

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年4月8日（14:00～16:31）

4月9日（8:59～12:20）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（副 総 裁）^{（注）}

西村清彦（副 総 裁）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ 〃 ）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

（注）白川委員は、参議院議院運営委員会出席のため、8日14:00～15:51の間、会議を欠席した。この間、西村委員が、日本銀行法第16条第5項の規定に基づき、議長の職務を代理した。

政府からの出席者：

財務省	鈴木正規	大臣官房総括審議官
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)

西村議長代理

それでは、定刻であるので決定会合を開催したいと思う。なお、本日は白川議長が国会に出席されているため、私が議長代理を務めさせて頂く。今日と明日の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報告である。明日は、定例のとおり、金融経済情勢に関する討議及び当面の金融政策運営に関する討議を経て、政策決定を行う。また、月報の基本的見解、議事要旨の承認等が明日はある。本日、政府からは財務省、鈴木大臣官房総括審議官にお出で頂いている。内閣府からは、浜野内閣府審議官にお越し頂いている。宜しく願います。会合でのご発言は、全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

西村議長代理

それでは、早速議事に入りたいと思う。金融経済情勢に関する執行部報告である。各報告毎に質疑応答の時間を設けたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

西村議長代理

最初は、金融調節、金融為替市場の動向について、稲葉理事と中曽金融市場局長から願います。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明する。図表 1－1 である。年度末の短期金融市場であるが、国際金融市場の混乱の煽りから

緊張感が相応に高まったが、これに対して肌理細かい金融調節を行ったので、無担コールレート（オーバーナイト）はほぼターゲット近傍で推移した。期末日の31日は0.641%まで上昇したが、期明け後は0.5%前後に戻って安定している。以下、経緯をみていく。短期金融市場では、年度末が接近するに連れて、カウンターパーティ・リスクが強く意識されるようになった。特に、ベア・スターンズ破綻の後、その傾向が強まっている。この点は図表1-2の日銀当座預金保有状況にも表われていて、邦銀は外銀、外証向けの資金放出をかなり絞り気味にして準備預金を積み上げたので、3月積み期の途中ラップは都銀が3.1兆円、地銀が1.2兆円と、いずれも所要準備額に比べて高めの水準になっている。このため、年度末が接近した下旬になって、市場での資金の巡りが悪くなって、外銀がコール市場で、特に午前中、資金を取り上げるようになり、コールレートに上昇圧力が掛かった。このように外銀の調達圧力が増したことが、年度末に掛けての第一の特徴である。もう一つの特徴はレポ・レートの上昇である。図表1-3の07/10月積み期以降の短期金利のグラフでグレーの太線でお示しているが、3月中旬以降上昇して、年度明けまで高止まった。その背景について、第一は先程申し上げたようにメガバンク、都銀がレポ市場への資金放出を年度内かなり絞ったこと。そして、第二は——これは予想外だったが——、ベア・スターンズの破綻をきっかけに、ヘッジファンドによる大規模なポジションの巻き戻しが日本市場で起こったことである。具体的には、超長期国債、物価連動国債をロングにするポジションが17日に集中的に大きく巻き戻されて、ヘッジファンドから国債を売り込まれた内外の証券会社の在庫が膨らんだ。

以上のようなコールあるいはレポ市場での金利上昇圧力を抑え込むために、供給オペをかなり積極的に行った結果、図表1-3の07/10月積み期以降の当座預金残高のグラフにあるように、直近の3月積み期前半は大幅なフロント・ローディングになって、月末時点での準備預金の積み進捗を日数対比でみると、積みが三日分近く前倒しに進捗することになった。図表1-4は期末日の状況である。コールレート（オーバーナイト）は

0.641%で着地した。レポ・レートは補完貸付レートの0.75%に貼り付いた。この月末日はレポ市場に取り残しがかなりの規模あることがみえていたので、オペの面では、午前と午後に二回に分けて、総額3兆円の即日の供給オペを行った。即日の資金供給額としては、量的緩和解除後最大規模になる。このオペが残っていたT+ゼロのレポ調達需要をほぼ満たす結果となって、結果的に補完貸付は950億円とほとんどない。ほとんどオペで拾ったということになると思う。昨年度末が2.7兆円であったから、それに比べると遥かに少額にとどまったことになる。

年度末に掛けて、外銀と邦銀のレート較差がかなり目立った。図表1-5は無担コールレート(O/N)の午前と午後のレート較差のグラフになるが、先程申し上げたように外銀は午前中に取り上がる傾向があったので、午前と午後の加重平均のコールレートの差が邦銀、外銀の較差を概ね示すと考えられる。シャドーを付した部分がその較差に該当する。これをご覧頂くと、月末に掛けて3、4bpの差が付いている。ただ、これは加重平均ベースであるので、個々のケースをみると10bp程度の較差が付くケースもみられた。期末に掛けて、海外の短期金融市場でも再び緊張感が高まった。LIBOR-OISスプレッド(3か月物)のグラフをご覧頂いても、3月下旬以降拡大している。各国の中央銀行は大規模な資金供給を行っているが、それにもかかわらず、期が明けても欧米市場では高止まりして緊張感が続いている。一方、日本——黒太線でお示ししている——は水準自体相対的に低いし、年度明け後は縮小に向かっている。このように、日本の市場は緊張感はあったが、海外に比べると相対的には落ち着いていた。これは、邦銀の信用が損傷を受けていないことが大きいと思う。もう一つ、外銀の調達が上手く充足されたことも指摘できると思う。具体的には第一に
である。
が順調に行われた。

——ということである。それから、第二が——図表1-7の<取り手別>のグラフに表われている——3月中旬位まで円転コストが低めだったことである。従って、外銀は円転で資金を調達して、コール市場

への依存を抑えていた、と言える。ポチポチ印の外銀の割合が3月半ば位まで小さいのは、このためである。ただ、その後、円転コストも上昇したので、下旬にはコールでの要調達額が拡大して、年度末のコールレートに上昇圧力を掛けたことになると思う。そして、第三が、オペによる肌理細かいかつ潤沢な資金供給である。図表1-8になる。目がちらちらする程、本数が多い。これまで申し上げたように、年度末越えのオペを1月中旬から続けてきた。ただ、ベア・スターンズの破綻以降、市場の緊張感が高まって、資金循環が目に見えて悪くなった。このため、ベア・スターンズの破綻が3月17日であったから、共通担保（本店）オペ欄でシャドーを付してお示ししているように、17日～25日まで6営業日連続で即日の資金供給オペをオファーした。また、レポ・レートは、先程申し上げたように、かなりしつこい上昇圧力があつたので、国債買現先のオペの欄にあるように、18日～28日まで8営業日に亘って1兆円規模のオペを連続オファーした。さらに、CP等買現先も24日にオファーしている。このように、多様なオペを動員しながら、的を絞って集中的な資金供給を行ったところである。年度末を越えてから進み過ぎた積みの進捗にブレーキを掛ける観点から、（資金吸収オペ）にあるように、市場の状況をみながら売手による資金吸収を適宜行っているところである。以上が金融調節である。

続いて、金融為替市場の動きを、いつものとおり、図表2-1のターム物のレートの推移からご覧頂く。(2)の表で短国レートをご覧頂くと、足許では6か月とか1年物の方の運用ニーズが高いということで、金利が低くなっている。これは需給もあるが、もう一つは金利観も反映していると思っている。市場の金利観を図表2-2、(1)ユーロ円金利先物からみたフォワードレート・カーブでご覧頂く。黒太線が直近のものである。今年12月限位までは、期先物程レートが低いという逆イールドになっている。恐らく年後半の利下げの可能性が意識されていると思う。カーブの形状について前回会合時と今回を比べてみると、9月と12月限のレートが若干上昇している。これは細かい動きで、何を意味するかということであるが、金利観そのものの変化を示すものではなさそうだと思っている。なぜなら、

図表 2-3 の (1) のグラフで O I S のレートをご覧頂くと、O I S のレートは前回会合からほとんど動いておらず、利下げ観測そのものはあまり変化していない。だとすると、金利先物レートの上昇分はプレミアム分なのかと思っている。つまり、欧米金融市場の緊張の影響から、我が国でもターム物の市場の先行きについて不確実性がやや意識されるようになって、それがプレミアムとして若干上乘せされるようになっているのではないかとみている。

次に長期金利の動きである。図表 2-4 で、3 月半ばに掛けて欧米市場では金融不安が高まり、いわゆるフライト・トゥ・クオリティで長期金利が低下した。これに連れて、日本でも長期金利が低下し、10 年債——黒太線——は一時 1.2% 台半ばまで低下している。その後、金融不安が後退したし、年度初には利食いの売りもあって、10 年債 1.3% 台を回復している。この間、日本の債券市場では、3 月 17 日、先程若干申し上げたが、ベア・スターンズの救済を契機にヘッジファンドとみられる主体による大幅なポジションの解消がみられた。超長期債 20 年、30 年、物価連動債あるいは変動利付国債をロングにして国債の先物などをショートにするポジションが解消された。その解消過程では、今申し上げたような国債が売られる一方、先物が買い戻された。このため、図表 2-5 で破線で示した 3 月 17 日のイールド・カーブの形状をご覧頂くと、ちょうど先物との裁定が働きやすい 7 年の現物が先物の買い戻しに伴い買い込まれ、イールドが下方にシフトしている。それから、真ん中のグラフでゾーン別のイールド・カーブの動きをご覧頂くと、3 月 17 日に大きく売り込まれたスーパーロング——20 年ゾーンの金利——は、白抜きでお示ししているように大きく上昇している。ポジションの解消は取り敢えず収まっているが、申し上げたような歪みは完全に解消されていない。市場参加者はヘッジファンドのポジションがまだかなり残っているのではないかとみているし、また債券先物オプションのインプライド・ボラティリティの推移のグラフにあるように、ボラティリティが高まっているので、投資家の裁定行動も限定され、歪みがなかなか解消されない状況になっている。では、どこに歪み

が残っているかをみていく。図表 2-6 である。フォワードレート・カーブをみると、黒太線でお示しするように、足許、6、7 年先のところが依然として下へ凹んだままになっている。それから、次にスワップ・スプレッドの推移をご覧頂くと、ちょうど 3 月 17 日頃から 20 年、30 年で大きくマイナスに振れている。スワップ・スプレッドがマイナスになるということであるから、スワップレートが国債利回りを下回るという逆転現象が起きて、それが今も完全には解消されていない状態になっている。さらに、図表 2-7、15 年変動利付国債価格の推移をご覧頂くと、黒太線でお示した市場価格と細線でお示した理論価格は 3 月 17 日に大きく開いている。その後もまだ十分に戻っていない。乖離のある状況が足許でも続いている。さらに、国債利回りの対物価連動国債利回りスプレッド——いわゆる B E I ——をご覧頂くと、大きく低下している。特に細線で示した既発債はマイナスの領域に入ってしまった、値は依然マイナスのままになっている。こういったところに、歪みが残っているということである。

続いて、クレジット市場をみていく。図表 2-9 になる。ここも少し動きがあった。(1) のグラフ、社債流通利回りの対国債スプレッドをみると、B a a 格の低格付け銘柄あるいはこれに含まれる特定業種銘柄——建設、不動産、ノンバンク——については、投資家の選別姿勢が強まってスプレッドが拡大している。これに対して、同じグラフの A 格とか A a 格——格付けが高い銘柄——についても、期末に若干開いているようにみえるが、これは恐らく期末の益出しで若干売られたと思う。期明け後はまた買いが戻っているようであるので、格付けの良いものについては、基本的に投資需要は根強いとみている。続いて、(2) のグラフでクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムをみると、欧米市場は急拡大の後、急収縮している。ここへきて急収縮している要因は幾つかあるが、一つはベア・スターンズの救済策とこれに伴う F e d の一連のアクション、二番目が G S E あるいは F H L B のモーゲージ資産の買い取り額の拡大、そして三番目が幾つかの個別金融機関の増資などである。そういった要因から欧米では急収縮しているのだと思う。一方、日本の C D S プレミアムの特徴は、黒太線

でお示ししているように、欧米市場以上に大きなスイングを示している点である。背景は何か。前回会合でも申し上げたように、拡大局面では海外投資家による裁定行動があったと思うが、さらに期末に掛けて日本の証券会社も介在するようになっていく。具体的には、日本の証券会社が在庫で持っている社債をヘッジするためにプロテクションを買う。あるいは、プレミアムが開いてきたので、プロテクションの売りのポジションを持っていた証券会社が損切りに出る。これがプロテクションの買いになるので、プレミアムの拡大を加速した、ということがあったようである。足許では欧米市場のプレミアムは縮小しているので、カバー取引が活発化して、日本でも急収縮を示している。日本でこのように大きなスイングになっている要因の一つは、日本のCDS市場は欧米に比べて圧倒的に市場規模が小さく、流動性が枯渇しやすいこと、とみている。

図表 2-10、株価である。株価は、前回決定会合以降、欧米株価に連れて下落している。一時、日経平均は 1 万 2,000 円台割れになったが、その後は欧米株価とともに反発していて、足許は 1 万 3,000 円台の前半に戻っている。2 月末が 1 万 4,000 円台であったが、そこまでは届いていないということである。日本株については、円高あるいは内外景気減速による先行きの企業収益に対する慎重な見方がある、これが上値を重くしているのではないかと考えている。主体別の売買動向をご覧頂くと、図表 2-11 で目立つのは外国人の売り越しである。外国人の 3 月をご覧頂くと、売り越し額が 1 兆 2,900 億円——1 兆 3,000 億円近く——と大きくなっている。特に、3 月 10 日の週をご覧頂くと、9,200 億円程売り越しになっていて、1987 年のブラックマンデー以来の売り越し額になる。この期間中、良くみると、株式先物はかなり買われている。そういった点からみると、これもロング・ショートと言われているストラテジーを採るヘッジファンドのポジションが、相当規模、この期間に巻き戻されたのではないかと類推される。

続いて、為替市場、図表 2-12 である。前回決定会合以降もドル安基調が続いていた。図表 2-13 (1) でご覧頂くと、黒太線でお示ししている

ドル／円相場は、ベア・スターンズの問題が表面化した頃、3月17日に一旦97円台まで円が急伸した。ざら場では95円台までいっている。その後は過度な悲観論が後退したので、足許は102円前後の水準で推移している。ユーロ／円もパターンとしては同じだが、ユーロは円よりも強くなっている。つまり、ユーロについては、インフレ警戒からECBの利下げ牽制姿勢などが市場で意識されているので、ユーロについてはなかなか減価しにくい、売られにくい状況になっている。図表2-14でボラティリティをご覧ください。ドル／円は(1)のグラフになる。3月半ばに既往ピークを更新した後、幾分低下しているが、水準的には依然高くなっている。そうした中、外為証拠金取引の動きを図表2-15をご覧くださいと、(1)オーストラリアドル、(2)ニュージーランドドルといった高金利通貨については、円高の局面を捉えて逆張りの円ショート・ポジションが積み上げられる動きがみられる。一方、図表2-16で(1-1)円のIMMのポジションをみると、高水準のロング・ポジションが維持されている。(2)のグラフでドル円のリスクリバーサル——黒太線——をご覧くださいと、ドルのプット・オーバー幅は変動しているが、なお深い水準が続いていて、円高ドル安センチメントが強い。一方、先程もみて頂いたように、ボラティリティが高い状態であるから、先行きの不透明感も強い状態が続いている。

最後に、エマージング株とコモディティについてチェックしておく。図表2-17の(2)のグラフで、アジア株、ラ米株の動きをご覧くださいと、最近では以前よりアメリカの株に連動しやすくなっている感じがする。ここには出ていないが、個別にはファンダメンタルズに弱さのある国の株程、売られやすくなっているようである。これがエマージング株である。図表2-18でコモディティである。3月半ば位までアメリカの株あるいはエマージング株が売られ、株価が下落する中でも、(1)と(2)のグラフが示しているように、多くのコモディティ市場には投機資金が入って、価格は既往ピークを更新している。その後は調整が入っている。(2)のグラフの穀物では反落幅、調整幅が大きくなっているが、一方、(1)のグラフで示している金や原油は下落幅が限定的になっている。コモディティに

については、全体としてエマージング諸国の需要が中期的に根強いとの観測に伴って、供給制約も意識されやすい状態になっている。また、クレジット市場でもいわゆるフライト・トゥ・シンプルシティの分かりやすい受け皿として、リスクマネーがコモディティ市場へ向かいやすい地合いが続いているとみている。

以上、市場別にみてきたが、3月半ばに掛けて、金融システム不安がグローバルに広がる中で、グローバルに株が売られ、フライト・トゥ・クオリティが生じ、CDSプレミアムが拡大した。我が国の市場でもヘッジファンドのポジション解消によって、株式市場や債券市場が大きく変動した。その後、ベア・スターンズの問題を契機とするFRBなどによる一連の措置によって、株やGSE債券あるいはCDSの市場は改善しているが、仔細にみると、いずれも改善の度合いが大体2月位までの戻りにとどまっている。さらに市場別にみると、ご覧頂いたように欧米のマネーマーケットは期明け後も緊張感が残っている。さらに、債券や株式あるいは為替のボラティリティも依然高いままである。従って、そういった点からみると、国際金融市場は依然不安定であって、我が国にもその影響が及びやすい状態が続いていると言えらると思っている。私からは以上である。

西村議長代理

それでは、ご質問、ご意見があれば、どうぞお願いします。

須田委員

欧米のマネーマーケットで期明け後も緊張感が残ることの背景について。米系の証券・銀行でバランスシートがかなり拡大しており、そのファイナンスの問題もあるのではないのか。どう理解すれば良いか。

中曽金融市場局長

お示ししたのはLIBOR-OISスプレッドである。一方、お示していないが、TEDスプレッドをみると、こちらは縮小してきている。そ

ういう点からみると、いわゆるカウンターパーティ・クレジット・リスクは意識されているが、こちらは多少落ち着いてきている。一方で、須田委員がおっしゃったリクイディティ・リスクというのだろうか、つまり、アメリカ——あるいは欧米と言った方が良いか——で証券会社も商業銀行もバランスシートがなお膨らむ状態が続いている。最初の頃は、CPが戻ってきたと思うが、証券会社などでみると、足許に掛けてRMBSとか住宅関係の債券が手許に積み上がる形になっているので、いずれにしても在庫負担が非常に大きくなっている。これを将来とも順便にファイナンスできるのか、また今後一体どの位の金融商品がバランスシートに戻ってくるのか、が分からない。それをファイナンスできるのだろうかという不安が、恐らくLIBOR-OISスプレッドの拡大した状態に反映されているのではないかと考えている。それが欧米金融市場の不安定化の背景ではないか、と考えている。

須田委員

期末に3兆円即日オペを打ったことと補完貸付が想定よりも少なかったことの関係については、どうみれば良いか。凄く丁寧にやって頂いたという一方で、もう少し市場に任せておいた方が良かったのではないかとという意見もあったようだ。その限りでは、マーケットに不安心理をもたない者もいたということだと思うが、その辺はオペをやっていらして不安感が大きかったということだったのか。

中曽金融市場局長

現場からみていると、表面的にはレートは落ち着いているようにみえるが、かなり神経質である。例えばオーバーナイトのレートなども、日中の変動がかなり大きい。従って、神経質な地合いの中では、一旦均衡点からずれてしまうと、どんどん不安定化してしまうのではないかと感じる。その中で、期末日はレポ市場で相当T+ゼロ——要するに即日のオーバーナイト——の調達残しがあった。外証、日本の証券会社を含

めて相当規模の取り残しが朝方あった。4、5兆円近くあったと思う。従って、ある程度オペで資金供給しても、多分補完貸付に最終的にはかなり依存せざるを得ないのではないかと、それであれば、即日オペを十分やっておいた方が良く考えた。つまり、先程の話とも関係するが、補完貸付額が大き過ぎると、そのこと自体で市場心理、不安感を煽ってしまうのではないかという感じもあったので、なるべくオペで資金供給する。オペであると、アクティブに能動的にコントロールしているイメージが出るので、3兆円思い切って供給することにした。結果的に、不足を残していた人達はほとんどオペで取って、かつ午後の遅い時間になると、積み過ぎていた邦銀がさすがにレポで大分放出してきた。最終的には、ほとんどがオペと市場で調達できたということであった。いずれにしても、今のところは不安定な地合いだけに、なるべく丁寧にやっておいた方が良くという判断がある。

野田委員

年度末と年度明け後も神経質さ——緊張感とまでは言わないが——が残っている、とおっしゃっている。先程のCDSのスイングなどとの関連で、そういう状態は本質的に変わっていないから、今後も続くと理解しなければいけないか。

中曽金融市場局長

マネーマーケットも、グローバル・プレイヤーがいるので海外とかなり繋がっている。従って、国内固有の要因で神経質というより、むしろ海外で何か起きたら日本の市場でも取りにくくなるのではないかという外銀サイドの不安と、海外市場の不安定な状況の中で、外銀あるいは外証には出せないという邦銀サイドの感じは、ほとんど変わっていないのではないと思う。今、割と潤沢な資金供給などを行うことによって、表面的には安定させている。ただ、根っこの部分では、今言ったような神経質さがほとんど変わらず依然残っている感じを持っている。

中村委員

今の話に関連して、邦銀は外銀に出したくない一方、
は出している。それは外銀に対するリスクの考え方が違うのか。あるいは、邦銀は自分の資金繰り等で出せない一方、
はそういう資金ニーズがないから出せるのか。価値観が違うのか、リスクに関する考え方が違うのか。

中曽金融市場局長

とは言わないが、図表 1-2
にもあるとおり、
に合わせようと一生懸命になっている。所要準備額が
である一方、足許までのラップ
が
と良いところにきている。彼らからすると、

がある。今、最大の資金の取りは外銀なので、どうしても外銀に流れやすくなっている。実際に、
ので、そういったメカニズム、力学が働いていると思う。

西村議長代理

みていて、
があるとい
うことではない、ということか。

中曽金融市場局長

、
という意味に加え、
と思う。ただ、如何せん、非常に振れが大きい
時がある。これは仕方ない面もある。例えば
という時は、一度に運用することは難しいので、どうしても変動が大きいところがある。しかし、期中を通じた
という意味では、
。また、4月1日から

が できるようになっている。 もで
きるようになっているが、 。今後の注目点としては、
、
これが次の課題ではないかとみている。

野田委員

そういえば、4月から も を立ち上げるとか前から言っ
ていた。それが、一応動き始めているという…。

中曽金融市場局長

まだ、 。実際どの位上手くできるか。

野田委員

それからもう一点。年度越えて、かなり早くからオペによる資金放出を
やって頂いて、本数も多かったし、金額も多かった。その足が今後くる訳
であるが、先程の神経質な動きと睨み合わせて、例年のオペとの比較でよ
り大きなご苦労があるのか。

中曽金融市場局長

年度末越えオペを打っていく時、足をどこにおくかについて相当程度細
かく皆で考える。なるべく期落ちが集中しないように配慮しているので、
調節運営がやりにくくなることはない。

野田委員

基本的にはない。

亀崎委員

欧米の金融市場の不安定性について。欧米の金融機関は、キャピタル・
クランチに陥らないよう、ソブリン・ウェルス・ファンドによる出資など

の資本増強にせよベア・スターンズの救済にせよ、対応を講じている。一方、サブプライムローン関連の損失は、当初、グローバル・ベースで4,000億ドルと言われたかと思ったら、8,000億ドルになり、ついに1兆2,000億ドルという数字がゴールドマンサックスなどから出ている。我々としては、ずっとこれまで欧米金融機関の数字を追い駆けてきているのに、未だに最終的に処理が必要となる損失の額がみえない。現時点で損失処理はどれ位まで進んでいるとご覧になっているか。

中曽金融市場局長

分からないことが、今の不安定さの根幹だと思う。そのうえで、市場の感じをみていると、取り敢えず2月末からの流動性危機が去って、もう一回冷静な目でみるようになっている。何がポイントになっているか。多分三つ位あって、一つは、今おっしゃったことと関係するが、いわゆる裏付資産の価値である。住宅ローンとか商業不動産ローン、あるいは消費者ローンがどこまで下がっていくかということ。もう一つは、これもおっしゃったことであるが、金融機関の要処理額、そして資本が十分なのか。第三点として、実体経済がこれでどの位影響を受けるのか、受けないのか。フィードバックがどの位あるのかというところである。恐らく市場はある程度悪いことはディスカウントしており、ある程度悪くても仕方ないことは覚悟していると思う。従って、どの位追加的にネガティブ・サプライズがあるかは、よく分からない。悪いことが既にディスカウントされているなら、もしかしたら追加的な悪影響はあまりないかもしれない。ただ、どちらかと言うと、ネガティブというか悪い材料が出てくるダウンサイド・リスクが結構あるのではないか、と思う。例えば住宅ローンなどは延滞率がさらに上がっているし、RMBS、CDOの格下げはなお続いている。さらに、足許では特に消費者ローンの延滞も増えているようなので、こういったことがどの位新たなネガティブなショック、インパクトを市場に及ぼしてくるのが、今後、要注目のところだと思う。従って、繰り返しになるが、そのマグニチュードがどの位かは、残念ながらなかなか予見がし

にくい。だからこそ、市場が不安定になっていると思う。

稲葉理事

背後にある住宅ローンのデフォルト率とか企業向け貸出のデフォルト率はこれから少しずつさらに上がっていくと思うので、その程度に応じて金融商品の価値が下落し、金融機関の資産が傷む。それに対して、損失を認識して資本を注入するというやり取りが今後も暫く続きながら、それが減衰していくかどうかということだと思う。もう少しみていかないと見極めがつかない。これは、日本の例をみても、なかなか一筋縄でいかないプロセスだと思う。

野田委員

少なくともこのところ、延滞額、率とも上昇のモメンタムが上がっている。

須田委員

もう一点。市場の歪みについて。債券先物は市場の厚みがあると思っていたにもかかわらず、今はなかなか取引できないという声をマーケット関係者から聞いた。このマーケットもやはり外国人がいないと厚みがないマーケットということなのか。それとも、日本の市場参加者だけでも、少し落ち着けば、マーケットとして厚みのある姿になるのか。

中曽金融市場局長

確かに、今売られている、あるいは買われている市場の一部は外国人主導のマーケットであるが、それだけではない。先程おっしゃったように、先物などは国内の参加者も結構存在しているにもかかわらず、歪みが是正されない。先物が高過ぎるのに売られない、あるいは20年債とか物価連動債とかが安過ぎるのに買われないのはなぜかと言うと、単に市場参加者が偏っていることだけではなくて、ここも不確実性が相当出てきているか

らだと思う。どういう不確実性かと言うと、先程申し上げたが、アンワインドされるポジションがまだどの位残っているかである。つまり、例えば割安感があるから買えば良いのではないかと思うが、もしかするともっと下がるかもしれないという不安があるので、買うに買えないということだと思う。ボラティリティ——要すれば不確実性——が高いので、内外の市場参加者両方とも単純に割安感、割高感から市場に入っていけないことが、歪みがなかなか解消されない背景だと思っている。

水野委員

間に入っているブローカーの人達のポジション提供能力が落ちてきているので、値段を出せない形になっている。

須田委員

実際にあの時にポジションを張って損をしたという話を聞いた。

野田委員

それでいくと、内外の市場に参入障壁がある訳ではないということか。

中曽金融市場局長

然り。例えば、水野委員が今おっしゃったように、期末近くではディーラーの在庫負担能力がかなり制約を受けていたと思う。まさかこのような値段で売ってこないだろうという値段をクォートしても、投資家が売ってきたという話を聞く。

水野委員

然り。それでも良いと言って。

中曽金融市場局長

この17日に掛けては、市場は相当混乱していた印象がある。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

西村議長代理

次に、海外経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

出沢国際局長

お手許の資料のうち資料－3（参考計表）（追加分）で説明したいと思う。前回MPM以降海外経済に関わるデータは、アメリカについては、非常に分かりやすく、スローダウンないし停滞と整合的なものが多かったと思う。他方、ヨーロッパあるいはエマージング諸国については、ベクトルが必ずしも一本調子で同じ方向に向いていないということで、どうみたら良いかという気持ちが若干残っている。いつものように表に沿って申し上げる。

