

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2008年6月12日（14:00～16:45）

6月13日（9:00～12:19）

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（12日）

森山 裕 財務副大臣（13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

山口智之

企画局企画役

大谷 聡

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、決定会合を開催する。議事進行であるが、本日は金融経済情勢に関する執行部の報告、明日は金融経済情勢に関する討議、政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、議案取り纏め、採決、それから金融経済月報の基本的見解の決定、4 月 30 日開催分と 5 月 19 日、20 日開催分の議事要旨の承認、それから 2008 年 7 月～2009 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府からの出席者であるが、財務省は鈴木正規大臣官房総括審議官、内閣府は浜野潤内閣府審議官である。毎度のことであるが、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の報告に入りたいと思う。

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・為替市場動向についてお願いする。

中曽金融市場局長

それでは、お手許の資料－1、2（追加）資料に沿って、ご説明する。まず、図表 1－1 をご覧頂いて、無担コールレート（オーバーナイト）は、5 月末日から 6 月 4 日——税揚げ日——辺りに掛けて幾分強含んだ以外は、誘導目標付近の狭い範囲で安定的に推移した。図表 1－2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、5 月積み期の途中ラップは除くうちよ銀行ベース

で約 である。やや厚めになっている。これは税揚げを控えた準備
需要の増加に応じて、税揚げまでは前倒しで準備を供給し、積み上の金融
調節を行ったためである。今週の金曜日が積みの最終日であるが、最終的
には各業態とも所要並みの水準で着地する見通しである。 も、

に抑えられたとみている。 は、

のため、これまでは して
いたが、今積み期から ———— も開始して
いる。さらに、最近では長期金利が上昇しているので、

模様である。また、

が、これは足許一巡している。ただ、

と聞いている。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推移をご覧頂くと、コールレートの
オーバーナイト物は今申し上げたように安定していた。レポ・レートにつ
いては、上昇圧力の再燃を警戒していたが、このグラフでお示ししている
ように、結果的には税揚げを跨ぐ期間でも落ち着いて推移した。これは、
都銀が積極的に資金放出したということもあるし、5 月末に半期決算を迎
える米国の証券会社がこれに向けてポジションを圧縮したことなどが背
景として考えられる。ただ、ポジション圧縮は在庫負担能力の低下の表わ
れでもあるので、何かあればレポ・レートは上昇しやすい地合いとみてい
る。図表 1-5 で無担コール市場の翌日物の市場残高の推移をご覧頂く。
＜取り手別＞の内訳をご覧頂くと、ポツ印の外銀については、3 月末以降
かなり要調達額が抑制されている。この間、円転コストが低めであったの
で、外貨繰りに余裕のある外銀が円転で円資金を調達して、コール市場へ
の依存度を減らしていたと思うが、最近——特に 5 月末最終週辺りから
——、要調達額が膨らんできている。これは、背景として、ここへきてド
ルの利下げ観測がドルの利上げ観測に転じ米短期金利が上昇してきてい
ることに伴って、円転コストが上昇気味になっていて、そういう意味で、
従来程有利な円転ができなくなっているの、外銀がここへきてコール市

場へ回帰しているといった要因が考えられる。

図表 1-6 でオペの運営状況をご覧頂く。海外市場の動向も踏まえて、4 月中旬以降、6 月末すなわち四半期末越えの 3 か月の長めの資金供給のために、共通担保（全店）オペと共通担保（本店）オペを各週 1 本、合計週 2 本オファーしてきた。これに加えて、6 月に入って、期間の短い 6 月末越えオペもオファーを開始している。例えば、共通担保（本店）オペの 6 月 3 日オファー 1 か月物の 9,000 億円であるとか、国債買現先オペで 6 月 6 日オファー 3 週間物の 8,000 億円といったものが該当する。オペレートについては、最近の四半期末越えのものが落札決定ベースで 0.55~0.57%、これに対して期内エンドのものが 0.52~0.54%である。3 ないし 4 ベーシス程度の期末越えプレミアムが付いているが、レートの水準自体は低いので、今のところ四半期末越えの資金確保に然程の緊張感はない。ただ、年度末のように

という見方もあるし、まだそういう意味では油断はできないと思っている。シャドーを付した即日の共通担保（本店）オペは、いずれも月末から税揚げに掛けての時期に、オーバーナイトレートに上昇圧力が感じられたタイミングで実施したものである。この他、前回決定会合以降二度に亘って、国債補完供給——いわゆる S L F——を実施している。後でまた述べるが、国債市場の流動性が低下していて、その中で流通量の少ない銘柄で需給が逼迫したことが背景である。市場では現物債の取引の流れがかなり悪くなっているようであって、いわゆるカレント債でも品賃料が急騰して、S C レポ・レートが例えば 6 月 2 日には -35% と大きくマイナスに突っ込む局面もあった。このように、国債市場の地合いはかなり不安定になっている。

国債市場を含めた金融・為替市場の動きを、図表 2-1 以下でみていきたいと思う。話を始める前に、5 月末以降の金融・為替市場の環境変化について、二点程挙げておきたいと思う。米系のインベストメント・バンクあるいはモノライン格下げに象徴されているような金融機関の財務懸念の再燃が第一点。そして、第二がインフレ懸念の強まり。この二つが環境

変化である。そうした中で市場では様々な変化が起きているので、これを順にみていきたいと思う。まず、ターム物のレートであるが、図表 2-1

(2) の表になる。短国をご覧頂くと、1 年物の金利が足許上がってきている。0.68%ということで、0.7%に接近してきている。この背景は、裁定関係にある O I S とか金先の期先のレートの上昇につれたものだが、根っこを辿っていくと利上げの可能性が意識されたという点があると思う。図表 2-2 (2) でマネーマーケットをご覧頂くと、L I B O R - O I S スプレッドは縮小傾向が止まっている。特に欧州の水準が高い状況が続いており、マネーマーケットの緊張は続いているとみている。まず図表 2-3 (1) のグラフで O I S についてご覧頂くと、直近の O I S レート——黒棒でお示ししたもの——で期先のものが前回会合の時に比べてかなりはっきり上昇してきている。(2) のグラフでお示ししているように、25bp の利上げ確率という点でも、今、9 月会合までが 3 割、12 月までが 8 割、3 月までが 100%となっている。O I S は外国人の相場観を色濃く反映する市場であるが、より幅広い市場参加者がいる金先市場——図表 2-4——でも、(1) そして (2) のグラフにも表われているように、期先物がかなり大きく上昇している。以上の点をどう解釈するか。C T A などの海外投資家は、米国、欧州が利上げへ舵を切り始めたようにみえる中で、日本銀行もやがて利上げに動くに違いないといった割合単純な見方に立って、O I S の市場でポジションを形成している。しかし、O I S と金先あるいは短国市場との間にある程度裁定が働いている訳である。金利羅針盤などのサーベイの結果からすると、利上げが近いとみる本邦の投資家はそれ程いないが、一方で大量の短国を持っている本邦の投資家の立場からみると、O I S の動きは無視することができないので、ある程度ヘッジせざるを得ないという状態である。結果的に利上げを積極的には見込んでいなくても一定の確率で利上げを織り込んだ、いわば受動的な利上げ観測といった点からレートが形成されている状態にあるのではないかと、思っている。

次に長期金利である。長期金利は大きな振れを伴いながら上昇してきており、図表 2-5 の (1) のグラフでお示しするように、10 年債は 7 月下

旬以来となる1.8%台まで上昇している。ただ、今日は、海外の流れを汲んで、一旦1.8%を切るなど非常に不安定な状態が続いている。基本的に海外の地合いを受けやすい状態が続いていると思っている。その海外では、冒頭にお話したように金融機関の財務懸念そしてインフレ懸念の台頭——言ってみれば方向としては逆方向のモメンタム——がせめぎ合う中で市場が不安定化していて、足許はインフレ懸念に押されて、(2)のグラフにあるように、全般に金利が上がってきている。そうした不安定性を助長しているのが市場流動性の低下であって、そうした地合いが日本にも共通して存在する。前回決定会合の時に、我が国の国債市場の流動性の低下の背景として二点程申し上げた。繰り返しておく、第一が証券会社のマーケット・メイク力の低下。第二——国内要因である——が、

一方、買い手サイドでは都銀のような国内の中核的な投資家の投資意欲が萎縮しているといった点のほか、海外の投資家では特にレラティブ・バリュー系のヘッジファンドが引いてしまっている。そういった需給の悪さ。こういった二点を指摘したが、基本的にこれらの点は変わっていない。こうした中で、3月半ばからのイールド・カーブの変化幅について、図表2-6のイールド・カーブの動向のグラフでご覧頂く。このグラフは、3月6日以降の動きをお示ししている。3月17日から5月19日に掛けては、グレーの部分でお示ししているように、主として中期ゾーンを中心に上昇した。5月中旬以降足許に掛けては、黒い部分でお示ししているように——実はこのうちほとんどが今週に入ってからのものであるが——、短期ゾーンも上昇してきている。今週に入ってからのもので、先週の欧州の動きを反映したものである。今回は欧州発である。つまり、欧州では、従来、ユーロのイールド・カーブがもっとスティープ化するだろうというスティープナーにベットした仕組債が大量に売られていたようである。つまり、景気が減速して短期ゾーンの金利が低下すると儲かる、得する商品が、投資家にかなり大量に売り込まれていたようである。ところが、先週の6月5日の木曜日、ECBのトリシェ総裁の利上げを示唆する発言が市場にとってはサプライズになって、これ

をきっかけに今申し上げたような商品に対するロング・ポジションが一斉にアンwindされた結果、短期ゾーンの金利が上昇してイールド・カーブがフラット化した。そして、2年と10年のところがインバート——逆転——している歪みがユーロのイールド・カーブで発生した。その影響が日本にも今週に入って及んだということではないか、と思っている。短期ゾーンで上昇圧力がかなり強くなったというのは、こういう背景であろうと思っている。以上の要因を背景に、日本の国債市場のボラティリティは上昇している。インプライド・ボラティリティの推移のグラフにあるように、足許のボラティリティの水準を辿っていくと、2003年のいわゆるVaRショックの頃の水準に接近してきている。また、図表2-7の長国先物の値幅・出来高比率の推移をご覧頂くと、その上昇に表われているように、市場流動性の低下傾向も続いている。図表2-8にいて市場参加者が注目する債券利回り変動要因について直近のサーベイをご覧頂くと、(1) 右端の棒にお示ししているように、物価動向——斜線——、そして債券需給——グレー——に対する注目度が急激に増している。因みに、この物価に対する注目度は、このサーベイが1996年に始まって以来、一番大きなものになっているようである。そして、(2)のグラフにあるように景気動向——破線——を除くと、全ての要因が金利上昇方向に向かっている。中でも債券需給——薄いグレー線——は、2004年夏の金利上昇局面以来、初めて金利上昇要因として意識されるようになっている。以上が債券である。

図表2-9で、クレジット市場について。まず(1)のグラフで社債流通利回りの対国債スプレッドの推移をご覧頂くと、あまり大きな変化はない。つまり、BBB格のような低格付け銘柄の実勢は横這いである。それから、建設、不動産、ノンバンクなどいわゆる特定業種銘柄に対する投資需要は依然低調である。これに対して、A格以上の高格付け銘柄については、投資需要は堅調であって、スプレッドは僅かながら縮小している。図表2-10のCDSプレミアムの推移をご覧頂くと、米欧では3月半ば以降、縮小傾向が続いていたが、足許では、これが止まって拡大に転じている。その中

で日本のプレミアム——太線——も、これにつれて上昇してきている。クレジット市場で今後注意を要する点の一つと思っているのが、いわゆる新興不動産の一部の企業が流動化事業あるいはマンション分譲事業の業況あるいは資金調達環境が悪化しているという理由から、投機的格付けに大幅に格下げされた点である。これらの一部の先については、公募社債を発行していて、そのデフォルトの可能性も意識されている。そういう意味で、クレジット市場はクレジット・イベントの火種を抱えた状態になっているとみている。

続いて、図表 2-11、株価である。株式市場も欧米株価に振られており、日経平均は、今日、米国株安から再び 1 万 4,000 円を切っている。これに対しては、(2)、(3) にお示した米欧の株価は、この間、もっと軟調に推移しているので、比べてみれば日本株は今のところ海外株をアウトパフォームしている。買っている主体は、図表 2-12 の主体別売買動向のとおりに、外国人であって、5 月も月間の買い越し超幅が 1.1 兆円に達している。なぜここへきて日本株なのかについて言われている点を整理すると、他のアジアの株価がインフレ懸念で下落する中、日本株は相対的にパフォーマンスの良い存在として目立つようになっている点が第一。そして、第二が、この点と関連するが、インフレ懸念の根底にあるエネルギー高という点では、日本はエネルギー効率が良いという認識がある点。そして、第三が円安だと思う。ということで、外国人は買い越し超を続けているが、この買い越し超も言ってみればこれまでのアンダーウエイトの修正の域を今のところは出ないと思っており、外国人の買い越しの持続性については、もう少し見極める必要があるかと思う。

次に為替であるが、図表 2-13、為替相場はインフレ懸念の強まりと、これに対処するため Fed、ECB が利上げに向けて舵を切ったと受け止められていて、そういった発言に振られる展開になっている。足許では、全体としてみるとドル買いが優勢になっている。この点を図表 2-14 の (1) のグラフで、ドル/円相場についてご覧頂く。四角で囲ったのがドル買い要因である。6 月 3 日以来バーナンキ FRB 議長、ポールソン米財

務長官の一連の発言が利上げを示唆するものとして受止められていて、円は足許 107 円付近まで下落している。それから、ユーロ／ドルの相場について (2) のグラフでご覧頂くと、先程申し上げた 6 月 5 日のトリシェ ECB 総裁発言がきっかけで一旦ユーロは買われた。1.57 ドル位まで買われたが、その後、今度はドル買いに押し戻される形で足許は 1.55 ドル付近で推移している。利上げ観測がない円については、両通貨の狭間で軟調に推移しているということである。図表 2-16 にいく。IMM のポジションをご覧頂くと、(1-1) の円、そして (1-2) ユーロとも中立近くまでポジションが解消されている。相場の方向自体、予見するのは難しいが、最近の相場の動きをみていると、相場を動かすルート、メカニズム、チャネルは三つ位あるかと思っている。一つが金利差。例えば、ドルの利上げがドル高要因になる。第二は従来からあるチャネルであるが、リスク・アペタイト、つまり例えば金融不安があると米株安になって、これはドル安円高要因というチャネル。そして、第三は最近特に目立つルートなのだが、原油を通じたルートである。つまり、原油価格が上がると、ユーロが上昇してドルが下がる。こういう三つのルートがあって、足許に即して言えば欧米の利上げ観測が強まって、原油価格が取り敢えず一服しているので、いずれも円安方向で作用している。そういった中で、昨日は米国の株価が下がったので、もう少し円高ドル安になるかと思っていたが、結果的にはそうならなかった。よく分からないが、ポールソン米財務長官発言などで、ドルの介入警戒感があるかと思っている。このため、円は申し上げたように主要通貨のみならず、図表 2-17 でお示ししているようにクロス円の相場でも、他の多くの通貨に対して足許では円安方向——このグラフで言えば方向として上を向いている——で推移しているということである。そうした円安傾向の中でも、図表 2-18 にあるように、外為証拠金取引の投資家は基本的にコントラリアン的な投資姿勢を維持しており、円のショート・ポジションを大きく積み上げるような動きは今のところみられていない。

最後に図表 2-19 でエマージング諸国及びコモディティ市場の動きを

点検しておく。(2) のグラフで、エマージング諸国の株価をご覧頂くと、アジア、ラ米とも軟調である。多くの国ではインフレが加速していることに加え、非資源国では対外収支の悪化あるいは政府補助金による財政収支バランスの悪化が意識されるようになってきていることが、背景の一つと考えている。図表 2-20 でコモディティをご覧頂くと、原油—— (1) のグラフで黒太線——、そしてとうもろこし—— (2) のグラフで黒太線——、いずれも燃料系のコモディティが上昇していて、前回決定会合以降高値を更新している。原油価格の行方については、もとよりなかなか見通しがたいたが、先物オプションなどに表われている先行きの価格の見通しにはかなりばらつきがみられている。以上、みてきたように、金融不安が熾る中でインフレ懸念が強まってきており、金融市場は不安定な状態である。欧米の短期金融市場の緊張が続いているし、国債市場の流動性は我が国も含めて低下している。そうした中で欧米の中央銀行が利上げ方向へ舵を切ったと市場が受止めていることが、短期的には少なくとも市場のボラティリティを増す方向で作用しているように思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

市場が不安定な地合いの中で、不動産絡みでひょっとしたら公募社債がデフォルトするかもしれない可能性があるとのことだが、マイカルのデフォルトのように大きなことにはならないで、個別の問題として消化されるか、それとも、大きなイベント・リスクとしてみておいた方が良いか。

中曽金融市場局長

冷静に考えれば、金額はマイカル程大きくない、そして持っている人が年金という一部の投資家に限られている点からすると、限定的であろうと思うが、一方、公募のストレート・ボンドのデフォルトとなると、マイカ

ル以来7年振りになるので、割と話題にはなるだろう。心配なのは、例えばREITのようなものに波及してしまった場合、サプライズになり得る。という意味で、注意しておいた方が良いのではないかと思う。

須田委員

今、中央銀行の人の色々な発言がマーケットを騒がせている、と私も思う。利上げを一回するとか、二回するとかという本当にあからさまな発言をしている訳であるが、マーケットはそれに一々反応しているのか。すなわち、インフレ懸念があるからというよりも、利上げがあるか、ないかだけで動いているのか。しっかりと考えているのか、発言に直ぐ反応しているだけなのか。

中曽金融市場局長

例えば先程のユーロの仕組債の大規模なアンワインディングについてみると、仕組債が売られていく過程は、恐らく米国のイールド・カーブがスティープ化していく過程で恐らく欧州もそれを追っていくような形になるであろうという前提があったと思う。投資家は、基本的なマクロ的な判断として、先程若干申し上げたとおり、暫くは景気へのマイナスの影響もあって利上げはできない、利下げ方向かと考えてはいたが、こういう早いタイミングで利上げが示唆されることは、市場にとって意外感がかなりあったのではないかと思う。それで、一挙に巻き戻しが集中したと思う。それから、市場の動きなどをみても、米国サイドでも利上げが示唆されているようにも読み取れるが、今の金融不安あるいは实体经济の先行きなどを踏まえると、本当に利上げができるのかという気迷いもあって、これがボラティリティの高さに反映されていると思う。従って、彼らは考えていないことはないと思う。考えたうえで、彼らなりの判断を持っていたと思うが、それを超えたサプライズが少なくとも短期的にはあった。政策当局者の発言は長い目でみれば、透明性向上になっているかもしれないが、今回は、少なくともイニシャル・ショックは割と大きかったというのが足

許の状態ではないか。

野田委員

巻き戻しの動きは、徐々には進んできていた。それがこのショックで一挙に大きくなったということだが、そういう意味では巻き戻すこと、あるいは、その規模とかの予兆はあったのだろう。

中曽金融市場局長

然り。

野田委員

マーケットがインフレ圧力の上昇等でそういう動きは察知していたが、アンワインディングが間に合わなかったということか。そもそもこの規模が掴めないというのがよく分からない。その辺はどう…。

