

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年3月6日（14:00～16:27）

3月7日（9:01～12:48）

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）^{（注）}

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（ 〃 ）

（注）武藤委員は、7日11:27～11:45および12:12～12:14の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

財務省 鈴木正規 大臣官房総括審議官（6日）

森山 裕 財務副大臣（7日）

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

内田眞一

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

山口智之

企画局企画役

鈴木公一郎

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは、金融政策決定会合を開催する。本日と明日、二日間の会合である。今日は、金融経済情勢に関する執行部の報告を伺うということにしたい。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。内閣府は、浜野内閣府審議官にお越し頂いた。どうぞ宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提に、皆様方、ご発言頂きたいと思う。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

福井議長

それでは、早速議題に移る。金融経済情勢に関する執行部報告ということで、いつものとおり各報告毎に若干の質疑応答の時間を設ける。

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・為替市場動向について、稲葉理事と中曽金融市場局長からお願いする。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料-1、2（追加）に沿って、ご説明する。まず、図表1-1である。無担保コールレート（オーバーナイト物）の推移をみると、この積み期もほぼ一貫して誘導目標近傍の極めて落ち着いた動きであった。図表1-2で準備預金の主体別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で平準的かつ順調に積みが進捗している。

が大きいと思う。他の国についてはまた後で申し上げるが、クレジット市場で足許に掛けて緊張が再び高まっていることが一因ではないか、と思っている。特に海外の金融機関のCDSプレミアム拡大に伴って、LIBOR-OISのスプレッドも広がっているのも、欧米金融機関を巡る信用リスクの高まりが背景の一つではないか、とみている。そうした中での市場調節について、図表 1-6 をご覧頂く。まず、共通担保（本店）オペのうちシャドーを付けたのは即日の供給であって、資金需給の振れなどを均すためにファインチューニング的に実施したものである。次に、当面の課題である年度末の市場安定については、前回決定会合でお話ししたように1月の中旬に年度末越えの資金供給を開始している。この表では、共通担保（全店）オペの全てと共通担保（本店）オペのうち3か月——3Mと表示のあるもの——が該当する。これに加えて、2月21日から第二ラウンドとして——年末越え資金供給と同じ手法なのだが——、期間1か月強のやや短めの年度末越え資金の供給も開始したところである。この表では、2月21日、T+1、1か月物、9,000億円のオペが第二ラウンドの第一弾目となる。この結果、図表 1-7 の年度末越えの資金供給状況の表にあるように、年度末越えのオペはこれまで累計で18本、総額14.2兆円となったところである。また、図表 1-6 に戻るが、この表で年度末越えのオペを識別することは、割と容易である。なぜならば、落札決定レートがきれいに0.55%で揃っているからである。これに対して、年度内期落ちのオペの落札レートは0.52~0.54%になっている。このように、年度末越えオペの目線は揃っているのだが、応札倍率がほとんどの場合5倍を超える高い状態が続いている。また、足切りレート——落札決定レート——は0.55%に並んでいるが、期末が接近するに伴って平均落札金利はじわりと高くなっている感じがするので、この辺りにも期末に向けて緊張感が現われ始めているとみている。資金吸収オペに関しては、（資金吸収オペ）に記載しているように、2月15日——積み最終日——に売手による5,000億円の即日吸収オペを行っている。このオペはオーバーナイトレートの安定を目的にファインチューニング的に実施したものであるが、定例時間外

にオファーしたことが市場で話題を呼んだ。

次に図表 2-1 以降で、金融・為替市場の動向をみていきたいと思う。まず、全体感だが、前回決定会合以降、2 月の下旬まで市場は全般に落ち着きを取り戻しつつあったと思う。それが 2 月末を境に変化した、とみている。つまり、2 月末に至るところまでは、元々モノラインの救済策の難航であるとか、あるいはヘッジファンドの行き詰まり、さらに最近では米国地方債市場の動揺などといった不安材料が沢山蓄積していた、と思う。そういうところに、バーナンキ議長が 2 月 28 日に地銀破綻の可能性に言及したことなどをきっかけに、米国のクレジット市場での不安が再び高まって、これが内外の金融市場——日本も含めて——に幅広く影響を与えたのがこの間の構図ではないか、と思う。そういった中での我が国の各市場の動きをみていきたいと思う。まず、(2) ターム物レート等の推移でユーロ円レートの 1 か月物をご覧頂くと、ちょうど期末越えのものが出てくる 2 月 27 日から 28 日に 0.59% から 0.80% と 20bp 程ジャンプしている。次に、短国レートは 3 か月から 1 年物まで 0.5% を僅かに上回る水準で横這っている。これは、恐らく当分利上げはなさそうだという金利観の中で、投資家のキャッシュ潰しの運用ニーズが根強いことが背景とみている。図表 2-2、金利観をみていくと、まず (1) のグラフでユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブは、前回決定会合以降、僅かながら黒太線の方へ下方シフトしている。ただ、時系列的にみると、この間、結構動きがあって、(2) のグラフでご覧頂くように、2 月下旬に掛けては、太線でお示した 9 月限のような期先物は一回上昇している。この時点で、利下げ観測はほぼ消え掛けていたが、また 2 月末以降は金利先物レートが急落して、利下げ観測が再び出てきている。この点は、図表 2-3、O I S のレートにも表われている。(1) のグラフであるが、直近の黒棒が示しているように、先へ行く程 0.5% を下回る幅が大きくなっていて、利下げを織り込む度合いが増している。利下げ確率という点でみると、(2) のグラフにあるように、0.25% の利下げが行われる確率は 6 月会合までが約 2 割、7 月会合までは約 3 割といった数字になっている。ただ、何回も申し

上げているとおり、O I Sは極めて少数の外資系が取引する市場であるので、ここに表われる金利観もそうした先のものに偏っているきらいがある。実際、先程ご覧頂いた短国レートは1年物でも0.5%を切っていないので、国内金融機関が中心となる短国市場では利下げが織り込まれていない姿になっている。

続いて図表2-4で長期金利である。長期金利も米国のクレジット市場における不安再燃あるいは景気減速懸念の強まりといったことから、2月末以降、下落に転じていて、10年債で言えば、ここ1か月程、下限として意識されていた1.4%を突き抜けて1.3%台まで下落している。このように結構振れた印象があるが、(2)のグラフでお示ししている米欧の10年債の金利の振幅をみると、日本よりもずっと大きく、海外市場でのセンチメントが大きく揺れ動いたことを物語っていると思う。この間の我が国のイールド・カーブの変化幅について、図表2-5のイールド・カーブの動向のグラフでご覧頂くと、全ゾーンで大きく低下している。この間の主たる買い手は銀行であったようである。彼らの目線は元々10年債で1.4%ないし1.5%のボックス圏という読みであったと思うが、2月末以降は、この目線を1.4%前後に切下げて投資意欲を強めたようである。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ご覧頂くと、直近のサーベイ結果では景気動向——黒い部分——と株価動向——横縞——に対する注目度が増している。(2)のグラフで各要因が利回りにどう影響するかという点をみると、細実線の物価動向を除く全要因が利回り低下要因として足許では意識されている。

続いて、クレジット市場を図表2-7でご覧頂く。まず、(1)で社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、概ね横這い圏内の動きと言って良いと思う。ただ、よくみると、(1)の右のグラフになるが、B a a格の動きに反映されているように、格付けの相対的に低い銘柄だとか、あるいは特定業種——具体的には建設・不動産、ノンバンク——に属する銘柄については、投資家がやや選別的になっているので、ご覧頂くようにスプレッドが若干拡大している。ただ、全体として、日本の場合、クレジット

市場に対する投資需要は引き続き旺盛であって、米欧市場と比べれば落ち着いていると言えらると思う。ところが、同じ日本市場であるにもかかわらず、これと対照的なのがCDS市場である。(2)のグラフで海外と比べている。海外のCDS市場は一旦落ち着いていたが、2月末に先程申し上げたような各種不安材料が噴出する形でプレミアムが急拡大している。そして、黒太線でお示ししているが、日本のCDS市場でも追い掛けるようにプレミアムが急上昇している。これは、基本的にはヘッジファンドとかインベストメントバンクなど海外の投資家による裁定行動を通じた米欧プレミアムへの連動と言って良いと思う。これら投資家は、個別銘柄のプロテクションを買っているようである。業種的には、建設・不動産、金融といったところが対象となっているようである。

次に図表 2-8、株価動向であるが、株式市場もクレジット市場と大体同じ動きと言って良いと思う。すなわち、回復基調にあった株価が2月末を境に海外で急落して、この流れの中で、(1)のグラフにあるように、日本株も2月末以降急落している。日経平均は2月27日に14,000円台に乗せていたが、円高の追い討ちを受けた形で一時13,000円を切った。しかし、足許は戻っていて、13,000円台前半の取引水準になっている。株式市場では、引き続き需給環境に改善がみられない。図表 2-9、主体別売買動向の表でも分かるように、外国人投資家が引き続き売り越し基調を続けている。一方で、国内投資家はと言うと、個人は押し目買い程度。それから、事法が買っているようにもみえるが、これは株価が下がったところでの自社株買いなので、いずれにしても相場を押し上げる力は乏しいと思う。このように内外の投資家の買い意欲が盛り上がらない背景を探っていくと、企業業績の先行きについて慎重な見方が出てきているという要素があるようである。実際、東証一部上場企業で、10~12月決算発表時に2007年度業績見通しを下方修正する先が増えている。その背景として、米景気の減速懸念、原燃料・商品市況の上昇、そして円高といった要因が挙げられている。こうした企業収益の先行きに対する慎重な見方が株価の上値を重くしている一因とみている。

図表 2-10 以降で、為替相場の動きである。前回決定会合以降、2 月 27 日までは、ドルは円以外の通貨に対しては下落していたが、その中で、ドル／円相場は 107 円台中心の割合狭いレンジで推移していた。しかし、2 月末以降一挙に円高が進んだ訳である。これは、(1) のグラフの右端で黒太線の円／ドル相場ががくんと下へ折れているところである。つまり、米国の景気減速懸念、クレジット市場の動揺が再燃したところに、図表 2-11 にも記載があるとおりの、バーナンキ F R B 議長が「ドル下落は貿易赤字縮小に繋がり、ポジティブな要因」とコメントしたことがドル安容認と受取られて、つかえ棒が外れたように対円でも一気にドル安が進んで、足許では 104 円を挟む動きになっている。一方、ユーロ／ドル相場は E C B のインフレ警戒的なスタンスもあって、図表 2-11、(2) のグラフに表われているように、ほぼ直線的に下へ向かっており——ユーロ高が進んでおり——、昨日の海外時間では既往ピークとなる 1.53 ドル台を付けている。図表 2-12、ボラティリティは全般的に高止まりしていて、相場の先行きについての不透明感が強い状態が続いている。図表 2-13 でこの間の外為証拠金取引の動向についてみると、円のショート・ポジションに大きな変化は窺われない。外貨建て公募投資信託純資産額の推移をご覧頂くと、1 月——一番右端——は減少している。ただ、これは、円高あるいは株安に伴う時価の減少を反映している。別途聞いているところでは、資金流入面でもあまり冴えない状況が続いているようである。図表 2-14、(1-1) 投機筋の円の I M M ネットポジションをみると、円ロング・ポジションが若干減っているが、これは 2 月 26 日時点のデータであるので、それ以降の円の動きを勘案すると、恐らく足許はロング・ポジションが拡大しているのではないか、と思っている。また、(2) のグラフにあるように、リスク・リバーサルは足許ではドルのブットオーバー幅が拡大している。こういう指標からみると、ドル先安センチメントが強いようにも見えるが、現在のクレジット市場の動揺がさらに広がるようであると、海外のリスク資産からドルへの回帰といういわゆるリスク・リダクションを誘発するかもしれない。これ自体はドル買い要因となる訳であるから、今後の相場展開

はなかなか読みにくいように思う。最後にエマージング株とコモディティの動きをみておきたいと思う。図表 2-15、(2) のグラフがエマージング株の動きである。こちらは、2 月末以降も米株安に連動して下落している。一方、図表 2-16 になるが、コモディティの価格は堅調である。前回決定会合以降、(1) のグラフでお示ししている原油と金、それから (2) のグラフで示している穀物、いずれも米株が急落した 2 月末以降あまり影響を受けず、むしろ上昇トレンドを維持していて、原油、金、とうもろこし辺りは、昨日、既往ピークを更新している。供給制約に関するニュースが材料になっているほか、クレジット商品などに比べてシンプルで分かりやすいことが投機資金の流入を誘っているようである。(1)、(2) のグラフで棒グラフで表わしているように、各コモディティとも投機筋によるネット・ロング・ポジションが積み上がってきている。

以上みてきたようにサブプライムローン問題に端を発した米国クレジット市場の動揺は、まるで衝撃波が広がるように、A1 ｔ-A、CMB S、CDO、CLO、モノライン、そして極く足許では地方債市場へ次々と波及している。その範囲になかなか歯止めが掛からないことや景気への悪影響が懸念されたことが新たな不安を呼んでいて、それが内外の様々な金融市場における価格形成に幅広く影響を与えていると思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

二点程お伺いしたい。一つは、図表 2-1、短期金利の推移をみると、7 月以降、ユーロ円 3 か月ものが同じ期間の T B とか F B のレートと比べてかなり高めで推移しているが、どういう理由によるのか。二点目は、図表 2-7、(2)、クレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムなのだが、先程の説明のとおり、確かに裁定があると産業別に同じ水準になってもお

かしくない気もするが、本来は企業のデフォルト率をマーケットが評価するということである。従って、例えば金融機関のリスクのエクスポージャーの大きさなどを考えれば、日本はどうみても欧米よりも小さいはずなので、そこは相当の差があつて然るべきとも思う。何かマーケットの特性があつて、同じ水準になりやすいのか。

中曽金融市場局長

まず、一点目、ユーロ円3か月ものと短国でギャップがあることについてだが、両方の要因があると思う。まず、ユーロ円取引市場は無担かつどちらかと言うと外銀が取引する市場であるので、今のような情勢である——去年の夏以降と言って良いと思うが——、そもそもプレミアムが付きやすい。一方、短国は逆である。これはフライト・トゥ・クオリティがあり需給が非常にタイトで、下へ振れやすい。従って、これは各国共通なのだが、LIBORとTBの差であるTEDスプレッドは、どこの国でも大体開きっ放しになっている。程度の差はあるが、日本でもみられていることだと思う。

それから、クレジット・デフォルト・スワップのプレミアムについては、確かによく考えれば、デフォルト率の差が勘案されるべきなのだろうが、ここへ入ってきているヘッジファンドのような投資家がどこまでそこをみて投資しているかは、あまり定かではない。単純にプレミアムの内外差が開いており割安感があつたから取り敢えず資金が入ってきている側面がむしろ強いのではないか、と思う。では、差が縮まっているかという、そうではない。結局、海外がどんどん広がってしまっている、なお日本の割安感が残る。従って、また新たな資金が入ってくるという地合いになっていると思う。

稲葉理事

基本的にはアンカーに揃うはずなので、裁定行動と言っても、当然日本企業のデフォルト率に比例してくるはずだと思う。投資家が両方ともデ

フォルト率が結局は高まっていくと思っているとすれば、そういう裁定が起こると思う。ただ、そうは言っても、日本と海外で企業のデフォルト率あるいは金融機関のデフォルト率が同じだとするのは少し乱暴だとすると、これを使って保険を掛けている投資家が日本企業のリスクを組み込んだ商品に関してもリスクを圧縮したいという意欲が他の投資家と同じ位強く、従って、プレミアム——要するに保険料——が上がる可能性はある。なぜそんなにリスクを嫌がるのかといえば、例えば金融機関で3月末を意識してバランスシートを小さくしておきたいということは有り得る。

岩田副総裁

日本株が売られているのと、基本的には同じ理由で……。

稲葉理事

ある意味では、リスクを減らしたい、消したいという動きの一環かもしれない。

須田委員

よく理解できなかったもので、確認の質問である。今、ドル安センチメントがある中で、ドル高になるとしたら、その理由は何か。

中曽金融市場局長

グローバル投資家では米国に所在する人が多いとすれば、彼らは元々ドルベースで活動している人達である。リスク許容度が高い時はエマージング株とか海外のリスク資産での運用を積極的に増やしていたが、クレジット市場などが収縮してくるとリスク許容度が下がるので、一旦はお金を引き上げ、それでもって米国債などで取り敢えず運用しておこうということになる。そのような動きがあるとすれば、一旦ドルに戻すためにドルが買われるので、ドル高になる。実際、ドルが強い局面がみられるので、恐らくそういう動きも多少出ているのではないかと思う。

須田委員

それは、一時的と考えて良いのか。

中曽金融市場局長

継続的にリスク許容度が収縮していくことになると、むしろある程度持続するかもしれない。

須田委員

ドルが安過ぎるからという議論は、全然ないのか。

中曽金融市場局長

それもある。だから、とても複雑な動きになる。ファンダメンタルズからみると、ドル売りである。ところが、リスク許容度に着目すると、動きが逆になる。さらに、最近、金利が大分下がっているので、ドルキャリアも行われるようになっている。そうすると、円と同じようにリスク許容度が増した時にドルが売られて、収縮する時にドルが買われるという動きになる。そういう動きが実際に出てきていると先程申し上げたのは、最近の動きをみていると、株が上がるとクロス円つまり金利差のある通貨に対して円が売られ、株が下がると円が買われるという動きがみられる。ドルについても、そういう動きが出てきている感じがする。そうすると、両方ともキャリア通貨になり、結果的にはドル／円相場はあまり動かなくなる。そういう側面が多少出ているので、クロス為替相場に比べると、ドル／円相場の動きが鈍くなっている可能性もあるかとみている。いずれにしても、もう少しみないと、トレンド的な動きはみえない。

野田委員

おっしゃったところは、リスク・リダクション的と言って良いと思う。少しエマージングの株が下げているが、今日辺りエマージング諸国の通貨

がまた少し戻しているので、この資金は取り敢えずまだ外にとどまっていると考えて良いか。

中曽金融市場局長

エマージングの辺りをみると、エマージング株は下がっているが、エマージングの通貨はそんなに落ちていない。従って、取り敢えず、エマージング株を売っているけれども、通貨はそのまま置いてあって、現地の・・・。

野田委員

短期物にいとっているとみているが、然程違わないか。

中曽金融市場局長

そういう動きである。

亀崎委員

先程のドル安について、今、各国ともどちらかと言うと輸入インフレの懸念が高いので、ドル安・自国通貨高を受入れるような状況である。このため、米国経済のダウンサイド・リスクが深まっていき、さらに利下げがあるようなことになると、ドル安が進む地合いになる感じがする。

中曽金融市場局長

然り。そういう部分もある。実際に、リスク・リバーサルとかにはそういう見方が反映しているので、ドル先安センチメントが結構出てきていると思う。では、本当にそうなるかと言うと、今申し上げたようなそうならないメカニズムもあるので、先は見通しにくいということである。

西村委員

話題を変えて、ゆうちょ銀行は資金運用方法をほぼ習熟し、
ようになったという感じか。

中曽金融市場局長

積み期間における超過準備の圧縮ペースは、率直に申し上げて、思いの外速かった、と思う。最近の特徴は、ゆうちょ銀行の日々の準備預金の変動、振れは相対的にまだ大きいですが、一頃に比べると随分小さくなってきていることである。従って、この面でも習熟度は増してきていると思う。4月1日以降、
であるとか、
であるとか
も準備が整って開始されるので、さらに肌理細かい運用がどの程度できるかが今後のポイントの一つと思っている。少なくともこれまでは、おっしゃったように、割と順調にスキルは上がっている感じは持っている。

西村委員

どちらかと言うと、ディスターバンス要因よりかはスタビリティ要因になってきていると考えるか。

中曽金融市場局長

今のところは、そうである。出し手としても大きいものであるから、特に今のような地合いであると、量的な面ではスタビライザーになっている。

野田委員

それと関連して、最初のご説明で、年度末越えについて、最近の平均落札レートにジリ高感がある、じわじわと緊張感がある、とおっしゃったけれども、然は然りながら差し迫っているとの感触は然程感じないと私はみているが、それで宜しいか。それから、昨年末辺りと比べて、緊張感ほどの位違うのか。

中曽金融市場局長

前段については、おっしゃるとおりだと思う。つまり、我々のマーケットコンタクトからの話を総合すると、比較的落ち着いているという声が圧

倒的に多い。ただ、そうは言っても、我々の目からみると、年度末が近付くにつれ、色々な不安材料が隠れている感じもあるから、そこは注意してやっていこうとしているところである。年末と比べてどうかということは、端的には図表 1-7 に表われている。年末は特に海外のスプレッドの拡大が大きかった。要するに海外が一斉に年末を迎えるという中で、緊張感が高かった。それと比べると、年度末は日本要因となるので、今のところ比べてみると、年末の方がテンションは高かったとは言える。

野田委員

日本の円も年末は海外に引っ張られたところもある訳である。

中曽金融市場局長

然り。

野田委員

純粋に国内要因だけではなかなか比較しにくい、と思う。

中曽金融市場局長

ただ、申し上げたように、各国とも、今、急にスプレッドが拡大してきている。

野田委員

足許はそうである。

中曽金融市場局長

少し変だな、気持ち悪いなという感じは、皆、持ち始めているのではないか。

中村委員

外銀が資金を取りにくい、邦銀はなかなか出さないという話があったが、これは米系もヨーロッパ系も一緒か。それとも、差があるのか。

中曽金融市場局長

出したくないと邦銀が言うのは欧州ネームである。やはり、噂されている欧州ネームが多いと思う。彼らにとって幸いと思うのだが、円転コストが安かった。要するに、スワップで取れる調達コストが意外に安い局面があった。これはなぜなのかなと思ったのだが、一つは、アメリカの利下げ期待が強い時は円転コストが下がりやすい。つまり、先にドル金利が下がるとみると、ドルの運用者は短いもので調達し運用は長いもので一生懸命やるという行動に出るので、少なくとも非常に短いところのドル調達需要が強くなって、これが円転コストの低下に繋がる。そういう局面を上手く捉えた外銀が割と安いコストで円転していたと思う。ただ、これは、先程の野田委員のご質問にも繋がっていくが、そういう資金は概して短いものなので、外銀の戦略は、勿論 などからタームを取っているほか、取り敢えず年度末ぎりぎりまで安い円転などで回しておいて、最後のところは例えば補完貸しとか、アベイラビリティが高ければ市場から取る。これにより結果的にコストが安くなるかもしれない、と読んでいる外銀の担当者もいるようである。従って、そういうことも勘案すると、年度末時点は結構プレッシャーが上がってくる、上昇圧力が掛かるという感じは持っている。

岩田副総裁

最初に質問したもので忘れてしまったが、TEDスプレッドとLIBOR-OISのスプレッドがあるが、大体同じに動いているのか。

中曽金融市場局長

然り。基本的に性格が同じであるので。

岩田副総裁

ただ、図で比べると、今回はLIBOR-OISスプレッドの方が上がり幅も大きい。フライト・トゥ・クオリティが非常に強ければ、短国がもっと下がりスプレッドが広がっても良いような気もするが、そこは何か理由があるのか。

中曽金融市場局長

LIBORはレファレンスレートなので、実際に取引が行われているレートでは必ずしもない場合がある。

岩田副総裁

なるほど。

中曽金融市場局長

ここでお示ししているユーロ円金利は、確かヒアリングベースである。これは実際に出来ているレートであるという差はあると思う。

岩田副総裁

先々政策金利が下がるとすると、OISのレートは下がる。

中曽金融市場局長

然り。

岩田副総裁

そちらが効いているのかという気もする。

中曽金融市場局長

然り。勿論、特にアメリカなどではそうである。だから、LIBORが

落ち着いて落ちてこないと、TEDスプレッドは勿論開く。今回アメリカが結構開いているが、そういう側面は特にアメリカについてあるのではないか。

岩田副総裁

ユーロはあまり開いていない。あまり動いていないのか。

中曽金融市場局長

これもよく分からないのだが、多分ユーロは両方動いているかもしれない。

岩田副総裁

LIBORと両方。

中曽金融市場局長

然り。彼らが言うのは、一つはキャッシュの部分である。実際の流動性供給も相当潤沢にやっているから、両側——OISと潤沢な流動性を反映したLIBOR——もちやんと落ちるという説明をしている。

岩田副総裁

そうか。

中曽金融市場局長

アメリカは、恐らく今おっしゃったような要因と、さらにアメリカの銀行のクレジット・リスクが意識されているのではないかと、思う。

岩田副総裁

お出になっていた会議で、
が、クレジット・マーケットが厳し
いだけではなくて、市場流動性全般が厳しくなっているのではないかと話

していたと聞いたような気がするが。

中曽金融市場局長

これは恐らくなのだが、ちょうどS I Vとかコンデュイットの危機が起きた時と同じようなことが、今度は地方債の世界で起きているのではないか。今、VRDOとかTOBとかARSとかあるのだが、特にTOBみたいなものは…。

岩田副総裁

地方債の短期物。

中曽金融市場局長

長い地方債をアンダーライティングして、短く調達を転がしていくという意味で、S I Vに結構似ている。しかも…。

岩田副総裁

その市場流動性が落ちているのか。

中曽金融市場局長

しかも、銀行が流動性を補完しているので、他に買い手がなくなった場合は、銀行が資産を買い取らなくてはならない部分がある。恐らく、TOBが買われなくなっているため、市場流動性の低下として、認識されているのではないかと思っている。

野田委員

ヨーロッパでも一部そう言われている。会議の発言の中でも、何かそのようなことが少し聞かれている。

中曽金融市場局長

少しやはり…。

稲葉理事

今のはアメリカの長期債を中心とした…。

野田委員

アメリカの影響…。

中曽金融市場局長

VRDOとかTOBは専らアメリカの話だと思う。ヨーロッパの金融機関がスポンサーバンクで絡んでいると同じようなことになるが、どの位欧州系銀行が絡んでいるか、よく分からない。

野田委員

私はそう読んだものだから。

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、海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長からお願いする。

出沢国際局長

お手許の資料のうち、資料－3（参考計表）（追加分）と書いてある計表を使って、説明させて頂く。前回のMPM以降、海外経済の大きなピクチャーは変わっていないが、少し子細にみると、例えば昨日発表された米

国のページブックでも示唆されているように、米国経済の動きが少し弱い方向に振れている。ハードデータで後程説明するが、消費絡みのところも少し弱いということが一点。もう一つは、金、油あるいはコモディティ全般の市況が上伸していることを受けて、各国のインフレに関わる指標も強含んできていて、インフレ懸念のムードはじりじりと拡がりつつあるという点。この二点が大きなピクチャーの中での変化だと思っている。それでは、図表に従って説明申し上げる。図表 1、米国の主要経済指標である。

1. GDP の第 4 四半期は改訂されたが、前回の事前推計値と変わっていない。ただし、消費、設備投資、住宅をみると、プラスのものはプラス幅が小さくなる、マイナスのものはマイナス幅が大きくなるということで、内需関連はどちらかと言うと下方に修正されている。それを埋めるように、外需がプラスに寄与している。特に輸入があまり増えていないというか減少であった。そういう内外需の凸凹がちょうど見合って、全体としては前回見通しと同じ +0.6% になっている。個人消費であるが、ご覧のとおり、12 月、1 月と続けてゼロが続いている。四半期で締めても、この表にあるように、第 3 四半期の +0.7%、第 4 四半期の +0.5% から、1 月だけであるが、均すと +0.1% ということで、足許では横這いというイメージも出ている。6. 自動車販売の 2 月が出ている。1 月が前月比大きく下げていた。この水準対比ほぼ横這いであるので、やはり販売は宜しくないという評価になる。ページブックの中でも、自動車関係で弱い材料が出てきていることと符合している。消費者コンフィデンスは 75 という水準であって、これは 2003 年のイラク戦争のショックで下げた水準に近いところまできている。こういうことを合わせると、米国の消費の地合いは、年明け後のハードデータあるいはページブックによるオブザベーション等と合わせて、弱いと感じている。9. 資本財受注である。1 月前月比 -1.5% である。ただ、四半期ベースに均すと、むしろ第 1 四半期 +1.8% となっている。この読み方であるが、非居住用建設統計が 1 月出ている、これはマイナスであり、従って、第 1 四半期の +1.8% よりも、1 月の -1.5% 及び建設統計、それからページブックで企業での設備投資計画の下方修正の話