図表1である。1. 実質GDPの第4四半期は、最終的に+0.6%という数字で固まった。暫定と同じであるのでコメントはいらないと思うが、昨日出たブルーチップの最新号によると、第1四半期については+0.1%という数字がマーケットの見方になっている。3. 実質個人消費の2月は前月比横這い、1、2月均して前期比+0.2%と、個人消費はスローダウンないしは停滞に向かって動いているということかと思う。3月入り後の数字は6. 自動車が出ているが、2月横這いの後、3月は小幅減少。7. 消費者コンフィデンス指数は、ミシガンを含めて二系列とも非常に下落している。水準でみると、この64.5は2003年のイラク侵攻時に付けた61台に近付いてきている。ガソリン価格については、2月は少し落ち着いたが、3月また上がっている。それから後に出てくる雇用環境の悪化等々を合わせると、個人消費を巡る環境は明らかに悪化しているので、3月の数字は2月の数字よりも少し弱い数字になる可能性が高い。従って、第1四半期のGDPベースの消費も横這いに近いところまで下がっているということである。先程申し上げたように、仕上がりとしての第1四半期のGDPトータルもゼロないしは僅かのプラス、場合によっては、マイナスも想定される。ブルーチップでみると、第1四半期の個人消費の伸び率は前期比年率で

+0.4%であるから、ウェイトを掛けると寄与度として+0.3%程度。住宅投資が引き続きマイナスであるので、設備、純輸出、政府支出における小幅なプラスでどれだけ住宅のマイナスが補えるか、というバランスかと思う。8. 住宅着工の2月は減少。内訳をみると、主力の一戸建てが大幅な減少を継続しているということであった。住宅関連の計表はここに載せていない。中古住宅の販売はどういう訳か横這い圏内の動きになっているが、新築住宅の販売は減少を続けている。従って、住宅着工が抑えられているが、新築住宅の在庫率は引き続き高水準で、10か月に近いところにある。当然、住宅価格も下落傾向が続いていて、ピークからの累積的な下落率をみると、OFHEO除くリファイナンスというもので-3%、ケース・シラー指数で-13%、それから中古住宅販売価格で-14%という数字になっている。設備投資の動向に移る。9. コア資本財受注は2か月連続の減少である。また、この表にはないが、非居住者用建設支出という設備投資関連の計数も1月減少した後、2月も微減となっている。設備投資関連指標にも弱さが出始めたと言える。10. 財・サービス貿易収支である。1月の赤字幅は12月——ここでは出ていないが——に比べると、小幅拡大している。12月の輸出に大玉——飛行機——があつて、それが剥落したほか、輸入は原油高による金額ベースの嵩上げで、赤字幅が拡大したということである。なお、アメリカの場合、輸出に食料品もあるので、この辺は価格効果で輸出額が膨らんでいる面はある。それから、企業の動向である。11. ISM景況感指数は、製造業、非製造業とも、50を下回った水準で推移している。生産動向である。12. 鉱工業生産の2月はマイナス。天候要因によるエネルギー関連の減少もあるが、それ以外でも幅広い産業で減少がみられている。1、2月を均した第1四半期はご覧のとおりトンであるので、生産活動はほぼ停滞している。注目の14. 雇用である。先週、3月の雇用統計が出て、リセッションに向かっているというイメージがかなり強まったかと思う。1月以降の遡及改訂もあつて、非常に弱い数字になっている。第1四半期で7万7,000人の減少、民間部門だけをみると減少幅はさらに拡大し9万5,000人。業種別に1~3月合わせたところをみると、

当然、建設、金融の減少が続いている。製造業は、予ねてより幅広い業種で減少幅が拡大している。それから、小売、人材派遣などの分野においても、減少に転じている。この間、医療、サービスだけが堅調な増加を示している。こういう雇用減に合わせて失業率も悪化していて、3月は5.1%という水準に達した。労働需給が緩み気味になっているので、時間当たりの賃金は若干緩んできた。それから、15. 物価である。2月は、総合ベースでは、エネルギー価格の上昇が一服したので、前月比横這い。ただ、前年比をご覧頂くと、引き続き+4%の水準にある。コアについても前月比は横這い、前年比も+2.3%ということで、前月に比べて少し緩んできた感じはある。それから、労働コストの面でも先程言ったようなことで、インフレ圧力は若干後退したかもしれない。ただ、色々なファクターがあり、もう少し様子を見る必要がある。なお、政策の関心は景気に移っている。以上がアメリカである。

図表 2-1、ユーロエリアである。遡るが、第4四半期はユーロエリアもスローダウンであった。内訳は、輸出が予想外に弱かった、個人消費も伸び悩んだということであったかと思う。その続きとしての年明け以降の数字であるが、2. 輸出の1月は前月比+7.4%と強い数字になっている。今申し上げた第4四半期の反動という面もあるので、この単月の数字だけではなかなか読みにくい。そういうこともあってか、3. 独海外受注(域外)は2月まで足が伸びているが、1月、2月合わせて、前期比-0.9%という数字になっている。一本調子で悪いということではないが、対米、対英の輸出に当然何らかの影響が出ているはずなので、この辺も要注意かと思う。それから、4. ドイツの国内投資財受注も前期比 1、2 月を合わせると-1.1%ということである。第4四半期の数字がとても強く、その反動もあるので、数字のとおりには弱くみる必要はないかと思うが、ユーロエリア全般もスローダウンに向かっているので、この二つの項目がインディケーターとして要注意かと思う。6. 小売である。2月も前月比マイナスで、1、2月合わせると前期比横這い。第4四半期も弱かったが、第1四半期はまだその余韻が残っている感じがある。第4四半期弱かったのは、ご案内のと

おり、物価がぐっと上がってきたことによる。エネルギー価格が上がっている、食料品価格も上がっているということで、消費者の姿勢が慎重になったことが原因だと言われている。7. 自動車の2月は前月比プラスであるが、1、2月を合わせてご覧頂ければ前期比で-0.6%と弱い。ただ、若干の留保を申し上げれば、フランスにおける税制、補助金の制度変更に伴う駆け込み需要が第4四半期にあって、その反動の面がある。このマイナスは少し割引く必要があるかもしれない。消費者コンフィデンスは引き続き弱いところで推移している。9. 生産であるが、前月比1月のところで+0.9%である。1~3月の地合いはまだ読みにくいところがあるので、主要動向と合わせてこの辺は引き続きウォッチが必要だと思っている。10. 製造業、サービス業のPMIはアメリカと違って一応50の水準より上にあるが、引き続きだらだらと弱くなっている傾向は認められる。その間、11. 失業率は7.1%で、既往最低の水準を維持している。国別では、スペインでの失業悪化がみられるが、他の地域においては引き続き改善傾向にある。この間、ドイツの公務員の今年の給与改訂交渉が妥結して、昨年よりは高い水準になっている。今年の分は引き上げても来年の伸び率は低くするということで、ミックスすると+4%位であるが、+4%は明らかに公務員の生産性より高いので、少なくともこの分野においてはインフレ要因。これが一つのリーディング・インディケーターとなって、他の産業に波及していく可能性は十分あるので、ECB当局としては今年のドイツにおける賃上げ交渉の結果についてインフレ要因として警戒的にみている。12. 消費者物価の3月ヘッドラインが+3.5%で、既往最高を更新している。この段階ではまだ内訳は出ていないが、2月はエネルギーと食料品が上昇していたので、同じ地合いが続いているものと推測している。

図表2-2、イギリスである。イギリスの第4四半期のGDPの最終的な数字は+2.5%で、第3四半期とほとんど変わらなかった。それ程落ちていなかったという意味で少し不可解だ。その不可解の延長で、2. 小売であるが、第4四半期の途中で金融業がああいうことになると、シティの消費は弱くなり、イギリスの消費全体も弱くなるとみられていて——現に数

字は弱くなったが——、ご覧のとおり、年明け後、1月、2月と前月比かなりしっかりした数字が出ている。今のところはっきりした理由は分らない。失業率は2.5%で横這いを維持している。CPIは電気、ガス等の値上げが出てきて、上昇している。住宅価格は引き続き調整局面で、前年比ではほぼトンというか+1.1%位まで低下している。以上がヨーロッパである。

図表 3-1、アジアに移る。1. 中国では新しい数字が出ているが、押し並べて引き続き高い成長が続いている。その中で、5. 輸出の2月が前年比+6.5%と異様に低い伸びになっているが、これについては、前年が前年比+50%を超える異常な数字であったことの裏。全人代を控えて輸出に対する何らかの抑制策が発表されるのではないかと懸念した駆け込みが、昨年2月に発生した。その裏返しで、このような低い伸び率になっている。3月はこの裏返しで高い伸びが予想されている。水準的な推移では、引き続き輸出は好調。内訳は前も申し上げたが、アメリカ向けの減少はもう始まっていて、それは織り込み済み。アメリカ以外の中東とかアジア域内向けの輸出が堅調ということで、輸出の地合い全体では堅調である。注目のCPIである。2月は+8.7%まで上がった。まだ大雪の影響も出ているので、上手くいけば3月は伸び率鈍化が期待されている。

で、中国は で物価を抑えられないことは明らかだから、 を使ってでも何とか抑えたい、としていた。非常に高い優先課題となっていると思う。

インドでは、物価が上昇トレンドに入っており、先行きが懸念されている。中国や多くのアジアの国は、引き続き公定価格が物価指数の中で結構なウェイトを占めていて、実態よりも圧縮というか押さえつけられた数字であり、当局もそれを承知しているので、インフレに対して非常に警戒的になっている。

図表 3-2、NIEs、ASEANである。輸出の第1四半期は、1月分しか出ていないが、前期比+5.3%、うちIT寄与度+0.4%となっており、それ程悪いようにはみえない。もっとも2月、3月まで足が延びている—

部のNIEs、ASEAN諸国の動向をみると、若干警戒した方が良くかと思える数字が出ている。ご覧のとおり、台湾は、2月、前月比マイナスが少し大きく、1、2月合わせても-2.9%、タイについても同様な感じである。韓国は1、2月悪く、3月が若干ピックアップしたものの、1~3月合わせてみると前期比+2.3%であるので、3月のイメージ程は良くないということである。財で言うと、ITの部品とかの荷動きが悪くなってきたというミクロの話を聞いている。図表3-3の生産は、内需の埋め合わせがあるので、輸出程弱くみる必要はないと思っている。ただし、内需についても、例えば韓国は数量ベースでみても1月+2.5%、2月+0.7%という感じでできていて、1、2月合わせて前期比+1.5%。それ程悲観する必要はないだろうが、評価指数というマインドのサーベイがここ4か月続けて下降しているので、ここは要注意かと思っている。最後、(5)物価である。冒頭申し上げたように、各国共通の政策課題になっていて、ここに挙げてある国においてもじりじりと上がってきている。それから、内在しているインフレ圧力はこれよりももう少し高いということである。網羅している訳ではないが、例えばマレーシア辺りで、CPIのウェイトでみて17%に相当するものが公定価格である。パームオイルとか砂糖とか生活に近いところのものは公定価格になっているそうで、この辺はマーケットフォースに委ねるべきという理屈は分かってもなかなか政治的にできない。ただ、いずれ、咎めがくるので、サプライサイドの政策を発動しながら何とか正常化したいが、今はまだ公定価格でやるより他ないと当局は言っていた。取り敢えず、私からは以上である。

西村議長代理

ご質問、ご意見があればどうぞ。

水野委員

一つは、ユーロ圏である。国別をみていると、ここにきてドイツについて出ているデータが凄く良いという感じがする。PMIも55.1%で、2月、

3月 は全体より良くなっているし、I F O指数も104.8と104.1から改善している。1～3月の生産は前期比+2%位と言われていて、1月、2月はずっと強い。スペイン、イタリア、アイルランド、アイスランドが悪い一方、ドイツが比較的堅調で、この辺が理由となって金融政策を直ぐ緩和方向とする雰囲気はないような感じである。ヨーロッパの金融政策の見方が変わってきた1か月かという印象を受ける。また、同じユーロ圏でも国によって違いが出てきた感じがする。全体的には減速で良いと思うが、思ったよりしぶといというのが印象である。その辺のご意見はどうかということ。それから、二点目。図表3-3のアジアのC P Iが書いてあるが、ここに書かれていない国、例えばフィリピンも2月が+5.4%、3月が+6.4%であるから上がっているし、シンガポールも多分+6.5%であったと思うが、高い数字である。全体的にインフレ率がじわじわ上がってきていて、勿論、政策もタイトニングで動いている、あるいは、シンガポールなど為替で事実上通貨切上げを容認しているという方向性が出てきている。それで全体的に上手く調整できれば良いが、中国、インドを含めて物価上昇をちゃんとマネージできているかどうか。大きな焦点だと思うが、この辺、どうみられているか。

出沢国際局長

後ろの方から申し上げる。今、食料品価格上昇の効果が例えばお米の輸入国と輸出国で逆に出ている。その影響はまさに言われたフィリピンとかインドネシアといった輸入国で非常に強く出ているから、インフレに対するコンサーンが非常に強い。ただ、アメリカからくるスローダウンの影響——景気の問題——、それからインフレのトレードオフの中で政策の選択が非常に難しくなっているという状況で、相対的な話であるが、アジアの場合、アメリカのスローダウンの影響はまだ政策レベルで何かしなければならぬところにはきていないことが救いである。この状況では、よりインフレに向けた政策が当てられていると思う。ただ、いずれ世界景気のスローダウンが波及した場合には、難しい政策チョイスになるという認識は

持っているようである。

それから、最初の方である。ヨーロッパの場合、常にそういうスペクトラムで国による違いがあつて、それが強まったことは言えるかと思う。それで、スペインは住宅市場の修正局面にある一方、ドイツは長年掛けた構造改革の効果がゆっくり出てきているということで、ダイハードだ。その調和は確かに難しいが、一番悪いスペインがアメリカのように金融システム混乱のフィードバックによってさらに悪くなる可能性が少ないとみられている限りにおいて、ECBの政策トーンについては利下げはあつて年内一回位までとみているようだ。

水野委員

実際にそういうことを言い始め、マーケットも大分そちらに靡いてきた。

須田委員

先程の説明では、中国の は を使ってでも物価をコントロールしたいという意向にあるとのことだが、他のアジア諸国と同じように価格をコントロールしていこうということなのか。

出沢国際局長

ご案内のとおり、エネルギー関連とか一部の財の価格をコントロールしていることはある。先週、経済政策についての重要な会議があつて、重点施策として食料生産に財政的なものを含めリソースをもっと投入するという方針が出された。直接プライスをコントロールするよりも、供給余力を増すことにより、需給を緩和し、物価へ対応していくという考え方である。

須田委員

先程、アメリカについて、政策は景気対策を意識しているとおっしゃった。しかし、前回のFOMCの声明では、インフレ率が少し上がったこと

に伴い、インフレに対する警戒感も強まったという記述が増えた。インフレ率が足許少し下がったことで、また今回少しトーンダウンしているのか。それとも、依然としてインフレ警戒を口に出しているのか。

出沢国際局長

インフレ警戒的なボードメンバーは、少しでも懸念材料が出てくると、スピークアウトする。それがキャリーされ、大きく評価されれば、例えばアメリカの声は非常に振れているようにみられる。しかし、大勢は景気優先の中で動いているのではなかろうか、と思う。物価の動きについては、大元である原油が少し緩んでくれば良いが、なかなか緩まない。ということで、多くの人は根底としてはまだ気が抜けない一方で、しかし優先順位としてはやはり景気だろうと考えているのではないか。特に雇用は、ご案内のとおり、影響力がある。アメリカで色々意思決定される時に影響力があるのは株価と雇用だと思うので、先週出た雇用統計は多くの人にとって警戒信号、赤信号なのではなかろうか。

堀井理事

一つ追加的に申し上げると、ドル暴落の気配が出ると、ドル安とインフレという別のループに対する懸念が出てくる。ただ、その気配がない状況のもと、今のところは、出沢国際局長から申し上げたように、景気のネガティブ・フィードバック・ループ——景気が悪くなり、資産価格が下がり、クレジット・クランチが発生する。それで、また景気が悪くなる——の方が怖いというところで、そちらを重点的にみているという図かと思う。ただ、市場でドル暴落みたいな気配が出てくると、またそちらも気になるという中で、微妙な舵取りを余儀なくされていると思う。

須田委員

あまりにも利下げが織り込まれるから、意識的にインフレ懸念を高めている面はないのか。

堀井理事

これも出沢国際局長から申し上げたように、FOMCのメンバーでインフレにかなり警戒的な方がいらっしゃる。そういう方は、そういう機微を捕らえて、市場は自分達の意見より先へ行き過ぎているということで、発言し、それがメディアにキャリーされることはあろうかと思う。今申し上げた二つのループは、実際に発生すると、いずれも世界経済の安定という意味でも怖い。メインのメンバーは、これらのループのリスクをみながら判断していると思う。

野田委員

雇用 8 万人減はここまでのトレンドとしては大きいですが、過去のリセッション時にはもっと大きいマイナスがあったということとの関連で言えば、今後さらにマイナス幅が大きい数字になってくると市場はみつつ、今回の数字に対して反応した、と理解したら良いか。

出沢国際局長

リセッションかどうかという議論もあるが……。

野田委員

リセッションは別として……。過去のリセッションと言われた時に、もっと大きな落ち込みがあった。それとの比較において今の 8 万人はまだまだなどという人もいない訳ではないということ。

出沢国際局長

雇用減少がみえ始めたのは、この年替わり位である。まだ始まりであれば、先はあるのだろうなど。

野田委員

遅行的に……。

出沢国際局長

始まりの段階で、いきなり過去のように 13 万人に一気にいってしまうかと言うのも極端な見方であるから、それに比べると 8 万人までいったのは入り方として深いかという印象。

野田委員

入り方としてだな。

亀崎委員

ただ、雇用が減少している業種が建設業だけではなくて、製造業だとか運輸だとか、卸、小売、金融、保険、不動産と幅広い。そういう意味では、全体の雇用者数の減少が 8 万人というとなれ程ひどくないように思えるが、この多くの業種への広がりが恐らく個人消費などにも響いてくるだろうし、その辺、少し嫌な感じがする。

出沢国際局長

全く同感である。

野田委員

先程少し触れられたが、賃金もスライトリーおかしくなっている。

出沢国際局長

前月は前年比+4.7%だったが、当月は+4.6%になった。

野田委員

今までそうは言っても、ここだけはややパズリングな感じで良かったが、

私も漸く統計の数字に表われてきたという警戒感を持っている。

中村委員

今まで言われてきたアメリカ経済の弱さが1月、2月にやっと雇用統計の数字として出てきたのは、雇用統計の数字に遅行性があるのか。あるいは、住宅などはその前の去年から悪かったが、1月、2月にまた色々な変化があったのか。そこら辺は如何か。

出沢国際局長

きちんとした分析がある訳ではないが、去年の夏位までは住宅不況の影響はコンテインされたというか、セグリゲートされて、特定分野だけ影響を受けていた。それではなぜ他の分野に広まらないのだと言え、そこは経済全体として健全だという理解であった。しかし、健全性は、金融面からサポートされて、はじめて健全という面があるのではなかろうかと思う。金融システムが全面的に壊れやすいというか、頼りなくなってきた中で、今まで健全にみえていた産業全般、あるいは他の企業についても危うさが出てきたというところで、経営者も慎重になる。そうすると、あとは相乗効果で、次々に発注が減っていく、受注が減るということで、今のような局面になって、万般悪いという状況になったのではないかという気がする。きっかけは金融システムに火が点き、それが実体経済に移ってきたから、こういう全般的な広がりになった。

野田委員

先程、水野委員からの話題の関連でお話になったヨーロッパの住宅の調整についてであるが、スペインの話が出た。イギリスなどその他も、大体の動きとしては、そう大きく悪化していないという見方で良いか。

出沢国際局長

これもまちまちな面がある。アメリカの住宅は広さ、経済規模、金融の

モーゲージの制度が同じであるから、悪くなると同じように悪くなる。しかし、ヨーロッパの場合、経済規模は似たようなサイズでも、金融制度が違う。大陸で住宅ローンを借りる時は極めてプルーデントであるが、頭金の割合をみると、イギリスでは3%だと言われているから、ほとんどアメリカと似たような慣行である。従って、今回の局面で影響が出ていると思う。それから、スペインについてもブームが激しかった分だけ落ちている。しかし、他のフランスだとかドイツは、一時イギリスの金持ちが買いにきて別荘の値段が上がった時代はあるが、アメリカ的な住宅問題はないと言われている。

須田委員

アメリカの住宅問題で、差し押さえた物件を本当に叩き売る——半額位で売っている——というニュースをみることがある。そういうことが進んでいくと、中古の住宅価格は相当落ちるが、逆にその結果として調整が早く進むという方向にあると思って良いか。

出沢国際局長

中古住宅価格がピークから2割位下がると、値頃感の出る水準になる。先程申し上げたように累積で14%低下したから、あと6%位下がったところで初めて漸く物事が考えられ始める。従って、早く調整が進むためには、早く価格が下がった方が良いという考え方になると思う。

中村委員

中国について。インフレは引き続き全体で+8.7%だが、食料は+20数%に達している。中国の経済は、一時期、過熱感が言われていたが、現状どうみているか。

出沢国際局長

過熱感の定義が、何か買うために列ができるとか、注文してもなかなか

手に入らない、財の流れでボトルネックが起きている、ということであれば、そういうことは聞かれていない。ただ、取引価格の上がり方が、固定資産に近い程——要するに不動産とか、あるいは美術品とか——非常に激しかった時期が3、4か月位前までであった。ただ、それは取り敢えず沈静化した。不動産についても、跳ねたところが漸く落ち着いてきた。しかし、それは多分一時的な現象で、そこでの調整が終わったらまた上昇する素地がある。なぜならば、実需が大きいからである。

水野委員

賃金も2割位上がっている。

野田委員

株式市場が相当変動をきたして、代替商品にも少しは影響があるのではないかという話題がある。しかし、その辺はあまり話題になっていないような気がする。

出沢国際局長

株が上がった時、海外旅行者が増えたという話が出たので、海外旅行者が減るかという、減っているのだろうがニュース性はない。法人が結構株式投資をしているので、法人のバランスシートが傷んでいる可能性は強いが、そこは会計制度できちんと評価していないとみえない。

野田委員

そこが分からない。

須田委員

欧州経済について。欧州の新興国の経済は、全体として、欧州経済全体をサポートするよりも足を引っ張っているのか。それとも中立的か。

出沢国際局長

今のところは、ポジティブである。ただ、リスクが多くなっている
ので、そこは気をつけなければいけない。

水野委員

特に為替ペッグしている先は、インフレになっていて厳しい。トルコは、
ヨーロッパではないが、足を引っ張っている。

西村議長代理

それでは、これよりコーヒブレイクとしたい。10分程ブレイクし、3
時30分に再開ということで、宜しくお願いする。

(15時20分中断、15時30分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

西村議長代理

国内経済情勢について、井戸理事と門間調査統計局長からお願いする。

門間調査統計局長

図表6を開いて頂きたい。＜実質輸出入＞の実質輸出は、2月は前月比
－5.0%であったけれども、1、2月でみると、10～12月対比＋2.6%と全
く減速していない。これまで、数年間に亘って続いてきている年率＋10%
位のペースを足許までしっかりキープしている。一方、実質輸入は、
10～12月－0.5%、1、2月も－0.5%であるから、引き続き横這い圏内、
敢えて言えばこのところ若干弱めである。従って、実質貿易収支は、1、2
月は＋10.3%と非常に高い伸びになっている。勿論、3月がどうなるか次
第ではあるが、この動きをみると、1～3月は大幅に減速すると当初予想
していたGDPベースの純輸出が比較的強い可能性も否定できないよう
に思う。言い換えると、世界経済が減速し、それが輸出面を通じて、日本

経済の減速を引き起こす現象は、今のところ事実としては確認されていないということである。このように輸出が引き続き強い背景については、図表 8 の内訳をみて頂ければ一目瞭然かと思う。(1) の地域別、細かい数字は、一つ一つ申し上げないが、要はアメリカ向け以外の全てが引き続きしっかりしているということである。この中で、その他向けの第 1 四半期は +1.4%。ここだけみれば減速しているが、その前の第 4 四半期が +9.9%と、とてつもなく伸びていたので、それを思えば自然な反動の範囲内である。そういう中で敢えて若干気になる動きを申し上げる。(2) の財別で情報関連の動きが第 4 四半期 +0.8%、第 1 四半期 -1.7%と弱めの動きを示していることである。これがどういうイメージかということで、図表 11 (1) のグラフが今ご覧頂いた情報関連輸出の長期時系列である。ご覧のようにあまりマイナスになることはない系列であるが、右端 1、2 月のところが、決して大幅ではないけれども、マイナスになっている。ミクロ情報等を踏まえると、三つ位要因があるかと思う。第一は、アメリカ経済減速の影響が多少出てきていることである。アメリカ向けにパソコンを生産している台湾メーカーからの部品の受注が弱含んでいるとか、アメリカでデジカメの在庫が積み上がり気味といった話が聞かれている。第二に、中国である。携帯電話の在庫——これは中国の地場メーカーのもののように——が過剰になっているという話が聞かれている。その話と直接結び付くかどうか断定できないが、この 1、2 月の減少——このグラフで国別は分からないが——はほとんど中国向けの落ちが効いている。それから、第三に DRAM やフラッシュメモリーの数量は堅調であるが、価格が弱い点である。(2) に世界半導体出荷のグラフを掲げてある。細実線の昨年 11 月時点の見通しに比べて、太実線の実績は 10~12 月、1、2 月と下振れて前期比マイナスになっている。これは金額ベースのグラフであるため、メモリーの価格下落の影響が入っている可能性が高い。価格の下落については、本来、実質輸出には影響しないはずであるが、デフレーターが完全ではないので、一部価格の変動も実質に影響している可能性がある。このように情報関連は、足許幾つか弱い要因がある。逆にプラスの要因と

しては、第一に新興国の最終需要に陰りがみられないこと、第二に景気が減速しているアメリカでさえも薄型テレビは比較的しっかりしていること、第三に、今の点もあって、薄型パネルの需給は引き締まっていて、むしろ昨年の今頃とは様変わりにパネルの品薄感が強い模様であることが、聞かれている。これらを踏まえると、今、輸出全体の中で相対的には最も注意すべきとみられる情報関連についてすら、足許、不安材料一色という訳では必ずしもないということかと思う。それ以外の品目では、自動車はアメリカ向けはさすがに弱めになってきているが、新興国向けの好調で数量的には埋め合わせがかなりできている模様である。一般機械とか建設機械あるいは素材の一部を含めて、新興国、資源国のとりわけインフラ関連の需要については、変調がみられるという話は依然として出てきていない。ということで、実質輸出は引き続きしっかりしているという評価で差し当たり良いと思うが、原材料高や円高等によって輸出の採算は悪化しているし、アメリカ経済の状況は月を追って下方修正されているので、輸出の今後については予断を持たずに目を凝らしてみていく必要があることかと思う。輸出は以上である。

次に国内面、設備投資に行く。図表 17 を開いて頂きたい。設備投資の一致指標である。(1) のグラフで太い灰色の資本財総供給をみて頂くと、右端の 1、2 月が弱い動きになっている。減少の中身は、電力向けのほか半導体製造装置やコンピュータなど比較的広範囲に亘っている。振れが大きい指標であるから、この指標の動きだけで設備投資に関する見方を弱める必要はないかもしれない。しかし、第一に企業収益が高水準の大企業ですら伸び悩みが鮮明になってきていて、中小企業はさらに厳しい状況にあること、第二に内外需要の先行き不透明感が強いために、企業の業況感が慎重化していること、それから第三にそうしたもとの 2007 年度の着地は短観ベースで減速が明確であるし、2008 年度の計画も当初としては弱いことから、設備投資は増加基調が途切れたとみる必要はないが、増勢が鈍化している位にみておくのが適当かと思う。設備投資は以上である。

