。

須田委員

かなり増えているな。

出沢国際局長

それはアメリカもそうである。銀行貸出は特に企業向けが増えている。不動産関連は縮んでいるが、企業向けは増えている。

中村委員

アメリカで失業率が少しずつ上がってきていると思うが、賃金は下がり

ないで上がっている。要因は何か。

出沢国際局長

お答えになるかどうか分からないが、インフレ圧力がなかなか後退しないというストーリーで数字を読もうとすると、先程私が申し上げたようなことになる。しかし、同じグラフを少し離してみると、賃金もここ半年以上前年比伸び率が低下している。ただ、落ち方が緩いので、それをなかなか評価しないということだと思う。従って、何か特殊なマジックがあるというよりは、別の立場でみれば、構造としてのスティッキーネスがあるうえで、実は賃金コストも下がっているのではないかという評価ができなくはないという動きだと思っている。

福井議長

UKのCPIにこだわる訳ではないが、現在の物価変動のバックグラウンドは供給要因——油、コモディティ、食料品——が多い。そうすると、前年対比の表とか裏といったものがドーバー海峡を挟んでアップサイドダウンで、違った形で出るのも変な気がする。これから下がるものとか、これから上がるものとか。それはどのように考えればよいか。

出沢国際局長

イギリスの公共料金については、エネルギー価格が反映される部分はエネルギー価格が上昇してから直ぐに適用しないで、最初の一月は六分の一、その次が六分の五とグラジュアルに上昇するようなある種人工的な価格設定をしている。ところが、ヨーロッパの方は、元のところが上がって上げると言ったら直ぐ反映するようになっている。

福井議長

統計の作り方の違いか。

出沢国際局長

従って、ヨーロッパの場合は下がった時に直ぐ下がるのである。去年の夏場から後半のところ、最初のところは急激に下がっている。

福井議長

そうすると、プライス・コントロールという訳ではなくて、プライスそのものは同じものが出ていても統計の拾い方が違うのか。

出沢国際局長

マーケットで消費者が感じる小売のところと元売りのバッファの厚さが違うのだろう。イギリスはそこが厚い。日本もある程度そういうところがあるが。

福井議長

遅れて出ると。

出沢国際局長

然り。

野田委員

あくまでもリアルな物価をみているということであるな。

出沢国際局長

然り。

野田委員

単に統計的なアジャストメントではなくて…。

出沢国際局長

アジャストメントではなくて、実際消費者が幾ら料金を払っているか、幾らガソリンに払っているかというところで採っているから、その手前の段階である。先程も言ったが、ホールセールとリテールの間の構造がイギリスと大陸は違う。イギリスがどうしてそのようにスティッキーなのかよく分からないが……。

須田委員

税金であるか。

福井議長

税金ではない。

出沢国際局長

ビルを出す時に今月から上げると言って上がった分を直ぐに請求すると、どうも消費者が怒るらしいのである。それから、集めるのが3か月サイクルであるから、その新料金が適用される人が順番に出てくるというタイム・ラグがある。実際にきちっとそうなるかは別であるが、そういうことを孕みつつ、ウェイトに従い一回の値上げの幅が現われてくるだろう。制度が変わらなければ、これからこういうサイクルの局面でいつも似たようなことが起きると思う。

須田委員

非居住用建設投資の部分なのだが、商業用不動産に関して時々懸念が生じる。そこはどう判断されるのか。

出沢国際局長

一つの説は、非居住用建設は全般的なサイクルに比べるとタイム・ラグ、遅行性がある。従って、今は良いけれど、いずれそれも落ちてくるだろう

という見方である。

野田委員

ヨーロッパの方か。

須田委員

アメリカの方。

野田委員

アネクドタルな情報では、結構空室率が上がり、賃料が下がっているらしい。ヨーロッパも商業建設は少しピークアウトしている感がある。

亀崎委員

サブプライムローンの金利凍結の効果については懐疑的な見方も多かったのだが、今度の1,000～1,500億ドルの減税——一人当たり800ドル、家族持ちは1,600ドル——といった措置はどのように評価しているか。

出沢国際局長

正しい、正しくないは別として、マーケットは評価しなかったというのが先週の株の動きだと思う。最初は、サブプライムローンについてターゲットである救われるべき人がみえるから、それを睨んで金利を下げる。その後出てきているのは、景気全般が悪くなるだろうということに対する対策である。減税は税金を払っている人にはメリットがあるが、元々税金を払っていない人にメリットはない。従って、今回の減税対策も、これを取り敢えず享受できる人は株とかに投資できる少し上の層なのであろう。だから、本当にサブプライムローン問題への対策になっているかどうかという異議があるのだが、当局もそのような区別を行ったうえで対策に乗り出している。総合的な評価は先程申し上げたとおりである。Fed議長も一応賛成しているが、ミニッツをみると決して恒久的なものにしないで欲

しい、テンポラリーなものだという位置付けを明確にすべきとしている。恒常所得仮説に立てば、皆がラショナルで今回の減税はどこかで裏返しがある、そう簡単には浮かれられないと思うので、政策の効果は薄くなる。

水野委員

高々GDPの1%相当の規模だな。

福井議長

宜しいか。ちょうど区切り良く20分まで休憩とする。

(15時08分中断、15時20分再開)

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

福井議長

国内の経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長からお願いします。

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。最初に輸出からご説明するので、図表5を開いて頂きたいと思う。(1) 実質輸出であるが——太実線のグラフ——、増えているところが7～9月で前期比+6.0%、その後右端の10～11月は7～9月対比で+1.2%の増加とさらに増加している。このように11月までの実績でみる限り、世界経済が減速しているという感じはみられていない。図表6、(1)の地域別の表をご覧頂きたいと思う。第4四半期で10～11月の7～9月対比の内訳をみて頂くと、米国向けは－2.9%と減少である。ただ、アメリカ向けはここにきて急に弱くなった訳ではなくて、過去1年位停滞感が強い状況である。それを補ってきたの

がEU向けや東アジア向け、そして特にその他向けである。ご覧のように、その他向けについては、2006年に+19.5%伸びた後、2007年に入ってからコンスタントに高い伸びを続けていて、足許も+10.0%になっている。その他であるから、入っているのは中東向けとか中南米向け、ロシア向け、それ以外に例えば先進国でもカナダ向けとかオセアニア向けといった資源国向けもかなり強いという状況である。今回、このような細かい情報を一応図表にしておいたので、図表8をご覧頂きたい。先程の足許+10%伸びていると申し上げたその他地域向け輸出を、さらに地域別にブレイクダウンしたのが(2)である。便宜上、デフレーターとか季節調整値を弾く時の季節要素は共通のものを使っているのですが、実は厳密な分解にはなっていない。ただ、いずれにしても(2)であらゆる地域向けに万遍なく増加していることは読み取れるし、うち自動車関連だけを取り出したのが(3)であるが、足許はこの自動車関連がとりわけ灰色の中東向けを中心にかなり強いことがお分かり頂けるかと思う。このように輸出はこれまでのところでみる限り、米国経済とはデカップリングする形で増加が続いているということである。輸出は以上である。

次に、図表12、設備投資である。結論から申し上げますと、足許の指標は総じてしっかりしている。順番に機械受注をみて頂くと、10~12月の欄で10~11月が7~9月対比で+2.4%となっていて、7~9月の+2.5%に続いて2四半期連続で比較的しっかり増加している。特に製造業が+9.9%増加と強めであるのが目立つ。建築着工床面積であるが、10~11月は+24.2%と回復し始めている。単月の動きがあって、10月は鉱工業が+175%、11月は非製造業が+104.2%となっている。ただ、10月の鉱工業は液晶関連の大型プロジェクトの着工、11月の非製造業はいわゆる「改正まちづくり3法」で制限が掛かる前の郊外大型商業施設の駆け込みという側面が強い。従って、実勢としての回復テンポはもう少し緩やかとみておいて良いと思う。資本財総供給については10~11月は-1.3%であるが、これは振れの範囲の動きとみている。この点は、図表13のグラフをご覧頂けば一目瞭然だと思う。(1)一番右端のところ、太実線——少し

落ちているのが 10～11 月であるが——は均してみれば増加基調ということで良いと思う。それから、さらに図表 14 で先程の機械受注もグラフで確認して頂くと、先程も申し上げたように細実線の製造業がこのところ比較的是っきり回復している。例えば、昨年前半辺りは I T 関連のミニ在庫調整ということもあって半導体製造装置がやや一服感があったが、それもここへきてやや回復してきている。こうした明るめの材料もあるので、確かに (2) の建築着工が落ち込んだ影響がもう少し続きそうであるとか、あるいは中小企業の元気が今一つといった面はあるが、設備投資は基調的にみれば全体として増加を続けているし、これからも増加を続けていくという基本的な判断で問題ないと思う。以上が設備投資である。

次に個人消費へいく。図表 17 である。相変わらず一進一退であって、少なくともこれまでのところ底堅いという評価を変えなければならないような動きにはなっていない。10～12 月の欄のところで数字が明らかになっている範囲——ほとんどの指標については 10～11 月ということになるが——、少なくともその範囲でみる限り、データは総じてしっかりしている。まず GDP 統計に関係するという点では家計調査の消費水準指数であるが、前期比で +1.0% の増加である。それから乗用車であるが、12 月まで数字が出ていて、12 月単月では減少しているが、10～12 月で見ればご覧のように含む軽で +2.5%、除く軽で +4.4% と共に 2 四半期連続の増加である。さらに、販売統計の代表的なものが並んでいるが、百貨店は +2.2%、スーパーが +1.5%、コンビニは +1.6% ということで、この辺りの販売統計もしっかりしている。ただ、さすがに全部良い数字が揃うということもなく、さらに旅行辺りは 10～11 月が -0.5%、外食は -1.4% ということで、この辺りは少し弱めの数字が出ている。いずれも決定的な証拠はないが、旅行については航空運賃のサーチャージ引き上げ、あるいは外食については値上げの影響が出ているという話が聞かれている。それから、外食については、居酒屋を中心に 9 月 19 日施行の改正道路交通法による飲酒運転取り締まり強化の影響を指摘する声もある。以上、色々な指標を纏めて、いわば GDP 個人消費の近似計算である消費包括指数をい

つものようにご覧頂く。図表 20 になる。(3) のグラフ、細実線の右端が 10～11 月の前期比になる。4～6 月以降の盛り上がりを欠く伸びが続いているとも言えるが、底堅いという評価で問題ないと思う。ただ、これはあくまでも 11 月までの数字の反映であって、12 月についてミクロ情報で見ると、百貨店、スーパーともあまり良くなかった模様である。実際、百貨店の協会ベースの数字はもう出ていて、12 月はマイナスであった。百貨店からは、衣料品や高額商品が低調であり、その背景にはサブプライムローン問題に対する漠たる不安や現に生じている株安の影響があるのではないか、といった声が聞かれている。スーパーからも、値下げしたものは売れているけれども、値上げないし値上げされるという報道等により消費者が防衛的になっているという感触が聞かれている。1 月入り後についても、百貨店は良かったのは初売りのしかも初日だけであって、あとは芳しくないという話が聞かれている。それから、今のようなアネクドタルな話とも多少符合するのだが、消費者コンフィデンスも多少心配な動きが出てきている。図表 21、(1) 太実線の消費者態度指数の四半期系列は今グラフでは 9 月分まで入っているが、先週金曜日に 12 月分、厳密に言えば 12 月 15 日時点で尋ねたアンケートの結果が出ていて、グラフがどのような感じに伸びるか口頭で今申し上げる。これは、本当は左目盛なのだが、分かりやすいように右目盛を使って申し上げる。今、100 の少し上にあるが、この系列が 12 月は 105 の少し下まで一気に落ちている。2003 年半ば位まで戻っているという感じになる訳であって、かなり弱い数字である。勿論、ほぼ同時期のアンケートである細実線の日経消費予測指数は底堅いということで、ばらつきはあるが、ここに掲げていない景気ウォッチャー調査とか日経消費 DI など多くのマインド指標で慎重化が目立ってきている。以上を踏まえると、11 月までのハードデータは決して悪くないけれども、12 月さらには年明け後といつハードデータが多少弱まってきてもおかしくない状況であるので、当面、個人消費は引き続きダウンサイド・リスクを注意してみていく必要があると考えている。

続いて住宅に移る。図表 22 になる。11 月の住宅着工総戸数は 97.1 万

戸、前月比+14.1%であって、2か月連続の増加である。内訳をご覧頂くと、持家は既に10月の段階で改正建築基準法施行前の水準にほぼ戻っているの、11月は前月比-2.3%と横這い圏内である。そして、分譲が前月比+16.5%、貸家も+26.1%とこの辺りも2か月連続で戻り始めている。しかし、それでも分譲は、前年比ではご覧のように-47.4%となおかなり低いレベルにある。それから、内訳はここには書いていないが、貸家も回復しているのは低層のアパートであって、賃貸マンションは引き続き戻りが弱い状況である。こういう着工の回復ペースは大体我々の想定に沿ったものであって、工事ベースすなわちGDPベースで考えれば、10~12月も大幅なマイナスが続き、1~3月で漸く下げ止まり感が出るかどうかという感じになる可能性が高いと思われる。以上が住宅であって、次に生産にいく。図表24であるが、ここは数少ないブライト・スポットであって、鉱工業生産は輸出が増えているので特段のサプライズもなく引き続き増加基調にある。11月単月だけをみれば前月比-1.6%であるが、10~11月で合わせてみれば、7~9月対比で+1.1%の増加になっている。そして、12月の予測指数を単純に繋げると、10~12月は欄外に書いてあるように+2.2%とあるが、ただ予測指数と実績の関係を図表25で確認して頂きたいと思う。図表25、(3)になるが、最近はや予測指数に比べて実績が下振れるという傾向が続いている。こういった指数のくせあるいは企業からのヒアリング情報を総合すると、10~12月は+2%は行かないで+1%台、それも+1%台前半辺りで着地する蓋然性が相対的に高いとみている。それから、1~3月については、(2)の右端の予測指数はしっかりした増加を示しているが、これは1月分だけであるので、まだあまり参考にはならない。ミクロ情報では、自動車は10~12月まで強かった分、さすがに一旦反動減が出るということもあって、生産全体では増加は続くが、そのペースは10~12月対比で弱くなるという感触であるし、最終的にはそれも先行き多少不透明感が増している輸出次第ということかと思っている。それから、その後の財別出荷とか図表27の在庫循環辺りはほとんど前月と図自体変わっていないので説明は省略する。

図表 28 の雇用関連に移る。雇用については、11 月はデータの面で特に悪い材料はない。有効求人倍率だけ 0.99 倍と 1 倍割れとなってしまうているが、これは従来から申し上げている行政による求人適正化指導の影響が大きいとみられる。必ずしも労働需給の引き緩みを示す動きではないと考えている。実際に雇用は少なくとも 11 月に関しては、むしろかなりしっかりしているという印象である。まず、＜労働力調査＞の雇用者数であるが、カッコ内の前年比をご覧頂くと、9 月、10 月は突然低い伸びになったが、やはり統計の振れという面が大きかったとみられ、11 月は+1.2%と元の+1%前後の伸び率を取り戻している。さらに、失業率についても 9 月、10 月と 4%に上がった後、11 月は 3.8%へと再び低下している。それから、これは勿論別に悪い話ではないのだが、今月、むしろ良過ぎて不可解な感じがするのは＜毎月勤労統計＞の常用労働者数であって、11 月の前年比が+2.2%まで急に高まっている。なお、この表自体は速報段階で作成されているが、その後の確報でもこの+2.2%は変わっていない。製造業の+1.2%とか非製造業の+2.4%も確報で変わっていない。非製造業を中心に伸びが高まっているということである。因みに、ここではこれ以上のブレイクダウンは掲げていないが、非製造業の中では卸・小売、サービス、さらに言えば建設も含めてほとんどの業種で幅広く伸びの高まりが観察される。ついでに、事業所規模別には 5~29 人、30 人以上ともに改善している。それから一人当たり名目賃金であるが、これはご覧の数字から確報で上方修正されていて、11 月の前年比は今そこに-0.2%とあるが、これが+0.1%になっている。内訳では、特別給与で-9.7%だったものが-2.2%へと上方修正され、これが全体に効いた形になっている。なお、所定内給与については、そこに書いてある+0.4%から+0.2%へと下方修正であるが、それでもプラスであって、最近では比較的強い数字である。ただ、これには前年 11 月、12 月位は所定内給与のマイナス幅がかなり大きかったことの裏が出ている面もあるので、今後所定内給与のプラスが定着するかどうか、まだ分からない。いずれにしても 11 月については、雇用の伸びが高まり、賃金もプラスであったので、雇用者所得も+1.9%が

+2.3%へと上方修正されている。最近の中では高い伸びになっていて、足許のデータをみる限り雇用・所得環境はしっかりしているが、毎月勤労統計 11 月はやや出来過ぎという感じもあるし、それから 12 月以降先程ご紹介したような企業や家計のマインド関連指標がさらに慎重化しているといったこともあるので、雇用や賃金の動きについてはあまり予断を持たずにこれからみていこうと思っている。雇用関連で一点だけ速報から確報でかなり変わったのは図表 30 であって、(2) のパート比率、折線グラフの右端が 11 月はかなり低下して書かれているが、結局確報では横這いに修正された。従って、棒グラフの前年同月差も前月とあまり変わらない高さまで大きく上方修正されている。

次に物価にいく。図表 33 である。国際商品市況である。これは金融市場局からも説明があつたが、高止まりという判断で良いと思う。ただし、米国経済の後退懸念などから、ものに拠っては多少変化がみられている。

(2) の原油はこのグラフではまだ高止まりであるが、最近の日々の動きでは軟化し始めている。(3) の非鉄金属——細実線が銅で、点線がアルミであるが——は、少し前の段階——昨年の秋位——から軟化し始めている。足許は一進一退である。これに対して今一番強いのは太実線の食料品であって、新興国の需要増加、バイオ燃料需要の増加、産地の天候不順、この三要因に投機的な動きが加わっていると言われている。それを踏まえて国内企業物価であるが、図表 36 になる。国内企業物価は 12 月まで出ているが、今申し上げた国際商品市況の動きのうち主に昨年末に掛けての原油価格の上昇を反映する動きになっている。(1) の<月次>であるが、直近 12 月の前年比が+2.6%、(2) の 3 か月前比であると+1.1%まで上昇率が高まっていて、いずれも主因は点々の部分に含まれている石油製品の上昇である。この 3 か月前比の伸び率は 12 月の+1.1%が差し当たりのピークかと思っているが、先程の国際商品市況の動きを反映して当面上昇は続けると考えている。次に、図表 38、企業向けサービス価格であるが、除く海外要因の前年比——細実線の折れ線——をみると、どうもこのところ弱めである。従来小幅ながらプラス基調と申し上げていたが、10 月が

-0.1%、11月が0.0%という動きであるから、CPIがゼロ%近傍を抜け出したと思ったら、今度はこちらがゼロ%近傍という感じになってきている。この2か月程弱い理由を表の内訳でみて頂くと、広告が10月、11月ともに-2%台のマイナスになっているのが大きく効いている。中身は主としてテレビ広告である。テレビの視聴率の低下傾向を受けた構造的な弱さに加えて、企業が今年度下期の収益に対する不透明感から広告への出費を幾分慎重化させているという話が聞かれている。勿論、広告は2、3か月悪くてもその後また良くなったりと振れが結構大きいので、現時点であまり悲観的に受止める必要はないかもしれないが、下期収益の不透明感という話が聞かれるようになってきていること自体については一定の注意を払うべきかと思う。広告以外でも例えば情報サービス辺りも、年度上期程は強くなっている。リース・レンタル辺りも、機材価格の低下などを背景にマイナスが続いている。それから、諸サービスも人手不足と言われているにもかかわらず、伸び率はなかなか高まってこない。実は労働派遣などはアネクドタルには料金は上がっているようなのだが、CSP Iで計算しているのは平均単価である。平均単価がなかなか上がらないという背景には、最近料金が安い専門技能を持った人の派遣が供給制約によって伸びないために、料金の低い単純労働派遣のウエイトが高まっていて、なかなか全体の平均が上がらないということも起こっているようである。今、申し上げたような様々な情勢を踏まえると、CSP I（除く海外要因）は当面あまり上昇しない可能性が高いように思われる。

これに対して図表39の消費者物価については、ご案内のように全国（除く生鮮）の前年比が（1）の右端、11月で+0.4%まで上昇している。その主因は（2）の灰色すなわち石油製品である。また、（2）のグラフの食料工業製品——点々の部分——もまだあまり目立つ寄与にはなっていないが、菓子類とかハム、ソーセージなどの上昇からじわじわとプラス方向に効き始めている。さらに、11月は（3）の一般サービスもプラス幅を拡大していて、他のサービス——斜線で示した家賃でも外食でもないサービスである——が外国パック旅行や宿泊料を中心にプラス幅を拡大してい