もちろはら出ていることを合わせて考えると、設備投資の動向は、警戒的にみる必要のある項目かと思っている。企業の動向で、11. I S M景況感指数の製造業は、50 を挟んで凸凹で今月は下の方、それから、非製造業は、前月大きく下げてどうなるかと思ったが、一応ピックアップして2月は49.3だが、引き続き50の水準は割っている。ということで、サービス業でも、やはり弱い動きが出てきているとみざるを得ない。これは、ベージュブックにおけるオブザベーションとも一致している。12. 鉱工業生産である。1 月前月比+0.1%ということで、横這い圏内の動きと取り敢えず評価している。C P Iであるが、総合で前月比+0.4%、前年比をみると+4.3%と、食品、エネルギー等での価格上昇が効いている。コアでも前月比+0.3%、前年比+2.5%で、衣料品等での価格上昇が押し上げ要因となっている。16. 非農業部門労働生産性、17. ユニット・レーバ・コストではシャドーを掛けているのが改訂値である。雇用統計の年度改訂を反映させた見直しである。結論としては、今までの数字とイメージは変わっていない。労働生産性は前年比+2.9%位の水準で、今の流れからみれば割合高いということである。ユニット・レーバ・コストは圧縮の方向で、材料としては良い数字である。

次に、図表 2-1、ユーロに移る。第 4 四半期のGDPの改訂が出ている。+1.7%から+1.5%に下方修正されているが、これまでのイメージは変わっていない。米国同様、第 4 四半期は大きくスローダウンしている。この段階でコンポーネントが発表されているが、中身は、前回の時に推定で申し上げたが、それと一致していて、消費が弱く、輸出も伸び悩んだ。消費は少し弱過ぎる感じもあるが、前期比-0.1%となっている。色々なコンフィデンス指数等からみれば、消費者マインドが慎重になっていることは当然予想されていた訳だが、それにしても弱かったということで、ここも要警戒だと思っている。輸出については、純輸出はあまり変わっていないが、コンポーネントをみると、輸出の伸び率が前期に比べるとスローダウンしている。10~12 月全部の統計が出ている訳ではなく、10~11 月の部分的なところから推し量っている面もあるのだが、地域別にみると米

国が落ちていることは確認されている。それから、英国向けも落ちている。一方、中欧、東欧といった近隣のヨーロッパ諸国向けは堅調ということが、確認されている。それから、コンポーネントで設備投資そのものではないが、総固定資本形成という項目があって、それをみると、第3四半期+1.0%が第4四半期+0.7%という伸びになっている。個別国の統計で見られるところをみると、固定資本形成のうち住宅投資は減速が続いている。それから、通常設備投資であるが、ドイツ辺りは結構しっかりした数字が出ている。これは、減価償却方法の変更が年替わりにあって、その前の駆け込み投資も考えられるので、この数字は出来過ぎかとみている。この表でいくと、7. 自動車が出ているが、ご覧のとおり前月比マイナス。これは、前回申し上げたとおり、フランスにおける税制、補助金の新規制度導入に伴う凸凹であって、ある程度織り込み済みである。消費者コンフィデンスの統計が延びているが、2月は1月と同水準の-12%である。製造業、サービス業のPMIであるが、ご覧のとおりトレンドとしては下降。ただ、米国と違っていずれも50の水準の上にまだある。サービス業については、いつも申し上げているとおり、ユーロの場合は、金融機関、金融業が入っている。1月は金融業が結構下押ししたが、2月はどういう訳か、その部分が少しリカバーして、こういう仕上がりになっている。失業率は7.1%と引き続き低水準にある。消費も含めて需要サイドから懸念材料が幾つかあるが、所得サイドの背景にある失業率、雇用状況については引き続きしっかりしている、改善が進んでいるということなので、これらをどうやってみていったら良いかが今後の注目点かと思う。最後、物価である。ヘッドラインだけ出っていて、2月も+3.2%で、1月と同じ上昇率である。上昇要因としては、エネルギー、食料品である。

図表2-2、英国であるが、第4四半期の実質GDPが改訂され若干修正され+2.4%が+2.3%となったが、中身はあまり変わっていない。ただ、今回内訳をみると、純輸出はどういう訳かプラスに転じたが、総固定資本形成が減少、それから家計も減速という姿になっている。GDPの内訳として、3. サービス業活動指数であるが、ご覧のとおり12月前月比は

-0.6%。こういうものを織り込んで、先程の第4四半期の数字になる訳であるが、ある程度予想はされていた。今回のサブプライムローン関連のダメージを受けて金融業等の関連部門の活動低下が出始めている、とみられる。ただ、小売業は12月はマイナスで、今の話と合っているが、1月は逆にピックアップした。イースターホリデーの暦の関係で、イースターホリデー絡みの消費が前年に比べて先に出ているという説明がなされているが、もう少しみないと分からない。住宅価格の伸び率は引き続き鈍化していて、前年比+2.7%、水準的にみると、ピークよりマイナス方向に動いている。ただ、その幅は、米国に比べればまだ小幅でピーク比-2~-3%程度である。因みに、米国の住宅価格水準は、ケース・シラー係数、中古住宅販売価格いずれもピーク比-10%前後というところである。去年の秋頃にIMFがサブプライムローン絡みのロスを試算する時にベースとおいたのが、その位の下げ幅であった。その時に推定されたロス額は大体2,000億ドル。これまで発表されている累積の損失額は、大体それに近付いてきている。現在、市場では、住宅価格の下落は最終的には2割位まで行くだらうとみている。そういう意味では、現在はその道のりの半分まで下がってきている。それから、その2割に対応するロス額は4,000億ドル近辺という推定も出ている。そういう意味では、ある種予想どおりの動きはしているが、その金融システムに与えるダメージについては、また別の数字でチェックしていかなければいけないと思っている。

アジアの方に移る。図表3-1、中国であるが、1月の各種計数が出ている。10~12月は、全般的に、色々な景気過熱抑制策あるいは金融政策のタイト化で、経済活動が鈍ったかとみられる節もあったが、予想どおり、年が明けたら、ご覧のとおり輸出+26.6%、貸出+16.7%、マネーサプライ+18.9%という具合に伸び率を少し戻している。昨日から第11回全人代が開催され、約10日間開かれる訳であるが、そこで発表されている2008年の経済指標の目標は2007年と同じであるので、ほとんど意味がない。要するに、GDPでいくと、2007年同様+8%を置いている。他の数字も全部2007年と同じなのだが、一つだけ違う数字は物価である。ここまで

足許上がってくると、去年と同じ+3%という数字は置けないので、+4.8%という数字に置いてある。この+4.8%についても今後のパスに拠るが、発射台である1月がご覧のとおり+7.1%となっているので、本当に+4.8%は達成できるか懷疑的にみる必要があると思う。今年の経済政策について、目新しいものはない。財政政策は穏健になるが、金融政策は引締め気味でいく。金融政策で何をやるかというのは、今までやってきたような流動性吸収と書いてあるだけなので、特にメンションすることはない。

2. インドである。第4四半期のGDPは+8.4%で、これまでの流れからみるとスローダウンであるが、水準の高さを評価したい。コンポーネントでは内需がしっかりしている。図表3-2、NIEs、ASEANの方であるが、(1)の表に第4四半期のGDPが出揃っている。勿論、凸凹はある。シンガポールのマイナスについては、以前説明したと思うが、ケミカル、製薬関連でのラインの入替えに伴う生産サイドの振れで、景気のスローダウンとは関係ない。押し並べてみると、NIEs、ASEAN地域では、引き続き堅調に+5%位での経済成長が続いている、と評価できると思う。(2)は、懸念材料であった韓国の輸出である。12月、1月がマイナスを付けたので少し心配していたが、2月は取り敢えず若干のピックアップで+2.6%。ただ、四半期で1、2月を締めると、まだ前期比マイナスである。ミクロ情報でもそれ程良くなってきたという話はない。引き続き色々なことが懸念されている状況である。内需関連の韓国の機械投資推計指数の1月が大きくマイナスになっているが、これは単月の動きでもあるので、もう少し様子をみたいと思っている。最後に、(5)CPIである。韓国、台湾、タイ、インドネシア押し並べてじりじりと上がってきている。原因はエネルギーと食料品と共通している。インフレ絡みで申し上げると、オーストラリアが2か月連続で政策金利を引き上げている。やはり、景気の過熱感それから物価との関係でブレーキを踏まざるを得ない、ということである。取り敢えず以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

須田委員

中国で政策に変わりはないとおっしゃったが、人民元の為替についての書き振りが変わらないということか。

出沢国際局長

引き続き、弾力的に運営していく。程度についての強弱を匂わせるような表現はないという報告になっている。

須田委員

例えば保険会社、欧州の中小金融機関あるいは台湾、韓国といったバイサイドがサブプライムローン関連商品を保有しているのではないかという疑心暗鬼があるが、サブプライムローン絡みのロスがほぼ想定していたものになったのであれば、このような先はあまり保有していないという理解で良いか。

出沢国際局長

実績のところでは地域別に分かれているが、アメリカが約半分で、ヨーロッパが半分より少し少ない。残りがアジアとかその他地域である。その数字は今まで言われたこととギャップがない。それで、この先出てくるロスについて同様なことが言えるかというのがご質問の趣旨であれば、エクスポージャーの数字などが出されているが、それを信じる限り、その延長線上にあるということしか言えない。ただ、ヨーロッパで、もう少しロスが出てくるかもしれない。アメリカは、CEOとかが変わると、前の経営陣での悪い業績をどっと出す傾向がある。従って、同じ悪い材料でも、CEOが変わった会社は早めに出る。それでみると、アメリカの方がCEOが変わった証券会社あるいは銀行が多いように思うので、ヨーロッパはま

だじりじりと出てくるかもしれないが、アメリカは出し切っている会社が幾つかある。そこで、縮めてみると、今言ったようなことになるのではないか、とみている。

岩田副総裁

アメリカのインフレ期待について前回もお話があったが、大幅に利下げを行い、しかもドルがこれだけ下がっている。インフレ期待も少し上がっているというような記事もあるが、そこはどのように考えるか。

出沢国際局長

同じような点に気が付いている。定量的にチェックするためにTIPSのマーケットなどをみると、前回若干議論になったが5年先スタートの5年物フォワード・レートのブレイク・イーブン・レートは、10年物と5年物金利の動き方が、少し違っていたところで高くなっていたと思う。今回、足許をみると、10年物も5年物も全部押し並べて上がっていく中で、TIPSからみるスプレッドは1月の下旬と同じ位の水準、2.7%位だと思う。そういうことで、全般的なインフレ懸念が広がってきていると最初は申し上げた。それから、色々な要人、あるいは、アウトサイダーとは言わないが以前内部にいた方のお話とかみると、そういうことを気にしている発言が非常に目に付く。

福井議長

宜しいか。いつものとおり、ここでコーヒープレイクである。時間が中途半端であるが、15時15分に再開する。

(15時03分中断、15時15分再開)

福井議長

さて、宜しいか。それでは、また会議を始めたいと思う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

福井議長

国内の経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長から願います。

門間調査統計局長

それでは、まず、昨日法人季報が出ているので、本日追加で席上に配付している資料－4（追加図表）からご説明したいと思う。図表1であるが、＜法人企業統計・設備投資＞でシャドーが掛かっている10～12月は、前期比で－0.3%であった。新聞などで言われている数字であると、ここは－2.7%になるのだが、ご案内のように法人季報は年度毎にサンプルが変わり時系列に断層があるので、我々は脚注に書いてあるように、その断層を修正した系列に季節調整を掛け直して利用している。その断層修正済みの系列でみた前期比が－0.3%であって、概ね同様とみられる方法で、GDPの二次速報値に反映される。その結果、GDPがどの位下方修正になりそうかということは、後程改めて申し上げる。図表2であるが、四つのセクターに分けてみて頂くと、それぞれ太実線が設備投資である。全般に振れが大きくて特徴が掴みづらい動きになっているので、はっきり分かることだけ一つ申し上げると、大企業が強くて中小企業が弱いときれいに分かれている訳ではなくて、グローバル需要に一番近いはずの（1）の製造業・大企業もこの1年位はほぼ横這いだということである。設備投資の水準が既になんかなり高まってきていることからくる一巡感や、昨年途中まではIT関連の需給調整圧力もあったということが恐らく影響している、と思う。次に、図表3で企業収益である。今回の法人季報は、設備投資以上にむしろ企業収益に関して伸び悩み傾向を確認するものであったと言える。＜法人季報・売上高経常利益率＞についてシャドーが掛かっている部分を見て頂くと、売上高経常利益率は全規模・全産業で3.75%で、前期に比べ幾分低下している。1年前の10～12月期は4.01%であったので、それと比べても低下である。勿論、水準としてはまだまだ高水準であるが、

変化としては円高や原材料高等を背景に足許は減益になっているということである。図表 4 は、売上高経常利益率、営業利益率の四面グラフである。(3) の非製造業・大企業が足許比較的しっかりしているが、それ以外は全て少し弱い感じになっているということである。簡単であるが、この資料のご説明は以上である。

次に、事前にお配りしている資料-4 (参考計表) の説明に入る。最初に図表 5、6 で輸出をご覧頂きたい。まず、図表 5 で数字の確認であるが、1 月の実質輸出は前月比で+4.6%、四半期単位でみれば 1 月の 10~12 月対比が+5.2%で、かなり強い数字が出ている。図表 6 の太実線がそのグラフであるが、ご覧のように輸出の勢いについては、少なくとも 1 月までは全くと言って良い程衰えはみられない。ただし、留意点を三つ申し上げると、第一に一般論として 1 月は原計数が小さな月であるので、それを膨らませて作る季節調整値は振れやすい傾向がある。第二に、特に今年はその振れが東アジアの旧正月——春節——の影響で上振れ方向に出ている可能性がかなり高い、と思う。一般に中国等では、旧正月の間は貿易は停滞するが、その分、その少し前に輸出入がかなり活発化する傾向があつて、今年は旧正月が 2 月 7 日であつたので、日本からの輸出は 1 月にかなり増えやすいという傾向がある。この点、多少状況証拠になるが、図表 7 (1) の地域別の 1 月をご覧頂ければと思う。中国向けが+9.1%増えている。それ以外でも、台湾向けが+14.6%、香港向けが+9.6%、シンガポール向けが+15.3%と中華圏向けが相当増えているので、これは旧正月の影響と思われる。つまり、2 月は反動減が予想されるということである。それから、三つ目の留意点であるが、米国の景気減速の影響がこれから出てくることが引き続き懸念される、ということである。確かに 1 月の米国向けは、10~12 月対比でみると+1.6%であつて、足許までは意外に底堅い感じもあるが、主力の自動車の現地販売には幾分弱まる兆しもみられ始めている。図表 8 (3) の細折れ線グラフは日系メーカーの米国の現地在庫であるが、これが 12 月、1 月と少し上昇している。輸出の先行きに多少不安を感じさせる動きである。ミクロ情報でも、米国向けについては、自動

車関連やデジタル家電などを中心に景気の先行きを警戒する声が強まっているだけでなく、現に一部、パソコンや携帯関連の部品などで既に受注が減少している先も出てきている。それから、電子部品・デバイスの分野で言うと、必ずしも米国向けに限らず、例えば中国で携帯電話の在庫が積み上がり気味とか、韓国、台湾メーカーの一部で生産調整や受注のキャンセルが起こっているようであるといった話が出てきている。一方で、中国を含めて新興国、資源国の経済全般については、引き続き弱い話は聞かれていない。自動車や資本財、インフラ関連を中心に、新興国の需要は引き続き旺盛のようである。そういった情報を総合すると、輸出は先行き増加を続けるという判断で今月も良いと思うが、後程申し上げる生産予測指数の弱さなどを踏まえると、輸出の先行きに関する不確実性は引き続き強いと認識しておくべきかと思う。輸出関係は以上である。

図表 13 へ進んで頂き、先程の法人季報以外の設備投資の指標を簡単にみておきたいと思う。＜先行指標等＞の機械受注は、前回会合以降新しい数字は出ていない。次の建築着工床面積は1月分が出ていて、単月であると前月比-16%であるが、10～12月対比でみれば+1.9%と僅かながら増加している。10～12月は特殊要因による押し上げ効果があったことを考えると、1月のこの数字は比較的しっかりしていると思う。次に、設備投資の同時指標である資本財総供給については、1月分はまだ出ていないので輸出分を含むベースであるが、近似指標である資本財出荷の動きを図表 14 でご覧頂きたいと思う。(1) のグラフは4本線があるが、そのうち一番上の方にきている点線の折れ線が輸送機械を含んだ資本財出荷である。その一番右側が1月分で、少し低下している。この辺りをみて設備投資が減速と言っている報道もあるが、こうみると、この低下は基本的には増加トレンドの中の動きとみることができると思う。しかも、この1月の落ちはほとんど電力関連の振れであって、これに関してあまり心配する必要はないと思っている。図表 15 で、先行指標のグラフを確認しておく。機械受注は前月と同じであるが、製造業を中心に一旦中弛んだ後、最近はむしろ再び強くなってきている。(2) の建築着工床面積も、先程申し上げたよ

うに、回復傾向を辿っているということである。従って、最初に申し上げた法人企業統計だけをみると、設備投資はやや弱い感じもしなくはないが、様々な指標を総合的にみれば増加基調が続いているという判断が今月も適当であると考えている。設備投資は以上である。

個人消費関連指標のご説明をする。図表 18 の 2008 年 1~3 月の列の数字を上から順にみていく。基本的には 1 月だけの数字で、乗用車のところだけ 2 月分の数字も入っている。まず、8,000 サンプルの需要側統計、消費水準指数であるが、三角カッコ内の前期比でみて +3.4% と非常に高い伸びである。例によって、サンプル要因が大きく、実態かどうかは分からない。30,000 サンプルある需要側統計の家計消費状況調査については、今空白の部分である 1 月分が公表されているので、申し上げる。まず、10~12 月の前期比が -0.9% から -0.3% に改訂になっていて、それに続く 1 月の 10~12 月対比が +1.3% である。教育費が随分増えていて、振れではないかという感じもあるのだが、何はともあれしっかりしている。それから、乗用車販売台数も除く軽の季調済前期比でみると、3 四半期連続の増加である。さらに、家電販売も +5.6% で、値頃感が出てきた液晶テレビを中心に好調という具合に、耐久消費財は依然として堅調なトレンドをキープしている。他方、ここからは弱めなのだが、百貨店、スーパー、それからコンビニ、いずれも季調済前期比はマイナスである。外食も 7~9 月、10~12 月とマイナスの後、1 月の戻りは弱いという状況である。以上のように、個人消費の指標は強弱入り混じっているが、1 月は全体としてみれば最近の中では強い方である。少なくともハードデータをみる限り、底堅いという評価を変える理由は全くない。ただし、この 1 月のデータは先程の家計調査を中心に出来過ぎの部分があるし、消費者コンフィデンス指標が慎重化してきていることを踏まえると、やはり先行きについてはダウンサイド・リスクへの注意は怠れないと思う。個人消費は以上である。

次に住宅投資へいく。図表 23 である。＜新設住宅着工戸数＞に着工の総戸数があるが、1 月の総戸数が 118.7 万戸と改正建築基準法施行前の 120 万戸台の水準にかなり近付いてきた。四半期単位で 1 月の前期比をみると

+24.3%と、かなり順調な回復であって、対前年でのマイナス幅もこれまでの二桁マイナスから-5.7%にまで大きく縮小してきている。内訳をみて頂くと、持家は10~12月中に改正建築基準法施行の影響が既に概ね消えているので、足許の変化としては分譲や貸家系も着実に回復してきていることが特徴である。2月の下旬には構造計算プログラムも一件正式に大臣認定されるなど、改正法施行の影響が全体的にみても大分薄れつつあるように思われる。業界の声もそうになっている。こうした足許の着工状況からみると、GDPベースの住宅投資が1~3月は下げ止まるであろうし、少なくとも4~6月までにはプラス方向の動きが出てくることが期待できそうである。ただし、ここも注意点を三つ挙げておくと、第一に、先程の輸出と同じで、1月は季節要素が小さいために、原計数ベースでの若干の回復が季調済み計数では大きめに反映されやすいという特徴がある。それから、第二は、1月は貸家が随分良かったが、これは大口の着工があった模様で、場合によっては2月以降反動減が出るかもしれない。それから、第三に最も重要な点として、従来から申し上げているようにマンションを中心に住宅の末端需要は調整色が強まっている点である。ここから先の住宅投資の展望は、改正建築基準法の影響から実態的な需要動向へ焦点が移ってきていることかと思う。

住宅は以上であって、次に生産にいく。図表25の計表でご説明する。鉱工業生産の1月は前月比が-2.0%、10~12月対比では-1.5%と事前にイメージしていた以上のマイナスになって、今回新しく出てきた3月の予測指数もいま一つであったので、欄外にあるように予測指数を繋げた1~3月の予想は前期比-2.5%となっている。一般機械など当てにならない予測指数がマイナス方向で引っ張っているという技術的な要因もあるので、企業ヒアリング等を踏まえた我々の現時点での判断では、この予測指数程には弱くはないとみているが、それでも昨年後半強かった自動車や電子部品・デバイスを中心に、1~3月は多少マイナスとなる蓋然性が強まってきたと考えている。4~6月については、企業の方角感としては多少プラスの方角であるので、現時点では、その辺まで視野に入れて生産の

基調は当面横這い圏内という判断である。こうした 1～3 月の生産の弱さについては、本日ここまでみて頂いた輸出など、最終需要の指標に比べて弱いという感じは否めない。元々、指標それぞれに振れがあるという割り切りでも良いが、一つの可能性として、昨年秋位からの先行き不透明感の強まりに対して企業が生産姿勢を早め早めに慎重化させている側面が多少あるように思われる。その状況証拠位になりそうなのが、この計表で言うと、生産と出荷の動きの相対的な関係である。10～12 月は出荷が +2.0% に対して生産が +1.3%、1 月の 10～12 月対比は出荷が -0.5% に対して生産が -1.5% といずれも生産が弱くなっている。ミクロ情報でも足許悪くなっている訳ではないけれども、海外の先行きは心配であるという漠たる不安感は昨年秋頃から一貫して聞かれていたので、それが特にこの 1～3 月の慎重な生産計画に繋がっている可能性はあるように思われる。ただし、先程から申し上げているように、1 月の最終需要のデータは輸出、個人消費、場合によっては住宅も含めて出来過ぎの感じがあるので、今後最終需要が弱くなって、弱めの生産と結果的に辻褄が合ってしまう形にならないか、当面かなり注意してみていくべき局面か、と考えている。それから、在庫循環図を確認しておく。図表 28 で四象限グラフだけみて頂くと、直近 2008 年 1 月の白丸は、出荷が前年対比それなりに増加している一方で、在庫はほとんど増えていないことを示す位置にある。先程申し上げたように、企業が早め早めに慎重な生産姿勢を取っているので、在庫は積み上がり、基本的に良好なバランスが保たれている。従って、最終需要に多少のネガティブ・ショックが生じても経済に大きな逆回転が掛かりにくい状態にあることが言えるし、世界経済拡大が順調に今後続いていけば、生産がそう遠からず再び増加しやすいポジションにあるとも言える、と思う。ただ、逆に言うと最終需要次第でもあるので、この先の最終需要、とりわけ輸出と設備投資の状況如何によっては、生産の横這いなし弱含みがだらだら続く位のことが起こるリスクは排除できない、と考えている。以上が生産関連である。

次に雇用にいく。図表 29 である。＜職業安定業務統計＞の有効求人倍

率は過去の数字が遡及改訂されているが、大きな変化はない。直近、1月も0.98倍と1倍程度の動きが続いている。＜労働力調査＞の完全失業率も3.8%とずっと横這い状態で推移している。このように労働需給に関しては、総じて引締った状態のままで推移している。それから、人数の面であるが、雇用者数の前年比は1月は+0.5%と伸びが低下している。ただ、例によって振れが大きい指標であるので、一月だけでは評価しにくい状況である。一方、＜毎月勤労統計＞の常用労働者数は1月は+1.9%と、このところ+2%程度の伸びが定着しつつある。雇用は着実に増加を続けているという評価になるか、と思う。そして、1月は、名目賃金の所定内給与が前年比+0.6%と3か月連続でプラスになっている。11月、12月は前年の裏の可能性もあったので、私はかなり慎重に申し上げたが、1月は裏はない。1月は5～29人の事業所でサンプル替えがあったことの影響があるにはあるけれども、それを含めてみても、実態的にみても、団塊世代の退職に伴う追加的な下押し圧力が消えてきているもとで、強い人手不足感の持続を反映してじわじわ賃金が上昇し始めているとそろそろみても良いのではないかと考えている。アネクドタルな情報でも4月に施行される改正パート労働法なども念頭に置きつつ、非正規雇用の待遇改善、非正規社員の正規社員化といった動きも出てきており、それが平均賃金の押し上げに徐々に効いてきてもおかしくはないと考えている。図表33の雇用者所得である。以上の雇用と賃金の状況の結果、足許、所定内給与は少し良くなってきているが、冬はボーナスがマイナスであったので、足許の名目賃金はまだマイナス幅が大きい。雇用の伸びと合わせてみると、所得としては前年比+1%位の増加が続いている。先程申し上げた極く足許の所定内給与のプラス方向への動きなどを踏まえると、企業から家計への所得の波及は強まっているとまでは言いにくいにせよ、一頃少し懸念していたようなさらに弱くなっていくというリスクは取り敢えず回避されていて、そのことが恐らく個人消費の底堅さに繋がっている面があると考えられると思う。ただし、問題は、企業収益そのものの勢いがなくなっている。賃金のプラス幅が今後はっきりと拡大していくとこ

ろまではまだ展望できないと思う。雇用・所得関連は以上である。

次に物価にいく。図表 34 であるが、国内企業物価——C G P I——は、前回会合以降新しい指標は出ていない。1 月の前年比が+3.0%の大台に乗っているのが特徴である。本日は、普段あまりご覧頂いていない輸出物価と輸入物価をみて頂きたいと思う。10~12 月をみて頂くと、輸出物価で円ベースの前年比は-1.6%と、円高もあってマイナスに転化している。一方、輸入物価は、円高以上に原油などの商品市況の上昇が大きかったので、前年比+9.4%と大幅なプラスになっている。輸出物価が幾分低下で輸入物価が大幅上昇ということによる交易条件の悪化が、実は先程ご覧頂いた 10~12 月期の企業収益の圧迫要因になっていたということである。そういう目でこの 1~3 月の欄をご覧頂くと、輸出物価は-5.7%である。輸入物価は+6.8%である。そして、これは 1 月分だけの数字であるので、その後の円高及び国際商品市況の更なる上昇を踏まえると、1~3 月全体では、輸出物価のマイナス幅はより大きく、輸入物価でプラス幅もより大きくなる可能性が十分ある。つまり、1~3 月は場合によっては 10~12 月以上に交易条件が厳しくなる可能性があるので、世界経済の不透明感と併せて企業収益、企業マインド面への影響を注意してみていく必要がある。その国際商品市況の状況について、図表 35 である。(2) の原油、(3) の非鉄、穀物、全て強い状況が続いている。さらに、ここに図表などは付けていないが、新聞報道等でも盛んに報道されているように、鉄鉱石とか石炭とかレアメタルといったものも大幅に上昇していて、鉄鋼メーカーは今大体 1 トン平均 80,000 円前後の鋼材価格を、来年度は 100,000 円位まで 20,000 円位大幅に引き上げたいとして、需要業界と激しい交渉をする構えにある。こうした環境を先取りするかのように、スクラップや建設用鋼材は既に大幅に上昇していて、ただでさえ売れないマンションのさらなるコストアップに繋がるのが懸念される状況にある。以上が川上価格である。