次に個人消費、図表 20 である。基調的にみれば特に変化はない。ハー

ドデータは相変わらず強弱区々であって、力強さは全くないが、然りとてははっきりした失速感が出ている訳ではない。底堅いという言葉で表現可能な範囲で、引き続き動いているということかと思う。特徴的な動きをみると、このところ一番はっきり弱いのは外食であって、ご覧のように三角カッコの前期比ベースでみて3四半期連続のマイナスになる。消費者マインドの慎重化が基本的な背景と思われるけれども、値上げや食の安全問題なども作用している模様である。一方、同じサービスでも旅行は堅調に推移している。ただし、ゴールデンウィークの予約状況については、日並びの悪さやサーチャージの上昇などから、海外旅行を中心にあまり芳しくないと聞いている。商業販売統計は全般に冴えない動きが続いている。その中で、家電販売は引き続きしっかりしている。ただし、これもマイクロ情報では、住宅低迷の影響が白物家電に及んできているとか、あるいはデジタル家電も2月後半頃から売行きが鈍ってきているという話が、一部ではあるが、聞かれている。さらに、乗用車については、引き続き持ち直し傾向にあるが、この先目ぼしい新車の投入が予定されていないこともあって、回復が続くかどうかは定かではない。そして、1、2月の消費関連指標の最大の特徴は、需要側の統計が良いことである。代表的な指標として、家計調査の消費水準指数の（実質・除く住居等）——これはGDP推計に使われる品目だけを集めて作った系列である——をみて頂くと、1、2月はご覧のように前期比+1.0%と比較的しっかりしている。これをみると、1~3月のGDPベースの個人消費は、実態を表しているかどうかという問題はあるが、それなりにしっかりしたものになる可能性が出てきている。ただし、GDPについては、閏年の調整がどうなるかが少し不確定であって、それによって数字がぶれる可能性はある。ハードデータは以上の状況であるが、物価上昇等によって消費者マインドが慎重化している。これは先週の生活意識に関するアンケート調査でもはっきりしている。それから、ただ今所々紹介したようにマイクロ情報で少しずつ気懸かりな話も増えてきているように思う。それから、後程申し上げる雇用情勢も決して安泰とは言い切れない面もあるので、個人消費の先行きについては注意が引き続

き必要かと思う。個人消費は以上である。

次に図表 25 まで進んで頂いて住宅投資である。新設住宅着工戸数については、先月、1 月の総戸数が 118 万 7,000 戸まで回復した時点で順調に回復してきたが、ここからさらに増加していくかどうかは難しいかもしれない、と申し上げた。やはり、2 月はご覧のように 115 万戸止まりであった。マンション販売も引き続き低調であるため、当面、大体この水準、すなわち法改正前の水準には届かないところで、横這い圏内で推移すると予想される。GDP ベースでは 1~3 月から極く緩やかに回復が始まって、4~6 月辺りで一番回復感が出るかというイメージである。簡単であるが、住宅は以上である。

次に生産にいく。図表 27 である。鉱工業生産は 1 月、2 月とマイナスが続いた後、3 月の予測指数は +2.0% であるが、仮にこのとおりであっても 1~3 月は脚注 1 にあるように前期比 -1.9% となる計算になる。我々のミクロ情報を踏まえても、概ねこうした予測指数から示唆される程度のマイナスになる蓋然性が高いように思われる。図表 28 (2) のグラフで業種別内訳がある。右から二番目が 1~3 月である。この予測指数では、様々な業種が万遍なくマイナスに寄与する感じになっているが、我々のミクロ情報を踏まえた感じでは、もう少しめりはりが付いた感じ、すなわち特に電子部品・デバイスと自動車の二つが昨年後半の反動もあって減少の影響が大きいという姿になる可能性が高いと思っている。この電子部品・デバイスは、これまでみていたよりも若干大きめのマイナスになる可能性が高い。その主な理由は情報関連の輸出が足許弱めという先程申し上げた点である。ただし、少なくとも今のところ在庫調整圧力が高まっている感じは出てきていないので、今後、追加的なバッドニュースがない限り、生産の減少が続くことにはならないと思う。実際、ミクロ情報によると、4~6 月は 1~3 月に落ちる自動車と電子部品・デバイスが下げ止まりないし小幅の増加に転じて、生産全体として微増程度になるという感触である。ただ、逆に言うと、生産がはっきり増加に戻る具体的な見込みまではまだ立っていないので、生産は当面横這い圏内というこれまでの判断を維持す

ることで良いと考えている。生産は以上である。

次に雇用関連で、図表 31 を開いて頂きたいと思う。まず、労働需給については、タイトな状況が続いていて大きな変化はない。図表 32 (1) で有効求人倍率は、昨年後半頃から緩やかに低下している。これには小規模事業所の求人意欲の低下も影響している面も多少あると思うが、昨年 9 月以降の求人適性化指導が効いている面が大きいと考えられる。図表 31 に戻って、最近の雇用関連指標の特徴は次の二点になる。第一に＜労働力調査＞の雇用者数の前年比が -0.3% と、2005 年初め頃の踊り場以来、約 3 年振りのマイナスとなっていることである。＜毎月勤労統計＞の常用労働者数が $+2\%$ 程度の高い伸びを続けていることとの関係をどうみておくかという論点が有り得る訳である。それから、第二に——これは今月突然という訳ではないが——毎月勤労統計の名目賃金、とりわけ所定内給与のプラス圏での動きが続くようになってきていることである。2 月の所定外給与は前年比高まっているが、閏年要因の影響が大きいと思うし、特別給与の高い伸びは単純な振れである可能性が高いと思うが、所定内給与のプラス圏持続は注目して良い動きだと思う。今、申し上げたうちで、最初の人数の面について、労働力調査と毎月勤労統計の違いを確認したいと思うので、図表 33 をご覧頂きたい。(1) のグラフで、太実線が労働力調査の雇用者数の前年比である。右端で 1、2 月を纏めているのでマイナスになっていないが、伸び率がぐんと落ちている。細実線で示した毎月勤労統計の前年比とこれだけ乖離することは珍しくて、どちらでみるべきか悩ましいところである。一つ明らかなことは、従来から申し上げているとおり、太実線の労働力調査はサンプルや調査区がどんどん入れ替わるので、月々、場合によっては、数か月単位においてもノイズが非常に大きいことである。従って、足許のがくんと落ちている動きは、相当程度、振れではないかと思う。ただし、第二に申し上げなければならないのは、振れを均して少し長くみると、鉱工業生産や GDP など経済活動の動きは労働力調査が相対的に良く反映していそうだということである。例えば、このグラフでも 2001 年から 2002 年に掛けての景気が急速に冷え込んだ時期の動き、ある

いは 2004 年後半から 2005 年に掛けての踊り場での動き、その後 2006 年に掛けて短観の業況判断 D I などが今回のピークにまでいっていた時期とか、いずれをみても、その雰囲気をよく伝えているのはむしろ太実線の労働力調査の方である。労働力調査はノイズが大きいという問題はあるが、5 人未満の小さな企業の雇用者もカバーしているとか、様々な形態での非正規雇用が捕捉されやすいという意味では、毎月勤労統計よりも相対的に優れた面を持つ統計である。そして、実際この 1 年位——このグラフでは分からないけれども——、労働力調査では、小規模事業所の雇用の弱さが目立っている。毎月勤労統計は、そもそも 5 人以上の事業所しか捕らえていないからカバレッジの限界があるので、最近の毎月勤労統計の伸び率の上昇傾向は恐らく過大評価になっていると思われる。極く足許の振れはともかく、ある程度均した動きとしては、労働力調査のイメージの方が真実に近い可能性が高いという認識も持つておくべきかと思う。以上が人数の関係であって、続いて給与である。図表 35 である。(2) のグラフが所定内給与の前年比である。まず、細実線のパートの時間当たり賃金は 2004 年頃から前年比プラスが定着、その後も人手不足の長期化を反映して極く極く緩やかにではあるが、伸び率が高まる傾向で足許まで推移している。そして、太実線の一般労働者の所定内給与も、団塊世代の定年退職の影響等から、2006 年後半以降、一旦マイナスになったが、足許は団塊世代の退職増加が一巡してきたことなどから再びプラスに転じている。さらに、このグラフからは分からないが、改正パート労働法の影響もあって、パート比率の上昇が一巡してきていることも平均賃金の押し下げ圧力の後退に繋がっていると思われる。勿論、中小企業を中心として企業収益が厳しいから、先行きの賃金上昇ペースにはかなり不透明感があるが、足許はそれなりの背景があって所定内給与がプラスになってきているという判断で良いと思う。以上、人数と賃金を合わせた雇用者所得の状況を (3) のグラフでみて頂きたいと思う。いつもみて頂いている毎月勤労統計ベースに加えて、今月から細実線で人数の部分を労働力調査に置き換えたベースでお示ししてある。先程申し上げたように、ある程度均してみた動きとし

て労働力調査ベースは重要であるし、実際GDPの雇用者報酬もこの労働力調査ベースに近い形で推計されている。勿論、いずれでみても、雇用者所得は緩やかに増加しているという見方で良いと思うが、増加テンポのイメージが乖離してきていることは事実であるので、毎月勤労統計だけをみて判断している訳ではないという意味合いを込めて、今月から対外公表する金融経済月報の図表もこれと同じものに差替えてある。雇用関連は以上である。

次に物価にいく。図表 37 の国際商品市況である。(2) と (3) の国際商品市況は 4 月頭の状況まで入っていて、さすがに上昇一服感が足許ではみられる。しかし、それまでの上がり方が激しいので、3 か月前比ましてや前年比でみると、円高が多少の緩衝材になるにせよ、当面相当強いコスト・プッシュ圧力が残ると考えられる。そのことを念頭におきながら、国内企業物価、図表 41 をみる。(1) の右の前年比、(2) の右の 3 か月前比いずれをご覧頂いても、かなりのペースで上昇が続いている。(1) の前年比では直近の 2 月は +3.4%。これは 1981 年 3 月以来の高い伸びであって、この 3 月はさらに伸びが高まると思う。それから、中身は点々点の為替・海外市況連動型が上がっているのは当然であるが、それ以外でも特に (2) 右の 3 か月前比でご覧頂くと、足許は縦縞の鉄鋼・建材関連が上昇している。これは、足許まではスクラップあるいは店売り鋼材の市況上昇を反映したものである。高炉の鉄源である鉄鉱石の 2008 年度の契約価格が +65% の引き上げ、原料炭は 3 倍であるので、自動車向けや造船向けなどの紐付き価格が上昇するのはむしろこれからである。それから、白い部分のその他で最近上昇が目立つのは加工食品である。これもまだこの先上昇が続く可能性が高いと思う。以上が国内企業物価である。企業向けサービス価格はあまり変化していないので、消費者物価指数、図表 44 にいく。

(1) の右、2 月の前年比は +1.0% になっている。最近の上昇主因は、申し上げるまでもなく、(2) の財のグラフの灰色部分の石油製品と点々の部分の食料工業製品である。ただし、(3) のサービスについても外食の上昇や携帯電話通信料のマイナス寄与の縮小などによって、少しずつ上がって

きている。ただし、それでも食料とエネルギーを除くベース——図表 45、右下になる——でみると、依然として 2 月も -0.1% で、ここは変化がない。C P I の先行きをみると、差し当たり 3 月は移動電話通信料のマイナス寄与がさらに縮小すること、食料品も上昇基調にあることから、恐らく $+1.1\%$ 位になる可能性が高いと思う。ただし、4 月は暫定税率期限切れの要因だけで、 $-0.3\sim 0.4\%$ 位押し下げになると思う。従って、4 月以降は再び 1% を割り込んでいくことではあるが、それでも $+ゼロ\%$ 台後半は維持されることかと思う。それで数か月いって、その先はその時の原油価格次第という面が強いことかと思う。いずれにしても、食料とエネルギーを除くベースでプラス基調が定着する状況になるかどうか。そこは景気そのものの勢いが少し失われてきているから、現時点でははっきりとは見込みがたいことかと思う。指標の説明は以上である。

以上を踏まえて、全体の状況をどうみるかということで若干纏めておく。まず、最終需要に関するハードデータは、総じて底堅いように思う。1~3 月の GDP を予想するのはまだ早い、何と言っても輸出が強いままであるし、個人消費も粘り腰、住宅も下げ止まりという感じになるので、意外と 1~3 月はしっかりした感じになる可能性が高いと思う。ただし、設備投資はやはり弱いのではないかと考えられる。その設備投資の弱さに最も関係しているのは、交易条件の悪化を主因とした企業収益の伸び悩み、そしてそのことや先行きの不透明感などを反映した企業の業況感の慎重化である。この点はこれまでも様々なデータからかなり読めていた点ではあるが、先般の短観で鮮明に確認されたことかと思う。そして、GDP 統計上は、こうした企業収益面での弱さが 10~12 月に続いて 1~3 月も名目値の弱さという形で出てくる可能性が高い、と思う。1~3 月は、実質 GDP の前期比が小幅のプラスとなっても名目 GDP の前期比はマイナス、前年比も 2003 年 7~9 月以来のマイナスとなる可能性が十分にある。この間、鉱工業生産についても、1~3 月は恐らくマイナスで、4~6 月まで含めてみて何とか横這い圏という可能性が高まりつつある。これらを踏まえると、生産・所得・支出のうち、なお前向きとкаろうじて言い得るのが支出の部

分だけであって、かつそれも輸出が中心である。設備投資は若干怪しくなっているし、個人消費も下振れリスクがあるということかと思う。引き続き、在庫、設備、雇用の過剰感がないので、日本経済が直ちにはつきりした下降局面に入っていくリスクは小さいが、然りとて生産・所得・支出の好循環メカニズムが働いている、あるいは拡大基調にあるという表現で現状を総括するのは段々適当とはいえない感じになってきているということかと思う。私からは以上である。

(15 時 51 分 白川議長入室)

西村議長代理

白川議長が戻られたので、議事進行を交代する。

白川議長

それでは、ご質問、ご意見あればどうぞ。

須田委員

雇用について。労働力調査の中身でかなり悪いのは臨時雇い、日雇いであって、常雇は+0.9%増加している。このことをどうみたら良いか。例えば臨時工については、自動車の生産が落ちているから期間工が減少するという話もあり得るが、この辺の弱さをどうみたら良いか。

門間調査統計局長

先程申し上げたように、この半年位——もう少し長くみて1年位の動きと言っても良いと思うが——、やはり小規模事業所が弱い。小さい企業は雇用形態に限らず全般に弱いということか、と思う。毎月勤労統計の括りは5~29人があって、労働力調査でそれに対応するのが1~29人である。その差がこの1年位相当大きい。勿論サンプルの誤差もあるから全部がそうだとは言いきれないけれども、5人未満——1~4人——が弱いというこ

とに論理上なる訳で、それはアネクドータルな情報から考えてもあながち変ではないという感じはしている。

西村副総裁

今聞くのが適当かどうか分からないが、労働力調査の継続サンプルはど
うなっているのか知りたいという気がするが、今は多分無理であるな。

門間調査統計局長

然り。かつ、継続サンプルであると、月々の振れが連続しているのは2
か月だけなので、月々の振れは均されるが、数か月単位でみて相当乖離が
大きくなっているので、サンプル要因だけで足許の乖離が説明できる訳で
はない、と思う。従って、むしろ定義の問題とかカバレッジの問題が大き
いと考え、先程の事業所別にみたところが一番可能性が高いのではない
かと思う。

野田委員

小規模事業所の雇用が芳しくないことの雇用者所得や個人消費に与え
るインパクトは、どう捉えたら良いか。

門間調査統計局長

消費全体であると、そもそも雇用者だけで良いかどうかという問題も実
はある。家族従業員とか個人事業主が減少してそれが雇用者に振り替わっ
ているところもあるので、雇用者は増えていても就業者全体ではあまり増
えていない状況もある。例えば数字でみると、図表 31 をご覧頂いても、
雇用者数は足許急速に落ちているが、その前は+1%に近い伸びではあっ
た。しかし、その時でも就業者の方は+0.2%、+0.3%であるから、そこ
まで全部含めると、雇用面からの個人消費へのインパクトが元々それ程強
くなかった可能性もある。ただ、そういう中で、足許の変化としては、こ
の労働力調査でみられる雇用者数の伸び悩みと、それから賃金が上がって

きていることと、どちらをみるかで非常にバランスが難しくなってきた。足許、急速に一方的に悪化しているとみる必要はない。むしろ賃金が上がってきていることも念頭に入れる必要があると思っているが、いずれにしても所得環境はあまり変わらない。そういう中で物価が上がって、株価が下落しているから、マインド的にはやはりダウンサイドにあるのではないかという判断になると思う。

野田委員

所得環境はそれ程好転していないだろうというのはそのとおりなので、労働力調査の乖離が殊更強調されると何となくそちらに我々の判断も引っ張られがちになる。今まで毎月勤労統計の $a \times b$ で対外的にもかなり議論してきたので、その辺をどう上手くソフトランディングするか。今回新たに月報に加えて頂くのも一つの手法だと思うが。

門間調査統計局長

ここは、あくまでも両方みるというスタンスである。つまり、定性的にはいずれも緩やかに上昇を続けていると言い得る範囲ではある。

野田委員

まだな。

門間調査統計局長

しかも、特に足許のところは労働力調査は多分振れがあるから、こんなには弱くないはずである。恐らく、労働力調査は伸びがこんなに低下してなくて、足許のところは、実際に賃金が少し上がっているから、多分足許幾分改善と言っても良い位のことが起きていると思う。それにしても、GDPベースでみる数字と毎月勤労統計はやはり乖離してしまうので、両方みたらうで、こう判断していると考えるべきではないか。

野田委員

景気が少し減速気味、弱いということで、景気に振れやすい、景気感応度が高い労働力調査の指標を従来以上により慎重に注意深くみていくというスタンスであれば、積極的かと思う。

門間調査統計局長

そもそも実質GDPもそれ程減速していないし、生産も横這いになってきている程度の段階なので、雇用が足許大きく悪化してくるということでもないと思う。ただし、この1年位あまりにも毎月勤労統計と労働力調査の乖離が進んでいるので、毎月勤労統計だけみて判断するのは、さすがにバランスが悪いのではないかということである。従って、景気が悪くなってきたから労働力調査もみるというよりは、むしろ足許の乖離が大きいので、両方みたくてバランス良く判断していこうということである。

中村委員

所定内給与はそんなに下がっていない。最近、上がってきているが、統計の取り方や実体経済との関係でみて、本当に上がってきたのか。それとも、過去において低かったということが実態ではなくて、それが剥落しているのみなのか。それから、人数の問題は所定内給与に関係ないのか。

門間調査統計局長

然り。

中村委員

所定内給与の前期比が上がってきたことも理解できない。統計の取り方とか、人数的な要素があるのか。

門間調査統計局長

人数的な面で言うと、図表33にパート比率の図表がある。2007年中は

前年対比で随分上昇していた。これが平均賃金に押し下げ方向に効いていたが、足許パート比率の上昇が止まってきた。一番右端の2月はまだ速報値であるから、この後、改訂されて若干上になる可能性があるが、それでもこれまで随分上がっていたのに比べると、大分雰囲気が変わってきている。ということで、このパート比率の変化が足許平均賃金の押し下げには効かなくなっているところは変化である。従って、人数トータルというよりも人数の構成が変わってきたので、そこで賃金押し下げ圧力がなくなっていることは言えると思う。それに加えて、パートの時間給でご覧頂いたように——これも僅かな変化と言えれば僅かな変化だが——、じわじわと上昇圧力が強まっているとみることもできる動きになっているので、多少労働需給のタイト化が長期化していることの影響がこの辺りには出てきているのではないかと思う。そこは景気の今の感じとラグを持って出てきている感じがあるので、もしこのまま生産がピックアップしていかないということになると、労働需給がまた緩い方向にいく可能性もないとは言えない。そこは多少リスクを頭に置きながら評価していくということか、と思う。

水野委員

名目賃金が今まで実勢よりも押し下げられていた要因は剥落してきたという解釈で良いか。例えば、暦年ベースでいうと、団塊世代の退職は去年が一番多かった。

門間調査統計局長

然り。

水野委員

今おっしゃったパートから正社員化という動きがドラスティックに出てきて、賃金を押し上げるという話。賃金の伸びが加速することは、企業業績がピークアウトしているので、ファンダメンタルの点からは有り得な

い。そういう意味では、数字をみて下げ止まっている位の話であろう。横
這い圏内である。

門間調査統計局長

雇用者所得についても、緩やかな増加基調というかなり幅のある表現で
はあるが、その範囲で基本的に変わっていないということだと思う。

水野委員

そういう判断を変えるだけの決定打は、まだ出ていないということか。

門間調査統計局長

然り。悪い方にも良い方にも変えるだけの材料は揃っていないというこ
とだと思う。

須田委員

設備投資の関連で、リース業の動向が良く分からない。リースの件数は
結構増えているが、額でみると下がっている。それが設備投資に結構影響
を与えているようだという話もある。今回のリース会計の変更の影響は、
短観にあまり出ていないとみて良いか。

門間調査統計局長

然り。

須田委員

リース業の動きをどう解釈したら良いか、分からなくて困っている。

門間調査統計局長

リース業から聞かれている話では、需要が弱いということである。それ
は会計制度の変更による訳ではなくて、需要そのものが弱い。従って、中

小企業中心に情報関連投資が一巡してきている可能性がある。リースの対象は情報機器が一番多いので、その変化が出てきている可能性がある。それから、リース会計ではないが、設備投資そのものについて、2007年度から減価償却の最高限度が95%から100%に切り替わっている。減価償却費をその分多く積めるようになったので、リースとの関係で言って、自分で所有することの相対的な不利さがなくなる訳である。この影響が2007年度から若干出てきている可能性がある。つまり、大企業もリースにしようか、自分で持とうかという時に、自分で持つという方向にシフトしている可能性はある。ただし、シフト要因どうこうというよりも、設備投資そのものが足許減速しているということではないかと思う。

須田委員

情報関連機器の価格が下落していることの影響もあるか。

門間調査統計局長

それもあると思う。

亀崎委員

輸出はこれまで経済成長の最大の牽引役であった。これが弱まってくると非常に危険信号であるが、この5か月位の名目輸出金額をみたら、アメリカ向けは減少している。前年比で10月-1.5%、11月-6.2%、12月-4.5%、1月-3.2%、2月-6.0%と一貫して下がっている。それに、カナダ、メキシコ向けがやはり下がってきている。これは、NAFTAということで理解できる。その他、EUの中のスペイン向けの輸出が3か月連続して減っている。中東向けは+61%、+43%と凄く増えていたが、伸びが段々減ってきて、直近2月は+14.6%となっている。金額の構成比で見ると、中国を含むアジア向けが47.7%で、EU向けが15.6%、これだけで63%になる。中東向けを入れると7割弱。これらの地域向けはあまり悪影響は受けていない。特に、中国向けをはじめとしてアジア向けはウエ

イトが高いが、これは引き続き強い。従って、これから輸出がどうなるかについては、アメリカ経済は減速しているが、アジア、中国、EU、中東、中南米辺りが今のようにあまり悪影響を被らなければ、日本の輸出はまだ堅調にいくのではないか。商品別にみると、先程執行部から情報関連の輸出が若干弱いというご説明もあったが、この5か月マイナスが目立つ項目をみたら、電算機類及び部品、半導体電子部品、テレビ受像機、音響機器、音響映像機器部品、二輪自動車となっている。今申し上げた品目は、金額の構成比で言うと11.4%しかない。これをみると、輸出が大きく落ちていくことは直ぐには起きづらいのではないかとも思う。輸出動向は、一番気になるところであるので、統計をみたら、今申し上げたように、これまでのところは落ち込みは、地域、商品ともに、非常に限定されているようであるが、どのようにみているか。

門間調査統計局長

情報関連については、ウエイトはそれ程大きくはなくても、振れる時は振れる。大きく振れる場合、輸出全体に与える影響は大きくなる可能性がある。それから、情報関連に分類されてはいないが、例えば足許出てきている話で、台湾のメモリー需要が弱いので、半導体製造装置の引き取りが遅延しているという話もある。従って、情報関連というカテゴリーだけではなくて、そこで起きたことが一般機械とか他のところにも波及することがある。そのうえで、先程申し上げた様々な情報関連でも多少プラスの話もあることも踏まえると、今、亀崎委員がおっしゃった話も含めて、輸出が大きく落ちるとは取り敢えず考えていない。ただし、国内経済が企業収益も含めてかなり土俵際にあるから、ここで輸出が今までのペースを維持できず減速するだけでも、それなりの影響が出てくる可能性がある。どの程度減速するか。国内経済面にどれ位のインパクトが出てき得るのか。落ちるというものではなくて、ペースがどれ位変化するか辺りは、目を凝らしてみていく必要があるのではないか。

水野委員

3月短観をみると、昨年度下期の業績とか純利益は明らかに下方修正されており、輸出のところも含めて弱かった。だから、影響がないというのは少し言い過ぎで、おっしゃったように影響が出てきている、ただ、まだ土俵から外れている状況ではないという感じか。

門間調査統計局長

影響が単に輸出の増減ではなく、輸出採算が悪化していることが大きいと思う。先程申し上げたように、GDPの面からいうと、実質輸出は1～3月も結構強いかもしれない。そこだけをみると、少しも減速していないのではないかということになってしまうが、そうであったとしても、やはり輸出採算という面、延いては企業収益には相当程度のインパクトが出てきている可能性があるともみておくべきかと思う。

水野委員

短観で2007年下期の企業業績が悪かったのは、ITバブル以来の悪さである。悪いのは分かっていたが、為替レートの変動分を割引いても結構ひどかった。

白川議長

他にないか。

中村委員

この段階ではまだ早いかもしれないが、このところ円高である。日本企業はかつて工場プラントを海外に移すとか色々なことをやってきた訳であり、既にそういうことは一度終わっていると思うが、今回の為替の問題がそういった日本企業の色々な行動パターンを変える要素になるか。それとも、そのような企業の動きは大体終わっているか。

門間調査統計局長

これまでも現地生産も含めて企業の行動パターンが為替によって大きく変わったのは、円レートが2割、3割動いた時期である。対ドルベースでみると、足許、ピーク比で2割位円高になっているが、図表12の実質実効レートをみても大体1割位の増加にとどまっている。かつ長い目でみると、このレベルはかなり低い。つまり2、3年前と変わらないので、これ位の実質実効レートの動きであれば、企業行動のパターンが今おっしゃったような次元で大きく変わるとは思にくい。従って、この後、円高がさらにどの位進行するのか、その持続性はどうか、ということに尽きると思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、最後に金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

雨宮企画局長

それでは、資料-5の「金融環境の現状評価」の参考計表に基づいてご説明する。まず、全体感については、金融環境全体として緩和的な状況が続いていることで変わりないが、昨年の秋口以降の若干の変化が幾つか短観等で確認されている。これは明朝ご説明申し上げるが、幾つか基本的な判断で微修正を施している。ポイントだけ申し上げますと、三点ある。一つは金融機関の貸出態度で、基本的には緩いが中小、零細企業からみた厳しさが増しつつあるので、そこで若干表現の変更をしたことが一つ。二つ目は、中小企業——これも特に零細企業——の資金繰りが徐々に悪化し始めていること。三つ目、社債市場等で下位格付け先かつ特定業種の発行環境の悪化が続いているので、その辺についても若干列挙した方が良いかと考えている。この三つで幾分変化の兆しがあるということである。

そのうえで、図表1の民間部門の総資金調達は大体前年比トン圏内。若

千マイナスであるが、トン圏内の動きが続いている状況に変わらない。2月はマイナスが取れて0.0%であった。中身は、専ら銀行・信金・外銀計の寄与度が+0.5%から+0.7%に持ち上がったところが主因で、あとは横這いである。

銀行貸出の動きであるが、図表2で主要業態をご覧頂くと、特殊要因調整後の銀行計での1月+1.1%が2月+1.4%という格好で数字が若干上がっている。中身は専ら都銀であって、1月の-0.5%が2月は-0.0%にマイナス幅を縮小したということである。要因としては、三点位考えられる。一つ目は、M&Aの実行がこの1月、2月若干増えていることである。1月、2月に増えたという意味では偶然ではあるが、やや長い目でみると必ずしも偶然でないのは、昨年夏場以来の株価下落を背景に、M&A、企業買収の交渉が去年の夏位から増えていて、その辺が幾つか実現したのがこの1月、2月ということである。二つ目は、原材料コストの上昇で大企業中心に運転資金の需要が増加しているという声が聞かれる。まだ必ずしも後ろ向きという話は聞こえてきておらず、運転資金が増加しているのではないかというのが、二つ目。三つ目は計数的にはトレースしにくいですが、後程申し上げるとおり、足許、社債からのシフトバックで若干借入に戻っている動きもあるかもしれない。これら三つ位の理由、要因を背景に都銀で貸出のマイナス幅が若干縮小しているのが、この背景だろうと思われる。図表3の(2)で<企業規模別、月次>の動きをご覧頂くと、一番右側に2月の数字が入っているが、先月までと同じであって、大企業は貸出の前年比のプラス幅が若干拡大しているが、それに対して中小企業は引き続き前年割れという状況が続いている。

