

機密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年5月19日（14:00～16:17）

5月20日（9:00～12:00）

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 鈴木正規 大臣官房総括審議官（19日）
森山 裕 財務副大臣（20日）
内閣府 浜野 潤 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	山口廣秀
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
理事	山本謙三
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	中村康治
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は金融経済情勢に関する執行部報告、明日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、それから政府出席者からのご発言、議案取り纏めと採決、金融経済月報基本的見解の決定、4月8日、9日の金融政策決定会合の議事要旨の承認という議事である。本日の政府の出席者であるが、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。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をお願いする。

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）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場の動向である。山本理事と中曾金融市場局長、お願いする。

中曾金融市場局長

それではお手許の追加資料に沿ってご説明する。まず、図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト）の説明である。前回決定会合以降、誘導目標付近で安定して推移している。図表1-2、当座預金の保有状況をご覧頂くと、ちょうど先週の木曜日に4月積み期が終わったが、この積み

期は比較的平穏であった。積みのパターンとしては、ゴールデンウィーク前には連休越え資金を確保しようとする事情があったので、積みが多少前倒しで進捗したが、連休後は進捗スピードが抑制されて、結果的には各業態とも所要準備額並みの水準で着地をしている。

も4月積み

期 で着地しており、 されて
いる。 は する努力を続けてお
り、4月以降は も開始している。
こうした の に向け
た努力は、マネーマーケットの安定には寄与している。一方、

が債券市場で聞かれる。このメカニズムについては、後で長期金利のところで述べさせて頂く。図表1-3の08/1月積み期以降の短期金利のグラフで短期金利の動きをご覧頂くと、黒太線のオーバーナイト・コールレートは、申し上げたとおり、落ち着いていたが、グレーの線のレポ・レートは依然神経質さが残っている。これは証券会社の国債の在庫量が依然高いことが背景である。連休越えに積みが進捗したメガバンクが資金放出に回っているので、今はレポ・レートは抑えられているが、資金の出し手の姿勢次第でレートが高まる不安定な地合いが続いていると判断している。図表1-5の無担保コール市場残高のグラフで、翌日物コール市場の取り手別の内訳をみて頂くと、ぼちぼち印の外銀の要調達額が引き続きかなり低く抑えられているのがお分かり頂ける。基本的には外銀が保守的な資金繰りを行っていることが背景であるが、この間、円転コストがかなり低かったので、外貨取りに余裕のある先は円転で資金を調達してコール市場への依存を減らしたという要因もあると思う。これはコールレートの安定にも寄与していたと思う。ただ、このところドルの資金逼迫が緩んでいるし、ドルの利下げ観測も後退してきているので、一頃よりは円転のうまみは減ってきているようである。

図表1-6でオペの運営状況をご覧頂く。前回決定会合でお話したように、海外の市場であるが、6月の四半期末越えが相応に意識されているよ

うであり、そういうこともあって、日本でも4月中旬から6月末越えの資金供給を開始している。この6月末越えの長めの資金であるが、この表で言うと、共通担保の全店オペで週1本、本店オペで1本、計週2本のペースで今オファーをしている。この表上で3Mと表示しているのが、この6月末越えのオペである。その落札決定レートをご覧頂くと、どれも決定レートは0.57%になっており、これは6月末を越えないオペの落札レートと変わらない。従って、レート上、足許ではあまり四半期末は意識されていないようにもみえる。ただ応札倍率をみると、大体5倍ないし6倍台でかなり高くなっている。そうした点から言うと四半期末接近に伴ってレートが上昇する可能性もあるので、今後よくみていく必要があるかと思っている。国債買現先オペについては、レポ・レートの上昇圧力を抑える観点から、国債の発行日あるいは短国債の発行日に照準を合わせて、かなり高い頻度でオファーしている。シャドーを付した即日オペは、資金供給サイドでは、オーバーナイトレートの上昇圧力がやや高まった月末とか積み期終盤に実施した。一方、吸收サイドでは——資金吸收オペの表になる——、連休越えの資金の目途がついた5月2日以降、余剰感が強まったところで、積み進捗のスピード調整を目的に、売手をファインチューニング的に行ったところである。

以上が調節の関係であり、続いて図表2-1以降で金融・為替市場の動向をみていく。図表2-1の(2)のターム物レート等の推移の表で、短国債レートをご覧頂きたい。1年物の短国債が従来は0.5%台の半ばだったのが、足許では10bp位上昇して0.6%台に乗ってきてている。基本的には長期金利上昇につれた動きであるが、15日に行われた1年物TBの入札では、レートが上昇しただけでなく、かなり大きく札が流れた。先行きの金利観にはばらつきが生じてきていることを示す結果となった、とみている。図表2-2の(2)で、海外のマネーマーケットの緊張状態について、LIBOR-OISスプレッドをみて頂くと、このグラフでドルとポンドについては、それぞれTAFの増額であるとかSLSの導入もあって縮小してきているが、波線のユーロについては依然拡大傾向が消えていない。図表2-3

で、日本の市場での金利観をみていく。(1)のグラフのOISレートをご覧頂くと、直近の黒棒は水準的には前回決定会合以降あまり変わっておらず、期先物については0.5%を上回っているので、なにがしかの利上げ観測があるとも読める姿になっている。ただ、(2)のグラフをご覧頂くと分かるように、前回決定会合以降、この政策変更の織り込み度はかなり乱高下をしている。図表2-4の(2)のグラフで示した金先レートのうち、特に期先ものについて、同じような傾向が窺える。こうした動きを踏まえて、足許のOISレートの水準をどう解釈すべきかという点である。ちょうど前回決定会合時には、このOISレートの上昇について、利下げにベットしていたヘッジファンドのポジションの巻き戻しの要因が大きいと申し上げたと思うが、そうした要因はなお残存していると思う。それに加えて、ご覧頂いたように、OISや金先レートの振れが大きくなっていることは、恐らく物価や政策金利の先行きについて目線が揃いにくくなつた面もある。そういうことが反映しているのではないか、と思っている。つまり、市場は恐らく今利上げがあると積極的に思ってはいないと思うが、先行きの金利観にばらつきが生じていて、それがOISや金先の動きに表われているのではないかとみている。先に申し上げた1年物TBの入札レートが大きく流れたことも、そういう金利観のばらつきが背景にあるとみている。

今度は、色々と動きがあった長期金利に参る。図表2-5であるが、長期金利は振れを伴いながら上昇しており、10年債は一時1.7%台に乗せている。基本的には、米国景気の過度の悲観論の修正を反映したいわば米欧長期金利上昇の流れの中の動きとみているが、日本市場でも3月17日とか4月25日に金利急騰した余韻が残っており、不安定な地合いになっている。先週の14日も、アメリカの金利上昇を受けてCTAとみられる筋が債先を売ったことを契機に、一部の都銀が中期ゾーンを売り込む局面があった。そういう点も踏まえて、足許の債券市場を巡る環境の特徴を改めて整理すると、二点程あるかと思っている。第一は、前回の会合でも申し上げたところであるが、証券会社のマーケットメイク力やヘッジファン

ドのリスクティク力が低下しているので、市場流動性が低下している点である。この点は、グローバルにみても共通に観察されているところである。そして第二であるが、中短期ゾーンの需給が日本で崩れている点。これは都銀が売却しているという点もあるが、冒頭申し上げたの要因が絡んでいると市場では言われている。どういうことかというと、国債の大量償還が四半期毎、目先は 6 月 20 日にあるので、

している。これは、からみると、

するための対応であるが、一方で、
証券会社

は、これを日本銀行の国債買い切りオペでせっせと売ってきてている。ここ 3 回位、国債買い切りオペでの落札額が、全てが残存 1 年未満のものになっている。一方で、都銀は中期ゾーンを証券会社に売っている。申し上げたとおり、残存期間の短いものばかりがオペではけていくことになっており、その煽りを受ける形で証券会社の在庫に中期ゾーンが積み上がっているので、中期ゾーンは今のところ買い手が不在である。結果として、中期ゾーンの需給が崩れてしまっている。図表 2-6 のグラフで、イールド・カーブの変化幅をご覧頂くと、この上昇幅が 7 年のいわゆる中期ゾーンで最も大きくなっているのはこのためである。これに対して、右の 20 年のような超長期ゾーンで上昇幅が相対的に低くなっているのは、このゾーンでは生保などの機関投資家の押し目買いが入っているからと思っている。ただ、生保などは中期ゾーンを売って超長期を買うという入れ替えを行っているので、この面からも中期ゾーンには上昇圧力が掛かっているとみている。このように、国債市場では市場流動性が低下しているが、3 月以来何度もショックに見舞われてきており、そうした中で生じた歪みは全体としては解消方向に向かっている。しかし、例えば図表 2-8 の 15 年変動利付国債価格の市場価格は、引き続き理論価格と乖離している。そういうところにみられるように、なお歪みが残っており、解消しきれていないとみている。以上が長期金利である。

続いて、図表 2-9 でクレジット市場である。クレジット市場も、神経質な地合いが続いているとみている。まず、(1) のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、Baa 格のスプレッドが縮小しているようにもみえるが、これは銘柄入れ替えの影響であり、実勢は横這いとみている。実勢は Baa のような低格付け銘柄あるいは建設、不動産、ノンバンクのいわゆる特定業種に対する投資需要は、引き続き低調とみている。一方で、Aa 格以上の高格付け銘柄については、投資需要は根強くあり、スプレッドは小幅であるが減少している。従って、投資家の選別色は次第に強まっているようにみている。続いて図表 2-10 で、CDS のプレミアムについてご覧頂く。このグラフにあるように、3月半ば以降、欧米市場とともに縮小傾向を辿ってきたが、それが足許はやや一服しており、水準的には 2 月位のところで横這い圏内の動きとなっている。

続いて、図表 2-11 である。株価である。株価は、欧米株価につれて持ち直し傾向にある。日経平均は 14,300 円付近まで回復してきている。なお、1Q の GDP については予想比上振れしたが、株式市場では予想レンジの上限として反応は限定的であった。持ち直しを支えているのは外国人であり、図表 2-12 の主体別売買動向をご覧頂くと、外国人は 4 月 8,204 億円の買い越しになっていて、月次ベースとしては昨年 10 月以来になる買い越しである。これは売られ過ぎの修正といった側面も強いが、アネクドータルには、年金のような海外の機関投資家が戻ってきてているのではないかという声も一部には聞かれる。彼らは、いわゆる P/E R あるいは P/B R が低いバリューブリュー株に買いを入れてきているようである。従って、外国人の日本株への興味が増加してきていることは確かだが、決して腰が入った買い姿勢ではないようであり、今のところは試し買いの領域を出ない模様である。

為替である。足許は一進一退の動きと言って良いと思う。ドル／円相場について、図表 2-14 の (1) のグラフをご覧頂く。3 月半ば以降、ドルが持ち直した後、ここで幾つか挙げているように、足許は強弱の景気指標が織り交ざる中にあり、104 円を挟むレンジ圏内の動きになっている。ま

た、ユーロ／ドル相場——(2) のグラフである——は、4 月下旬以降、弱含んでいたが、足許はやや横這いになってきており、1.54～1.55 ドル付近での揉み合いになっている。このように、足許、ドル／円相場はレンジ圏内に入ってきた感じがするので、この先どちら方向に力が働きそうなのかという点である。このグラフにはないが、実需面からみると、105 円台の後半ではかなり厚い輸出企業の売りが待ち構えていると聞いている。一方で、円高に振れる時には輸入企業の買いも相応に出てきているので、どちらかに偏りがあるようではなさそうである。次に、相場観について、図表 2-15 の (2) のグラフでドル／円のリスク・リバーサルをご覧頂くと、黒太線は幅がまだ深い状態にあり、先行きについては円高、ドル安の警戒感が強いことが示唆されていると思われる。さらに、図表 2-16 の I MM のポジションをご覧頂くと、引き続き、円のネット・ロング・ポジションが維持されている。次に投資家の動きをみておく。図表 2-16 の (2) のグラフで、外貨建て投信の資金流入額である。08 年 4 月は資金流入額は低調だった。図表 2-18 である。外為証拠金取引の動向をみると、(3) の NZ ドル——これは円との金利差が最も大きい通貨である——といったハイ・イールドの通貨に対しては、キャリー・ポジション、つまり、円ショート・ポジションを積み上げる動きもみられる。ただ、これも局所的な動きであるし、コントラリーアン的に外貨が高くなつたところでは円を買い戻す動きも出ている。以上のような点を踏まえると、みてきたように、相場観は円高の方向を向いている。個人投資家のフローからみると円安方向であるが、円安にどんどん弾みがついていくモメンタムはないとみている。最後に、図表 2-20 でコモディティについて簡単にみておく。リスクマネーがコモディティに向かういわゆるライト・トゥ・シンプリシティの動き自体は途切れではないと思われる。しかし、足許では (1) のグラフの黒太線でお示した原油価格が上昇基調にある以外は、総じて横這いの動きになっている。原油だけは供給制約が意識されていることもあり、16 日には既往ピークを更新している。原油以外で総じて足許横這いなのは、これまで相場を下支えしてきたと言われているユーロ／ドルの相場上昇

が足許は一服していることも作用していると言われている。

以上みてきたように、米国景気に対する悲観論が修正される中で、株価は外国人主導により持ち直しているが、現状試し買いの域を出ておらず、持続するかどうかは不確かである。一方、国債市場については、証券会社のマーケットメイク力とヘッジファンドのリスクテイク力が後退しており、市場流動性が低下している。特に足許では中期ゾーンの需給バランスが崩れている。また、それがレポ市場でのレートの潜在的な上昇圧力になっているとみている。さらに、グローバルにインフレ懸念に目が向かいつつあることを背景にして、金利の先行きが読みづらく、金利観にばらつきが出ていて、それがOISあるいは金先の上昇あるいは変動の一因になっていると考えられる。従って、金融市場では、全体としてみると、依然として不安定性を抱えた状態が続いているとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

野田委員

の国債市場に対する影響については、ご説明を伺っていると、暫くは避けにくいことである。今後、これが解消されるとすれば、どういうきっかけ、環境変化が必要か。

中曾金融市场局長

需給バランスが改善するという意味では、特に中期ゾーンで買い手が出てくることが必要である。このゾーンは都銀を中心であるので、都銀の買いが相応に出てくることになれば、こういった状態は解消に向かうのだと思う。しかし、先程申し上げたように、今のところ金利観はなかなか揃わない状態であるので、投資家としての都銀は姿がみえない状態が続いている。暫くはこういう状態が続くか、とみている。

須田委員

今の点の続きである。

ということか。証券会社にとってみれば、在庫として中期ゾーンを抱えても短期ゾーンを抱えても、オペで売りたい銘柄を出せば良いと思うが、それが非常に短いところに集中しているという理由は何か。

中曾金融市場局長

確かに証券会社は、中期を売っても良いのではないか、という感じがする。しかし、非常に技術的な話になるが、償還手数料という要素がある。これは償還の時に国が払う償還手数料で、国債の場合、かなり良い手数料が支払われる。これが勘案される形で、市場価格はやや割高なプライシングがなされている。ところが、手数料は無制限に支払われる訳ではない。確かに1銘柄何百万円という制限があったので、証券会社が持っている全てのポートフォリオ、銘柄全額について手数料が支払われる訳ではない。従って、なるべく市場価格が高いうちに、持っている短い銘柄を売ってしまいたいというインセンティブが働きやすくなる。非常に細かい話であるが、そういうインセンティブが働いている面もあって、中期ゾーンよりも期近債を大量に売ってくるということではないかと思う。ただ、聞いているところによると、この手数料は今年の秋位に見直され、もう少し低くなると聞いているので、このようなインセンティブは方向としては減殺されていくことになると思っている。

亀崎委員

証券会社は、
国債買入オペでどんどん売ろうとする。その入札価格は割安であるため、
日銀は買っている。これは市場原理だから仕方がないと捉えて良いのか。
それとも、市場を歪める惧れがあるため、何らかの手段を取るべきである

のか。

中曾金融市場局長

彼らとすれば合理的な対応をしているので、こういうものだと思う。しかも、今、日本銀行の買い切りオペについては、ご案内のように、好きな銘柄を幾らでも3,000億円の範囲内で売ってきて下さい、と言っているので、彼らからすれば彼らにとって一番売りたい銘柄を売っている。それをオファー金額の中で買い取っているという意味で、これ自体に何か問題があるということではない、と私は思っている。

白川議長

今、亀崎委員のご質問について。技術的な話であるが、日本銀行がオペをオファーする時、前日の相場を基に理論イールド・カーブを示しており、金融機関が提示する価格とそれとの乖離により落札か否かを判断する。従って、一方的な都合で売れる訳ではなくて、彼らは基準レートに比べてどれ位良い値段で売れるかをみている訳である。となると、多分、前日の夕方の基準相場がどの程度実勢を表わしているのか、という話になる訳か。

中曾金融市場局長

まず、ある程度安くても良いから売ってしまいたいという面があると思う。

白川議長

それはあるだろう。

中曾金融市場局長

それからもう一つは細かい話であるが、先程申し上げたように、償還手数料が加味され、前日の基準気配値も割と高めに設定されているので、表面でみえる程、損をしないで売れるということである。従って、彼らにとつ

ては、今は期近債を損切りの意味で早めに売ってしまいたいというインセンティブがより働きやすくなるということである。これ自体はメカニズムとしては合理的であるので、今の仕組みを前提とすれば、これをいけないとは言いにくいと思う。

須田委員

先程、先行きの金利観のばらつきという話があった。この要因としては、景気やインフレに対する見通しの違い、あるいは我々の政策についてのコミュニケーションに対しての反応などのうち、何が一番大きいのか。

中曾金融市場局長

色々な要因があると思うが、グローバルにインフレ懸念に目が向いてきており、日本でもインフレがどうなっていき、政策当局がどう動いていくのかというところが、タイミングも含めて、みにくくなつたという感じがあるのでないか、と思う。先程も申し上げた 15 日の 1 年物 T B の入札は、本当に久し振りに上から下まで札が流れて——タタミと言っている——、普段の表の範囲では入りきらない位だった。横にしてやっと納まるような初めてみる札の流れ方だった。

野田委員

相場観を示す要因別の表は…。

中曾金融市場局長

申し訳ない。これは意図的に抜いた訳ではないが、次回また…。

野田委員

先程の説明もそれをみれば大体分かるかと。

中曾金融市場局長

物価なども多分そこに出ているかもしれない。

白川議長

他にはないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外情勢についてお願ひする。

出沢国際局長

お手許の資料のうち、資料-3、図表一覧をご覧頂きたい。前回のMPM以降、基本的な景気判断は変わらないが、その間起きた一番大きい出来事は中国における地震で、それから、前回のMPMの日に発表されたアメリカの第1四半期のGDP、先般発表されたユーロの第1四半期のGDPがその後景気判断を進めるうえでの材料かと思っている。第1四半期のアメリカのGDPについては、今お出し頂いた資料の図表4-1、(2)の表で簡単に説明したいと思う。第1四半期、前期比年率+0.6%増ということ。昨年第4四半期とちょうど同じ数字の低い伸び率になっている。内訳をご覧頂くと、住宅投資が引き続き重しになっているほか、設備投資も小幅のマイナスに寄与している。そして、個人消費も大幅に伸び率がスローダウンしている。その間、在庫投資がどういう訳かプラスになっているということで、全体では+0.6%になった訳であるが、在庫投資を除いた最終需要は-0.2%で、景気の弱さが出ているかと思う。これは事前推定値であり、この段階で織り込めていなかった3月の純輸出とか個人消費関連の小売の統計がその後リバイスアップされている。そういうものを織り込むと、今月末に出てくる第1四半期のGDPの暫定値は、この+0.6%から恐らく+1%前後まで上方修正されると言われている。1~3月の話はこのGDPで全部集約させて頂き、あとは（追加分）で図表1の4月の数字

が出ているところを中心に申し上げたいと思う。5. 小売売上高の4月が出ていて、前月比+0.4%で、やや強い数字になっている。ヘッドラインで出てくる数字は、自動車、ガソリン、あるいは家庭でのドゥ・イット・ユアセルフの動きに大きく影響されマイナスであるが、そういうものを除いたいわゆるコアの消費は+0.4%とやや強かった感じである。ただ、この評価としては、GDPベースで考えると、6. 自動車販売の4月が弱かつたこと、あるいは消費者コンフィデンスが引き続き弱いことを考えると、消費の基調に変わりはなく、弱いということで宜しいかと思う。7. 消費者コンフィデンス指数——これと別系列のミシガン大学の指数が先日出ている——は、1980年3月以来の非常に低い指数になっている。それから、8. 住宅着工であるが、4月の新築着工戸数はご覧のとおり前月に比べて+8.2%で、今言われている住宅市場における調整とは違う方向の数字である。これについて、若干説明する。2005年以降の住宅市場における調整の結果、住宅市場の構造が最近変わってきてている。2005年頃、新築着工戸数は、一戸建てが年率約80万戸、集合住宅が30万戸といった割合で動いていた。その後、調整が特に一戸建ての分野で起こっている。4月辺りでは集合住宅は引き続き変わらず30万戸のレベルであるが、一戸建ては70万戸まで下がってきてている。従って、基調が一戸建てのトレンドで決まるが、集合住宅は塊で出てくるので、月々の動きの振れが非常に大きい。それに左右されているので、この3、4か月の単月の動きは集合住宅における振れに支配されている。従って、この4月のプラスは特に基調変化を示すものではなく、そういう新築着工の構造変化に伴うものとご理解頂けたらと思っている。製造業の動向に移るが12. ISM景況感指数、13. 鉱工業生産の4月計数が出ている。ISM景況感指数では、非製造業は若干ピックアップしたが、製造業は引き続き50以下のレベルで動いているということで、弱いと思う。13. 鉱工業生産指数は前月比-0.7%で、どのインダストリーにおいても押し並べてマイナスになっているが、とりわけ自動車、しかも自動車部品でストが行われている影響もここに出ているようである。15. 雇用である。ご覧のように前月比2万人減少で、減少トレ

ンドが続いている。ただ、市場の見通しに比べると、当月の2万人はやや小幅だったということで、マーケットではむしろ買い材料になっているが、これも単月の綾、あるいはこの統計自身動くので、基調に何か変化が起きたとは私共はみていない。業種別にみても押し並べて減少している。サービス部門においても同様である。その中で一部金融業がピックアップしているが、これも個別の話と辻褄が合う話ではないので、統計上の綾とみている。16. 物価である。4月はヘッドラインもコアも、前月に比べて伸び率が若干鈍化した。ヘッドラインはどういう訳か、4月はガソリン価格の季節調整値が弱く出て下方に影響し、この伸び率鈍化はガソリン価格によるということになっているが、ガソリンスタンドで実際にみられる価格は引き続き上昇しているので、これも統計上の綾とみた方が宜しいかと思う。因みに、コアの下げ要因は、外泊費というサービス部門の伸び率鈍化が寄与している。期は一つ戻るが、17. 生産性あるいは18. ユニット・レーバー・コストで第1四半期の統計が出ている。生産性が上がったという面もあるかと思うが、それを受けた最終的なユニット・レーバー・コストは、前年比では+0.2%で、前期の+0.9%から大幅に伸び率が鈍化している。しかし、これも前年の前年比みたいなところの綾があるので、前期比の動きでみると、ここにある第4四半期の+2.8%から第1四半期+2.2%に鈍化した程度の鈍化ペースという具合に理解している。以上、アメリカを終えて、ヨーロッパに移らせて頂く。

図表2-1のユーロの統計でパズリングなのは、1. GDPの第1四半期である。もう少し弱いというのが市場の見方であったし、色々聞いているサーベイ、先行きに対する見方に対しても第1四半期はもう少し弱いかと思ったが、取り敢えず、前期比年率+3.0%という高い伸び率になっている。この段階では需要コンポーネントの内訳は出でていない。国別のものしか出でていないので、これ以上の分解は2行目以下の別の系列から想像するしかない。ここにあるとおり、輸出が3月のマイナスを含めても第1四半期は前期比+3.8%で、前期に比べて伸び率を高めていることが結構効いているのではないか。それから、国別でドイツが+6.3%と異様に高い伸

びを示している。ドイツについては、設備投資のうち建設が大きく寄与していることが分かっている。この背景は気候要因で、この1~3月は天候に恵まれたので建設が進捗した。一過性というか需要先食いの面があると思うので、景気の基調そのものに何か変化が起きたという訳ではないと思う。因みにフランスの+2.6%も伸び率は高いが、これは在庫投資の押し上げが効いているということで、これも一過性で終わる可能性が強いかと思う。先行きをみていくうえで足許出ている数字であるが、例えば7.新車登録台数は4月が出ていて年率1,149万台である。これも単月の振れが今年は大きくて、非常にみにくくなっている。今年はイースター・ホリデーが3月にあったので、前年との比較がしにくくなっている。3月と4月の数字を均して1、2月均したものと比べると、3、4月の1、2月対比は-3.3%になっている。これが言われている消費の弱さには合うイメージだと思っている。因みに、8.消費者コンフィデンスの4月が出ているが、引き続き低い水準で推移している。生産の動向である。9.生産だけをみると、第1四半期のGDPとパラレルな感じになる。恐らくこの裏側で輸出関連のインダストリーにおける生産のレベルが少し上がったと思うが、先行きをみようとする場合、-0.2%という3月単月の動き及びPMIの50近傍での低下から推すと、第1四半期程強い生産は先に向けて期待すべきではないと思っている。最後、物価である。4月は+3.3%で、前月より伸び率は鈍化している。前回も申し上げたと思うが、同じくイースター・ホリデーの関係で旅行料金に振れが出ている。その関係で3月が少し上がり過ぎたので、4月は元に戻った形であるが、引き続き+3.3%はターゲットと比較しかなり高いので、ECBはインフレ圧力が減退したという見方をしていない。