次に消費者物価である。図表 41 に進んで頂きたい。(1) で 1 月は前年比+0.8%と 12 月と同じなので、折れ線グラフは横這いになっている。し

かし、実は統計上のラウンディングがかなりいたずらをしていて、個別要因の寄与度のグラフをみて頂くと、実態的には、1月の方が12月よりも上昇率が幾分高まっている。上昇幅の拡大は、財、サービスともにみられている。まず財は、点々印で示している食料工業製品のプラス寄与が拡大している。パンとか即席麺などが上昇している。それから、サービスについては、斜線部分の他のサービスが上昇している。クリーニング代や宿泊料などである。ただし、宿泊料は1月の曜日要因による一過性のものかもしれない。このような動きに特段のサプライズはなく、先行きについても為替相場や原油市況に大きな変化がない限り、CPIは+1%近辺での動きが年央位までは続き、その間、月によっては+1%台に乗ることがあっても全然おかしくないというこれまでの見方で引き続き良いかと思う。ただし、図表42、除く食料・エネルギーでみると、CPIは直近でも依然として-0.1%であることも同時に念頭に置いておく必要があると思う。

以上が今月の指標の説明であるが、最後に図表1に戻って頂いて、ここでGDPのお話をさせて頂く。10~12月のGDPの復習である。(2)の表である。10~12月期の実質GDPは前期比が+0.9%であったが、先程の法人季報あるいはそれ以外の今後追加的に反映される指標を踏まえると、かなり暫定的であるが、この+0.9%は+0.6%位まで下方修正される可能性が高いと現時点ではみている。それから、前回会合の時に、実質GDPはしっかりしていたが、名目GDPについては所得形成面では減速がかなりはつきりしていると申し上げた。そのことを改めて確認して頂くために、本日は図表2の資料を用意した。まず、(1)のGDPデフレーターは、前年比を書いた折れ線グラフの右端が大きく落ちていて、数字で申し上げると、GDPデフレーターの前年比は-1.3%である。このマイナス幅の拡大が、名目GDPの減速をもたらしている訳である。GDPデフレーターは、概念的には物価指標としての側面と交易条件指標としての側面と両方を持っていて、大雑把に言えば、内需デフレーターが物価指標としての側面に、外需デフレーターが交易条件指標としての側面に概ね対応する。そのことを念頭において要因分解をみて頂くと、物価指標としての側面で

ある内需デフレーター——グレーの部分——はむしろ上がっている。消費者物価が上がったことなどを反映している。従って、単純にデフレが進行したという話ではないことが分かる。むしろ、外需デフレーター——白い部分——が大幅なマイナスになっている。これが効いている訳で、交易条件の悪化に他ならない。これをさらに輸出面と輸入面に分けたのが (2) の図表であって、先程ご覧頂いたようにまさに輸出価格が少し下落して、輸入価格は大幅に上昇、両方ともGDPデフレーターの押し下げに大きく寄与していることが10~12月期の特徴である。さらに、この交易条件の変動による内外所得の移転効果を実質化したものが、(3)のグラフの交易利得と呼ばれる概念である。黒く塗ってあって近年下の方に出続けている部分が、交易利得である。交易損失がずっと起こっている。交易利得は、ちょうど国際商品市況の上昇トレンドが鮮明になった2004年位からずっとマイナス。それだけ日本から海外に対して実質ベースで所得が移転している、ということである。これは、ディメンジョンとして実質概念であるから、実質GDPと足し合わせることができて、実質GDPプラス交易利得を実質国内総所得——GDI——と呼んでいる。それをこの太い折れ線で示している。そうすると、足許の10~12月期は、点々で示した実質GDPは全然減速していないけれども、交易利得のマイナスが大きくなったために実質GDIは減速していることが分かる。数字で申し上げると、10~12月期のGDPは+2.0%であったけれども、それに対応する実質GDIは+0.6%に過ぎなかったということである。ただ、所得に焦点を当てるならば、本当はGDIでは話が閉じなくて、海外の現地法人で稼いだ所得も勘案すると、それが海外からの所得純受取であって、その部分も合わせたものが細実線の実質国民総所得——GNI——である。GNIについては、先程のGDIより伸び率が一貫して高いが、足許の変化としてはGDPとは逆方向で減速している。そして、この1~3月にどうなるかを想像してみると、特に1~3月は前年が高かった裏もあるから、実質GDPそのものが前年比では減速する可能性が高いとみられるうえに、交易利得は先程申し上げたように10~12月期以上に厳しくなりそうであるため、

それらを足し合わせたGDIは前年比でマイナスに突っ込んでいく可能性が十分ある。2002年以降なかったことが起こってしまう可能性がある、ということである。そのこと自体は前年の裏もあるから殊更強く申し上げるべきではないかもしれないが、1～3月期は前期比でみても生産が横這いないし弱めという状況であるから、足許景気が減速していることはまずかなり明らかになってきていることかと思う。

この状況を生産・所得・支出の好循環メカニズムに即して言うと、10～12月辺りから所得のところはかなり怪しくなっていて、1～3月は生産もやや怪しい。この間、輸出を中心とした支出面だけは持ち堪えているのが今の状況である。こういうアクロバティックな組み合わせが長く続くことは有り得ない訳であって、我々の標準シナリオでは、海外経済が拡大を続けるので、生産は増加していく、従って、交易条件は今暫く苦しくても、数量効果で企業収益が支えられて、雇用の増加も続くので、家計の支出も崩れない、その交易条件についても、円高と原材料高の逆風は段々収まってくる、というシナリオを想定している。つまり、生産・所得・支出の今の一時的なアンバランスから生産と所得が回復して、バランスが取り戻されていくというシナリオである。私はそういう標準シナリオを現時点では維持することで良いと思うが、当然リスクとしては生産・所得面の弱さがここから後の設備投資や個人消費の弱さに繋がってしまう可能性もある。このナロー・パスをどのように渡り切れるかどうかは、海外経済に相当依存すると思う。在庫や設備の面で引き続き調整圧力は基本的に存在していないから、仮に綱から足を少し位踏み外しても大怪我をする可能性はあまりないと思う。しかし、生産・所得・支出の好循環が一旦途切れるような感じになる局面がないとも限らないというリスク感覚を持ちながら、当面注意深く情勢を点検していくべきと考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があれば、どうぞ。

須田委員

今おっしゃった一旦途切れるというのはどういうイメージか。

門間調査統計局長

三基エンジンがあるとして、三基エンジンのうちに所得は企業収益が相当弱まってきている感じがあって、生産も黄色信号か赤信号か、その中間位という感じかと思う。ただ、支出のエンジンだけは今のところ一応まだ回っているので、三基のうち一基だけが健在ということだが、そこが止まってしまうと全面ストップであるから、その時は途切れることになる。従って、1～3月の設備投資、個人消費、それから輸出は取り敢えず1月は良いが2、3月以降どうなるのか。その辺りが一番大きなポイントで、基本的には設備投資も輸出面で変調があれば弱まってくる蓋然性が高いから、やはり最終的には海外経済の状況に依存する面が非常に大きいと思う。

水野委員

海外経済と商品市況が重要である。なぜかと言うと、この1か月間で起きたこととして、企業収益に非常に心配な数字が出てきており、今度の短観でダブルチェックすることになると思う。特に短観で企業収益が減益といった話が出てきた場合、今まで生産・所得・支出の前向きな循環が幾分弱まっているという表現にしていたが、その判断を維持することは少し困難ではないかと個人的には思う。まだ、今の段階では基本的に同じメカニズムは維持されていることをシェアする。ただ、私は心配だ。

門間調査統計局長

金融面で責任共有制度とか色々な制度的な変更もあって、クレジット・リスクを取るという金融機関の姿勢が少し弱まっている感じがなくもないので、その辺りを含めた中小企業の動向には依然として懸念はある。し

かも、ここ許の原材料高である。それらのもとで中小企業がどうなっていくのかは、引き続き大きなポイントだと思う。ただ、先程ご覧頂いたように、今のところ機械受注とか建築着工といった先行指標はそれ程弱くはない。むしろ、足許、機械受注などは昨年の中弛みから回復してきている感じがあるから、今の段階で設備投資についてあまり大きな懸念を持つ必要はないのかもしれないが、やはり大元の企業収益が弱いこと、それから不透明感が強いことを踏まえて、今度の短観の 2008 年度計画辺りは大きなポイントなのではないか、と思う。

須田委員

春節の絡みで、1月の輸出が結構強い。輸入をみると、中国からの輸入は1月-0.6%となっているが、理由は何か。

門間調査統計局長

このところの中国からの輸入ということか。中国からは…。

須田委員

他からの輸入は強い。

門間調査統計局長

アネクドータルには、食品関連の影響が多少あることを聞いている。

須田委員

あともう一点。建築着工床面積は、私の想定より少し早く戻った気がしている。改正建築基準法の波及効果を心配していたが、その部分はあまり心配しなくても良いか。

門間調査統計局長

元々どの程度の心配かということに拠るので、凄く難しいご質問だと思います。

う。建築着工床面積をみると、改正建築基準法の影響による減少で元に戻るだろうとしていたところは、ほぼ順当に戻ってきていると思う。その意味では想定どおりであるが、大元になるマンションを中心とする販売状況は例えば半年前よりも大分悪い。谷を越えてもここからあまり山になっていかないという業者も相当増えてきていると思うので、その意味ではトータルでみれば心配は数か月前よりも少し増しているのではないかと私は思う。

水野委員

1～3月のGDPベースの住宅投資について、進捗展開していくと、若干のマイナスがまだ残ってしまうであろう。

門間調査統計局長

なかなか微妙である。持家の着工面積が割と早く回復している。持家はGDP統計での進捗展開が割と早いので、そちらの影響で1～3月はひょっとしたらプラスになるかもしれない。ただ、いずれにしても、明確なプラスでは恐らくなくて、先程申し上げた下げ止まり位の範囲の動きではないかと考えている。

岩田副総裁

一点だけ、雇用者所得について。GDPベースの雇用者報酬だと、第4四半期は確か前年比+0.2%位の非常にゼロに近い数字だったと思うが、毎月勤労統計でみると、安心まではできないけれど+1%以上あるので、底堅い、まずまずいけそうだと思う。しかし、このところこれらのギャップが少し大きい気がするがどうか。

門間調査統計局長

ご案内のように、基礎統計がGDPベースである雇用者報酬は、ここにある数字で言うと、労働力調査の雇用者数を基礎としている。それでも

+0.2%程弱くはないけれども、10～12 月期前年比+0.9%である。毎月勤労統計は10～12 月期+2.0%であるので、そこで1%位乖離がある。この弱い方の数字を使って、GDPの雇用者報酬を弾いているので、ある程度弱くなる。それと、勿論時間の要因なども勘案しているからそれを全部含めて計算すると、そのような感じになる。しかし、元々、雇用者報酬の特に2007年度の前年比については、退職金が上手く推計されていないことが一番大きな問題で、あの雇用者報酬程、家計部門の所得は弱くはないとみておくことが妥当か、と思う。

中村委員

同じく雇用についてだが、所定内給与は昨年前半はマイナスであったが、足許は+0.6%である。先程も非正規から正規へのシフトとか色々な説明があった。これまでは、給与が主として中小企業で上がらないという理解であったが、そこが上がってプラスになったのか。そうでなくて、数字の取り方の綾で、実態はそれ程変わらないのか。大企業で利益を上げている先でも臨時手当は出すものの、所定内給与については抑える方針でやってきていると思う。給与が上がっているという実感はあまりない。また、消費については消費マインドが景気ウォッチャー調査に出ているように大幅に悪化しているにもかかわらず、底堅いというか、そう悪くないこともしっくりこない。1月の消費をみても何か分かりにくい気がする。

門間調査統計局長

この辺は、我々もかなり時間を使ってデータをみても分かった感じになかなかならないところである。今おっしゃられたことが、色々なことが全てあるのだと思う。まず、統計的なことで言うと、毎月勤労統計で5～29人という小規模のところは、半年に一回サンプルが変わる。1月と7月に変わって、たまたま今回1月、比較的高めのサンプルが入ったということで、多少非連続で上がっている。図表31の(2)をみて頂くと、パート比率が足許はかなり低下している感じがある。一番右側が1月で、前年差で言

うとほとんど増えていない。ただ、これも注意事項があつて、現時点では速報値でみているので、確報値になると結構上がる可能性がある。ただ、既に確報値になっている前月、12月のパート比率をご覧頂いても、それまでに比べると上がり方が小さくなっている感じがある。また、ミクロで聞くと改正パート労働法はそれなりに気にしているようであるし、改正パート労働法そのものだけではなくて、雇用慣行全般に関するコンプライアンスの強化——偽装請負は良くないとか、日雇い派遣も常態化しているのであれば常用雇用にしろとかいった様々な世間からの目も、多少気になる——や人手不足もあるし、雇用の安定を図る方向に雇用形態を変える動きは現に出ていることは事実である。そういうことが少しはあるが、その変化は非常に小さい状況なのではないか、と理解している。

亀崎委員

労働需給が需要超過の方向で推移すればいずれは賃金が上がっていくという見解を今までずっと維持してきたが、現実にはなかなか上がっていない。企業は需要タイトという点はパートで補っており、今までもパートがどんどん増えてきた。図表29をみても、全体の有効求人倍率が0.98倍である一方、パートの有効求人倍率は物凄く高い。パートは1,700万人を超える位までずっと増えてきている。例えば、団塊世代で退職した人達は週に3日とかで再雇用される訳である。これに伴い、完全失業率は下がる。また、パートの時間当たり賃金も上昇している。ところが、パートの労働時間は凄く少なくなっているので、パートの人達の数が分母に入る限りにおいては、一人当たりの賃金の数字は上がらない。ところが、賃金×雇用者数で算出される雇用者所得の総和は当然上がる。そのような情勢のもとで、労働需給の需要が超過になっているので、いずれ賃金は上がっていくだろうと言っても、実際には賃金はなかなか上がらない。賃金はパート比率が上がれば上がる程、上がらない訳である。従って、需要超過で賃金は上がると言っているのであるが、その中身をもう少し丁寧に説明する必要がある。

門間調査統計局長

説明という意味では、分かりにくいかもしれないが、いつも金融経済月報の賃金のところに、毎月、脚注としては相応しくない位長い脚注が書いてある。その中にパート比率が上がって…。

亀崎委員

確かに脚注には書いてある。

門間調査統計局長

パート比率が上がっているから、あるいは、その中でも短時間のパートが増えているからとか、という説明はしている。そのところが、今月から少し変わってきている。先程ご覧頂いたように、パート比率の上がり方が小さくなってきている感じもある。恐らくそれも含めて人手不足をある程度より安定的な雇用で確保していこうとか、パートも一般労働者も少しずつ賃金を上げていくといった動きが足許起こってきている感じがしている。それを今の段階で明確に言える程、証拠が揃っている訳でもない。何か図表を1枚付けるともっと言いやすくなるという程、クリアな証拠はない。従って、例えばもう少しデータの蓄積を待って、これで説明すると説明しやすくなるというものが出来れば、それを使いながら、より説明の精度を高めていきたい、と思っている。

亀崎委員

確かに説明が脚注に書いてあるが、普通はなかなか目が行きにくいので、生産・所得・支出のメカニズムにおいて、所得が然程上がらないという説明をいつもしなければならなくなっている。賃金がなかなか上がらない背景について、今の説明——パート比率が増える限り、賃金はなかなか増えない——をすれば凄く分かりやすいと思う。

門間調査統計局長

ここからの本当の 이슈は、そのことだけではなくて、冒頭、私が申し上げたように、そもそも生産・所得・支出の好循環がきちっと回っていくのかどうかというところである。労働需給のタイト化が少し賃金のところに表われ始めているかという感じがする一方で、大元の企業収益が少し弱まってきているから、これが生産の横這い状況の長期化に繋がってくるとすると、今度は雇用も増えなくなってくるし、それから労働需給のタイト化自体が少し緩んでくる可能性がある。そこがどうか、というより根本的な判断を、これから数か月間下していかなければならない。労働需給がタイト化しているが、賃金が上がっていかないというところだけの単純な説明では、今の状況では十分に世の中の疑問に答えにくい。我々の判断としても、むしろこれまでのような労働需給のタイト化が今後も続いていくのか、その背後にある生産でしっかりとした基調が続くのかどうかの判断がより重要になってきている局面だと理解している。その辺り、是非一緒に考えて頂ければと思う。

水野委員

今の点で二つコメントがある。一つは、中小企業において、既に労働需給がタイトとはもう言えない状況になってきているのではないかと。二点目のコメントとしては、スキルドレーバーが減ってきている。パートタイマーである人がなぜパートタイマーかというと、スキルがないからだという人が多い。企業からすると収益が上がらないから払えないという部分もあるけれど、そもそもスキルがない人に払うインセンティブがない訳である。スキルの教育とか職業訓練とかいうことも含めてやっていかないと、なかなか賃金が上がらないところまでできてしまっている。全体的に生産年齢にあるスキルドワーラーが減ってきており、もう増えないはずである。賃金が上がりにくいことは、ある意味、人口動態的にも整合的である。企業あるいは派遣会社も、実際に雇ってもそのまま即戦力にならないと言っているという状況だ、と思う。

中村委員

人口が減る一方で、雇用者は増えている。家庭の主婦、それから従来であつたらもう隠居している人で70歳位まで働きたいという人が結構いる。ただし、こうした高齢者とか60歳を過ぎた人は一定額以上給与を貰うと年金が却って減るから、ある程度で抑えておこうとかしている。この間、タクシーに乗ったら、運転手は年金を貰っているので週1日か2日位しか働かないとのことだった。昔は少なかったのだろうが、これから社会が高齢化していくと、こういう人の数が結構馬鹿にはならない数字になる可能性もある。そういう人が現われたら、正規社員の給料はなかなか上がらないと思う。このように、雇用形態とか賃金は物凄く多様化しており、所得にも色々な形態がある。

西村委員

経済学的に考えれば、必要なのは労働投入当たりのコストであるから、時間当たり賃金である。時間当たり賃金をみれば、確かに上がってきている。変動が激しいため、全体のトレンドをみるのは極めて難しく、我々としては所定内給与でみがちだということはある。従って、一人当たりの賃金はあくまでも今まで便利だったから利用してきたと考えなければいけなくて、本当は労働投入当たりのコストがどれ位になっているかをみる必要がある。だから、先程言及された短時間しか働かない人についてみる時には、時間当たりの賃金をみななければならない。それをパートでみれば、明らかに上がってきている。ただ、全体としても、時間当たりで賃金を払っていないところが多いから、その影響があつて時間当たり賃金の上昇が一人当たり賃金に波及するまでにかなりのラグがある。このことがみにくくしていることはあると思うが、基本的には時間当たり賃金をみれば良い。

水野委員

いずれにしても雇用形態が多様化してきているので、労働需給という言

葉を使う時、気をつけて使わないといけないと思う。それから、時間当たり賃金でみていく方が適当なグループの雇用者がいる一方で、会社でアセットと言われている人達は年俸でみている訳である。大企業の方に聞くと、働いている方も使っている方も年俸制で、時間当たり賃金という意識がない。従って、説明する時に難しい感じがある。

門間調査統計局長

個々には難しい話が沢山あって、ご指摘のとおりなのだが、我々はマクロで大体どうなのかという需給ギャップ的な感覚を持つ必要がある。そこで、時間を調整してみたり、トレンドの測り方を変えてみたりとかして、これまでも試行錯誤、七転八倒しながら、色々な指標を提示させて頂いている訳である。おっしゃったような構造変化をなるべく早く反映させると同時に、しかし、データにノイズもあるから、その辺のバランスをよくみながら、マクロ的な判断をしていくことに尽きると思う。

野田委員

せっかくのこういう構造変化をデータの蓄積で捕まえたいとおっしゃったけれども、先程の説明のとおり、ここ数四半期、成長が弱まっているから、その影響が労働需給に遅行的に現われてくるとすると、それがまた循環的にみえにくくなる惧れもある。そういう意味では、先程の説明を聞くと、今後難しい局面である。

水野委員

また、経営の停滞が長いと、異なった雇用形態が採られることも・・・。

野田委員

構造的な問題として捉えてきたけれど、需給が少し弱くなると、またみえにくくなるという惧れを持っている。

須田委員

物価が上がり生活給的な観点から賃金を上げようという動きは出ているか。

門間調査統計局長

否。そういう話は聞かない。

福井議長

需要ショックというか、内外需要の変化、それから交易条件ショックが、今まで保たれてきた循環メカニズムにどういう影響を与えるのかをみる必要がある。収益がプロフィット・サイクルの中で伸び悩んでいるということはあるが、収益レベルそのものは収益率でみても製造業、非製造業とも非常に高い。それから、中小企業も零細を除いてみると、収益額は非常に高いレベルにある。つまり、ショックの吸収力が相対的には大きい。このことも計算に入れて、もし色々なシミュレーションが可能なら少しやっておいて、次の短観が出た時に、それとの対比で短観をどう読むかというふうにした方が良いと思う。今度の場合は、できれば、短観が出て初めて一生懸命何かを読み取ろうというのではなくて、シミュレーションを事前にやっておくことが適当かという感じがする。

水野委員

短観の新年度の事業計画は調査時点が6月にならないとなかなか分からない。3月短観でもDIはDIとしてみれば良いのだが、2008年度の計数については、特に大企業などは6月調査にならないと使い物にならないところもある。

福井議長

要は、マインド的に振れやすい局面の短観だから、少し前もって道具立てをもって読むようにしていった方が良いということである。

水野委員

計数の分析は3月短観一発で勝負はつかない。ただ、マインドが悪いのは恐らくそうなので、世の中はそちらに影響されやすいだろうという気がする。我々もそれに振られ過ぎないようにということだと思う。

福井議長

他に宜しいか。特に宿題を出している訳ではない。普通の作業の流れからいって、そうなるのではないかとやっているだけである。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

福井議長

最後に、金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長からお願いします。

雨宮企画局長

金融環境をご説明申し上げる。このタイミングであると、金融環境関係の変数で貸出とかマネー、CP、社債の残高などはまだ出ていないので断片的になるのだが、基本的にはこれまでの判断を変える必要はないと思っている。すなわち、企業金融を巡る環境は全体として緩和的である。ただし、この数か月、若干注意を要する点として二点。一つ目が中小企業——むしろ零細というべきであろうと思うけれども——を中心に資金繰り、貸出態度がやや悪化傾向にあるということ。それと、直接市場では下位格付け先のうち特定業種で社債の発行環境が厳しさを増していること。この二つの点は引き続き確認されるということである。別添の資料であるが、今申し上げたとおり貸出がまだ出ていないので、資料-5(参考計表)の「金融環境の現状評価」参考計表の図表1、図表2は省かせて頂き、図表3をご覧頂きたい。貸出の全体の数字は新しい数字が出ていないが、計表を差替えたものがある。図表3、(2)の貸出の内訳計数であるが、今まで四半期計数を出していた。実際、貸出の内訳を規模別、用途別、業種別で全部

クロスセクションで分けて分析するためのデータは四半期に一度しか出ないのだが、企業規模別、資金使途別だけは毎月出ているので、この後の中小・大企業の動き等をみるためにこの表だけ月次に替えている。＜企業規模別、月次＞をご覧頂くと、一番右端に1月の数字が新たに入った。最近数か月の傾向——すなわち大企業向け貸出はプラスで、しかもプラス幅の拡大がまだ続いているのに対して、中小企業がマイナスであるという特徴——は1月、更年後も窺われることがみて取れる。それから、企業の資金調達コスト、貸出金利関係である。図表4で約定平均金利を中心にみると、引き続き貸出金利は横這いという判断で宜しいかと思う。2008年1月の約定平均金利のうち、短期（除く交付税特会向け）をみると1.937%である。12月は元々短期の金が出て若干金利が下がるので、その前の10～12月の平均と比べると、1.96%前後であるので、全体として横這い範囲内ということかと思われる。

それから、企業金融関連の指標である。これも来月短観も含めてということになるが、出ているのは中小公庫、商中辺りのDIである。図表6の＜資金繰りDI＞で、中小公庫、商中をご覧頂くと、若干の凸凹があるが、引き続き資金繰りDIは水準的には高いが、どちらかと言うとマイナス方向に動いていることがみて取れるし、＜金融機関の貸出態度＞は中小公庫しかまだ出ていないが、2月は38.6%ポイントと極めて緩いレベルではあるが、その緩い程度は少しずつ小さくなってきている。イメージで確認して頂くと、図表8、(1)の中小公庫、商工中金、国民公庫である。ただ、何度も申し上げているとおり、若干悪くなり始めている、あるいは、良さが後退していると言っても、この太実線と細実線の中小公庫、商工中金はまだレベル的には非常に高い訳である。問題になっているのは国民公庫が対象としている零細であるが、これはまだ四半期データで、この線の一番端は10～12月であるので、これは1～3月のデータが4月に出たところで、また全体感を判断したいと思う。(2)の企業からみた金融機関の貸出態度も状況は同じであって、昨年後半から下向きに垂れてはいるけれども、全体としては引き続き極めて高い水準にある。緩和方向にあるということだ

ろうと思われる。以上が貸出関係である。

直接市場関係で、図表 10 の社債の発行動向である。＜国内公募社債の発行額＞で社債の発行額は 2 月も 6,800 億円と、全体としては引き続き順調な発行が続いている。この 2 か月の特徴として、B B B 格の発行が抑えられてきたことを報告してきた。2 月単月でみると、B B B 格が 620 億円発行されている。これは今起きている典型的な事象であるので若干詳しく申し上げますと、この 620 億円の内訳は 2 件だけである。1 件は 550 億円で、これは製造業におけるマネジメント・バイアウトのための資金調達を社債で行ったというもので、その意味では投資家からみるとややリスクが感じられる案件だと思う。M B O の資金である。このスプレッドが 170bp 付いた。もう 1 件は R E I T、不動産ファンド関係の社債調達であるが、このスプレッドは 250bp 付いた。日本の昨年後半の B B B 格の発行スプレッドは、企業によって大きく差があるけれども、大体のイメージは 100bp であった。今でも、例えば商社の下の方のように B B B 格の先で発行を見合わせている先もある。基本的には今業況が良いので、キャッシュリッチなものだから、B B B 格で発行を若干見送っても何とか間に合う先は発行していないが、逆にどうしても発行せざるを得ない先はかなりのスプレッドになってしまうという状況なのだと思う。そういう意味では、B B B 格の特定業種が厳しくなっているということであるが、こういう社債市場の状況を背景に直接市場全体が厳しくなっているということではないと思っている。それから、＜エクイティファイナンスの状況＞である。こちらも久し振りに数字が大きく出ている。転社が 2 月、1,030 億円、株式調達額は 2,230 億円ということである。これには特殊要因があって、転社 1,030 億円のうち 700 億円、それから株式調達 2,230 億円のうち 500 億円が消費者金融の 1 社だけでの調達であるし、その株式調達額の 500 億円は過半が社長の個人引き受けという第三者割当てであるので、非常に特殊な例かと思う。社債市場全体の発行のイメージであるが、図表 13、(3)、この 1 年間の社債発行額のイメージをご覧頂くと、このとおり斜線の B B B 格については、発行が細ってきてはいるが、全体としては低金利を梃子に順調な