図表4、貸出金利の状況である。企業の資金調達コストは全体として今年の1月から横這い圏内と判断を変えている訳であるが、この横這い圏内という判断は今月も変えていない。ただ、短期（除く交付税特会向け）をご覧頂くと、2月1.892%で概ね横這い圏内である。若干レートが下がっているように見えるのは、2月、3月は元々期越えの短期の貸出が出るので金利が低めに出るが、概ね横這い圏内である。長期は、市場金利の低下

を受けて若干低下傾向である。短期も横這い、あるいは長期は少し低いという状況であるし、資金需要があまり伸びない中でスプレッドはむしろ縮小傾向が続くとなると、もう数か月、場合によっては貸出金利も横這いか若干弱含みになるかどうかという目でチェックしていきたいと考えている。

図表 6、企業金融関連の指標である。短観等含めて大体 3 月までの数字は出揃った。＜資金繰り DI＞は申し上げるまでもなく大企業も若干悪化、中小企業は -7% で苦しい超幅を拡大しているし、中小公庫、商工中金の動きも凸凹はあるが、似たような動きである。＜金融機関の貸出態度＞も同様であって、短観でみても若干緩い超が縮小し、中小公庫等の動きをみてもそういう傾向である。図表で確認して頂くと、図表 8 である。(1) の企業の資金繰り、(2) の貸出態度をご覧頂いても、右端が大分垂れ下がってきている状況である。足許が過去のどの辺の局面に相当するかということで、この垂れ下がっているのを左の方へずっと目で追って頂くと、物によって違うけれども、2004 年の半ば位から 2003 年の半ば位に戻っているという感じである。例えば、(1) の企業の資金繰りの＜短観＞であるが、全産業大企業、全産業中小企業とも足許の水準は、左の方に辿って頂くと、大体 2004 年の第 1 四半期か第 2 四半期位のイメージであるし、その他、＜中小公庫・商工中金・国民公庫＞の資金繰り調査も上の方にある中小公庫、商工中金は大体 2004 年位である。違うのは国民公庫であって、これは大分昔、2003 年第 1 四半期位まで戻っているという図である。因みに、2003 年～2004 年に掛けてと言うと、資金繰り、企業の金融環境は、2003 年中はまだ相当厳しいという判断であった。日銀の金融経済月報における金融情勢の判断は、大体 2003 年中はまだ厳しくて、2004 年になって大分好転し出しているという判断であった。例えば、2003 年の春先、4 月の判断は、企業金融で言うと信用力の高い企業は総じて緩和的だが、信用力の低い企業については、投資家の姿勢が厳しい、民間銀行も慎重な貸出姿勢を維持しているという判断であった。これが 2003 年の終わり位になると徐々に好転して、例えば 2003 年 10 月であると、銀行が貸出姿勢を幾分緩

和する動きも窺われるという格好で徐々に緩和が強くなっていき、2004年の春先は大分緩和が進んだという評価であって、民間銀行の貸出姿勢は引き続き緩和している。全体の評価についても、信用力の低い企業についてはなお厳しい状況にあるが、総じてみれば緩和される方向にあると徐々に変わってきたプロセスであって、その辺に戻りつつあるという感じである。中でも厳しいのは零細企業であるので、全体としては引き続き緩和であるが、企業規模、業種によって区々の動きになっている。

次に、直接市場の動向である。3月は発行が若干少なめであった。図表10の〈国内公募社債の発行額〉の社債計をご覧頂くと、3月の発行は4,561億円と、前年が6,000億円であったので、若干低めであったし、この4,561億円のうち1本——2,000億円——が大玉であったので、実際、発行はやや控えめであった。3月はベア・スターンズのショックで、発行市場においても投資家の姿勢が若干厳しくなったようであって、例えば電力債のスプレッドは今まで大体20bp強というところだったのが、3月は発行するとしたら——実際に発行が見送られたので、数字としては出なかったが——30bp位を要求されたということで、実際に3月は電力債の発行がほとんど見送られたという格好であった。ただ、これも期が明けて、4月に入ると大体20数bpで落ち着いて、発行も非常に円滑にいつているということなので、やはり高格付けの企業については、社債・CP市場では非常に良い発行環境が続いているということだろうと思う。むしろ、低格付けが厳しいことがこの1~3月全体として明らかになったと思う。図表13の(3)の格付け別の発行状況である。この積み上げをご覧頂いて、黒と薄いシャドーの高格付けは引き続き1~3月を通じて高い発行状況が続いているのに対して、白と斜線——A格とBBB格——については、発行が縮小されている。さらに、その背景として、(2)であるが、社債発行スプレッドもA格では上昇傾向にあるので、やはり下位格付けかつ特定業種——具体的には建設、不動産、ノンバンク、それとREIT——は発行環境は悪化しているということだろう、と思う。

それから、マネー関係である。図表15、〈マネタリーベース〉で3月

の数字はトンであって、-0.0%である。このところ、ほぼゼロ近辺の動きが続いている。4月は年金支払いがあって、昨年4月は

が、最近は をしている。

にすると、当預のマイナス幅が若干深くなるので、4月は少し大きなマイナスになるかもしれない。それから、＜マネーサプライ＞、M2+CDである。これも同じ傾向が続いていて、2月は+2.3%と引き続き若干伸びを高めている。中身はやはり準通貨、定期預金が集まっている。集まっている元はどこかと言うと、恐らく投信、株式辺りから出た金がマネー資産にシフトバックすることが続いていると思われる。以上がマネーの動きである。

さらに、企業倒産である。図表 19 で、2 時間程前に 3 月の倒産の数字が発表されたので、それだけ申し上げる。2 月の 1,194 件に続く 3 月の数字が 1,347 件。少し多いように思われるが、元々 3 月は期末で倒産が増える月であるので、カッコ内の前年比は、2 月の +8.3% に続き、3 月 +8.0%。季調値が 2 月の 1,249 件に対して、1,227 件。1 件あたりの負債額も 3.1 億円に対して 3.5 億円ということである。引き続き小粒で一桁台の前年比が続いている状況は大きく変わっていない、と思われる。図表 20 でやや長期的な傾向をご覧頂くと、(1) 倒産件数は 2002 年に 1,600 件超のピークを付けた後、ずっと減ってきて、2005 年の後、若干増えているが、非常に急激に増えているというよりは、特に 2007 年の後半からじわじわ増えている状況である。

最後に、図表 21、インフレ予想とマクロ的な金融環境である。(1) は生活意識に関するアンケート調査であって、家計のインフレ期待は引き続き高い状況にある。(2) の＜ESPフォーキャスト調査＞で、エコノミストのCPI見通しは太線が直近の3月調査である。この1月、2月、3月と月を追うに従って面白い動きが起きていて、2008年度については、点線、細実線、太実線と上方シフトしているのに対して、2009年以降はむしろ下方シフトしている。全体としては足許のエネルギーコスト、原材料コストの上昇を織り込みつつ、2年を通じて成長見通しは若干下がってい

るので、それが恐らく 2009 年度の物価見通しの下方シフトに影響しているとみている。(3) の物価連動債のインフレ予想は、流動性の問題があるので、暫く材料としてはみにくい状況である。最後の図表 22 のマクロ金融環境は全体として強い金融緩和状況が続いていることで変わらないが、

(1) と (2) で若干変化があつて、(1) の実質短期金利水準は毎度ご説明申し上げているとおり、機械的な計算でやっているので、C P I が上昇している分、既に実質金利がマイナスになっていて、緩和が強まる方向にある。しかし、(2) R O A と平均支払金利の比較でみると、極めて緩和的だが、緩和の水準は若干縮まっている。この主たる要因は金利の若干の上昇と収益の若干の悪化という状況である。以上である。

水野委員

銀行の企業貸出については、全般的にそのとおりだと思う。先程も若干お話があつたように、一部業種——不動産、ゼネコン、パチンコ辺り——は厳しくなってきたという話が多い。そういう意味では、倒産件数も、3 月を越えたからといって直ぐに減る訳でもない感じか。

雨宮企画局長

倒産件数は、今申し上げたとおり、一時心配された程増えていないが、一つには信用保証制度のセーフティネットが特に運輸、建設で効いている可能性がある。それが倒産件数の頭を表面上抑えている可能性は一応ディスカウントしておいた方が良く、と思っている。

白川議長

他にないか。それでは、今日の議題はこれで終了する。明日は午前 9 時から会議を再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含めこの場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。では、以上で閉会する。

(16 時 31 分中断、9 日 8 時 59 分再開)

白川議長

それでは決定会合の二日目を開催する。今日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、議案取り纏め、採決、金融経済月報の基本的見解の決定、最後に 3 月 6 日から 7 日分の議事要旨の承認という手順である。政府からの出席者であるが、財務省は鈴木正規大臣官房総括審議官、内閣府は浜野潤内閣府審議官である。本会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言願う。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后、報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、どうか宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

白川議長

それでは最初に、金融経済情勢に関する討議である。基本的見解について、執行部からポイントを説明して頂きたい。

前田調査統計局参事役

それでは、A 3 の紙に沿ってご説明する。まず、景気、物価であるが、景気については、現状、先行きとも総括判断を修正している。現状であるが、前月は「わが国の景気は、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が、基調としては緩やかに拡大している」としていたが、当月は、下線部分、まず減速の要因である「住宅投資の落ち込み」という部分と、「基調としては緩やかに拡大している」というところを削除し、左にあるとおり「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」と修正している。因みに、「拡大」という言葉は 2006 年 7 月から使っていたので、それ以来初めて、外れることになる。

先行きの総括であるが、前月は「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」としていたが、当月は「当面減速が続くものの、その後緩やかな成長軌道をたどると予想される」としている。一点だけ修正をお願いしたいが、この「成長軌道」の「軌道」を「経路」、「成長経路」と変えさせて頂ければと思う。お出しした段階では「軌道」であった訳だが、「軌道」になると、むしろ成長がしっかりしたという感じを与えかねない惧れもあるかと思われる。「経路」の方がニュートラルな表現かと思われるので、「成長経路」とさせて頂ければと思う。ここでの「緩やかな成長経路」は、いわば潜在成長率並みをイメージした表現である。

現状から若干補足説明させて頂くと、コンポーネントのところをご覧頂きたいが、当月は企業収益、業況感、設備投資を修正している。企業収益であるが、前月は「伸び悩みつつも高水準」と書いていたが、当月は「高水準ながら伸び悩んでおり」と変えている。業況感についても、短観月であるので当月は書いており、「このところ慎重化している」としている。業況感については、12月まで遡るが、当時は「やや慎重さがみられる」であったので、その頃に比べて弱めの表現に変えている。このように、短観等から原材料高などの影響で収益が伸び悩み、業況感は弱いというところがはっきりしてきたことである。その他の資本も合わせると、次の設備投資については、前月は「増加基調」としていたが、「増勢が鈍化」とすることが適切と考えている。このように景気の減速傾向がはっきりしてきたと判断しており、当面についても減速が続く蓋然性が高まっているので、前月まで付けていた「拡大」という表現は必ずしも適切ではないと判断し、削除している。先行きについては、「緩やかな拡大」と先月まで言っていた訳である。「拡大」という言葉については、需給ギャップがゼロ以上になって、かつ成長のペースが潜在成長率を上回ることを意識して使っていたが、足許、成長モメンタムが弱まっている、当面そういう傾向が続くことになると、現時点で拡大を展望することはなかなか難しくなっているもので、「緩やかな成長経路」と変えさせて頂いている。先行きの中身である。その背景になるところであるが、企業収益のところは「幾分弱

まりつつも」という表現を挿入している。「高水準」からは変わらないが、「幾分弱まりつつも」としている。それに対応して、設備投資と個人消費は「増加基調」としていたが、「底堅く推移する」としている。非常に弱くなると思ってはいないが、増加基調よりはやや弱めの表現に修正している。一方、住宅については、この4～6月辺りから回復する蓋然性が高まっているので、前月よりも少し強めの表現にしている。「回復に向かうが」としているが、ただ、「そのテンポは緩やか」ともしている。

このように実体経済を変えることに伴い、消費者物価の先行きについても若干修正している。前月は「当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、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」ということで、景気の拡大——潜在成長率を上回る需給ギャップが拡大していくこと——を前提とした表現にしていたが、成長率が潜在成長率並みとなってくるので、「経済全体の需給が、概ねバランスした状態で推移するもとで」と書き換え、プラス基調の主因は石油製品や食料品の価格上昇という書き方に変えている。経済全体の需給は概ねバランスということは、どんどん需給ギャップのプラス幅が拡大する訳ではないが、一方でバランスが崩れる訳ではないということであるので、両方を包含した表現としている。私からは以上である。

関根企画局企画役

続いて、金融面についても、昨日企画局長から説明があったように、幾つかの点で変更がある。一つ目は、下位格付先の発行スプレッドである。先月までは「やや拡大」としていたが、昨日データでご確認頂いたように、下位格付先のスプレッドがそこそこ広がってきているので、「やや」を削除して「拡大」にするということである。二点目は、これも昨日の説明にあったように、レベルとしては2004年当時ということで、引き続き緩和的ではあるが、短観等の貸出態度判断D Iが悪化していることを踏まえて、「民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている」に「総じて」を加えて、「民間銀行は総じて緩和的な貸出姿勢を続けている」にするということである。

続いて三点目であるが、同様に、短観等の資金繰りD Iの動きを反映させて、「企業の資金繰りは、中小企業でやや悪化しているが、全体としてみれば、引き続き良好に推移している」を加えることである。以上三点に加えて、やや機械的な修正になるが、M2 + CDの2月の伸び率がやや高まって、前年比+2.3%になった。そういうことも踏まえて、先月までマネーサプライは「前年比2%程度の伸び」となっていたところを「2%台」に修正させて頂きたいと考えている。最後に市況表現であるが、現在の相場水準であればこちらにお示したように、「株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」で良いかと思う。以上である。

白川議長

議論とそれを踏まえた修文は後のセッションで行うが、今の説明についてご質問はあるか。

水野委員

参考までに前回のマーケット指標を教えてください。

関根企画局企画役

前回は株価は1万2,783円である。これで宜しいか。

水野委員

三つ全部お願いします。

関根企画局企画役

国債10年物は1.35%である。円／ドルレートは102.44円である。

水野委員

分かった。

白川議長

他に宜しいか。

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

白川議長

それでは、次に金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それでは、本日は中村委員からお願いする。

中村委員

前回の会合以降の国際金融市場では、金融機関の流動性や経営に対する懸念の強まりが金融システム不安の高まりに繋がり、大きな混乱となった。特に米国では、資金流動性が著しく低下するとともに緊張が高まったが、当局による市場安定化のためのかなり踏み込んだ諸対策により、足許の市場は幾分落ち着きを取り戻しているようである。また、内外の実体経済については、これまでに公表された経済指標から米国をはじめとした世界の景気は減速感を強めていることが確認できたと思う。国際金融市場では調整の幅と対象が一段と拡大し、米国では相対的に信用度が高いとされてきたエージェンシー関連の証券化商品等にも波及した。また、市場での資金調達が難しくなったヘッジファンドなどが、レバレッジ解消や流動性確保のために保有債券の換金を急いだことから債券価格が一段と下落したほか、一部投資銀行では資金繰りが悪化し、金融システム不安が高まる事態となった。FRBによる金利の大幅引き下げ、新たに導入した一連の投資銀行をも対象とした広範囲な流動性供給措置、金融システム破綻の連鎖を回避するための大手投資銀行であるベア・スターンズ社のJPモルガン・チェースによる買収といった異例な緊急対応策により、市場の混乱は小康状態にある。しかし、広範なクレジット市場の調整は收拾の見通しが立た

ず、金融機関の追加損失や資本不足に対する懸念は引き続き高い状況にあり、各種スプレッドも総じて高止まっており、金融市場の不安定な地合いが当面は続くと考えられる。

米国経済については、住宅投資が引き続き大幅に減少しているほか、価格も下落幅が拡大、調整局面が継続している。また、個人消費についても、2月の実質個人消費が前月比横這いとなったほか、消費者信頼感指数も大幅に低下している。さらに、4日に公表された3月の雇用統計においても非農業部門就業者数が前月比－8万人と3か月連続のマイナスとなるとともに、失業率も5.1%に上昇した。非国防資本財受注も2か月連続で減少するなど、企業部門の減速傾向も顕在化しつつある。バーナンキFRB議長の議会証言のように、2008年前半の実質GDP成長率は極めて低い水準、場合によってはマイナス成長となる可能性もあると思われる。

欧州では、エネルギー高や食料品高の影響から個人消費が減速しているほか、輸出がユーロ高や米国景気下振れにより増勢が一服しているが、緩やかに減速しつつも成長を続けている模様である。中国については、内外需ともに高い成長が続いている。生産や固定資産投資が引き続き高水準で推移しているほか、輸出についても米国向けが大幅に減少しているが、欧州、アジア域内やその他のエマージング諸国向けは堅調に推移している。NIEs、ASEAN諸国においても、輸出が減速しているが、全体としては緩やかな拡大が続いているようである。

世界の物価動向をみると、原油等のエネルギー価格が高水準で推移しているほか、食料品や原材料価格の上昇から、総合ベースでの消費者物価の前年比上昇率は高水準となっている。米国の2月のCPIは前年比＋4.0%、ユーロ圏でも3月のHICPが＋3.5%となっている。中国でも、3月の全国人民代表大会ではインフレを＋4.8%前後に抑えることが最重要課題と位置付けられているが、足許2月のCPIは＋8.7%と上昇傾向にある。このように、各国当局の物価上昇圧力に対する警戒感が高まっており、我が国への波及につき注意深く見守る必要がある。

国内経済については、3月短観が公表されたが、業況判断は全般的に悪

化した。また、2008年度の収益、設備投資計画は企業経営者の先行きの慎重な見方を反映して弱めの結果となり、景気が減速していることを示す結果となった。輸出については、1～2月を均した実質輸出は、米国向けの減少をアジアやその他の地域が補う形で堅調に推移している。中でも輸出の4分の1を占める自動車輸出は、現時点で船会社に示されている6月までの出荷計画によれば、引き続き好調に推移する見通しのようである。2月の鉱工業生産は2か月連続で低下したが、10～12月期の反動の影響が大きいと考えられる。この間、在庫率は低下しており、企業は先行きの生産にも慎重となっている。個人消費は、家計の所得形成が緩やかなものにとどまる中、マインドの悪化にもかかわらず力強さには欠けるものの引き続き底堅く推移している。2月のコアCPIは、石油製品や食料品価格の上昇を主因に、+1.0%と消費税の影響で伸び率が上昇した1998年3月以来の水準となった。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、4月から政府の小麦売渡価格の3割引き上げが予定されており、食料品メーカー等の値上げの動きが一段と強まると見込まれることなどから、プラス基調が維持されることが考えられる。

この間に我が国の金融市場の動きをみると、世界的なヘッジファンドのポジション巻き戻しの影響が波及し、金融商品の一部の価格形成等に歪みが生じたほか、短期金融市場でも年度末に向けてレポ・レート等が上昇するなど神経質な地合いとなった。また為替市場では、米国での金融システム不安の高まりを受けて、主要通貨に対して急速なドル安が進行し、円の対ドル相場も一時1995年以来となる95円台まで上昇した。足許は102円台まで戻しているが、ボラティリティは依然として高い水準となっている。足許のドル／円相場は、輸出企業の想定為替レートを上回っての急速な円高となっていると想定される。我が国の輸出企業は、過去の円高局面で為替変動に対する抵抗力を強めているし、今回はドル以外の主要通貨に対して必ずしも円高が進行している訳ではない。従って、今回の急速な円高は輸出企業にとって大きな減益要因であるが、時間の経過とともに企業が諸対策を講じることにより、採算の改善が図られると思われる。私からは以

上である。

白川議長

次に亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

まず世界経済であるが、前回会合以降、国際金融市場の動揺が続くもとで、特に欧米では金融市場の調整は一段と深まり、依然として不透明感が漂っている。まず米国であるが、バーナンキFRB議長も年前半のマイナス成長の可能性を示しているとおり、景気の減速感が一段と強まっている。住宅市場の減速は一層の地域的広がりを持って進行し、ケース・シラー住宅価格指数は1987年の調査開始以来最大の下落幅を更新している。こうした中、雇用統計では非農業部門雇用者数は3か月連続で大幅に落ち込み、特に3月の減少幅は2003年3月以来の水準となり、失業率は5.1%と上昇し、2005年9月以来の水準となっている。また、新規失業保険受給申請件数及び継続申請件数も増加している。こうしたもとで、株安、ガソリン高もあって、消費者マインドは、ミシガン大消費者コンフィデンス指数が1992年2月以来の水準に落ち込んでいる。

一方、ハードデータをみると、個人消費支出は伸びを鈍化させつつも今のところ底堅く推移している。このことは、過去20年に亘って個人消費の動向と高い連動を示している全米50州の売上税額の動きとも整合的である。すなわち、全米50州の売上税額は、2004年～2006年第3四半期まで前年比+6～10%という高い伸びを示した後、2006年第4四半期からは一貫して+5%を割り込んでいるが、第2四半期+3.1%、第3四半期+0.7%の後、先日公表された直近2007年第4四半期は+3.8%であり、今のところは明確に悪化している訳ではない。しかし、州別の動向をみると、住宅市場価格が下落している地域の売上税額がマイナスとなるか、伸び率が低い傾向は続いている。例えば、フロリダ州は2007年第4四半期の住宅価格が前年比-4.7%で売上税額も-5.0%、ネバダ州は住宅価格が

－5.9%で売上税額も－2.1%、メイン州は住宅価格が＋1.9%の低い伸びで売上税額も＋1.5%と低い伸びといった具合である。この売上税額について、2008 年入り後のデータが入手できる幾つかの州の動きをみると、カリフォルニアは1～2月で－3.5%、フロリダは1～2月で－7.6%、メインは1月で－2.4%となっている。このため、今後、全米ベースでも住宅市場減速の影響が一層顕現化してくる可能性が考えられる。加えて、雇用悪化が建設・製造業をはじめ、卸・小売業、金融機関等幅広い業種に拡大しつつあるので、個人消費への影響が出てくる蓋然性が高いと思われる。また、米国銀行協会が公表した2007 年第4 四半期の消費者ローン延滞率は2.65%と、1992 年第1 四半期以来の水準に達している。個人消費動向については、夏場に掛けての所得減税による押上げ効果も期待されるが、よくみていきたいと思う。企業部門については、収益に陰りがみられる中、ISM景況感指数は製造業は2 か月連続、非製造業は3 か月連続で50を下回っている。こうしたもとで、設備投資も弱めの動きを示しているため、注視していきたいと思う。次に欧州であるが、英国については景気は減速しているものの、今のところは緩やかなものにとどまっている。ただし、BOEによる2008 年第1 四半期のクレジット・コンディション・サーベイでは、前回調査時点の想定を上回って信用収縮が進み、今後3 か月もさらに悪化する見通しであり、その影響は注視していきたいと思う。ユーロ圏の景気も、輸出、設備投資の堅調さや、既往最低水準にある失業率などに支えられ、底堅く推移しているとみられる。もっとも、スペイン、イタリアなど一部の国では、住宅や製造業の業況などの面で減速感が強まっており、注視していきたいと思う。他方、ユーロ圏のインフレ率は過去最高水準を更新しており、今後とも景気、物価の両面から目が離せないと思う。

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、株式市場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、その影響についてみていきたいと思う。

次に日本経済である。短観でも示されたとおり、我が国の景気は原油高、円高などを受けて減速しており、踊り場的な状況にあると考えられる。雇

用、設備の過剰感はなく、近い将来に大崩れしていくとは思わないが、景気の先行きには従来以上に注意が必要と考えている。セクター別にみると、まず輸出であるが、短観で一般機械、造船・重機等、自動車などの輸出関連業種の業況判断の水準が高いことから、これまで新興国等の需要に支えられて堅調さを保っていることが確認できた。ただし、造船・重機等、自動車などでは、先行きに業況の大幅な悪化を見込んでおり、注意していきたいと思う。これまで日本経済の成長の最大の牽引力であった輸出は、米国向けが減少する中であっても、欧州や中国をはじめとする新興国向けの輸出増により力強く推移してきたが、世界経済が減速していく中で、いずれ伸び率の鈍化という形で影響が出てくる可能性もあるため、特に注意深くみていきたいと思う。

生産は、高水準の中での横這い圏内の動きとなっている。このうちやや気になるのは電子部品・デバイスであって、2か月連続で前月比マイナスとなっている。今のところ出荷・在庫のバランスは良好であるが、半導体メモリー等では世界的な供給過剰から市況が軟化している可能性もあり、丁寧に見ていきたいと思う。

企業収益については、短観では仕入価格上昇を販売価格に転嫁できない姿が一層鮮明となり、2007年度の経常利益は高水準ながらも前年度比-1.6%と6年振りに減益となる見込みである。こうしたもとで、設備投資についても、2008年度計画は-5.3%と3月時点としては6年振りの低水準となるなど、減速が明確化している。また、2008年度原料炭の価格は約3倍に値上がりする見通しであり、2008年度の鉄鋼業界全体のコストは、鉄鉱石、燃料費高騰の影響も含めて、2兆5千億円の増加になると言われている。このため、鋼材価格は過去最高値を更新することになり、自動車や造船を含む機械、電機、建設など幅広い業種の収益を圧迫する可能性が強いと思われる。この間、中小企業については、短観では全産業ベースで2007年3月以降、5期連続で悪化しているが、約1万8千社を対象とし零細企業をより多くカバーする中小企業景況調査——3月5日時点であるが——では、2008年1~3月の業況判断は、2006年1~3月以降8期

連続のマイナス幅拡大となっており、しかもこれまでで最大の下落幅となっている。こうした中、中小企業の資金繰りは悪化傾向にある。地域金融機関の収益基盤が元々磐石ではない中で、景気不透明感が高まり中小企業への貸出態度が厳格化しているとの指摘も聞かれるだけに、よく注意していきたいと思う。

家計部門について、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が、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などを踏まえると、住宅投資の回復の程度は緩やかなものにとどまると考えられる。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。これに加え、ここ数か月間はパート雇用者の伸びが正規雇用を下回っている。こうしたもとで、一人当たり賃金は小幅ながらプラスで推移している。先行きについても、今月より施行された改正パートタイム労働法に絡んだ正規雇用への転換の動きもあって、この傾向が続くのかどうか、しっかりと見極めていきたいと思う。こうしたもとで、個人消費関連指標は底堅く推移しているが、ガソリン及び食品をはじめとする物価上昇、株安・円高による資産の目減りもあるため、今後とも注視が必要であると思う。

物価面では、国際商品市況は、C R B 指数は3月中旬の既往最高値からは小幅調整しているものの、引き続き高い水準にある。こうしたもとで、企業物価指数の前年比は1981年3月以来の水準に、C P I（除く生鮮食品）は消費税の影響のあった1998年を除けば、1994年5月以来の水準となる+1%にまで上昇した。このうちエネルギー関連商品の寄与度は+0.7%であり、これは原油価格が仮に今後同一水準で推移すれば年末には剥落する。また、デジタル家電群が-0.2%の寄与を続けている状況には依然として変わりはない。しかし、これら以外の商品群は緩やかながらも根強く上昇基調を維持している。同指数を構成する521品目の動きをみると、上昇品目数から下落品目数を引いた数は80と、上昇品目数が下落品目数を上回るという2006年8月以降の傾向が一貫して切れ目なく続い

ている。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り、この先の動きには特に注意を要すると考えている。