図表2-2、イギリスである。4月まで出ている数字の中で、CPI+3.0%が要注意かと思う。電力料金の今年に入って二回目の引き上げが反映されている。近々、+3.1%以上になるとと言われていて、昨年に続いてBOEの総裁が大蔵大臣に対して説明のレターを書く事態になるかと思われる。6.住宅価格は前年比でもマイナスの世界に入ってきた。ピーク

比では、今、5%位マイナスのところにある。イギリスにおいても住宅市場の調整が進んで、価格が下がってきてている。ただ、レベル的にはアメリカ程深くはない。

図表3-1、アジアに移る。中国で4月の数字が色々出ている。達観すれば、引き続き高水準の生産活動、経済活動が続いている。ただ、2.工業生産は、昨年辺りからみると、伸び率が気持ち鈍化しているかと思う。先日、人民銀行が発表した第1四半期のマネタリーポリシーに関するレポートでも、政策の効果、あるいは色々な天候要因、災害の関係もあって、今年に入って少しスローダウンしているという見方をしているようである。ただ、大きくみれば、引き続き高い水準での伸びという評価が正しいと思う。3.小売売上総額は高い伸びであるが、消費者物価が結構上昇しているので、その分を加味すると、実質ではこの数字程は伸びていないとみる方が適当かと思う。4.固定資産投資も引き続き高水準。5.輸出も均してみれば高い。それから、CPIは伸び率を高めて+8.5%である。先般、5月12日に起こった地震の影響については、私共も正確なデータを持っている訳ではないが、事務所からの報告とか通常のマスコミの情報から言われている話を紹介すると、今回の地震のGDPへの押し下げ効果として0.4~0.7%という数字が一部シンクタンクから出ている。従って、GDPの伸び率自身が二桁台であるので、全体からみれば吸収できる範囲あるいは景気の流れを変えるようなものではなかった、と今のところみている。ただし、この地区はご案内のとおり、豚肉生産のシェアが高いところである。目下、豚肉価格の物価上昇に対する影響が大きい局面であるので、この四川省界隈で生産されていた豚の供給量が減るということで、場合によつては、物価面にはGDP以上の影響が出るかもしれない。いずれにせよ、もう少し事態の推移をみたい。

2.インドである。良く分からないながらリマークさせて頂いた方が良いのは、3月の生産が前年比+3.0%と大きく伸び率を低下させ、第1四半期としても+5.7%という低い数字になっていることである。産業別では、機械あるいは化学が低下に寄与していることは分かっているが、ではその

産業に何が起きたかというミクロ情報は手に入らないので、残念ながらこれ以上の説明はできない。物価は4月さらに伸びて前年比+7.4%、さらに週次でみると5月3日の週で+7.8%まで上昇している。インドも物価問題が政策課題として浮かび上がってきていて、政府としては、米類あるいは鉄鋼製品に対する輸出税の導入あるいは塩、建材に係る輸入税の引き下げ、それから大豆油など四商品の先物取引停止など、価格抑制策を講じているようである。

最後にNIEs、ASEANである。GDPの第1四半期がぽつぽつ出てきており、前回の韓国が非常に弱くて気になったが、一方で香港あるいはインドネシアは引き続き堅調な伸び率を示している。ただ、(2)にある輸出のところでご覧頂けるように、第1四半期の数字はIT関連がマイナスに寄与していて、全体として輸出はやや伸び率鈍化と評価している。勿論、アメリカ向けの輸出の減勢が大なり小なり効いている。ただ、図表3-3をご覧頂くと、内需関連で弱い数字が出ているということではないので、全体のバランスとしては先程申し上げたような緩やかな経済成長が続いているという判断を変えていない。(5)CPIに出てる四つの国においても、先程申し上げたことが大体当てはまる。特にインドネシアでは、ご覧のとおり前年比+9%まで伸び率が高まっている。石油製品に対する補助金政策で財政の負担が非常に大きくなっているので、補助金政策を外す、ないし緩和する可能性がある。ということは、市場価格が今後さらに上がる意を意味するので、CPIの上昇率が二桁台に突入する可能性が出ている。従って、インドネシアとしては、非常に難しい政策判断を迫られているところである。取り敢えず私からは以上である。

中村委員

中国のインフレは+8.5%である。政府は+4.8%——去年のCPIの水準——にインフレ率を抑えようとしている。中国では、ガソリン価格などを政策的に抑えようとしているのか。そうは言っても、補助金を出してまで抑制しようとしていないのではないか。物価上昇に対する政府の取り組

みは、どのようなものか。

出沢国際局長

私共が人民銀行の人と会議等で意見交換している場で聞いた話であるが、金融政策で豚肉の値段を下げるとは誰も思っていない。そういう個別アイテムについては財政で補助金を出す、あるいはそういう分野の生産力を高めるための補助金を出すことで、物価問題に引き続き対応していきたい、あるいはそれをもっと進めたい、と言っていた。ただ、金融面での過剰流動性の問題は金融当局が対処しなければならないということで、先般もあったように預金準備率を 16.5%まで引き上げた等の措置を講じている。ただ、金利引き上げについては、アメリカの金利が下がり中国金利が高くなるという内外金利差が益々広がり、資金の流入という人民元高要因になるので、そこはなかなか採りにくくと言っていた。今年の目標は +4.8% というのは

であり、

と言っていた。

亀崎委員

国際金融市場では、ザ・ワースト・イズ・ビハインド・アスとかいう声も聞かれる。しかし、実際は金融機関の損失計上がずっと続いているし、米国金融機関の F R B からの借入も一貫して増加途上にある。また、ファンダメンタルズがあまり頑健でないアイスランドに対して、北欧三国の中央銀行が緊急融資するといった緊張がまだ続いている。ザ・ワースト・イズ・ビハインド・アスあるいはザ・ワースト・イズ・オーバーという言葉も聞かれるが、実際はまだまだではないかという反証が多いと思うが、どのようにみているか。

堀井理事

朝起きてみたら、大きな金融機関が倒産するのではないかという意味での金融のメルトダウンのリスクの程度は、市場の認識としては、かなり下

がったと思う。従って、そういう意味では、金融危機というか金融動搖のフェーズ・ワンが終わったということかと思う。ただし、先程出沢国際局長の話にあったように、サブプライムローンあるいは住宅市場の調整自体が続いており、住宅価格がまだまだ下げ止まっておらず、フォーカルジャーナーの比率も引き続き上がってきてている。というところからすると、亀崎委員がおっしゃるように、実体経済が悪くなっている、金融機関のポートフォリオも悪くなっている、これが貸し渋りに繋がっていくのではないか、それがまた景気を下押ししていくのではないか、という意味でのマクロ経済と金融システムの間の相互作用で、全体の調整がまだ下方に続くことについては、私自身、恐らくそうだろうと思っているし、それから市場の大半の認識もそうだと思う。従って、灰汁抜けという意味で、ビハインド・アスという表現を使う人がいるとしたら、それは恐らく少数派の見方だと思う。ただ、何せサドン・デスというか急に金融市場がメルトダウンするような物凄い恐怖感が毎日あるいは刻々とある状況から少し脱したものだから、底値の不安が減退する中で、株価とともに少し上がってきているということではないか。

水野委員

ビハインド・アスというのは、大体投資銀行の経営者が使っていることが多い。商業銀行はまだそういう状況ではない。大手金融機関でも銀行業務を中心にやっているところをみると、特に証券化商品の引当が終わって、今度LBOローンの引当にきて、それがまだ増えそうだ这样一个が、ローンの引当の状況である。いよいよコマーシャル・バンク——堀井理事の言葉を借りればフェーズ・トゥ——に入っていく感じである。ひょっとすると、これの方が重いかもしれない。

野田委員

中曾金融市場局長の説明にもあったが、ユーロの短期市場ではタイト感が残っており、さらにスプレッドが拡大気味の状態である。アメリカや英

国と比べても、そのようである。幾つかの理由があるだろうが、先程のご説明のサドン・デスにいかないまでも、欧州大陸の金融機関の信用に対する不安感が強く、それがなにがしか反映されているとみた方が良いか。

堀井理事

色々な人が色々な言い方をしていて、私自身、当局者も含めて市場関係者——特に米系、ウォールストリートの関係者——はそういうことを言う人が多い。引当の進み方などをみても、まだまだ欧州系の方が不安ではないかと言う人はいる。それから、ユーロあるいはイスでのドルの特別ファシリティの利用がなかなか落ちていかないことを眺めても、抜本的に信用リスクが高い金融機関があって、そこがヒットするのが不安ではないかという人もいる。他方、そうではなくて、資金需給プラス金融市場でのフレキシビリティ、あるいはオペのあり方も含めて当局の懐の深さ、前向きさの程度といったもので、スプレッドが高止まっているのではないかという意見も結構強くて、なかなか判断しづらいと思っている。

須田委員

先程の住宅着工戸数はプラスであった。確かに一戸建ではかなりマイナスであったが、落ちるスピードは少し小さくなっている。その程度の改善はみて良いかというのが一点目。もう一つは、先程の韓国の輸出でＩＴ関連の寄与度がマイナスという話があったが、アメリカの株価をみているとハイテク企業の株価がかなり上がっている。1～3月ではなくて、これから先で、例えば台湾などでＩＴ絡みのところが大丈夫かどうかをみたい。1～3月は弱いが、4月についてはアネクドータルに悪い話は聞いていないかどうか。以上、二点をお訊ねする。

出沢国際局長

最初については、グラフをお配りできるようになっていれば良かったかも知れないが、一戸建ではまだ非常に下がっている。私の手許のグラフで

太線が一戸建てで、下の細い線が集合住宅である。1990年からのものである。ご覧のとおり、全体の流れを作っているのは、一戸建てである。右側の下り坂は、ここに下げ止まり感はみえていないという実際のイメージが表われている。どういう訳か、集合住宅は動いているが、レベル的には意外と安定していることがある。価格については、何回も申し上げていると思うが、経験則として年間所得の三倍という水準がアメリカのマーケットでは続いていた。それがバブル時には4倍までなって、それが3倍のところに戻ろうとしている局面である。そういう観点でみると、ぴったりそこに着地しないが、今までピークから15%しか下がっていないので、あと5%下がらないと、少なくとも3倍のラインには戻らない。さらにスイングするかもしれないが、価格も下がり続けている。それから、特に新築は作らないことで在庫調整が直ぐ済むので、着工を止める動きは引き続き同じようなスピードで行なわれるということである。二番目については、先行き、確実なことは言えないが、例えば台湾や韓国のITが少し弱いという数字になっていて、ミクロの話でも在庫調整目的の生産調整が若干あるようである。しかし、かつてあったような深い在庫調整、生産調整の必要性があるという話は、私共の聞いている範囲では出てきていない。従つて、今のところは、大きな先行きの下押し要因としてはみていない。

堀井理事

須田委員がおっしゃったアメリカのITが上がっているというのは、株価の話か。

須田委員

株である。

堀井理事

アメリカのIT関連はサービス、要するにインターネット・サービス・プロバイダーで、株価が上がっているものが結構ある。元々アメリカしか

そういうサービスを供給していなかったのを海外に供給するようになって、そこで収益が上がっているというものである。日本の回りにあるハードのサイクルのものとは少し中身が違うか、という感じがある。ミクロでは、恐らく門間調査統計局長から補足を後で頂けるかもしれない。

出沢国際局長

グーグルとかの株価は少し上がっていて、それがカテゴリーとしてITに入っているから、S&Pでみると高くなっていると思う。ただ、ハードウェアを作っている企業は、世界中に広がっている。

白川議長

答えようがない質問かもしれないが、前回の会合以降、原油市況が一段と上がっている。需給説、金融説と大きく分けた場合——それ自体も曖昧な概念ではあるが——、前回以降の上昇について、どういう議論が多かったかが第一点。もう一つは、こういう下での特にエマージング諸国あるいは新興国の金融政策運営の考え方について。先程報告にもあったが、景気は全体としては減速方向、物価はさらに上がってくるという方向である。先週確か堀井理事もEMEA Pの会合に出られたと思うが、景気、物価がそれぞれ逆方向に向かう中で、アジアの国の金融政策運営の考え方——実際の金利の動き方自体は数字で分かっているが——で、どういう議論があったか、紹介して頂きたい。

出沢国際局長

原油について、前月末からのこの3週間で、供給面で大きな事故があったとかいうことはなかったと思う。それから、ポリティカルには時々イスラエルとイランの関係などが問題となり、確かにちょぼちょぼ上げている要因になった。しかし、支配的な要因はファンドというか金融面からきているのだろうというのが一般的な見方だ。そういう中で、今回の水準を当てたGSのレポートの最新版がこの3週間の間に出ていて、それが2012

年と先のことであるが、取り敢えず 150~200 ドルというゾーンを示したこと、スペキュラティブに動く人達に対してはサポートティブであったとみている。そのような要因がこの 3 週間のイベントであった、と思っている。

白川議長

分かった。

堀井理事

アジアのエマージング諸国しか分からぬが、先週の会合での明確な結論は、インフレのリスクが成長のリスクよりも大きく金融政策上はのし掛かっているという理解であった。一つには、頻繁に購買される品目である食料品とかエネルギーの価格が上がっていることによって、インフレ予想が振れやすい。これが一旦高めにシフトしてしまうと、色々なことが起こる。具体的には、彼らの国への資本の流入がリバースして、急に資本が逃げ出す。そうなると、通貨が減価して、それがまたインフレに拍車をかけるという一番エマージングにとって好ましくないリスクが考えられる。他方、成長は、内需に関しては比較的自信を持っている感じがある。さらに、一部の国を除いて財政事情がそこそこ良いから、悪くなれば財政面からの景気対策の刺激の余地もあろうかという意味で、まだ金融政策運営という意味では余裕がある。私は会合に出席する前には両リスクについての悩みが出るかと思っていたが、かなりはっきりとインフレ・リスクを全面に捉えるということであった。それで、二日目に入る前の今夕までに、メモを纏めようと思って努力している。

白川議長

別に急ぎという訳ではない。分かった。

須田委員

今の点であるが、実際に金融政策と為替なり株の動きをみてみると、例えばインドは利上げするかと思ったら、リザーブの準備率の引き上げに止まり、それに海外市場が反応しているという記述が国際局の説明資料にもあった。そういう実態を踏まえて、今のような理解になったのか。

堀井理事

今回の会合はEMEAPであったので、インドは入っていない。あとひと月位するともう少し幅広い国を集めた会合があるので、その場でインドについて聞きたいと思う。インドネシアなどは、それまでずっと資本流入していたのが、少し悪い話がくるとパタッと止まって、為替市場に若干のテンションが生じる。それから、韓国については、元々ドルのショーテージがあって、金融システムにはサブプライムローン問題の余波がそれなりに出ている。従って、資本流入が安定的になされていることは、安心感を政策運営に与えている。従って、逆にこれが変調を来たすとどうしようかという気持ちは、で非常に強いようである。そういう現場の感覚、それから勿論アジア危機が起こってからまだ11年であるから、その時の思い出もあるろうかと思う。

西村副総裁

エマージング諸国としては、特に湾岸とかロシアとかも極めて重要なっているが、これらに関してはこの3週間で何か大きな動きがあったということはないか。

出沢国際局長

この3週間で出たデータというか話から関連することであれば、ヨーロッパの輸出先をみるとロシアあるいは中東が非常に強いということは、この3週間で間接的なデータから分かった。直接のデータは、なかなか追い切れていない。それから、先程のエマージング諸国の金融政策について

若干補足すると、インドと韓国で、経常収支の赤字化が材料になって為替が弱くなっている。輸出の振興には良いが、輸入物価に跳ね、物価に跳ねるというもう一つの悩みを抱えている。それから、インドネシアはインフレーション・ターゲティングを探っているが、そのゾーンから外れたまま暫く経ってしまっている。それで、人々の持つインフレ・エクスペクテーションを抑えるという意味合いにおいて、何らかのアクションを探らないと、インフレーション・ターゲティングを掲げている中央銀行は何だということになる。そういう悩みが、こういう国では起きている。

水野委員

誰がみても、エマージング・マーケットは半年前に比べれば強い。前回の金融政策決定会合でも、私は発言したが、金融政策が緩和的過ぎると思う。なぜ、緩和的かと言うと、結局為替政策に絡んでいるところがある。GCC諸国もアメリカのドルにペッグしているし、それから香港などは典型だと思う。従って、米国が金利を下げるとき、彼らも利下げしなければいけない。実体経済と関係なく金融政策をやっているので、それがまた景気を上げているところがある。ただ、ここからどうするか、GCC諸国の為替政策をどうするか、景気と物価どちらを優先すべきか、という話からすると、本当はインフレ抑制策を探るべきなのであろう。しかし、例えば中国みたいな国が本当に景気をスローダウンさせてでもインフレを抑えるかと言うと、多分そうならない。我々が今年、来年と考えていく中で、私は意外と馬鹿にできないのは新興国の景気が過熱するリスクと、その一方で、景気過熱、インフレを抑制するための政策が発動され景気が思ったよりも下がってしまうリスク、そのどちらのリスクが大きいのか、だと思う。どちらかと言うと、私はインフレが加速したままの可能性が大きいかと今は思っているが、景気がスローダウンし過ぎること——これは部分均衡論でいくと良いことなのだろう——は、全体でみるとなかなか悩ましい問題だという気がしている。ここではあまり経験則を当てにできないのではないか。

白川議長

5分だけ休憩し、3時15分から再開する。

(15時09分中断、15時15分再開)

白川議長

それでは、会議を再開する。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

門間調査統計局長

それでは、本日資料を二つ使わせて頂く。最初に本日お配りしている資料-4（追加図表）で説明したいと思う。図表1、先週金曜日に出た1~3月のGDP統計である。(2)の表のシャドーの部分、実質GDPは前期比+0.8%であった。書いていないが、年率にすると+3.3%である。この+0.8%の内訳をご覧頂くと、民間最終消費支出、いわゆる個人消費で+0.5%の寄与である。家電販売の好調など実態的に底堅い側面があったことは事実であるが、毎年要因や振れの大きい家計調査が偶々強かつたという一時的な要因も大きかったと考えられる。設備投資については、資本財出荷の減少などを反映しマイナスに転じていて、住宅投資は逆に少し前から始まっていた着工の回復を反映してプラスに転じている。そして、何よりも最大の特徴は純輸出の寄与度が+0.5%と、新興国、資源国向けの輸出増加を中心に昨年後半からの極めて強い動きが続いている点である。以上、申し上げた実質GDPの全体及び各コンポーネントの動きは、事前のイメージどおりであって、特に今回のQEにサプライズはなかった。なお、過去の数字も多少リバイスされていて、10~12月はこれまで前期比+0.9%であったが、ご覧のように+0.6%へ下方修正になっている。それでも年率では+2.6%であったので、10~12月+2.6%、1~3月が+3.3%と、ちょうど我々が景気減速と言い始めた頃から実質GDPでもむしろ強い

動きが続いている訳である。ただし、留意点を三点申し上げておく。第一に、このところ今申し上げたような実質成長率の強さは外需頼み、とりわけ新興国頼みの色彩が極めて強いことである。因みに、今回のQEの結果、2007年度全体の実質成長率は、取り敢えず+1.5%になったけれど、そのうち純輸出の寄与度は+1.2%である。この年度成長率への+1.2%という純輸出の寄与度は、今回の景気拡張が始まった2002年度以降の最大値が+0.8%であったから、それを抜いて圧倒的に最大である。逆に言うと、2007年度は内需は明確に減速した年であったということである。第二の留意点は、確かに足許1~3月の数字は強めであったが、4~6月以降は不安要因が目白押しであることである。まず、個人消費については、先程申し上げた閏年要因の剥落もあるので、4~6月は反動が出るとみられる。純輸出も、さすがにこれまでのような伸びがいつまでも続くとは思いにくい。それから、足許弱めの設備投資については、さらなる下振れのリスクがあるし、住宅については多分4~6月は回復が続くと思うが、後程申し上げる着工の動きからすると、その先には不安がある。それから、第三の留意点は、今申し上げたような民間需要の先行き懸念の基本的な背景となっているのが、交易条件の悪化によるマクロの所得形成の弱さであって、そのことが今回のQEでもほぼ予想どおりはっきりと確認されていることである。その点は、名目GDPが弱めであることからもある程度分かるし、ここには書いていないが、実質GDIと実質GNIの数字を申し上げておくと、実質GDIは前期比で10~12月が0.0%、1~3月が+0.2%である。実質GNIは10~12月が+0.3%、1~3月が+0.1%で、いずれも弱い動きになっている。こうした所得面の弱さを前年比、図表2で確認しておく。まず、(1)のグラフで、太実線がGDPデフレーターの前年比であって、マイナス幅が右から二番目の10~12月に-1.3%へと急拡大した後、1~3月は-1.4%とさらに拡大している。しかも、その内訳をご覧頂くと、インフレ指標としての性格を持つ内需デフレーターは消費者物価の上昇等によって、むしろはっきりプラスになってきているが、その動きを相殺する以上のマグニチュードで交易条件指標としての性格を持つ外需

デフレーターが悪化しているということである。外需デフレーター——白い部分——のマイナス寄与は、このグラフの範囲であると最大である。交易条件の悪化が企業収益を圧迫するという 10~12 月頃から明確化した構図が、1~3 月はさらに鮮明になっているということである。この外需デフレーターを輸出と輸入に分解したのが(2)であって、1~3 月の特徴は、輸入物価の上昇と主として円高による輸出物価の下落が同時に生じたということであって、1~3 月に関して言えば、エネルギー、原材料高だけでなく、円高も企業収益のスクイーズに寄与した形になっている。こうした交易条件の大幅な悪化の結果、(3) 太実線の実質 G D I 、細実線の実質 G N I いずれも前年比マイナスになっている。これは昨年 1~3 月が高かったことの裏もあるが、その点を考慮してもマクロの所得形成はかなり弱まってきているとみざるを得ないと思う。そして、さらなる問題は、4~6 月に入って以降、為替は総じて安定しているが、国際商品市況が一段高になっていることである。その結果、国際商品市況の上昇に歯止めが掛かったとしても、(2) 外需デフレーターすなわち交易条件——は、4~6 月、7~9 月と、この 1~3 月と同程度ないしそれ以上の大幅な前年比マイナスを続ける可能性が高いと思う。従って、2008 年度上期の企業収益はかなり厳しい環境におかれ、設備投資や雇用、賃金への影響を注意深くみていかなければならぬ局面、景気はいよいよ正念場に入ってくると予想される。従って、今回の Q E では、実質成長率は当初予想していたよりも若干良かったが、同時に交易条件の悪化も 4 月以降の状況も合わせてみれば、予想以上のペースで進んでいる。米国経済の先行きとその影響、それから新興国の成長の持続性についての不確実性は依然としてある。従って、不安材料満載のまま、今後、7 月以降の経済指標をみていくということになると思う。以下、個別の指標にいく。

図表 13、機械受注でも<先行指標等>のシャドーの部分、3 月が出ていて、単月はマイナスであるが、1 月の貯金があるから 1~3 月は前期比 +2.2% である。一応プラスで決して悪くはないが、携帯電話の押し上げがかなり効いているので、真に設備投資に関係ある部分だけみると、ほ

ぼ横這いというイメージである。製造業が-5.9%と、前期の反動があるにせよ、1月の鉄鋼がかなり強かったことを考えると、その割にはトータルで弱いという印象である。ただし、ここには含まれていない電力が3月かなり増加していて、トレンドでみてもしっかりとしている点は、こここの数字には現われていない隠れた好材料である。それから、今回は4~6月の見通しが出ていて、図表15になる。(1)のグラフのバッテンのb印が、太線の民需に対応する4~6月の見通しである。ご覧のように大幅減少の見通しであって、数字で申し上げると前期比-10.3%である。ただし、近年4~6月の見通しは極端に弱く出る傾向、しかも明確な傾向がある。この点については、図表15-1で丸印が見通しであるが、そのうち各年の4~6月が黒丸である。ご覧のように、近年は例外なく黒丸が非常に弱く、結果的にそれ対比で実績が大幅に上振れることが続いている。このパターンからすると、一番右端の黒丸——今回の4~6月——についても、太実線の実績のトレンド近辺まで上方修正されて着地してもおかしくはないと思う。従って、本当の問題は、先程から申し上げているように企業の収益環境がここにきて厳しくなっているので、機械受注が実態的に下振れる可能性が今年に関しては有り得ることである。つまり、近年のパターン程上方修正されず、足許の実質トレンド対比で若干弱めになることも有り得るので、そうなるかどうか、今後4月以降の実績をみていく必要があると思う。以上で、この薄い資料は終わりである。

