

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年4月30日（9:00～13:24）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

西村清彦（副 総 裁）

須田美矢子（審議委員）

水野温氏（ ）

野田忠男（ ）

中村清次（ ）

亀崎英敏（ ）

政府からの出席者：

財務省 森山 裕 財務副大臣（9:00～12:37）

鈴木正規 大臣官房総括審議官（12:40～13:24）

内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

稲葉延雄

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

企画局長

雨宮正佳

企画局参事役

内田眞一

企画局企画役

関根敏隆

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

前田栄治

国際局長

出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長

大杉和人

政策委員会室企画役

執行謙二

企画局企画役

大谷 聡

企画局企画役

中村康治

I. 開会

(9 時 00 分開会)

白川議長

それでは、決定会合を開催する。本日の議事進行は、最初に金融経済情勢についての執行部報告、金融経済情勢及び当面の金融政策に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決という順である。本日は展望レポートの公表を予定しているので、効率的な議事進行にご協力をお願いします。政府の出席者のご紹介である。財務省は、森山裕副大臣である。内閣府は、浜野潤内閣府審議官である。会合の席でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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、金融市場調節方針の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、宜しくお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢についての執行部報告である。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向について、お願いします。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表 1－1 である。無担コールレート（オーバーナイト）は、高い時でも 0.52%

台と誘導目標近くの水準で安定的に推移している。次に、図表 1-2 にいて、主体別の準預の保有状況をご覧頂くと、4 月積み期は、3 月積み期程ではないが、準備需要に応える形で前倒しに資金を供給している。この結果、4 月積み期の足許までの途中ラップについては、除くゆうちょ銀行ベースで と所要準備額に比べ 1 日程、積みが進んでいる。

については、 するように
なっているが、 なっている。
は、4 月に入って、 もできるようになった
ので、今後はそうした手段も活用しながら

になっていると思う。次に、図表 1-3、08/1 月積み期以降の短期金利のグラフをご覧頂くと、コールレート——黒太線——については、安定的にコントロールできているが、これに対してレポ・レート——グレー線——では、かなりしつこい上昇圧力がある。スポット・ネクスト・レートは、連休を挟んでいることもあって、28 日が 0.66%まで強含んでいる。レート上昇をオペで抑え込んでいるが、手を離すと直ぐに上がってしまう感覚がある。レポ・レートの上昇圧力が強い要因としては、第一に 3 月半ばと足許に掛けて二度に亘るヘッジファンドなどによる JGB の売却によって証券会社の在庫が積み上がっていること、第二に資金の出し手のメガバンクが連休を挟んで資金の放出に慎重になっていること、などが挙げられる。

続いて、図表 1-6 に行って頂いて、オペの運営状況である。調節上の目先の課題は、連休を挟んだコールあるいはレポ・レートの安定と 6 月、四半期末に向けた資金供給である。このうちレポ・レートについては、上昇圧力に対処するために共通担保（本店）オペ、それから国債買現先オペを併用している。資金需要は相応に強く、どちらのオペとも応札倍率はかなり高めになっているし、また、落札レートについても両方のオペともターム物のオペになると、4 月の初めの頃の落札決定レートが 0.55%とか 0.56%であったのが、足許では 0.57~0.59%位まで上昇している。一方、6 月末越えの資金供給については、4 月 15 日から開始している。共通担保

(本店) オペの4月15日オファー、T+2の3か月、8,000億円がこれであって、去年より10日程早めのスタートになっている。現在、共通担保(全店)オペと(本店)オペ、それぞれ1本ずつのペースでオファーをしているが、こうした長いオペにまでレポ資金調達見合いと思われる証券会社の応札が目立つのが最近の特徴である。以上、概観してきたように、短期市場ではレポ・レートとコールレート間の裁定がやや働きにくい、つまり資金の巡りが今一つ良くない感じを持っている。それから、後で申し上げるように、欧米の短期金融市場では緊張がかなり残っているので、当面は引き続き市場の安定に配慮した調節運営を行っていきたいと思っている。

続いて、図表2-1以下で金融為替市場の動きについて、みていきたいと思う。まず、短期のターム物金利の特徴は、利下げ期待が解消した点である。この点、(2)の表で短国レートをご覧頂くと1年物中心に上昇していて、結果、3か月から1年のレートがほぼフラットになっている。一方、図表2-2の(2)のグラフをご覧頂くと、海外のターム物金利が依然不安定である。LIBOR-OISのスプレッドをご覧頂くと、欧米では高止まりないしは拡大している。各国の中央銀行がこの間様々な流動性供給努力を続けているにもかかわらず、マネーマーケットで目立った改善はみられていない。次に市場の金利観をみていくと、図表2-3の(1)のOISレートのグラフは直近のレート——黒太線——は前回会合から比べると0.5%を上回る水準まで、かなり大きく上昇している。年度末に掛けて存在していた利下げ観測は消えて、利上げ観測も生じた姿になっている。実際、(2)のグラフに表れているように、9月会合までに0.25%の利上げが行われる確率は、今、4割とも読める。ただ、実際に市場参加者のマクロの景気に対する見方が急速に強硬化した訳ではない。従って、この急速な変化は、元々利下げがあるだろうとして利下げにベットしたポジションを積み上げていたヘッジファンドなどによるポジションの巻き戻しの結果と言ったいわばテクニカルな需給要因の側面が強い、とみている。こうしたポジションの巻き戻しは、OISのほか、図表2-4にあるような金利

先物市場でもみられた。

さらに、国債市場にも先週末、24、25 日に掛けて、かなり大きな影響を与えたので、図表 2-5 以下でこれをみていきたいと思う。図表 2-5 の (1) のグラフで、長期金利はかなり大幅に上昇している。特に 25 日の金曜日は急上昇して、10 年債は 1.6% 台まで跳ね上がっている。前回決定会合以降の動きを振り返ってみると、そもそも 4 月の半ば頃位から、(2) のグラフにあるように、グローバルに長期金利は上昇トレンドにあった。これは、コモディティの価格の上昇によるインフレ懸念とこれに伴う米、英、欧における利下げ観測の修正が背景である。日本の今回の長期金利の上昇も、そうした流れの中の事象と捉えることができると思うが、それにしても 25 日になぜ急速に長期金利が跳ね上がることになったのか。そのメカニズムについて、時系列的に振り返ってみる。予兆みたいなものは、前日の 24 日にあった。即ち、24 日に大手のグローバルマクロ系のヘッジファンドが、従来、日本の利下げにベットして積み上げていた金先、OIS のロング・ポジションを一挙に巻き戻した。こうした流れの中で、25 日の翌金曜日になって、メガバンクの一部が、従来より景気減速が長引くだろうという前提で積み上げていた債券ポートの圧縮に乗り出した。売却されたのは中期ゾーンが中心であったので、図表 2-6 の真ん中のイールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、中期ゾーン、6、7 年辺りの上昇幅が相対的に大きくなっている。ところが、債券市場の地合いはインプライド・ボラティリティの推移のグラフにあるように、元々、ボラティリティが高い状態であって、証券会社のマーケット・メイク力も低下しており、市場流動性はかなり低い地合いであったので、メガバンクによる売却に伴い一挙に金利が上昇した。それが、さらに CTA 筋の追随売りとか他の投資家のロスカットの売りを誘発するというメカニズムを通じて、金利上昇に拍車がかかったとみている。この時の市場の雰囲気はちょうど 2003 年の VaR ショックの雰囲気に似ている、と思う。週明け、今週に入ってから値頃感からの買いも出て、金利上昇には一旦歯止めがかかった状態になっている。これが今回の動きである。前回の決定会合で述べたが、似たようなファ

ンド筋のアンワインディングが前月、3月17日にもかなり大規模に生じていた。図表2-7で少し振り返っておきたい。3月にみられたヘッジファンドのアンワインディングは、超長期国債、物価連動債、変動利付国債が売られて債券の先物が買われるといった動きであった。その後、市場には歪みが残っていたが、そういった歪みは今回の流れの中で概ね解消したと思う。即ち、図表2-7のフォワードレート・カーブの動向のグラフにあるように、黒太線のイールド・カーブはかなり滑らかな形状に戻っているし、スワップ・スプレッドの推移のグラフにあるように、超長期のスワップ・スプレッドはマイナスからプラスに戻ってきている。さらに、図表2-8のグラフで物価連動債の対国債スプレッドをみても、プラスの領域に戻りつつある。このように前回の動揺は収束しつつあるが、今回また震源地を異にする市場の動揺が発生した訳であって、市場が不安定な状態が続いているとみている。長国先物の値幅・出来高比率の推移のグラフは、分母に債券先物の出来高、分子に値幅を取って指数化したものである。従って、この指標が高い程、市場の流動性が低いことを表す訳である。これをご覧頂くと、足許では市場の流動性がかなり低下していることがみて取れる。以上が長期金利である。

図表2-9でクレジット市場をご覧頂く。まず、(1)のグラフで社債の流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、BBB格はグラフ上縮小しているように見えるが、これは銘柄入替えの影響で、実勢は横這いである。低格付け銘柄あるいは特定業種に対する投資需要は引き続き低調とみている。一方、AA格のような高格付け銘柄については、期明け後も強い投資需要が続いている。実際、図表2-9の(2)のグラフにあるように、日本のAA格のスプレッドは欧米よりもかなり低い状態になっている。このため、円の市場は、このところ、安定的な資金ソースとしての魅力が高まっているようであり、サムライ債あるいはユーロ円債で新顔の参入もみられ、発行体の裾野が広がっているとみている。一方、図表2-10にいて、CDSのプレミアムである。こちらは欧米市場の動きに連れて、日本市場でもプレミアムが低下しており、足許では小康状態である。ただ、低

下したとは言っても、2月の頃の水準に戻ったに過ぎないので、地合いとしては神経質な状態が続いているとみている。

図表2-11、株価にいく。株式相場は、欧米株に連れて持ち直し傾向である。欧米株価の持ち直しについては、金融機関の決算がほぼ予想の範囲内に収まったことなどから、金融不安に対する過度の悲観論が修正されていることが背景だと思う。日本株については、これに加えて、これまでの売られ過ぎの修正も入って、(1)のグラフにあるように、日経平均は1万4,000円台を狙う展開になっている。図表2-12の主体別売買動向の表をご覧頂くと、外国人は3月やや売り過ぎの修正もあったので、新年度入り後は買い越し基調に転じている。株式市場の目先の材料としては、5月半ばに掛けて本格化する企業決算と2008年度収益見通しの公表が注目されている。

為替にいく。ドル/円相場については、米景気の過度の悲観論あるいは利下げ観測が修正されている中で、ドル高、円安の流れであって、足許では104円付近の水準で推移している。この間、やや特徴ある動きをしていたのがユーロである。前回決定会合以降、ユーロ圏でのインフレ指標の上振れなどから対ドルのユーロ相場は強含んでいたが、4月22日には、ザラ場ベースになるが、既往ピークとなる1.6ドル台に乗せた。その後は、景気指標の下振れから下落に転じており、現在は1.56ドル近辺の水準で推移している。図表2-15以降で、市場の相場観をご覧頂く。(1)でご覧頂くように、引き続きボラティリティは高く、不透明感が強い状態が続いている。そうした中で、(2)のグラフにあるリスク・リバーサルは振幅を伴っているが、ドルのプット・オーバー幅が相応に深い状態が続いている。主体別の為替ポジションをご覧頂くと、図表2-16、IMMのポジションは(1-1)の円、そして(1-2)のユーロとも、ロング・ポジションとなっている状況に大きな変化はない。次に個人について、(2)のグラフで株式投信への資金純流入額をご覧頂くと、3月も引き続き低調となっている。図表2-18で外為証拠金取引の動向をご覧頂く。(2)にあるように、いわゆるハイイールド通貨——豪ドルとかニュージーランドドル——に対し

ては、4月前半にやや円高に振れた時には、円のショート・ポジションが幾分積み上げられて、円安へ振れた。足許、それが手仕舞われるといったコントラリアン的な動きがみられる。また、(4) ユーロについてご覧頂くと、このグラフでちょうど右端辺りになるが、ユーロ高警戒感から若干ネット・ロング・ポジションになる局面もあった。以上の点からみて、外為市場は、方向としては、ドル安、円高への警戒感が強くて、多少足許円高へ振れている。FOMCのステートメント次第という面はあるが、基本的には円安方向へのモメンタムは付きにくい状況かとみている。

最後に、図表2-20、コモディティの価格について、ご覧頂くと、基本的にはフライト・トゥ・シンプリシティの流れが継続していて、コモディティの相場は底堅い状況が続いている。(1) のグラフで原油——黒太線——が、そして(2) のグラフでとうもろこし——黒太線——が、4月中に既往ピークを更新している。

以上みてきたように、内外の金融為替市場については、クレジット市場は小康状態、株価は持ち直しの傾向にあるが、海外金融機関の首脳による「最悪期は脱した」と示し合わせたような言葉を積極的に裏付ける材料はあまり多くないように思う。実際、欧米のマネーマーケットをご覧頂いたように、緊張感がかなり高い状態が続いているし、我が国のレポ市場でもレポ・レートが高止まっている。さらに、債券市場では内外証券会社のマーケット・メイク力が低下していることもあって、市場流動性が低下しており、ヘッジファンドのポジション調整で大きく値が振れやすい状況になっている。このように金融市場全般に不安定な状況が続いているとみている。私からは以上である。

白川議長

ご意見、ご質問はあるか。

須田委員

これだけ欧米、日本の中央銀行が担保を拡充したり、肌理細やかな金融

調節などを行っているのにもかかわらず、こういう状況が続いている一番大きな理由は何か。

中曽金融市場局長

中央銀行のベースで話していると、要因が四つ位あるとされている。一つは——ニューヨーク F e d などが言っている——、基本的にデレバレッジが続いているので、金融機関のバランスシート調整の圧力が引き続き強いこと。第二点——E C B サイドなどからの見方——は、金融機関の中に調達圧力に強いところとそうでもないところに分かれていること。つまり、資金の偏在がみられること。第三点は、須田委員がおっしゃったように、E C B も含めて担保の範囲を拡大しているが、結局それが却って、中央銀行が関与せずに純粹に民間ベースで形成されるレポ・レートなどが高止まりする要因になっているのではないか。第四点としては、積極的に資金供給しているが、それが結局 T B とか F B の投資に流れているだけで、そういう意味で資金の偏在が起きているのではないか。各国の中央銀行から、これらの要因が指摘されている。

中村委員

3月と4月に国債市場でイールド・カーブに歪みができた訳だが、これは世界的な金融不安に伴うもので、欧米のマーケットなどにも似たようなことが起こっているのか。それとも、投資家の層が薄いとか日本独自の要因によるもので、欧米のマーケットではこういうことは起こらないのか。

中曽金融市場局長

日本でヘッジファンドのアンワインディングの影響が強く出た面はあるが、基本的にグローバルで同じようなことが起きていると思う。ちょうど4月21日位に米国で残存2年位の金利が急上昇した局面がある。これは、スティーブナーと言われるポジションがアンワインドされたことが原因と言われている。つまり、米国の利下げにベットしていたポジションが、

そうではないかもしれないということで、アンwindされた。結果、米国の2年辺りの金利も急上昇したとみられる。さらに言うと、今の説明の中で若干申し上げたが、グローバルという意味で証券会社は要注意である。欧米のプライマリー・ディーラーを含めて、この間、損失を結構被っている、いわゆるリスク・テイク力、マーケット・メイク力が全般に低下している面があるのではないかと。それにより、結果的には、先程申し上げたように、日本市場でもレポ・レートが高止まったり、市場の流動性が一般的に薄くなっている。グローバルな動きとなっているのは、そういった背景もあるのではないかと、思っている。

野田委員

先程、中曽金融市場局長が挙げた四つの理由を改めて拝見すると、それぞれ密接に関連しているので、どれがどうというのはなかなか言いにくいと思う。しかし、敢えて言うと、必死の流動性供給にもかかわらず、こうなっているのが、良い方向に、緩和する方向にいくきっかけは何なのか。訊く方も無理な質問をしているかと思うが、敢えて伺う。

中曽金融市場局長

率直に言って、各国の調節担当部局はなぜ緊張が緩和しないのだろうという感じを皆持っている。LIBOR-OISのスプレッドは、流動性要因とカウンターパーティ・クレジット要因で形成されるとすれば、CDSのプレミアムなどが縮小している以上、本来は縮んでも良いはずである。しかし、結果として、LIBOR-OISスプレッドが広がってしまっていることから、流動性不安要因が増していると考えられる。しかし、これだけ流動性供給をやっている訳であるから、流動性不安要因が増すとは本来考えにくい。そこがパズリングである。先程、四つの要因を申し上げたが、要因として大きいと受止められている順番に、お話したつもりである。デレバレッジが最初に申し上げた要因である。デレバレッジ・プロセスが終わるまでは、流動性が極めて緊迫した状態はなかなか解消しな

いのではないかという感じである。デレバレッジング・プロセスが終わるまで好転しにくいということかと思う。

西村副総裁

最近の特徴として、こういったヒッチが出てきていることによって、LIBORも含めて短期市場に出ている色々な情報の信頼性がかなり弱まっているというパーセプションが出てきている。そういう動きがどの位あるのかが一点。それから、それを直す適切な対応として、どうすべきか。これは多分一国でできる話ではないと思うが、そういうことについてお考えがあれば教えて頂きたい。

中曽金融市場局長

典型的には、おっしゃったドルLIBORの指標性に疑問符が付いていることかと思う。実際、17日にBBAが警告した後、ドルのLIBORは20bp位上がっている。これが全部指標性の問題なのかと言われると、必ずしもそうではないかもしれない。ちょうどこの時は、アメリカの利下げ期待が後退した局面でもあるので、その部分も入っていると思う。従って、丸々20bpが全部指標性の問題であったということではないと思う。

具体的には構造的な問題と言っても良いと思うが、いわゆるパネルに入っている米銀は数がそれ程多くない。従って、どちらかと言うと、欧州の銀行の構造的なドル不足が影響している可能性がある点の一つ。それから、これも構造的な問題と言って良いと思うが、LIBORを提示する時刻がロンドン市場の11時であるので、ニューヨーク市場が始まる前である。つまり、ニューヨーク連銀などが出てくる前であるので、どうしても不確実な中でレートを提示せざるを得ないという問題があるのではないかと思う。従って、LIBORに関する問題を修正するためには、そういった構造的な問題が解消される必要がある。ただし、前者の構

造的な欧州銀行のドル不足はある程度解消されるかもしれないが、時差は消えない問題である。6月にパネルのレファレンス先の見直しが言われているので、このレファレンス・バンクの組み直しみたいなプロセスを通じて、ある程度是正されていくのではないかとと思っている。

水野委員

その件に関して、米系のメガバンクに訊くと、欧州系のメガバンクの引当不足に対する疑心暗鬼が凄く強いので、米銀、邦銀に対し提示するレートと欧州系銀行に提示するレートを変えているという話である。また、須田委員からスタートした議論については、まだ原資産の時価が定まっていないので、最終的にどれだけ資本不足に陥るか、誰も何とも言えないところが原点である。住宅ローンから始まってオートローンその他について、コマーシャルバンクの単純な引当は行っているだろうが、世界全体でどれだけ資本が必要なのか分かっていない中で、もう終わりの始まりだと言っても、終わりの終わりはいつなのかと言うと、まだまだ先かもしれない。ファンダメンタルの話が抜けて、例のベア・スターンズの救済のところで一旦やや安心感が出たというだけなのか。ただ、コマーシャルバンクの破綻は起きていないが、起きた場合の救済策も出てきていない。

稲葉理事

おっしゃるとおり、基本的には原資産である金融商品価格の下落の程度が、まだダイナミックなプロセスの中で、止まっていないことだと思う。これがグラジュアルになって、かつ、それに対してどういう対応を各金融機関がするか——損失を引当てるか、あるいはキャピタルを充実させるか——が明確になると、カウンターパーティ・リスクがまた変わってくるので、それを皆が注目している。そのプロセスが大きく変化しない限り、この現象は暫く続くだろうと思う。そういう中で、例えばレファレンスレートとしてあまり高いレートを言うと自分が疑われるのではないかなという……。

水野委員

レピュテーションである。

稲葉理事

レピュテーション・リスクを考えた行動も出るかもしれないが、それをやり過ぎると今度は市場から信用されない。引当を本当は少なめにしたいが、過度に少なめにすると却ってレピュテーションが疑われるということで、金融機関の行動も市場の力でセオリーに見合ったものとなる。多分、レファレンスの提示も自ずと変わっていくのではないか。いずれにしても、そういうプロセスが進行中ではないかという感じがする。

中曽金融市場局長

市場性金融の観点からすると、LIBORは金利スワップなどの指標レートになっているし、貸出のベースレートにもなっているので、その指標性が失われるのは結構大きな問題である。指標性が失われると言われている中で、一点付け加えると、代替指標としてインターバンク預金レートが注目されるようになっている。実際に取引が行われているレートなので、これをみるような向きも増えているように聞いている。

水野委員

インベストメントバンクは、ブローカーであるから、レポである。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、海外情勢をお願いします。