不動産市場については、公示地価は、全国・全用途でみて、小幅ながら2年連続で上昇したが、昨年後半以降は都心部でも伸びが鈍化しているとの指摘もあり、他の情報も合せながら丁寧にフォローしていきたいと思う。以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず月報の基本的見解についてであるが、日本経済は、交易条件の悪化に伴う企業収益の下振れや、マインドの比較的はっきりした悪化を背景に、所得から支出へのモメンタムが幾分弱まっているとみられることから、今回の現状判断の変更には基本的に賛成である。先行きまでを含めた修正については、展望レポート後に行う方が良いとも考えたが、材料となった短観などの指標を受けて速やかに変更する方が分かりやすいので、タイミングとしても妥当だと理解している。ただ、景気の先行きについては、私自身、展望レポートに向けて作業中で、2009年度のシナリオをまだ描けていないので、緩やかな成長軌道を辿るようになるまでの先行きのタイムスパンについて、ボードメンバーの間で、ある程度の擦り合わせが必要だと思っている。また、今回基調判断を下方修正したことによって、アップサイド・リスクに対する留意がこれまでよりも必要になったと考えられる。以下では、前回会合以降に判明した経済指標を中心に、そうしたアップサイド・リスクを念頭に置きつつ整理してみたいと思う。

最初に、米国の金融市場である。前回会合以降も、金融機関のバランスシート問題への懸念が強まるもとで、信用力に対する不安が様々な証券化商品のみならず、相対的にリスクの低いGSE債や地方債等にまで波及し

ていった。そうした中で、それらを担保とするレポ取引の流動性が急低下し、資金繰りに対する不安が一気に高まった。一方、ヘッジファンドのポジションの巻き戻しが3月半ばにかけて集中し、市場に歪みを生じさせる程の混乱を来た。株価、為替レートなどもグローバルに大きく動き、ボラティリティが高まり、市場、資金流動性懸念も高まった。もっとも、足許にかけては、FRBの利下げやその他の対策が矢継ぎ早に打たれたほか、米系投資銀行の市場予想を上回る決算や一部金融機関の増資等が好感され、市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。ただ、金融機関のバランスシート拡大問題にまだ目処がついたとは言えず、流動性問題、資本不足問題が収まったとは言えない。また、住宅価格、株価の下落、貸出基準の厳格化、先行き不透明感が実体経済へ悪影響を与え始めており、その悪循環が懸念されている。具体的には、生産、設備投資関連、雇用関連に次々と弱い指標が出ている。こうした雇用環境の悪化やエネルギー価格の上昇等を受けて、マインド指標も急落している。加えて、逆資産効果や消費者ローン等の厳格化も窺われており、今のところ横這いの個人消費が今後下振れるリスクが高まっている。以上の点を勘案すると、1~3月期の米国のGDPはマイナス成長となる可能性も否定できないと思っている。

今回の混乱の大元である住宅市場をみると、住宅価格は下落を続けるなど、依然として調整に目途は立っていない。延滞率や差し押さえ率、破産申請件数なども増加している。またモノラインについても、中堅だけでなく大手についてもまだ信用懸念が意識されているようである。引き続き予断を許さない状況であるが、4月のブルーチップ見通しによると、今年の成長率見通しは前月比僅か0.1%の低下で+1.4%となっている。ただし、第1四半期と第2四半期の成長率の平均が+0.1%、既に過去の第1四半期のトップ10とボトム10の平均はそれぞれ+0.9%と-0.8%、また第2四半期については+1.5%と-1.1%という大きな開きがあることから分かるように、足許かなり不透明な状況である。実体経済については、どちらに転んでもおかしくないと思う。過去のリセッションに比べれば、金融の緩和度合いは高く、雇用者数の減少幅は浅いこともあるし、ドル安と

堅調な海外経済からのサポート、企業財務の健全性、穀物輸出に伴う交易条件のプラス効果などから、実体経済が上振れるリスクは案外小さくないと思っている。市場に落ち着きがみられるのならば、なおさらである。

このように下振れリスクが顕現化せずに実体経済が持ちこたえると、インフレ懸念が増大すると思われる。実際、F R Bはヘッドライン・インフレの上昇にインフレ期待が引きずられることを懸念しているようである。グローバルにみてインフレ懸念が高まっている中で、米国のインフレが上振れるリスクも無視できない。

次に国内経済である。鉱工業生産指数は2か月連続で減少したが、出荷在庫バランスが概ね健全な姿を維持していることから、今のところ短期的な調整で終わる可能性が高いとみている。なお、輸出の堅調持続や個人消費の増加を踏まえると、1～3月のGDPは比較的しっかりした伸びとなりそうである。3月短観について、全体的な印象としては、サプライズはなかったが、原材料高、円高、先行き不透明感の高まりなどによる全般的な業況判断の悪化に加え、収益の若干下振れ、設備投資計画の下振れなどの特徴がみられた。しかも、想定為替レートが思いのほか円安であることから、収益等の予想がやや楽観的だと指摘されている。この間、企業や消費者のマインドの悪化を示すデータは短観以外にも多くみられている。このようなことから前向きの循環のモメンタムが若干弱くなっている、と判断している。

また、建築確認交付件数をみると、マンションを中心に減少しており、先行き住宅投資の戻りは鈍いとみておかざるを得ない。公示地価については、全国平均は2年連続で上昇したものの、上昇幅の大きい地域には頭打ち感が見られるし、オフィス賃料に伸び悩みの声も聞かれる。外資流入減の影響もあって、不動産ビジネスは先行き若干調整局面が続くそうである。輸出の先行きについても、米国経済成長率が当面ほぼゼロと想定されている年前半においてはその影響を受けると思う。

他方、短観では前向きの循環のメカニズムが途切れていないことも示されている。輸出が好調な業種は相対的に業況判断が良好であるし、海外で

の製商品需給判断についてプラスが維持されている。全規模全産業ソフトウェアを含む設備投資（除く土地投資）は2007年度後半から2008年度前半に掛けて増加幅を高めているし、設備、雇用、在庫には過剰感は特段窺われない。

また、循環メカニズムを補強する材料も、そのうち出てくると思っている。住宅投資の反動増がある程度期待できること、交易条件の悪化がこれまでのようなスピードでいつまでも続くとは考えられないこと、賃金を巡る環境に改善がみられることなどがある。すなわち、賃金については、雇用の正規化など質の改善が図られているが、それは生涯所得を増大させ消費を増やすように働くと思う。その他、団塊世代の退職による賃金下振れ要因の一部剥落や初任給の上昇、ベースアップの容認などがある。またマクロ的にみると雇用は中小・零細企業から大企業へシフトしており、これは生産性の上昇とともに賃金を上昇させる要因とも言える。

もっとも、メカニズムの補強材料は現時点では力強いとは想定できず、成長率は米国の経済成長が見込める年後半に入ってから高まっていくとみている。従って、今年度の成長については潜在成長率並みにとどまると想定している。もっとも米国経済如何では上振れ、下振れ両方のリスクがあると思っている。

最後に物価についてであるが、原材料価格上昇の転嫁の動きが活発化している。生活関連財について、少し前までは何十年振りの大幅な値上げといった一度限りを意識した値上げのニュースが多かったが、最近では再値上げの動きも増えており、価格変更頻度についての企業行動に変化がみられる。これは、これまでよりは需給ギャップに見合った物価上昇をもたらす可能性がある。賃金の調整でコストアップを吸収することは難しくなっていること、内外ともにインフレ予想が高まっていることなどを考えると、インフレが上振れる可能性はやはり無視できないということである。私からは以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

まず、国際金融市場である。前回会合後、各種の信用スプレッドが昨夏以降における最大の水準まで拡大した後、F R Bによる異例のベア・スターンズ救済、プライマリー・ディーラー向け貸出制度の創設及び追加利下げ、さらにはG S E等による住宅ローン担保証券の買い取り拡大といった一連の対策が公表、実施された。これにより、システミック・リスクは一応回避され、対策に関係する市場では一定の改善効果がみられたが、米欧金融市場の緊張は引き続き高い状況にある。金融市場の不安定さは、金融機関のバランスシートの拡大と資本の毀損及び修復策の問題について、市場参加者の間で疑念がくすぶっていることが根本にある。この懸念が相当程度払拭されない限り、流動性逼迫の問題つまりシステム不安が再発するリスクは引き続き大きいとみている。

次に、問題の震源地である米国経済についてみると、金融市場の緊張と実体面での減速が相互に悪影響を及ぼし合う中、先行きに対する懸念が増している。景気の足を最も強く引っ張っている住宅投資について、関連諸指標は唯一中古住宅販売に持ち直しの動きがみられたほかは押し並べて悪化を続けた。在庫率が高止まりする中で、住宅価格の下落テンポは一段と加速しており住宅市場の底打ちが近いとは全く思われない。延滞債権は金額、率ともに、住宅関連だけでなく、商業用不動産関連、クレジットカード、その他消費者向けローンにおいても足許急増、急上昇している。資産価格下落の動きも広がりを見せており、米国の商業用不動産価格は、2001年から昨年までの間に約9割上昇した後、昨年10月をピークに下落に転じている。金融機関の損失額の増加がクレジット・タイトニングを加速させ、それが需要の減退と資産価格の下落を招き、金融機関の損失額がさらに増加するという悪循環に陥っており、目下のところ、これの歯止めがかかる兆しはみられない。

消費についても、足許まで、実質個人消費が横這い圏内での動きにとどまるなど急速に勢いを失っている。今後も雇用者数の減少、ガソリン価格の上昇等による消費者コンフィデンスの大幅な低下、住宅価格の続落や株価の低迷による逆資産効果など、個人消費への重石の目方が増加しつつあり、今後さらに減速感を強めていくものとみられる。

また、これまで比較的堅調に推移してきた設備投資も減速感を強めている。機械関連投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は、10～12月期の小幅減少の後、1月、2月は2か月連続で前月を下回り、急ブレーキがかかった状況にある。加えて、これまで設備投資の牽引役であった商業用不動産投資も、2月の非居住用建設支出は3か月連続で前月を下回った。商業用不動産向け融資の延滞債権額も2007年後半から急増しており、1年前の倍以上の水準に達している。今後、警戒が怠れない。

続いてユーロ圏経済であるが、域内需要の弱まりから基調としては減速が続いている。ここでも金融環境のタイト化により、減速感が強まるリスクがある。また、ドイツを中心に賃金インフレの懸念も拭えず、ECBは景気と物価の両睨みの構えが暫く続きそうである。

中国は、CPIが2月に前年比+8.7%まで上昇するなど、引き続き景気過熱感がみられる一方で、米国向け輸出が前年比マイナスに転落し、輸出全体の増勢もやや鈍化する等の懸念材料がみられている。

次に我が国経済であるが、まず企業部門、そのうち循環メカニズムを牽引してきた輸出から点検してみたいと思う。輸出は1～2月を均してみると、10～12月期対比で+2.6%増加しており、米国向けは低調、一方で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基本的には変わっていない。ただ、仔細にみると、輸出好調の中心となっていた情報関連と自動車関連に変調の兆しがみられることが気掛かりである。情報関連は、10～12月期に前期比で増加ペースを大きく落とした後、1～2月は前期比マイナスとなった。国別では中国向けが、財別では半導体・電子部品が大きく減少しており、それに中国からの米国向け輸出が2月に前年比マイナスに転落し、その中でも機械類の輸出が減少していることを重ね合わ

せてみれば、日本からのアジア向け中間財の輸出という経路でも米国経済の減速の影響が及んできていることを読み取ることができる。

自動車関連の輸出は昨年 11 月から増勢鈍化が顕著であり、1～2 月は 10～12 月期比+0.9%の増加にとどまった。ロシアや中東向けの増加でカバーされているものの、米国の新車販売台数は 3 月まで 5 か月連続で前年同月を下回っており、米国の不振が大きく影響していることは明らかである。輸出の先行きを 3 月短観の「海外での製商品需給判断DI」(大企業)でみると、電気機械は足許-5 から 6 月予測は-1 と持ち直しているが、自動車は+7 から+1 へ悪化しており、回復の兆しはみられない。

次に生産面であるが、1～2 月の生産は 2 か月連続で前月を下回った。足許のマイナスは、10～12 月の反動が影響しており、想定範囲内ではあったが、生産予測調査では電子部品・デバイスが 3 月に前月比+11.9%の後、4 月は-7.1%と回復の持続性に乏しく、輸送機械は 3 月-1.6%、4 月-4.6%とはっきりとした減産を示している。足許の減産は結果として早めの生産調整となっており、在庫の積み上がりは全体として観察されていないが、我が国経済をリードする 2 業種、就中、裾野が広い自動車産業の減産は生産全体への影響が大きいことから、海外経済の減速感が強まる中で大いに警戒を要するところである。

次に、設備投資についてみると、3 月短観における 2008 年度の発射台としての計画は全規模全産業ベースで前年度比-5.3%と、予想以上に厳しい数字であったと受止めている。原材料価格の高騰や急激な円高を受け、経常利益見込みが全規模、全産業で 6 年振りに前期比マイナスとなる中、設備投資に対する慎重なスタンスが広がった。原材料価格上昇の製品価格への転嫁について最も苦戦している中小企業や、海外経済の減速の影響が大きく出ている大企業の製造業において、近年の年度初対比での落ち込みが目立つ。もっとも、設備のストックは全体として均衡しているという判断が続いており、この面からの調整圧力は大きくないという点は今回の短観でも確認できた。

家計部門についても若干触れると、住宅着工は改正建築基準法の影響が

減衰する中であっても、2月は年率115万戸と前月を下回った。これは、住宅取得能力の伸び悩みと住宅価格の上昇等を背景に、分譲マンションを中心に需要サイドに弱さが目立ってきた状況下、先行き、足許の水準から一本調子で回復していく可能性は低いことを示唆している。

個人消費は、需要、供給両サイドの統計から1～2月も底堅く推移したとみられる。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、この夏の賞与の前年比マイナス幅が拡大するという複数の機関の予測もある——少し気が早い——など、家計の支出行動に対する足枷が多い状況に変わりはなく、個人消費の先行きについては、引き続きやや慎重にみていく必要があるようである。

続いて物価である。2月のコアCPIは前年比+1.0%まで上昇した。エネルギーと食料品価格の上昇、いわゆるコスト・プッシュ要因が上昇の主因であることに変わりはないが、身の回り品の価格上昇が消費者のインフレ期待を急速に押し上げていることと相俟って、厳しい競争環境の中にあってもリテイラーの価格抑制スタンスが少しずつ緩んできている結果とみることもでき、この点は中期的なアップサイド・リスクの気配として引き続き肌理細かく観察していきたいと思う。

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、先行き、この循環が途切れてしまう蓋然性を示唆するような決定的な証拠が揃っている訳ではないが、それぞれのモメンタムが短い期間内に力強い拡大に繋がるまでに回復するという証拠も見出しがたいものがある。従って、先行きについて、緩やかな拡大を続ける可能性が高いとのシナリオを緩やかな成長軌道を辿るとのシナリオに変更する月報の基本的見解の執行部案に、基本的には違和感はない。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

まず、国内景気についてコメントする。日本銀行はこれまで、生産・所得・支出の前向きなメカニズムは基本的に維持されている、と主張してきた。こうした中で、前回の決定会合以降に明らかになった法人企業統計や鉱工業生産、短観をみると、私が懸念したように慎重な企業行動が景気の減速をもたらしていることを確認できる内容だった。私は前回の決定会合で、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り、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とコメントした。門間調査統計局長は、前回の決定会合で生産・所得・支出という三つのエンジンのうち、生産と所得という二つのエンジンがこのところ十分に機能していないと指摘されたほか、昨日は設備投資の増勢鈍化など支出面のエンジンについても懸念を表明された。それらを踏まえて、今月の金融経済月報の冒頭表現の執行部案が、「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」と下方修正されていると理解している。

企業部門の動向を3月短観でみると、大方の予想どおり業況判断D Iの大幅かつ広範な悪化がみられたほか、国内外の需給判断も加工業種の海外での製商品需給判断を中心に悪化した。また、2007年度下期の経常利益及び当期純利益の下方修正幅は企業規模にかかわらず非常に大きく、昨年末以降に企業を取り巻く環境が急速に悪化したことが再確認された。3月短観をみると、12月短観までは仕入れ価格の上昇分を販売価格に転嫁できないことが企業の景況感の悪化の背景だったが、今回は需要減速に伴う景況感の悪化もあるようである。ただ、こうした中にあっても、悪いと回答した企業数の構成比を12月短観と比べると、製造業が2%ポイント、非製造業については僅か1%ポイントと小幅の悪化にとどまっている。

次に、3月短観で初めて明らかになった2008年度の全規模全産業ベースの事業計画をみると、小幅の増収増益——売上高は前年度比+1.4%、

経常利益は同+2.4%であるが——、それからソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額ベース）は前年度比-1.8%、2007年度の実績が+3.8%にとどまった。設備投資計画は例年に比べるとやや弱めであるが、新年度の事業計画公表前の設備投資計画は例年慎重な見通しとなりがちなことや、企業マインドが急速に悪化したタイミングで短観調査が行われたこと等を考慮すると、過度に悲観しない方が良いのかと思う。

家計についてみると、2月は労働力調査でみた雇用者数が前年比マイナスに転じる一方、毎月勤労統計でみた常用雇用者数は前年同月比+2.0%と高めの伸びを続けているが、生産が当面横這い圏内で推移すると見込まれる中、企業収益も弱めの動きとなり、家計の所得形成は緩やかなものにとどまると予想される。また、生活関連財の値上げの動きが持続し、今後とも予想される中にあるのは、個人消費は足許で底堅さを維持しているが、加速する蓋然性は低いとみられる。

なお、2月の首都圏のマンション販売戸数は前年同月比-28.0%と6か月連続で減少した。2月の月間の新規契約数は前月から7.4%ポイント上昇の60.1%となったが、依然好不調の分岐点と言われる70.0%を下回っている。マンション販売の低迷の主因は、改正建築基準法の施行というよりも、販売価格上昇による需要不振とみられる。

以上を踏まえ、好循環メカニズムの現状と今後の見通しについてみると、メカニズムが崩れたと評価するのは言い過ぎだと思われるが、私の個人的な表現を使えば、生産・所得・支出の好循環メカニズムは小休止していると判断される。もっとも、先行きを非常に悲観している訳ではない。3月短観をみると、企業の雇用人員判断DI、生産・営業用設備判断DIは先行きを含めいずれも概ね悪化しておらず、水準も過剰感が台頭するようなものに至っていない。足許の生産・在庫動向等を踏まえても、原材料価格高やドル安等を映じ企業収益の悪化はあるものの、企業は様々なリスク要因を睨みつつ、極めて慎重に行動していると評価できる。この間、足許の個人消費関連指標、特に需要サイドの統計も底堅さを保って推移している。従って、仮に昨年10~12月期が、将来、景気基準日付上の景気の山になっ

たとしても、今のところ深い景気後退に陥っていく蓋然性は低いと判断される。

海外経済については、基本的に、国際局の基調判断が適切だと思う。米国景気は停滞局面にあると判断されているが、確かに機械投資の減速に続き、非居住者用建設投資にも弱い動きがみえはじめているほか、賃金が緩やかな上昇を続けるもとで個人消費は横這い圏内の動きを続けているものの、ここに来て雇用の悪化が鮮明になってきた。3月の米雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比8万人減と市場予想の5万人減を下回り、3か月連続の減少になった。四半期ベースでみると、1～3月期は前期比-23.2万人と2003年4～6月期以来の減少に転じている。失業率も0.3%ポイント悪化して、2月の4.8%から5.1%と5%台に乗っている。これは2005年9月以来の高水準である。1～3月期の総労働投入時間は前期比年率-1.2%となった。労働生産性の著しい改善がなければ、供給サイドからみていくと1～3月期の米国の実質GDPは前期比マイナスに転じる可能性が出てきた。

3月のユーロ圏の製造業PMI——改定値——は、52.0と2月の52.3から小幅低下となったが、ドイツのPMIは55.1と2月の54.3から改善、3月速報値の54.9も上回っている。個人的には、ドイツ経済が予想外に堅調であるため、ユーロ圏の景気減速は想定よりも緩やかなものになる可能性が出てきたと判断し始めている。

以上の点を踏まえ、今月の金融経済月報の基本的見解は、私の個人的見解にほぼ沿った内容でもあるし、言い振りを含めて執行部案で宜しいと思う。

最後に、サブプライムローン問題に関して簡単にコメントしたいと思う。昨年夏以降、クレジット市場は緊張感の高まりとそれを受けた米金融当局の政策対応による小康状態の繰り返しという展開であったが、2月末～3月中旬に掛けての緊張感の高まりはこれまでに最も強いものであった。サブプライムローン問題は単なる流動性——リクイディティ——の問題ではなくソルベンシーの問題に発展し、資産の安全性について米財務省証券

に遜色のない米国のGSE債、エージェンシー・モーゲージ——MBS——などの安全性にも飛び火し、これらの資産の信用スプレッドまで大きく拡大した。クレジット市場の混乱が金融システム全体を揺るがす大きな問題に発展する中、Fedの政策対応は、政策金利引き下げと流動性対策に加え、特定の金融資産や個別金融機関を念頭においたものに変化してきた。例えば、FRBは、ベア・スターンズの救済買収を決めた米国大手銀行JPモルガン・チェースに対して、最大300億ドルの緊急融資枠を設定した。なお、このFRBの対応には、ポールソン米財務長官が、将来損失が発生した場合には公的資金で肩代わりすると約束していたことが4月1日に明らかになった。今回の措置は、米国の大手金融機関の救済措置のひとつの雛型になりそうである。金融市場は、ベア・スターンズ救済について、Fedと財務省が連携し、流動性不安による突然死——サドン・デス——は発生させないとの意思表示をみせた、あるいは、ブッシュ政権が経営危機に陥った大手金融機関に対して公的資金を投入する意思を示したというような意見もあり、好感している。

この間、欧米大手金融機関が相次いで、いわゆる政府系ファンドからの資本拠出に依存するのではなく、資本市場から大規模な資本調達に成功したこともあって、4月1日には米国株式相場は金融株主導で大幅に反発した。クレジット市場の機能回復は限定的であるが、クレジット・クランシによって米国経済が底抜けするという最悪のシナリオが実現する懸念が後退したことから、質への逃避現象の一部が巻き戻し、解消されはじめた。同時に、まず、悪化する米国経済については政策金利の引き下げで対応する、二点目に、大手金融機関の資金調達難やクレジット市場の流動性低下については金融調節手段の多様化によって対応する、三点目として大手金融機関の経営破綻懸念が高まった場合には、広義の公的資金を活用するという見方が強まり、Fedの追加利下げ幅に対する期待が縮小方向に変化している。それ以降、米財務省証券のイールド・カーブはベア・フラット化傾向をみせていることから、マーケットの利下げの織り込みが落ちていることが読み取れると思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の変化としては、国際金融市場の変動と米国経済、特に雇用面の変化、そして3月短観の業況判断の変化が大きなものであった。これらのデータは、前回会合で申し上げた言い方を繰り返すならば、メインシナリオの基本的な力には大きな変化はないが下方リスクは高まったという判断に沿った動きであると考えている。つまり基本的な見立て、メカニズムに大きな変化はみられないが、その傾向が弱まり、かつ後ずれしていると考えるのが自然であると考え。この場合の基本的な見立てというのは、確認すると1月のMPMで申し上げたように、多極化し成長エンジンを多く持つ海外経済に支えられた輸出、外性的なショックで減速しつつも設備、人員の過剰感はみられず、底堅く推移しながら生産の増加から所得の増加を通じ、ゆっくりと消費へ軸足を移す内需という見立てである。現在、生産は高水準、横這いで波打っている状況であり、設備投資は減速しつつも設備、人員の過剰感はみられず、消費も底堅く推移しており、メインシナリオをもたらす力が弱まり、かつ後ずれしていると考えられる。従って、執行部の基本的見解に違和感はない。以下、今後の動向に注目しなければならないと考えられる三点に絞って述べたいと思う。

第一に、既に多くの委員方がご指摘されたように、国際金融市場、特に米国金融市場においてボラティリティが著しく高まっている点である。前回会合後、大きな波乱があり米国投資銀行の一つが事実上の破綻に陥った。その際、Fedが大きなリスクを負う形で救済がなされ、また欧米において中央銀行によるターム物資資金供給が潤沢になされることによってシステムック・リスクは回避された。その後、株式市場はリバウンドしているがCDS市場等は漸く2月前半の波乱直前の状況に戻ったに過ぎず、商業銀行のバランスシート拡大の傾向は今も続いており、緊張は高いと言える。

ボラティリティが高まり、これは単に下方向だけではなく上方向にも大きくなっているように思われる。振れとトレンドを慎重に見分ける必要があると考えている。

第二に、米国経済の雇用と住宅金融について気になる兆候がある。米国経済のメインシナリオは、今年前半は金融市場動揺の影響が広範な産業に出、住宅価格下落が住宅市場と商品に影響を及ぼすために、均せばゼロ近傍の成長——もし政策スティミラスがないとするならば、マイナス成長となると考えられるが——、後半にはこれらの影響に底打ち感が出て回復軌道に乗る、というのがその内容である。しかし、まず雇用について気になる兆候がある。米国雇用統計は月次で大きく振れるものであるが、民間のペイロール情報に基づくオートマティック・データ・プロセッシング（ADP）統計の動きは比較的安定し、かつ雇用統計変動のほぼ中央を今までのところ辿ってきた。例えば 2001 年のリセッションの際にも、ADP 統計と雇用統計は連動性が高かった訳である。それが 2007 年 11 月以降、ADP 統計に比べて雇用統計が大きく下振れている。米国経済の雇用変動が地域、産業の点で従来と異なる形をとり、雇用の喪失過程が従来にない厳しさを増しているという可能性がある。これは、下押しの圧力となるので十分注意する必要があると思う。

次に、不良債権問題で、地方政府レベルで住宅差し押さえのバックログが深刻化している状況が指摘される。そのため、現在の差し押さえ率は実は過小になっている可能性がある。差し押さえの実行には、債権者側にも行政側にも多額のコストと時間が掛かる。そのため、大量に出ているデリンクエンシーに対して、プロセッシングが大きく遅れていると言われている。これは、日本の不良債権問題の際にあった先送りと規模はまだ違うが、同じ現象である。日本の不良債権処理に比べて、米国では派生資産である CDO 等の処理については迅速であったと言えるが、原資産である住宅ローンの不良債権の処理では必ずしも早いとは言えない可能性がある。これにより、当座の落ち込みは小さくなるが、事態を長引かせ、結果的には悪化させる可能性があることには注意したいと思う。

第三に物価情勢である。前回会合で、2月全国CPI(除く生鮮)の予測は、過去3か月の物価上昇のモメンタムを考慮すると、前年同月比+0.94%、従って+1%になる確率も高いと申し上げたが、実績は+0.97%、四捨五入で実際に+1%となった。2月は1月に比べると物価上昇のモメンタムは心持ち弱まっているが、基調的な上昇に変化はない。これは、このところ+0.37%で安定している10%刈り込み平均の姿に鞘寄せした形になっている。さらに、上昇品目が集中するエネルギーと食料を除くCPIの動きをみても、2007年9月は-0.29%であったのが、その後下げ幅を縮小し、現在は-0.08%にとどまっている。先行きであるが、速報値が利用可能な都区部、大阪、名古屋、京都での3月は再び上昇モメンタムが戻っていることを勘案すると、3月予想は過去3か月平均モメンタム——大体8bpであるが——を加算し+1.13%になり、小数点以下一桁で+1.1%になる可能性が高いが、+1.2%に伸びる可能性も残っている。その後4月は暫定税率失効の影響、これは難しいのだが、現在一番利用可能な石油情報センターの情報を使って計算すると、CPI全体が大体+0.7~+0.8%に若干落ちることになる。その後、暫定税率が旧に復する場合は、5月に再び+1%近くに戻った後、緩やかに低下するという形になると思われる。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への広がり具合に依存する。今のところ、石油製品が現在の水準を続けるのならば、2008年度平均は大体+0.6~+0.7%程度になりそうである。以上である。