発行が続いているということである。

それから、図表 15、マネー関連では、まだマネーサプライ、M2 + CDは出ていない。一昨日、マネタリーベースだけ出ているので、この1月に続く数字だけ申し上げると、マネタリーベースで2008年1月の-0.1%に続く2月の数字は若干のプラスで+0.1%であった。特徴点としては二点あって、一つは日本銀行券の発行高の伸びが1月+1.5%の後+1.1%と低まっているけれども、日銀当預が1月-14.4%の後、2月は-9.3%という格好でマイナス幅を縮小させていて、これを主因にマネタリーベース全体ではまたプラスに戻ったということである。銀行券の発行高については、何回かご説明したとおり、先程の中曽金融市場局長からのゆうちょの金繰りと関係している話であるが、民営化以降やや厚めに現金を持っていたものを段々圧縮しつつあることがこの伸び率低下の主因であろうとみている。マネー関連は以上である。

企業倒産の関係は、前回の決定会合の前日に数字が出て、全体の数字だけ前回の決定会合で申し上げた。図表 19 の〈倒産件数・負債総額〉の倒産件数の1月の1,174件という数字だけ申し上げたが、若干付随情報を申し上げると、まず一つは負債総額が5,812億円と若干大きい、これは例の麻布建物の系列会社、六本木開発の清算、1,340億円が入っているので、これを除くベースだとそれ程大きくない。1件当たりの負債額は5.0億円と書いてあるが、これを除いて計算すると、1件当たり3.8億円であるので、引き続き小粒ということで変わりないと思う。業種別には、元々凸凹が大きい、〈業種別内訳〉で昨年の10~12月から達観してみると、建設が増えているという印象である。10~12月の建設の前年比が+14.7%、その後、11、12月と凸凹があるが、1月+8.4%であるので、業種別にはこの辺が特徴かと思う。図表 20 (1) で2007年分の年間の倒産の数字も出たので、ざっと過去を振り返って頂く。倒産件数は2001年がピークであって、2001年の月平均は1,597件だったが、それがその後徐々に減少していた。しかし、足許少し増え出して、2007年の平均は1,174件であった。増え始めているが、まだレベル的には非常に低い水準にあるというこ

とかと思われる。

最後にマクロ金融環境の関係で、インフレ予想は新しい数字が全く出ていないので、図表 21 は省略させて頂く。図表 22 で実質金利ギャップ——実質金利と成長率の差——は、前月から申し上げているとおり、一応計算上はC P Iがプラスになっており、実質金利がもうマイナスになっているので、こうやって計算した緩和度合いは少し深くなっている。それに対して、(2) はまだ中身の業種別の分析ができていないので、数字は延長しなかったが、昨日法人季報が出ているので、一番右端がもう 1 ノッチ伸びている。具体的にどう伸びているか申し上げると、先程、門間調査統計局長の方から説明があったとおり、上のグラフでR O Aは収益が悪化しているので、このグラフより太線は 20bp 位下がっている。これに対して、金利は 10～12 月までは上がっているので、平均支払金利も 10bp 位むしろ上がっている。結局、R O Aが 20bp 下がり、支払金利が 10bp 上がるという格好で、＜平均支払金利とR O Aの差＞は、合計 0.3%ポイント程、緩和度合いが小さくなっているという図になっている。ただし、これを差っ引いても極めてマイナス方向に大きい状況には変わらないということか、と思われる。いずれにせよ、今月はデータが足りないので、来月D I指標とこの辺のマクロ的な金利判断の業種別の動き等々も分析したうえで、また改めてご報告申し上げたいと思っている。以上である。

福井議長

ご質問等があれば、どうぞ。

岩田副総裁

消費者金融の過払い請求の問題は、もうピークアウトしたと考えて良いか。

雨宮企画局長

請求そのものであるか。むしろ、これから長く細く出る。

岩田副総裁

細く出るのか。

雨宮企画局長

準備状況は、銀行系の消費者金融は銀行と組んで大分準備し始めたが、非銀行系というか独立系は遅れて手当てを始めているところであって、資本増強といった手当てが遅れたことの表われだろうと思う。影響はまだこれから出てくると考えた方がよい。

岩田副総裁

それから、BBB格だと社債のスプレッドがかなり膨らんでいるというのは、倒産リスクが意識されているからか、それともグローバルな……。

雨宮企画局長

そこは、両方あると思う。元々、日本の社債市場では、昨年サブプライムローンに伴う市場の混乱が発生した時に、数ノッチ、スプレッドが拡大した。全体的にサブプライムローン問題の影響で、国際的な機関投資家のリスクテイク姿勢が後退している点は影響していると思う。それに加えて先程から話題になっているような日本国内の企業業績の不安等々も出始めて、特に今は低位格付け先の特定業種に対する警戒感が強くなっていると思う。

野田委員

日銀券の伸び率が足許さらに下がった。これも先程の説明のとおり考えて良いのか。

雨宮企画局長

日銀券は予想すると大体翌月外れる。去年の後半、+1.7%まで伸びて、

これは何だろうかということで、例えば消費が底堅いことと関係があるのかとみたのだが、この間の動きについて言うと、基本的には厚めに持ったゆうちょの圧縮で説明できると思う。

岩田副総裁

もう一点。最後の図をいつも私はインプレッシブにみているのだが、金利面でみて緩和の状態が 2003 年位から、何と云うか、パイプラインに沢山詰まっていると思う。それにもかかわらず、特に内需の減速が起こってしまう。私の仮説では、これは交易条件の悪化が原因と思っているのだが。

雨宮企画局長

前も岩田副総裁からご議論頂いており、緩和にもかかわらず減速が起きるとすると、所得流出等々も含めて外需的な要因のショックがあると考えられる。もう一つは、何度も申し上げており、マクロ的な金融環境は例えばバブル期と比べても今の方が緩和の度合いが大きいけれども、本当は経済主体の期待収益率あるいは実物資産収益率でも期待がどの位あるのか等と比較しなければいけない訳である。期待と比較するためには、期待収益率と期待インフレ率の両方が分からないといけなことになるので、多分、極めて緩和的であるというところまでは言えるのだろうが、それがネガティブなサプライショックをオーバーライドできる程緩和的かという細かい水準の判断になると、色々なことをヘッジしながらみなければならないと思っている。

福井議長

それでは、今日の議題は終了した。明日であるが、午前 9 時に会議を再開する。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、今日はこれで閉会とする。

(16 時 27 分中断、7 日 9 時 01 分再開)

福井議長

宜しいか。それでは定刻なので、決定会合第二日目を開催する。今日の議題であるが、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、議案の取り纏め、採決という順に進み、そして後で金融経済月報の基本的見解の決定、それから 2 月 14 日及び 15 日開催分の議事要旨のご承認を頂くという順に行いたいと思う。本日、政府から、財務省森山副大臣にお越し頂いた。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。どうぞ宜しくお願いする。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。そのことを前提として皆様方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、あるいは閉会後報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂きたいと思う。これまでそうしている。今回もそのような取扱いとしたいと思うので、宜しくお願い申し上げます。

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移る。最初は金融経済情勢に関する討議ということで、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解の案について、執行部から簡単にご説明頂きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それではまず、実体経済と物価について、上から順を追ってご説明したいと思う。まず、冒頭の景気の総括判断であるが、「基調としては緩やかに拡大」というところは変えていないが、その前に挿入している部分を若干変更している。前月までは「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」としていた。元々減速の要因としては、住宅投資の落ち込みに加え、原材料高、海外の不確実性も想定されていたかと思うが、当月

は「住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速している」とさせて頂いている。これは後程ご説明するが、住宅投資について、先行指標に持ち直しの動きがみられ始めてきている一方で、エネルギー・原材料高がさらに進んでおり、所得形成面の弱まりが目立ってきているので、「エネルギー・原材料価格高の影響」を明示的に記述した方が適切かと考えた次第である。加えて、生産面でも横這いになってきているので、「減速しているとみられるが」の「みられる」という部分は当月は不要かと考えている。続いて、2行下である。事前にお配りした案では変更していなかったが、企業収益のところを若干修正させて頂きたいと思う。

「企業収益が総じて高水準」とあるが、「企業収益が伸び悩みつつも高水準」と原案から若干修正させて頂きたいと思っている。これは、この案をお配りした後、法人季報が出て、その企業収益を確認してこのようにさせて頂ければということである。「総じて」という表現を記述したのは昨年12月、短観が出て中小企業が弱いということで、「総じて」という表現を加えた訳である。今回、法人季報で大企業も含めて収益の伸び悩みが明確になってきている。勿論それも含めて「総じて」で判断できる範囲内かもしれないが、少なくとも足許は原材料高の影響が強く出ているので、冒頭表現との整合性も踏まえると、「伸び悩みつつも」という若干弱めの表現にすることが適切かと考えている。その2行下、住宅投資であるが、これは着工戸数が120万戸近くまで回復しているので、「回復に向けた動きがみられるが、なお低水準となっている」。前月までは「大幅に減少している」としていたが、ここはやや明るめの表現としている。次に生産である。生産については前月まで輸出と並べる形で「増加を続けている」としていたが、1月の数字が弱くなってきているので、「生産は、やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている」としている。この「やや強めに推移した昨年後半の反動」と書いているが、今のところ最終需要面が目立って弱くなっているという訳ではなく、生産については反動の面も大きいかと思われるので、このような背景も加えさせて頂いているということである。景気の先行きについては、生産だ

け微修正している。前月は「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」となったかと思う。これは、当面横這う可能性を指摘しつつも、それを含め増加基調という考えであったかと思うが、現実には既に横這いとなってきたので、「当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる」と当面横這う確率が高まった表現にしている。最後に物価である。消費者物価の現状判断は変えていない。前月「プラス幅が拡大している」としたが、単月でみると、12月、1月とプラス幅が同じである一方、ただし、傾向的にみれば昨年末頃からプラス幅が拡大しているので、「昨年末頃から」という表現を挿入させて頂いている。以上である。

関根企画局企画役

続いて、金融面についてであるが、前月から変更はない。市況については、ここ一兩日動きが激しい状態になっているが、現在の相場水準であればお手許にお配りしたとおり為替は円高、長期金利は低下、株価は下落ということで結構ではないかと思っている。以上である。

福井議長

中身、表現については、後でまた詳しく立ち返って議論したいと思うが、取り敢えず今の執行部のご説明で何かあれば。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。いつものとおり、お一方5分ずつ位でご発言をお願いする。今日は、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、そして武藤副総裁の順でお願いしたいと思う。最初に、岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

それでは、私の意見を述べさせて頂きたいと思う。日本経済の現状については、今、説明があった基本的見解に述べられたような姿で推移していると思う。まず成長率の観点から眺めると、第4四半期の数字は、法人企業統計季報で設備投資が予想以上に弱かったこともあって、結果的にはマーケットあるいは私自身が第4四半期について予想していた成長率になるのではないかと。+0.5%程度に落ちていくのではないかと。その中身をみると、恐らく輸出の寄与は変わらないと思うので、+0.4%ポイント。内需は依然として+0.1%ポイントという寄与度で、非常に弱い。2007年度全体を振り返って4~6月期から10~12月期の今出ている成長率を平均すると——勿論これは若干変更はあるが——、+1.8%成長した。この内、内需の寄与度は+0.5%ポイントであって3割である。これまでの過去の平均的な成長率の寄与度をみると、これはちょうど逆転している。これまでは外需が3割、内需が7割だったが、足許は内需が3割になっている。第1四半期——今はもう3月であるので、どうなりそうなのかということであるが——については、マーケットの予想はほぼマイナスも含みながら横這いという姿が描かれているように思う。私もゼロに近い数字になる可能性が高いと思うが、マイナスになるという程弱くはないのではないかと。現実に出てきた1月の消費の統計であるとか、あるいは輸出が非常に堅調であることを考えてみると、そこまでは弱くならない。しかし、内需が弱い姿は依然として変わっていない。そして、最終的には外需の強さ如何で成長率が決まってくる。勿論、第1四半期には住宅投資のマイナスの寄与が恐らくゼロ%ポイント、もしかすると私は微増する可能性も孕んでいると思っているが、その場合でも、結局成長率の大きさを決めるのは外需であって、内需は停滞した状況が続くのではないかと。思う。

こうした内需の弱さがどこから出てくるかというと、前回も強調したが、基本的には交易条件の悪化が企業収益を圧迫し、そしてそれが賃金に下方圧力を加え、そして物価が上がることで消費者センチメントを押し下げるという経路を通じて、内需の弱さをもたらしているのではないかと考えて

いる。この交易条件の変化については、前日詳しい説明が門間調査統計局長からあったように、実質の国内総所得をみると、かなり伸びが弱ってきている。2007 年全体をとると、交易利得のマイナスの大きさはGDP比で-3.3%という大きさである。これについて一言コメントすると、消費者にとって交易利得がマイナスになることは、言ってみると生産性が下がるのと同じ影響がある。これは、消費者が仮に生産してそれを外国で売ろうと思った時に、その価値が低く評価されてしまうことになるので、いわば全要素生産性が下がる。その結果、消費可能領域が小さくなるという経路で影響が現われているように思う。この点については、スイスの中央銀行のボードメンバーのコーリ氏が非常に良いペーパーを書いている。交易条件の悪化が足許働いていて、それが第1四半期も引き続きマイナス要因として働き続けるために、内需がなかなか強い姿にならないということかと思う。

翻ってアメリカをみると、日本との対比で言うと第4四半期は前期比年率+0.6%であるが、外需の寄与が+0.9%ポイントあって、その意味では日本と似たような姿かと思う。ただし、アメリカは雇用も伸びが弱くなっている、その分日本よりも弱い姿が出ているのではないかと思う。第1四半期は恐らくゼロ成長ではないか、と私は大まかに考えている。国内最終需要で言うと、むしろ若干マイナスになる可能性も孕む、とみている。これが、成長率でみた足許の姿である。

もう一つは、景気循環日付——これも前から申し上げているが——の観点から足許をみってみる。いわゆるヒストリカルなDI——移動平均を採った後で、各系列のうちピークをつけた数が幾つあるか——で勘定してみると、11月がピークになる可能性も孕みながら、第1四半期、第2四半期の生産関連の動きがどのような姿になるかに依存して決まってくるような姿が出ているのではないか、と思う。アメリカについて言うと、アメリカの場合は雇用も弱いので、言ってみると、全体としては後退のリスクが少しずつ高まっている。勿論、足許非製造業のISM景況感指数とかが少し戻したりしているので、後退に必ずなる訳ではないと私は思うが、全体

として拡大のモメンタムが弱くなっていると判断している。ただ、アメリカの場合、第2四半期から既に財政政策の効果が部分的に現われて、第3四半期に恐らくかなり強い効果が出る。しかし、第4四半期はその反動でまた落ち込むことが考えられる。均してみると下支え効果があるとは言えると思うが、アメリカの経済を積極的に+2.5%程度の潜在成長率経路に持って行くところまではいかないのではなかろうか、と思っている。

福井議長

ボードメンバーの皆様にお願ひがあるのだが、どうしても今、公用の電話をしなければならなくなったので、短い時間ではあるが、会議を中断させて頂いて宜しいか。原則、自分の部屋に帰ってはいけないのだが、電話の性格上どうしても自分の部屋でかけなければならないのでご了承願ひたい。ポリシーアクションとは全く関係ない。申し訳ない。

(9時16分中断、9時28分再開)

福井議長

大変失礼をした。それでは、会議を再開する。岩田副総裁、話を中断させてしまった。繋がりが悪ければ、もう一度…。

岩田副総裁

アメリカの財政政策の話をしていたと思う。第2四半期からは財政政策の効果が出て、第3四半期に恐らく一番強い効果が出る。しかし、第4四半期は再びマイナスに働いてしまうというパターンで動くだろうと思う。それから、マーケットの予想では、連邦準備は、2.25~2%位まで金利を下げていくのではないかとされている。私もその可能性が高いと考えている。こういう政策の効果がどの位経済を下支えするのか。日本の先行きを考えるうえでも、一番重要であるのは、実体経済で言うところとアメリカ経済の減速がどの位の深さで、そしてどの位の長さ続くのかだと思う。そこを

考えるうえで、下押し圧力として私が一番注目しているのは二つある。一つは住宅価格の下落に伴う逆資産効果。住宅資産は 20 兆ドル程あるが、それが実質で 2 割下がるのか 3 割下がるのか。私の大まかな計算だと、GDP の下押し圧力は -2% 位は覚悟しておく必要があるかと思う。もう一つはクレジットクランチである。現在もクレジット・マーケットが依然として不安定な状況であって、むしろまだリスクは拡散傾向にあると考えられる。

このクレジットクランチによって実体経済がどの程度影響を受けるのかが皆分からなくて、何か手掛かりがないかと私も思っていた。一昨日の日本経済新聞の記事に載っていたが、カシャップ教授、シン教授とあと 4 人でこのクレジットクランチが成長率にどの位影響を与えるのかという試算をしていた。その結果をみると、金融機関全体のサブプライムローン関連のロス——これはサブプライムローンだけで、クレジット、派生商品を含んでいない——が 4,000 億ドルある。その内半分の 2,000 億ドルが金融機関の負担になる。そういう負担になった時に、クレジットクランチがどの位行くか。これは大まかに言うと、2 兆ドルは有り得る。しかしながら、2 兆ドルと言ってもエンドユーザーのところの問題である。金融は貸し借りでオーバーラッピングしているところがある訳であって、それを除くと 1 兆ドル減るのではないか。1 兆ドルのクランチが起こるのではないか。2 兆ドルではなく 1 兆ドルだという結論である。ただ、その 1 兆ドルのクレジットの収縮が起こった時に、経済にどういう影響があるか。これもなかなか難しいのだが、大まかな計算によると 1.3% ポイント成長率を押し下げるという大きさである。ただ、実は 2,000 億ドルという金融機関のロスは、既にアメリカの財務省が大体 2,000 億ドルに達したと報告しているので、これで止まるとは考えられない。昨日の UBS 証券の推計によると 3,500 億ドル位——これは金融機関だけであるので、全体にすると 6,000 億ドルという推計をしている訳だが——で、勿論確定していない。しかし、2,000 億ドルが今出て、それプラス 1,500 億ドル位出ることは覚悟した方が良くかと思う。その分を乗せて考えると、カシャップ・シン推

計の-1.3%よりはもう少し大きくなる可能性もあって-2%位になるかもしれない。従って、クレジットクランチと逆資産効果で-4%位成長率を押し下げる影響が出る——今もうある意味では出ていると私は思うが——ことが有り得る。ただ、問題はどのようなタイミングでその効果が顕現化してくるのかというところで、これは依然として不確定な要因である。財政・金融政策で、今、アメリカはそのマイナスを必死に押しとどめようと努力されている訳である。しかし、例えば住宅ローン一つとっても、これまでの利下げ幅の割には、最終的な民間の借り入れの金利に当たるところはなかなか思ったように下がっていないという状況がある。従って、日本経済の先行きを考えるうえで、アメリカ経済及びその金融市場の安定化あるいは信用収縮をどの位上手く抑え込めるのかが重要である。一部には明らかに投げ売りが出始めているので、そうするとそのプロセスが一部加速してしまう局面も有り得ることを念頭に置かなければならないのではないかと考えている。以上である。

福井議長

中断して申し訳なかった。中村委員からお願いします。

中村委員

前回会合後に公表された指標等からは、米国経済の減速傾向の一段の高まりに加え、国内経済については原油をはじめとする原材料価格高騰の影響が企業収益の伸びを抑制していることが確認されたと思う。

まず米国経済は、基本的には所得減税や機動的な金融政策に下支えされる形で、年後半から徐々に回復に転じると考えているが、時期については不確実性が高く、足許一段と経済が減速するリスクが高まっているように思う。FOMCメンバーによる1月時点での経済成長見通しの大勢は、2008年+1.3~+2.0%と昨年10月時点から大幅に下方修正されるとともに、2009年についても+2.1~+2.7%と下方修正された。この見通しが作成された1月以降も、住宅価格の下落幅が拡大していることに加え、企

業や消費者のマインドが一段と悪化しているほか、実質個人消費の伸び率は横這い圏内まで減速しており、景気の減速傾向がさらに強まっている。また、社債スプレッドやCDSプレミアムが引き続き拡大、金融機関の与信姿勢も一段と厳しくなるなど金融環境は悪化している。

その他の地域に目を転じると、欧州でもユーロ圏の域外輸出や鉱工業生産が2か月連続して減少しており、景気の減速が確認されている。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に拡大を続けているようである。

物価の動きをみると、原油等のエネルギー価格や金価格が史上最高値を更新するなど再び上昇基調となったことや、食料品や原材料価格の上昇から、世界的に総合ベースの消費者物価の前年比上昇率が高水準となっている。米国の1月のCPIは前年比+4.3%、ユーロ圏でも2月のHICPが前年比+3.2%となっており、先行きも原油価格や食料品価格等が高止まる場合、経済が減速する中でもインフレのアップサイド・リスクが減退しない可能性があることには注意が必要だと思う。この間、金融市場では、米国及び世界景気に対する懸念や金融機関の追加損失発生懸念が払拭されていないため、値動きの荒い不安定な状態が続いている。多岐に亘る証券化商品の格下げの動きが続いていることに加え、米国地方債関連市場での混乱拡大やモノライン格下げの影響に対する懸念が根強いことなどから、市場の動揺が落ち着く目途が立っていない。米財務省はこれまでの世界の金融機関の損失は2,000億ドルを超えたと指摘したほか、ある証券会社はこうした市場の混乱による損失が6,000億ドル以上となるとの見通しを公表しており、金融機関の財務体力の低下ひいては信用収縮に伴う景気への悪影響が懸念される。

国内経済については、実質輸出は1月も増加し、引き続き堅調に推移している。米国経済の減速を反映して米国向けは弱めの動きとなっているが、米国以外の地域向けの拡大に支えられ、当面は底堅く推移すると期待される。1月の鉱工業生産は前月比-2.0%と低下したが、在庫も同時に減少しており、企業が先行きの需要に応じて在庫調整を進める中で生産も調整

していたと考えられる。1～3 月期の生産を 1 月の数値と 2 月、3 月の生産予測指数から単純な計算で求めると、前期比－2%台半ばとなるが、調査統計局の企業ヒアリングなどを勘案すると、大幅な生産調整の可能性は低いと思われる。企業収益について、10～12 月期の法人季報をみると、売上高が底堅く推移した一方、経常利益率が低下しており、原材料価格の上昇を販売価格に転嫁できていないことにより、収益が伸び悩んでいるようである。中でも、非製造業、中堅・中小企業の売上高経常利益率の前期比低下幅が大きく、中堅・中小企業において価格転嫁が進まない状況が窺われる。先行きについても、米国経済及び世界経済の不確実性に加え、対ドルでの為替相場が円高に振れていることもあり、来期の収益見通しを下方修正する民間調査機関もある。今後の企業収益動向は注意深くみていく必要があると思う。

設備投資に関しては、10～12 月期の法人季報をみると、全産業ベースでは前期比横這い圏内での動きとなっている。もっとも、企業収益の伸びの鈍化や世界経済の下振れリスクが高まっていることを勘案すると、先行きの設備投資動向の推移が懸念される。個人消費は耐久財を中心に底堅く推移しているが、株価下落や生活関連品の値上げの動きを背景に消費者マインドは防衛的になっており、全体として力強さに欠ける状況である。住宅投資については、1 月の新設住宅着工戸数が前年比－5.7%と 4 か月連続で減少幅が縮小し、回復傾向が明らかになっている。もっとも、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下回っている。先行きについても、法改正の影響が剥落するに従って住宅投資は回復すると思われるが、足許のマンション販売の低迷等を勘案すると、今後の回復度合いについては注視する必要があるように思う。

コア C P I は、石油製品や食料品価格の上昇を主因に 1 月は＋0.8%と前月と同じ水準となった。先行きについても、石油製品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の値上げの動きが強まっていることなどから、プラス基調を維持していくと考えられる。なお、円の対ドル相場が上昇しているため、ドル建てで決済

される輸入品価格は下落すると考えられるが、これまで多くの企業が輸入価格の上昇分を販売価格に一部しか転嫁できていないことを勘案すると、円高メリットの国内物価への波及は限定的になると思われる。この間、我が国の金融市場の動きをみると、米欧の市場動向につれた振れの大きい展開が続いており、株価や長期金利が前回会合以降、下落、低下したほかドルが他通貨に対して下落傾向を辿る中で、円の対ドル相場が大幅に上昇した。昨年の夏場以降、キャリー取引の巻き戻しの動きなどから円は他通貨に対して上昇しているが、実質実効為替レートからは依然として円安水準と言える。

なお、企業金融面では全般的には緩和的傾向にあるが、一部の中小企業において、特に零細業者を中心に資金繰りが悪化し、金融機関の与信姿勢がタイト化しているほか、下位格付企業では社債発行環境が悪化しており、金融環境の一部に変調の兆しもみられる。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

まず世界経済であるが、国際金融市場の動揺が続くもとで、一段の景気減速と先行きのダウンサイド・リスクの高まりがみられている。焦点の米国については、住宅市場では着工、販売の落込みが続き、10～12月のOFHEO住宅価格指数は、統計が開始された1991年以来、初めてのマイナスとなるなど減速が続いている。雇用面でも、失業保険継続受給者数が高止まりするなど、これまでの堅調さには陰りがみられている。こうしたもとで、金融機関による融資基準厳格化に加え、原油高もあつて2月のミシガン大学消費者コンフィデンス指数は1992年以来の低水準となり、個人消費も減速が明確化しつつある。また、企業の景況感もISM指数で確認されたとおり後退している。金融面では、FDIC——アメリカの連邦預金保険公社——が公表した加盟行の2007年度第4四半期決算におけ

る純利益が 1991 年第 4 四半期以来の低水準となった。こうした状況下、F R B では、先日 2 月 20 日の四半期レビューにおいて、実質経済成長率見通しを下方修正し、バーナンキ F R B 議長は議会証言において、さらなる利下げを示唆する等景気のダウンサイド・リスクは一段と高まっている。今申し上げたようにまだ少数とはいえ、幾つかの指標がいわゆる 3 L 問題——L a n d、L D C、L B O——を受けた景気後退期の 1991 年、1992 年当時以来の水準にまで落ち込んできていることは、ダウンサイド・リスクの深刻さを示唆しているように思う。

次に欧州であるが、まず英国ではノーザンロック国有化や英銀の決算発表も金融システムの安定をもたらすまでには至ってはいない。クレジット環境の悪化が実体経済に与える影響が、懸念されている。ユーロ圏の景気は、現状は底堅く推移している。もっとも、ユーロ高もあって輸出に減速感が窺われつつあるため、競争力の低いフランスあるいはイタリアなどを中心によくみていきたいと思う。また、スペインなどこれまで住宅市場の好調に経済成長が押し上げられてきた地域では、その反動が生じつつあるため併せて注視したいと思う。物価面では、ドイツ鉄鋼業の+5.2%の賃上げ妥結にみられる賃金上昇圧力の高まりに原材料高も加わって、C P I は+3.2%とビロウ・バット・クロース・トゥ・2%のターゲットを大きく超える状況が続いている。先々週の出張で面談した E C B そしてブンデスバンクのボードメンバーも物価のアップサイドを強く警戒していたが、この点、昨日の E C B 政策理事会で政策金利を 4%に据え置く決定をしたことと整合的であると思う。今後とも、こういった観点から丁寧にみていきたいと思う。中国については、内外需ともに引き続き堅調である。ただし、これまでの金融引締め策等の効果もあって、株式や一部の不動産市場ではやや急速な調整がみられているため、その影響については注視していきたいと思う。

次に日本経済である。我が国の景気は住宅投資の落ち込み、海外景気の減速、原油高などから減速しており、株安、円高もあって先行きのダウンサイド・リスクも高まっているものの、今のところは緩やかな拡大基調を

続いていると思う。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。セクター別にみると、まず輸出については、米国向けは伸び鈍化が続いているものの、その他向けの堅調を受け、全体としては増勢が続いている。生産については、高水準の中での横這い圏内での動きとなっており、今暫く丁寧にみていく必要があるかと思う。企業収益については、世界経済の減速懸念の高まりに加え、株安、原油をはじめとする原材料高、円高が一段と進行する中、ここ数年連続して最高益を更新してきた企業にも業績の減速感が強まるなど先行きへの警戒感が出始めており、この先その影響を注視していきたいと思う。特に、中小・零細企業については、採算や資金繰りの悪化に加え、金融機関の貸出態度の慎重化といった動きがこのところ顕著になってきている部分もあるため、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。