それでは、いつもの資料-4(参考計表)である。前回決定会合以降、輸出面は特に新しい情報はない。本日は、図表17で問題の企業環境を中心にお話する。(1)に野村證券調べの上場企業経常利益見通しがある。黒丸が4月時点での見通しであって、①製造業の2007年度実績見込みが+9.6%となっているが、その後5月時点の見通しが出ていて、+9.6%が+7.7%へと下方修正されている。小幅な下方修正と言えなくはないが、この時期での変更であるため、1~3月がかなり厳しかったことを示していると思う。そのうえで、2008年度は-2.2%と書いてあるが、-5.6%へと下方修正されている。最近良く言われる7期振り減益の予想である。

新興国向けが好調な一般機械などは増益が続く予想であるが、交易条件悪化の影響が大きい自動車と鉄鋼が大幅な減益の予想になっている。食品も減益予想である。一方で、②非製造業は、2007年度の-0.8%はこのままで、2008年度は+8.7%から+9.1%へと若干上方修正されている。いまや資源国の一員と言った方が良いかも知れない商社が非常に高い増益率を見込んでいて、それ以外には2007年度に減益となった建設関連が回復を見込んでいる。この他、個人消費関連でも、ここでみている大企業に関しては回復が予想されている。そして、2009年度に関しては、製造業、非製造業とも二桁増益に戻る予想である。勿論、現時点での2009年度予想は、展望レポートと同様、不確実性は大きいと思う。ただ、考え方としては——これも展望レポートと同じかも知れない——、基本的には世界経済の拡大が続き、交易条件の悪化テンポも足許よりもさすがに緩やかになることがイメージされているようである。こうした見方と軌を一にするように、図表18、今後3年間の企業行動に関するアンケートの調査もしつかりしている。(3) 今後3年間の設備投資の伸び率は、年平均+5.1%と総じて高い伸びが維持される計画である。(4) の雇用者数は、年平均+2.6%と伸び率が緩やかに高まる方向である。ただし、留意点が二つあって、第一に脚注にあるように、これは本年1月時点のアンケート調査であるから、その後の円高、原材料高などの外部環境の一段の悪化を受けて、特に手前の2008年度を中心に企業行動は今後幾分慎重化する可能性がある。第二に、同じく脚注に書いてあるとおり、対象企業はあくまでも上場企業約1,000社であって、今回の景気拡大全体がそうであるが、特に今の局面においては大企業の状況だけではマクロは語れない。そこで、中小企業について、普段あまりみていない比較的カバレッジが高い四半期ベースのサーベイ調査を今回はみておく。図表19である。中小企業の各種調査であるが、調査の概要是脚注にあるけれども、太実線、点線とともに中小企業庁の調査で対象は約1万8,000社、細実線は国民生活金融公庫の調査で対象は従業員20人未満の小企業、約7,700社である。いずれも短観の対象企業よりも小さな企業が沢山含まれている。一番はっきりしているのは、

(2) の利益に関するD I であって、このところ悪化度合いが急速である。冒頭申し上げたマクロの交易条件悪化の影響が、中小企業にしわが寄る形で出てきていると考えられる。さらに、(3) 生産設備D I もなお不足超であるが、このところその幅ははっきりと縮小している。(4) 太線の雇用判断も依然として人手不足感が強い状況であるが、幾分緩まっているようにもみえる。点線の従業員D I は、2007 年度中、頭打ちから極く緩やかに低下し、足許-8%の辺りまで落ちており、足許の低下が目立っている。点線であるので少し分かりにくいが、足許の小さな点はしみではなくて点線の一番端である。従って、このところ、後程述べる雇用関連指標でも新規求人や雇用者数について、小規模企業を中心には幾分弱まっていることとも整合するので、少し気になる。中小企業については、収益、設備面だけでなく、雇用面の動きも注意深くみていく必要があるということかと思う。

次に個人消費にいく。図表20 をみて頂く。1~3 月の個人消費は、先程のG D P ベースでは強めであったが、ここでは販売統計をご覧頂きたいと思う。家電販売は1~3 月の前期比が+5.7%と強かったが、それ以外はむしろ弱めである。しかも、百貨店以下の数字は全て名目値であるから、物価上昇分が含まれていることも注意しながら評価して頂くと、百貨店が-0.7%、それから食品価格上昇の影響が大きいとみられるスーパーでも+0.1%に過ぎない。コンビニ、外食といった価格が上がり始めている分野でも、ゼロ近傍である。この結果、小売業販売額全体を実質でみると、1~3 月は前期比-1.1%になっている。それでも、1~3 月のQ E が強かつたのは、あくまでも振れの大きい需要側の統計——この表で言えば上半分——が偶々強い方向に振れたという統計のノイズ要因と閏年要因かと思う。個人消費は底堅いという評価を今の時点で変える必要はないと思うが、1~3 月のQ E が示す程強くはない。4 月以降の状況に関するヒアリング情報や全国の協会ベースの百貨店の数字——今日、先程出た——が、あまり強くない。どうやら大きな崩れはないが、衣料品とか高額商品、外食辺りの低調な地合いが続いている模様であるので、当面下振れリスクを頭に置

きながら今後の展開をみていく必要があるとみている。

次に住宅投資である。図表 25 を開いて頂きたいと思う。新設住宅着工戸数は改正建築基準法施行後の急落の反動という形で本年初め頃までは順調に回復してきたが、その回復の過程は概ね一巡して、実勢見合いの局面に入ってきた。そうした中での 2 月、3 月、特に 3 月は弱い動きになって、1~3 月全体では 114.2 万戸と当初想定していたイメージよりも若干弱めで着地した。住宅投資の環境を考えても、数か月前に比べて景気の先行き不透明感が強まる一方で、建設資材の価格が高騰するなど悪い材料は増えている一方、良い材料は乏しいのが実情である。図表 26、(2) の折れ線グラフで示したマンションの在庫もなお増加を続けていて、調整の方向へ進んでいない。着工から住宅投資のタイムラグがあるので、4~6 月の GDP ベースの住宅投資は 1~3 月に続いて増加を維持する蓋然性が高いと思うが、その先も回復が続くかについては慎重にみていく必要がある。差し当たり、7 月以降の着工水準に注目したいと思う。

次に図表 27、生産面である。前回会合時に鉱工業生産の 3 月分が出たが、その後確報も出ているので、改めて確認しておく。まず、3 月の生産は前月比 -3.1% となっているが、これは確報で -3.4% へ下方修正されている。その結果、1~3 月は -0.7% になっている。また、発射台の 3 月が下がったことによって、脚注に書いてある予測指標に繋げた 4~6 月の前期比 +0.4% は +0.2% になっている。ミクロ情報でも 4~6 月は若干のプラス、7~9 月はもう少しプラス幅が大きくなるが、それでも +1% には届かない位極く緩やかな増加という見通しである。1~3 月に減少した自動車と一般機械が 4~6 月以降はともに緩やかに回復するシナリオであるが、輸出、設備投資に関する不確実性が大きいことを考えると、特に 4~6 月については元々プラス幅が小さいので、少し振れれば 1~3 月に引き続きマイナスとなることも有り得る。それから、電子部品・デバイスは、今のところ、可もなく不可もなくという感じである。最近の比較的良い情報としては、DRAM 市況、フラッシュメモリーの市況が概ね下げ止まってきていることである。バッドニュースはそれがなかなか反転しないことで

あって、なかなか回復期待は実現していないという状況である。まだ、どちらかという方向性がはっきりしない。電子部品・デバイスについても、暫く不確実性が強いことを念頭においてみていく必要がある。ただ、今の世界経済全体の不確実性の大きさの中で、電子部品・デバイスの分野だけが突出して何か問題があるということではなくて、むしろ世界経済全体の中でみていく必要があることかと思っている。以上が生産であって、次に雇用関連である。

図表 31 へ進んで頂く。前回会合の時に職業安定業務統計と労働力調査の数字はご紹介したので、本日は<毎月勤労統計>である。3月の名目賃金は前年比+1.2%と書いてあるが、確報で+1.5%へ上方修正されている。所定内給与が+0.6%が+0.8%へ上方修正になっていて、これが効いているということである。このように名目賃金のプラスが定着してきている背景は、従来から申し上げているとおりである。すなわち、労働市場のタイト化の影響がタイムラグを伴って徐々に出てきていること、団塊世代の退職者の増加が一巡してきてること、それから、非正規から正規へのシフトが起こっていることの三点である。特に新しく意識すべき観点はない。こうした名目賃金上昇の結果として、このところ弱い労働力調査の雇用者数と掛け合わせて作られるGDPの雇用者報酬もここには書いていないが、1~3月の前年比が+1.4%で、これまでゼロ近傍であったから、急に1~3月は伸びが高まっている。他方、問題は名目GDPの伸び率つまり名目の付加価値全体は交易条件の悪化によってむしろ伸び率が低下し、1~3月の名目GDPは前年比マイナスになっていることである。皮肉にも企業収益が厳しいという今になって漸く人件費の増加が目立ってきてることで、これは決していわゆる拡大均衡になっていない訳である。今後は、賃金ひいては雇用者報酬が足許のようなペースで順調に増加を続けるかどうか、良くみていく必要がある。既にこの夏のボーナスについては、大企業でも弱めという各種調査が出始めているし、仮に生産の停滞基調が続くようであれば、労働需給のタイト感も幾分緩む可能性があるので、雇用、賃金情勢の先行きについては、良くみていく必要があると思う。

それから、最後に物価である。消費者物価は前回3月分をご紹介したので、本日は4月の国内企業物価をご紹介する。図表39になる。(1)、<月次>の4月の前年比は+3.7%である。(2)、<月次>、3か月前比が+1.6%といずれも高い伸びになっている。しかも、4月は暫定税率の失效により石油製品の価格が一旦下がったにもかかわらず、全体ではこれだけ上昇した訳である。3か月前比でみるとはつきりするが、足許の上昇に最も寄与しているのは縦縞の鉄鋼である。スクラップ及び建設用鋼材などが大幅上昇となっている。週末の報道によると、高炉メーカーの自動車向けとか造船向けの紐付き価格の値上げが決着しているとのことであるので、我々の価格調査でその動きが正式に捕捉されれば、その段階で鉄鋼は物価ベースでもさらに上昇する。もし4月分に遡って鋼材価格の値上げが通ることであるならば、C G P Iも4月分に遡って改訂される。今のところ報道ベースであるから正確には分からぬが、C G P I全体をさらに+0.2%位押し上げる位のマグニチュードはあろうかと思う。加えて、5月に出てくることが明白なのは、暫定税率の復活及び原油市況の高騰を受けた石油製品の大幅上昇である。従って、5月の3か月前比は恐らく+2%を超えると思う。(2)のグラフの目盛をまた変えなければいけなくなる。

(1)のグラフの前年比は、恐らく一気に4%台半ばまでいくのではないかと思っている。展望レポートのC G P Iの見通しは、当時の国際商品市況からある程度反落するという前提でないと、説明が付かないような数字になっているが、実際にはむしろ上昇を続けている訳で、仮に国際商品市況が今のレベルでずっと横這いと考えると、2008年度のC G P Iは+4%近辺にいってしまう可能性が高いと思う。今月の特徴は、最後に申し上げた川上価格のさらなる上昇であって、それによる交易条件の悪化、企業収益の圧迫が一段と厳しい状況になってきている。従って、設備投資や雇用賃金の先行きについては、注意深くみていく必要があるということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

賃金の上昇がどうなるかについて。物価が少し上がってきたので、企業としてもある程度賃金引き上げを受入れるしかないという意見はあまり出ていないのか。

門間調査統計局長

そういうことをおっしゃる企業は、ほとんどいない。ただ、実態的になかなか人を採れないので、ある程度時給を上げざるを得ないという話は從来からあり、それは今もあるということであるが、一方で企業収益が苦しくなってきてていることが今後どう影響していくかがポイントだと思う。

白川議長

先程のGDPの説明について。この1~3月、それから2007年度全体も、外需の中で特に新興国の需要頼みという色彩が強い一方、内需の実態はそれ程良くないという感じはそのとおりであるし、その背後にあるメカニズムも先程の説明で明確であると思う。これを理解する時に、内需は弱かつたが、偶々、外需あるいは新興国向けの輸出が強かったと考えるのか、あるいは、以前、門間調査統計局長も随分強調されていたように、交易条件の改善と悪化というメカニズムを考えると、それは両者一対一ではないかも知れないが、表裏の関係にあると理解すべきなのか。そのどちらかによつて、先行きのイメージも変わってくると思う。この辺は数量化して答えが出る話ではないが、追加的なご意見があれば教えて欲しい。

門間調査統計局長

恐らく両方あると思う。元々、内需自身が少し減速する局面にあったことは事実である。典型的には、設備投資が2007年度位からストック循環

の観点から減速トレンドに入っていることが一番大きい。我々は、設備投資は減速するが、個人消費にバトンタッチしていくのではないかと多少希望的観測を含めて考えていたが、そこは上手くいかなかつたことが一点。それから、内需では何と言っても住宅が問題である。勿論、建築基準法改正の影響が大きいが、後から振り返ると、2006年位まではバブルとは言わないが多少行き過ぎの面もあったということで、その調整も2007年度入り後に必然的に起つたことがあると思う。その意味では、内需には固有の減速要因があつて、偶々、輸出が伸びたのでリアルではありません落ちなかつた面がある。ただ、同時に昨年の中程位から、中小企業を皮切りに、段々大企業も原材料価格の上昇によって企業収益が苦しくなつてきている。それが短観でも企業の業況感の悪化に繋がつてきた訳である。従つて、恐らく昨年度の後半辺りについては、輸出で稼いでいる一方で、その背後にある新興国の需要の強さが交易条件の悪化をもたらし、それが逆に設備投資の下押し要因になるという構図がじわじわ出始めたかという感じがしている。従来から申し上げているように、まさに今後はバランスの問題である。先程のセッションでの新興国のインフレか成長かという議論とも関連するが、成長とインフレがバランス良く持続するかどうか。そこが恐らく2008年度、2009年度の大きなピクチャーを規定していくという従来からの整理で構わない、と思っている。

白川議長

分かった。

西村副総裁

消費で判断が難しいのは、自動車である。新車登録台数は+5.4%であるが、これは幾ら何でもフロックである。暫定税率、営業日調整、新車効果の話がある。高級車で新車が出て、それが売れたことが結構大きなインパクトになっている訳だが、逆に言えば売れるだけの底堅さがあるとも読める訳である。これは、百貨店販売では高級品の売上が落ちているという

話と若干齟齬を来たすところがあるので、これはどう考えておられるか。それから百貨店、スーパーを含めて、既存の小売のアウトレットが十分把握されていない可能性もかなりあるので、その辺について説明して頂ければと思う。

門間調査統計局長

自動車について、先程説明はしなかったが、おっしゃったように4月の数字は良かった。その背後には、暫定税率と共に自動車の取得税も一時的に5%から3%に下がったので、駆け込み需要をもたらしたという面もあるが、西村副総裁がおっしゃったように、一部メーカーの新車が売れたこともある。ただし、実際に売れているメーカー自身もその効果が長持ちするかどうかは分からないとおっしゃっているし、これまでのパターンをみても新車効果があまり長くは続かないのが実勢に近いかと思っている。ただし、昨年の夏までぐっと落ちてきて、その後、新車を散発的に出し始めて、それがある程度下支えになっている事実はあるので、今位の横這い圏内で暫く推移していくのではないかと取り敢えずみている。そのうえで、消費における高額商品の動向については、高額商品だからというよりもむしろバリューである。バリューがあるものについては、消費者の購買意欲をそこそこ刺激できるまで、現在の消費環境の底堅さは保たれていることかと思う。例えば、家電製品はこのところずっと調子が良くて、恐らく1~3月の消費が底堅かった要因の一つでもある訳である。家電製品については、新商品が出るだけではなくて、かつその価格が下がっていることが結構効いている。だから、高級だから売れる、低級だから売れないということではなくて、バリューだと思う。バリューがあるものだと理解されれば、消費者は買うだけの購買力は潜在的にはあるということかと思う。百貨店については、正直に言って良く分からないところがある。が、私共は、百貨店で今売れている、売れていないことよりも、連続的な同じところでみて、どういうインフォメーションがもたらされるかという時系列でみている。そうすると、昨年後半位から、株安あるいは様々な価格の上昇

によって、消費者マインドが低下しているのではないか。特に高額商品——絵画とか美術品——が売れにくいということと、衣料品の売れ行きが良くないことは、一貫してこの数か月間言われている。高級商品、特にブランド品などについてみると、西村副総裁がおっしゃったように、アウトレットが物凄い勢いで増えているし、それからいわゆる路面店も随分出ているということで、チャネルが多様化している事実がある。従って、百貨店の話だけを聞いてマクロが分かるということにはならないのはおっしゃるとおりであるが、そこを補う意味で我々は消費財総供給をみている。消費財総供給をみると、昨年一杯位まで緩やかに上昇を続けてきたが、1~3月はむしろ頭打ち。勿論、これは高級品だけではなくて、全ての財を供給面から捉えている指標であり、この供給面からみると1~3月はあまり強くないという実態はある。色々申し上げたが、1~3月の個人消費については、GDPベースでは出来過ぎな面があるのではないか。それから、高級品等については、そのバリューが消費者の購買意欲に如何に訴えられるかということ、それとチャネルの多様化によって競争が激しくなっていることで、最近は調子が良くないということが起こっている。そういうことを総合しながらみていくということか、と思っている。

西村副総裁

消費財総供給について。国産品は比較的伸びているが、輸入品はかなり落ちている。輸入価格が高くなつたことに勿論依存するが、あまりインフレーションはないのか。

門間調査統計局長

多少あると思う。例えば、最近は食料の輸入が少し低調である。それから、先程のブランド品に絡めて言うと、ユーロ高によって、一頃売れていたブランド品の売れ行きがこの1年位鈍っていることもある。そういったことが傾向的に影響している可能性が高いと思う。それから、衣料品は今海外で作っている面が大きいので、衣料品が売れないことも影響している可

能性がある。

須田委員

設備投資の先行きについて。不確実な成長期待というか、景気の先行きがなかなかみえない中で、不確実性がある程度低下していけば設備投資も増えるかという思いもあった。しかし、今の話だと一次産品の価格が上昇トレンドを持つとすると、景気の先行きが明らかになつても、収益の水準が下がっていく以上、設備投資は弱くなるとみるのか。それとも、例えば第一次オイルショック時などは相対価格の変化に伴う省エネ目的の投資があつたし、今であれば環境投資といったことで、前向きな設備投資を行う面もあるのではないかと思う。そういうことはあまり聞かれないのか。換言すれば、現在の資源高をクリアしていくための設備投資は行われないのか。

門間調査統計局長

例えば、先程、申し上げた1月の機械受注で鉄鋼関係が随分増えている中には、省エネルギー関連の投資も入っているので、多少積極的になってきている面はあると思う。ただ、今の時点では、急速な資源高であるから、急速な相対価格の変化への対応はどうしても遅れがちになる。従って、プラスの側面が段々出てくることのタイムホライズンと比較すると、当面は不透明性が高いことの影響が大きい。長い目でみれば、恐らく、相対価格の変化に対応した投資も行われることになるのではないかと思うが、そこへの橋渡しの局面が非常にフランジアブルであるという感じはする。

中村委員

先程、企業業績について、説明があった。非常に悪い、下方修正ということである。これは、全産業の中でも収益の規模が大きい自動車と鉄鋼が非常にコンサーバティブな見方から収益見通しを大幅に引き下げた影響が大きいと思う。このため、この二つの産業を除けば企業業績はそれ程悪

くない気もするが、あるいは全般に悪いのか。

門間調査統計局長

確かにこの二つの産業については、そもそも企業の見通しそのものが過度にコンサーバティブではないかという見方はある。まさに、鋼材値上げを巡って、双方が自分のところは厳しいと言い合っているのではないかという説も…。

野田委員

両方悪いところを取ってしまっている。

門間調査統計局長

そうである。確かにそういう面もなくはないとは思う。ただ、例えば良く言われている 100 円という為替相場の前提が厳し過ぎるかというと、これは何とも言えない。それから、逆に目には付かないが、他の企業の中には、今の時点では強気にみている先もなくはないので、全体として、今の時点で明らかな下方バイアスを持っているとまでいえるかどうか。そこは何とも言えないような状況か、と思っている。

野田委員

中村委員もおっしゃるように、増益予想が 6 割位あるな。

門間調査統計局長

数から言えばそうである。

野田委員

数から読むと、この時点ではまだ余裕、力を残している先が多い感じである。その中でも、最高益を予想する先が半分位ある。業種全般に、何がバッファーか良く分からぬが、まだ収益面では余力を残しているという

気はする。

門間調査統計局長

ただ、先程申し上げたように、明らかにマクロの交易条件は近年にない位悪化していて、かつこれがさらに半年位続くことはまず間違いない。従って、マクロから押されると、恐らく中小企業にも皺が寄っているので、トータルでみるとかなり厳しいことは間違いない。だから、それ程厳しくなかったと言えるためには、輸出がこれまでの勢いがないしはそれ以上のペースで伸びることが前提となるが、その点にも不確実性があるから、今の段階では慎重にみておく方が正しいのではないか、と思う。

中村委員

上期、下期で分けてみると業績の見通しがかなり違う。

門間調査統計局長

勿論、上期が非常に厳しい。

中村委員

下期はかなり増益で。

門間調査統計局長

2007 年度末で下がっているので、下期はそれとの対比でという面もある。

亀崎委員

図表 33 の労働需給について。過去数年間、パート労働者数が一貫して増えてきて、比率では 26% 位まで達したが、ここのところ 2 か月続けてパート比率が下がってきてている。もし今後緩やかに賃金が増加していくことに加えて、パート比率の上げ止まりが一過性ではないということになれば

ば、統計上の人一人当たり賃金の数字は強くなっていくと思う。既にこういう趨勢になっているのか、あるいはまだ一時的な現象である可能性が高いのか。

門間調査統計局長

我々が企業から聞いている情報によれば、人手を係留するためにパートを正社員に切替えていくという明確な戦略を持っている企業が結構あるので、ある程度構造的なものだと考えている。それに加えて、例の法改正もあったので、パートの待遇にも十分に留意しなければならないとすると、採用コストも掛かるターンオーバーの高い労働者だけではなくて、ある程度雇用者を安定的に確保したいという気持ちが強まっていることは恐らく事実なのではないかと思う。当面、パート比率が昨年のようには上がりない状態が続くのではないか、と考えている。

白川議長

宜しいか。

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、山口理事と雨宮企画局長にお願いする。

雨宮企画局長

それでは、資料-5、「金融環境の現状評価」参考計表に基づいてご説明申し上げる。図表1の民間部門の総資金調達である。(1)で民間部門総資金調達は4月前年比+0.2%で、3月対比横這いである。中身をみて、銀行・信金・外銀計は3月+1.0%から4月+1.1%と0.1%ポイント上昇しているが、これは下二桁の丸めの問題であって、横這いとご理解頂ければと思う。直接市場調達も+0.3%から+0.2%とほぼ横這い圏内であって、全体としては横這いであるが、社債の前年比は、2月、3月、4月と前年

比を段々落としてきており、後程申し上げるとおり、グロスの発行が好調であることと若干食い違っているようにみえる。しかし、10年前の1998年は社債の発行が年間13兆円とピークになった年であって、その償還が多いということで、ネットの残高の伸びという意味では、恐らくこの後少しずつ落ちていくとみる方が良いかと思っている。それは、また後程申し上げる。そのうち、今横這いと申し上げた貸出の動きを主要業態でご覧頂くと、図表2(1)、3月+1.7%、4月+1.7%と横這いである。ただ、これは前月も申し上げたが、+1.7%のうち恐らく+0.3~0.4%位は地方債からの借換え分が入っているので、それをディスカウントして考えると、2月の+1.4%位で横這いが続いている位でみておけば良いかという感じである。貸出関係の新しいデータで、図表3、(2)の企業向け貸出の内訳である。規模別と資金使途別が、月次でそれぞれ3月分——1か月前のデータ——が出ている。グラフをご覧頂くとおり、この前の傾向が続いており、企業規模別でみると、むしろ大企業の資金需要はプラスの方向で、かつプラス幅を拡大させている。恐らく原材料コストの上昇等を背景とする運転資金需要増だろうと思う。それに対して、この太実線の中小企業におけるマイナスの傾向が、最新のデータでも、さらにくっきりしたという感じである。<資金使途別、月次>は、ほとんど両方とも横這い圏内であるが、運転資金が若干のプラス、設備資金が若干のマイナスという状況が続いている。