中曽金融市場局長

3月17日のベア・スターンズの後の日本もかなり似ていると思うが、予兆はある。徐々にポジションを解消する動きはあったが、展開が予想以上に早いので一挙に巻き戻しが生じる。同時に、そういう時は市場流動性が予想以上に低くなっているので、それだけショックが大きくなるということだと思う。ECBから多少聞いたところ、やはり今回のトリシェ・ショックは、翌週の月曜日に売買スプレッド——ビッド・アスク・スプレッド——が従来の　　に拡大しているので、
　　だったと認識しているようである。

須田委員

ある程度ディスロケーションが起こって、日本の場合も、その解消まで少し時間が掛かっている。流動性が低い中で、こういうことが起こると、これがなかなか解消しないということか。

中曽金融市場局長

日本の場合もそうであつたし、ユーロをみても特に2年、10年の金利がインバート——逆転——する歪みが生じており、簡単には解消していない。修正にはそれなりに時間が掛かるのではないか。それだけ、市場が不安定になっているとみている。

西村副総裁

レラティブ・バリュー系がやられ、流動性が下がっているという話であつた。そういう人達が本当に流動性を供給しているのならば、そういう人達が損失を被ると、新たな流動性を供給する人達はどこから出てくるかという話になる。今はP Eとか、どちらかと言うと違う方向にお金が行っている。そうすると、流動性が非常に弱いという状況は、長く続くと考えた方が安全なのか。

中曽金融市場局長

少なくともJ G Bなどについてみると、申し上げたような市場流動性低下要因は、いずれも直ちには解消されにくい。構造的とまでは言えないのかもしれないが、ある程度時間が掛かり、簡単に解消できないのではないかという感じを持っている。

西村副総裁

欧州系でも同じような動きか。それとも欧州系は比較的回復……。

中曽金融市場局長

基本的には同じなのではないか。つまり、ブローカー・ディーラーのマーケット・メイキング・ファンクションが損傷を受けているという点は同じだと思う。また、ヘッジファンドがどの位絡んでいるのか分からないが、今回、仕組債で痛手を被ったのは機関投資家ではないかと言われている。

ノルウェーのファンドも含めて、かなり大手の機関投資家のロスに繋がっているのではないかと思うので、買い手として彼らの姿勢が多少引っ込んでしまっても不思議ではないと思う。

野田委員

今、それに伴うボラティリティの上昇で、かつてのV a Rショックの時のように連鎖的な売りが売りを呼ぶというところまではっていないのか。

中曽金融市場局長

これも日本に即して説明する。個別の金融機関から聞くと、ポジションを残している先はできればさらに落としたいという感じを持っていると思うし、いわゆるロスカットを本当に始めなくてはならないような価格、金利に近付いてきている。換言すれば、長期金利がそういう水準に接近するところまで上昇していくと、加速的に上昇する局面があり得る。

野田委員

かなり近付いているという感じか。

中曽金融市場局長

然り。

水野委員

10年物で1.9%。

野田委員

1.9%とか。

水野委員

そこまで行くと、かなりまずい。

中曽金融市場局長

1.9%に接近していくところで、予備的にそういう損切りを始めることがあっても不思議ではないと言われている。ただ、一方で、金利観がある程度はつきりしてくれば買いやすいことも事実。要するにそういう状態になるまで待っている銀行のような中核的投資家もいるので、不確実性がある程度消えていけば、これは買い要因になる。一方的に悪い状態ではないが、不確実性は今なお高い状態が続いているので、買おうと思ってもなかなか買いにくい状態。

野田委員

都銀辺りは買い遅れているところがあって、この金利水準からいくと、できれば買いたいという感じがあるのではないか。しかし、リスク——先程のまさにボラティリティが高い——というところで、躊躇している状態。

中曽金融市場局長

然り。水準的に言えば、恐らく割安感はあると思うが、買いに踏み切るだけの確信が持てないということではないか。

白川議長

今回の資本市場の混乱が欧州発だったという話があった。LIBOR-OISスプレッドも、前回、議論になったように、相対的にユーロが一番高い訳である。また、欧米金融機関の資本増強をみても、概して言うと欧州の金融機関は条件が悪い。そういう意味では、こういう形で起こる金融市場の混乱、地合いの悪さは、世界全体の金融市場、金融機関の問題という面も勿論あるが、欧州の金融機関の業況の悪さと関係はあるか。あるいは先程のトリシェ総裁の発言であるとか、欧州の経済情勢に単純にベッ

トしたポジションの巻き戻しなのか。

中曽金融市場局長

LIBOR-OISのスプレッドなどの文脈で議論される際に上がってくる問題として、欧州の銀行のクレジットの問題が潜在的にはもっと大きいのではないか、という疑念がある。これが引き続き底流にあるし、もう少し言えば良いところと悪いところに分かれているのではないかと、二極化しているのではないかと、悪い方がなかなかみえない、そういう疑念がある。それから、中央銀行のリクイディティ・ファシリティについて言及がなされる場合もあって、Fedが相当色々なものを導入した割には、ECBはあまりやっていないのではないかと、という議論がなされることもある。私からみると多少アンフェアではないかと思う。要するにECBは元々持っている部分が大きく、多様なので、これは少し可哀相かと思うが、そういった点が指摘される。また、第一点とも関係すると思う——これは多分米国についても言えるのではないかと。ドルのLIBOR-OISの中にもそういう要素が反映しているのかもしれない——が、次に何か起きた時に当局が本当に対応できるのかどうか。ベアの危機の際には手作りでスキームを作ったが、仮に同規模のものがもう一つ、二つ起きた場合に、ああいった対応で続けることができるのだろうかという……。

野田委員

受け皿である。

中曽金融市場局長

然り。欧州には、この経験が元よりないし、米国についても二件、三件となると奉加帳的な対応が持続可能かどうか、やはりクエスチョンマークである。そういった色々なものが底流にあるのではないかと思う。

白川議長

あともう一点。日本の国債市場であるが、色々な指標からみて明らかに流動性が低下しているのは、そのとおりだと思う。国債市場の流動性が低下すると、それが例えば社債の発行やプライシングといった他の金融活動に影響し、それが実体経済に影響していくことを一番懸念している。今のところ、国債市場の流動性低下がそれ以外のマーケットに広がっているという感じはないか。

中曾金融市場局長

割と限定的ではないか。つまり、レポ市場は国債市場の姿と重なっている。問題はクレジット・マーケットであるが、社債市場では、利回りの絶対水準が上がっていることがむしろ投資家の需要を喚起している感じがある。そういう意味で、こちらに影響は出ていない。むしろ短期的にはプラスの影響かとみているので、今のところこれからどんどん悪影響が広がっていくようなことはないと思っている。

西村副総裁

白川議長の最初の部分であるが、欧州に関してはそもそも破綻処理なり何なりの経験がないという点。欧州においては、最終的には国が何とかしてくれるという考えが非常に強いと言われているが、それとの関係はどうか。問題がこれだけ大きくなると、それについて暗黙のコンフィデンスは段々薄れてきていると考えて良いか。

中曾金融市場局長

破綻処理のスキームは、多分欧州の方が構築することが難しいのではないか。つまり、金融機関——インターナショナル・アクティブ・バンク——は国境を越えて、しかもユニバーサル・バンク的に色々な業務をやっている一方、公的関与は基本的にはナショナル・ベースであるから、対応が難しいのではないか。さらに言えば、今、日本の預金保険が持つて

いるようなかなり包括的な仕組みを持っている国はまだないので、そういう意味では、特に国際的な業務を行うコングロマリット型の金融機関が難しい状況に陥った場合の欧州での対応は、恐らく米国などよりも一段と難しい。

西村副総裁

要するに、大きな金融機関に問題が起きた場合が問題だと。

中曽金融市場局長

然り。

西村副総裁

分かった。

中村委員

二つある。一つは、LIBORのレベルについての疑念が一時期言われて、一応そこは調査がなされたが、結局何も問題がなかったのか。それから、WTIの高騰に関して、犯人探しみたいな議論がある。投機家が悪いとか、色々なことが言われている。原油価格高騰の本当の要因を特定することは難しいと思うが、マーケットでどう言われているのか。

中曽金融市場局長

LIBORはBBAが発表しているが、見直しのポイントは幾つかある。一つはレファレンス・バンク——特に米銀——をもう少し増やす。そして、フィッシングの時刻を現行のロンドン・タイムに加えて、米国時間帯でも一回設けるという改正の方向が打出されている。実際、そういう方向で話が進んでいくのではないかと思う。一方で、LIBORの代替として、ICAPが新しいレートを導入しようという試みもあって、これは実際にレートの公表を昨日辺りから開始している。ニューヨーク・ファンデイン

グ・レート——NYFR——である。このレートをみたら、LIBORより多少低めになっていたと思う。ただ、それ程大きな差ではないという印象がある。いずれにせよ、LIBOR自体及びそれ以外のところで、幾つか改善に向けた動きが現実に進んでいる。

それから、原油価格については、図表 2-20 で、投機筋——非商業投資家——のネットポジションも重ね合わせてお示ししている。最近はこのスペキュレーター——特にインデックス・スペキュレーターと呼ばれている年金基金等機関投資家——が悪いのではないかという議論が行われることが多いようである。なぜ悪いのかと言うと、一旦お金を入れると買い切りであり、短い投資家のように出たり入ったりしないので、市場流動性を費消するばかりであって、市場流動性を増さない。それが、原油価格を一段と高めているのではないかという議論がある。いわゆるインデックス・スペキュレーターの規模は、はっきりした統計があるのか分からないが、この 3 月末に 2,300 億ドルという数字が言われている。2003 年から比べると 20 倍近くに増えた計算になるそうである。機関投資家、就中、年金のお金かなり市場に入っていて、その影響が出ていると言える。それからもう一つ、価格の動きについて。先物のオプションから将来の価格の分布を抽出できるが、先にいけばいく程、分布——テール——が長くなっている。要するに見通しにばらつきがある。大きな特徴点を言うと、年末位までは 120 位が中心値になっているが、期先になればなる程テールが開き、一つぼこっと右の方に膨らんでいるところがあって、それは 200 ドルのところである。200 ドルのコール・オプションが結構膨らんでいるという点が特徴だと思う。200 ドルが何となく意識されてきている。これは、投機家も含む投資家の見方である。もう一つオプションとの関係で言うと、最近注目しているのは、コールもプットも含めてオプションの分布自体が段々高い方へ移動している。だから、買い遅れのリスク、売り遅れのリスクともに高い方へシフトしているので、投機家の見方が、どちらかと言うと、上を向いている気がする。一方、アナリストと言われている人達のコンセンサス・フォーキャストというサーベイをみると、これは、今

がピークではないか、年末に掛けてはむしろ下がっていくのではないかと
いう見方をする人が多いようである。ただ、今がピークで下がっていくと
しても、昔は 80 位までは下がると言ったのが、今は 90 の半ば位までしか
下らない。下がるにしても、下がり方は小さくなっているという意味で、
段々目線が高くなっていることだと思う。ただ、そういったアナリストの
人達の見方と投機家も含めた見方は、一方が 200、一方が 100 弱というよ
うに結構ばらつきがある。結論としては、いずれにしても、見通しにくい
ことが特徴点だと思う。

野田委員

将来の価格をオプションから弾き出したものは、期先が全然低くなって
いない。従来、アメリカなどが言っていたのは、期先が随分安いから、い
わゆる金融説、投機説ではなくて、むしろ実需説、需給説だと。こういっ
た考え方は、少しずつ市場の見方ではなくなっているという感じなのか。

中曽金融市場局長

実需説に基づくと、先程言ったコンセンサス・フォーキャストも期先は
下がっている。

野田委員

コンセンサス・フォーキャストは、下がっている。アナリストの方は下
がっていない。

中曽金融市場局長

価格が下がりにくいであろうということで、例えば C F T C とかが建玉
規制が必要かどうか検討に動き出している。ということは、投機筋の動き
を当局としてもみざるを得なくなったことを反映しているのではないかと
思う。

水野委員

この数週間、コンタンゴ化している。だから、投機という話が出てきた。バックワーデーションというよりは、期先の方が高い。

須田委員

WTIとBETの動きが、同じような動きをしている。そういう形になるように投機をやっているのか。

中曽金融市場局長

事後的に色々聞いてみると、BETをみながらポジションを持つことも一つのやり方になっているそうである。

亀崎委員

商品先物取引委員会を中心にエネルギー省とか農水省とか各省跨って、投機資金の動きについて監視しようとしている。明らかに違法なものは摘発されるであろうが、そうではない投機の動きについて、どの位効果があるのか。合同委員会で監視するとしているが、実効性のあるものが出てくるのか。

中曽金融市場局長

回答は難しいが、恐らく方向としては建玉を規制するとか、証拠金率を引き上げるとかいう措置になると思う。いずれにしても、それをどの程度にするかという程度問題である。当然、ここまで価格が上がっているから、強く締めれば効果があると思う。一方で、締め過ぎることによる副作用も認識しておく必要があると思う。原油にしても金にしても先物取引が取引所一か所だけに上場されているのではない。ロンドン、ニューヨーク、東京も東京工業品取引所で上場されているので、規制を導入するにしても、ある程度国際的に整合的にしないと効果が半減する、あるいは副作用が大きくなる。そういう問題もあると思うので、なかなか一国だけで閉じる問

題でもないのかもしれないと思う。

水野委員

規制を実施するという当日、翌日は下がったが、皆、舐めてしまって、また上がってしまった。

野田委員

規制導入の難しさを見透かしているのであろう。

水野委員

小麦などの農産物の価格がピークアウトしているのに、原油が上がっているのはおかしいという発想なのだろう。商社の方から聞くと面白いことを言っている。穀物で投機を行うと世界中で暴動が起きるため、原油、天然ガスとかの方がまだ恐怖感が少ないので、投機資金がそちらに戻ってきている。また、色々なインデックスにも食料品や原油まで入っているという話も出てきている。この手のものの犯人は分からない。先程の質問への答えは多分ないのだと……。

白川議長

宜しいか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢について、報告をお願いします。

出沢国際局長

お手許の資料－3（参考計表）図表一覧に沿って説明する。前回MPMからの変化を纏めると、米国が引き続き停滞、ユーロエリアは緩やかに減速ということは変わっていない。今月、強いて申し上げれば、アジア地域

である。今まで、輸出の減速を上手く内需がカバーして経済拡大するというストーリーだったと思うが、ここで輸出の減速は引き続きあるうえに、加えて内需に若干陰りが出てきたことが、今月の特徴点かと思う。なぜかと言うと、インフレというかエネルギー、食料品価格の上昇の影響が内需に出ていることだと思う。現にC P I——各国の数字を後程申し上げるが——は上昇している。それから、原油価格高騰の中でアジアの国は政府がある程度価格を統制している。それが財政的な負担になる訳で、それが耐え切れないということで、徐々にそれを解除している。それがヘッドラインとしてのC P Iの上昇要因になりつつあるし、今後もさらにそうした動きがあるとみられているということである。そういうインフレに対応して、金融政策の引締めに移っている先が多いので、その面からも内需にはブレーキが掛かる筋合いということで、今後はアジアの景気拡大のペースにこういう政策対応も含めてどの位ブレーキが掛かっていくかが要注目点かと思っている。インフレは先進国でも同様に 이슈 になっていて、個人消費等への影響は、昨日発表されたF e dのベージュブックにも記載があるとおり、何らかの形で出ている。それから、人々の期待インフレ率もミシガン大学とかいったところの指標では上がっているし、またそういうものを感じて、ご案内のとおりE C Bはかなりはっきりした形で近々の利上げを仄めかしている。あるいは、F e dにしても言い方が若干変わって、インフレに対して警戒的ということで、これを受けて市場の短期金利の先行き見通しは、ここ1か月の間にかなり上がっている。

では、いつものとおり計数をなぞってみたいと思う。まず、図表4-1、米国の実体経済でG D Pの第1四半期の暫定推計値が出ている。事前推計値からリバイズアップされている。(2)の表で、2008年第1四半期の実質G D Pは+0.6%から+0.9%に上方修正。前回もそういう感じだとマーケットではもう既にみているということを申し上げたが、大体それに沿った数字である。内訳で、ご覧のとおり純輸出が+0.2%から+0.8%ということで上方改訂に大きく寄与していることがみて取れるかと思う。それから、設備投資の-0.3%が-0.0%に上方修正されている。いずれにしても、

改訂前 -0.2% が $+0.7\%$ という具合に最終需要は大きく上方改訂されている訳であるが、内需、外需に分けると、 $+0.7\%$ という最終需要から純輸出の $+0.8\%$ を引くと、内需はほとんどトンである。そういう意味で、内需の弱さというか、停滞という姿は変わっていないと思っている。第2四半期についての市場の見通しとして、今 $+0.4\%$ 辺りの数字が出ている。第2四半期が今年のボトムではないかと言われているので、停滞局面は当分続くと思っている。それでは、図表1にお戻り頂いて、最近出た数字を中心に申し上げる。2. 実質可処分所得である。2か月続けて横這い、まさに停滞という形である。減税小切手は、5月と言われていたが、4月28日から配られているようである。その分が前月比でみると、寄与度で $+0.1\%$ 程度所得を上げているとみられている。なお、5月にフルにこの寄与が出てくるが、これが大体 $+1\%$ 程度と言われている。ボリューム的には、6月は横這いなので、寄与度としてはトンである。それから、7月に入るとこの還付が終わるので、今度マイナスの寄与度として今回の施策がこの所得の面に出てくるはずである。こうした所得動向を受けて、3. 実質個人消費はご覧のとおり4月 -0.0% で、同じような停滞感が出ている。5月の数字が出ているものが、6. 自動車販売で、ご覧のとおり前月比マイナス。それから、7. 消費者コンフィデンス指数も57.2で、1992年10月以来の低水準となっている。自動車販売はガソリン高の影響が出ているようである。燃費の悪い米国系メーカーの大型車、軽トラックの販売はとりわけ悪いと言われている。住宅着工等は新しい数字は出ていない。9. OFHEO指数（除くりファイナンス）は公表が遅い。3月は前月比 -0.4% 、前年比 -3.4% と、言われているような住宅市場の調整が起きているということである。まだ、底打ち感は当然みえていない。企業周りであるが、設備投資関連の10. 非国防資本財受注の4月は、3か月間、連続で減少してきた後の増加であるので、あまり積極的には評価できないかと思っている。しかも、中身をみると、輸出もこの統計には入っているので、内需、輸出の割合が分からないところもあるが、一部品目——多分重電——が突出して出たということで、単月ピックアップした計数になっているようである。

企業周りで 12. I S M 景況感指数について、ご覧のとおり、製造業は引き続き 50 を割ったところ、それから非製造業は 50 を超えているが前月比マイナスでダウン・トレンドは間違いのないところである。それから雇用関連で 14. 失業率の 5.5% という数字は市場でも材料視されたもので、非常に悪い数字である。全体の流れの中で方向感の実態と合っているが、数字が単月で 0.5% も上昇するのは、何か統計上のテクニカルな要因があるだろうと市場でもみている。来月にまた数字が出てきたところで、その辺ははっきりしてくると思う。15. 非農業部門雇用者数であるが、5 月の前月比増減は 4 万 9,000 人の減少、特に民間部門で 6 万 6,000 人ということである。業種別にみても、サービス業も減少に転じている。地合いは悪いということである。18. ユニット・レーバー・コストにシャドーが掛かっている。GDP 改訂の影響を受けて改訂されているが、改訂の程度は小さいので、コメントは省略する。