る。このように足許のC P Iは石油製品以外でも少し動きが出ているので、図表 40 の下の表の総合から生鮮食品さらに特殊要因を除くベースでみると、足許は+0.09%と僅かではあるが2か月連続のプラスである。勿論、足許の動きについては、外国パック旅行や宿泊料といった振れの大きい品目の影響も受けているから、もう絶対マイナスに戻らないとまでは断言できない。しかし、この中には食料品も入っているので、食料品はご案内のようにこれからも上がっていくことを考えると、この系列がどちらかと言えばプラス方向で定着していく可能性が高いように思う。それに加わる形で、特殊要因、とりわけ石油製品が今+0.38%ポイントであるが、12月以降は+0.6~+0.7%ポイントというレンジで上がっていく。しかも、移動電話通信料のマイナスが2月、3月は消えていくことを考えると、3月頃のC P I（除く生鮮）の前年比は+1%にかなり近づく、ないしは+1%台に乗る可能性も否定できなくなっているように思う。ただし、今申し上げたことからお分かりのように、その約+1%のほとんどがエネルギーと食料であるから、この表で言えば、除く食料及びエネルギーは3月頃になってもプラス基調となるかどうかさえ分からないということかもしれない。従って、C P Iについては、そういうある種のねじれ現象というか、評価が難しい局面に差し掛かりつつあるということかと思う。ということで、本日も色々申し上げたが、景気、物価に関する判断は前月との比較ではほとんど変わっていないので、特に最後のまとめはしない。強いて一言だけ申し上げれば、海外経済や個人消費の先行きなど現時点のハードデータには表われていない部分について、これまでよりも若干注意深くみていく必要があるということかと思う。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

もう1月なので、12月について成長率で言うとどのような感じでみて

いるか。私の感じは内需が第3四半期と同じ。すなわち、消費や設備投資もそこそこプラスだけれど、恐らく住宅は同じように足を引っ張る、あるいはもしかすると少しマイナス幅が大きいかもしれない。となると、内需はあまり変わらないかなと。設備投資は出荷のところが供給指数は弱いけれど、機械受注はプラスとみられるので、何とか安定した動き。そうすると、問題は純輸出である。第3四半期は+0.5%ポイント稼いでいる。その結果として、+0.4%伸びた。そうすると、外需はやはり前期比の実質輸出の伸びと前期比の実質輸入の伸びの調子をみると、寄与はやはり+0.5%はなくて、半分以下——私の心積もりは+0.2%ポイント位なのだが——といった具合か。その他はあまり足してもインパクトはない。政府部門は当然あまり期待できない。そうすると、第3四半期よりは弱い数字かと思うのだが、その辺はどうお考えか。

門間調査統計局長

1か月位前の段階で、私も今岩田副総裁がおっしゃられたのと全く同じように思っていた。すなわち、内需は多分第3四半期とあまり変わらない一方、純輸出はさすがに伸びが鈍化するかということで、多分、7～9月の+0.4%はいかないのではないかと思っていた。その状況が今月の段階でも変わっていると判断する材料がないということだ、と思っている。ただ、ご案内のように法人企業統計とか家計調査に相当振らされるので、家計調査は12月分がまだ出ていないし、法人企業統計はどうなるか全く分からない性格の統計であるので、それ如何かと。ただ、判断として、実勢の経済が今おっしゃられたような感じであることはそうかと思う。

岩田副総裁

もう一点は消費者物価なのだが、例えば3月の時点の上昇率は+1%近いかもしれないが、石油関連の寄与度はどれ位でみているか。

門間調査統計局長

+0.6%とか+0.7%とか位になるのではないかという前提で、先程の数字を申し上げた。

西村委員

今の反落から再び上がるという見方か。

門間調査統計局長

今の反落というか、100ドルに比べれば10ドル位落ちているのだが、前月の今位に比べてそれ程落ちていない。従って、気持ち落ちる位で、その後横這いでいくという前提になっている。

岩田副総裁

ラグがあるので、円高はそれ程関係しないのか。

門間調査統計局長

勿論、それは多少影響する。105～106円である。

須田委員

設備投資の動きなのだが、非製造業よりも製造業で引っ張ってきたという姿。やはり牽引役はなかなか非製造業には行かずに製造業にとどまるといふことか。製造業が引っ張ることについて、どう考えるのか。

門間調査統計局長

そこは幾つか多少コンフリクティングな指標がある。例えば短観などでみると2007年度の大企業の設備投資はむしろ非製造業が足許かなり大幅上方修正になっている。中身は土地投資も入っているから、GDPベースでどうかという問題があるが、活動としては非製造業もそこそこ活発であるとも言える。それと、製造業は多少波があるが、先程申し上げたように、

昨年前半について言うと、I T関連の調整の影響も多少あったと考えると、むしろここからは少し機械関係はその分が入ってくる可能性がある。それから、これは非製造業、製造業共通であるが、建築着工で今落ちている部分がまたいずれは上がってくる。そういうことを考えると、あまり非製造業、製造業とに分けなくても、2007 年度一旦相当減速する可能性がある分だけ、2008 年度トータルとしてはまた少しピックアップする方向と大づかみに捉えておく方が良いのではないかという感じがする。

野田委員

設備投資の要素である企業収益は従来の予想よりは下方修正されるとみているが、その程度はどの位か。

門間調査統計局長

そこは凄く難しい。従来 12 月短観の収益見通しはその後かなり上方修正されるという感じでできていたのだが、多分今年度はそれがあまりないか、ひょっとするとほとんどないか、場合によっては若干の下方修正も起きるのではないかとみている。連結ベースの海外収益も含めた収益の図表——図表 16。あまり説明はしていないが——をご覧頂くと、足許まできても全然下方修正という感じにはなっていない。やはり、海外の子会社での収益はそこそこ上がっている企業が多いということで、この辺りは 2008 年も含めて比較の見方が強いという感じがしている。ただ、問題は海外収益については、円高の換算の影響を受けるので、あまり円高になるとがくつと逆にくるという可能性もある。その辺りのリスクを気にしながらみていくということかと思う。

須田委員

サーチャージは、外国パック旅行の料金に入っているのか。

門間調査統計局長

入っていたかな…。

前田調査統計局参事役

昔は入っていて、外して…。

門間調査統計局長

多分入っていると思うが、もし違っていたら後程ご報告する。

中村委員

雇用についてであるが、11月は失業率が3.8%に下がったということなのだが、以前は日本の失業率は2%台と3%を割るような水準であったが、今3%台である。失業率の水準は国によって異なり、例えばイギリスなどは今2%台であるし、ヨーロッパは7%でも非常に低いということである。日本では以前の水準と比較し1%位高い一方で、タイト感があるということなのだが、何か変化があったのか。昔は2%台、今は3%台であるが、どう考えたら良いか。

門間調査統計局長

以前紹介したことがあるかもしれないが、いわゆるUV分析という構造失業率を測る手法があつて、その場合の構造失業率は様々なフリクションを勘案した時にそれ以上無理なく改善できない失業率というレベルである。それが昔は2%位まで改善し得たのが、今は需給がほぼ見合つて、あとはフリクションで失業が起きてしまうというレベルが最低限3%位はあるとみている。我々の試算では3%を若干上回る、あるいは3.5%に近い値が今の構造失業率であるから、3.8%はそれにかかなり近い。今の3.8%はいわゆる完全雇用と言われるレベルにかかなり接近していると解釈して良いと思う。

野田委員

それであれば、労働力調査ないしは毎月勤労統計における常用労働者数とか雇用者数の増加——毎月勤労統計では+2%を越えるような少し異常な値。これまで+1%半ばできたのだが——は、どの辺まで持続するのか。

門間調査統計局長

この半年位ずっと議論させて頂いて、今の段階でもそこに大いに不確実性があるという結論でしかないのだが。まず失業率よりも労働力率がどの位まで高まることができるのか、というところがポイントになる。今起きていることは、団塊世代の再雇用が相当程度労働者数の増加に寄与しているということである。あと2年位、団塊世代が退職し続けるのだけれども、やはり再雇用されるということが起きれば、それなりにまだ押し上げが効いていくのではないかという感じがする。押し上げと言うのは退職すると思っていたのに比べると押し上げということなのだが、そこが効いてくると思う。あとは、女性辺りをどれ位拾い上げていけるかということだと思う。そこについては、パートの短時間化とかフレキシビリティを付加したような雇用形態とか色々なものが出てきているので、それによってある程度拾い上げてきているのがこれまでの状況である。ただ、ここから後どこまで行けるのかというのは、ご案内のように不確実性がある。かつ、それについては、労働供給側が今直ぐに働けるのかという問題と、少し長い目でみて教育訓練等を施せばどれ位企業が使っていけるのかという少し中期的な問題の二つがあると思う。短期的には直ぐに働けるという人はもうあまりいないとしても、半年、1年訓練すれば使えるというメカニズムが上手く組み込まれていけば、ある程度持続的に雇用が増え続けることが相当程度可能かという感じもする。そこはそういうメカニズムが作れるかどうかにも拠るので、不確実性があると思っている。

野田委員

そういう意味では、教育訓練も含めて労働市場の改革ももう一つよくみ

えないというところがあるのだが、その辺の効果はこれまで本当にあったのか。

門間調査統計局長

政策の効果がどうかというのはなかなか難しいところがあるのだが、実はマーケットベースでもそういう動きが出てきている。人材派遣会社も今単純に登録した人を派遣するというのではなく、登録しておいて3か月とか半年とか一定程度訓練期間を設けて、その間に付加価値を高めて高い料金で派遣するというのを結構やっている。ただ、最近の景気ウォッチャー調査などをみると、そういう人も集まりにくくなっているというコメントもあるので…。

野田委員

そうだな。

門間調査統計局長

そろそろ限界がきているのかどうかという辺りが、注目点ということかと思う。

福井議長

フリーターなどは減っているのか。

門間調査統計局長

フリーターの定義は難しいのだが、ある定義によれば200万人とか、別の定義で400万人とかという数字がある。いずれにしても、あまり減っている感じはない。少なくとも派遣労働者は増え続けているし、それから、先程のパート比率も足許さすがに低下したのか——つまり、最近、企業は正規雇用へ転換することを進めているから、多少、非正規から正規へという動きが統計上も出てきたのか——と思ったのだが、結果的には確報では

そうではなかったということである。相変わらず、非正規も結構雇い続けているという状況である。その非正規雇用をフリーターに入れるかどうかという定義の問題があるのだが、広義で捉えると、そういう柔軟な雇用形態の人々はあまり減ってはいない。むしろまだ増え続けている感じかと思う。

中村委員

今 3%台なので、ある意味では完全雇用に近い数字ということである。その一方で、色々な企業は給料を上げてまで新規に雇いたくないとか、あるいは質を落としてまでは雇いたくないとかいう選択をしながらやっている面がある。そこで、失業率は本当に今 3.何%とかいうタイトな状況なのかという気がする。

門間調査統計局長

タイトな状況はタイトな状況である。短観とかありとあらゆるDIをみても明らかに人手不足であることは、否めない事実である。問題は、おっしゃったように、人手不足なのだけれども、それをどんな人でも良いからとか、どんなに高い賃金を払っても埋めるのではなくて、埋めた結果としてプラスで儲かる人しか入れないということである。コストパフォーマンスを重視して、一定のリーズナブルな賃金の中で雇っていくということである。そこはずっとこの1年位変わっていないし、当面変わりそうもないということではないかと思う。労働マーケットがタイト化すると、勢いだけで賃金がぐっと上がるのだという昔のよくあった景気循環の典型的なケースとは今回は少し違っている。ここで一旦企業が立ち止まって考えて、本当にこの人を雇って使うことによって、その賃金に見合うだけの仕事かなされるのかどうかを冷静にみながら一步一步進んでいく、という段階にきている。そういうことではないかと思っている。

須田委員

最近みていないのだが、若年層の失業率はやはり大分下がっているのか。

門間調査統計局長

非常に振れるので、短期的にどうかはなかなか難しいのだが、傾向的には確か低下傾向にあったと思う。物凄く振れているので何とも言えないが、少なくともここへきて上昇トレンドに転換したという感じにはみえない。ぎざぎざしながら、緩やかな低下トレンドかという感じになっている。

須田委員

昔二桁であったが、今はどの程度か。

門間調査統計局長

例えば 20～24 歳の男性であると、2003 年、2004 年位までは 10%を超えていたが、足許は 8～9%位で推移している。15～19 歳についても、2006 年前半位までは二桁であったが、足許は月によって二桁になるということがある位で、均してみると多分一桁になっているのではないかという感じまで下りてきている。

西村委員

議長が先程おっしゃったフリーターの話は、恐らくニートの話かと思った。つまり、労働力化していない、しかし、逆に言えばメインストリームから落とされた人達を何とかしなくてはならないというのは、恐らく大きな問題である。私はこの辺に関して最近あまりみていないが、人数は国民生活調査とか、調査によって随分違う。それはあまり変わっていないという判断か。

門間調査統計局長

いわゆる動態調査がないので、分からないのである。ニートについては、

色々な人——主に学者——が推計していて、オーダーとしては 60 万人とか 80 万人とかいう研究の成果があるという類の数字である。動態的に増えているか、減っているかまでは、なかなか追跡されていないと思う。

西村委員

一つの考え方は、教育とかも絡むのでなかなか難しいのだが、若年層の労働力率がどの位増えているかである。

門間調査統計局長

労働力率に関しては、若年層はあまり変化がない。物凄くぎざぎざしていて読みにくいのだが、基本的には変化はない。

福井議長

宜しいか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

それでは、金融環境について稲葉理事と雨宮企画局長からお願いします。

雨宮企画局長

それでは、資料-5(参考計表)に基づいてご説明する。図表 1、全体の民間部門の総資金調達であるが、ほぼ前年比トン、若干のマイナスという傾向が続いている。12 月は -0.2% ということで、 -0.1% ポイントだけマイナス幅を拡大させている。中身をみると、銀行が $+0.7\%$ から $+0.4\%$ とプラス幅を縮小させているが、これは直ぐ後程申し上げるとおり特殊要因である。直接市場調達は $+0.5\%$ から $+0.6\%$ ということで、こちらは若干寄与を高めている。両者相俟ってほぼ横這い圏内の動きということである。その特殊要因である。図表 2 で(1)銀行貸出残高、三業態で 11 月 $+1.3\%$ から 12 月 $+0.8\%$ であるが、このうち寄与度で $+0.4\%$ が

イントが、ご案内のとおり、一昨年 12 月、携帯電話会社の買収資金を信託スキームに乗せたことによってダブルカウントになったということの反動であるので、総じてほぼ横這い圏内の動きかと考えている。実際、業態別をみると、都銀が今申し上げた携帯電話会社要因でマイナス幅を拡大しているのに対して、地銀、地銀Ⅱについては+2.9%ということで、ほぼ変わらない伸びを示している状況である。金利の動向であるが、図表 4、11 月の貸出約定平均金利が出ている。短期（除く交付税特会向け）は 11 月 1.955%ということであった。短プラの引き上げ等々を踏まえた金利引き上げはほぼ一段落で、この 2%を少し下回るところで落ち着きつつあるかという感じが出てきたので、今月から月報でも企業の資金調達コストが上がっているという表現から横這いという表現に変えさせて頂いている。それから、シェアは非常に小さいのだが、＜貸出金利＞の表の欄外の注で長プラ 2.1%ということである。2006 年 3 月以来の低い水準になった。以上が貸出金利の動きである。

それから、中小企業等の資金繰りの状況で若干注目点があるので、ご説明申し上げる。図表 6 の＜資金繰り D I＞である。この間、資金繰りが非常に良い水準とは言え、少しずつ下向きかという感じであったのだが、11 月、12 月の数字が纏まったところでそれが表われたというイメージである。10～12 月は中小企業金融公庫で-1.7%、商工中金で-3.2%という数字になった。業種別の動向が分かる商工中金でこの 2 か月若干悪化した業種を申し上げる。製造業はほとんど変わっておらず、非製造業のうち建設、不動産、トラック運送、飲食店、宿泊辺りが資金繰り悪化の幅を拡大させているということで、やはり改正建築基準法の影響、それから原材料コスト上昇の影響が現われているのかという感じである。それをグラフでご覧頂くと、図表 8 (1) の＜中小公庫・商工中金・国民公庫＞の資金繰り D I のグラフである。元々バブル期を除いて緩いとか余裕があるとはならない訳であるので、レベル的には相当高い訳であるが、足許は少し下向きになっているというところである。

次に、直接市場調達の状況である。図表 10、12 月は元々閑散月である

ので、あまり大きな動きはなかった。＜国内公募社債の発行額＞の社債のグロスの発行額をご覧頂くと 12 月、2,380 億円ということで非常に小さいのだが、これは前年も 2,300 億円であったので、例年 12 月並みの数字であったということかと思われる。12 月の特徴点について、＜CP・社債の発行残高＞をご覧頂くと、CP の前年比が +11.2% と拡大しているところがみて取れるかと思う。これは年末に掛けてサブプライムローン問題の影響もあって TIBOR が若干高くなり、スプレッド貸出の金利を高めたオファーがあったようであって、大企業中心に年末資金繰りを貸出から CP 発行で賄ったところが増えたことが背景にあるようである。それから、社債市場の発行スプレッドについては、当月は発行が閑散であるので、あまり大きな傾向は観察できない。図表 13 (2) が社債の発行スプレッドである。一番右の A 格でスプレッドが縮小しているが、主因は当月は REIT の社債発行がなかったことであるので、恐らく地合いとしては、夏場以降少し上がったけれども、その後ほぼ横這いという感じが変わっていないとみている。以上がクレジット関係である。

続いてマネー等である。図表 15、＜マネタリーベース＞のマネタリーベースは引き続き若干のプラスの伸びであって、12 月は +0.4%。ただし 11 月と比べると、プラス幅を若干縮小させている。その中身は日銀当預であって、11 月の -4.8% が 12 月 -11.2% とマイナス幅を拡大しているが、これは先程金融市場局長から説明があった の要因である。一昨年の 12 月、 は年末ということもあって

と結構厚めに持った訳であるが、昨年 12 月については所要準備額並みの運用ということで、日銀当預がマイナス幅を拡大させたということであった。それから、＜マネーサプライ＞も +2% 前後の伸びということで変わっていない。前後というよりは、この 10 月からご覧頂くとおり、+0.1% ずつ若干伸びを高めているということであるし、中身もこの数か月の傾向と同じである。準通貨、定期預金が少しずつ伸びを高めているということである。定期預金が伸びを高めている裏にあるのは、恐らく投信に対する資金流入が若干減っていることかと思われる。＜主要金融商

品の内訳（広義流動性ベース）は前年比であるので、数字のイメージは少し分かりにくいのだが、前年比でみて投信の伸びが11月から12月と少しずつ伸びを低めていることがみて取れるかと思う。因みに、ネットの資金流入額を申し上げると、昨年前半——1月～6月まで——の平均はグロスの流入額が月平均1.9兆円あった訳であるが、これが11月は4,000億円、12月は、9,000億円であるので、引き続きプラスの流入ではある訳だが、さすがに流入ピッチは減ってきたということである。以上が、マネーである。

次に企業倒産関係であるが、先週木曜日に資料をお配りした後12月の数字が出ているので、口頭で付け加えさせて頂く。久し振りに前年比マイナスの数字になっている。＜倒産件数・負債総額＞の倒産件数については、11月の1,213件に続く12月の数字が1,097件、カッコ内の前年比+11.2%に続く12月の前年比が-1.1%ということであった。まだ即断はできないのだが、特徴的な動きを一点だけ業種別に申し上げると、＜業種別内訳＞で11月の建設業359件、前年比+29.6%に続く12月の数字が310件、前年比-7.7%ということであった。これは、商工リサーチであるが、調査会社によると10月、政府が建設業関連企業に対する資金繰り支援策を導入した。幾つかのパッケージになっている訳であるが、そのうち例えばセーフティネット保証制度という保証金額を倍にして保証料を低くするという制度の影響が出たのかもしれないということである。ただし、責任共有制度の導入で、保証付貸出については融資態度が若干厳しくなっているという話もあるので、もう少しデータを待ってから、みてみたいと考えている。

それから、インフレ予想とマクロ金融環境について、図表21以降で申し上げる。図表21、(1)家計のインフレ予想は生活意識に関するアンケート調査であって、レベル感はともかくとして、引き続き家計のインフレ予想は高くなっているということである。これは、生活意識調査だけではなく、消費動態調査でも同じように表われているということである。(2)の＜ESPフォーキャスト調査＞、エコノミストのCPI見通しについては、

今月から 1 年間見通し期間が延びて、2009 年度まで延びた数字になっている。C P I は一旦足許上がった後、今年末に掛けて少しずつ伸びを低め、今年の終わり位からまた伸びが高まっていくという予想になっている。因みにいつものとおり、年度平均の数字を申し上げると、今年度が +0.13%、2008 年度が +0.39%、2009 年度が +0.56% というイメージになっている。ということで、少しずつ C P I 見通しはプロの世界でも足許上がってきている訳であるが、先程話題になった (3) 物価連動債からみたブレイク・イーブン は +0.4% を割るところでほとんど変わっていない状況が続いている。最後に今のインフレ予想と関係があるようなないような話で、図表 22、金利水準と実体経済 (1) の (1) 実質短期金利と成長率はグラフが今月から変わっている。というのは、昨年 10~12 月は C P I を入れて計算したので、C P I が上がった分、実質金利が下がるという格好になる。＜実質コールレートと実質 G D P トレンドの成長率の差＞のグラフで、実質コールとトレンドの成長率の差をご覧頂くと、昨年 10~12 月はまた緩和度が大きくなるという結果になっている。コールレートが 0.5% のままで、C P I が +1% に近づくと、実質金利が——このように計算する実質金利は——段々マイナスの世界に入ってくる。ただし、そもそも実質金利を考える時にオーバーナイトで良いのか。本当は長めのものでかつ期待インフレ率を考えなければいけない訳であるのだが、物価が上がっていく中で実質金利の捉え方も段々難しくなっていくかと感じられているところである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。インフレ期待なのだが、図表 21 のコンセンサスフォーキャストがある。いつもみているのだが、これは内外の調査機関ということなので、外国の機関が多いのか。2006 年に入ってから期待イン