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から徐々に回復しつつある中で、建築確認審査期間の短縮に繋がる認定プログラムが漸く大臣認定を得たことなどから、建築着工の回復が促進されるものと期待される。ただし、マンションの販売低迷と期末在庫の積み上がり、資材価格の一段高懸念等を踏まえると、住宅投資の回復の程度には不確実性が高いと思う。雇用・所得面をみると、労働需給は引き続き需要超過方向にある。こうしたもとで、雇用者数は増加を続けている。このため、団塊世代の再就職、パート比率上昇の影響などから一人当たり賃金が弱めの動きを示す中にあっても、給与所得の総和は緩やかに増加している。また、個人消費は底堅く推移しているが、ガソリン及び食品を始めとする物価上昇、株安、円高による資産の目減りもあるために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、金をはじめとして幅広い商品が急騰し、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、生鮮食品を除くC P I も1月は12月に引き続いて+0.8%と1998年3月以来の水準に上昇した。この+0.8%の内、石油関連商品の寄与度は+0.6%ポイントであるが、これを除いても身の

回り品の上昇などを受けて+0.2%ポイントとなっている。この間、デジタル家電品群が0.2%ポイントのマイナス寄与を続けている状況には変わりはない。一方で、賃金の弱めの動きを反映してユニット・レーバー・コストが前年比プラスに転化していくには時間を要していることなどから、米欧をはじめ海外諸国と比べれば物価上昇率は抑制されていることも事実である。こうした中で、同指数を構成する品目は当月より洗い替えされているが、前年と比べられる521品目——従来の523品目から2品目が今回減ったので——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85と、上昇品目数が下落品目数を上回るという2006年8月以降の傾向が続いて、しかもこれまでよりも一段と水準を高めている。このように、このところ継続してみられる物価水準の上昇の底堅さは根強いものがあるため、この先の動きには特に注意を要すると考える。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

前回会合以降の発表データは、景気の現状判断及び先行きの見通しについて、前回判断のメインシナリオの基本に大きく修正を迫るものはなかったものの、特に下方リスクが増大したと考えるのが自然であると思う。

国内経済では、マインド指標の弱さにかかわらず消費は底堅く、設備投資は2007年第4四半期はデータの入れ繰りがあったものの、テンポを落としながらも増加している。GDPも前年同月比でみるなら、今般景気回復局面と同じく、部門間、地域間、規模間のばらつきを伴いながら、均せばほぼ等速の緩やかな成長が続いている。しかし、為替の動き、原材料価格高騰の動きから、特に企業業績の面から先行きに下方リスクが拡がり始めていることも否定できない。

海外では、米国で金融市場の混乱が实体经济に影響を及ぼし始め、Fedの大胆な予防的利下げが十分な効果を収めることができずに、プッシン

グ・オン・ア・ストリングの状態となっていることから、米国経済に対する下方リスク、それも長期に亘る下方リスクが大きくなったと言える。日本の輸出は、かつてのように究極的に米国消費に依存する形から、次第に資源を持つ新興国の内需に依存する度合いを強めており、この点から米国経済の下方リスクが直接及ぼす影響は限定的となつてはいるが、欧州の消費にみられる懸念材料を含め今後の推移を見守る必要があると考える。

以下、今後の動向に注意しなければならない三点に絞って述べたいと思う。第一に、国際金融市場、特に米国市場において、信用市場のスプレッドのレベルと株式市場でのエクイティ評価のレベルの乖離がみられる点である。信用市場では、特にCDS市場において世界的にストレスが溜まっており、それはスプレッドの高止まりあるいはさらなる上昇となっている。これに対し株価は、ここのところ信用市場の動きと連動し、レベルとしてみてみればそれなりに下落しているが、信用市場でのデフォルト・リスク評価と比べると比較的しっかりしている。このように、デフォルト・リスクの評価とエクイティの評価がかなり乖離しているようにみえることは、大きく言えば裁定行動が十分に働いていないことを意味しており、金融市場が円滑に機能していないことの証左となっている。株式市場が信用市場に鞘寄せする形でこの乖離が埋まっていくとすると、メインシナリオとして考えられているように現在の調整状況が比較的短期間に解消することにはならず、かなり長期に亘って低迷する可能性が高い形になる。このように信用市場のデフォルト・リスク評価と株式市場のエクイティ評価の水準の乖離がどのような形で埋められていくのか、いかないのか、その方向性を見極めることは極めて難しいが、重要になっていると考える。

第二に、一次産品価格、資源価格の急騰がファンダメンタルズから大幅な乖離となっている可能性、その裏腹の将来時点での急速な巻き戻しの可能性に注意しなければならないと思う。一次産品、資源は、供給が非硬直的であるという性質があり、それが現在の高騰を生み出しているとともに、将来の調整の大きさも暗示している。さらに、フライト・トゥ・シンプリシティという形での資金の流入は、将来の調整の幅を大きくする。一次産

品価格、資源価格が地球規模の資源制約を正しく反映する水準にあるとすれば、日本の産業構造もこれに併せて変化しなければならないし、現在、資源節約型技術で比較優位にある日本にとって望ましい一面もある。日本の輸出がこうした資源国の内需の強さに支えられている割合が増加しており、今のところは米国からの影響を緩和していることにも注意する必要がある。しかし、一次産品価格、資源価格の急激な上限の変動は調整コストを高くし、望ましくない効果をもたらすことは言うまでもない。この点からの注意も必要であると考ええる。

第三に、物価情勢である。前回会合で1月全国CPI（除く生鮮）について、予測は過去3か月の上昇モメンタムを勘案して前年同月比+0.83%と申し上げたが、実績は+0.85%であった。もっとも、少数点一桁では前月とは逆に前年裏の影響で+0.9%とはならず、+0.8%にとどまったが、このように、モメンタムは持続していると考えられる。ガソリン、灯油、プロパン、電気代、都市ガス代で大体+0.67%ポイント上昇している。また、相変わらず外食を含む食品関連に広範な上昇が目立つものの、その他にサービス関連の上昇も持続している。外国パック旅行、宿泊料、航空運賃、傷害保険料、タクシー代、持ち家の帰属家賃といったサービス関連である。また自動車関連の自動車タイヤ、自動車バッテリーにも若干の値上げがみられる。これに対して、下がっているのは相変わらずパソコン（ノート、デスクトップ）、カメラ、薄型テレビのほかに移動電話通信料——除く生鮮への寄与でみて8bp下がったが——が大きく下げていることが非常に注目される。移動電話通信料に関しては、今後も下方の圧力が高いと考える。先行きだが、速報値が利用可能な都区部、大阪、名古屋、京都での2月はモメンタムがかなり落ちてきていることもあるので、それを勘案し、2月予想は過去3か月平均モメンタムの3分の1を加算すると、+0.94%という形になり、小数点以下一桁で+0.9%となる可能性が高いが、+1%に伸びる可能性も小さくない。その後3月は+1%以上になる可能性があり、2007年度平均では+0.3%の上昇で着地しそうである。その後は2008年度前半に高止まった後、緩やかに低下する形になると思う。

勿論、全体の動きは、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拡がり具合に依存している。今のところ石油製品が現在の水準を続けるならば、2008年度平均は大体+0.6%程度になりそうである。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回の会合で米国経済の成長が予想以上に鈍化しており、さすがに我が国の輸出への影響が否めないことに加え、生産が横這うもとで改正建築基準法の影響や個人消費の増勢鈍化等も窺われることから、当面我が国の成長は減速せざるを得ないことを指摘した。前回会合以降、金融市場は一段と不安定化の様相を呈しているが、この間公表されたハードデータ等をみる限り、海外経済や我が国経済に対する見方をここで大きく変える必要はないとみている。従って、昨日の執行部の説明や月報の基本的見解に違和感はない。以下では特に関心を持っている点について述べておきたいと思う。

まず、米国の金融市場であるが、サブプライムローン問題が金融機関のバランスシート、資本不足問題へと深刻化し、保険や保証会社、ヘッジファンド、地方の金融機関などへ問題が波及するとともに、商業用不動産、カードや自動車など個人ローン、地方債などの市場へも拡がりが見られ、金融のタイト化とその実体経済への影響が懸念されるところである。その中で、バーナンキFRB議長の不用意な発言もあって、前回会合以降、市場はむしろ不安定化している印象がある。今回の問題の出発点は米国住宅市場であるが、住宅価格の下落が続く、先行きの不透明感はなかなか拭えない。モノラインのSECへの届け出によれば、今後も証券化商品の評価損が拡大する可能性が高いということであるし、販売が滞っているLBO向け融資の評価損に関する思惑もあって、今月発表が相次ぐ米系投資銀行の決算発表への警戒感も強いようである。このような混乱は当然米国内で収まる

問題ではなく、日本も含め米国以外の金融機関の損失も増大しており、CDSスプレッドが拡大し、株価や為替も振れの大きい展開となっている。

こうした中、2月のISM景況感指数は製造業、非製造業とも50割れとなり、米企業の景況感は着実に悪化しているとみられる。また、消費は2か月続けて横這いとなっており、減速のスピードは想定以上である。消費者マインドは大きく落ち込んでいるし、ネガティブ・エクイティや延滞率、住宅差し押さえの増大、逆資産効果、カードローンの審査厳格化、ガソリン・食料品価格高など、消費をとりまく環境は良くない。雇用環境についても、今晚の雇用統計を待って判断する必要があるが、雇用増加ペースの減速感の強まりは否めない。従って、消費の今後について注意深くみていく必要があるが、現時点では新規失業保険申請件数やレイオフ件数などからは、雇用が大きく減少する状況にはないとみている。そのもとで、消費についても大きく腰折れすることはないとみている。設備投資についても一般企業の財務体質が健全であることから腰折れる可能性は低いと考えられることや、海外経済の高成長やドル安が輸出の増加基調を下支えすること、さらには財政・金融政策の効果が徐々に顕現化していくこと等を踏まえれば、リセッション入りは回避できるとの見方に変更はない。しかし、住宅市場の先行きや金融資本市場動向など先行き不確実性が高いので、引き続きハードデータの中身を丁寧にチェックしていく必要があると思っている。

他方、原油や商品相場が騰勢を強める中、グローバルなインフレ・リスクが一段と高まっている。5日のOPEC総会では生産量の据え置きが決定され、原油相場は再び高値を更新している。バーナンキFRB議長も、最近では総合とコアの両方の物価の見通しが上振れるリスクが高まったと述べている。ページブックでも、ほぼ全ての地区連銀でインフレ圧力の上昇について言及されているし、ブルーチップをみても成長率見通しが下振れる一方でインフレに対する見通しは上振れている。このような動きは、米国だけでなく世界各国でみられる。ECBのスタッフも今年のインフレ予想をかなり上方修正した。このように欧米の金融市場では、インフ

レに対する懸念が急速に高まっている。この間、米国の国債イールド・カーブは、利下げの思惑が出るたびに、インフレ期待の上振れを織り込みながらスティープ化し、2年～10年の長短スプレッドは2004年3月以来となる幅まで拡大している。これとは対照的に、我が国の長期金利は景気悪化を織り込みながら低下し、イールド・カーブはブルフラット化している。市場は我が国のCPIの上振れは一時的であり、景気の下振れとともに次第に落ち着いていくとみているということなのだろうが、私としては、コモディティが騰勢を強める中、グローバルなインフレ・リスクは足許急速に高まっているとみており、原油や食料品の価格上昇が意外に長引けば、インフレ期待が上方修正され、スティーピングというグローバルな流れにカップリングしていく可能性は否定できないとみている。

国内経済については、マインド指標が悪化している割にはハードデータが底堅く推移している。第4四半期の実質GDPは年率2%程度の伸びを維持したとみられるほか、先般公表された家計調査でも、1月の実質家計消費は12月に続き堅調な結果となった。耐久財消費は好調であり、自動車は新車登録台数が昨年後半以降の新車投入効果から回復基調を辿っている。第1四半期の個人消費はプラスを維持する可能性が高まったとみている。このように、マインドの悪化や生活関連財の価格上昇が今のところ消費に大きな悪影響を与えていない背景には、良好な雇用環境があると思っている。毎月勤労統計の常用雇用者数はコンプライアンスの観点などから正社員化の動きもあって堅調な伸びを維持しているし、賃金についても団塊世代の退職や地方公務員のマイナス要因の一巡もあって所定内給与が3か月連続で増加している。雇用環境が良好なもと、企業の賃上げへの姿勢の変化や物価上昇なども考えると、所定内給与は緩やかなレベルであるがプラス基調となる可能性があり、先行きも消費を下支えしてくれるのではないかとと思っている。また、1月の住宅着工戸数は前年比マイナス幅を大きく縮小しており、この調子で改正建築基準法の影響が解消していけば、第1四半期の住宅投資はプラスに転化する可能性もあるとみている。

勿論、懸念材料もある。不動産関連については、マンション市場の調整

や不動産ファイナンスの動向も気になる。また、予想よりも弱めであった法人季報や鉱工業生産指数の動きの背景には、海外経済を巡る不透明感の高まりや原材料価格の上昇が企業収益を下振れさせるとともに、生産活動や設備投資を慎重化させている可能性がある。生産については、出荷・在庫のインバランスが特段窺われていないこと等から特に心配していないが、設備投資については中小企業の動向が気になるところであり、短観などでチェックしていく必要があると思っている。

なお、昨日マクロの実質所得と実質生産の前年比には交易利得分だけギャップがあり、交易条件の悪化はその分所得形成を損なうとの説明があった。そのこと自体はそのとおりであるが、交易条件の悪化は所得の海外へのトランスファーをもたらすものの、それに伴って海外への輸出が増え、自国の輸入が減るため実質生産にプラスの影響が出る。相対価格効果もプラス方向に働く。従って、実質所得の前年比をみていくには、交易条件の悪化が輸出量や輸入量を通じて実質生産をどう変化させるかを併せてみる必要がある。この点も含め、今後の実質所得の動きをみていくためには、輸出入への影響をしっかりとみていく必要があると思っている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

まず、国際金融市場であるが、前回会合以降も、証券化商品の格下げや米国地方債市場の混乱が拡大し、ヘッジファンドの業績不振が喧伝され始める中、先月末近く以降は、バーナンキFRB議長の議会証言における中小金融機関破綻の可能性への言及に加えて、AIGの巨額赤字決算発表などにより、証券化商品のスプレッドは押しなべて拡大し、CDSプレミアムも大幅に拡大した。これらにつれて、株価はエマージング諸国も含めて再び急落した。このように、国際金融市場は前回会合時と比べ一層不安定

となり、緊張は高まった。

次に、米国経済である。2月20日にFOMCメンバーによる経済見通しが公表されたが、経済の減速が見通しに漸次明確に反映されるとともに、見通しの分散が拡大している。FOMCは、「分散は、金融市場の状況が実体経済に与える影響や、信用状況が改善するスピード、住宅市場の調整の深刻さと期間に関する異なる評価を反映したものとみられる」としているが、分散の時系列的な拡散は、これらの評価についての不確実性が高まっていることを如実に示している。1月時点以降も、以下に述べるような実体面での減速がより明確になるとともに、先にも述べたように金融市場の緊張も高まっており、先行きに対する懸念が増している。すなわち、住宅市場は在庫率が高止まりする中で、住宅価格の下落テンポは加速している姿に変化はない。流動化市場の停滞や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、住宅市場の調整の底はなおみえない。消費は、1月の実質個人消費支出が前月比横這いとなるなど、ここでも減速が明確になってきた。雇用環境の悪化を背景にした所得の伸びの鈍化や住宅価格の続落、株価の急落による逆資産効果等は、今後個人消費の重石となっていくものとみられる。

次に企業部門である。設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）が、10～12月期の小幅減少の後、1月も前月比-1.5%となるなど、減速感を強めている。設備投資の先行きについては、ISM景況感指数のほかコンファレンスボードのCEO景況感指数の続落、さらには全米独立連盟の中小企業の景況感指数の急落にみられるように、経営者のマインドが悪化している状況下、慎重にみざるを得ない。これには融資基準厳格化の動きが相当効いているもの、とみている。また、商業用不動産向けローン・エクスポージャーのウエイトが高い地域金融機関8行の格下げが行われた。1月の非居住用建設支出が単月の速報値ではあるが前月比-1.2%となったことと併せて、これまで設備投資の一方の牽引役であった商業用不動産投資の先行きについても、警戒感が強まっている。

続いて、ユーロ圏経済であるが、輸出が米国向けの減少により増勢が衰

え、個人消費も減速する中で設備投資が増加傾向を持続しており、全体として減速しつつも拡大を続けている。しかし、ここでも国際金融資本市場の変動が金融環境に及ぼす影響次第では、下振れるリスクがある。

次に、我が国経済であるが、まず企業部門について循環メカニズムを牽引してきた輸出と、その循環の起点である生産のところから点検してみたいと思う。輸出は米国向けは低調、しかしアジアや新興国を中心に米国向け以外は好調という姿は1月も変わらず、実質輸出の前月比は+4.6%と高い伸びをはっきりと示した。一方、生産については、1月は前月比-2.0%となり、予測指数は2月-2.9%の後、3月+2.8%となっている。足許のマイナスは、10~12月に比較的大きく増加した自動車やIT関連の反動が影響しており、この点については想定範囲内ではあるが、その他の業種も軒並み前月比減産となった。2、3月の予測指数からみても、1~3月は生産に頭打ち感が出る可能性が高いと思う。一方、出荷も減少したが、減少幅は生産の半分にとどまり、結果として在庫調整は進んだ状況にある。先程申し上げた足許までの輸出の高い伸びとも考え併せると、このところの生産の動きを直ちに大きな変調のサインと捉えるのは早計であるが、米国をはじめとする海外経済の不透明感が微妙に映し出されている可能性もあり、慎重な見極めを継続したいと思う。

こうした中、設備投資についてみると、一昨日発表の10~12月期の法人季報では、非製造業の落ち込みが主導した形で、全産業では断層修正後ベースで-0.3%とマイナスに転じた。また同統計で経常収益についてみると、売上高経常利益率は3.75%と2期連続で低下し、原材料価格高などを背景に企業の収益環境が厳しくなっていることを示した。電気業——電力であるが——の個社の特殊要因により、これが若干押し下げられているため、ヘッドラインの減益幅は若干割り引いてみる必要があるが、いずれにしろ、こうした収益環境の変化は企業の設備投資の増加モメンタムを減殺していくことになることは言うまでもないことであり、今後、収益動向には従来以上の注意が必要である。

家計部門について若干触れると、住宅投資は、改正建築基準法の施行の

影響が徐々に減衰する中で、住宅着工は1月年率118万戸程度まで持ち直し、回復の動きが想定よりも早く確保できたことはポジティブ・サプライズであった。もっとも、住宅取得能力の面から分譲マンションを中心に需要サイドに弱さがみられており、先行き、足許の水準からさらに大きく回復するかどうかについては、慎重にみなければならない。

個人消費は、家計調査で1月の実質消費支出が前年比+3.6%となったことは、これも若干のポジティブ・サプライズであったが、供給サイドの統計などを併せてみると、底堅く推移という域を出るものではなかった。1月の毎月勤労統計速報で雇用・所得環境をみると、常用労働者数が順調な伸びを示したうえ、所定内給与も前年比プラスが定着したかにみえる。雇用者所得全体の評価には、春闘の結果等も含めてもう少し見極める必要があるが、少なくとも常用労働者の伸びは雇用者所得を引き続き安定的に支えているとみて良さそうだと思う。もっとも、生活関連品の値上がりに伴う実質可処分所得の目減り、これを主因とする消費者コンフィデンスの大幅な落ち込み、株価の低迷など、家計の支出行動に対する足枷も依然多い状況に変わりはなく、これらを考え併せると、個人消費の先行きは必ずしも楽観できる状況にはないが、底堅く推移すると考えるのが適当である。

以上、我が国経済について総括すれば、輸出を牽引車とした生産・所得・支出の循環メカニズムについて幾つかの注意信号は点滅し始めているが、先行き、この循環が決定的に途切れてしまう蓋然性を示唆するような明確な証拠が揃っている訳ではない。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基本的に変更する必要はないと考える所以である。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回の決定会合以降に明らかとなった指標をみると、家計部門関連は総

じて強めなものが、企業部門関連は総じて弱めなものが、多かったように思う。家計調査の1月の実質消費支出は季調済前月比+2.5%、家計消費状況調査の1月の実質支出総額も同+2.7%と強い数字であった。一方、供給サイドも、商業販売統計の1月の実質小売業販売額が季調済前月比+1.5%となったほか、個別にみると家電販売は増加基調を続け、乗用車新車登録台数は新型車投入の効果から緩やかに持ち直し、旅行取扱額や外食産業売上高などサービス消費も振れを均せば底堅さを維持している。この間、鉱工業指数の1月の耐久消費財出荷をみると、季調済前月比で+2.0%と強い数字となっており、需要サイドの統計と整合的である。もっとも、1月の家計関連指標については、サンプル・バイアスによる振れ——これは葬儀費とかその他の諸雑費、それから授業料などの話であるが——から、季節調整というテクニカルな要因が指標の強さを過大にみせた面は否めない。

賃金についてみると、家計調査における1月の勤労者世帯の実収入、可処分所得は、それぞれ前年同月比-1.4%、同-2.8%と3か月連続でマイナスとなったが、毎月勤労統計——速報、事業所規模5人以上——の1月の現金給与総額は前年同月比+1.0%と1年7か月振りの高い伸びを記録し、所定内給与も同+0.6%と3か月連続でプラスとなった。この背景には、団塊世代の大量退職が一人当たり名目賃金の弱さに繋がっていた部分が剥落しつつあることが影響しているとみられる。この間、1月の常用雇用をみると、一般労働者が前年同月比+2.0%と約15年振りの高い伸びとなった。4月以降を展望すると、石油製品や食料品を中心に物価は幾分上昇すると見込まれる中で、企業部門が好調さを保ち、これが家計部門に波及し、雇用の増加、安定等ばかりでなく賃金の下げ止まり、ひいては上昇に繋がっていくかどうか引き続きポイントだと思われる。

次に1月の新設住宅着工戸数は、皆様からもあったが、季調済前月比+13.0%、前年同月比で-5.7%と一桁台のマイナスということで4か月連続で減少幅が縮小した。年率換算では、昨年9月の73万戸をボトムに、1月は118.7万戸と、昨年7月の改正建築基準法施行のショック以前のト

レンドの下限に戻りつつある。着工戸数は水準はなお低いものの、回復ピッチは思っていたよりも上がってきているようである。構造計算適合性判定——ピア・チェックであるが——に必要な判定員の絶対数不足という状況に変わりはないが、国交省の三度に亘る運用面の見直しもあり、改正建築基準法施行の影響が徐々に薄れてきたと言える。ただ、首都圏の新築マンション販売は、地価上昇や建築資材高騰を受けた販売価格の上昇から割高感が高まっており、1月の新規契約率も52.7%と好不調の分岐点の目安とされる70%を大きく下回って推移している。こうした需要の低迷から在庫が積み上がり傾向にあるため、住宅投資の本格的な回復についてはなお疑問が残る。

他方、企業部門関連であるが、素原材料価格の上昇や為替相場の円安修正等を背景に企業収益の伸び悩みが目立ってきた。法人企業統計の昨年10～12月期の経常利益は、全産業で-4.5%と2四半期連続でマイナスとなった。また、10～12月期の売上高経常利益率も、全産業で3.7%と昨年4～6月期の4.3%をピークに低下基調を辿っている。こうしたもとで、設備投資関連指標をみると、1月の資本財出荷——除く輸送機械であるが——が季調済前期比-2.5%となったほか、法人企業統計の昨年10～12月期の設備投資——ソフトウェアを除くベース——も前年同期比-7.7%と3四半期連続でマイナスとなった。ただ、調査統計局による断層修正によれば、7～9月期の季調済前期比+3.1%の後、10～12月期は-0.3%と反動は小さなものでとどまり、達観すれば設備投資は増加基調を続けていると言えなくもない。

最後に生産であるが、1月の鉱工業生産は市場予想を上回るマイナス幅となった。製造業予測指数を使うと、1～3月期の生産は昨年10～12月期対比で-1.5%となる。もっとも、昨年7～9月期が季調済前期比+2.2%、10～12月期が同+1.3%と2四半期連続で堅調な伸びをみせた反動、それから自動車は地震関連の挽回生産の一巡、電子部品・デバイスは年後半の大幅増産の反動といった面があるほか、全体の出荷・在庫バランスが良好な状況にあることなどを総合的に判断すると、4～6月期に掛けて生産調

整が本格化する可能性は低く、輸出、生産の前向きの循環は続くとは判断している。足許までに明らかになった統計等を踏まえ、4月以降を展望すると、素原材料価格の上昇や為替相場の円安修正に加え、世界経済の先行きの不透明感が高まっていることから、企業部門はさらに慎重さを強めていく可能性がある。その意味で、2月27日の私の金融経済懇談会でも申しあげたが、足許の景気は踊り場的な様相を呈していると思っている。企業部門が慎重になっているとすれば、3月短観など今後発表される統計もこうした企業の慎重さが読み取れる内容になるものが増えてくるとと思われる。また、これまで徐々に波及が進んできた家計部門への恩恵も一段と弱まる可能性が指摘できる。

最後に簡単であるが、海外経済、金融資本市場の動向に触れたいと思う。アジア諸国をみると、内需を牽引役に景気拡大を続けている国が少なくない。IMFは1月末に2008年の世界経済見通しを下方修正したが、中国の実質GDP成長率は前年比+10.0%と、昨年と同+11.4%から多少減速するものの、高成長を維持できると予測している。インド経済も+9%程度という潜在成長率並みの拡大を続けており、我が国を除くアジア地域全体が世界経済を牽引するという構図は今年も変わりがないと思う。米国経済の悪化が世界経済に影響を与えることは間違いないが、中国やインドといったアジア諸国が内需を牽引役に高い成長を続けていることに鑑みれば、影響が顕在化するまでの期間には市場のコンセンサスよりもラグがあり、その影響も思った程ひどくはないと予想される。外為市場では今週、米国の景気急減速と金融機関の損失拡大への懸念から、ドル相場が対ユーロで史上最安値を更新した。こうした中、我が国では、足許株安と円高ドル安が同時進行しており、金融市場では我が国経済の先行き悲観論が高まっている。もっとも、我が国を含めたアジア諸国のファンダメンタルズは底堅いものがあり、思惑先行といった面が否めない。足許クレジット市場では、CDSスプレッドが日米欧全てにおいて急拡大している。2月末まで小康状態を続けていた株式相場も、再び年初来安値に近いレベルまで調整を続けている。サブプライムローン問題の悪影響は拡がりをみせてい

る。具体的には、モノラインの格下げ等を受けたクレジット・スプレッド拡大、商業用不動産向け貸出の厳格化、CMBS市場におけるスプレッド拡大、LBOファイナンスの機能停止とM&Aの停滞、そして企業金融の機能低下と企業倒産の増加懸念、という展開になっている。以上である。

福井議長

最後になったが、武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

はじめに国際金融市場や海外経済の状況であるが、引き続きダウンサイド・リスクが高い状況にあること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、証券化市場に加え社債発行やシンジケートローンの組成など、クレジット市場全般の機能も低下しており、社債スプレッドやCDSプレミアムは拡大している。こうしたクレジット関連市場の動向を背景に、これまで落ち着いて推移してきた短期金融市場でも、極く最近、リスクフリーレートとインターバンクレートとの格差が幾分拡大するなど、やや注意すべき動きがみられる。株価は、米国景気やモノラインなどに関する情報に振られやすい神経質な展開が続いている。このように、国際金融市場は依然として不安定であり、引き続き情勢を注視していく必要がある。