図表 2-1、ユーロエリアである。速報の段階で 1. 実質 GDP の第 1 四半期を +3.0% と申し上げたが、今回の改訂で小幅上方改訂され +3.2% である。内訳について、この前は出ていなかった。今回出て少しみえたが、市場で言われているような話——ドイツにおける建設投資が天候要因で上振れしているとか——が裏付けられている。それから、これもテクニカルな要因であるが、イースターの月が昨年と今年で違うことから、季節調整が上手くできていないのではないかとということで、この第 1 四半期の数字は引き続き出来過ぎという評価が一般的である。第 2 四半期はその反動が避けられない。これまでのフランクフルト事務所電等による当局の見方をみると、第 2 四半期の伸び率はほとんど横這い、前期比で +0.1% と言われている。3. ドイツの域外受注の 4 月分が出ている。GDP 統計ではこの前言ったように第 1 四半期の輸出は良かったが、それも出来過ぎであるので、必ず反動が出るとみている。4 月に現にこういう弱い数字が出てきている。それから、消費回りの 6. 小売売上数量の 4 月は前月比 -0.6% ということで、第 1 四半期のほぼ横這いに続いて、さらに減少が続いている。また、8. 消費者コンフィデンス指数もマイナス幅が拡大しており、景気の

スローダウンという方向は、冒頭申し上げたように、多分こういうことで裏付けられたのではないかと思う。企業のセンチメントであるが、10. PMI もあまり良い数字ではないのはご覧のとおりである。その中で11. 失業率だけが引き続き7.1%という水準を維持している。ドイツ、フランスは小幅ながら改善が進んでいるが、スペインは以前申し上げたように悪化が続いていて、そういう区々の動きの総合での仕上がりで横這い維持ということである。12. 物価の内訳はまだ出ていないが、言われているような感じで、ヘッドライン+3.6%と上昇率が拡大している。図表2-2でイギリスである。住宅ローンの承認件数が最近ない程落ち込んでいること、価格も引き続き弱いということ、それから金融機関の融資態度も住宅ローンに対しては慎重化していることなどから、住宅投資、住宅市場の調整が深まっているようである。1. GDPの第1四半期は、ご覧のように第4四半期に比べてスローダウンの形は明確である。2. 小売も第2四半期に入つての4月の数字は弱い数字である。それから、3. サービス活動指数も2月、3月という第1四半期の後ろの辺りの動きが続いているとみられるので、イギリスにおける第2四半期の景気のスローダウンは大陸と同様、当然予想されるところである。4. 失業率の5月は2.5%という数字が出ている。ここも雇用面はなかなか崩れないというか、底堅い動きをしているのが唯一の安心材料かと思っている。以上が欧州である。

図表3-1、アジアに移らせて頂く。例の中国の地震の影響について色々なニュースが流れてきているが、前回も申し上げたように、今のところ私共の判断としては景気全体への影響は然程大きくないと思っている。ただ、物価上昇圧力という面でのリスクは間違いなくあるようである。それを逆に当局も察知しており、それを抑えるということで、色々な物資について、あるいは、地域限定で価格統制をしている。ここに出ていないが、7. CPIの5月分が今日出ている、前年比+7.7%になっている。内訳をみると、食料品も非食料品も伸び率は若干鈍化しているが、同時に出ているPPIは5月が+8.2%ということで、ここ数か月じりじりと上がってきている。PPIの上昇率がそのまま全部CPIに反映されるとは思わないが、

物価環境としては決して予断の許せる状況ではないと思っている。現に当局も同じような認識であるので、先日、預金準備率をさらに 17%まで引き上げている。ここに出ていない輸出、輸入の計数について、5月の輸出は前年比+21.8%と4月に比べて伸びを高めている。輸入は+40.0%で、これも大幅に伸びている。分析しきれている訳ではないが、一つは今年から5月の連休——レーバーデーの時の連休——が二日短くなっている。従って、5月の営業日数が2日延びており、18分の20という伸びとなる。1割位の伸びであるので、これがある程度寄与している。この話は他の生産活動等でも今後出てくるはずであるので、中国の5月の前年比を日数割で考えられるようなところは、同じようなことがみられる。ただ、輸入の+40.0%は異常であって、これは言われている話では原油が要因である。原油がボリュームそれから価格——高値原油が通関する——面で寄与しているということで説明されている。ボリュームについては、オリンピックを控えて原油に加え製油されたものの輸入を結構増やしているようである。韓国が中国向けに精製した油を輸出しているが、そちらの動向でも裏付けられる話である。2. インドである。前回、生産のところの数字が弱くて少し気になると申し上げたが、GDPで締めてみるとご覧のとおり第1四半期は+8.8%ということで、昨年第4四半期と伸び率は同じだった。その間、物価動向あるいはマネーサイドは引き続き加熱気味というかインフレ圧力が高まっているので、ご案内のとおり、昨日インドは1年2か月振りにレポ・レートを引き上げている。それから、冒頭申し上げた 3. N I E s、ASEAN全般の動きであるが、図表3-2(1)にあるとおり第1四半期のGDPが出揃っている。達観すればそれ程大きな問題は見当たらないが、国別にみると以前から申し上げている韓国のスローダウンが気になる。これは、内訳をみても、内需が弱いことが気に掛かる。それから、タイについても、ヘッドラインもそうであるが、設備投資が弱いとか、細かくみていくと幾つかある。フィリピンも+3.0%である。第2四半期に入っの数字はまだあまり出ていないので、暫く各月の数字を追いながら、どちらの方向に向かいつつあるのか、判断を固めていきたいと思っている。

図表3-3(5)にCPIの動きが四か国分あるが、エマージング全体でみると、この一か月間に金融引締め——利上げ、あるいは準備率引き上げ——をした国が結構増えていて、5月下旬以降でみると、ハンガリー、ロシア、ブラジル、フィリピン、インドネシアとロシアがもう一回やっている。それから、ベトナム、そして昨日インドということで、金融政策のスタンスは皆同じような方向に向かってきたように窺われる。取り敢えず、私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

アメリカの経済成長の姿について。先程、多分、第2四半期が今年の底——ボトム——だと思っておっしゃった。第2四半期に減税効果が一番出てくるとなると、第3四半期は、今みたいに原油価格などが高止まっていたら、どうなるのだろうか。本当にそこを底にして上がっていくのか、あるいは、この政策の効果がなくなった時、もう一回落ちてしまうのか。

出沢国際局長

数字面は、ご案内のとおりブルーチップは第3四半期+1.5%という数字を言っているので、第2四半期ボトムの形になっているが、ではそれをピース・バイ・ピースで詰めていくと本当にそうなるのか、というのは、ご指摘のとおりである。個人消費面における政策効果がマイナスに出てくる一方で、住宅投資の下げ止まりというか、要するに住宅投資のマイナスへの寄与がさすがにそろそろ切れても良いかという見方はできるかもしれないが、それも引き続き不確定である。それから、設備投資は、前回申したが、どうなるか非常に分からない状況である。これもプラスに出るか、トントンか、マイナスかが全く分からないのが正直なところである。純輸出については、アメリカも世界経済のスローダウンの影響を受けており、

引き続き弱い方向が出ている。従って、これもあまり期待できないとすると、結論としては、そう簡単にボトムアウトと言い切れるかは、委員もサジェストされたように、全くそのとおりだと思う。先程申した貿易収支は、高値原油の入着により赤字幅拡大の方にいっているので、その数字から言うともあまり期待できない。ただ、純輸出は実質ベースであるので、原油価格の上昇分は関係ないので、そこは少しマイナス幅が小さくなる。

野田委員

4～6月も7～9月も、数字が出ても、政策——特に小切手のペイバック——の影響度合いをなかなか読みにくい。ブレイクダウンがなかなか難しい。

出沢国際局長

所得面では間違いなく。

野田委員

所得面では分かるが。

出沢国際局長

1.0%程度の所得押し上げ効果が…。

野田委員

どれだけ消費にいくかが問題だ。ただ、間違いなく言えると思うのは、当時の政策を発動した時に比べて、特にガソリン、食品も含めて物価が上がっているから、当時想定されていた政策効果よりも少しは小さくなる。だから、小さくなることは間違いない。

出沢国際局長

政策そのものが名目で決まっているので、その後の物価動向で実質効果

が減る可能性はある。それからマインドも。

野田委員

購買意欲・・・。

水野委員

ガソリンに1ガロン当たり4ドル払っている。だから、事実上増税と同様であるということである。

野田委員

相当帳消しにしている。

西村副総裁

イギリスやアイルランドとかで、住宅価格低下の影響が消費にはまだ現われていないと考えて良いか。

出沢国際局長

正直申し上げると、そこはきちっとしたことは言えない。ただ、スペインについては、ご案内のとおりGDPでみるとユーロ全体の中で弱めの数字が出てきている。それは明らかに建設、住宅投資の弱さがあるし、それを受けた個人消費関連にも影響が出ているはずだろう。アイルランドについては、手許で分析したものがない。

白川議長

世界全体のファイナンシャル・コンディションズみたいなもの考えた場合に、先程の金融市場局の説明とも関連するが、全体にクレジットの条件は悪化している訳で、その面は確実に厳しくなっていると思う。だが、実質金利という面でみると、全体のインフレ率は上がってきている一方、出沢国際局長の報告の最後にあつたとおり、色々な国で金利を上げている。

両者のバランスという面で昨夏以降をみると、実質金利はどのような評価になるか。多分、両者のギャップは拡大してきている。この前金融研究所の主催した国際コンファランスで、テイラー教授がテイラー・プリンシプルの話をしていたが、引締めを行ってはいるが、インフレ率の上昇により実質的には緩和度がこの間高まったと評価するのだろうか。

出沢国際局長

今、分析の真っ最中なので、ある程度中間報告という位置付けで聞いて頂ければと思う。非常にはっきりとしたペッグを採用している香港あるいはサウジアラビアというところは、米国平価をそのままミラーでやっているの、いわゆるGDPトレンドとそれから実質金利のトレンドのギャップで判断した緩和の程度は拡大している。しかし、つい最近まで色々な条件の中で緩和してきたアジアの諸国は、必ずしもペッグではない。管理フロートであるから、大きくドルからの乖離を避けようとしているが、そういうところでは、足許、先程申し上げたように、急速に金融政策のスタンスを変えている。実質金利が上がってきているという意味で、半年前位に比べるとギャップは縮まってきていることは間違いない。それから、割合引締めスタンスを明確にしたオーストラリアなどにおいては、間違いなくインフレ的な圧力を抑えようとする政策スタンスを続けているので、引き続きタイトな状況は維持されている。そういう区分けになるかと思っている。

亀崎委員

4月までのアメリカの貿易収支をみたが、赤字はずっと続いている。その水準が2007年3月——1年前——位の水準まで拡大している。相手国別の輸入、要するにどこの国でアメリカ向けの輸出が減っているか、増えているかをみると、増えているところはサウジアラビア、ベネズエラで、これらは資源国であるので石油の輸出が原因と分かる。他方、中国は、昨年の夏場以来ほぼ一貫して一桁台の伸び。これも前からみえていた。とこ

ろが、ASEANは昨年3月以来、大体伸びが前年同月比マイナスになっている。それから、NIEsは6月以来大体マイナスである。何が減ってきて、何が伸びてきたかと言うと、農産物、畜産物、石油、ガス、鉱産物といったものは輸入額が拡大している。ところが、減少しているのは繊維製品、アパレル関連、革製品、木製品、家具といった不要不急のものである。ということは、内需が弱くなっていることと整合的であると思う。ただ、機械、コンピュータ、一般機械、電気製品、輸送機械はウエイトが大きいけど、このところ、伸びが落ちてきている。これをもう少しみなければいけないと思っている。先程の関連からいくと、アジアも、中国だけではなくて、NIEsやASEANからの輸入が落ちてきているので、デカップリングは成り立たない。そうすると、日本からアメリカ向けのダイレクトの輸出だけではなくて、アジア向け、中国向けの輸出にも影響してくる。

出沢国際局長

私共は国際収支統計を作っているんで、地域別に分析すると、例えば日本からみた場合、対米輸出も落ちているが、隣国のカナダ向け輸出も落ちている。両国は経済的に非常に密接に繋がっているんで、カナダの対米輸出が落ちると、日本からカナダへの輸出も減るという意味で、100%のデカップリングは元々ないと思う。それから、私共はヘッドラインがどうかという観点に立っているから、今までの輸出の減速を内需でカバーしたということで、イシューにはならなかったと思う。しかし、内需が弱くなると、輸出の減速がヘッドラインに反映されイシューとなってくる。従って、カップリングのマイナスという意味合いが、従来より意識されてくるのは間違いないと思う。

亀崎委員

もう一点宜しいか。一頃までバーナンキ議長やある高官は、ドル安は決して石油プライスの上昇に繋がっていないという発言をしていたが、ドル安に対しては為替介入も排除しないと急に変わってしまった。これまではイ

ンフレ・リスクと経済の下振れリスクへの両睨みできたが、現在ではインフレ・リスクの方をより警戒しているかのようだ。しかし景気にとってワーストの時期は、ビハインド・アスでもアヘッド・オブ・アスでもなくずっと続いており、現在はたまたまちょうど台風の目の中にいるだけだと思う。そのような景気情勢の中で、こういうドル買いの為替介入も辞さないと言っているが、大丈夫だろうか。他方、この10日間、世界で何が起きているかと言うと、韓国はウォン買いドル売り介入している。それから、タイ銀行はバーツ買いドル売り介入、それからインドも確かドルを売ってルピー買い、それからトリシェ総裁は7月にでも利上げという発言である。このように国際協調も取れない中で、ドル買いの介入をしたところで、どれ位インフレを抑える効果があるか。例えば原油価格の場合、100ドルを超えたところでは金融面からの押し上げは相当あるだろうが、根本的にはグローバルな需給ギャップによって起きている訳で、通貨調整で物価上昇に対応するには限界があるのではないか。それから、先程申し上げたような各国ばらばらの動きをしている中で、一国でどの程度のドル買い介入ができるのか。その辺、どうぞ覧になっているかお聞きしたいと思う。

堀井理事

バーナンキ議長はさておき、ポールソン財務長官が先々週ドバイでスピーチされているが、そこのスピーチの狙いはかなりはっきりしている。要するにドルに対する世界的な信認を守るということである。ドル安が輸出へのメリットがあるのではないかというパーセプションが広がった時もあるが、世界の交易を支えているのはドルの決済システムを中心とする広い意味での金融インフラだという理解をしている。一方、ドルの信認を支えているのは、二つの要素があって、一つは決済システムを支える健全な金融機関——これについては、ベア・スターンズの破綻もあり懸念が深まっており、問題は簡単に良くならなさそうだ——、もう一つはドルの購買力——要するにインフレを起こさないこと——である。これら二つの要素がドルに対する信認を支え、そしてドルが国際的に使われる中で、アメ

リカの国際的な経済面でのプレゼンスと競争力を維持する。そういう広い意味でのアメリカの経済政策の根幹があると思う。しかし、これに対する疑念が一部市場に出てきている。ひょっとしたら、当局は輸出のために全体のシステムを放り投げるのではないかといった懸念が出てきた中で、ポールソン財務長官はそうではない、我々は元々考えているシステムを守るのだということを、ドバイ——湾岸諸国のドル離れが懸念される地域——でスピーチされた、と私は理解している。それで、中央銀行である Fed も金融システムの健全性の維持、それから物価の安定——ドルの購買力の安定と言い換えられる——は共通の利害を持っているから、そういう中央銀行の与えられた役割から照らしてみても、ポールソン財務長官がスピーチされた翌日に、バーナンキ議長も自分もそう考えているとスピーチされたと理解している。スピーチで最初に財務省の同僚と協力するというフレーズでパラグラフが始まっている訳であるが、そういう広いコンテキストの中でおっしゃったものだとは理解している。だから、単に資源価格へ影響を与えることを直接狙うとかいうピンポイントの狙いがあるというよりは、ドルの信認を守ることによって世界の貿易システムを守り、その中でアメリカの権益を守っていくという意図の表明だと理解している。従って、介入についても、そういう大きなコンテキストの中では、昔から変わらないと思う。市場が大きく混乱する、あるいは、今のシステムががたがたになりそうなリスクがある時は、果敢に行動する。そうでない普通の時は市場に任せるのが一番だとよく知っている。こういう理解にあると、私は考えている。鈴木大臣官房総括審議官の財務省は、為替政策の直接の担当であるが、私が財務官とお話している限りでは、そういった感じで財務省もご覧になっているのかと思っている。

亀崎委員

ということは、ポールソン財務長官が、歓迎しない物価上昇に対しては為替介入の選択肢も排除しないと言ったのは二次的なもので、むしろ米国の金融システム、米国の経済、ドルに対する信認を守ることが主なのか。

堀井理事

先程申し上げたように、金融システムの健全性とドルの購買力の安定という意味での物価の安定と、二つの意味があるかと思う。それで、特に共和党のアメリカ政権は、ドルについてはややもするとレッセフェールとかビナイン・ネグレクトとみられがちであるから、それはビナイン・ネグレクトではないし、レッセフェールでもなくて、市場が混乱しそうな時は、今までと同様、今後も行動する用意がある。この点は、白川議長がご出席になった4月のG7でも確認されているところである。

須田委員

これまでの経験から、アメリカがドル高を強調する時は、インフレを懸念している時である。過去でも何か言い始めた時は、大体インフレが問題になった時である。裏返しでみると、今ここにきて言い始めたということは、インフレに対する警戒感を少し高めているのか、と私は受止めた。

野田委員

ドルの信認とは、まさにそのことであるから、インフレ抑制というかインフレ退治が半分以上占めていると理解するのが自然だと私は思う。

白川議長

他にないか。それでは、ここで少し休憩をして、3時40分に再開する。

(15時28分中断、15時40分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告(資料-4)

白川議長

それでは、国内経済情勢をお願いする。

門間調査統計局長

それでは、本日お配りした資料-4（追加図表）を先に説明して、その後事前にお配りしてある資料-4（参考計表）を使わせて頂く。最初に資料-4（追加図表）である。図表 1、実質 GDP である。1～3 月の 2 次 QE であるが、(2) の表のシャドーの実質 GDP は前期比 +1.0% と、1 次 QE 段階の +0.8% から上方修正である。民間企業設備——すなわち設備投資——が、寄与度ベースで -0.1% から 0.0% へ上方修正になっている。事前に予想されていた改訂であるから、これにサプライズはなかったと申し上げて良いと思う。それから、この表にはないが、この結果として 2007 年度全体の成長率が、1 次 QE 段階の +1.5% から今回 +1.6% へと改訂されている。それによって、2008 年度へのゲタは +1.2% となっている。ただし、この 1～3 月は、個人消費と純輸出が出来過ぎと思っている。特に個人消費は閏年要因もあって、実力よりも相当強く出ている。従って、4～6 月は、その反動が出て実質 GDP はマイナス成長になる蓋然性がある。ゲタが +1.2% あってもいきなりマイナスであると、2008 年度は潜在成長率並みの成長を楽に達成できるという訳にはいかないと申し上げておきたいと思う。それから、図表 2 である。(1) の GDP デフレーター、右端の 1～3 月は -1.5% であって、1 次 QE の -1.4% から若干マイナス幅拡大である。外需デフレーター的大幅低下、すなわち交易条件の大幅悪化、その結果 (3) の GDI、GNI が約 6 年振りに前年比マイナスという状況は 1 次 QE から変わっていない。以上が GDP 関連で、次に企業部門の統計を纏めてみてしまう。