白川議長

それでは、私から意見を申し上げたいと思う。決定会合で意見を申し上げるのは初めてなので、最初に自分自身の意見を申し上げて、その上で今日のこれまでの意見を取り纏めて話をしたいと思う。最初に実体経済。先ず全体的な判断である。基本的な判断はほとんどの委員の意見と食い違いないので、細かな話は省略したいと思う。そういう意味で、今回、景気の現状、それから先行きをどう評価するか、特に拡大基調という言葉で括

れる範囲かどうか、最も大きなポイントであった訳である。基本的見解の表現は後から議論するが、前回会合以降のデータをみると拡大基調というには弱めの指標が多かった、ということである。繰り返しになるが短観の業況判断をみると、悪化している。アンケートの回答時期が事業計画をまだ固めていない3月であったこと、あるいは株価が最も下落し、それからアメリカの金融市場が最も混乱していた時期にぶつかっていたことを割り引いて考える必要はあると思うが、しかし全体に企業マインドが慎重化していることを明らかに示していると思う。そのうえで景気全体をどう評価するかだが、もし理想的な統計があれば必ず生産、支出、それから所得は一致する訳である。勿論、実際には一致しない。従って、この三つの側面から景気の現状を点検していくということだと思うが、必ずしもそのメカニズム、つまり景気が全体として良いか悪いかという判断——それは先程の景気循環のプラスのメカニズム、マイナスのメカニズムとほぼ同値かという感じは私自身するが——を三つの面から点検してみると、いずれも減速を示唆する数字であった。つまり、生産はこのところ横這い圏内だし、それから所得、先ず企業の所得である収益からみると、歴史的には高水準ではあるが2007年度は減益、2008年度はほぼ横這いであり、家計部門も含めて交易条件悪化の影響から少し弱くなっているという気がする。それから、支出も、設備投資が滑り出しの数字としては例年比やや弱めだという感じがするし、現実の資本財総供給とか資本財出荷の増勢も一服していて、設備投資の増勢鈍化も比較的是っきりしてきた感じがする。このように考えると、生産・所得が弱め、支出についてもそういうことであるので、景気の現状を拡大基調と認識することは適當ではなくなったと思う。

先行きであるが、先程、須田委員からご指摘があったように、この月報の中で想定するタイムスパンをどうするかという問題は別途あるが、この問題は後から議論する。表現の話を取り敢えず別にして、現時点でおおよそどういう方向感を持って先行きを表現するのか、ということについては、ポイントは成長率で表現される海外経済の動向と、それからエネルギー・原材料価格の動向であると思う。海外経済については、エマージング諸国

の成長には引き続き期待はできる訳だが、しかし全体とすれば拡大するが、方向としては減速という感じが標準的なケースだろうと思う。これ自体はマイナスの材料であるが、一方で、海外経済が減速していく方向であるとすれば、エネルギー・原材料価格についても標準的なケースとしては増勢が一服していく、あるいは下がっていくことも想定できる訳だから、その面からすると交易条件悪化に歯止めが掛かってくる。これはプラス材料かという気はする。ただ、いずれにしても、リスクについて上振れ、下振れある中で、どちらが大きいかというと、明らかに下振れリスクにウェイトを掛けて考えた方が良いと思っている。仮に下振れリスクが顕在化した場合、多くの委員が指摘されているように、雇用・設備・在庫の面で過剰感がないことは、現時点ではエンカレッジな材料であると思う。

もう一点、今度は金融環境について申し上げたい。金融政策、金融調節方針それ自体はこの後の政策のパートで議論するが、企画局の提出資料の言葉でいくと、金融環境というか、あるいはファイナンシャル・コンディションズの点検は大事だという気がする。ファイナンシャル・コンディションズを計量化することは難しい訳だし、取り敢えずコンベンショナルリーに計算している指標を金科玉条に考えることは明らかに不適切だと思う。しかし、そのことを認識した上で、おおよそ現在、金融政策あるいは金融という面からどの程度景気に対して刺激力を持っているか、あるいは逆に引き締めの方を持っているかについて、常に点検しておく構えは非常に大事だと思う。そう考えたファイナンシャル・コンディションズの水準、それからこの変化をどう評価するかが問題になってくる。幾つかの要素があるが、取り敢えずここではリスクフリー金利でみた実質金利、信用スプレッド、それからアベイラビリティという三つの側面に分けて考えてみたいと思う。実質金利は、多くの方がご指摘のように、物価上昇率は上昇傾向であるし、予想インフレ率の方向としてみると、これは上がる方向である。そうすると名目金利が一定であれば、実質金利はその陰で低下方向に働いてくるという訳である。機械的に計算すると、日本の除く生鮮というベースでいくと、政策金利が+0.5%、消費者物価が+1%だから、

-0.5%。勿論、この数字を額面どおり受取るとは適切ではないと思うが。また、仮に食料、エネルギーを除くベースで考えてみた場合には、直近の数字で計算すると、日本が+0.5%、アメリカが0%、ユーロエリアが+1.6%という水準感だろうと思う。では、去年の夏、サブプライムローン問題が起きた後の変化という面でみると、全体にイールド・カーブは低下傾向、物価上昇率あるいは予想物価上昇率は若干上がる方向だから、先程のリスクフリー金利でみた実質金利は全体に低下傾向であるという気がする。他方、信用スプレッドについては、昨日の執行部の説明にもあったが、社債のスプレッドが下位では拡大している。これは特定業種という面もあるが、信用スプレッドは方向として上昇方向、拡大方向であると思う。ただ、去年の夏以降の上昇幅でみると、アメリカあるいは欧州に比べると、小幅であるという評価は変わっていないと思う。最後にアベイラビリティである。金融機関の融資姿勢でアベイラビリティを評価してみると、中小企業では今回の短観にも出ているように若干タイト化しているということだと思う。水準感からみると、あるいは去年の夏以降の変化を国際比較してみると、相対的にはタイト化の程度は小さいかという気はする。いつもいつもファイナンシャル・コンディションズの話点を点検したい訳では必ずしもないが、一方で、どういう時点に我々が立っているのかも認識したいと思う。ただ、いつもファイナンシャル・コンディションズの議論をする時に私自身が感じることは、全て平均値の概念だから全部を括ればこういうことだということだが、実際には色々な企業がある訳で、経済が上向く時でも下向く時でも、平均値では計れないアウトライヤーも含めての動きが大事になってくると思う。金融市場が流動性を保っており、その価格でもって取引ができるという大きな前提条件があって、かつ極端な散らばりがないという時には、こういうファイナンシャル・コンディションズで評価できる訳だが、この二条件が満たされない時にはこの有用性は低下してくると思う。そう考えると、今日も多くの委員が指摘されたように、アメリカの金融市場というか国際的な金融市場の流動性がどういう状況にあるのかの評価の方が当面は大事なポイントかという気はする。いずれ

にせよ、政策金利をどう評価するかという時に、実体経済の動きとそれに対する金融の持っている力を両方バランス良くみていく必要があるという気がする。

そのうえで、今日の議論を拝聴していて、自分なりに総括してみた。後からまたご意見を伺いたい、どう表現するかは別にして、対外的に情報発信していく時に、基本的なポイントという意味で三つに分けて申し上げると、まずは国際金融市場がある。この点は多分皆様の評価はほとんど一致しているという感じはするが、各国中央銀行の積極的な資金供給策や米欧金融機関の資本増強策などの好材料はみられたが、依然として不安定な状態、状況にあると思う。また、世界経済は全体としては拡大しているが、米国経済が停滞するなどのダウンサイド・リスクが高まっているということが、国際金融市場あるいは海外経済についての総括かという感じがした。二つ目に国内経済だが、短観をみるとエネルギー・原材料高の影響などから企業収益が伸び悩み、業況感が慎重化している中で設備投資は増勢が鈍化している。ただし、企業は設備・雇用・在庫の面で過剰を抱えておらず、企業収益も歴史的にみて高水準にある。家計部門では雇用の不足感が続く中で、一人当たり賃金は、足許、前年比で若干改善しているということである。雇用所得は緩やかな増加を続けており、個人消費は底堅く推移している。こうしたもとで、先行きについては当面減速が続くものの、その後は潜在成長率並みの緩やかな成長経路に戻っていくということである。ただし、繰り返しになるが、イメージは勿論各地点、各地点で皆様が持っている訳であるが、これを、月報上、どの辺のスパンを念頭に置きながら表現するかは別途議論したいと思う。それから、物価を巡る環境についても、需給ギャップは横這い圏内で推移する見通しとなるが、石油製品や食料品の価格上昇などから消費者物価——除く生鮮食品のベース——の前年比はプラス基調を続けていくと予想されている。ここに三つ、総括をしてみた。幾つか議論したい論点はあるが、今の私の総括も含めて取り敢えず自由討議をしたいと思う。ご意見はあるか。

須田委員

野田委員に伺いたい。自動車の先行きについてかなり悲観的にみえる。例えば短観における企業の見方だと円高が与えている影響もあると思うが、アメリカでも日本から輸出している日本車は結構人気があるという話も聞いた。それから、この間、中村委員と話をしていたら、船の輸出は結構ある。

野田委員

中村委員はそうおっしゃった。

須田委員

ということもあったので、私は中東での日本車に対する需要の強まりをみても、輸出は収益の面で影響は受けるだろうが、輸出そのものについてはそれ程懸念していないが。

野田委員

そこは程度の問題かもしれないが、アメリカの新車販売をみていると、ここのところ勢いが相当落ちている。日本車も相対的にアメ車に比べると強いと言われていたが、やはり全体的な影響はあるし、調査統計局のミクロヒアリングでも必ずしも基本的に持ち直すという感じはない。アメリカのマクロ経済への影響を心配している以上、今からはっきりと落ち込むという証拠はないが、一番大きな自動車への影響は懸念材料としては最も大きいのではないかという意味で申し上げた訳である。

中村委員

油代が上がっているのも、大型車とかのアメリカにおける販売は勿論減っている。従って、日本のメーカーでも、そういうものは現地生産しているから、ある程度影響を受けるが、日本から出荷している小型車とか高級車とかについては、影響はそれ程大きくない。また、先行きは分からない

いが、中東とかアメリカ地域以外が伸びているので、トータルとすれば当面はかなり強い状況だという。

野田委員

トータルとして減速するかどうかは非常に不確実性が高いが、昨年前半位までの勢いはない。確かに数字の上では中東、ロシア向けでカバーして余りあるものがあるが、場合によっては、それがコラップスするリスクもみておかなければならないという意味である。

須田委員

私も、世界経済が減速している中であっては、当然、日本からの輸出も減速するというのが普通のシナリオだと思っている。

西村副総裁

数量と収益は分けなければならなくて、数量は恐らくそれ程に落ちないだろうが、収益は相当落ちるだろうというのが多分短観に現われていることだと思う。それから米国をみれば、要するにトヨタが落ちている。トヨタが落ちているかなりの部分は、SUV、ピックアップトラックなどである。それを考えれば、今、中村委員がおっしゃったような経緯で推移する可能性はあるが、減速傾向が高まってくると、小型車にも影響が及んでくることはほぼ間違いないと思う。それがどの程度までくるかというところだ、と思う。

亀崎委員

自動車の輸出は、10月は数量でいくと前年比+14.7%伸びて、名目金額でいうと+21.3%伸びた。それから、11月は数量でいくと+9.6%伸び、金額でいうと+14.0%伸びた。それから12月は数量で+14.7%伸び、金額で+16.2%伸びた。1月も数量が+15.1%、金額で+13.1%。2月も数量は+13.3%で、金額的にも+9.0%。要はまだ前年比でしっかり伸びて

おり、基調は強い。ただ、先程申し上げたが、原料炭が3倍も上がる——1トン当たり100ドルが300ドルになる——のは大変なことである。そうすると鋼板の価格がもの凄く上がってくるので、自動車はそういう意味では厳しい環境にはなってくる。もう一つ、円高もあるので、先行き、こういう強い勢いでいくかどうかについては、若干疑問である。が、今のところ、直近までずっと前年比で伸びるだけの強さはある。

西村副総裁

日本市場だけ蚊帳の外のような話になっているが、日本市場をみると、3月に落ちたかなりの部分はトヨタの裏である。昨年、沢山新車を出したので、その裏で落ちた。これを差し引いて考えると、それなりに底堅く推移しているというところではないかと思う。

野田委員

ディーラーなどの個別の話を聞くと、トヨタ以外は新車効果がもう一巡しているという感じはある。

西村副総裁

新車に対しての需要が伸びなくなった。新車効果は1か月か2か月位しかほとんどもたなくなった。

野田委員

然り。昨年夏場以降、結構そこで持っていたし、これが販売台数にはつきりみえていたが、その効果がかなり厳しくなっているというディーラーの声は、アネクドータルだが、聞いている。

白川議長

昨日、私は執行部の説明を2時間30分のうち一部しか聞いていないので議論があった部分の蒸し返しになってしまったら恐縮なのだが、雇用者

所得をどう評価するかということで、一つは賃金、もう一つは雇用者数である。数字だけみると、勿論、月によって振れはあるが、賃金は少し改善してきている事実がある。他方、雇用者数については、労働力調査と毎月勤労統計で数字が違って、評価の難しいところである。勿論、今、ここで結論を出し尽くすという話ではないが、皆様がその辺はどう考えられているか。昨日、野田委員のご質問をお聞きしたが、皆様、その辺はどう評価されているか。

須田委員

賃金をみるには毎月勤労統計、人数をみるのは労働力調査の方が良いという話もある。昨日も申し上げたように、労働力調査をみていて、この1、2 か月は臨時と日雇いが大きく落ちている。これをどう考えていくのか。マクロでは、零細企業の雇用が減って、もう少し大きいところにシフトする動きもずっとみえている。また、ここにきて車の生産が落ちたことの影響があるかもしれないが、正規社員化の動きにより、臨時と日雇いが落ちた可能性もある。このように、労働力調査でみて雇用者数が下がっているというマイナス面だけでなく、その裏には構造的なプラスの面もあると評価しなければならないのではないか、と思っている。

野田委員

昨日も申し上げたが、景気感応度が高いという観点から労働力調査を今後注意深くみていく。これまでもみているが、さらに新たな目でみていくことは必要だと思う。一番心配なのは、毎月勤労統計のデータが少し高めに出過ぎているのではないかということ。これがあるとすれば嫌だな、と思っている。そこはよく分からないものだから、昨日も何となく議論がそれ以上進まないという雰囲気だったと思う。

水野委員

然り。生産年齢人口が減り、女性の労働参加率も6割以上になってきて

いる状況を考えると、シニアを再雇用する制度等を入れたりしているが、それでも雇用がずっと+2%で伸び続けていくのは高過ぎる感じがしている。あれは出来過ぎだと思うが、労働力調査の落ち方についても急過ぎるので、門間調査統計局長が言われたのは、雇用の実態はその中間辺りとみられるが、もう少しみていきたいという話で、調査統計局は判断を保留されたのだと思う。我々もそれ以上のことを言えるだけの材料が手許にない、という気がしている。

須田委員

労働力調査の情報だと、2月の常用雇用は前年比+0.9%になっている。毎月勤労統計については、社会保障の関係で、どれだけ労働者がいるかきちんとした数字を出せという動きがあって、その意味では今までよりも高く出た可能性はあるという話は伺った。

白川議長

あともう一点、お聞きしたいことは、今回、景気判断全体について———どういう表現が良いか分からないが——、若干下振れさせるという評価をした時、それ自体は多分常識的な判断だと思うが、同時にアップサイドのリスクとして何があるかも勿論考えないといけない。本格的には展望レポートで議論する訳だが、先程来の話の中で、アップサイド・リスクで明確に出てきているのは、一つはインフレ・リスクで、これは多くの方が指摘されていると思う。それから、アメリカについては、確かに先行き、下方向をみていく必要があるが、仮に調整が進めば、現在の金融政策あるいは財政政策の持っている緩和力は相当大きく、結果としてアップサイド・リスクが顕在化するという話も指摘されると思う。定性的にみて、それ以外にアップサイド・リスクとして、どういうものを意識しておく必要があるか。これは次回のテーマではあるが。

水野委員

多分、国内と海外を分けた方が良いと思う。国内についていうと、私自身もそうであったが、昨年後半の景気判断を少しずつ下げていく中で大きかったのは、いわゆる各種制度変更に伴う景気の減速である。いわゆる政策不況の影響で、地方の景況感が非常に悪くなっている。一番厳しいところを通過している可能性もある。これについて言えば、その後、各省庁の努力もあって多少戻ってきている。しかし、良くみると——典型的なのはマンション販売だと思う——、需要が弱いのか、それとも制度変更によるものなのかの見極めが完全にできていないところがある。住宅着工戸数の戻りについては、正直に言って戻りが思ったより早い。勿論、持ち家は弱い、この辺をどうみていくのか、というのが一つあると思う。それから、各種の政策対応を地公体レベルでもやっていくと、貸金業法の改正も含めて不適切な制度変更をしている訳ではないので、多少倒産が減ってくるとかいう効果が出てくる可能性がある。二つ目として、海外について。皆様が言われているとおり、アメリカの政策対応が少し踏み込んできたということで、期待半分それから懐疑的な見方半分ということなのだが、サブプライムローンに始まった問題と言いながら企業金融に影響が及び始めてきたところが心配で、ポイントはこれで止まるかどうか。企業金融あるいは企業向け貸出が弱まってくる。これは例えば邦銀にとってはビジネスチャンスで、海外向けの貸出が増えていくという形でお金が回っていくようであれば良い。アメリカも 2008 年前半が一番厳しいところを通過しているということで、L字型であるが、深さの面についてはゼロから大きくマイナスになる可能性が減ってくるという意味では、アップサイドというよりもダウンサイドが小さくなっていく可能性ということである。

須田委員

不確実性が小さくなっていくと、マインド的にも影響が大きいと思っている。勿論、リスク・プレミアムのところにも影響すると思うが、先程申し上げたように、1～3 月ともう過ぎてしまった期間であるにもかかわ

らずブルーチップの成長率予測は平均+0.1%で、トップ 10 とボトム 10 の平均は+0.9%と-0.8%。これだけ差があるということは、3月のデータの見方だけでも凄く幅があるということである。このブルーチップは4月最初に出しているが、3月における金融不安の影響を考慮に入れている。見方のばらつきが収束していくだけでも——どちらの方向でも良いと思う——、随分慎重な姿勢が解除されるということもあるのではないか。今の真っ暗闇の中ではそういうものはみえないが、少しみえてくると結構早く霧が晴れてしまう可能性もあると思う。

野田委員

早いかどうかは別として、少し長い目で見た時のアップサイドのリスクは相当溜まってきているのは間違いないだろう。ただ、通説ではこの混乱はあと1年とか、場合によってはそれ以上と言われているから、目先アップサイドはなかなか議論されないが、我々としてはそういうリスクは常にみておかなければならない。これは我が国も同じようなことは言えるので、やはりアップサイドのリスクは常に明示的に意識しておかなければならないということだと思う。

白川議長

備えの構えは、そういうものだろう。

水野委員

先程、白川議長が非常に良い纏めをして下さったが、株価を含めてファイナンシャル・インデックスあるいはその他色々なものをみていくと、不況下の株高がくると多少雰囲気が変わってくるかという感じがある。例えば新興成長国について言えば、インフレ問題が出てきている。これは資源・エネルギー価格が上がっている中で、ドルペッグしている国——湾岸諸国が典型だが——とかは、F R Bが積極的な金融緩和を行っていることによって、インフレ懸念が高まっている。その結果、引き締め政策が採ら

れるだろうという期待から、去年上がり過ぎた反動も含めて、株価が修正されている。ここの部分を上手く乗り切れるかどうかは、非常に大きなポイントかという感じで私はみている。それと、アップサイドについては、実質金利をみると、今、世界中、ユーロ圏を除いて非常に緩和的な金融環境に戻ってきている。アメリカではもう実質金利はゼロになってきており、今度下げるとマイナスの領域に入ってくる。ユーロ圏は粘っているが、政策金利が4.0%でインフレ率が+3.5%まで上昇してくると、実質金利はそんなに上がっている訳ではないことが分かる。アジア諸国も軒並みインフレ率が上がっているが、政策金利はゆっくり上げていく方向にある。マーケットでは下げろというプレッシャーが生じているがそれに応じている訳ではない。その意味で決して金融政策対応をさぼっている訳ではない。ここの部分について、今は皆注目していないが、野田委員が言われたように長い目でみるとアップサイド・リスクがある。目先はアップサイドもダウンサイドもあると言われてもなかなかぴんときないというか響かないが、金融政策をやっている人間からすると、フォワード・ルッキングに考えると、アップサイド・リスクはある感じがする。

亀崎委員

日本のCPIの上昇率の+1.0%の中身をみると、+0.7%がガソリン、灯油、プロパン、電気代、ガス代の寄与度である。一方、デジタルカメラ、パソコン、薄型テレビといったデジタル家電製品の寄与度が-0.2%で、これはほとんどずっと続いている。その間に、身の回りの商品がラップ、小麦粉、うどん、ビール、ジュース、塩と上がっている。ここのところの動きが重要である。というのは、ガソリン、プロパン、灯油などは、昨秋から価格が上昇しているので、もし今のプライスのままでずっと推移すると、秋位にはこの+0.7%が消える数字。デジタル家電の価格下落はなかなか動かない感じがある。他方、それ以外の様々な商品については、ウェイトが小さいために目立たないが、先程申し上げたように、連月、1か月も切れ目なく価格が上昇する品目がずっと多い。この動きをみていかなければ

ればならない。それから、国民の間で価格は上がってくるというインフレ期待が段々醸成されて、それに便乗して他のものの価格も上がってくる状況になっていくのかについて、凄く注意する必要がある。明確になっているところは良いが、そうではないところを一番良くみていって、それらの価格が便乗とかで急に上がらないような手を打っていかなければいけないと思う。

白川議長

機械的に定義されるコア物価指数では必ずしもなく、やや神学的な言い方になるが、人々の行動を規定するような物価を表わす正にそのコアとなる物価の動きを注意深くみていかなければいけない、と私自身は思っている。長くなって恐縮だが、一点だけ。先程、西村副総裁がおっしゃったが、アメリカの調整は早いのか遅いのか。証券化商品市場とか金融指標だけをみて、日本のバブル崩壊以降と比べると、確かに早いような気もする。しかし、出発点であった不動産も含めてみた場合、不動産市場の性格からしても、それから実体経済と金融のフィードバックを考えてみても、調整はそう早く終わるようにも思われないう気もする。そうすると、調整が早いかどうかのトータルな評価は、元々の不動産の部分——アンダーラインから下の部分——と狭義の金融商品の部分の両方に依存する。掛算としてみた場合、先程の西村副総裁の話は、必ずしも早くないということか。

西村副総裁

今、みえているものは非常に早いように見えるが、実は少しデセプティブではないか、というのが私の意見である。そこに凄く不確実性が溜まっている。先程、須田委員の話にもあったが、どの位のタイムスパンかについて、不確実性が非常に溜まってきている。そのタイムスパンによって、調整がどういう形で配分されるかに影響してくる。そのことを後で申し上げようと思ったが、フォルス・アラームが我々のところに出てくる可能性がたくさんあるということである。つまり非常に神経質になっているので、

マーケットそのものが良くなる時には非常にセンシティブに凄く良くなってしまふ訳である。しかし、実はそれはフォルス・アラームである可能性が結構ある。そういう意味でトレンドをみるのが極めて難しいので、我々も非常に慎重にみななければいけないし、それから対外的にもそれを言っていないと危険だという気がする。また後で、もう少し詳しく話をしたいと思う。

それからもう一つ。先程水野委員がおっしゃったことは、平均の意味では正しいと思うが、例えば 30 年もののモーゲージ金利をみると決して下がってはいない。1 月はかなり下がったが 2 月に入って急上昇し、一時期は逆方向にいつてしまうということがあって、しかも現在も 2 月の中旬位のところまでしか下がっていない。これはどういうことかという、やはり金融のタイトネスをみる時に平均というかストリングの最初のところで…。

水野委員

短期金利の話だけしたので。

西村副総裁

そこでみるのと政策をみるのとでは大きな違いがある訳で。

水野委員

然り。

西村副総裁

そこはやはり注意しなければならない。今度は逆に、それをどうやってマーケットやパブリックに対して説明していくかという説明の難しさもある。どうやってこれを上手く説明していくかはチャレンジだ、と思っている。

水野委員

おっしゃるとおりだと思う。調整のスピードという意味で言うと、12年前の日本では、不動産の時価評価は各銀行により個別に行われており、ある意味で個別性が強かった。が、今の証券化商品は、ある銀行が時価を下げると、他の銀行も似たような商品を組成しているので、瞬時に市場全体に広がっていく。つまり、今は価格の評価替えが非常に速いのである。それから、スピードを速くしないといけない別の理由もあると思う。商品の流動性がなくなればどんな大きな金融機関でも経営悪化に陥る可能性があることが、今度のベア・スターンズの件で証明された。また、1990年代半ばのアジア通貨危機の時にはコンテージョンという言葉を使ったが、今回はパンデミックという言葉が使われているように、金融機関に関するネガティブな情報が伝染病のようにぼんぼんと伝播しており、いきなり今度はアジアだ、ヨーロッパだと、悪い話が出てきている。これをもぐら叩きという人もいる。従って、本当に調整のスピードを速くせざるを得ないような状況になっている。こうした中にあっても、なお各金融機関がリストラモードを続けている、あるいは来年の収益見通しを厳しくみているのは、問題の本質が根深いことが段々市場参加者などでシェアされてきて、かつ、それも金融当局にもシェアされてきたということだと思う。それがシェアされたのは、この1月から2月にかけてようやくである。振り返ってみれば、去年の夏頃はアメリカからグッドコレクション、ヘルシーコレクションという贅沢な話も聞こえてきた訳である。そこからみると様変わりしたというか、本質が大分みえてきた気がする。従って、逆にいうと、日本も日本を真似しなさいということ——我々はそんなことを言っていないが——は、あまり言わない方が良いのではないか。日本と今のアメリカの状態は似て非なるところも凄くあるのではないか、という気がする。

白川議長

他にあるか。それでは、コーヒープレイクを10分とって10時50分に再開するということをお願いする。

(10 時 41 分中断、10 時 50 分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

白川議長

それでは、再開する。当面の金融政策運営に関する討議である。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。中村委員から願います。

中村委員

現在の日本経済を牽引しているのは、主として輸出であり、そういう意味では、日本経済にとって海外マーケットは非常に重要な訳である。米国経済については、先程も触れたが、住宅価格の下落幅が足許加速しており、雇用や個人消費の減速感が一段と高まっているだけに、大幅なマイナス成長に陥る可能性は低いと思うが、当面は停滞が続くと考ええる。また、金融市場で、証券化商品等の価格が下げ止まる気配がないことから、市場が回復するまでには相応の時間を要すると思うが、年後半からは緩やかに回復に向かうと期待される。米国以外の地域については、米国経済の減速やエネルギー・原材料高の影響等から先行き減速するものの、全体では堅調に推移すると見込まれる。しかし、バーナンキFRB議長の議会証言のように、米国経済の先行きに対する不確実性は高く、そのダウンサイド・リスクが大きい中では世界経済の先行きは極めて見通しにくい状況である。我が国経済は、前半部分で申し上げたように、足許は急速な円高やエネルギー・原材料価格が高水準で推移する中、減速感が強まっているが、緩やかな金融環境のもと、在庫や設備に過剰感がみられないことから、大幅な調整となる可能性は低いと考えられる。この数年の間に、我が国の輸出は仕向け地の分散化と品目別シェア構成の多様化を図ってきた。また、自動車や電機メーカー等の大手輸出企業は国内生産と現地生産を有機的に結

び付けたいうえで、グローバルな供給体制の構築を行っている。従って、新興国を中心として拡大が確実に見込めるグローバルな市場を、我が国は効率的に抑えることができていると考えられる。このような背景から、勿論、世界経済が減速すれば無関係ではないが、我が国の輸出については引き続き緩やかな拡大が期待できるので、我が国の経済が景気後退に陥る可能性は低く、2008 年度後半からは潜在成長率並みの成長に復すると見込まれる。ただし、米国経済が大幅に景気後退し、調整が長期化する場合は世界経済も大きく下振れし、我が国経済も少なからず影響を受けると思う。この間、企業金融面では全般的には緩和的傾向にあるが、短観でも確認されたように、一部の中小企業において、特に零細業者を中心に原材料価格等のさらなる高騰により交易条件の悪化から資金繰りがタイト化している。一方では、金融機関の与信態度も慎重化しているほか、下位格付企業では社債発行環境が悪化しており、一部の企業にとっての金融環境は従来程緩和的とはいえない状況になりつつある。今後の世界経済動向は、金融並びに実体の両面において不確実性が高い状況が続くとともに、急激な状況の変化も考えられる。従って、様々なリスク要因を、予断を持つことなく丹念に分析し、経済・物価情勢を見極めていく必要がある。このため、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持し、我が国経済の成長のプロセスを支えていくことが適当だと思う。

