

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年2月14日（14:00～16:21）

2月15日（9:05～12:47）

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

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

企画局企画役

関根敏隆

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

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

大谷 聡

企画局企画役

中村康治

I. 開会

(14 時 00 分開会)

福井議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。今日と明日と二日間の会議である。今日は、金融経済情勢に関する執行部報告を行うこととしたい。政府の方から、財務省、鈴木大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくお願ひする。内閣府からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願ひする。会合でのご発言は、全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席を頂いた方々には、それを前提としてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

では、早速議事に入る。金融経済情勢に関する執行部報告ということで、報告毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思っている。

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、稲葉理事と中曾金融市場局長からお願ひする。

中曾金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明申し上げる。まず、図表 1－1 である。無担保コールレート（O/N）の推移をご覧頂くと、この積み期ではほぼ一貫して誘導目標付近で極めて落ち着いた動きとなった。準備預金の積みも平準化して進捗した。この点は、図表 1－3 の 07/10 月積み期以降の当座預金残高のグラフで、黒太線でお示した 1 月積み期の日当たりの残り所要がほぼ水平になっていることにも表わ

れている。図表 1-2 に戻って頂いて、主体別の準備預金の保有状況をご覧頂くと、各業態とも概ね所要準備額並みの水準になっている。少し目を引くのは、
の足許までの 1 月の準備預金の平残は
で、
されている。

は、
させて、
に努めているところである。この点を図表 1-4、無担コール市場残高の〈出し手別〉の内訳のグラフでご覧を頂くと、
を含む白抜きの部分の拡大が続いている。具体的には、
は

して、
を始めている。
の
の結果、1 月のコール市場の平残は——右端になるが——16 兆 7,000 億円と量的緩和政策解除後のピークとなっている。一方、図表 1-5 の〈取り手別〉のグラフで翌日物のコール市場の残高の推移をご覧頂くと、ポツポツ印の外銀の調達が続く圧縮されている。外銀はターム物の調達のウェイトを増やし翌日物のショート幅を減らすことによって、資金繰りの安定化を図っているようである。続いて、図表 1-6 でオペの実施状況をご覧頂くと、金融調節については準備預金の積みの進捗の平準化と年度末越え資金の安定供給を主眼に運営してきたところである。準備預金の平準化については、このシャドーを付した共通担保オペの 2 月 5 日の即日供給、それから 7 日の売出手形による即日吸収、いずれも積み進捗のスピードコントロールを目的にファインチューニング的行ったものである。一方、年度末越え資金の供給については、1 月 17 日以降——これは去年よりも 2 週間早めになるけれども——開始したところである。2 月 13 日までに合計 8 本、総額 6 兆 4,000 億円を供給している。この表でどれが該当するかということなのだが、共通担保（全店）オペの全てと共通担保（本店）オペのうち 3M——3 か月——という表示があるものである。これらのオペの落札レートなのだが、例えば直近の共通担保（本店）オペ——2 月 13 日オファーの 3 か月物、8,000 億円——の落札決定レートが 0.55%となっている。年度内の期落ちのオペの落札レートが 0.53%とか 0.54%なので、

年度末越えのオペはそれよりも1~2bp程高くなっている。それから、年度末越えのオペの応札倍率なのだが、いずれも5倍を超えていて相応に高く、資金需要にはかなり強い手応えがあると感じている。こうした中で、今後年度末に掛けて注意を要すると私が思っているのは、去年の8月にサブプライムローン問題が各国のマネーマーケットを直撃した後、外銀が調達した3か月物の資金がロール期を迎える点である。調達が8月であるから、ロール・オーバーは11月が一回目、そして、今回が二回目になる。このロール期は2月の半ば、ちょうど来週位から3月初に固まっている模様であって、今回のロールは年度末越えとなる。従って、このロールが集中する時期は調達圧力が増すとみている。これに対して、出し手の邦銀なのだが、元々年度末はバーゼルⅡ対策で資金放出に慎重になると予想されている。さらに、これに加えて、この時期に重なる欧州系銀行の決算内容が予想よりも悪いと、邦銀の資金放出姿勢が一段と抑制的になる可能性があると思っている。従って、この時期には円金利に相応に上昇圧力が加わる可能性を排除できないと思っている。また、円のターム資金をユーロやドルに転換していた外銀は仮にロールが上手くいかなかった場合、母国市場に金利上昇圧力が伝播する可能性もあるとみている。現在市場では、3月末は欧米系銀行の決算期であった年末程の問題はあるまいと、あまり緊張感がないのだが、自分達としては各国中央銀行にも注意を喚起しながら資金供給面で十分な対応をしていく必要があると考えている。

次に金融・為替市場の動きをみていく。まず、図表2-1、ターム物のレート推移についてである。(2)の表で短国レートをご覧頂くと、足許の水準が3か月物は0.555%、6か月物は0.54%、1年物が0.53%であって、長いタームの金利の方が低くなっている。その背景は、一つは金利低下観測という点、もう一つは需給面で6か月とか1年物の短国は発行額が3か月物より少ない分、需給がタイト化している。この二つであろうと思う。前者の金利観について、図表2-2以下でみていきたいと思う。図表2-2、(1)ユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブの形状は、前回決定会合以降あまり大きくは変化していない。ただ、この間、レート

は割と不安定な動きをしていて、(2) のグラフで推移をご覧頂くと、2008 年 6 月限や 9 月限は 1 月 23 日——ちょうど内外株価が下落した頃——一旦大きく低下していたが、その後、戻している。本日の分についてはこのグラフには反映されていないが、本日は日本の GDP 成長率が予想比上振れたことからさらに上昇している。この間、破線の 3 月限であるが、年度末のプレミアムを反映して、むしろじりじりと高くなってきている。一方、次に図表 2-3 で O I S をご覧頂くと、(1) のグラフにあるように、直近の黒棒は春先以降 0.5% を切る水準になっている。利下げ確率という観点からみると、(2) のグラフにあるようにちょうど株価が下げた局面で利下げの織り込みが進んだところはあるが、足許ではやや修正されている。6 月までの利下げ確率は、昨日までは 2 割程度であった。しかし、このグラフにはまだ反映されていないが、今朝発表された GDP 統計が強かったので、利下げ確率はさらに低下していて、10% 程度まで戻ってきている。ただ、いずれにしても、この O I S 市場は引き続き少数の外国金融機関が取引する流動性の薄い状態が続いていて、積極的に利下げにベットしているのは外国人投資家で、O I S 市場にはこうした見方が反映していると思っている。一方、日本の市場参加者は据え置きを見込む先が大半であって、実際日本の投資家が中心の短国市場では、先程ご覧頂いたように、一番低い 1 年物でも 0.5% を切っていない。このように、投資家層の見方——つまり、外国人と日本人ということになるが——の違いを反映して、O I S と短国レートでやや乖離した状況が続いているのが現状である。

続いて、図表 2-4 で長期金利の推移のグラフをご覧頂く。長期金利は海外金利につれる形で変動していて、このグラフ中、黒太線でお示した 10 年債金利は、前回決定会合以降、1 月 22 日に一旦 1.3% 台の前半まで買い進まれて低下した。しかし、その後は 1.4% 台まで反発している。今日は、GDP を受けて 1.45% 位まで上がってきている。図表 2-5、(2) でイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、中長期ゾーンが上昇している。これは、主として銀行勢の動きを反映しているとみている。つまり、1 月の下旬に掛けて内外の景況感の後退などから中長期ゾーンを買い進んだ

銀行勢が、月末に掛けて利食った。その後は様子見姿勢に転じていることで、金利がやや上昇したと思っている。一方、20年などの超長期ゾーンのマインプレーヤーである生保などの機関投資家は、現状のレート水準ではなお低過ぎる、つまり投資の目線にもう少し届かないということから、引き続き大きな動きはみられない。図表2-6で、市場参加者が注目する債券利回り変動要因を直近のサーベイでご覧頂くと、黒い部分の景気動向に対する注目度が増していて、そして、その景気動向は(2)のグラフでは太破線で、金利低下要因として認識される度合いが高まっている。この他、短期金利・金融政策——丸印の線——も、1月以降金利上昇要因から低下要因に見方が変わっている。この結果、足許では、物価以外の全ての要因が金利低下要因として意識されるようになっている。続いて、図表2-7、クレジット市場である。まず、(1)のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドについてご覧頂くと、投資家はB a a格にやや選別的あるいは神経質になっている面が窺われるが、全体としては横這い圏内の動きと言って良いと思う。これと対照的なのが、(2)のグラフでお示したCDSのプレミアムの動きである。右側の拡大図の黒太線でお示しているように、日本でもプレミアムが海外の市場につれる形で上昇してきている。日本の足許のプレミアム拡大の背景なのだが、これは外国人——具体的にはヘッジファンドなどと思う——が欧米対比割安な日本のCDS銘柄に注目してプロテクションを買っていることによるものだともみている。いわば、海外のCDSに鞘寄せする形で、外国人主導によって日本のプレミアムが拡大したと考えている。従って、言い換えると、日本の企業信用などいわゆる国内のファンダメンタルズ要因で、プレミアムを拡大させるような異変が生じた訳ではないということである。

次に図表2-8、株価の動向であるが、(1)のグラフの右側にあるとおり、前回決定会合以降、日経平均は一旦1月22日に年初来安値になる1万2,000円台半ばまで下落したが、その後反発して1万3,000円台を回復し、本日米国株高あるいは日本のGDP統計の事前予想比上振れなどで1万3,000円台の半ばまで上昇してきている。ただ、安定的な買い越し主体

が存在しないようであって、今日のところも先物のショートカバーが中心で、あまりフローは大きくないと聞いている。この辺りについて、図表2-9、主体別売買動向をご覧頂くと、外国人なのだが、引き続き日本株離れが進んでいる。1月のところをご覧頂くと、1月についても外国人は7,300億円の売り越しになっている。日本株はバリュエーションの面では国際的にみても割安と言われているが、外国人の買い意欲を大きく刺激していないようである。やはり、アジアの新興諸国などに比べると日本の経済成長率は見劣りするので、企業業績についても足許では堅調なのだが、先行きについて外国人の投資家が慎重な見方をしていることが一つの背景かとみている。

図表2-10、為替にいく。(1)のグラフの右側の拡大図あるいは<参考>の表でご覧頂いても良いのだが、まず、ドル/円相場——グラフ上では黒太線になる——は、前回決定会合以降、105~108円台での動きになっている。リスク許容度ストーリー——つまり、米株価が下落すると円高となる一方、米株価が上昇すると円安——は引き続き観察されるのだが、ドル/円相場は以前のように株価の変動程大きくは動きにくくなっているか、と思っている。つまり、ドル/円相場については、振幅が少し縮んでいるようにも思われる。その背景については、米金利がこの間急ピッチで低下してきているので、日米金利差が縮小してキャリートレードのリターンがリスクに見合わなくなっていることが一つある、と思う。それから、もう一つは、ドル/円の円のショート・ポジションは既にかなり整理されてきていて、後でご覧頂くように、足許では投机筋のポジションはむしろ円ロングにかなり傾いている。このため、アメリカの株価が下がっても、円をさらに買い進みにくい状況になっていると考えている。これに対して、例えばユーロ/円相場——黒線——はまだ金利差が相応にあるし、キャリー・ポジションも相応に残っているので、引き続き海外株価との連動性がはっきりしていると思っている。このため、ユーロ/円相場は前回決定会合以降——これは<参考>の表にもあるが——も153~158円といった割合広い範囲で変動している。本日、ドル/円相場は米株高、本邦株高で

108 円まで円安に振れているが、これはむしろユーロ／円などのクロス円相場が円安に動いたことに引き摺られた面が強いのではないかとみている。ここで、円安方向、円高方向に働く力がどの位あるか、残っているか、という点をみておく。図表 2-12 で、まず円安方向のボラティリティについてみると、(1) のグラフにあるボラティリティはドル／円では高止まりしていることが言えると思う。その中で、図表 2-13 の外為証拠金取引の動向をご覧頂くと、高金利通貨に対する円ショート・ポジションに大きな変化は窺われていない。次に、円高方向の力について図表 2-14 をご覧頂くと、円の IMM ネットポジションは足許先程申し上げたように円のロング・ポジションがさらに拡大している。この円のロング・ポジションは 2004 年 2 月以来のかなり高い水準に到達しているので、先程申し上げたように、米株価が下がってもこれ以上大きくは円を買い進みにくい状況かと思っている。むしろ、昨日から今朝に掛けての円安は、このロング・ポジションの一部が巻き戻されたと推測している。

最後に、エマージング諸国の株価とコモディティの価格を少しみておきたいと思う。図表 2-15 でエマージング諸国の株価は (2) のグラフになるが、これを少し遡ってご覧頂くと、ちょうど去年の秋位までは先進国の株価が低迷していてもアジアとかラ米の株価は割と堅調であったと思う。ところが、年末以降は、米株価につれて動く度合いが増し、振れの大きい展開になっていて、足許では欧米株価とエマージング諸国の株価がデカップリングしている状況ではなくなっているようにみえる。一方、コモディティについては、図表 2-16、(1) あるいは (2) であるが、総じて堅調と言って良いと思う。まず、(1) のグラフでご覧頂くと、黒太線の原油価格は米国の景気減速懸念からやや足許調整されているようにもみえるが、それでも高値圏で推移。一方、細線の金はフライト・トゥ・クオリティから上昇トレンドを維持しているようにみえる。そして、去年の半ば以降、最も上昇ピッチが早いのは——(2) のグラフになるが——とうもろこし、大豆、小麦といった穀物であって、いずれも最高値圏にある。バイオエタノールの燃料需要の拡大期待もあって、このグラフ上でお示しするように、

いわゆる投機筋のネットポジションが足許拡大していることも価格を押し上げていると考えている。クレジット市場あるいは株式市場の投資リスクが増す中で、コモディティ市場が分かりやすい投資対象として——つまりフライト・トゥ・シンプリシティという流れの中で——、CTAなどのグローバル投資家の少なくとも一部資金の受け皿になっている面があるのではないかと考えている。

以上みてきたように、まず金融調節面では足許非常に落ち着いているが、年度末に掛けては不安定要素もあるので、ここを上手く乗り切ることが課題と思っている。そして、国内金融市場については、グローバル投資家の見方とか、投資姿勢の変化を反映した動きが随所にみられると思っている。例えば、申し上げたOIS市場における利下げ期待であるとか、CDSのプレミアム拡大などは、外国人主導の動きになっている。それから、国際金融市場では、クレジット市場の動揺が続いていて、そうした中でコモディティ市場が行き場を求めるグローバル投資家の資金の一部の受け皿になっていると考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

西村委員

日本のように分断されている市場は日本独特なのか。ヨーロッパでもある程度の分断は……。

中曽金融市場局長

分断された市場とみて良いのかどうかということがある。どちらかと言うと、多分、摩擦的なのではないと思う。確かに、OISとかクレジットのところについて、今は少しギャップがあると申し上げてしまったが、例えば昨日から今日の動きをみると、少しコンバージしている——収斂している——感じがする。例えば、OISであると、利下げ期待は剥落して

きているので、そちらの方向に収斂している。それから、今まで低過ぎた日本のCDSのプレミアムが海外市場に並んでいくという感じである。こういうギャップが摩擦的に生じることは恐らく海外市場もあると思うが、日本の市場もかなりグローバル化が進んでいるとみた方が良いと私は思うので、むしろ同じような動きの中に巻き込まれつつあるという感じを持っている。

須田委員

今のようなことだとすると、クレジット・デフォルト・スワップ市場では、企業のしっかりとしたファンダメンタルズにもかかわらず、海外市場の情勢に引っ張られてしまうということか。例えば、国内市場のことがしっかりと分かっている市場参加者であっても海外市場に引き摺られてしまうことになるのか。

中曽金融市場局長

そうは言っても、水準はまだ違う。今まで海外が上がり過ぎた割には日本の上がり方が鈍かったが、ここへきて少し同じような動きをしてきたということである。ご覧頂くとおり、水準自体はかなり違うので、この辺についてはある程度ファンダメンタルズを評価しているのではないかと考えている。

福井議長

宜しいか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

福井議長

それでは、海外の経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

前回のMPM以降に発表された経済指標をみると、米国景気の減速傾向は一段と強まっていると言わざるを得ない。そうした中で、米国景気を下支えしているのは、Fedの機動的かつ大幅な利下げと財政政策。ユーロも景気は緩やかに減速している感じが出ている。一方、アジアであるが、今のところ発表されているデータで追う限り、堅調。ただし、米国あるいは欧州がこういうことであるので、先行き外需面で何らかの影響が出てくるとみている。以下、図表に沿って説明させて頂く。お手許の資料の図表4-1、米国の実体経済というタイトルが付いている頁の(2)に米国のGDPの第4四半期の計数が載っている。第4四半期は前期比年率+0.6%ということで、第3四半期に比べて急速に伸び率が鈍化している。コンポーネント別にみていくと、住宅投資が引き続き大きな下押し要因となっているほか、前期ではプラスに貢献していた在庫投資あるいは純輸出がそれぞれ大きく下押し要因に寄与している。この間、個人消費も伸び率を鈍化させている。設備投資は、途中ラップでみていた資本財受注統計等よりはかなりしっかりした形で仕上がっている。この後、今月末に事前推定値から暫定推定値に移っていくが、後程申し上げるように、小売統計が昨日遡及改訂されていて、それをそのまま反映すると、恐らくこの第4四半期の+0.6%は+0.4%位まで下方修正されるのではないかとされている。因みに、今年の第1四半期については、データがまだあまり出ていないが、市中の見方としては、前期比年率+0.5%という低い数字が予想されている。

以下、1月以降の計数を中心に、いつもの図表1で説明させて頂きたい。先程申した5.小売売上高の1月は昨晚出た数字なのでお手許で入れて頂ければと思う。前月比は+0.2%、それから前年比は+4.6%である。11月、12月が修正されているので、四半期別の数字を申し上げると、第4四半期はお手許の数字+0.7%となっているのが+0.5%に修正されている。因みに、前年比+4.6%は+4.3%になっている。6.自動車販売も1月が出ていて、年率1,555万台、前月比-6.2%と大きく減少している。第

4 四半期は各社ともかなり販売促進策をやっていたが、その効果の息切れかと言われていて、これが第 1 四半期の消費の基調の前兆を示すという意味では、懸念される材料である。7. 消費者コンフィデンス指数も 1 月は 87.9 と引き続き低下していて、これも第 1 四半期の消費の弱さを予兆させるものとみられている。肝心の住宅着工であるが、この 1 か月間アップデートされていない。ただ、ここには載せていないが、販売、在庫、価格といった住宅関連の経済指標をみると、いずれも住宅市場での調整の底入れ感は全く窺われない。企業サイドであるが、11. I S M 景況感指数の製造業 1 月は 50.7 である。ここ 2、3 か月の動きは 50 というブレイクイーブンを挟んで上下に動いているが、基本的には弱いということである。問題は非製造業であるが、1 月は 44.6 と非常に大きく下落している。50 のラインを下回るということも然ることながら、水準的にも非常に低い水準までいっている。色々な項目をみてもいずれも弱い方向であるので、以前から申し上げているように、アメリカ経済がサービス化している中で、非製造業指数がこれだけ弱い数字を示すのは全体にとっても非常に懸念材料になる。市場でもそういう見方で、この統計が出た時、株式市況等はかなり下げていた。生産の数字は新たに公表されていないので飛ばして、失業率、雇用関係に移る。13. 失業率は 4.9% ということで、12 月の 5.0% より若干下がった数字になっているが、実は 5.0% が 4.975% 位であって、1 月の 4.9% は 4.925% という四捨五入の関係からできた 0.1% の開きであり、実態的には横這いである。14. 非農業部門雇用者数は、全体では前月比 1 万 7,000 人の減少で、久々のマイナスになっている。ただ、これも 11 月、12 月と遡及改訂されている。この 1 月の 17,000 人減も来月以降もこのままかどうかは必ずしも定かではない。ただ、傾向的に増勢鈍化は間違いない。内訳をみると、予ねてより建設業がマイナス、製造業もマイナス、それからサービス業でも専門職ビジネス——人材派遣や専門技術であるが——が減少に転じている。それから、16. 生産性の第 4 四半期が最近出ている。ご覧のとおり、生産性の前年比伸び率は前期と同じ +2.6% である。ただし、労働コストの伸び率が、この第 4 四半期は鈍化したので、

17. ユニット・レーバー・コストの前年比は第3四半期の+3.0%に比べて+1.0%と大きく減少している。完全にインフレ圧力が払拭された訳ではないが、少し減衰していることがこの面から言えるかと思う。以上が米国である。

次に、図表2-1、ユーロに移る。ユーロエリアの第4四半期の実質GDPは、今晚発表される予定になっている。目下の市場の予想は前期比+0.3%の伸びである。年率換算すると+1%強であるから、第3四半期の+3.1%に比べて、こちらもスローダウンの姿になりそうだ。輸出関係は3. ドイツだけであるが、域外向けの海外受注の12月が公表されている。第4四半期としては前期比+3.6%の増加ということで、少し良い数字となっている。ただ、ここに出ていない他の情報からみると、ドイツにおいても域外向けの輸出の地合いは必ずしも樂觀できないところがあるので、引き続き要注意かと思う。問題は6. 小売であって、12月は前月比-0.1%ということで、ユーロエリアの小売は3か月続けてマイナスであり、前年比でみると-2.0%である。これは前年がVAT引き上げ前の駆け込みの反動ということもあるので、前年比-2.0%そのものを額面どおり受取る必要はない。ただ、この内訳をみると、域内で問題視されているスペイン辺りの数字が弱いということがあるので、8. 消費者コンフィデンスあるいは物価の動向と合わせて考えると、今後小売についても要注意と思っている。9. 生産の数字の12月については、昨晚出ており前月比が-0.2%、前年比は+1.3%であり、第4四半期を締めると前期比+0.1%、前年比+3.0%となる。それ以前の遡及改訂もあるが、いずれにしろ生産の数字の第3四半期から第4四半期の伸び率鈍化が恐らく今晚発表される実質GDPにも反映されていると思う。10. 製造業PMI、サービス業PMIのサーベイである。1月の数字が出ている。製造業は横這い圏内で動いているが、サービス業は弱くなっているということで、一つの懸念材料である。失業率の12月は引き続き7.2%ということで、史上最低の水準で横這っている。消費者物価の1月はヘッドライン+3.2%で、前月より上昇率が小幅高まっている。後程申し上げるが、やはり食料品価格の上昇がこちらでも

効いていて、エネルギープラス食料品でインフレ圧力がじわじわ出ている感じがある。今春のベアというか賃金交渉において、エネルギー価格の第2ラウンドへのパス・スルーに繋がるかもしれない数字ということで、ECB等は非常に警戒してみているようである。図表2-2、イギリスである。こちらは第4四半期のGDPが発表され、+2.4%となった。スローダウンはスローダウンであるが、然程大きなスローダウンではないという見方もできるかもしれない。需要コンポーネントはまだ発表されていないが、生産サイドを業種別でみると、やはり金融絡み、サービス業の寄与が前期に比べて小幅化している。あと、失業率の1月は2.5%となっている。ユーロと同じように、全般的にはスローダウンが言われる中、雇用は何とか高い水準を保っている。CPIは+2.2%という数字が出ている。前回少し申し上げたと思うが、光熱、水道関係の料金引き上げがこの月に出始めている。あと+0.4%位は押し上げるのではないか、という試算がなされている。住宅価格は伸び率が鈍化しているが、この数字以上に住宅市場の需給は弱いというアネクドタルな話は伝わってきている。

図表3-1、アジアに移りたいと思う。1. 中国の第4四半期のGDPであるが、前年比+11.2%と引き続き高い伸び率であるほか、2. 工業生産、3. 消費財小売売上総額いずれも高い伸び率と評価できると思う。当月の数字には出していないが、1月の大雪の影響が恐らく何らかの形で来月の統計に出てくると思うが、一部の筋ではGDPにしても-0.5%程度のマージナルな影響だという話も出ている。雪で倒れた電線の回復率は65%位までになっているという話もあるが、実態についてはもう少し時間が経たないと分からないかと思う。ただ、その中で間違いなく影響が出そうだとされているのは物価であって、食料品は流通に滞りが出ている。それから、例えば石炭とかアルミの生産面——中国は全世界で生産されるアルミの三分の一に相当する量を生産しているが、先程の電力の影響がある——での影響が世界的に出始めている。CPIの12月は+6.5%となっているが、1月にまた上がる可能性は十分あるとみている。2. インドである。表では数字が埋まっていない12月の鉱工業生産が出ていて、+7.6%となってい

る。10～12月締めて+8.6%だが、インドも引き続き高い成長率を続けている。4.物価だが、卸売物価の1月は+3.9%、中身を見ると公定価格になっていないナフサなどの石油関連製品あるいは石炭の価格上昇が押し上げに寄与している。NIEs、ASEANであるが、第4四半期のGDPが一部出ている。韓国は前期比年率+6.3%で第3四半期と比べると伸びを高めているのだが、昨日の韓国銀行総裁の定例記者会見では先行きについてかなりの景気減速のリスクがあるとのことである。図表3-3、(4) 内需関連の韓国で小売数量指数の12月が前月比-1.0%であること、それから消費者評価指数の1月——ここには出ていないが——が82.7という数字が出ている。こういうところから、内需が一つ懸念材料としてある。全般的な問題もあるのだろうが、韓国の株価下落が消費者のマインドに影響を与えるのではないかという見方も出ている。それから、もう一つ心配されているのは輸出である。韓国の輸出であるが、図表3-2、(2)、1月の数字が前月比+0.3%と前月比ほぼ横這いなのだが、12月が非常に下がっているので、それとの流れでみると、第1四半期は-1.0%ということになり、輸出についても若干の懸念材料は出ている。NIEs、ASEANは統計に限界はあるが、私共の掴んでいる範囲では冒頭申し上げたように堅調という地合いを変えるような材料は出ていない。ただ、リスクはこの先十分あるので、注意深くみていく必要があるかと思っている。消費者物価の動向についても、他地域と同じように基本的にはじりじりと上がっている。原因は、食料とエネルギーということである。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。

西村委員

ドイツの域外輸出であるが、このソースでは限りがある。具体的には、どういう…。

出沢国際局長

サーベイで輸出についての見方が出ている。そういうところから、気にしている。

須田委員

イギリスは金融業のウエイトが高い。しかも不動産も少しバブル崩壊的になってきたにもかかわらず、GDPの落ち込みがあまりないことをどう解釈したら良いか。

出沢国際局長

一つは、タイムラグの問題があるかと思う。恐らく金融業に携わっている人の消費行動に影響が出てくるのがボーナスが支払われる12月——1月に入るかもしれない——であるので、年が明けたところで影響が出てくる可能性があるかと思っている。内訳をみると——先程言ったように業種別しかみえないのだが——、金融サービスは伸び率が鈍化している一方、ウエイトの小さい製造業が意外と下支えしている感じがあって、第4四半期ではこの程度のスローダウンで済んでいるということである。

須田委員

もう一つ。アメリカのインフレ期待なのだが、BEIの5年先スタート、5年物のフォワード・レートをみると——これは、これからFedがホームページで公表していくらしい——、上がっている。それにもかかわらず、インフレ期待はコンテインされているという言及が幹部等からも多いのだが、それはそう言わざるを得ないのか、あるいは、BEIは単なる一つの指標であって、コンテインされていると受取っているのか。

出沢国際局長

直接、インタビューしないと分からないと思うのだが、恐らく、中長期

的には一つのシナリオとして潜在成長率に戻っていくだろうということがあるし、色々な世界需要を考えれば、今まであったインフレ圧力がそう簡単には後退しないだろうという考え方は成り立つと思う。その中で足許については、景気のスローダウンによる需給タイト感の薄らぎとウエイジの伸び率が——まだ+3.7%と高いのだが——去年の頭から緩やかに下がってきていることで、足許のインフレ圧力は若干後退したという材料は多くはないと思う。そういうことで、多分、この種のメンションなり見方になるのではないか、と想像する。

福井議長

イギリスと欧州大陸のC P Iの上昇率の現われ方なのだが、イギリスはウエイジでのセカンド・ラウンド・エフェクトを除いても、これまでの要因で今の+2.2%位が+3%位までいくかと言っている。欧州大陸は、今もヘッドラインで+3.2%位か。これは、セカンド・ラウンド・エフェクトを考慮しなくて、この辺がピークという感じか。

出沢国際局長

この前もご質問があった。私が申し上げた試算は、足許の原油価格、エネルギー価格、食料品価格が横這いという条件で行った。すると、前年比の坂で下がっていくという結果が出た。今月は+3.2%よりもっと低くても良いというのが、前回の試算におけるユーロエリアの話である。そうでなくなったのは、その他の要因であった食料品である。試算では想定していないのだが、穀物とか乳製品の価格が上がってきて、仕上がりとしてのヘッドラインは上がってしまった。従って、実際の動きはまだ上がる可能性は十分あるが、純粹に今年に入ってからエネルギー価格が横這いで推移するという仮定の下では、暫くの間は前年比との坂で下がっていくことを申し上げたつもりである。その見方は今も変わっていない。