出沢国際局長

お手許の資料のうち、(追加分)を使わせて頂く。資料-3(参考計表)である。前回会合以降、主要国の景気判断に大きな変化はない。アメリカは引き続き停滞、欧州は先行き一段の減速は懸念されているが、足許の指標は何とか持ち堪えている感じである。NIEs、ASEANは輸出の減速が一部みられてきている。ただ、中国では内外需ともに高成長が続いている。ただ、そうした中で、原油価格が前回会合以降さらに上昇しており、また、食料品あるいはその他の原材料価格も広範に上昇しているので、多くの国でインフレ圧力がさらに高まる方向にある。これは、資源国の景気にはプラスであるが、言うまでもなく先進国あるいは資源のないエマージング・カントリーでは、実質所得の減少あるいはインフレ対策としての金融引締めを通じて、内需を抑制する方向に働く筋合いにあるので、今後の動向が注目されるところである。以下、いつものとおり、個別の計表に従って説明する。シャドーが掛かっている部分は前回以降の変化点である。

図表1の米国主要経済指標の1.実質GDPは、日本時間の今晚、第1四半期が発表されるので、今予測値を言っても意味がないかもしれないが、一応、ブルーチップ4月号では前期比年率換算+0.1%。ただ、昨日辺り、ブルームバーグが市場エコノミストの平均で纏めた数字は少し上がっていて、+0.5%になっている。大きな意味で停滞ということに変わりはないが、ここ一日、二日の間、マーケットのセンチメントは微妙に動いている。5.小売売上高であるが、3月のコア売上高は、前月比+0.2%で、第1四半期均すと+0.3%。消費はスローダウンという形である。それから、昨日発表された消費者コンフィデンスは、4月は62.3で一段と低下している。因みに、これと別系列のミシガン大学の時系列では、水準的にはかなり過去の1982年春位の水準まで下がっている。このコンファランス・ボードの系列はイラク戦争勃発時の水準に近いところである。それから、ガソリンの小売価格がこのところ歴史的な高値を更新している。先週の平均では、1ガロン当たり3ドル60セントまで上がっている。一頃に比べ

れば、ここ 2、3 か月で 1 ドル上がっている、これは間違いなくアメリカの個人消費に影響を及ぼす筋合い。8. 住宅に移る。3 月は、ご覧のとおり大幅減少で、第 1 四半期は前期比-10.1%と、二桁台の前期比マイナスが続いている。GDPにも相応のマイナスの寄与が予想される。9. OFHEOの住宅価格指数を今月から載せた。2 月の数字は前月比+0.6%で、若干動きが逆になっている。ただ、昨日発表されたケース・シラー指数、あるいは中古住宅販売価格、その他の価格指数をみると、引き続き下落基調にあることは間違いない。ここには載っていない販売、在庫、あるいは業況判断等々、どれをみても住宅市場での調整はなお進行中というか、改善の兆しは全然みえない。10. 非国防資本財受注である。3 月は前月比横這い。3 月がこの水準で一応止まったため、前期のゲタが寄与して第 1 四半期は、ご覧のとおり、前期比+1.0%という数字になっている。毎回申し上げているが、設備投資には、この他非居住用の建設動向、あるいはソフトウェアとか他のファクターが結構あるので、これだけから判断できない。しかし、先程の第 1 四半期のGDPが+0.5%に若干上方修正されている背景の一つには、こういうコンポーネント——先程言った消費とか、国防、設備投資関連——を積み上げていくと、一頃程、低い数字にはならないという予想があるのかもしれない。11. 対外バランスであるが、2 月の赤字幅は拡大している。アメリカの輸出品目のうち的大豆とか穀物は最近の価格上昇の影響を受けているので、輸出額は前月に比べて増えている。一方、後程申し上げるヨーロッパあるいはアジアの単月の動きとちょうど合う形で、アメリカの輸入がこの 2 月にやや増えている。従って、赤字幅は拡大した。13. 鉱工業生産である。3 月は小幅ピックアップしたが、第 1 四半期は弱含み横這い圏内、-0.0%である。産業別にみると、エネルギーあるいはIT関連は増加しているが、自動車とか素材関連は減少している。最後、物価動向である。エネルギー価格のこのところの上昇を映じて、3 月のヘッドラインは前月比+0.3%と上昇、前年比でも+4.0%の水準にある。コアについても、前月比+0.2%増で、インフレ圧力は予断を許さない。以上がアメリカである。

次にヨーロッパである。図表 2-1、1. 実質 GDP の第 4 四半期の最終値が出ているが、前回までの数字に比べて 0.1% の下方改訂になっている。本質的にはあまり変わっていない。2. 輸出であるが、ここは少しパズリングであって、2 月も前月比プラスになっている。1 月の +6.8% に続いて、2 月 +2.0% である。これまでのところ、第 1 四半期の前期比は +5.4% である。この内訳をみても、先程申し上げたように、アメリカ向けも増えている。全般的な地合いについては、月次の計数がやや振れているので、どう読むかはもう少し数字をみたところで考えたいと思う。第 4 四半期は、ここにもあるとおり、ユーロの輸出は少し減速感が出てきたが、第 1 四半期は本当にそれが下げ止まった、あるいは持ち直したと判断して良いかどうか、もうひと月位数字をみさせて頂きたいと思っている。9. 鉱工業生産である。2 月が +0.3% で、これも 1 月、2 月合わせた前期比は +0.7% となる。輸出関連の生産が強くなるというロジックがあるので、そういうことかと思っている。サーベイデータである 10. 製造業 PMI は、前月に比べて低下している。分岐点の 50 に近付いているということで、サーベイデータとハードデータで少しギャップが出ている。昨日発表された欧州委員会の 2008 年、2009 年の経済見通し等をみると、方向感としてはスローダウンであるので、このギャップも単月というか短期の動きかと思っている。物価であるが、3 月は +3.6% に上方修正されている。ユーロ発足以来では史上最高である。合成して過去に遡った数字でみると、1992 年辺りにもう少し高い数字があるが、いずれにしる警戒水位というか、+2% 以下にしたいということに比べると、かなり高い水準。2008 年の見通しも、先程言った欧州委員会の予測によると、+3.2% という数字なので、ユーロにおけるインフレ圧力は引き続きとどまっているということである。

英国である。図表 2-2 である。ここは、第 1 四半期の GDP が発表されていて、+1.6%。前期に比べるとスローダウンの形になっている。ただ、ここも若干のパズルがある。2. 小売の数量である。3 月は小幅減少したが、1、2、3 月と合わせると前期比 +2.0% で、GDP の前期からの流

れに比べるとややちぐはぐな感じがしている。GDPの内訳は、まだ明細が分かっていない。ただ、3. サービス業活動指数——これはGDPを組み立てるうえでのコンポーネントになっている——はまだ3月は出ていないが、1~2月の前期比が+0.4%で、前期からの流れでみるとスローダウンという形が出てきている。5. CPIである。3月+2.5%で、ターゲットゾーンの+1~+3%の間の上の方にとどまっている。以上が、欧州である。

次にアジアである。図表3-1、中国の第1四半期の実質GDPが発表されている。1月辺りに大雪、寒波があったので、どうなるか心配していた。小幅減速の数字になっているが、レベル的には引き続き二桁で高成長が続いていると判断している。3月の単月の動きをご覧頂いても、3月の生産あるいは小売いずれも高い伸びを続けているということである。5. 輸出は、前月申し上げたように、2月、3月は前年のぎくしゃくした動きの裏が出ているので、均したところ第1四半期は+21.4%で、輸出の勢いは衰えていないと判断している。CPIは3月+8.3%で、2月に比べて小幅伸び率は鈍化しているが、当局の問題意識としては引き続きインフレ圧力があるということで、相応の政策対応が採られている。9. 人民元貸出は+14.8%で、窓口指導が行われていると言われているので、その効果がそれなりに出ているかということであるが、伸び率自身は引き続き高いところだと思う。インドであるが、注目して頂きたいのは4. 卸売物価である。こちら3月+6.4%、さらにこの統計は週次で出ていて、直近の週では+7.8%まで上昇している。インドも昨日準備預金率の再引き上げ——この2週間の間に2回引き上げている——を行っており、インフレ警戒的な政策スタンスが取られている。図表3-2に移って、NIEs、ASEANであるが、(2)の輸出合成指数——これは私共で作っているもので、まだ1、2月分しか反映されていないが——は、ご覧のとおり、第1四半期全体の前期比は+1.9%、うちIT関連の分野の寄与度は-1.2%になっている。各国別のところをご覧頂く。3月は韓国と台湾が2月に比べて好転しているので、3月まで入れたこの合成指数はここよりもう少し良

い姿になっていると思うが、個別の話を聞いてもアメリカ向けの輸出の依存度が相対的に高いところ、あるいはITの部品関連の輸出依存の高いところ等の国では、輸出面で若干の減速感が出ているようである。以上で、私からの説明は終わる。

白川議長

ご質問はないか。

西村副総裁

ユーロは、ドイツだけが比較的強い状況である一方、他はかなり弱い状況がずっと続いている。今後もこれが続くことになりそうか。

出沢国際局長

コンポーネントによって、若干綾がある。ドイツにおいても、輸出のPMIは低下方向に動いている。水準的にはまだ50を超えているが、他の国では50を切っていて、ユーロを合わせるとちょうど50の水準にきている。先程少し触れたように輸出のサーベイが弱く、その中で、ドイツにおいても輸出にそういう感じが出ている。それから、先程触れなかったが、自動車の販売は足許非常に下がっている。イタリアとかフランスでは、環境関連税制の変更がこの1月にあったので、前期の駆け込みに対する反動という面がある。ただ、国別にみていくと、そういう変更がなかったドイツでも乗用車の販売には若干弱さが出ているということである。

白川議長

輸出について、今、明確にというか、ある程度はつきり数字が落ちかかっているのは、最後に説明があったアジアである。しかし、中国も強いし、ヨーロッパも一旦落ちるかと思ったら、どうもそうでもない。取り敢えず、判断を留保するということである。それから、この後、説明があるが、日本の輸出も堅調である。景気は減速方向であるというのも、それはそれで

常識的な判断だと思うが、両者を整合的に説明する仮説としては、どういうものが考えられるか。

出沢国際局長

輸出を捉えた時に、地域によって動きが少し違う。まず、ユーロの輸出については、若干留保したい。サーベイは受注動向をみており、そこで弱さがあるから方向感はそのような反応になっている。それから、アジアだけ輸出の弱さがみえているというハードデータがある。ただ、景気全体の判断としては、先程触れなかったが、内需が結構しっかりしている面もあるので、トータルの景気スローダウンの角度は輸出よりもう少しなだらかなだろうとみている。そういう意味で、全体の図は、冒頭申し上げたように、前回あるいは私共の中期見通し——1か月前に説明した——から大きく変わっていないと理解している。

白川議長

他にないか。

須田委員

米国の消費者コンフィデンスが落ちていると聞く。詳しくチェックしていないが、その中身はどういうところが弱いのか。

出沢国際局長

ミシガン大学とコンファランス・ボードで、注目しているところが若干違うという性格があるが、今聞いているのは、失業というか雇用環境の悪化を懸念するマインドが効いてきている感じである。

水野委員

職が得にくいということだな。

須田委員

雇用関係で言うと、イニシャル・ジョブレス・クレーム——新規失業保険申請件数——については、どんどん増えていくかと思ったら、足許少し改善している。また、雇用の悪化状態は、これまでのリセッションと言われていた時期に比べたら、悪化度合い、スピードが遅い気がするのだが、その中にあってもマインドはかなり落ちている感じが。

出沢国際局長

まず、クレームだが、ご案内のとおり、非常に振れがあり、均してみるとトレンドとしては明らかに上昇と認識している。それから、サーベイデータとハードデータについて、過去と比べた場合、違いがあると思う。マインド形成のうえでパラメーターが社会環境の変化に伴い変化しているから、20年前、10年前のリセッションと比べて、マインドとハードデータの関係が崩れている可能性は大いに有り得る。それから、ハードデータの例である新規雇用の前月比増減も、ご案内のとおり、今年に入って非常に弱くなっていて、次回のMPMまでに直近の数字が出てくると、どうなるか分からない。さらに弱くなるかもしれない。そうすると、サーベイともそれ程ずれていない感じがと思っている。

西村副総裁

アメリカでも、パート比率が非常に高くなってきている。特にサービス系はパートが非常に多いが、その比率がどんどん高くなっている。このようなことが今のことと関係している気もするが、良く分からない。

出沢国際局長

今、サービスで堅調なのは、医療だけである。他はどんどん弱くなってきているから、そういう意味で、今まで柱というか、サービス経済の中で良いかと思ったところも弱くなってきている。

西村副総裁

サービス経済でフルタイムがパート化してきている可能性はあるような気がする。

水野委員

新規失業保険申請件数が 37 万件位である。40 万件が一つのベンチマークであるが、失業保険受給者数も少しずつ上がってきている。だから、平均失業期間が延びていることが確認できる。雇用統計でも傾向は大体似ている。だから、職を得にくいと答えている。それが全部整合的である。レーバーマーケットが悪くなってくる雰囲気は、金融が典型であると思うが、職を一回失うと再雇用が難しい、パートはあるが良い職がないことによると思う。

白川議長

他にあるか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢についてお願いします。

門間調査統計局長

月末であるから色々指標が出ていて、今日使用する資料がばらばらになる。三つ使う。従前からお配りしている通常の資料－4（参考計表）、一昨日お配りした資料－4（追加図表その1）、それと本日、先程出た指標について、今、配っており、その2である。その三つを本日使う。今、お配りした（追加図表その2）から片付けてしまいたいと思う。片付けると言っても、私もみたばかりであるから、皆様と一緒に考えながら数字をみる感じになるかもしれない。図表1、生産である。生産は少し弱い。月次の指標が入っていて、3月が－3.1%とかなり弱かった。その後、予測指数で4

月が -0.3% 、5月が $+3.4\%$ である。予測指数を5月までみれば良いが、四半期でみると、第1四半期の実績が -0.6% 、第2四半期が6月横這いの前提で $+0.4\%$ であるから、均してみれば横這い圏内という判断で良いと思う。ただし、第2四半期のプラスはあくまでも予測であって、足許の特に3月の落ち方は少し予想外に大きい感じがする。特に、私が気になっているのは出荷である。3月にかなり落ちていて、単月で -3.9% 。その結果、第1四半期全体での出荷も -0.5% とマイナスになっている。従前から申し上げているように、その前の2四半期位の反動がある面はあるが、それにしても、3月の落ち方は少し大きかったという感じがしている。因みに、3月の生産でかなり落ちたのは、輸送機械と一般機械である。出荷は、後程申し上げるように、輸出は強いので、論理的には内需が弱いことになる。実際、出荷の中身をみても、消費財、資本財ともに弱い。後程数字を申し上げるとおり、特に資本財が弱いということで、設備投資関連が少し弱くなってきている感じがある。ただ単月の振れという可能性もあるし、5月は予測指数がピックアップしているので、もう少し様子を見たい。ただ、内需のダウンサイド・リスクが強まってきている感じが滲み出ているということかと思う。というのが生産の状況である。在庫については、ご覧のようにほぼ横這いで、在庫の積み上がりはみられないが、出荷が足許落ちているから、在庫率は足許上がっている姿になっている。従って、今後、出荷がさらに低下することがないかどうか、その辺りを注意深くみていく局面になってきていることかと思う。以上が生産である。

他にも幾つか出ている。次の図表2の個人消費関連である。今日出たのは家計調査報告である。この中でGDP統計に最も近い集計がなされているのは、消費水準指数の実質除く住居等であって、1~3月で前期比 $+0.9\%$ である。これで見ると、個人消費はそう悪くないかという感じである。ただ、家計調査は閏年調整がなされていないようであるため、どういう扱いになるかによって、GDP統計の数字が変わり得る。それから、本日出たものではないが、商業販売統計がある。こちらの供給サイド——販売サイド——の統計は、小売業販売額（実質）でご覧頂いて、1~3月前期比が

-1.1%と少し弱かった。こちらは、我々が季調を掛けて閏年の分も調整している。中身としては、家電販売は相変わらず好調であるが、それ以外が全般に低調で、百貨店の話でも衣料品とか高額商品が冴えないということが聞かれているし、食料品についても名目値はまずまずであるが、価格上昇分を差し引くと実質では良くない。以上が個人消費である。

それからもう一つ。図表3、雇用である。これもあまり良くない。有効求人倍率が3月は0.95倍で、僅かであるが、ダウントレンドが止まらない。いわゆる行政指導の影響があるが、それだけで説明し切れるか、段々不安になってきている。と言うのは、例えば新規求人倍率のところの内訳の新規求人と新規求職をご覧頂くと、3月は求人が-6.8%、求職が+4.3%である。労働需給についても単月の動きかもしれないが、先程の生産と合わせて考えると、少し嫌な動きが出てきているかという感じがしないでもない数字である。それから、＜労働力調査＞の失業率は3月3.8%で低下しているが、一方で雇用者数は3月は前年比-0.1%で、2か月連続のマイナスである。サンプル要因であるとする、2か月で捌けるので、2月、3月弱くて4月どうかという辺りが注目されるが、均してみても、この労働力調査の雇用者数は伸び率が低下してきている感じがあるので、先程の生産、それから有効求人倍率と合わせて、内需を中心に経済活動全般が多少弱まってきている可能性があるという数字かと解釈できる。一方で、本日出た数字ではないが、＜毎月勤労統計＞の中では、2月の所定内給与分が+1.1%。速報が+0.9%であったから上方修正されていて、給与はプラス圏が定着してきている感じがある。ただ、毎月勤労統計はいわば労働者の所得全体の平均賃金であるが、業界の統計の中には足許のフローでみたパート等の新規募集の時給が頭打ちになってきているというデータもあるので、そういった先行的、ただ限界的な動きが今後広がっていくのかどうかは、今日の新しい指標と合わせてみても、若干注意してみていくべきかと思っている。

以上、明るい話が全然ないが、図表-4（参考計表）には明るい指標が一つだけある。それは輸出である。図表4をご覧頂くと、輸出については

3月分まで入っているが、ご覧のように全く減速していない。図表3に数字がある。1～3月は+3.3%という高い伸びになっている。一方、この間、実質輸入は横這い圏内の動きを続けているので、実質貿易収支は非常に強い伸びが続いている。1～3月は+9.5%増加している。この結果、図表4の(2)でご覧のように、実質貿易収支はずっと一本調子でかなり強く伸びていて、足許も相当強い状況である。恐らく、2007年度のGDPに対する純輸出の寄与度は+1%を超えて、過去数年間でも最高になる。一方、同じ図表4のグラフで確認して頂きたいのは、名目貿易・サービス収支——細実線——が10～12月から下がり始めており、足許の下がり方も大きくなっていることである。このグラフをご覧頂くと、コントラストが非常に付いている。これだけコントラストが付くことはあまりない。いかに足許の交易条件の悪化が大きいかを表わしている。足許、日本の景気は輸出で相当支えられているが、他方、恐らくその背後にある世界経済の好調な状況が商品市況の高騰をもたらして、むしろ交易条件面から日本の足許の景気が減速している姿が、この図表一枚でもある程度出ているということかと思う。図表5で、その輸出の内訳である。これも基本的な構造は全く変わっていない。第1四半期の列をご覧頂くと、アメリカ向けは若干減少しているが、それ以外がEU向け+4.2%、東アジア向けが+4.9%、その他向け+4.9%と、非常に強い状態が続いている。先行きについては、アメリカ経済停滞の影響や新興国、資源国のスピード調整から、日本の輸出もなにがしか減速する蓋然性が相対的には高いと思っているが、場合によっては、新興国、資源国の需要好調がまだ暫く続く可能性も小さくないと思う。ただ、勿論、その場合には、原油など国際商品市況の上昇による交易条件の悪化がさらに厳しくなる可能性が出てくるし、新興国、資源国自身のハードランディングのリスクも強まる点には注意が必要である。いずれにしても、先行きの海外需要については、アメリカ経済停滞の影響だけではなくて、少し長い目でみた新興国、資源国の動向や、その一次産品価格への影響の辺り全てを見極めていく必要があると考えている。以上が輸出関連である。

図表 10 まで進んで頂いて、設備投資である。前回以降、＜先行指標等＞の機械受注が新しく出ている。2 月が入っている。2 月が入っても、1、2 月前期比で+8.5%と強い。ただ、1 月は非常にスパイクが大きかったので、3 月に普通の数字が出れば均されるので、1~3 月がもう少し小幅のプラスになる可能性が高い。加えて、1~3 月については、携帯電話の受注増が入っているので、その分も割り引いてみておく必要がある。それから、問題は資本財出荷である。先程の生産統計で数字がリバイスされて、この 1~3 月の新しい数字を申し上げる。資本財出荷全体で-0.5%とあるが、これが-2.6%になっている。それから、資本財出荷（除く輸送機械）-2.0%は-4.2%である。従って、輸送機械を除くと、2 四半期連続のマイナスであって、かつ足許のマイナスが大きい。均してみれば設備投資は増勢を続けていることで良いかと思うが、その増勢は明らかに鈍化しているということかと思う。それから、設備投資関連でもう一つ気になるのが、図表 13、中小企業金融公庫の調査による中小企業の設備投資実施企業割合である。それぞれ太実線である。ご覧のように足許下げ止まっているかという感じはなくはないが、それにしても随分下がった後であるので、レベルは低い状況である。昨年後半については、改正建築基準法の影響もあったとみられるが、今年に入った辺りから中小公庫の別の調査でみた売上、利益の D I も足許一段と悪化しているので、設備投資の今後の展開については中小企業を中心に注意が必要かと思う。