フレ率は下がっている、1%を割れる方向に動いてきているのが、よく理解できないのだが。

雨宮企画局長

2006 年にであるか。

岩田副総裁

2006 年以降、コンセンサスフォーキャストの動きをみると、今後 3 年間とか、あるいは 5 年間とか、皆…。

雨宮企画局長

元々コンセンサスフォーキャストについては、年に 2 回しか調査が行われていない。ここに載っているのも直近 10 月の調査なのである。思い起こして頂くと、去年 10 月は C P I がなかなか上がらないのではないかというイメージが強くなってきた時期であったので、それを反映している部分がある。多分、今採ってみると少しは変わっているかもしれない。あるいは、もっと合理的に判断されて、先行きは上がらないという判断になるのかもしれない。

岩田副総裁

外国の方が多いのか。

雨宮企画局長

その内訳は今データがないので…。

岩田副総裁

私もよく存じ上げないのだが。

水野委員

図表 19 の〈業種別内訳〉でゼネコンが少し減ったとのことである。この関連で、パチンコとかその辺りは特別融資枠を相当使ってしまったという話があるようだが、どうか。

雨宮企画局長

倒産調査では倒産したもののことは訊けるのだが、倒産していない人のことは調査できないので、よく分からない。

水野委員

予備軍が一杯いるという話を色々聞くことがある。

雨宮企画局長

予備軍は多分いるのだろうと思うが…。

水野委員

貸金業法改正を受け、こうした予備軍に対する信用収縮が生じたので、銀行が貸出枠を少し増やしてあげたのだが、これも直ぐ使って…。

雨宮企画局長

それは一般的な保証制度のことか、セーフティネット保証制度のことか。一般保証制度の方は、責任共有制度を導入してから、12 月はむしろ保証額が落ちている訳で…。

水野委員

一般保証——80%になったもの——ではなくて…。

雨宮企画局長

セーフティネットの方か。

水野委員

セーフティネットの方を全部使ってしまった。

雨宮企画局長

そうかもしれない。それで、セーフティネット保証制度は責任共有制度が適用されないので、100%保証なのである。そういう意味では、かなり使われている可能性はあるかもしれない。

水野委員

然り。だから、直ぐ一杯になったという話を。

雨宮企画局長

そこまでまだ聞いていない。

水野委員

札幌支店長から聞いた。予備軍と言われる業態——ゼネコン、パチンコ——に多かったという話が出ていた。

福井議長

宜しいか。それでは、金融経済情勢に関する執行部報告を聞くセッションは終わりとする。明日は午前9時に開会する。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々に対して厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。それでは今日は閉会とする。

(16時18分中断、22日9時00分再開)

福井議長

それでは政策決定会合、第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏めと決定、金融経済月報の基本的見解の決定、それから12月19日、20日両日開催分の議事要旨のご承認を頂く予定である。政府の方から、森山財務副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府は、昨日に続いて浜野内閣府審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しく願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。ご出席の皆様方におかれては、そのことを十分踏まえてご発言を頂きたいと思う。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后、報道解禁までの間については、この会議室内に留まって頂くようお願いしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくご協力を賜ればと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それではまず金融経済情勢に関する討議に移りたいと思うが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解の案について、執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。基本的見解の中に盛り込むことにしている展望レポートの中間評価の案についても、併せてご説明頂きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それではまず、実体経済、物価についてご説明する。実体経済であるが、当月は現状、先行きとも特段の修正の必要はないと考えている。一点だけ技術的な変更があり、先月は短観の月ということで業況感について記述していたが、当月はそれを削除している。物価の方であるが、一点だけ修正させて頂ければと思っている。消費者物価の現状判断であるが、前月までゼロ%近傍で推移しているということで、これは昨年3月以来、ゼロ%近傍ということで記述していたが、足許の消費者物価の前年比が10月の

+0.1%から11月+0.4%と拡大しており、当面またゼロ%の方向に戻っていく可能性が極めて少ないということであるので、「プラスとなっている」と現状判断を修正させて頂ければと考えている。私からは以上である。

内田企画局参事役

続いて金融面であるが、企業の資金調達コストについて変更したいと思う。企業の資金調達コストについて、これまでは「やや上昇している」としてきたが、昨日ご説明したように貸出約定平均金利をみると上昇が止まっているという状況であるので、これを「横ばい圏内で推移している」とさせて頂ければと思う。それから、市況については、前月に比べて円高、長期金利は低下、株価は下落ということである。続いて、中間評価について簡単にご説明する。中間評価については選択肢方式で①、②としているが、執行部としては景気、消費者物価ともに「①」が適当ではないかと考えている。すなわち、景気については、足許まで住宅投資の減少が長引いているということなどから幾分下振れていると評価している。ただし、先行き2008年度に掛けては、概ね見通しに沿った推移と評価している。なお、①の最後の2行であるが、リスク要因について記述している。「こうした『見通し』については、引き続き、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に注意する必要がある」と付け加えている。また、消費者物価は、2007年度については幾分上振れ、2008年度については概ね見通しに沿った推移と評価しているということである。以上である。

福井議長

内容、表現については、また討議の後詳しく議論したいと思うが、取り敢えず今の執行部の説明に対してご質問等があれば。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、早速討議に移りたいと思う。金融経済情勢に関する討議ということであるが、最近の金融経済情勢だけではなくて、併せて昨年 10 月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しの中間評価についてもご発言頂きたいと思う。その二点併せて、恐縮であるが一人 5 分ずつということでご発言頂ければと思う。今日は、水野委員、武藤副総裁、岩田副総裁、中村委員、亀崎委員、西村委員、須田委員、野田委員の順でお願いしたいと思っている。それでは、最初に水野委員から願います。

水野委員

前回の決定会合で景気の現状判断を下方修正した訳であるが、その後に公表された足許までのハードデータに基づけば、さらに追加的に景気判断を修正する必要はないと思う。従って、金融経済月報の基本的見解については、展望レポートの中間評価を含めて執行部案で良いと思う。すなわち、景気と消費者物価は「①」を支持したいと思う。以下では、前回の決定会合以降に入手できた情報を中心にコメントしたいと思う。

まず国内経済であるが、企業部門は引き続き堅調に推移しているとみられる。輸出は中東やエマージング諸国向けに牽引されるかたちで増加を続けており、生産も均してみれば増加している。こうした中で、機械受注や資本財総供給は、振れはあるものの、基調としてみれば増加している。次に家計部門であるが、引き続き企業部門の堅調さが雇用者数の増加に表われており、これに支えられる形で雇用者所得の増加も続いている。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移している。11 月の家計消費状況調査の支出総額——実質であるが——は、前年同月比+0.2%と 2 か月連続でプラス、季節調整済み前月比も+2.2%と 10 月の-0.6%からプラスに転じた。11 月の商業販売統計の小売業販売額——これも実質であるが——をみても前年同月比で+0.7%と 4 か月連続でプラス、季節調整済み前月比

も+0.4%と10月の-0.6%からプラスに転じた。内訳をみると、家電販売額が好調を持続しているほか、百貨店売上高、スーパー売上高も季節調整済み前月比でみて10、11月と2か月連続で増加している。この間、乗用車新車登録台数——軽自動車を含むベースであるが——は前年同月比-7.7%と3か月振りにマイナスとなった。一方、サービス関連も、旅行取扱額、外食産業売上高がともに季節調整済み前月比でプラスに転じている。もっとも、支店長会議の報告やヒアリング情報を踏まえると、年末商戦は家電販売を除き冴えないとのことである。こうした点を踏まえると、10~12月期のGDPの個人消費は前期比横這いしないし小幅なプラスになると見込まれる。また、最近の各種値上げ報道の影響もあってか、消費者コンフィデンスの低迷、悪化が目立っており、これが今後個人消費のハードデータの悪化という形で顕在化する可能性には注意が必要だと思う。住宅投資であるが、足許のデータを踏まえると、住宅着工件数が来年度中にここ数年の実勢である年率120万戸程度に復するのは難しいという前回の見方に変化はない。国土交通省は、改正建築基準法に準拠した構造計算ソフトの一部を今月中にも仮認定すると発表した。建築確認の審査を一部省略できるが、構造が比較的複雑な建築物には適用できない可能性があると同時に、構造計算の二次チェック——ピアチェックであるが——を行う有資格者の人数が限られているという人的ボトルネックの問題は未解決のままである。また、前回の決定会合でも述べたが、住宅投資の減少は、改正建築基準法施行という制度要因に加え、マンション価格上昇や可処分所得減少による家計の住宅のアフォーダビリティ低下という需要サイドの要因も小さくない。12月の首都圏マンション販売戸数は前年比-29.3%と11月の-46.6%から改善はしたが、契約率は59.3%と11月の64.0%からさらに低下しており、マンション需要の不振が再確認できたということである。

次に国内物価であるが、11月の全国コアCPIは前年同月比+0.4%となった。寄与度をみると、一般サービスを除けば大半が石油製品である。原材料価格上昇の影響が窺われ、一見したところコスト・プッシュ型であ

る。もっとも、完全にコスト・プッシュ型と決め付ける必要もないと思っている。昨年 12 月の生活意識に関するアンケート調査をみると、1 年後の物価は現在に比べて「かなり上がる」、「少し上がる」と答えた方の合計は 86.3%に上り、昨年 9 月の前回調査よりも 14.6%増加し、1997 年 3 月にこの質問を始めてから最も高い比率となった。ガソリンや食料品など生活必需品の相次ぐ値上げで、物価は上昇を続けるとの見方が消費者の間で広がってきているようである。今後 1 年間の物価上昇率の予想値は平均 7.3%と、前回の平均 4.6%から拡大した。期待インフレ率は知らず知らずのうちに高まっているのかもしれない。また、先日の日経金融新聞の記事によれば、非鉄金属、運輸、鉱業、商業、不動産、化学製品は比較的価格転嫁が順調に進んでいる一方、食料品や建設など内需関連業種では価格転嫁が遅れているという結果になっている。その記事で注目されたのが、内需が低迷し本来ならば価格転嫁が困難である食料品会社を中心に、さすがにコスト上昇の大きさに耐えかねて価格転嫁を表明する動きがみられたことである。多少の値上げであれば消費者に受け入れられるとの経営判断があったからと思う。内需関連業種による価格転嫁が今後も続くようであれば、インフレ率の下げ止まりが単なるコスト・プッシュではなく、これまでの需給ギャップ縮小によって家計もある程度の価格転嫁を受け入れる土壤ができあがってきたとの判断も可能になる。

先行きについてであるが、原油相場は主要国経済の動向というよりも、新興成長国の需要動向を睨みながら動いている。また、コモディティ・インデックスにリンクしたファンドへ年金マネーがコンスタントに流入している。地政学的リスクの存在も原油高要因である。金融市場では、原油価格高騰は一服しても貴金属や穀物価格の上昇または高止まりは続くとの見方が有力である。仮に新興成長国経済に減速の兆しがみえない場合、原油価格のファンダメンタル価格が 40~50 ドル/バレルでも、WTI 期近物は再び 100 ドル/バレルを突破し、その水準で推移する可能性を否定できない。昨年の WTI 期近物は、1 年間に 50 ドル/バレル以上も上下にスイングした。世界経済に関する見通しにコンセンサスがないこともあ

り、今年の原油相場もボラティリティが相当高い展開が想定される。

冒頭で申し上げたが、今回の中間評価の消費者物価の判断は、景気が減速していることを踏まえ、かつ現在までに入手可能なハードデータに基づいて判断した結果、「①」で良いと思う。しかし、10%刈込平均C P Iなどが示唆するように、原材料価格の上昇に起因するコスト増の影響が予想以上に広がってきている。2007 年度のみならず、2008 年度についても、C P I コアの前年比上昇率は昨年 10 月末の展望レポート時点の大勢見通しを上回る可能性も否定できないと思う。

最後に米国経済についてコメントする。サブプライムローン問題の解決には時間を要するとの見方が、もはやコンセンサスである。サブプライムローン・ショックの第一波である流動性リスクは主要国の中央銀行による潤沢な資金供給により、また、第二波であるキャピタル・クランチ・リスクは政府系ファンド等による豊富な出資により、何とか乗り切れるのではないかとの見方から、金融市場は一旦安心した。ただ、足許、シティとメリルリンチが昨年 10～12 月期決算で巨額の評価損を計上したことを受けて、欧米主要国の株式相場が不安定化している。また、年明け後は、市場予想を大幅に下回った 12 月の米雇用統計や、「今年のクリスマス商戦は失望的な内容であった」というベージュブックの報告をきっかけに、米国の景気減速が世界経済の下振れに繋がるとの見方が強く意識され、新興成長国も含めて株価が急落している。個人的にはサブプライムローン・ショックの第三波が始まっていると解釈している。

もっとも、最近の経済指標をみる限り、米国の個人消費は減速に転じた程度で想定の範囲内にとどまっている。12 月のコア小売売上高は前月比 +0.2%と 11 月の +0.8%から大幅に減速したものの、10～12 月期は前期比 +0.7%と 7～9 月期の同 +1.2%からの減速幅はそれ程大きくない。10～12 月期の実質 G D P も前期比年率 +1.0%台前半と、一時言われた同 +1%割れの数字程悪くならないと見込まれ、F e d は 2007 年の G D P を前年比 +2.5%程度、いわゆる潜在成長率並みになったと予想しているようである。12 月の米雇用統計では、失業率が 5.0%に上昇したことに加え、

非農業部門雇用者数が前月比+1.8万人と弱い内容であった。ただ、10～12月期平均では+9.7万人と同7～9月期平均の+7.7万人をむしろ上回っている。景気減速に伴い労働需給は緩和方向であろうが、雇用情勢の悪化に弾みがついたとの判断は早計だと思う。他方、住宅市況の底入れにはなお時間を要するとみている。ただ、金融を除く企業の財務体質は健全で過剰な在庫等を抱えていないことから、今後のポイントは景気後退に陥るかどうかではなく、4～6月期以降の景気回復テンポだと思っている。不良債権問題を処理した後の我が国の経験を踏まえると、V字型の景気回復は容易ではなく、U字型あるいはL字型の景気回復パターンを想定しておいた方が無難だと思う。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

まず、国際金融市場と世界経済の状況から始める。米欧の金融市場をみると、マネーマーケットでは年末越え資金調達の不安からターム物レートが上昇していたが、各国中銀が協調して行った流動性供給策などにより、波乱なく年末を乗り越えることができた。A B C Pの発行残高も、年明け後は久方振りに増加した。しかし、信用スプレッドは一段と拡大しているほか、株式市場は金融機関の損失拡大や米国景気に対する懸念などから年末以降世界的に下落している。このように、前回会合時と比べると、短期金融市場はかなりの改善がみられる一方で、クレジット市場や株式市場はむしろ悪化している。引き続き、米欧金融機関決算や資本政策などを含めて金融資本市場動向を注視していく必要があると考える。

実体経済面では、米国経済について景気の減速感が強まりつつある。住宅投資は大幅な減少を続けており、住宅価格の下落傾向も強まっている。個人消費は減速傾向を強めているようである。こうした中で、雇用者の増加ペースも12月にやや大きく鈍化した。当面、ブッシュ大統領の発表し

た景気刺激策が具体的にどのような姿となるのか、またその具体的な効果、市場の受止め方などに注目していく必要がある。物価面では、エネルギー、食料品価格の上昇や労働需給のタイト感からみて、基調的なインフレ圧力が後退したとは言いがたいと思う。米国については、引き続き景気のダウンサイド・リスクと物価のアップサイド・リスクの双方に要注意である。欧州では内外需のバランスのとれた成長が続いているほか、アジアでも景気拡大が続いている。これらを踏まえると、世界経済は全体として地域的な広がりを持ちながら拡大していると考えられる。もっとも、米国経済のダウンサイド・リスクが引き続き高く、これが顕現化した場合に他地域に影響が及ぶ可能性については注意を怠れない状況である。また、中国における金融引締めの影響、エネルギー・食料品価格の上昇が世界的な物価上振れを招く可能性にも注意していく必要がある。

次に、日本経済である。企業部門では、原材料高による収益圧迫の懸念が中小企業を中心に高まっているが、収益全体としては引き続き高水準にあり、これを背景に設備投資は増加を続けている。また、輸出は米国向けが一昨年末頃から弱めであるが、その他地域向けの伸びから増加を続けており、生産も増加している。支店長会議の報告を聞くと、企業は現状なお好調さを持続しているものの、先行きの世界経済などについては不透明感を強めているという印象を持った。こうしたマインド面の変化が今後の支出行動にどのような影響を与えるのか、注意してみていく必要がある。家計部門をみると、雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで、個人消費は総じて底堅く推移している。ただし、生活意識に関するアンケート調査などをみても、消費者マインドは生活関連品の値上げなどが影響し悪化しており、注意が必要である。住宅投資については、改正建築基準法施行を受けた減少が予想以上に大きく長期化している。このところ、小規模物件を中心に持ち直しの兆しも表われており、先行きは建築確認手続きが円滑化すれば、徐々に住宅投資は回復するとみられる。ただ、これまでの値上がりや金利先高観の後退もあって、首都圏を中心に分譲販売に弱さがみられるため、どの程度まで戻るかについてはやや慎重にみた方が良さそうで

ある。

物価面では、国内企業物価は国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、先行きも当面上昇を続ける可能性が高いとみられる。生鮮食品を除いた消費者物価の前年比は、当面は石油製品や食料品価格の上昇などからゼロ%台後半か1%近くまで上昇する可能性が高いとみられる。より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向に推移している中、プラス基調を続けていくと予想される。

次に、我が国の金融環境をみると、サブプライムローン問題の影響はこれまでのところ限定的であり、引き続き緩和的な状態が維持されている。ただ、年末以降、株安が進行しており、企業や消費者のマインドに与える影響には注意が必要である。

最後に中間評価についてである。以上を纏めると、生産・所得・支出の好循環メカニズムは一時的に弱まっているとはいえ、基本的に維持されているとみて良いと思う。従って2007年度について、足許の減速を織り込みつつ、2008年度は潜在成長率をやや上回る成長率に戻るのが蓋然性の高い見通しとして適当だと思う。ただし、同時に世界経済や国際金融市場の不確実性、原材料価格の高騰の影響というダウンサイド・リスクに言及することが適当である。その意味で、实体经济については、執行部案の「①」に賛成である。また、物価面では国内企業物価は執行部案どおり、また消費者物価は執行部案の「①」が適当であると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは、まず日本経済の中間評価について申し上げたいと思う。日本経済の成長率をみてみると、2007年度は10月の展望レポートに我々が出したシナリオと比べて下振れて推移している。2007年度の成長率に係る我々の現在の見通しの中央値——これは大方のマーケットの見方と同様

であるが——は+1.8%であるが、それに比べて+1%台前半にシフトしているのではないかと思う。この実体経済の下方リスクを考えると、対外面ではアメリカ経済の減速期間の長期化——これは従来思っていたよりもやや長引くのではないかと思う——、原油価格の高騰、高止まりがあって、国内面でも改正建築基準法による住宅投資、設備投資へのマイナス効果、2006 年末以来の賃金の伸び悩みもあって、内需は停滞気味で推移しているということである。

ただし、2008 年度にかけての経済を考えると、他方で輸出及び大企業中心の設備投資が景気拡大をリードし、雇用の伸びの堅調さ、賃金の改善傾向——特に所定内給与がこのところ改善している——といった景気を下支えする要因が 2008 年度にかけての拡大を支え、一時的なマイナス要因が剥落していくにつれて、潜在成長経路に復帰していくと考えられる。ただし、アメリカ経済の減速が大幅化する場合は、拡大への転換が遅れるリスクがあることは十分認識すべきであると思う。私はタイミングの問題が重要だと思っていて、先程述べたような国内のプラス要因が次第に強くなり、一時的なマイナス要因が剥がれていく過程と、それからアメリカの減速の度合いがどの程度になるか、あるいは長さがどうなるか、そのタイミングの具合で下方リスクを孕んでいると考える。

最近のESPの調査の中では、景気の後退確率がどうかというアンケートを取っており、日本については3割、アメリカは4割だと言われているが、そのことについて一言コメントしたいと思う。私は、CIとかヒストリカルなDIは景気循環日付を決めるうえでの基準となるので、無視することはあまり賢明でないと何度か申し上げているが、ただそれが実態をそのままに映しているかどうかについては少しギャップがあるとも同時に思っている。11月に先行のCIは前月比-2.3%になった。2006年5月がピークであって、これまで9.2%下落した。過去二回の景気後退においては、先行系列が10%以上低下している。一致のCIはこれまで緩やかな拡大を維持していたが、11月に低下して、いわば一進一退の動きではないかと思う。この動きについては、2004年、2005年の踊り場よりも後退