福井議長

では、イギリスはなぜ上がるのか。

出沢国際局長

この前も申し上げたが、イギリスはエネルギーの中の光熱・水道費という公定価格の寄与が効いている。それがもう実際に動いている姿がみえていて、それを織り込んでいるので、私はこの先まだ上がっていくだろうと申し上げている。

福井議長

公定価格か。

出沢国際局長

公定価格というか、電力会社にガス会社が値上げすると言って、この1月から上げている訳である。それは下げると言わない限り、順次寄与していくのがみえるので、それを織り込んで試算するとイギリスはあと+0.5%とか+0.6%上がるだろうと申し上げている。

福井議長

そうすると、原油価格上昇の末端価格への影響の出方が、イギリスの方が遅いのか。

出沢国際局長

今の私の説明からすると、そういうことになる。そこの一つのチャネルは、ガスとか電気の値段について、ある程度の硬直性というか定価性が効いているのだろう。ユーロも勿論そういう面はあると思うのだが、あまり話題にならなくて、一般に全般的なエネルギー価格のベースの動きで試算をしている。

福井議長

中国はC P I がまた少し下がった。+6.9%から+6.5%に下がってきている。これはこれ位がピークなのか。

出沢国際局長

否。さらに上がると思われる。食料品も押し上げるし、+7%に乗せていくと思う。

水野委員

天候要因である。

出沢国際局長

それから、今は政策的に抑えられる価格は抑え付けているので、どこか無理がある。新聞報道であるが、政府がそうやっているので、ガソリンスタンドで売れば売る程、利鞘が薄くなる、赤字になるということで、供給を絞っている。従って、そちらの面で社会不安が出てくるので、中国石油とかいう石油会社に公定価格の引き上げを認めないと、市場はバランスしていかない。そういうのがいずれ出てくると思う。

須田委員

今朝公表された米国の小売売上高について、予想ではマイナスと言っていたが、実際はプラスだったというだけで、大きく反応した。大した大きさではないにもかかわらず、あれだけ反応するということは、やはりマーケットはリセッションなり先行き悪い想定を相当持っていたと考えて良いか。

出沢国際局長

今、振れていると思う。

野田委員

ただ、市場予想とはちょうど逆、筋が裏返しになってしまったからもあったのだと思う。ある種のポジティブ・サプライズがあった。それと、何か良い材料が……。

出沢国際局長

昨日、一昨日モノラインの関係の買い材料で上げたし、少し戻したいという市場のムードがあれば、ヘッドラインでぱっと出たのが使われたのではないかと思う。

福井議長

ユーロエリアはゆっくりスローダウンになっているが、マネタリー・アグリゲートは高い伸びのままである。これは専ら遅行指標とみれば良いのか。

出沢国際局長

遅行というよりは、後ろ向きというカリインターミディエーション的な動きがユーロでも起きていて、内訳をみると、住宅ローンは下がっている。それから、消費者ローンは横這い。企業向けはまだ高い伸びを続けている訳である。それで、全体として、ああいうアグリゲートの伸びが続いた。企業向けは何かというと、今、積極的、前向きの案件がないし、LBOによる資金調達などからの振替などがあるのではなかろうか。ただ、それ以上のブレイクダウンしたものがみえないので、正確なところは分からない。

福井議長

しかし、ECBはマネタリー・アグリゲートを一つのピラーとして立てている訳で、そうである以上は、フォワード・ルッキングなインプリケーションが読めないといけない。事後説明しかできないのは、何か妙な気がする。

出沢国際局長

ECBになって、多分、
一されたため、

と思う。ECBに統

。従って、数字は分かるが
という悩みが色々な面で
生じていて、恐らくマネタリー・アグリゲートについても、そういうこと
が言えるのではないかと思う。

野田委員

いずれにしても、予ねてより目標値から随分離れている。

出沢国際局長

+3.9%とか+4.0%とかいうところから離れたまま、もう何年も経って
いる。戻すことも考えていないし、戻せる方法もない。ただ、気にはなる
ということで、リファアされているのだと思う。

岩田副総裁

ドイツでは8%とか、かなり高い賃上げを要求しているのだが、どれ位
の二次的影響がありそうか。原油価格が上がっても、賃金にいかなければ……。

出沢国際局長

これまでの経験からすると、言い値の半分で折り合う。従って、+4%。
去年も+6%台の要求であったのだが、折り合って+3.何%になっている。
+4%が生産性の伸びで吸収できるかということに掛かっていると思うの
だが、明らかに生産性の伸びを上回ってくるから、そのはみ出した分はコ
スト・プッシュ要因として出てくる。もし+4%で妥結すれば、このよう
な懸念はあると思う。

岩田副総裁

もう一つ、アメリカの生産性であるが、雇用の数字を受けて少し変化したのか。

出沢国際局長

然り。例の統計では 30 万人位。その分だけ生産性がアップする要因である。

岩田副総裁

生産性はその意味では思ったよりも下がっていない。インフレ懸念の軽減という意味では、生産性が維持されていることは良いことだと思う。ただ、須田委員の方からお話があったように、インフレ期待は、5 年先スタート・5 年もの B E I フォワード・レートで +3% 程度になったのか。私も良く分からないのだが、少し高くなっているのだな。

西村委員

単純に計算した 5 年先スタート・5 年もの B E I フォワード・レートは、+2.5% を若干超えた位である。以前は +2.3% とか +2.4% 位で、そこから上がってきた。

岩田副総裁

ブレイクイーブンでみて、インフレ率が今 +3% 位なのであるな。前は、+2.5% 位であった。それが……。

西村委員

岩田副総裁がおっしゃるのは、モデルを使って計算した 5 年先スタート・5 年もの B E I フォワード・レートであるな、それはより上の方にあるな。

岩田副総裁

5年先スタート・5年ものBEIフォワード・レートでのブレイク・イーブン・レートである。それで、今度からウェブサイトに乗ると。しかも、上がってしまっていると。リアル・レートはむしろ下がっている。これは、Fedがこれからまた急に下げると期待によるものだと思う。マーケットの期待は少し上にいく。しかしファンダメンタルズでは、景気は減速するし、生産性は維持されていれば、そんなに上がる要因はない。残っているのは、エネルギーとか食料だと思うのだが。この点、ややパズリングである。

福井議長

ユーロエリアの生産性という指数はないのか。

出沢国際局長

ある。ユニット・レーバー・コストも弾いている。

福井議長

この表に載せるに値しないのか。

出沢国際局長

載せるに値しないという訳ではないが、資料がどんどん増える傾向にあるので、3か月に一度の時に一応チェックはしていて、マンスリーの時は割愛させて貰っている。

岩田副総裁

アメリカの財政政策なのであるが、1,500億ドルという財政支出はもう決まったと考えて良いのか。それとも、まだ修正のプロセスがあるのか。

出沢国際局長

昨日、大統領が署名したので、あれでいく。

岩田副総裁

最終形だと考えて良いのか。

出沢国際局長

効果については、政府とは違う見方も出ているが。

岩田副総裁

それから、救済策が昨日出ていた。あれはどれ位のインパクトなのか。一種のリスケジュール、30日に延ばすというのは何なのか。

出沢国際局長

カバーできているのは恐らく 50%位だと言われているし、そのうえでの強制力は何も担保されていないので、市場は割合冷静にみているように、私は聞いている。

堀井理事

先程の減税の規模は企業分も入れたトータルで1,680億ドル、個人だけで言うと1,170億ドルである。5月にリベートのチェックがくる。大人は300ドルの人と600ドルの人、子供は300ドルであるが、色々な人が細かく分析すると、第2四半期に出てくるリベートが300億ドル、第3四半期が770億ドルのようだ。Fedの人も民間のエコノミストも同様の試算なのだが、リベートのうち、最初の四半期に四分の一、次の四半期に四分の二が支出に回り、残り四分の一が貯蓄に回る。大体そういうパターンで計算していくと、第2四半期、第3四半期、特に第3四半期には成長への結構大きなインパクトになる。

岩田副総裁

個人消費が相当押し上げられる。

堀井理事

手許にある幾つかの資料をみると、第3四半期にはGDPを+2%程度押し上げるような瞬間風速が出る。現に2001年のテロの後に出てきたパッケージも、2001年第3四半期、第4四半期で効果が出てきた訳であるが、第4四半期は物凄く消費が伸びた。ただ、今回の減税法案のスローガンではないが、ターゲット・テンポラリーで、まさにテンポラリーである。その後、落ちるのである。

岩田副総裁

半年経つと今度はマイナスになる。一時的に持ち上げるだけであるから…。

堀井理事

マイナスになる。2001年の時も2001年第4四半期にばっと上がった——あの時は消費だけ伸びて他が落ちたので、GDPは然程伸びていない——が、その後、影響が剥落して、結局2002年中はあまり効かずに、本格的な調整が終わった2003年から経済は上がってくる形になった。従って、今も数字面は第3四半期に掛けて良いのが出てくるかもしれないが、問題はその持続力ということになる。

岩田副総裁

2001年の時は、裏側で、もう一つパーマネントな税率のカットもあったのではないかと。減税プロポーザルをやったので、両方を組み合わせたのだと思うが、それで全体としてインパクトが大きかったのではないかと私は思っている。

出沢国際局長

いずれにしても、政策であるから、政策当局が目一杯の数字を言う。これがインカム・エフェクトとして+0.7%ということである。過去の減税での消費性向——これも色々見方があるのだが——は2割とか4割とかであろう。そんなに丸々使わなくて、やはり貯めたり、借金を返したりするので、消費に出ていくのは先程の+0.7%の良くて半分であろう。しかも、出尽くし効果であるから、ワンショットで第2四半期、第3四半期に出ていくものはマキシマム+0.3%位の押し上げ効果なのであろう。それもなによりはましであるし、微妙なところで効くかもしれない、というのが、市場の割合冷めた見方だ、と我々はみている。

岩田副総裁

計量モデルでは割合大きめに出しているような気がする。

亀崎委員

50万人位の雇用創出が報道されていたが、これも企業向けの500億ドル程度の減税効果として見込まれるものか。

出沢国際局長

企業に投資減税分を払い戻したからといって、何人雇えと強制できないし、雇用は先行きの見通しのうえで決まるから、これだけ先行き見通しが慎重化している時であれば、この投資減税は取り敢えず企業収益にとどまってしまうのが現実だと思う。

亀崎委員

+0.7%というのは、GDPの年率の伸びへの寄与度なのか。

出沢国際局長

それだけお金がいくから、単純にいけば、それだけ増えるはずだという

ことである。

亀崎委員

アメリカの潜在成長率は下がってきているという話があるが、今どれ位か。

出沢国際局長

+2～+2.5%のゾーン。+2.5%に近い方とかである。

野田委員

かなり下がってきているな。

出沢国際局長

少し前までは、+3%。それから、+2.5%まで下がってきて、今+2.5%の少し下と言う人がいる。

野田委員

減税効果にしても、今の企業にしても、その間に、やはり何とか住宅市場が底入れするという期待を込めた抱き合わせでないと、それこそ本当にテンポラリーに終わってしまう。そこは、アメリカ当局は十分分かったうえでの施策だと思うが……。あまり悲観的にみることもないのではないかとは思うのだが、今、堀井理事が説明されたようにマキシマム的な見方も少し危険かと思う。

中村委員

マインド的な要素は、あるのか。

出沢国際局長

ブルーチップの一番新しいところで、住宅市場の調整というGDPでみ

たマイナス要因がいつ終わるかについては、今年第4四半期だろうという見方が3割位と一番多い。それから、F e d 元理事のマイヤー氏が今年第3四半期位には底入れ感が出るのではないかという意見を出している。ただ、それは市場の中で一番オプティミスティックな見方だと言われている。従って、いずれにしろ今年の後半になって、言われたとおり住宅市場調整の終了感が出てくれば、あとは自然に治癒していくと思うが、それまではどうしようもない感じである。

堀井理事

財政当局もF e d もそうであるが、バブル崩壊に伴うマイナスの乗数効果を消したい。要するに、マイナスがマイナスを呼ぶ。だから、所々にこういう支えを入れる中で、スノーボールというか雪だるま式に景気が落ちることを止めたい、ということだと思う。

西村委員

バルチック指数がかなり落ちてきているが、物の流れからみると世界経済はかなり落ちていると考えた方が良いのか。

出沢国際局長

海運市況からみると、まだ強いと理解している。急激に物流がシュリンクした話は、今のところ聞いていない。アメリカ国内のトラックの動きに影響は如実に出てきていたが。

中村委員

世界の物流の中でもアジアから北米向け航路の荷動きは昨年後半以降、落ちているが、ヨーロッパ向けは増えている。自動車についても、むしろ今年は去年よりも例えば日本からの輸出は増えるのではないかとされている。

野田委員

バルチック指数の動きも、我々が実物経済をみている限りにおいて、少し違和感がある。あそこまで急に落ちて、今は少しまた底を打った感じ……。

水野委員

去年後半の上がり方は、凄かった。

野田委員

やはり、今、出沢国際局長がおっしゃったように市況絡みの話なので、動き自体はやはりよくみておく必要があるが、あれだけ大きく振れてしまうと少し違和感がある。

中村委員

バルチック指数は、必ずしも荷動きの実態を表わしている訳ではない。

福井議長

宜しいか。それでは、これでコーヒープレイクとする。15時15分位から再開する。

(15時06分中断、15時15分再開)

福井議長

宜しいか。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

国内経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長から願います。

門間調査統計局長

それでは、本日は既に事前にお配りしている資料-4（参考計表）で説明してから、本日お配りした資料-4（追加図表）を後程説明する。それでは、まずいつもの資料-4（参考計表）であるが、まず図表 5、図表 6 というところである。図表 5、(1) の実質輸出——太実線——の右端が 10~12 月であるが、7~9 月が前期比+6.0%と大きく伸びた後、10~12 月は前期比+1.5%とここまでのところ増加を続けているという判断で全く問題ない。図表 6、(1) の地域別の表をみて頂いても、過去 1 年以上に亘って既に停滞感の強い状態にあったアメリカ向けを EU 向け、東アジア向け、その他向けで十分にカバーしており、輸出全体では地域的な広がりを伴う形で増加を続けているという構造に、少なくともこれまでのところ、全く変化はない。ただ、ここから先になるが、デカップリングという形でこれまでと同じようなペースで輸出の増加が続いていくかについては、注意が必要になってきていると考えている。第一に、米国経済が当面低成長を続ける可能性が高まってきており、その場合、東アジアや欧州もさすがになにがしか影響を受けると考えている。第二に、米国経済からの影響とは別に、中国などの新興諸国自身、去年は多少過熱気味の成長であったので、今後は自律的ないしは過熱抑制策の効果によって、ある程度減速するの考えるのが自然と思われる。それから、第三に後程申し上げる生産予測指数の弱さにも、そうした海外経済に関する減速の可能性ないし不透明感が一部反映されていると考えている。この点、企業からのヒアリングでは、新興国、資源国のとりわけ自動車とかインフラ関連については、引き続き強気の見方がほとんどであるが、足許のアメリカ経済の減速及びその影響を心配する声が聞かれていることも事実である。我々としては、世界経済について、多少減速するとしても拡大を続ける、従って輸出も増加傾向を続けるという見方を維持することで基本的に良いと思うが、本年前半を中心に輸出の下振れリスク、不確実性が強まっていることには注意する必要があると思っている。以上が輸出関連の話である。

次に図表 12 に進んで頂いて、設備投資の先行指標をみて頂くと、引き

続き総じてしっかりしている。＜先行指標等＞の機械受注であるが、7～9月が前期比+2.5%、その後10～12月も+0.9%ということで2四半期連続の増加である。丸い括弧の中の前年比の数字も10～12月はちょうど0.0%ということで、これまでのマイナスが消えている。まさに高水準横這いという動きである。10～12月は特に製造業が+6.8%で、しっかりしていた。それから、建築着工床面積であるが、10～12月は+39.1%とかなり大きく回復して、水準的にも12月の着工水準は建築基準法改正前の通常月の水準に戻っている。この10～12月については、薄型ディスプレイパネル工場の大口案件の集中とか、改正まちづくり三法によって制限される前の大型商業施設の駆け込み着工といった特殊要因もみられたが、これはこれで必要な投資はタイミングを逃さず実現させるという投資意欲の現われとみることもできるので、建設投資は基調的にみてもまずまずしっかりしているという評価で良いと思われる。その一方で、設備投資関連で多少気になる指標もあって、図表15になるが、中小企業の設備投資に関する指標である。各グラフの太実線が、中小企業金融公庫の調査による設備投資実施企業割合である。ご覧のように、足許はつきり弱くなっている。収益の伸び悩みに加えて、7～9月以降、改正建築基準法の影響が中小企業についてはやや色濃く出ている可能性がある。以上が設備投資である。

次に個人消費へいく。図表19、図表20をご覧頂きたいと思う。結論から申し上げますと、ここにあるようなハードデータをみる限り、個人消費は引き続き底堅いという評価で問題ないと思う。中でも一番しっかりしているのは耐久消費財——図表19、(2)——であって、家電販売額はご覧のようにデジタル家電を中心とする上昇トレンドに変化は全くない。乗用車についても、12月には一旦減少したが、1月は再び大きく増加していて、均してみても昨年夏以降の相次ぐ新車投入が需要の喚起に繋がっている。それ以外の図表19、図表20、どれをご覧頂いても振れを伴いつつも、須らく横這い圏内ということである。強くはないが、ここにきて急に弱くなっているという訳でもない。まさに底堅いという展開である。ただし、図表

22であるが、消費者コンフィデンスは、前々から申し上げているように、指標によってはかなり慎重化している。ここには掲げていないが、景気ウォッチャー調査の家計関連の指標も1月も低下が続いていて、今回の景気拡大が本格化する前の2002年の水準まで落ち込んでいる。その1月の状況について、小売業からのヒアリングでは百貨店、スーパー、コンビニ、旅行といずれにおいても急に冷え込んできているという感じはない。それなりに、底堅さは維持されているという感じである。ただし、都内百貨店では、宝飾品が軒並み二桁の減少ということで、高額品の売行きが良くないようであって、株価下落の影響を指摘する声は少なくない。それから、後述するように、雇用が引き続きしっかりと増加を続けているというプラス要因がある一方で、冬の賞与が減少しているし、それから物価の上昇というマイナス要因もあるので、個人消費については先行き緩やかな増加基調というシナリオは基本的には維持されると思うが、ダウンサイド・リスクには警戒が必要と考えている。以上が個人消費である。

次に住宅投資、図表23である。住宅着工であるが、＜新設住宅着工戸数＞の総戸数の12月は105万戸であって、改正建築基準法の施行以来、初めて100万戸を超えた。ここまでは概ね想定していたとおりの回復である。ただ、この先1～3月もこれまでのようなペースで順調に回復するかどうかについては、不安要素がある。因みに、住宅着工に先立って、建築確認というプロセスがある訳であるが、その建築確認の申請件数——ここには掲げていないが——が10月までは順調に回復したが、その後、11月、12月と回復が足踏みをしている。そうした動きからすると、1～3月の着工の回復がペースダウンする可能性は小さくないと思われる。その背景としては、構造計算の大臣認定プログラムの完成がずれ込んでいるという要因もあるが、より心配なのは住宅需要そのものが低迷していることの影響である。＜首都圏新築マンション関連指標—不動産経済研究所調べ—＞の首都圏のマンション販売は12月が前年比で-29.3%、契約率は59.3%となっているが、先程1月の数字が出て、前年比は-27.6%、契約率は52.7%ということである。これは1991年8月以来の低水準である。6割を割れ

るのはほとんど悲惨な水準であるのだが、それが2か月続いていて、かつ今月の方が悪いということであるから、かなり足許の販売の地合いは悪くなっている。こうした販売低迷の結果として、図表24の在庫もどんどん上がっているという状況で、当然1月——折れ線グラフを右の目盛でみて——も+1.6%位まで上がっているということである。従って、業界からのヒアリングでも、特にマンションの着工回復が遅い点については、最近では改正建築基準法の影響よりも販売の低迷の影響を心配する声が段々増えてきている。住宅投資が先行きプラスに転じることは間違いないが、回復のテンポやどの水準まで戻るのか、ひいては2008年度の経済成長率を住宅投資がどの位押し上げるのかといった点については、従来みていたよりも若干弱いものにとどまる可能性も念頭におくべきと考えている。住宅は以上である。

次に図表25、生産の数字である。鉱工業生産の12月は+1.4%、今日の確報でも変わらなかった。この結果、10~12月は前期比+1.3%と事前に我々が想定していたイメージとほぼ同じである。10~12月の増加のほとんどが自動車と電子部品・デバイスで、そのイメージもそのとおりである。それから、出荷もご覧のように10~12月はしっかり増加していて、在庫とのバランスも全く問題ない。やはり、今月気になるのは1月、2月の予測指数であって、3月横這いで単純に繋げると欄外にある-1.5%、今日の確報で-1.4%になっているが、いずれにしてもマイナスになっているということである。勿論、これは2月かなり落ちた後の3月を横這いでおくという仮定に基づく数字であるから、飽くまでもそういう計算をすればこういう数字になるという参考値である。ただ、企業からのヒアリング情報などを総合しても、1~3月の生産はプラスかマイナスかははっきりしないが、いずれにしても横這い圏内にとどまる可能性が高まりつつある。自動車がこれまでの比較的大きめの増加の反動で一旦減少することに加えて、電子部品・デバイスも海外経済を巡る不透明感もあって増産ペースが鈍化するといったことが生産全体の頭を抑える可能性が高まってきている。その先、4~6月については、一応企業のイメージでは緩やかな

増加傾向に復するという方向感ではあるが、何しろその辺りになるとその時の世界経済次第という側面が強く、不確実性が大きいというのが実情である。以上が生産である。

次に雇用関連、図表 29 である。雇用について、12 月は労働需給や雇用者の数の面では特段の変化はない。しかし、賃金の面では冬季賞与が弱かったというのが 12 月のデータの特徴である。順番に 12 月の有効求人倍率は 0.98 倍と、また若干低下している。ただ、これは引き続き行政による求人適性化指導の影響が大きく、基本的には労働需給はタイトな状況が続いているという理解で良いと思う。因みに、今回求人適性化指導が強化されたのは 9 月末であって、従って四半期でみると 10～12 月の求人倍率が落ちている。その内訳を求人、求職に分けてみて頂くと、有効、新規いずれについても 10～12 月の求人倍率の低下は求人の減少幅の拡大によるものであって、求職が増加に転じている訳ではない。つまり、労働市場に人があふれてきている訳ではないということである。因みに、新規求職の減少ペースであるが、新規求職——図表 30、(2) の点線——がご覧のように 2002 年からずっと同じようなトレンドで減少を続け、足許まできている。それから、図表 29 に戻って頂いて、＜労働力調査＞の雇用者数は 12 月の前年比は +1.1% ということで、基調に変化はない。失業率も 3.8%、横這い圏内である。それから、＜毎月勤労統計＞であるが、12 月の常用労働者数は前年比 +1.7% ということで、11 月に一旦 +2.2% へと伸び率がジャンプした理由は結局分らず仕舞ということである。それから、12 月の所定内給与については、多少プラスになってきている。11 月、12 月の連続でプラスになっている。団塊世代の退職によるマイナス寄与の拡大トレンドが止まってきている、という可能性がある。しかし、2006 年 11 月、12 月のマイナス寄与が結構大きかったので、単に裏が出ているという面もあるから、このプラスが定着するかどうかについては、今暫く時間を掛けて見極めていく必要があると考えている。それから、何と言っても特別給与の減少なのだが、12 月は -3.6% である。冬季賞与の 9 割は 12 月に集中しているから、大体これで着地である。賞与の関連は図表 32 に

纏めてある。(1) のグラフで太実線が冬季賞与である。2007 年 11 月と 12 月を合わせた前年比が -3.5% ということであって、昨年夏の -2.4% よりもマイナス幅が大きく、かつ我々の想定よりもマイナスが大きかったということである。(2) の表から分かるように、非製造業が -4.1% ということでマイナス幅が大きいのだが、これは特定の業種が悪いということではなくて、むしろプラスであったのが情報通信、建設とか極く一部であって、あとは幅広い業種で軒並みマイナスという状況であった。それから、ここにはないが、事業所規模別には 500 人以上の事業所では $+2.3\%$ であって、それ未満のところで大きなマイナスであったために、全体で -3.5% という姿になっていて、その辺りのコントラストは夏と同じである。雇用・所得関連は以上である。

次に物価にいく。図表 34 である。C G P I は、後程別の資料でご覧頂く。C S P I (除く海外要因) は 12 月も前年比 0.0% となって、10 月以降の 0% 近傍の動きが続いている。C P I (除く生鮮) の前年比は、12 月 $+0.8\%$ まで一挙に上昇している。図表 41 で内訳をみる。上昇幅が 12 月拡大したのは、専ら (2) の財であって、その主因は灰色部分の石油製品である。因みにガソリンは前年比 $+16\%$ 、灯油は $+24\%$ 上昇している。それと、もう一つ 12 月の特徴は点々印の食料工業製品のプラス寄与がいよいよみえる位になってきていることである。カレールーとか、パン、パスタ、菓子類とか色々な物が幅広く上昇している。C P I の先行きであるが、今後も毎月のように食料品の値上げが予定されている。さらに、小麦の政府売り渡し価格は、昨年 10 月、 10% 上がったが、今度の 4 月に 3 割位上がるという方向で話が進んでいる模様である。それらを踏まえると、この先、一段の原油価格の下落や円高が起こらない限り、C P I は $+1\%$ 近辺での動きが夏の入り口辺りまで数か月間続く。その間、月によっては $+1\%$ に乗る可能性もあるという状況になってきている。仮に年央までそういう状況が続くようであれば、2008 年度の C P I は 10 月展望レポート比で幾分上振れの可能性が出てくる。しかし、逆のことを申し上げると、図表 42 の除く食料・エネルギーでは、依然として足許も -0.1% である。つま

り、この後、C P I のプラスが本当に定着するかどうかについては、国際商品市況次第という面が依然として大きい訳である。世界経済のダウンサイド・リスクが顕在化するような場合には、原油価格の急落、C P I のプラス幅の急速な縮小といったようなことも可能性としては排除できないということかと思う。この資料は以上であって、後は、本日お配りした資料-4 (追加図表) をご覧頂きたい。

最初に、先程飛ばしたC G P I、1 月分である。図表 34 で、前年比が+3.0%まで上昇している。この+3.0%は約 27 年振りの高い伸び率である。前月比は+0.2%、3 か月前比が+0.8%ということで、上昇が続いている。上昇の中身であるが、最近は色々な物が万遍なく上昇しているということである。図表 38 で、3 か月前比でみたのが (2) のグラフになる。この要因分解で、点々印に含まれている石油製品だけではなくて、様々なものの価格が上昇している。例えば、白い部分のその他というところでは、このところ加工食品が上昇しているし、一旦落ち着いていた鉄鋼・建材関連——縦縞の部分であるが——も足許はスクラップの上昇などを反映して、また上昇し始めている。来月、2 月についても、1 月と同じ位の 3 か月前比の上昇率が続く見通しである。

それでは、最後に本日出たG D Pについて、引き続き説明する。(参考) 2-1. 四半期別の実質成長率 (季節調整系列) というところであるが、本日出たのが 10~12 月であって、前期比+0.9%である。年率にすると+3.7%ということで、かなり高い数字になった。事前には我々は前期比+0.4%位ではないかとみていて、市場でもその辺りの見方が多かったのが、我々にとっても市場にとっても、これはポジティブ・サプライズであった。ということで、内訳をみて頂くと、ポジティブ・サプライズの原因はただ一つであって、民間企業設備投資である。前期比+2.9%、寄与度が+0.5%ポイントで、想定対比かなり上振れている。ただし、設備投資はいつもそうであるが、法人季報等の追加情報が反映される 2 次Q E でかなり変わる可能性があるので、これは飽くまでも暫定値ということでご理解頂きたい。それから、2-2. 四半期別の実質成長率 (原系列) であるが、