約定平均金利関係はまだ出ていないので飛ばして頂いて、図表6が資金繰り貸出態度のD/I関係である。今月単月で出ているのは、資金繰りD/Iの中小公庫、商工中金、それから貸出態度の中小企業金融公庫位であるが、4月のデータをご覧頂くと大体同じようなマイナスで、引き続き状況は厳しい方向で動いている傾向にあると思う。グラフで確認頂くと、図表8の(1)、企業の資金繰り<中小公庫・商工中金・国民公庫>の三本グラフの一番右側が新しくなっているけれども、中小企業でゆっくり悪くなっている。零細企業については、かなり急激に悪くなっている状況であるし、(2)企業からみた金融機関の貸出態度についても、同じような状況

である。ただし、これは、先程、門間調査統計局長から説明のあったビジネスコンディションの悪化と大体軌を一にした悪化であって、例えば1997年、1998年のクレジット・クランチの時期にみられたようなビジネスコンディション、業況判断D Iとか収益環境の悪化を大幅に上回って金融環境が悪くなる状況——言い換えると、その背後には、金融機関サイドの供給要因があったと思う——と比べると、今はほぼビジネスコンディションの悪化と並行して、この貸出関係の判断D Iも悪化している状況であると思っている。以上が間接金融の動向である。

直接市場の動向については、図表10、<国内公募社債の発行額>社債市場である。3月はベア・スタンズ等もあって、直接市場は若干様子見機運があつたが、結局4月に元に戻って、4月のグロスの発行額は7,900億円と好調な発行であった。ただし、非常に特徴的なのは、この好調な発行の中でもB B B格は発行ゼロであるので、低格付け先、特定業種の環境があまり良くないという状況は変わっていないと思う。発行環境という意味で、スプレッドをご覧頂くと、<CP・社債の発行コスト>の表の社債発行のスプレッドは、AA格は3月0.45%の後、4月0.3%、A格は3月0.56%の後、4月0.46%と、3月は若干高まったが、4月は元に戻っている。AAA格が0.21%から0.26%に上がっているが、3月は電力会社が一斉に発行を見送って、2か月分を4月に一辺に出したので、大量発行で少しお土産を付けて発行したことのようである。実際、5月に入つてからは、電力のAAA格債もスプレッドは大体0.21%から0.22%に戻つてるので、スプレッドからみた発行環境も引き続き好調ということで良いかと思う。ただし、冒頭申し上げたとおり、恐らく、この後、残高の伸びはあまり高くない、あるいは低くなっていくということである。図表11、(3)の末残前年比の表をみると、既に昨年後半から残高が低くなっているが、ちょうど10年前の1998年がグロスの発行額が年間13兆5,000億円と既往ピークの発行だった訳である。因みに、既往二位は2007年の10兆1,000億円だった。既往一位の発行額の背景については、当時は金融システム不安で金融機関の貸出態度が厳しくなる中で企業は直接調達

にシフトしたこと、それから 1998 年は日本の金融市場で初めて社債のデフォルトが起きた年で、その結果、むしろ BBB 格付け間でスプレッドの格差が生じたことに伴い、投資意欲も高まり、発行が非常に好調だった年である。その償還がくるので、ネットの発行高の前年比では、多分伸びは低まっているとみて良いかと思っている。ただし、発行環境は比較的順調であると思っている。以上が全体の企業の資金調達である。

マネー関連で、図表 15、<マネタリーベース>である。このところずっと前年比トンの動きであったが、4 月は -2.8% と少しマイナス幅が大きくなっている。主因は日銀当預の前年比 -27.3% である。中曾金融市場局長からご説明があったが、

して、

しているのが原因である。因みに、4 月は元々

である。、それと

と、近くの金がに戻る月である。昨年の 4 月はして、の当座の保有額はだったが、今年はである。先程の金融市場局の説明と異なり、積み期間ではなくて単月の平均である。従って、少し数字は違うが、昨年と比べると位違っている。これが -2.8% の中身である。それから、<マネーサプライ> は大きく数字が動いている。M2 + CD の前年比は 3 月まで +2.3% で、月報上も +2% を幾分上回るという表現にしていたが、4 月 +1.9% と、3 か月経ったら直ちに終わってしまったので、明日また表現を変えさせて頂く。預金通貨が 3 月 -0.9% から 4 月 -1.7% とマイナス幅を拡大させていることが主因である。銀行のヒアリング等では、預金通貨を取り崩して原材料コストの上昇に伴う資金需要に対応しているという声が多い。しかし、マネーサプライをマクロ的にみると、その取り崩した金を貰った人はどうしているのだという論点があって、なかなか説明が上手く付かない訳である。それをご覧頂く。図表 18 の (1) である。バランスシート分解の図であって、一番右側は 4 月の数字である。この 2 年間マネーサプライの変動要因として一番大きかった資金シフト——斜線の棒——が 3 月はプラスだったのが、4 月消えていることが大きな要因である。

斜線のその他要因は大体資金シフトであるから、これだけみるとM2+C-Dの対象資産から他の対象資産に資産がシフトしたということであるが、この状況で株とか投信に金がシフトしているとは到底思えない。可能性があるとすれば、原材料コスト上昇分の支払いを使い、それが先程来出来ている海外への所得トランスファーに消えていったということで、その場合、海外要因——シャドーの部分——のプラス幅が縮まると整合的となる。しかし、4月はまだ速報段階で、推計計数を使っているので、この辺のデータが溜まったところで、また判断したいと考えている。ここは少し変化が起きたところである。もう一点、数字が変わっているところがある。図表15の<マネタリーベース>でも<マネーサプライ>でもどちらでも良いが、<マネタリーベース>でご覧頂くと、銀行券の発行高が昨年の10~12月は+1.7%まで前年比が拡大したが、3月は+0.8%、4月+0.6%と銀行券の伸びが縮まってきたているのも、この数か月で明らかになっている特徴である。これはまだ想像であるが、これもゆうちょが昨年の民営化前後から足許まで現金流出に備えて非常に厚めの銀行券を持っていてそれを圧縮し始めたのではないか。しかし、民営化以降、銀行券の保有高の数字が非常に取りにくくなっている。というのは、ゆうちょ銀行は我々の取引先なので数字を取っているが、他の郵政会社とかかんぽ会社も銀行券を持っていて、ここは少しトレースしにくくなっている。これも数字をチェックした後、またご報告したいと思っている。ということで、銀行券の伸びは少し縮まってきたのが、この数か月明らかになった特徴である。それから、図表19が倒産関連である。これもあり大きな変化はない。4月は新しい数字であるが1,215件、前年比+8.4%で、ゆっくりではあるが少しずつ増える傾向は続いている。負債総額は4月7,181億円とやや大きめに出ている。これは、中堅不動産会社が、いわばバブルの不良債権の処理の最後の最後として処理されたものであって、この負債が1,700億円——正確に1,677億円——であった。従って、これを除けば、基本的な傾向も変わっていないということである。

それから、最後にマクロ的な金融環境で、インフレ予想と実質金利を申

し上げる。図表 21 で、(2) のエコノミストの C P I 見通しが新たに出て いる。< E S P フォーキャスト調査>である。これは、4月調査から直近 の 5月調査で大分上方にシフトした。その結果、こういう格好になっている。また、年度を括った数字を申し上げると、2008 年度が +0.91%、2009 年度が +0.68% である。従って、前回よりは上方シフトしたが、それでも 例えれば展望レポートにおける政策委員会の中央値——+1.1%、+1.0% ——と比べると少し控えめである。ひょっとして成長率の見方が違うのか と思ったが、このエコノミストのフォーキャストの成長率見通しは、ほぼ 政策委員会の中央値と同じか、むしろこちらの方が若干強めである。因み に 2008 年度は政策委員会の中央値が +1.5% で、エコノミストが +1.5%、 2009 年度は政策委員会の中央値が +1.7% で、エコノミストが +1.8% で あるので、成長率はほぼ同じである。しかし、C P I は少し控えめという 数字になっている。(3) の物価連動国債のインフレ予想は、さすがに 3 月 中旬の極端な数字からは戻ってきてているが、引き続きまだこの程度である。 それから、図表 22、実質金利である。実質金利は、4~6 月を 4 月の単月 のコールレートと 3 月の C P I の +1.2% を使って計算したので、実質金 利は相当大きなマイナスになり、実質 G D P トレンドの成長率との乖離 という観点からみても緩和の度合いはさらに拡大している。金利水準と実体 経済 (2) は法人季報に依拠しているので、また出たところでご説明申し 上げる。

纏めると、金融環境全体として、これまでの判断を変える材料は特にな いが、注目点として三つ上げておく。一つ目は、中小企業、特に零細企業 の資金繰り及び金融環境の悪化傾向が続いていること。二つ目は、マネー の伸び率が若干落ちていて、この背後に、最近の原材料市況の上昇等の 関係でどういう動きがあるのか、暫くみていく必要があること。それから、 三つ目は、実質金利は一段と緩和の程度が拡大していること。これらが今 月の特徴かと思われる。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

宜しいか。今のお話を全部総合すると、投信残高が減って、銀行預金が集まり、それで、貸出は若干の運転資金を除けばなかなか伸びそうもない。実際、我々は金融環境を緩和的に入っているが、マクロ全体をみてもなかなかそれを実感できていないという感じか。特に中小・零細企業は貸し渋られているという感じだと思う。

雨宮企画局長

ご指摘があった出来上がりの貸出の数字は、需要曲線と供給曲線の交点なので、結局、需要がどうなるかに依存する。足許、特に大企業についてみると、原材料コストの上昇に伴う運転資金需要増でこれまでのところ割と強めに出ていたが、これがこのまま続くか分からない。中小企業は資金需要が少し減退している感じがあるので、ここでも貸出は伸びない状況が続く可能性がある。だとすると、貸出とかその反対側にあるマネーの伸びがどんどん高まる地合いではないだろうと思う。ただし、金融環境は出来上がりの数字の伸びだけで判断するかと言うと、銀行の貸出態度とか直接市場の発行環境といった意味での供給条件、アベイラビリティー等も含めて考えると、今の段階ではまだ極めて緩和的という評価を続けて良いのではないか。

水野委員

聞き方が悪かった。企業はそのとおりである。ただ、金融機関からすると、収益環境は極めて厳しい。各行とも収益目標上は伸びることになっている貸出も、本音を言うと、まず伸びないとと思っている。また、最近3年間をみた場合、金融機関の統廃合が——第何弾か知らないが——また始まっている感じがある。金融機関の収益という意味では、2006年度が多

分ピークで、その後はなかなか厳しい。2007年度は赤字という先も増えているし、2008年度もJGBも荒い動きで収益を期待される市場部門はあまり動ける環境ではない。そういう意味で、金融機関の経営環境が厳しいという認識で良いか。

雨宮企画局長

ご指摘のとおりであろうと思う。しかし、それがマクロの金融環境にどういう影響を及ぼすかというルートは、両面有り得るような気がする。金融機関自身の経営環境が厳しくなることによって、その貸出姿勢あるいは目線が厳しくなることは、相手先の企業の業況がそれぞれ異なるので、少なくとも一部の先に対しても有り得ると思う。一方、金融機関の収益環境が厳しくなると、量で収益を確保しようとする面もある。金融機構局のヒアリング等でも、これら両方の情報が出てきている。例えば前月にご報告した点であるが、図表9では、水野委員がご指摘になったように、両面が非常に端的に表われていると思う。これは私共のローン・サーバイであるが、例えば(1)貸出運営スタンスは全般的に厳しくなる、あるいは(4)の信用リスク評価は横這いと、全体的にスタンスは厳しくすると言いつつも、(2)の利鞘設定でみると、格付け上位先に対してはむしろ利鞘設定を少し緩めても量を伸ばしたいという感じが出始めている。これはどうも専ら地銀の東京事務所を中心に出ているらしい。企業の業績環境は悪くなる中で、全体としては目線が厳しくなるのは自然の方向であるが、それがどんどん一定方向にいってしまうかと言うと、そうではなくて、量はある程度稼ぎたいという気持ちも強く残る状況だろうと思っている。

白川議長

他にないか。それでは、本日はこれで終了する。明日は、午前9時に再開する。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方におかれでは、厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。それでは、これで終了する。

(16時17分中断、20日9時00分再開)

白川議長

それでは決定会合の二日目を開会する。本日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、議案取り纏め、採決、金融経済月報基本的見解の決定、4月の初回の金融政策決定会合の議事要旨の承認という段取りである。本日は政府から財務省、森山・副大臣、内閣府から浜野潤内閣府審議官がご出席である。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をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中止の際や閉会後、報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いをしたいと思うので、宜しくお願ひしたい。

III. 金融経済月報に関する執行部説明

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。最初に、金融経済月報に関する執行部説明をお願いする。

前田調査統計局参事役

それでは、実体経済、物価の部分である。実体経済については、総括判断は現状、先行きとも前月どおりとさせて頂いている。各論のところでマイナーな修正を幾つかしている。上からご説明する。右側をご覧頂きたい。まず企業の業況感については、短観月ではないので当月は記述していない。続いて住宅投資であるが、前月までは「回復に向けた動きがみられるが、なお低水準」としていた。これは、先行指標である着工戸数は回復していたが、投資自体はまだ低水準という意味合いで書いていた。左にいって、当月は「住宅投資は緩やかに回復している」としている。これは、先般、

1～3月のGDPでも明らかになったように、住宅投資自体が少し回復してきている、ただそのペースは緩やかである、ということであるので、時間の経過に従って「住宅投資は緩やかに回復している」と修正させて頂いている。次に、生産である。右側、前月までは「やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい」としていた。これは、古い基準の指標では、昨年後半がかなり強い伸びとなって足許マイナスとなっていたので、振れを均してみれば横這いというニュアンスで書いていたが、基準改定後、昨年の後半がかなり均された形になり足許も落ち込みが大きくないものもあるので、シンプルに「生産は横ばい圏内」と書いた方が良いと判断して修正している。先行きのところでは、各論で一点だけ。住宅投資については、前月は「回復に向かうがそのテンポは緩やか」としていた。まだ回復していないことが前提としてあったので、「回復に向かうが」という表現を使っていたが、既に足許、回復しているので「回復傾向をたどるが」と若干修正している。続いて物価である。消費者物価の現状については、「昨年末頃からプラス幅が拡大」するという方向性自体は前月と変えていないが、前年比のプラス幅が段々切上がってきたということであって、ここ数か月は+1%前後の動きとなっている。その水準についても記述した方が良いのではないかと判断して、「足もと+1%程度となっている」という記述を加えている。加えて、これをお配りする時点では修正ていなかつたが、一点、物価のCPIの先行きについて修正させて頂ければと思う。CPIの前年比について、先行きは「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、石油製品や食料品の価格上昇などから、プラス基調を続けていくと予想される」と前月までしていたが、当月はこの「プラス基調」の「基調」を取って「プラスを続けていくと予想される」とさせて頂ければと思う。先行きについて「プラス基調」という表現を使ったのは2006年1月からであるが、元々、多少振れながらゼロとか若干のマイナスも時折ありながら、基調としてはプラスであるというニュアンスで使われたと思っている。ただ、足許かなり上昇しており、先行きについても、月報の見通しの範囲内ではゼロないしは若干のマイナスになる

ことは、恐らくほとんど想定されないだろう。先般の展望レポートでのリスク・バランスもそういう姿であったかと思われる。当月は展望レポートが公表され、足許の現状判断についても若干修正しているので、当月、「基調」を取って「プラスを続けていく」とするのが適当なタイミングではないかと考えている。ここは追加的に一点修正させて頂ければと思う。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である。昨日、企画局長からご説明があったように、M2+CDの前年比が+1.9%へと伸び率を減じたことを踏まえ、マネーサプライに係る表現を「前年比 2%程度」と、先月の「2%台」から変更させて頂ければと思う。また市況表現については、現在の相場水準だとこちらにお示ししているように「長期金利および株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している」で宜しいかと思う。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、今の説明に関するご質問はあるか。

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

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入りたいと思う。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分ずつご発言頂き、その後自由討議としたいと思う。本日は、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員の順である。それでは、須田委員お願いする。

須田委員

前回会合以降公表された指標には、現時点で展望レポートの標準シナリオに変更を迫るものはなかった。リスク要因についても、基本的に展望レポートで指摘した点で変わりない。月報の基本的見解にも違和感はない。ただ、足許の原油価格の上昇は想定以上であって、原油等商品市況の今後の動向とその影響が気になっている。トップバッターとしてはもっと詳しく全体を概観すべきなのかもしれないが、時間の制約があるので、以下、日本経済を引っ張っていくエンジンとしての海外経済の先行きと、その波及メカニズムにブレーキをかけるエネルギー・食料品価格の高騰に焦点を当てて、標準シナリオを点検していきたいと思う。

まず海外経済については、前回、米国景気が大きく下振れするリスクが減っていると指摘したが、現在もそのようにみている。Fedは大方の予想どおり4月30日のFOMCで25bpの利下げにとどめ、ダウンサイド・リスクへの言及をやめたし、クレジット市場でリスク再評価などが徐々に進展するもとで、その後発表された指標、例えば3月個人支出、4月小売売上高——自動車除くベース——、4月ISM非製造業景況感指数、4月非農業部門雇用者数、S&P500に採用されている企業の1~3月決算で7割程度が市場予想を上回ったことなどは、そのような見方をサポートしているように思う。

しかし、問題の根源にある住宅市場の動向、そしてそれが金融環境を通じて実体経済にどの程度波及するかという問題についての不確実性は依然として拭えない。4月の差し押さえ件数や担保権の実行の大幅増加、統計開始以来最大の下落幅となった住宅価格の低下など、住宅市場の調整には依然として目途が立っていない。Fedのシニア・ローン・オフィサー・サーベイをみても、与信の厳格化が強まっている。商工業向け、消費者向けローンの貸出基準がよりタイト化しているし、地域銀行に影響の大きい商業用不動産の貸出基準は高止まりするとともに、需要DIが低迷している。こここのところクレジット市場の改善も足踏みしているし、Fedの商業銀行向け貸出は過去最高となっていることから分かるように、短期金融

市場は引き続き緊張感の強い状況にある。

一戸建て住宅着工許可件数の久し振りの増加、フィラデルフィア連銀の設備投資など先行き指標の改善、ISMの半年ごとの調査での雇用、設備投資の改善、半導体株指数の回復など先行きについての改善の芽となり得る材料もあるが、不確実性の度合いは前回会合から変わっていないとみている。

商品市況については、WTIが最高値を更新するなど、エネルギー・食料品価格が上昇ないしは高止まっている。実際、原油価格の見通しを大幅に引き上げる動きや、オプション市場で200ドル・コールが成立するなど、このところ新興国の旺盛な需要や供給制約懸念を背景に、エネルギー・食料品価格の上昇が決して一時的なものではないとの見方が徐々に広がっているようである。こういった生活必需品の価格上昇は、グローバルにインフレ期待やインフレ率を上昇させている。米国について言えば、4月のCPIは前月比伸び率を鈍化させたが、輸入物価や食品価格の伸びは高く、ガソリン価格の上昇もあってインフレ期待が高まっている。ミシガン大学による5月の短期インフレ期待——速報値——は、スタグフレーション下の1980年代初頭以来の高水準にまで高まっているし、長期インフレ期待も過去10年間のレンジから上振れした。消費者信頼感指数も大きく悪化しており、その消費下押し圧力が気になるところである。また、インフレ期待の高まりが金融政策の先行きについての市場の見方をどう変化させるか、その影響を財政政策の効果とともに今後みていくたいと思っている。

なお、足許の原油価格の上昇は、強い世界経済と需要の高まりによるのか、供給制約の高まりや投機によるのかによって、世界の実体経済に与える影響は異なるてくる。これまでのところ、先進国は、思いの外、資源国など新興国への輸出が堅調で、外需に支えられている面があるが、その意味では原油価格上昇の背景には世界経済の強さがあったと考えられる。実際、日本の中東との貿易をみると、赤字幅は原油価格が大きく上昇した2007年において2006年より縮小している。もっとも、足許の原油価格の上昇は、フライト・トウ・シンプリシティの動きや資源の供給制約を喧伝

するレポートなどに影響を受けており、それが世界経済の強さを必ずしも反映していないとすると、外需のエンジンは今後期待できないかもしれない。日本の場合、特に交易条件の悪化によるブレーキが強いので、一次產品価格上昇の背景に世界経済の強さがどの程度あるのか、しっかり見極める必要があると思っている。

日本の内需への影響については、交易条件の悪化がコスト転嫁、省資源、賃金、企業収益のどの部分で主に吸収されるかによって異なってくるが、当面、企業収益への影響は否めない。海外経済を巡る不透明感と併せると、設備投資の先行きが懸念される。従って、前回会合以降公表された国内指標のうち、下振れリスクの観点から気になっているのが機械受注である。

3月の機械受注——船舶、電力を除く民需——は、市場予想を下回り、2か月連続のマイナスとなった。ただし、1~3月で均してみれば+2.2%であり、今のところ高水準横這いとの評価で良いと思うが、サプライズなのは4~6月の落ち込みである。低い達成率による加工分を割り引いても、前期比マイナスは避けられそうにない。機械は設備投資計画が固まった後に発注される傾向が強いことや、設備投資と機械受注にはギャップがあり得るので、今後の設備投資は弱めと決めつけることはできないが、企業を取り巻く収益環境の厳しさや不確実性を踏まえると、2008年第2四半期の設備投資もマイナスとなる公算が高いと思われる。問題は、その深さと長さである。今後の資本財出荷の動き、法人季報での収益や設備投資動向、そして6月短観で企業の設備投資計画がどの程度上振れるか、確認したいと思っている。

最後に日本の物価についてであるが、米国と同様、インフレ期待の上昇が気掛かりである。日本では4月のC G P I 及び東京のC P I が、暫定税率廃止があったにもかかわらず高止まりしたこと、市場参加者のインフレ予想レンジも切上がった印象がある。一方で、交易条件の悪化から企業の賃金抑制姿勢は根強く、夏のボーナスも低調な伸びとなるとの報道が見受けられる。4月の景気ウォッチャー調査からも、値上げを受けた購買行動の慎重化が窺われる。需要の減退が見込まれれば、企業の値上げスタン

スが沈静化する可能性はあるが、足許の資源価格の騰勢に加え、暫定税率が戻った途端にガソリン価格の税率以上にガソリン価格が上昇したことから分かるように、価格上昇についての経験を企業、消費者ともに蓄積しつつあることを踏まえると、どちらかと言えば、思いのほか上振れてしまうリスクの方が高いように思われる。

なお、先進国の中では、日本は総合の消費者物価に占める食料のウエイトは2割近くと特に高く、他方、エネルギーのウエイトは低いという特徴がある。食料品については、エネルギー程、下方に調整されないと思われる所以、今後、日本のインフレ率はより高止まる可能性があるのではないかと思っている。私からは以上である。

白川議長

次は野田委員、お願いする。

野田委員

前回会合以降、日が浅いこともあり、新たに利用可能となった経済指標や情報は然程多くないが、前回会合で議論、決定した経済・物価情勢の展望における先行きの見通しに修正を迫るような想定外のものは現出していない。

まず、国際金融市場である。3月以降、海外中銀による一連の流動性供給に関する追加策が一定の効果をもたらした。すなわち、クレジット市場では、社債、地方債やエージェンシーRMB Sのスプレッドが縮小し、長期金利や株価も持ち直すなど、基本的には過度の悲観論が修正される過程が続いている。もっとも、CDSプレミアムや一部のABSのスプレッドはなお高止まり、短期金融市場では、ドルやポンドのLIBOR-OISスプレッドが縮小しつつも高止まり、一方、ユーロのLIBOR-OISスプレッドは拡大が続くなど、依然として強いタイト感が残っている。米欧の金融機関は、バランスシートの膨張圧力が衰えない一方で、証券化商品の損失などから資本の相当部分を毀損し、実質自己資本比率が低下して

いる。これに対して、米欧金融機関は昨年来の分子対策、すなわち、資本の注入に加え、分母対策——例えば、5月9日にシティバンクがバランスシートを今後約2割圧縮するとの方針を示したが——にも注力し始めている。もっとも、将来に亘って資本の十分性が確保されたとの確証を持つには、なお程遠い状況にある。なぜならば、今回の金融市場の混乱を、まさに燎原の火の如く広がった大火災に例えるならば、サブプライム住宅ローンという火元に近い証券化商品の火勢はさすがに弱まっているものの、火元の火そのものは消えていないどころか、住宅の価格下落が続いており、その火勢は衰えをみせていないと言えるからである。市場の一部では最悪期を脱したとの見方が浮上しているが、金融資本市場と実体経済の負の循環を断ち切るには、なお少なくとも数四半期を必要とするとみている。

次に、問題の震源地である米国経済についてみると、1~3月期に実質GDPの第1回事前推計値は前期比年率+0.6%となったが、振れの大きい在庫投資の増加で嵩上げされており、これを除いた最終需要ベースでみれば、9四半期振りにマイナス成長に転化した。景気の停滞ないし調整局面の入口にあったことを示唆している。5月2日に公表された雇用統計では、4月の非農業部門就業者数の前月比のマイナス幅は前月から縮小し、市場の予想を上回ったものの、4か月連続で減少した。総労働時間は過去3か月で年率1%程減少し、時間当たりの賃金の伸びも急減速しており、これらを映じた総賃金指数——名目値——は足許年率+2%程度まで急低下している。このほか、エネルギーや食料品価格の上昇に伴う購買力の低下、住宅価格の続落による逆資産効果など、個人消費への重石の目方は増え続けている。夏場は、財政による刺激策が一時的に消費を下支えすると期待できるが、その先まで展望すれば消費は力強さに欠ける展開にならざるを得ないとみている。また、5月5日に公表されたシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイの結果をみると、住宅、商業用不動産だけでなく、商工業向け、消費者向けローンの貸出基準も過去最高の水準までタイト化している。クレジット・タイトニングが需要をどの程度引き下