リスクが高いと考えている。それから、先行C Iの落ち込み幅及びその落ち込んでいる期間の長さから考えて、長いのではないかと思う。また、ヒストリカルなD Iについては、いざなぎ景気の際に、1970年7月が景気の山と判定されたのであるが、その時に総合のヒストリカルD Iが用いられた。通常は一致系列のヒストリカルD Iを中心に決められるのだが、この時はなかなかいつが山であったのか決めにくく、総合で決めた。先行、一致、遅行、三つのヒストリカルD Iで決めたということである。これで見ると、山は既に2006年12月である。ヒストリカルD Iだけで機械的にやると2006年12月がもう山で、2007年初めから後退局面であったということになる。私は、そうしたことが起こっているとは思わないが、内需が停滞気味で推移しているので、計算結果がそうなることについてもあまり不思議でもないと思っている。私は、現在基本的に後退局面にあると考えていないが、先程申し上げたタイミングの問題があって、先行のC Iが例えば今年の春頃にボトムを付けて上がっていけば、一致C Iがその時に下がっていても後退にはならずそのまま拡大局面を続けるということになるかと思う。ただ、その辺りの局面の動きはかなり慎重によく見極める必要があるかと思っている。

もう一つ付け加えたいのはアメリカの経済についてであるが、アメリカ経済の後退確率は4割だと言われている。私自身は、アメリカ経済の先行きは、先程水野委員が言われたように、L字型ないしは鍋底型の停滞が2009年の初め頃まで続く、長期化するという姿が有り得るのではないかと思う。従って、必ずしも景気後退になるとは考えなくても良いのではないかと思う。NBERの景気循環日付については、日本の場合とは違って、実質GDP、雇用、移転所得を除く実質所得、卸小売売上高、実質所得、鉱工業生産で一般的に大幅な減少が続くと景気後退になる。既に、実質所得、鉱工業生産は9月にピークがついている。この先また持ち直せばそのピークはなくなるので問題なくなるが……。その他の雇用あるいは実質GDPはマクロ・エコノミック・アドバイザーの月次のGDPを使って判定しているようであるから、GDPと雇用がマイナスになると、後退だと判

断される可能性がかなり高まると思う。

それから、もう一点最後に付け加えたいことは、住宅価格の推移である。これは、資料をお配り頂いて宜しいか。イエール大学のロバート・シラー氏が住宅価格をずっと長く研究されていて、お手許に配らせて頂いたのはシラーさんの著書「Irrational Exuberance」の一部とその後に少し足したものである。これは、1890 年からという非常に長い期間で住宅価格がどう推移してきたかを示したものである。大恐慌の時にどの位下がったか、おおまかに言うと——実は 1910 年代に凄く下がっているのだが——、3 割位実質住宅価格が下がっている。シラー氏は 1998 年がスターティング・ポイントだと言っており、それ以降の上昇幅は誠に異常である。このデータが正しければ——これは色々なデータを繋ぎ合わせているので、どこまで正確かは議論の余地が残されているのだが——、この上がり方は異常である。8 月のジャクソン・ホールの会合で、ミシュキン氏は実質住宅価格が 2 割下がるという想定でシミュレーションをしたのだが、2 割だと 160 位のところまで戻る訳である。しかし、1940 年位から上方トレンドがあると考えて伸ばしていったとしても、160 は過去の状況から考えるとやや苦しい。最悪だと 120 位まで戻らなければいけないことが予想される。名目で 10～15% 位住宅価格が下がるとすると、実質ではマイナス 2 割ということになり得る訳であるが、それよりも実はもう少し大きいのかなと。どうも私が考えていたよりも——これは他の色々な調べ方がある。可処分所得と住宅価格の比率とか、あるいは住宅ローンが出過ぎた分とか色々考えるのだが——やや大幅で、実質でマイナス 2～3 割位、名目では -10% 台に乗るかと思っている。そのことのインプリケーションはかなりあって、どうしてアメリカで財政政策発動までやってもマーケットが評価しないかの根源はここにあると思う。仮に住宅価格の下げ幅が思っていたよりも大幅だとすると、金融機関に発生する損失が拡大する。私は 9 月の時点で金融機関に 1,000 億ドル、マーケット全体で 3,000 億ドルと申し上げた覚えがあるのだが、ブルームバーグの調査によると 1,400 億ドルのロスが既に計上されている。そして、主要欧米金融機関の市場価値のロスをマー

ケットで測ることができるのだが、これは既に 5,000 億ドル減少している。日本の場合は、バブル崩壊時、金融機関の時価総額は 136 兆円減った。実際に発生した損失は約 100 兆円である。それから、マクロ・エコノミック・アドバイザーズが市場関係者に、住宅ローン及びストラクチャード・クレジット両方合わせてどの位最終的にロスがあるかというアンケート調査を行った——12 月中旬に調査した——が、その結果は約 5,100 億ドルというものである。私が注目しているのは、住宅関連よりもクレジットの方が実はロスが大きいというところで、これは要注意ではないかと思っている。以上である。

福井議長

中村委員からお願いする。

中村委員

国内経済については、前回会合後に公表された指標や支店長会議における各地からの報告に基づく限り、先月の決定会合での経済に対する基本的な評価を変更する必要はないと思う。しかし、新年入り後、米国では失業率の上昇や個人消費の鈍化を示す指標が明らかになるなど、米国経済の下振れリスクが一段と高まっている。また、サブプライムローン問題に端を発した金融機関の損失拡大や信用収縮への懸念などから、日本を含めた各国の株式市場は大きく揺れ動いており、世界経済の先行きに対する不確実性が高まっている。

まず米国経済については、バーナンキ F R B 議長が先週 17 日の下院予算委員会の公聴会において「経済の基本的な見通しが悪化しており、成長に対するダウンサイド・リスクはより明白になった」と証言したように、減速感が強まりつつあり、市場参加者の中にはリセッション入りの可能性を指摘する向きもあるようである。すなわち、住宅投資が大幅に減少しているほか、住宅価格の下落傾向が継続していることに加え、12 月の失業率が 5.0%と前月比+0.3%ポイント上昇し、従来は比較的底堅かった労

働需給に変化の兆しが窺われる。また、個人消費については、総じてみれば底堅く推移しているものの、12月の小売売上高が前月比-0.4%となるなど減速感を幾分強めているようである。クレジットカードローンや自動車ローンにおける延滞率が上昇している点も、先行きの消費動向を見通すうえで懸念材料である。

なお、日本、アジアから北米向けのコンテナ海上荷動きは、ここ数年数量ベースで前年比二桁増のペースで好調に推移してきたが、PIERSのデータでは昨年1~6月の+2.9%から、7~10月は-2.5%と前年割れの水準まで減少した模様である。企業金融面でも、CP発行レートは新年入り後に低下したものの、社債スプレッドは引き続き拡大している。先週発表されたベージュブックにおいて、融資基準が引締められていることが指摘されており、格付けの低い企業を中心に資金調達コストが上昇しているようである。バーナンキFRB議長が機動的に金融政策を運営していく旨表明しているほか、先週18日にはブッシュ大統領が緊急の景気対策の骨子を発表するなど、総合的な景気対策に注目が集まっている。また、これまでのところ企業業績は金融業を除けば概ね増益基調が維持されているほか、輸出も好調であり賃金・所得面でも大きな変調が顕在化していないことから、先行き住宅投資の減少幅が縮小するにつれて、時期的な不確実性は残るものの、経済が潜在成長率に向かって回復していく可能性が高いように思われるが、注意深くみていくことが必要だと思う。

その他の地域に目を転じると、欧州では企業や消費者のマインドは悪化しているが、輸出、生産は底堅く推移しており、先行きも幾分減速しつつも底堅い成長が続くと考えられる。また、中国経済は高成長を続けているほか、東南アジア諸国もこれまでのところ内外需ともに拡大を続けているようである。米国経済のダウンサイド・リスクが高まっているため、世界経済の先行きについては、これまでより一層慎重にみていく必要があるが、今のところ世界経済は若干減速しつつも総じてみれば安定的な成長を続けていくと想定される。

国内経済については、企業規模や業種、地域により温度差はあるが、総

じてみれば、住宅投資の落ち込みなどから減速しているものの、基調としては緩やかに拡大しているという状況に大きな変化はないと思う。すなわち、輸出は中東をはじめとする新興成長国向けを中心に増加基調を辿っているほか、設備投資も資本財総供給や機械受注などをみると引き続き増加基調となっているようである。個人消費関連では、総じてみればサービスや耐久財を中心に底堅く推移していると言えるが、力強さには欠ける状況である。これは、足許中小企業を中心に賃金が伸び悩む中、石油製品や食料品などの身の回り品価格の上昇傾向が強まり、株式市場の低迷や先行きの世界経済の不確実性の高まり等により、消費者センチメントが悪化していることが背景にあると思われる。

住宅投資については、新設住宅着工件数が9月以降、2か月連続して持ち直しの動きがみられるが、引き続き大幅に減少している。国土交通省は法改正の円滑な施行に向けて様々な取組みを行っているが、技術者の人的ボトルネックの問題もあるため、建築確認の事務が円滑に進むか懸念される。また、昨年12月の首都圏の新築マンションの契約率が59.3%と引き続き低水準となっているが、物件価格の上昇が購買層の資金調達可能額を上回ってきたことから、住宅需要が変化しつつあることも勘案すると、住宅投資の回復については引き続き注視する必要があると思う。コアCPIの先行きについては、当面石油製品の価格が大幅に低下しない限り、プラス基調を維持していくと考えられる。しかし、生活防衛のための消費者の物価に対する厳しい反応や流通業等の熾烈な企業間の競争は継続しており、国民の物価先高観が高まっているとはいえ、価格転嫁の動きが幅広く拡大するには時間を要するようと思われる。この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価や長期金利は前回会合以降大幅に下落、低下している。株価は、米国の景気後退懸念やこれを受けた円高の動きを材料に大幅に下落した。世界経済や金融市場の先行きに対する不透明感が強く、我が国経済への影響の見極めがつくまでは我が国金融市場もボラティリティが高い状態が続くと考えられる。引き続き市場における値動きの背景を確認しながら、市場が発するメッセージを注意深く読み取っていきたいと思う。

最後に展望レポートの中間評価についてであるが、執行部の原案どおりいずれも「①」で良いと思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員からお願いします。

亀崎委員

まず日本経済である。後程セクター別に述べるが、住宅投資の落ち込みが長引いていることなどから足許は減速が続いているものの、引き続き緩やかな拡大基調は維持されている。また、1月15日公表のさくらレポートでも、足許の景気は一部で弱めの動きがみられるものの、ほとんどの地域において拡大または回復方向の動きが続いており、地域差はあるものの、全体として緩やかな拡大基調にあることが確認された。こうしたことから、執行部の基本的見解に特段の異論はない。10月の展望レポートの中間評価については、景気と消費者物価はいずれも執行部の案「①」が適切と考えている。企業物価は執行部案どおりで良いと考える。以下ではやや敷衍して申し上げる。

海外景気については、引き続き米国が焦点であるが、景気の減速感が一層明確化してきている。すなわち、住宅市場では販売、着工の落ち込み、在庫の積み上がりが続く、10月のケース・シラー住宅価格指数が1987年の統計開始以来最大の下落幅となるなど、住宅価格の下落も顕著となってきた。これまで底堅さをみせてきた雇用についても、12月の非農業部門の雇用者数は前月比+1.8万人と4年4か月振りの水準にまで落ち込み、失業率も+0.3%ポイント上昇しているほか、失業保険の継続受給者数も高止まりが続くなど、減速感が出てきている。これに加え、ガソリン高、株安、個人向け融資基準の厳格化などもあって、消費者心理の悪化が続く、小売売上高は12月は6か月振りのマイナスに転じ、10～12月でも伸びが鈍化するなど、個人消費にも減速感が窺われつつある。以前よりご紹介している商務省の州毎の売上税額の動向については、年末に行っ

た横浜での金融経済懇談会の参考資料にやや詳しく掲載しているが、これをみても2004年から2006年7～9月まで前年比+6～+10%で堅調に推移してきた後は伸びの鈍化が続いており、2007年の7～9月は+0.4%にまで水準を下げてきている。また、住宅価格の下落幅が大きい地域では、売上税額がマイナスとなっている傾向にも変化がない。すなわち、個人消費の動向を示す売上税額と住宅価格の動向には、ここ20年間の動きをみても強い連関性がみられる。従って、住宅価格が今後一段と下落していく可能性のある状況下、これが個人向け融資基準の厳格化、株安等も介して個人消費に与える影響には、一段と目を凝らしていく必要があるかと思う。企業部門でも10～12月は2四半期連続の減益となる見込みであるほか、製造業のISM景況感指数は景気拡大の目安となる50を11か月振りに割り込んでいる。こうしたもとで、設備投資についても、非国防資本財新規受注には減速感がみられる。こうした中、バーナンキ議長も、「景気下振れのリスクが一段と高まった」との見解を表明し、「必要に応じて大幅な追加措置を採る用意がある」と述べるとともに、17日の議会証言で財政出動による景気刺激策を支持している。これから採られる財政と金融の両方の緊急政策が減速しつつある米国経済の回復にどのような効果をもたらしてくるか、注意深くみていきたいと思う。また一方では、原油高等を背景とした物価上昇圧力も高止まりしているため、引き続き景気、物価双方の動きに目を凝らしたいと思う。

ユーロ圏では潜在成長率程度の実質GDP伸び率が達成できるというメインシナリオに変化はないが、金融機関による融資基準厳格化等を受けたダウンサイド・リスクには引き続き警戒する必要があると思う。一方、物価面では、コア消費者物価が高めの伸びを続けており、先行きについてもトリシェ総裁が指摘するように予想を上回る賃上げや競争圧力に晒されていない産業での価格交渉力の向上等を背景として、二次的な波及効果を生む可能性も懸念されている。このため、欧州についても景気、物価の両面を注視していきたいと思う。また英国については、高めの成長が続いているが、BOEのクレジット・コンディション・サーベイでも金融機関

の融資基準厳格化が窺われるほか、このところの住宅市場の減速はやや急な動きであり、今後の景気動向をよくみていきたいと思う。このほかの地域——中国、インドを始めとするアジアや中東、中東欧など——の景気は堅調であり、世界経済は全体として拡大を続けていると考える。

我が国の景気については、景気動向指数C I——先程、岩田副総裁から詳しくご説明があったが——の一致指数は高水準横這いで推移しており、景気の底堅さを裏付けているように思う。一方、先行指数の方は、11月は98.0と直近のピークである2006年5月の108.0から10ポイントと下落幅が大きくなっている点はやや気掛かりである。改正建築基準法施行を受けた住宅投資の落ち込み、米国景気の減速、原油高などもあるため、景気の先行きについては予断なくみていく必要があるかと思う。特に地方については、1月15日公表のさくらレポートでは9地域中4地域が情勢判断を下方修正しているが、こうした動きが我が国の景気全体に与える影響にも注意したいと思う。

セクター別にみると、まず輸出についてであるが、米国向けの伸びが鈍化しているものの、その他の地域向けに支えられ堅調な動きが続いている。設備投資についても、機械受注は10～11月を均してみれば前期比+2.4%で、受注残高が高水準であることから示されるとおり堅調である。家計部門について、雇用、所得面をみると労働需給は引き続きタイトである。こうしたもとで雇用者数は増加を続けており、一人当たり賃金が弱めの動きを示す中であっても、給与所得の総和は緩やかに増加している。先行きも、経団連による賃上げ容認姿勢に加え、一部企業における非正規社員から正規社員への切り替えや派遣を巡る違法行為に対する業務改善命令などもあって、企業から家計への所得波及は緩やかながらも進んでいくと思われる。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移しているが、ガソリン高や株安、円高による資産の目減りもあって、消費者のマインドは引き続き悪化しているため、今後とも注視が必要である。

物価面では、原油、穀物などの国際商品価格が高止まっているほか、金、ドル安等を背景に既往最高値を更新している。これを受けて、企業物価

が高い伸びを続けている。C P Iは11月は+0.4%と1998年3月以来の水準に上昇した。同指数を構成している523品目の動きをみると、上昇品目数から下落品目数を引いた数は66と、上昇品目数が下落品目数を上回るという2006年8月以降の傾向が一貫して続き、しかも2007年4月以降その水準が高まる状況も続いている。こうしたことから、物価の緩やかな上昇基調には変化はないと考えている。ただし、足許の伸び率拡大——+0.1%から+0.4%に伸びたこと——については、昨年夏以降の原油高が大きく寄与しており、今後、原油価格が現状のレベルで推移すれば、今年の夏以降、上昇寄与が剥落することには留意して推移を見守りたいと思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回会合以降発表されたデータをみると、既に多くの委員が指摘されているように景気の現状判断及び先行きの見通しについて前回会合の判断に修正を迫るものはなかった。現状判断と先行き見通しについては既に発言された委員と共有しているので、以下では実物経済に関して三つの論点に絞って意見を述べたいと思う。

第一に、今般景気回復の基本的メカニズムは、足許まだ変調を来たしてはいないことを確認したいと思う。以前から、MPMの場で議論され、議事要旨で明確にされているように、今般景気回復の基本的メカニズムは成長エンジンの多様化とばらつきの大きさということに特徴づけられる。そのため、生産から所得そして消費への波及は、従来型の景気回復に比べて底堅いものの盛り上がりには欠いていた。実際、例えば好調だった住宅建設は昨年初から年央に掛けて既に陰りがみられていたが、その一方で在庫調整中であったIT関連は年央から年末にかけて目立った回復をみせるなど、小さな主役が頻繁に交代し底堅いが、そもそも力強さがあった訳では

ない。輸出においても、米国向けが直近若干変調を来たと、その他地域、特に中東への輸出が大きく伸びるといった具合である。従って、需給ギャップはプラス領域にあると考えられるものの、急速に引締まるというより一進一退の状況であった訳である。そうした背景のもとで改正建築基準法ショックが起こり、元々力強さに欠ける成長がさらに鈍化するという状態となったので、その状況を 12 月の基本的見解で追認した訳である。さらに、住宅市場を超えてより広くプロパティ・マーケット全体をみると、マンション市場低迷の一方で、オフィスや商業用プロパティでは選別色は強いものの、減速感の強い欧米を避けたリアル・マネー筋からのエクイティ投資意欲はかなり盛んである。例えば、このところプライベート・エクイティを中心としたクラブ・ディールが出てきており、悲観色一色ということではない。このように減速感の強い部門でも今般の景気回復に特徴的な需要の多様性とばらつきという点では足許で大きな変化はみられない、というのが適切な判断であろう。このことは景気判断にも影響を及ぼしていて、D I、C I を使うのは、同じ方向に動く景気のコ・ムーブメントを取り出そうとしているのだが、今回の場合はコ・ムーブメントがそもそも非常に弱いので、景気の山谷の判断は極めて難しくなるということで、吉川先生達が大変な思いをされるのではないかと想像している。政策委員会は 12 月基本的見解で景気減速を指摘したが、景気回復の基本的なメカニズムが変調を来したと判断変更したのではない。12 月に大きく判断変更するならば、判断変更を迫るデータの変調を示さなければならなかったと思う。しかし、そのようなデータはなかったということである。

第二に、日本のメインシナリオの基本的メカニズムには変調はないものの、世界的にみればダウンサイドの不確実性は高まっている。その中で、今般は一つの特徴がみられると思う。それは、各国経済で従来よりも先鋭なかたちで二極化が起こっており、それが経済活動の行方にも影響を及ぼし始めている点である。以下、特に問題となる米国に絞ってみたいと思う。ミシガン大学のコンシューマー・コンフィデンス・インデックスは 11 月までの急落の後 12 月は下げ止まったが、過去 2 年来最低水準にあ

る。ここで米国消費者を低所得、中所得、高所得に三分割すると、低所得層の多数の経済状況は、先程亀崎委員からご指摘があったように、石油関連価格、食料品価格上昇が直撃し大きく悪化した。これに対し——あまり知られていないのだが——、高所得層では所得が増加し、高所得層の多数の経済状況は好転したというのがこの11月、12月の特徴である。このことから、第一に、今後消費性向の高い低所得層での消費の減退があることが示唆されていて、これから数か月消費の伸びが大きく低下する可能性が高いことが分かる。それから第二に、過去のイージーマネーの時期に金融機関の積極的融資姿勢に乗るかたちでこうした低所得層がオートローンやカードローン残高を大幅に増加させたことを考える必要がある。従って、低所得層の経済的困難はサブプライムローンのみならず、オートローンやカードローンの延滞率の目立った上昇を示唆する可能性が高いと思う。そのため、現在広範囲に起きている証券化商品のリプライシングがさらに先鋭になる可能性がある。加えて、三番目に低所得層の経済的な困難は保護主義的な風潮をさらに強める可能性が高いということにも十分注意する必要があると思う。米国で先鋭的に出ているこうした事態については、イージーマネーによるブームが起こった国ではかたちを若干違えても似た状況にあることがあると思うので、世界経済の行方は従来に増して慎重に事態を見極める必要があると思う。