図表 13 である。＜法人企業統計・設備投資＞で、1～3 月は前期比 +2.5% で、これが先程の 2 次 QE の上方修正に繋がっている。設備投資の増勢は鈍化してはいるが、同時になお底堅さを維持しているという面が、少なくとも 1～3 月については出ていると思う。図表 14 に内訳の四面グラフがある。それぞれ、太実線が設備投資である。(1) の製造業大企業、これが過去 1 年位横這いであったが、足許は再び上向きになっている。この 1～3 月の増加のかなりの部分は電気機械であって、液晶やプラズマの大型工場

の建設が始まったことが恐らく効いていると思われる。ただし、後程ご覧頂く先行指標等からみても、これで 2006 年までのような一本調子の上昇トレンドに復しつつあるとは考えにくいと思っている。それ以外の中小企業や非製造業については振れが大きいので、足許の動きからはあまり確たる情報は読み取れない。いずれにしても、設備投資は 1～3 月までは増勢鈍化ながら底堅いという評価で良いと思うが、4～6 月以降の下振れリスクは依然として大きいと思う。その点に関わる指標を以下順番にみていく。

図表 15 である。まず供給サイドの統計、4 月の資本財総供給が 1～3 月に続き落ちている。月々かなり振れる統計であるから 5 月以降をみたいが、多少注意をもってみる必要があるかもしれない。さらに、図表 16、先行指標も決して弱くはないが、あまりぱっとしない。(1) の機械受注は、太実線が製造業、非製造業を合わせた民需全体である。右端は 4 月、これに対応する 4～6 月の見通しがバツテン b であったので、それ対比ではかなり上である。つまり、4～6 月の見通しは実勢よりもかなり弱く出る傾向があるという見方は正しかったと思っているが、それでも今月の数字は決して強くはないと思う。特に細実線の製造業がぱっとしない。中身としては、電気機械、特に半導体製造装置が足許弱くなっていて、IT 関連の投資がやや先送りされている可能性がある。それから、(2) の建築着工も 4 月分まで入っているが、ご覧のように改正建築基準法前の水準にはなかなか戻ってこない。この辺りも多少気になる動きである。一方、最近出た 2008 年度全体の計画としては、図表 17 の日経新聞の調査、サーベイがある。(1) のグラフをご覧頂いて、太黒線である。大企業全体 2008 年度は +3.7% という結果であって、2007 年度の +7.6% から減速するが、(2) の製造業を中心に恐らく中身的には中期的な観点からの戦略投資など、それなりに底堅い結果になっている。ただし、このアンケートでは対象になっていない中小企業の下振れリスクは大きいと考えられるし、それから大企業についても幾ら戦略的な投資ではあっても、実際に投資を進めるタイミングや規模については、企業収益の影響から無縁ではありえないと思っている。そして、その企業収益が今月のポイントである。図表 18 で

ある。〈法人季報・売上高経常利益率〉、1～3月は、ご覧のように、かなり低下している。全産業、全規模で10～12月の3.70%から1～3月は3.30%へとかなり大きな低下である。今月はこの企業収益の減少がはっきり確認された点が最大のポイントかと思う。1～3月の特徴は、これまで高水準だった製造業大企業が6.12%から5.03%へと、最も大きく低下した点である。このイメージを図表19の四面グラフの太実線で確認して頂くと、このところの収益の伸び悩み傾向——もはや減少傾向と言うべきかもしれない——の基本的な流れの背景にあるのは、エネルギー・原材料高になるが、1～3月に関しては、それに加えて、これまでも申し上げてきたとおり、円高の影響も大きかったことが製造業大企業の大きめの減益に繋がっていると考えられる。そして、この先4～6月以降も、この後直ぐご覧頂く輸入物価のさらなる上昇を中心に、交易条件が悪化を続けることは確実であるので、企業収益は当面さらに減少を続ける蓋然性が高いとみている。勿論、この法人季報は季節調整、その他のノイズもあるし、4～6月は段差もあるので、この法人季報ベースで単調減少するかどうかは分からないが、いずれにせよ実態的には2008年度上期の収益は、以前から申し上げているとおり、あるいはそれ以上に、かなり厳しくなると考えている。以上が企業部門である。

物価関係で、昨日出た企業物価関連の指標をみていく。図表36の表で、ここへきての特徴は何と言っても輸入物価の大幅な上昇である。まず、輸出物価（円ベース）から確認していくが、1～3月の前期比が三角カッコ内-3.8%で、前期比で円高であったので、マイナスになっている。これが先程の輸出関連企業を中心とする収益の悪化に繋がったということである。その後、4～6月の前期比はプラスになりそうである。従って、輸出価格面で4～6月は一息つけそうだ。しかし、4～6月の問題は輸入物価であって、今、4、5月のところの数字が+5.7%と入っているけれども、6月が入ると、恐らく+7～+8%位まで上昇幅が拡大しそうである。年率でその4倍と考えると、この瞬間風速は相当凄い。今申し上げたような数字であると、輸出物価対輸入物価でみた交易条件は、4～6月は1～3月以

上の角度で大幅に悪化する計算になる。ただ、内訳が大きく変わり、1～3月は輸出物価の下落で輸出企業がダメージを被ったが、4～6月は専ら輸入物価のしかも大幅な上昇で内需関連企業にプレッシャーが掛かる姿になりそうである。さらに申し上げると、4、5、6月と輸入物価が毎月上がっているの、その後、輸入物価の上昇が止まり、若干の反落位のこと起こったとしても、7～9月の4～6月対比の輸入物価は+5%位上がる可能性が結構ある。前年比でみると、7～9月の輸入物価は恐らく+15%を超えることも十分あってもおかしくないと思うので、先程のGDP統計のところでみて頂いた外需デフレーターのマイナス寄与は1～3月よりもむしろ4～6月、7～9月の方が大きくなる可能性が高い。交易条件の悪化はまだまだこれから続くという状況である。これだけ輸入物価が上がっているの、国内企業物価もかなり押し上げられていて、この表にも数字はあるがグラフでみて頂いた方が良いので、図表40である。(1)の<月次>の5月の前年比について、確か前回+4%台半ばに達する可能性があると自分では結構大胆に申し上げたが、それを嘲笑うかのように一気に+4.7%までいってしまった。(2) <月次>の3か月前比も+2%を恐らく超えるだろうという位に申し上げたかもしれないが、+2.5%までいっている。懲りずに6月の予想を申し上げると、3か月前比では恐らく+2.5%位であまり変わらないが、前年比では+5%台前半位にいくのではないかとみている。何はともあれ、これだけ足許上がってしまうと、この後、原油が多少反落するという展開になったとしても、2008年度の国内企業物価は+4%台半ば位になってしまう計算になる。この資料は以上である。

それではいつもの資料-4(参考計表)で他の指標を説明していく。最初に図表5、輸出関連の図表をご覧頂きたいと思う。4月の実質輸出は前月比が-5.4%、1～3月対比でも-4.2%と大きな減少になっている。図表6の太実線がそのグラフである。ただ、このところ輸出はかなり月々振れているので、これをもって輸出の地合いがはっきりと弱くなってきているというところまではまだ言えないと思っている。これだけではこの振れが大きい点が分かりにくいので、内訳をご覧頂く。図表7である。(1)地

域別をご覧頂くと、4月あるいは第2四半期のところは、ほとんど全ての数字が大きめのマイナスになっている。逆に3月あるいは第1四半期は、ほとんど全てが大きめのプラスである。(2)の財別でも同様の傾向がはっきりとみられる。こうした3月、4月の振れを作り出している要因の一つとして理由が分かっているのは、3月に進んだ円高の統計作成上の処理の影響である。どういうことかと言うと、実質輸出の分子になる通関統計の金額のうち外貨建ての部分は、制度上、半月遅れの為替相場で円換算されているのに対して、それを割り戻す分母の方、輸出物価の為替相場はそうした遅れはないから、分母と分子の為替相場に半月位ずれがある。従って、例えば円高が急速に進行すると、分子はまだ円安で換算されている金額なのに、分母だけ円高になってしまうということで、そういう時には実質輸出が大きめに出るという傾向が元々ある。今回、まさにそれが3月に起こったようであって、3月の計数が押し上げられていて、4月はその反動が出ている面がある。そこで、そういう振れを均したイメージで評価すると、今月は輸出は幾分鈍化しつつも増加を続けているという位の判断が適当なのではないかと考えている。この点、輸出の増加テンポがそろそろ鈍化するの、元々想定していたシナリオである。ただ、鈍化の程度が想定していた以上に急速なのか、あるいは逆に4月は振れもあるから、この後、5月、6月の数字が入ってみると大して減速していなかったということになるのか、今の時点では両方の可能性があるとしか言いようがない。ミクロ情報でも米国経済の弱さはじわじわ出てきているという声が聞かれる一方で、新興国や資源国向けの強さについては、特に変化は出てきていない感じがする。それから、投機資金のせいで上がっていると言われている原油だけではなくて、鋼材市況とか、ばら積み船の運賃もかなり高騰しているから、世界経済が足許既に目立って減速しているというところまでそもそも言えるかどうか、そこがまだよく分かっていないと思っているので、今後はあらゆる可能性を排除しないということで、みていきたいと思っている。いずれにしても、もし仮に足許世界経済が全体としてあまり減速していないなら、この後のインフレ圧力の上昇を経て、その後大き

く減速するリスクがあることを意味している可能性もあるので、そういう可能性も含めて輸出の先行きについては、予断を持たないでみていく必要があると思っている。輸出関連は以上である。

企業部門は先程終わっているので飛ばして頂いて、図表 22 の個人消費に進んで頂きたいと思う。(1) のグラフである。需要側の統計三本とそれから小売業販売額のグラフである。これまで、凄く振れの大きな数字を月次で書いていたが、今回から四半期にしてみた。少しみやすくなったかと思う。まず、ご注目頂きたいのは消費水準指数（家計調査＜除く住居等＞ベース）——太実線——である。これは家計調査のうち GDP 統計の推計に使われている品目にほぼ対応した系列である。それが右端の 4 月のところで減少している。しかも、この系列は閏年調整されているが、GDP はされないで、GDP 統計は 1~3 月がもっと盛り上がって、4 月はがくんと落ちるといって反映されることになる。従って、需要側の統計からすると、GDP は 4~6 月以降落ちる可能性が高い。しかも、恐らく消費の実態は小売業販売額——灰色の線——に近いと思っている、1~3 月のところで少し落ちている状況である。勿論、この小売業販売額は多様化するチャネルを捉えきれていない問題があつて、短期的にはこれでみて良いと思っているが、トレンドは過剰評価になっている可能性が高い。そこで、大元から全部捉えている消費財総供給、図表 24 をご覧頂く。こちらはどのような格好になっているかというと、(2) のグラフはずっと上方トレンドを続けてきたが、1~3 月辺りから頭打ち、4 月は少し弱含みという感じである。やはりこれでみても年明け位から少し消費が弱くなってきているのではないか、という感じがする。それらを全部踏まえた (3) の消費包括指数——右端の細実線——は前期比マイナス。まだ 4 月だけであるから何とも言えないが、先程から申し上げている様々なことを考えると、4~6 月の GDP の個人消費が 7 四半期振りのマイナスになるという蓋然性は結構高いと思っている。それから、次の図表 25 で消費者コンフィデンスをみると、むしろ年明け位から少し消費が弱いというのは自然な動きかもしれない。このように図表 25 のコンフィデンスをご覧頂くと、少し前

までは太実線の消費者態度指数だけが悪化していて、全般には区々という局面もあったが、足許は全指標悪化で揃っている。年末から足許に掛けて、消費者物価指数の上昇率がゼロ近傍から+1%超へと上がってきたことと歩調を合わせるかのように、マインドが悪化してきていることかと思う。5月以降に関するミクロ情報でも、天候要因もあって、百貨店、スーパー、外食、旅行いずれも急に落ちている訳ではないが、消費者の行動はじわじわと慎重になってきているという感触が聞かれている。個人消費は底堅いという評価を今月の段階で変えるつもりはないが、いつまでも底堅いと言い続けられなくなるリスクが高まってきているようにも感じられるので、心の準備をしておきたいと思っている。

図表 26、住宅投資である。住宅着工は4月が115.1万戸であって、1～3月に比べて若干増加した。ただし、改正建築基準法の施行による急落からの回復過程は既に一巡していると思われる。そして、その回復したレベルの評価については、図表 27 のグラフになる。ご覧のように、法改正前の120万戸、130万戸という水準までには全然戻りそうにない。(2)のグラフで、マンションの在庫——細実線——も増加が止まったかどうか、まだ定かではない。しかも、ここに書かれているのはあくまでも完成した物件の在庫であって、現在建設中のいわゆる仕掛在庫分の販売が低調であるから、潜在的な完成在庫増加圧力はまだまだあるという見方もある。そういう末端市場の弱さとか資材価格の高騰による採算の悪化を考えると、現在の115万戸という着工水準自体、これから先維持できるかどうか、下振れの可能性も頭の隅には入れ始めた方が良くと思う。それから、なかなか今作っても売れない状態であるから、建築確認が下りて着工統計には計上されていても、実際の工事は進められていないという例も起こってきているようである。そうだとすると、GDP統計の数字は、着工から進捗展開するからそちらは目先回復するが、実態はGDPより少し弱いという可能性も否定できない。そうすると、建設業の収益とか資金繰り、雇用等に注意が必要な状況はまだ続くということかと思っている。以上が住宅である。

図表 28 の生産である。生産の状況は前月とあまり変わっていない。横

這い圏内である。5月の予測指数がご覧のように+4.7%増加となっていて、目先はこれがどの位実現するかがポイントである。一応、5月、6月が予測指数どおりだとすると、欄外にあるように4~6月は前期比+0.7%になる。我々のミクロ情報等を踏まえると、もう少し弱い感じのゼロ近傍かと思っているが、それも5月がかなり下振れると実現できないリスクがある。一応ミクロ情報では、7~9月位になるともう少しはつきりと回復してくるのではないかという感触は得られているが、これはあくまでも感触であり、輸出動向次第という側面がかなり強い状況である。ただ、この表の中で4月の在庫をご覧頂くと-0.9%で、在庫の積み上がりは全体として引き続き起きていない。この点を図表31、在庫循環で確認しておくと、一番上の第1四半期の白丸はほぼ45度線上にあって、不均衡は依然として起こっていない。部分的にみると(5)の電子部品・デバイスで若干バランスが崩れている図になっているが、差し当たりミクロ情報では、ここはデジカメ用や携帯用の部品の前向きの積み増しと聞かれている。勿論それでも心配だと言いだめればきりが無いが、ここから先の鉦工業生産にとっては、やはりIT関連の在庫がどうこうというよりも、そもそも世界経済を取り巻く全体の状況の行方がポイントかと思っている。生産は以上であって、次に雇用に行く。

図表32である。求人関係と労働力調査は、後程グラフでご覧頂くことにして、この頁では<毎月勤労統計>の賃金の数字をご覧頂きたいと思う。名目賃金の4月の前年比+0.6%である。確報で上方修正される傾向がこのところあるから、若干もっと上がるかもしれないが、それでも多分+1.5%まではいかないであろう。恐らく年度替りのところで、伸び率が高まるとはならないで、むしろ幾分低下することになりそうである。小幅のプラス基調が概ね定着しているという見方で良いと思うが、企業収益も厳しくなってきたので、以前から申し上げているように、この先も賃金の上昇テンポはかなり緩やかであると考えの方が良いと思う。賃金の背景にある労働需給そのものについても、引き続きタイトな状況という評価で良いと思う。ただ、そのタイトな度合いは、このところ少しずつ緩めに

なっているようにみえる。図表 33、(1) の完全失業率はぎざぎざしているが、4 月は 4% へと上昇している。そして、この図表の有効求人倍率の低下、(2) の図表の新規求人の減少、新規求職の下げ止まり、さらに振れかもしれないが、(3) の民間・求人広告掲載件数も今月は落ちている。ということで、これだけデータが揃うと、労働局の求人適性化指導の影響もあると思うが、労働需給の引締め具合は一頃程ではなくなっているともみる方が良いと思う。そういう中で、図表 34、雇用者数の全体である。こちらも (1) の図表、毎月勤労統計——細線——と労働力調査——太線——の乖離は続いているが、足許の方向としては、両方とも伸び率が幾分低下している。この先は、賃金だけではなくて、その背後にある労働需給全般をみていく必要があると思っている。雇用関連は以上である。

物価は残っているのが C P I で、図表 43 に進んで頂きたいと思う。4 月の C P I (全国) は前年比 +0.9% で、ガソリンの暫定税率の一時的な失効を主因に伸び率が一旦低下した。しかし、次の 5 月分は暫定税率が復活し、その間に原油コストもさらに上昇、食料品の価格転嫁もじわじわ進行中であるので、5 月は +1% 台半ばに達する可能性が高いと思っている。C G P I だけではなくて、C P I のグラフも書き直さなければならないかもしれない。さらにその後 6 月以降も、今の原油価格からすると、恐らく 6 月から秋口位までの間には、+1.7% とか +1.8% とかいう数字が出てくる可能性が高いと思っている。原油価格が今から多少反落した位では、2008 年度全体の C P I も恐らくは +1% 台半ばという感じかと思っている。逆に言うと、展望レポートの +1% 程度になるためには、原油価格がかなり急落することが起こらないと実現できないという状況になってきているということかと思う。

以上、今月の最大のポイントは企業収益の減少が確認されて、その基本的な背景となっている交易条件の悪化は 4~6 月以降もさらに幾分ペースアップしながら続いている点と、それからついに輸出に増勢鈍化のサインが出てきているようにみえる点である。これらが今後の生産、雇用、設備投資等に与える影響如何によっては、景気基準日付上、もう後退局面入り

している可能性がゼロではなくなっているということである。その一方で、物価については 2、3 か月前の想定に比べて、明確に上振れて推移していることかと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

1～3 月の企業収益をみると、減損というか色々な有価証券投資の失敗によるロスもかなりあるとみたが、それも反映されているとみて良いか。

門間調査統計局長

それもあると思う。ただ、それは先程の図表で営業利益率と経常利益率の差に出てきているはずである。従って、確かに経常利益率——太実線——の落ち方が大きいところは、今おっしゃったような有価証券の評価損みたいなものもある程度含まれている可能性があるが、その前段階の営業利益率をご覧頂いても結構下がっているのは、やはり実態が悪くなっている面が大きいということかと思う。

西村副総裁

図表 14 で設備投資をみると、非製造業中堅中小企業は若干高過ぎるような気がする。この統計は振れも大きいが、何か特段の情報は入っていないか。

門間調査統計局長

正直申し上げて、これは全然分らない。過去の系列をご覧頂いても結構大きく振れているので、正直申し上げて今の段階では振れとしか申し上げ様がない。一方で、収益面ではキャッシュ・フローが悪化しているので、その辺の整合性も十分に解明できていない状況である。