げるかは、米国のダウンサイド・リスクの程度を見極めるうえで見方が分かれるところではあるが、重要なポイントとしてこの点を一層今後注意していきたいと思う。4月30日のFOMC声明文では、「成長に対するダウンサイド・リスクは依然として残っている」との従前の表現を削除した。また、先程の雇用統計のほかにも、市場予想を上回る経済指標が少なくなつたが、これらをもって、ダウンサイド・リスクが小さくなつたと判断するのは如何にも早計であると考えている。

続いて中国について少し触れると、1~3月期のGDPは前期比年率で+10.5%と、輸出を中心に減速しながらも高い成長を示した。CPIは、大雪被害の影響が薄らいだ4月も前年比+8.5%となり、中国人民銀行は四川大地震発生当日に預金準備率を引き上げるなど、金融引締め姿勢を強化した。なお、大地震が成長とインフレに与える影響については、今後十分な注視が必要である。

次に、我が国経済について、前回会合後公表された主な経済指標についてコメントしたいと思う。1~3月期の実質GDPの一次速報は、前期比年率+3.3%と3四半期連続のプラス成長で景気は底堅く推移してきたことを示したし、外需主導という姿がより鮮明になった。内需は個人消費が閏年要因もあってか予想以上に好調であり、住宅投資の5期振りのリバウンドもあり、前期比プラスを維持した。ただ、設備投資は3期振りにマイナスに転じ、10~12月期も大幅に下方修正されたことから、2007年度は前年度比で-0.5%と、年度ベースで2002年度以来のマイナスとなった。交易条件はさらに悪化した。交易損失は26兆円に拡大し、海外からの所得の純受取りを上回った。実質GDIと実質GNIの前年比はともにマイナスに転じている。このように、1~3月期はマクロの所得形成力の弱まりが一段と明確になり、4月以降のエネルギー・原材料価格の上昇を考慮すると、先行き所得形成力がさらに減衰し、企業の支出行動に重大な負の影響を与えると懸念される。

そこで、設備投資の先行指標となる機械受注についてみると、3月は前月比-8.3%と2か月連続のマイナスとなった一方、1~3月期は1月の受

注集中等を均して前期比+2.2%と、2006年度後半以降からの横這い基調を維持した。こうした中、注目すべきは4~6ヶ月期の見通しが前期比-10.3%となったことである。4~6ヶ月期の見通しは低く出る癖があることからかなり割り引いてみる必要があるが、それでもこのマイナス幅は小さくない。受注残と手持月数は足許高い水準まで積み上がっているだけに、目先、急激な減少は考えにくいところではあるが、今後の機械設備投資動向に従来以上の警戒感を抱かせる見通し計数であった。

最後に物価であるが、4月の企業物価指数は、ガソリンの暫定税率引き下げや薬価引き下げがある中でも、3か月前比で+1.6%となり、3か月連続で前月を上回っている。今年に入って、石油関連に加えて、鉄鋼、建材関連の上昇が目立っているが、4月はさらに騰勢を強めた。また、つい最近、鉄鋼メーカーと大手自動車メーカーとの鋼材価格交渉が約3割の値上げで決着したことが伝えられた。今後、原材料コスト上昇の転嫁の動きが一層強まることが確実視され、国内企業物価は当分の間上昇を続けると見込まれる。商品市況は、このところ、ドル安修正を受けて横這う商品が多い中で、原油の高騰を主因として全体として上昇を続けており、CRB指数は最高値を更新している。商品市況上昇の背景としては、いわゆる金融説と需要説の二つの見方がある。私は、両説は「or」の関係ではなく「and」の関係にあるとするのが無理のないところだと考えているが、仮にどちらに依拠したとしても、国際商品市況が短期のうちに落ち着いていくという見方にはなかなか繋がりにくいものがある。市況の上昇ピッチが速いだけに、警戒レベルを引き上げながら、消費者や企業のインフレ期待、価格設定スタンスの変化への波及効果も視野に入れつつ、物価情勢を肌理細かく観察していくことが重要であると認識している。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いする。

水野委員

本日は、まず国内の経済・物価動向、それから二番目として米国の経済と金融システム動向、三番目は最近の国内の債券市場動向についてコメントしたいと思う。

まず経済・物価動向であるが、この1か月間で判明した景気指標をみると、4月の金融経済月報の表現を概ね踏襲することが適切だと判断される。すなわち、輸出は米国向けの弱さを東アジア、ユーロ圏、その他地域で十二分に補って堅調に増加していること、生産は横這い傾向を続けているが、在庫、設備、雇用面の過剰感が小さいため、景気は減速しているものの深刻な調整に陥る可能性は低いこと、資源、穀物インフレを背景に交易条件の悪化が持続しているため、企業収益に下押し圧力が続いていること、また、中小企業では収益の悪化、雇用意欲の低下が目立ってきたこと、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、個人消費は底堅く推移していること、設備投資の増勢が鈍化しており、所得形成面の厳しさが国内民需の下振れに繋がらないか注意深くみていく必要があることなどである。

法人企業統計、日銀短観、資本財総供給、それから機械受注など一連の設備投資関連の指標の弱さが目立っている。4月の展望レポートでは、経済情勢でのリスク要因の三つ目として、企業の成長期待の動向を指摘した。いわゆる官製不況や交易条件の悪化の影響を大きく受けた中小企業の弱さにとどまらず、3月短観では企業部門の弱さに広がりがみえた。業況判断D.Iの悪化幅は過去の景気後退局面並みとも言え、新年度の設備投資計画の滑り出しは非常に弱い内容であった。企業の慎重姿勢あるいは期初要因の影響が大きいかどうかを判断するうえで、次回の6月短観——7月1日公表——で景況感や事業計画が上方修正されるかどうか注目したいと思う。企業の中長期的な成長期待が持続するためには、少しでも我が国経済を取り巻く霧が晴れていく状態が展望できることが望まれる。

次に、物価動向についてコメントする。4月の国内企業物価は前年同月比+3.7%と、揮発油税の暫定税率失効の影響から3月の+3.9%から若干低下した。ただ、前月比+0.6%、3か月前比+1.6%はどちらも市場予

想を上回った。前月比+0.6%への寄与度の高い順に並べると、鉄鋼、スクラップ類、電力、都市ガス、水道、金属製品、加工食品となっている。5月の国内企業物価は、鉄鋼、スクラップ類、加工食品の価格上昇に加え、揮発油税の暫定税率復活に伴い前年同月比で+4%台半ばまで上昇する可能性がある。ガソリン小売価格は、1987年の調査開始以来初めて1リットル=160円を上回っている。石油卸売業者は6月にさらに1リットル当たり10円程度の値上げを計画しているようである。また、消費者物価指数に先行するとみられる国内最終消費財価格は、4月、揮発油税の暫定税率失効の影響により、上昇幅は3月の前年同月比+2.3%から低下したが、同+0.7%と6か月連続で上昇している。この間、外食産業には、食料品の値上げや人件費高騰を受けて、コスト上昇分を消費者に転嫁する方針を示唆している企業も目立つ。これらは、消費者物価指数が一段と上昇する可能性を示唆していると思う。

次に、米国の経済と金融システム動向についてコメントする。国際金融資本市場は3月中旬以降、小康状態に入っている。しかし、F e d のバナンキ議長が、5月13日、米国の金融市場の状況について、「改善はしているものの、正常な状態には程遠い」と発言している。私も、我が国の不良債権処理の経験に照らせば、足許の小康状態は中央銀行の流動性供給など政策対応による面が大きいと判断している。以下の理由から、サブプライムローン問題が最悪期を脱したと言い切るだけの根拠は乏しいよう思う。第一に、米国の住宅価格は下げ止まっておらず、住宅を原資産とする証券化商品市場の動搖が終焉する目途が立っていない。こうした中、クレジット・スプレッドは縮小しているが、証券化商品の取引は乏しく、ヘッジファンドのリスク許容度も低下している。また、サブプライム住宅ローン証券化商品や再証券化商品——A B S、C D O——などの発行市場はほぼ停止状態にある。第二に、欧米中央銀行のかなり踏み込んだ流動性供給策にもかかわらず、インターバンク市場の緊張感は持続しており、A B C Pの発行残高は減少傾向が持続している。第三に、欧米大手金融機関ではC D O関連の損失処理は進捗したが、レバレッジド・ローンの売却、損失

処理はまだ道半ばである。第四に、投資銀行によるサブプライムローン関連損失の処理は相当進捗したが、今後は商業用不動産価格の下落、住宅ローンの焦付きによる不良債権問題が顕在化し、商業銀行の経営悪化が表面化することが想定できる。最後に、米国大手銀行の融資姿勢の厳しさは、前回の景気後退局面を大きく上回っており、信用収縮は金融システムと実体経済の負のフィードバックを招く懸念がある。米国経済はいわゆるL字型、あるいはなべ底型と言われる景気回復になると見込まれ、潜在成長率に回帰するのは2010年以降にずれ込む可能性が出てきたと思う。昨年は、米国景気の先行きについて、株式市場が楽観的、クレジット市場が悲観的に予想し、結果的に後者の見立てが適切であった。最近の世界的な株価反発はベア・マーケット・ラリーの様相が強く、昨年と似たような図式のように思える。

最後に、足許のJGB市場の急落の背景等についてコメントする。過去の経験則によれば、例年、JGBの6月限の先物は強い。すなわち、新年度の債券相場は総じて堅調であるが、4月25日そしてゴールデンウィーク明けのJGB相場をみると、これと全く異なる動きをみせており、国内の市場参加者のセンチメントが悪化している。以下、その背景についてコメントしたいと思う。

まず、中短期セクターの需給が極端に悪化している。生保は4月から、中期債から長期、超長期債へと長期化に動いている。次に、メガバンクは、4月初の期初の益出し売りの後、相場観に多少の違いはあったものの、6月限先物が135円台まで——時期は135円を割ったが——下落するとは思っていなかつたはずであり、このため、2003年のいわゆるVaRショックと同じような現象がみられた。すなわち、フロントの損失額が許容度を越えたため、リスク管理部署から債券ポートのポジション——リスク量——を減らすように指示が出されている。さらに、

し、その売りオーダーを受けた業者——証券会社である——が輪番オペに投げ込んでいる。このため、証券会

社が、本来ならば輪番オペを活用してポジションを外したい銘柄を、輪番オペに投げ込めない状態になっている。債券市場では、

の反動で、JGBの中短期セクターの需給を悪化させている、という指摘が多く聞かれる。こうした中、一部の投資家から纏まった規模の売りが出た場合、メガバンクがポジション縮小を余儀なくされているため、それに加えCTAの債券先物売りを巻き込みながら、債券相場が急落しやすい地合いに引き続きあると思う。

二番目として、サブプライムローン問題を背景に、業者の体力が著しく低下している。国内の証券会社の国債のセカンダリー市場における売買シェアの半分程度は外資系であるが、その外資系の証券会社を中心に、バランスシートの制約もあって、マーケットメイク力が低下している。投資家の売りオーダーを意図的に受けない業者もいるため、アスク・ビッドのスプレッドが広がり、国債取引が極端に乏しくなっている。さらに、3月17日の債券相場急落以降、レラティブ・バリュー系のヘッジファンドのアクティビティーが極端に低下している。

三番目として、インフレ見通しが大きく変化して、我が国のコアCPIはなかなか上昇トレンドに入らないという幻想が崩れ始め、長期金利の見通しのコンセンサスが崩れつつある。JGB相場の下落については、アメリカ債券市場の調整も影響していると思う。いずれにせよ、国債市場の流動性が乏しく、投資家と証券会社のリスク許容度がどちらも著しく低下しているため、一時的な調整と高をくくらない方が良いと思う。企業収益悪化に伴う法人税収の下押しに加え、政治的な歳出増加圧力など財政規律の低下の動きもみられ、国債発行増加圧力が循環的に高まりやすい局面もある。今年は、数回、長期金利の水準調整があると覚悟しておいた方が良いと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願ひする。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢では、緊張は高いが国際金融市場の落ち着きが比較的長く続いている点、米国、欧州、そして日本でもセンチメントの悪化が続くものの、データは比較的落ち着いていることが特徴として挙げられると思う。以下、三点に絞って述べたいと思う。

第一に、世界経済で新興国が益々重要になっている点である。まず実物面では、先進国企業の輸出先としてだけではなく、新興国自身の企業の輸出先として、他の新興国が重要度を増している。それが、世界経済のレジリエンスを支えているように思われる。例えば中国では、1~4月期米国向け輸出の伸び率は12.4%ポイント低下、EU向け輸出も7.5%ポイント低下したが、逆にインドやロシア向けは、前年同期比50%前後、ベトナム、ブラジル向けは77%を超え増加し、米欧向け輸出鈍化の影響を和らげている。新興国が相互に貿易を拡大していくなら、米欧経済停滞からデカップリングとまでいかなくとも、世界経済が底堅く推移する可能性が高いと思う。新興国の資本財や耐久消費財需要が底堅いなら、日本の輸出も大きく崩れる可能性は小さくなる。

次に、インフレ面では新興国需要増大が将来どのようになるか不確実で、商品市場において実需と投機の区別がつきにくくなり、一部のエネルギー価格に大きな影響が出ている。中国、インドの巨大な人口に一人当たりエネルギー消費量の今後の上昇を掛けた総エネルギー消費量の方向が注目されている。仮に、一人当たりエネルギー消費量の増加が小さかったとしても、巨大な人口であるため、従来の常識を超える大幅な将来需要増、そして将来価格上昇が見込まれる。原油等は再生産不可能資源であるため、将来に備え現在生産を抑える誘因がここでは存在する。そのため、現在の価格が高騰するというロジックである。このロジックでは実需があるとされているが、実態上、中国やインドの原油輸入・消費量が爆発的に増加している訳ではない。また、一人当たりエネルギー消費量の増加は以前から分かっていたことであり、ここにきて急に出たニュースではない。すると、やはりファイナンシャル・プロダクト化したことが大きな役割を果た

し、広い意味での投機が起こっていると考えるのが自然ではないかと思われる。従って、マーケットの修正がどこかの時点で起こる蓋然性は高いと思われるが、それがいつかは極めて不確実な状況と言わざるを得ない。

第二に、物価情勢である。まず、米国4月CPIについては、ヘッドラインは前年同月比+3.9%であったが、コアCPI——アメリカの場合はフードとエネルギーを除く——は+2.3%であった。2007年4月と比べると、ヘッドラインは高いものの、コアCPIは逆に低下している。ただし、これには注意が必要である。コアCPIでは帰属家賃——OER——が3割を占める。OERは、2007年1~4月は前年同月比で+4.1%前後で安定して推移したのに対し、2008年は+2.6%前後で推移、これがコアCPI伸び率低下に寄与したと考えられる。しかし、OERは光熱費を含む市場家賃から光熱費を引いて推計されることに注意する必要がある。もし市場家賃が変化していないなら、エネルギー価格が上がり光熱費が上昇すると、その分OERの伸び率が低下し、コアCPIも低下する。実際、レントのインデックスをみると、2007年の前年同月比に比べて、2008年は若干低下したという程度である。すると、コアCPIの落ち着きは実はエネルギー価格が昨年対比上昇したためという皮肉な可能性を否定できない。この場合、エネルギー価格が落ち着くのと逆に、コアCPIが上昇する。このように、こここのところのコアCPIの落ち着きはデセプティブかもしれない、注意する必要があると思う。

次に、日本のコアCPI——除く生鮮——について、前回会合以降、ガソリン、灯油価格に動きがあったので補足したいと思う。5月の暫定税率復活後のガソリン価格は、前回会合での私の予想価格を大きく超えて上昇した。これについては、仕入れ価格上昇を小売価格に転嫁するスピードが速まり、かつ今まで転嫁できなかったものを取り戻す動きも出てきているように思われる。この新しい転嫁の動きを考慮すると、全国CPIの上昇率は4月は+0.8~0.9%に下がった後、5月には+1.4~1.5%に上昇する可能性があるという見方に修正したいと思う。

第三に、2008年度の成長率を見通す際、直近の四半期GDP成長率に

バイアスがある可能性に注意する必要がある点を指摘したいと思う。業況判断等は、昨年後半より特に中小企業で悪化した。これが他のセンチメント指標にも共通することは、既に指摘されているとおりである。これに対し、四半期GDP成長率は、2007年10～12月期は改訂後前期比年率換算+2.6%、2008年1～3月期も輸出と消費に牽引され前期比年率換算+3.3%と高成長となり、ゲタも+1.1%と高くなつた。このように、センチメント指標と実質GDPとの間には若干の違いがあるようみえる。しかし、四半期GDP——いわゆるQE——が最終的な確報に比べて現在強めに推計されている可能性があり、それを割り引いて考える必要があると思う。QEは比較的規模の大きな事業所、企業にサンプルが傾きがちな基礎統計——動態統計等——から推計されているのに対し、確報は小企業、小事業所まで含めた基礎統計、工業統計等から推計される。そこで、QEは比較的規模の大きな事業所の生産水準と対応し、確報はそれよりも小規模な事業所を含めた生産水準と対応していると考えられる。実際、過去数年をみると、QEと確報の差は毎月勤労統計から推計される5人以上の事業所の労働投入の変化率と30人以上の事業所の労働投入の変化率の差に大まかに対応しているように思われる。このルール・オブ・サムを使うと、足許のQEが、確報ベースの実質GDPと比較し、年換算で0.3～0.4%ポイント程度、過大に推計されている可能性がある。これは、あくまでも非常に粗い試算であるが、こうした可能性を考えておく必要がある。実際、このような調整を行うと、2007年暦年の実質GDP成長率はほぼ潜在成長率並となつて実感に近くなる。以上である。

白川議長

中村委員、お願いする。

中村委員

前回会合後、国際金融市場では、3月中旬に掛けての米国経済や資金流动性に対する極端にネガティブな見方が見直されつつあり、株価や金利は

上昇し、ドルも落ち着きを取り戻している。一方、実体経済をみると、米国では住宅市場の改善の兆しがみられず、景気は引き続き停滞しており、世界経済は減速局面にある。この間、原油価格は大幅に上昇、世界的にインフレに対する懸念が高まっている。国内では、企業の決算発表が行われたが、先行きの経営環境に対する不透明感が強いことにより、各企業は今期の業績見込みについては極めて慎重となっている。

国際金融市場では株価や金利が上昇しているだけではなく、CDSプレミアムや社債スプレッドも縮小していることから、市場の混乱は最悪期を脱したとの見方もあるが、インターバンク市場等の機能は未だに回復しておらず、バーナンキF R B議長が先週の講演でも指摘したように、正常な状態には程遠い状況にある。金融機関の証券化商品に関わる追加的な評価損や実現損の発生のみならず、L B Oや不動産全般、消費者ローンといった他の分野での損失も顕在化しつつあり、金融機関の資本不足や経営環境に対する懸念は引き続き高い状況にある。このため、金融市場の混乱が落ち着きを取り戻すまでには、今暫く時間が掛かると思われる。

米国経済は引き続き停滞しており、景況感指数や自動車販売等は経済の停滞を示す内容であるが、厳しい景気後退局面入りを裏付けるものではなかった。4月の非農業部門雇用者数は、前月比2万人の減少にとどまったほか、失業率も小幅改善するなど、足許の雇用情勢は深刻な状況までには立ち至っていないようである。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、業績の悪化は概ね金融や住宅建設セクターに集中しており、他のセクターは相対的に堅調に推移しているほか、総じて事前の予想並みの業績となり、市場では経済が目先、急速に悪化するといった悲観的な見方は後退しつつあるようである。しかしながら、住宅市場の大幅な調整は継続しており、価格下落に底打ち感が全くないこともあり、住宅価格が借入残高を下回るケースがさらに増加していくことが考えられる。住宅ローンの大宗はノン・リコース・ローンであり、こうした状況下ではサブプライムローン以外のローンで購入資金を調達した住宅についても、これを放棄する債務者が増加し、金融機関の不良債権がさらに

増加する可能性もある。また、F R B の調査によると、銀行の融資基準が住宅ローンだけでなく、その他の家計や企業向け融資についても一段と厳格化している。景気の停滞に伴う不良債権の増加と相俟って、金融機関の与信姿勢が一段と引締まり、信用収縮を通じて雇用や消費並びに企業業績等の実体経済に波及していく可能性もあり、経済全体が回復基調に復するまでにはまだ相応に時間を要すると思われる。

欧洲では、ユーロエリアの 2008 年第 1 四半期実質 G D P が、ドイツでの高い成長を主因に前期比 +0.7% と高い成長となった。これは、一時的な要因に基づき高い成長率となった可能性が強く、欧洲経済は緩やかに減速しつつも成長していると考えられる。中国については、5 月 12 日に発生した地震が経済・物価にどのような影響を与えるかが懸念されるが、内外需ともに高い成長が続いている。消費者物価は政府の目標値である +4.8% に対して、4 月は前年比 +8.5% と食料品を中心に上昇率を高めており、政府の対応が注目される。この間、N I E s 、A S E A N 諸国においては、I T 関連を中心に輸出が減速しているが、全体としては内需に支えられ緩やかな拡大が続いているようである。

国内経済については、2008 年 1~3 月期の実質 G D P 成長率は、前期比年率 +3.3% と堅調な数字となったが、内容的には外需の寄与度が前期以上に高い水準となったほか、閏年効果もあり個人消費が押し上げられた結果と考えられる。一方、その他の指標をみると、企業関連では 3 月の機械受注が公表され、1~3 月を均してみれば前期比 +2.2% と増加基調を維持した。4~6 月の受注については、統計の癖もあり前期比 -10.3% とマイナス予想となっているが、これは先行きを慎重にみる企業が増加していることの影響も大きいようである。こうした先行きに対する慎重な姿勢は、上場企業の今期業績予想にも表われている。5 月 16 日までに決算発表を行った金融業を除く東証一部上場企業 1,157 社を対象とした新光総研の集計では、2007 年度の +4.8% の増益に対し、2008 年度は輸送用機器や鉄鋼産業の大幅な業績悪化を反映し、-5.0% と 7 期振りの厳しい減益予測となっている。しかし、半期毎にみると、上期は円高やエネルギー・原材料価格

の上昇、海外経済の先行き不透明感を背景に、前年同期比-20.5%の減益であるが、下期は一転して+11.3%の増益と、企業の多くは下期からの回復を見込んでいるようである。

家計関連では、4月の景気ウォッチャー調査や消費動向調査をみても、マインド面は弱い状況が続いている。また、先行きの業績懸念等から企業の夏のボーナス支給額が前年並みの水準にとどまる見通しとなるなど、一人当たり賃金の伸び悩み傾向は継続している一方、エネルギーや食料品の価格上昇を受けて消費者の購買力が抑制されていることなどから、消費は底堅さを維持するものの力強さに欠ける状態が続くと想定される。

物価面では、4月の企業物価指数が発表されたが、揮発油税の暫定税率失効の影響から前年比+3.7%と前年比伸び率は幾分低下したものの、鋼材価格等の高騰もあり、引き続き高水準で推移すると考えられる。原材料価格だけでなく、加工食品価格も上昇を続けており、消費者物価への波及度合いについては、今後注意してみていく必要がある。

この間、我が国の金融市場の動きをみると、株価や国債金利が上昇するなど、市場関係者の景気に対する過度に悲観的な見方は後退しているように窺われる。もっとも、昨年夏以降の市場の混乱により、投資家や金融機関のリスク許容度が著しく低下しているため、出来高は低迷、市場流動性の低い状態が続いているため、相場は振れやすくなっている。このため、相場形成が必ずしも経済の実態を反映しているとは言えない可能性もあり、国内金融市場が落ち着きを取り戻すには時間が必要と思われる。私からは以上である。

白川議長

亀崎委員、お願ひする。

亀崎委員

まずグローバル金融市場の状況であるが、米欧のクレジット市場の混乱は、当局による一連の施策の効果もあって小康状態の様相を呈している。

もっとも、クレジット資産を巡るファンダメンタルズが目にみえて改善されていない中で、クレジット市場の機能は依然として回復していない。こうしたもとで、欧州系金融機関の1~3月決算では損失発生が続き、米国でも保険会社の巨額損失発生、大手銀行による大規模な資産圧縮方針の公表などがみられている。また、短期金融市場における緊張も、目立って改善している訳ではない。こうした状況下、金融機関の与信態度は厳格化している。これらの動きが米欧の実体経済に与える影響については、引き続きよくみていく必要があると思っている。