第三に、物価情勢である。11月全国CPI——除く生鮮——変化率は、私の予測前年同月比+0.37%、四捨五入で+0.4%上昇に対し、実績は+0.41%、四捨五入で+0.4%と一致した。私の予測と実績の乖離は、基本的には石油価格の影響を除く物価上昇のモメンタムを示すということは既に申し上げたとおりである。11月は小さいが+0.04%ポイントの物価上昇モメンタムを示している。従って、先月の傾向は維持された。企画局試算の刈込平均が+0.06%ポイント上昇幅を拡大し、+0.30%上昇となったことと符合する。上昇寄与度が高いのは夙に指摘される食品関連であるが、その他にも板材、浴槽、浄水器の住宅関連と——不思議なものであるが——塀の工事費、タクシー代といったサービス関連である。しかし、

同時に台所洗剤等前年同月と比べて、値下がり傾向にあるものも少なくない。従って、モメンタムは持続しているもののそれが高まったとは考えられないと思う。先行きだが、12 月予想は+0.63%であるが、前年指数が切下げだったということもあり、恐らく+0.7%に達する可能性が高い。その後、1 月は+0.6%、もしガソリン、灯油が 1 月中旬価格で高止まるならば 2 月は+0.7%、3 月は+0.8%となつて、年度平均は+0.2%となり、10 月展望レポート比上振れて着地すると思う。その後、石油価格が 1 月中旬水準を保ち、かつ、年度初でのサービス価格改定も小さく物価上昇のモメンタムが高止まらないならば、2008 年度前半は+0.4~+0.6%と高くなるが、後半は 0~+0.2%台にとどまり、2008 年度平均は+0.3%台になるということになる。全体の動きは、石油価格の落ち着きの度合い——これは押し下げ要因であるが——、物価上昇のモメンタムがサービス価格上昇等へ広がって行くか——これは押し上げ要因であるが——、この綱引きに懸かっていると思う。

以上の議論を踏まえると、展望レポートの中間評価については、景気についても物価についても執行部の提案どおり、「①」案で結構だと考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気動向をみると、海外経済や金融資本市場の不確実性や原油など一次産品価格の高騰といったリスク要因もあるが、足許輸出・生産は堅調であり、雇用や個人消費そして設備投資に関するハードデータも底堅さを維持しているので、生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムは途切れておらず、先行きについても 2008 年度は+2%程度の成長に回復するとの見方を崩していない。しかし、成長率が改正建築基準法の影響を主因として一時的に鈍化することはほぼ明らかであるので、中間評価について

はいずれも「①」が良いと思う。また、前回会合で変更した基本的見解については、先月から特段変更なしということで違和感ない。10月の展望レポートで指摘した上振れ、下振れリスクについては、その幾つかはここへきて現実味を増しつつあるようにも窺われる。以下では、そうしたリスク要因を中心に簡単に整理してみたいと思う。

まず、米国景気が一段と減速するリスクについてであるが、住宅価格の下落、着工件数の減少など住宅市場の調整が進んでいるものの、在庫率はまだ高く、価格の低下はまだまだ続くと想定され、調整は長引くとみている。ローン返済の遅延や住宅の差し押さえも増加しており、金融機関は損失を拡大させるとともに与信条件を厳格化している。また、ISM製造業景況感指数の大幅な下落、小売の予想比下振れ、非農業部門雇用者の増勢鈍化、失業率の上昇などから、住宅市場からの波及の広がりが顕現化し始めており、リセッション入りのリスクが高まったとの見方が増えている。実際、大手外証の一部では、リセッション入りを標準シナリオとする先も窺われ始めた。他方、バーナンキFRB議長は議会でリセッション入りする見通しは持っていないと繰り返し述べているが、経済見通しの下方修正を示唆している。

この間、金融資本市場はリスク回避姿勢が強まり、最悪のケースをも織り込んでいるように窺われる。欧米のマネーマーケットは中央銀行の協調行動もあって落ち着きを取り戻しつつあるが、サブプライムローンRMBSは引き続き機能停止状態が続いているほか、ABS-CDOも相次ぐ格下げを受けてスプレッドが拡大しているし、デフォルトする銘柄もこのところ増えているようである。CDSプレミアムも、金融機関の損失拡大懸念やモノラインの格下げ問題等を背景に、年明け以降再び拡大している。株式市場や為替市場はボラティリティを高めているし、原油価格は高止まりしている。

住宅市場や以上のような市場の調整は実体経済への波及効果を強め、その影響が住宅市場などに跳ね返り、その結果、金融機関の損失もなかなか減らないという悪循環も生じさせかねない。プライムローンやクレジット

カードやオートローンなどへの波及、住宅建設ローン会社への波及と貸し手である地方銀行にまで問題が波及するリスクなど懸念材料は幾らでもある。しかし、足許までの経済指標からは、リセッション入りをメインシナリオにするのは行き過ぎだと思う。雇用統計は季節調整や天候要因で振れるので、雇用増のトレンドはもう少し数字をみて判断する必要がある。失業率についても、徐々に増えているとの認識で取り敢えずは良いと思っている。失業保険申請件数、レイオフや納税データなどからも急速な雇用調整はみてとれない。また、企業部門の在庫・出荷バランスや慎重な雇用、投資活動、良好な財務状況、ドル安下での輸出や輸入代替の増大などを考えると、企業部門の大きな調整もあり想定されない。原油価格には、ビルトイン・スタビライザーの役割もあると思う。いずれにせよ、下振れリスクを意識しながらもリバース・ソフトランディングを維持できるとみているが、今後の動向を注視していきたいと思っている。

一方、潜在成長率の低下、賃金の高止まりという物価上昇圧力がある中、市場関係者による今年の各四半期の平均的な成長率見通しがあまり低下してない段階で、財政政策と積極的な金融政策が提示され、インフレ・リスクが高まっているとみている。コアPCEデフレーターやコアCPIは再び伸びを高めつつあり、米国景気の減速によってインフレ率は落ち着いていくとの当局の思惑とは裏腹に、市場関係者の多くはインフレ率の高止まりに一旦目をつぶって景気浮揚を優先させているとみているようである。このこともインフレ・リスクを高めかねない。

なお、欧州経済についても、生産や小売売上数量が足許伸び悩んでおり、サブプライムローン問題を背景とする金融資本市場の不安定化がハードデータにも波及してきたのではと気になっている。米国同様、インフレ率の上振れリスクとセットで注視していきたいと思っている。

国内経済については、いつ正常化するかは不確実であるが住宅着工戸数には漸く底打ち感が出てきている。経済のリード役である輸出については、米国向けの弱さを新興成長国向けがカバーする形で増加し、生産については在庫と出荷が概ねバランスのとれた状態で増加している。雇用環境につ

いては、有効求人倍率が1を割れたが、これには派遣、請負求人の適正化の推進やハローワークを通さない求人の増加の影響が考えられるので、これ自身重要なシグナルだとはとらえていない。また、労働力調査の雇用者についても再び+1%台に戻ったし、名目賃金も久し振りにプラスとなった。前年の裏の可能性もあるが、団塊世代の退職要因などの構造的な背景が剥落したということかもしれないと思っている。

賃金については中小企業の弱さが気になるところであるが、従業員4人以下の事業所の決まって支給する給与の下落率は7月時点の調査で昨年一昨年も前年比-0.1%と同じで、5人以上と大して変わりがないことが示されている。今後、インフレ期待が高まるもとで、久方振りに組合側が賃上げ要求を強めることも予想される。経営サイドにもある程度賃上げを容認する姿勢が窺われている。ただ、同じ4人以下の事業所の特別に支払われた給与額は前年比マイナス幅を昨年に比べて大きく拡大させており、5人以上とギャップがみてとれる。従って、今後も中小企業の賞与の動きに注目したいと思っている。また、生活必需品の価格上昇のもと、景気ウォッチャー調査や消費者態度指数が大幅に下落しており、そうしたマインドの悪化や株安などのマーケットの動きが個人消費に悪影響を及ぼさないか、注視していきたいと思っている。

最後に物価である。10月に前年比プラスに転じたコアCPIは、11月に上昇幅を+0.4%まで拡大させた。10月の展望レポートでも、物価に上振れ圧力が加わるリスクについて指摘したが、価格弾力性の相対的に低い生活必需品を中心とする継続的な価格引き上げあるいはそうしたことに関わるニュースが人々のインフレ期待を上振れさせている可能性が高いと思われる。9回以上購入する品目の価格指数の前年比をみると、10月の+1.1%に続き11月は+2.0%まで伸び率を高めているし、生活意識に関するアンケート調査や内閣府の消費動向調査をみると、1年後に物価が上昇するとみる人の比率は大幅に上昇している。市場では年度末にかけてCPIコアが+1%程度にまで上げ幅を拡大していくとの見方が出ているが、インフレ期待の高まりがインフレ率や賃金にインタラクティブに影響す

ることを踏まえれば、想定以上にインフレ率が上振れてしまうリスクも念頭に置いておくべきだと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、野田委員から願います。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標や調査結果などをみると、改正建築基準法の影響が色濃く続き住宅投資の落ち込みも続いていることが確認されるなど、これらを含めて我が国経済は昨年10月の展望レポートで想定した姿よりも減速しているという見方は前月と変わらない。輸出を起点とした生産・所得・支出の循環メカニズムは途切れておらず、先行きについても緩やかな拡大を続ける可能性が高いとの見方をメインシナリオに据えることに基本的に変更はない。もっとも、この循環メカニズムの起点となってきた好調な輸出の背景にある海外経済の拡大に関して、最大のリスク要因である米国経済の鋭角的な減速がこの1か月に出的ハードデータなどから一層鮮明になり、先行きについての不確実性は高まった。

まず、国際金融市場であるが、短期金融市場は欧米5中銀による流動性供給策の効果もあって幾分安定を取り戻したものの、クレジット市場はスプレッドが総じてさらに拡大するなど、全体として正常化の兆しはみえない。一部の米国金融機関の2007年10～12月期の決算が公表され、サブプライムローン関連の損失額——すなわちバランスシートの毀損状況——とバランスシートの修復策が出資先の拡大などとともに明らかにされた。これに対する現時点までの市場の反応をみる限り、大手モノライン二社の格下げのインパクトも加わったこともあり、あく抜け感が出るのではないかとの期待を裏切り、今期以降の追加損失に対する警戒感が強まっているようである。因みに、バーナンキ議長も議会証言で予想される損失の上限の幅を一挙に引き上げた。

次に米国経済について述べると、冒頭にも申し上げたように、急減速を

示唆するデータの発表が相次いだ。住宅市場は 11 月の中古住宅販売件数が前月対比で横這いになったほかは、販売、着工とも引き続き大幅な減少を続けており、住宅価格はケース・シラー住宅価格指数——主要 10 都市——でみて 10 月は前年比-6.7%、前月比の年率換算では-16.9%と下落テンポも加速している。在庫が極めて高い水準にあることや金融機関の融資姿勢の厳格化、流動化市場の機能停止等を勘案すれば、住宅市場の底打ちは後ずれする可能性が高いともみられる。第 3 四半期まで比較的順調に推移し住宅部門の不振を補ってあまりあった個人消費も、減速感が強まった。クリスマス商戦の後半戦はベージュブックでも報告されているように低調な結果となった模様で、12 月の小売売上高のヘッドラインは 6 か月振りの前月比マイナスとなり、ガソリンなどを除くコア売上高も+0.2%と低い伸びにとどまった。この間、雇用創出は急減している。12 月の民間の非農業部門の雇用者数——これは単月のデータであり、しかも修正あり得べしではあるが——は前月比マイナスに転落し、失業率は 2005 年 11 月以来 3 年振りに 5.0%まで上昇した。このような雇用環境の悪化を背景に、これまで消費を支えてきた賃金、所得の伸び——私は総労働時間指数に時間当たり賃金指数を乗じた総賃金指数の動きを観察しているが——は足許、名目でも比較的是っきりと鈍化しており、実質ベースでは 12 月は前年比でゼロ%近傍まで急低下しているとみられる。加えて、住宅価格の続落、株価の急落による逆資産効果等を踏まえれば、個人消費は先行きさらに減速する蓋然性が高くなったとみている。企業部門では、12 月の I S M景況感指数は、製造業が 47.7 と 6 か月連続で低下し 50 を割り込み、かつ 2003 年以来の水準まで落ち込んだ。中でも、内訳である海外新規受注が前月から-6.0 ポイントの悪化を示した。ここ数四半期、輸出は好調を続けていただに、単月の数字とはいえ先行きは気掛かりが残る。設備投資は、機械投資の減速感が明確になってきている。また非居住者用建設支出は計数が大幅に上方修正された結果、11 月までは高水準の伸びが続いたが、オフィス空室率上昇や商業用不動産価格下落のニュースが増加していることは企業金融が厳しさを増す中で注意が必要である。

以上のように、米国経済はダウンサイド・リスクが一部顕現化したとみているが、F R B議長が金融政策の実質的な追加措置を示唆すると同時に、財政政策による短期的な景気対策に賛同したことも情勢の深刻さを裏付けるものである。米国経済の減速、停滞の影響がエマージング諸国をはじめとする世界経済に本格的に及ぶまでの間に、金融政策の累積的な効果に加えて、政府の景気対策パッケージの一定の効果が加わって、内需が徐々に回復し、経済全体が潜在成長率に向かってリバウンドしていくというシナリオは目下のところ維持するが、住宅市場と金融機関のバランスシートの問題の両方について底がみえない中で調整の深度とその期間についての不確実性はいやがうえにも増してきたと言わざるを得ない。

次に、我が国経済について述べる。まず企業部門であるが、循環の起点となる輸出について、米国向けは低調、しかしアジアや新興成長国向けが好調という図式は続いている。全体として増加基調にあることは変わっていない。ただ、輸出の先行指標とされるO E C D景気先行指数と米国I S M製造業新規受注指数がともに昨年夏以降低下しており、今後、輸出の動向にはさらに注視が必要である。次に設備投資である。先行指標の一つである機械受注は、均せば高水準を維持しており、機械投資は当面堅調に推移する可能性が高いと思う。一方、民間非居住用建築着工床面積は、10～11月は特殊要因により持ち直したものの、改正建築基準法の影響が残るとみられ、下期の設備投資に対する大きな下押し要因であることに変わりはない。生産はしっかりした増加を示している。出荷・在庫のバランスは建設財を除けば11月も改善しており、ミクロ情報を踏まえると、当面、急激に崩れることはなさそうである。しかし、電子部品・デバイスについては、これまで需要が好調であった品目にメーカーの生き残りをかけた生産能力増設競争が激化しており、折しも米国個人消費の下振れリスクが高まっている中であって、この部門の需給バランスの急変には益々注意が怠れなくなっていると思う。続いて、家計部門である。11月の住宅投資は持家を中心に総着工戸数が年率100万戸近くまで持ち直したものの、改正建築基準法施行の影響の解消において不確実性が高い状況に変わりはない。

く、分譲マンションを中心に需要そのものが低調になっている状況下、今年度上期まで数年間続いてきた年率 120 万戸という水準までの回復は到底見込みがたいと思う。個人消費は、供給、需要両サイドの統計からみても、総じて慎重しやかな増加基調を辿っているとみて良いと思う。先行きは、ガソリン、灯油や食料品などの生活関連品の値上がりが消費者コンフィデンスに目立った悪化をもたらしていることに加え、株価の急落が消費の頭を抑えることが懸念される。一方で、雇用・所得環境の短中期的な変化——具体的には、日本経団連の賃上げ容認明確化を受け、大企業において賃金や中小企業への支払がどこまで緩むか、言い換えれば、これまでの企業部門が形成してきた合成の誤謬がどう正されていくのか——に注目している。

最後に物価であるが、エネルギーと食料品価格の上昇、いわゆるコスト・プッシュ要因から、11 月のコア C P I は前年比 +0.4% に上昇した。身の回り品の価格上昇が消費者のインフレ期待を急速に押し上げていることと相俟って、厳しい競争環境の中にあってもリテイラーの価格抑制スタンスが少しずつ緩んできている結果とみることもでき、この点は中長期のアップサイド・リスクの気配として引き続き、肌理細かく観察していくことが必要である。

以上申し上げたことを踏まえて、展望レポートの中間評価であるが、景気については、執行部案の「①」、消費者物価については、石油製品や食料品価格の上昇というコブは、国際金融市場の落ち着きと共に特に石油製品において将来相当程度解消される、つまりコスト・プッシュの裏返しと考えるのが適切と考え、執行部案「①」を採りたいと思う。以上である。

福井議長

以上、各委員からのご意見の陳述を拝聴した。今回、中間評価を行うという会合でもあって、これまでに明らかになった統計、情報、その他の資料をもとに、経済・物価情勢の見通しについて展望レポートで示したシナリオとの関係を踏まえながら議論して頂いたと思う。株価急落の中での政

策決定会合であるが、各委員から非常に冷静に意見を陳述して頂いて議長としては大変有り難く思っている。皆様方のご意見——私もそうであるが——は、まず当面の情勢判断について前回の決定会合以降の諸々のデータを踏まえても、判断を変える必要はないと。日本経済は足許、減速しているが前向きの好循環のメカニズムは基本的に維持されているという点で変える必要はない、まずそういうご意見であったと思う。ただし、グローバルな金融資本市場は引続き不安定な状況が続いていること、それから米国を中心に海外経済についてダウンサイド・リスクが高まっていること、さらにオイル価格あるいはコモディティ価格、食料品価格等の高騰はそれぞれの国ごとに程度の差はあるが、やはりインフレ圧力をじわじわと高めつつあり、全体としての情勢判断を複雑化する要因になっていること、こういう点についてご指摘があったと思う。私も同様に考えている。それから、以上を踏まえつつ、展望レポートで示したシナリオとの関係ということだが、中間評価はいずれも「①」を採るという点でご意見の不一致はなかったと思っている。皆様方が敷衍されたところを少しトレースバックしてみたいと思う。

まず不安定な状況で推移しているグローバルな金融資本市場であるが、その中で市場の中核というか要のところを占めるマネーマーケットは、昨年来採られてきた中央銀行の協調的な流動性供給策がかなり功を奏している面もあって、インターバンク市場においてある程度落ち着きがみられるようになってきていると思う。しかし、より広く市場全体を見回した場合には、証券化商品市場の機能は引続き大きく低下した状況にあるし、弱めの経済指標あるいは米国、欧州の金融機関の巨額損失の公表などをきっかけにして、社債の対国債スプレッドあるいはCDSプレミアムが拡大し、加えて株価が大きく下落しているというように、市場全体の不安定さは続いていて、実体経済との関係でやはりこの先の帰趨を注意深くみていく必要があるということであったと思う。実体経済としての世界経済は、今のところは地域的な拮据を持ちながら海外経済全体として成長を続けるという標準シナリオが維持されているということであるが、米国を中

心にダウンサイド・リスクは年明け後も高まっているという判断ではなかったかと思う。特に米国においては現に景気の減速感が強まりつつあり、中でも住宅部門で長くかつ厳しい調整局面が続いているということで、住宅着工件数などのレベルは非常に低くなっているけれども、在庫あるいは住宅価格の推移などをみていると、底入れ感が得られる時期にまだなかなか目途が付きにくい状況にあるということだと思う。住宅以外の分野はどうか、つまり米国経済のいわゆるツー・スピード・エコノミーが基本的に維持されているかどうかであるが、設備投資とか個人消費をみると、いずれも引続き増加基調を維持している、あるいは増加傾向を維持していると言って良い状況だろうと思うが、全く影響がない訳ではなくて、個人消費はやはり減速気味、設備投資も機械投資関連を中心に減速感がやや強まっているという感じが窺える。雇用の面で、特にこの単月の数字だけで判断して良いのかという問題は残っていると思うが、米国当局はこれまでの米国経済全体の減速傾向との対比で雇用がやや好調過ぎる———という言葉がおかしいのだが———、非常に好調だという感じを持っていて、その目でみると、先般の特に民間部門の雇用減あるいは失業率が5%に跳ね戻るといったことについては、あまり実感から離れた推移だと受取っている節もないという感じがある。この後の数字の出方でトレンドがもう少し明確になってくるのではないかと思う。いずれにしても、全体として米国景気の減速感は強まりつつあるし、いつが底かということについてはまだ暫くみえにくい状況が続きそうだということのようである。元々米国景気については、昨年第4四半期から年率にして+1.5%ないしそれを若干下回るところに成長率がかなり下がり、今年第1四半期、第2四半期には+1%ないしはそれを下回るところに一旦落ちた後、今年後半以降ゆっくりと潜在成長力のところに戻ると。そのゆっくりとは何ぞやということ———先程からのお話だとなべ底かL字型かと、色々な観測があるが———、これから正確に突き止めていかなければならない。いずれにしてもそういう基本的シナリオは元々あった訳で、足許の減速自体に驚く必要はないが、むしろ今後の動きがそういう形になっていくかどうか、その具体