ここに原系列の前年比の数字がある。今回の10～12月の前年比は+2.0%ということで、これも高かった。我々は、事前にはこの前年比は+1%台前半位ではないかと思っていたのだが、これは過去の数字が若干変わったことも影響して、結局、前年比でみてもGDPの減速は確認されなかった、むしろ加速しているという形になっている。ただ、足許のネガティブな動きはむしろデフレーターに現われている。(参考)にデフレーターの表があるが、GDPデフレーターが10～12月の前年比は-1.3%ということで、マイナス幅がかなり拡大している。しかも、内訳をみて頂くと、内需デフレーターはむしろプラスに転化しているにもかかわらず、GDPデフレーター全体はマイナス幅が拡大ということであるから、その差は何かと言うと交易条件の悪化である。2-3. 四半期別の名目成長率(季節調整系列)で、名目GDPの成長率をお示ししているが、国内総生産(GDP)を前期比でご覧頂くと、こうしたGDPデフレーターのマイナス幅拡大の結果として、4～6月に-0.5%と減少した後、7～9月、10～12月と+0.1%、+0.3%と非常に緩やかな回復である。それから、これを2-4. 四半期別の名目成長率(原系列)の前年比でご覧頂くと、2007年1～3月の前年比が+2.5%、そこからずっと減速してきて、10～12月は+0.7%とかなり明確に減速している形になっている。むしろ、こういった名目値の弱さ、あるいはそのさらに背後にある原材料高を中心としたGDPデフレーターの低下が、恐らく中小企業を中心とする企業収益の伸び悩み、あるいは企業や家計のマインドの悪化といった我々が既に認識している現象と整合的なのではないかと考えている。このように今回のGDP統計は、10～12月の実質成長率は思いの外強くて、それでみる限り景気の減速は確認されなかったということになるが、改めて留意点を三つ纏めておく。第一は——先程も申し上げたが——設備投資は2次QEでかなり改訂される可能性があるということである。なお、2次QEの公表予定日は3月12日であって、次回の決定会合には間に合わない。それから、第二に名目GDPでみると——これも申し上げたが——原材料高の影響等から減速がかなり明確であって、これは企業収益、雇用者報酬といった所得形成

面での勢いの弱まりを表わしている可能性が高いと思う。それから、第三に実質のGDPについても10～12月までは問題はなかった訳であるが、今申し上げたような所得形成面での弱まりとか、それが支出行動に与える影響、先程から申し上げているような生産や輸出を巡る環境の不透明感、それから様々な足許の指標やミクロ情報を踏まえると、やはり1～3月は実質についても不透明感があると考えている。それから、平成19年度実質GDP成長率についてである。これは全くご参考であるが、その1～3月の成長率と2007年度の仕上りの関係であるが、これで見ると、1～3月がたとえゼロ成長であっても2007年度は+1.7%ということであって、ほぼ10月の展望レポートどおり、中間評価で下方修正しなくても良かったという感じになる。しかし、これは10～12月の2次QE次第で随分変わるの、飽くまで参考として頭の端に少し置く位ということで、ご理解頂きたいと思う。

それで、今日申し上げた話を私なりの判断ということで多少纏めてみると、ポイントは生産・所得・支出の好循環をどう評価するかということになる。第一に、現状、好循環メカニズムが維持されているか、いないかという二者択一で言えば、なお維持されている、途切れてはいないという判断で全く問題ないと思う。生産とか輸出は10～12月まで増加しているし、雇用もしっかりとしたペースで増加を続けている。設備投資、個人消費といった民間需要の柱も底堅い動きを示している。しかし、第二にその好循環メカニズムの力が弱まってきていることも、ほぼ確認されたと言って良いのではないかと考えている。足許の所得形成について、名目GDPの動きは今申し上げたが、それに加えて冬季賞与が弱かったことも確認され、その背後には中小企業を中心とした企業収益の伸び悩みがあると思われる。それから、第三に今月の変化点として——これが一番重要なのだが——、これまで順調であった輸出、生産、つまり好循環の起点となる部分について、1～3月はもたつく可能性が台頭し、先行きの不透明感が強まっている。勿論、在庫のバランス、設備、雇用の面で不均衡がほとんどないという状態は変わっていないから、直ちに本格的な調整局面を懸念すべき

状況にはない。しかし、内需の推進力である企業収益、所得面に多少不安があり、企業や家計のマインドも既に慎重化していて、かつ住宅、個人消費、中小企業と一つ一つみればあちこちにダウンサイド・リスクがあるという状況であるので、そういう状況の時に起点となる輸出、生産が弱まってくると、今の好循環メカニズムはそうロバストではないと考えられる。好循環メカニズムはなお維持されているけれども、その力が弱まっている、従って先行きは不確実性が高いということである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

西村委員

民間企業設備とうちの資本財総供給の動きは、どうしてこのようにピクチャーが違うのか。

門間調査統計局長

全部話すと長いので、まず簡単なところから申し上げる。いつも細かく申し上げていないが、うちの資本財総供給は「(除く輸送機械)」と書いてあると思う。輸送機械の中には、車だけではなくて電車とか鉄道車両なども入っている。足許、鉄道車両がそれなりに出ているということがあって、そこが少し違うというのが一つある。それから、今回かなりQEの予測を外してしまったのだが、そもそも設備投資のQEを真面目に推計しようと思うと、なかなか骨が折れる作業である。本当は、コモディティ・フローで、色々な品目について、総固定資本形成と家計消費に分けて、総固定資本形成をまず全部推計して、そこから公共投資と住宅投資を引くという作業をする。しかし、それはなかなか大変なので、いつも資本財総供給で一応輸送機械を勘案したベースと、それから建設財総供給により大体近似できていたのだが、今回は、恐らく住宅投資の関連もあって、建設財総供給がかなりふれたということが推計の誤差を多分大きくした可能性がある

と思っている。

須田委員

これから先、輸出、生産の起点のところが弱いかもしれない、と先程おっしゃった。ここの部分は今は少し弱くてもそのうち戻ってくるというシナリオがメインな訳であるが、そこは海外経済が持ち直していくことを想定しながらということになるか。

門間調査統計局長

然り。それはそれしかない。

西村委員

少しテクニカルで申し訳ないが、先程の問題では分割の率が発表されていないのが大きな問題だということか。

門間調査統計局長

分割の率もある。それ以外に、補助的に様々なデータが使われていて、例えば建設投資のところなどは建設コモディティ・フローという特別な方法があって、そこでは雇用者の関係とか様々なデータが使われている。そういう細かい裏のところをよく分からない部分がある。そこは我々も何回かトライ・アンド・エラーでやっていけば、段々パラメータが分かってくるという性格のものかもしれない。現に我々のCCIは、それで作ってきた。大体公表されているから、それで作ってみて、当たり外れと試行錯誤を繰り返しているうちに、最近は全部当たるようになった。設備投資についても、それをやれば今後も精度が高い指標を作っていける可能性はあるが、手間と時間が掛かるということ。それから、設備投資は最終的には2次QEでがらっと変わる。せつかく当てても1か月しかもたないというもののなので、どこまで手間を掛けるかという問題となる。これまでは簡便法で大きな誤差はほとんどなかった。今回、異例に誤差が大きかったという

ことであるので、偶にこういうことが起こると割り切れば仕方ないかという話である。

西村委員

今回異例であったのは建設投資で非常に異例なことが起きた、と考えて良いか。

門間調査統計局長

やはり、それが一番大きいと思う。それ以外に考えようがない。確かに言われてみればということではあるのだが、住宅は随分落ちていた一方、この間、建設関係の雇用者数が落ちている訳ではなかったし、それから大阪、東京をはじめ大きな不動産案件を結構建てていたので、鉄鋼市況もそこそこ良かったということであるから、実際にGDPの一次速報が意外と実態に近いのかもしれない。むしろ2次QEで使われる法人季報でノイズが大きいので、後から変になるという可能性もあるのだが、いずれにしてもそういうことが起きているということではないか、と考える。

野田委員

少しばらつきをなくすという努力を政府でなさっているということだが、何か目にみえた成果はあるのか。

門間調査統計局長

それは、まだ海の物とも山の物とも全然分からない段階である。私も統計委員になっているが、統計委員会の意見を聞いたうえで、総務大臣が来年春に統計の整備に関する基本計画を出すということになっていて、その中に…。

野田委員

来春であるか。

門間調査統計局長

来春である。その基本計画の中に、GDP統計の改善及びその具体的な方向性についてどういうことが盛り込まれていくか、というところがまさに勝負である。ただ、GDPについては、速報、確報の振れだけではなく様々な問題があるし、日本の統計全体からすると、もっともっと大きな問題もあるので、その中での相対的な判断ということになる可能性が高いと思う。

野田委員

辛いのは、コミュニケーション・ポリシー上、統計の信頼性が低いとはなかなか言いにくいところで、これは難しい。

門間調査統計局長

然り。

西村委員

日本では知られている問題なのだが。向こうの人は完全にこれに基づいて取引注文を出すか、出さないかである。ほとんど反射神経でやるから、そういう状況の時に、然は然りながらデータが信頼できないということは口が裂けても言えない。

野田委員

それは、言えない。だから、そこが辛い。

須田委員

企業収益が下方修正される場合、海外収益そのものと為替レートによる影響、いずれが問題なのか。収益面で海外のウェイトが高くなっていて、リアルなところで収益が挙げられないと言っているのか。それとも、為替

で評価する、つまり収益は円に換算しなければならないので、その際の悪影響を意識しているのか。

門間調査統計局長

為替も多少あるが、実効レートでみるとそんなに円高になっている訳ではない。対ユーロでは別に円高になっていないから、為替の換算が決定的に効くという話ではないと思う。部分的に効いていることは事実であるし、それから経営者としては外的環境の変化があれば言いやすいということはあるが、実態的な下方修正は、やはり原材料高であるとか全般的な需要の増勢鈍化といったようなことが大きな要因になる。特に、北米関係はそうである。

野田委員

今日のGDP速報でみる限り、ユニット・レーバー・コストはまたマイナス幅が少し拡大したようだ。先行きはどうみれば良いか。

門間調査統計局長

先程の図表で言うと、2-4. 四半期別の名目成長率（原系列）に雇用者報酬があり、伸び率は+0.2%である。これはずっと2007年の初め位から0%に近いところで走っていて、今回のように実質成長率が高まれば当然ユニット・レーバー・コストはマイナス幅が大きくなるという関係になっている。従って、何とも言いがたいところがあるが、今の企業収益の状況と企業のコンフィデンスを考えると、先行き賃金が目にみえて上がっていく可能性は考えにくい。一方で、雇用者数は既にある程度着実に増加しているから、これもこれ以上伸びが高まるとは考えにくい。そうすると、そう近い将来にユニット・レーバー・コストがプラスになるのは、実質成長率が減速するという悪いシナリオ以外に有り得ないかという感じがしている。

岩田副総裁

輸出なのだが、アメリカ向けは減速しているが、その他、アジア向けとかが第1四半期に入って減速しそうだという兆候、先行指標は何かあるか。

門間調査統計局長

先程、国際局からあった韓国とか一部の国の輸出減少がアジア全体のアクティビティの減速を意味しているかどうか、という位の話である。まだ我々のミクロ情報では、アジア向けに変調があるという話は聞かれていない。勿論、部分的には台湾のメモリー関連の設備投資が弱いとかいう話はあるが、逆にフラット・パネル・ディスプレイは設備投資を増やしているとか、その辺はミックスである。

岩田副総裁

中東向けのIT関連が若干落ちているのではないかと言う人がいるのだが、そのようなことはないか。

門間調査統計局長

この世界は勝ち組、負け組が結構いるので、そういう話は常に部分的にある。今、我々が継続的に聞いている会社から、そういう潮の変化が感じられるという話は入ってきていない。

水野委員

アジア担当の民間エコノミストから聞いていると、今出ているのは韓国の輸出しかない。あとは、ソフトデータあるいはアネクドータルなデータしかない。推察するに落ちてくる可能性があるのではないか、というところしかないと言っていた。ハードデータは多分ない。

西村委員

中東向けの輸送機械が伸びている。中東は恐らく建設機械と輸送機械。

これに関して、変調はほとんどないということか。

門間調査統計局長

その辺は色々聞いてはいるのだが、本当はない。極端に言うと、死角はないとか 2010 年までは変わらないとかいう話が聞かれる位で、むしろ本当かという位に強い話が多い。

須田委員

現地に行って来たところだが、本当に強い。

門間調査統計局長

従って、私がマクロ的に多少懸念しているのは、中東それから新興国全般の成長率が全然減速しないとすると、先程金融市場局からあったように、様々な商品市況がまだこれから上がってくるという可能性がある。それが先進国の経済の減速に繋がっていくというルートで、世界経済全体が減速する可能性はあると思う。元々サブプライムローン問題以前に、今のインフレ圧力と高い成長が整合的かという問題がある訳で、そこが問われるという事態が起こる可能性はある。

岩田副総裁

交易条件が良くなっている国はスPENDする訳である。先進国はどちらかと言えば悪くなっているので、内需が弱くなる。

水野委員

おっしゃるように、エマージング諸国の景気回復がややスピード違反的であるという状況が起きてきているので、それが一つのリスクシナリオかつ意外とメインに近いシナリオかもしれない、という感じを受けた。

福井議長

難しい問題は、中東のドルペッグを外すと、そういう交易条件のシフトが一層起きやすくなる。成長のせめぎ合いが強まるという感じがする。他に宜しいか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

雨宮企画局長

それでは、金融環境について、事前にお配りしている資料-5(参考計表)に基づきご説明申し上げます。最初に全体感を若干纏めて申し上げますと、金融環境全体の基調に関する判断は変える必要はないと考えている。銀行貸出は前年比若干のプラスが続いているし、直接市場でも全体としてみればCP、社債の発行状況も順調である。それに加えて、最後に触れるが、マクロ的な金融環境という意味でも、一応計算上は物価が上がってきており、短期の実質金利はもうマイナスに入っている。幾つかの観点から判断して、緩和的な金融環境は変わらないということであるが、より仔細にみると二つの点でやや注意すべきことがあるかと考えている。その一つは、先程実体経済で門間調査統計局長から報告があったが、中小企業——より正確に言うと零細と言うべきだと思うのだが——に係る金融が厳しさを増しつつある。これは去年の夏位から少し変わっているかもしれないと報告している訳であるが、足許それが少し明確になってきているというのが一点目。二点目、社債市場全体は好調である一方、BBB格等のスプレッドは拡大していると報告してきたが、この1か月について言うと、発行も大分細っていて、投資家の選別姿勢——低格付け先に対する選別性——が若干強まっている可能性がある。この二点が最近の注目点である。

民間部門総資金調達から申し上げます。まず図表1の数字であるが、この表で社債の1月が速報であったものが確報になり、かつ12月は遡及訂正

されているので、お手許の数字の訂正をお願いしたい。社債の数字は、12月前年比+0.4%、1月速報+0.4%となっているが、この二つとも+0.3%、+0.3%と変えさせて頂きたい。その結果、直接市場調達も12月、1月と+0.6%、+0.6%と並んでいるが、+0.5%、+0.5%と変更させて頂きたい。総資金調達の合計値であるが、これは1月の速報の変更だけであって、-0.1%が-0.2%ということである。いずれにせよ、総資金調達についてはほぼ前年比横這い、若干のマイナスという状況は変わらないということである。中身で今月変化があるのは銀行計であって、12月の寄与+0.4%から1月の寄与+0.5%と、若干寄与を拡大させているということである。これは半ば特殊要因だろうと思っていて、図表2、主要銀行の貸出残高であるが、特殊要因調整後の伸びで1月+1.1%と12月の+0.8%から伸びを高めている。業態別に内訳をご覧頂くと、専ら要因は都銀であって、12月の-1.1%から1月-0.6%と0.5%ポイント高めている。中身についてみると、偶然12月から1月に掛けて、かなり大口の企業買収——M&A案件——の貸出の実行があった。新聞等でも幾つか載った案件である。食料品メーカーの買収だとか、製薬メーカーの買収といった案件の貸出実行が7件程、この12月から1月に掛けて集中していて、この影響かと考えている。全体としては、若干のプラス基調が続いているということだろうと思う。図表3の(2)で貸出の12月の業種別等の内訳が出ているので、簡単にご説明申し上げると、この1、2か月の特徴が12月はくっきり現われた。まず、＜企業規模別＞であるが、ご覧頂くとおり大企業は前年比プラス、しかも12月までプラス幅を若干大きくしているということに対して、中小企業は2007年半ばから明確にマイナスになっているという対照が際立っていることが一点。それから、＜業種別＞にみても、細実線の製造業がプラス——ほぼ横這いであるが——で12月までプラス幅を若干拡大させているのに対して、非製造業はむしろ減少、マイナスになっていることである。この大企業対中堅中小、製造業対非製造業という対照が際立ってきているのが、この12月までの特徴である。

中小企業の資金繰りの状況等をみる前に、貸出約定平均金利だけご覧頂

く。図表 4 であるが、貸出約定平均金利は基本的に横這いの動きである。新規の除く交付税特会向けをご覧頂くと、12 月は 1.9% で若干低下しているが、毎年 12 月は年越えの短期資金の貸出が実行されるので、レートは下がる月である。従って、全体としては、10 月以降ほぼ横這いと考えている。中小企業金融の動向であるが、図表 6、〈資金繰り D I〉で、中小公庫、商工中金等の D I 調査の結果が出ている。資金繰り D I をご覧頂くと、1 月は中小公庫 -1.2% ポイント、商工中金 -4.5% ポイントで、昨年 1 年間の動向をみて頂くと、水準はまだ高いが、少しずつマイナス幅が拡大しているという状況である。〈金融機関の貸出態度〉について、短観はまだ出ていないが、1 月は中小公庫の調査結果が出ている。これも 39.6% ポイントで、引き続き緩い超であるが、厳しい方向に数字が移っているということである。それから、図表 7、(2) が本行のローン・サーベイで——先々月から季調値に変えているが——、太実線が大企業である。凸凹しているが、大企業の資金需要はほぼ横這い圏内の動き、足許だけみると上がっているということである。やはり中小企業の資金需要——細実線であるが——は少し弱まっているという感じが、主要銀行のアンケートからもみて取れるということである。先程申し上げた D I の感じをグラフで確認して頂くと、図表 8、(1) の資金繰りの〈中小公庫・商工中金・国民公庫〉で中小公庫と商工中金は、確かに少し下がってきているのだが、レベル的には相当高い訳である。むしろ低下が際立っているのが灰色の国民公庫である。国民公庫の取引先——いわば零細企業——のアンケートで資金繰りは、相当悪化している訳である。因みに、直近の水準は過去ではどの辺りかと遡ってみると、2003 年第 1 四半期——ちょうど資金繰りが 2002 年のボトムの後、少しずつ良くなっている訳であるが、その良くなっている最初の頃——の水準まで悪くなっているということである。また、(2) 企業からみた金融機関の貸出態度も、中小公庫と国民公庫は両方とも足許下がっている。しかし、中小公庫はまだレベル的には非常に高い訳であって、金融機関の貸出態度は非常に緩和的な訳であるが、国民公庫の D I はかなり厳しい方向にきていることがみて取れる。それから、図表には載せてい

ないが、信用保証協会の代位弁済額が昨年の夏位からひょっとしたら増え出しているのかもしれないというご報告を半年程前にした。その後、やはり増えている。信用保証協会の代位弁済額のピークは、2002 年であった。それが、2003 年、2004 年、2005 年、2006 年と大幅に——毎年 20%位ずつ——減少してきたものが、昨年の夏場からプラスに転じて、足許を前年比で言うと大体 20%位増えているという状況になっている。ただ、4 年間に亘ってずっと減り続け額が凄く小さくなっているから、少し増えると率は大きいということになっているが、一応代位弁済額も少し増え出しているということである。ということで、中小企業むしろ零細企業にみる金融環境が一つの留意点である。

もう一つの留意点は図表 10 である。社債市場の動向であるが、まず<国内公募社債の発行額>の数字をご覧頂くと、社債全体としての発行は非常に順調である。1 月も 4,650 億円、因みに昨年の 1 月が 3,800 億円であったので、昨年と比べても発行は増えているということである。ただし、BBB 格の発行が 12 月はゼロ、1 月は 100 億円ということで、全体のシェアをご覧頂いても去年の前半までは大体 15%位であったものが非常に小さくなっているという状況である。実際に 12 月から 1 月に掛けては、BBB 格であっても結構有名銘柄で起債の中止とか見送りといった動きが出ている。ただ、低格付けの社債市場が非常に引締まっているということではないようであって、スプレッドが拡大しているのをみて、少し発行サイドで見送り機運が強いという面もあるようである。スプレッドを若干上げればかなり売れるのではないかとみている市場関係者も多いので、非常に厳しくなっているということではないが、低格付先に対しては投資家サイドで選別姿勢が少し強まっている。それを発行サイドも意識し出しているということかもしれない。この数か月ほとんどご報告していないのだが、もう一つ特徴的な動きがある。図表 10 の<エクイティファイナンスの状況>では暫く低調が続いている訳であるが、足許益々低調になっていて、1 月は転換社債の発行額が遂にゼロということになった。因みに、転換社債の発行額が月中ゼロになったのは、2000 年 1 月以来ということであっ

て、株価低迷を背景にエクイティファイナンスは引き続き不調であるということである。以上が全体の金融環境である。

この後、マネー等のご説明を申し上げる。図表 15、まず<マネタリーベース>であるが、今年 1 月は -0.1% と久し振りにマイナス——具体的には昨年 7 月以来半年振りのマイナス——である。中身をご覧頂くと、銀行券はさすがに去年 10 月から 12 月の $+1.7\%$ という高い伸びは収まりつつあるが、 $+1.5\%$ で伸びている一方、日本銀行当座預金が 1 月 -14.4% と大きなマイナスになっている。これは、中曽金融市場局長から報告があったとおり、年明け後、金融機関がほぼ所要準備並みという運用をしたということで、マイナス幅が大きくなったということである。それから、<マネーサプライ>については、これまでと傾向は変わっておらず、1 月の前年比も $+2.1\%$ と $+2\%$ 前後の伸びが続いている。この $+2\%$ という伸びを支えているのは引き続き同じ準通貨、定期預金であって、1 月は $+5.1\%$ という格好でまた伸びを若干高めているし、この定期預金の流入を支えているというか、振り替わっているのが、恐らく投信からの流出だろうと思っている。<主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）>をご覧頂くと、投資信託の前年比であるが、12 月の $+28.6\%$ から 1 月 $+24.7\%$ とまだプラスではあるが、前年比が少しずつ落ちてきているということである。ただし、グロスの流入額で申し上げると、1 月でもなおまだ増えてはいて、月中の増加額は 3,000 億円である。昨年前半の単月 2 兆円というレベルから比べると小さくはなっているが、まだ流入はしているということである。それから、今度は倒産である。図表 19 でお手許の表は 12 月までであるが、昨日、1 月の倒産の数字が出ているので、その数字だけ口頭で申し上げる。12 月の 1,097 件に続く 1 月の数字が 1,174 件、前年比は 12 月の -1.1% に続く 1 月の数字が $+7.6\%$ 、負債総額 4,413 億円に続く 1 月の数字が 5,812 億円、前年比 $+1.3\%$ ということである。負債総額は約 5,800 億円と大きいのだが、この中身で大きいところは六本木開発の最後の処理で 1,300 億円である。これを除くと負債総額は 4,400 億円ということで、大体これまでのペースかという感じである。

従って、業種別にもあまり大きな特徴はなく、12月に一瞬マイナスを付けた訳であるが、引き続き前年比一桁台の増加ピッチに戻ったという感じである。以上が倒産の数字である。

最後にインフレ予想とマクロの金融環境である。インフレ予想で新しい数字が昨日出たので、口頭で申し上げる。図表 21、(2) エコノミストのCPI見通し<ESPフォーキャスト調査>なのだが、太実線が1月調査である。太実線の一番左の数字が大体どの辺かという、+0.48%である。要するに2008年第1四半期の平均の見通しが+0.48%であるのだが、これが新しく出た2月調査であると、上の方——+0.76%——に改訂されていて、その後は、最初の1月調査とあまり変わらないということである。いわば足許で修正が大きく行われているが、その後の見通しはあまり変わらないというのが、エコノミストの今回のCPI見通しの調査であった。この結果、年度の平均で言うと、もう終わりつつあるが2007年度が下二桁で+0.25%、2008年度が+0.51%、その後が+0.59%という予想になっている。それから、物価連動債からみたインフレ予想は引き続きじわじわと低下している。これから何か強いインプリケーションを導き出すのは恐らく難しいと思うが、世界の金融情勢の不確実性の高まりの中で、流動性が乏しい市場が若干嫌われているという要因も寄与しているのかもしれない。

最後に冒頭申し上げたマクロの金融環境である。図表 22 はまだ今日のGDPが入っていないのだが、直近のCPIを入れて実質金利だけ再計算している。(1) をご覧頂くとおり、足許のCPIを受けて、実質金利はマイナス圏内に入っているので、実質成長トレンドとの差をみても、<実質コールレートと実質GDPトレンドの成長率の差>のグラフをご覧頂くとおり、この2四半期の緩和の程度はむしろ深くなっているということである。これは、非常に機械的な計算である。金利水準の評価として、本来、実質金利を考える時、期待インフレ率をどう考えるか、さらに、そうやって計算した実質金利に対して実物資産の収益率あるいは収益期待をどう考えるかを勘案しなければいけないので、単純な結論は出せない。

ただし、一応引き続き極めてマクロ的な金融緩和環境は続いているとみて良いかと思う。以上、纏めると、全体の金融環境は変わらないということであるが、若干留意するところがある。ただし、今申し上げたうち低格付けの社債に対する選別性については、マーケットが非常に引締まっているということではないので、もう数か月様子をみて判断したいと思っている。むしろ中小企業金融で、要因としては例えば信用保証の責任共有制度の施行なども影響しているかもしれないという見方もあるが、基本はやはり原材料コストの上昇に伴う収益、業況の悪化、それと改正建築基準法の影響といった実体要因があると思われる。その意味では、実体面と金融面、両面からよくみていく必要があるだろうと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

中村委員

先程あった社債の件であるが、B B B格のスプレッドが高いのであれば、今、銀行はむしろお金を貸したいから、企業は間接金融で調達した方が安いということにはならないのか。

雨宮企画局長

B B B格のスプレッドについては、流通市場と発行市場で若干格差が出ている。A格までは、流通スプレッドと発行スプレッドがほぼ40bpで同じである。ところが、先程、中曽金融市場局長から報告があったとおり、B B B格の流通スプレッドは高くなっていて、大体150bp位である。他方、発行は今までまだ100bp位でできているので、できればこの位で発行したいという気持ちが発行側に強いようである。従って、今のところスプレッドをもっと拡大させて発行するよりも、上手い具合にこれ位で発行できないか、様子をみている状況なのだろう。従って、発行できないから借入に走るというところまでには、多分至っていない。そのうえで、市場関係者

からみると、若干スプレッドを上乗せすればかなり発行できるのではないかという見通しがあるので、もう少し様子をみて判断したいと思う。

西村委員

このスプレッドの違いは、比較的最近のことと考えて良いか。

雨宮企画局長

否。この数か月、セカンダリー取引は少ないとは言え、流通スプレッドはその時の感じで素直に上がってきているが、発行市場は元々発行件数が少ないので、いわばラグをもって乖離が出ている。場合によっては、発行スプレッドが流通スプレッドに追い付いているプロセスということかもしれない。

須田委員

銀行貸出のアンケート調査で中小企業の資金需要が少ないとのことだが、後ろ向きの資金需要もないということか。

雨宮企画局長

そこまで聞いていない。また、中小企業の資金需要が少ないと言っても、D Iとかヒアリングをみると、業種的には相当限られている。全般的にというよりは、不動産、建設、卸位に限られている感じがして、その意味では、例えば原材料市況が高騰して運転資金に窮しているというよりは、一時不動産市況が上がったことの反動とかの影響が大きいようにもみえる。例えば金融機関の貸出態度とか資金繰りD Iが悪くなっていると答えている業種も割と限られた業種という意味で、起きているのは零細企業の限定的な業種という感じがする。

西村委員

量的に貸してくれないということなのか、銀行側が貸出金利を上げると

ということで企業側が困ると言っているのか。零細企業の場合、返すのはなかなか難しいと思うが、どういう感じであるか。

雨宮企画局長

責任共有制度の導入に伴って、銀行側は、2割負担が出る分について、リスクに応じたリターン、プライシングという考え方で、金利を上げていきたい、上げることによって応需したいという気持ちがある。基本的には、貸出を積み上げたいという気持ちは特に地銀以下で強いから、応需したいという気持ちはあるようである。しかし、今、全般的に中小企業の業況に不透明感が強くなっているので、どの程度のスプレッドを取れば良いのかというのは銀行サイドでも結論が出ていないという感じがする。それと軌を一にして、審査にかなり時間が掛かり出している。責任共有制度そのもので銀行の貸出態度が非常に変わったという感じではないが、中小企業からみると、少し丁寧にみられていることから厳しくなったと答えているという面もあるようである。

亀崎委員

倒産であるが、グローバル化の中で競争力の低い企業が倒れて、より競争力の高い企業がニュービジネスをスタートさせているという感じなのか。配付資料では倒産企業数は分かるのだが、ニュービジネスをスタートする企業の数がないので、状況が今一つ分からない。