実体経済面では、米国経済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。個人消費は足許横這い圏内の動きとなっているが、消費者マインド指標は大幅に悪化している。一方、物価面をみると、エネルギー・食料品価格の上昇を背景に、消費者物価はコア、ヘッドラインともに高い上昇率が続いており、インフレ・リスクはなお根強い状況にある。欧州経済については、緩やかに減速しつつも成長を続けているが、金融機関の与信姿勢のタイト化など、ダウンサイドのリスクに留意する必要がある。一方、中国、インドでは高成長が続い

ているほか、NIEs、ASEAN諸国でも総じて緩やかな景気拡大が続いている。こうした新興諸国の旺盛な需要に加え、投機資金の流入もあって、原油が1バレル100ドルを超えるなど国際商品市況の上昇傾向が続いている。これらを踏まえると、世界経済は全体としてみれば引き続き拡大していると考えられる。ただし、国により状況は異なるが、米欧を中心に実体経済面はダウンサイド、物価面ではアップサイドのリスクを抱えている状況にある。

次に日本経済であるが、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、年前半に海外経済減速の影響から我が国の輸出にも多少の減速感が出てくるが、増加傾向は続くと思われる。生産はIT関連における在庫調整後の生産増が一段落したこと、自動車における地震関連の挽回生産が一巡したことなどから、1～3月は前期比で横這いしないし幾分マイナスになるとみられる。ただし、在庫水準は引き続き概ね出荷とバランスしており、この面からも調整圧力が高まっている訳ではない。企業収益は伸び悩みつつも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、中小企業を中心に原材料高などの影響を受けた収益圧迫から業況感が悪化し、設備投資スタンスにも慎重さが窺われる。10～12月の法人季報は、設備投資については概ね横這いであったが、収益が圧迫されている様子が窺われた。来年度の収益、設備投資計画について来月初の短観が注目される。

家計部門をみると、賃金はやや弱めの動きが続いている。先行きについては、所定内給与がプラスになり始めているといったプラスの要因はあるが、中堅・中小企業を中心に人件費抑制スタンスは根強く、賃金の目立った上昇は期待しにくいと思う。もっとも、雇用者数の伸びによって雇用者所得は引き続き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については、引き続き留意する必要がある。住宅投資は新設住宅着工戸数が順調に持ち直してきているが、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やはり慎重にみておく必要があるかと思う。

物価面では、国内企業物価は国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、先行きも当面上昇を続けるとみられる。コアの消費者物価の前年比は、1月は12月に引き続き+0.8%となった。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る。より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中で、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況が維持されている。ただ、中小企業に関する資金繰りや貸出態度、低格付けの社債発行環境がやや悪化している点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、足許の景気動向は、生産の停滞やエネルギー・原材料高の影響などから所得形成メカニズムがやや弱まっており、減速傾向が明確になってきている。先行きについては、減速局面を経たのち、拡大パスに復するというこれまでのシナリオを現時点で変える必要はないが、その時期やペースについては内外の要因による不確実性が高いと考える。4月の展望レポートに向けてさらに綿密な分析が必要であると考えます。以上である。

福井議長

以上で金融経済情勢に関し、各委員からご見解の表明を頂戴した。前回の金融政策決定会合以降、約3週間、時間が経過している。この間、内外の情勢は、只今各委員からご報告があったとおり、仔細にみればかなりの変化が窺われる感じもする。そうした変化を踏まえながら改めて日本経済に内在する生産・所得・支出の循環メカニズムに変化が生じていないかどうか、ここをきちっと判断しなければならないということではないかと思う。仔細にみた場合の変化であるが、海外経済あるいは国際金融の場面からということになれば、まず、特に米国、欧州の金融資本市場においてサ

サブプライム・モーゲージ・ローンの問題に端を発した調整が長引いている、あるいは調整が深まっているというご報告だったと思う。証券化商品市場の機能が引き続き大きく低下しているし、その中でリプライシングの動きがさらに続いている。それからモノラインの経営を巡る不透明感あるいは実体経済に関する弱めの指標の公表などから、CDSプレミアム、社債スプレッドとも総じて拡大傾向が続いている感じであり、須田委員からもご指摘があったが、多少範囲を拡げながらクレジット・タイトニングの方向にさらに進んでいるということではないかと思う。岩田副総裁がおっしゃっているようにクレジットクランチと言えるかどうかが議論になるところかもしれないが、少なくともクレジット・タイトニングの方向で進んでいるということだと思う。なお、株式市場においても非常にボラティリティが高い状況が続いていると思う。

一方、実体経済であるが、世界経済全体として眺めた場合には、NIEs、ASEAN諸国、エマージング諸国全般としては引き続き緩やかな景気拡大が続いている。あるいは中国やインドのように高成長が続いているところも存在する状況で、足許の動きとしてそう目立って大きな変化は出ていないということである。しかし、米国経済は景気の減速傾向が一段と強まっている。そして、欧州経済も成長は続けているが緩やかに減速しつつある状況ではないかと思う。米国の減速傾向であるが、引き続き住宅部門が調整の中核であり、最近の住宅着工件数はピークに比べると半分以下まで調整が進んでいるとも言える訳だが、住宅在庫が引き続き非常に高い水準にあるし、住宅価格の下落傾向も多少加速しながらなお進んでいる状況であるので、引き続きなかなか底を探り当てることが難しい状況が続いている。この間に住宅以外の分野にも多少波及が確認されるようになってきている。設備投資は全体として緩やかな増加基調を維持しているが、先行きがどうかという問題が出てきているようだし、個人消費は大幅に減速して、特に消費者マインドが大きく悪化しているので先行きについての懸念が若干深まっているということではないかと思う。雇用は、今夜出る雇用統計で改めてその方向性を確認しなければならない状況だと思う。従って

米国の連銀、FOMCメンバーの経済成長率の大勢見通しは下方修正されているのが現実の姿である。こういうふうに金融資本市場の動き、米国を中心とする実体経済ともにダウンサイド・リスクあるいは不確実性がやや強まっているということだと思うが、その一方で原油価格が100ドル台を付けるといった動きが出てきているし、原油だけではなくて非鉄金属も反発している。それから小麦等の穀物も上昇を続けているということであり、世界的にヘッドライン・インフレーションの数字的な伸び率も高まっている状況である。1月の米国の総合消費者物価指数が前年比+4.3%、2月のユーロエリアは+3.2%であるし、これらを合わせてみると市場及び実体経済の面ではダウンサイド・リスクが強まっている一方、物価面ではインフレ・リスクが強まるというこの間の矛盾が少し大きくなっているという感じではないかと思われる。

日本経済は、前回の金融政策決定会合までに強く指摘されていた改正建築基準法のもとでの住宅建設の落ち込みは、このところ幸いにも少し回復気味ということが窺われる。その一方で、新しい変化として、生産の見通しが従来の上期と変わってきている。現実には足許は生産が横這い気味になっていて、先行きどうかという重要な判断のポイントがここに出てきた感じがある。出荷と在庫のバランスが比較的良く取れている状況の中で、企業の生産姿勢がやや慎重化している。これが先行きの需要予測を下方修正したことによるものなのか、海外からのインパクト等をどれ位織り込んだものかといったことは、即断できる状況ではないが、これからよくみていかなければならないと思う。それから法人季報等で新しく確認されたところは、非常に高水準の企業収益なのだが、プロフィット・サイクルが少しターニング・ポイントを迎えたようだという感じがある。様々な理由があると思うが、岩田副総裁のご指摘のとおり、交易条件の変化によってもたらされているところが多いのではないかと。これが賃金の抑制傾向をなかなか修正できない追加的な要因になっているかもしれないし、それらを感じる消費者のマインド慎重化にも影響しているかもしれない。実体経済の先行きを見通す上で非常に重要な判断ポイントだと思われる。もっとも、

須田委員がおっしゃったとおり、当然、この先行きの需要予測が強ければ交易条件効果は克服できるという面はあるので、需要ショックと交易条件ショックが単純に重なって出るのかどうか。このところは、先行きの読みをより正確に持っていく必要があるのではないか。特に堅調に推移してきた設備投資が先行きどうなるかという、非常に重要な判断をこれからしていかなければならないが、短観の表面的な計数だけで判断できるかどうか。やはり、今、議論されているようなストラクチャーについて共通の認識をシェアしながら短観を読んでいくという姿勢が、これからは必要になってくるのではないかと思う。

それから、物価の面は、日本においてもコスト高要因というか、原油高、原材料高あるいは食料品価格上昇の影響から我が国のCPIも、今、前年比+0.8%というところに来たが、皆様方の観測のとおり少なくとも+1.0%近傍にはこれからいくかという状況になってきている。日本の場合は欧米と違ってインフレ・リスクへの距離はまだ少し遠いのであろうと思うが、経済のダウンサイド・リスクと、物価面でのアップサイド・リスクの両面の潜在的な矛盾を抱えている点では共通であるので、一方を看過することなく正確な情勢判断をしていく必要があるということだと思う。それから日本のマネーマーケットは当面期末の要因があって金融市場局では調整上の負担があると思うが、欧米に比べるとマネーマーケットそのほか金融資本市場は総じて落ち着いている。あるいは金融機関の被る損失の額も相対的には小さいということではある。従って、システミック・リスクを心配する、あるいは日本の市場においてクレジット・タイトニングのリスクを心配するという度合いは欧米比遥かに薄い状況が続いていると思うが、ただ欧米の市場の悪化とともに日本の金融機関の被る損失額も徐々に増えている点は注意しなければならないし、欧米の動向と相関する形でCDSPレミアムが上がったり、あるいはユーロ円のレートが上がったり市場への波及が決して少なくない。株式市場についてもかなり大きな振れを伴う展開となっているので、我が国が全く無縁の世界にいるということではない。今後の変化は十分注意していく必要があると思う。十分纏めきれな

いが、私は議長として皆様の議論を大体そういう感じで受取らせて頂いた。総じて言えば、金融経済月報の基本的見解の文章に盛られた枠内に皆様方の見解は入っていたかと思うが、この点はまた後から議論して頂きたいと思う。さらに追加的にご意見等があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。言葉の使い方として信用収縮と申し上げたが、少し強いインパクトになってしまうので、貸出基準の厳格化——厳しくなる——という表現の方が良いと思う。ただ、現実のマーケットの動きをみると、LBO、CLOの価格が下落し、またLBOの新規発行が大幅に減少して、発行が事実上ほとんど不可能になっている。あるいは投資適格企業向けのシンジケートローンの組成も減少している。それから、少し派生するが、ヘッジファンドの1月の運用成績は1998年8月以来の大幅悪化で、量の方にも少しずつ影響が出始めている。単に金利あるいは貸出条件——勿論貸出条件が厳しくなれば、量はそうでない場合と比べれば減る訳だが——、量の面でも影響が出始めているのかなど。それからもう一つは、昨日も中曽金融市場局長からお話があったが、TOBとかVRDO、ARSで特にオークション付きの変動利付債——これは元々長期の地方債とかローンなどを短期に変換して、ただし金利はオークションでもって決める——については、オークションをやっても値が付かない、入札未達という状況で、これは厳格化というより量そのものが抑えられている気がする。また、サリーメイとか学生ローンなどでそういう例が出ている。あるいは金利が付いたとしても、これまで5~6%で借りていたものが20%でないと借りられないとかいう例も、現実には出ているだろうと思う。

水野委員

今、岩田副総裁がおっしゃったことに基本的に同感である。金融機関の貸出態度が厳格化している。それに加えて、クレジット市場で機能不全に陥っているマーケットが多い。その二つが組み合わさる中で、米当局は金

利を下げている。その狙いは住宅ローン金利の引き下げだが、なかなか下がらない。従って、今問題になっている住宅市況の底入れ時期について言うと、金利は下がるが、そこまでの時間は結構掛かるのではないかという感じがする。それから、今、コアCPIの上昇率が+2.5%だから、実質金利はゼロということになり、下限の目安まで来ている。しかし、マーケットはそれを下回っていくことを既に織り込んできている訳だから、長丁場になる可能性を我々も意識していかなければいけないのでは、という気がしている。

福井議長

西村委員が提起された問題点、注目すべき点の1番目について、もう少し教えて頂きたい。信用市場でデフォルト・リスクの評価が進んでいる一方、エクイティの方はボラティリティが上がってウォーミングアップをしているが、これから下がるというような内容だったか……。

西村委員

そうなってほしくないが、可能性は結構高いのではないかという気がしている。これは第2ラウンドでもお話ししようと思っていた。基本的にはCDS市場でパニック的な動きが最初言われていたが、段々実態面がパニック的な動きと言われていた色々なアンダーラインの数字に近づいてきてしまっていることがある。これが今のところまだ短期的なものであって、将来にはやがて戻っていくだろうという予想のもと、株式市場ではエクイティのバリュエーションが進んでいると思うが、逆に実態がCDS市場に寄せていくような状況になってくると、株式市場に相当な調整圧力が掛かってくる。あまり言いたくないが、アービング・フィッシャーのデット・デフレーションに近い状況になる可能性は、今、最大の懸念ではないかと思っている。今のFOMC議長はそれで学者になった人なので、その辺に関しては極めて深刻に考えていらっしゃるのではないかということが、最近色々ところでみられる。先程不用意な発言というのがあったが、

それをみると私もそういう印象を非常に受ける。これについて言うならば、要するにマーケットのナチュラル・セレクションを通じた自然治癒力がどの位の速さで達成できるかに恐らく依存すると思う。例えば、今回の場合は欧米の金融機関の対応が非常に早い、従って 1990 年代の日本と比べれば比較的対処が早く進んでいるという議論があるが、1990 年代の日本は情報が極めて不正確でかつディフュージョンが遅くてゆっくりと崩落していった。例えば、ケース・シラー・インデックスについて言うと、1990 年代の日本ではケース・シラー流の住宅価格インデックスは勿論なく、私が指導したマンション価格インデックスが出始めたのが 2000 年過ぎてからである。そういうことから考えると、日本ではそもそも実態把握が遅れて、それへの対処も遅れてという状況であった。今回の場合、全て非常に速いスピードできているように見えるが、十分速いかどうかということでもみていかなければならないと考えている。それからすると、私は決して速くないのではないかという気がして、事態そのものはかなり深刻な状況ではないかと考える。

須田委員

私は金融市場、特にクレジット・デフォルト・スワップのマーケットが悲観シナリオを織り込み過ぎていると思っている。他方、例えばグリーンズパンあるいは Fed はリセセッションはないと言い切っている。あるいは、マーケットのコンセンサスをみても、そんなに低い成長率を予想していない。その中で、クレジット・デフォルト・スワップをみていると、少し悲観過ぎる。従って、そちらに鞘寄せされるよりは、クレジット・デフォルト・スワップ市場が落ち着いてプレミアムが下がってくるのではないか、と思う。

西村委員

私のシナリオは多分その中間で、CDS ないしは証券化市場のある部分は恐らく消えてなくなる一方で、ある部分は多分残るだろう。その残る部

分に対して十分な手当てがなされているかどうかは今後の大きな問題だろう、と思う。はっきり言って2階建ての部分はもうほとんど不可能だと思うので、その部分から1階建ての部分を守るための手段が取れるかどうかは大きな問題だろうと思っている。従って、今回のバーナンキ議長の元本を切り捨てるというアイデアは非常に自然なアイデアだが、實際上、どういう形で実現でき得るのかみていかなければいけないのではないかと、思っている。このままでいくと訴訟の嵐になるので、この訴訟の嵐をどういう形で上手く捌いていくのかが、今、米国の市場での大きな問題だし、逆に言えば恐らく米国だけの話ではなくて、持っている人は日本にもいる訳なので、そういう人達を含めて全体としての国際的なリネゴシエーションの場をどういう形で作っていくのか。フォーラムをどうやって作っていくか、しかも緊急に作らなくてはならないというのが大きな問題ではないかと思う。そのリネゴシエーションが可能となるならば、ある部分は勿論崩壊するだろうが、オリジネート・トゥ・ディストリビュートのもとになるモデルの根幹は持つはずである。リレーション・バンキングもそうだが、長期資産を持っている限り、ディストレスが起こった時には必ずリネゴシエーションはしなければいけない訳だから、逆に言えばリネゴシエーションしないシステムを作ってしまったところが、今回の証券化市場の一つの大きな問題点だったのではないかと、考えている。

野田委員

今のリネゴシエーションを考える時の難しさはもう一つある。これはよく言われているが、先程も整理されたように、そもそも住宅価格の底が探れない、確認できないということがあるから、それを横目で睨みながらやっていくのは極めて困難な作業というか……。

水野委員

原資産が下げ止まらないと。

野田委員

然り。そこに中心の要因があることを見落としてはいけないだろう。だから、どこまで見通し、前提を置いたうえで、議論するのも一つのポイントである。

福井議長

今、野田委員がおっしゃったように、難しいが徹底的にプライスを見つけ出してリネゴシエーションをする、それをやりながら銀行は早めにバランスシートから外してしまう。これは、ある意味で西村委員がおっしゃった自然な流れだと思うのだが、バーナンキはフォアギブと言った。あれはどうか。少し飛躍があるのではないか。

西村委員

何もしないでああいうことを言うのは、私……。

福井議長

フォアギブというのは少し違うのではないかと私は思っている。

西村委員

きちんと全部読んでいないので私は評価できないが、あの部分だけ取り出して今の段階で言うことは望ましくないと思う。

福井議長

フォアギブというのは社会政策的な観点からはあり得ると思うが、通常、不良債権のディスポーザルのプロセスとして経済的なフレームワークには入ってこないのではないかと、私は読んだ。

水野委員

日本もそうだったが、そこにいくまでにプロセスがあって、いきなりそ

こに飛んでいく、ワープするような話ではない。

須田委員

私もきちんと読んでいないが、ラテンアメリカの債務削減の話があった時、まず金利減免をやっても全然上手くいかなくて、最後に国が音頭をとって民間にも元本削減をさせた。そうやったらどうにか上手くいったという経験だけがあって、それでやはり債務削減だという単純な思いで話してしまった気がしている。

西村委員

債務削減はある意味では先がみえて、というか、底がどんどんと下がっている時ではなくて、もう少し底がある程度……。

野田委員

見えなければ……。

西村委員

例えば 50%まで下がったとか 25%まで下がったという状況であるならば、かなり有効だと思う。

須田委員

だから、今の段階でああ言うのは非常に変ではないか、ということである。

西村委員

あるいは逆効果のような気もする。

岩田副総裁

一言だけ。大恐慌の時のように、アメリカ政府が住宅ローンの買取公社

を作って、住宅ローンで傷んでしまったものをそのまま買い取って、政府のお金で償却するという案が具体的に出ている。これから大統領選があるが、もっと出てくる可能性があると思う。フレディマックやファニーメイなどのGSEで第4四半期では最大の赤字が出ているにもかかわらず、買取の上限などを撤廃したり、ある種政府がフォアギブするというとおかしいのだが、その分を面倒みるという議論が議会では相当行われている。日本からみるとえらいジャンプしているようにも思うのだが、そういう面もあるのではないかと思う。

福井議長

なるほど。

西村委員

ただ、それは非常に政争の具になっている。バーニー・フランクがそれを行っていることがあって、ああいう形でサイドを取るのは相当なものだという気がする。それから、大恐慌の時のようにフォークロージャーのレートが40%位になった時に出てきている話である。そうした政策を金融政策のようにフォワード・ルッキングにできるかどうか。フォワード・ルッキングといったらそこまでいくことを前提としてやる訳だから、それは非常に難しい判断になる。今の段階では、どの位まで価格が下がるかに関して見通しが付かないが、それをある程度、指標なり何なりをみてやっていくという方向となるのだと思う。先物を見るか。ただ、ケース・シラーの先物取引は極めて薄い、ほとんどないので、事実上どの位の価格になるかという発見力は極めて小さい状況である。

福井議長

少し議論を戻して、最初の重要な問題提起——信用市場の中でのデフォルト評価とエクイティ市場の評価のギャップ——について、もし金融市場局でアナリシスかあるいはBISの市場委員会での議論から何かイン

プットがあれば。

中曽金融市場局長

昨日お話ししたように、2月の末、下旬位までは、株が相対的に元気が良い一方、CDSのプレミアムの拡大が続いていたので、ギャップがあるという感じはあった。ただ、2月の末以降、株価がかなり落ちているので、急速にキャッチアップというか、CDSのプレミアムに合わせるような形で収斂が始まっているのではないかと、という感じで私共はみている。どちらかと言えば、2月の末以降、CDSのプレミアムに合わせる形での調整プロセスに入ってきたような感じがあるのではないかと。

西村委員

CDSは基本的には社債についてで、エクイティはそれより劣後するので、本来ならば劣後する方の下がり方が激しくなければいけない。勿論、エクイティは全体のエクイティでみているし、CDSは部分的なものでしかみていないことはあるが、端的に考えるとエクイティがはるかに大きく反応しても、本当は良いはずだろうと考える。だから漸くキャッチアップの段階になっているのなら良いが、もしかするともっと大きな影響が出てくるのかというのが、私の心配である。

水野委員

日経平均株価は少し違うが、我々がみているダウとか色々な指標はグローバル企業のインデックスである。だから、インデックスはアメリカのクレジットあるいはヨーロッパのクレジットだけではない。それから、金余りという話が出てきているので、市場の動向については需給論の話も入ってきている。エクイティ市場の動きとクレジット市場の動きの違いに関して今言われているのはCDSのスプレッドが示唆しているデフォルト率は幾らなんでも高いというのが一つ。それからエクイティは需給で良いのか、あるいは、エマージング・マーケットを含めた世界経済が基本的

にはソフトランディングするという前提に動いているため良いのだ、との見方がある。実際は、その間だろうとおっしゃられれば、私も全くそうだと思うのだが、相当広いところの間なのだ。ただ、去年だけみると、クレジット市場が世界経済を正しくみることができていた。株は下がらなかったが、結局、世界経済は非常に悲観的になってしまった。従って、今年もクレジット市場の悲観シナリオが現実にならなければ良いなと思っているのが、今の状況である。

西村委員

今、私の話はファンダメンタルズの話だけをしているので……。

水野委員

わかった。

西村委員

需給関係の話はしていない。需給関係が入ってくると今の話は随分違う。違うというか、短期的には多分違う話になるので、その見方が極めて難しいと思う。

岩田副総裁

一つだけコメントさせて頂くと、クレジット・マーケットでは証券化を2回、3回やって組成されたCDOあるいはCDSのマーケットも43兆ドル程に急激に膨れ上がってきたから、もしかするとその過程で株式市場よりもある種のミスプライシングの度合いが大きいかもしれない。

水野委員

それは言えると思う。

岩田副総裁

その分が余分に剥がれている。クレジットの色々なスプレッドの拡大テンポが、以前のリスクのアンダープライシングを正常なところへ戻している可能性がある。株式市場の方はもともとそれ程酷いリスクのアンダープライシングをしていなかったとすれば、多少違いがあっても、私はそれ程変でもないと思う。

西村委員

非常に薄いスプレッドはおかしかったと思うが、それを勘案したとしても、今の上がり方はさすがに異様に高いという感じがする。

水野委員

ただ、クレジット・スプレッドで1,000何bpが付くという事実は、マーケットが事実上存在していないということだろう。取引が超薄いというか、出合っていないと言った方が良い。だからクレジット市場が示唆するのは何かと言ったら、非常に悲観的だという印象以上のものはないのではないかなという感じがする。何bpだからどうだという話ではないということだ。

西村委員

CMB Sの市場などは明らかに足許の実態からみる限りおかしな数字だが、しかし足許の実態がかなり急速に悪くなっているところを考えると、凄く嫌な感じというか気持ちが悪い感じがする。

中曽金融市場局長

CDSのプレミアムの動きを詳しくみると、一つはポジション調整的なところがある。もう一つは、銘柄的には銀行、金融機関系のプレミアムの拡大が大きい。昨日もお話ししたが、マネーマーケットでもOISとのスプレッドが拡大しているのは主として金融機関の信用リスクが意識されている部分があると思う。さらに、その背景を手繰っていくと、この間の

新しい動きは、一つは地方債の部分もあるが、もう一つはヘッジファンドのアンワインド——資金流出とかあるいは解散——の具体的な事例がこの1、2週間でみえてきているので、そういった部分も影響しているのではないかと思っている。だから、特に金融機関周りのクレジットに対する見方が一段と厳しくなっていることとポジション調整的な動きがクレジット・プレミアムの急速な拡大の背景にあるのではないか、と思っている。

水野委員

過去の経験則からみると、特に金融株が上がり出すと、大体再起がみえつつあるということになる。1990年とか1991年近傍もそうであったが、今それがまだみえない状態なので、どの時点で再起となるかについてまだコンセンサスがない、と私はみている。

福井議長

もう一つ重要な点で是非今日議論しておきたいのは、岩田副総裁に整理して頂いたような、生産・所得・支出の循環メカニズムに対するショックの議論である。交易条件の中を通ずるルートは厳然と存在すると思っているのだが、同時に日本の企業収益あるいは収益率の水準が非常に高いという一つのクッションと、それから昔に比べると産油国ないしは資源産出国のアブソーブションが大きいというか、新しく需要を提供してくれるキャパシティは大きいというもう一つのクッションがある。それらを念頭に置くと、結局のところは、アメリカのスローダウンに端を発した世界経済全体としてのシュリンクがどこまで進むか——最終的には需要ショックが勝敗を決する位大きいのかどうか——という点に帰着する気がする。この辺のストラクチャーをどう理解しておくか、ということである。

須田委員

アブソーブションが大きいことに加えて、例えば一次産品の原油が高くなったら省エネをしながら輸入を減らす方向で輸入国のネットの純輸出

を増大させる働きもある。

福井議長

ただ、1970年代の石油ショックと違って、先進国の省エネ能力と、今、大量にエネルギー、原材料を消費しているインド、中国の省エネ、省資源能力には差があるかという気もする。

須田委員

とはいえ、日本をみた時に、原油価格がこれだけ上がっている中で、それを節約する。それはネットの純輸出ではプラスに働くことになる。

野田委員

プラスに働くが、タイムラグはかなりあって、反射的な利益はどうしても遅れてくる。そういう状況は世界経済が拡大してきた2002年、2003年頃からずっと続いていて、追いかけても追いかけても原油価格が先に逃げていく。昨日の岩田副総裁の説明にもあったそういう交易条件の悪化が続いている訳で、やはり将来的には須田委員のおっしゃるようなキャッチアップはあるであろうが、なかなか逃げ水の方が速いという状態だと思う。

水野委員

企業努力の限界を超えてしまっているのが、きっと今の状況である。

野田委員

どの位かというと私も何とも言えないが、もう少し長いサイクル、例えば…。

福井議長

市場の中でリスクのリプライシングが行われている、新しい均衡値を求めているのと同じように、実体経済、世界経済全体として持続可能な成長

率の高さを探り当てるプロセスになるのではないか。元の 4%超え、5%近い成長に最終的に収斂するということではないのかもしれない。だから、ある程度需要ショックを経ながら調整を経る方が本筋かなという気がする。

水野委員

世界経済はそうであるが、今の議論は日本経済がどうなるかについてである。

福井議長

その中に日本経済をセットしていかななくてはならないということである。

水野委員

然り。

岩田副総裁

一つだけコメントしたい。マネーのフローの側面であるが、経常黒字で産油国と一次産品国にマネーが集まる。そのお金がどう上手く世界に回っていくか。イスラム金融は明らかにそこから出てきて膨らんできている、と思う。そういう流れがどこまで上手く世界全体の円滑な発展に繋がれるかという話。それから、原油も含めて投機的な色彩があり、アセットプライスと同じような変動を示す可能性がある。そういう不安定な脆弱な動きを示すことがあると、世界経済全体のボラティリティが高まる可能性がある。従って、安定した基盤で成長が続くよりは、やや危うい基盤のうえで、つじつまが今のところは合っているという側面があるかと思う。