雇用、個人消費、生産は先程お話したので、この資料で図表 28 まで進んで頂きたい。国際商品市況が強いことがこの数週間の中での一番大きな変化かと思う。図表 28 の（2）の原油価格でドバイ 101.94 ドルと書いているが、直近は 110 ドル近くになってきている。通関原油は 2 月 92.71 ドルと書いているが、3 月は速報が出ていて 95.0 ドルまで上がっている。そして、ドバイの 110 ドルに段々擦り寄っていくことを考えると、この通関原油も 4 月、5 月で 100 ドルを超えてきて、6 月位にも 110 ドル位になる蓋然性が高まっている。従って、1~3 月まで続いていた交易条件の悪化はそこで止まらず、4~6 月以降も続くことを意味する。この点につい

て、図表 27 で輸出入物価の数字をご覧になりながら申し上げていきたいと思う。輸出物価(円ベース)は円高の影響で、10～12 月の前期比が-2.6%、1～3 月は-3.7%となっている。それから、一方で輸入物価(円ベース)は 10～12 月が+2.8%、1～3 月が+0.2%と、円高にもかかわらず国際商品市況が強いので、上昇を続けている。この輸出入の往復ビンタで交易条件が悪化しているということである。そして、輸出価格は、円相場が横這いと考え、4～6 月以降はほぼ横這いになっていくが、先程申し上げた原油価格の足許の状況を踏まえると、輸入物価は前期比ベースで 4～6 月、7～9 月ともに+3%を上回る上昇になるという計算になる。従って、10～12 月、1～3 月程ではないが、ここからさらに半年間、かなりのペースで交易条件の悪化が持続することになり、2008 年度上期の企業収益への影響は相応に大きいと考えるべきかと思う。それから、当然のことながら、こうした輸入物価の上振れは物価の先行きに関する見方にも影響している。図表 31 を開いて頂きたいと思う。まず、C G P I の足許の状況を確認しておくが、(1) 前年比は+3.9%という数字で 27 年振りの高い伸びである。(2) の 3 か月前比の足許も強い。足許の実績まででみる限り、原油よりもその他——白い部分。具体的には加工食品——、それから鉄鋼——縦縞——が強いことによる面が大きい訳である。この加工食品、鉄鋼とも、想定していたイメージより若干強めという感じがする。しかも、鉄鋼については、高炉メーカーの歴史的とも言える大幅値上げが 4 月以降に本格化していくので、まだ上がっていく。それに加えて、先程から申し上げている原油価格上昇の影響がこれから出てくる。そういったことを全部織り込み、為替、原油は足許の水準で大体一定と仮定すれば、2008 年度全体の国内企業物価の前年比は恐らく年度全体で+2%台の後半、それも+3%に近い数字になる可能性がかなりあると思っている。これは、当然、消費者物価にも影響する。ということで、最後に残った資料、(追加図表その 1) という一昨日お配りした資料があるが、その図表 6 を開いて頂きたいと思う。足許の状況の確認になるが、(1) で 3 月の前年比が+1.2%まで上昇している。(2) の財で、食料工業製品——点々——のプラス寄与

が拡大しているほか、(3)のサービスについてもプラス寄与がこのところ拡大傾向にある。このうち、サービスについては、外食の上昇幅拡大傾向が続いているほか、自動車修理とか住居関連の手間賃など様々な家事関連サービスについても、寄与は小さいが、プラス方向の動きが出てきている。ただし、この2月、3月、足許のサービスの動きについて言うと、何と云っても携帯電話料金のマイナス寄与が消えたという一過性の影響が大きいので、足許にあるペースでサービスがこの先上がっていくとは考えにくいと思っている。むしろ、想定していたイメージよりも若干強いかという感じがするのは、財の食料工業製品であって、この点は極く足許、つまり図表8、東京の4月分をご覧頂きたい。(2)のグラフで点々のところが食料工業製品であるが、ご覧のように4月でかなりプラス寄与が拡大している。一方で、(3)のサービスは特に年度替りで急に上がることは起きていないので、ここから先は財の食料工業製品と石油製品を中心に少し上振れ気味になっていくのではないかとと思っている。ということで、このCPIについても、今の私の感触を申し上げますと、この後、原油価格が横這いかつ明日から暫定税率が上がると仮定すると、2008年度全体の消費者物価前年比は+1%を超える蓋然性が高いという計算になる。強いて言えば、+1.2%位とかになる可能性が高いと思っている。ただし、先行きは原油次第という面もあるので、かなり不確定要素がある。それから、そもそも色々なものが動き始めると、これまでのように毎月ぴたりと当たる訳にはいかないので、ましてや2008年度全体になれば、かなり数字の幅をもってみて頂く必要があると思う。

ということで、本日の話を簡単に総括すると、第一に、輸出そして恐らくはその背後にある世界経済は、これまでのところ、思いの外強いということである。第二に、恐らくそのことと関係があるが、国際的な原油・燃料価格が想定していた以上に強い。従って、物価はCGPI、CPIともこれまで持っていたイメージよりも上振れて推移しそうであるということである。そして、第三に、そのことは企業収益や家計の実質所得の下押し圧力になるので、設備投資や個人消費のダウンサイド・リスクは幾分強

まっております、恐らくそのことが今日の生産等にも若干表われているということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

亀崎委員

輸出について。ご説明では、実質輸出はずっと非常に強い、世界経済も思いの外強いというお話があった。しかし、一方で、日本の輸出を名目ベースでみると、少し気になる動きをしている。10月からみているが、伸びが+13.8%、+9.6%、+6.8%、+7.7%、+8.7%と相応に高かったが、3月には+2.3%に落ち込んでいる。しかも、アメリカ向けの減速が大きくなっていると同時に、アジア向けの伸びがうんと落ち込んでいる状況がある。実質と名目は違うし、3月だけの単月でみることは適当でない。が、名目でこういう形が出てきたことは、世界経済の伸びが低くなり、日本の輸出が減速している兆しが出てきたとみるか、それとも、もう少し状況をみなければ判断はできないか。

門間調査統計局長

今おっしゃった名目ベースの輸出は円ベースであるので、10月以降であれば円高の影響が大きいと思う。特に、今おっしゃったアメリカ向けとアジア向けはドル建て比率が高いので、ドルを円に換算する時の換算レートが円高になっていることによって、名目計数の伸び率が低下してきていることの影響が大きいと思う。それと、アメリカ向けは、元々実質でも横這い位であるから、為替が円高になれば、たちどころに金額ベースではマイナスになってしまう状況である。それが起きているということかと思う。

亀崎委員

そうすると、必ずしも日本の輸出の減速の兆しであるとは言えないとい

うことか。

門間調査統計局長

それは日本の輸出減速の兆しではなくて、むしろ先程申し上げた交易条件の悪化——10～12月以降、輸出価格が低下し、その一方で、輸入物価は上がっている——に関連してくる話かと思う。

須田委員

3月の色々な数字が出たが、今日数字を出さなければならないという立場から感触を聞きたい。GDPの第1四半期のQEはどの程度か。

門間調査統計局長

正直申し上げて、これは良く分からない。ただ、純輸出は1～3月はかなり強くて、そこだけ単純に考えると寄与度で+0.5%位は出てくる可能性がある。ただし、それで上振れかと昨日まで思っていたが、今日の資本財とか消費財の出荷もあまり強くないので、そうすると供給サイドの消費もあまり良くない。それから、家計調査はどう調整されるか分からないことを考えると、内需全般は1～3月はかなり弱い。マイナスになるか分からないが、設備投資はひょっとしたら1次QEはマイナスであろう。従って、その辺りは何とも言いがたいところがあるが、設備投資のマイナスからすると、輸出の増加分をかなり相殺してしまう可能性がある。一方で、住宅はゼロ近傍だと思う。若干プラスかもしれないが、そう大した寄与にはならない。個人消費もそのような感じとすると、トータルで若干のプラスが残るかという位が、今の私のかかなり当てずっぽう的な計算であるが、その辺は1～3月に多少振れても年度全体の仕上がりにはあまり影響しない。むしろ、足許の景気の実勢で考えると、内需は思っていたより少し弱いかもしれない。ただ、一方、外需は思ったより強いので、そこも恐らくキャンセルアウトされて、4～6月以降の状況判断にあまり大きな影響を及ぼすと考えなくて良いかと思う。ただ、それを全部ネットアウトした生

産が少し弱いので、どちらかと言うと、ダウンサイドをみる一方で、これまでみていたようなGDPの想定で概ね考えておく、といった感じだと思う。

水野委員

輸送機械の生産が-6.8%、出荷が-4%である。これはこれまでの作り込みの反動で良いが、精密機械の生産が-8.6%、出荷が-13.7%とか、建設財も-4.0%の生産減である。後者も反動で良いが、全体的に少し弱い。説明された以外のところも弱いので、やはり全体的に弱いという評価で良いか。

門間調査統計局長

建設財については、3月の生産が落ちているが、1~3月の出荷はプラスに転じている。建設は底打ちしているか、という感じがする。ただ、やはり設備投資が一番気になって、その次に個人消費が少し頭が抑えられているという感じになる。

水野委員

資本財の出荷が相当減少している。

野田委員

物価については、先程、原油価格次第とおっしゃっていたが、それはそのとおりだと思う。ただ、一方で食品価格も足許相当上がっている。先行きの仮定として、食品の国際市況が原油と同じ方向へ動いて、下がらないまでも頭打ちとなれば、いずれ前年比で上昇が剥落する訳である。食品価格が原材料価格のピークアウト、ないしは若干の値下がりに対してどう反応するかについて、どうみれば良いか。ガソリンなど石油製品は恐らく相当感応度が高いだろうが、食品は不透明であるから、どういう見方をしていれば良いか。

門間調査統計局長

食料品の価格に対する影響は、かなりタイムラグを伴って出てくると思う。従って、足許から市況が多少下がった位では、今の上昇圧力はそう簡単には収まらないと思う。ただ、例えば小麦市況が、今、反落しているが、本当に安定してくるか、あるいはもう一回また上がって、秋に政府がもう一回ぱっと上げなければならないのかによって、2009 年度は変わってくると思う。

野田委員

勿論、先行きがみえない部分があるが、例えば小麦は、もう一回、10 月に 1~2 割位上がるとか言われている。そういうものを含めてみると、足許物価を押し上げている食品は、2009 年度、末端では然程下がらないとみておいた方が…。

門間調査統計局長

その方が良いと思う。

水野委員

小麦は普通上がるな。

野田委員

勿論、まだ上がるが、その影響を除いても下がりにくいのではないかと
言っている。

門間調査統計局長

上がり方は、恐らく 2008 年度よりは小さくなるだろうが、まだ上昇する方向とみておく方が妥当かと思う。

中村委員

CPIに関して。先程、門間調査統計局長から今年のCPIの上昇率は+1%を超えるとの話があったが、これは原油価格は足許の水準で横這いということでの試算であるな。

門間調査統計局長

然り。従って、6月以降、通関価格で大体110ドル位になっていく位の想定であると、計算上は大体+1.2%とかいう感じになる。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境についてお願いします。

雨宮企画局長

それでは、「金融環境の現状評価」、資料-5(参考計表)に沿ってご説明申し上げます。このタイミングでは、金融環境のデータのうち直接市場等のものは月次でまだ締まっていない。貸出マネー等の量的指標、ローン・サーベイ位が新しいデータであるので、基本的にこれに基づいてご説明申し上げます。基本的に今までの評価を大きく変える必要はない、と考えている。図表1の民間部門総資金調達である。これは3月の数字が出ていて、+0.2%と、若干プラス幅を拡大させている。中身は、銀行・信金・外銀計の貸出の寄与度が上昇していることが主因である。貸出の内訳は、図表2の主要業態をご覧頂いても、特殊要因調整後の三業態合計で2月+1.4%から3月+1.7%と伸びを高めている。この数か月間、貸出が伸びを若干高めてきており、この要因として今まで三つ位でご説明申し上げてきた。一つが、去年の夏以降の株価低迷を利用して仕込んできたM&A案件の実

行がこの1、2月に重なったこと。二つ目が、原料コスト上昇で運転資金需要が増加していること。三番目が、恐らく社債市場からの振り替わりがあるだろうということ。この三つをご説明してきたが、3月については、M&A案件の実施がみえないので、恐らくこの原料コスト要因が大きいだろうとみている。その他、一つだけ特殊要因がある。この中で業態別をご覧頂くと、地銀・地銀Ⅱの合計が2月の+3.1%から3月+3.3%と0.2%ポイント伸びを高めている。これは、恐らく全部特殊要因だと思う。というのは、3月に地方自治体の財政支援策として、いわゆる地方貸し——財政投融资から地方向けの財政融資資金の貸出——のうち貸出金利が7%以上の高利のものについては期限前償還しても良いことになり、期限前償還が実施されて、かなりの部分が民間貸出に振り替わったとみられる。この影響が恐らく出ているので、この3月の数字、三業態合計の出来上がり+1.7%は若干割引く必要があると思っているが、それにしても、少し強めの数字が続いていると思う。中身については、図表3(2)〈企業規模別、月次〉——これは2月前の数字である——で、大企業は前年比プラスである一方、中小企業はマイナスという図だろうと思っている。

これが今回のローン・オフィサー・サーベイでも確認されているので、これをご覧頂く。図表7(2)で、主要銀行貸出動向アンケート調査の季調済みの数字で資金需要のDIをご覧頂く。達観してみれば、大企業——太実線——は昨年以降ほぼ横這い傾向にあるのに対して、中小企業——細実線——が、昨年、プラスからマイナスに転じて、この幅が少しずつ拡大しているところに、先程の法人季報データと同じようなアンケート結果が出ている、と考えられる。因みに、図表6で、中小企業の中でも特に小さいところ——零細企業——中心の国民生活金融公庫のDIが出ていて、〈資金繰りDI〉の1~3月は-33.1%ポイント、〈金融機関の貸出態度〉も1~3月は-17.3%ポイントという格好で引き続き悪化している。ローン・サーベイの中身、特徴点を少しご覧頂くと、図表9の金融機関の貸出運営スタンスである。

(1)の貸出運営スタンス全体であるが、中小企業向け——太実線——は全体として積極化超であるが、積極化超幅は2007年入り後かなり縮まっ

てきている。他方、大企業向け——細実線——は、達観してみれば、この1年間ほぼ横這いで変わりはない。いずれにせよ、大、中堅、中小通じてみても、D Iとしてはまだ積極化超である。ご案内のとおり、この間、欧米の金融機関は同じようなD I調査で、昨年7月以降、それまでの緩い超とんとんから急激に厳しくする超に変わっている。これと比べると、大きな差があることだと思う。

また、今の金融機関の貸出態度が出ている指標として、(2)の利鞘設定で、格付け上位先について一番右側のところをご覧頂くと、これは数字が上に行く程緩くなる訳で、利鞘を若干絞っても貸出を行いたいという気持ちが出ている。中身を個別にみると、地銀・地銀Ⅱ辺りで、地元の資金需要が小さい中で、東京事務所を中心に貸出を積み上げたいという気持ちが出ているので、全体として企業規模別の格差は拡大しているが、緩いというスタンスは維持されている。背景としては、サブプライムローンのロスがあるとはいえ、日本においては限定的であること、基本的にマネーマーケットの安定が保たれているため、流動性に問題がないこと、低金利以外に低金利を取り巻く状況も含め、民間の運営スタンスを緩和的にする状況が続いていること、と思っている。

資本市場は数字がまだ纏まっていないが、図表 10 で中間報告だけさせて頂く。＜国内公募社債の発行額＞の4月のpは18日までの速報であるが、社債は4月に入って盛り返している。18日までの合計でも7,450億円出ているので、2月、3月は少し様子見の機運があったが、4月に入ってまた発行が増えている。ただし、特徴的なのは、その中でもBBB格はゼロである。低格付け先かつ特定業種向けについては、厳しい状況が続いていると思う。

それから、量的指標の続きで、図表 15、マネーである。これも従来と同じ傾向である。マネタリーベースは、前回ご報告申し上げた。＜マネーサプライ＞が新たに出ていて、3月のM2+CDは+2.2%、+2%強の伸びが引き続き続いている。

倒産等もご説明したので、あと一つだけ、図表 21 の人々のインフレ予

想である。今回、半年に一度調査されるコンセンサスフォーキャストの長期調査が出ていて、(2) エコノミスト見通しの<コンセンサスフォーキャスト>である。3年、5年、10年の新しい数字が出ている。数字を申し上げると、3年間平均は+0.9%、5年間平均は+1.0%、10年間平均が+1.2%であるので、凸凹はあるが、達観してみれば+1%位の辺りにアンカーされているというイメージかと思う。

今日、表をまだリバイスしていないが、図表 22 のマクロ的な金融環境の評価については、CPI でああいった数字が出ているので、恐らく金利水準と実体経済(1)は緩和がより深くなっていると思う。これはまた次回纏めてご説明申し上げたい、と考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

金融機関の貸出態度、貸出基準については、中小、零細に対してはかなり厳しくなっている感じが支店長会議でもあって、差が出てきているのではないか。

雨宮企画局長

中小と零細の間か。

水野委員

そのギャップがある。また、パチンコ、ゼネコンといった業種に対して厳しいというか、徹底的に厳しくしている。

雨宮企画局長

元々ローン・オフィサー・サーベイはサンプル数が少ないので、答え方を細かくすると意味があるか、という問題もある。それは、恐らく今申し

上げた他の中小公庫、国民公庫との差等の中身を分析しながら判断していくのだろうと思うが、同じ中小と言っても、その中身のギャップが広がっているのはご指摘のとおりである。

水野委員

日本銀行用語で総じてと書いてあり、非常に上手く書いてあると思う。多分、かなり区々であるという感じである。

白川議長

前回も言ったが、金融環境の点検は非常に大事だと思う。先程、雨宮企画局長の説明にもあったが、日本の場合、欧米と違って、例えば金融機関の貸出も急激に引き締まるということではない。全体の金融環境は欧米対比では緩和的であるが、若干気になるところもある、という話だったと思う。なぜ、日本の場合、欧米対比金融環境が厳しくなっていないのかについては、実体的にサブプライムローン関連というかクレジット関連のエクスポージャーが相対的に少ないのが基本的な要因だと思うが、それに加えて、従来から言っている肌理細かな流動性の調節というか金融調節の影響もあると思う。日本の金融調節を改めてみると、例えばターム物の供給だとか、貸出のファシリティだとか、あるいはそういうファシリティに対するアクセスの範囲とかについて、幾つかのディメンジョンで整理した場合、達観すると、日本銀行は今の欧米の制度——特に、FRB、それから今回イギリスも新しい制度を入れたりしたけれども——対比でどのような整理になるか。細か過ぎるところは捨象し、達観すると、どのような評価になるか。

雨宮企画局長

総裁ご指摘のとおり、この半年間での金融調節を欧米の新しい措置も含めて考えると、アメリカ、欧州の調節も大分日本の調節に近付いてきた感じがするが、幾つかの視点からみて、なお日本の方が弾力的かと思う。テ

クニカルに比べると色々な視点が出てくると思うが、三つ位で分けて考える。一つは、オペ手段の使い勝手の良さと言うか、ユーザーフレンドリネス、アクセシビリティで考えると、日本銀行の場合、共通担保システムという担保の入替えが自由であるというシステムを持っている。アメリカはTAFを入れたことによって大分近づいてきているが、まだパッチワーク的に作っているので、日本のように共通担保として整っているのとは比べると、日本の方が一日の長があると思う。それから、何と言っても、ロンバートの使い勝手の良さである。ロンバートで借りることにスティグマがない。これは、過去、日本銀行が貸出を中心に調節を行ってきた要因もあるが、実際にこの間できるだけ予行演習するよう金融機関に話をしたり、薦めたりも含めて、金融機関も使うことに慣れているし、スティグマもないという意味で、日本銀行のアクセシビリティの方が一日の長があると思う。二つ目で、フレキシビリティ——柔軟性——という点で考えても、申し上げるまでもなく、日本銀行は1年までオペができる。昨年夏以降、アメリカは28日物まで、ECBが6か月物まで導入したが、日本銀行は1年物までできる。かつて金融システム不安の時に、日本銀行は11か月物のオペまでやったが、タームを長くすることができること。また、フレキシビリティという意味では、売出手形という非常に弾力的な吸収手段がある。長いオペをやる時になぜ逡巡するかと言うと、吸収が自由自在にできないため、長いオペは危ない訳である。それからすると、吸収手段が揃っている意味でもフレキシビリティはあると思う。三番目に言うと、オペ先の範囲である。Fedは漸くプライマリー・ディーラーを入れたが、日本銀行は元々証券会社、マネー・ディーラーも含めて広い範囲のオペ先を有している。今申し上げたアクセシビリティ、フレキシビリティ、オペ先の広範さという三つの観点からも弾力性が高い。これが、金融機関の流動性懸念を払拭させる要因になっていると思う。