雨宮企画局長

これだけみても分からない。倒産件数が今増えている現象をどう捉えるのか、あるいは、日本経済の成長力を強化するために、これをどう考えたら良いのかは、大変難しい問題だと思う。分析的には大変難しいが、バブル崩壊後の構造調整は大企業を中心にやってきて、中小企業、地域企業について、少し遅れている部分がこういう格好で出てくるという解釈もある。ただ、多分それだけではなくて、原材料市況の上昇といったことが中小企

業中心に打撃を与えているというリアルな面もあるだろうと思う。

亀崎委員

おっしゃるとおり、ダメージは中小企業に最初にくるだろう。ただ、倒産件数と併せてニュービジネスをスタートさせる企業の数もみないと、ということが生じているのかが分からない。そうした統計はないのか。

雨宮企画局長

それは、一度、決定会合で議論になって、取れる統計は一度お示しした。

亀崎委員

公表頻度は、1 年間に一回か。

雨宮企画局長

然り。毎月ではない。年に一回、ニュービジネススタートという統計があるので、それでもって大きな傾向は捕まえられるのだが、なかなか細かい動きは取れない。

岩田副総裁

銀行の民間貸出で不動産向け融資は、今どうなのか。R E I Tなどはかなり落ちている。

雨宮企画局長

然り。例えば図表 3 の業種別の動きで、非製造業は伸び率で言うと 2006 年の夏場位がピークで、この 1 年位段々落ちてきている。業種別に言うと、落ち方の寄与が最も大きいのは不動産である。二番目が金融・保険である。これは消費者金融向け。大きさという意味では、伸び率が低下している二大産業は不動産と金融・保険である。

福井議長

企業倒産には、足許の各国経済の減速の影響も深く関わるだろうが、基本的には過去の蓄積が限界にきたということの方が大きいのではないか。

雨宮企画局長

一つ一つ分析して、それぞれのケーススタディでもってそうだとは言いくいのだが、業種別の動きをみても、非製造業のグローバルな成長力に乘れなかった、あるいは、その結果、構造改革が遅れたという業種中心に、倒産が起きているように思われる。

福井議長

不良債権問題进行处理している時、全体の調整が終わった次の段階として、企業が収益力を付けていけるのか、付けていけなければ蓄積を何年経ったら食い潰すのかといったことについて、色々な作業をかなり細かくやったが、やはり収益力を付けていけない先があるのだろうと思う。

稲葉理事

ある意味では、大所を処理した後で、小さな所で従来予測した線に沿って動いていかない先は、やはり…。

福井議長

つまり、企業再生ができていない。蓄積を食い潰していくような…。他に宜しいか。それでは、本日の案件は終了である。明日は9時に再開するので、宜しくお願いする。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は厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。以上で本日は閉会とする。

(16時21分中断、15日9時05分再開)

福井議長

宜しいか。決定会合二日目を開催する。今日はいつものとおり金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議と決定事項がある。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。どうぞ宜しくお願いする。内閣府からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合中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者は、そのことを十分踏まえてご発言頂きたいと思う。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際、あるいは閉会后、報道の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にしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくご協力方お願い申し上げる。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは早速議題に入る。最初に金融経済情勢に関する討議ということであるが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報基本的見解について、執行部から簡単に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。まず、一点修正をお願いしたいと思う。一番上の景気の現状の総括判断であるが、当初、前月の「減速しているとみられるが」というところから「みられる」を除き「減速しているが」とするつもりであった。これはGDPを含めて10～12月の指標が出揃ったことを受けて、減速が確認されるだろうと見込んでいた訳であるが、昨日のGDPが出て、少なくとも実質ではかなり高い数字となっているので、この段階で変えるのは適当ではないということで、前月どおり「減速しているとみられるが」とさせて頂ければと思う。従って、現状については前月どおりということになる。次に先行きについては、総括判断自体は変更していないが、輸出、生産面を中心に幾つか修正して

いる。まず輸出であるが、前月まで海外経済のところが「全体として拡大する」としていたが、当月は「減速しつつも拡大する」と微修正している。これはこの1か月で欧米の減速傾向が強まってきたことなどを踏まえて、「減速しつつも」という表現を挿入することが適切かと考えている。それに伴い、輸出についても、「増加傾向で推移する」ということで、前月までの「増加を続けていく」から若干修正している。これはこの年前半、特に海外の減速が明らかになると、局面によっては輸出も伸び悩むことになるであろうかと思うので、「増加傾向」という表現の方が適切と考えている。その直ぐ下であるが、企業収益は「高水準の企業収益」ということで大枠は変更していないが、輸出あるいは後程ご説明する生産が若干伸び悩みという局面もあろうかと思うし、また大企業でも最近先行きについて少し見通しを下方修正するような動きが出ているので、「総じて」という表現でやや下方修正的な表現にしたいと思っている。その2行下の生産であるが、増加基調で変わらないが、この1~3月、場合によっては4~6月も横這いとなる可能性が高まっているので、「当面横ばいとなりつつも」という表現を挿入している。それに合わせて、その前の内外需要であるが、前月までは「内外需要の増加を反映して」とあったが、当月は「内外需要の動向を反映して」と変えている。实体经济の最後のところで、「なお」ということで、「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、引き続き注意する必要がある」という表現を書いている。ここはアンダーラインなので、当月初めて入ったかのようにみえるが、前月の中間評価のところでリスク要因として指摘した部分であり、そこと同様の表現である。こうしたリスクは引き続き高いと思うし、当月もここに記述することでそのような認識を示すことが適切ではないかということで記述させて頂いている。最後に物価であるが、消費者物価について前月は「プラスとなっている」としたが、プラス幅がはつきり拡大してきているので、その理由とともに「プラス幅が拡大している」、すなわち「石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス幅が拡大している」と修正している。以上である。

関根企画局企画役

続いて、金融面である。金融面については、市況表現を除いて前月から変更はない。市況表現については、現在の相場水準であればこちらにお配りしたように、前回会合時と比較して長期金利、株価は上昇、為替は横這いということになる。ただし、為替については、前回会合の際の値が1ドル106円だったので、例えば一つの目安として、本日の市況が108円位になったら為替の部分だけ若干変更させて頂いて、円の対ドル相場は下落しているという形に修正させて頂ければ、と思っている。以上である。

福井議長

内容及び表現については、また後で詳しく議論したいと思う。取り敢えず、ただ今の執行部の説明に関して、何かご質問があればどうぞ。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

それでは金融経済情勢に関する討議に移る。本日は、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、水野委員の順でお願いしたいと思う。お一方5分ずつ位でご発言をお願いする。では、武藤副総裁、お願いする。

武藤副総裁

初めに国際金融市場や海外経済の状況であるが、前回会合以降、ダウンサイド・リスクの高まりを示唆する情報が多かったように思う。まず、米欧の金融市場をみると、短期金融市場では昨年12月の各国中央銀行による流動性供給策などによりターム物レートが低下して以降、総じて落ち着いた動きを示している。しかし、証券化市場の機能は大きく低下している

ほか、社債スプレッドやCDSプレミアムもさらに拡大している。株価も米国の景気後退懸念の高まりなどを背景に、世界的に一段と下落している。このように国際金融市場は依然として不安定な状態が続いており、引き続き米欧金融機関の決算、それと資本政策、米国モノラインの動向などを含め、情勢を注意していく必要があると考える。

実体経済面では、米国経済については、景気の減速傾向が一段と強まっている。設備投資は緩やかな増加基調を維持しているものの、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が強まっている。個人消費は、月々の振れはあるものの、足許減速傾向が明確化している。また、雇用者数も増勢鈍化ペースが一段と強まっている。金融面をみると、ローン・サーベイによれば、金融機関の与信基準が一段とタイト化しており、社債スプレッドの拡大と併せ、企業活動に与える悪影響も懸念材料の一つである。物価面では、エネルギー・食料品価格の上昇から、消費者物価の前年比は依然として高い水準にあり、引き続きインフレ・リスクにも注意を怠れない。欧州経済は、緩やかに減速しつつも拡大を続けている。ただし、ECBは先週開催された定例理事会において、国際金融市場のリスク再評価が続く中で、その実体経済への影響については不確実性が異例に高く、リスクはダウンサイドにあることが確認されているとして、判断を慎重化させた。一方、中国、インドでは高成長が続いている。NIEs、ASEAN諸国も堅調さを維持している。これらを踏まえると、世界経済は全体としてみれば引き続き拡大していると考えられるが、米国経済を中心とするダウンサイド・リスクが高まっている状況にあると考える。

次に、日本経済をみると、企業部門では輸出は米国向けが弱めの動きを続けているものの、EU、東アジア、その他地域向けの伸びから拡大を続けている。先行きについては、増加傾向は続くと思われるものの、そのペースは海外経済減速の影響がどのように出てくるか注目していく必要がある。生産は1～3月は横這い圏内の動きとなるとみられる。これはIT関連で在庫調整一巡に伴う生産水準の引上げ局面が終わりつつあること、自動車で新潟県中越沖地震による減産の反動増という動きが一段落したこ

となど一時的な要因による面が大きい、と考えられる。また、出荷・在庫バランスも悪化していない。従って、生産の増加基調そのものに変調を来たしている訳ではないと思われるが、ただ今述べた輸出の動向と併せて注意深くみていく必要があると考える。企業収益は全体として高水準で推移しており、設備投資は増加基調を維持している。ただし、中小企業では原材料高などの影響を受けて業況感の悪化が続いているほか、設備投資にも幾分弱めの動きが出始めているようである。

家計部門をみると、賃金は伸び悩みの状況が続いている。冬期賞与は、中小企業を中心に夏期賞与と比べて大きめの減少となった。もっとも、雇用者数は前年比+1%台の伸びとなっていて、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移している。ただし、生活関連品の値上げが続いていることから消費者マインドが慎重化している点は気掛かりである。住宅投資は小規模物件を中心に持ち直しの動きがみられているが、首都圏を中心にマンション販売に弱さがみられており、回復のペースや水準については慎重にみておいた方が良さそうである。なお、昨年10～12月のGDPは、輸出の増加、個人消費の底堅さ、住宅投資の減少という我々の判断を裏付けるものであったが、設備投資は予想以上に強めであり、今後2次QEや他の統計も含め、その趨勢については慎重に確認していく必要がある。

物価面では、国内企業物価は国際商品市況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考える。生鮮食品を除いた消費者物価の前年比はプラス幅を拡大しており、当面は石油製品や食料品の価格上昇などから、1%前後のプラスが続く可能性が高いと考えられる。より長い目でみても、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。我が国の金融環境をみると、サブプライムローン問題の直接的な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、このところ悪化しつつある中小企業金融の動向や株安が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。

以上を纏めると、日本経済は緩やかな拡大基調が続いている。しかし、足許は減速しているとみられることに加えて、生産・所得・支出の好循環のメカニズムに悪影響を及ぼし得る要因も増えているように窺われる。従って、月報の基本的見解については、執行部原案のように減速しつつも緩やかな拡大という基調判断を維持しつつ、海外経済の動向やエネルギー・原材料高などのリスク要因に明確に言及することが適当であると考ええる。以上である。

福井総裁

次は、岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

昨日は、第4四半期の成長率が市場の予想を上回る+0.9%の増加となった。しかし、2007年に入ってから経済を全体としてみると、内需——取り分け個人消費と中小企業の設備投資——が伸び悩む状態が続いている。金融緩和の状態が基本的に続いているのにどうして内需が弱いのか、というのは私にとってずっとパズルだったのだが、交易条件の悪化ではないかというのが今のところの私の答えである。国民所得統計をみると、交易利得というものが計上されていて、これは実質所得が海外に流出する分を計上しているものである。測り方は色々あって——私も理論的な問題を考えたことがあるが——、今の国民所得勘定体系では交易条件の悪化を交易利得の大きさに表わしている。2006年、2007年の国民所得統計でみると、この交易利得はそれぞれ2.7%及び——2007年は第4四半期が出たので1年でとってみると——3.3%、実質所得が流出している。合わせると6%の流出になっている。勿論、2005年も流出しているので——これが1.7%なので——、加えると7.7%になる。ということで、私の測り方だと、第2次石油危機の時、5~6%だったのだが、今回はそれを上回る実質所得の流出になっている。これは、生産・所得・支出というメカニズムでみると、相対価格の変化に基づく流出分であるので、名目ではなく実質所

得であるが、所得と生産ないしは支出の間にいわば楔が入っていると考えられる訳である。つまり、こういった相対価格の変化があると、輸出や生産が拡大しても、交易条件の悪化によって生活水準、経済厚生が低下する。同時に、物価上昇率に中立的な実質賃金の上昇率は引き下げられる。つまり、賃金に対してもマイナスの影響が及ぶ。また、交易条件が悪化すると、生産性の低下と類似した効果を与える。従って、生産性が下がったのと同じような効果が実質賃金に及ぶ。私は 2006 年末から名目賃金がどうしてマイナスになってしまったかをずっと考えていたが、なかなか分からなかった。勿論、人口構造の変化は非常に大きいと思うが、同時に交易条件の悪化が累積してきている。そのことが、内需の伸び悩みをもたらし、同時に物価は押し上げるという現象をもたらしたと認識している。ただ、このことは世界全体でみると、交易条件が良くなっている国もある訳であって、言ってみると、1 次産品あるいは産油国の実質所得は改善して、その結果、内需は強い。その結果、日本のその他地域向けの実質輸出はかなり健闘しているという姿になっているのではないか、と思う。これが交易条件についての話である。

それから、交易条件の悪化及び金融市場で色々な不安定な状況が続いているということで、前回も申し上げたが、日本においても景気後退確率が高まっているのではないか。E S P の調査によると 4 割位の確率となっており、アメリカよりは低いかもしれないが、かなり高まってきている。こういう議論が出てくる理由は一致系列のヒストリカル D I ではないか、と私は思っている。ヒストリカルな D I は、今、一致系列 11 項目あるが、その内の商業販売の卸売、小売、有効求人倍率は既にピークを付けている。それから、営業利益、投資財出荷もどうやらピークを付けつつある。それで、生産が 1~3 月が恐らく横這いしないしもしかするとマイナスになると、生産関連の 5 項目——鉱工業生産、出荷、大口電力、稼働率、所定外労働時間——も弱くなり、ピークを付ける可能性がある。半分以上ピークが付くと、黄色信号。勿論、ピークを更新することがあるので、ピークになったかどうかは、時間が 1 年位経てみないと分からない。そ

れからその転換点を探るための加工というか、季節調整と似たような方法でややスムーズ・アウトした後で確認するということになる。ブライ・ボッシュン法と言っている転換点抽出のプログラムを適用して、6項目がピークをつけて、その状態が5か月以上続き、景気の一循環が15か月以上であると——これだけで認定がなされる訳ではないと思うが——、景気後退であるかという議論がなされることになると思う。前回も申し上げたが、2004年、2005年の時よりも状況は厳しい。なぜなら、先行のC Iは既に2006年半ば以降、一貫してマイナスの傾向を辿っている。一致のC Iも、このところ一進一退という状況なので、マーケットが4割位景気後退を読むのは、この一致系列がいつ山になるかをみているのだと理解している。

同時に、日本経済がそれではそのまま落ち込んで行くのかと言えば、私は決してそうは思っていない。一つは、住宅投資が持ち上がって行く力はもしかすると思ったよりも弱い可能性があると思うが、いずれにしても着工件数でみれば最悪期を経過しつつある。二点目は、原油価格——また今日少し上がって具合が悪いなと思っている——が横這いで行けば、交易条件悪化による交易利得の損失もやがて剥がれてくる。これは、消費者物価で言うと、石油製品のプラス寄与度が段々減っていくという姿で表われる訳である。それから、三点目はアメリカの財政拡大、金融緩和の効果が後半にはある程度姿を現わしてくる、と私は思っている。GDP比で1%強の対策が採られているので、恐らく少なくとも+0.5%押し上げる可能性がある。それよりも大きいという説も勿論ある。例えば+1.4%位押し上げるのではないかという説もある。それから、金融政策についても、緩和を相当アグレッシブにやっている所以、これもある時期に必ず効果を現わすと思う。ただ、これまでの状況を見ると、いわゆる金融環境というか貸出基準の厳格化であるとか、そういうものを合わせたマーケットの金融面からの引締め状況を表わすインデックスをみると、実は金利の引下げがまだ追いついていない。マーケットはまだビハインド・ザ・カーブだとみているのが今の実状ではないか、と思う。いずれにしても、年後半、アメリ

力の政策効果が出始めて、今の状況よりは改善する。四点目は、私は賃金に注目していて、所定内給与が少しずつ改善の傾向——マイナス幅が次第に縮まってきている——をみせていて、春闘がどうなるか分からないが、もう少し賃金の状況が改善してくるということがこの先起こってくれば、やがて一時的な減速で今の局面を逃れていくことが可能になると思う。ただ、前回申し上げたが、そのタイミングの問題は極めて微妙なところにあると思う。以上である。

福井議長

中村委員から願います。

中村委員

前回会合後、米国経済の減速感の強まりが様々な指標でも明確になりつつあり、そのことにより世界経済及び我が国の輸出に影響を与えるリスクが強まっているように思われる。まず、海外経済についてであるが、FOMCは1月22日の緊急会合において、FF金利の誘導目標水準を0.75%引き下げた後、翌週30日にも緩やかな成長を促し経済活動のリスクを軽減するために0.5%利下げするとともに、更なる利下げを示唆するなど、経済が先行き悪化することに対する警戒感を一段と強めている。特に、2月1日に公表された1月の非農業部門の雇用者数は前月比1万7,000人減少し、非製造業において雇用者数の増加ペースの鈍化が強まっているほか、1月の非製造業のISM景況感指数が前月の53.2から44.6まで大幅に悪化するなど、住宅関連セクター以外でも経済の減速が確認されつつある。個人消費についても、1月の自動車、ガソリン、建築資材を除いた小売売上高が前月比+0.2%と減速傾向にある。クレジットカードやオートローンの延滞率が昨年の夏以降、上昇基調にある中で、金融機関の消費者に対する与信姿勢もタイト化しており、経済において大きなウェイトを占める個人消費の先行き不透明感が強まっている。一方、13日には、総額1,680億ドルの景気対策法が成立しており、減速傾向が明確になっている消費へ

の押し上げ効果が期待される。また、企業金融面では、F R Bの1月の銀行貸出調査において、経済見通しの悪化や金融機関におけるリスク許容度の低下といった要因を背景に、全ての貸出で与信基準がタイト化したほか、社債スプレッドも大幅に拡大している。信用リスクに対する警戒感は根強く、信用収縮が発生するリスクは払拭されていない。このように、米国経済の先行きに対するダウンサイド・リスクは一段と高まりつつあり、注意深くみていく必要がある。

その他の地域に目を転じると、欧州でも金融機関の与信姿勢がタイト化しているほか、小売売上数量が3か月連続マイナスとなったことや、2007年第4四半期のGDPの悪化などから、ユーロ圏でも景気が緩やかに減速していることが確認できる。一方、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拡大を続けているようである。こうした米国等での景気の減速感の強まりや金融市場の混乱の長期化の影響を勘案して、I M Fも世界経済の成長見通しを下方修正している。具体的には、2008年の成長率を昨年10月時点に比べて-0.3%引き下げ、前年比+4.1%と予想し、今後も下振れるリスクを指摘している。このように、世界経済は基本的には安定的な成長を続けていくと想定されるが、先行きについては慎重にみていく必要がある。

この間、金融市場では、米国及び世界景気の後退や金融機関の証券化商品等に係る追加損失懸念に加え、モノラインの格下げによる追加損失の拡大懸念などから、ボラティリティが高い不安定な状態となり、米欧の主要金融機関7社が昨年秋以降、総額で約8.4兆円の資本増強策を公表しているにもかかわらず、市場の動揺が落ち着く目途が立っていない。米国の大手商業銀行の2007年第4四半期決算をみると、第3四半期に比べて、モーゲージ関連の証券化商品の評価損が増加しているほか、ホーム・エクイティ・ローンや個人向けローンに係る貸倒引当金の積み増しが急増するなど、損失の発生源が拡散し損失が拡大している。また、スポンサーであったS I Vが抱えるリスクをオンバランス化し、追加的な流動性負担や引き受けた資産が減価するリスクにより、自己資本比率が大きく低下する可能

性も懸念されている。

国内経済については、昨日公表された我が国の 2007 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、設備投資と外需の大きめのプラス寄与により前期比年率 +3.7% となった。額面どおりには受取れないが、我が国経済が外需主導で緩やかに拡大してきたことが確認できる内容であった。企業業績は、2 月 13 日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業 1,110 社を対象とした新光総研の集計では、2008 年 3 月期の経常利益が前年比 +6.4% と堅調な内容となっており、設備投資も引き続き増加基調にあるようである。ただし、生産面では、鉱工業生産は 10～12 月も増加したが、予測指数が 1 月、2 月ともにマイナスとなっており、今後の動向が注目される。個人消費関連では、耐久財を中心に底堅く推移しているが、消費者マインドは株価下落や生活関連品の値上げの動き、世界、特に米国経済の減速感が強まっていることなどを背景に、将来に対する不安感が高まっていることからさらに低下している。新年入り後、ある百貨店経営者からは、年末から初売りまでは売上げが堅調に推移したものの、それ以降は高額商品を中心に失速しているといった厳しい話も聞かれた。住宅投資については、新設住宅着工戸数で 9 月以降 3 か月連続して持ち直しの動きがみられるが、分譲や貸家系については引き続き建築基準法改正前の水準を大幅に下回っている。1 月の首都圏の新築マンションの契約率が 52.7% と 6 か月連続の 70% 割れとなるなど、住宅投資の回復については不確実性が高まっている。コア CPI は石油製品や食料品価格の上昇を主因にプラス幅を拡大しているが、先行きについても、石油製品の価格が当面、高値圏で推移するとみられるほか、穀物価格の上昇を背景に食料品メーカー等における値上げの動きがみられることなどから、プラス基調を維持していくと考えられる。特に、卸売価格の上昇が小売価格に転嫁できていない食品等がまだ多いことから、長い目でみれば食品価格は上昇傾向を辿ると思われるが、生活必需品価格の上昇が消費者マインドの悪化に繋がっていることもあり、価格転嫁の動きが幅広く浸透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

以降上昇したが、米欧の市場動向につれた振れ幅の大きい展開が続いている。世界経済や金融市場の先行きに対する不透明感が強く、特に海外投資家のリスク・アペタイトが改善するまでは、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。今後も市場における価格形成の背景を確認しながら、市場参加者の景気や企業業績に対する見通しを注意深く読み取っていききたいと思う。私からは以上である。

福井議長

次は亀崎委員から願います。

亀崎委員

まず世界経済である。2月9日のG7は、「世界はより不確実な環境に直面しているが、世界経済全体の基礎的条件は引き続き堅固である」、「7か国全てで成長は短期的に幾分減速している。新興市場国はやや減速しつつも、底堅い成長」と、下振れリスクに言及した共同声明を発表した。また、IMFは、2008年の経済成長見通しを+4.1%に引き下げた。このように、世界経済は全体として堅調さを維持しているものの、金融市場の動揺は依然として沈静化しておらず、また米国経済をはじめとするダウンサイド・リスクが高まってきているとみられるため、先行きについては、従来以上に目を凝らしていきたいと思っている。

まず焦点の米国であるが、第4四半期のGDPは前2四半期の高い成長の後とはいえ、急減速している。これにより、景気のダウンサイド・リスクが一層高まっていることが裏付けられた、と思う。セクター別にみると、住宅市場では、販売、着工が一段と落ち込み、11月のケース・シラー住宅価格指数は1987年の統計開始以来最大の下落幅を2か月連続で更新し、同指数の先物価格はさらなる大幅下落の可能性を示している。雇用についても、1月の非農業部門の雇用者数は4年5か月振りにマイナスとなり、とくに建設業、製造業、金融業、保険業、不動産業はこのところ一貫してマイナスとなっている。また、失業保険の継続受給者件数の高止まりも続

いている。さらに金融面では、FRBの1月の銀行貸出調査において企業、家計のいずれに対しても貸出基準が厳格化していることが示された。こうしたもとで、家計部門では、ガソリン高、株安もあって、消費者コンフィデンス指数の落ち込みが続いている。一昨日に発表された1月の小売売上高は市場予想を上回る伸びとなったが、12月の前月比 -0.4% の後の $+0.3\%$ であり、また、除く自動車・ガソリンでは12月の -0.3% の後、1月は横這いの 0.0% となっている。実態は強いとは言えないように思われる。以前から定点観測している全米の州別の売上税額の10~12月の動向をみても、カリフォルニア、フロリダ、ネバダ、メインといった住宅価格が下落または伸びが鈍化している州の売上税額は前年比マイナスまたは伸びが鈍化するといった傾向に変化はない。直近1月の計数が入手可能であるカリフォルニア州の売上税額は、前年比 -9.7% となっている。先行きの個人消費動向については、こうした情報も合わせながら分析していきたいと思う。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り、1月のISM景況感指数の製造業は引き続き改善、悪化の分岐点である50近傍で推移しているほか、これまで堅調であったISM景況感指数の非製造業も50を大きく割り込み、2001年10月以来の低水準となった。こうした中、FRBでは昨年9月以降、1月の臨時FOMCも含めて5回に亘って 5.25% から 3.00% まで政策金利を引き下げるという弾力的な金融政策で臨んでおり、昨日もバーナンキ議長が議会証言で「必要に応じて迅速に行動する」と述べ、さらなる利下げを示唆している。こうした対応が、これから採られる財政の緊急政策とともに、減速しつつある米国経済の回復にどのように寄与し、効果をもたらしてくるか、注意深くみていきたいと思う。

ユーロ圏の経済は、昨日公表の第4四半期のGDPが前期比 $+0.4\%$ と、第3四半期の $+0.8\%$ の高い伸びを受けた後としては、まずまずの伸びとなったことにも示されるとおり、内外需ともに底堅いと思う。しかし、直近2月のECB理事会声明文では、金融市場の混乱や原油高の影響等から、実体経済の先行きの不確実性は異例に高いとして、従来よりも警戒感を強

めている。昨日、E C Bが公表した四半期ごとの専門家調査でも、2008年のG D P見通しは、前回 11 月時点の+2.1%から今回は+1.8%に低下している。特に、スペイン、アイルランドなど不動産市場が活況を呈していた国については、その反動が生じてきており、先行きの展開には注意が必要である。英国については、金融機関の融資基準厳格化もあって景気の速いペースでの減速が懸念されており、B O Eが昨年 12 月に続いて二度目の利下げに動いている。こうしたことから、英国を含む欧州の景気については、これまで以上に目を凝らしていきたいと思う。中国については、内外需ともに引き続き堅調である。中国は本年 2008 年には世界第二位の貿易大国となる見込みであり、その世界経済への影響も一層増してきているため、先行きの動向には注意していきたいと思う。このほか、インド、中東などの景気も堅調であり、世界経済は全体として拡大を続けている。

次に日本経済である。第 4 四半期の実質G D Pは堅調な結果となり、景気の緩やかな拡大基調は維持されていることが改めて確認された。G D Pも含めて現在までに発表された指標をみる限り、引き続き輸出、設備投資依存で力強さにはやや欠けるものの、住宅投資を除いて悪い数字は確認できていないように思う。ただし、国際金融市場の動揺、海外景気の減速懸念、原油高の影響などから、家計、企業のマインドは悪化している。こうしたもとで、景気動向指数、C Iの先行指数の下落が続いていることなどから、先行きには引き続き注意したいと思う。この間、物価面では、国際商品市況高もあってプラス基調が続いている。以上のことから、執行部の基本的見解には特段の異論はない。

セクター別にみると、まず輸出については、引き続き堅調に推移しているものの、米国向けの減速を受けた伸びの鈍化が続いている。生産についても、高い水準での推移が続いているが、経済産業省による基調判断がこれまでの「緩やかながら上昇傾向」から、12 月は「横這い傾向」に下方修正され、先行き 1、2 月の予測指数も現状水準を下回っている。化学プラント事故、紙パの再生紙減産などの動きもあるため、予断を持たずにみていきたいと思う。企業部門については、日経新聞の集計によれば、上場

企業の 2007 年度は 5 年連続の最高益となる見込みである。ただし、4～12 月決算が+9.7%増益であるのに対し、年度通期では+5.2%の増益見通しにとどまっていることにもみられるとおり、企業は海外景気や原材料高、円安修正など収益環境の厳しさを強く意識し始めている。特に非製造業については、通期で+1.5%と増益幅が僅かとなっている。また、中小、零細企業については、採算や資金繰りの悪化、金融機関の貸出態度慎重化といった動きがこのところ明確化しつつあるため、経済全体への影響には従来以上によく目を凝らしていきたいと思う。ただし、企業の収益水準は総じて高いもとで、設備投資については、10～12 月の機械受注は前期比+0.9%と伸びが低いものの、1～3 月は+3.5%となることが予想されているほか、受注残高が高水準であることから示されるように堅調である。