須田委員

C I をどう受取っておけば良いのかが、もう一つはっきりしないのだが。

門間調査統計局長

図表 1 に C I を掲げてある。この一致指数の C I が足許少し下がってきている。これがこの前の内閣府の発表の「局面変化」に対応していて、要は過去数か月間の間に局面が変わっている可能性が暫定的にはあるということである。従って、事後的には、2008 年の頭辺り——まだ何月か分からないが——で景気の山が付いてしまう蓋然性が今の時点である程度あることを意味している。それで、「局面変化」が悪化という評価に変わるかどうかについては、一つは C I の後方 3 か月移動平均が 3 か月連続して低下するかどうか結構ポイントになりそうである。後方 3 か月移動平均値は単純に言えば 3 か月前比みたいなものであるから、3 か月前比が 3 か月連続で下落するかどうかということになる。それで、C I は色々な指標が入っているが、やはり大きいのは生産である。生産で大体色々なものが決まってくるから、仮に生産で考えるとする。先程、私は 5 月の生産がポイントであると申し上げたが、予測指数は +4.7% である。過去 2 か月は 3 か月前比がマイナスなので、今度の 5 月の生産が 3 か月前比でマイナスだと、3 か月連続で 3 か月前比がマイナスとなる。そうならないためには、5 月の生産が +4% とは言わないが +3.7~+3.8% は上がってくれないといけない。だから、+4% 前後辺りになるかどうか、その辺りが C I の評価という観点からも臨界点になる可能性がある。勿論 +4% 位いかなないと、4~6 月全体で生産がプラスにならないという蓋然性もあるから、実態的な評価も含めて 5 月辺りの生産は結構ポイントかと思っている。

白川議長

他にないか。

中村委員

輸入物価の上昇が4～6月以降も効いて交易条件はさらに悪化するということだが、輸入物価が上がるということは、中小企業により影響が出てくることになる訳か。

門間調査統計局長

然り。内需関連産業とか中小企業である。1～3月は、大企業製造業の収益がかなりやられたが、4～6月以降はそれ以外のセクターがむしろ厳しいということかと思う。

中村委員

輸入物価の伸びが+5.7%というレベルは、過去にはないということで良いか。

門間調査統計局長

ずっと過去をみればある。因みに、6月の輸入物価の3か月前比がどういう感じになりそうかについて、報告する。先程の（追加図表）の図表38を出して頂きたい。5月の輸入物価の3か月前比が+6.4%であるか。これが6月は+12、13%になるという計算に今なっている。なると断定できないが、なりそうな感じがある。+12、13%というのは、このグラフではないレベル感である。

野田委員

ポイントである輸出について、あらゆる可能性を排除しないことはそのとおりだと思う。ただ、3月、4月を均して、それから2月がマイナスだということをみると、トレンドとしてやはり弱いという見方をしている方が市場は多いようにみている。

門間調査統計局長

さらにその一つ前の1月は結構上がっているため、1月は上がって2月はその反動で落ちている可能性があるから、四つみないとフェアにならない。ただ、それを含めてみても、私共も今月は輸出の増勢は幾分鈍化しているとみようかと思っている。ただ、私は先程申し上げたが、そこで本当に自信があるかと言うと、実はこれだけ毎月振れているから下がった月でみると、そうみえるが、上がった月でみるとそうではないかもしれない。しかも、生産が5月結構強そうだという背後には、輸出の増加があるのではないかと思う。加えて、先程、出沢国際局長からあったように、中国が随分輸入を増やしているとかいう話もあるから、そう考えると、元々今の世界市場で、先程申し上げたように、コモディティは上がり続けているから、幾ら投機資金が入っているとは言っても、世界経済は本当に減速しているのかどうか自体がまだ本当に証拠が掴めていないという感じがする。多少、留保条件を申し上げた。

須田委員

今の話で、地震の復興需要という話は企業から聞かれるか。

門間調査統計局長

それ自体、それ程ボリュームは大きくないが、アジアでは鋼材の市況が結構強いことに影響していそうである。それから、中国はどのようにして輸入をあれだけ増やしているのか、今ひとつ分からない部分もあるが、やはりオリンピックである。オリンピックに向けて、様々な物品が品切れにならないようにしていることがあると言われており、そうだとすると足許在庫の積み増しが起こっている可能性がある。そうすると、その分は、足許の世界経済を減速させない方向に効くが、後で反動が出てくる可能性がある。今、これだけ世界経済全体でインフレ圧力が強まっているから、今の成長が持続可能とは思えないので、どこでどういう形で成長が途切れるかは大きなイシューである。今途切れなければ、後で途切れる。その場合、一旦

インフレが挟まるというリスクがあるということではないか、と思っている。

亀崎委員

CPIについて。去年からずっと、とにかく多くの品目が24年振りとか十何年振りとか上がりながら、購入頻度は高いが、ウエイトが小さいために全体の数字が上がらなかった。ところが、このところ寄与し始め、例えば3月の+1.2%上昇のうち、エネルギー関連の寄与度は+0.7幾つ%であったが、食料を中心とする他のものが+0.4%位寄与した。4月も、食料関係の寄与度がさらに高くなっている。エネルギーとかデジタル家電とかは非常に分かりやすいが、ウエイトの小さい分かりにくいものの動きについて、前年同月比でどのような見方をしたら良いか。

門間調査統計局長

そのところは、2、3か月前の想定どおりである。要するに除く食料、エネルギーではゼロ近傍であろうとみていたが、そのとおりゼロ近傍である。そのアンダーラインな様々な細々したものの上がり方は基本的にあまり変わっていないし、想定対比でも上振れても下振れてもいない感じかと思う。今の時点では、この先、あまり大きく変わらないのではないか。つまり需給という観点からすると、需給ギャップがどんどんプラス方向にいくという感じが薄れてきているし、現に足許の賃金も少し上がり方が小さくなってきている兆しがある。従って、アンダーラインなものが全で一斉に上がっていくということになるためには、少しまだ時間的な距離があるのではないか。かと言って、今直ぐにそういうところがまたデフレに戻ってしまう感じでもないので、暫くはゼロ近傍で推移するのではないかと取り敢えずみている。

亀崎委員

コアコアのところ。

門間調査統計局長

コアコアを以前使っていたが、あれはその時その時で特殊要因と思われるものを継ぎ足した昔の旅館みたいに作ったものなので、今はそれを重視する必要性はあまりなく、もっと単純に除く食料、エネルギーでご覧頂ければ一番良いと思っている。そうすると、足許のところは -0.1% である。これも月々少し変わるのでゼロ近傍という状態は続いていると思っている。

亀崎委員

前月は $+0.1\%$ か何かであった。

西村副総裁

あれは、四捨五入での切上げなのである。 $+0.05$ プラスアルファ%とかいう。

野田委員

それに関して分かりにくいので、教えて頂きたい。刈り込み平均——ここでいう薄いグレーのもの——については、エネルギー、食品の影響は全て捨象されているとみるのか、一部は入っているとみるのか。

門間調査統計局長

一部は、入っていると思う。食料品はまさに細々としたものだが品数は結構多いので、食料が上がっていると、この上昇には効くと思う。

白川議長

食料、エネルギーを除くと基本的にはあまり変わっていない、ゼロ近辺であるとの話があった。今日も朝方、改めて消費者物価指数を構成する500品目の上昇率をみながら、下がっているものはどういうものかとみて

いると、勿論、パソコンであるとか、機能が向上していると言われるものは下がっている。一方、物価指数の計算上、あまり品質を調整せずに比較的単純に計算できるものはマイナスとなっている品目の中にはそれ程なく、アーティフィシャルに下がっているものが中心であることの評価はどうか。今上がっているものは割合単純な商品だから、これは上がっていると実感しやすいと思う。しかし、下がっている方は下がるように計算するから下がっているという面もある。こうしたことは今始まったことではないが、今回コントラストが激しいだけに、その辺の評価をどう考えれば良いか。

門間調査統計局長

それはいつもある問題で、そういうものを物価下落とみなすかどうかはかなり哲学的な問題でもある。実感に合うとか、合わないとかいう議論がある。ただ、機能が上がっていて、価格が上がっていないものについて、全く価格が下がっていないとみなすのはやはり論理的におかしいということがどうしても残るから、そこはある程度そういう約束事の中でみていかざるを得ないと思っている。それから、C P I を評価する時には、それだけではなくて、最近、例えばプライベート・ブランド商品がどんどん出てきて、それらの中には随分下がっているものがある。しかし、逆にそういうものはC P I には入ってこないで、足許これだけ価格が変化してくると、典型的な代替バイアスが起きている可能性がある。だから、こういう指数計算上下がっているようなパソコンがあるからC P I は過小評価だという方向ばかり注目するのも、バランスが悪いかと思う。

白川議長

分かった。他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは最後に、金融環境をお願いします。

雨宮企画局長

それでは金融環境をご説明する。主に事前にお配りしている資料-5(参考計表)と、本日お配りした(参考計表・その2)でマネー指標関係を——マネースtock統計——今週から公表しているのでご説明申し上げます。全部で論点が三つ位あり、一つは今の調査統計局長の収益低下の話が金融面でどう現われているかという意味では、特徴が段々明らかになってきており、一つは、原材料市況高騰を背景に資金需要が強くなり始めているということと、一方で、企業は相当手許の取り崩しも始めているようである。そういう資金需要の増加と手許の取り崩しという格好で、収益の悪化が金融面で現われてきている、というのが一点目である。それと二つ目は、極く足許ではあるが、クレジット、直接金融市場は一時と比べると、発行市場においては悪化が一服し、低格付けの発行も若干戻り始めているといった点が特徴点である。それから三つ目は、今申し上げた今月からマネースtockという新しい統計の公表を始めたので、このご説明を申し上げたいと考えている。

まず図表1である。民間部門総資金調達であるが、5月の速報をご覧頂くと前年比+0.5%で、これまで10~12月-0.2%、1~3月0.0%だったが、3月、4月+0.2%、5月+0.5%と緩やかではあるが、プラスが定着しつつあるように思う。中身は専ら銀行であり、4月+1.1%の後5月+1.3%と寄与度が高まっている。その銀行貸出について図表2で主要業態の数字をご覧頂くと、5月の3業態特殊要因調整後の前年比が+2.1%で、1~3月の+1.4%、4月+1.7%と比べても少しずつ高くなっている状況である。ミクロ情報では主に原材料・エネルギーコスト上昇を背景とする資金需要の増加があるようであり、図表3(1)の借入主体別の今年入り後のグラフ——右端1センチ位——をご覧頂くと、これは白が住宅向け、

灰色は企業向け、黒が地公体である。黒の地公体がこの3か月少し高まってみえるのは、これまで何回もご説明申し上げたが、地公体の調達、地方債からの借換えが強くなっているということである。あとは、企業向けの貸出が増えている状況になっている。ただ大宗は、今申し上げたとおり、原材料コスト上昇を背景とする資金需要増加であるので、これをもとに金融環境を判断するうえでは、恐らく実際の資金の需給、あるいはその現われ方としての金利等を総合的に考える必要があると思う。

そのうえで金利について、図表4である。前回3月分が出ていなかったもので、約定平均金利は3月、4月の2か月分纏めて新たなデータとして付け加わっている。＜貸出金利＞の新規の総合をご覧頂くと、4月1.628%で、去年の夏と比べても若干弱いか横這い圏内かという感じである。短期の除く交付税特会向けは4月1.8%、去年の後半が1.95～1.96%だったので、この辺は少し下がって弱含みという感じがする。ただ、全体としてまだ-0.1%程度と小さい動きであることと、足許長期金利はむしろ上がり出していること、それから今申し上げたとおり、資金需要はむしろ強くなっていることもあるので、このまま貸出金利は弱含みで低下していくのかについては、もう少し時間を掛けて点検していきたいと思っている。今は頭の中でカッコ付きで弱含み、横這いという感じで評価している。

企業金融周りの統計で、図表6である。今月、＜資金繰りD. I.＞で中小企業金融公庫、商工中金のD Iが新しく出ているが、5月は両方とも引き続き今までと同じ傾向で、じわじわと悪化方向に向かっている。それから図表7(1)で企業部門の資金過不足(法人季報)が出ている。今、企業金融周りでは資金需要の増加の一方で、手許の取り崩しが相当出ているということを冒頭申し上げたが、これがやや極端な格好で法人季報に出ており、(1)のグラフの一番右側の棒をご覧頂くと、白抜きの上に出ている部分がこの手許決済資金の増減で、手許を取り崩したという方が上に出ている。大きな取り崩しである。やや強く出過ぎていることと、この結果、全体の合計値は資金不足は不足であるが、余剰の方向にこの太実線は動いている。統計的な要因あるいはサンプルの振れも含めて割り引いてみる必

要があるかと思うが、後程申し上げるとおりマネー統計をみても、法人の手許取り崩し、流動性預金の減少は続いているので、借入れ需要の増加と手許取り崩しの両方が同時に起きているだろうと思っているし、その両方が起きている背景としては、収益の悪化があるとみている。

図表 10 である。直接金融市場、資本市場の動向である。公募社債の発行額は、5 月は相当大きくなり 9,660 億円である。以前申し上げたとおり今年償還が相当多い年なので、グロスの発行額は当然大きくなるだろうと思っているが、それを念頭に置いても 5 月は順調だった。この 2、3 月と少し変化したと思うのは、B B B 格の発行は久し振りに 730 億円と出たことである。それから、これは B B B 格ではないが、R E I T 投資法人の社債も昨年 11 月以来ぱったり止まっていた。これが 6 か月振りに少額出たといったこともあり、全体として非常に良くなったという訳ではないが、低格付債の市場についてもどんどん悪化するという地合いではなくなりつつあるように思う。それが表われているのは社債のスプレッドである。ここにあるのは、A A A 格、A A 格、A 格であるが、どれをみても発行面では若干スプレッドが縮小している。ただし、これは先程金融市場局長からご報告があったとおり、新興不動産の格下げの話があるので、この後クレジット面、発行市場面においてもこの影響がどう出るのかが一つのポイントかと思っている。以上が直接市場の動向である。

それから、図表 15 のマネーである。まずマネタリーベースをご覧頂くと、5 月 -0.9% で、4 月の -2.8% に続きマイナスである。この要因は同じであり、銀行券の発行高は +0.7% でゼロ% 台半ばの伸びが続いているが、日銀当座預金が -16.0% で、専ら を主因にマイナスが続いている。ただし、その は、5 月は 4 月程ではなかったという状況であった。その下が、今月から公表を開始したマネースtock統計で、M2 + C D の後継指標である M2 でみると、4 月 +1.9% の後、5 月 +2.0% で、ほぼ +2.0% 前後の伸びが続いている状況である。簡単にこのマネースtock統計、全体の動きをデータが出たので過去との接続も含めてご覧頂く。本日お配りしている「金融環境の現状評

価」参考計表（その2）をご覧頂きたい。図表1が今回のマネー指標の変更の概要である。通貨発行主体の変更、商品の変更と色々あるが、大きく言うとポイントは三つである。一つ目は、ゆうちょを含む全預金取扱金融機関を対象とするM1とM3という体系を作ったということで、上下を比べてみると、現行でM1が下に伸びているのがゆうちょ等を含めたということである。ゆうちょの取扱いというのが一つ目。二つ目は、この絵ではちょっとみにくいですが、通貨保有主体から証券会社、短資会社、非居住者を除いた、ということである。これまでも例えば証券会社が銀行預金を変動させると、マネーの変動に繋がって、大きい変動要因だった訳だが、こうした攪乱要因であるということと、フィナンシャル・インターミディアリーをどこまで除くかという観点から、今回、証券会社、短資会社それから非居住者を除いたというのが二つ目である。三つ目は、対象金融商品の見直しであり、例えば金銭信託の取扱いについて若干分類の変更を行っている。これが例えばM3+CDが新しいM3で幅が小さくなったことに表われている。これだけでは分かりにくいので具体的にどういう数字になったかを図表2でご覧頂くと、M1のところで、細線が旧指標、太線が新指標であるが、M1でみると、この細線の旧データから新データに100兆円位増えている。これがゆうちょが加わった分である。それから、M2について。M2は今までと同じく国内銀行ベースなので、ほとんど変りはない。細線の旧指標から太線の新指標に向けて4兆円程減っているが、これはただ今申し上げた証券会社、短資会社をマネーホルダーから除いたこと、証券会社や短資会社が持っているM2対象資産が除かれたことが主因で、4兆円程減っているということである。M3であるが、これは金銭信託の扱いを変えたので、大きく変わっている。旧指標のM3+CDは点線であるが、金銭信託は昔ヒットとかビックといった商品があつて、定期預金類似で通貨に類似しているということでこのM指標に含めていた。しかし、最近是个別の信託設定の色合いが強くなったので、これをMから取り出して広義流動性の方に入れ直したという要因で、180兆円程減っているということである。それから、広義流動性は証券会社をマネーホルダーから除い

たということと論理的には裏表の関係があるが、レポ取引を除いたことで、点線の旧広義流動性と比べると、新指標は全体で 70 兆円程減っていることとなっている。こういう変更のうえで、では前年比はどうなっているかというのが図表 3 である。ざっとご覧頂くと、M1、M2 はほとんど変わっていない。特に M2 については、新しい M2 と旧 M2 + CD は前年比でみると、ほとんどびしゃり一致という格好になっている。それに対して、旧 M3 は金銭信託が物凄く暴れている。特に 2005 年についてはどう暴れるかということ、例えば機関投資家がそれまで裸で国債を持っていたものを管理上の理由で信託すると、それだけで信託が増えてしまうといった理由で凸凹していた。新 M3 はこれがなくなるので、このような絵になる。それから広義流動性は、細線の旧指標と太線の新指標は若干凸凹しているが、大きな要因は、今回から広義流動性に私募投信を入れ、2005～2006 年にかけて私募投信が非常に高く伸びていたのも、新しい太線の現行の広義流動性の伸びが旧指標より高く出ている。ところが、昨年以降、私募投信が急速に落ち込んでいるので、むしろ新指標の方で伸びが低めに出ているという格好である。いずれにせよ、新しいマネースtock統計の中では、M3 と M2 が中心指標になる訳だが、M3 については、まだまだデータの蓄積が 10 年分位しかないということと、大きく追加されたゆうちょのビヘイビアはこれから点検していく必要があるということで、一応月報ベースでは M2 + CD の後継指標である M2 を中心に記述させて頂いている状況である。

マネーは以上であり、元々の資料に戻って頂き、倒産とインフレ期待に触れさせて頂く。倒産は図表 18 に 5 月の計数が出ているが、1,290 件、前年比 -1.5% であり、前年比は若干凸凹しているが、昨年後半以降じわじわ増え出した後、足許についてはこの位でどんどん増えるという感じではなくなったようにみられる。しかし、中小企業を巡る状況については、先程来の収益の動向あるいは資金繰りの悪化もあるので、引き続き注意してみていく必要があると思う。一方で、足許、倒産件数が意外と増えていない一つの理由は、特別保証制度が効いている面もあるだろうと思う。