的な判断材料がいつ頃から得られるかというところがポイントだと思われる。ユーロエリアは内外需とも総じて順調に拡大を続けている感じだが、金融面の不安定性が影響を及ぼさないか等々の懸念は示されていた。現実にはユーロエリアでは、生産や消費関連の一部指標に弱さがみられ始めている。それから金融機関の与信態度がやはり徐々にタイト化しつつあって、さらに追加的影響をもたらさないかという点が注目事項になっているという感じがあるし、海を越えた英国の方でも住宅投資が減少を続けているほか個人消費も減速しつつあるという状況であり、こちらにおいても金融機関の融資姿勢はかなりタイト化してきているということなので、こうした景気の減速傾向は暫く続きそうだという雰囲気にある。それらと対比するとアジア——中国、インドあるいはNIEs、ASEAN諸国——は今のところは従来との比較でみてあまり変調の兆しは窺われない状況で今のところ推移しているという感じかと思う。一方、エネルギー、コモディティ、食料品価格の上昇ないし高止まりが世界的にインフレ圧力を高める方向に作用しているということで、特に総合ベースの消費者物価指数がかなり高い伸び率となってきた国が増えている。アメリカは+4%ちょっと、ユーロエリアは+3%をちょっと超えている。英国は+2%そこそこで低いのだが、これから3%に向かってかなり上がっていく可能性がある。また、急速に上がってくるとの報告が昨日執行部の方からあった中国は+6.9%という数字になっている。このほか、産油国でも消費者物価指数は結構上がっているという状況にあり、世界経済のダウンサイド・リスクの高まりと、インフレ圧力の高まりないしは残存ということとの組み合わせを情勢判断でどう整合的に理解していくか、ここにこれからの課題が大きく残っているという感じである。

日本経済については冒頭に申し上げたとおり、足許減速しているが前向きの好循環は基本的に維持されているという感じであり、特に外需、輸出がここ数四半期、米国向けはあまり強くない——むしろ弱い感じの数字が続いている——が、その他地域向けの輸出が順調に伸びていて、総じて輸出は増加を続けているという判断を変える余地が全くないような状況で

推移している。一方、国内民間需要は何と言っても住宅投資の落ち込みが大きくて、これが日本経済全体としての足許の減速に大きく繋がっているということである。住宅投資そのものは改正建築基準法絡みの影響と、それからもう一つ基調的に住宅価格がかなり高いところに来たことに伴う自律的調整みたいな部分も含まれているので、今後の推移についてはそのところをよく見極めながら趨勢を見出していかなければならないと思う。建築基準法改正の影響は当然次第に減衰していくということであるが、どれ位のスピードでどの程度という点はまだ明確には読めない。徐々にこの悪い影響は減衰していくということだけは今のところ明らかな、という感じである。それから、その他の内需——設備投資、個人消費——については前月の判断と基本的に変わっていないということである。ただ、設備投資については、原材料価格の上昇と収益環境の悪化が中小企業の設備投資構造に与える影響について一層注意を加えてみていく必要があると思う。また個人消費は引続き底堅く推移しているが、最近の様々なサーベイをみると消費者コンフィデンスがかなり低下している。油の値段が上がったり身の回り品の価格が上がったりというように値段が上がってコンフィデンスを害している部分と、株価が下がってコンフィデンスが悪化している部分の両方があって、個人所得の伸び率が極めてモデレートという環境であるが故に、こういう値段の変化がコンフィデンスに非常にセンシティブに作用しているという感じがある。特に株価の下落は単にコンフィデンスだけでなく資産効果を通じて消費を押し下げる要因になると思うので、注意深くみていく必要があると思う。供給面の生産、出荷、在庫については、生産は増加基調を続けているし、出荷在庫のバランスも今のところ不均衡になる兆しがあまりみえないということであるので、この辺のリズム感は好ましいものが保たれているという判断で良いかと思う。

改めて申し上げれば、前回以降今日までに公表された指標を踏まえると、当面は減速を続けるものの生産・所得・支出の好循環のメカニズムは基本的に維持されていて、景気に関しては現状、先行きとも前月と同じ評価で

良いというのが皆様のご意見でもあり、私の見解でもあると申し上げられると思う。何人かの委員から触れて頂いたが、先週の支店長会議においても一部で弱めの動きがみられ、地域差はかなりある訳だが、全体としてみると今申し上げた評価と整合的な報告が多く聞かれたということではないかと思う。物価も各委員がお述べになったところにそれ程大きな不一致はなかったと思う。消費者物価の前年比は既に11月で+0.4%まで上がってきているが、今のところ石油製品のプラス幅拡大等が中心になった物価の上昇ということのようである。こうした前年比の動きは当面は石油製品・食料品価格の上昇などからさらに続き、もう少し上昇幅が大きくなるということだが、その先そうした要因が減衰する中で経済の基本的なシナリオが維持され、より長い目でみてマクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移し、その面からの物価押し上げ圧力でCPIがプラス基調を続けていくかどうか。メインシナリオとしてはそういうところなのだが、そのところを上手く達成できるかどうか、かつ実際の推移がそうなるかをしっかり見極めていく必要があるということであつたと思う。なおグローバルな金融資本市場の不安定性が国内の金融環境にどういう影響を与えているかについては、個別の国内金融機関の証券化市場への関与の度合いはそれぞれかなり違うので程度に差はあるが、総じて言えばグローバルな市場の不安定さの国内金融機関への影響は当初の想定よりは少しずつ拡大してきているということである。ただ我が国の金融環境全般はどうかということになると、その影響は限定的であり、欧米に比べてCP、社債の発行環境は落ち着いている。下位の格付け先では発行スプレッドがやや拡大しているところもみられるが、全体としてみれば良好である。それから貸出市場の方も民間金融機関の貸出態度は引続き緩和的な態度を続けているという状況だと思う。株価だけは世界共通でかなり急速に下落している。今日もご覧のとおり大幅に下がっていて、これはかなり警戒的にみていかなければならない。直接的にマインドあるいは資産効果を通じて国内経済に影響を及ぼす面があるので、注意深くみていく必要があると思う。中間評価については、共に「①」ということでご意見の一致があつたと思

う。そういうことで、なお追加的に幾つかのポイントをご議論頂ければと思う。米国について、財政政策のパッケージが発表されたが、今のところ市場の反応は極めてネガティブというかあまりポジティブな反応がない状況にある。それはなぜかということも一応整理をしておく必要があるかと思う。国内的には 2008 年にかけての経済のブリッジングが二つある。国内の改正建築基準法施行の影響が解消していくのが次の上手いブリッジングになるのか、海外のショックを引続きどれ位吸収できるか、あるいは株価の下落という直接及んでくる影響に対してどれ位耐性があるのかということなど、色々なポイントがあると思うが。

岩田副総裁

財政政策の効果で宜しいか。多分マーケットはこれでは効果が足りないとシグナルを送っているように思う。仮に実質住宅価格が 2 割下がって、実質の住宅資産が 2 割減るとする。アメリカの家計が持っている住宅資産は今 26 兆ドルあるので、ちょっと時間は掛かる訳だが——2 年とか 3 年掛かるかもしれないが——、その 2 割が減ってしまうということは 5.2 兆ドル目減りする。この場合、個人消費は住宅資産 1 ドル当たり 5～6 セント位減少するというのが過去のアメリカの実証研究のコンセンサスに近い値なのである。仮に 6 セント減るとすると、個人消費は 3,120 億ドル減る。つまり、資産が目減りしたので、消費が 3,120 億ドル減る。住宅資産が 3 割減るとすると約 4,700 億ドル減る。この規模で個人消費が減るのに比べて、今度のパッケージは幾らなのかというと 1,500 億ドルである。これは GDP の 1% であるが、ちょっと足りないのではないかというのが、基本的にマーケットがどうして冷たいかの理由だと思う。不足ということなのだと思う。

福井議長

需要追加として不足ということか。

岩田副総裁

不足である。細かいことは凄くある。本当に困っている低所得層にどこまでいくかという本当に細かいことはあるが、額の面からいえばそうだろうと思う。

野田委員

全て消費に回るという保証もなかなかないので、そのうちの3分の1とかと言われている。特にテレビのニュースなどでは盛んに3分の1、3分の1というのが流れている。おっしゃるとおり、そこがやはり大きいのだな。

水野委員

それから大統領選の年であると同時に、日本と同じでねじれなのだな。共和党は大統領職をとっているが、議会の多数は民主党なので、最終的に纏まるのかどうか。財政政策はタイムリーかつ一時的な措置と言っているのだが、タイムリーであることを今一番マーケットが求めているのに、スピード感がない。それとちょっと角度が違うのだが、金融政策の効果というか金利感応度が世界的に低くなってしまっている。株価も確かにエマージング・マーケットは良いのだが、2003年、2004年からの数年間であそこまで上がってしまったことを考えると、金利を少々下げたところで資産価格——住宅価格を含む——に対する効果は多分小さくなっているのだと思う。我が国に至ってはそもそも利下げ余地が乏しい。それから、Fedは金融緩和をして物価よりも景気の減速を懸念しているのに、ECBは賃金の上昇圧力が強いので物価を心配している。気持ちは非常に分かるのだが、マーケットは景気の減速に目が全部いっているので、ECBのスタンスに対して不安感を覚えている。ユーロの動きをみていると、今年の為替市場の特徴だと思うのだが、コンセンサスがないのだな。マーケットが世界経済全体でどこが弱いのかを探している。言い換えれば不美人投票的な状況になっている中で、中央銀行は確かに流動性供給の面ではグッド・

ジョブをした。ただ、金利政策について言えば、マーケットにはF e dも含めて対応が少し遅れているのではないかというところがベースにあって、その上での財政政策の発動なので、そこでやや割り引かれてしまっているような気がする。

須田委員

それに付け加えると、この問題は元々住宅の問題であって、住宅価格の下落については金融政策でそう簡単に対応できない。そうすると、効率的なお金の使い方という点で間接的なので、今困っている人達からみるとどうも歯がゆいと感じられるのではないか。日本でも同じようなことが起きたが、モラルハザードと言われても、最終的に公的資金を投入したところであく抜け感も出てくる。ところが、日本もやってきたように、そこまではどうしても景気対策とかで対応と。それと同じことを今またやるのかという部分もマーケットのフラストレーションにあるのではないか、と私は思う。

福井議長

アメリカにおいてだな。

須田委員

アメリカである。

福井議長

同じ道を歩んで…。

亀崎委員

私も同感であるが、一番の問題は、金融機関が抱えている証券化商品等の損失がまだ処理ができていないことにある。2007 年第 4 四半期に住宅ローン証券化商品の評価損を期間収益で吸収できないで赤字決算となっ

ている先は、例えばメリルリンチ、モルガン・スタンレー、ベア・スターンズ、シティバンク、ワシントン・ミューチュアル、UBSと多数に上る。こういうふうに期間収益で評価損を落とし切れなくなってきた、しかもシティグループはここ暫くは1四半期分の利益が大体50億ドルないし60億ドルであったが、第4四半期には180億ドルも評価損が出ているという状況である。メリルリンチは6四半期分の純利益に該当する赤字が出ている。その中でもっと問題なのは、例えばシティバンクのサブプライムローン関係のエクスポージャーが2007年12月31日現在でまだ373億ドルある。それからUBSについては、10月30日現在でまだネット・エクスポージャー——Positions related to US sub-prime residential mortgage market——が388億ドル残っている。すなわち、第4四半期では各金融機関とも評価損を期間収益でカバーできなくなっていて今資本増強が行われているが、まだネット・エクスポージャーがこれだけ大きく残っているため、根源的な問題が解決していない。今回の財政出動だけでは根源のところに迫っていないのではないかというメッセージではないかと思う。シティとかUBSの自己資本比率は低下しており、シティグループの自己資本比率は2006年の第4四半期——1年前——と比べると0.8%下がっているし、Tier I比率でも1.5%低下している。UBSも2007年第3四半期の時点で、2006年第4四半期と比べると既に自己資本比率は1.1%の低下、Tier I比率は1.3%も低下している。これらはいずれも自己資本がまだ厚いので良いのだが、それ以外の自己資本が厚くない欧米の金融機関の抱えている損失の状況はみえておらず、処理も進んでいない。これがやはり今回の施策が評価されていない理由ではないかと思う。

福井議長

住宅金融市場の調整の目途にも深く絡んだ段階になっているかと思う。モノラインがあく抜けの材料だとしても、それを超えてやはり住宅価格がどこまで下がるかという目途がみえない限りは、不良債権の総額はみえない。そうすると、最後まで経営の信認を失わないで資本調達ができるかと

いう問題だな。この答えになかなか行き着かない。これが基本問題であるのは間違いない。

水野委員

ソブリン・ウェルス・ファンド側に好き嫌いがあるほか、欧米の大手金融機関で資本の分捕り合戦になり始めており、もう資本増強策の第二段目に入っている。特に海外の市場関係者と話していて思うのだが、不良債権問題のことをあまりよく理解していない。不良債権問題、すなわち、日本の経験をみて欲しいと思う。つまり、下手をすると——政策対応をただやらやっている——金融機関の体力が相当奪われる可能性がある。それを考えると、スピード感が必要である。ただ、福井議長がおっしゃったように、そもそも不動産価格が底入れしていないうちに、いつ終わると議論してもあまり意味がない。だからまず、住宅市況の底入れ時期を見極める必要がある。今はなんとなくデカップリングだとかカップリングだとか、そういう議論がなされていて、どうもデカップリングは無理でカップリングだという話で、まだなんとなくふわふわとした形でこの問題を考えていると思う。だがやはり、今回の問題の本質は不良債権問題だという認識をもつことが非常に重要な気がする。

西村委員

不良債権問題で今住宅のところだけが問題になっているが、サブプライムローンはそれ程大きな問題ではない訳である。亀崎委員のお話にあったが、実際にはそれが他のところにきているというのが根本的なところで、そこについての見通しがみえないというところが問題ではある。しかし、それだけでは何の解決にもならないので、ここでは、我々としてはどういう形のコンティンジェンシー・ポリシーが適当かを多分考えていかなくてはいけないと思うが…。

福井議長

アメリカか、日本か。

西村委員

アメリカを含めてである。それから、もう一つの大きな問題は国境を越えているということで、そこをどう考えるか。かなりクルーシャルな大きな問題である。流動性供給については極めて綺麗な形で協力ができた訳だが、それを超えた形のパッケージをどうやって上手く作れるのかということとはかなり難しい問題だろうと思う。これは中央銀行を超えた話であるので単純な問題ではないと思うのだが、考えていかななくてはいけない問題ではないかと思う。

水野委員

まさにそうで、不良債権問題を裏返すと、中央銀行ができることは限られている。重要なことは民間金融機関が相当な血を流すと同時に、やはり公的資金をどういう形で入れるのかということ。今回はソブリン・ウェルス・ファンドがあるので良いというが、それで足りるかどうなのかということに対してはまだ確たる確信はとても持てないというのが今の状況だ、と私は思っている。ただ、最近の金融緩和期待だけでは株価が戻らないことをみていると、マーケットも段々本質の深さ、厳しさを曲がりなりにも分かり始めたのかな、と私は理解している。

野田委員

今水野委員がおっしゃったように、やはり例えば現物証券を買えとか、今問題になっているCDOを買えとかというのは、そういう潜在的な問題意識というのがマーケットに少しずつ出てきているのだらうと思う。今までの中央銀行、それから今回の政府の一時的かつ短期的な施策では、亀崎委員が今おっしゃったような銀行のバランスシート問題——第二波あるいは第三波が生じていると分かってきている問題——はほとんど解決さ

れないということを、皆、既に去年辺りから感じており、はっきり認識し始めている。それに対して、やはり政府の認識——F e d もというかどうか分からないが——がかなり遅れているということなのだろう、と私は思う。

西村委員

ただ公的資金をと我々は割と簡単に言うが、極めて重いものである。

野田委員

重い。おっしゃるとおり重い。

西村委員

極めて慎重に攻めていかないといけない。

野田委員

それは経済政策全体からみれば慎重になる必要があるが、市場の期待はということである。市場はそう期待している。市場のわがままと言えわがままであるが。

水野委員

凄く重い。ただ、大統領選の年であるが故に、公的資金を簡単に入れるということが言えないとも思う。選挙の年であるが故に、非常にタッチなのである。これが選挙がなくて皆が何とかしなくてはいけないという話だったら、意外とシンプルだと思うのだが。アメリカのブッシュ大統領の発言を聞いていると、日本語で言うと弥縫策というか、そういうものに終わってしまう可能性がある。28日に一般教書演説があるが、マーケットもあまり期待していないという感じがする。

福井議長

公的資金よりも前に、やはりアメリカの金融機関が高い収益性を維持できるのか、期間損益で直ぐにはカバーできなくても、長期的にみてカバーできる収益を維持できるのか。そこに信認を得て、資本政策をきちんと最後まで全うできるかという問題を第一でやっていくべき……。

野田委員

第一義的にはそうである。

福井議長

公的資金の話は先行しないのではないかという気がする。

水野委員

まだ民間金融機関が血を流していない。

福井議長

不良債権をきちんと認識し、減損処理し、資本の欠落を補うという動きは既に動いているので、全ての動きが止まってしまった日本の場合とそこが違うのではないか。それがもう行き詰まるのかどうかというのは、まだ判定できないのではないか。

亀崎委員

そうすると、新たな金融政策がまた採られそうだな。それと相俟ってみたいといけないのではないかと思う。

須田委員

不良債権はどれだけ残高があるのかについては、景気循環との関係で非常に捉えどころがなかった。加えて、私は雇用に与える影響が凄く気になっていて——一回だけなのでもう少しきちんとみたいのだが——、やは

り雇用が落ちていくと、延滞、差し押さえが増えていくということで、また追加的なロスが出てくる。その悪循環の部分が凄く気になっている。そこに出ないうちに——ファンダメンタルズがまだ堅調なうちに——、やはり早く処理できたらと思う。彼らがきちんと評価し、損切りし、というようなことをやることのできる瀬戸際に今あるのか、という気がする。

福井議長

減損処理はやっている。損切りだけをしている訳だな。

須田委員

アメリカは早いかもしれないが、まだ欧州とかはこれから出てくる。その中で、アメリカ経済の先行き——特に雇用の環境——が悪化してくると、不良債権問題が大きくなるということで、また追加損失。このようなことが日本でも起こったので、その懸念である。

野田委員

ステップとしては福井議長がおっしゃるように、当然民間金融機関それぞれが自己責任において自助努力でやっていくというのが基本である。ただ、ロスがみえないのだけれども、その自助努力を超えるロスがあるのではないか、ということから、そういう次のステップ——公的資金と申し上げたのはそういうことで——まで既に市場は見越しつつあるのではないか、というのが私の話である。ステップとしては、おっしゃるとおりである。

福井議長

どちらかが先にやれば問題が全部解決するというのではなくて、やはり景気の底入れがみえてくるということと、金融機関の努力の限界より一歩手前のところで問題の最終的な解決は可能だとみえてくることが同時に揃ってこないとだめである。

野田委員

水野委員は第一波、第二波、第三波と言っているが、自助努力で十分可能な資本政策、資本対策を打たれるところまでが第二波だった、と私は思う。そこへ今の混乱——株価がさらにここまで突っ込んできている——というので、水野委員の表現を借りれば、先週末来、第三波に入りつつある。市場はそういうことを既に求めてきていると考える。

岩田副総裁

その点について、少し宜しいか。ブルームバーグ社によれば、先程申し上げたように、主要欧米金融機関のロスが1,400億ドルになっている。逆に資本増強策が11月下旬から色々行われていて、累計すると436億ドルである。従って、資本増強しても1,000億ドル位ロスが出ている。勿論他の業務も色々収益があるので、結果的には亀崎委員がおっしゃったように-0.6%程度自己資本を食っているという状況になっているのだと思う。それで私が少し気にしているのは、モノラインの格下げとか、あるいは株価をみていると物凄い落ち方である。モノラインが保証していたのは民間債務だけではなくて、政府債務もある。そういうところが傷つくと、地方債の格付けまで下がったり、あるいは株価が下がったりということが起こる。先程紹介したマクロ・エコノミック・アドバイザーズのアンケートで、住宅ローン関連でのロスは2,860億ドルというのが平均であるが、ストラクチャード・クレジット——RMBSとかCMBSとかABS、CDO、CLO、CDOスクエアというようなもの——では4,220億ドルだと。勿論ここにRMBSなどがダブっているので、ダブリを除くと平均5,160億ドルである。これはアンケート調査なので最大値、最小値と色々あるが、この中には地方債などは入っていない。そちらに波及すると、ロスがもう少し増えてしまうというところがある。

これまでの経過は随分自助努力を一所懸命やっている、と私は思う。損失もかなり早めに公開したり、それから資本も入れているのだが、それと

同時に問題の広がりはまだ止まっておらず、まだ拡大する方向である。特にクレジット関連であるが、どうもまだ拡散方向で動いているので、アンイージーな気持ちがなくなる。マネーマーケットでは中央銀行が一所懸命努力したので、TEDスプレッドも各種スプレッドも相当縮小した。反対にCDSもハイ・イールドのボンドでもクレジットスプレッドはむしろ拡大している。そちらはもしかすると景気後退も読み込みながら拡大という面があって、景気がやはり落ち込むとそのロスは何計大きくなる。それから株価が下がると——日本が典型的に苦しんだ問題であるが——、銀行部門の自己資本は圧迫される訳である。そういう付加的なマイナス要因がまだ残っているという地合いの中で、政府とか中央銀行は何ができるのかということはどうも問われているように思う。