家計部門について、まず住宅投資は改正建築基準法施行を受けた着工戸数の急激な落ち込みが続いている。このところ下落幅はやや縮小してきており、先行き建築確認審査が円滑化していけば、これまでの落ち込みを徐々に回復していくと考えられる。ただし、分譲の着工戸数の回復は鈍いほか、1 月の新築マンションの新規契約率も首都圏で 52.7%と好不況の目安となる 70%を割り込み、バブル崩壊後の 1991 年 8 月以来の水準にまで低下していることなどから、割高感等を背景に住宅需要自体が弱くなっている可能性もあり、注意してみていきたいと思う。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にあっても、雇用者所得の総和は緩やかに増加している。先行きも、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。ただし、このところ中小企業の賃金が減少している。中小企業の雇用者は全体の 7 割を占めるだけに、その影響には注意する必要があると考えている。こうしたもとで、個人消費は底堅く推移しているが、ガソリンをはじめとする物価上昇や、株安、円高による資産の目減りもあって力強さを欠いているため、今後とも注視が必要であると思う。

物価面では、まず国際商品市況は、原油価格は一頃より水準を低下させ

ているものの、サブプライムローン問題を受けたクレジット市場、株式市場からの投機資金の流入等により、金、穀物が既往最高値を更新し、ココアが1985年以来、コーヒーも産地在庫の減少もあって1998年以来の高値に達するなど、幅広い商品に価格高騰が広がっていることから、C R B指数は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おり、C P Iも12月は+0.8%と1998年3月以来の水準に上昇した。同指数を構成する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60と、上昇品目数が下落品目数を上回るという2006年8月以降の傾向が続き、しかも2007年4月以降その水準が高まっている状況も続いている。また、先行きも多くの品目で値上げ方針が示されている。特に電力、ガスでは過去最大の幅の値上げを予定している。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。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

前回会合以降の発表データはQ Eを含め、景気の現状判断及び先行きの見通しについて、前回判断について大きく修正を迫るものはなかったと思う。その意味で、今月の基本的見解は前回会合の基本的見解にあるメカニズムの説明を踏襲し、その後の経済指標がこれをほぼ追認する形で出てきていることを考えた適切な書き振りである、と考えている。既に発言された委員の方々と現状判断と先行き見通しを共有しているので、以下ではリスク要因に関して二つの論点に絞って意見を述べたいと思う。

第一は米国経済のリスク、特に政策利子率の大胆な予防的低下がF e dが意図するような大きなスティミュラスを総需要に半年から1年後に与えるかどうかという点についてである。金利低下が必ずしも消費者、投資家の負担減、需要の回復に繋がらないリスクを指摘したいと思う。金利低下の消費への影響は、具体的には消費者の場合、住宅ローンのリファイナ

ンスを呼び起こすことから生じるルートが大きいと思う。しかし、この効果は住宅の資産価値が上昇している時は当てはまるが、逆に下落している時は働きが鈍くなる。資産価値が低下している時は、リファイナンスしようとするとは逆に担保の追加を求められるからである。金利の大胆な予防的低下が需要回復に大きく貢献したのは、2001 年からの I T バブル崩壊の時であった。この時、住宅価格は全米主要都市でサンフランシスコを除き傾向的に上昇しており、金利低下でリファイナンスを申請すると資産価値が上昇しているので直ぐに可能となった。さらに、ホーム・エクイティ・ローンでは借入額を増加させることも可能であった。しかし、今、全米規模で住宅価格が下落している。このため、金利低下によるリファイナンスをしようとしてもできない家計が相当規模に亘ることが考えられる。日本でバブル経済崩壊後、金利が大きく低下したが住宅価格下落による担保割れ等からリファイナンスは広がらず、家計の住宅ローン負担が消費への大きな重石になったことは記憶に新しい点である。

さらに、同じメカニズムは商業用不動産についても働く。当該不動産価値の今後の下落が見込まれている時、金利が低下しても担保価値低下が金利低下の影響を打ち消してしまう可能性が高いと思われる。特に、商業用不動産ではインタレスト・オンリーに近い形の貸出が多かったと言われているので、担保価値下落の影響はかなりのものになるかと思う。このように、大胆な予防的金利低下の効果は不動産価格が上昇している時には大きいですが、下落している時には多くを期待できない可能性がある。加えて、証券化商品の価格下落でバランスシートに問題を抱えた銀行による融資態度の厳格化がこの傾向を一層強めていることは否定できない。とすると、大胆な予防的金利低下が期待された効果を発揮できるかは、資産価格の低下が止まり、リバウンドする予想が形成されるかに掛かっている。しかしそれは、サブプライムローン問題の影響を考えるとかなり厳しいのではないかとと思われる。

米国で住宅需要を呼び起こす力は、より良い住宅への住み替えである。より高いクラスの住宅を買うが、原資は今の住宅をより低いクラスの人に

売って賄う。このように、低所得の第一次取得層の需要がその上層の需要を喚起し、それがさらに上の需要を喚起するという形になってきた。しかし、サブプライムローン問題はこの第一次取得層の需要に大きな打撃を与えた。というよりも、そもそも本来買うべきでない人までも買っていたという点で、今までの需要そのものがデセプティブだったと言った方が正確であるかもしれない。とすると、米国内で調整を完結するためには長い時間が掛かる可能性がある。それが早く済むとすれば、それは米国外からの需要が重要であると考えられる。実際、スウェーデンの銀行危機の源となった同地の不動産市況の崩落は、ヨーロッパの不動産市況の回復によって持ち直されたと言われている。この点で、海外からの米国不動産への需要は、移民の需要を含め十分に注意しておく必要があるというふうに思う。

第二に、日本経済の点である。日本経済で金融のタイト化が一部の産業で起こりつつあるように思える点である。具体的には、建設・不動産、流通といった産業である。企業数、雇用者数の多い部門であるだけに、実際の数量的インパクト以上にセンチメントを通じて消費に影響を与えるリスクを考えておく必要があると思う。建設・不動産は、昨年3月にMPMで申し上げたとおりの展開を辿っている。マンション価格高騰による需要減退と建設費高騰にスクイズされる形で昨年央以降、特に中小において急速に業況が悪化した。J-REIT価格下落からJ-REIT向けの融資も締まり、投資案件の出口が塞がれた形でデベロッパーや建設にも影響が出ている。そのことは、国民公庫の資金繰り及び貸出態度DIの悪化にも現われている。大手に対してはそのような融資態度の変化はみられず、今のところ中小に限定された動きではあるが、慎重に推移をみていく必要がある。業況悪化部門の企業への融資は厳格になる、というプロシクリカリティが如実にみられている。現場では、融資のプルーデンスを守ることを口実にしている向きがあると言われている。しかし、プルーデントな融資態度は本来こうしたプロシクリカリティを意味するものではないことを明確にしておきたいと思う。

最後に、物価情勢であるが、前回会合で12月全国CPI(除く生鮮)について、予測は前年同月比+0.63%だが、前年裏の影響で小数点以下一桁では+0.7%ではないかと申し上げたが、実績は+0.71%だった。四捨五入の関係から前年裏の影響で結果としては小数点以下一桁では+0.8%となった。こ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であって、今月は+0.08%ポイントとなり過去3か月で大体平均+0.086%ポイント程度のモメンタムとなっている。帰属家賃、クリーニング代、履き物修理代、マッサージ代、タクシー代、航空運賃、自動車整備費など食品——外食を含む食品であるが——以外のサービス関連でも広く上昇の気配がみられている。

先行きだが、1月予想は過去3か月平均モメンタム+0.086%ポイントを加えると+0.83%であるが、東京以外で速報値が利用可能な地域で1月かなり高い伸びを示していることを考えると、+0.9%以上になる可能性がある。その後2月から5月位は+1%前後となり、その後緩やかに低下するという形になる。全体としてモメンタムの若干の高まりを反映して、前回会合よりも+0.1~+0.2%ポイント上昇した印象である。勿論、全体の動きは従来同様、石油価格の落ち着きの度合いと物価上昇モメンタムのサービス価格上昇等への広がり具合に依存していることには変わりはない。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降、広範な証券化商品の価格下落、金融機関やモノラインの格下げ、個人ローンまで含めた損失拡大懸念が強まる中、株価下落やクレジット・スプレッドの拡大など金融資本市場は不安定な状況にある。それに加え、雇用や企業マインドに関する弱めの指標が公表されたことから、市場では一段と米国のリセッションを織り込みつつあるようである。確か

に、米国経済の下振れリスクは高まっていることは否めないが、米国の迅速な金融、財政政策対応もあって、私は今のところ米国経済はリセッションを回避できるとみている。従って、昨日の執行部の説明や月報の基本的見解に示された経済・物価についての判断に違和感はない。以下では、まず日本の経済成長のエンジンである海外経済、特に米国経済について、リセッションとデカップリングを巡る議論を意識しながらみていきたいと思う。

サブプライムローン問題を発端とした金融機関の損失の広がりや深さが強まるにつれて、金融機関のバランスシート調整への関心が強まっており、シニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイが示しているように、商業用不動産向けの融資をはじめ金融機関による与信のタイト化がここへきて急速に広範化しており、その影響が懸念されている。さらに、モノライン問題の実態がまだ分からないことが、市場の不透明感を増しているようである。そうした中、住宅在庫水準の高止まりのもと、11月のケース・シラー価格指数が調査開始以来最大の下げ幅となり、住宅市場の調整がいつ頃底を打つのか、見通しがたい状況となっている。GDPをはじめ、減速を示す指標が増え、直近ではISM景況感指数の非製造業と雇用の急落がリセッションの懸念を高めた。現在の市場の2008年成長率の見方は、私のこれまでの想定+2%よりも悲観的であり、実際、米国経済は足許、私の想定以上に減速しているようである。ISM景況感指数の非製造業は比較的歴史の浅い指標だけに景気動向との関係について定かではないが、NFIBによる中小企業楽観指数も同様に急落しているので、今後の動向に注目する必要があるとみている。雇用については、振れの大きいビジネスサービスや教員が減少の主因であることや、ADP雇用統計、失業率、新規失業保険申請件数、レイオフのデータなどと重ね合わせると、雇用増加幅が減少しているというのが現状の私の判断である。そのもとで、株価や住宅価格下落による逆資産効果、マインドの悪化やガソリン高の影響も考えられるので、消費について足許減速は避けられそうもない。他方、企業の在庫調整圧力は低く、また、企業の良好な財務体質のもと、設備投

資が与信のタイト化によって大きく減少する可能性も低いとみている。海外経済が高めの成長を続けるということであれば、ドル安のもと輸出増加や企業収益の増加も期待できると思う。財政・金融政策の効果が出てくることも考えれば、バーナンキ議長も述べておられるように、米国はリセッションを回避するという見方で良いと思っている。懸念していたペイメント・ショックも、利下げや金融機関の対応で想定していた程大きな問題にならないのではという声も聞こえてくる。

次にデカップリング論について、F e d の 125bp の利下げ後、エマージング諸国の株価の回復が鈍く、デカップリング論に対する市場の見方が慎重化しているように窺われる。そもそも実体経済も金融市場も海外と密接に関連しているので、デカップルかどうかは程度の問題でしかない。米国経済の減速が緩やかであることを大前提にして、米国企業セクターが堅調であり、世界経済が多様化し、米国以外の国々に政策余力があるような時には、米国の減速の影響をその他世界がカバーできるという見方が成り立つと考えられる。この観点からは、現時点ではデカップリングが成立していると思われる。今回、中東を訪問してその思いを強くしたが、現在の中東の建設ブームが単なる原油高に乗じた一過性のものではなく、石油モノカルチャーからの脱却を目指した国家戦略をベースに、脱オイル後の国の在り方や国民の生活水準の引き上げに主眼を置いたインフラ整備が政府主導で行われている。現在G C C 諸国では、トータル1兆ドルを超える大型プロジェクトが進められている。この元気な中東に対しては、自動車などの輸出、設備投資への参加、資本の受け手、労働者の供給といった様々な形で今後も中東以外の国々の有効需要を高め続けると思っている。

米国のインフレについても一言申し上げておきたいと思う。市場では米国景気の減速に伴い、C P I も徐々にスローダウンしていく姿を想定しているようだ。ただし、5年先スタート・5年ものB E I フォワード・レートを見ると、中長期的なインフレ期待は足許上昇気味であるし、果敢な政策対応の結果、その効果が年後半に顕現化し、成長率が再び回復していくようなことが起こるとするならば、インフレ・リスクに対する警戒は怠る

べきではないと思っている。

次に国内経済についてであるが、昨日発表された第4四半期の経済成長率はポジティブ・サプライズであった。しかし、今後の輸出、生産、そして賃金の動向を考えると、潜在成長率を超える成長が持続する可能性は低いとみている。まず輸出については、日本製品に対する親近感の強さや信頼度の高さを踏まえると、日本から中東への輸出は好調を維持していく可能性が高いと思われる。中東への企業進出も盛んであるので、そこからの収益も期待できる。とはいえ、足許の米国経済の減速は想定以上であるので、その影響が日本の総輸出にも及ぶと考えざるを得ない。先程述べたデカップリングの大前提が足許少し崩れたとみているからである。生産についても、12月の鉱工業生産指数は堅調であったが、自動車が地震の後の挽回生産の反動減、さらに化学メーカーのプラント火災による減産といったように、特殊要因による押し下げもあって、第1四半期の生産はほぼ横這いとなる見込みである。足許、輸出、生産に成長のエンジンとしての役割を期待できそうもない。

もう一つ気になるのが賃金、とりわけ賞与である。毎月勤労統計の特別給与の落ち込みについては、中小企業の大幅減が響いた形であるが、折からの原材料高を賞与の引き下げで吸収する姿が根強いことを示している。現在消費は底堅い動きをしているが、物価上昇のもとで賃金が上昇しないためマインドは悪化しており、力強い消費は当面望めそうにない。調整が続いている住宅市場については、住宅着工戸数に漸く底打ち感が出てきているので、そのマイナス効果の剥落に期待したいところであるが、マンション販売が弱いため、それが需要を引っ張るとも想定できない。従って、当面成長は減速するとみている。

最後に物価である。年に九回以上購入する品目の価格指数の前年比は12月+2.4%まで伸び率を高めており、価格弾力性の相対的に低い生活必需品を中心に原材料価格の転嫁が進んでいるという流れは続いているようである。インフレ期待が上昇している中で、所定内給与が改善を続けており、値上げが浸透していく環境も徐々に整いつつある。こうしたことを

踏まえると、今後、値上がり品目の裾野が広がり、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おくべきだと思っている。以上である。

福井議長

野田委員、願います。

野田委員

昨日の10～12月期のGDP 1次速報では、実質GDPは前期比+0.9%と予想比大きく上振れ、ポジティブ・サプライズとなった。この上振れは、今後比較的大きな改訂あり得べしの民間企業設備の上振れだけで説明できるものであるが、これに加え、前回会合以降明らかになったこの他の経済指標や調査結果などを踏まえると、我が国経済は基本的には前回会合の展望レポートの中間見直しの範囲内で推移していると判断している。すなわち、昨年10月の展望レポートで想定した姿よりも基本的には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基本的には健在であると言って良く、先行き、循環が途切れてしまう蓋然性を示唆するような決定的な証拠は現出していない。従って、緩やかな拡大を続ける可能性が高いとのメインシナリオを変更する必要はないと考えている。一方、海外経済は、国際金融市場の緊張が高まりこそすれ緩む兆しがみえない中、最大のリスク要因である米国経済の鋭角的な減速が10～12月期のGDP速報でも確認され、先行きについての不確実性が高まっている。

国際金融市場であるが、米国市場では、モノラインの経営基盤の脆弱性への注目が高まり、それに対する格付けと資本注入の動向に敏感に反応する状況がみられた。こうした中、全体としては、フライト・トゥ・クオリティの動きが続いており、CDSプレミアムや社債スプレッドは拡大を続けた。米国経済については、先程も触れたが、実質GDPは7～9月期の+4.9%から10～12月期は+0.6%まで急低下した。住宅投資はGDPベースで10～12月期は前期比年率-23.9%と引き続き大幅に減少し、住

宅価格はケース・シラー住宅価格指数でみる限り、下落テンポの加速が依然続いている。高水準の在庫、流動化市場の停滞、さらには1月の貸出動向調査でも明らかになったモーゲージ関連の貸出基準のさらなる厳格化等を勘案すれば、住宅市場の底は依然としてみえない。企業部門は、12月の非国防資本財受注(除く航空機)が3か月振りに前月比プラスとなり、またISM景況感指数の製造業が7か月振りに前月を上回りかつ50以上となるなど、微かに持ち直しを窺わせたものの、ISM景況感指数の非製造業は2001年10月以来の低水準まで急落し、サプライズをもたらした。もう一つのサプライズは、貸出動向調査で商業用不動産向け貸付の引締め超幅が前回比一気に30ポイントも上昇し、1990年の調査開始以来、最高の80の水準に達したことである。これは、ここ2年程、民間設備投資を支えてきた非居住用建設投資も先行き減速する懸念が小さくないことを示唆している。次に、米国の家計部門である。消費は、1月の小売売上高がヘッドラインで前月比+0.3%となるなど、幾分持ち直したが、均してみても、またコアベースでみても減速感是否めない。雇用創出の増勢鈍化ペースが強まっていることも改めて確認された。すなわち、非農業部門の雇用者数は、1月、遂に前月比マイナスに転落した。こうした雇用環境の悪化を背景にした所得——あるいは、私は総賃金指数の動きをみているが——の伸びの鈍化や住宅価格の続落、株価の低迷による逆資産効果等は、個人消費の足を引っ張っていくものとみられる。今後、利下げや米国政府の財政政策の効果が徐々に顕現化するものと期待されるが、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、調整の期間と深度についての不確実性は一層高まってきた。

ユーロ経済は緩やかな拡大を続けているが、昨日出た実質GDP10~12月期が前期比+0.4%に減速したことにもみられるように、このところ、内需を中心に減速感が目立ってきている。ECBは前回政策理事会の声明文で、「ファンダメンタルズは良好としつつも、先行きの不確実性が異例に高く、新たなデータからはリスクはダウンサイドにあることが確認されている」とする一方、インフレ・リスクについては微妙にトーンダウンさ

せるなど、スタンスの変化を窺わせるものと市場は受止めたようだ。

中国であるが、実質GDPは10～12月期も前年比+11.2%と引き続き高い伸びを維持しており、物価上昇率も+6%台が続くなど、全体として過熱気味である姿に変わりはない。しかし、一点、変調らしきものを見つけるとすれば、輸出、それも米国向け輸出の動きである。中国の輸出は、ここ4年程、伸び率を緩やかに鈍化させてきているものの、昨年10～12月期も依然として前年を22.3%上回る水準にあり、中国経済のもう一つの主力エンジンである固定資産投資とともに現時点でも引き続き堅調と評価できる。気掛かりなのは、米国向け輸出の伸び率が目にみえて低下していることである。中国の米国向け輸出の前年比は、昨年の1～3月期までは+20%以上で推移していたが、その後、徐々に増勢を鈍化させており、10～12月期は+10.7%、12月単月では+6.8%のところまで低下している。東アジア諸国との分業体制が進んでいるもとで、東アジア諸国から米国への最終財の輸出減少は、日本からの中間財の輸出減少に繋がるだけに、中国をはじめとする東アジア諸国の輸出動向については、今後、十分注視していきたいと思う。

次に、我が国経済であるが、輸出と生産についてだけ触れておく。循環メカニズムの起点となる生産を牽引してきた輸出は、引き続き全体として増加基調にある。ただ、先行きについては、一つに、海外経済全体の成長率が低下すると見込まれ、輸出の先行指標としてOECD景気先行指数をOECD加盟国とBRICs等合算でみても、昨夏以来低下を続けていること、また先程も申し上げたとおり、中国の米国向け輸出の伸び率鈍化が日本の中国向け輸出の増勢鈍化に繋がる可能性が高く、10～12月期の実績にその兆しがないとは言えないこと等を勘案すれば、これまでの米国向けが不調ながら、その他向けが好調で全体としては増加、好調との構図に、何かしらの揺らぎが生ずることは避けられないのではないかと思う。次に生産であるが、10～12月期も前期比+1.3%と堅調さを示したが、1、2月の予測指数は2か月連続の減少となった。本系列とは異なる予測指数とはいえ、2か月連続の減少は前回景気後退期の2001年4月以来のことであ

り、予測指数の過去の修正パターンをみると、景気後退局面を中心に、下方修正が圧倒的に多いことがみられる。ただ、出荷在庫のバランスは足許まで改善傾向にあるため、この予測指数で直ちに生産がピークアウトし、そして調整局面に入るといった変調の兆しと捉えるのは些か尚早と考えるが、今後の生産の動向は輸出とともにこれまで以上に慎重な見極めが求められることは間違いなさそうである。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

足許までのハードデータに基づくと、12月の決定会合で下方修正した我々の景気判断をさらに下方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は執行部案で宜しいかと思う。ただ、一点目には、前回の決定会合以降、家計や企業のマインド悪化を示すソフトデータが少なくないこと、二点目として、エネルギー・穀物価格上昇を起因とする物価上昇圧力が川上から川中そして川下へとじわじわと転嫁される動きがみえること、三点目として、米国経済の急速な悪化を示唆する指標が多いこと、四点目として国内の金融市場では、株価下落と対ドルでの円高進行のリスクが払拭できないことなどから、景気の下振れリスクという点では、前回の決定会合時点よりも高まっていると思われる。今後、個人消費関連指標の悪化、輸出の減速、企業収益の悪化を受けた設備投資の先送り等が顕在化する可能性がないか、十分注意していきたいと思う。

個人的には、現時点で、生産・所得・支出の前向きの循環、好調な企業部門から家計部門への波及というメカニズムは、足許で幾分弱まっているものの、崩れたとまで言い切るだけのハードデータを持ち合わせていない。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、家計は好調な企業部門から一定の恩恵を受けていると窺われ、前向きな循環は働いていると主張して良いと思う。ただ、前回の決定会合でも申し上げたが、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今後も上昇しないのではないかとということである。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。これが、中小企業や地方経済が生産・所得・支出の好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。なお、製造工業生産予測調査の1月、2月予測指数や、調査統計局による主要企業に対するマイクロヒアリングによれば、鉱工業生産は1～3月期はせいぜい前期比横這い程度にとどまりそうである。生産が当面横這いで推移すると予想される中、今年前半の米国の実質GDP成長率はゼロ%近傍で推移する可能性も指摘されているので、輸出を起点とする生産の増加基調についても点検していくことが重要と考える。

次に米国経済であるが、昨年10～12月期の実質GDPは前期比年率+0.6%と低水準にとどまった。民間内需が減速したが、設備投資の内訳である民間非居住建設投資——国際局が言うところの構造物投資——は好調を維持し、7～9月期の前期比年率+16.4%に続き、10～12月期も+15.8%と大幅に増加し、成長率を2四半期連続で+0.5%ポイント程度も押し上げた。しかし、先程野田委員も言及されたが、FRBが2月4日に公表したシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ・オン・バンク・レンディング・プラクティシーズによれば、米国金融機関の融資スタンスが前回調査に比べ大幅に厳格化している。住宅ローンのみならず、オートローン、クレジットカード・ローンなど家計への信用供与に慎重になると同時に、商工業向け貸出の融資基準も厳格化した。特に商業用不動産向けは大幅で、融資基準DI——厳格化から緩和を引いたものであるが——は既往最高水準となった。これは、2008年に民間非居住建設投資が急減速する可能性あるいはCMB Sのスプレッドがさらに拡大する可能性を示唆している。

サブプライムローン問題は、証券化商品の原資産である住宅ローンの価格下落を起点としているため、その本質は不良債権処理である。問題解決

に向けた欧米大手金融機関の損失処理、米国の政府と中央銀行の政策対応も、かつて日本が経験した不良債権処理に比べて非常にスピード感はあるものの、そのプロセスに大きな相違はない。一方、我が国の経験と似て異なる面もある。今回のサブプライムローン問題では、証券化という金融イノベーションが大きな役割を果たした結果、我が国の不良債権処理よりも問題が複雑である面がある。すなわち、住宅ローン債権をオリジネートした銀行のみならず、証券化商品を購入した最終投資家にまでリスクが移転され、足許広範囲で損失をもたらしている。また、証券化商品の保証に関わったモノラインにも損失をもたらしている。我が国は最終的に金融セクターに巨額の公的資金が注入されたが、米国について、今年は大統領選挙の年であることもあって、ブッシュ政権はいわゆるベイルアウト・プランの発動には消極的で、一時的かつ比較的小さな規模——GDPの1%程度であるので、そう言って良いと思うが——の財政出動にとどまっている。今回はこれまでのところ、オイル・マネーやソブリン・ウェルス・ファンドなど新しい金融市場のプレーヤーが、欧米大手銀行の資本増強策に協力しており、資本不足問題は発生していない。ただ、米国の住宅市況の底入れ時期の目途が立たないため、最終的に金融機関の損失処理額がどこまで膨らむか予断を持てない。今後、資産や事業部門の売却に動く金融機関も出てくるとみられ、最終的にはグローバルな金融再編に繋がる可能性が高いように思える。

また、同時に、証券化商品に関する格付けの在り方——特に流動性リスクの格付けへの反映等——、それからモノラインを巡る問題、バーゼルⅡの一部修正を含む金融監督行政の見直し、オリジネイト・トゥ・ディストリビュート型の投資銀行のビジネスモデルの修正など、金融システムにおけるインフラを再構築する必要もある。さらに今年に入ってから、住宅投資、それからモノライン問題、そして個人消費など米国経済のファンダメンタルズの先行き懸念へと、金融市場の焦点が刻々と変化し、また拡がりを見せていることを十分認識しておく必要がある。グローバルに株式市場は不安定な状態から脱しきっておらず、クレジット市場の流動性も乏しい

状態に変化はない。サブプライムローン問題は長期戦の様相を強めてきている。本行としても、金融市場の関心の変化を見極め、持久力を備えた柔軟な対応が求められていると思う。

明るい話題は、金融市場のボラティリティの上昇を受けて、トレーディング収益の改善など、欧米大手銀行の 2008 年のビジネスはまずまず順調にスタートしていることだと思う。以上である。

福井議長

これで各委員からそれぞれ現時点における所見を開陳して頂いた。前回の会合以降、G 7 の会合があった訳である。亀崎委員からご指摘頂いたが、G 7 の会合では、世界経済のファンダメンタルズは引き続き堅固であるものの、ただ例えば IMF もワールド・エコノミック・アウトルックを下方修正しているように、世界経済はよりチャレンジングで不確実な環境に直面している、こういう点についての認識が共有された、ということではなかったか、と思う。今申し上げた不確実性、いわゆるリスク要因については、米国の住宅市場のさらなる悪化、グローバルな金融市場の混乱の長期化と、それによる主として欧米における与信条件のタイト化、三つ目には原油や一次産品の価格高騰と、その影響、例えば幾つかの国におけるインフレ期待の高進といったことが共有されたということである。それらを踏まえながら、今日のこの会合においては我が国の経済について生産・所得・支出の循環メカニズムの今後の持続可能性について丹念に点検することが主題であり、かつまた皆様方からもその点に焦点を絞ったご発言を頂いたと思っている。実際、国内経済の動きには、住宅投資の減少に加え原材料価格高などを背景とした中小企業の収益環境の悪化、それに伴う中小企業レベルでの設備投資、賃金の抑制、ひいては消費者マインドの悪化といった様々な弱めの動きがみられるのが現状である。従って、これを先行きどう引き伸ばしていったら理解していくかが非常に重要になってきているということだと思う。前回の決定会合以降の様々な新しいデータあるいは事実の変化についての皆様方のご意見、ご認識にそんなに大きな相違は