福井議長

おっしゃるとおりである。

水野委員

岩田副総裁がおっしゃった最初のポイントはリサイクリングの話である。アメリカの経常赤字が産油国の経常黒字となっており、後者のお金が例えば前者の金融株を買うことで埋まってはいる。ただ、アメリカが経常赤字、他方は経常黒字ということが永遠に続く訳ではない。マネーフローのところでも、ドルが暴落する可能性はいつも言われている中で、当然ならんらかの変調をきたすこととなる。マネーが上手く回っているから良いのではないかという話であるが、流動性は止まりだすと——今回の証券化のマーケットは異例であるが——一気に枯渇してしまうので、マーケット機能がいつも機能するとは限らない。私はマーケット機能を信じている方であるが、その機能が止まった時は厳しい状況となる。

野田委員

議長が問題提起された問題と、それからお金が回っている、ファイナンスが上手くいっているということは、どこかでは繋がっているであろうが、少し違うような気がする。

福井議長

しかし、それらはどこかで繋がっているのである。これまでのグレート・モデレーションに戻る訳ではないが、サムシング・モデレーションには戻らなくてはならない。

水野委員

勿論。

福井議長

そこはやはり、リアル・エコノミーとキャピタル・フローとのバランスということになるのではないか。

水野委員

それがペインフルだからといって、市場の失敗と決め付けて政府が出るのか——公的資金あるいは買取機構はその例だが——というところ、そこに行くには政治的にもまだ少し時間があるであろうし、中央銀行としても直ぐに公的資金だというのはあまり正しいメッセージではないという感じがする。バーナンキ議長は最近どうしてしまったのか、と私も思っている。

須田委員

マネーの流れといった時、固定レート制——中東でもドルペッグであるし、あるいは中国でもほとんどペッグしている——の持っている影響は、資金の緩和度合いを高めてしまうという意味で問題だと思っている。固定レートでやっているから、市場のメカニズムではなくてソブリン・ウェルス・ファンドとかいうことで人為的に資金を流さなくてはならない側面ができています。

西村委員

今の話をもう少し大きくすると、要するに市場メカニズムが上手く働いているところと、あまり働いていないところがあって、上手く働いているのが大多数であれば比較的上手くいくのだが、今、資金が入っているところは市場メカニズムが必ずしも上手く働いていないところである。それが非常に重要になってしまったので、全体としてのメカニズム・デザイン上非常に難しい問題が生じているのだろう。そういう意味でのヒッチが出てくることを、我々は常に考えて行動しなくてはならない。

福井議長

次のモデレーションへのプロセスで、グローバルに全体としてある幅の調整が必要だとした場合に、市場メカニズムを使っていない地域より、市場メカニズムを使っているところにより大きな調整負担がくるかどうか。

西村委員

トリシェではないがル・シャトリエの原理によれば確実に市場機能が働いている市場に大きな負担がくる。市場が上手く働いていないところを何とか働かせるようにもっていかななくてはいけないことは、鉄則である。

須田委員

そうとは言い切れない。市場が働いていないところで非常に負担が高まっていると思う。中国でインフレ、あるいは中東も凄くインフレなので、そこをどうするか。しかし、固定レートに近いので結果として金融政策に実質的な手段がない。国内問題としての調整圧力を非常に抱えている。トータルでみたらどちらで調整コストが大きいかと言ったら、私は固定レートで国内に資金がどんどん入ってきて金融政策ができないコストの方が大きいと考えている。

西村委員

要するに、市場メカニズムがきちんと彼らに入っていけば良い訳である。それを如何に説得するかが、一番大きな問題である。

水野委員

しかし、GCC諸国と中国は、社会学とか政治学の観点から、長い目でみた場合に経済合理的でないことをやっている訳である。ところが、彼らの政治的な目的からすると、それが正しいということになってしまっている。従って、説得のプロセス自体、時間が掛かる。勿論直ぐにやっっていけないといけないのだが、証券化市場の新しい均衡点から次の均衡点にいくまでのプロセスで、中国の為替相場が本当に弾力的になるかという、現実問題としてなかなか難しそうである。

西村委員

長期的にはそちらの方にかなり…。

水野委員

然り。ただ、それを前提に中国を待っていたら、我々G7諸国は倒れてしまうこともある訳である。従って、その中で、ある程度彼らにプレッシャーを掛けると同時に、セカンド・ベスト・ソリューションを考えていけないといけないと思う。

福井議長

水野委員のおっしゃるとおり、市場メカニズムを使わない国の政府が物凄く賢明な政府であったとしても、ディシジョン・メイキングにはタイムラグがあるので、その間、市場メカニズムが働くサイドで勝手に調整してしまうという部分がある。調整負担が大きいというのはそういう意味ではないかと思う。

水野委員

然り。「お前のせいだ」とずっと前から言っている訳である。その一方で、Fedもその前提でどうするかを今考えている。だから、我々も、アメリカだけが何かしなくてはいけないと主張するのは無責任だし、中国が悪いのだというのも…。色々なものを現実的に考えた時に、一つには長丁場で構えていくことが必要だと思う。ただ、一方で、議長が指摘されたのは全てそのとおりだと思うが、ここまできると時間軸をどれだけとっていくかの概念も物凄く重要である。既に欧米の金融機関はリストラを始めている。今回はいつもと違って、1年限りの調整ではなくて、2、3年先までを見越した取組みになっており、証券化市場をはじめストラクチャード・ファイナンスで調整に相当時間を要する、と彼らは判断している。そうすると、我々もそれに合わせて金融政策をやっていけないといけない、という気がする。

福井議長

他に論点はないか。

岩田副総裁

須田委員がおっしゃったことにほとんど賛成なのだが、一つだけ宜しいか。サウジの の人と立ち話をしたことがあるのだが、その時に「国内物価は上がってきたのに、どうしてペッグを続けるのか」と聞いたら、「これは絶対変えられない」、「最初から選択肢はない。ドル・ペッグするしかない」とかなり強い返事だった。よく聞いてみると、やはり中近東の政治的な情勢を考えると、簡単にドルから離れていく、あるいはアメリカから少し距離を置くようなサインを送ること自体が非常に危険だというのが一つ。それから、ドル資産を既に持ち過ぎているので、自分でドル価値を下げる引き金を引くことは当然やりたくないという二つ位の理由をおっしゃっていた。従って、経済合理的に考えればもう少し自由度を増した方が良くと思うが、中東はやや特殊なところがある。

須田委員

GCCで共通市場を作ろうとしているので、やはりシンボリックな意味でも変えられないことを言い続けるという…。

岩田副総裁

そちらもあるな。

水野委員

サウジは言えないな。

福井議長

それでは一応討議は以上で締め括らせて頂き、ここでコーヒブレイク

にしたいと思う。ちょうど切りの良い時間なので、25分に再開する。

(11時15分中断、11時25分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは、会議を再開する。今度は、次回金融政策決定会合までの金融政策の運営方針について議論したいと思う。まず、お一方、改めて5分以内でご発言頂きたい。岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、金融政策運営についてだが、日本経済が現在直面している不確実性——金融市場の脆弱性、アメリカ経済の減速、それから、エネルギーを中心とする資源価格の高騰——を考慮すると、現状維持が最も適切な対応ではないかと思う。一つだけ付け加えさせて頂きたい。為替レートがこの後どう動きそうかは、ずっと私も関心を持っている。今日も102円程度である。これまでのドルの実効レートの動きをみると、2002年2月が最近のピークであるが、それから毎年5%位ずつ、言ってみると秩序正しくインパクトを与えることなしに、ドルの価値が下落してきた訳である。しかし、ここ最近のところをみると、その下げ足が7~8%の速度に変わってきているのではないかと思う。それを国別に眺めてみると、ヨーロッパの方は調整の負担が大きいとよくおっしゃる。

福井議長

武藤副総裁がどうしても公用の電話をせざるを得ないので、お許し頂きたい。会議は続けさせて頂いて宜しいか。中座し、部屋に帰られるということである。続けて頂きたい。

(11時27分 武藤副総裁退室)

岩田副総裁

やはり、ユーロ圏の通貨の切上げ幅が大きい。それから、オーストラリアのドルも大きく、4割以上上がっている。ドルの実効レートは、2002年2月から大体25%位下がっているけれど、日本の場合、2002年2月から比べて2割程度の円高ということなので、平均並みというか、それよりやや小さい程度である。今後の動向とそのインパクトだが、一つ付け加えたことは、交易条件が今悪化しているので、ある程度円高になること自体は、交易条件の面では、それをやや緩和する側面がある。ただ、交易条件の緩和という面に加えて、円高が急激に進み過ぎると、そこは日本のもう一つの成長の源泉である輸出に影響が出てくる。ということで、ドルの動きがどのようになるかは、国内の経済を考えるうえでも重要な変数だろうと思っている。以上である。

福井議長

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、バーナンキFRB議長の議会証言でも明らかにされたように、インフレ上振れリスクが増しているものの、住宅投資や雇用並びに消費が予想以上に悪化し、金融市場の混乱が継続していることにより、経済の下振れリスクがより大きい状況にあると思われる。例えば2007年の日本、アジアから北米向けのコンテナの海上の動きをみると、家具や電気製品の米国への輸出が減少したことを背景に、2002年以降の毎年概ね二桁増から一転して前年比+1.0%と大幅な伸び率鈍化となっている。特に、昨年10～12月期は前年比-3.7%と1997年以降で最大の減少となった。また、今年に入っても、米国最大のコンテナの取扱港であるロスアンゼルス・ロングビーチ港の1月のコンテナの取扱量の前年比はマイナス幅が拡大しており、コンテナ貨物の荷動きからみた米国経済は確実に悪化し

ているように窺われる。今後、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、世界経済全体に影響が及び、輸出主導で拡大基調を辿ってきた我が国経済も時間差は伴うものの、少なからず影響を受けることは避けられないと考えられる。我が国経済は、足許、住宅投資の落ち込みや原材料価格の高騰、株価の下落などから減速しており、将来に対するダウンサイド・リスクが高まっているが、米国経済が大きく落ち込まない限り、基本的には緩やかな拡大を維持していくと思われる。また、足許、ドル／円相場が多く輸出企業の想定為替レートを上回って円高となったとみられることやエネルギー等の原材料価格の一段の上昇などが企業活動に与える影響について、注意してみていく必要があるように思われる。このように、リスク要因を各種経済指標や金融市場動向並びに実体経済の変化などを通じて丹念に分析し、米国及び世界経済の方向性を検討したうえで、我が国経済が引き続き緩やかな拡大基調を維持できるかを見極める必要がある。このため、次回会合までの政策運営方針であるが、金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き極めて低い金利水準のもと、息の長い我が国経済の成長のプロセスを支えていくことが適当と思う。私からは以上である。

福井議長

亀崎委員から願います。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。先程申し上げたとおり、我が国の景気は足許減速しつつも緩やかな拡大基調を続けている。しかし、最大の不確実性である国際金融市場の動揺は未だに続いており、米国をはじめとする海外景気の減速、原油高等と相俟って、先行きの景気のダウンサイド・リスクは払拭されていない。特に日本経済の最大の牽引力となっている輸出の動向については、しっかりとみていきたいと思う。

国際金融市場の動向については、注目された2月中旬以降の欧州金融機関の決算は、全体としては金融機関の損失額の大きさを再確認させるものであった。一部には、事前予想比良好な決算もみられたが、欧州においては米国に比べ会計基準や情報開示が甘く額面どおりには受止められないとの声も聞かれるなど、市場の疑念払拭には至っていない。こうしたもとで、株価の低迷、CDSスプレッドの高止まりも続いている。

米国についても、モノライン支援計画策定を巡る思惑、地方債市場の混乱拡大、一部保険会社におけるCDS取引での巨額損失、ヘッジファンドの清算、解約停止に加え、バーナンキ議長も「中小金融機関の破綻を予想している」との見方を示す等、影響が拡大、深化し、さらには相互に複雑に影響し合う重層化が現在進行形でみられている。このため、FRBによる大胆な金融緩和や財政出動等の対策はあっても根源的な問題の解決は容易ではなく、時間をかけて金融機関のバランスシート修復を進めていくしかないと思う。

一方では、国際商品市況高等を受けて、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。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

西村委員からお願いします。

西村委員

金融経済情勢で述べたように、現状判断、先行き見通しの基本的な見立ては前回会合と大きく変える必要はないと考えられるが、国際金融市場及び海外実物経済、特に米国において下方リスクと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。金融経済情勢の討議で、信用市場のデフォルト・

リスク評価と株式市場のエクイティ評価の水準の乖離について述べたが、その点について若干敷衍したいと思う。信用市場のデフォルト・リスク評価と株式市場のエクイティ評価の乖離は、第一の可能性としては、信用市場での証券化商品の時価評価が流動性のヒッチのためにアンダーライング・バリューと乖離しているためということが考えられた。そうならば、潤沢な流動性供給やボトムフィッシャーが出てくることで、やがて信用市場が株式市場に鞘寄せされる形で解消されると考えられ、実際当初はそうのように予想していた。しかし、信用市場のストレスがサブプライムローン関連から大きく広がるにつれて、当初の証券化商品のバリュエーションの基礎となっている想定から、実態がかなり相違している事実が明らかになってきている。典型的な例が米国CMB Sの市場である。足許のオフィス空室率からみると、CMB Sのスプレッドは異常に高いと言わざるを得ないが、実体経済の急速な悪化が予想されるにつれてデフォルト率の上昇も予想されてきている。実体経済の悪化が信用市場のスプレッドが示すものに近くなるとすると、第二の可能性としては、株式市場のエクイティ評価が信用市場のデフォルト・リスク評価に鞘寄せする形になる。この場合、アービング・フィッシャーのデット・デフレーションの現代版に近い展開になる可能性も否定できない。ただ、第三の可能性としては、信用市場が全般的に危機的な状況に陥るのではなく、現在のスプレッドの拡大はCDO、CLO、レバレッジドローン、ARSのうち、ハイ・レバレッジ、複雑化——これは非線形性の問題であるが——、長短ミスマッチで高収益を事実上装っていた一部市場に限定され、それらの市場が事実上消滅する形でのダメージコントロールという形になる可能性もあると思う。全く予断を許さない状況であるが、第二のデット・デフレーションはどうしても避けなければならない。ダメージコントロールとしての第三の可能性を探る必要があるのではないかと考えている。そのためには、一部証券化商品市場のオーダリーなクローズが必要で、その観点からみて必要な先日 of F S Fでの中間報告に盛られたような是正策や、その他の経過措置を速やかに採る必要があると考える。

さらに、F S Fについて一言述べたいと思う。F S Fによる中間報告はよく練られたものであり、そこにあるマーケット・トランスペアレンシー、そしてインセンティブ・コンパティビリティの重要性の指摘は、全くそのとおりであると思う。しかし、一点抜けている、あるいは十分にプレイアップされていない点があるように思われる。それは人々の能力、企業組織の資源配分の問題である。F S Fの中間報告を表面的に捉えると、今般の問題はマーケットがトランスペアレントであり、商品設計と販売方法がその公正評価とインセンティブ・コンパティブルであったならば、投資家が自分で証券化されている原資産を精査して、自己責任でリスクを取れば問題は解決され则认为しているように思われる。しかし、これは人々の情報処理能力、企業資源の有限性を無視しているようにみえる。今般の証券化商品問題の一つは、極めて複雑な商品設計のために、様々な非線形性がそのバリュエーションに存在している点である。簡単に言うと、デフォルト率や相関率があるところを超えると突然商品の性質が変わる点である。例えば、トリガー・クローズに引っ掛かって強制的な清算が始まるなどという例は、その一番良い例である。実態はこれだけではなくて、商品設計そのものの中にも、突然の商品の性格の変化が内包されているところがある。実は、これを理解するのには極めて高い情報処理能力が必要であった。人々そして企業組織の情報処理能力には限界がある。言い換えれば、情報を収集し、分析する多大なコスト負担の存在がある訳である。商品が複雑になればなる程、そしてその商品の表面上のリターンが大きい、つまり、その裏腹としてのリスクが大きい程、その商品についての情報収集、分析の必要性が増す。ところが、情報収集、分析には、実は多大な個人の能力、経営の資源を振り向ける必要がある。しかも、能力と資源には限界がある。この点を踏まえず、単純にトランスペアレンシーとインセンティブ・コンパティビリティだけで問題を解決することは、難しいと思う。恐らく、証券化商品の情報処理のプロとアマの区別が重要であり、情報処理のアマには比較的プレーンで評価が分かりやすい証券化商品のみを販売することとし、極めて複雑な商品設計の商品は情報処理のプロの間の取引に限定す

べきではないかと思う。と同時に、情報処理のアマは情報収集、分析を情報処理のプロである他人、他の組織にアウトソースした方が得という判断も成立する。しかし、他人、他の組織を信頼して良いか分からないという根本的な問題が生じる。その場合は、バリューアットリスクのような単純で最近のヒストリーディペンデントなアマ的な手法ではなく、最悪のストレステストを想定し、しかもそれにも耐え得る十分な経済資本を持っているプロがそうしたエージェントとなる仕掛けを作る必要があると思う。かつ、経済の現実、過去のヒストリーとは全く様相の異なるいわゆるアンノウン・アンノウズが次々と生起する世界であるから、最悪のストレステストが最悪でもなくなるというシステミック・リスクがある可能性がある。これへの対策が恐らく最も緊急の課題であり、ここにインセンティブ・コンパティブルなシステムを作ることができるかどうか、今後の鍵であると思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

現在マーケットの不透明感は強く、短期金融市場ではLIBOR-OISスプレッドの再拡大やターム物レートの上昇がみられる。我が国でも3月末越えという固有の要因もあって、やや神経質な展開になりつつあるようである。年度末越え資金の供給オペを例年に比べ早いタイミングから、しかも厚めに打っていることもあって、まだ資金の取り手に逼迫感が出ている状況ではないが、年度末資金の調達本格化を控え、どのような不測の事態が発生するとも限らない。邦銀の損失もサブプライムローン関連以外への波及もあって拡大しつつあるが、邦銀の巨額評価損のルーマーを耳にするなど、金融機関の損失発生に対する疑心暗鬼な見方は欧米市場に限った話ではない。ちょっとしたイベントで市場のセンチメントは180度変わることもある。引き続き金融機関や市場の動向に留意しながら、肌理細か

い調節に努めて頂きたいと思う。

次に、次回会合までの金融政策であるが、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性が高まっている状況下、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、前回同様、現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、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経済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、限界的な部分、すなわち零細企業や格付けの低い企業などのファイナンスには気になる点があるが、全体的には金融環境は極めて緩和的な状況にある。現時点では、メインシナリオとリスク要因を勘案すると、次の政策変更としてはこれまでどおり利上げ方向を意識している。今後も漸進主義で臨むのが良いと考えている。ただ、漸進主義だと政策対応が遅れる可能性もあるので、状況によっては機動的に対応することも付け加えておきたいと思う。今はそのような状況ではないが、緩和度合いを高める必要があると判断した場合には、その時々状況に合わせた機動的な対応を考えていきたいと思っている。なお、F e d は、どちらかと言えば市場の悲観的なシナリオを睨みながら大胆かつフォワード・ルッキングに利下げを5回に亘り断行してきた訳であるが、足許の経済金融状況によって市場がより一層の利下げを織り込みにいっているのをみると、このような政策が結果的に上手くいくかどうか少し心配になる。アグレッシブな緩和政策により、ドルペッグ制を敷く新興国を巻き込みながらグローバルな金融緩和が進み、潤沢なハードマネーがコモディティに流入することにより商品市況が騰勢を強めてしまうという循環が発生している。F e d は、景気のスローダウンに伴って、年後半にはインフレ率は落ち着くとの立場を取っているが、今回のページブックでも景気下振れリスクとインフレ上振れリスクが同時に高まっていることが明確に示されているし、足許の商品市況の騰勢やインフレ期待の上昇を踏まえれば、米国の景気がスローダウンしてもインフレ率が落ち着いていかない可能性は低くはないのではとみている。ミシュキン理事が強調しているように、インフレ期待が固

定されていることが利下げの重要な前提条件であって、インフレ期待が高まれば長期の資金調達コストは低下せず、景気刺激の重要な経路の一つを奪ってしまう惧れがある。また、仮に悲観派が想定するようにハードデータの下振れが実際に起きたとしても、アグレッシブな緩和政策はフォワード・ルッキングに少なくとも成長率が回復パスに乗る前に止めておく必要がある。利上げについても早めの対応が必要であり、利上げのタイミングが遅れば、インフレ・リスクを高めてしまうことに繋がる。これを市場と対話しながら実行するのは大変だと思う。いずれにせよ、ひとたびインフレが上振れてしまうと、それを沈静化するためには膨大な調整コストを払わなければならないことは歴史が教えてくれている。アラン・メルツァーカーネギーメロン大教授が指摘するように、果敢な政策対応が必要以上に人々のインフレ期待を上振れさせ、その後の継続的なインフレとより深いリセッションに陥ることのないよう、インフレ・リスクに対する警戒は怠るべきではなく、常に人々のインフレ期待に働き掛けておくことが重要だと思う。我が国でも、CPIコアコア——除く生鮮・エネルギー——は依然としてマイナス圏内で推移しているが、エネルギー価格や食料品価格の上昇が思いの外長引けば、インフレ期待が徐々に上方修正されていき、コアコアがヘッドラインやコアへ輻寄せされていく可能性も否定できない。以上の点を勘案すると、足許の経済指標がマインドの悪化を織り込みながら我々の標準シナリオの蓋然性に影響を与えることはないかを注視すると同時に、インフレファイターとして常にインフレ期待の動向を意識しておくことが極めて重要な時期だと思っている。

最後に、このボードメンバーの中で最も古株の私は、福井議長、武藤、岩田副総裁をボードに迎え、そして送るという経験をする事になったが、ボードメンバーあるいは執行部がどう変わろうとも、物価安定のもとでの持続的な成長を求め、フォワード・ルッキングに経済・物価情勢を丹念にチェックしながら政策を考えていくという基本的な姿勢は皆同じで同志であるという思いを強くしている。この5年間、本当に感謝している。以上である。

(11 時 45 分 武藤副総裁入室)

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

結論から申し上げます、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。前半でも述べたが、我が国経済は昨年 10 月の展望レポートで想定した姿よりも減速している。輸出を牽引車とした生産・所得・支出の循環メカニズムについて、幾つかの注意信号は点滅し始めてはいるが、先行き、この循環が決定的に途切れてしまう蓋然性を示唆するような明確な証拠が揃っている訳ではない。そうした中では、先行きも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維持することが適当であると考えている。そうであれば、これまでの金融政策の基本的な考え方も維持し、引き続き極めて低い金利水準により、我が国経済の持続的な成長を支えていくことが適当である。と同時に、こうした見通しあるいはその前提には、既に皆様も指摘されているように様々なダウンサイド・リスクが存在していることを認識することも重要である。従って、来月の展望レポートのアップデートを控えて、今後、利用可能となるデータや指標を丹念に点検、評価し、見通しとリスクの顕現化の蓋然性をそれぞれ慎重に見極めることが重要である。中でも、米国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、所謂デカップリングシナリオがどこまで成立するのかを点検していくことが重要である。このデカップリングに関しては、ECB のトリシェ総裁は 2 月 25 日に行った「重要性を高めるアジア太平洋地域」と題した講演の中で、世界経済におけるアジアの重要性の高まりを強調したうえで、「我々は相互依存の世界にある」と指摘し、さらに「一部の成熟国の経済の減速が、

新興アジア市場を始めとする他地域の力強い成長によって、どのように、またどの程度相殺されるのかを見極めることが重要な問題」との見解を示している。最近では完全なデカップリングの成立を疑問視する見方が一般的になりつつあるが、私は予ねてよりデカップリングシナリオは程度の点検をポイントとして重視してきている。従って、この席でも蛇足ながら、トリシェ総裁の発言に言及した次第である。

ところで、ただ今、須田委員もおっしゃったが、短期金融市場に目を向けると、年明け後の米欧市場は各国中銀の資金供給スタンスの浸透もあり、昨年末と比べれば比較的落ち着いて推移しているが、それでもタームスプレッドの拡大やLIBOR-OISスプレッドの拡大などがみられる。我が国は、年度越え資金調達が本格化する中でも、適切な年度末越えオペもあり、足許までは特に差し迫った動きは窺えない。しかし、米国のサブプライム住宅ローンの延滞増加とその証券化商品のリスク見直しに始まった動揺は、様々な金融商品と市場にまさに燎原の火の如く拡がり、その勢いは足許も衰えておらず、これらが再び短期金融市場を揺り戻すリスクは決して小さくないものと考えている。従って、金融市場局におかれては、内外の市場動向に対しより注意深い目配りをして頂くとともに、それに応じた柔軟かつ機動的な対応を取って頂くよう、如才もないがお願いしたいと思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

円金利のマーケットは短期金融市場、国債相場ともに取引が薄い中であって、我が国のファンダメンタルズではなく、前日の米国の金融市場の動向をベースとした投機的あるいは短期的、主観的な動きが地合いを決めてしまっているように思う。今年は米国を始めとする世界経済に不確実性が高いことから、リスクを取れる投資家が少なく、為替市場、クレジット

市場、国債市場、短期金融市場いずれもボラティリティが高い展開が続いている。言い換えると、円金利市場から日本銀行が読み取れるメッセージは目新しいものはなく、市場は米国の経済金融情勢に注目しており、その帰趨に目途が立つまで我が国の金融政策運営は当面現状維持を続けると判断しているという程度の解釈ができる。

その米国についてみると、足許、F R B 幹部からの情報発信が増えている。この理由は、物価上昇リスクを気にはしつつも、景気下支えのため追加利下げを継続すること及びその必要性があることを浸透させるためだと推察される。F R B はインフレ圧力がコントロールできない状況に陥ることは考えていないため、当面は景気重視の政策に注力すると見込まれる。ただ、1 月のコア C P I が前年同月比 +2.5% まで上昇しているので、もう一度 50bp の利下げに踏み切った場合、金融市場はフェデラル・ファンド・レートは実質ゼロ近傍と解釈すると見込まれる。その場合、その後も利下げを仮に続けるならば、景気の下振れリスクに対する F R B の懸念がいかにか大きいか注目されるリスクや、潜在的なミニ・スタグフレーションのリスクが高まることが予想される。米国の経済・金融情勢の帰趨については、何と言っても住宅市況の底入れ時期が注目される。住宅在庫の水準があまりに高く住宅市況の底入れの目途はまだ立っていない。バーナンキ F R B 議長も、3 月 4 日の講演で「住宅価格の下落は一段と深刻化しており、住宅ローンの債務不履行や物件差し押さえは当面増え続ける公算が高い。住宅ローン問題の根本的な解決には住宅価格の下げ止りが欠かせない」と強調している。

こうした中で、最終的に金融機関の損失処理額がどこまで膨らむかも予断をもてない。現在のように、米国金融機関がバランスシート調整——貸出基準の厳格化、資産、負債の圧縮と言っても良いと思うが——に入っており自己資本不足が懸念される局面、しかも、長期金利が既に相当低い状況にある中では、F e d の大幅利下げも米国金融機関の与信環境の活性化には直ぐには繋がりにくい状況である。また、家計部門も軽度なバランスシート調整にあるため、減税の多くの部分は借金返済や貯蓄に回り、個人