中村委員

評価損については、市場で値段が決まらないから、どこまで計上すれば良いのかという問題がある。例えばシティでは額面の約3割であるとか、また一部では額面100のものを7位で評価している。そこまでやれば市場は納得するだろうが、一方でそこまでは損失を出したくないようである。安ければ買い手が現われて然るべきであるが、持ち切れれば儲かるものの、その間に評価損失がさらに発生するかもしれないということで、やはり本当に欲しいという人がまだ出ていない。だから、値段が付かないまま、ロスがもっと出るはずだという疑念が生じている。あるいは、逆に資本増強可能額に合わせて評価損を計上しているという噂もあるが。

水野委員

ABS——CMBSもそうだが——は、はっきり言って、スプレッドが開いているというよりも、値段が付いていない。マーケットがもう機能していない。そんな中で、つまり、誰も正しい値段を知らない状態で、時価評価の都度マークダウンをしていっている。その結果、ロスが増えているに過ぎない。従って、何かきっかけがあれば戻る時は凄く早いと思うのだ

が、ただそれがいつかという住宅価格がいつ底入れするかとか、色々な前提条件があるのだと思う。問題はこれからも広がりを見せるという岩田副総裁の話からすると、今後の焦点は多分投資家に移ると思う。金融機関は色々やっているが、生保とか投資家はこれから決算が出てくる。例えば、地方債は大体生保が持っている。マーケットは今のところ生保が保有しているクレジット商品や証券化商品の価格に注目している。地方債については一応懸念材料ではあるが、今からさらに厳しいかということそれは違うのではないかと思う。あと亀崎委員の言われたことに付け加えると、収益の範囲内と言われたのだが、これから収益力が落ちてくることを忘れてはいけない。 などの議論を聞いていても、欧米金融機関は収益モデルを今模索中である。当初は7～9月、10～12月の決算をみて、そこで納得するはずだったのだが、ここへきて今年の1～3月をみたいというのは、追加の損失の規模をみたいというよりも、どちらかということ収益力がどこまで落ちてきているかをみるためであるという感じがする。

福井議長

1～3月の間に金融経済の方でもシナリオどおりの回復になるかどうかについての、なにがしかの判断材料が追加的に相当出てくると思うが、金融機関の方でも3月決算が近いということがある。やはり収益性と資本政策と両方の動きがあるのではないか。

水野委員

足許の株価水準であればまだ良いのだが、国内銀行について言えば、株価がもう少し下がると減損の話が出てくる可能性がある。また投信も同様に、既に減損の域に入ってしまったものもある。特に大手銀行と提携している地銀などは、メガバンクの株価の下落で頭が痛いというのが多分本音だと思う。

西村委員

一つ申し上げたい。今回の場合は結局インベストメント・バンキングとかそういう形で作られた収益性のモデルが崩壊したということになる。然は然りながら、普通のバンキングは完全にコモディティ化していて収益が得られない。そうすると、インベストメント・バンキング、つまりリスクを切り分けるというビジネスモデルそのものを潰してはならない、ということになる。部分的に色々とヒステリシスが起きているが、それを乗り越え、マーケットが全体としてきちんとした形で再生されるところに我々はもっていないと、状況は益々悪くなるだろうと思う。それに対しての色々な仕組みなり仕掛けなりを色々なところで考えていかななくてはならないだろう、と私は思う。

野田委員

そのとおりだと思うが、今の混乱を治めつつ一方で考えていくということなので、水野委員が指摘された当面の期間収益の相当な下振れ——過去の極めて良い時に比べればということであるが——が発生する。資本の毀損を自力で時間軸で治していくことが、かつて日本が経験したように厳しくなっていることは織り込んでおかないといけないと思う。ただ、基本的にここまで進んできた証券化市場、証券化商品はさらに機能を高めていくべきというのはおっしゃるとおりだと思う。間違いないと思う。

福井議長

これまでの議論でも、オリジネート・アンド・ディストリビュート型モデルはもう駄目で壊してしまえば良いとはなっていないな。

水野委員

なっていない。

福井議長

如何にリビルドするかという具体性がまだみえない。よりシンプルによりトランスペアレントにとは言っているが、どういう形で出てくるかはまだ分からない。

西村委員

ただ、それを作っていた色々なシステム——例えば格付けとか流動性補完、信用保証——そのものが極めてフラジャイルになってしまっているの
で…。

水野委員

金融インフラだな。

西村委員

然り。インフラをもう一度作り直す必要が多分恐らくある、と私は思う。その時に、やはり国際的な視点がどうしても必要になってくるのではない
か。我々はそういうことをやれるワン・オブ・ゼムであるが、全体として
どうやっていけるかは今後考えなくてはいけないと思う。不良債権なら不良債権のことで極めて重要であるが、やはりこれは分離して考えないと多
分いけない訳で…。

野田委員

それはそのとおりである。

水野委員

勿論である。

西村委員

それから特にアメリカの不良債権だけにあまりにも集中すると——そ

れは極めて重要なのであるが——、少し見通しを誤ってしまって、先に大きな問題を起こしてしまう可能性があることを危惧している。

福井議長

F S Fで今それを議論していて、4月のレポートの前、今度の東京のG7の時になにか中間レポート的なものがあると思う。みられる範囲でそれをご覧になって、知恵があれば是非有力な貢献をお願いしたい。他に宜しいか。それではここでコーヒブレイクにする。11時15分から再開する。

(11時05分中断、11時15分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次は、当面の金融政策運営に関する討議ということに致したいと思う。次回の政策決定会合までの金融政策運営方針について、改めてお一方5分ずつ位でご発言頂きたいと思う。水野委員から願います。

水野委員

足許では、主要国のみならず新興成長国の株式相場も調整色を強めてきた。主要国の株価の底入れには、時間が掛かりそうである。日本株については、昨年11月位からパッシブ系の年金がポートフォリオのリバランスのため日本株の押し目買いを続けてきたが、今は一旦、様子見姿勢に入ったようである。また海外勢は、昨年、欧州系のリアル・マネーが日本株のアンダーウエイトに踏み切った以降その傾向が続いており、米系投資家も日本株のウエイトを引き下げている模様である。これだけ株価が下落すれば、典型的な年金のポートフォリオは日本株について運用計画比アンダーウエイトになるので、パッシブ系はどうしても買わなければいけないとい

う状況なのだが、外国人投資家の日本株投資が先細る中、それだけでは浮揚力に欠けると思う。政府や財界から日本に投資する魅力があることをもっとアピールして欲しいところである。

米国の金融市場では米国景気悲観論が強まっているが、その背景のひとつにF e dの金融政策運営が景気後退リスクに対して後手に回ったのではないかとの見方があると思う。その証拠に、昨年末までとは異なりF e dの追加利下げ観測だけでは米国の株式相場は反発しなくなった。振り返ってみると、昨年夏場時点において、F e dとブッシュ政権は、一、米国の住宅市況の底入れ時期、二、サブプライムローン問題が世界の金融市場に与える悪影響について、楽観的に見過ぎていたと思う。最近のバーナンキ議長を始めとするF e d高官の発言をみても、その点は窺える。ブッシュ政権は、最大1,500億ドル——GDP比1%程度——の景気刺激策を提案している。F e dも当面、潜在的なインフレ懸念には目を瞑って、景気下振れリスクをできる限り軽減することに全力を挙げると思われ、1月末のFOMCでは少なくとも50bp以上の追加利下げが実施されると予想している。

反対に欧州は、景気減速やサブプライムローン問題が欧州系の金融機関に与える影響が深刻であるにもかかわらず、賃金上昇圧力が強い中、原材料価格上昇の二次的影響——セカンド・ラウンド・エフェクト——への警戒感から、ECBは現状維持のスタンスを継続することを示唆している。ユーロ圏の金融市場でも、ECBがビハインド・ザ・カーブに陥ることへの懸念から、株価下落と国債イールド・カーブのブル・フラット化が生じている。2009年に掛けての世界の金融経済情勢をみるうえでのポイントとして、一番目はバーナンキ議長率いるF e dをはじめ中国を含めた各国中央銀行がインフレ圧力を上手く抑制できるのか、二番目はECBがユーロ圏経済の軟着陸に成功できるのか、三番目は主要国中央銀行の金融緩和措置が知らず知らずのうちに、次の資産バブルの温床となるような行き過ぎたところまで行ってしまわないかなど、金融政策への市場の関心は高まってきたように思っている。

一方、我が国経済は引き続き内憂外患に直面している。私が考えている内憂外患とは、国内についてみると、改正建築基準法や貸金業法改正の施行を始めとする制度改革の影響であり、原油価格高騰を典型とする原材料価格の上昇の影響である。また、海外についてみると、米国を中心にサブプライムローン問題に端を発した世界経済、金融の不透明感の高まりを挙げることができる。個人的には、世界経済、金融の不透明感よりも、改正建築基準法に伴う建設業界の調整の深刻化、貸金業法改正に伴う消費者金融会社の貸し渋りによるパチンコ業者等の倒産増加といった各種制度変更に伴う景気下押し効果や、コスト高に伴う中小企業の業績悪化などを背景とした国内景況感の下振れの方が深刻であると思っている。生産統計をみても、建設財の出荷減少を受けた減産、在庫増加が顕著である。1月15日の支店長会議でも、建設業や公的需要への依存度が大きい地域からは景況感の回復の足踏みあるいは景況感悪化が報告された。

これにグローバルの景気減速が加わると——その深さにもよるが——、これまで成長の起点となっていた外需が弱くなるので、非常に厳しい状況が予想される。このような環境のもとでは、本行の金利正常化のプロセスも一旦中断と言える。金融市場の一部には利下げ期待もあるが、我々の情報発信とは関係なく、イールド・カーブ全体に金利が低下気味であると同時に、金融機関の貸出態度が緩いことを考えると、我が国の金融環境は十分緩和的である。過去10年以上に亘り、超低金利政策を続けてきたこともあり、我が国経済は金利感応度が低い経済体質になっており、利下げしても追加的な景気下支え効果は乏しいと思う。

また、金融経済情勢のパートでも述べたが、このところ期待インフレ率が上昇しつつあることを踏まえると、仮に利下げを議論するならば、その副作用についても十分検討する必要がある。達観してみれば、2001年3月に量的緩和政策に踏み切った際には、金融システム不安やデフレ・スパイラルに陥るリスクがあった訳である。それを考えると、現在のマクロ経済環境とは大きく異なると思う。ただ、政策を考えるうえで細心の注意を払っていかなければいけないのは、円相場の動きである。円相場が乱高下

を繰り返し、対ドルで100円を突破するような円高ドル安が進行した場合には、政府、産業界そして金融市場で利下げ期待が高まるかもしれない。

前半のパートでも述べたが、10月の展望レポートの中間レビューについては執行部案を盛り込むことが適切だと思っている。しかし、10月末の展望レポートで示した景気的前提とメカニズムが崩れていないか、4月の展望レポート作成に向けて、ハードデータや企業ヒアリング等を参考に検討作業を続ける必要があると思う。個人的には、好調な企業部門から家計部門への波及、生産・所得・支出の前向きの循環というメカニズムは足許で幾分弱まっているものの、現時点では崩れたとまでは言い切るだけのハードデータを持ち合わせていない。ただ私が強く感じているのは、企業規模にかかわらず、一人当たり名目賃金はなかなか上昇しにくいのではないかということである。中小企業では、賃金も雇用も減少して雇用者所得が低下している。経済のグローバル化の中で、中堅・中小企業を中心に経営者の多くは、益々国内の賃上げに慎重になっているように思う。建設業界では、建設資材の高騰、改正建築基準法の施行を受けた受注減少に対応するため、役員賞与の引き下げに動いていると聞く。これが、中小企業や地方経済が、生産・所得・支出の前向きの循環のうち所得から支出の流れに乗れない原因ではないだろうか。私の提案としては、好循環のメカニズムにおいて、雇用者所得の増加をプレイアップするよりも、雇用の増加、安定——例えば非正規雇用の正社員化等であるが——あるいは財産所得の増加によって、企業部門の好循環は家計部門に徐々に波及していると軸足を変更していくものである。個人消費は力強さこそないが、緩やかに増加しているので、家計は一定の恩恵を受けていることが窺われ、前向きの循環は働いていると主張して良いと思う。従って、対外的に情報発信する際には、我が国の景気のリード役は企業部門から家計部門にシフトする姿を強く連想させないように、企業部門が牽引し、その果実が雇用の増加等を通じて徐々に家計部門に波及する形で持続していくという姿をもう少し前面に打出していく方が良いように思う。好調な企業部門から家計部門へ波及するシナリオを強く打出し過ぎると、金融政策の自由度は却って高

まらないように思う。

物価に関する対外的な情報発信であるが、こちらにも注意を要すると思う。今後、コアCPIはプラス幅を拡大していくと予想されるが、対外的な説明に当たっては、コストプッシュ・インフレとデマンドプル・インフレの複合的な理由から上昇していると心掛ける方が良いと思う。実際に、これまでの需給ギャップの改善の積み上げがあるため、企業も原材料価格上昇分を価格転嫁できる訳であり、家計も多少の物価上昇ならば受け入れられる環境になってきたと理解している。そのうえで4月の展望レポートに向け、一番目にコアCPIの前年比上昇率が市場予想を上回った場合に、個人消費にどの程度の影響があるのか、二番目に川上から川下への価格転嫁の進捗によって、企業収益見通しが上振れないし下振れする可能性はないか等、幅広い視点から分析する必要があると思う。

最後に、当面の金融調節方針については、現状維持すなわち無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.5%前後で推移するように促すことに賛成する。以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

国際金融市場はなお不安定な状況が続いているほか、米国経済の減速感が強まっている。また、国内経済は住宅投資の落ち込みが予想していた以上に長引いていることなどから、一時的とはいえ減速している訳である。従って、次回決定会合までの金融政策運営については、現在の調節方針を維持することが適当であると考え。先程申し上げたとおり、当面の景気は減速する一方で、物価は上昇率を高めていくとみられる訳である。こうした局面は政策運営やその説明を難しくする訳であるが、重要なことは1、2年先の経済・物価をどう見通すかということである。現段階の標準シナリオとしては、生産・所得・支出の好循環メカニズムは途切れておらず、

先行きは持続的成長経路に復していく可能性が高いとみておいて良いと思うが、ダウンサイド・リスクが大きいことも事実である。従って、今後の金融政策運営については、引き続き経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行うという方針のもとで、改善の度合いやテンポがどうなるのか、内外の情勢を慎重に点検していくことが適当であると考えている。

なお、経済・物価の先行きを見通すにあたって、原材料価格の上昇の影響をどう考えるかという点については、前回も議論したことではあるが、ここで改めて要約すると次の三つが重要な判断のポイントになるのではないと思う。すなわち、第一に、現在の世界的な物価上昇の性格として、供給ショックという面もあるが、中国などのエマージング諸国の成長という需要要因も影響しており、これらが各々どの程度寄与しているとみるのか。第二に、日本にとっては交易条件悪化による所得流出と世界需要の拡大に伴う輸出増加というプラス、マイナス双方の影響が、どのように経済・物価の先行きを左右するのか。第三に、足許の物価上昇が企業や家計のインフレ期待を高め、将来の物価見通しに影響するとみるのかどうかといった点である。これらに着目して、今後の物価情勢を丹念に点検していきたいと考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

金融政策運営は、現状維持が適切だと考えている。ただ、一つコメントしたい。生活意識に関するアンケート調査を我々を行っているが、これを見ると1年後の物価上昇率が+4%近いようである。これが期待インフレ率をそのまま表わしているとする、実質金利はもの凄いマイナスだということになる。しかし、専門家の意見やマーケットはこれには同意していない。もう少し落ち着いた動きで、むしろ下がっているという調査もある

という訳である。私の解釈は、生活意識に関するアンケート調査にみられる物価の 1 年後の上昇率というのは消費者物価指数の前月比を年率に直して判断されているのではないか。実は前月比年率でみると約 3.6% で大体 +4% 近いのである。つまり 1 年後ではなくて、1 か月の変化に極めて敏感に反応しているのではないか。これは土地の価格についても同じであるし、他についてもそのように思う。非常にセンシティブに動いている。このことのインプリケーションはどういうことか。消費者物価指数の動きについては、先程西村委員がご説明になったこととほぼ同じ意見であって私は付け加えることは何も無い。3 月に掛けては上がっていくが、今度は前月比ではピークを過ぎると下がっていく。生活意識に関するアンケート調査にみられた期待インフレも、急にマイナスになるとは思わないが、これと軌を一にして次第に収まっていくのではないか。期待インフレがあったので、それで物価が上がっていくというタイプのスパイラル的な物価の上昇リスクはあまりない、と私は思う。それから、これまでの議論では出ていないが——これは国会次第の話であるが——、道路特定財源の話がどうなるのか。実際に撤廃になるとすれば、24 円、24.3 円、あるいは地方道路特定財源の暫定税率も失効するとさらに 0.8 円、低下するということも考慮すべきだと思う。

それから、もう一点、実体経済でコメントしたい。日本経済の今の拡大を支えているのは輸出であり、それに関連した大企業の設備投資であるが、輸出はどの位持続的に拡大するか。金融市場は明らかにデカップリングではなく、見事にカップリングしていると思うのだが、貿易は我々のみている実質輸入とか実質輸出の数字をベースに言うと、まだデカップリングである。しかし、先程どなたかご指摘になったのだが、一つはアメリカの貿易をみると、11 月に貿易赤字が 631 億ドルと今年の最高になった。これはそれ自体それ程良いニュースではないのだが、それを実質化して輸出と輸入をみると、その両方とも年率 +1% の伸びなのである。つまり輸出の伸びが非常に落ちている。輸入は当然国内の需要が少しずつ減速しているので弱くなっておかしくないのだが、輸出はどうして落ちるのか。こ

れはもしかすると世界全体の貿易の伸びがこの先鈍化するという先触れである可能性があると思う。日本をみると、機械受注の外需は11月に前月比で18.4%減少した。勿論、機械受注は月々の振れがとても大きいのであまり単月にとらわれてはいけないのだが、外需が少し弱くなっている。アメリカのISMの製造業の景況感指数が弱いと、やはり日本の輸出は少し弱くなるというのは過去からの経験則である。それから、中国で輸出が若干であるが鈍化している。これは輸出促進税制を止めたり色々な政策をしている影響もあるのだが、中国のパーチェシング・マネージャーズ・インデックスもかなり第4四半期急速に減速している。ということで、日本の輸出に関してはこれまでの数字は堅調であるが、この先もどこまで堅調なのかということについて、よく注意する必要があると思っている。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

米国経済は、年後半から徐々に潜在成長率に向かって回復していく可能性が高いと思う。しかし、住宅市場や金融市場の調整は当初の想定より長期化し、企業や消費者のマインドが悪化傾向を辿っているほか、生産や雇用に関しても低調さが顕現化してくるなど、経済全体の減速感が幾分強まりつつある。また、米欧金融機関の与信姿勢のタイトな状況が長期間続き、信用収縮に繋がる場合には経済が大幅に減速する懸念もある。この場合、世界経済全体が影響を受け、輸出主導で拡大基調を辿ってきた我が国経済も少なからず影響を受けることは避けられない。

一方、海外の物価をみると、エネルギー関連商品価格や食料品価格は依然として高水準で推移していることから、各国の総合ベースの消費者物価は前年比上昇率が拡大を続けている。欧州においてもECBは物価高止まりの影響を強く懸念しており、米国においては景気が減速感を強めている

中でも12月のコア消費者物価が前年比+2.4%と基調的なインフレ圧力が後退していない。発展途上国を中心に資源や食料品に対する旺盛な需要や一部の投機的な資金流入によって、先行きも原油価格や食料品価格等が高止まる場合、インフレ・リスクの高まりも懸念され、経済のダウンサイド・リスクと物価の両面のリスクには十分に注意する必要があると思う。

我が国の足許の物価は安定しているが、少し長いスパンで考えると、国際的な商品価格の高騰を受けて世界的にインフレ圧力が高まる中、過去の積み残し分を含め、価格転嫁の動きが加速する可能性がないとは言えない。この観点からも、先行きのインフレ期待や物価の動向については注意深く点検していく必要がある。

国内経済については、生産・所得・支出の循環メカニズムは、その起点とも言える生産が輸出の伸びを軸に好調を維持しているほか、設備投資や個人消費は底堅く推移している。しかしながら、足許の一人当たりの賃金の伸びが足踏みしていることからメカニズムは弱めとなっている。企業の人件費抑制姿勢は、原材料費等の上昇により交易条件が悪化している中小企業だけでなく、業績好調な大企業においても根強いものがある。特に、足許では円高や原油高とともに世界経済に対する不透明感が高まっているため、賃上げの動きが一挙に拡がるとは考えられない。例えば、昨年12月に経団連は賃上げ容認の姿勢を示したが、新聞報道によるとトヨタ自動車労組の賃上げ要求額は前年並みにとどまっているほか、NTTや東京電力の労組は経営環境に配慮して賃金改善要求を見送る方針としたようである。