なかったか、それについての理解もそんなに大きな開きはなかったかと思うので、私から一々これを繰り返す形で総括はしない。結論的に申し上げれば——皆様方のご意見がそうであったかと思うが——、日本経済は引き続き緩やかに拡大している、この前回の景気の基調判断は維持して良いだろうと。ただし、様々なリスク要因の高まりについては今後、一層慎重に見ていく必要がある。纏めてしまえばそういうことだったと思う。このリスク要因の理解であるが、特に海外から及んでくるリスク要因、すなわちここに来ての米国経済のやや鋭角的な減速、それからグローバルな金融資本市場、特に欧米の金融資本市場における調整の深まり、今後の帰趨といったことが引き続き非常に大きなポイントである。米国経済については、住宅市場の調整はかなり進んではいるが、なかなか底入れの時期がみえにくい状況になっていて、これが中心にあるから米国経済全体としての底入れの時期もなかなかみえにくい。標準的なシナリオとしては、今年の下期以降、できれば下期以降の早い時期に米国経済が底を打ち、その後は緩やかに回復するというのが基本的なシナリオではあるのだが、そのところはまだ実感が持てるだけのデータが出てこないという状況ではないかと思う。それから金融資本市場の調整についても、これは広く言えば資産価格がどこまで下がるのかということと非常に絡んでいるので、米国経済の底入れの時期と無関係に金融資本市場の調整にピリオドが打たれることはない訳である。従って欧米の金融機関において、ルールに沿った不良債権の処理、資本の手当てという動きが進められている。また、モノラインについても手当てしようという動きが出ているが、現在は不良債権の増加とそれに対する処理、資本の手当てでしばらく追いかけて続く状況であり、不確実性が大きく残っている環境ではないかと思う。それから原油価格、一次産品市況、食料品価格は日々の動きにアップ・ダウンがあるが、基本的に高騰ないし高止まりが続いているということである。これは世界的に相対価格の大きな変化をもたらしていると同時に、クロスボーダーの所得移転をもたらしており、全体としてダウンサイド・リスクが高まりつつある。相対価格の変化、クロスボーダーの所得移転といったものが絡

まってくると、経済の先行きの読み方が一層複雑になってくるということではないかと思う。日本経済の生産・所得・支出の循環メカニズムの今後についても、やはりこうしたグローバルなリスク・ファクターを組み合わせながらきちんと読んでいく必要があるということだが、今のところ生産から所得へのメカニズムのところで相対価格の変化、あるいは交易条件の変化というのだろうか、この所得移転が微妙に制約要因になっているかどうか、ないし、これが今後さらに強い要因になるかどうかということは正確に見極めていく必要があると思う。それから、支出のところも賃金が伸び悩む、所得が増えないということに加え、グローバルなマーケットの変動から日本の株価も強く影響を受けていて、マインドあるいはコンフィデンスの面に強い影響があって支出に幾ばくかブレーキが掛けられている。こういうメカニズムが働いている、と思う。さらには、その出発点の生産そのものが今後の輸出動向とも絡んで本当に増加を続けるかどうか。1～3月は自動車の特殊要因などもあって予測は一応ほぼ横這いという状況になる訳だが、これが基調的な動きのターニングポイントになるかどうかは、しっかりみていく必要があると思う。これは輸出の動きとも非常に絡む訳で、米国経済の減速の深まりがグローバル・エコノミーのデカップリングと言われている現象を断ち切るかどうか。ここはあまり両極端な議論はできないのではないかと思う。極めて常識的に、米国経済の減速が深まれば、なにがしかその他の世界経済及び、日本の輸出にも影響が及ぶ可能性があるという点はやはり念頭に置きながらみていく必要がある。しかし、過去の経済に比べればそこが遮断されている度合いも高い。国際会議に出ると、そこもまた極めて常識的に理解しようというのが一般的である。このようなことで、生産をみても、生産から所得への移転をみても、支出そのものをみても、我々が言っているリスク要因と絡めて正しく理解していかなければならない。これについては、我々として今後とも正確な分析を施していけば相当程度正確な理解に到達し得るのではないか、ということがポイントだと思う。それから、金融の面、株価の下落あるいはボラティリティの上昇はそのまま日本のマーケットにも及んでいるということであるが、

それ以外の面、市場への影響は比較的少なく、日本において金融機関の貸出態度あるいは与信基準のタイトニングはあまりみられていないということである。ただ、この点についても今後本当に今のままでいけるのかどうか。やはりマーケットにおいて少しスプレッドが広がりつつあるということがあると思うし、金融機関は健全だがやはり世界的に資産価格の下落が進み、日本の不良債権も少し増えてきているということであるので、クレジット・タイトニングに全く結び付かないということではないかも知れないという点で、注意事項だと思う。それから、物価については、その背後にある要因を今後ともきちんと掘り下げて、どこまでが供給要因であり、どこまでが需要要因かを正確に見極めながら、予測精度を上げていく必要がある。なかなか上手く纏まらないのだが、皆様の議論を聞いていると、今回はそういう纏め方になるのではないかと思った。さらに色々な点についてご議論頂きたい。

岩田副総裁のご指摘になった相対価格の変化あるいは交易条件の変化という部分は、金融政策では直接インタービーンしにくい分野だけに悩ましい。分析精度を高めて、我々の情勢判断の中に正確に取り入れていく努力は100%以上しなければならないと思うのだが、ここに直接手当てをする方法はなかなかないかも知れない。

岩田副総裁

然り。今、オイルあるいは食料の価格が上がっているのは、実需による面は明らかにあるのだが、それ以外にやはりスペキュラティブなことで動いている部分がある。それをどう上手くコントロールするか。金融政策と全く無縁だという訳でもない。しかし、これはグローバルな問題でもある。今回の一番大きいレッスンは、グローバルなレベルでの市場流動性と資金流動性をいかに上手くコントロールするかということだ、と考える。実にチャレンジングなのだが、模範解答が今のところない。どうも振り返ってみると、そこが何か抜けていたのだが、それを単に規制すれば直るかという話でもない。しかも、この問題はブルーデンシャル・ポリシーとマネタ

リー・ポリシーのちょうど接点の問題でもあって、最後の貸し手の機能をどう考えるか、あるいはマネーマーケットとの関係で最後の貸し手との関係をどう考えるとか、とても微妙な問題を孕んでいる。しかし、どうも上手い答えが見つからない。今景気をみれば緩和せざるを得ないが、緩和すると余分なところにマネーがいつてしまうという構造をどうすれば良いのか。日本銀行も量的緩和をやって随分そういうことに寄与したのではないかとも言われるが、デフレのリスクだとか、あるいは実際に景気が悪くなるリスクとかに直面した場合に、それではもっと早く引締めれば良かったか。これは 2003 年にアメリカが頭を悩ませた問題であるし、我々もある意味では同じ問題に直面している。しかし、なかなか上手い模範解答は見出せていない。というのが、今度の 21 世紀型の危機における一番のポイントではないかと思っている。

野田委員

我々も去年の 2 月に利上げして以降、利上げスタンスはずっと維持しつつも最終的には実行できなかった。というのは、正に岩田副総裁がおっしゃられたところで逡巡してきたからである。その問題についての議論は我々もずっと重ねてきたが、実際に我々が政策変更することでその問題が直ちに解決できるとは誰も思っていなかったということもあって、政策変更は行っていない。そこだけ捉えれば、もう少し何かできなかったのかという議論はご議論としてはあるのだろうが、やはりそこは非常に難しい。我々も悩んできたということだと思う。勿論、今も同じ状況が続いている。

水野委員

グローバリゼーションというと、国際協調とかがマスコミ的にはよく言われる。しかし、政策をみると、スウェーデン、オーストラリアは利上げしている。あるいは、GCC 諸国は、本来、利上げしなければならないのに、自国通貨がドルペッグしているために緩和している。というように、それぞれが正しい政策をやっていることに尽きる、と結果的になった。私

は、それはそれで意味があると思う。マスコミ的には協調利下げがないとおかしいとか言うのだが、グローバリゼーションがもたらすものとして、先程言った相対価格の変化に基づく所得移転の変化もあるし、先進国一つとっても、各国の状況がこれだけ違ってきているし、それから資源価格によって交易条件が回復するところと悪化するところがある、というように非常に大きなチャレンジングな事情がある。これについては、今後、新興成長諸国——特にインド、中国——の世界経済に占めるウエイトが上がってくると考えて、多分さらに議論を続けていかなければならない問題ではないかという感じがする。

福井議長

マクロの金融政策という意味では、実体経済がコンプレイセントな状況にある度合いの強い国程、マーケットの中に存在している先行きのリスクをより強く読むべきだということは次第に共有されてきているだろう、と思う。それから、マクロの金融政策とプルーデンス政策との一体的な判断というか、マーケットの中であまりにもリスク・アペタイトが行き過ぎている時に、マクロ政策だけでウォーニングを寄せられるという訳ではない。ここについてはプルーデンスの面で、よりインセンティブ・メカニズムが働くような仕掛けを常に工夫していく必要がある。ただ、市場参加者もイノベーションによって商売上の色々な工夫を施しながら前進している訳なので、プルーデンス政策の方も一気に規制に走るという形ではなく、やはり色々な工夫により前進していくけれども、その時チェック・メカニズムも働かなければならない。こういう認識がまた共有されてきているという気がする。だが、それで本当に防ぎきれんかどうか分からないので、リスクが発生した時の流動性供給とか最悪の場合のシステミック・エクセプションについて、メカニズムが欠落するところがあってはならないという認識にはなっていると思う。

須田委員

グローバル化してくると、一番単純な場合は経済構造まで一緒になる。従って、世界全体が一つの国だと考えて、物事をみていくことが大事だ、と私は思っている。所得移転にしても、もし構造が同じような国の間での移転であれば、全体としてみれば影響がない。その構造の違いによって、トータルな影響が出てくる。それから、今、プルーデンス・ポリシーやマネタリー・ポリシーを考えた時、基本としてアサインメントの問題がある。ある目的があつたら、それに一番有効な政策を割り当てることが大事で、今のアメリカをみていても本来はプルーデンスの問題であることにマクロ経済政策で対処しようとしている。そうすると、色々なコストが出てくる。本当は、一番どこを解決すれば良いのか、それに一番適切な政策は何なのか、ということをしつかり考えていかなければならないと強く感じている。

福井議長

然り。マクロ政策とプルーデンス政策について、政策割り当ての議論がもっと厳密になされていった方が良い、ということである。

西村委員

政策運営方針のところで申し上げようと思っていたが、プロシクリカリティの問題が大きな問題になっている。特に規制が極めてプロシクリカルになってしまう可能性が強い。しかし、規制こそ本来はフォワード・ルッキングでやらなければならない訳である。そのところと起こってしまったことにどう対処するかという問題と二つある。同時に絡んでいるのでかなり難しい問題である。しかし、プルーデンスをやる時にしても、角を矯めて牛を殺してしまうようなことがないような形、かつ将来に役に立つようなシステムをどうやって作るかということは、我々が考えていかなければいけないと思う。

福井議長

バーゼルⅡどころかバーゼル協定そのものが最初に導入される時から、プロシクリカリティの問題があるというのは共通の認識になっていた。だが、それをオーバーカムする工夫はなかなかできないで来ているというのが実情ではないかという気がする。

西村委員

やはり基本的には、起こってみないと皆納得しない。昔、ケインズが経済学とはパスエージョンの学問だと言ったことがあるが、要するに人をパスエイドするために必要なエビデンスがどうしても必要になってくる。しかし、終わったことにしか、エビデンスはない訳である。それに対して、何らかの方法で、将来の予測に関して皆が合意できるようなシステムを作っていないと極めて危険だ、というのが今回のインプリケーションだと思う。こういう時は、人より三步早いと損をするが、人より一歩早いと得をする。こういう世界だから、合意する時にも何らかの形である程度強制力のある合意がどうしても必要になってくると思う。そういう意味を含めた大きなレギュレーションが必要ではないか、と思う。

水野委員

金融政策から少し離れるが、バーゼルⅡあるいは会計基準の問題点について、日本はもっと議論に参加して行って、欧米の言うことが必ずしも正しくないと思ったら意見を言うことが凄く重要だというもう一つの課題もある、と思う。

福井議長

日本も、少なくとも金融の面ではルール・メイキングに参画する。スポーツの世界とそこは大分違うと思う。やはりより積極的に参画して、提案をすることが必要である。

水野委員

然り。欧米勢は数が多いし、金融機関も日本より強いからどうしても押されてしまうのだが、日本も言っている。勿論、金融機構局もそうだし金融庁も言っているのだが、それを言っていないように取られがちになっている、あるいは何か声が小さい、と言われる訳である。

野田委員

B I S 規制の問題で言っても、かれこれ 20 年になるが、当時のスタート時点から比べれば、全然違った……。

福井議長

然り。違うな。

野田委員

我々の日本の発言力とか。

福井議長

然り。

野田委員

何より我々は相当なことを経験しているので、そこはそういうものも踏まえて、水野委員がおっしゃるように、もっともっと発言する余地は一杯ある、沢山残っている、と思う。

水野委員

特に、今回起きているのは会計の問題である。時価とはなんぞやという話があって、色々なところで最近メディアも取り上げているが、意見が公認会計士によっても違う訳である。また、時価がないというところもある。昔、子供の時、お鮎屋さんへ行って時価と書いてあったら気をつけなさい

とよく言われたが、そのとおりなので高いかもしれないし、おなかをこわすかもしれない。正に最近そうなっている、という感じがしている。ただ、時価会計一つで金融機関も倒れるかも知れないというところになっているため、やはり時価が全て良いという訳でもない。時々マスコミは時価が全て正しいと言ってしまい、そこは非常に難しい問題ではあるが、やはり議論していかないといけない。

福井議長

フェア・バリュー・アカウンティングといっても、フェア・バリューが何だか分からない時がある。

水野委員

然り。ないところもある。

野田委員

今がそういう状態である。

水野委員

然り。今、業者に証券化商品のプライスを聞くと、100 円のものがビッドは 90 円、でもうちが引き取るのなら 10 円という話をよく耳にする。ではミッドは幾らかというと 50 円なのだが、結局投げる時になったら 10 円になってしまう訳だからミッドにあまり意味はない。流動性の問題は、今回、凄く大きい。ドル／円でも 10 年前そうだったようだが、流動性とは幻で、消える時はぱっと消えて、これだけ活発に取引されていた証券化商品も消えるときは本当に価格がなくなってしまう。時価があるというよりも、価格がないのだ。もうスプレッドが 1,500bp とかいうと、これは取引がない状態である。

福井議長

流動性というとお金の量とかマネタリー・アグリゲートみたいなことと混同している人が多いが、そうではなくて、買い手がいるか、売り手がいるかという話である。それらが一晩でいなくなってしまうこともある。

水野委員

然り。

岩田副総裁

然り。今回、金融システムレポートで私が一番感心したのは、グローバルな市場流動性の図があって、今の状況は1997年、1998年、1999年の通貨危機の時と同じである。やはり危機なのだと思う、そういう意味で言うと。市場流動性がどうしてこれ程不足してしまったのかということをもう一度プロセスに即して考えてみると、要するにマージン・コールとロスのスパイラルが残って、その裏側では担保価値の危機——つまりアセットバック・セキュリティでも、あるいはそれをさらに屋上屋にしたものにしても、結局その裏付けになっている担保の価値がよく分からない——が進行していた。西村委員が前回だったか、このところで情報の非対称性の話をされたが、私は担保危機の問題は逆選択——レモン——の問題だと思う。つまり、クオリティが分からない。クオリティが分からないと、中古車マーケットは欠陥車ばかりになってしまう。結局、今回のサブプライムローン問題あるいはクレジットの問題は、担保マーケットがレモンマーケットになっており、市場参加者がこれはどの位質の良いものかと疑心暗鬼になってしまった。この逆選択の一つの解決方法は、中立的な機関が品質保証してあげて大丈夫だよと言ってあげることである。しかし、今、正に、皆が中立的だと思っていた格付機関がどこまで中立的だったのかというクエスチョンマークが付いて、結局のところ、リスクのスクリーニングというのか選別が行われないうまま、拡大してきたことが一つの大きい論点である。それから、もう一つの論点として、バーゼルの話があるのだが、

シティバンクは自己資本比率自体を逃れる、バーゼルⅡを逃れるために、7つのS I Vを作った、と私は思っている。本来なら自己資本をもっと持たなければいけなかったはずのものをオフバランス化して逃れるために、自己資本はほとんどなく、預金も持たず、預金保険料も払わなくて良いという特別の会社を作って、そこで運用を拡大した。これを影のバンキング、シャドーバンキング・システムという言葉で高知の講演で話そうと思ったら、刺激的過ぎるということで使わなかったのだが。しかし、明らかに影のバンキングシステムが、要するに資本制約なしに——ライド・オン・ワールドというのか——リスクが高いものにどんどん投資して、しかも長い間、それを短いアセットバック・コマーシャルペーパーで資金調達していた。結局、そこに温床があって、それは銀行のモラルハザードだと思う。従って、そのモラルハザードに注目すれば、金融機関は悪いものであると張り紙しなさい、モラルハザードなのだというキング氏みたいな言葉しか出てこない。だが、やはりそこだけではなくて、先程言ったような逆選択の問題が担保のマーケットなどのシステム全体にある、と私は考える。それは仕組み自体、マーケットのインフラストラクチャーに不十分な部分というのがあって、だからキング氏みたいに皆モラルハザードで金融機関は悪者としてしまうとやはりやや一面的で、その両方の側面があった、と私は思う。

西村委員

今の点で少し。前も申し上げたのだが、事後的に一方的に評価することは極めて危険と思う。今回の場合、バーゼルⅡという規制があった時に、利潤最大化のためにもっとも望ましい方法は何か——逆に言えば、それを制約条件としてどうするか——というのが、一般の企業の普通のやり方であろう。そういうことから考えれば、特段シティがその時点で悪者であったとは考えにくい。問題はそこではなく、全体としてシティが考えていたリスクというか将来の不確実性に対する見方が間違っていたということなのである。

岩田副総裁

結局、リスク・マネジメントが甘かったのだ、と私は思う。

西村委員

それは結果としてそういうことが分かるのだが、事前には分からない訳だ。やはり失敗する人間は失敗する。リスクとは、そもそもそういうものだ。失敗する人間は失敗する訳だが、失敗してしまった人間が大きくて too big to fail になることが、一番大きな問題になる訳である。リスク・マネジメントを議論する時にこのマクロプルーデンスの問題を考えないと、システミックな問題を無視することになってしまう。これをどう考えるか、というのが制度設計の一番大きな肝の部分である。リスクがあるからリターンが高いというが、それはリスクがあって失敗する人がいるからリターンが高い訳である。従って、失敗を許すシステムを作っておかなければいけないと思う。

岩田副総裁

最適な自己資本の比率は、それぞれの金融機関がそれぞれに作るべきものである。最適なものを作るべきなのだが、とは言いながら、最適なものは事後的にしか分からない訳である。今回の場合、明らかにキャピタル・クランチになっている。資本増強しなければいけないところにどうして追い込まれたのか。最適にやっていたのなら、そんなことはなかったであろう。そこはミンスキーのサイクルというか、デットの中身がどんどん変化していった最後はポンジになる。最初はヘッジで始まるけれど、そのうちスペキュラティブになって、最後はポンジという意味では同じプロセスである。その間、勿論、規制の不完全性はある。情報の非対称性で言うと、それ以外に二つの非対称——ヒドゥン・アクションとヒドゥン・クオリティの両方——が混在して存在したために、問題がより大きくなっている。基本的に言えば、そういうところの透明性を高めるのは正しい。だからオ

フバランス化したS I Vの透明性を高めるのは正しい、と私は思っている。

福井議長

金融機関は、良いミュージックが流れている間、自分でダンスは止めない人達だと言われている訳で、何らかの形でバックグラウンド・ミュージックを変えなければならないのだが、これはマクロ政策オンリーではできないところが難しい。

岩田副総裁

そこは正にスーパービジョンとマクロ政策の…。

福井議長

さて他に、ご議論はないだろうか。

須田委員

この間、証券化業務を一生懸命やってきた人に話を聞いたのだが、その先にはやはり収益を求める投資家がいる。投資家にどういう商品を作ると売れるかということで動いてきた、とのことであつた。それはなぜかという、流動性は沢山あるが、収益の機会がないからということである。そこから出発して話は結局戻るということでもあるので、そこにはマクロの政策が絡んでいる訳である。

福井議長

勿論。

須田委員

CDOの二乗から三乗というようなところにまでどんどん投資資金がいくようになり、それでようやく収益が得られるということで、この動きは全く止まることがなかった。では、どうやればそれを上手くコントロー

ルできるか、というのは本当に簡単ではない。

水野委員

そこはグッド・ポイントである。金融機関と格付会社がコラボレーションして作ったシステムが崩れた。そのシステムの中で、格付を鵜呑みにして投資をした投資家はプレーヤーとして非難されるべきだとか、金融機関に問題があるとかいう話があるが、冷静に判断すると、やはり金余りあるいはサーチ・フォー・イールドの中で、実際に高いリターンを挙げようと思うと、リスクを取らなければいけない状況にあったことを忘れてはいけない。そうした中で、クレジット・リスクを取る時に、シンセティックでいくのかキャッシュでいくのか分からないが、とにかくレバレッジを掛けていくというやり方があって、それが先程言った一次商品、二次商品になっていく。再証券化商品になってくると、原資産の価格が下がった時に価格の発見がもの凄く難しくなってくるということは、投資した人は多分ほとんど意識していなかったと思う。従って、これからもどれだけの損失が世界で出てくるかという話がある時に、なかなか数字が出にくいのだろう。特に、時価会計が直接適用されない投資家を含めると、潜在的には凄く大きな問題だという感じがする。いずれにしても、そこは金融機関だけが悪いということではないし、オリジネーターだけが悪いということでもないということだと思う。

西村委員

岩田副総裁に反論したいのだが、皆様は少し確率の概念を誤解されているところがあるように思う。申し訳ないが数学の言葉を使わせて頂くと、我々は確率過程の中に存在している訳である。全てのものは確率過程の中で計算されているとの前提にあるのだが、我々は確率過程の無数にあるrun——つまり実現値の繋がり——のうちの一つでしかない。ここで一番良い例を出すと、コネチカットにある家に隕石が10年間のうちに2回落ちた。こんなことは天文学的数字であり得ないことなのだが、家に住んで

いる人にとっては起こった事実なのだ。我々は一つの run の世界にいる訳である。そして確率過程では run の世界に色々なものがあって、その中で生起していく世界について、いわば予想を立てているのである。そういう世界にいることを考えると——主観的確率でも客観的確率でも良いが——、もし全員がアグリーできる確率があるのだったら、岩田副総裁の言われる形は非常に分かりやすいのだが、実はそうではない。主観的確率が人によって違う。そして、その主観的確率を使ってある意味悪いことをする人達もいるし、モラルハザードの問題もある。そういう中でどういう形でシステムを作っていくかがやはり、一番難しい。一番コアの問題になる訳である。もう一つ重要な点は、経済学者は常に人々は合理的だと仮定するのだが、完全に合理的ではないという行動経済学的なところである。とすれば、やはり人の要素も入れた形で全体のシステムを組み立てなければいけないということになる訳である。バーゼルが大きな問題だったのは、いわば規制しかも数量的な規制でそれを置き換えたため、逆に言えば、それがレファレンス・ポイントになってしまって、そこを制約条件として色々なことが起きてしまい、それが極めてプロシクリカルであったために、この問題が生じたことが根底にあるのではないかと思う。幾ら立派な規制を作っても、最終的にその規制を抜ける道というのは必ず作ることが可能になってしまうので、これをどうするか。基本はリスクなのだから、潰れるところはやはり潰れてもらわなくてはいけない訳である。だからそういうシステムを何とか上手く作らないといけない。さもないと全体としてみるならば、リスクの中味が変わってしまう。今、起きていることは、リスクの中味が変わってしまって、結局ベイル・アウトされるというモラルハザードの問題が起こるということであって、マービン・キング氏が言っているのはその実態を極めて的確に表わしている、と私は思う。

福井議長

バーゼル規制を入れる時に初めからその問題は意識されていて、バーゼル・ルールさえ守っていれば後は安全なのだから、誰からも咎められない

のだという、プロシクリカリティの問題が前面に出てしまい、このルールは死んでしまう。ルールは敷くけれども、これはずっと背後にあって、その前に先程おっしゃった主観的な判断あるいは客観的な判断に近いという評定をしながらリスクの評価をより厳密にしながら進む。バーゼル規制は、このメカニズムを背後から刺激するという仕組みに本来はなっているはずだ。

西村委員

然り。色々なものは皆そういうふうに作るのだが、一旦作って数字、形になった途端にこれが全部制約条件として皆が動いてしまう。つまり、我々はプリンシプル・ベースでやっているのだと幾ら言っても、なかなかそこは上手く繋がっていかない。F S Aの最大の難しさは多分そこにあるのだらうと思う。

福井議長

幾らか工夫しているのは、バーゼルⅡはピラーⅡなどでフレキシブルに自分で考えろという部分は作ってある。

西村委員

だからそれは非常に良い。良いというか正しい方向なのだが、long way to go という感じがする。

福井議長

他に宜しいか。それでは暫くコーヒープレイクにする。11時10分に再開とする。

(10時58分中断、11時10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。会議を再開する。当面の政策運営に関する討議に入りたいと思う。改めてお一方5分ずつ位ということで、ご発言頂きたい。武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、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に促すという現在の調節方針を維持することが適当であると考えます。こうした判断を我々の二つの柱による点検という枠組みに沿って改めて整理しておく、次のようになると思う。

まず、第一の柱、すなわち最も蓋然性の高い見通しを点検すると、IMFの改訂見通しのように、世界経済は減速するものの底堅い成長を続けるというパスを前提とすれば、前回の中間評価における見方——つまり当面減速の後、緩やかな回復パスへの復帰という見方——を大きく変える必要はないと考える。日本経済が生産、設備、雇用、在庫、負債など様々な面で過剰——言い換えれば調整圧力——を抱えていないことも、こうした標準シナリオを裏付ける材料になると思う。

一方、第二の柱に基づいてリスク要因をみると、ここ数か月で内外ともにダウンサイドのリスクが高まっている。国際金融市場の不確実性と世界経済の下振れリスクは、引き続き大きい状況にある。また、国内的にもエネルギー、原材料高が中小企業の業況や消費者マインドに悪影響を及ぼしており、これが設備投資や個人消費など実際の経済活動に対してどの程度下押し圧力になるのか留意する必要がある。もとより、第二の柱は長期的な視点に立って点検するものである、低金利継続期待が定着するというリスクは残っているが、方向としては以前よりもダウンサイドに注意すべき状況になってきていると考える。

金融政策運営の観点からは、緩やかな拡大という標準見通しのもとで、

これまでの金融政策運営の基本的な考え方、すなわち経済・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を維持することで良いと思う。ただし、以前に比べて標準シナリオの蓋然性は低くなり、ダウンサイドのリスクが大きくなってきているということであれば、改善の度合いやそのペースについてはより慎重な判断が必要になっているということではないかと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

日本の経済の先行きが展望レポート及び中間評価で示したような姿のままであれば、これまでの政策対応が望ましい、と私も思う。同時に、外部環境の悪化によって内需の持ち直しが後ずれするなどのリスクもある。いずれにしても、政策の王道は1年後、2年後の日本経済がどのような状況にあるのか、とりわけ潜在成長率と現実の成長率の差や物価上昇率が「中長期的な物価安定の理解」——私はとりわけ中央値1%が望ましいと思っているが——に沿った形で展開していくのかどうかを点検して、最善の対応を採ることに尽きているのではないか、と思う。

一方、先程の議論の中で少し申し上げたとおり、我々の金融政策のフレームワークで言うと、第二の柱の部分に関わると思うが、資金の流動性あるいは市場の流動性をどの位金融政策運営の中に組み込んで考えていくかが、日本だけでなく世界の中央銀行にとって大きな課題になっているのではないかと思う。

足許の金融市場、アメリカの市場をみると、まさにミンスキー・モーメントというか、債務がポンジ化して、そのクライマックスは最低価格が設定されない競売——ファイヤー・セールと言っているが——であり、このセリング・クライマックスに近づいているのかもしれない。これまで、私はファイヤー・セールはないと聞いていたのだが、部分的には起こってい

るようである。証券化市場の今の価格が本当にフェア・バリューなのかどうか、もしかするとオーバーシュート・ディングがあるかもしれないということも孕みながら、現実には事態が進行していると思う。その中で主要なリスクは、グローバルにみると、クレジット・クランチがどの位の規模で起こるのかというところにあると思う。アメリカの場合でみると、S & L危機の時にはある程度のキャピタル・クランチが起こったが、その結果のクレジット・クランチは比較的小さかったというのがバーナンキ氏などの研究である。今回の場合、G 7でのドイツのシュタインブルック財務大臣の発言によれば、4,000 億ドル位のロスがあり得るという。また、ある外銀のエコノミストが4,000 億ドルのロスがあればクレジット・クランチは2兆ドルあると推定しているが、その推定の基のモデルは先程申し上げたファイナンシャル・マーケット・アプローチである。つい先々週プリンストン大学のシン教授が三回講演して下さった際に全面的に展開されたフレームワークであるが、そのコアは流動性あるいはレバレッジ比率とアセット・プライスの相互関係、ダイナミックなインタラクション——言葉を変えれば資金の流動性と市場の流動性のダイナミックなインタラクション——のメカニズムをどう理解して金融政策の中に位置付けていくか、というものである。量的緩和政策は流動性をパッシブに出した。これは金融政策にも関係していたし、金融システムの不安定化を避けるというブルーデンシヤルな側面もあったと理解している。その時の経験も踏まえながら、今回グローバルにみてクレジット・クランチをどう上手く最小化しながら、しかし流動性の管理も同時にどうやるかという非常に難しい課題になっていると思う。以上である。