野田委員

アメリカも吸収手段では、色々苦慮しているようである。

雨宮企画局長

元々、吸収手段があまりなかったが、ここにきて漸くF Bを売却し始めた。当初は、元々持っているF Bを現金償還するという格好で間接的に吸収しようとしたが、段々それでは足りなくなって、売却している。中央銀行が自ら負債を作り出してマーケットに売るという手段は、まだ各国は持っていないので、その意味でも日本銀行による金融調節の弾力性は非常に高いと思う。

稲葉理事

形式的に言うと、確かに供給という側面の他に吸収という手段を揃えておかないと、タイムリーに調整ができないことは、まさにここでご議論になったとおриだと思う。それはそれで一つある。その他に、色々範囲とかフレキシビリティの問題があると思う。また、必ずしもまだ試されていないが、基本的な要素として、多分こういう局面だからこそ、中央銀行も大なり小なりある程度リスクをテイクすることがある。従って、金融調節の効果は、逆説的であるが、どの位中央銀行がリスクを取りながら流動性を供給できるかに依存してくる。勿論、中央銀行はリスクを取れば良いというものではないので、リスクをぎりぎりコントロールしながら流動性を最適に供給することができるかどうか、決定的に大事なのではないか。それはオペレーションとして買い入れる、あるいは担保で取る、その掛け目なり価格なりをどう設定できるか、そのバリュエーションの能力、そういった基本的な能力によって、その効果が随分変わってくるのではないか。その点、日銀を自慢する訳ではないが、オンサイトのエグザミネーションをやっているとか、信用判定で各商品のバリュエーションをみているとか、あるいは企業の信用判定をやっているとか、そういう日頃の能力が大事な要素として効いているのではないかと思う。

白川議長

確かに単に技術的に色々な手段があるという話ではなくて、それを支えるバンカーとしての能力——銀行の銀行としての能力——があるかどうかということだと思う。

西村副総裁

二点。一つは、ロンバートの使い勝手の良さについて、見方によれば、日本は比較的安定しているので、逆に言えばロンバートに頼る必要性が広範に生じるという問題がなかったとも言える。従って、これに関しては色々考えなければいけないと思っている。もう一つは、確かFRBが新しくリザーブにインタレストを付けることを今日ディスカスする。結果は、何となく分かる気もするが、そういうことは我々に今ないので、逆に言えば、我々のツールキットの中で考えていく可能性は十分あるということをコメントしたい。

水野委員

付利をする。

西村副総裁

リザーブに対してである。

水野委員

今日か。

雨宮企画局長

議論を始める。法律がエフェクティブになるのは、かなり先である。

白川議長

他にないか。それでは、ここで一旦コーヒーブレイクに入って、再開は

10 時 50 分でお願いします。

(10 時 39 分中断、10 時 50 分再開)

白川議長

それでは、再開する。

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

白川議長

金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議を再開する。最初に経済・物価情勢の展望についての執行部の説明をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、展望レポートについて、事前にお配りしたものは計数が入る前で表現も穴開きになっているので、頂戴して集計した数字を元にご説明申し上げます。今お手許にお配りしたもののうち、最初に数字であるが、10 頁目の（参考 1）をご覧頂きたい。その中の 2008 年度～2009 年度の政策委員の大勢見通しについてご説明申し上げますと、まず実質 GDP 成長率については、2008 年度は+1.4～+1.6%、中央値+1.5%である。10 月時点の見通しが+1.9～+2.3%、中央値+2.1%であったから、10 月時点の見通しと比べると下振れである。この後、2009 年度については、大勢見通しで+1.6～+1.8%、中央値+1.7%であるので、成長率としては幾分高まる姿であるが、全体としては潜在成長率並みという成長が続くイメージかと思われる。それから、国内企業物価指数である。2008 年度+2.2～+2.8%、中央値+2.4%であるので、10 月時点の見通しからは明確に大きく上振れである。2009 年度は+1.3～+1.6%、中央値は+1.5%となっている。それから、消費者物価指数（除く生鮮食品）も 2008 年度+0.9～+1.1%、中央値も+1.1%であるので、これも 10 月時点の見通しの中央値+0.4%から大きく上振れ、2009 年度もほぼ+1%並みの伸びが

続く見通しになっている。今回、この間の不確実性を踏まえて、委員方にそれぞれのリスクの分布の数字を頂いて、それを集計したリスク・バランス・チャートが 11 頁の（参考 2）である。真ん中に点々点とあるのが今申し上げた中央値である。丸々で線がみえるところ、みえないところあるが、これは大勢見通しの範囲。三角三角が全員見通しの範囲である。この分布の特徴について、後で文章を申し上げる前提として何点か要約して申し上げますと、まず、(1) の成長率は三つ位あると思う。一つ目は、2008 年度については、この真ん中+1.5%と比べると、むしろ左側が厚くなっている、委員方の見通し全体としては、下方リスクが高いことが示されているように思われる。それに対して、二つ目は、2009 年度については、上、下がほぼバランスしている格好になっていて、やや長い目でみると、下方だけではなく上の方にぶれるリスクも意識されていることかと思われる。それから、三点目である。この幅をご覧頂くと、2008 年度に比べて 2009 年度は幅が大きくなるという意味で、両方向への警戒に伴って不確実性が大きくなることを意識しておられるという結果か、と考えている。それから (2) の C P I のチャートについては、両年とも+1%を中心に分布しているが、両年とも幾分左側、下方が厚い格好になっている。幅も 2008 年度に比べて 2009 年度が平べったい形になっている。不確実性が大きい点については、G D P と同じような姿になっているのが特徴かと思われる。

以上を前提に、埋め込んだ文書をご説明申し上げます。1 頁目にお戻り頂いて、今回から埋め込んだところに全部シャドーを付けたので、ご覧頂ければ直ぐにお分かり頂ける。今まで口頭でずっと申し上げていたが、ご覧頂いているとおりである。1 頁目の真ん中上で、「概ね潜在成長率並みの穏やかな成長を続ける可能性が高い。」。これは、先程申し上げた中央値のイメージで言うと、2008 年度+1.5%、2009 年度+1.7%。これは欄外で実質 G D P の潜在成長率については、「1%台半ばないし後半」と書いているので、これとの関係で両年とも概ね潜在成長率並みという評価で宜しいかと思う。前回の 10 月の見通しとの対比が下であって、「2008 年度の成長率は下振れて 1%台半ば、2009 年度は 1%台後半程度」と表現させて頂いた。

3 頁で一番上は需給バランスがどうなるかという記述である。これは数字を頂いて、概ね潜在成長率並みであるので、マクロの需給ギャップ、資源の需給状況も横這いで続くだろうと記述させて頂いた部分である。真ん中がC G P Iであって、「原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇を続ける。2008 年度の上昇率は、前回見通し対比で上振れる。」と記述している。その下がC P Iであって、「需給ギャップが概ね横這い圏内で推移する中、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇テンポを反映して、2008 年度央までは1%台前半で推移し、その後はやや低下するとみられる。その結果、2008 年度は前回見通し対比で上振れて1%程度、2009 年度も1%程度の伸び率となると予想される。」ということである。中央値は+1.1%、+1.0%であったので、両方とも「1%程度」という形で纏めさせて頂いた。それから、7 頁。金融政策運営の第一の柱、第二の柱のうち、第一の柱の部分である。全体として潜在成長率並みの推移、それからC P Iは+1%程度ということを簡単に記述させて頂いた。それから、その下、6 頁から7 頁目の欄外の脚注についてシャドーが付いているが、これは付け加えたのではなく、事前にお配りしたものから割愛させて頂きたいという提案である。市場の金利観については、今まで脚注を付けていなかったが、今回、市場の金利観が長い目でみれば金利上昇傾向だったが、現行段階では横這いか若干低くなるということで、変化を書いておいた方が良好だろうということから、書かせて頂いた訳である。しかし、ここ一週間ばかり非常に不安定になっているので、敢えてスペシフィックなことは書かない方が良好だろうと考えて、このシャドーが付いている部分を削除させて頂きたいという提案である。最後に9 頁の（B O X）リスク・バランス・チャートである。このシャドーが貼ってある部分が、先程、私が申し述べたリスク分布の特徴を簡単に説明しているところである。まず、実質G D P、「2008 年度の分布は下方向に偏っており、委員は上方リスクに比べて下方リスクが高いと考えていることが示されている。一方、2009 年度は、上下の分布はほぼ均衡しており、委員は下振れと同様、上振れの可能性もあると考えていることを示唆

している。また、2008年度と2009年度を比べると、2009年度の方が分布の裾野が広がっており、時間の経過とともに不確実性が高くなることが示されている。」。C P Iである。「2008年度、2009年度ともに、やや下方に偏っている。また、実質G D P成長率と同様に、2008年度より2009年度の方が分布の裾野が広い。」以上である。それから、背景説明の方は同じような格好で補充させて頂いているが、内容は同じであるので、説明は省略させて頂く。以上である。

白川議長

議論自体は後で行うが、このことについて何か技術的なご質問はあるか。

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

白川議長

それでは、本日の議論の進め方であるが、金融経済情勢と展望レポート、それから次回決定会合までの金融市場調節方針の三点について、ワンラウンドでお一人7分程度を目途にご発言をお願いしたいと思う。なお、中長期的な物価安定の理解の点検については、後程別途議論する。それでは本日は、亀崎委員、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員の順で宜しくお願いする。それでは亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

今回は、まず、足許の金融経済情勢について簡潔に触れた後、特に経済・物価情勢の展望に重点を置いて述べたいと思う。最初に海外経済であるが、前回会合以降得られた情報からは、減速感の強まりが改めて確認されたように思う。米国では景気減速が一段と明確化している。すなわち、住宅市場の大幅減速、雇用悪化、消費減速が明確化しつつあり、当面は潜在成長率を下回る成長にとどまる蓋然性が高くなったと思われる。欧州では、P M I 製造業指数などでは、新規輸出受注を中心に減速感が窺われているが、底堅く成長を続けている。中国については、1～3月のG D Pは前年同期比

+10.6%の増加となり、2007年の+11.9%よりも減速したものの、輸出と固定資産投資の拡大に支えられて、二桁成長を維持している。

次に国内経済について、輸出と物価の二点に絞って述べたいと思う。輸出をみると、GDPを算出するもととなる実質ベースでは、堅調な増加が続いている。もっとも、数量面では横這いの動きとなっているほか、名目ベースでは+2.3%と3年振りの低い伸びとなっている。特に、これまで高い伸びを続けて、ウエイトも48%と最大のアジア向けが+1.9%と2月の+13.8%から大幅に伸びを低めている。また、半導体等電子部品、電算機類、テレビ受像機、音響機器、二輪自転車のマイナスが定着してきている。先程、執行部からは、足許の数量ベース、名目ベースの動きは交易条件の悪化を示すものであり、輸出の減速の兆しを示すものではないという説明があったが、輸出は、これまで景気の牽引役となってきただけに、今後、非常に重要なポイントとして注視していきたいと思う。

次に物価面では、国際商品市況はCRB指数が既往最高値を更新し、3月のCPIは前月よりも一段と伸びを高めている。この指数を構成する521品目の動きをみてみると、価格上昇品目数から価格下落品目数を引いた数は118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。すなわち、統計上ウエイトが小さい品目でも毎月これだけ長い期間上昇を続け上昇品目数も増えてきたことが、食料品の+0.39%ポイントの寄与度という結果に表われている。また、食料及びエネルギーを除く総合ベースで+0.1%となったことをみても、静かな、しかし容易には下落しがたい商品群の物価上昇を今後警戒すべき段階に入ってきていると考える。

次に、経済・物価情勢の展望について、やや詳しく述べたいと思う。まず展望レポートについては、特段の異論はない。我が国の経済は、先行き2008～2009年度を展望すると、概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高いと思う。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクが高

まっている。以下では、審議委員就任後約1年間の経済情勢の展開も踏まえつつ、ポイントのみ述べたいと思う。

一点目は、海外経済である。IMFは、今月公表した世界経済成長率の見通しを2008年は+3.7%、2009年は+3.8%と前回1月の+4%台からやや大きく引き下げている。これに示されるように、世界経済は当面減速すると思われるが、新興国の高い成長に支えられて成長を続けるとみられる。米国については、住宅着工や住宅価格、ミシガン大学消費者コンフィデンス指数、金融機関の収益指標など幾つかの指標は、3L問題から景気後退に陥った1990年代初頭、あるいはラ米危機、S&L危機のあった1980年代初頭の水準にまで悪化している。このことは、ダウンサイド・リスクの長期化、深刻化の可能性を示唆していると思われる。欧州は、域内内需に支えられて底堅く推移すると考えているが、米国景気の減速や金融機関の融資基準厳格化、ユーロ高、さらにはスペイン、英国等における住宅市場の調整の影響などから減速が見込まれる。また、欧州の新興国では、これまで欧州先進国からの資金フローに支えられて高成長を実現してきただけに、欧州系金融機関の与信姿勢タイト化などが、資金フローの急速な巻き戻しを通じて、景気を不安定化させるリスクには注意を払いたいと思う。中国は、若干の減速はあるものの、旺盛な国内インフラ整備の需要に支えられて堅調に推移すると考えている。ただし、北京オリンピック開催後の需要動向等については不確実性が高いため、予断なくみていく必要があるかと思う。このほか、中東、ロシアなど資源国は、資源高による所得流入もあって、高い成長を維持すると思われるが、過熱のリスクには注意したいと思う。

二点目は、我が国の企業部門である。輸出は基本的には底堅く推移するとみられるが、海外経済の減速を受けて、これまでよりは伸びが鈍化すると思われる。これに原材料高もあって、企業収益もさすがに鈍化していくとみられる。こうしたもとで、設備投資については、企業は従来以上に投資効率を慎重に見極めているため、伸びは鈍化していくと思われる。ただし、企業は設備、雇用などの面での調整圧力は抱えていないうえ、中長期

的な需要や少子高齢化に対応するための設備投資意欲は根強いため、底堅い動きが見込まれると思う。

三点目は、家計部門である。企業部門からの波及はなかなか進まないと思われる。雇用・所得面では、労働需給がタイト化し、これまで雇用者数は増加している。しかし、賃金は主に以下の二つの理由から上がりにくい状況が続いている。一つはグローバル化である。グローバル競争の強まりや海外も含めた連結対象企業の従業員に公平に報いる必要性なども、給与の抑制要因となっているとみられる。二つ目は、1990年代後半以降の労働法制の変更の影響である。特に1999年の派遣の原則自由化、2004年の製造業への拡充を受けて、非正規社員が急速に増え平均賃金を押し下げ続けている。もっとも、最近では、労働需給が一段と逼迫していることに加えて、偽装請負、非正規労働者への差別的待遇、名ばかり管理職などに対する社会批判もあって、徐々に非正規から正規への切り替えが進んでいる。この結果、足許みられるようなパートタイム就業者の比率低下が続いていけば、今後、賃金の上昇要因となるとと思われる。しかし、中小企業は既に労働分配率は高く、相対的には労働分配率の低かった大企業も、最近の収益環境の悪化を受けて賃金を目にみえて引き上げていくことは難しくなっていると思われる。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は底堅さを維持するとはみられるが、ガソリン高、株価動向、年金、高齢者医療制度への不安などの要因に影響される展開が見込まれる。やや長い目でみると、1980年以降、個人消費がGDPに占めるウエイトは、当初の約60%から50%台後半に徐々に低下してきている。ここからも確認できるように、日本は、ほとんどの耐久消費財が行き渡った成熟経済であり、個人消費を取り巻く環境に著しい変化がみられない限り、個人消費の力強い伸びはなかなか期待しづらいと思われる。

四点目は物価についてである。国際商品市況は、資源価格と穀物価格が新興国を中心とする世界需要の増大、投機資金流入等を受けて相互に連動しながら高騰し、価格上昇商品の範囲も広がっており、これが世界的に物価上昇圧力を高めている。このため、日本の物価も当面はアップサイド・

リスクが高いと思われるが、この間の動きは極めて急速であるだけに、国際商品市況次第では、上下双方向に不確実性が高いことには留意したい。

五点目は、緩和的な金融環境が続くもとで、金融、経済活動の振幅が大きくなる可能性である。短期的には、経済の減速により、こうした振幅の可能性は低下しているとみられる。しかし、今後、景気の下振れリスクが薄らいでいく局面などでは、緩和的な金融環境がもたらすリスクが増加する可能性もあるため、引き続き注意深くみていきたいと思う。これまでに述べたように、現在は景気、物価の先行きには不確実性が極めて高い状況にある。こうしたもとでは、先行き2年間の金融政策運営について、従来以上に予断を持つことなく対応していくことが適当であると考えている。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対応していきたいと思う。最後に、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ている。以上である。

白川議長

次は須田委員、お願いします。

須田委員

まず米国経済についてであるが、3月のFRBの一連の対策で、大手金融機関の資金繰り破綻とそれに伴う経済の腰折れリスクがかなり小さくなる中で、行き過ぎた悲観論が修正されつつある。この間公表された輸出、小売売上高、耐久財受注、新規失業保険申請件数といった経済指標や米金融機関、一般事業法人の決算が大きく崩れることなく、市場見通し並みかそれ以上だったこと等から、市場では楽観的な声が聞かれ始めた。実際、市場の第1四半期の経済成長率見通しは僅かだが上方修正されている。足許、不確実性が強いもとで、ダウンサイド・リスクが高いことは否めないが、景気が大きく下振れるリスクが減り、前回会合でも指摘したアップサイド・リスクがやや高まっている印象がある。

このような米国経済を背景に、日本経済については、前回会合以降1～

3月の実質輸出が米国向けの減少をそれ以外の地域向けがカバーする形で堅調な伸びを維持している一方、内需関連は一次産品価格の高騰のもと、弱めの動きとなっている。消費者物価はエネルギー・原材料価格の高騰を背景に上振れ、コアコアもプラスに転じた。暫定税率の失効に伴うガソリン価格の下落にもかかわらず、上昇幅が拡大した4月の東京CPIをみると、外食、食料工業品、公共料金など、基調的な部分で価格転嫁の動きが広範化しつつあるようである。これらは前回会合の基調判断に概ね沿った動きであり、月報の基本的見解に変更を迫るものはなかった。ただ、株価の底打ち、マインド指標の下げ止まりの兆し、鉱工業生産指数の2005年基準の上方改定などもあって、市場エコノミストの主な悲観派は軒並み利下げ予想を撤回している模様である。

次に展望レポートであるが、基本的に執行部案に違和感はない。先行き不透明感が高いもとの2009年度までの経済の姿を描くことは非常に難しく、海外経済が成長を続けること、企業部門の設備・在庫・雇用に調整圧力がないこと、雇用者所得の緩やかな上昇と消費の底堅さは維持されることを前提に、2007年度から3年間潜在成長率並みの成長が続くとしたが、過去にこのような経験がないこと、成長のエンジンの海外経済の不確実性がとりわけ大きいこともあって、この見通しの不確実性も高いと言わざるを得ない。また、波及メカニズムの強弱と四半期の成長率の数字とにかなりギャップがあることも悩みの一つである。私は今年度の実質経済成長率を高め予想しているが、それは少し高めのゲタを想定しているからであって、実力ベースでは今年度を決して強いとみている訳ではない。実力部分だけで考えると、2009年度に掛けて徐々に成長が高まるイメージである。

また、消費者物価指数は、マクロの需給がほぼバランスしているもとの、一次産品価格の足許の上振れと、今後、投機的に行き過ぎた部分の調整が入るとしても、新興国の需要の強さから上昇トレンドを維持するとの見方から、先行き2年間は+1%程度の上昇となる可能性が高いとみているが、これも一次産品価格次第というところがある。

以下、展望レポートについて、気になる点を中心にポイントを絞ってみたいと思う。まず米国経済の先行きについてであるが、現在、金融政策を見通すうえでの焦点が、金融機関の損失拡大等からインフレ・リスクの高まりへ移りつつあるようである。市場では、今回のFOMCの25bpの利下げをもって、当面利下げは打ち止めとの見方が強くなっている。株式市場では、悪材料に対する耐性が強まりつつあるようにも窺われる。このように市場が悪材料を織り込んでしまえば、あく抜けは意外と早いかもしれない。しかし、私は金融と実体経済の負の循環が深刻なものとはならないものの、広範囲にかなり長く続くと想定しており、過度に楽観視するのは危険だと思っている。利下げ打ち止め期待が金利を上振れさせ、これまでの利下げの効果を損なう可能性がある。実際、米国の金利は中短期ゾーンを中心に大幅上昇した。また、クレジット市場は改善傾向にあるとはいえ、RMBSやCDO等では引き続き流動性の低い状態が続いているし、短期金融市場ではまだ不安定な動きに改善がみられない。大手モノラインの連続赤字でモノライン格付け問題への関心も再び高まっているようである。また、欧州系金融機関の決算発表はこれからであるし、GEのように金融部門を有する一般企業への波及も今後出てくる可能性がある。問題の大元である住宅市場については、販売、在庫、価格などのデータからは調整の底入れはまだ読み取れない。消費者コンフィデンスも落ち込んでいる。このように、まだ材料が強弱入り混じった状態であり、不透明感を払拭できるまで、なお慎重な見極めが必要である。現時点では、大きく下振れる可能性は低下したものの、米国の実体経済は上下どちらに振れてもおかしくないと思っている。一方、物価については、一次産品の国際市況が高騰する中で、インフレ期待の上振れが気になる。それは金融政策の舵取りを一層難しいものにしかねない。