次に、海外の実体経済である。米国については、1~3月GDPは、2四半期連続で前期比+0.6%と低い伸びにとどまった。住宅市場の減速が続き、雇用面でも4月の非農業部門就業者数は市場予想を下回る減少幅ではあったものの、4か月連続でマイナスとなるなど減速が続いている。こうした環境のもと、個人消費については、4月の小売売上高は事前予想比良好な結果となったが、4月の自動車販売台数はガソリン高の影響もあって前年比-6.9%と6か月連続で下落している。また、各州が公表している直近1~3月の売上税額をみると、カリフォルニアが前年比-4.8%、フロリダが-6.6%、ネバダが-5.1%、メインがゼロ%と、住宅価格が下落ないしは伸び率が低い地域の売上税額が落ち込む傾向が続いている。住宅価格の落ち込みが地域的な広がりを伴っていることもあり、今後の個人消費動向については、予断を持たずみていく必要があると思う。

企業部門についても、1~3月決算は、海外部門の堅調にもかかわらず、金融業、建設業等の落ち込みを背景として3四半期連続の減益となり、設備投資も弱めとなっている。これらのことから、米国経済は当面、潜在成長率を下回る展開が続くものとみている。欧州では、景気は緩やかに減速しつつも成長を続けている。英国では、ネーションワイド住宅価格指数が1996年3月以来の前年比マイナスに転じたほか、4月のRICS——王立公認不動産鑑定士協会——住宅価格バランスは、-95.1%ポイントと1978年のサーベイ開始以来の水準にまで下落しているなど、住宅市場の減速が一段と明確化しており、今後とも、他のセクターへの影響も含めて注視し

たいと思う。

中国では、輸出が堅調を持続しているほか、個人消費、固定資産投資も好調であり、経済が高成長を続けている状況に変わりはない。ただし、CPIが高い伸びを続けており、その経済、社会への影響が懸念されるほか、先行きの景気動向には上下両方向に不確実性が高いため、今後とも注意深くみていくべきだと思う。

日本経済については、1~3月GDPは前期比+0.8%と堅調な伸びとなった。ただし、閏年要因等による統計の振れもあるほか、所得形成は交易条件悪化により減速しているとみられるため、先行きを予断なくみていく必要があろうかと思う。なお、執行部の基本的見解に異論はない。セクター別にみると、まず輸出は今のところ実質ベースでは堅調である。ただし、自動車、化学などで、原材料高や円高を反映して輸出価格を引き上げる動きもみられている。これが海外景気の減速と併せて、今後の輸出動向に与える影響に注目したいと思う。設備投資については、企業収益が鈍化するもとで、均してみれば高水準横這いの動きが続いている。先行きについては交易条件の悪化等もあり収益環境が厳しくなると思われる所以、注意してみていくべきだと思う。

雇用・所得面では、労働需給の引締まりが続くもとで、パート比率上昇が一服していることなどから、賃金が小幅ながら上昇している。こうしたもとで、雇用者数の増加も続いているため、給与所得の総和は引き続き緩やかに増加している。ただし、限界的な動向をよく表わすと言われる労働力調査ベースの雇用者数は伸びが鈍化している。こうしたもとで、個人消費も底堅い動きを示しているが、エネルギー・食料品関連を中心に物価上昇ペースが速まっていることや、年金、高齢者医療を巡る不安感が解消されていないことなどから、引き続き力強さを欠いている。

物価面では、国際商品市況は、原油の既往最高値更新などを受けてCRB指数は高止まりしており、日本の企業物価の高めの伸びも続いている。最近、数多くの新興国が穀物の輸出規制に動いており、これが国際市場における価格を一段と押上げ、我が国に波及することも懸念されるため、從

来以上に目を凝らしていきたいと思う。

最後に金融面であるが、米欧金融市場では、クレジット市場における混乱の小康に加えて、インフレ懸念の高まりもあって、これまで資金が流入していた米欧の長期債市場でも金利が上昇している。日本でも、これにつれた動きや金融機関におけるリスク量削減を目的とするポジション圧縮の動きなどから、長期金利がやや速いペースで上昇している。今のところ、ライト・トウ・クオリティを背景として造成されたロング・ポジションの巻き戻しの動きにとどまっているとみられるが、このところ長期国債先物の建玉が低水準であることからも分かるように、債券市場の流動性がやや低下しており、値動きが荒くなりがちであるだけに、今後の動向には注意してみていいきたいと思う。以上である。

白川議長

これまで6名の委員のご意見をお伺いして、私自身の考え方とほとんど変わりがないという感じがした。そこで、最初にこれまでの議論を若干纏める形でポイントをご説明し、そのうえで若干議論したいと思う。大きく三つあるが、第一は国際金融市場である。国際金融市場に関する評価は、ほとんどの方が一致していたという感じがする。過度の悲観論は後退したが、短期金融市場の緊張感が根強く残る、あるいはローン・サーベイの結果が一段とタイト化することなどに示されるように不安定な状態が続いていると思う。米国経済は停滞しており、金融市場、資産価格、実体経済の負の相乗作用がいつ、どのように収束に向かうのかについては、不確実性が大きいと思う。これらの面で世界経済は引き続きダウンサイド・リスクが高い訳であるが、一方で原油価格が最高値を更新しているし、インフレ方向のリスクも高まっていると思う。今回、私はお聞きしながら、金融指標、特に商品市況について、皆様が前回の会合以上に関心を強めご発言になっているという印象を持った。

二番目は国内経済である。前回の会合からあまり日が経っていないこともあるが、展望レポートの見方あるいは4月初の月報の見方を裏付ける指

標や情報が多かったと思う。すなわち輸出が幅広い地域に向けて堅調を維持する一方で、企業収益の伸び悩みや設備投資の増勢鈍化、生産の横這い傾向など景気減速の動きも明確になってきた。1~3月のGDPは数字こそ高い伸びとなったが、交易条件の悪化を受けてGDIなどにみる所得形成は弱めの動きが続いている。この所得形成の弱まりが国内民需の下振れに繋がらないかどうか、注意深くみていく必要があることでも、ほぼ一致していた感じがする。皆様が、4~6月の機械受注に示されるように、特に設備投資がこれまでの想定よりも少し弱くなる可能性も意識しながら、この数字を注意深くみている感じがした。

三つ目は物価面である。国際商品市況の高騰が続き価格転嫁が徐々に進んでいる中で、生鮮食料品を除く消費者物価が当面は1%台前半ないし半ばで推移する可能性が高いと思う。この数字は15年振りの高い上昇率であり、特に生活必需品の価格上昇が目立つだけに、消費者のインフレ予想、企業の価格設定行動への影響を注意深くみていく必要がある。これについても、ほとんどの委員の見方が一致している感じがする。今、国際金融市场、国内経済、物価と分けて申し上げたが、特に三つ目の物価についてインフレ・リスク、インフレ心理が高まっていく可能性がどの程度あるのか、この辺を注意深くみていきたいという感じが随分、前回よりも強くなっているという印象を抱いた。

そう申し上げたうえで、私自身が若干議論したいことを幾つか申し上げたいと思う。勿論、その後で自由討議をしたいとも思う。一つは、昨日の調査統計局の説明について質問したこととも関連する。現在、外需が強くて内需が弱いというパターンであるが、その背後にある交易条件の悪化と今申し上げた景気の姿との関係をどう理解するか、ということである。GDPデフレーターと内需デフレーターの大きな乖離に示されるように交易条件は大きく悪化し、その分、所得が国外に流出している。どなたかも言及されたが、この間の交易利得の減少額はGDP対比4.1%と既にかなり大きな規模になっているし、昨日の執行部の説明では、足許の商品市況を前提とすると、第2四半期以降、この規模が更に大きくなっていくとい

うことである。これは当然、所得形成の弱まりを通じて景気悪化をもたらす訳である。その影響が、今、最も強く出ているのが中小企業、零細企業であるが、この点で、先程も少し触れたが、一番気になるのが設備投資の動きだろうと思う。大企業については企業行動に関するアンケート調査にみられるように、ベースとして設備投資の意欲が根強いようにも思うが、資本財総供給の数字あるいは4~6月の機械受注の動きなどから判断すると、増勢は鈍化してきていることは明らかなようで、注意してみていく必要があると思っている。

他方、輸出は強い。特に米国以外の地域に対する輸出の増加に支えられて全体として堅調な伸びを続けているが、この点について、自分自身ずっと気になっているのは、交易条件の悪化から内需は弱いが、偶々、外需に支えられて日本の景気は持ちこたえていると考えるべきなのかどうかということである。これは、今日は何人もの委員が触れたが、今の商品市況上昇の性格をどのように理解するかとも関連している訳である。今さら言うまでもないが、商品市況の上昇は交易条件の悪化を通じて、日本の景気の下押し要因として作用している訳だが、同時に資源国では交易条件が改善しているということであり、その分、資源国への輸出が増加する訳である。それから、そもそも商品市況の上昇 자체が世界景気の底堅さを反映しているとすれば、実は全体としてのパイもそれなりに増えていくと思う。そういう意味で、多分、交易条件の悪化から内需は弱いが、偶々、外需に支えられて日本の景気は何とか持ちこたえているとみるのも、適当ではないと思う。しかし、同時に、現在の内需の弱さには雇用の弱さもあると思う。従来は住宅投資だったが、設備投資についても、設備投資循環からみて伸び率がある程度低下してくる局面にあることも事実だと思う。

先程も申し上げた商品市況の上昇の性格をどう考えるかということであるが、先程の野田委員の説明によると、需給説と金融説について、「or」ではなくて「and」で考えるべきではないかというお話であった。多分そういう面が強いと思うが、敢えて両者を分けてみると、需給説それから金融説というか投機説と二つある訳だが、多分、真実はその中間にあるとは

思う。ただ、自分自身が頭の中を整理した場合、あるいは国際会議での議論などを聞いていると、もし金融説であれば、何らかの意味で在庫が増えているはずである。しかし、コンベンショナルな尺度で計ってみると在庫が増えている訳ではない。そういうところからすると、金融説は本当に妥当するのかという気持ちも一方にある。ただ、それは言ってもこの数か月——4月以降、あるいはこの5月以降もそうであるが——の急激な上昇の間も、需要が変化したとは到底思えないので、金融説かとも思う。そうすると、短期的な動きをどう考えるかということも然ることながら、大きな構造として考えた場合に現在の商品市況の上昇なり高水準をどう考えるかがポイントになってくると思う。そうなった場合、私自身はどちらかというと金融説よりは需給説に共感しているが、現実には両方あると考えるべきかとも思っている。なぜこういうことにこだわるかというと、それは言っても、この先、商品市況がいつまでも上がる訳ではないだろうとすれば、今後、商品市況が下がった場合に景気に与える影響という面で、見方が変わってくるかと思うからである。交易利得の減少という面でみると——原因が何であれ、交易利得は減少していることに変わりないが——、背後に世界経済の拡大が起きているという見方に立つとすれば、逆に商品市況の下落を心配しないといけないということであるし、逆に金融説だと、金融的な不安が解消すれば、それ自体は景気に対してプラス要因であるから、市況の下落はむしろ景気に対してポジティブだということになる。いずれにせよ、ここで結論を出すという話ではないが、商品市況の性格は良くみていく必要があるし、それから外需と内需の関係をどう考えていくかは引き続き大きなポイントという感じがする。

それから物価である。私も皆様と全く同じ感じを持っていて、予想インフレ率という言葉が良いかどうかは分からぬが、人々が先行きの物価についてどういう認識を持つかという点で、少しずつ変化が生じてきているし、この先、ヘッドラインの高い数字が出ていけば、さらにその感じが変わっていく可能性を十分意識しておく必要がある。物価について、格別、目新しい論点がある訳ではないが、予想インフレ率というか、人々の行動

の前提となる物価の見方について注意してみていく必要があると思って
いる。

それから、国際金融市場について、私自身、格別な意見はないが、今日、
皆様がおっしゃったことは、最悪期は終わったというやや楽観的な見方について、それを全面的に否定する訳ではないが、どちらかというと、それを戒めて考えた方が良いということだと思う。私自身もそうみている。そう考える大きな理由は、一番正直な短期金融市場のスプレッドが引き続き高水準であると思われることである。それから、住宅価格が現実に下げ止まっているないし、金融機関の貸出態度は幅広い分野において厳格化している。そうであれば、実体経済に影響していく、それがまた金融にフィードバックしてくることが、十分考えられるルートである。そうならないことを願いはするが、金融市場に広がっている見方はやや楽観的かという感じがしている。以上が私の意見である。先程、商品市況の上昇について、ほぼどの方も触れられたが、皆様がおっしゃったこと以外に付け加えたいことはあるか。特にはないか。

中村委員

日本は人口も減って石油の輸入量も減っているが、海外をみると、基本的に需要が非常に強い。中国は毎月物凄い量の鉄鉱石を輸入しているし、石油も、輸入量を増やしている。他方、供給量には限度があるということである。今の価格のレベルがリーズナブルとは思えないが、トレンドとしては、食料品を含め一次産品はじりじり上がっていくと考えておかなければならぬのではないか。

水野委員

私も同じで、レベル、スピードは誰も分からないが、BISでも言われているように、在庫が非常に低い水準にとどまっている。これから需要期に入るのに、ガソリンの在庫は低水準であるため、原油価格がさらに上がらないか、心配している先が多いと思う。それから、農産物までも一部投

機の対象となっているようであるが、農産物は価値の保存手段として適していないので、これに対する投機はいかがなものかという感じがする。それと、鉄鉱石は先物市場がなく、金融取引の影響を受けにくいので、バブルというのはおかしい。原油など先物市場が比較的大きいものについて言えば、そういう傾向があるとも言えなくはないが、どこまでがバブルかは誰も分からぬ。商品市況といつても幅広い概念であり、農産物、鉄鉱石は実需の増加もあるし、供給制約もあって、単純に全てバブルと言うのはやや言い過ぎかと思っている。

須田委員

私自身もこの問題を考える時には、グローバルな観点からずっとみてきている。需要が強い時もそうなのだが、たとえ供給ショックであったとしても、所得をトランスファーされた側がどれだけトランスファーされた所得を支出するかにもグローバル需要は大きく依存するので、そういう広いグローバルな視野で考えていく必要がある。その点、先程言ったように、日本の中東との貿易をみると、原油価格が大きく上昇した2007年が2006年よりも赤字が縮小していることが少しサプライズであった。それと、私自身も、ある程度は需要の強さが一次產品の価格上昇に繋がっていると思っているが、最近の200ドル説とか、オイルピーク説とかを囁き立てている議論をみると、少し行き過ぎではないかという気がしている。Fedは今年のどこかで一次產品価格がレベルアウトすることを前提にしてシナリオを描いているという話もあるので、もしこの一次產品価格の上昇が持続するとなれば、インフレ・リスクということで金融政策の運営について厳しい状況に直面していくと思っている。あともう一点、先程の下振れリスクの話である。下振れリスクが大きいのはそのとおりであるが、今回、このような状況でテールリスクというか、大きく下振れるリスクは減ったと言えるのではないか。

野田委員

基本的には需給関係があると思うが、こここのところ、明らかに金融投機的な動きがアクセレレートされているとみる。すなわち、ある種の合わせ技で価格高騰が生じているとみるべきであろう。それはそれとして、もう一点。この問題は前回のG7辺りから国際会議レベルでポリティカルにも取り上げられており、各国の首脳や政治の関心が相当フォーカスされてきているように思う。どういう政策が出て、その有効性がどうかは今のところ不透明であるが、その辺の世界的な動きの変化に期待するとともに、これを良くみておかなければいけないと思う。ただ傍観しているという姿勢より、何らかの形で政策に関与していく。これは難しいが、気持ちのうえでそういう姿勢を保っていく必要がある。

白川議長

政策に関与していくというのは、それは…。

野田委員

政策提言はなかなか困難であるが、そういう観点で色々な議論をみておくというか…。

白川議長

分かった。

亀崎委員

物価上昇については、先程のお話のようにグローバルにみなければならないと思っている。私は要因として四つ位あるかと思っている。一つは新興国の旺盛な需要である。二つ目は、供給側の鉱山開発とか、精製設備、港湾設備といったインフラの整備が遅れてボトルネックになっている面がある。三つ目は、よく言われる地政学的リスク。それに、もう一つ、緩和的な金融状況があると思う。最初の新興国の旺盛な需要についてみると、

鉄鉱石とか原料炭は、かつては日本が一番多く輸入していた。原料炭などの値決め交渉において、対日本では供給サイドの方が弱いにもかかわらず、今年は価格が三倍に上がった。というのは、インドなどがタームではなくスポットで買うために、豪州で雨が降って産出されなくなると、アメリカからスポットで手当てすることになり、その結果、三倍位に上がってしまうのである。原料炭は、かつては日本が大量に輸入していたが、今は日本以上にインド、中国が買っている。エネルギーについても、第二の消費国は、今、中国になっている。中国、インド等B R I C Sで30億人と言われる人口を抱えており、その旺盛な需要は暫くは変わらないと思う。それから、鉱山開発、精製設備、港湾設備の整備の遅れに伴うボトルネックについては、その解決に時間が掛かり、しかもコストが高くなっているため、なかなか追い付かない状況になっている。それから、地政学的リスクについては、イラクとかナイジェリアにおける紛争とか、ベネズエラにおける資源ナショナリズムなど、容易には解消しない問題である。そこにプラスして、緩和的な金融状況がある。WTIが80ドル、90ドル位の頃、石油連盟会長が、大まかに言って20~30ドルは投機によって押し上げられている、とおっしゃっていた。その四つの要因が金融政策とどう繋がっているかということであるが、総裁の著書にも、今後、カントリー・セントリック・アプローチ、グローバル・セントリック・アプローチいずれでいくのかが課題であると書かれている。私はこの先を知りたかったが、少なくとも日本経済だけで原材料の需給関係を考えられないということは間違いないと思う。根本は需給面で起きているコスト高であるが、日本からみると、外で発生したインフレであり、カントリー・セントリック・アプローチでは解決できない。今の四つの要因のうち、二つ目の鉱山とか精製設備、港湾設備といったインフラ面でのボトルネック、それから地政学的リスクは金融政策とは距離感がある。では、各国は金融政策をどのように運営しているかと言うと、中国、インド、インドネシア、豪州も国内物価が大きく上がってきてる諸国で、金融を引き締める方向に動いている。これは適切な対応であると思うが、日米欧では金融を引き締めると、今度は景気

を冷やしていくというジレンマに陥るところがあるって、なかなかそうはない。ただし、そのような状況において、例えば仮に日本の緩和的な金融環境が国際商品価格のプッシュアップの主たる要因の一つになっているようであれば、金融引締めによる対応の余地もあり得るであろう。そのところをどうみるかは、私の課題だと思っている。

西村副総裁

宜しいか。もう一点、私が強調したところで、皆様のご指摘に入っていないことは、エネルギーは再生産不可能資源であることである。再生産不可能資源を持っている人達は、当然、自分達の将来に亘る収益というか、自分達の国の生涯利得を最大化する。それを考えないと、今の状況は理解できないと思う。例えば供給面でボトルネックがあるという話であるが、彼らにしてみればボトルネックがあった方が得であるケースもある。従つて、かなり戦略的にやっているところもある。つまり、環境問題と噛み合わせながら、自分達のノン・リニューアブル・リソースの価値を将来に亘って最大化するという行動を取っている。そういうことから考えると、現在の状況は、再生産不可能資源であるエネルギーとか鉄鉱石といった埋蔵資源の影響が非常に大きい。穀物価格の高騰はそちらから派生していると考えることが正確である。なぜ米が上がったのかはなかなか難しいが、米以外のものは大体そういう形で説明できる。とうもろこしの価格高騰にしても、全部エネルギーからきている。そう考えると、実需と投機は結果的に同じになってしまふところがある。投機もシナリオがもっともらしくなければ絶対に成立しないが、もっともらしいシナリオは実需から現われている。それは、再生産不可能資源であるという特殊な性質によって現われている、と思う。それから、亀崎委員からおっしゃったことは重要なことだが、難しいことでもある。国際協調ができるか、つまり皆が国際協調ゲームをちゃんとできるかという難しい問題がある。個々の国は、当然、国益を考えて動くから、その中で最終的には自分達の行動が他の国に対して外部効果をもたらすことを見て、自分達の行動をコントロールするような

国際的なシステムをどう作っていくか、そして、それをどう担保するか、という問題に帰着すると思う。これは極めて難しい問題で、今後考えていかなければならぬ問題だと思っている。

野田委員

今までそういう機運がなかなか盛り上がらなかつたが、さすがにここまでくると動き出す可能性はある。サミットなどでも当然…。

西村副総裁

この国際協調は、金融政策の国際協調だけではなくて、金融政策と財政政策の協調も絡んでくるので極めて難しい。

須田委員

金融政策の協調について。私はスキルド・レーバーも含めた資源制約に見合った形で成長が制約されるべきであり、新興国——特にエネルギー効率の悪い新興国——がインフレに見合った形で金融引き締めを行うことは望ましいことであると思っている。それぞれの国がそれぞれのインフレ期待にしっかりと対峙しながら政策を行うということが大事で、それが結果的に世界の資源制約に見合った需要に落ち着いていくことに繋がると考えている。私は政策協調という言葉はあまり好きではない。勿論、協調と言っても、資源がどう使われているかについて対話するといった協調は大いに賛成であるが、政策協調となると…。まずは各国が自分達の政策をしっかりとやるべきである。

水野委員

認識の共有という意味の協調は良いということである。

野田委員

同じことをやることが協調ではない。

水野委員

私もそう理解している。広い意味での認識共有である。

中村委員

環境問題もその対象であろうが、認識の共有はなかなか困難である。

白川議長

もし金融政策の関係の議論があったら、後の政策の議論の場でまた続きをやるとして、あと一点だけ。私自身、物価について、皆様と同じようにアップサイドを強調した言い方をしているが、一方で、冷静にダウンサイドも考えておく必要があると思っている。現実の商品市況の動きをみると、アップサイドが大きいが、一方、企業のコストを考えると、賃金コストが圧倒的に多くを占める訳である。物価が上がっていく世界が必ずしも賃金が上がっていく世界とイコールではないが、賃金がある程度上がっていくという感じが出ない限りは、物価は上がっていないかと思う。我々自身、雇用面での需給について、それ程強気な見方にある訳ではない。先程、限界的な労働需給の話が亀崎委員からあった。足許はそういうことなのだろうが、向こう2年、3年を展望した場合に、それが本当に変わっていくのだろうか。それから、今、ここで議論した商品市況は、物価を考える時には、最終的にどこかで繋がっていないとおかしい。ユニット・プロフィット、ユニット・レーバー・コストに分解してみた場合に、我々自身はどういう世界を想定しているのだろうか。あまり自分の頭の中でも整合的ではないと感じているのだが…。

水野委員

それは、多分、セカンド・ラウンド・エフェクトのことだと思う。先進国で労働需給が本当に逼迫していて、賃金が原材料価格の上昇に合わせて上がるかもしれないのは、多分ドイツ位である。国際商品市況が高止まり

する可能性が比較的高いと展望レポートで言っているが、これには企業業績が非常に厳しいというインプリケーションがあると思う。従って、賃金がなかなか簡単に上がりにくい。すると、我々はトーンダウンさせたとおり、生産・所得・支出のメカニズムがなかなか働きにくい状況が暫く続くのではないか。これが一つの考えられるシナリオと、個人的には考えている。

野田委員

水野委員のおっしゃるように、今の物価上昇がそのまま賃金の上昇に結び付くという構図はなかなか想定しにくい。やはりユニット・プロフィット重視をさらに強めてくると考えるのが、多分正しい、自然なのだろう。然は然りながら、今のところ消費者も企業経営者もインフレを認識しているが、インフレ期待まではいっていない。万一インフレ期待に転化していくとなかなかそうも言っていられない状況が出てきて、やはりなにがしかそういうルート、波及経路ができるリスクはみておく必要がある。

水野委員

私はよく財務省の方に言っているが、企業業績が良かったから、ここ数年間、法人税収が非常に伸びた訳である。今後、逆のことが循環的に起きてくるので、本当に歳出抑制をしていかないとまた財政赤字、債務残高が増えてしまう。政治家の方にとって頭の痛い問題であると思うが、財政状況の悪化は、今のままいくと、非常に深刻化する感じがする。人口の高齢化、グローバリゼーションにおける資源価格の上昇、そこで選挙という組み合わせになると、財政のディシプリンが機能しなくなる可能性がある。債券市場はまだ織り込んでいないと思うが、これが明確化すると、長期金利の位置が変わってくるのではないかと思う。

須田委員

宜しいか。物価上昇と賃金の関係について、昨日、門間調査統計局長に

訊ねたら、特段の動きはないと言われた。しかし、年金とか公務員の賃金は、インフレ率を基本に考えるしかない。だから、物価が上昇すると、公務員の賃金も引き上げられる可能性があり、さらに民間企業では公務員準拠の賃金体系との先が結構ある。現在は、地方公務員の賃金の弱さが地方全体の賃金の弱さにも関わっている訳で、物価上昇率がある程度高まれば賃金も上がるのではないか。つまり、企業はプロフィットさえ上がれば良く、実質賃金は大きく下回っても良いという議論が続けられるかと言えば、それはないのではないかと思っている。物価上昇率が低い間は、インフレと賃金の関係は然程みられないかもしれないが、長い目でみればあるだろうと思っている。