福井議長

次は中村委員からお願いします。

中村委員

米国経済については、ブルーチップ 2 月号や企業の業績予想をみても、

足許は減速しているものの、年後半から徐々に潜在成長率に向って回復する見通しが大勢である。もっとも、住宅市場や金融市場の調整が長期化していることに加え、金融機関の与信基準が大幅にタイト化し、雇用者数の増加ペースにも変調がみられることなどから、経済が回復していく時期が後ずれする可能性はあると思われる。米国経済の調整幅がさらに拡大し、調整が長期化した場合、世界経済全体に大きな影響を与え、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と考えられる。

我が国経済は、足許、住宅投資の落ち込みや原油価格の高騰、株価の下落、米国経済におけるダウンサイド・リスクの高まりから減速しているが、米国経済が大きく落ち込まない限り、緩やかな拡大を維持していくと思われる。輸出は、米国向けは減少しているが、中東を始めとする新興国向けを中心に引き続き増加基調を辿っている。個人消費についても、消費者コンフィデンス指標は悪化を辿っているが、消費行動の多様化や従来から購買に際して消費者が厳しい価値観に基づいて選別を行っていることもあり引き続き底堅く推移している。もっとも、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。また、国内においては、一人当たり賃金の伸び悩みが、個人消費が力強く増加しない要因となっている。好業績の還元は賞与など一時金で対応する姿勢が定着していることから、企業にとって固定費である所定内給与の抑制姿勢は、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など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広がるとは考えにくいと思われる。また、中小企業については、資金繰りが悪化し、金融機関の与信姿勢がタイト化しているほか、設備投資を実施する企業の割合が低下するなど、中小企業の活動が鈍化していることを示す指標が多いだけに、雇用者の大宗を占める中小企業における賃金動向についても注意してみていきたいと思う。

以上のようなリスク要因を各種指標を通じて冷静かつ丹念に分析し、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

があり、次回会合までの政策運営方針については、金融市場調節方針を現状維持とし、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と考える。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。先程申し上げたとおり、我が国の景気は足許減速しつつも緩やかな拡大基調が続けているが、最大の不確実性は国際金融市場の動揺が続いており、その解決にはなお時間を要することである。このほか、改正建築基準法施行を受けた住宅投資の落ち込みや、米国を始めとする海外景気の動向、原油高、株安などもあるため、これらを注視していきたいと思う。

サブプライムローン問題については、米系金融機関の10～12月決算における巨額の追加損失計上に続き、モノラインの格下げも生じており、これが金融機関のさらなる追加損失を発生させるリスクも出てきている。さらに、金融機関やモノラインが証券化商品の保有等に伴うリスクをヘッジするためにCDSのプロテクションを買う動きを強めている結果、プレミアムが上昇している。金融機関やモノラインは証券化商品の保有が保険引受け等に伴うリスクをCDSでヘッジしているため、CDSの保険料上昇により収益が圧迫され、さらに業績が悪化することも懸念される。先週末のG7では、主要国の当局がこうした状況を的確に認識していることを市場に示すとともに、金融機関、格付会社等の透明性向上を促している。また、民間レベルでも、金融機関の資本増強やモノライン支援策の検討などの動きがみられている。こうした対応が市場の不透明感の軽減に寄与することを期待したいと思うが、これまでのところはまだ時間を追って影響の拡大、深化が認識されているという状況であり、事態の収束には時間を掛

けざるを得ないと思われる。今月は欧州金融機関の 10～12 月決算が公表されるが、一部主要行が巨額損失の発生を事前公表するといった動きもあり、警戒してみていきたいと思う。

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いる。欧州の消費者物価は 1999 年の通貨統合以来、またシンガポールは 25 年振り、オーストラリア、サウジアラビアは 16 年振り、スイスは 14 年振りといった具合に高水準にあり、こうしたもとで、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思う。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前回会合とは変わっていないが、国際金融市場及び海外実体経済に不確実性がさらに高まった状況であると言える。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る。

以下、二点程、金融経済情勢についての私の発言について補足したいと思う。プロシクリカリティの話である。最初の点は、建設・不動産、流通の分野で中小・零細企業の資金繰りがタイト化している点についてである。既にMPMの場で何度も述べたことであるが、1998 年頃から始まった大企業のリストラが終了した後、中小企業のリストラの進みが遅く、それが一般の景気回復、拡大局面のばらつきの大きさの一端となっていた。一般にリストラは、景況が良い時の方が痛みが少ないが、逆に緊急性がないために進まない。これに対して、景況が悪化する時に進むというプロシクリカリティがある。昨年央からの特に一部産業での中小企業景況感の悪化と

資金繰りD Iの悪化は、特に建設・不動産における物件価格高騰と改正建築基準法の影響からくる景況の悪化を背景にした、遅ればせながらのリストラの進展という側面もあると考えられる。さらに交易条件の悪化に伴う物価上昇の影響が、最近の流通業におけるリストラの動きを加速している面もあるように思われる。金融機関の重要な役割は、こうした時期にきちんとした選別、スクリーニングを行う、つまり成長性のあるところを支え、ないところには適切なイグジットの機会を与えていくところにあると思う。ただし、このスクリーニングの機能が十分に果たされているのか、若干の危惧を感じざるを得ない。業況悪化を理由にスクリーニングの機能を働かせずに一律に融資を厳格にするようなことは避けなければならない、と思う。特定産業分野の一部中小企業のリストラの動きがプロシクリカルになるのは仕方がない面はあるが、金融機関がきちんとしたスクリーニングをせずに自らプロシクリカリティの源になってはならないと思う。

さらに、スクリーニングが十分なスピードを持ってなされているかという点についても気掛かりである。例えば、信用保証協会の責任共有制度導入はそれ自体はモラルハザードを避けるという意味で望ましいものであるが、それから生じるリスクに相応して金利の上乗せをする場合にしても交渉がタイムリーにかつスピード感を持って行われているのか、という点については、特に地方において若干の危惧を感じる。時間は、第三の生産要素とまで言われる程、現在では極めて重要な要素であることを考えれば、スピード感を持った対処が必要であろうと考える。当たり前の点ではあるが、末端の融資現場では必ずしも徹底されていない可能性もあるので、オンサイト、オフサイトモニタリングの際には十分にこの点を留意して先方に伝える必要があると考えている。

第二の点は、先程問題になったが、規制のプロシクリカリティの問題である。サブプライムローン問題を通じてモラルハザードの例が出てくるに従って、何らかの規制を要求する議論が大きくなってきている。これに対しては、市場の発展を阻害しないようにしなければならないという議論に加えて、市場がダウンターンにある時には、こうした規制がそれをさらに

加速させる危険性があることにも十分注意しなければならないと思う。例えば日本では、不動産価格の高騰を押さえるための懲罰的な税制を不動産価格の急落期に導入したが、これが不動産価格の下落にさらに拍車を掛けたことは否めない。制度改革にはこうしたプロシクリカリティを避ける十分な配慮が必要である、と考えている。以上である。

福井議長

次は須田委員からお願いします。

須田委員

金融調節については、リザーブの平準化と年度末越えを意識しながらオペを行ったという昨日の説明があったが、その結果、我が国のオーバーナイトレートは誘導目標である0.5%近傍の狭いレンジで安定的に推移している。ターム物レートも大きく振れることなく、概ね落ち着いて推移している。今後年度末越えがより一層意識されるようになると思うが、邦銀については欧米程ではないとはいえ、サブプライムローン関連のロスの拡大や株価下落による含み益の減少の影響などから、資金の放出姿勢については一抹の不安を拭えない。それに加えて、大量のA B C Pのロール・オーバー時期を控えていることもあるし、外銀がT O Bなどを含む特定のタイプの地方債などやコンデュイットに対する流動性サポートを通じてモノラインに対してエクスポージャーを有しており、モノラインが大きく格下げされるとそうした証券化商品の格付けまで影響するため新たな流動性問題を引き起こしかねないとの懸念も台頭している。引き続き欧米金融市場の動向にも広くアンテナを伸ばし、3月期末に向けて予断を持つことなく調節に当たって欲しいと思う。

さて、次回会合までの金融政策であるが、これまで述べたように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、メインシナリオについての確信度合いが現時点では十分とは言えないので、私としては現状維持が適当だと思う。今後、リスク要因を点検しながら、日本経済

が「中長期的な物価安定の理解」に照らして、物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いかどうかを確認し、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思う。現在、金融環境は依然として極めて緩和的な状況にあるので、金利の方向としては利上げ方向を意識しているが、欧米金融市場の現在のもたつきを考えれば、霧が晴れるまで暫く時間が掛かりそうである。

とはいえ、市場は悲観論に傾き過ぎている可能性もあるので、下振れリスクが思いのほか早く小さくなる可能性も否定できない。そうした場合には躊躇なく政策変更について考えたいと思うが、そのような行動がマーケットにとってサプライズにならないようにするためには、マーケットが政策変更リスクに鈍感にならないようにしておく必要があると思う。そのためには情報発信の面で一層の注意を要するということになるが、その観点から気になるのが、執行部による月報の基本的見解案に示されている先行きのなお書きの部分である。私は基本的には、月報の基本的見解にはリスクを記述しない、リスクを記載する場合には、展望レポートの記述が不十分な場合と整理している。勿論、このような整理は厳密なものではないが、このなお書きが書かれる限り、標準シナリオの先行きには自信が持てないということを意味するので、これがある限り利上げはないという判断に繋がりがかねない。なお書きに書かれたリスクは、小さくなることはあってもなくなることはない。どういう状況になったらなお書きが取れるのか、これを取るタイミングは非常に難しく、機動的な政策変更を阻害することになるのではないか、マーケットを思考停止にさせることにならないか、懸念している。この点を考えると、私としてはなお書きは付けないということも選択肢の一つではないかと思っている。

最後に、ヘッドラインとコアインフレのギャップと金融政策について意見を述べておきたいと思う。キングBOE総裁は先日の記者会見で、「人々のインフレ期待が上昇している背景には、MPCがCPIをインフレーション・ターゲティングの基準としている一方、人々は住宅コストを含むRPIを重視しており、両者間の格差が拡大していることがあるとい

う指摘はよく理解できる」と述べている。日本の場合にも、石油製品や食料品を含む物価とそれを除いた物価にはギャップがあるが、国民のインフレ期待はそれらを含めたものによって影響を受けている。金融政策では様々な物価をみていくが、コアの消費者物価をより重視しているのは、コアの物価が総合物価の先行きをより上手く捉えてくれると考えているからである。キングBOE総裁も「エネルギー・食料品価格の動向と同様に、住宅コストも一時的に上昇していると思われ、足許のRPI、CPIの間の格差はいずれ縮小する」と述べている。問題はエネルギーや食料品価格の動きは一時的なものと捉えて良いかということである。すなわち、原材料価格の上昇がサステナブルかどうかの判断である。今回のCPI上昇のきっかけとなっているのは、新興国の需要増を背景とする原油や穀物等の市況高騰である。しかも、これらには現在投機的な資金もかなり入っており、今後とも入り続けられると思われる。新興国の経済成長を考えると、これらに対する需要は益々増えることが想定されるので、そうした商品の市況は振れを伴いながらも上昇していく可能性があると思う。従って、それらを除いたコアに収束するから、総合指数が高くても一時的だと判断して政策を行うと、結果的にはいつまでも総合インフレはコアよりも高く、国民からは物価安定を実現していないと受止められ、中央銀行が信認を失うということにもなりかねない。そういった状況で金融緩和政策が行われ、実際にインフレが高止まるということになれば、中央銀行のインフレファイトーとしての信認はもっと傷つくことになるであろう。一次産品価格の動きが分からないということなら、総合物価指数の動きをみていくうえでは、刈り込み指数でみていく方が良いのかもしれない。いずれにせよ、少し減速するとはいえ、現在のようなグローバルな経済成長のもとでは一次産品の価格には上昇トレンドがあるかもしれないので、それをその時の水準で一定と想定した物価の見通しは上振れる可能性の方が大きいことをより意識しながら、政策運営を行う必要があるのかもしれない。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

前半で申し上げたとおり、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基本的に健在である。ただし、国際金融市場の緊張が続く中、最大のリスク要因である米国経済の急減速が確認され、先行きについての不確実性が一段と強まっていると認識している。こうした状況においては、引き続き極めて低い金利水準を維持し我が国経済の成長を支えていくことが重要である。と同時に、循環メカニズムが先行きも持続的に成立していくのか、またその力強さはどうなのかという点について肌理細かく点検していくことが適当である。特に、循環メカニズムの起点である生産活動と、それを牽引する輸出の動向が最大のポイントであることは言うまでもない。海外経済の先行き、煎じ詰めて申し上げれば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、それらの程度次第ではあるが、いわゆるデカップリング・シナリオはどのように成立するのかを慎重に見極めていきたいと思う。以上から、次回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に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る。

ところで、このところ O I S レートは一部の外国人投資家の利下げを見込むポジションテイクにより、0.5%割れが定着したかのようであり、これが裁定取引を通じてユーロ円金利先物にも及んでいるとみられる。こうしたフォワード・レートを見る限り、市場は利下げを意識したものとなっている。そこで、ここで改めて金融環境を眺めてみたいと思う。サブプライムローン問題が我が国金融機関の収益やバランスシートに与えた影響は、国際金融資本市場の混乱当初の想定からは比較的大きなものとなりつつあるが、それでも米欧の金融機関と比べればなお限定的とみて差し支え

ないと思う。我が国企業の資金需要は大企業では増加傾向、中小企業で減少傾向、全体としては横這いで推移しているとみられる中で、クレジット市場は米欧の影響はおおよそ排除され、総じて落ち着いた状況が続いている。金融機関の貸出姿勢も、中小企業においては業況感悪化に伴い大企業との比較においてやや慎重化が窺えるものの、全体としてあるいはバブル崩壊以降のレベル感では、なお積極的といえる状況が続いている。この間、実質コールレートは足許マイナスに転じている。このように、今次展望レポートで想定している大きな前提の一つである極めて緩和的な金融環境が引き続き民間需要を後押しするという前提は根本のところは揺らいでいないことを改めて確認しておきたいという次第である。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

年初からの世界の金融市場の動向を簡単に振り返ると、サブプライムローン問題の長期化と米国の景気減速感の強まり、それから原油価格等の高止まりによるマイナスの影響などから、世界経済の下振れ懸念が高まり、世界的に株式相場の調整色が強まった。こうした中、世界経済の下振れ懸念の震源地である米国においてF R Bによる大幅利下げが行われたにもかかわらず、エマージング諸国の株価の反発力は乏しく、いわゆるデカップリング論という見方は後退したと言える。もっとも、世界的な株価続落やドル相場の暴落といった一部にあった悲観的な見通しは顕在化していない。この背景には懸念すべき要因が多いにもかかわらず、政策当局による対応策が打出されるとの期待が市場に根強いと、私はみている。例を挙げると、欧米大手銀行のサブプライムローン関連損失拡大という懸念に対しては、それに備えた資本増強策が採られていること、二点目として、モノラインの格下げ等を受けた救済策がみえること、三点目として

は米銀の貸出態度のタイト化を受けた景気の失速懸念があるが、それに対してF e dは追加利下げを積極化していること、四点目としてはユーロ圏経済の減速懸念を背景としたE C Bの早期利下げが期待されていることだと思う。そういう意味なので、政策対応への期待とのバランスで、今、なんとか小康状態を保っている感じがする。

米国経済についてであるが、サンフランシスコ連銀のイエレン総裁は、2月7日、「金融市場の混乱が、住宅市場の落ち込みを強めただけでなく、一部の家計や企業の信用環境も引き締めた」と景気の先行きに関し、懸念材料を明確に指摘している。この発言から、F R Bが景気の先行き見通しに悲観的になった主因の一つに、ここにきて米銀の貸出スタンスが一段と慎重化していることがある、と推察される。米銀はバランスシート拡大を回避するため、貸出態度の慎重化や貸出基準の厳格化の姿勢を続けると見込まれる。米国の家計部門も、昨年前半まで消費活動に当たりホーム・エクイティ・ローンやクレジットカード・ローンなど、株価、住宅価格など資産価格上昇を前提とした借りに依存していた面は否めない。こうした中で、金融部門と家計部門によるレバレッジ解消——デ・レバレッジに動く、あるいはバランスシート調整に陥るということであるが——の動きが強まるならば、いわゆるクレジット・クランチに陥るなどの悲観的な見方も一部に出ている。いずれにせよ米国経済の回復には住宅市況の底入れ、金融機関の融資スタンスの緩和が必要条件、と思われる。前回の決定会合でも私は申し上げたが、米国経済の回復時期が遅れるとの見方が最近増えてきている。弱めの経済指標に対する金融市場の反応が大きいことは米国景気の下振れ懸念の大きさを示唆している、と思う。

冒頭にも申し上げたが、最近の金融市場をみると、米国の金融・財政政策の総動員など具体的な対策を待っている状況である。ただ、米銀の貸出姿勢が慎重化し、長期金利が既に相当低い状況にある中、F e dによる思い切った利下げといった金融政策の効果はそれ程大きくないと思う。また、小切手送付によるという減税策も、家計が借金返済や貯蓄に回す部分が過去の減税策発動時と比べて大きくなり、財政刺激策の効果が限定的なもの

にとどまる可能性がある。従って、断定的なことは言えないが、今年の1～3月期あるいは4～6月期は米国経済が最も厳しい局面となることが予想され、政策対応への期待だけで米国経済の先行き見通しが楽観的なものに変化する蓋然性は高くないと思う。

我が国をみても、決算期末である3月末に向けて株価が調整色を強める展開も有り得るだけに、本行としても将来の金融政策運営について柔軟な姿勢で臨む用意があるとのメッセージが必要になってくるかもしれない。なお、市場とのコミュニケーションという程大袈裟なものではないが、一つメカニズムの点でコメントしたいことがある。経済金融情勢のパートでも申し上げたが、現時点で景気の拡大を支えている生産・所得・支出の前向きの循環、好調な企業部門から家計部門への波及というメカニズムは、足許幾分弱まっているものの、崩れたとは思っていない。ただ、先程も指摘したとおり、企業部門から家計部門への橋渡しを支えているのは、今のところ名目賃金の上昇ではなく雇用者数の増加である。従って、対外的に前向きの循環のメカニズムについて言及する際、雇用者所得の増加をプレイアップするよりも、雇用の増加あるいは安定——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多少変更していく方が良いと引き続き考えている。

最後に当面の金融調節方針については、景気を下支えしている前向きの循環メカニズムが基本的に維持されるもとで、金融環境も緩和的な状況に大きな変化がないことから、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促すことに賛成である。今月の金融経済月報の基本的見解の執行部案では、経済金融情勢の先行き不透明感が高い状況が引き続き続くことが盛り込まれている。そろそろ、MPMの場で将来の政策運営も含めて、頭の体操を始めておいた方が良くと思う。以上である。

福井議長

以上で、当面の金融政策運営に関する各委員のご意見を拝聴した。結論的に言えば、私もそうであるが、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、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現行の方針を維持するということであったと思う。その背景をなす考え方も皆様方の意見に概ね相違はないと感じた。日本経済の成長メカニズムは基本的に維持されているが、ただ先行きについては様々なリスク要因がある。海外経済や国際金融資本市場のダウンサイド・リスクの高まり、国内面でも中小企業の収益伸び悩み、賃金面の弱さ、消費者マインドの悪化など、一時的に弱まっている生産・所得・支出の好循環メカニズムをさらに弱めかねないリスクがあるということであった。従って、こういう中では内外の金融経済動向を注意深く点検し、情勢をさらに見極めることが適切であるというご見解であったと思う。それから、先行きの金融政策の基本的な考え方については、これまでの方針を維持するということで皆様方のご意見に違いがないと受止めさせて頂いた。つまり、先行き最も蓋然性の高いシナリオとしては、引き続き生産・所得・支出の好循環のメカニズムが基本的には維持される。その一方でリスク要因が高まっているので、我々としては二つの柱に沿ってこうした見通しの蓋然性、それに対する上下双方向のリスクを点検しながら適切な政策判断を重ねていく姿勢を堅持するということであったと思う。特に最近の世界経済あるいは国際金融市場は異例に不確実性が高い状況に直面しているが、我々の金融政策の枠組みはこうした情勢を多面的かつ整合的に分析し、フォワード・ルッキングな政策判断に繋げていくことが可能な枠組みとなっている。この点について我々は認識を共有しているので、その分析の精度、それから最終的な政策判断に繋げていくプロセスについて、さらに磨きをかけていく必要があると思われる。岩田副総裁からは、流動性に絡むリスク・ファクターについても第二の柱の中で分析精度を上げ、我々の政策判断により確信を持って結び付けていかななくてはならないというご指摘があった。私はそう受止めさせて頂いた。なお、須田委員から基本的

見解の表現についてのご見解も頂戴した。これは切り離して後の見解のところで議論させて頂いて宜しいか。

須田委員

結構である。

福井議長

それでは、そこは一応切り離して、後刻議論をするというように扱わせて頂きたいと思う。政策運営についてさらに追加的なご意見があれば。

水野委員

野田委員も言われて私も触れたことであるが、市場では利下げが言われている。他方、我々は基本的にはメカニズムが維持されているので、今の枠組みを維持する。それはそれで良い。しかし、表で言うことではないのかもしれないが、我々がリスクシナリオと考えているものが顕在化した時に何をするのかについて考えることは重要ではないか。表で言うかどうかは別であると繰り返して言うが、それを全く考えないというのは、それはそれで問題か、と思っている。では個人的に何を議論すべきかと問われれば、例えば4月の展望レポートがあるが、そこに盛り込むメカニズムを必要なら見直していく、あるいは、その次に政策運営そのものについての議論——上げなのか、下げなのか。リスクシナリオが本当に顕在化した時には必ずしも次が利上げだとは言えない可能性もある——だけはしておいた方が良いのではないか、と考えている次第である。

須田委員

その点であるが、私はやはりその時々で対応が全然違うと思うので、前もって議論できるとは考えていない。日本銀行は今それについて頭の体操をしているのではないか、だから利下げを考えているのではないかという観測を外で聞くことがある。そういうことを内輪でも言うことが、外に流

れていって、日本銀行がそれについて考えていると受取られることがあるので、この問題はまだそれぞれの人がそれこそ自分の頭の中での体操とする方が望ましいのではないか、と思う。

水野委員

私の意見は私の意見として、須田委員の意見は須田委員の意見として、それはそれで良いのだと思う。ただ、日本銀行が利下げを考えているのではないかと市場がみている時に、それに対する議論が全くないのはまた不思議な話である。私は、この間のロイターによるインタビューの時に、今回については環境が前回と違うので、その条件ないし副作用についてより一層考えないといけないと言っている。政策運営を柔軟にやることは基本的に福井議長も記者会見で言われているし、西村委員も先日、全ての選択を排除しないとやっている訳である。それは上も下もあると言っている訳で、それは当然もう表で言っている話である。

須田委員

それぞれの人が考えるのは良いのだが、どこかでそういうことを議論する、例えばこの場で議論するというのは……。

水野委員

ここでやるのが良いかどうかは別であるということと、あとは対外的にそういうことを言うかどうかはもっと慎重にしないではいけないことなので、それはそれで良い。

福井議長

我々は引き続き毎回の政策決定会合で予断をもつことなく議論してそれを出していく。それ以上でもなくそれ以下でもない。フレキシブルにやっていく——プルーデントに考え、そしてフレキシブルに行動する——というのは極めて一般的な原則であり、もし質問が日本の金利水準は低く

て動く余地がないのではないかというものであるならば、そういう偏った先入観をむしろ一般的な議論で打破したいということで私は反論している。利下げの可能性を匂わせているということは全くない訳で、もしそう受止められるのであれば、私は発言を修正しなければならないと思う。今後とも金利を上げる方向であれ下げる方向であれ、何か事前に示唆するようなやり方は我々は避けようというのが共通の対応ではないかと思う。

西村委員

私も以前変に報道されたので一言言っておかなくてはならない。一般論を申し上げたことを、ヘッドラインでミスリーディングな形で取られてしまった。やはり色眼鏡でみている人達がかなりいるということだ。情報発信は極めて注意しなくてはならないと思っている。

福井議長

それからもう一点。水野委員のおっしゃった雇用者所得よりも雇用増にウエイトを移した方がということであるが、従来から、一人当たりの名目賃金の伸びは弱く、雇用の増加、そしてそれが基となった雇用者所得の増加に支えられて個人消費は底堅いという言い方をされていて、きちんと説明しているつもりである。雇用増だけで、雇用者所得のレベルでは賃金がむしろ減少するかもしれない、というところまで我々は考える必要があるのか、ないのか。不用意にシフトさせられないという気がするが。

水野委員

勿論、基本的な軸は良い。ただ、例えば見通しのところで当然雇用者所得が今後増え続ける時に、では今の組み合わせ——雇用の増加×名目賃金が横這い——でずっといくのかというと、これまた生産年齢人口が既に減少にきている中でどこかで限界がくるはずであるということ、をどう考えるかである。

福井議長

しかし、それはそういう予想を我々が持った時に変えるのであって……。

水野委員

然り。だからそれを変えるということではなくて、少しずつそういうことも考えておかななくてはいけないのではないかということである。少なくとも私はそういうことをもう考えているので、それを言ったまでである。福井議長にそういう発言をして頂きたいという意味ではない。

福井議長

分かった。

須田委員

雇用動向が消費に影響してくると思うのは、非常に失業率が高くて自分がいつ首になるか分からないという時である。そのような状況であれば、雇用者が増えることが消費に安心感を生むから消費に関わってくるといふ気はするが、通常の状態を考えた時に、雇用が増えるからどうこうという議論よりはやはり雇用者所得で考えるのではないか。

水野委員

我々は、需給ギャップがタイト化する中で一人当たりの名目賃金がいずれ上がり、それで物価が上がってくるといふメカニズムを言っているが、それがなかなか実現してこなかった訳である。そこをもって、日本銀行のシナリオどおりなかなかいっていないと言われていることも、確かなのである。これに対しては、我々は雇用者所得が増えていると言っているが、そこは丁寧に説明していった方が良く、それだけのことである。

野田委員

我々はいつもこれまでの議論の中で、マスとしての雇用—— $A \times B$ の雇

用者所得——と、それから一人当たりの賃金をきちんと区別して議論してきた訳で、恐らく須田委員と水野委員のおっしゃっていることは違うことをおっしゃっているのか、と私は受止めた。お二方とも正しいことをおっしゃっているのだけれども、違うことを言って一緒くたになってしまっているのだな。

水野委員

然り。ただ、全く対立しているとも思っていない。生産・所得・支出の前向きなメカニズムは循環的な話を中心に言っているのであろうが、先程中村委員もおっしゃったように、経済が構造変化してきており、なかなか一人当たりの賃金が企業の規模にかかわらず増えていかないことはもう認めなくてはいけないという気が私はしているということだ。景気循環により企業部門については生産・所得・支出に掛けての流れが強まっているが、家計部門については所得から支出について、とりわけ賃金についてはなかなか強まらないのではないかという気がしている。景気循環論で過去のパターンと違うことは、経済構造に変化が起こっており、賃金はなかなか上がらないということで、これは企業のビヘイビアをみていると非常に明らかである。

野田委員

その認識はそれ程違わない。我々がこれまで賃金、雇用それから消費というチェーンの見方について、水野委員がご指摘のような形で、例えば資産所得としての配当を入れてみたりと、少しずつ微妙に変えてきている。そういう流れでみるのではないか。その流れの中で、その方向でさらに議論していけば良いと思う。

水野委員

そうかもしれないが、この人口動態というか構造変化は凄い勢いで今起きている。求人を減らしているところも出てきているし、例えば中小企業

でみれば、雇用も減らしているところが出てきている。マクロ全体での話に全く入る必要はないかもしれないが、一部に苦しさが出てきている。

野田委員

そこについての見方には、全然異論はない。

水野委員

それだけのことである。

岩田副総裁

今の点で一言だけ。人口構造の変化でいうと、足を引っ張るマイナスの度合いは2007年度がやはり一番厳しいので、2008年度はやはり弱くなるのではないかな。

水野委員

然り。

岩田副総裁

マイナスに引っ張る分の重荷は少し軽くなると思う。それから、原油価格がまた100ドルを突破して交易条件がこれ以上悪化すると、益々賃金を上げられないことになると思うが、どこかで安定化すればマイナスに足を引っ張る分も少し軽くなる可能性がある。必ずマイナスのままと全て悲観的に必ずしも考える必要はない。つまり、2004年から2005年に掛けての1年半位、一人当たりの賃金もきちんとプラスになった訳であるから、拡大が維持されて、しかも人口が落ち着いてくればプラスになることはある。そういうことで所定内給与をずっと気にしているのだが。