最後に、無担保オーバーナイト・コールレートは、年度末に一時的に上昇したが、前回会合以降、概ね安定的に推移してきた。欧米の短期市場が混乱し、邦銀と外銀の取引レート較差が拡大する中で、金融市場局による適切で肌理細かなオペ運営による結果だと思う。年度末を越えたことから市場も小康状態にあるが、欧米の金融市場は引き続き不安定な状況にあり、今後も市場の状況に応じた機動的なオペ運営によって、市場の安定に努めてもらいたいと思う。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えます。先程申し上げたとおり、我が国の景気は踊り場的な状況にある。すなわち、日本経済は成長を続けているものの、このところ上昇する力が弱まって、横這いで推移していると考えます。また、国際金融市場では、証券化市場の価格調整が一段と進むもとで、資産売却の動きが再び加速し、短期金融市場でも緊張が一段と高まる局面がみられた。こうした状況に対し、FRBは、5中銀による金融市場安定化策の公表とその一部をなすTSLF導入に続き、PDCF導入も合わせた証券会社向け流動性の供与、公定歩合の引き下げ及びディスカウント・ウィンドウ借入期間の延長に加え、資金繰りの悪化したベア・スターンズ証券への救済資金の支援など、かつてない施策も含めて、大胆かつ機動的に対応している。これに一部欧米金融機関の増資公表などもあって、金融市場の緊張は取り敢えず小康状態にはある。また、ポールソン財務長官による金融監督体制の抜本的見直しなど、長期を見据えた対応もみられており、その効果が徐々に出てくることが期待される。もっとも、今回の金融市場の混乱は、金融機関のバランスシート調整を伴っており、損失確定、資本増強などを進めていかざるを得ない。まずは、4月中旬以降、アメリカの商業銀行、欧州系金融機関の第1四半期決算発表が続くため、これらを注視したいと思う。

我が国においても、本行が3月期末に向けて、早い段階から先日付のターム物オペで手厚く資金を供給してきたことがコール市場に安心感をもたらした。もっとも、レポやユーロ円レートが年度末にかけて強含み、数度に亘って即日の資金供給が必要となるなど、神経質な地合いとなる局面もみられた。このように日本の金融市場も欧米市場の混乱の影響を受けているとみられ、新年度入り後もレポ、ユーロ円レートでは下げ渋ってい

るため、今後とも良くみていきたいと思う。

一方では、中国、インドを始めとする新興国の強い需要、環境問題、投資資金の流入等を背景に、国際商品市況高の状況が続いており、世界的にインフレ圧力は増大していると考えられる。こうしたもとで、多くの新興国で金融引締めが実施されているほか、これまで景気のダウンサイド・リスクに対応して利下げを志向していた先でも政策金利を据え置く動きが散見されている。日本の物価を巡る状況についても、潮目が変わってきていることは引き続き意識していく必要があると思う。このため、今後の金融政策運営については、引き続き内外の景気、物価、市場情勢に関するデータを丁寧に収集、把握のうえ、予断なく分析し、先々を見越しながら判断していきたいと考える。以上である。

白川議長

須田委員をお願いします。

須田委員

執行部からも詳しい説明があつたが、3月中旬に掛けてのヘッジファンドの急激なポジションの巻き戻しは、国内の市場にも歪みと混乱をもたらした。新年度入り後、徐々に改善方向に向かっているようであるが、4月1日に実施された10年国債の入札でテールが24銭も伸びてしまったところをみると、依然として先物やイールド・カーブが不安定であることを示唆している。このように市場が不安定な中で年度末を迎えた訳であるが、年度末日には即日オペで量的緩和解除後では最大となる3兆円の資金を供給して、外銀の取り圧力に対応するなど、あらゆるオペを総動員して年度末越え資金の供給を例年以上に手厚く行った結果、無担オーバーナイトレートは0.641%と、昨年3月末、昨年9月末と比べ低く抑えることができた。市場からは、本邦市場の安定を通じ、グローバルな市場の安定に対する日銀の隠れた貢献を見逃してはならないと評価する声が聞かれている。新年度に入り、平時であれば一山越えたところなのだろうが、まだ市

場の歪みが解消した訳ではない。その大元である米国の金融市場も、米商業銀行のバランスシートの拡大テンポが昨年夏以降最高の高まりとなっていること一つをとっても、当分の間、気の抜けない状況が続くことは否めない。我が国の金融機関も、サブプライムローン関連損失に加え国債イールド・カーブや先物価格等の歪み、株価下落等によって収益への影響が必ずしも小さいとは言いきれない。今後とも、不測の事態に備えて、金融機関や市場の動向に配慮しながら、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透明感が拭えない中で、先行きを見通すには霧の濃い状態にあるので、今は上下双方向のリスク要因を予断を持つことなく丁寧に点検し見極める時期だと考えている。従って、前回同様、現状維持が適当だと思う。引き続き各国中央銀行と連携を取りながら、肌理細かい情報収集や調査、分析を行い、日本経済が中長期的な物価安定の理解に照らして物価安定のもとでの持続的な成長パスを辿る蓋然性が高いかどうかを確認したうえで、それに応じて適切な政策判断を下していきたいと思う。先程、白川議長がおっしゃったように、もう少し厳密に考えないといけないかもしれないが、現在の緩和の度合いは総じて高いと思われるので、このようなパスを辿る蓋然性が高い、あるいは上振れるリスクが高いとの判断が共有できれば、マーケットも利上げを織り込んでいくとみている。不確実性の高い中では、情勢を見極めながら漸進主義で臨むことが適当だと考えているが、機動的かつ柔軟な対応が必要な状況かどうかについても、常に意識しておきたいと思っている。

さて、機動的な対応という場合に、幾つかの論点があると思う。一つは緩和度合いを高めるという方向での政策対応について、我々にそのような対応を可能とするような政策手段は残っているのかということについてである。これについては、ゼロ金利制約はあまり大きくないというのが私の考えであり、それは今も変わっていない。つまり、金融政策の緩和度合いをさらに一層深める必要が生じた場合、その時々状況に合わせて金利

操作以外でも様々な工夫を考えていくことができると思っている。効果がないと言いながら結果的にはそのような政策を行っていくと受止められるようなことは避けるべきだ、と思っている。

もう一つの問いは、機動的な対応をどの時点で行うかについてである。不確実性が大きい状況のもとでは、ある程度リスクが顕在化した段階で通常の政策ルールを逸脱する程思い切った策を打つという中央銀行の強い行動方針を表明し、そのことについて市場参加者の信頼を得ることが、社会的な調整コストを結果的に少なくすることに繋がるとの見方があるが、基本的には私もそのように考えている。つまり、機動的とはいいながらもある程度リスクが顕現化するまで待って対応するということである。これに対しては、まだリスクが顕現化する前に保険の意味での政策対応というものも考えられる。ただ、保険のための機動的な対策については、ラインハート前FRB金融政策局長の指摘が重要な示唆を与えている。すなわち、「中央銀行は、景気の下振れを予測して前倒しの金融緩和を行うこともあるが、実際に指標がその見通しどおりとなれば、適切な政策はその後何もしないことである。しかし、ダブルカウント、すなわち期待に基づき行動し、さらに現実に基づき行動する誘引が高まる可能性がある」と、政策がオーバー・シュートしてしまう可能性を示唆している。現在のFRBにはその懸念もなくはない。前回会合でも指摘したが、FRBがこれまで行ってきた利下げが仮に行き過ぎであったとすると、インフレ期待、延いては長期の資金調達コストを上振れさせ、この先、景気刺激の重要な経路を奪ってしまう惧れがある。そうした観点から、米国市場において、どのような条件あるいは論拠のもとで、追加政策に対する市場の催促が終息していくのか、注目している。いずれにせよ、アグレッシブな緩和政策は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リスクを高めることは事実である。このようなことが起きないよう、インフレ・リスクに対する警戒を怠るべきではなく、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っている。Fed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、潤沢なマネーがコモディティに流入することによって商品の市況が騰勢を強めるリスクは引き続き残っている。我が国でも、徐々にインフレへ向けた下地が整いつつあるようにも窺われる。経済の持続的な成長には、インフレと賃金の上昇が安定的に緩やかに進むことが重要であり、そうした観点から、インフレ期待が必要以上に高まることのないよう、インフレ・リスクに対する警戒は怠るべきではないと考えている。こうした点を勘案すると、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。

最後になったが、今回基調判断を下方修正し、拡大という言葉無くしたことによって、利下げを織り込む動きが強まる可能性がある。経済は連続的に動いているのであって、このような言い振りの変化が経済の見方や政策対応について過大な反応を引き起こさないように、この変化の意味合いをしっかりと説明する必要があると思っている。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

前半のパートで述べたように、我が国の金融経済情勢は、輸出を牽引とした生産・所得・支出の循環メカニズムについて、先行き、この循環が途切れてしまう蓋然性を示唆するような決定的な証拠が揃っている訳ではないものの、それぞれのモメンタムが短期間のうちに力強い拡大に繋がる形で回復するという証拠も見出しがたいと思う。従って、金融政策の枠組みの第1の柱における先行きの蓋然性が高いと判断される見通しは、息の長い拡大から少しはっきりとした下方修正を要する、というのが現時点での私の見方である。

また、第2の柱による点検すべきリスクとして、昨年10月の展望レポー

トでリストアップしていたダウンサイド・リスクの幾つか——すなわち、米国経済を巡るリスク、国際金融資本市場の変調、原油価格を始めとする原材料価格の高騰による世界経済や物価への影響など——は、範囲と度合い両方で、思いの外、広くかつ深く顕現化した。そして、これらのリスクは2008年度以降の経済を展望するに当たっても、足許まで減衰する兆候はほとんどみられていない。次回の展望レポートの策定に向け、このようなリスクのほか、様々な上下両方向のリスクを点検する重要性は高まっている。こうした中にあるのは、引き続き極めて低い金利水準により、我が国の経済の成長を支えていくことが必要であると考えており、次回会合までの金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当である。

さて、我が国の短期金融市場は前回会合以降、米欧市場の緊張感の高まりを受けて、銀行間ターム物レートの上昇、TEDスプレッドやLIBOR-OISスプレッドの拡大、さらにはレポ・レートの上昇とそれに伴う短国レートの上昇など、期末に掛けて欧米市場程の切迫感は窺えないにしろ、神経質さを増した。4月に入ってもその地合いは必ずしも改善しているとは言えないことから、金融市場局におかれては、これまで同様、柔軟かつ肌理細かいオペ対応を行うようお願いするところである。私からは以上である。

白川議長

水野委員お願いします。

水野委員

前半のパートの纏めから入る。3月短観によって、企業行動の慎重化は確認できたけれども、いわゆる景気後退が既に始まっている、あるいは間もなく始まるということまでは読み取れない。言い換えると、我が国の景気は減速しているという見解が適切であって、米国景気のように停滞して

いるという表現が相応しい状況ではない。前回の決定会合以降、金融市場では、F R BとE C Bを中心に諸外国の金融政策運営の見通しが若干変化した。その辺について、コメントを少し加えたいと思う。米国においては、金融市場の混乱が、クレジット市場にとどまらずレポ市場の機能低下まで及んだほか、ベア・スターンズの事実上の経営破綻というソルベンシーの問題にまで発展した。それを受けて、F e dは、流動性供給策に加え政策金利の引き下げという伝統的な金融緩和策を発動する局面から、米財務省と連携しつつ事実上公的資金を活用して金融システム危機を回避する局面に及んできたとの見方が強まっている。米国の金融当局が危機回避を全面に打出してきたことから、金融システムが破綻する懸念が後退したことは確かであるが、足許の世界的な株価反発はショート・カバーの色彩が強いと思われる。C D Sプレミアムは幾分縮小したが、クレジット市場の流動性が乏しく、緊張感は払拭されていない。住宅市況の底入れが確認できない状況——原資産が安定していない状況——では、クレジット市場の危機的状況がこのまま終息に向かうとは考えられない。ひとまず金融システム危機は回避されたが、米国景気の減速傾向が強まる中、いつ金融市場の混乱が再燃しても不思議ではない。サンフランシスコ連銀のイエレン総裁は、4月3日の講演で「最近の経済指標は、昨年10～12月期以降の景気鈍化を示唆している。経済見通しは依然、異例な程不透明で成長の下振れリスクは際立っている。経済を持続可能な軌道に乗せるため、適宜行動する準備を整えておかねばいけない」と、F e dが追加利下げに動く可能性が高いことを示唆している。

一方、ユーロ圏経済については、イタリア、スペイン、アイルランドなど景気減速感が強まっている国がある一方、ドイツ経済は想定以上に——私が想定していた以上に——堅調な動きをみせている。ドイツの鉱工業生産は昨年12月が前月比+1.4%、今年1月がまた+1.4%、2月が+0.4%ということで、これをみると、1～3月期は前期比+2.0%程度で着地するという非常に堅調な数字が予想される。3月のドイツのI F O景況感指数は104.8と、2月の104.1を上回り、3か月連続で改善をみせている。I

F O 研究所は、「ドイツ経済は今のところある程度、米国景気からのデカップリングに成功している」とコメントしている。国際局の判断どおり、ユーロ圏経済は全体的にみれば緩やかに減速しつつも成長を続けている。また、消費者物価——H I C P でみたところであるが——は高めの水準で推移しており、3月 は前月に比べ前年比プラス幅が拡大している。こうした中で、金融市場では、E C B の利下げ時期が先送りされるとの見方が大勢となり、最初の利下げは早くとも9月にずれ込むとの見方が有力になっている。外為市場では、対主要通貨でユーロが堅調な地合いを続けており、円の実効為替レートが現行水準から急騰するリスクは低下してきた。なお、F e d の大幅な金融緩和は米国及び主要国の株式相場の下支え要因になったが、N I E s 諸国や新興成長国、とりわけ自国通貨を事実上米ドルにペッグしている国にとっては、インフレ圧力をもたらす結果となっている。また、エネルギー・素原材料価格、そして食料品価格の上昇を受けてインフレ圧力が相当強まっている新興成長国では、利上げや自国通貨高の容認を余儀なくされ、その結果、景気減速懸念から株式相場も軟調に推移している。米財務省は中国や湾岸諸国にドル資産売却を加速させないように政治的な要請をしているようであり、ドルの実効為替レートが暴落する可能性は低そうである。米国政府とF R B がサブプライムローン問題の解決に向けて踏み込んだ対応をみせることは金融市場全体でみればポジティブに評価できるが、新興国まで含めた金融市場の安定に向けたプロセスはハードかつバンピーなものになりそうである。以上のように、金融市場の混乱の震源地である欧米諸国では、自国の経済金融情勢に応じて金融政策を進めている。一方、新興成長国——とりわけ自国通貨を対米ドルにペッグすることを目標にしている新興成長国——では、金融政策運営に当たり米国の金利政策が一定の足枷になっている。振り返って、我が国の金融経済情勢をみると、一、サブプライムローン問題に端を発した欧米のクレジット市場の混乱、二、米国を始めとする海外経済の先行き不透明感、三、エネルギー・原材料価格高の影響、四、改正建築基準法や改正貸金業法といった各種制度変更の影響、五、政局混乱による国民生活への潜在的

な懸念等、日本銀行自らの努力では如何ともしがたい不確実性が目白押しである。また、クレジット市場の混乱が収束するタイミングや米国の景気底入れのタイミングについては、いつもに増して予想しがたい中であって、我が国の実質GDP成長率は2008年度、2009年度ともどちらも潜在成長率を下回る可能性は否定できない。仮に将来的にさらなる金融緩和が必要であるとの判断に至っても、政策金利の引き下げ余地は僅か50bpしかない。債券市場の一部では利下げ観測が浮上しているけれども、先程の金融環境の話もあったが、景気は減速しているものの、深刻な景気後退に陥るリスクは低いという判断に修正を迫る必要がない限り、政策金利を引き下げることは引き続き慎重であるべきだと考えている。従って、当面の金融調節方針であるが、現状維持を継続することが適切と思われる。以上である。

白川議長

では、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

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、前回会合と比べ若干の下振れ、後ずれとなった。さらに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。先行きを見据えた政策を考える際に、現在注意しなければならないのは、全体としては、基本シナリオが若干の下振れ、後ずれであったにせよ、そこを出発点として、上下両方にかなり大きく振れる可能性に注意する必要があるという点だと思う。これには、二つの意味がある。まず、第一に既にみたように国際金融市場において緊張度が高まっていることから、従来に比してニュースに対する感応度が上下双方に高まっているということである。加えて、米国経済では、過去50年来にない全般的な住宅価格の下落加速と、一部医療、外食サービスを除くほぼ

全般的な企業活動停滞の兆しから、著しく神経質な状況にあり、センチメントが下向き方向にある時は、仔細な下向きのニュースに過度に反応し、逆にセンチメントが上向きにある時には、底入れの兆しのヒントとでも言えるものに大きく反応する。加えて、日本の報道は、それをさらにセンセーショナルに扱う傾向がある。センチメント指標が特に全世界的に報道に影響される度合いが高まっているように思えるので、従来に比べてショックに対する振れの度合いが大きくなる傾向がある。そのため、足許の振れの大きさに惑わされずに、トレンドの変化を慎重に分析し対処する必要があると考える。と同時に、日本を除いて過去十数年間、比較的ビナインな状況であった後、その巻き戻しが現在起きていると考えるのが自然だと思う。これは、金融市場で現在起きつつあるデレバレッジングだけにとどまらず、多くの産業分野で、これからその影響が出てくると思われる。こうした変化に伴う、上下動がモメンタムを持つと急速に事態が変わり得る。そこで、経済活動のトレンドの変化を見据えて、適切な対応を機動的に取っていく必要があると考えている。最後に、流動性政策の重要性について、一言述べておきたいと思う。現在まだ進行中の事態であるので、判断は慎重でなければならないと考えるが、昨年8月以来の状況は、世界市場化が進み、かつ業態を超えてカウンターパーティ・リスクが複雑に絡み合った——つまりインタートゥワインドな——金融市場では、リクイディティ問題とソルベンシー問題が、概念的には峻別すべきものではあったとしても、現実の政策判断としては密接に絡んでしまい、独立に考えることが難しくなっていることを示しているように思われる。特に、ハイレバレッジの状況で、それが先鋭的に出たと考える。今のところ、日本ではこの問題は先鋭化している訳ではないが、今後、この種の問題が違った形で生じる可能性がないとは言いきれないので、今後の対応については、慎重さが必要となると考えている。以上である。

白川議長

私は、経済のパートで説明したように、日本経済については、当面減速

するが、その後、潜在成長率並の緩やかな成長経路を辿る、と判断する。一方、金融環境については、先程申し上げたとおり、中小企業はやや厳しくなっているが、全体のレベル感としては相当に緩和的であると思っている。従って、結論としては現状の調節方針を維持することが適当であると考えている。ただ、多くの方がご指摘のように、市場の機能が正常にワークしていることが前提になってくる。その面で、前回会合以降、国際金融市場、特にアメリカの金融市場では大きな緊張が走ったことを十分に意識しておく必要があると思う。相対的に、安全性が高いと考えられていた地方債とかGSE債とかエージェンシーMBS、こうしたクレジット資産の信用スプレッドまでが大きく拡大した訳である。日本の金融市場でもイーロード・カーブの形状、それからスワップ・スプレッド、変動利付国債や物価連動債の価格の歪みが生じた訳であるし、それからCDSのプレミアムも一時期大きく上昇したということである。短期金融市場でも、基本的には年度末要因だと思うが、海外市場の影響を受けてターム物金利に上昇圧力が掛かった訳である。原因が何であれ、市場の機能が低下すると色々な形で経済活動に影響を与え得るので、日本の金融市場は現在は相対的に安定しているが、そうした評価が今後とも続くのかどうかについて注意深くみていきたいと考えている。この点で、今後どうかということであるが、日本の金融機関は相対的には傷が浅い訳であるし、金融市場は安定している。しかし、いざと言う場合——つまり原因が仮に海外であったとしても——、どういうことが起こり得るのかというコンティンジェンシーは常に考えておく必要があると思う。日本のバブル崩壊以降、経済や金融を考えるうえで最も重要なイベントは何であったかを考えた場合、一つだけ挙げるとすれば、私は三洋証券のコール市場でのデフォルトであったと思っている。今、勿論そういうことが起こると考えている訳ではないが、インターバンク市場で流動性の面でリスクが顕在化した場合の影響は非常に大きいと思っている。そうすると、中央銀行がそれに対して対応策を持っているのかが論点になってくる。

アメリカは去年の夏以降、色々な措置を逐次導入してきたし、特にこの

3月にはアメリカとしては異例の措置を繰り出してきた訳である。現在、FRBのそういう措置が日本銀行と比較してどういう位置関係にあるのかをチェックしてみると、例えばアメリカで言うプライマリー・クレジット——日本で言う補完貸付——の金利スプレッドは、現在、日本は0.25%、アメリカも当初の1%から下げていって現在は0.25%で同じ水準である。それから、プライマリー・クレジットあるいは貸出について、誰に対して適用しているかという面でいくと、今回アメリカは初めて証券会社に対して適用したということで大騒ぎになっているが、日本銀行の場合は以前から証券会社に対して貸出を行っている。補完貸付も常時利用しているということである。それから、利用日数の制限も、今は時限措置として日本銀行は補完貸付について制限を設けていない。アメリカも現在は事実上制限がないというところまで来た。日米を比較して、アメリカにあって日本にないものは何なのかと考えると、一見するとTSLFが日本銀行にはないように見える。しかし、これもよく考えてみると、共通担保の資金供給オペは証券会社も含めてオファーされているし、担保については出し入れ自由ということであるので、實際上あそこで担保交換している訳である。そう考えると、現在の日本銀行は、アメリカが色々な議論を経て現在やっていることを、その前からやっているということである。こういう措置の中で、日本銀行からみると随分以前からやっているものもあるし、この10年の色々な金融危機の中でやったものもある。結果としては、日米がほぼ同じところに立っていると思う。このことをどう評価するかであるが、アメリカの非常時モードを日本銀行はずっとやっているとも言えるし、逆に今こういう潜在的に危険な状況にある中で日本銀行は常に万全の体制ができているとも思う。これは別途の問題として将来的には議論する必要があるが、決して自己満足に陥ってはいけないと思うので、経済、金融環境の変化を踏まえて想像力を働かせて、どういうことが起こり得るのかを改めてチェックした方が良いと思っている。そういう意味で、金融市場局、金融機構局、それから企画局を含めて、オペレーションを変えると最終的には業務局にも影響するが、どういうことが起こり得るのか、それに対し

て我々は備えが多分万全であるとは思いますが、万全でない部分があるかどうかについて、しっかり勉強しておいて欲しいという気がしている。

日本銀行は、この間、海外の中央銀行に対して、経験に基づいて色々なノウハウを提供してきたことは最近比較的知られてきているし、日本銀行のモニタリング体制が充実していることも段々知られてきた。それに比べて、日本銀行は実弾としてもこれらのファシリティが現にあるということは、あまり知られていない感じもする。自己宣伝する必要もないが、こういうことが全て相俟って金融市場の安定を保っているのだ、と私自身は理解している。

それから、金利政策という意味での金融政策であるが、金利の引き下げ余地があるのかないのかと言うと、これは単純な引き算として0.5%引くゼロであるから0.5%しかないという意味では、確かに引き下げ余地はあまりないというのが自明である。ただ、私自身は金融政策の議論をする際に、短期金利だけ、それもオーバーナイト金利だけに着目した議論はややバランスを欠いているという気がいつもしている。長期金利だけが重要という訳ではないが、結局はイールド・カーブ全体が大事であるし、先々の経済に対する見方が変化してくれば、それに応じて将来の短期金利のパスも変わってくるし、それからそのパスに対する不確実性もまた変わってくる。そうしたものがイールド・カーブの水準及び形状に影響を与えていくというメカニズムは、現に働いている訳である。それを時間軸という形で政策当局が明示的に言うことの是非はまた別途考える必要があるが、現に市場においては自動的な伸縮機能が働いている面も一般に理解された方が良いと思っている。そのうえで、最終的に経済の先行きをみて標準的なシナリオ、それから不確実性をみながら、調節方針を毎回点検していくということかと思う。

調節方針に関するパートについて、皆様の意見を集約すると、三つになると思う。一つは、我が国の景気はエネルギー・原材料価格などの影響から当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿ると予想される。もっとも、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性などダウンサイド・リ

スクは大きい。こうした判断のもとで、本日は情勢をさらに見極め、現状維持とすることが適当であるということが委員方の一致したご見解であった、と考える。第二に、経済は常に不確実性を伴うものであるが、現在は特にそれが高い状況にある。従って、先行きの政策の方向性について、予断を持つべきではないと思う。この先、今申し上げたようなダウンサイド・リスクが薄れていき、持続的な成長経路が実現していくのか、それともダウンサイド・リスクが顕現化して、成長率が下振れる蓋然性が強まるのか、その辺りはよく見極めていく必要があると思っている。第三は、金融政策運営の基本的な考え方は、これまで繰り返し情報発信してきているように、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、状況に応じて適切な政策を機動的に行うことだと思う。以上、三点が私なりに要約したポイントであるが、この点も含めてご意見があれば。

水野委員

先程、白川議長はイールド・カーブ全体が重要だとおっしゃったが、そのとおりである。日本のイールド・カーブをみると、アメリカは、今、ベア・フラットしてきているが、イールド・カーブはむしろ日本の場合は立った状況が続いて、色々な債券ストラテジストのリコメンデーションも 3、4 年セクターが割安と言っている。基本的には日本銀行が利下げをしないにしても低金利が比較的長いだろうという前提で、リコメンデーションを出しており、市場参加者もそのような見通しをシェアしていること。それから、先物は C T A 系がばたばたやっているのに、値段が上がらないが、10～20 年はスティープ化しているので、ここについて言えば、インフレ懸念が多少反映されているかということ。それと、物価連動国債、変動利付国債の恒常的な割安化は、国債管理政策でやってもらわないといけないことが多いと思う。日本のクレジット市場は欧米に比べると遥かに小さいと考えると、日本のマーケット全体でみると我々の景気判断とそれなりに齟齬がない形になっているのではないか、というのが私の見解である。

野田委員

先程おっしゃった我々が市場に対して資金供給、オペのツールを既にかなりダイバーシファイして持っていること自体は、そのとおりだと思う。ただ、自己宣伝はしない方が良くとおっしゃったが、むしろ自己宣伝した方が良くのではないか。こういう時期だからこそ、何かの時に備えて、日本の中央銀行はきちんとした備えを持っており、さらにそこは進めていく姿勢をきちんと市場に示すべきだ、と私は思う。

白川議長

こういうファシリティを持っているという事実を宣伝色なく、しかし認識してもらうことが大事だと思う。私の言い方が少し舌足らずだった。

野田委員

いや、舌足らずという訳ではないと理解している。自己満足はいけなくて最初におっしゃっているので、理解しているが、宣伝という意味では前に出した方が良くかと。

白川議長

分かった。

水野委員

私はよくマネーマーケットの人達と話すが、「日本銀行が肌理細かいことをやっている」と言うと「我々も肌理細かいからできるのだ」と言われる。

野田委員

市場参加者だな。

水野委員

おっしゃるとおり。市場参加者からそう言われて、お互い頑張りましょうという感じで思っている。言い方は少し語弊があるかもしれないが、これはかつての量的緩和政策の副産物で、あの時に相当肌理細かく多様なオペを打って——そう言う、中曽金融市場局長は恥ずかしがってしまうかもしれないが——、その時の財産がマーケット参加者との間に残っているという感じがする。