日本の輸出という観点から海外経済全体をみると、IMFのように米国経済見通しをかなり下振れさせたとしても、新興国や資源国の成長が相当程度維持されれば、全体として緩やかな減速にとどまることになるが、その蓋然性は低くないと思っている。また、資源国は、資源高を背景に積極

的な支出活動を行っているが、中東では貿易や企業進出だけでなく、外国人労働者による労働送金、エクイティの提供など様々な形態をとって他国にゲインが還元されており、世界経済に対する上振れ要因になる可能性があると思っている。

次に日本経済についてである。IMFは欧米経済見通しについてはかなり下方修正した一方で、日本経済の見通しの下方修正を僅かにとどめているが、今後、日本経済の底堅さにもっと関心が集まる可能性があると思っている。出荷・在庫バランスが良好を維持するもとで、現在足踏み状態となっている生産が再び増加に転じるとか、1～3月のQEが思いのほか高い伸びとなれば、市場センチメントがもっと改善する可能性があり得る。先程述べたように、米国の金融経済情勢への不透明感が払拭されたとはみていないので、我が国経済に関する不確実性が薄れたとみるのはまだ拙速だと思う。しかし、日本でも長期金利の1.6%超えなど市場の急速な巻き戻しをみると、潮目が変わりつつあるという市場の声も無視する訳にはいかない。先般公表された平成20年度企業行動に関するアンケート調査をみても、上場企業の今後3年間の予想実質経済成長率は小幅な下振れにとどまっているし、今後3年間の雇用者数の伸びが調査開始以来、最も高い+2.6%増となるなど、企業の労働需要が引き続き旺盛であることを示している。毎月勤労統計の所定内給与も4か月連続でプラス幅を拡大させているし、私としては、この先マインド指標が回復していけば、景気上振れリスクも意識されるようになると思っている。

物価については、米国と同様にインフレ期待の上昇が気になる。国民のインフレ期待に影響を与えていると思われる年間購入頻度が九回以上の物価の上昇率は、3月に+3.2%となった。インフレ率と賃金のインタラクティブな上昇が発生すれば、インフレ率の上振れに繋がるリスクがある。逆に、交易条件の悪化から企業の賃金抑制姿勢が強まれば、消費が下振れ、結局インフレ率は再び低下してしまうという下振れリスクも想定される。現時点では、上下双方向に不確実性が高い状態であると言える。

次に金融政策運営について述べたいと思う。まず、第一の柱、第二の柱

による点検作業については、基本的に展望レポートの記述に違和感がないが、二点付け加えておきたいと思う。まず、+1%程度のCPIコアの伸び率は、後で述べるように、私の中長期的な物価安定の理解の上限から上に外れている。しかし、この伸び率には、何十年振りの価格改定のように、需給ギャップのタイト化の影響が企業行動の変化とともに遅れて出てきている可能性や、持続可能と思われない一次産品価格急騰の影響が含まれているので、より長い目で均してみると、この見通しは私の中長期的な物価安定の理解に概ね沿ったものであると評価している。

次に、金融政策運営の基本的な考え方についての記述は、これまで1年以上現状維持を続け、かつ下振れリスクが顕現化する蓋然性を無視できない状況にあつては、言い振りを執行部案のように変えることにやぶさかでない。しかし、短期金利は潜在成長率や物価上昇率との関係からみて極めて低い水準にあり、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性がかなり高いと判断される場合には、利上げという考えに変わりがないことも、当分利上げは封印といった偏った見方を生じさせないためにも、強調しておきたいと思う。実際、私は見通しを出す際、利上げを織り込んでいる。

最後に、次回会合までの金融政策運営についてであるが、先行きをしっかり見通すにはまだ霧の濃い状態にあることは否めないので、現状維持が適当だと考えている。次回会合に向けて、メインシナリオの蓋然性と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たい、と思っている。金融調節にあたっては、今後とも市場の安定を重視しつつ、市場機能の回復も少し意識しながら機動的な運営をお願いしたいと思っている。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

まず足許の経済・物価情勢を簡単に述べたいと思う。実体経済面では、前回会合以降、本日明らかになったデータも含めて、外需は好調、内需に先行き幾ばくか不安を高めるものがあつたかと思う。しかし、全体としてみれば、我が国の景気は引き続き減速しながらも、潜在成長率近傍の成長経路を辿っていると評価している。まず輸出であるが、1～3月期が前期比+3.3%増加し堅調さを示した。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の姿を維持している。ただ、前回も指摘したとおり、輸出好調の中心となっていた情報関連と自動車関連に若干変調の兆しがみられている点については、引き続き注意していきたいと思う。生産は、2月までの確定値が5年振りの基準改定に伴い、昨年後半が下方修正されてプラス幅が縮小し、今年1月、2月がプラスに上方修正された後、今朝方、3月の速報値が公表された。3月は前月比-3.1%と比較的大きなマイナスとなり、1～3月期では-0.6%と生産活動が弱含み横這い圏内の動きとなっていることが確認できた。

物価面をみると、3月のコアCPIは予想を上回り、前年比+1.2%まで上昇した。生鮮食品を除く食料品が寄与度ベースで2月の+0.26%ポイントから+0.39%ポイントに思いのほか大きく上昇したことと、上昇品目数と下落品目数の差がはね上がったことが、目立った。このように、企業がコスト増を製品価格に転嫁する動きがより明確になってきた。価格弾性値の低い身の回り品の価格上昇が、消費者の短期的なインフレ期待を確実に押し上げているとみられることと相俟って、厳しい競争環境にあっても小売業者の価格抑制スタンスが少しずつ緩む方向に変化しているとみることもできる。

次に、展望レポートについて述べたいと思う。結論から申し上げれば、執行部の展望レポート（案）における標準シナリオは、前回までの会合の議論で共有された論点あるいは見通しを十分踏まえたものであり、また先程の前回会合以降の動向を加えても、基本的に異論はない。サブプライム住宅ローン問題に端を発した国際金融資本市場の混乱が続く中、世界経済

がはっきりと減速しつつあり、我が国経済が見通し期間中、潜在成長率並みの成長軌道を辿るという標準シナリオの前提あるいは循環のメカニズムが維持される蓋然性に対して、不確実性は極めて高いことをまずもって強調しておかざるを得ないと思う。

最初に、循環メカニズムの牽引車である輸出については、米国経済の急減速に伴う米国向け輸出の減少は、先進国との対比で内需による成長力が高い新興国などのその他地域向けの増加で一定程度カバーされ、輸出全体としては増勢を鈍化させつつも、引き続き増加する可能性が高いと思う。そうであれば、企業の生産活動や支出活動、就中、設備投資は、企業収益がなお総じて高水準に推移し、また極めて緩和的な金融環境が維持されると見込まれる中にあっては、引き続き増加基調を辿ると考えるのが適当であろう。もっとも、原材料価格高に伴う所得形成力減衰の影響は極めて大きく、企業収益は 2008 年度が最も厳しくなることが見込まれること、また、その中で、企業経営者の成長期待は慎重化するものと考えられ、資本ストックの循環的な流れから上方乖離することはさすがに考えにくいこと等々から、設備投資の増加モメンタムは、近年、つまり 2003 年～2006 年度対比、かなり弱いものにならざるを得ないとみている。

次に家計部門である。雇用を巡る環境が大きく急速に悪化する可能性は低いとみられる中、雇用者所得は雇用者数の増加にほぼ見合うか、それをささやかに上回る増加が続くと見込まれる。雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は底堅く推移するという基本的な見方は変わらない。もっとも、原材料価格高が企業収益を圧迫する中、企業の人件費の抑制姿勢は強まりこそすれ、弱まる兆しはない。加えて、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など、家計の支出行動に対する重石が多い状況は続くとみられ、個人消費の増加モメンタムの目立った加速は期待しがたいと思う。

物価を巡る環境については、経済成長率が潜在成長率近傍にまで減速する中、労働や設備といった資源の需給に伴う上昇圧力は現在にも増して弱いものになると思われる。C P I は、自ら石油や穀物など原材料価格の動

きをより鮮明に反映していくことになる、とみている。

次に、シナリオの蓋然性に対する様々なリスク要因のうち、二点について述べたいと思う。まず、最大のリスク要因である国際金融資本市場及び海外経済の動向についてである。国際金融資本市場は、引き続き不安定な状況にある。3月半ばにみられた過度の悲観論は修正され、足許はひとまず落ち着きを取り戻しているものの、例えばクレジット市場におけるスプレッドは2月頃の水準に戻ったに過ぎず、短期金融市場はターム物金利の高止まりないしは上昇が続いているなど、市場は全体としてフラジャイルな状況にあることに変わりはない。予ねてから申し上げているとおり、金融市場の混乱は単なる流動性の問題ではなく、金融機関のバランスシートの毀損と資本基盤の弱さの問題が根底にあり、米国の大手銀行が依然として高水準の損失を計上した第1四半期決算が明らかになった後も厳しい経営状況が続くという懸念は払拭されていない。

問題の震源地である米国経済は、金融市場の混乱が実体経済に悪影響を及ぼし始めていることは明らかであるが、今後は、金融機関の資産の膨張と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、さらに金融機関の損失額が増加するという、金融システムと実体経済の間の負のフィードバックに完全に歯止めが掛かる兆しは、今のところ見出せない。問題の根源である住宅市場の調整が年後半のどこかで底入れし、連れて金融市場が本格的に落ち着きを取り戻し、実体経済が潜在成長率へ向って回復の軌道に戻るというシナリオの蓋然性はなかなか高まらない。一方で、一旦、金融市場の機能が回復すれば、これまでの一連の政策の累積的効果が顕現化し、経済の回復力とインフレ圧力が一気に高まるという上振れリスクも、確率は低いが、十分に意識しておく必要があると思う。

世界経済に視野を拡げると、IMFは本年4月の世界経済見通しにおいて、2008年の世界経済成長率を1月の+4.1%から+3.7%に引き下げたうえで、25%の確率で2008年と2009年の世界経済成長率が+3%以下に落ち込む可能性、すなわち世界的な不況が起こる可能性がある」と指摘した。

世界経済については基本的にはダウンサイド・リスクに力点を置いて情勢を注視していく必要があると考えているが、ここでも米国経済の回復力とともに、新興国、資源国の内需がさらに高まることにより、上振れる可能性もあることに言及しておきたいと思う。

リスクの二つ目は、原油をはじめとする国際商品市況の高騰である。足許では、原油価格は最高値を更新し、C R B 指数も 4 月 22 日にやはり史上最高値を更新した。フライト・トゥ・シンプリシティの動きが続くコモディティ市場へ投機資金が流入している。国際商品市況高騰の根底には、新興国を中心とした世界的な資源消費の拡大があり、世界経済が大きく下振れる場合はともかくとして、高値圏での動きが継続する可能性は存外高いという想定も成り立つ。交易条件悪化に伴う海外への所得流出は、短期的には企業収益への下押し圧力として働き、賃金、設備投資などの企業の支出行動に負の影響を与えるものとして、大いに注視していく必要がある。

次に、金融政策運営について申し述べたいと思う。経済が潜在成長率並みの成長軌道まで減速し、しかも不確実性が異例に高い状況下では、バック・トゥ・ザ・ベイシックが肝要である。すなわち、一定方向への予断を持たず、経済・物価に関する見通しとリスク要因を丹念に点検し、それらに応じて、適時適切に金融政策を運営していくことが適当と考える。

展望レポートに関して、最後に、市場とのコミュニケーション、透明性の向上について述べたいと思う。昨年 12 月の金融政策決定会合において、F O M C の市場との対話に関する透明性向上策に言及した際、我が政策委員会においても、市場との対話に関する透明性の向上を継続的に議論することが肝要であると述べたが、今回のリスク・バランス・チャートの公表は透明性向上のワンステップと位置付けられる。不確実性が高い中では、見通しの中央値に加えてリスク・バランスを示すことは、市場への分かりやすいメッセージとして大いに有用であると考ええる。ただ、新しい試みでもあり、市場参加者がどう消化するのか、その反応に注目していきたいと思う。今後、マスコミ等からリスク・バランスはどのように変化したのか等の質問を受けることにもなろう。その際のコミュニケーションの在り方

を含め、継続的に公表していくことの是非は今後の論点となる。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針は、既に述べた国内外の金融経済情勢や今後の展望を踏まえて、現状を維持することが適当であると考ええる。以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

本日は、まず内外の経済物価情勢について、そして当面の金融調節方針、最後に展望レポートの基本的見解についてコメントしたいと思う。まず前回の決定会合後に発表された経済指標をみると、我が国の景気は足許減速しているが、我が国の経済の起点となる輸出は、米国経済の減速にもかかわらず堅調に推移しており、家計部門も、エネルギー、食品等の価格高の中にあっても、底堅さを保っていることが確認できる。1～3月期の数字がほぼ出揃ったため、足許の経済指標を中心にコメントすると、1～3月期の実質輸出は情報関連などに弱めの動きがみえるが、前期比+3.3%と全体としてみれば堅調な増加を続けている。個人消費は、消費者マインドに引き続き慎重さがみられるが、家計調査の結果は底堅く、供給サイドの統計もまずまずで、全体としてみれば底堅さを維持している。鉱工業生産は基準年次改定によって振幅が均され、1～3月期は-0.6%で、このところ横這い圏内の動きとなっているという我々の評価と平仄が取れると思う。こうした経済指標等を前提に、5月16日公表予定の1～3月期の実質GDP1次速報値については、純輸出が前期比寄与度で+0.4～0.5%ポイントのプラス、改正建築基準法施行に伴う落ち込みの反動で住宅投資の寄与度も+0.1%ポイント程度のプラス。それから、個人消費は小幅のプラス、設備投資は今日の生産をみると前期比マイナスであるが、全体をみれば前期比年率で+2.0%台——+3%を超える可能性もあったが、今日の生産をみると+2%台——程度がみえてくれば良いのではないかと思う。

次に物価である。資源・エネルギー価格上昇の影響が、川上段階から川下段階にさらに拡がりをみせている。3月の国内企業物価指数は前年同月比で+3.9%と1981年2月の+5.7%以来27年振りの高い伸びとなり、3か月前比でみても+1.2%と高い伸び率に加速した。このうち、消費者物価指数の動向と緩やかな相関がみられる国内最終消費財価格指数は前年同月比+2.3%と5か月連続で上昇し、上昇幅も拡大した。また、3月の全国コアCPIは前年同月比+1.2%とついに+1%を上回り、米国型コアも同+0.1%と1998年以来のプラスになった。なお、4月の東京都区部のコアCPIは+0.7%と市場予想を上回った。4月の東京都区部のコアCPIをみると、消費者物価指数は食品価格上昇の影響がじわじわと広がっていることが読み取れる。今後のCPIを見通すうえでも、さらなる上振れリスクとして4月から実施される政府の小麦売渡価格の3割引き上げの影響に注意すべきだと思う。政府の小麦売渡価格の引き上げは昨年10月にも行われており、その際は半年程度のラグを伴ったものの、パン、麺類等関連商品へほぼ100%近い転嫁が行われた。これをベースにすると、今回は今年末、あるいは今年度末までにコアCPIを+0.4%ポイント引き上げると試算される。今回の値上げ幅は、昨年10月の1割引き上げに比べて大きいと、さらに加工食品や外食等にも波及する可能性があり、実際の影響はこの試算よりも大きいかもしれない。また、今年10月にはさらに20~30%の小麦価格の再々値上げの可能性もある。仮に原油価格が1バレル=120ドル程度で横這いで推移するとした場合、コアCPIは今年夏以降にピークアウトする試算になるが、食品価格の上昇や10月以降の電力、ガス料金の引き上げの影響を考慮すると、コアCPIの前年比上昇率は夏場以降に大きく鈍化しないリスクが高まってきた。

次に、海外経済の動向についてコメントする。まずは、米国の経済と金融システムについてである。4月24日付のWall Street Journal紙によれば、Fedは昨日、今日と開催するFOMCで、米国経済が現在想定されているよりも深刻な景気後退に陥る事態に対する保険的措置として、0.25%の追加利下げに踏み切る公算が大きい。その場合は、米国経済が最

悪期を脱したとは考えていないものの、今後は利下げを一旦停止して、これまでの金融緩和の効果を検証する方向性を声明文で示唆する可能性がある」と報じている。この報道の内容は、金融市場のコンセンサス的な見方をサポートしており、今週のFOMCで一旦利下げは休止されとの見方から、米財務省証券のイールド・カーブはベア・フラット化が進行し、昨日現在アメリカの2年債利回りは2.3%台と、2週間前の水準を60bp以上も上回っている。ただ個人的には、今回の報道の以下の部分、すなわち「一部のFRB当局者は、米国経済が最悪期を脱したと考えている訳ではない」であるとか、あるいは「追加利下げを実施してもほとんど景気てこ入れに繋がらない一方で、インフレ圧力を高めるリスクがあるとみており、政策金利据え置きを選択肢も議題にのぼる可能性がある」という部分の方が、FRB内部の雰囲気を手く伝えていると思っている。米国の経済・物価情勢をみると、住宅関連指標は非常に弱いままであり、底入れの兆しがまだみえない。米国大手金融機関の決算のうち予想よりも悪いものもあったし、3か月LIBOR-OISのスプレッドは、今では少し戻ったが、まだ2月末から3月初めの水準を上回っている。加えて、米国の銀行部門と家計部門がバランスシート調整に入っていることや、今回の利下げ局面の最終段階に近づいたとの見方から米財務省証券のイールド・カーブ全体において、特に中短期セクター中心に金利が上昇していることは、金利引き下げの景気刺激効果が限定的なものになってきていることを示唆している。こうした点を踏まえると、やはり米国経済の見通しは、今の時点ではL字型、鍋底型とみておいた方が良いと思う。

次にユーロ圏であるが、特にドイツの実体経済の底堅さは驚くべきものがある。ブンデスバンクが、労働需給がタイトであるため、エネルギー・原材料価格高騰によるセカンド・ラウンド・エフェクトを警戒するのも理解できる。しかし、ユーロ圏全体としては減速方向にある。既に出沢国際局長から様々なコメントがあったように、PMI指数、それからドイツのIFOの景況感指数も4月は3月から4か月振りに低下した。また、欧州のマネーマーケットは正常な状態には程遠く、クレジット・スプレッドも

ほとんど縮小していない。金融機関は融資条件を厳格化している。このような環境下にあるため、金融市場では利下げ期待が根強いものの、ECB高官は当面利下げに慎重な見方を展開しているため、外為市場ではユーロが1ユーロ=1.60ドルと対ドルでの史上最高値を更新するなど、ユーロ高が続いている。ECBの経済・物価情勢に関する見方と今後の為替相場の動向が先行きのポイントになると思う。特に、為替相場について、年末に掛けてFRBが利上げに、ECBが利下げに踏み切るとの一部見方から、対ドル相場は遠くない将来反転するとの見通しが一部にあることは、気をつけておいた方が良いと思う。

最後に、新興成長国であるが、Fedの大幅な金融緩和策がユニークなメカニズムによって、これらの国々をサポートしていると思っている。すなわち、Fedの利下げが世界全体の株価を下支えしていることは当たり前であるが、それに加えて、米ドルに自国通貨をペッグあるいはリンクさせている新興成長国——特に東アジア諸国や湾岸諸国であるが——に金融緩和圧力をかけていることである。いわゆるデカップル論は言い過ぎであるにしても、2008年に入ってから新興成長国の景気は底堅く推移していることは、この影響もあると思う。もっとも、新興成長国は景気過熱による物価上昇圧力に加え、エネルギー・食料品価格高騰を受けて、インフレ率がじわじわと上昇している。シンガポールの3月の消費者物価は前年同月比+6.7%と引き続き高水準となり、MASはインフレ抑制のため、一段のシンガポール高を容認するとの観測が出ている。当たり前のことであるが、毎年4月の展望レポートは今後2年間に亘る経済・物価情勢のメインシナリオとリスク要因を提示することに主眼を置いている。その観点で言えば、足許では専ら米国の景気動向や金融システムに焦点が当たっているが、個人的には、むしろ新興成長国の景気・物価動向を懸念している。すなわち、新興成長国が適切なマクロ経済政策運営によってインフレ圧力を上手く抑制できるのか、あるいは、景気のオーバー・キルを発生させて、今年度下期から来年度に掛けての我が国の輸出を想定以上に減速させるのかという点は気になる。

当面の金融政策運営についてであるが、現時点までに得られた情報に基づくと、経済を牽引する企業部門に引き続き慎重さはみられるが、景気を支えるメカニズムそのものは崩れていないとみられる。そのもとで、金融環境も緩和的な状況に大きな変化がないことから、現状維持に賛成である。