武藤副総裁

結局、生産・所得・支出のメカニズムが弱くなったとはいっても、途切

れている訳ではない。

水野委員

勿論、そうである。

武藤副総裁

そこが大前提になっているので、もしあまり強く言うと、生産から所得へのメカニズムでかなり悲観的なことが起こっていると誤解される可能性があると思うので、注意深くする必要がある。このメカニズムが維持されているかどうかは、今の時点では非常に重要なことである。

水野委員

1～3 月以降予想されるシナリオとして、輸出が減速して、それで生産が横這いに入ってくる——ひょっとするとマイナスかもしれない——とされている。実は先程時間の関係で割愛してしまったのだが、その中で前向きな循環メカニズムが幾分弱まっているという表現をさらに弱めていくと誤解を招いてしまうのではないか、ということを気を付けた方が良く、と言おうとした。

亀崎委員

経済の実態が弱くなったからといって、生産と所得とスペンディングの循環メカニズムの基準を変えるようなことがあってはならない。あくまでもこれまでと同じ基準で、メカニズムが維持されているのかどうかを議論すべきではないかと思う。今おっしゃっているのは、何となく雇用者所得が上がらないから、生産・所得・支出のメカニズムにおける所得のところの判断基準を雇用者数とかに変えてしまうということであるように聞こえる。これでは、我々は今まで何をやってきたのかということになる。実態が変わって、これまでの基準では都合が悪くなってきたから、基準を変えてしまうのかと受止められかねないことをすべきではないと思う。

水野委員

言い方が悪かったかもしれないが、この前向きなメカニズムは逆に幾分弱まっていること以上のことを言えないのではないかと思っている。

須田委員

構造要因が 2006 年の後半から急に影響し始めた背景には、団塊世代の退職の問題とか地方公務員の賃下げの話とか、あるいは団塊世代と若い人でパートタイムが増えたということがあった。では特定の一人で考えたら、例えばパートタイマーでも時間給で考えたら賃金は上がっている。3 月 31 日と 4 月 1 日で比較してみれば、個人の賃金は上がっている。個人のレベルで本当に下がっているのかというと、賞与があるので、賞与ではマイナスの影響を受けるかもしれない。しかし、今の日本経済で所定内給与が大きく下げていくのは、何か不祥事を起こしたとか色々な問題があった時は別かもしれないが、通常の場合はもうないということだと思う。他方、平均賃金が低いことの持つ消費への意味をしっかりと説明していく。例えば団塊世代は再就職後の賃金が低いから平均賃金は低くなっているけれども、退職金もあるし年金もあるので、それは消費にはストレートに関係してこない。そういうことで、平均賃金の持つ意味をしっかりと説明していったら良い、と私は思う。

水野委員

それはもうしてきている訳で、それがさらに弱くなっていく時にどうするのか。つまり、もし我々がリスクシナリオと考えることが顕在化した場合、どうするか、何をするかを考えておくということである。しておけば、こんな議論をしなくても良いのである。そこが大前提である。

福井議長

分かった。これはやはり今後もっと正確な分析を経ながらということだ

ろう。分析を飛び越えて、発言の変更はできないと思う。

水野委員

だからそれはそうであるし、景気判断自体が変わらなければそんなことを表で言わなくても良いと思う。

福井議長

分かった。他に宜しいか。岩田副総裁がおっしゃった規制の話で、金融機関が企業をスクリーニングに掛けることを通じたプロシクリカリティについて、野田委員から何かコメントはあるか。

野田委員

雨が降ったら傘を貸さないということに代表されることでおっしゃられたと思うが、そこは恐らくなかなか難しい問題だと思う。というのは、特に中小企業で構造改革が進んでいないので、スクリーニングを掛けると、こぼれていく方が多くて拾い上げるところがなかなか少ないという状態が現にある。従って、少しずつ中小企業がシュリンクしているのだと思う。出と入が上手くバランスすれば一番良いのだが、特に中小企業を取り巻く経済環境が今そういう状態になっていないところが問題だと思う。ただ、その中でも、おっしゃるように、もう少し目を見開いて中小企業の中で成長力を有する企業を見出していく努力はしていかないといけないし、それこそ私共が地銀、第二地銀、それから信用金庫の幹部の方に聞けば、そういう努力は日々怠っていないとおっしゃっているので、もうそれを信じるしかないとは私は思っている。我々も金融経済懇談会あるいは地銀懇談会とかいう場を通じて、そういうことに踏み込んでいく、共有していくということしかないと思う。特に目新しい手法はないのだが、おっしゃるとおりだったと思う。それは私も共有している。

福井議長

それでは、政府からご出席頂いているお二方からご意見を頂きたいと思う。まず、財務省の鈴木総括審議官からお願いします。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

我が国の経済は、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り、企業の業況判断にも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、これを除くとほぼ横這いとなっている。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。先般のG7において、世界経済の不透明性が高まっている中で、G7各国が経済の動向を注視し、経済の安定と成長を確保するため、個別にあるいは共同して、必要な対応を採っていくことが確認されている。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と考える。また、原油価格高騰や建築基準法改正の影響を強く受けている中小企業の動向については、とりわけ十分に注意していく必要がある。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。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

内閣府浜野内閣府審議官からお願いします。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、回復基調が続いているとみられるものの、個人消費が概ね横這いで推移し、改正建築基準法施行の影響もあって、住宅建設が依然として低い水準にあることなど、一部に弱さを抱えている。こうした動きに加えて、アメリカのサブプライム住宅ローン問題を背景とする金融資本市場の混乱、アメリカ経済の減速、さらには原油価格の高騰が生じていることから、我が国の景気の先行きについては下振れリスクが高まっているとみられる。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、単位労働費用及びGDPデフレータの低下幅が10～12月期は拡大するなど、国内要因からみた物価上昇圧力は弱い状況にある。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。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と経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

政府のご意見に対して特にご意見等があれば。

水野委員

宜しいか。二つ、確認というか意見を申し上げたいと思う。まず、「中小企業の動向に注意して頂きたい」というのは、我々も議論はしているつもりである。ただし、マクロ政策では如何ともしがたいところがあるということ、一言、私から強調しておきたいと思う。それから二番目、「金融政策運営について、国民に分かりやすく説明して頂きたい」と毎度財務省の方——ある時は副大臣、ある時は鈴木総括審議官——から言われるの

だが、今、国民が政策面で非常に不安になっているのは、むしろ財政、税制といった行政府、立法府関係のメッセージが非常に混乱しているというところにあるのではないかと思っていて、それに比べれば本行の説明は分かりやすいのではないかということである。それから、消費について言えば、定率減税の廃止の影響の分析をきちんとやった後、どれだけ影響があったか出して頂きたいし、今後、消費税を上げるという話をされているようであるが——財務省が言っているかどうか知る由もないが——、所得の伸びが小さい時に可処分所得がさらに減るということなので、国民の中で心配している方が非常に多いのではないか。この辺についての説明——これは財務省がやるのか政府がやるのか分からないが——がむしろ不足しているにもかかわらず、日本銀行の説明が足りないと言われると少し心外であるということを、意見として申し上げたいと思う。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

まず後段の方であるが、決して日本銀行のご説明が不十分だという認識ではなくて、そこは繰り返しよくお願いしたいということなので、特段今のお話について何か問題意識をもっているということではない。

水野委員

了解した。申し訳ない。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

それから、今暫定税率の話とか消費税の話が出た。特に暫定税率については、政府としては今税法を出しており、それが最善のものだと考えている。それ以外のことを——特に消費税は色々議論はされているが——、政府として何か考えを持っているということでもないのです、特に発信しているということはない。

水野委員

定率減税の廃止は最善だからやられているのだと思うし、約束されたから廃止されたのだと思うが、それがその後どういう影響を与えたかというのは分析されなくてはいけないのではないのか、という感じがする。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

よくまた検討するが、基本的にはそれぞれの時点で経済状況をみながら、それから財政状況をみながら判断して、そうした施策を採るべきだということで、国会にも出して、それで国会の議決も頂いたと考えている。

水野委員

政策効果が出るタイミングは金融政策以上に多分長いと思うので、あるいは機動力がないと思うので、本当にフォワード・ルッキングに財政政策をやって頂きたいという感じは常にしている。以上である。

福井議長

中小企業の問題は、先程からこの場でも議論が出ていたように、企業数が非常に多い、それから中小企業で働いている従業員の方々の人数も非常に多いということなので、その業況全体は日本経済全体の業況感にかなり影響がある。これは、家計部門への所得の還元ひいては生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムに対する影響というレベルでも捉えることができるので、我々としてはそういうルートを通じて、きちんと把握しながら政策に反映させていく。こういう形になっていることを改めてご理解頂きたいと思う。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

先程申し上げたように、政府としてもこうした中小企業の問題は非常に重要だと思っている。ここでマクロ政策をどうこう言う以前の問題として、今、福井議長がおっしゃられたように、我々もこの問題が非常に大切な問

題だと思っている。特にこれから年度末を迎えるという時期でもあるので、より細かく——ミクロの話なのかもしれないが——みていく必要があるのではないかという現状の認識を少し申し上げさせて頂いた。

福井議長

了解した。それでは……。

須田委員

少し宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

浜野内閣府審議官に伺いたいのだが、先程、「消費が横這い」というお話をされたと思うが、この「横這い」と「上昇」の差は、GDPで言えば+0.2%とかそんなものだったら「横這い」とおっしゃることになるということか。どの程度であれば、「横這い」なのか。

浜野内閣府審議官

これは月例経済報告におけるマクロの判断や日本銀行の判断と同様に、個別の需要項目について毎月指標をみながら判断しており、私共はこれまで少しずつ変えてきており、今は色々な指標をみて、この間から「概ね横這い」と言っている。GDPがあまり増えていないということもあるし、それから様々な統計をみて、そのように判断している。

福井議長

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、皆様方のご意見、私自身の考え方も含めて、金融

市場調節方針は現状維持ということで議案の提出をしたいと思う。念のため他に議案を提出される方はいらっしゃるか。宜しいか。それでは執行部において議長案をお配り頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げをお願いします。

内田企画局参事役

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。続いて別添、公表文案である。

「2008年2月15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

それでは採決に入るので、大変恐縮である。

[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

全員一致で本件可決した。稲葉理事と金融市場局長におかれては、今決められた方針に則って引き続き適切な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。そして政府の出席者をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、金融経済月報基本的見解についての検討及び決定に移りたいと思うが、改めて冒頭執行部からご説明のあった文章に眼を通して頂いて、ご意見があれば出して頂きたいと思う。

水野委員

文案の最後はこれで良いのか。

関根企画局企画役

為替は 108 円弱で今日変わらなかったの。

水野委員

上がると変わる訳だな。

関根企画局企画役

一つの目安なので。

須田委員

先程申し上げたように、経済の分析としてみると全然問題ないが、こういうなお書きがあることは、先行きが非常に不確実だということを言っていることになる。ということは、先行きについて蓋然性が高いというのであれば、こういうなお書きがあるのはおかしいと思う。こういうなお書きはいつどういう時に取れるのか、というのが疑問である。場合によってはない方が良くとも思っている。皆様はこういうなお書きがどういう時に外れると考えておられるのかを聞いておきたい。

福井議長

如何か。

西村委員

それではお答えする。基本的には、いつ書くかということのコンディションを予め決めることはできない、と私は思う。従って、これを入れるか入れないかというのは、その時のボードの判断だと思う。須田委員が

おっしゃることはよく分かるのだが、私自身としては基本的見解にはある程度の伸縮性があつた方が良くと前々から申し上げていることがある。そういう意味では、ここに過度の重きを置かれては困るが、やはり我々の現状判断を淡々と入れていく。そして、当然のことながら次の展望レポートで確認する訳なので、これをあくまでも一つの目安としてはどうかと思う。

福井議長

一つの自然の流れとして、我々は展望レポートでリスクを指摘し、そしてそれをベースにG 7でも発言し、G 7でリスク・ファクターが共有される。そして次の決定会合で、ということになるので、我々が言い出し、共通認識となったものをそのまま自然にキャリーしていると言える。落とすと、なぜ落としたのだと、つまりリスク・ファクターをどうして書かないのか、という議論にもなりかねない。今回の場合はそうかなという気がする。書くと、いつ外すのだという問題は、文章上確かにいつもあるのだが、このリスク・ファクターの変化の中で表現も変えていけると思うし、これがあるが故に将来の政策行動を制約するかどうかというのは如何か。

武藤副総裁

須田委員の心配の中に、「引き続き注意する必要がある」といったようなコメントについて——一般論として、注意すべきことは今後も色々な形で起こり得るのだが——、それをどういう時に書いて、どういう時には書かないのかということがある。かつてそういう議論があつたように思う。一般論として、それに明確な回答を出すことは多分できないのではないかな。要するに、なお書きを書くに相応しいような状況なのか、書かないことによってどんなデメリットがあるのか、ということを経合判断するしかない。

もう一つのご疑問のいつ取れるかということについても、西村委員のおっしゃるとおりで、予めこういつた時に取れるという答えは不可能だと思うが、ただそこも総合判断で、そこまで言い続ける必要がないという事態がくれば取るという一般論しか考えようがないのではないかな。今、福井

議長がおっしゃったことの繰り返しになるが、むしろこれがなかった時に、中間評価で我々の問題意識を十分伝えられないのではないか、ということではないかと思う。

福井議長

世の中が文言を受止める時に、過剰反応をするリスクがやはりある。この間の のステートメントもリスク・ファクターを自然に書いたら、一般の人々にはやや過剰気味に受止められたと の人も言っている。そういうことはあると思うが、ただ、きちんとリスク要因として認識したものを表現しないというのもおかしいのではないか、ということもあったようである。

岩田副総裁

私の感じは、やはりキーとなるのはマーケットがオーバーリアクトするかどうかだと思う。センテンスがあった時に、もう引き下げの方向まで相当意識したからこうなのだろうとか、そういうオーバーリアクションになることを恐れている。

須田委員

やはり非常にリスクを強調して先行きがみえないことを書き続けると、我々が将来に対する蓋然性が高いからといっても、これが書いてあったら、蓋然性の程度は低いということに…。

岩田副総裁

そのところは、オーバーリアクションを防ぐために丁寧に説明するというのもう一つあって、今回の場合は中間評価でこの文章が既にあるって、そのことは十分説明している訳だ。従って、「その中間評価を我々は再びここで申し上げている」と言えば、私はオーバーリアクションにはならないと…。

須田委員

だから入れる方が分かるのである。入れる方が少し素直である。しかし、一度入ってしまうと、これはどうやって取るのだろう。それはその時の判断だとおっしゃるが…。

岩田副総裁

その時の展望レポートもあるし中間評価もあるので。

須田委員

だから、結局、そういう時になるような気がする。展望レポートなり中間評価なりの時にという…。

岩田副総裁

それは一つの…ただ、そこも劇的な変化が仮にあれば——例えば資産価格が急にリバウンドしてきたとかいう場合——、それは非常に明瞭なので。

須田委員

その時々でここで判断し、リスクが小さくなって、あるいは国際的な問題も気にしなくてもよくなったら取るという位、皆様が柔軟であり、従って、マーケットの受け方は別にして、ここではこのリスクを入れているが、それ程重く受止めていないということであるならば、別に固執はしない。

西村委員

感触を知りたいと。それは共有したいと思う。

武藤副総裁

然り。柔軟に考える。要するに、書いてしまったらなかなか取れないと

考える必要は全くないのではないか。

中村委員

こういうなお書きがあっても、場合によっては金利を上げることもあるのではないか。状況の変化によっては、そういうこともあるのではないか。

水野委員

1か月後に変わっていないとは限らないからな。

中村委員

それもあるし、リスクは非常に小さいので金利は上げる。しかし、リスクを全く無視することはできないため、書いておいた方が良いという事態もある、と思ったのだが。

野田委員

量的緩和以降、リスクをここまできちんと中間見直しで認識したことはなかったということもあるので、ここだけみる人は唐突な感じで、ここにスティックする惧れは無きにしも非ずだ。しかし、そこは岩田副総裁がおっしゃったように、きちんと説明する。中間評価でもきっちり言っているし、それと同文であり、それ以上のものでもないし、それ以下のものでもないという説明をきちんとしていくということの方が大事だろう、と私は思う。須田委員の深慮遠謀も非常に理解できる。

水野委員

それに加えて、今回についての私の意見は、ここには日本銀行が如何ともしがたいことが並べられているのだな。例えば海外経済の動向とか国際金融市場を巡る動向、エネルギー価格の動きだとか。これらは日本銀行が政策を変えたところで変わるものではない。ただ、それによって我々の政策は変わり得る話なので、書いておいても意味があるかということである。

また、取ることに對しても私は凄く柔軟である。気持ちとしては金利が低いと思っており、上げたい方向なので、取りたいというと私は賛成するので、安心して頂きたい。

須田委員

皆様が柔軟に考えて頂けるのだったら、構わない。

福井議長

そこはフレキシブルに對応したい。

野田委員

それともう一つ宜しいか。これも先行きの判断に関わる問題で、それ程軽くないと思うので敢えて申し上げる。輸出の見通しであるが、「増加傾向で推移するとみられる」とあるが、従来は「増加を続けていくとみられる」となっていて、ここはかなり判断のカーブを切っている。須田委員のご指摘も然ることながら、こちらはかなり注目されるだろうとみている。今日の議論などではまだ増加を続けていく方がむしろコンセンサスではないのか、と私は受止めたのだが、如何か。

西村委員

この場合、「海外経済が減速しつつも」という文言を入れてしまったので、逆に言うと、その後増加を続けていくことに関してもう一つ何か説明がないといけなくなる。そういうことだと思う。

野田委員

繋がりとしてはそうなのであろう。

西村委員

ただ、確かにかなり弱くみていると取られてしまうところはある。

福井議長

「減速しつつも拡大するもとで」となっているので、増加そのものは否定しないのではないか。

西村委員

それはそのとおりである。

野田委員

だから……。

水野委員

だから「増加を続けていく」というのも繋がり悪くない。

福井議長

「減速しつつも拡大するもとで、増加するとみられる。」。

水野委員

それは良いのだが、あとは判断の問題だけではないか。我々がどう判断しているかという。

福井議長

「増加傾向」と書く程、弱く書くかどうか、という判断であるな。

野田委員

然り。

水野委員

だから、そこは判断であるな。

野田委員

皆様がそういうご認識を持っているのであれば……。

武藤副総裁

前回と変える必要がないということだな。

野田委員

然り。

西村委員

この部分の「増加傾向で推移」を「増加を続ける」と。

野田委員

増加を続けているので……。

武藤副総裁

「増加を続けていくとみられる」ということで、前回から変更して「続ける」というのを取ってしまうと、また……。

福井議長

前段は良い訳だな。

野田委員

前段は良い。「減速しつつも拡大するもとで」は共通認識なので、これは良いと思う。

福井議長

「増加を続けるものとみられる」と。そこは如何か。

水野委員

私はそれの方が…。

武藤副総裁

変える必要がないということであれば、それならば…。

野田委員

変える必要がないのではないか、と私は思っている。

武藤副総裁

分かる。

水野委員

今その他向けの輸出が増えているし…。

野田委員

そういう判断を決定的に変えていくというところまで…。

水野委員

須田委員の中東出張報告を聞く限り、自信满满であるような受止め方でもあるし…。

福井議長

如何か。どちらが良いか。

前田調査統計局参事役

一応ここは先程ご議論があったとおり、海外経済について若干減速するということを加えたことと、生産面からみると少し横這いという当面の感

じがあるので、それとの整合性も踏まえると「増加傾向」の方が良いかということで、私共としては判断したということである。

福井議長

実際、増加が一時的に止まることを考えているのか。

前田調査統計局参事役

可能性を考えている。それが一番整合的な絵として出てくることなのだが、おっしゃるとおり、現時点では全くエビデンスがないということも事実であるので……。

野田委員

やはりメインシナリオを記載していくことからすると、今日の議論をお聞きして、まだやはり「増加を続けていく」が共通認識ではないかとみているので、そういう意味で問題提起をさせて頂いているということである。

福井議長

「増加傾向」というと1クォーター位は横這いないしマイナスがあると。

前田調査統計局参事役

そういうイメージを持っている。

福井議長

1か月位ではなくて。

前田調査統計局参事役

もうちょっと……。

野田委員

1 か月単位ではあったな。マイナスが単月ではあったな。

前田調査統計局参事役

輸出は振れが大きいので、1 か月というのはいつでもあるので。

福井議長

ではクォーターで考えている訳だな。

前田調査統計局参事役

クォーターというイメージである。

水野委員

ただ、結果的に増加傾向にしておいて良かったということは、中国の旧正月要因があつて、しかも今年の冬は雪が多かったので、中国向け輸出が落ちる可能性があるということで、そういうヘッジを掛けているという意味ではないのだな。生産との…。

前田調査統計局参事役

中国だけでという訳ではないが、やはり海外経済について、恐らくこの年前半が最も減速する局面ということを踏まえると、方々、生産の見通しもあるので、少し横這いしないしは若干減速するという可能性が最も高いかと。

水野委員

生産は皆様のミクロヒアリングによると、横這いになってまた増えるという見方が…。4～6月のイメージはどんな感じなのか。

前田調査統計局参事役

今のところ小幅増えると思っているが、明確には…。

水野委員

基本的には横這い程度ということか。

前田調査統計局参事役

横這いの範囲内で小幅に増えるということで、明確に 4～6 月から増勢を取り戻すかどうかはまだ不確実である。

水野委員

だから、輸出が強くないという蓋然性が高いのではないかということだな。

前田調査統計局参事役

統計なので、どの時期にどういう形で出てくるかは分からないが。

水野委員

ロジカルかどうかというのはそこで…。

前田調査統計局参事役

一応そう私共では考えたということである。

中村委員

その判断は前月にはなかったのか。

前田調査統計局参事役

一つはこの 1 か月でかなり海外、欧米について、先行きの見通しが下振れてきたということであるし、方々、私共の利用可能なデータでも生産が

少し横這うことがこの1か月で明らかになってきたので、その両面からこのように表現を変えさせて頂いた。

亀崎委員

少なくとも世界経済の伸びが落ち、貿易全体の伸びも落ちる中で、日本の輸出も、従来どおりの力強さを維持するとは思われない。輸出の伸びが少し弱まるだろうというのがこの「傾向」という言葉ではないか、と思う。なぜ「増加傾向」となったかという、増加はするけれども従来どおりの力強い伸びではないというニュアンスがここに出ているのか。

前田調査統計局参事役

然り。その点は昨日も門間調査統計局長からご説明したとおりである。

武藤副総裁

「減速しつつも」という言葉を入れるけれども、減速の程度はIMFの試算によれば-0.3%である。それを前提とした時に、ここまで変える必要があるかどうか。勿論、問題提起は分かる。こういうことで変えるという動機は分かったが、そこまで議論したうえで輸出についてそういう判断をこの場で下したかと言うと、要はそこまでいっていないのではないのか。

福井議長

もう少しデータが出るのをみてからでも遅くはないな。

前田調査統計局参事役

それはそう思う。

水野委員

今のところ韓国の輸出が弱いというのが一つあって、あと中国の輸出が弱くなるだろうと予想されること。

福井議長

これは単月の数字でもう一回みるという位でも遅くはないな。

野田委員

今のところはリスク要因としてみているし、そのリスクが高まっているという認識は多分共有されたのだと思うが。

水野委員

そこになお書きを入れて…。

野田委員

メインシナリオが変わるところまでは、まだいっていない訳だな。

須田委員

これはリスクだったら…。

野田委員

リスクは下に全部入ってきてしまっているのです。

須田委員

上はメインであるな。

野田委員

然り。だからメインは変わっていないと説明している訳である。

水野委員

下で雰囲気は伝わっているので、私はあまり変えない方が。

福井議長

今回は、「海外経済が減速しつつも拡大するもとで、増加を続けていくとみられる」と、この部分を変えないということで如何か。

野田委員

私はその方が良いのではないかという気持ちで言った。

福井議長

来月以降また様子を見るということであろう。ではそうしよう。もう一つ、これは単に表現だけの問題であるが、今のところから3行下の生産で「生産は、当面横ばいとなりつつも、増加基調」というところだが、日本語として「横ばいとなりつつも、増加基調」というのは何か……。

水野委員

おかしいな。

福井議長

切断されているような感じがする。例えば「横ばいとなる局面を伴いつつも、増加基調」とか、あるいは「横ばいとなり、その後増加基調」とか。

野田委員

「当面」というのが入っていれば次は「その後」なのだな。「当面」と入っているから、暫くの間は横這いだという感じで。

前田調査統計局参事役

元々こういうことにしたのは、当面横這いだろうと思いつつも、それも含めて均してみれば増加基調ということで入れたのだが、分かりにくいということであつたら、例えば「その後」を使うとすれば、「当面横ばいとなるものの、その後増加していくとみられる」という表現もあるか。

武藤副総裁

「基調」を取らないとおかしいという意味だな。

福井議長

それで違和感がないのなら、素直ではないか。

前田調査統計局参事役

ただ前月まで「増加基調」という表現を使っていたので、そこにこだわってそこは変えたくなかったということなのだが。「当面横ばい」と「その後増加」ということで均してみたら「増加基調」なので同じ意味であるので。

武藤副総裁

「増加基調」というのは当面も含んだ表現として…。

前田調査統計局参事役

よく我々は、若干振れはあるのだけれども、均してみれば増加基調と使っているのです。

武藤副総裁

「当面横ばいとなる局面を伴いつつも」で良さそうに思うが。

水野委員

振れを伴いつつもであるな。

武藤副総裁

「局面を伴いつつも」。

福井議長

「当面横ばう局面を伴いつつも」。

前田調査統計局参事役

そういうのもあると思う。「当面横ばう局面を伴いつつも」。

武藤副総裁

何かずっと横這ってその後上がっていくという整然とした形ではなくて、多分そこには振れがあるのだと思う。そういうイメージを。

福井議長

だから前月と変えていない。「基調をたどる」というのは変えていない。ただ、「当面横ばう局面を伴う」という綾が入ったということだな。

水野委員

予測指数——製造工業の予測指数——を前提に生産は弱いと思っている人が多いので、「生産は、当面横ばい」は多分ビューとして出している感じで市場参加者は受取るであろう。横這いというのは弱くはない。横這いというのは市場予想対比強い。

前田調査統計局参事役

市場対比は強いかもしれないが。

水野委員

だから、それかなと思ったのだが。

前田調査統計局参事役

我々としては、市場対比というよりも、冷静に判断すると増加基調の中で当面横這う、若干モメンタムが弱まる局面があるということで書いてい

る。

福井議長

では、「当面横ばう局面を伴いつつも」でどうか。

水野委員

それだと、1～3月と4～6月も横這いかもしれないけれど、というメリットがあるな。

福井議長

そこまでは分からないが。他に如何か。宜しいか。それでは今の二箇所、修正を施したうえで、決議を採りたいと思う。

武藤副総裁

一番最初の「とみられる」というのは。

前田調査統計局参事役

繰り返しになるが、現状の総括については、前月と同じ表現で「減速しているとみられるが」とさせていただきたい。

福井議長

最初の新たな提案も含めて、今の修正後のものを一回読み通して頂きたい。

前田調査統計局参事役

まず、お渡ししたところから変わっているところが三点あり、一点目は、一番上で現状の総括判断であるが、「わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。」。続いて、先行きの「すなわち、輸出は」というところであるが、「輸

出は、海外経済が減速しつつも拡大するもとで、増加を続けていくとみられる。」。続いて、生産のところである。「生産は、当面横ばう局面を伴いつつも、増加基調をたどるとみられる。」。この三点が原案から変わっているところである。

福井議長

ではそれで決議を採りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

全員一致で本件可決した。この金融経済月報の基本的見解の部分は即日公表の扱いである。本日15時に公表を予定している。また、分厚い方の

文章、背景説明は、必要に応じて執行部で修文を施したうえ、18 日月曜日 14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（1 月 21～22 日開催分）の承認

福井議長

では、次の案件は議事要旨で、1 月 21 日及び 22 日開催分の議事要旨である。お手許にお配りしてチェックして頂いたと思うが、如何か。ご承認を頂けるようであれば、これも決裁したいと思う。

[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

全員一致で議事要旨のご承認を頂戴した。この議事要旨であるが、20

日水曜日、8時50分に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は終了である。次回の金融政策決定会合は、3月6日、7日の両日開催である。どうぞ宜しくお願いする。それから、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容及びプロセスを含め、あるいはご自身の発言も含め、厳に出席者限りという扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、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、事務局におかれては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51分の予定である。

福井議長

解禁時刻は12時51分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室からお出にならないようにお願いします。政府からご出席の方々におかれては、控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時47分閉会)

以 上