白川議長

それでは、ここで 10 分コーヒーブレイクを取って、再開は 10 時 40 分でお願いする。

(10 時 29 分中断、10 時 40 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に入りたいと思う。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。それでは、先程の順番でお願いする。須田委員、お願いする。

須田委員

先程クレジット市場や短期金融市场の緊張はまだ解けていないと指摘したが、その背景には証券化商品の再評価やバランスシート、資本不足問題に解決の目途がたっていないことがある。足許、投資家のリスク許容度や証券会社のマーケットメイク機能が大きく低下する中、インフレ・リス

クへの意識の高まりとそれに対する政策当局の行動が見通しにくいこと也有って、債券市場に不安定な動きが見受けられる。長期先物の値幅、出来高比率は上昇し、長期金利は振れの大きな展開が続いている。短期金融市場でも証券会社の在庫負担の重さが意識され、G C レポ・レートが神経質な展開となっているほか、外銀、外証に対する邦銀の慎重な放資姿勢を背景として、ユーロ円レートも強含んで推移している。

モノラインの格付け問題がまた表面化するなど、これからもまだ市場の動きや公表データを巡って楽観、悲観が繰り返される可能性があり、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性が払拭された訳ではない。このような状況のもとでは、標準シナリオについての確信度合いが十分とは言えず、次回会合までの金融政策は、前回同様、現状維持が適当だと思う。今後ともリスク要因を点検しながら、日本経済が中長期的な物価安定の理解に照らして、物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る蓋然性が高いかどうかを確認し、それに応じて適切な政策判断をしていきたいと思う。

日銀の金融調節による市場安定化が海外市場にも好影響を与えている可能性もあるが、それを意識し過ぎることなく、金融市場の安定と機能回復とを睨みながら、調節を機動的に行って頂きたいと思っている。

以下、一次產品価格上昇によるインフレへの関心が高まっているもとの金融政策運営について、意見を述べておきたいと思う。この場合に、金融政策をどのように動かすかということについての考え方は、それが需要要因によるのか供給要因によるのか、インフレ予想がどう動くかなどに依存し、場合によっては緩和方向が望ましいことがあることを白川総裁は先頃のスピーチで示された。私も同様の指摘を前回の金融経済懇談会で行ったが、今回の白川総裁の発言について、利下げの可能性に言及したところを大きく報道しているのを見聞きするにつけ、一般論として金融政策は物価と景気の両睨みという姿勢をもっと強く出しておく必要があるのではないかと思う。

また、物価についても、足許の数字が中長期的な物価安定の範囲内に入っているかどうかで必ずしも評価する訳ではないことも分かってもら

う必要がある。今後、足許のインフレ率は+1%半ばを超える可能性がある。場合によっては+2%を超えても、より長い目でみた物価安定のもとでの持続的成長実現のためには、金利を据え置く方が望ましいという可能性も排除できない。そのような場合に、市場の信認を失わないような一貫した言い振りを現時点でもしておく必要があると思っている。

展望レポートのタイムスパンのインフレ見通しの数字は、私の物価安定の理解を超えており、今のエネルギー・食料品価格の上昇は、それ自身の上昇スピードが速過ぎるうえ、ラグを伴う価格上昇も含まれていると考えているので、より長い目でみれば私の物価安定の理解の中に入ってくるだろうと想定している。このため、私は展望レポートに賛成した。足許のインフレそのものではなく、中長期的にそれがどのようなパスを辿ると想定するかという点が大事ということになる。少なくとも、足許で物価安定の理解の範囲内にあるからといって、景気に重心を置き過ぎたコミュニケーションは望ましくないと思っている。

最後に、先月公表した展望レポートに対する評価について、二点指摘しておきたいと思う。まず、今回の展望レポートの金融政策運営の変更については、利上げバイアスから中立スタンスに転換したというのが一般的な捉え方のようである。マスコミの一部には、利上げ封印といったキャッチーな見出しを使う先や、水野委員が前回仰っていたように、生産・所得・支出の循環メカニズムが崩れ去ったのかと聞いてくる先も見受けられたが、B O J ウォッチャーの多くは概ね冷静に受止めているようである。ただ、タカ派色がなくなったとのコメントをよく耳にしたが、それがかなりの期間、現在の金利が維持されるといった偏った見方を根付かせることのないように、市場の受止め方をしっかりとフォローし、それに対応した情報発信をしていく必要があると思っている。そうしないと、いざ機動的な対応が望ましいとなった時に、大きな市場の混乱を引き起こしかねない。

次に、今回新しい試みとして導入したリスク・バランス・チャートについて、今のところ評価は上々のようである。これまでの展望レポートでは、リスク・バランスが定量的に示されていなかったため、仮にダウンサイ

ド・リスクが高まったとしても、標準シナリオが維持されているもとでは、ボードメンバーの標準シナリオに対する確信度合いがどの程度低下したのか、市場参加者が把握するのは困難であった。それが今回導入されたリスク・バランス・チャートによって、不確実性がどちらの方向にどの程度増えたのか、あるいは減ったのか、掴むことができるようになった訳で、市場とのコミュニケーションの向上に繋がると一様に好感されている。ただし、このリスク・バランス・チャートが日銀と市場参加者との間のコミュニケーション上の一つのツールとして定着していくかどうかは、これから運用に掛かっている面も少なくない。すなわち、メンバーのコンセンサスを得ながら作成するB O Eのファンチャートとは違って、我々のリスク・バランス・チャートは単なる集計値を表したに過ぎないので、集計値の分布が今回のように綺麗な山になるとは限らない。そうなった場合、却って市場とのコミュニケーションを複雑化させはしないかと懸念される。また、O I Sのように、確率と政策変更を直接結び付けて議論されるリスクもあるように思われる。コミュニケーションのツールとして一旦公表を開始したからには、何か問題が判明したからといって、簡単に公表を取り止める訳にもいかないであろう。ブラインダー元F R B理事ほかのワーキングペーパーでも指摘されているとおり、中銀のコミュニケーション・ポリシーはどこも発展途上であり、未だに何がベスト・プラクティスかコンセンサスなどない。それぞれの国の制度や市場の慣習、市場参加者の特性に合ったコミュニケーション方法があるはずで、我々も他の中銀と同様、市場の声に耳を傾けながら、改善すべき点は肅々と改善していくべき良いと思っている。以上である。

白川議長

野田委員、お願ひする。

野田委員

前半のパートでは、前回会合で議論、決定した経済・物価情勢の展望に

おける先行きの見通しに修正を迫るような想定外の経済指標や情報は見出しえない旨を述べた。金融経済情勢に大きな変化がみられない中にあっては、引き続き極めて低い金利水準により、我が国経済の成長を支えていくことが適当であり、次回会合までの金融市場調節方針について、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したいと思う。

ところで、展望レポートで初めて公表したリスク・バランス・チャートに対する市場の反応について、ここでみてみたいと思う。私は、前回の決定会合の席上で、展望レポートにおけるリスク・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、市場参加者がリスク・バランス・チャートをどう受止めるか、また消化できるか、その反応に注目したい、と申した。展望レポート公表後のマスコミやエコノミストの反応をみると、「分かりやすくなった」、「気の利いたチャートが添付されていると思った」、「定量的なリスク・バランスが示され、展望レポートは大幅に改善している」等、好評価が少なからずみられた。ただ、リスク・バランス・チャートそのものを掲載した報道記事は必ずしも多くなかったと思う。マスコミ等に聴取したところ、初めてみる図表であることもあり、どのように取り扱って良いのか分からなかったり、一般読者にみせるにはどうかとためらったりした先も多かったようである。リスク・バランス・チャートは、標準的な見通しや上下両方向のリスク要因に係る我々の見方を市場に定量的かつ視覚的に伝える有用なコミュニケーション・ツールであるため、まずは対外的発言またはマスコミ等と接する機会等を利用して、先般、白川総裁が日本記者クラブでの講演でご紹介されたように、丁寧に説明し続けていくことが重要だと思う。

今後の論点は、先程の須田委員のご発言にもあったが、一つに次の展望レポートあるいは中間見通しの際に、リスク・バランス・チャートを継続的に掲載するのかどうか、二つに継続的に掲載する場合におけるリスク・バランス・チャートの見せ方の工夫である。前者については、是非、リスク・バランス・チャートを継続的に公表して欲しいとの要望が多く聞かれ

た。後者のリスク・バランス・チャートの見せ方の工夫を考える際に参考となるのが、海外中銀の対応である。F R Bは昨年11月から3か月ごとに、先行き3年間の経済・物価に関するF O M C参加者の標準的な見通しについて分散を示す図を公表している。重要な点は、その図において前回見通しの分布を点線、今回見通しの分布を実線で示し、要は前回と今回の見通しの分布を比較できるように工夫していることである。マスコミからも、リスク・バランス・チャートを継続的に示す中で、前回と今回のチャートを一目で比較できるようになれば有難い、との意見が聞かれた。市場とのコミュニケーションを考える際のポイントは、透明性、アカウンタビリティ、予測可能性等であるが、リスク・バランス・チャートにおける前回と今回の見通しの比較はこれらの点を一層高めると思う。

なお、蛇足的に申し上げれば、マスコミから委員ごとのリスク・バランス・チャートを公表して欲しいとの要望も聞かれた。4月にブラインダー元F R B理事等が中央銀行のコミュニケーションと金融政策に関する全米経済研究所のワーキングペーパーを公表したが、その中で、「合議的な委員会の場合、メンバーの見解の多様性は、それが公になると、明瞭さと世間の理解が損なわれる可能性がある。このため、コミュニケーションは、主に委員会全体の見解を伝えるべきである」との見解が示されている。私も基本的には同意見である。リスク・バランス・チャートについても、個々の委員のチャートまで示すと、先程、須田委員も示されていたように、却つて分かりづらい、あるいは弊害が大きいと感じる。

以上、リスク・バランス・チャートについて幾つかの論点をお示ししたが、次回の中間見通しまでには、これらの論点も含めて議論を整理し、市場とのコミュニケーションを一段と充実させていきたいと考えている次第である。私からは以上である。

白川議長

水野委員、お願いする。

水野委員

発言する予定はなかったのだが、展望レポートの話が出たので一言言うと、総じて市場参加者の評判は宜しいかというのが印象である。白川議長が総裁になられて、マーケット的に中間レビューをやっている最中だと思うが、よく聞かれるのがかつてのような抽象的、感覚的な言い回しではなく、趣旨が明瞭であるとか、人間的な真摯さがにじみ出ているとか、比較的良いということでソーサー・ファー・ソーサー・グッドということだと思う。今後展望レポートをどうするのかは、また別途議論したいと思う。

さて本題に移るが、原油価格について、昨年末から急騰し、足許ではW T I 期近物は1バレル=127ドル台まで上昇している。コモディティ価格の上昇は、資源・穀物輸入国のインフレ圧力を高めると同時に、交易条件の悪化を通じた企業収益の悪化、個人消費の下押しなどを通じ、景気に明らかな逆風になる。実際、アジアの4月の消費者物価の前年同月比上昇率をみると、中国は+8.5%、タイは+6.2%、韓国は+4.1%、フィリピンは+8.3%、ベトナムは+21.4%まで上昇している。また、中東の湾岸協力会議——G C C ——諸国は、巨額な原油収入の流入で経済は活況を呈しているが、同時にドル安とインフレ圧力上昇に悩まされている。食料不足は保護主義色の強まり、社会不安など、政治的、地政学的リスクの上昇などに発展する懸念がある。

今回の資源・穀物価格の高騰は、年金マネーの流入や投機的な動きといった側面もあるが、実需の強さと供給制約が主因と考えている。穀物、資源に対する実需の強さにはF e d の大幅な金融緩和策も影響しているとみられる。米銀の融資態度が厳しいため、F e d の大幅な金融緩和の米国経済に対する刺激効果は今のところ限定的なものにとどまっている一方、まず一番目として、総じてみれば世界全体の株価下支えとなり資産効果を生じさせているほか、二番目として、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——湾岸産油国や東アジア諸国の一一部——に金融緩和圧力をもたらしている。いわゆるデカップリング論は言い過ぎであるが、2008年に入ってからも新興成長国の景気は堅調に推移し

ている。

先行きについてみると、資源・穀物価格の上昇圧力はなかなか鈍化しないと予想される。IMFの幹部は、最近、インフレが長年に亘る沈静期を経て経済安定への脅威として再出現しているとの見解を示したうえで、「今回のインフレ高進は、経済の安定にとって重大な問題に発展する恐れがあり、真剣に取り組むべきである。1970年代のような高い物価上昇率とインフレ期待が復活する可能性は排除できない。インフレの主因は国際商品価格の高騰であるが、低い政策金利とドル安も影響している。」と指摘している。それに対して、米国政府は、最近、ドル相場の下落が原油価格高騰の主因であるという見解を否定している感じである。

こうした中で中央銀行の対応をみると、インフレ圧力が強い中、経済成長率が相対的に高い新興成長国は政策金利あるいは預金準備率の引き上げを実施している一方、先進国はインフレ圧力上昇に懸念を示しつつも、世界的な景気減速懸念に配慮する姿勢を続けてきた。ただ、インフレ圧力が増大し続ける中、先行きは金融政策運営のウエイトを景気減速への配慮からインフレ圧力上昇への警戒へと徐々にシフトする中央銀行が増えてくる可能性もある。

その中で、資源、穀物の輸入依存度の高い我が国であるが、金融政策面での処方箋がより難しいと思われる。我が国の3月のコア消費者物価は、食品価格上昇の影響がじわじわと広がり、前年同月比+1.2%と+1%を超えた。5月以降のコアCPIであるが、4月から実施された政府の小麦壳渡価格の3割引き上げやその他食料品価格の上昇、原油価格の上昇や揮発油税の暫定税率復活などの影響から、1%台半ばに向けて上昇する可能性が高いとみられる。また、仮に原油相場が1バレル=120ドル台で推移すると、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可能性も考えられる。

こうした中、今後の金融政策面を考えていくうえで私がポイントと考え

ることは、雇用者所得、すなわち賃金と雇用の動向である。名目賃金は、毎月勤労統計によれば1～3月期が前年同月比+1.6%と、このところ堅調に推移している。この間、雇用者数は、労働力調査でみると1～3月期が前年同期比横這いと、昨年10～12月期の同+0.9%から鈍化している。一方、毎月勤労統計ベースでみると、1～3月期は同+1.9%と増加傾向を続けている。毎月勤労統計に比べ、労働力調査は比較的規模の小さい企業をカバーしているため、大企業、中堅企業では雇用者所得の増加が続く一方、中小・零細企業では雇用者数は減少傾向、賃金も低下傾向にあると推察される。経済全体としてみれば、労働需給はタイトで、金融機関の貸出態度も緩和的であるが、中小・零細企業については状況が異なる可能性がある。

日本銀行は4月の金融経済月報で、生産・所得・支出の好循環メカニズムが弱まっており、景気は減速していることを認めている。もっとも、私なりに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、極く緩やかに家計部門に波及するというメカニズムがボトムラインにあり、そのメカニズムが崩れたとまでは判断していない。

インフレ率の上昇が実質所得の下押しに働くことにより及ぼされる経済への悪影響が懸念されているが、私が考えている経済を支えるメカニズムが底流にあれば、2008年度、2009年度という2年間は、持続的な成長軌道を辿る可能性は高いと思う。なお、家計のインフレ期待の高まりは、企業部門が消費者に価格転嫁しやすい環境を整えている。また、統計上の問題があるとはいえ、家計調査など需要サイドの個人消費関連指標は想定以上に底堅い状況である。

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ようであるが、個人的には、むしろ新興成長国の景気、物価の先行きを懸念している。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抑制できるのか、あるいは、金融引締めによって景気のオーバーキルを発生させる結果、今年度下期から来年度に掛けて、我が国の輸出を想定以上に減速させるのか、という点である。

当面の金融市場調節方針は、現状維持で宜しいかと思う。最後に、追加的な問題として、最近話題になっている輪番オペの使い勝手について、市場からの声もみながらコメントしたいと思う。本行の長期国債買い切りオペ——いわゆる輪番オペ——であるが、あくまでも他の金融調節手段と同様、流動性供給策としている。また、一定のルールに基づいており、非常に透明性の高い手段だと思う。もっとも、サブプライムローン問題の発生後、欧米主要国の中銀は、従来活用していない手法を含めて、流動性供給策の工夫や強化を行っている。また、欧米金融機関、欧米金融市场は、現在、小康状態を保っているが、まだまだ不安定な状況を脱した訳ではない。金融市场が混乱するとした場合、我が国の場合はクレジット市場が非常に小さいので、国債市場の動搖を通じたものになる蓋然性が高いと思われる。そのため、日本銀行としても、金融政策運営上、国債イールド・カーブに適切に働きかけるためには、輪番オペの使い勝手を良くするために対応策を検討していくことは意味があるのではないか、と個人的には考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願ひする。

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、前回会合展望レポートでの評価を変更する必要はない。国際金融市场が若干落ち着きを取り戻したとはいえ、短期金融市场での緊張に大きな改善はみられない。海外実物経済、特に米国においては、住宅着工等に底入れのほのかな兆しがみえるが、その信憑性には疑問がある。さらに消費センチメントの急落、将来に対する悲観度の上昇から下方リスクと不確実性がさらに高まった状況である。他方、新興国需要をはやす原油市況から、世界規模でインフレ期待が上昇していく懸念もある。不確実性が高い状況が続いていることを勘案すれば、次回までの金融政策運営方針は現状維持

が望ましいと考えている。

金融政策運営の第一の柱として、先行き 2009 年度までの前回会合展望レポートでの蓋然性の高い見通しをこの 2 週間あまりの経済データから見直してみたいと思う。米国経済は若干のフィスカル・ステイミュラスで年央には持ち直すものの、潜在成長率程度のかなり低位な成長がそのまま続くというリスクシナリオの蓋然性が従来よりも大きくなつたように思う。いわゆる傾いたW型のシナリオである。しかし、新興国需要の強さが予想比長く続く可能性もあり、この両者が相殺し合うシナリオでもある。このリスクシナリオは、数量面では米国経済の回復に基づくメインシナリオに似ているが、価格面では大きな違いが出てくる。つまり、既に金融経済情勢の討議で述べたように、新興国経済が比較的高い成長を維持できるという見方のもとでは、将来のエネルギー需要増加をはやすエネルギー価格の高騰から、世界的なインフレ圧力が高まる状況にある。穀物価格も、エネルギー関連への転作の影響から高止まりする可能性を否定できない。この場合は、交易条件の悪化から購買力が新興資源国に移転し、そのため国内需要が減退するとともに、原材料・エネルギー価格の上昇が消費者物価への強い上昇圧力となる。新興資源国への輸出が新たな外需の牽引となっている日本では、そうでない他国に比べて軽度とは考えられるものの、今後リスクシナリオとしてstagflation的な状況となることは十分に考えられる。このリスクシナリオが顕現化した場合には、エネルギーや穀物の価格上昇が恒久的なレベルの変化なのかどうか見極める必要がある。恒久的なレベルの変化ならば、エネルギーや穀物とその他財、サービスとの価格の相対的な価値の変化——正確には希少性の変化——が価格に上方圧力として現われ、資源配分が適切に変化するように価格が変化するのが望ましいと言える。ただし注意すべきは、こうした第1ラウンドの調整がインフレ期待に大きな影響を与える、第2ラウンド、第3ラウンドのインフレ・スパイラルを起こさないように対処することである。さらに、エネルギー・穀物価格とその他財、サービスの相対価格の変化は、エネルギー、穀物以外の財、サービスへの投資収益率を低下させるので、この点

も考慮に入れる必要がある。

最後に、金融政策運営の第二の柱と関連して、不動産価格の現状について補足したいと思う。首都圏の中古マンションの品質調整済価格月次指数は、2007年末を天井に、2008年1月から3月に掛けてピーク比4~5%低下した後、4月は大体横這い圏にある。関西圏はノイズが大きく、目立った動きを取り出しづらいが、首都圏と同じく2004年以降の上昇局面から、足許は横這いから若干の下落傾向がみられる。品質調整済賃料指数も、価格指数にラグを伴いながら、直近4月は横這いから下落の下方傾向が出てきている。商業用不動産市場や新築マンション市場ではかなりの量の調整がみられるが、市場のバロメーターとなる中古マンション市場では価格の調整が限定的に出てきているが、大きく崩れるような状況ではない。同時に、利子率の低位安定とセンチメント調査でのインフレ上昇率予想の若干の上振れにもかかわらず、需要が大きく生じる気配もない。今は、いずれの方向にも動意がみられない状況となっている。従って、今後の推移を慎重に見守るのが望ましい態度だと考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いする。

中村委員

世界経済の先行きについては、前半部分でも述べたように下振れリスクが高いものの、展望レポートで示した海外経済は減速するが新興国を中心に成長を続ける、という見通しで良いと思う。すなわち、米国経済は停滞しており、その回復時期については不確実性が高いものの、新興国や資源国の経済成長は相当程度維持され、全体としては緩やかな減速にとどまり、年後半以降から減速局面を脱していく蓋然性が高いように考えられる。世界の物価動向をみると、エネルギー、原材料、食料品の価格高騰を背景に、総合ベースの消費者物価の前年比上昇率は高水準で推移しており、世界経済へのネガティブな影響が危惧される。前回会合以降、原油価格は、地政

学的リスクが高まったことや需要増等を背景に、1バレル当たり10ドル強上昇しており、物価に対する上振れリスクがさらに高まっている。

先日公表された国際エネルギー機関——IEA——の世界石油需要見通しでは、前月の見通しが幾分下方修正されたが、中国をはじめとするエマージング諸国の需要増大を背景に、前年比+1.2%で需要が増加することを見込んでおり、当面、石油価格は強含みで推移すると考えられる。因みに、中国の今年1~4月の原油の輸入量は、対前年同期比で+9.2%増となっている。こうした中、4月30日に米FOMCが声明文においてインフレ警戒姿勢の継続を表明したほか、一部のエマージング諸国では食料品価格等の上昇を受けて政策金利を引き上げるなど、各国当局は物価上昇圧力に対する警戒感を強めている。海外での物価動向の国内物価への波及についても、注意深く見守る必要がある。我が国経済は、前半部分で申し上げたように、足許の経済はエネルギーや原材料の価格が高水準で推移する中、減速しているが、緩和的な金融環境のもとで在庫や設備に過剰感がみられないことから、大幅な調整局面入りする可能性は低いと考えられる。

世界経済が新興国を中心に拡大を続けるもとで、我が国の輸出は引き続き緩やかな拡大が期待できるので、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。しかし、不確実性が極めて高い米国をはじめとする海外経済や世界のインフレ圧力の動向は、我が国の経済にとって大きなリスク要因と言える。また、足許の国際金融資本市場における神経質な地合いを勘案すると、3月中旬のような金融システムの動搖などから急激に情勢が悪化する可能性も依然として低くないようと思われる。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、引き続き緩和的な金融環境を維持し、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と思う。先行きについて、市場の一部では政策金利の引き下げから一転して引き上げを見込む向きもあるようであるが、予め特定の方向性を持つことなく、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資するために、経済・物価情勢に応じて機動的な金融政策を運営していくことが肝要だと思う。私からは以上で

ある。

白川議長

亀崎委員、お願ひする。

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る。我が国の景気は減速しており、当面は減速を続けるとみられる。また、海外経済や米欧金融市場の状況などによっては、ダウンサイド・リスクが高まる蓋然性も、引き続き意識していかざるを得ないと思われる。

一方では、新興国の強いエネルギー・食料品需要、地政学的リスク、投資資金の流入等を背景に国際商品市況高が続いている、世界的にインフレ圧力は増大している。こうした状況下、消費に占める食料品の割合が高い新興国では、物価上昇が特に顕著となっている。このうちインドネシア、中国などでは、経済成長率が良好な水準にあることもあって、政策金利や預金準備率を引き上げることによりインフレ抑制に動いている。米欧でも、中央銀行がインフレ警戒感を高めている。こうしたもので、日本の物価上昇も根強さを増しており、今後の動向には目を凝らしていく必要があると思う。展望レポートでは、現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではないという見解を示しているが、市場も、その後の記者会見や総裁講演もこなしながら、こうした見方を違和感なく受入れているように思う。こうした市場の見方も参考にしつつ、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、先々を見据えながら判断していきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは私から。調節方針に関しては、皆様、現状維持ということで、私自身も現状維持である。その背後にある考え方も大きな違いはなかったように思う。第一に、我が国の景気はエネルギー・原材料価格高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訳である。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・リスクは引き続き大きいということである。一方、物価面では国際商品市況の高騰が続き、価格転嫁も徐々に進んできており、家計のインフレ予想や企業の価格設定行動などを含めて今後の動きを注意深くみていく必要があるという判断であったと思う。こうした判断のもとで、委員方の一致した見解は、情勢をさらに見極めることが適当であり、次回の会合までの調節方針は現状維持が適当であるということであった。金融政策運営の基本的な考え方は、展望レポートで示したとおり、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、それに応じて適切な政策を機動的に行うことで良いと思う。