それから最後にインフレ予想とマクロ的な金融環境である。図表 20 で、お手許の資料ではまだリバイスされていないが、(2) のエコノミストの C P I 見通しが昨日出ているので、口頭で追加させて頂く。お手許は 5 月調査までだったが、年度を括ると太線の 2008 年度が前年比+0.9%、2009 年度が+0.7%だったが、6 月の最新調査ではこれが全般的に上方シフトして、2008 年度は+1.2%、来年度は+0.8%であった。それから最後に図表 21 の金利水準と実体経済の関係は、C P I を+0.9%で計算し直したが、引き続き大きな緩和状況。一番最後、22 頁の R O A と平均支払金利の比較は、法人季報が出たので新しいデータになっているが、収益の悪化を主因に、引き続き極めて緩和的ではあるが、緩和的な幅については若干縮小している状況である。

以上である。今回は、資金需要の評価は若干緩やかな増加になっていること、銀行貸出の増加、プラスがはっきりしてきたこと、それから社債市場がどんどん悪化する感じではないこと。この辺は判断の変更があるので、また明朝ご説明させて頂きたいと思っている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

水野委員

5 月が出ているが、6 月以降、長期金利の低下による影響が企業からの資金需要、住宅ローンの需要あるいは銀行の収益で、どういう形で出ているか。

雨宮企画局長

5 月から洗い出しているのです。

水野委員

あまり出ていないな。

雨宮企画局長

銀行の長期の貸出といっても、実際に短プラ連動とか短いものを基準とすることが多いので、長めの金利が直接資金需要に効いてくることはないと思う。むしろ貸出を巡る企業金融の環境としては、前向きの企業活動というよりは——後ろ向きとは言い過ぎかもしれないが——原材料コストの上昇という格好で資金需要が増えることに対して、銀行がどの程度前向きに対応していくのか、その結果、出来上がりの短期金利が上がるのか下がるのか、D I 判断がどうなるのか、という辺りが焦点かと思っている。

水野委員

業態別にみると、地銀を含めて銀行は不動産あるいはマンションデベロッパーに対して相当厳しい貸出姿勢にある。保証制度もあって、倒産件数は意外と出ていないというが、相変わらず小さいものを含めて高水準が続くとみていけば良いか。

雨宮企画局長

倒産については、図表 18 の〈業種別内訳〉でみると、件数が 100 とか 300 なので、ちょっと動いただけで前年比が物凄く大きく変わる。従って、評価は難しいが、達観して業種別にみると、建設と不動産が増えている感じはする。ただ、これまでのところ、昨年の後半から中小企業の業況が悪くなる中で相当倒産が増える可能性があるともみていた。過去の経験則で言うと、倒産件数は例えば資金繰り D I とか貸出態度判断 D I と平行に動くが、足許だけ資金繰り D I や貸出態度判断 D I と比べると、割と控えめな動きである。その背景は、恐らく保証制度が効いていると思うが、実際にはご指摘のとおり業況はさらに悪化する可能性があるので、暫くはその引っ張り合いでみていくのかという感じと思っている。

野田委員

先程、手許資金の取り崩しが大きいのではないかと言われていたが、実態はこれ程大きくなかったとしたら、借入れの方に。

雨宮企画局長

もっと出る。

野田委員

直接的に出てくる可能性も秘めているという見方もできるということだな。

雨宮企画局長

この法人季報のデータはさすがに大き過ぎると思う。いつまで経っても取り崩しができないとなると、段々貸出需要がさらに強くなっていく要因になるだろうと思う。そこで、銀行が今の状況のもとでどの程度応じるかによって、企業サイドからみた貸出態度判断D Iとか、あるいは場合によっては、若干弱含んできた貸出金利に、何らかの影響を与える。その辺から銀行貸出の需給の締まり具合を判断していくことになると思う。

野田委員

今の競争状態からすると、直ぐに貸出金利ないしは貸出スプレッドに跳ねてくる感じはないと私は思う。

雨宮企画局長

然り。少なくとも年度計画や業務計画をみている限り、まだ貸出を伸ばしたいという感じが強い。

野田委員

この間もそうだったな。

水野委員

野田委員の話は私もそう思うが、利鞘がとれない中で金利が上がって、市場運用がやられて、銀行はあまり税金を払ってくれない感じが。

雨宮企画局長

金融機関経営にとってはそうかもしれない。我々にとっては、そういう状況がマクロ経済とか企業金融にどういう影響を与えるのかという観点からみていくのかと思う。今の段階では、それについて強い結論を出す程の材料は出ていないと思う。

野田委員

イールド・カーブが立ってきていることは、中期的にみればフォローではあるが、短期的には評価損が生じる。

水野委員

債券が売られてイールド・カーブが立っても、逆の時は一番良いが、これは今つらい時である。

須田委員

倒産の話であるが、今、鋼材とか色々な原材料価格が上がっており、法人季報でも企業収益が結構やられていることが明らかになっている。という中で、銀行は企業の運転資金だからといって簡単に貸してくれるのか。こういった理由で潰れてしまうケースは出ていないのか。

雨宮企画局長

簡単には貸して欲しくないと思うが、銀行は常に業容の拡大とリスクの審査のバランスでやっている。

須田委員

やっている訳である。そう考えると、この間の交易条件の悪化をみたら、どうしてそんなに倒産が増えないでいられるのかが疑問である。

雨宮企画局長

まず一つは、収益のレベルは確かに足許凄く悪化しているし、それ以前も収益の良くなり方は大企業と比べれば中小企業は悪かった、遅れていたが、それでも、数年間の景気拡大のもとで、ある程度収益が高くなってから落ちているという面があると思う。それに加えて、額は小さいが、去年、責任共有制度が導入された前後にセーフティネット保証が出たが、この保証額の前年比は前年比5割位のペースで大きくなっている。そういったものが効いている、という面もあると思う。

須田委員

建築でか。

雨宮企画局長

後で建築が追加されたが、その前に原材料価格の上昇で苦しんでいる先も対象なので、比較的広い業種が対象になっている。

須田委員

これは完全に100%保証か。

雨宮企画局長

100であり、かつ限度額が通常制度の倍である。

野田委員

視点としてどこからみるのかが大事であって、マクロ的にみると、企業——これは中小企業も含めて——の財務体質は一時に比べてずっと良く

なっていた。それを、今、食い潰している状況は確かにあるが、まだその過程であると理解すると、第一義的には分かりやすいかと思う。

雨宮企画局長

でも、それはこれからくるので。

野田委員

これからくるということは分かる。その先は別にして、今までのところはまだ財務体質が強化されてきた——いわゆる三つの過剰は中小企業レベルにおいても、一時期に比べれば小さくなっている——ことは、第一義的に評価していく必要があると思う。

中村委員

今まで売上が割と増えていたが、最近は落ちている。これまでは売上が増えたことで資金繰りが回っていたが、売上が減ってくると資金繰りが本当に厳しくなってくる。

野田委員

然り。それが後ろ向きなのである。後ろ向きの運転資金が出てくる。それは多分在庫資金であったり、そういうことに表われてくると思う。

白川議長

他に如何か。それでは明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々を含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれもお願いします。では閉会する。

(16時45分中断、13日9時00分再開)

白川議長

それでは金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行は、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、政府出席者からのご発言、議案取り纏め・採決、金融経済月報基本的見解の決定、4月30日と5月19、20日分の議事要旨の承認、それから2008年7月から2009年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府からの出席者は、財務省は森山裕副大臣である。内閣府は浜野潤内閣府審議官である。毎度のことであるが、会合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断の際や閉会后、報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いしたい。

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、月報に関する執行部説明をお願いします。

前田調査統計局参事役

それではまず、実体経済・物価からご説明する。実体経済であるが、現状、先行きとも総括判断は前月どおりとさせて頂いている。各論部分について、企業収益のところを中心に幾つか修正している。まず輸出について「増加を続けている」という判断自体は変更していないが、4月の計数などを踏まえて「足もと幾分鈍化しつつも」という表現を挿入している。企業収益については、前月は「高水準ながら伸び悩み」としていたが、1～3月の法人季報や収益環境の悪化などを踏まえて「交易条件の悪化等を背景にこのところ減少している」と下方修正している。なかなか「高水準」とまで言えないかと判断している。先行きのところであるが、二箇所変更している。企業収益については、前月は「幾分弱まりつつも総じて高水準」

としていたが、当月は「当面減少を続けるが、エネルギー・原材料価格の上昇が緩やかになるにつれて、増益基調に復すると予想される」と、「当面減少」をはっきり書きつつも原材料価格などの上昇が止まっていけば増益に復するという表現に変えている。もう一点、住宅投資である。前月は「回復傾向をたどるがそのテンポは緩やか」としていたが、最近の着工戸数の動きなどを踏まえると「回復の動きが徐々に一巡していく」という確率が高いと思われるので、そのように変更している。最後、物価であるが一点だけ、C P Iの現状のところである。前月は「昨年末頃からプラス幅が拡大し、足もと+1%程度」としていたが、4月の前年比のプラス幅が縮小していることなども踏まえて、「昨年末頃からプラス幅が拡大し」という表現を削除し、シンプルに「+1%程度」という表現だけ残しているということである。私からは以上である。

関根企画局企画役

続いて金融面についてである。昨日、雨宮企画局長からご説明があったように、幾つか判断の変更がある。上から順番にいく。まず一点目であるが、資金需要に係る表現。ここにきて運転資金需要の高まりなどから銀行借入が増加幅を拡大し、総資金調達の前年比+0.5%の増加となっていることを踏まえて、先月までの「横ばい圏内で推移している」から「緩やかに増加している」に変更させて頂ければと思う。二点目は、C P・社債の発行環境の部分だが、発行市場が若干落ち着きを取り戻し、下位格付先の発行スプレッドがどんどん拡大しているという状況ではなくなったので、その部分の表現を変更し、「発行スプレッドがなお高めの水準にある」という形にさせて頂ければと思う。三点目は先程の資金需要の件と同じところにあるが、民間銀行貸出が特殊要因調整後のベースで前年比+2.1%にまで伸びを高めたことを踏まえて「民間銀行貸出は緩やかに増加して」いるから「緩やかに」の部分落とし、「増加して」いるにしてはどうかということである。四点目はマネーについてであるが、統計の変更を踏まえ「マネーサプライ」から「マネーストック」と名前を変えてい

る。また、統計の入れ替えに際して、どのマネー指標で判断しているかを明らかにするために、「マネースtock」の後ろに「(M2)」を付させて頂いた。最後に市況表現である。現在の市況相場だと長期金利は上昇、為替は円安、株価は変わらず、となるので為替・資本市場の後の部分であるが、「前月と比べ、長期金利は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。この間、株価は前月と概ね同じ水準となっている」という形に変更させて頂ければと思う。繰り返す。「前月と比べ、長期金利は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。この間、株価は前月と概ね同じ水準となっている」。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、今の点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移りたいと思う。このラウンドでは最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。今回は、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、須田委員の順である。それでは野田委員、お願いします。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標や調査結果等をみると、国際商品市況が想定を上回る強さで高騰し、インフレ圧力が内外で強まったことを除けば、4月の展望レポートにおける先行きの見通しに、現時点で大幅な修正を迫るようなものは現出していない。

まず、国際金融市場である。過度の悲観論が修正される反動で、やや楽観方向に振れていたが、前回会合以降は、一部米国金融機関の損失拡大懸

念再燃等からCDSプレミアムは再び拡大した。LIBOR-OISスプレッドはなお高止まるなど、短期金融市場の緊張は続いている。また、米欧の金融機関がバランスシート——一部はオフバランス部分であるが——に抱えるリスクについて、市場は十分な対策が講じられたとは未だ評価していない。このように、国際金融市場の状況に本質的な改善はみられていない。また金利市場、為替市場においては、6月に入って米欧の中銀トップが揃ってインフレに対する懸念について大きく踏み込んだ表現で言及したことにより、市場は近い将来の利上げを織り込む形で反応し、不安定さと神経質さを増したことが特筆される。

まず米国経済についてみると、国際金融市場の混乱の火元である住宅市場の大幅な調整が続いており、依然として底を探る動きすらみえない状況にある。すなわち、過剰在庫問題はなお深刻で、住宅価格の下落と戸建て住宅着工の減少にも歯止めが掛かっていない。3月のケース・シラー住宅価格指数は、下げ幅を拡大した。その先物指数——取引量が限られているために指標面の制約は承知しているが——からは、住宅価格は来年中央から末までに掛けて、直近の価格からは2割、2006年6月のピークからは累積で3割強、下落していくとの見通しになっている。このように住宅市場の回復が遅れるとともに、金融資本市場と実体経済の負の循環の懸念が高まる中、米国景気全般の減速感も強まっていると判断している。

一方、インフレに関して、バーナンキFRB議長は数回の講演で、ドル安が望ましくない物価上昇に繋がった、あるいはインフレとインフレ期待に対してドルの価値の変化が持つインプリケーションについて注意を払っているとし、さらにこのように大きく踏み込んだ発言を行った。また、つい先日は、失業率の上昇に触れながらも、経済が大幅な下降局面に入るリスクはこの1か月間程で減少したように見える、とも発言した。昨日発表された5月の小売売上高と4月の上方修正の数字をみると、このダウンスайд・リスク緩和の判断は幾らかは腑に落ちるが、これはさておいてFRBが政府と足並みを揃えてインフレ抑制に軸足を移したことは明らかなようである。

続いてユーロ圏経済であるが、先行きはクレジット・タイトニングもあり減速するとみられる。1～3 月期の実質GDPは天候要因等により上振れたが、その反動もあり、例えば牽引役のドイツでは4月の鉱工業生産がマイナスになるなど、先行したソフトデータの悪化を裏付ける形でハードデータにも減速の兆しがみて取れる。一方で、欧州でも、エネルギー・原材料価格に加え賃金の上昇を受け、インフレ懸念が急速に高まっている。ECBのトリシェ総裁は、6月5日の理事会後の記者会見における声明文で、インフレの抑制に対して昨年12月を最後に途絶えていた「断固かつ時宜にかなった行動をとる」との警告文言を復活させ、しかも、次回理事会における小幅利上げの可能性も排除しないとコメントした。

ところで中国については、引き続き過熱気味の高い成長が続いている。四川の大地震が成長とインフレに与える影響については、中国人民銀行の報告書では、震災復興建設が川上の生産財価格を押し上げることに注意が必要と指摘し、引締め気味のマクロ政策は不変としている。現に6月7日には、預金準備率1%の引き上げを発表した。中国を除く東アジアの国、地域では、既に減速トレンドに入っていた輸出に加えて、エネルギー・食品価格の上昇などから、内需も減速の兆候がみえ始めたことに注目している。なお、東アジア以外の新興国でもインフレの加速が確認されていることを付け加えたいと思う。

次に我が国経済であるが、まず企業部門、そのうち循環メカニズムを牽引してきた輸出から点検してみたいと思う。4月の輸出は前月比-5.4%と大きく落ち込んだ。これまで米国向けは低調、アジアや新興国を中心に米国向け以外は好調との姿を続けてきたが、4月はほぼ全ての地域、財で前月比減少をみた。単月の結果であり、統計の算出方法に起因する振れの可能性も指摘されているため、これをもって直ちに海外経済減速の影響が現われ始めたとは断じがたいが、改めて注意を喚起させる数字ではあった。この間、新たに公表された1～3月の法人企業統計において企業収益や設備投資について確認すると、売上高が2003年1～3月期以来の前年比減収となり、経常利益も季調済前期比で3期連続の前年比マイナスとなり、マ

イナス幅は比較的大きく拡大した。交易条件の一段の悪化と円高が鮮明に反映されたことが確認された。

一方、設備投資は僅かながらもプラスを維持した。資本財総供給も年明け後、弱めの動きが続いており、設備投資の増加モメンタムが弱まっていることは明らかである。ただ、先行指標である機械受注は依然として横這い圏内の動きとなっており、受注残と手持月数も高水準となっていることから、機械投資に限って言えば、どんどん落ちていくという感じは持てない。いずれにせよ、6月短観で企業収益、設備投資の見通しを見定めたいと思う。

続いて生産についてみると、4月の生産は2か月連続で前月を下回ったが、予測指数やミクロ・ヒアリング情報による4~6月期の見通しを併せ考えると、一進一退の動きと評価して良いと思う。出荷在庫バランスは総じてみれば引き続き良好である。足許在庫がやや増加し、最終製品の需要に若干陰りがみられる電子部品・デバイスを中心に今後注視していきたいと思う。

個人消費について若干触れると、需要、供給両サイドの統計から4月、5月も何とか底堅く推移したとみられる。4月の失業率が若干上昇し、有効求人倍率が3か月連続で低下したことにみられるように、労働需給が緩む方向に向かっているものの、雇用者所得は極く緩やかな増加を続けており、消費を下支えしてきたことが分かる。もっとも、このところの生活関連品の値上がりに伴い、実質可処分所得が目減りが進んでいること、これを主因として消費者コンフィデンスも急速に落ち込んでいること、足許企業収益の減少による雇用、所得環境への影響が懸念されることなどから、個人消費の先行きについては引き続き慎重にみていく必要がある。

最後に物価であるが、4月のCPIは、ヘッドライン、コアとも揮発油税等の暫定税率期限切れから一時的に前年比のプラス幅は縮小したが、暫定税率復活後のガソリン価格続伸の推移をみれば、5月以降、CPIの前年比のプラス幅は3月のそれを超えて拡大する可能性が高いと思う。また、5月の国内企業物価は前年比で+4.7%と予想を上回り、1981年以来の高

さとなった。

先日、ECB、ポーランド中銀、ルーマニア中銀のボードメンバーと議論する機会を得たが、国際商品市況が高騰する中、インフレへの懸念をいずれ劣らず極めて深刻なものとして認識していることが最も印象的であった。目下のところ、これらの国については賃金への波及状況等物価形成要素には我が国との顕著な差異はあるが、国際商品市況がこのように上昇ピッチが速いだけに、我々も警戒レベルを引き上げ、消費者のインフレ期待や企業の価格設定スタンスの変化に細心の注意を払いつつ、物価情勢を点検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、お願いします。

水野委員

前回のMPM以降に発表された経済指標は、前回の私の景気、物価の現状判断と見通しに修正を迫るものではなかった。すなわち、金融経済月報の総括判断である、我が国の景気はエネルギー・原材料価格高の影響などから減速している、という執行部の判断で宜しいかと思う。ただ、資源・穀物インフレの進行は、我が国の景気下振れ要因として一段と注意を怠れなくなってきたとみている。確かに、国際商品市況の上昇は資源国の交易条件の改善でもあり、これらの国への輸出を通じて我が国景気へのプラス要因としても働くが、世界経済が減速している中では、我が国のような資源、穀物の輸入依存度が高い国では、交易条件の悪化に伴う所得形成力の弱まりを通じたマイナスの影響の方が心配である。

企業部門についてみると、交易条件の悪化は収益の圧迫につながり、設備投資の下押し圧力として働く可能性がある。実際、日本経済新聞の設備投資動向調査によると、全産業の2008年度の当初計画は2007年度実績比+3.7%と6年連続の増加となっているが、伸び率は5年振りの低水準となった。また、資本財総供給や機械受注などの設備投資関連指標もこのと