このように、先行きを見通すうえで国内外、特に海外においてリスク要因が数多く存在し、見通しに対するダウンサイド・リスクが高まりつつあることから、各種指標を丹念に分析しながら、米国及び世界経済の方向性と我が国経済に与える影響などを見極める必要がある。このため、次回会合までの政策運営方針であるが、金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い我が国経済の成長のプロセスを支えていくことが適当だと思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。先程申し上げたとおり、我が国の景気は、足許は減速しつつも緩やかな拡大基調を続けているが、先行きについては、改正建築基準法施行を受けた住宅投資の落ち込み、あるいは米国をはじめとする海外景気の動向、原油高などもあって不確実性が高まっている。サブプライムローン問題については、注目されていた米系金融機関の10～12月決算においては、事前の市場予想を上回る巨額の追加損失計上が続いている。さらに、簿外資産も含めたリスクの全貌が未だ把握しづらいうえ、証券化市場の流動性が回復していない中、資産売却による損失額の確定は進まず、保有証券の評価も容易ではない状況にあまり変化はない。これらに加えて、モノラインの格下げや消費者ローンの延滞への波及がみられつつあることもあって、将来における追加損失発生の可能性も払拭できない状況にある。

一方、昨年秋から調整が進められていたABC Pの買取り基金の設立は見送られる方向となり、米欧金融機関は結局資本増強など自力で損失をカバーする道を模索せざるを得なくなっている。このように、サブプライムローン問題は当初のリクイディティ・クランチやクレジット・クランチへの懸念から始まって、現在は金融機関のキャピタル・クランチも懸念されるという新たな局面に入っている。現在、一部主要行が決算に併せて損失を公表するとともに、それをカバーする資本増強策を公表しているが、さらなる損失発生もあり得るほか、主要行以外については、資本増強にも限界があると思われるため、今後の決算発表からは目が離せない。

これに加えて、米国では実体経済についても、住宅市場から他のセクターへの影響が顕現化しつつあり、金融機関の収益環境の悪化が見込まれ

るだけに、この問題には従来想定していた以上に時間を掛けて臨まざるを得ないと考えている。こうしたもとで、短期金融市場においても緊張が残っており、FRBが昨年末に導入した入札型ターム物貸出を本年入り後も実施し、ECB、SNBがFRBとの通貨スワップ・スキームによりドル資金を供給するなど、中央銀行による流動性対応もみられている。こうした状況下、グローバルな株式市場も水準を下げつつボラティルな動きを示し、為替市場でもドル安が続き、これが原油、金など国際商品市場への資金流入、CRB指数の既往最高値更新、各国の長期金利低下に繋がるなど、国際金融資本市場では不安定な地合いが続いている。

一方では、国際商品市況高等を受けて、各国の物価が上昇圧力を強めており、日本の物価を巡る状況についても、潮目が変わりつつあることは引き続き意識していく必要があるかと思う。このため、今後の金融政策運営については、引き続き内外の景気、物価、市場情勢に関するデータを丁寧に収集、把握のうえ予断なく分析し、先々を見越しながら判断していきたいと考える。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

現状判断、先行き見通しの基本的な見立ては、外需は多極化し成長エンジンが多い海外経済に支えられており、内需は外生的なショックで減速しつつも設備、人員の過剰感はみられず、底堅く推移しながら生産の増加から所得の増加を通じ、ゆっくりと消費へ軸足を移しているというメカニズムである。中間見直しの「①」案は基本的な見立てには変更はないが、現状、先行きともに10月展望レポート時より下振れ、後ずれのかたちになっていると考えられる。そして、依然として国際金融市場、海外実物経済に不確実性が高い状況が続いていることには変わりがない。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと考えている。

一点、現状把握について補足したいと思う。現状は、住宅を除き経済統計のハードデータは若干の弱さを示す程度であるが、センチメントを示すソフトデータが大きく低下している。これは、ダウンスайдの不確実性が次第に高まっていることを示唆する。同時に、金融経済情勢のところの討議で申し上げたように、各国でも従来よりも先鋭なかたちで二極化が起きている。特に米国について、それを述べた。日本のセンチメント・サーベイ指標の急落についても、この二極化の別の現われであると考えている。景気判断の基礎となるGDP統計等のマクロ集計指標は支出の多い企業、家計の動向により強く依存する。特にQEの基礎統計である生産動態統計は、統計作成上、大企業の動向に依存しがちである。また消費者物価は品目ウェイトを家計の平均支出シェアとしているために、支出の多い家計の支出パターンにより強く依存する。

これに対し、センチメント・サーベイである景気ウォッチャー調査や消費動向調査、生活意識に関するアンケート調査等のサーベイデータは、一人一票の世界である。従って、数の多い中小企業、数の多い平均以下の所得層をより強く代表する。従って、マクロ指標が弱いながらも比較的レジリエントに底堅く推移しているにもかかわらず、景気ウォッチャー調査や消費動向調査、生活意識に関するアンケート調査等のセンチメント・サーベイが2007年半ばから大きく悪化したのは、二極化がこの時期に加速したことを示唆しているように思われる。従来から指摘されていた輸出に依存した企業——大企業とその関連企業が多い訳であるが——と、内需に専ら依存した企業——中小企業が多い訳であるが——の二極化、そして企業から家計への波及を享受し得る家計層とそうでない家計層との二極化という点である。

実際、毎月勤労統計の規模別の労働投入を比較すると、この二極化が2007年度に入って進んでいることを示唆している。中小企業を含む毎月勤労統計5人以上の事業所での労働投入増加率と、大企業中心の30人以上事業所での労働投入増加率を比較すると、2007年に入ってから、中小企業を含む労働投入増加率が大企業中心の労働投入増加率を従来にな

い幅で下回っている。このことは、大企業に比べて中小企業の生産の伸びが小さいことを示唆する。つまり、マクロ指標が示すよりも中小企業の状況がかなり早いテンポで厳しくなっている可能性が高いようである。これが一人一票のセンチメント・サーベイの結果の大きな下押し要因になっていると考えられる。因みに、これは2006年度とちょうど逆になっている。2006年度は中小企業を含む5人以上事業所労働投入率は大企業中心の30人以上事業所労働投入率を上回っており、また消費者態度指数は大きく改善していた。ただし、小規模な企業が押しなべて厳しい状況にある訳ではない。中小よりもさらに零細な個人企業については、総務省の4,000サンプルに基づく個人企業経済調査が調べているが、営業利益率の高い優良個人企業も少なくない。ただ気になるのは、製造業で営業利益率の高い優良個人企業の比率が平成14年以来低下傾向にあることである。日本の製造業を支える一角にきしみが来ていないか、十分に注意してみていく必要があると思う。

最後に、金融政策はマクロの政策であるが、マクロはミクロの集計であることを考えれば、政策のミクロを通じた波及経路、トランスミッション・メカニズムは常に頭に置いておく必要があると考えている。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

まず次回会合までの金融調節方針についてであるが、先程述べたように2008年度の成長率は見通しに概ね沿った動きとなると想定しているが、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性が高まっている状況下、見通しについての確信度合いが現時点では十分と言えないので、私としては現状維持が適当だと思う。ただし、金融環境は依然として極めて緩和的であり、物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿るのであれば、金利水準は

引き上げていく方向であること、引き上げのペースについては予断を持つことなく経済・物価情勢の改善の度合いに応じて決定すること、というこれまでの考え方に変更はない。従って、今後も中長期的な物価安定の理解に照らして、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いことを確認し、リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行うことになると思われる。

私としては、経済指標や傍証から、経済・物価情勢の先行きが物価安定のもとでの持続的な成長パスに沿った動きであるとより確信をもって判断できるのであれば、躊躇なく政策変更を提案したいと考えている。展望レポートではリスクとして経済・物価情勢と離れた金融環境などに関する想定に基づき、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性を指摘しているが、足許の指標によって期待が一方向に偏らないためにも、政策判断はフォワード・ルッキングに毎回予断を許すことなくしっかりと決定していきたいと思っている。

なお、サブプライムローン関連の調整は、それ自体はリスク再評価の過程であり、市場の正常化へ向けて通らなければならない道である。個人的にはそれが実体経済に幅広く波及する前に金融機関の損失がある程度表面化してしまえば、そもそも投資家のリスク・アペタイトは旺盛であるので、あく抜けするのは意外に早いかもしれないとみていたのだが、流動性問題にまだ不安感があることは拭えないし、欧米金融機関の問題の悪化や金融資本市場の混乱の度合いと雇用や消費、投資など実体経済との相互依存関係も無視できないようになりつつある状況のもとでは、今後早急に霧が晴れる可能性は小さくなったと現時点ではみている。

金融調節については、年末に掛けての短期金融市場の状況が気になっていたが、オペ期間のみならずエンドの置き方にまで気を配った肌理細かな調節によって、ターム物も含めて短期金利は落ち着いて推移したと評価している。また、心配していた
も資金の出し手としてオーバーナイトレート of 安定化に寄与したと聞いているし、今後はレポ市場でも優

良な出し手としてプレゼンスを高めて欲しいと期待している。これから年度末越えの資金供給が徐々に本格化していくが、引き続き肌理細かい調節をお願いしたいと思う。

最後に、前回会合でも議論になったことだが、原材料価格上昇と金融政策との関係について考えを述べておきたいと思う。原材料価格上昇にもかかわらず期待インフレが高まらず、価格転嫁ができず、また物価も上昇しにくい場合、交易条件悪化によるマイナス効果が経済成長により強く出ることになるので、金融政策は緩和的に運営されることが望ましいということになるであろう。実際、日本では、原油や食料品を始めとする一次産品の価格高騰が企業収益や個人消費に悪影響を与えるとの見方が多く、利上げ論が出てこないのは期待インフレが上昇することを織り込んでいないのかもしれない。しかし、資源価格の高騰や生活用品の値上げを受けて、家計のインフレ期待が高まっている。このもとで価格転嫁が進み、名目賃金の引き上げを伴いながら物価が上昇する場合には、引締め気味の政策運営が望ましいと言える。

また、今回の資源価格上昇の背景に新興成長国の需要増がある。この場合には、輸出拡大による需要増大効果が加わるので、マネタリーポリシーはより引締めの的にするのが望ましいということになる。もっとも、期待インフレが高まり過ぎ高い賃金上昇が実現すると、その後物価ひいては期待インフレを安定化するために強めの引締めが必要となり、その後の調整コストが大きくなる可能性がある。バーナンキFRB議長も先般のワシントンでの講演で「インフレ期待が高まったり、Fedのインフレ・ファイターとしての信認が損なわれたりするいかなる気配も、物価安定を維持することを困難にする」と言っている。かつての日本では、第1次オイルショックよりも第2次オイルショックがインフレ率が低く経済成長率の減速は軽微となったが、その理由についてテイラーによって示された一つの仮説は、日本銀行が第1次危機時の失敗は繰り返さないという政策運営を通じてインフレ・ファイターとしての信認を民間部門から獲得した結果、期待インフレ率が安定したというものであった。

このように、インフレ期待を適切にコントロールできれば、物価安定のもとでの持続的な成長を実現させる近道となる。しかし、現実はいさほど簡単ではない。FOMC 12 月 11 日の議事要旨では、「参加者は、安定したインフレ期待がインフレの下方トレンドを達成、維持するのに欠かせないものであるが、インフレ期待が十分抑制されているのが当たり前であると考えべきではなく、政策当局はインフレ期待を引き続き注意深く観察する必要があることに合意した」とある。グローバルにインフレ期待が高まりつつある現状では、特にそうである。原油や食料品を始めとする一次産品の価格は新興成長国の旺盛な需要に支えられ、引き続き高止まりすることが予想される。

また先程述べたように、米国では数次に亘る利下げに加えて大型の財政政策が打出され、これまでも増してインフレ・リスクが顕現化しやすい環境になっていると思っている。こうした環境を踏まえると、ビハインド・ザ・カーブに陥らないように、適時適切に政策変更を提案する準備があるというスタンスを常に明確にし、人々のインフレ期待が上振れないよう働きかけていくことが、より長い目でみた物価安定のもとでの持続的な成長を実現させるために重要なことだと考えている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前半のパートでは、一つに、我が国経済は昨年 10 月の展望レポートで想定した姿よりも幾分減速しているものの、輸出を起点とした生産・所得・支出の循環メカニズムは足許途切れておらず、先行きも前向きの回転を続けていく可能性が高い、二つに、もっとも、国際金融市場の緊張が続く中で、最大のリスク要因である米国経済の急減速が鮮明となり、成長回復に向かうという先行きの見通しを取り巻く不確実性が強まっていると申し上げた。こうした中、現時点では、この好循環メカニズムの持続的な

成立についての点検、つまりはその前提となる海外経済の先行きについての見極めが重要である。煎じ詰めて申し上げれば、一つに米国経済の調整がどの程度深く、どの程度の期間を要するのか。また、それらの程度次第とも言えるが、いわゆるデカップリング・シナリオがどこまで成立するのか。二つに、先程武藤副総裁あるいは須田委員が議論されていたが、原油、穀物などが歴史的な高値圏で推移している。これが我が国は勿論のこと、グローバルにみてインフレ要因、成長抑制要因としてどう影響していくのかについて、今暫く丹念な点検を重ねることが必要である。いずれもその結論解明に至るには容易ならざるものであるが、肌理細かく一つ一つ丹念に議論していく必要があると考えている。

以上から、次回決定会合までの金融市場調節方針については「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」というこれまでの方針を維持することが適当と考えている。簡単であるが、私からは以上である。

福井議長

以上で各委員から、次回政策決定会合までの金融政策運営方針についてご見解を頂戴した。各委員とも次回決定会合までの金融政策運営方針については現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利を0.5%前後で推移するよう促す、これを維持するということであった。私自身も同様に考えている。各委員のご意見を一応纏めると、一つはやはり国際金融資本市場の不安定な状況が続いている。それから原油価格を始めとする国際商品市況の高騰や米国経済の下振れリスクなど世界経済自体についての不確実性が存在し続けている。それから国内経済の方でも足許、住宅投資の落ち込みなどから一時的に減速している。そうは言っても日本経済の成長メカニズム自体は基本的に維持されていて、先行きは物価安定のもとでの緩やかな拡大が続く可能性が高いとみられる。従って、こうした状況のもとにあるが故に内外の金融経済動向を引続き注意深く点検し、情勢をさらに肌理細かく見極めていくことが適切だというご見解であったと

思う。これから年度末にかけて、消費者物価指数は上昇率が高まっていくだろう。それから、経済は直ぐにはすっきりしない、なお減速した状況は続く感じのようであるが、我々の基本的な視点は、須田委員もおっしゃったとおり、あくまでフォワード・ルッキングに経済・物価のパスを見通して経済や物価のメカニズムに基づいて冷静に判断し、かつこれを丁寧に情報発信していくということだと思う。中間評価という形で今日はややロング・ランな視点に立ってもご議論頂いたが、これによれば今年度、経済は幾分下振れ、消費者物価は幾分上振れ、来年度に向けては経済・物価とも10月見通しに概ね沿ったものとなるというのが我々の一致した見解であったと思う。こうした判断のもとでは、我々の物価安定のもとでの緩やかな景気拡大というシナリオは維持されているということになる。従って、先行きの金融政策運営についても、これまでの基本的な考え方を維持するということになるのではないか。すなわち日本経済が物価安定のもとでの息の長い成長軌道を辿るのであれば、金利水準を徐々に引き上げていく方向にある。ただし具体的な政策のタイミングについては、見通しのパスの蓋然性と上下両方のリスクを丹念に点検しながら判断していく。岩田副総裁がおっしゃったとおり、シナリオは維持されていてもそれが前に来るのか後に来るのか、むしろ今のようなダウンサイド・リスクが高まる中にあっては後方に時期がシフトするのではないかとということも含め、丹念に点検しながら判断していくということだと思う。追加的にご意見を出して頂く点があれば是非お願いしたいと思う。宜しいか。それではここで、政府からのご意見を頂戴したいと思う。森山財務副大臣からまずお願いします。

森山財務副大臣

我が国経済は、住宅建設が依然として低い水準にあり、企業の業況判断に慎重さがみられるなど、一部に弱さがみられるものの、大局的には景気は息の長い回復を続けている。物価については、国内企業物価は素材価格の上昇により上昇している。消費者物価については、このところ石油製品を中心に上昇しているが、基調としては横這いとなっている。また、米国

経済の減速懸念などを受けて、世界的に株式市場等は大きく変動している。現下の経済・物価情勢のもとでは、現在の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。サブプライムローン問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向に十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。さらに、日本銀行におかれては、現下及び今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気は一部に弱さがみられるものの回復している。住宅建設は持ち直しの動きがみられるものの、依然として低い水準にある。一方、アメリカ経済の動向、金融資本市場の変動や原油価格の動向が我が国経済に与える影響等の下振れリスクが高まっていることに十分留意する必要がある。このような経済状況における物価の動向をみると、消費者物価は、原油価格の高騰を受け石油製品を中心に上昇しているものの、基調としては横這いとなっており、また、GDPデフレーターマイナス幅の縮小傾向に足踏みがみられ、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。今回の展望レポートの中間評価では、想定していた経済・物価情勢と比較して実体経済が下振れしている状況で、原油価格高騰の影響を除く物価の基調的な動きをどのように判断しているのか、また今後の見通しに関してリスクをどのように想定しているのかについて、丁寧にご説明頂くようお願いする。民間需要主導の持続的な成長を図ると

ともにこれと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。政府は1月18日、経済、財政に関する政府の新しい中期方針と展望を示した「日本経済の進路と戦略」及び「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を閣議決定し、平成20年度予算を国会に提出した。政府は「日本経済の進路と戦略」と「経済財政改革の基本方針2007」を一体として改革を推進する。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご見解に対して、ご質問あるいはご意見があれば。

水野委員

一点だけ宜しいか。浜野内閣府審議官に質問であるが、政府の経済成長率の見通しは今年度+1.3%、来年度+2.0%ということだった。改正建築基準法の影響で下方修正ということは、多分日本銀行と同じところだと思う。それ以外に定率減税を廃止した影響は消費にどういう影響を与えたかという観点からみると、これ自体は想定どおりだったのかどうか。そこら辺は如何か。

浜野内閣府審議官

宜しいか。定率減税の廃止の効果は必ずしも明確に評価できている訳ではないが、私共が経済見通しの策定過程で考えていたことと現実に関起こったことをみると――色々な前提が変わっているために見えにくい訳であるが――、その政策の効果自体についてみれば、私共が考えていたものとそれ程違っていない。

水野委員

想定の範囲内か。

浜野内閣府審議官

然り。想定の範囲内ではなかったかと思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは次に金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては、金融市場調節方針の討議を踏まえて、現状維持に関する議案を提出したいと思う。念のため他に議案の提出をご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長案を用意して執行部から読み上げて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それではお願いします。

内田企画局参事役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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し、別添のとおり公表すること。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。以上。」である。別添公表文案である。「2008年1月22日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」（注）として委員のお名前である。「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。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移るので、大変申し訳ないが。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で本件を可決した。稲葉理事と中曽金融市場局長におかれては、今定められたとおりの方針に則って引き続き適切な市場調節に努めて頂きたいと思う。宜しくお願い申し上げます。それでは、事務局におかれては公表準備を始めて頂きたいと思う。政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決させて頂いた。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議題である。金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。会議の冒頭で執行部からご説明のあったこの横長の大きなペーパーであるが、今日の議論及び決定を踏まえて、改めて目を通して頂きたいと思う。二枚目に中間評価が付いている。これも含めて目を通して頂いて、この中間評価のところは各委員のご意見——私も含めてであるが——は、景気については「①」、消費者物価についても「①」ということであつたと思う。それでは改めて文章をみて頂きたいと思うが、如何か。宜しいか。特段のご意見はないか。それではこれを決定して頂きたい。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で基本的見解を決定させて頂いた。この金融経済月報であるが、基本的見解の部分は即日公表の扱いである。本日 15 時公表を予定している。また、後に付ける分厚い背景説明であるが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、23 日水曜日、14 時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（12 月 19～20 日開催分）の承認

福井議長

次の議案に移る。議事要旨の承認の件である。12 月 19 日、20 日両日開催分の議事要旨であるが、お手許にお配りして既にチェックして頂いていると思うが、ご異議はあるか。宜しいか。それではこれも決定案件なので採決をお願いしたいと思う。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

水野審議委員

西村審議委員

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 9、全員一致である。

福井議長

議事要旨については、全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨であるが、1 月 25 日金曜日、8 時 50 分に对外公表させて頂く予定である。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。次回の政策決定会合は、2 月 14 日及び 15 日、両日開催の予定である。宜しくお願い申し上げる。いつも申し上げているが、機密保持のことである。決定会合における議論の内容は、ご自身のご発言も含め、かつまた議事のプロセスも含め厳に出席者限りの扱いである。議事要旨、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。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々におかれては、厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。それでは事務局の方で解禁時刻を確認して頂きたいと思う。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 12 時 19 分の予定である。

福井議長

今お聞き及びのとおりであるが、解禁時刻は 12 時 19 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道解禁まで会議室からお出にならないようお願いしたいと思う。政府からご出席の方々におかれては、どうぞ控え室

で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 15 分閉会)

以 上