最後に、展望レポートに関してコメントする。今次景気拡大局面を簡潔に表現すれば、輸出を起点に企業部門が牽引し、その好調さが主に雇用回復というパスを通じて、ごく緩やかに家計部門に波及するというメカニズムが底流にあり、そのメカニズムは崩れていないと考えている。日本銀行は4月の金融経済月報と総裁の定例記者会見において、生産・所得・支出の好循環メカニズムが弱まっていることを説明した。今回の展望レポートの執行部案を読むと、好循環メカニズムについて背景説明の部分でしか言及されていない。金融市場には、本日公表される基本的見解のパートで、生産・所得・支出の好循環メカニズムに関する言及がないことをもって、単純に日本銀行は景気回復の持続性に自信を弱めたと受止められるリスクがある点については言及しておきたいと思う。もっとも、2008年度、2009年度という2年間で展望すると、いわゆる好循環メカニズムが十分に働かなくとも、コアCPIインフレ率が+1%程度まで上昇するなか、輸出を起点とした企業部門の好調さが確認され、持続的な景気回復の目途がたった時点で、金利正常化を再開できる余地を残すため、好循環メカニズムを敢えてプレイアップしない方が賢明であるという戦略的な判断もあり得ると、個人的には執行部案に納得している。今回の展望レポートでは、エネルギー・原材料価格高騰、海外経済の減速、サブプライムローンに端を発した国際金融資本市場の混乱、改正建築基準法の施行に代表される各種制度変更に伴う景気下振れリスクといった我が国経済を覆う深い霧があるが、これが晴れば、我が国経済は再び潜在成長率並の成長経路に復する可能性が高いという見通しを読者に上手く伝えることができれば成功だと考えている。以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、願います。

西村副総裁

最初に、展望レポートからお話すると、今回の展望レポートは日本を取り巻く経済・物価情勢の大きな変化を受けて、前回と比べ詳細に叙述されており、その現状分析と将来見通しの基本シナリオ、そして下振れ、上振れ要因について、大きな違和感はない。他の委員方との議論の重複を避け——実はかなり重複しているが——、二点、意見を述べたいと思う。

第一に、最近、物価データに動きがあるが、その評価には十分な注意が必要であると考えている。特に、暫定税率の有効期限切れに伴うガソリン価格下落を反映した4月東京のCPI上昇幅拡大は注目を集めているが、東京ではそもそもガソリンのウエイトは小さく——大体0.88%である——、かつ価格低下の度合いが他地域よりも小さい——大体-13.8%位である——ことを考えると、東京での価格上昇を過大に評価するのは若干危険であると考え。しかしながら、東京速報には、4月改定時期を迎えたサービス価格の動きと原材料価格の価格転嫁——パス・スルー——の波及の程度について、重要な情報がある。4月東京速報のサービス価格の前年同月比をみると、教育費が3月から+0.1%ポイント上昇幅を拡大、保険医療サービス、被服サービス、帰属賃料は3月と同じ上昇幅であった。さらに、設備・修繕・維持工事サービスは、3月のマイナスから4月にはプラスに転じている。このように、サービス価格は2007年4月に比べると、上昇幅が若干拡大ないし下落幅が縮小している。4月東京速報では、価格転嫁の動きも広がっていることが分かる。3月から4月にかけて、原材料価格の上昇から調理食品が+1.6%ポイント、酒、外食が+0.5%ポイント、パン類、パスタが上昇し——米類は価格低下が続いているが——、全体では+1.1%ポイント上昇幅を拡大させた。コスト上昇のパス・スルーが始まった兆しとも思われる。これは3年前、私がMPMに参加して以来、初めての傾向で、速報が利用可能な他の地域でもこうした傾向はみられる。

ただし、被服及び履物では価格下落が依然として続いており、3月から4月にかけて下落幅が0.6%ポイント広がり、価格上昇のトレンドはまだみられないことにも注意すべきだと考えている。こうした変化の兆候を考慮しつつ今後を予想すると、暫定税率下げの影響が地方では遥かに大きいため、4月は全国CPIは恐らく+0.7~+0.8%程度の上昇にとどまり、その後は暫定税率は復活しかつ原油価格上昇が卸売り価格上昇をもたらすことを勘案すると、5月には再び+1.1%を超える上昇になる可能性がある。

これからは石油価格がどうなるかに全面的に依存するが、私は一応この程度でとどまるのではないかと考えていて、そういうことから考えると、2008年度前半は+1%超がかなり続いた後、後半は+ゼロ%台後半に落ち着き、2008年度では+1%弱の上昇率になるのが蓋然性の高い見方でないかと考えている。これは、基本的には石油の動きに完全に依存する。このロジックであるが、これは経済にスラックがない一方、ディマンド・プルの要因も少なく、需給面では物価を動かす力は少ないが、コスト上昇を転嫁する値上げについては、消費者側の抵抗がやや緩む傾向が強まり、企業がコスト要因に対応して価格改定することが従来よりも容易になっていると考えるからである。パス・スルーが可能になる傾向は、今まで川上のコスト上昇と川下の価格安定にスクイズされてきた中小企業に、若干ながら息をつける機会を与えるのではないかと考えている。一般に、こうした価格決定メカニズムの変化は日本においては長期的なゆっくりとしたものになるのが通例であり、日本の価格変化の大半がトレンドで説明されるのもこれに対応している。このように考えると、この傾向は2009年度にも続くと考えるのが自然であろうと考えている。従って、2009年度はエネルギー価格や穀物価格上昇の影響がさすがに一服すると考えられるものの、パス・スルーの傾向がそれを相殺する可能性が高く、2009年も+1%前後の上昇の可能性がある、と私は考えている。

第二点は、現在、日本を含めて金融政策はタイトロープの上を微妙なバランスを取りながら進めなければならない点である。海外の金融経済情勢

は、商業銀行のバランスシート拡大の傾向が続き、TEDスプレッドやLIBOR-OISスプレッドは依然として高い水準と銀行間市場での緊張はまだ高いものの、前回会合時に比べれば、既に指摘があったように、株式市場はさらにリバウンドし、CDS市場等にも若干の落ち着きがみられ、一部にはボトム・フィッシングの動きもみられている。こうした国際金融市場での事態の和らぎは、今までの緊急性の面から当座は目を瞑っていた問題点に改めて焦点を当てつつあると考えている。

昨年8～9月、11～12月そして今年3月と三波に渡った、いわゆるコンプレックス・ファイナンシャル・プロダクツの価格崩壊から金融機関のliquidity問題が発生した。米国では、これが実体経済に及ぼす影響を和らげるために、予防的に大胆に政策金利を低下させた。それが、liquidity問題時の高ボラティリティを利用して利益を上げた一部のヘッジファンド、あるいはliquidityを気に掛ける必要のないリアル・マネーによる、エネルギー、穀物という新しいシンプル・ファイナンシャル・プロダクツへの投機を促す副作用を持ったという可能性がある。一般にヘッジファンドの成功報酬体系は、低金利が続くと予想される時にはそうでない場合よりも投機的な動きを助長しがちであることは頭に置く必要があると考える。

エネルギー、穀物への投機は今までのドットコム・バブルや住宅投機と異なり、直接にCPIインフレに影響を与える。しかも、一国ではなく世界全体のCPIインフレに影響を与える性格を持っている。先程述べたように、エネルギー、穀物がファイナンシャル・プロダクツになってくるとするならば、CPIインフレが世界の政策金利の水準、特に米国のそれに対する感応度を高めている可能性がある。この変化を見過ごして、米国が米国実体経済の事情だけを勘案して政策金利を決めると、世界的にインフレにバイアスが掛かってしまう可能性もある。

同種の問題は程度の差はあるものの米国以外にもエネルギー、穀物への投資機会が広範に存在する国では十分に考慮しなければならない問題であり、国際的に議論すべき問題であると考えている。他方、実体経済面では下

振れというメインシナリオを挟んで、短期的にも上下に大きく振れる可能性がある。米国では、住宅価格の全般的な低下は続き、底入れの兆しはまだ現われていない。昨日のケース・シラー計数をみても-12.7%という下落が続いている。既に多くの委員が指摘されているように、住宅価格の全般的な低下は単にモーゲージだけではなく、他の消費者ローンの質の悪化をもたらし、それが金融機関のバランスシートを悪化させる。实体经济の悪化が雇用にさらに影響を与えるという米国住宅価格の従来からの傾向を考えると、住宅価格の下落幅が拡大し、底入れがさらに遠くなることも考えられる。そうすると、さらに消費者ローンの質の低下をもたらし、金融機関のバランスシートを悪化させるというビシヤス・サークルに急速に陥る可能性を無視することもできない。

これに対して、今月末からの財政スティミュラスの効果については、過去この種のスティミュラスの効果からみると、相当程度の効果が出る可能性がある。しかし、現在その効果は限定的であるという見方が市場には強いだけに、もしかなりの効果が出た場合には、逆にオブティミスティックな方向に振れる可能性もある。米国以外においても、下振れというメインシナリオを挟んで上下双方への大きな不確実性がある状況を十分に考えて金融政策を運営する必要があると考える。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営方針であるが、現状維持がふさわしいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合後、幾つかの経済指標が明らかとなり、支店長会議では地域差はあるものの全体としては減速しているとの報告であったが、いずれも大きな情勢変化を窺わせるものはなかったように思う。もっとも、物価面ではエネルギー、食料品や原材料価格が一段と上昇していることから、世界

的にインフレ懸念が強まりつつある。

まず米国経済については、住宅市場の大幅な調整が続いているほか、個人消費も横這い圏内の動きとなっており、厳しい景気の局面にあることが確認された。また、これまでに公表された企業の2008年第1四半期決算をみると、金融以外のセクターについては、グローバルに展開している大企業を中心に総じて底堅く推移したようである。一方、金融機関の決算は、損失の発生がサブプライムローン関連の証券化商品からLBOや不動産全般、さらには消費者ローンと他の領域に広がっている。また、中堅以下の商業銀行等では、予想を下回る決算発表が多くなっている。従って、今後の追加損失や業績悪化に伴う与信姿勢の消極化が信用収縮を通じて景気へ波及することには、注意が必要である。その他の地域についてみると、欧州経済は緩やかに減速しつつも、輸出が再び増加基調に復すなど成長が継続していることや、中国ではGDP、輸出、固定資産投資の高成長が持続していることが確認された。

国内経済では、輸出のうち、情報関連財などに弱めの動きがみられるほか、輸出数量の増勢にも減速感が窺われる。しかし、実質輸出は第1四半期を均してみると、アジア向けが米国向け輸出の減少を補う形で引き続き堅調に推移し、底堅さが確認できたと思う。また、3月の鉱工業生産指数が公表されたが、先行きを含め、均してみれば弱めの横這い圏内の動きをみることができると思う。この間、個人消費については、消費者マインドは引き続き慎重化しているが、全体としては耐久財中心に底堅さを維持していると思う。

物価面では、3月のコアCPIは石油製品や食料品価格の上昇を主因に前年比+1.2%上昇となった。また、食料及びエネルギーを除いたベースでも前年比+0.1%とプラスに転じ、物価のプラス基調が定着しつつある。もっとも、消費者マインドの悪化や企業間競争の厳しさから、仕入れコストの上昇を販売価格に転嫁することに躊躇する先が多いため、今後プラス幅が一挙に拡大していくとは考えがたいと思う。

金融市場では、株価が3月中旬以降、堅調に推移していることなどから、

市場参加者の一部からは、金融市場の調整は最悪期を脱したとの楽観論も聞かれる。しかし、短期金融市場でのターム物取引は低調で、依然として神経質な地合いが続いており、クレジット・スプレッドも縮小したとはいえ、2月下旬頃の水準に復した程度で、先行きについては予断を許さない状況が続いている。この間、経済全般の先行きの不確実性や特定業種・企業の業況悪化を背景に、中小零細企業向け等に対する与信姿勢がやや厳格化しているようであり、一部企業にとっての金融緩和度合いは、若干後退しているようである。

続いて展望レポートについてであるが、結論としては執行部の原案に異論はない。日本経済の先行きを展望すると、前回の見通しよりも下振れ、2008年度並びに2009年度の成長率は潜在成長率近傍になると考えられる。すなわち、2008年度前半の景気は減速を続けるとみられるが、その後は、海外経済の調整が終息するにつれて成長率が緩やかに回復していく可能性が高い、と考えられる。もともと、4月中旬のG7声明にもあるとおり、世界経済は引き続き困難な時期に直面しており、こうした見通しに対するリスクは下振れ方向に高いと考えられる。中でも輸出を牽引役として拡大してきた我が国経済にとっては、米国を中心とする海外経済、国際金融資本市場や国際商品市況の動向について、注意してみていかなければならない。まず米国については、年後半から緩やかに景気が回復すると考えられるが、住宅市場の調整が価格の下落加速や販売不振といった形で継続しているほか、雇用環境の急速な悪化、エネルギー・食料品価格の高騰、金融機関の与信姿勢のタイト化などを背景に、個人消費や企業業績が悪化する可能性が高まっている。仮に、米国経済の減速が一段と下振れたり長期化した場合、その影響が他地域、特に米国への輸出依存度の高い国に波及し、世界経済全体としても下振れるリスクとなる。また、原油や石炭、鉄鉱石をはじめとするエネルギー、原材料や食料品の価格は、世界的に騰勢を強めているように窺われる。例えば原油価格は、新興国を中心とする需要増や投機資金の流入などから年初来2割強上昇している。世界的には、多くのコモディティについて、供給側の輸送を含めた増産余力が限られている

ことから、天候不順等により供給が一時的にでも滞ることがあれば、需給は直ちにタイト化し、価格が上昇しやすい地合いにある。このため、今後これらの国際商品市況が上昇基調を辿る場合、各国のインフレ圧力の高まりに繋がり、消費の伸びに悪影響を及ぼす可能性が高いと考えられる。

続いて二つの柱に基づいて経済・物価情勢を点検すると、第一の柱については、2009年度まで均してみた経済・物価情勢は、概ね潜在成長率並みで推移し、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年度比もゼロ%台後半で推移する可能性が高く、物価安定のもとでの持続的な成長が実現していく方向と判断して良いと思う。また、第二の柱については、海外経済や国際金融資本市場の一段の悪化が我が国経済に影響を及ぼし、経済全般のダウンサイド・リスクには十分留意しなければならない。一方、金融市場の動揺が急速に落ち着きを取り戻し、先行きの不確実性が解消された場合には、経済の成長期待が上振れるとともに、緩和的な金融環境からの刺激効果が一段と強まるリスクなどにも注視していく必要がある。

以上を踏まえて今後の金融政策運営の考え方は、前回展望レポートにおける基本的な考え方を維持していくことが適当だと思う。そのうえで、2009年度までを見通した表現としては、景気のダウンサイド・リスクが相対的に高いことを勘案して、「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、それらに応じて機動的に金融政策を行なっていく」という原案の記述で良いと思う。

最後に、次回会合までの政策運営方針であるが、金融市場調節方針は現状維持とすることが適当と思う。今後とも内外の経済・物価動向及び金融資本市場における先行きの不確実性が高い状況が続くとともに、情勢が急激に変化する可能性も考えられる。このため、引き続き緩和的な金融環境を維持し、様々なリスク要因について予断を持つことなく丹念に分析し、経済・物価情勢を見極めていく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは私であるが、当面の金融・経済情勢については他の委員のご発

言に特に付け加えることはないので割愛し、展望レポートについて私自身の考え等を最初に申し上げたいと思う。結論から言うと、ドラフトの内容に違和感はない。先行き 2009 年度まで展望した場合、相対的に蓋然性が高い見通しとしては、概ね潜在成長率並の緩やかな成長を続けるということだと思うし、また当面は米国を中心とする世界景気の減速、エネルギー・原材料価格の上昇による交易条件の悪化等を考えると、減速状態が続き、その後は成長率が徐々に高まっていく姿だと思う。問題は、当面というのはいつまでかということである。展望レポートの原案では、2008 年度後半から徐々に高まっていくことになっているが、これは第一に海外経済が大崩れしない、第二に経済のグローバル化の進展を背景に中長期的な需要増加を見据えた設備投資が続くといった前提に立っているということである。自分自身も基本的にそうした見方に立っている訳であるが、様々な下振れリスクが存在していると思う。最大の下振れリスクは、米国経済ないしは国際金融市場の動揺である。大きく捉えると、米国では特に 2003 年ないし 2004 年以降、リスクやクレジットの甘い評価、そのもとでの行き過ぎが大規模に起こったということである。現在起こっていることはそうしたリスクやクレジットの再評価であるが、その結果、従来、民間経済主体の行動の前提となっていた高めの成長率、高めの均衡実質金利から、相対的に低めの成長率、低めの均衡実質金利への調整が進行中であると思う。その過程では、均衡成長率をアンダーシュートする低めの成長率が続くということであって、その際に必要な調整の幅がどの位であるかについては誰も事前には分からないということである。この点では、金融政策や財政政策の効果には過大な期待を抱くべきではない、と私自身は思っている。マクロ政策自体は、現在のような不安定な地合のもとでは勿論意味のあることであるし、調整のスピードを均す効果はあるが、問題の出発点である不均衡の調整の必要自体がなくなることではない。この点では、程度は異なるかもしれないが、バブル崩壊後の日本において景気が回復したのは結局三つの過剰が解消した後であったことを思い出す必要がある、と思う。この点で、最近の米国をみると、金融市場では最悪期は過ぎたと

いうやや希望的観測も出されるようになっているが、一方で、住宅価格については下げ止まりの兆候が全くみられていない。当面は、実体経済と金融の負のフィードバック作用に注意しながら米国経済をみていく必要があると思う。

第二の下振れリスクは、世界的なインフレ圧力の高まりによる景気への悪影響である。これは、例えば資源消費国における交易条件の悪化、あるいは資源国ないしは対ドルペッグ国におけるインフレ高進による金融引締めをはじめ、様々なルートで生じ得ると思う。日本銀行としては、そうした下振れリスクが顕在化した場合も想定しておく必要があるが、既に多くの委員から指摘されているように以下の点にも意識しておく必要があると思う。第一に、国内的には設備、雇用、在庫の面で過剰を抱えていないことである。第二は、経済や金融市場のグローバル化は米国経済の下振れや商品市況上昇というマイナスのショックに対する影響の出方という点でも変化をもたらしていることである。例えば、商品市況の上昇が日本にとっては交易条件の悪化、実質所得の減少を通じて国内支出のマイナス要因であるが、同時に交易条件の改善した資源国への輸出増加を通じて、国内景気のプラス要因として働くものでもある。最近の日本の輸出堅調は、そのことを明確に示していると思う。アメリカにおける金融システムの不安定化も、例えばソブリン・ウェルス・ファンドをはじめ、外からの安定化要因が作用する面がある。最近の日本の銀行による海外与信の増加も、そうした文脈の中で考えることができると思う。グローバル化は、特定地域で発生したショックをいわば柔構造で吸収する側面も同時に持っていると思う。

一方で、景気の上振れリスクについても意識しておく必要がある。最大の上振れリスクは、現在世界中を覆っている不確実性という霧が晴れることによるものである。平均的な成長率予想は前と同じであっても、不確実性が小さくなる分だけ投資は活発化するし、金融面でも将来の調達環境への不確実性が低下し、プレミアムが小さくなる分だけ同じ名目金利水準であっても、実効ベースでみた刺激度合いは高まることになる。その場合、

実質金利が既に非常に低い水準であるだけに、金融政策の緩和効果も大きなものとなってくる訳である。

次に物価である。物価面では中長期的な物価上昇率の予想が重要であるが、先程の執行部の説明にもあったとおり、先行き 5 年、10 年といった予想物価上昇率がこの政策委員会メンバーの中長期的にみた物価安定の理解の中心値である+1%程度になっていることは注目すべき動きであると思う。勿論、数字自体それ程データの蓄積がある訳ではないし、信頼性について慎重に吟味する必要があるが、中長期的な物価上昇率の予想は一つの大きなファクターだと思う。グローバル化については、以前からいつまでも物価上昇率の低下がこれによって期待できる訳ではなくて、どこかで臨界点に到達し、その後は上昇に転じることが指摘されてきた訳であるが、最近の動きをしてみるとグローバルな物価情勢についても転換期を迎えたような印象を持つ。それから、先程、西村副総裁からも指摘があったが、金融市場のグローバル化を考えた場合に、金融緩和が持つ物価への影響の出方についても従来とは違ったメカニズムを意識しておく必要があると思う。

なお、今回から経済・物価見通しについてリスク・バランス・チャートという形で見通しの確率分布を示すようになったことは、金融政策の説明という観点からみて、一つの改善であると思う。過去の主要国中央銀行の成長率の予測誤差をみると、大体 1%である。数年前から、米国の住宅バブルについて色々議論があった訳であるが、日本のバブル期も含めて、過去を振り返った場合、例えばどのような予測を 2 年前、3 年前に中央銀行が出すべきであっただろうかを考えてみると、なかなか難しい問題である。2 年前、3 年前にバブル崩壊という悲観的なシナリオをいきなり標準シナリオとして F R B が公表することができるかという、それは多分難しいだろうし、またそうしたシナリオに全面的に依拠した金融政策を運営しようとしても、それは説得力がなかったと思う。責任ある当局者としては、標準シナリオとなる予測の中央値と予測の分布や歪みについての情報をバランス良く発信することが大事だと思う。そうした意味で、今回のリス