ころ弱さがやや目立つ。また、ここにきて企業がコスト増の一部を消費者へ価格転嫁する動きに広がりが見える。家計部門についても、交易条件の悪化は、家計の購入頻度の高い食料品価格の上昇などを通じて、実質購買力にマイナスの影響を及ぼしつつあるとみられるほか、企業収益の悪化を通じ、雇用者所得にも悪影響が出ている可能性がある。

5月の国内企業物価は前年同月比+4.7%と3月、4月の同+3.9%からさらに高い伸びとなった。内訳をみると、石油・石炭製品、鉄鋼だけではなく、金属製品、パルプ、紙、同製品、加工食品も高い伸びをみせている。円ドル相場も足許で円安ドル高方向に反転してきており、川上からのインフレ圧力が緩和する兆しはみえない。また、消費者が価格上昇に慣れてきた面があり、これまで価格引き上げに躊躇してきた企業の価格設定行動も徐々に変わってきているようである。原油価格動向にもよるが、夏場に掛けてコアCPIの前年比上昇率が一時的に+2%に近い水準まで上昇する可能性がある。値上げによる実質購買力の低下から、当面、個人消費に景気のリード役を期待するのは難しいようである。

国内の経済情勢についてはもう一つ、住宅投資の回復の動きに留意が必要と思う。最近の長期金利上昇による住宅購入に伴う金利負担の上昇、不動産業やマンションデベロッパーに対する金融機関の融資姿勢の慎重化、マンション販売戸数の低迷による在庫の増加などから、住宅投資回復の動きは徐々に一巡してくると見込まれる。なお、マスコミ等ではスタグフレーションという言葉が飛び交っているが、我が国の場合、賃金上昇圧力が弱いことからインフレ期待が大幅に上昇しにくいいため、スタグフレーションに最も陥りにくい先進国の一つだと思う。

次に、海外の金融経済情勢についてコメントしたいと思う。まず国際金融資本市場であるが、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引き続き乏しいように思う。第一に、米国では引き続き住宅市場の底入れがみえない。こうした中、住宅を原資産とする証券化商品の格付見直しが続いているほか、サブプライム住宅ローン証券化商品や再証券化商品などの発行市場もほぼ停止状態が続いている。第二に、欧米中

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の発行残高も緩やかな減少傾向を辿っている。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、損失処理は道半ばである。こうした中、大手格付会社S & P社が欧米投資銀行の信用格付を引き下げると同時に、アウトルックをネガティブとした。背景を窺うと、トップラインの収益見通しの悪化、短期金融市場やレポ市場の流動性低下に脆弱な資金調達構造——すなわち商業銀行のコア預金のような安定した資金調達手段がないということ——がある。第四に、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って不良債権問題が顕在化し、米国の商業銀行にとって厳しい経営環境が見込まれる。

次に米国経済である。住宅市場は引き続き底入れがみえない。5月のISM製造業指数も49.6と4月の48.6からは若干改善したが、4か月連続で50割れとなっている。雇用環境も直ぐに改善する状況ではない。個人消費は減税効果によって4～6月期、7～9月期に多少持ち直しても、その後は年末のクリスマス商戦に向けてまだ自信が持てるような状況ではない。こうした中で、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。やはり、米国経済はいわゆるL字型、なべ底型の景気回復になると見込まれる。

最後に、新興成長国のインフレ抑制についてコメントする。金融市場では、専ら国際金融資本市場の動向や米国経済の先行きに焦点が当たっているが、個人的には、むしろ新興成長国の景気、物価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か、あるいは金融引締め策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の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。仮に、中国と東アジアを中心とした新興成長国の景気が失速した場合、我が国の景気見通しを下方修正する必要が出てくる。

中国と東アジア諸国の物価は上昇傾向を辿っている。5月のCPIをみると、韓国が前年同月比+4.9%、タイが+7.6%、フィリピンが+9.6%となっている。中国は同+7.7%と4月の+8.5%から低下したが、依然高水準である。シンガポールは4月分であるが+7.5%となっている。中国、インド及び多くの東アジア諸国は、資源・穀物インフレへの対応策として、政府の補助金により価格高騰の相当部分を吸収してきた。しかし、最近のエネルギー価格急騰によって財政収支が急速に悪化したため、現在の規模で補助金を維持できず、小売価格引き上げを余儀なくされ始めている。こうした中、アジアの金融当局は加速するインフレを抑制するため、金融引締めに動いている。ただ、その手段は各国で異なる。第一に、マレーシア、シンガポール、台湾、タイではインフレ率抑制のための主要な政策ツールとして、自国通貨の高め誘導が使われているようである。特にシンガポールの中央銀行であるMASは最も積極的である。第二に、インド、インドネシア、フィリピンは金利引き上げを中心に据えている。インド準備銀行は今週6月11日、25bpの緊急利上げを決定している。第三に、中国は、利上げや人民元の切上げテンポの上昇は、ホットマネーの流入を促進し、インフレ抑制に逆効果となる可能性があると考えているため、国家発展改革委員会による窓口規制を中心としたマクロ・コントロールを今後も活用する姿勢をみせている。東アジア諸国ではインフレ抑制に軸足をシフトさせ始めたが、最近の資源高、穀物高の背景には供給サイドの要因もある中、金利引き上げによる対応には自ずと限界がある。また、自国通貨の高め誘導策についてはファンダメンタルズの悪化を嫌気した短期的なキャピタル・フローの変化によって現実的な対応と言えない国もある。株式相場もアジアは軟調に推移している。典型的なのはベトナムであって、急激なインフレと貿易収支の悪化が大きく懸念されており、主要株価指数はピークの水準から7割程度下落している。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢をみると、3月会合以降の若干の落ち着きから変化し、再び不安定化の兆しが出ている。簡単に纏めると、世界経済の実物面では、米国経済の状況の悪化が深くなる可能性は減じながらも、次第に長期化する可能性が高くなってきており、また新興国での経済活動にも減速の兆しがある。金融面では、流動性問題から実体経済悪化の影響にフォーカスが多少変化し、この面から欧米金融機関の財務内容に対する不安が再び生じつつある。CDS等のスプレッド縮小の傾向が止まる、あるいは反転し、ボラティリティが再び高まりつつある。物価面ではエネルギー価格がさらに高騰し、加えてWTIは1日に10ドルの値幅で動くなど、ボラティリティが大きく上昇している。これが特に非資源国のインフレに大きな影響を与えつつある。米国経済は基調としてゆっくりと悪化しているが、直近、急速に悪化し深いリセッションに陥る可能性は小さいと思われる。しかし、沈滞の長期化を示唆する幾つかのアネクドーツもみられる。例えば家計セクターでは、一部に401Kからの借り入れ増加や、ペナルティがあるにもかかわらず401Kそのものを解約するという動きが始まっている。これは、短期的には消費の下支えであるが、長期的には沈滞を長引かせる。雇用状況は、過去の沈滞時に比べて落ち込みが小さいが、悪化が長期的に伸びのしっかりしていたサービス部門に広がりつつある。住宅市場も地域雇用環境と当該地域住宅産業の強い相関を勘案すると、今までのファンダメンタル・バリューからの乖離修正による下落という側面に加えて、ファンダメンタル・バリューそのものの低下からの下落という局面に入りつつある可能性も否定できない。これにより、さらに金融機関にプレッシャーが掛かることになる。このため、米国経済の沈滞の長さの程度には不確実性が大きくなってきている。

他方、エネルギー・食料価格高騰が持続し、比較的価格転嫁の容易な米国経済の競争構造と相俟って二次的な価格上昇をもたらし、それが長期的なインフレ期待を恒久的に上昇させる可能性に対する危惧が高まってい

る。そのため、長期金利が上昇し、30年固定ローン金利は昨日の段階で、日次ベースで2006年、2007年のピークに一步のところまで来ている。こうした動きが住宅市場の回復を遅らせる可能性は否定できない。

欧州では、域内格差が次第に大きくなりつつあるが、経済規模の大きな主要国においては、足許比較的にレジリエントな動きとなっている。しかし、エネルギー、食品を中心とする物価上昇がドイツの賃金上昇をもたらし、それが生産性の高くない他国の賃金上昇に波及するという経路で、二次波及効果を惹起する兆しが出始めている。インフレ高進が消費者コンフィデンスに影響を与え、小売関連の指標の悪化となり、加えて域外純輸出が振れを伴いながら伸び悩みの傾向を示している。さらに、欧州の金融市場でも安定への流れから再び不安定化の兆候がみられるが、特に英国金融市場で厳しい状態が続いている。英国においては、ハリファクス住宅価格指数等が価格低下を明確に示しつつあり、この点でも今後沈滞が長引く可能性がある。

新興国は、足許のデータだけをみると、前回同様比較的にレジリエントであるように見えるが、特に非資源国を中心としてエネルギー・穀物価格上昇の負の影響が出始めている。これらの国では、補助金、統制等の非市場的な措置でエネルギー・穀物価格の変動に対処しがちであるが、これは持続的な事象に対して対処を遅らせ、かつアブラプトな政策変更となりがちである。新興国需要の比重が大きくなっている現在、こうした歪みのために国際市場価格が十分な情報を表わしていない可能性があることには注意しなければいけないと思っている。この点は特に、中国やインドといった巨大な需要国について十分な注意が必要であることを示している。

日本経済であるが、実物面では足許大きく減速し、成長率でみて若干のマイナスを含むゼロ近傍まで減速していると考えられる。しかし、ここから急速に悪化するよりも、一進一退を続ける可能性が高いと考えている。生産をみても、1～3月、4～6月と続いた調整の後、力強さはないものの7～9月には押しなべて若干の上昇が見込まれている。消費も弱さがみられるが、急速に悪化している訳ではない。自動車販売は振れの大きな展開

となっているが、均してみると人口動態の変化を反映し、横這い圏内にあり、大きく割り込むことは考えにくいと思われる。ただ、高級車——これは、インポートとトヨタのレクサスを合わせたもの——の売上は前年比75%程度と低迷している。米国と同様、ガソリン価格高騰の影響がこの部分に出ている可能性があると考えられる。ただ、二極化が続いていることには注意する必要があると考えている。生産では、大企業に比べて中小企業の停滞が依然として続いている。毎月勤労統計の総実労働時間と常用雇用から簡易的に労働投入の伸び率を計算すると、平成19年4月以降、5人以上事業者労働投入が30人以上事業者労働投入をずっと下回っている。

消費は、家計消費状況調査によれば、平成19年後半以降、年収600万円未満の名目支出の伸び率が低下し、最近では大きくマイナスになっているが、600万円以上については、振れが大きいものの、伸びを維持あるいは上昇を示している。最近の交易条件の悪化が逆進的な効果をもたらしている可能性がある。

物価面であるが、前回会合で言及した上昇モメンタムがさらに加速していると考えられる。4月全国CPI——除く生鮮——は+0.8～+0.9%と申し上げたが結局+0.9%に着地した。上昇モメンタムは引き続き強く、さらに5月東京速報を精査すると、多くの食料品の値上がりは加速しているとともに、被服の値下がり幅が減少、帰属家賃が上昇、教養娯楽用品、サービスともに値上がりが続いている。飲料品等の値下がりがあるものの、全体としてみると価格転嫁が従来に比べると広がりを持つ傾向がある。現在時点のベスト・ゲスでは、5月には+1.5%前後になる可能性が高く、さらには6月には店頭ガソリン価格、灯油価格のさらなる上昇を勘案すると、+1.7～+1.8%になる蓋然性が高くなっている。ただし、モメンタムは達観すればエネルギー、食料品にまだとどまっている。以上である。

白川議長

次に、中村委員お願いする。

中村委員

前回会合後、原油価格は一旦 120 ドル台前半まで下落したものの、再び大幅に上昇した。このため、エネルギー・原材料・食料品価格の上昇を通じたインフレ圧力が一段と強まり、世界的にインフレ懸念が高まっている。こうしたインフレ懸念を背景に、主要国の長期金利は総じて昨年の夏場の水準まで上昇した。実体経済面は、米国で住宅市場が引き続き低迷しているほか、失業率が上昇するなど景気が停滞している。国内では、輸出や設備投資がこれまでの増勢を幾分鈍化させており、景気の減速が確認された。国際金融市場では、金融機関の追加損失などに関する報道や、経済指標に対して敏感に反応する不安定な市場環境のもと、引き続き神経質な動きが続いている。6 月には S & P 社が、投資銀行業務が引き続き低迷する可能性や、さらなる評価損計上の可能性を受けて、米国の投資銀行やモノラインの幾つかを格下げしたほか、米国商業銀行 3 行についてもアウトルックをネガティブに修正した。米国金融機関の決算発表に伴い、サブプライムローン以外の証券化商品に係る損失拡大に加え、商業用不動産や消費者向けローン関連等の損失が顕在化しつつあり、こうした損失計上に対応した各金融機関の資本増強策が注目される。

米国では、耐久財受注や I S M 製造業・非製造業景況感指数が市場予想を上回るなど、金融を除く企業部門は相対的にしっかりとした動きが続いているようである。北米から日本、アジア向けのコンテナの海上荷動きをみても、昨年は前年比 +17.5% 増であったが、今年の 1~3 月も前年同期比 +21.8% と引き続き大幅な伸びとなっており、原材料、食料品、基礎化学品、一般機械並びに輸送用機器などの米国の輸出が堅調に推移しているようである。一方、日本、アジアからの北米向けコンテナの海上荷動きは、家具並びに住宅関連商品、衣類、電気機器、玩具などが主たる品目であるが、昨年は通年で前年比 +1.2% と 2006 年の +10.6% に比較し、伸び率が大きく落ち込んだ。詳しくみると、昨年 10 月以降は連続して毎月マイナスとなっており、今年の 1 月以降は各々 -2.5%、-5.3%、-10.7% と減少幅が拡大傾向にあり、消費者マインドの悪化を反映し、減税効果剥落後

の消費のさらなる減退が懸念される。

また、住宅価格の下落や販売の低迷傾向に底入れ感がなく、ミシガン大学の調査でも、住宅価格に対するセンチメントの大幅な悪化が窺われる。雇用面では一部に特殊要因の影響が指摘されているが、5月の失業率は5.5%まで悪化、引き続き経済全体が停滞していることを示す内容であった。原油価格高騰による家計への影響も次第に顕現化している。5月の自動車販売は前月比-1.1%と3か月連続マイナスとなったほか、米運輸省によると、3月の自動車の走行距離は、前年同月比-4.3%と過去最大の下落率となった。また、6月には全米平均のガソリン価格が初めてガロン当たり4ドルの大台に乗ったが、運転を手控える動きが広範化し、自動車や旅行関連の消費が影響を受ける可能性があるほか、エネルギー高による実質所得の減少に伴う景気のさらなる下押しリスクには注意が必要である。

欧州では、基調としては設備投資及び輸出が好調である一方、個人消費は原油や食料品価格の上昇を受けて弱めの動きとなっており、全体としてみれば、欧州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、東南アジアの経済については、皆様から既にコメントが出たので省略する。

国内経済については、4月の実質輸出は指数作成上の技術的な要因もあって、1~3月対比-4.2%と大幅に減少した。先行きの輸出動向については、海外経済が拡大を続けるもとで増加を続けると思うが、世界経済の減速の程度によっては、我が国の輸出が変調をきたす恐れもある。企業業績に関しては、1~3月の法人季報が発表となり、全産業ベースでは2002年第2四半期以来となる減収減益となった。規模別にみると、中堅・中小企業だけでなく大企業も減益となっており、企業の経営環境が厳しくなっていることが窺われる。設備投資に関しては、1~3月の法人季報において前期比+2.5%の増加となった。今後の伸び率については、いずれの指標も先行き設備投資が大企業中心に増加基調を維持しつつも、増加ペースが鈍化していくことを示唆していると考えられる。

家計関連では、家電販売が堅調に推移しているほか、ショッピングモー

ルやアウトレットなどの商業施設では売上が好調に推移するなど、個人消費は力強さに欠けると言われながらも総じて底堅く推移しているようである。今後、生活必需品の値上がりが広がり、実質所得を下押しした際に、価値観の多様化している消費者の行動がどのように変化するのか注視する必要がある。住宅投資については、首都圏新築マンション販売が減少傾向を続けているほか、在庫の積み上がりが続いており、業界内では先行きを警戒する声が高まりつつあるようである。特に、セメントや鋼材をはじめとする建設資材価格の上昇が販売業者の採算を悪化させており、首都圏以外の地方では、このままでは事業として成り立たないとの深刻な声も聞かれているようである。

5月の企業物価指数は、石油、石炭製品の価格上昇を主因に前年比+4.7%と上昇幅が拡大した。セメントの卸売価格が4月に4年振りに1割程度の値上げとなったが、このように幾つかの業界では昨今のコスト増を負担できなくなり、その対応策として、値上げを認めてもらえなければ出荷しないといった、売上減少を覚悟しての強い姿勢での価格交渉に踏み切り始めているようである。こうした動きが、企業間取引における価格転嫁や消費者物価への転嫁度合いにどのように波及するかについて、注意してみていく必要がある。

この間の我が国の金融市場の動きをみると、海外投資家主導であることもあり、海外市場動向に連動する傾向が強く、市場参加者の厚みも低下しており値動きの激しい状態が続いている。ある市場関係者からは、価格のボラティリティが高く、スクリーンを見ていると酔って気分が悪くなるとの声が聞かれる程である。先行きの経済に対する不確実性が高いこともあり、リスクを積極的に取ろうとする投資家が少ない状況が続いており、国内金融市場が本来の落ち着きを取り戻すにはまだ時間を要すると思われる。私からは以上である。

白川議長

次に、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

まず海外経済について、米国の景気は住宅市場の大幅減速が続いていることに加え、雇用面でも失業率の上昇、非農業部門雇用者数の5か月連続のマイナスにみられるように悪化が続いている。ガソリン・食料高などもあって、消費者コンフィデンス指数は一段と低下し、昨日発表の5月の小売売上高は所得税還付もあって予想を上回る伸びとなったが、その効果は一時的とみられるほか、自動車販売は7か月連続で減少し、11日に発表されたばかりのベージュブックでも個人消費の一段の減速が示されている。

こうした中、景気下振れの長期化、深刻化のリスクは高まっている。金融面でも、一部米系金融機関の損失拡大を巡る思惑や、モノラインの格付け見直し等を受けて、信用スプレッドが再び拡大するなどの動きがみられている。FDICが取り纏めた3月末時点の米国金融機関の財務指標をみると、引当額の増加にもかかわらず不良債権比率が上昇しているほか、既に1990年代初頭以来の水準にまで落ち込んでいたROA、ROEといった収益指標が一段と悪化している。先行きについても、

が、今後数四半期に亘り低水準の利益と評価損及び相当規模の信用コストの発生が見込まれるとして、金融機関が追加的な資本増強や配当削減を検討する必要性を強調している。

一方では、国際商品市況の高騰を受けてインフレ懸念も高まっている。こうしたことから、米国については引き続き景気の下振れ、物価の上振れの両方のリスクを注視していかざるを得ない状況にあると思う。

英国経済については、住宅市場の調整を受けて減速している。こうした中、住宅金融大手の業績への懸念の強まりから株価が下落し、それが他の住宅金融大手に波及する局面もみられている。一方、欧州経済については、スペインの住宅市場における調整の影響もあって、緩やかに減速しつつも成長を続けている。また、中国、インドのほか、ロシア、中東などの資源国では高成長が続いており、NIEs、ASEAN諸国の景気も外需に加