野田委員

そのとおりである。

須田委員

昨日も言ったが、確かに世の中に疑心暗鬼がある時には、こういう対応は大事である。しかし、通常の状態になったら、なぜマーケットを潰すのかと言われるので、そことの兼ね合いについても、目利きというか、今はどういう状態なのかを評価し、マーケットと対話しながら、市場機能はなるべく活かす形でやっていく姿勢も常に持って頂きたい、と思う。

水野委員

然り。特に年度末越え、それから5月に満期を迎えるオペを今後ばらして打っていく必要がそろそろ出てくると思う。ただ、海外の金融機関が円市場で資金調達しなくてはいけないことも踏まえて、という話になるので、難しい問題だと思う。これは稲葉理事以下にお任せするしかないか、という感じがする。

野田委員

そういう点で言えば、ここ半年ばかりの混乱の中で、金融市場局はメリハリをつけて、きちんと市場に任せるところは任せる、過度にケアしないという評価が随所に聞かれた、と私は評価している。須田委員のお話のよ

うなことも、実績としてあったと思う。

中村委員

マーケットとの間は、結局、信頼関係ということかもしれない。

白川議長

他にあるか。

中村委員

先程、西村副総裁がおっしゃったが、こういう事態なので、ちょっとしたことでマスコミ等が色々過剰反応する可能性に我々も気を付ける必要がある。例えばアメリカにしても金融環境が非常に悪いが、実体経済はどうかというと、ひょっとしたらセンチメント程は悪くないかもしれない。

西村副総裁

今明らかにセンチメントと実体経済がずれている。センチメントの方が先にいってしまって、そのうえに報道が被さって、さらに先にいっている状況なので、どう考えるか極めて難しい状況である。

野田委員

これまでは、実体センチメントを追いかけてきていて、追いかけきれないところがある。逆に、先程皆様の議論にあったように、反転する時にまた変なバイアスがあることに気を付けておかななくてはならない。

白川議長

そうだな。

水野委員

その延長ということで聞いて頂ければ良いが、アメリカのエコノミスト

が、今、非常に景気の先行き見通しにベアである。その影響でヨーロッパのエコノミストがベアになって、日本のエコノミストも米国経済の見通しと整合性をとるためにベアの数字を出さざるを得ないことが外資系金融機関では起きている。これは、私が、実際、外資系証券会社に勤務していた時に経験している。アメリカのエコノミストは急に変わり得るので、西村副総裁が指摘したように、他のエコノミストも急に変えなくてはいけないという話になる。ここは気を付けた方が良く、と日本の民間エコノミストには言っている。ただ、アメリカのエコノミストの影響力は相変わらず強い。実際、世界経済に占めるアメリカのシェアは10年前と比べて小さくなっている——我が国の輸出で対米輸出は今2割しか占めていない——が、影響力は凄く強い。アメリカのエコノミストが何を言うか、それからアメリカ市場がどうみているかは、時間が経てば変わってくると思うが、今は物凄く影響を与えることは仕方がないか、とみている。

西村副総裁

私は自分でそれを経験した。特にアメリカのエコノミストの見方が、去年7月と去年9月でまるっきり違ってしまった。我々は反転の動きの凄さにいつも気を付けておかないと危ない、と思う。

水野委員

基本的には結構いい加減だから。

須田委員

ポジショントークがあるから、そこはきちんと理解していかなければいけない。

水野委員

私も仕事柄よく分かっているのです。

野田委員

全くの余談だが、1年前のG 7の総合判断と今の判断ですら全く陽と陰なので、ある意味でやむを得ないかと思っている。とはいえ、西村副総裁がおっしゃるように、上下の振れは相当気を付けてみておかなくてはいけない。

白川議長

初めての決定会合後の記者会見なので、勿論、最善の努力はするが、直前に話があったように、今回、景気判断を下振れさせていることが自動的に政策運営について機械的にインプリケーションを持たせることがないよう、気を付けたいと思う。言い方としては、先程申し上げたが、金融政策運営の基本的な考え方はこれまで繰り返し情報発信してきているように、経済・物価の見通しとその蓋然性を上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それに応じて適切な政策を機動的に行うことを繰り返し言う。これは皆様の総意として、この点について注意深く発言していきたいということを、改めて確認しておく。

水野委員

色々な市場参加者、特にエコノミストに聞くと、日本銀行が景気判断がある意味で非常に正直に早く変えるようになったことが、この1年間の変化であると言われる。私は、これは比較的ポジティブに受入れられていると思う。これは対外的に言っている訳ではないが、基本的に景気判断について素直なビューを出して、政策判断は政策余地が少ないことを含めて考えると総合判断であるということである。日本銀行を外から20年間程みていた私自身からすると、景気判断を突っ張り過ぎると後でとんでもないコストを払うことになってしまうので、この1か月間出てきた統計をみて「全く変化がないのは、却っておかしいのではないか」という言い方をされても良いのではないかという気がする。それを素直に表わすと今こういう表現が良くて、それ以上でも以下でもないということだ、と思う。

野田委員

須田委員もおっしゃられたように、大事なことは連続的であるということだ。現に我々の基本的見解も、実際みていくと、グラジュアルになっている。そこは強調していきたい。

白川議長

そうだな。連続性は非常に大事だと思う。中央銀行の政策構造が一貫していることが、市場参加者が先々の金利形成をしやすくする訳である。突然、反応関数が変わってしまうと、マーケットは混乱するし、経済も混乱するので、そこは意識したいと思っている。他に宜しいか。それでは、政府の出席者からのご発言をお願いします。最初に財務省、それから内閣府と宜しくお願いする。

鈴木財務省大臣官房総括審議官

今回、執行部が代わられたので、一言お話したいと思う。昨日からお話があるように、米国経済の減速あるいは金融市場の変動、原油等の商品価格の動向など、非常に不確実性が高くなって、また景気の下振れリスクも高まってきたということであるが、新しいメンバーを含めて、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、引き続きご尽力頂くことを宜しくお願いしたい。

景気の判断等であるが、我が国の経済は、住宅建設は概ね持ち直しているものの、企業収益は弱含みとなっているなど、このところ回復は足踏み状態にあるという認識である。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おり、消費者物価は石油製品等を除いたベースで僅かながら上昇している状況にある。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の問題とか原油価格、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

と考えている。こうした状況のもとで、政府として、成長力強化への施策を具体化していくという観点から、中小企業の体質強化や雇用の改善、地域活性化に繋がる施策などを中心に、「成長力強化への早期実施策」が今月4日に取り纏められている。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視して頂き、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。それから毎回申し上げていることで恐縮であるが、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、引き続き市場や国民に分かりやすくご説明を頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、主要な需要項目である個人消費、設備投資及び生産のいずれもが横這いとなったことを踏まえて、景気回復はこのところ足踏み状態にあると判断している。先行きについては、景気は緩やかに回復していくと期待されるが、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株式・為替市場の変動、原油価格の動向等から景気の下振れリスクが高まっており、慎重にみていく必要がある。このような経済状況における物価の動向をみると、消費者物価は依然として僅かな上昇にとどまっており、単位労働費用及びGDPデフレーターの下跌幅が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。政府としては、現下の経済状況や下振れリスクの高まりに鑑み、今月4日、中小企業の体質強化や雇用の改善、地域活性化に繋がる政策を中心に「成長力強化への早期実施策」を取り纏め、着実に実施に移すこととした。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと

両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。日本銀行におかれては、新たな体制のもとで、成長力の強化を含む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、景気や物価の下振れリスクを考慮して、その動向に十分留意しながら、金融面からしっかりと経済を支えて頂くことを要望する。次回の金融政策決定会合では、2009 年度までの先行き 2 年間の経済・物価情勢の見通しと先行きの金融政策運営を議論され、展望レポートとして公表される。政府は「進路と戦略」で示した中期的な政策方針と展望に基づいて、成長力の強化に取り組んでいるところである。こうした政府の取組みについて、金融面からしっかりとサポートして頂くことを期待している。また、日本銀行が考えている物価安定に向けた道筋について説明責任を果たして頂くことを期待している。以上である。

白川議長

ご意見等があればどうぞ。

水野委員

二人にということで、お願いしたい。経済の底上げとか景気をしっかりとしたものにしていくという観点からすると、特にマーケットからみると、安倍政権時代と比べ規制を緩和するといった経済のオープン化の視点が後退してきたというイメージが強いと思う。選挙のこともあって中小企業を支えるような話が出てきているが、逆に雇用を流動化して業態間で成長産業に移りやすくする。例えば農協問題があるが、むしろ農業には物凄くチャンスがある。建設についても雇用を流動化する必要がある。短期的には痛みを伴うかもしれないが、産業間で雇用を流動化させる施策を行い、長期的にはペイオフが高い政策にもっていかないと、我々のフォワード・ルッキングな政策と合致しないところがある。みていると、非常に近視眼的な政策が国会でも打出されているという印象を個人的には持っている。

この辺、オープンな経済にしていくことは凄く重要な点である。なぜかと言うと、輸出主導型で回復しているため、それを上手く取り込める企業をどんどん増やしていくという観点が必要であるので、ある意味、競争に晒していくことが重要である。規制依存型の企業が多過ぎるから格差が広がっているという認識でいるが、どの辺に視点をおかれて景気を支えていくのかが分からないと、金融面から支えて下さいといつも言われるのだが、自分なりにどう整理して良いか分からないところがある。

浜野内閣府審議官

なかなか難しいご意見なのだが、おっしゃっていることについて私としては全く違和感ない。どうみえているかは別として、政府としてやろうとしていることは、構造改革の流れを止めずに、それをしっかりと進めながら、非常にナローパスではあるが、財政の健全化と経済の安定を一緒に図っていくということである。そのために経済の活性化が重要だという認識に基づいて、色々な施策を打っていると思う。ただ、留意しておくべきことは、新しい政権になった時に、構造改革を進めていく時の光と影というか、影の部分についてもしっかりと目配りしていくというメッセージを発してきたことがある。そういう要請に基づいて、政策もそれなりの色付けをしていくことも必要になってきているということはある、と思う。ただ、水野委員がおっしゃったような、例えば国際的な面での経済構造改革を進めていくことの重要性を何か後退させているという意図はないし、政府も年末から4月の対策まで切れ目なく色々なことをやってきているが、それも財政による需要の積み増しということをやっている訳ではないことを申し上げたいと思う。

水野委員

競争力を付けるために規制を緩和していくというやり方と、セーフティネットを強化するという、二つのやり方があると思う。私が言いたかったのは、セーフティネットの方に軸足が若干動いてきているのではないか。

光と影はまさにそういうことだと思う。影ばかりのケアだと、全体が底上げしてこない。そこが外からみて非常に悪い。特にM&Aがなかなか進まないことについては、雇用の流動化や競争力が高い企業が生まれてくる観点でも良くない。ここの部分は凄く重要かと思う。また、金融の構造改革も、ソブリン・ウェルス・ファンドといった話はキャッチーなことで、金融面からももっと重要な色々な変化を促す方にもっていかないといけない。先程言ったように、痛みは短期的には伴うが、長い目でみるとそれしかソリューションがない気がするということである。以上である。

白川議長

宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めと採決に入りたいと思う。私も含めて皆様、調節方針は現状維持ということであるので、議長として現状維持の議案を提案したいと思う。他の提案はあるか。宜しいか。それでは執行部は議案の配付それから読み上げをお願いします。

[事務局より議案配付]

内田企画局参事役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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4月9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。

白川議長

それでは採決に移りたいと思うので、申し訳ないが。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、全員一致である。

白川議長

それでは、稲葉理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示するので、宜しくお願いする。それでは、事務局は公表準備を始めて頂きたい。それから政府の出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致で可決した。

V. 金融経済月報の検討

白川議長

それでは次に、金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。ご意見があれば。

須田委員

先程申し上げたように、先行きのタイムスパンについては展望レポートが対象とする 2 年間で今回前倒して評価しているかのような表現をするのは良くない。2008 年度はみているが、2009 年度の見通しについては、私自身はこれから必要な分析をしていくことになるので、ここでのタイムスパンはせいぜいその位までと思って良いか。

白川議長

せいぜいそれ位というのは…。

須田委員

要するに、展望レポートよりも短い期間を議論している。つまり来年度はまだ視野になくて、どうなるか分からないという前提である。減速していくが、方向としては先行きは上方向であるということだけを示しているという見方もできると思うが、ただ、減速後は、緩やかな成長経路——潜在成長率並みのところ——に戻っていくことを、標準のシナリオとして出すことについて——私は先行きについては半年かそこら以降を想定しながら考えているが、それは人によって多少の長短はあると思う——、来年度も見通したうえでこういう姿と、皆様、みておられるということか。

白川議長

逆に 3 月の決定会合の表現——「当面減速するものの、その後緩やかな

拡大を続ける」——についても、タイムスパンを明示的に決めた訳ではないであろうが、ある程度先行きを展望した訳でもある。その後、1か月間が経過した訳であるが、そもそも前回どうであったかということもある。元々展望レポートを始める時の議論もそうだったし、私自身、今そう思っているが、ここに書いてあるのは、先々の長い期間、例えば2年を展望したものではなくて、もう少し短い見通しだと一貫して理解している。ただ、今回の局面においてぎりぎり問われた場合に、どの位なのかということか。

須田委員

物価などをみているとタイムスパンが長かったり、必ずしも……。

白川議長

一貫性がない訳だ。

須田委員

最近ない訳である。その時々で振れていることもあるので、例えばタイムスパンを短い期間に戻していくとか、ここで申し合わせできれば、それはそれで良いと思う。来年度に向けてもこういう成長パスなのだと、現時点で理解されるのは、とても嫌だということである。

白川議長

皆様、この点に関するご意見は如何か。

亀崎委員

その点に関してだが、私も減速していることについては全くそのとおりだと思うが、「基調としては緩やかに拡大している」というのを12月から3月までずっと言ってきて、今回は「減速している」で切ってしまうと、マーケットはこのところを必ず最初にみるので、変わったというイメージを与える。そうすると、経済活動の水準観について、マスコミとか市場

参加者の解釈の幅が生じてくるのではないかと思う。今までは拡大基調もしくは生産・所得・支出の好循環メカニズムがあったが、これが崩れてしまい、景気はかなり悪くなったのではないか、と考える可能性がある。短観の景況感は悪かったが、メカニズムが大きく変わったと判断するには十分なハードデータはない状況である。金融市場でも、利下げの可能性を指摘する向きもあるが、市場金利における利下げの織り込みは、この先6月でも、せいぜい2割位の確率に過ぎない。しかし、本行の体制も変わったし——今回体制が変わったので余計に皆はみている——、金融経済月報の表現も変わった。従来は「減速しているが、基調としては緩やかに拡大している」と、先行きについても書いている。しかし、今回は現状について「減速している」と書くのみで、先行きについては何も言わず、ぷつんと切れているので、本行が景気はかなり弱いとみているか、景気判断に自信をなくしたのか、と思われるリスクもあるのではないか。従って、減速しているが、例えば「基調としては緩やかな成長経路を辿っているとみられる」という記述が適当ではないか。先行きについて、これまで景気は「緩やかな拡大を続けるとみられる」と記してきたのを、今月から「緩やかな成長経路を辿ると予想される」という表現に変えたことも説明しないといけませんが、現状については、そもそもこうした経済活動の水準観についての記述が欠けてしまっている。このことは、如何にも本行の体制が変わって初っ端から、金融・経済情勢の見方が変わった、利下げも近いのではないか、という誤解を生む可能性があるかもしれない。

白川議長

その「緩やかな成長経路」というこの表現自体についてのご異論ではなくて…。

亀崎委員

然り。

白川議長

先行きとしてどこまでを念頭におきながら、これを表現すべきか。文章としては多分これで良いであろうと私は思ったが、1年先なのか2年先なのか。展望レポートで今度出すものも、ここで保険を出しているのかということについて、どのようなスタンスで臨むのかということだと思う。

須田委員

ここで想定されているタイムスパンが短ければ、減速している期間が少し長くなっていると考えて、現状では減速で切っても良い、と私は思う。しかし、例えば場合によっては2009年度は拡大に戻ることもあり得るので、先程から言っているように、ここで想定されているタイムスパンが長いのであれば、減速で切つてあることの持つ意味が変に解釈されて伝わらないように、という思いが強い。

西村副総裁

それは大切なことだと思うが、淡々と動かしていくことから考えれば、3月は景気の先行きについては「当面減速するものの」と書いたので、現状で減速するものを減速していると表現することは極めて自然である。先行きについては、その先を言っていると考えることが先程言った連続性という点では自然だと思う。逆に言えば、月報のタイムスパンは曖昧になっているが、展望レポートの長さではないことを明確にすることで良いのではないか、という気がする。ただ、例えば1年だけと言われるのは、これはこれでまた……。

白川議長

それはちょっと嫌だということか。展望レポートより短いということは共有されると思うが、あまり明確に半年だとか、1年だとか、2年だとかは言いたくない。そうすると、多分記者はそこを突っ込んでくるだろうと思って、それでどういう表現にするか。表現自体は、私はこれで良いかと

思ったが。

水野委員

元々、先月までは欲張って先行きまで現状評価に書いてしまったのだ。私の勝手な解釈は、基本的なメカニズムは維持されているというところを変えていないことを強調するために、ここに入れていたと思っていた。ただ、その確信の度合いは一か月前に比べて若干落ちているので、今月はさらっと抑えているのではないか。本当は現状判断なので、短い方が良いのだと思う。現状の説明に2行も必要ないのではないか。ある意味で必要な時もあるから、長いのがいつも悪いという訳ではないが、今回はあっさりとして、現状と先行きを両方セットで読むと素直に理解できる。西村副総裁がおっしゃったように素直かという感じがする。

展望レポート——これは2年のタイムスパンであるが、昔は1年であった——との関係で言えば、それよりは短いということしか言えない。それ以上は言わない方が良い気がする。

須田委員

経済をみていく時にはタイムスパンを長くとり、それを切っていく。そして、先月までは、その切った期間において減速から拡大に戻っていくという姿があった。減速の期間は短いと思っているから、基本的には「拡大」で、そしてその時点では「減速している」ということだったと思う。今月になると、減速の期間がもう少し長くなってしまったので、考えているスパンの中では「減速」で切れてしまったと私は理解している。

水野委員

私もそれに近い。

亀崎委員

ここで「減速している」と切ってしまうと、「拡大」を「成長」に変え

る以上のインパクトがあるのではないか。要は元々「減速しているが、基調としては緩やかな成長経路にあるとみられる」ということであれば、前回も現状で「基調」と言っている訳である。今回もそれを言ったからといって、先行きについての記述と整合性がない訳ではない。今までの流れからいくと、まずここをみる。「減速か」と。そうすると、ここで切つてあると、今までの「拡大基調」が「成長」になるが、メカニズムも変わったのかという見方が生ずるといったインパクトがないか、という気がする。

中村委員

減速というのはプラスをいう訳だな。

前田調査統計局参事役

ご存知だと思うが、去年の12月から少しずつ変え始めた。それまでは拡大だったが、去年の12月は住宅が非常に落ち込んで、それがなくなってくれば比較的早い段階に拡大基調に戻るのではないかとこのところから出発した。前月の3月に、また微妙に変えていて、それは住宅だけではなくて交易条件をはっきり書いた。ただ、その辺りの影響はまだはっきりしていない部分があり、「拡大」を取るところまではいかないだろう。その辺は短観などをみて判断した方が良いのではないか、ということだったと思う。

水野委員

確か保留だったな。

前田調査統計局参事役

と私は理解している。今月、短観が出て、しかも減速の期間が若干長引く、実際長引いてきている——これはご判断であるが——ので、どこまで「拡大」という言葉を冒頭に付けるべきか。減速の期間が長引く中で、「拡大」なり「成長」を冒頭に付けるべきかは、これもご判断だと思う。

西村副総裁

これは難しいが、私は「基調としては緩やかに拡大している」というのはモメンタムを説明している言葉だと思っていたので、そのモメンタムが弱くなったことはどこかで入れざるを得ないだろう。ということで、私は淡々と書いてしまう方が面倒臭くないというか、パブリック・リレーション上分かりやすいかと思った。ただ、亀崎委員がおっしゃることは非常によく分かるので、今日、白川議長もおっしゃるが、我々は、今後、このことを折に触れて明確にしていかなければいけないと思う。

水野委員

それから、福井前総裁は、ここには直接書いていないが、メカニズムの話と合わせて景気判断を説明されていたので、そこについて必ず聞かれると思う。それについての答えとセットで上手く説明されるとそれ程誤解を受けない可能性が高いという気がする。その方が、言い方が微妙でいやらしいかもしれないが。

須田委員

この話は物価まで一緒にみると、減速しているが先行きは潜在成長率並みに、とも読めるということもあるので、物価の先行き、そこまで全部含めてこの文章を理解して頂くという方向で良いと思う。

野田委員

先程の説明にもあったように、前回に比べて減速傾向ないし減速がより明確になったことがこの表現の変化に現われたということで、さっと説明してしまうということだろうと思う。

水野委員

その方が素直だと思う。

野田委員

ここは、短観やあるいは他のハードデータをみても、恐らく市場のコンセンサスは得られると思う。そこに結び付けるしかないと思う。そうすると、亀崎委員のおっしゃるように、連続性に断絶はどうしても出てくるが、そこは説明で補足するしかないと思う。

中村委員

多分一般の人がこれをぱっとみた時は、亀崎委員の言われるような印象を…。

亀崎委員

要するに、皆さんはこれを「体制が変わったな」とみる。これまでは「拡大」とか「拡大は減速するけれど緩やかに」と言っていたのに、ここで切ってしまったと。

水野委員

いや1行目しかみない。

亀崎委員

それを記者会見で説明するのはかなり負担があるので、それであれば、ここに書けば良い。どうせその後先行きについて、「成長経路」と書いてあるので、整合性はある訳である。先月まで、現状の経済活動の水準感についての評価として、「拡大基調」との判断を示していたところ、今月からこれを外して、代わりの判断も示さないということであれば、本行は、景気判断について自信がなくなったのかと思われる。

白川議長

記者会見の時には、現状の部分と先行きに当て嵌まる部分を連続的に表

現して、減速だけが残響として強く残らないようにしようとは思っている。それで、これまでも不確実性として意識していた減速がより明確に裏付けられてきたということについては、多分コンセンサスがあると思う。また、追加的に聞かれた場合、数字として1年とか2年とかと言うことは不適當だと思う。4月末の会合で先々2年の景気・物価についてより詳しく点検していくが、それよりもタイムスパンは若干短いかもしれないが、先行きの経済のイメージとして、こういう姿を想定している、ということになるか。

須田委員

これを数字——特にGDP——と重ね合わせてしまうと、2007年度は上振れて結構高いという面もあるので、メカニズムで考えているということとをきちんと言っておかないと、受取る側は今度数字が出た時に、凄く……。

水野委員

来月だな。

須田委員

混乱してしまうこともある。

亀崎委員

市場の金利観が振れてしまう可能性はある。

白川議長

先程指摘があったが、景気の現状なり先行きについて、この場での見方が微妙に変化していれば、それはそれで過不足なく率直に出した方が良いと思う。外部での政策論議を意識するために景気についてのものの言い方が変わってくると、どこかで辻褄が合わなくなってくるから——私の表現力でどこまで出来るか分からないが——、気持ちとしては過不足なく率直

に表現すべきであろうと思う。繰り返しになるが、減速だけで止まって残響だけが大きくならないように、何とか努力してみる。

水野委員

亀崎委員がおっしゃるリスクがあることは分かる。それからもう一つ。減速していると判断を少し下げたことが伝わらないということも、またリスクである。我々が判断を変えたことは事実である。その部分のリスクと両方あると思う。

亀崎委員

それは、「拡大」ではなくて「成長」に見方を変えたところで、判断を変えたと分かる。はっきりしている。潜在成長率を上回る拡大ではなくなった、潜在成長率並みになったと。そこで判断を変えている訳である。それはこの1行では出てこない。

水野委員

修文案としては2段落の1行目を1段落に入れてしまうということか。

亀崎委員

今まで1行目で基調をずっと言っていたが、基調は消えてしまった訳である。

水野委員

それを成長と・・・。

亀崎委員

消えることが、非常に強い印象を与えるリスクもある。利下げかという反応が必ず出てくるので。

水野委員

一部には出るな。

白川議長

その点については他の委員は如何か。

中村委員

「減速しているが成長」なんていう言葉はない訳である。

水野委員

減速しているが成長経路を・・・。

中村委員

今までずっと拡大というのをどんどん弱めて、そして「基調として」が出てきたと思う。

水野委員

一文に「減速」と「成長経路」・・・。

野田委員

減速がはっきりしたのである。そういう意味では、それなりの落差は先月に比べてあって然るべしである。

水野委員

そこは同感である。

亀崎委員

ところが、2006年7月から「緩やかに拡大」がずっと2007年11月まで続いている。それで去年の12月から「減速しているとみられるが、基

調としては緩やかに拡大」がずっときて、今月は「減速」だけで終わってしまう。この違いはかなり大きい。

水野委員

政策に結び付けると、金利を上げていくのを止めて、様子見に入って、下に変えているのかというスペキュレーションが出るということだな。

西村副総裁

私も熊本の講演でも説明したが、「基本的には月報の基本的見解と議長の会見、それから議事要旨、この3点セットでみて下さい」と言っている。ヘッドラインで決まっていく形は、私としてあまり良くないと思っている。逆に言えば、そういった3点セットの仕組みを分かってもらうという必要性もあるので、こういうのは淡々と書いていった方が良い気が私はする。

須田委員

もう一つは、先程から連続性と言っているが、ここで判断が急激に変わったのではなくて、色々と今まで積上げた結果として、ここで表現が変わったことをはっきり言わないといけない。そうしないと、本当にここにきて新執行部でという話になるかもしれない。私も先程そういう懸念をもった。

亀崎委員

連続性からみると、「拡大」という判断は、長い間ずっと続けている。

野田委員

この3月と4月を比べるとそうであるが、現状と先行きを繋げて読むとそれ程違和感はない。

亀崎委員

ところが、これまでは現状において基調を説明することで先行きも、その延長線上で連続しているようなニュアンスがあった。前回もそうである。「減速しながら、基調として緩やか」と。今月は、現状に関して基調的な判断を示していないので、現状と先行きが切れてしまっている印象もあるのである。

野田委員

そこはむしろ3月で、今回に向けてソフトランディングを図ったというふうに。

亀崎委員

それはソフトランディングよりはハードランディングに映る。

野田委員

結果としては、ソフトランディングである。3月と比べるというのは、落差だけという意味ではなくて、そういう意味もある訳である。

白川議長

先程、前半の経済のパートでどう総括したかをもう一回申し上げると、こうしたもとの、先行きについては当面減速が続くものの、その後、潜在成長率並みの緩やかな成長経路に戻っていく。潜在成長率という言葉は従来から月報では使わずに、展望レポートでは長い間使っていた訳である。そういう意味で、そのこと自体は維持した方が良く私は思うから、この文章表現上、潜在成長率という言葉は使用しないが、記者会見では潜在成長率並みでそれよりも下ではないことを明示的に言うつもりである。物価についても、潜在成長率並みということがロジックにあることも勿論言う。そういう意味でいくと、今の皆様の全体の感じを踏まえると、亀崎委員がご懸念の点を私自身も十分強く意識しているので、それを意識しながら、

文章としてはこういう形で表現し、記者会見で潜在成長率という言葉をはっきりと言っておくということで如何か。

須田委員

現状と先行きを一緒になって読んで頂ければ良い訳である。

野田委員

それに白川議長がおっしゃったように、成長経路というのは何なのかというところをきちんと説明して頂ければ。

白川議長

そこである。

水野委員

今回はそちらの方が多分重要だと思う。

白川議長

他の文章表現でご意見があれば。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、全員一致である。

白川議長

月報は、基本的見解の部分については、即日公表、本日の 15 時の予定である。また、背景説明は、必要に応じて執行部で修文したうえ、10 日木曜日の 14 時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（3 月 6～7 日開催分）の承認

白川議長

次に、3 月 6 日、7 日開催分の議事要旨の承認である。既に議事要旨の案については配付しているが、ご異議はあるか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、全員一致である。

白川議長

それではこの議事要旨は 14 日月曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、4 月 30 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。

それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 12 時 24 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 24 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いする。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 20 分閉会)

以 上