議論をこのように纏めたうえで、若干の点について、私自身の意見を述べ、あるいは議論したいと思う。ほんどの方から、展望レポート後の金融政策に関する情報発信の受止め方、それから在り方について議論があった。様々な難しい課題はあるが、私自身、今、情報発信上一番難しいと思っているのは、エネルギー・原材料価格高の影響から物価上昇率が少しずつ上がってきているし、今後上がっていくと予想される状況のもとで、どのような情報発信をしていくのかということである。出発点がエネルギー・原材料価格高であるから、これは相対価格の変化に起因する物価上昇率の変化であるが、これに対して、金融政策がどう対応するかということである。思い起こしてみれば、方向は逆であるが 2000 年頃からずっとデフレについて議論していたのは正にこのことである。あの時には、中国から安値の輸入品が入ってくるので、物価上昇率が表面でみると下がってくる。そういう中で物価の下落をどういう性格のものと認識し、金融政策上どう対応するかということで、当時も情報発信上非常に難しい問題に直面した

が、今回その逆の方向でまた難しさに直面しつつあると感じる。金融政策の運営ということからいくと、日銀法上の規定というか、大よそ中央銀行が金融政策を行っていくうえでの基本理念である「物価安定のもとで持続的な経済成長を実現していく」という観点から金融政策をやっているということに誰しも異論はない。それを各論においてどう説明をしていくのかは、なかなか難しい課題だと思う。まず教科書的な整理をして、そのうえで多少実践的な話をしてみたいと思う。

多くの方が言っているように、現在の物価上昇は需要ショックの側面と供給ショックの側面と両方ある訳である。仮に、現在の原油価格、エネルギー価格等の上昇が純粹に一時的な供給ショックであるとすれば、その場合には二次的な物価上昇、つまり期待インフレに繋がって、それが物価にはねてくることがない限り、金融政策上対応することは適切ではないというのが、多分、教科書の答えなのだと思う。純粹に一時的な供給ショックというケースである場合には良いだろうが、今起きている国際商品市況の状況は何年も続いているので、まず一時的という前提条件は満たされていない。それから供給ショックだけではなく、需要の増加があることも多くの人が言っている訳である。そうなると、現在起きている国際商品市況高騰の性格なり、あるいは持続性を分析したうえで先行きの経済・物価への影響を検証していくことになる。私自身は、具体的に分けると三つ位にポイントが分けられるかという感じがしている。

一つは、所得流出による内需減少と、他方で、海外の交易条件の改善した国への輸出増加、あるいは海外で景気が拡大しているもとの輸出増加の両方を勘案したうえで、経済活動への影響——これはマイナスとプラスと両方ある——がどう出ているのか、という見極めである。二つ目は、経済全体の需給バランスが物価面に及ぼす影響をチェックする必要があることである。三つ目は、予想インフレ率であるが、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動がどのように変化するかという第二次、第三次の影響だと思う。分析の対象としてはこういうことで、実際にこれらの点検を毎回毎回の決定会合あるいは展望レポートで行っていくことなの

だと思う。そこで、私自身が記者会見や講演などで実践的な問題として難しいと発言しているのは、以上言ったようなことを全て念頭に置いたうえで、どの物価指数で物価情勢や金融政策を語るべきかということである。これも何年も決定会合の場で議論してきたテーマであるが、商品市況の上昇が改めて際立つくると、この問題がシャープに出てくる気がしている。

私の感じでいくと、米国式のコア——つまり、除く食料品とエネルギー——は日本の現在の文脈では不適当だという感じがする。現実に、継続的に商品市況は上がっているので、コアとヘッドラインの上昇率には大きな乖離があるが、結局はコアがヘッドラインに追いついていっている訳なので、そういう意味では、今のような情勢で米国式のコアで語ることは適切ではないと思う。それでは、どうすれば良いかということである。今まで物価が下落する過程では、消費者物価指数——除く生鮮食品——で我々は議論してきたが、その時には、相対価格と一般物価水準を混同しているという批判が随分寄せられた。そういう批判に立つと、中国からの輸入品の物価が下がっても、それを相殺するように他の財、サービスの価格が上がるよう金融政策を運営すれば良いという議論が当時展開された。もし、その議論を今全く同じように展開するとすれば、石油製品価格が上がってりが、他の商品の値段が下がるように金融政策を運営すれば全体の物価は安定するという議論になるが、この議論は先程の持続的な経済成長を考えると適切でない。相対価格のショックによって、物価水準が下がる時も上がる時も、表面的な物価の安定だけではいけない。最終的には何らかの判断をしたうえで持続的な経済成長に資するかどうかという観点で、物価情勢を見る必要がある。我々はずっとそう考えてきたし、現在もそう言つてはいる。そうは言つても、毎月、物価の数字が出てくる。その度にコメントが出されて、その都度、金融政策についても説明していく必要がある。私自身、多少ミックスドな気持ちを持っているのは、食料品とエネルギーを除くのは明らかに不適当であるとずっと言いつつ、現実に食料品、エネルギーの値段がずっと上がる訳ではない。ピークを迎える局面では、表面ベースの物価上昇率は下がつくる。しかし、私自身が基調的な物価とし

てみているものは、少しずつ上がってくる。そういう時に説明がクロスしてしまう現象になる。それではどうやるのかということで、単独の数字がある訳ではないが、Fedのようにずっとコアを使っていくのも勿論一つのやり方であろうし、逆にECBやBOEのようにコアを使わなくて基本的にヘッドラインでずっといくというのも一つのやり方である。両極端ではいけない中で誤解なく情報発信していくという解がない話をしているが、それをきちんとやっていく必要があることを改めて感じている。

せっかくインフレの文脈で相対価格の変化が議論されており、これは今後の政策を考えていくうえでも重要な論点である。デフレ局面での相対価格の議論についても、今はもう少しフェアな議論ができる局面に入っていると思う。そういう意味で、我々はインフレであっても、デフレであっても同じように持続的な物価安定のもとでの経済の持続的な成長を実現していくことを粘り強く説明することが大事だと思っている。

それから、リスク・バランス・チャートについて、何人かの方から言及があった。実践的な課題としては、次の7月の中間レビューの時にどうするか。つまり、このチャートを発表するかどうか、それから発表するとすれば、何か改善点があるかどうかということである。勿論、今日この場で議論して決定することではないが、先々を考えて、先程のご意見を言われた方以外にも、もしご感想があれば併せて聞かせて頂ければ幸いである。以上である。

水野委員

7月と言われたか…。

白川議長

先程、野田委員から中間見直しの時に…。

水野委員

中間見通しだな。

白川議長

勿論 10月はあるが、7月の中間見通しでもどうするのか。

水野委員

年4回数字を出すという意味だな。

野田委員

4回出すかどうかという問題も論点である。あるいは、展望レポート時だけで良いか。次も出すのかどうかも、論点である。

白川議長

今日は勿論決定する場ではないし、今日は意見を表明せずにもう少しじっくり考えてから意見を述べる方も当然いらっしゃると思うから、別に皆様にそれを求めている訳ではない。折角出たので、敢えてこの場で言っておきたいという方がいらっしゃれば、その点も含めて。

須田委員

私は4回出すことについて、今のところ賛成しかねる。というのは、データがあまりにも振れるからである。7月に数字を変えたら 10月になって元に戻っているというようなことがあって、経済指標も速報の段階でもう少し確たる数字が出れば良いが、現実はそうなっていない。前回も言ったが、数字で語ると数字が走る。メカニズムと数字のギャップが広がり、数字は変わったがメカニズムは変わっていない、だけど評価は下振れだの上振れだのとやっているという問題が生じる。もう少し経済指標に信頼が得られなければ、クオータリーに数字を出していくことについて賛成しかねると思っている。

水野委員

まさに同じである。元々リスク・バランス・チャートを出す前から、数字はあくまでも参考であるとして出しているが、皆、その参考の数字しかみないでコメントすることが多い。記者なら多少許せるところがあるが、エコノミストの中でも背景説明を読まないで批判したりコメントしたりする人が多いので、私はいつも、きちんと背景説明を読んでからコメントして頂きたいと言っている。スピードに追われているせいもあるであろうが、数字と基本的見解しか読まない。もう少しじっくり読ませることをまずやって、それが定着してから次のステップにいくのが良いのではないかと考える。まだ1回目なので、さらにどうするかの前に、まず定着してから、外部を含めて皆の判断をヒアリングをしてからやった方が良いのではないかと思う。

白川議長

供給ショックへの金融政策の対応について、先程、須田委員からも考え方の整理があったが、他の委員からこの件に関して何かご意見はあるか。

須田委員

先程、白川議長がおっしゃった物価を何でみるかということについて、我々の基本は物価安定の理解でヘッドラインと決まっている。

白川議長

然り。

須田委員

そのうえで、一番ヘッドラインのトレンドに上手くフィットする物価は何かと考えた時に、我々が、今、使っているコアとあとは刈り込みが有効ということで、月々のヘッドラインの振れを均しながら金融政策を運営する際にはコアを重視してきた。ただ、今、G7諸国の物価上昇が持続的だ

と言った時に、他の国も色々なインフレ指標を持っているので、その色々な指標で測ったインフレの方向性が違ってくる可能性がある。従って、基本的には我々は色々な物価をみていくと言うしかない。自分達は最もトレンドにフィットする物価指標で一応みているが、他の物価指標はこうなっているという点もしっかり説明していくこと以外にないと感じている。

水野委員

私がまだ若くBOJウォッチングをやっていた頃、日銀の金融政策運営をみる時に大体みておけば良かったのは国内卸売物価だった。それで実際に決めたという証言もある。国内企業物価は、2008年度、下手をすると+4%台に乗ってくる可能性がある中で、我々はコアCPIあるいはCPI総合でみていくというイメージがあまり強く出過ぎると、これも問題かという感じがする。確かに川上のインフレ圧力が高まても川下は上がりにくいという構造変化は起きているし、期待インフレ率、その他色々とみなくてはいけないものがかつてに比べて増えたことはそのとおりであるが、わざわざ展望レポートは参考資料として物価指標の見通しを二つ出している。輸入物価に至っては契約通貨ベースも二桁で上昇している。これらの物価指標のアップサイド・リスクは看過できなくなっているので、それらについてもある程度みていると言った方が良いのではないか。変に煽るという意味ではないが、それがどういう影響を経済に与えるか、我々もみなくてはいけない。それがダウンサイドかアップサイドか、両方あると思う。この10年位、CPIにずっとフォーカスしているが故に、悪い物価上昇、良い物価上昇という話が2000年に出てきてしまった。もう少し幅広いものでみているというメッセージを出した方が良い、という気がする。

亀崎委員

リスク・バランス・チャートに関しては、見通しに関する文章とか計数を補うビジュアルな資料として良いのではないか、と私は最初思った。し

かし、今、野田委員からお話をあったように、市場参加者やマスコミ等からは多少のコメントはあったが、私が思った程反響がなかったというのが率直なところである。ただ、これは初めて導入した訳であって、これから説明していくにつれて定着していくものではないのか。マーケットとのコミュニケーション・ツールはなるべく多くあった方が良いし、これがあってはいけないというものでもない。そういうことで、私自身はあまり拘りはないが、7月、1月の中間レビューも含めて年4回も公表するだけの意義はあまり大きくないように思うので、半年毎の展望レポートの公表時にチャートを示していけば十分ではないかと考えている。

水野委員

それ程悲観することはない。皆、結構コメントしている。期待値が高かつたかもしれないが、比較的評判が良かったという感じがしている。過度に注目されるのではなく、あの程度だと思っていた。

中村委員

市場関係者のだな。

水野委員

市場からである。一般ジャーナリストやプレスでは、多分、理解はまだ進んでいない。従って、そういう意味ではもう一回10月に公表することに私は賛成である。企画局のヒアリングなどを聞いていても、プロの評判はよくなつた感じがする。

白川議長

先程の色々な物価指数をみていくところは、これは私も含めて多分全員一致していると思う。色々な指標を内部でみているし、色々な指標をみていくと対外的に言っていくことも大事だと思う。ただ、議論の構図として、どういうポジションに日本銀行がもっていかれるかみると、例えば、物

価上昇の原因として、需給と海外の商品市況、それから期待インフレを挙げている。今の上昇の主因は海外の市況高だという感じで、我々自身、説明している。そうすると、それを除いたベースでみるのが一番適當ではないかという意見が出て、いや我々はそうではなくて最終的には色々なものをみていると反論する。そういう意見に対して、いやそうではないと強い反論をしない限りは、結果として、除くエネルギーでみることが段々定着していくって、上がる局面では除くエネルギーでみて、下がる局面ではヘッドラインでみると非対称な議論になりやすい。この構図をどうブレイクするかという問題設定なのだと思う。多分、我々自身の見通しでも、この先暫く、除く生鮮の消費者物価が上がって、それから下がっていく。基調的には少し強くなっていくだろうという感じだと思うが、こういうクロスする局面で、先程申し上げたような構図になりやすい。この日本の議論の現状を考えた場合に、なかなか有効な情報発信の方法がないと思う。

野田委員

説明の仕方で、場合によっては非対称、もっと分かりやすく言えば、いいとこ取りの議論というそしりを免れない可能性はあるが、その時その時で状況が…。

白川議長

勿論違うな。

野田委員

物価上昇にしろ下落にしろ要因が違う訳で、その状況で最も将来のトレンドを示す指標としてどれを使えば良いかという説明をきちんとしていけば、必ずしも今言ったようないいとこ取りということにはならないし、またそういうことが必要だと思う。常にコアだけをみていくというのは誤った判断で、例えばFedなどはヘッドラインを去年から示すようになった。そういう柔軟性が必要である。柔軟性というとご都合主義にとら

れる惧れがあるが、逆にむしろそういう姿勢も必要だろうと私は思う。

須田委員

私が物価と景気の両睨みという姿勢が良いと先程言ったのは、まさにその議論も含んでいる。物価をみた時に、その時の所得がどうなっているかがポイント。だから、それらと一緒に合わせてみて金融政策をやっている訳であり、物価だけをみているのではない。ということで、色々な物価指標が示す動きを成長に読み替えてみていいかと思う。

白川議長

その点は全く同感である。私は反論している訳ではなく、自分自身がやや過去の議論に引き摺られているかもしれないが、どうも日本はいいところ取りの議論が目立つ。本当の意味のコア指標を見る妥当性、あるいは物価安定を通じて経済の持続的な成長を実現していくという金融政策の目的について、まだまだ十分な理解が得られていない議論が展開されがちで、それについつい目がいってしまうという感じである。おっしゃっている意味は、私は100%理解している。

西村副総裁

問題を整理すると、我々がみていかなくてはいけないのは、中長期的な物価安定の理解にあるヘッドラインのしかもトレンドである。それで、ヘッドラインのトレンドは何によって取り出しやすいか。現在のコアと、例えばアメリカ式のコアを比べれば、現在のコアの方が良い。しかし、これも振れるので、コアの中にあるトレンドをみていかないといけない訳である。そういう形で説明するのが、私は一番自然だろうと思う。そうしないと、みているコアそのもののノイズが大きいので、このノイズの大きいものが振れてしまうとまずいことになる。つまり、我々は常に長期的なトレンドをどうやってみていくかというところに足場をもつ必要がある。そのうえで、入れたり入れなかつたりということは、トレンドを知るために

ある時期においては入れた方が良いケースもあるし、入れない方が良いケースもあるということになるので、それにあまり拘泥する必要はないと思う。基本的には我々はトレンドをみているので。

野田委員

私が申し上げたのも…。

白川議長

同じであるな。

野田委員

同じである。

亀崎委員

それはいいとこ取りではないと思う。

野田委員

然り。

亀崎委員

結局トレンドであり総合的にみることだと思う。

白川議長

皆、多分、思いは同じであり、私も含めて各人の情報発信で努力をしていくということだと思う。

西村副総裁

それから展望レポートについて、二つ申し上げる。一つは、極めて難しいが、先程須田委員からの話があったように、日本のデータは残念ながら

しょっちゅう変わることがあって、しかもしょっちゅう変わることを皆が知ってしまっているがために、我々は一体何を見通しているのかという話になる。我々が見通しているのは、最終的にリバイスされた結果であることを何度も何度も説明していかざるを得ない。そういうことから考えると、リスク・バランス・チャートを四半期毎に出すのは危ないという印象を、私もかなり強く覚える。それからもう一つは、テクニカルな話であるが、7人で出したものと、9人で出すものは違う形になるので、そのところが説明の際、難しい問題として出てくる。勿論、統計的には違う性格になるので、これをどうするかということがあり得る。それも含めて執行部及び政策委員会で検討していかないといけないと思っている。

中村委員

リスク・バランス・チャートは、先行きの見通しに掛かる上振れ、下振れの可能性を言葉に代わって説明するので、成長率、物価それぞれについて一つの数字のみを示すよりも自分の考えていることを表わしやすいと思う。ただ、対外公表はやはりせいぜい半期で十分であり、四半期毎に出すのは不適当という気がする。

白川議長

分かった。それから一点、先程、水野委員からオペについてお話をあった。これは今ここで決める話では勿論ないが、もし金融市場局長あるいは金融市場局のラインからオペの実務的な側面について何かコメントがあれば。

中曾金融市場局長

輪番というか買い切りオペについては昨日ご説明申し上げたとおりで、それから先程水野委員からもお話をあったように、

という認識だと思う。ただ、この問題に限って言えば、色々考えてみたが、

今のやり方は今の状況に割とフレキシブルに対応できているのではないかと思う。つまり、一番売りたいところを好きなだけオファー額の範囲内で売って下さい、という仕組みであるので、今の状況についてはこれで対処できているのではないかと思う。ただ、中期的には色々考えていかなければならぬ部分はあると思うが、その見直しは他のオペとの関係とも合わせてみていく必要があるかと思っている。

水野委員

基本的には

やり方は変わってくるが、

とは 自らも認めている。それから、非常に今マーケットが薄い状況で、ファンダメンタルズ上の理由がなく動いているところに関して、若干問題があるのではないかという話である。私が先程言ったように、全くルールに基づいてやっているので、日銀に対して直接強く批判している市場参加者は少ない。ただ、その中で起きていることをどう考えるかと聞かれたら、私は以上のような説明で理解していると言っている。今直ぐ何かをやるという話ではないが、常に検討すると言っている。

中曾金融市場局長

ちょうどその歪みが、中短期に纏めて集中的に出ているということである。昨日も若干その話をした。一方で、

をコール市場のターム物に出しているので、むしろコール市場の安定化にかなり寄与している面はある。

水野委員

複数のメガバンクの方が、日銀が にコール市場で資金を放出して下さいと言い過ぎるが故に、このようなイールドになっているのではないか、と言っている。先程言ったように、利益を最大化できる金融機関にちゃんと育っていけば、最終的には問題ないという話ではあるが、今、

リスクがとれない人が非常に増えているという現状認識が私にはあるので、気付けた方が良いという感じで今日申し上げた。

野田委員

それは今の状況がやはり一時的——一時的というと長さの問題がある——か、構造的な問題なのかということであって、昨日のご説明でもあつたが、多分まだ一時的な問題かと思う。

水野委員

半分構造的で、半分一時的である。サブプライムローン問題の解決に3年掛かるが、それも一時的と言えば一時的なので。

野田委員

そこまで一時的かどうかというと、昨日のご説明で受けた印象としてはもっと短い、まさに短期的な話だろうと思っているので、もう暫く状況をみた方が良いだろうと思う。

水野委員

勿論、今何かという話ではなくて、そういう色々な歪みが出ている中で、日本はクレジット市場が発達していないので、漫然と安定しているとみてみると、実は色々なことが起きている可能性があるということである。

須田委員

ちょっとよく分からぬのだが、水野委員がおっしゃっていることは。日銀に何を求めているのか。金利のパスをどうにかするという、元々…。

水野委員

市場がか。

須田委員

調節とは何かということを考えた時に。

水野委員

調節について一番よくある議論は、オーバーナイト金利は勿論だが、どこまで中央銀行がターム物の金利をコントロールすべきかで、これについては、中央銀行それぞれで違う。日本の場合は民間の金融機関の協力も得て短期のオーバーナイトもターム物も極めて安定しているが、その裏側で起きていることは何か、という話である。

白川議長

いずれにせよ、オペ自体は非常に透明なルールでやっているし。

水野委員

然り。やっていることに対しては誰も文句は言っていない。

白川議長

これまでの印象でも、その長さの評価は若干分かれるかもしれないが、基本的には一時的な話だろうと思うので、取り敢えず今日はそういう問題意識があったということで宜しいか。それでは、当面の金融政策運営に関する討議はこれで宜しいか。

それでは、財務省及び内閣府からご意見をお願いする。森山財務副大臣、お願いする。

森山財務副大臣

申し上げる。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は足踏み状態にある。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にするため、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や原油価格、米国経済を含む世界経済の動向については、今後とも注意深くみていく必要がある。日銀におかれては、これらの動向が日本経済に与える影響や市場の動向を十分に注視し、状況に応じて、引き続き適切に対応して頂きたいと思う。また、財務省としても、今後の内外の経済・市場の動向をより一層注意深く見守って参りたいと考えている。さらに、日銀におかれては、現下及び今後の経済動向の展望や金融政策の先行きの考え方について、市場や国民に分かりやすくご説明頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府、お願いする。

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と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。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、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入りする懸念があり、景気の下振れリスクが高まっていることから慎重にみていく必要がある。一方、物価の動向については、国内需要デフレーター及び単位労働コストが上昇したもの、GDPデフレーターの下落幅が拡大していることから、引き続き注意深くみていく必要がある。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、「成長力強化への早期実施策」を着実に実行に移しているところである。今後は経済財政諮問会議において議論を進めている「経済成長戦略」を取り纏めたうえで、6月を目途に「基本方針2008」を取り纏める予定である。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。日本銀行におかれでは、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と経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

白川議長

何かご意見はあるか。

野田委員

言葉尻を捕らえるつもりはないが、成長力強化に関する施策を着実に打ち出しているというご発言について、具体的にどういうところを我々は受け止めておけば良いのか。どういうものを指しているのか。

浜野内閣府審議官

昨年の年末から原油価格高騰の対策、それから年度末には中小企業を中心とした対策を講じている。また、普通であれば6月の骨太方針で取り纏めるが、4月4日に成長戦略の中で既に平成20年度予算で手当てされているものを中心に早期に実施できるものを纏めて、早期実施を図るということで進めてきている。年初の福田総理の所信表明演説の中でも、成長戦略について「できることを直ぐやっていく」というくだりがあり、それに即して政府全体として取り組んでいくことを申し上げた。

水野委員

同じことであるが、語弊があることを承知で申し上げると、成長戦略というよりも中小企業対策と聞こえてしまう。なぜかというと、財政政策も金融政策も制約下にある中で、しかも人口動態的にも厳しい中で、政府は何ができるのか。よく言えばセーフティネット、悪く言えば中小企業対策、地方対策という話で、それで成長力が本当に上がるのか。私はセーフティネットの整備は必要であると思うが、強いところを強くすることをしない

と成長率が上がらないと思っている。これには考え方の違いがあるだろう。が、私だけではなくて、一般国民にも、成長戦略は何かがよく理解されていない感じがしている。これは私の全く個人的な理解であるが、経済を全く知らない人達も含めて周りにいる友人など、日銀の考え方もよく理解しにくいとよく言われるが、政府が何をしているのかよくみえないと言われる。言葉だけが先行しているイメージが凄く強い。

浜野内閣府審議官

私もここにきて、この時間帯だけでこういうことをいつも申し上げているので、ワーディングだけが先行しているという印象を与えるかもしれない。白川議長は経済財政諮問会議に出ていらっしゃるのでよくご理解頂いていると思うが、政府としては、ご指摘のようにセーフティネットだけではなくて、伸びるところを伸ばすことも含めて、色々やっている。ただ、水野委員のように、何をやっているのか、みえないというご指摘も色々ところで受けているのも事実であり、私共はそういうご指摘を受止めてしっかりやっていきたいと思っている。

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案取り纏め、採決に入りたいと思う。議長としては本日の議論を踏まえて、現状維持の金融市場調節方針の議案を提出したいと思う。それでは執行部から議案の配付、読み上げをお願いする。

[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5月20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

それでは申し訳ないが…。それでは採決をお願いする。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

それでは、山本理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿つて、調節に努めるようこれをもって指示する。お願ひする。事務局は公表準備を始めて頂きたい。それでは政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

申し訳なかった。全員一致である。

V. 金融経済月報の検討

白川議長

それでは、金融経済月報基本的見解について審議をお願いする。ご意見はないか。宜しいか。それでは採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

金融経済月報は、基本的見解の部分については、即日公表、本日の3時である。また背景説明は、必要に応じて執行部で修文したうえで、21日水曜日の14時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（4月8~9日開催分）の承認

白川議長

次に、4月8日、9日開催分の議事要旨の承認をお願いする。既に議事要旨案は配付しているが、議事要旨案に異議はないか。それでは採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

この議事要旨は 23 日金曜日、8 時 50 分に對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全て終了した。次回は、6 月 12 日、13 日に開催する予定である。なお、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つ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では、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 04 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 04 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では、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 00 分閉会)

以 上