ク・バランス・チャートはそうした情報発信を行うための有力なツールとなり得る。と同時に、先程、野田委員からのご指摘があったが、また新たな問題を抱えることになるかもしれない。いずれにせよ、一つのツールになると思う。

次に金融政策であるが、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで先行きの政策運営について予め特定の方角性を持つことは適當ではないことを述べ、そのうえで日本銀行としては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、それらに応じて機動的に金融政策を行っていく方針であるという考えに賛成である。そのことを言ったうえで、三点申し上げたい。第一点は、現在の政策金利の水準の評価である。政策金利の水準の適否を判断する単一の尺度は勿論ない。実質オーバーナイト金利の水準を計算すると、採用する物価指数にも依存するが、消費者物価指数でみて大雑把に日本はゼロないし若干のマイナスである。日本の実質オーバーナイト金利の水準は、潜在成長率の水準を大きく下回っているし、諸外国と比べても低い方に属している。テイラー・ルールでみても、現在需給ギャップはゼロであるが、物価上昇率や均衡実質金利について常識的な仮定をおくと、テイラー・ルール金利は現状よりもかなり高いということである。かつてマネーサプライが重視され、現在もこれを重視する人がいるが、その背後にある基本思想は、経済には中長期的な均衡値に向って動いていく力が作用することと、また人間の知識の不確実性を考えると、そうした中長期的な均衡を表わすシンプルな指標を大事にする考えであったと思う。マネーサプライ自体は、現在、金融自由化、金融技術の進展の中でかつてのような重要性を失ったが、今日マネーサプライ重視のスピリットを受継ぐとすれば、中長期的な観点から足許のオーバーナイト金利やテイラー・ルール金利をチェックする思考習慣、それ自体は大事だと思う。このことから直ちに足許の政策にジャンプする訳ではないが、こうした思考習慣自体は大事であると思う。

第二は、市場機能維持の重要性である。最近のアメリカの例が示すように、市場機能を維持することは非常に重要である。実質金利が低くても市

場が正常に機能していない場合には、金融緩和は十分に効果を発揮しない。そして一旦、市場機能が上手くワークしなくなると、金利を少々引き下げても、また追加的な流動性を供給しても状況はなかなか改善しないということである。この点、日本は過去の金融危機の経験を経て、流動性供給の面では実に肌理細かい措置を現に行っている。日本銀行としては、現在の金利水準が有する潜在的な刺激効果を前提とすると、市場機能の維持が重要であること、またそのために十分な体制をとっていることを知ってもらい努力をする必要があると思う。

長くなって恐縮だが、第三に指摘したいことは、下振れリスクが顕在化した場合に金融市場から生まれてくる自律的な緩和効果である。現在、日本の政策金利が0.5%という低い水準にあるため、金融政策による緩和の余地がないという議論が多く聞かれる。そうした議論を聞いていて多少不安に感じることは、金融市場から生まれてくる自律的な緩和やあるいは引締め効果への感覚がやや薄いのかと思われることである。実際、昨年夏以降をみても、先行きの景気不透明感の高まりから長期金利は一時0.7%程度低下したし、またそのような状況の中で日本銀行の先行きの金融政策運営スタンスについても、当面引き上げの可能性が低下したという見方が広がり、不確実性のプレミアムが低下した訳である。このため同じ長期金利の水準にあっても、いわば実効ベースでみた緩和効果は幾分高まることになる。量的緩和政策を採用していた時期には、現在の金利水準を継続するという明示的なコミットメントを行った訳であるが、日本銀行がたとえそうしたコミットメントを行わなくても、市場の中でそうした自律的な変化が生まれてくる訳である。さらに最近では物価上昇率の高まりとともに、予想物価上昇率も上昇気味であって、その面から実質金利は低下傾向にある。そうした自律的な金融環境の変化も、十分に認識する必要があると思う。なお、調節方針については、現行維持ということになる。

少し長くなって申し訳なかった。今日、これで七名の委員の意見表明があった訳であるが、私の議論を含めて全体を総括してみると、こういうことになろうかと思う。まず、金融経済情勢である。国際金融市場をみると、

株価は米国金融機関の決算内容などを好感してやや上昇しているが、短期金利市場ではTEDスプレッドが依然として高止まっており、全体としてみると不安定な状況が続いている。また、世界経済は全体として拡大しているが、米国経済が停滞するなどダウンサイド・リスクが高まっているということだと思った。国内経済については、前回決定会合時以降に公表された指標を踏まえると、経済・物価に対する見方に大きな変化はないということであったと思う。ただ、今朝方発表された数字を含めて幾分気になる動きもあったということである。詳しくは申し上げないが、一つは全体に輸出が堅調であることをどう評価するか。それから、今朝方の生産が予想以上に弱かったこと、特に資本財出荷が弱かったという辺りは気になる動きである。それから、物価については、国際商品市況の高騰を背景に、企業物価それから消費者物価も予想以上に上昇してきているということである。この点で気になることは、そうした国際商品市況の上昇それ自体の評価もそうであるが、食料品を中心に価格転嫁の動きが進んできているように窺われる。この辺りをどう評価するかということであったように思う。いずれにせよ、5月の決定会合において、今回発表されたデータも含めて、前回4月の決定会合で決定した基本的見解を改めて点検していきたいと思っている。

それから、次回決定会合までの金融市場の調節方針であるが、全ての委員が、金融市場調節方針については、無担保コールレートを0.5%前後で推移するよう促すという現行方針が適当というご意見であった。その背後にある考え方としては、第一に我が国の景気はエネルギー・原材料価格の影響から当面減速が続くものの、その後、潜在成長率並の緩やかな成長経路を辿る可能性が高い。第二に、もっとも世界経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などには引き続き注意が必要である。第三に、従って、今後公表される指標や内外の金融指標の情報などを丹念に点検し、見通しの蓋然性とそれに対するリスクを見極めたうえで、それらに応じて適切に政策判断を行っていくことが適当であるというご意見であったと思う。

それから、展望レポートについては、基本的な考え方は皆様一致していたと受止めた。第一に、相対的に蓋然性の高い見通しとしては、先行き2009年度までを展望し、我が国経済は概ね潜在成長率並の緩やかな成長を続ける可能性が高いとみられる。また、消費者物価は均してみれば+1%程度の伸び率となると予想されるということであった。第二に、現在は従来に比べて不確実性が高い状況にある。特に、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性及び原材料価格高の影響などの景気の下振れリスクに、最も注意する必要がある。一方で、緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性については、以前より低くなっているが、引き続き存在する。下振れリスクが薄れたり、経済の先行きに対する企業などの見方が強まる場合には、金融・経済活動の振幅が大きくなるリスクの重要性が増すと考えられる。第三に、先行きの金融政策の運営方針については、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとでは、予め特定の方向性を持つことは適當ではない。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、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていくことが適當である。また、金融政策が効果を発揮するうえで、金融市場の安定性を維持することが重要である。今度とも、金融市場の動向を注意深くモニタリングし、適切な金融調節を行うことで市場の安定に努めていくことが適當である、ということであったかと思う。

ただ今の総括を含めて、これまでのご意見について何か皆様から追加的なご意見はないか。

須田委員

一点だけ。水野委員が循環メカニズムについて今回は書いていないとおっしゃられたが、前提条件をみたら、それは書いてあると読んで良いのではないか。

水野委員

いや、私のことではない。毎回毎回、展望レポートの一番最初に書いて

あったので、そこが取れてしまうと、市場参加者は怠慢で、皆、二日目の背景説明は読まないで…。

須田委員

背景説明ではない。

水野委員

今回、背景説明に書いているのである。

須田委員

しかし、基本的見解の前提やメカニズムはこれに基づいていると書いてあるところで…。

水野委員

私は分かっているが。

須田委員

基本的なことなので、マーケットの人でも分かるのではないか。

水野委員

基本的見解でしか探さないメディアの人が多いから。これがないと皆…。

須田委員

2 頁目に「メカニズム」という言葉が書いてある。

水野委員

いや、本当にそうなのである。

白川議長

今日の記者会見で必ず聞かれると思うので、そこは踏まえたうえで。

水野委員

だから、二日目に発表される背景説明を読んで頂きたい、と言おうと思っていた。

西村副総裁

もし一点付け加えるとなると、以前、ここでトリシェ総裁のルシャトリエ・プリンシプルの話が出たことがあった。要するに、市場には色々なサブの市場があるが、そのサブの市場のどれか一個が機能していない時に、他の市場に非常に負担が掛かって、変化が大きくなってしまう可能性があるという訳である。今の状況は危なっかしい状況で、最も重要と思われる市場がある種の機能不全を起こして、中央銀行によってかろうじてある程度支えられている状況である。これから考えると、ちょっとしたショックが他の市場に非常に大きな影響を与えることがあって、しかもコントロールが非常にしにくい市場で大きな影響を与えることが、多分、今、起きているのではないかと思う。そういう観点から考えると、先程から水野委員から新興国の市場の問題が重要だという話があった。それはかなり重要である。中国の株式市場のプライス・キープिंगの話があるが、そういったものが市場のロジックと沿う形できちんと動いているかどうか。もしそれが動いていないとすると、将来的にかなり大きな影響が他のところに及んでくる可能性があるので、それについては注意しなくていけないと考える。私が上下に振幅が大きくなるといった一つの理由は、逆に言えば、一つの重要な市場の回復が弱いために、他の市場に大きな影響が出てきてしまうことだと考えている。

須田委員

違う話だが、リスク・バランスを公表することがどういう意味を持つか。

例えば、下振れと上振れの面積という部分では視覚的にも凄く分かりやすいと思う。しかし、この数字の持つ正確さの問題であるが、これはどうしてもQEの値を念頭に置いている訳である。他方、メカニズムを考える場合は、最終的な姿を我々は見通して議論している。従って、これだけ間違っていた、あるいは、分散がこれだけあったとかいう話をする時、その両者のギャップを凄く感じて、一体我々は何を求めて数字を出していくのか、という点が気になっている。そこで、この分散がどうのこうのという議論はあまりしない方が良いのではないか、という気もしている。

水野委員

その点について言うと、参考1、参考2とあるように、参考計表に過ぎないということを予め言っておくということだと思う。それでも数字をみてしまうと思うが。

西村副総裁

私は、この数字——特に実質GDPの数字——については、QEではなくて確報として本来考えるべきだと考えており、私自身も確報を予想しているということである。手前のQEを予測しているという話になるとまずい——これは間違えられてしまう可能性がある——ので、確報を推計しており、まさにメカニズムの中にあるものを推計していることを上手く説明していく必要がある。

野田委員

私も全く同意見である。確かに数字になると、あたかもQEベースという見方がなされるが、我々はQEの数字をみている訳ではない。先程も足許、1～3月のゲタがどうなるかという議論があつて、それで振れることもあるが、それ以上に、我々は2008年度を通じてどうなのか、どちらかというと、気持ちのうえでは来年の1～3月の前年比がどうか、という感じで頭の中では弾いている。勿論色々なモデルで数字は確認しているが、

西村副総裁がおっしゃられたように、その辺をどう上手く説明するかがポイントになると思う。

須田委員

そのとおりだと思うが、他方、実際に我々は何をしているかという、実際には数字が出た時に確報ではない数字と比較して下振れている、上振れているという評価をしている。従って、メカニズムで見たら我々としては全然下振れているとは思わなくても、結局出している参考の数字をみながら、上振れ、下振れを評価していることも現実にある。

野田委員

両方あるということである。定性的な説明と定量的な説明が我々の理解と乖離してきたところは、何らかの説明で十分埋めていかななくてはならないということは、大いにあり得ると思う。

白川議長

2000年の秋に展望レポートの公表を決めた時に、最大の 이슈は数字を公表するかどうかであった。それで、日本銀行に限らずどの中央銀行も、強調したいことは数字自体ではなくて、全体としてのメカニズム、ロジックであることは、繰り返し言っている。しかし、ロジックだけでは、中央銀行の判断は説明しにくいから、あくまでも参考として数字を出そうということになった。当初、日本銀行は、一人の委員が一つの点を出して、それを集計した結果、多少の分布はあるが、大体その点は一点に集中しやすいということだった訳である。数字を出す中で、さらにある特定の数字だけに集中することは、ロジックを説明していくうえでも却ってまずいということで、本文でリスクについての説明をした。それでも、どうしても、数字に注目が集まった。そういう意味では、今回、幅を視覚的に表わすことは、非常にささやかで大きく全体の姿が変わるとは私は思わないが、それなりにプラスだと思う。ただ、そのうえで、記者会見、それから皆様の

講演も含めて、これからも数字について過度に注目が集まらないように言っていく必要があると思う。ただ、これは永遠の課題だと思う。

中村委員

このチャートについては、これから継続してずっと出していくのか。あるいは、今回のような状況下のみ出すのか。

白川議長

これはあくまでも今回限りの措置で、10月の展望レポートでどうするかはその直前に皆様ともう一回議論したい。この間、これがどう受止められるか。多分プラスもあるし、マイナスもあると思うが、それを含めてこれから考えていく。ただ、チャートを使うかどうかは別にして、いずれにせよ、どうやって見通しを説明していくのが良い方法なのかについては、ずっと継続課題だという感じがする。

それでは、財務省それから内閣府からのご意見を頂戴する。

森山財務副大臣

我が国経済は、企業収益は弱含み、生産が横這いとなっているなど、このところ景気回復が足踏み状態にある。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。現下の経済・物価情勢のもとで、今後の景気回復を持続的なものとするため、引き続き経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。サブプライムローン問題、原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後も注意深くみていく必要がある。日本銀行におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や、市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。今回発表される展望レポートにおいて、日本銀行が、サブプライムローン問題を背景とする米国の景気後退

懸念や市場の変動、原油価格の動向等から、景気の下振れリスクが高まっていることを踏まえ、2008年度及び2009年度の経済・物価見通しや先行きの金融政策運営の考え方をどのように整理するのか、市場関係者の注目が集まっている。日本銀行におかれては、現下及び今後の経済動向の展望や、金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明を頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、浜野内閣府審議官、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引き続き横這いとなっていることを踏まえ、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。景気は先行き緩やかに回復していくと期待されるが、株式・為替市場の変動、原油価格の動向等に加え、アメリカ経済が景気後退する懸念があり、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、生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合でみた消費者物価は僅かな上昇にとどまっており、また単位労働費用及びGDPデフレーターは低下幅が10～12月期は拡大するなど、国内要因からみた物価上昇圧力は依然として弱い状況にある。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、着実に実施に移しているところである。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する次の四つの基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。第一に、民需主導の持続的な成長を実現する。第二に、物価の安定を実現する。第三に、中期的な課題と整合的な政策運営を行う。第四に、透明性と説明責任を徹底する。

今回、「中長期的な物価安定の理解」の点検が行われるが、透明性を向上し、説明責任を果たすためのより良い枠組みの構築に向けて引き続き工夫をお願いします。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、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経済を支えて頂くことを要望する。さらに政府においては、人口が減少する中で、持続的な成長を確保し、希望と安心の国の実現を目指すべく経済成長戦略の具体化を進めているところである。こうした政府の取組みについて、日本銀行におかれてもサポートして頂くことを期待している。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

水野委員

宜しいか。浜野内閣府審議官に質問である。今お話されたこととは直接は違うが、大田大臣が最近の物価の上昇について、どちらかというとながティブなことを言われる。心配されているということだと思う。我々も勿論心配しているが、100%コスト・プッシュなのかを考えると、先程、西村副総裁も言われたように、家計部門もある程度価格上昇を受入れる土壌はできてきたという感じは私も持っている。そういう点を考えると、物価が上がってきたことが消費それから設備投資——企業部門——にどういう影響を与えるかについては、しっかり見守っていきたいというメッセージの方が対外的には私は宜しいのではないかとと思っている。政府はまだデフレと言っているので、その方が良いのかもしれないが、物価の上昇が消費に与える影響で日本経済が必ず下振れると決め付けるには、まだデータが不足しているではないか。少なくとも、もう1、2四半期みていかないとはいけない。現時点での発言としては、やや断定的かという感じを個人的にはもっている。

浜野内閣府審議官

何かお答えをした方が良いのか。

水野委員

消費に対してどちらかという悪い影響が出る——そうかもしれないが——と、あまり断定的には言わない方が良いのではないかと思う。

浜野内閣府審議官

私はこの議論を聞かせて頂いて、私共が議論していることと特に違和感があるとか、中身が違うという感じは全く思っていない。これまでもご議論があったように、物価の状況は、非常に複雑なことが起きていて、+0.5%とか+0.何%とかになっているということなので、そういうことをよく分析したうえで評価していかないといけない、というのは全くそのとおりだと思う。従って、特に今何か申し上げなくてはならないということはないが、一点、政府はデフレと言っているとおっしゃったが、正確に言うと、デフレからの完全脱却はしていないと申し上げている。デフレは物価がどんどん下がっていく状況であると考えているが、そういう状況ではないということも併せて言っているので、念のために申し上げておく。

水野委員

大田大臣が、物価の上昇が消費に与える影響が心配であるというやや慎重な見通しをされている。そこについても、私は、まだそうなのかどうかについて、まだはっきりしたことは言えないのではないか、という気がしている。そのことだけ、印象論としてお伝え頂ければ幸いである。

白川議長

浜野内閣府審議官がここで何かお答えするというのも難しいので…。

それでは、金融市場調節方針の取り纏めに入りたいと思う。議長として

は先程の皆様のご意見を踏まえて、調節方針については現状維持という議案を提出したいと思う。

[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30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

それでは採決に入りたいと思うので、申し訳ないが。

森山財務副大臣

私は1時から本会議があるので、あとは審議官を出席させたいと思うので申し訳ない。今日は行かないといけないので。

白川議長

了解した。退室された後も厳正な機密管理をお願いします。

森山財務副大臣

よく承知している。

須田委員

要回収の資料は大丈夫か。

白川議長

回収して頂きたい。

[12時37分 政府からの出席者退室に合わせて森山財務副大臣退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

それでは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。宜しく願います。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。

[12 時 40 分 政府からの出席者入室に合わせて鈴木総括審議官入室]

全員一致で可決した。

V. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

白川議長

それではこれから展望レポート基本的見解の取り纏め、採決に入っていこうと思う。ここで委員方は成長率やインフレ率の見通し及び分布を再提出して頂きたい。今回見通し及び分布の変更を行わない方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて封筒に入れて頂きたい。

雨宮企画局長

数字の変更があるので、5 分程頂きたい。

白川議長

了解した。

雨宮企画局長

終わった。それでは再集計した数字、何箇所か変更があるので、口頭で申し上げる。お手許の展望レポートの原案の 10 頁の参考 1 を開けて頂きたい。大きな変更ではないが、変更が多かったのは C G P I であるので、そこから申し上げる。真中の C G P I で、2008 年度の国内企業物価指数、お手許の大勢見通し +2.2 ~ +2.8 になっているが、この下の数字の +2.2 を +2.4 に変更をお願いします。それに応じてその下の中央値、今、お手許は +2.4 となっているが +2.5 になる。それから 2009 年度の C G P I であるが、大勢見通し +1.3 ~ +1.6 になっているものの上の方、+1.6 を +1.8 に修正頂きたい。これは中央値は変わらない。それから欄外にある全員

見通しであるが、これも変わる。2008 年度+2.2～+2.8 になっているものの、下が+2.2 が+2.3 に、上の+2.8 が+2.9 に変わる。2009 年度+1.3～+1.8 のうち、これは上だけであるが、+1.8 が+1.9 に変わる。C G P I は以上である。あと一点、実質G D P の成長率は、大勢見通しは変わらないが、全員見通しの 2008 年度のG D P 成長率+1.4～+1.9 になっているものの+1.9 が+1.8 に変更になる。従って、これは全員見通しの上の方の変更なので、大勢見通しには影響ないということである。以上数字の変更箇所としては 7 箇所である。参考 2 のリスク・バランス・チャートは変更ない。ただし、実質G D P の 2009 年度の三角三角が+1.4～+1.9 だったのが、+1.4～+1.8 になる。それだけの変更である。

稲葉理事

2008 年度だな。

雨宮企画局長

失礼した。2008 年度である。2008 年度の三角三角の右側の三角の位置がちょっと左に寄るということである。

野田委員

狭くなるということだな。

雨宮企画局長

然り。以上である。

白川議長

それでは委員方には中長期的な物価安定の理解の点検に関し、お一人 1 分ないし 2 分以内を目処にご発言をお願いする。その後、理解の点検に関する論点も含めて、展望レポート基本的見解の取り纏めに関する自由討議としたいと思う。それでは亀崎委員からお願いする。