消費の押し上げ効果は限定的なものにとどまる可能性が高そうである。サブプライムローン問題の本質が不良債権問題であることを考えると、V字型の米国の景気回復は想定できず、U字型あるいはL字型の景気回復パターンが想定される。従って、断定的なことは言えないが、少なくとも2008年前半は米国の実質GDP成長率が前年同期比ゼロ～+1%程度にとどまり、米国経済が最も厳しい局面となることが想定される。2008年後半も景気刺激効果が出ても瞬間的にせいぜい+2%になる程度で、潜在成長率を幾分下回る成長ペースに回帰すれば上出来という慎重なシナリオが想定できる。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。中央銀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政策対応が求められていると言える。この間、ECBは、昨日の定例理事会でも現状維持を決定した。トリシェ総裁は政策金利は当面据え置きと情報発信している訳であるが、FRBは政策金利であるFFレート——フェデラル・ファンド・レート——を2.5%以下に引き下げた場合、金融市場においてECBの利下げ期待が高まることは十分理解していると思われる。今のところ、米国とユーロ圏の金利差拡大を受けて、外為市場ではドル安・ユーロ高の圧力が強まっている。しかし、仮にECBがビハインド・ザ・カーブに陥ったと金融市場に判断されれば、為替市場でユーロ売り圧力が強まる可能性がある。今年はユーロとドルの関係が、年の途中で大きく変化する可能性がある。ドル売り圧力がユーロ売り圧力に変わっても円高圧力になる訳であって、今年は為替相場の動きには全く警戒感を怠れないと思う。我が国経済についても、企業行動に慎重さが目立ってきたことを踏まえると、4月の展望レポートに向けて、生産・所得・支出の前向きなメカニズムの持続性について、しっかりと検証する必要があると思う。個人的には、現在は金融政策運営について議論する大前提として、一番には、米国を始めとする世界経済の先行き見通し、二番目として、クレジット市場を中心とする国際金融資本市場の動きを、まずは丁寧に分析することが大切な局面だと思う。

最後に、当面の金融調節方針であるが、現時点までに得られた情報に基

づくと、これまで景気を牽引してきた企業部門に慎重さは目立ってきたものの、輸出を起点とした生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムは幾分弱まっているが、崩れていないとみられる。その下で、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に促すことに賛成である。以上である。

福井議長

では、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、現状維持が適当であると考えている。先程のラウンドでも申し上げたように、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、物価安定のもとで緩やかな景気拡大を続けるというこれまでのシナリオは維持されていると判断される。現在、企業部門は設備、雇用、在庫などの面での調整圧力を抱えていない。また、金融面をみても我が国金融機関に対するサブプライムローン問題の直接の影響は、拡大しつつあるとは言いながら、米欧対比では限定的であり、金融機関の与信態度、CP・社債発行環境の点でも、総じて緩和的な金融環境は維持されている。これらのことは、日本経済がショックに対する耐性を備えており、減速局面の後、拡大パスに復するというシナリオに対する重要なサポート材料である。もっとも、第二の柱の観点からリスク要因を点検すると、内外の様々な要因によるダウンサイド・リスクが高まっている。特に米国経済や国際金融市場の不確定性、それに加えて国際商品市況が高騰する中で、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すリスクはさらに強まっているとみられる。先行きの金融政策運営については、これまでの基本的な考え方に基づいて、引き続き見通しの蓋然性と上下両方向のリスクを綿密に点検し、最も適切と考えられる政策を機動的に実施していくべきであると考えている。以上である。

福井議長

以上で当面の政策運営に関する各委員のご意見を表明して頂いた。次回の金融政策決定会合までの金融市場調節方針については現状維持、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促すというのが皆様方の一致したご見解であったし、私自身もそう考えている。各委員がおっしゃったとおり、日本経済は微妙に変化しているが、生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されている。先行きについて、物価安定のもとでの緩やかな拡大が続く蓋然性が高いとみられるという基本シナリオを現時点で修正する十分な材料はないということであった。ただ、海外経済あるいは国際金融資本市場、国際商品市況高などの影響を巡る不確実性が引き続き高い、あるいはむしろ強まっている点は十分注意が必要であるし、国内景気についても足許住宅投資の十分な回復が期待できるかどうかに加え、エネルギー・原材料高の影響もあって減速しているということであるので、内外の金融経済動向を今後とも注意深く点検し、情勢をさらに見極めることが適切だと、こういう見解を皆でシェアできる状況ではないかと思う。

なお、先行きの金融政策運営についても、これまでの基本的な考え方を維持することが適當ではないか。すなわち、二つの柱に沿って見通しを確認し、また上下両方向あるいは短期、長期のリスクを丹念に点検しながら、適切な金利水準に設定していくということではないかと思う。グローバルな経済、金融の面で不確実性が増しているということであるが、その様相は極めて錯綜している。目前のリスクとしては、米国経済を中心にダウンサイド・リスクが目立っているが、原油、穀物など国際商品市況の高騰やそれを受けた各国のヘッドライン・インフレーションの上昇はインフレ・リスクの根深さを同時に示唆しているということであって、先程の情勢の議論のところでも申し上げたが、ダウンサイド・リスクとインフレ・リスクとの矛盾がむしろ増している状況かと思われる。そして、その上下のリスクのバランスが地域によってかなり違う。米国と欧州でも違う。まして

や、過熱感の強いエマージング諸国では事情が大きく異なっているということであるし、日本の場合にも、小さな動きの中で、将来、問題が大きくなる芽を早く察知しておく必要があるという点等々、単純な分析ができないことであるので、今後共こうした入り組んだリスクを一つ一つ冷静に分析し、あるいは組み立て直して、構図に当てはめた形で判断を続けていくことが大事ではないかと思われる。多くの情報とそれを処理する知見が益々求められていると感じている。我々が創造した金融政策の枠組みの進化は、むしろこれからテストされるということではないかと思う。以上、皆様の意見を纏めさせて頂くと同時に、私の考えも申し上げた訳であるが、追加的に議論をして頂く点があればどうぞ。

先程、西村委員の見解の中で、F S Fの中間レポートについて人々の能力の限界を無視しているのではないか、能力の高い人と低い人と分ける、あるいは複雑な商品と単純な商品に分ける、コンパートメントを二つ作れという提案かは分からないが、そういうニュアンスの話があったのだが、私には十分理解できない点がある。つまり、市場を分断するという思想が今後のイノベーションの世界の中で本当に両立し得るのか。強い規制を招くと、もう別々の湯船に入れるという考え方になるのかどうか、頭の中に入りにくい点があるのだが、もう少し教えて頂きたい。

西村委員

日本では金融証券取引法でプロ、アマの区別を入れたのだが、それと同じような発想である。これで市場を固定的に分断しようということでは決してなくて、逆に言えば、まずプロ、アマの区別は、日本の場合もそうであるが、自分が自分をプロと考えるか、アマと考えるかを明らかにし、自分が例えばプロであるならば、それに対応するような色々な新しい商品に対してアクセスを持つということと、十分な経済資本を持つことを同時に考えるということである。アマに売る時には当然内容について極めて明解で分かりやすく、トランスペアレントに明らかにする、ということである。例えば金融証券取引法のプロ、アマの区別は、例えばヨーロッパにおいて

もディレクティブで既にあることなので、そういうものの延長線上で考えたらどうかということである。一つの問題提起で、これで急に何かをしろということではない。こういう考え方も必要ではないかというつもりで言っている訳であり、特にこれを強硬に主張していることでは勿論ない。今回のケースにしても、例えば欧州の投資銀行の中において、リスク管理のところにいた人の能力によって、相当大的な差が出たということがある。そういうことから考えれば、全ての人間が合理的に行動するという考え方で全部組み立てるよりかは、やはり資源そのものは有限であることを前提に、それをどう分配するかということを入れた形でリスクに対する対応というものを考えた形のシステムを作る、という考え方が必要になってくるのではないか、ということの問題提起したい。

福井議長

私の理解では、最近のセキュリタイゼーションの進展のスピードがあまりにも速かったとか、イノベーションの進展自身はウエルカムであるけれども、マーケットの中で本当のテストを経ることなく、あるいは人々の——西村委員の言葉を借りれば——扱い得る能力の向上のペースとマッチしない形で市場が広がったとかというところにむしろ問題があつて、どこかで線引きをしようというのは考え方としてはあっても実際には不可能ではないかという気持ちが強い。つまり、不連続的なものではないかと思う。賢い人と賢くない人といった二色に分けられない。今日は賢くなくても明日は賢いかもしれないし。

西村委員

然り。一番望ましいのは全ての人間が能力を高めて、インセンティブ・コンパティブル、マーケット・トランスペアレントになって完全に分かるというシステムなのだが、私も議長のおっしゃることは非常によく分かっていて、こういうことをやった途端にそれが規制の強化になって、それが非常にまずいことになるというのは多々みている。金取法でも同じ問題が

実際起きているので、考え方は良くても、やってしまったらえらいことになることはよく分かる。ただし、マーケットを分けることではないが、マーケットが自分達で二つのマーケットに事実上分かれていく仕組みはある。少し専門的なことになるがインシュアランスの世界では有名な pooling equilibrium、separating equilibrium という言葉がある。この separating equilibrium のことを考えている。要するに自分達的能力なり何なりを出して、そして経済全体としてみるならば最適な資源配分がなされるような仕組みに持っていく必要があるのではないか。全員が同じように全てできるというところから出発するのは難しいのではないか、ということである。それから、実際のところは既にこういったシステムになっている訳である。例えば、格付機関に依存するようなMMF、ミューチュアル・ファンドとか一部の日本の年金とかに関しては、事実上これと同じことが起きている訳である。これをやはり合理的に歪みのない形でもっていくような考え方が必要ではないかということである。単純にマーケットを二つに分けて、「お前はあほだからこちらへ行け、お前は賢いからこちらへ行け」ということでは勿論いけないことは当然のことである。こういうところで申し上げる時にはどうしても極端な単純化をせざるを得なくて、こういう話になるのだが、基本的にはプロ、アマの区別は投資家が自分はプロか、アマかと判断し、かつプロであるならばプロとしての責任を持つ。今回のケースは、オリジネーションのところに明らかにモラルハザードがあったために、本来借りてはいけない人が借りてしまうということがあって、そしてそういう人達を救済しなければいけないという議論が出てきてしまう。もしこれがプロのものであるならば、モラルハザードの問題があるので、失敗した人達を救済してはいけない。そういったことで、きちんと救済すべきものと救済できないものをマーケットが区別できるようなセレクションのメカニズムを入れたインセンティブ・コンパティブルなシステムを作らなければいけないだろうということを申し上げている。

水野委員

それを言うならば、金融リテラシーの概念の話を一言言えば良いのではないか。それこそ金融リテラシーで、自分は自分の能力があってやっていくという話で。

西村委員

全てを金融リテラシーといえばそうであるが、金融リテラシーという恐らく単純な問題ではない。こういう非常な複雑なシステム、ノン・リニアなシステムを正確に理解することは極めて難しい訳である。

水野委員

日本の金融教育では、それを理解させるという意味でも勉強不足だと思う。F e dのコーン副議長がこの間講演していて、サブプライムローン問題が終わった時——まだ終わっていないのだけれども——の金融市場の姿として、より安全で銀行の仲介に依存したものになるとしていた。それから、レバレッジがより小さく資金調達のコストは高いものになるという話をしていたが、リプライシングのところの動きが大きいとそうなると思う。今回のプロセスはディレバレッジの話で、レバレッジの掛け過ぎということと、あとはミスプライシング、この二つに尽きるのだと思う。証券化という金融テクノロジーが入っているので複雑にみえるのだが、これは過去、10年に一度、20年に一度、何回か起きている訳である。処方箋はいつもそれなりに違うが、今回だけが特別で処方箋がこれだというと、規制の議論になりかねない。西村委員はよく分かっていると思うが、そちらの方にいかないようにするためにも危ないという感じがした。頭の整理としては凄く良い、参考になったが、規制強化の方に向かってしまうのではないか。

須田委員

この証券化問題で、誰がリスクをきちんと評価するか。関係者皆がやろ

うと言ったら大変なコストが必要で、やはり一番能力のある人が評価する必要がある。ただ、それをどうするのかというと、凄く難しい。先程プロにアウトソースするとおっしゃったが、人任せにした時に問題が起きたのが今回である。人任せをどうやったら良いかということを考えると…。

西村委員

考え方として…。

須田委員

やはり自分の能力に合うものだけやれば良いのではないかと私は思う。

西村委員

アウトソースできるというのはある種的能力である。私が言いたいのは、インフォメーション・アウターキーになるのは非常にまずい。つまり、それぞれの人々が元の世界に戻るのは極めてまずい。しかし、水野委員が毎回同じことが起こっているとおっしゃったが、収益率が一時的に非常に高くなった時期には、必ずこういう問題が起きている。そういうことが毎度毎度起きるのをできるだけ減らす。そして社会的に望ましい形で解決できるようなシステムを考える時に、こういう視点が重要ではないかということである。私は二つの制度を作ろうと言っている訳ではなくて、こういうことを入れたインセンティブ・コンパティブルなシステムを作っていくことが重要だということである。従って、先程言ったように、一番良いのは規制ではなくて、自分がアマである、プロであることについて自分で手を挙げ、そしてそれに対応する責任、結果を受入れるシステムを作っていくべきではないか、と私は思う。これはインシュアランスの世界である考え方と同じである。

福井議長

次回政策決定会合までの政策運営方針についての議論から大分離れて

いるので、この議論は今日はこれで打ち切らせて頂きたいと思う。また別の場で議論をすれば良いかと思う。次回決定会合までの政策運営について追加的な議論はあるか。それでは討議は一応打ち切らせて頂く。ここで政府からのご発言を頂きたいと思う。まず、財務省森山副大臣からお願いします。

森山財務副大臣

まず最初に、今月で任期満了を迎えられる総裁及び副総裁に対して、一言申し上げたいと思う。福井総裁をはじめとする現執行部は、2003年3月の就任以来、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け尽力してこられた。この5年間のこうしたご努力について改めて敬意を表わしたいと思う。

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、企業の収益に足踏みがみられるなど、このところ回復が緩やかになっている。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。また、消費者物価はこのところ石油製品を中心に上昇しているが、これを除くと僅かな上昇にとどまっている。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。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。また、中小企業については、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への対策として、政府は2月20日に「年度末に向けた中小企業対策について」を取り纏めたところであるが、その動向についてはとりわけ十分に注視していく必要があると考えている。日本銀行におかれても、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

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、個人消費や住宅建設の弱さが続いている中で、輸出の増加が緩やかになり、これらを反映して生産の増勢が鈍化していることから、このところ景気回復が緩やかになっている。こうした動きに加えて、サブプライム住宅ローン問題を背景とするアメリカ経済の減速や金融資本市場の変動等から景気の下振れリスクが高まっており、先行きについて、より慎重にみていく必要があると考えている。このような経済状況における物価の動向をみると、消費者物価は石油製品を中心に上昇しているものの、基調としては僅かな上昇にとどまっており、また、単位労働費用及びGDPデフレーターの低下幅が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依然として弱い状況にある。景気の下振れリスクが高まる中、中小企業を巡る経営環境が厳しくなっていることに鑑み、政府は2月20日に「年度末に向けた中小企業対策について」を取り纏めたところであるが、今後も原油価格、アメリカ経済、為替レート等の動向に十分注意して参る。民間需要主導の持続的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経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

森山財務副大臣から大変ご丁寧なお言葉を頂き、大変恐縮している。有難うございました。

それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏め及び採決に移りたいと思うが、議長としては皆様方のご意見を踏まえ、金融市場調節方針は現状維持で議案を提出したいと思う。念のため他に議案提出をご希望の方はいらっしゃるか。宜しいか。それでは、議長案を配付して読み上げて頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げをお願いします。

内田企画局参事役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添、公表文案である。「2008年3月7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。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移るので、大変恐縮である。

[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。稲葉理事と中曽金融市場局長におかれては、今決められたとおりの方針に則って引き続き適切な調節をお願いしたいと思う。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。政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

原案どおり本件可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、次の議案である。金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。本会議の冒頭で執行部からご説明を頂いた大きな紙であるが、これまでの議論と金融市場調節方針の決定を踏まえてもう一度文章をみて頂きたいと思う。ご意見があればどうぞ。

水野委員

宜しいか。意見というか考えておいた方が良いというところである。今回、企業収益を「伸び悩みつつも高水準で」と変えた。法人季報を受けて非常に素直な言い振りだと思う。ただ、短観が4月1日に出るが、企業行動が慎重になっていることを考えると、業況判断と来年度の事業計画どちらもあまり良い数字が出ないことになると思う。我々もそれに対して何らかのコメントを恒例によって入れるが、ここで下げてしまうと次にまた下げる必要に迫られるのではないかと思います。そこで、ここで下げるのか、もう一回待つのか、一つ考えどころかという感じがする。私は非常に素直で最初はこれで良いと思ったが、それを今思っている。特に4月30日に展望レポートもある訳なので、それとの絡みでどのタイミングで企業収益の伸び悩みのところを言っていくのか。どれが良いのか、私は判断しかねるが……。素直なのは今回。ただ今度の短観次第でまた変えなくてはいけないことを考えておいた方が良いのではないかと、という気がした。

福井議長

他にあるか。

亀崎委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

亀崎委員

生産であるが、今回の現状判断は、前回の「生産は増加を続けている」から「やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている」に変わっている。また、先行きは「横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる」ということであるが、前回は「横ばう局面を伴いつつも、増加基調をたどるとみられる」であった。「増加基調をたどるとみられる」というのから「増加していくとみられる」と、どちらかと言えば、先行きは改善していく印象の文章になっているかと思う。しかし、前段をみると、生産の現状はむしろ2月に比べてやや後退している。鉱工業生産指数についても、1月は事前予想を下回っており、今後出てくる2、3月の計数を含めても、1～3月は横這いとなる見込みだということである。それから、調査統計局が取り纏めた直近のマイクロヒアリングでは、4～6月は小幅な増加が見込まれているが、電子部品とかデバイスを中心として、海外需要の動向などは不確実性が高い状況だということで、1～3月の実績見込みは先月の前期比-0.1%から-0.8%と、1か月でかなり下方修正されている。それだけ今は判断が難しい局面ではないかという感じがする。それから、最高益をずっと更新してきた企業収益もこのところ変調がみられてきているので、企業自身も先行きの生産計画は見通しづらくなっている。このように非常に不確実性が高い状況で、「増加基調を辿る」からわざわざ「増加していくとみられる」と変えて良いのか。むしろ、マイクロヒアリングでも鉱工業生産を下方修正する状況であるので、今回は「増加基調」という表現を維持しつつ、もう少し様子を見て展望レポートで必要に応じて修正する方向でも良いのではないかという感覚を持った。そのところは如何か。

西村委員

その点については私も亀崎委員と同じ意見である。「横ばう局面を伴いつつ」というのはなかなか難しいので、もしくは今のとおりに「当面横ばい圏内で推移するが」でも良いのだが、やはり「その後増加基調をたどるとみられる」という形で元のものを残した方が自然か、もしくは前のままの方が良いかと思う。

前田調査統計局参事役

元々先月この辺りを議論して頂いてこういうことになったが、その時のご議論では、当面横ばう可能性を指摘しつつ、それも含めて均してみれば増加基調というやや微妙な判断のもとにこういう表現になったかと思う。我々としてはむしろ「当面横ばう」ことの確度が高まっているので、その点を「当面横ばい圏内で推移する」ということで、むしろそこをはっきり書いたつもりである。そこが「横ばい」となり、その後どうかというと、「増加していく」となるのが自然かということで、こう書かせて頂いたということである。

福井議長

二つ意見が出た訳である。まず、水野委員のご意見。もし今の時点でこれが素直だとおっしゃるのであれば、今回はこういう表現にして、短観については事前に色々な分析をしてストラクチャーをもったうえでしっかりと読んで、表現の追加的な修正の必要があるのかないのか、その時点で考える方が……。

水野委員

法人季報等……。

福井議長

何か先をこの……。

水野委員

いや、そうではなくて、法人季報はサンプルの問題が色々ある。だから法人季報だけをもって変えるのは如何なものか、ということがまずある。

福井議長

それだと自然ではない。

水野委員

自然ではないのかもしれない。いや、数字をそのまま取ると自然に受取れるのだが、法人季報の背景にある企業行動が十分に分析しきれていない気がする。断層修正されると横這い程度だが、断層修正していない人達は決して強くないと読む訳だし、前年比でみれば決して強くない。そういう意味では、たまたま短観も直ぐ出るので、二つ合わせてみて変えても良いのではないか、と思った次第である。そういう意味である。

野田委員

しかし、これまでに発表された第3四半期までの企業の決算、それから年度を通じての下方修正の状況についてのアネクドータルな情報を勘案すると、法人季報のみならず、こういう判断をやはりすると思う。従って、今回から入れておくことについては、あまり抵抗はない。

水野委員

どちらでも良いが、分かった。

福井議長

宜しいか。

水野委員

結構である。

福井議長

それでは二番目の方はどうか。生産のところである。

西村委員

私の危惧は亀崎委員の危惧と同じで、「その後増加していくとみられる」というところで、強い印象を与えてしまうのではないかというのが少し恐い。表現を変えるとまた問題が生じるので、逆に言えば変えない方が良いという……。

亀崎委員

今の状況からみると、先行きの生産が増加するかどうかについては、非常に不確実性が高いような気がする。調査統計局のミクロヒアリングに基づく鉱工業生産見通しも、前回の先月の時点で1～3月は前期比-0.1%とみていたのが、直近の取り纏めでは-0.8%と、僅か1か月で下方修正した状況、かつ世の中も企業収益を随分下方修正して生産が慎重になってきている中で、「その後増加していくとみられる」と表現すると、本行として、生産に関する判断を強気化させた印象を与えかねない。むしろそのまま「増加基調をたどるとみられる」として、この1、2か月待って、今度の短観の結果とか展望レポートにおける議論をも踏まえて判断する方が良いのではないかと思う。

須田委員

私はこの表現で良いと思っている。足許はそのまま素直に横這いに入っている、だがその先は我々は上昇すると思っている。前回は先程説明にあったように、それを含めた形で基調になっているので、そこは間違えないうで読んでもらえるのではないかと、思った。

西村委員

私は、間違えられて読まれてしまうのではないかが心配である。勿論きちんと読んで頂ければそれで構わないが、それは分からない。

武藤副総裁

「その後増加基調」というと、むしろあまりにも弱過ぎることになる可能性が強いのではないか。「当面横ばい圏内で推移する」という部分ではダウングレードしている訳である。前回は、そこはダウングレードせずに、そういうものを含めて増加基調だと表現した。そういう理解であるので、今度は足許を明言した以上、その後さらに弱いという判断をするのであればおっしゃるとおりである。そこまで先行きを弱める判断がないとすれば、「その後増加していくとみられる」という組み合わせが生産についてちょうどワンノッチ下げたことになる。亀崎、西村委員の表現では、ツーノッチ下げてしまうところがあるのではないか。

西村委員

なかなか難しい。武藤副総裁のおっしゃることもよく分かる。

水野委員

もっと具体的に、1～3月の平均の生産指数と4～6月の平均の生産指数とどちらが高いと思うか。1～3月は——今の横這いでも良いが——若干マイナスになって、4～6月に戻る訳だ。指数のレベルでいうとどちらが高いと思うか。それによって、増加かどうかということになるのではないか。

前田調査統計局参事役

私共がお示ししているミクロの情報でいけば……。

水野委員

ほとんど同じ位であるな。

前田調査統計局参事役

同じ位である。どちらが勝つかは…。

水野委員

だから、均してみると横這いが続くということで。

前田調査統計局参事役

然り。私も「横ばい圏内で推移する」というのは、1～3 月だけで横這いというよりも少し均してみても横這いと…。

水野委員

私もそう思っていて、4～6 月…。

前田調査統計局参事役

前半位まではそういうイメージを持っていた方が良いでしょうと。

水野委員

私もそう思っていて、それで「増加」というところで1～3 月と切って…。これは1～3 月と切っていないのか。

前田調査統計局参事役

全然切っていない。

水野委員

それで分かった。

前田調査統計局参事役

当面であるので、今もう3月であるし。

水野委員

分かった。失礼した。1～3月と勝手に思い込んでいた。

福井議長

当面なので、もう少し幅をもって横這いとしている。

水野委員

それではそれで結構である。

福井議長

亀崎委員、如何か。

亀崎委員

分かった。

福井議長

宜しいか。それでは、そういう議論があったことは十分念頭において次回以降また考える、ということにしたい。他になければ、この件を採決したいと思う。

[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、ただ今の基本的見解を採択した。この基本的見解については、即日公表の扱いである。本日の 15 時、対外公表を予定している。また、背景説明は必要に応じて執行部で修文を施したうえ、10 日、来週月曜日、14 時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（2 月 14～15 日開催分）の承認

福井議長

もう一つ議案がある。2 月 14 日及び 15 日両日開催分の議事要旨である。お手許に既にお配りしてチェックして頂いていると思うが、ご異議はあるか。これも採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

全員一致でご承認を賜った。議事要旨は 12 日水曜日、8 時 50 分対外公表の予定である。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議案は全て終了した。この次の政策決定会合は、4 月 8 日、9 日両日開催の予定である。宜しくお願い申し上げます。

なお、私が議長を務める政策決定会合は本日が最終である。これまで通計 75 回、政策決定会合を開催させて頂いた。うち 1 回は臨時会合が含まれているので、1 回の臨時会合プラス 74 回の定例会合、通計 75 回ということである。この間誠に至らぬ議長であったが、ボードメンバー各委員のご協力を得たことを大変有り難く思っている。既に退任された田谷委員、それから植田委員、中原委員、春委員、福岡委員もそれぞれ同様であり、改めて私は深く感謝をしている次第である。それから毎回お忙しい中、政府からご出席を賜り、貴重なご意見を頂戴した。厚く御礼を申し上げます次

第である。私自身、議長として心得ていたのは、この政策委員会、就中政策決定会合を極力民主的に運営したいということであった。文字どおり一つの結論を導き出すための創造的なプロセスとして、なかなか完成の段階にもっていくことは難しいにしても、磨き上げていきたいと思いつけており、かつ、そういう努力をしてきたつもりである。各委員には、そういう方向で積極的に建設的な議論をして頂いたと私は感じており、そういう点でも大変有り難く思っている。少数意見についても、私はウエルカムだということはいつも申し上げていた。将来に繋がる少数意見は皆が共有し得る少数意見であって、それは大変貴重なものだとは私は思っていた。少数意見を出された方も、その日の結論は尊重するという基本姿勢でもってそれが裏付けられていると思っており、そのラインもきちんと守って頂いたと私は思っている。いわゆるアリバイ作りの少数意見はなかったと私は思っており、議長としては非常に有り難かったことだと思っている。ここから先また色々な新しい問題が出てくると思うが、当面、様々なリスク要因について、今日もそうだったが、真剣な議論が行われていくと思っている。より長い目でみていくと、金融政策の有効性を発揮していくために、金利機能がより良く効果を発揮する、つまり世界と連関を持ちながらも、日本経済がより良き資源再配分機能を金利を通じて発揮していくことによって、物価安定のもとでの持続的成長の基盤をより強固なものにしていくことは当然大事であるし、その方向が政策決定会合の基本ラインではないかと思っている。同時に、金融政策は金融市場及び金融機関の行動を通じて、経済に伝播していくものであるので、金融機関の競争力を強くしていく、金融市場の機能を向上させていくという合わせ技をかませなければならない。これまで日本の金融市場では、量的緩和の時代は金利機能を殺していたということであるし、金融機関も不良債権問題と長く葛藤している過程においては十分な競争力というレベルを展望するところからは非常に遠い状況にあった訳である。だが、ここから先はやはり市場の機能向上、金融機関の競争力強化という点について、マクロの金融政策と両々相俟って、さらにインセンティブを与え、より良いターゲットを設定しながら運

営できるのではないかと、そう私は個人的に考えている。余計なことを最後に申し上げたが、ボードメンバーの方々のご健闘を切に祈っている。本当に有り難うございました。

それから、またいつも申し上げている機密保持について申し上げなければならない。決定会合における議論の内容は、そのプロセス及びご自身の発言も含め厳に出席者限りである。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。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含めこの場にいらっしゃる皆様方におかれては、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 52 分の予定である。

福井議長

解禁時刻は 12 時 52 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道解禁まで会議室からお出にならないようお願い申し上げます。政府からご出席を賜った方々におかれては、どうぞ控え室で解禁のお時間をお待ち頂いても結構である。

(12 時 48 分閉会)

以 上