亀崎委員

中長期的な物価安定の理解の数値については、過去 22 年間の C P I の平均値が +0.6% と諸外国と比べて低いことをベースとして、バブル期——最高 +3.0% 程度——、物価下落局面——最低 -1.0% 程度——の数字も参考に検討したが、0 ～ +2% 程度が妥当であると思う。C P I は昨年秋以降、上昇幅が拡大したが、まだこのレンジの中央近辺にある。また、3 月の C P I の +1.2% の上昇のうち +0.7% がエネルギー要因であり、原油価格が現状水準で推移すれば 1 年後には剥落する筋合いのものである。こうしたこともあって、長い目でみて物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率には、昨年から大きな変化はないと考えられる。中心値は、+1% 程度と考えている。以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

中長期的な物価安定の理解の点検作業として、まず C P I のバイアスについてみると、指数の中間年の見直しによる C P I 前年比への影響は極めて小さかったこと、ラスパイレス連鎖方式による C P I 前年比暫定値との間にも大きなギャップはみられないことなどから、バイアスは大きくないという結論に変わりはない。また、のりしろについても、賃金の下方硬直性の程度、潜在成長率の水準、金融システムの頑健性、財政の発動余地や金融政策の有効性などについての議論にも特段変更はなく、大きなのりしろの必要性を感じない。最後に足許のインフレ率は、消費税を除くと 1993 年夏以来の大幅な伸びとなっているが、国民の物価観、すなわち物価が安定していると国民が感じるインフレ率に変化がみられるかどうかを生活意識に関するアンケート調査の結果からみると、現在、1 年前と比較して物価が安定していると思っている人は 1 割程度まで低下している。直近の

調査では、物価が上がったと答えたのは 86%で、そのうち約 9 割が物価上昇はどちらかといったら困ったことだと答えている。このことから、国民は最近のインフレ率を物価安定の範囲内にあるとは捉えていないことが分かる。ただし、国民のインフレ実感は購入頻度の高い財のインフレ率によって影響を受けやすく、かつ、それは、ここ 1 年、総合指数との対比でみてもかなり高くなっており、それも物価が安定していないという答えの多さに響いているように思う。従って、この調査結果からは、物価はほとんど変わらないという回答が半分以上となるケースに対応する総合インフレ率の範囲に最近変化がみられるかどうか定かではなく、本日の結論は昨年と同じというのが妥当だと考えている。すなわち、私の中長期的な物価安定の理解は、C P I の前年比で中央値は+1%よりもゼロの方に近いプラスの値であって、それは 0~+2%程度の範囲内には含まれているということになる。物価が上昇しているもとで、多くの人が物価が安定していると答えるようになるとか、物価は上昇したと判断しているがそれを困ったことだと考えなくなった場合などに、私の中長期的な物価安定の理解について再考したいと考えている。以上である。

白川議長

野田委員、お願いします。

野田委員

一昨年の物価安定についての考え方を踏まえ、三つのチェックポイントについて改めて評価し直した。第一に、物価指数計測上のバイアスであるが、我が国の C P I のバイアスは大きくないという見方には変わりはない。第二に、物価下落に備えたのりしろであるが、従来、一定ののりしろは必要であると考えている。また、足許、国際金融資本市場の動揺が続いているが、我が国の場合、欧米に比べ金融機関への影響は限定的であり、我が国の金融システムの頑健性は十分に保たれていると考えている。第三に、物価が安定していると家計や企業などの経済主体が考える物価上昇率で

あるが、原油や穀物などの国際商品市況の高騰を主因として、物価が足許上昇する中で、家計のインフレ予想は短期的には大きく上昇しているようにみえる一方、十分に長いタイムスパンでは、中長期的な物価安定の理解の導入時以来、比較的低位に安定していると判断できる。この間、物価形成のメカニズム自体に目立った変化があったとは判じにくく、先行きについては、この点に関し、目下の原材料上昇が落ち着いた後の物価動向——つまり影響が剥落すればゼロインフレに戻るのかどうかといった点——等を見極める必要がある。以上を踏まえると、私が中長期的に安定していると理解する物価上昇率は昨年と変わらず、 $+0.5\sim+1.5\%$ である。なお、 $+0.5\sim+1.5\%$ との表現は、 $+1\%\pm0.5\%$ という表現と比べて、中心の $+1\%$ には必ずしもこだわらず、下限 $+0.5\%$ と上限の $+1.5\%$ に近いレベルに対しても双方寛容的であるという趣旨を含む表現であり、今年もこの点を申し添えておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

昨年同様、全国消費者物価指数の総合の前年比でみて $+0.5\sim+1.0\%$ 程度が、私が中長期的な物価安定の理解と考える水準と考えている。若干コメントすると、まず我が国は他の先進国よりもCPIインフレ率が歴史的にみて低いこと、二番目として2005年基準になってから消費者物価指数の上方の計測誤差、バイアスはさらに小さくなったと判断できること、三番目として政策金利のゼロ・バウンドの下限を考えると、CPIインフレ率はゼロ%を若干上回るのりしろがあった方が良く、四番目として、須田委員からもご指摘があったが、生活意識に関するアンケート調査から家計は現在程度の物価上昇率をどちらかといえば困ったものだと受止めていること、などを考えると、昨年提出した数字を少なくとも上方に修正する必要はないと思っている。

3月の全国消費者物価指数は総合、コアともに前年同月比+1.2%と+1.0%を超えてきた。この結果、昨年、一昨年に公表した中長期的な物価安定の理解について、消費者物価指数の前年比で0~+2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は大勢として概ね+1%程度の前後で分散していると本行が表明したことの意義が改めて評価されてくるのではないかとと思う。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

まず、2年前の新たな枠組みの決定時の私の考えを説明し、2年を経過してそれを大きく見直す必要がないと考えているところを明らかにしたいと思う。なお、最初の二つのパラグラフは昨年の見直しの時と全く同一である。平均的な国民が物価が安定していると中長期的に実感できる状態に対応するCPIを中長期的な物価安定の目安として考えると、第一に0.5%ポイントの物価指数上方バイアス、第二にCPIが、品質調整済価格が大きく下落している耐久財消費支出の支出シェアが大きい富裕層の支出行動に引きずられるおおよそ0.3%ポイントの上方バイアス、三点目に約7割近くの平均的な国民が概ね物価安定と感じることを勘案すると、+0.8%±0.5%になる。そして、将来、デフレ状態に陥った時に金融政策に生じ得る問題を回避するためののりしろ分も考慮に入れたとしても、価格や賃金の下方硬直性は十分に小さく、差し当たり+0.8%程度あればのりしろとしては十分であると考えた。この考え方の根本には、日本において企業や家計の政策ルールを含む経済構造に係る予想形成は、長い過去の経験に基づいてなされ、容易には変化せず、ただ実績を積み重ねることでのみ変化するという判断に基づいている。そして、将来デフレに備えたのりしろを取るために、企業や家計の政策ルールに関する予想形成に直接働きかけようとする政策は、価格安定をもたらそうとするその意図とは逆に、

インフレを人為的に起こそうとする政策と誤ってとられ、インフレが実現する前に直ちに長期金利の上昇をもたらし、それが経済に望ましくない影響を及ぼす等の可能性があるからである。

第二の柱の観点から考えると、このような政策を性急に取るのは望ましくないと考えている。望ましいのは、日本経済が回復するに従って、経済の体温としての物価の上昇率も自然に回復し、それに沿って企業や家計の経済構造に対する予想形成も変化し、若干の物価上昇が経済の安定と両立すると理解されるようになり、それが十分なのりしろを与えるようになるという漸進主義であると考えている。

昨年の見直しの時からの変化を考えると、昨年に比べて今年の見通しは経済活動は若干下振れ、足許の物価上昇も若干上振れている。そして、人々の予想形成も過去の停滞の記憶に縛られたバックワード・ルッキングなものから、日本銀行の金融政策への信頼に基づいたフォワード・ルッキングなものへとゆっくり変化しつつあると考えている。この意味で、物価安定の理解に対する理解が浸透していく過程にあると評価しており、このプロセスを漸進的にしっかり進めていく必要があると考えている。従って、従来の見方を変更する必要はないと考えられ、 $+0.8\% \pm 0.5\%$ ポイント程度という私の物価安定の理解に変化はない。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

中長期的な物価安定の理解を点検すると、物価安定の基本的な考え方や、物価指数のバイアス、デフレ・スパイラルに備えたのりしろ、国民の物価観についての考え方は、昨年から大きく変える必要はないと思う。具体的には、消費者物価指数のバイアスは、引き続き大きくないとみられる。また、のりしろについても、昨年夏以降の国際金融資本市場の動揺の中でも、我が国の金融システムは全体として安定した状態を続けており、必要とさ

れる厚みは大きく変化していないと思われる。さらに、企業、家計の物価の見方については、エネルギー、原材料や食料品の価格上昇を受けて、物価が1年前と比べて上昇したと感じる企業や家計の割合は増加しているが、物価が安定していると考える物価上昇率は大きく変化していないと想定される。こうしたことを勘案すると、私の中長期的な物価安定の理解は、昨年と同様、概ね+1%を中心値として上下0.5%程度が望ましいと考えている。私からは以上である。

白川議長

私は物価で話すのは初めてなので、ちょっと1、2分ではなくて多分3分半位になると思うが、宜しくお願いする。金融政策の目的は物価安定であることについてはコンセンサスがあるが、数字で表わすと幾らであるかについては、目標物価水準の上限についても下限についても、それ程しつかりとした理論はないのが現状だろうと思う。近年、議論されることが多かった下限との関係で、通常指摘されている要因は、名目賃金の下方硬直性とゼロ金利制約である。確かにこうした要因があれば、経済にマイナスのショックが加わった場合、デフレ・スパイラルに陥る危険性があるので、デフレののりしろが必要となる。現実の日本経済の推移をみると、名目賃金の下方硬直性は観察されなかった。下方に伸縮的に調整されたという訳である。ゼロ金利制約についても、制約を緩和する要因もそれなりに作用したということであり、一つは時間軸効果であり、もう一つは実質為替レート円安化であった。また過去のデフレの歴史を振り返ると、日本の金融恐慌にしても、米国の大恐慌にしても、デフレはほとんどが金融システムの不安定化と背中合わせである。逆に言うと、いわゆるデフレの危険を防止するうえでは、金融システムの安定が圧倒的に重要であり、金融システムの動揺を回避する限り、いわゆるデフレ・スパイラルは顕在化しないようにもみえる。いずれにせよ、そのデフレののりしろとしてどの位が必要かは、経済や金融システムの状況に即して、その危険性を経験的、実証的に評価するというプラグマティックな姿勢が重要だと思っている。

物価上昇率に関する理論を現実の指数に翻訳する際には、物価指数のバイアスを考慮する必要がある。バイアスについては、統計作成当局の努力により、日本を含めて世界的にも縮小方向であるのが多分常識的な判断だろうと思う。ただ、多少理屈めいたことを言わせて頂くと、バイアスというからには、金融政策運営にあたって基準となる理想的な物価指数が明確に定義される必要があるが、実はそのことについてコンセンサスがある訳ではない。さらに、品質変化の扱いの難しさ、ボリュームディスカウント等のノン・リニア・プライシングの普及等を考えると、価格というものを把握すること自体が難しくなってくる。また、実質値上げとか実質値下げという言葉で表現されるように、バイアスは景気循環の過程でも変動し、バイアスは上方、下方両方向に存在する。そういう意味で物価指数にはバイアスが存在するという認識は重要であるが、その大きさを固定的な数字で捉えて、それに過度に依拠して金融政策判断を行うことはやや危険であると思う。

以上を述べたうえで、中長期的にみて物価安定と理解する数字を敢えて消費者物価指数で表現しろと言われるならば、私の場合は+1%である。気分的には+1%というよりか、+1%弱であるが、物価安定は中長期的な理解であることに比べて、今申し上げた物価指数の精度を考えると、そんな微細なことを言ってみても始まらないので、ここは単純に+1%とした。幅であるが、これは中長期である以上、上限、下限といった幅がない方が理論的にはすっきりしていると思う。幅を示せと言われれば、上下におよそ1%になる。上・下限を出すことにはメリットとデメリットがある。短期的な物価指数の安定を最優先すると、経済の変動は大きくなり、結果的に中長期的な物価安定も達成できなくなる。その意味で物価指数について幅を示すことには現実的な意味があると思うが、同時にデメリットもある。

先程、西村副総裁から、中長期的な物価安定の理解に対し「理解が進んだ」という話もあった。そういう面もあるが、同時になかなか理解が進まない感じもする。一つは、ゼロを含むのは世界の常識に反するといった批判である。日本の数字はスイスの+2%以下という表現と非常に似ている。

委員の分布の下限を示すことによって、「中心値は、大勢として、概ね+1%の前後で分散している」という従来の文言で皆がほぼ共通していることを示そうとするメッセージが、もっとも軽視されている印象もある。ただ、いずれにせよ、重要なことは、数字の水準自体も然ることながら、発表した数字の意味、あるいはそれに基づいて金融政策をやっていく際の情報発信である。物価安定とは、中長期的に確保し得る物価安定である。日本のバブル期は物価上昇率がゼロ%台。バブル崩壊直後は物価上昇率は上がっていたということである。2003年以降のアメリカの金融政策についての一つの論点は、デフレの危険が過大視され、その中で低金利が長く維持されたことである。勿論、この点について評価は難しくまだ結論が出ていないが、いずれにせよ、これは結論が出ていない難しい問題であることを認識する必要がある。そういう意味で政策委員会メンバーとしては、物価安定とは中長期的に持続し得る物価安定であることを、フレーズとしてだけではなく実感を持って皆に伝えていく努力をしていく必要があると思った。議論の取り纏めであるが、委員の中長期的な物価安定の理解は、従って、これまでと同様、0~+2%程度であったということである。また、各委員の中心値はそれ程分散せずに、+1%程度となっていたように思う。従って、展望レポートに記載する表現としては、ゆっくり読み上げるが、「0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」という表現で良いように思われる。今の取り纏めも含めて、皆さんからのご意見を頂戴したいと思う。

野田委員

議長、もう一回お願いします。

白川議長

「0~2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」ということである。後からまた…。

野田委員

有り難うございました。

白川議長

執行部の方から紙を出してもらおうと思うが。

野田委員

分かった。

白川議長

私は2年前にこの理解ができる時に、決定には参加していなかったが決定するプロセスに参加したという立場でみると、理解についての理解がなかなか進まないことについて、もどかしさを感じている。それに対して一般論としては十分に説明していると思うが、具体的に実感をもって理解してもらう努力をさらにしていかないと、なかなかこの状況は改善しない気がしている。

私が整理してみると、批判は三つ位ある。一つは、水準として海外に比べて低いという批判である。二つ目は、その中で特にゼロが入っているのが不相当だという批判である。それから、三つ目は、最近は大分減ってきたが、委員の意見の寄せ集めではなくて政策委員会として公表する必要がある、という批判である。人によって力点の置き方は違っているが、この三通りの批判がある訳である。第一の海外に比べて低いところだが、この席でもこれまで出てきた議論だと思うが、多くの国でターゲットなりあるいは定義を発表している国は、その国の過去の実績を基本的には反映しているし、その中で多少の努力目標、あるいは過去の良いトラック・レコードをロックインする数字を出している感じがする。従って、先進国に比べてエマージング諸国はターゲットの数値自体が高いし、日本とほぼ同じ上限のスイスが日本と同じように低いのは、これはスイスの物価がそれなりに安定しているということだと思う。それから、ヨーロッパがクロ-

ス・トウー・+2%であるのも、物価上昇率があれだけばらけていると、その中で何か数字を取る時にあの数字以外には多分取り出すことができないという気がする訳である。そういう意味で、実際上は非常にプラグマティックに決まっている、というのが私自身の印象ではある。ただ、日本がなぜ低いかについて、理念、理屈ではなくて多少実感を持って理解してもらう努力は必要だ、という気がした。それから、のりしろについても、その議論自体はそのとおりだと思うが、これも最終的には計量的な評価の問題であるから、先程意見が色々出たように、日本の現状に即した情報発信がない限り、なかなかこの溝は埋まらない気がする。

それから、ゼロを含むのは不適當だというのは、そもそも日本銀行としての見方の下限ではなくて委員の分布の下限であるし、それから中心値は別にゼロではなくて、ゼロを目指している訳ではないが、そこもなかなか理解されていない。それから、三つ目の委員の意見の寄せ集めではなくて政策委員会として公表する必要があるというところ。これはこれで勿論一つの論点であるが、先程、須田委員からもご紹介のあったアンケートをみると、国民の物価についての意識は随分と違っている。多分、多くの国民の願いを私なりに整理すると、物価がどんどん上がる事態は防いでほしいが、物価が下落して景気の落ち込みに繋がる事態は避けてほしい、それから物価が安定していてもバブルの発生に繋がる事態も避けてほしいということをはっきりとめて、皆、物価が安定してほしいという気持ちで表現していると思う。従って現実的に物価が上がってくる局面、あるいは下がってくる局面で出てくる意見は、一般国民だけではなくて政府の中でも多分色々あり、国民全体として数字でピンポイントで共有できるようなものが多分ないのだろうと思う。共通しているのは、先程申し上げたような意味で、物価が安定したもとで経済が持続的に成長する姿を実現してほしいというものであり、これにおいてはどの人も意見の違いはないと思う。そういう意味で、政策委員の見方を一本化せずに公表するのは、その背後にある経済の複雑さ、その背後にある国民の意識の違いを反映していると思う。いずれにせよ、理解についての我々の最大の課題は、理解をさらに深めて

いくということか、という気が個人的にはずっとしている。

西村副総裁

それに関連して宜しいか。リスク・バランス・チャートの説明のところで、これは日本語だから仕方がないが、例えば実質GDPのところに「委員は」と書いてある。別にこれを変えろということではなくて、ただテイクノートしておきたい。つまりこの「委員」というのは、私の感覚では複数である。つまり本来ならば、委員会を構成している委員は、という意味で複数なのである。ただこれを「委員会は」にすると委員会が何かオーソライズしている形になってしまうので、これはまたまずい。ということで、説明が非常に難しい。先程の話と同じだが、非常に難しいが、それを頭の中に入れて、我々は情報発信していかなければいけない、と考えている。

須田委員

これを作った時は機関決定しないというのはおかしいという議論が結構あったが、Fedがそうではなくなったということで…。

水野委員

然り。

白川議長

然り。

須田委員

そういう議論はかなり少なくなって、今一番疑問に持たれているのはゼロが入っていることだと思っている。あともう一つ、なかなか理解が得られないのは、これがターゲットではないとすると一体何なのか、というところである。これが政策にどう活かされているのかが、なかなか理解してもらえない。どうやって説明していくのかは非常に難しいと思う。

水野委員

そういう意味では、凄く割り切った言い方をしてしまうと、ややもすると新しい金融政策の枠組みの中で位置付けがはっきりしなかったという批判があった、と言った方がいいか。しかし、物価がたまたま上がってきたということで、中長期的な物価安定の理解に対する認識が若干深まる環境下にある。そういう意味では、敢えて我々はぶれない数字を出すことで、理解の促進に一定の寄与をする感じがする。

須田委員

それも大事だと思うが、構造変化がある中で、持続的な成長に対応するインフレ率は変化する。他の国をみていて、インフレーション・ターゲティングを採用している国がターゲティングをそれに合わせて変更できなくて、大変な思いをしている。カナダや韓国がそうである。そういうこともあるから、これは動き得るものだということも…。

水野委員

勿論。

須田委員

常に持っていないと。

水野委員

須田委員のお話も大事である。が、順番としてはワンステップずつということで、これもあれもと言うと、マーケットは消化不良を起こしてしまうと思う。

白川議長

他にご意見はないか。それでは展望レポートの基本的見解の取り纏めの

議論を踏まえて、稲葉理事と雨宮企画局長、願います。

雨宮企画局長

「中長期的な物価安定の理解」の文言は、先程、議長に確認して頂いたが、一応再確認して頂く。お手許、展望レポートの6頁の下から二つ目のパラグラフであるが、「『中長期的な物価安定の理解』は、消費者物価指数の前年比で 0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、」ここまで同じである。「概ね」を取り、「1%程度となっている。」ということで宜しいか。もう一度申し上げると、「委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている。」。

白川議長

文章について、何かあるか。ないか。それでは採決に入ろうと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

大杉政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成7、全員一致である。

白川議長

経済物価情勢の展望（基本的見解）は、本日 15 時に対外公表する予定である。背景説明を含む全文は必要に応じて執行部で修正したうえで、5 月 1 日木曜日、14 時に公表予定である。併せて機密管理であるが、公表まで厳に出席者限りの取扱いとする。宜しく願います。経済・物価情勢の展望（基本的見解）の案、それから見通し分布の表は回収をお願いします。

VI. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は 5 月 19 日から 20 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。金融政策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します。それでは、事務局は金融市場調節方針の解禁時刻を確認するようお願いする。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。報道解禁時刻 13 時 28 分の予定である。

白川議長

金融市場調節方針の解禁時刻が 13 時 28 分と決まった。以上をもって閉会とするが、金融市場調節方針の報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府出席者の方におかれては、控え室で解禁をお待ち頂いても結構である。

（13 時 24 分閉会）

以 上