えて内需にも減速感が窺われつつあるものの、今のところは堅調に推移している。こうしたことから、海外景気は、全体としては減速しつつも拡大を続けている。ただし、エネルギー・原材料価格高や国際金融資本市場の動揺を受けた不確実性は軽減されておらず、今後とも予断なくみていく必要があるかと思う。特に、エネルギー・原材料価格高は、先進国のみならず多くの新興国も直面している共通の深刻な問題である。仮に、現在力強い成長を続けている新興国がこの問題乗り越えられず、景気が大幅に減速することになると、日本の景気への影響も懸念される。

次に、日本である。日本の景気は、エネルギー・原材料価格高などから減速を続けており、当面は減速を続けるとみられるが、その後は均してみれば、潜在成長率近傍で緩やかな成長を続けると考えられる。このため、執行部の基本的見解には異論ない。セクター別にみると、輸出については、アジア、中東向けの高い伸びなどを背景として増加基調を維持しているが、NAFTA諸国、スペインなど景気が減速している地域向けにはマイナス傾向が継続している。品目別にみると、まず全体の2.7%のウエイトを占める有機化合物——すなわちエチレン、プロピレン、ベンゼンなど石油化学の基礎製品——の輸出金額の減少が、このところ顕著となっている。これら基礎製品は、各種工業品、住宅、工場用設備、農業用品等幅広い用途に用いられるが、メーカーが原・燃料高による採算悪化を受けて減産し、輸出も減少させている可能性があると思われる。

また、中国、NIEs、ASEANなどアジア向けの半導体等電子部品や、コンピュータ等電算機類、音響、映像機器などの家電製品の部品の輸出金額の減少傾向も顕著となっている。これら部品のウエイトは、アジア向け輸出において合計で10%以上を占めている。こうした動きには、日本からアジア諸国に輸出され組み立てられる製品の北米での最終需要の落ち込みが影響している可能性もあると思うので、注視したいと思う。

企業収益は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、法人季報でも確認されたとおり、建設業、卸小売業、不動産業など内需関連業種を中心として、3四半期連続で減益となっている。また、設備投資も法人季報で

は4四半期連続で減少し、4月の機械受注も力強さを欠いている。企業の設備投資スタンスが慎重化している可能性もあるため、今後の設備投資動向については、予断なくみていきたいと思う。雇用・所得面では、雇用者所得の総和は緩やかに増加している。もっとも、労働力調査ベースの労働者数の伸びは弱まってきており、有効求人倍率の低下等も併せて今後とも注視したいと思う。個人消費については、引き続き力強さは欠くものの、底堅い動きが続いている。物価については、国際商品市況は、原油が既往最高値を更新するもとで、C R B 指数が極めて高い水準での推移が続いている。こうしたもとで、日本の企業物価も高い伸びを続けており、5月は前年比+4.7%と1981年2月以来の水準となった。企業は、この川上の物価上昇を川下に転嫁できなければ収益が悪化するし、転嫁すれば消費者の実質所得が減少し、それが買い控えに繋がるという深刻なジレンマに直面してきた訳であるが、その深刻さが一段と増しているように思われる。このため、今後の推移は従来以上に注意深く見守りたい。

川下の生鮮食品を除くC P I は、4月は暫定税率の一時撤廃の影響からエネルギー品目等の寄与度が前月の+0.73%から+0.4%に低下した影響で、+0.9%と前月よりも伸びを縮めたものの、これは一時的な動きにとどまり、先行きは再び寄与度の高まりが予想されるほか、食料品の寄与度はむしろ+0.39%から+0.54%に上がっている。また、上昇品目から下落品目を引いた数はプラス107と従来より一段と水準を高めて、3月に続いて三桁に達している。こうしたことをみても、物価上昇圧力の根強さに変化はないものと考えられる。

最後に金融面であるが、グローバルな金融資本市場では、世界的なインフレ懸念の強まりから、株価下落、長期金利上昇が広範にみられ、一部の新興国では通貨も大幅に下落している。また、米欧金融機関の財務状況への懸念の再燃を契機として、米欧のクレジット市場も再び神経質な地合いとなっている。こうした状況下、米欧の短期金融市場における緊張も強まっている。グローバルな金融市場の混乱が長期化、深刻化し、グローバルな投資家のリスクテイク余力が低下しているもとで、市場流動性が低下

し、値動きが大きくなっていることもあり、その世界景気への影響には今後とも注視したいと思う。以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合で、足許の原油をはじめとする商品市況の高騰は想定以上であり、日本経済を引っ張るエンジンとしての海外経済と、その国内経済への波及メカニズムへの悪影響を懸念していると述べたが、その後も原油など高値更新が記録され、公表された内外経済指標を眺めると状況は悪化していると言わざるを得ない。市場では、米国経済についてはこの四半期がボトムという見方が多いようであるが、足許の想定を上回るエネルギー・食料品価格の上昇は、多くの国にとって成長の足枷となっており、原油価格等の動きの先行き不透明感もあって、標準シナリオの蓋然性に対する不確実性を高めている。それでは、海外経済の状況からみておきたいと思う。

まず市場では、欧米金融機関の財務懸念が再燃し、揺り戻しが起こっている。米国経済では、金融環境の悪化、タイト化と実体経済との相互作用のもと、悲観、楽観を繰り返しながら改善の方向に動いていくとみているので、この動きは想定範囲内と言える。問題の根本にある住宅市場の調整については、この間、販売、住宅価格、在庫、住宅ローン延滞率、差し押さえ件数など様々な指標が公表されたが、まだ底打ち感は見られない。私は住宅市場の調整はかなり続くと思っているので、これも想定どおりと言える。ただし、底入れの兆しの芽のようなものが出始めている可能性もある。カリフォルニア不動産協会レポートによると、住宅需要に回復の兆しがみえるとある。実際、4月の住宅販売契約指数は、西部地区では前年比でも上昇に転じている。ケース・シラー指数の共同考案者であるケース教授も、市場では幾らか見通しがきくようになってきたとし、今後数か月間で住宅市場が息を吹き返す兆候がみえてくると述べている。この

ような動きが底打ち感に繋がっていくことになるのかどうか、しっかりとみていきたいと思っている。

今回サプライズだったのは失業率の大幅上昇である。季節調整の問題も指摘されており、6月の失業率は幾分低下する可能性が高いとみられる。もっとも、景気減速に伴う雇用環境の悪化は続いており、失業率は徐々に悪化していく方向にあるとの見方に変更はない。消費については小売売上高などが上振れたが、消費者コンフィデンスは悪化の一途を辿っており、戻し減税の効果が一時的に出ている可能性が高いとみている。実際ベージュブックでは、ガソリンと食料品の値上がりで個人消費が鈍化したと記されている。家計の純資産の減少や貯蓄率の上昇もあり、第3四半期以降の消費の動きが気になるところである。

なお、アジアをはじめとするエマージング諸国についても、インフレ率の大幅上昇によって予断を許さない状況になりつつあるようである。BRICsや資源国の高い成長は基本的に維持されると思うが、その他のエマージング諸国では、特にアジアを中心として、インフレ率の上昇が実質所得の目減りや金融引締め、金融資本市場の大幅な不安定化に繋がっている国も窺われており、インフレ上振れ、内需下振れリスクが急速に高まっているようである。

日本経済については、前回会合以降公表された指標には、低調なものが目立った。まず、4月の輸出は大きく減少したが、実質化や季節調整に伴う技術的な要因による反動の面もあるようである。海外経済全体として成長率が下方修正されてきているが、相対的に成長が底堅い国や地域へ輸出を伸ばすことも可能であるし、一次産品価格や為替レートの影響もあるので、今後の輸出動向については、現時点では何とも言えないが、シナリオどおり減速するとしても、どの程度かしっかりと見定めていきたいと思っている。

交易条件の悪化から景気下振れリスクとして気にしていた企業収益であるが、法人企業統計によると6年振りの減収減益となった。経常利益の大幅減益のもと、資本財出荷（除く輸送機械）や機械受注（船舶・電力を

除く民需)も低調であり、第2四半期の設備投資はマイナスになる公算が高まっている。年度では、日経新聞の設備投資計画で前年比プラスを維持していることから、大企業は高水準の設備投資を維持するとみられるが、中小企業の設備投資が厳しい収益環境の中で、どの程度慎重な計画となっているのか、6月短観で確認したいと思っている。

当面、交易条件の悪化が続くことが想定されるので、設備投資だけでなく消費にも下振れ圧力が働くのは否めない。4~6月のGDP成長率は反動もあって、マイナスの可能性が高いとみているし、私の高めに想定した2008年度成長見通しは下方修正を考えている。

最後にインフレ・リスクについてである。このところ、欧米中銀幹部によるインフレ懸念や利上げを示唆する発言を耳にする。こうした中銀幹部の発言の背景には、金融資本市場がある程度落ち着きを取り戻し、そうした発言が許される環境になってきたという点もあるが、インフレ期待の上振れを未然に防いでおかなければ先行き大幅な利上げとそれに伴う景気的大幅なスウィングが避けられないとの危機感の表われでもあるとみている。実際にユーロ圏の5月のCPIが前年比+3.6%と16年振りのレベルに上昇しているほか、米国のCPIもここ数か月+3%台後半から+4%台前半という高い伸びを続けていること、インフレ期待を示す指標が上振れていることがある。ミシガン大学のサーベイでは、短期インフレ期待が上昇するだけでなく、長期インフレ期待もここ10年間のレンジである+2.7%から+3.2%を上抜け+3.4%となっている。エマージング諸国のインフレ上昇はとりわけ顕著であるが、元々経済成長が高いことに加え、消費に占める食糧のウエイトが高く、エネルギー価格に含まれている補助金を削減する動きがそれを加速している。

バーナンキFRB議長やイエレン・サンフランシスコ連銀総裁は、米国では今のところ1970年代にみられたような賃金とインフレ率とのスパイラル的な上昇は生じていないと述べているが、ECBやエマージング諸国では賃金上昇を通じたセカンド・ラウンド効果も気になってきているようである。現在、世界で起こっていることは、資源制約を上回る超過需要が

新興国を中心に発生し、それによってエネルギーや食料品の価格高騰が発生していることが基本であり、それに対してしっかりと政策対応できなければインフレ期待の上振れリスクはグローバルに高まらざるを得ない。当然、そうしたグローバルなインフレ圧力は我が国にとっても他人事ではない。実際、国内の物価も上昇傾向を強めている。5月の国内C G P Iは前年比+4.7%と、1981年2月以来の高い伸びを記録し、コアC P Iも5月は再び+1%を大きく超えてくると推測される。インフレ期待の上振れを警戒すべきなのは我々も同じだと考えている。以上である。

白川議長

それでは私からだが、経済金融情勢について皆様の意見とあまり大きく変わっていない。最初に、私も含めて各委員の議論の総括的なことと言うか、大筋こういう点については合意があるということについて申し上げる。そのうえで、次回7月の決定会合では中間レビューがあるので、その中間レビューでの議論も意識しながら、本日、幾つか議論したいことがあるので、その点について若干の問題提起をしたいと思う。なお、6月短観をみてさらに検討したいというご発言も多く聞かれたが、勿論、7月の決定会合でより議論を深めていきたいという主旨だと思う。最初に、今回の議論の総括的な部分である。大きく分けて、国際金融市場、海外経済、国内経済、それから物価について申し上げる。まず国際金融市場は不安定な状態が続いていることで、どの委員も意見が一致していたと思う。背景として米欧の金融機関の損失拡大懸念、米国経済の先行きに対する懸念、それから世界的なインフレ・リスクの高まり等を背景にして一時、若干縮小していた各地の信用スプレッドが再び拡大しているほか、米欧の株価も下落しているということである。米国経済は停滞しているということで、この点も意見はほぼ一致していたと思う。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、依然、この点については不確実性が大きいということであったと思う。それから世界経済は全体として拡大が続いているが、国際金融市場の動揺、それからアメリカ経済の停

滞など引き続きダウンサイド・リスクが高い。それから特に今回は原油価格が引き続き最高値を更新するなど、世界的にインフレ方向のリスクが一段と高まっているということについて、ほぼどの委員も言及されたと思う。

それから国内経済であるが、輸出は足許、幾分鈍化している。これは勿論統計の問題、実質化に伴う問題もある。幅広い地域に向けて増加しているという基本的な判断自体を変える必要はないと思うが、さすがにこれまでと比べて増加ペースは鈍るのではないかというのが、どちらかというの皆様ベースにある感じかと思った。一方、交易条件の悪化が続き生産が横這い圏内で推移する中で、法人季報などにみられるように企業収益はこのところ減少している。先行き設備投資、個人消費は底堅く推移するという従来の判断を、今、変える必要はないと思うが、交易条件の悪化が続いているだけに、これに伴う所得形成の弱まりが国内民需の下振れをもたらすリスクについて注意深くみていく必要があるという点も、どの委員も一致していたと思う。いずれにせよ、この辺りについては、来月初の短観を含めて改めて確認していく必要があると思う。それから物価であるが、国際商品市況の高騰、企業の価格転嫁の動きの広がりが見られる中で、消費者物価がこの先上昇していくことで見方はほぼ一致したと思う。数字を具体的に言及された方はそう多くはなかったが、+1%台の半ばから後半まで上昇することは、多分多くの方が想定しているイメージかと思った。消費者のインフレ予想、企業の価格設定行動を含めて先行きの物価動向について、勿論、従来も注意していた訳だが、より注意深くみていく必要がある点も一致していたと思う。

皆様の意見を聞きながら、それから私自身の見解も踏まえて議論したい点が四点ばかりある。勿論これ以外に皆様からあると思うので、後から論点を提起して欲しい。第一番目は世界的なインフレ率の上昇傾向の背景、あるいは、これを背景としたこのところの各国中央銀行の金融政策に対するスタンスの変化、あるいは言い方の変化をどのように理解するのか、それとの比較で日本における物価情勢についてどう考えるのかということである。もう少し具体的に申し上げると、物価の決定要因は、エコノミス

ト風にオーソドックスに言うと、国内の需給ギャップ、それから輸入コスト、予想インフレ率になる。しかし、これは世界全体のインフレ率を考える時には、必ずしも適切ではない。つまり、世界全体からみると、輸入コストは外生変数ではなく内生変数である。この点で私自身気になっているのが——昨日申し上げたが——、個々の国の政策金利水準から離れて、世界全体の金融政策のスタンスである。どの物価指数で物価を判断するにせよ、この1年間あるいはこの半年間でインフレ率はかなり上がってきている。一方、政策金利の動きはどうか。これも国によってまちまちであるし、景気、物価両睨みの中でまちまちになってくる訳であるが、世界全体を考えてみるとインフレ率が上がっているにもかかわらず、例えばテイラー・プリンシプルからすると、金利の上昇が追い付いていない。そういう議論はどのように評価すべきなのか。足許の世界のインフレ率の上昇要因はこれだけではないと思うが、中央銀行として物価の問題を考えていく上では重要な視点を提供しているようにも思う。その辺をどう考えるかということである。

二つ目に議論したいことは、欧米の金融市場の状況をどのように評価するか。これも私も含めて皆様の意見を聞いていると、ほぼ評価が一致しているかと思う。これは確認なのだが、大きく捉えた場合に3月対比、欧米金融資本市場について危機というか最悪期は終わったという評価が一方で聞かれるが、足許で再び状況は少しずつ悪化している面もある。危機とか最悪期が去ったという言い方をする場合、多少定義が問題になるのだろうと思う。私自身、大手の金融機関が突然破綻することを指して最悪期とか危機だと言っているように思え、そういう意味でいくと多分、危機、最悪期は去ったのだろうと思う。ただ日本のケースを考えてみても、そういう意味での最大の危機——破綻の危機——は1997年、1998年であったが、最大の破綻の危機が去った後も、経済の厳しさ、それから金融システム問題の厳しさはその後ずっと続いた訳である。結局は金融システムと実体経済との相乗作用の評価がポイントになる。この点、アメリカについて言うと、住宅価格の動向がポイントになるのだろうと私自身は考えるが、そう

した理解で良いか、あるいはまたもっと別の考え方があるかどうか。

それから、三つ目のアメリカの景気をどのように評価するかということである。先日のバーナンキ議長の講演で、景気が深く落込んでいく可能性は以前よりも小さくなったと評価していて、その評価自体はそうかという気もする。ただ、今日多くの人がおっしゃったように——私もそう思うが——、アメリカ経済の不確定要因は引き続き大きい。アメリカ経済について、これもまた最悪期はあるいは去ったのかもしれないが、この先について、どなたかがおっしゃっていたように、底這いの形で停滞が長引くというイメージ——つまり深く大きく切り込んで落ち込むことはないが、しかし長引くというイメージ——で考えているかどうか、議論したいと思う。

それから四番目は国内の情勢についてだが、今日は景気について下振れリスクを警戒する議論が多かった訳で、私自身もその議論には全く違和感はない。ただ一方で、そういう時には同時に何か見落としている、逆方向の動きもないかも点検しておく必要があるということである。それから国内の物価である。先程、世界の物価について申し上げたが、欧米で今インフレ・リスクへの警戒感が強くなっている。日本も多くの方がおっしゃったようにインフレ・リスクへの警戒感は勿論持っているが、ただ相対的にみると日本はまだ欧米程そのインフレ・リスクを強く警戒した言い方をしていない。その背後にはそうした判断が私自身あると思うが、そういう判断で良いか。日本の場合、相対的に恵まれているとしたら、何がそうしているのかも議論しておく必要がある。逆に言うと、何が変わればより心配になってくるのか。その辺、私自身、気になっている。

最初にまず総括的な判断であるが、これについては如何か。次に個別の論点であるが、世界のインフレ率の上昇傾向の背景あるいはそれに対する中銀の金融政策についてのアクションの変化、あるいは言い方の変化、その背後にある世界全体の金融環境について、どんなふうに考えれば良いのかという点について、何かご意見はあるか。

水野委員

宜しいか。恐らく狭義の話——デュアル・マンドートだとかシングル・マンドート——に入ってしまうのは不適當なので、別の議論をする。多分、経済の状況がヨーロッパ、米国、日本では若干異なると思う。ヨーロッパについて言えば、ドイツとその他の国との格差があるが、中心のドイツが今のところしっかりしていると考ええると、恐らく賃金の上昇あるいは期待インフレ率の上昇というセカンド・ラウンド・エフェクトをより気にする。これは当然だろうという気がする。それから、米国はまだ景気の先行き見通しがはっきりした訳ではないし、金融市場の問題もある。色々なことを取り敢えず気にしていることを、一応軽く言っておく。それは、恐らく非常に短期的には政策金利を暫く思い切って引き下げてきたが、現在は少し据え置いて様子をみたいというところ。それから、物価について言えば、期待インフレ率が本当に上がってくる状況になるかについては、もう少し余裕があるが、もしそういうことが起きた場合には、金融政策を本当に転換しなければならないので、そこを皆とシェアしたいというところがあると思う。日本は、五つ目の議論もそうだと思うが、賃金が伸びない中で、インフレ期待がどうこうといっても、自ずと限界があるのではないか。それを考えると、どうしても景気の下振れの方に意識が行かざるを得ないし、実際にそれは我々も今のところシェアしていることだと思っている。

西村副総裁

問題を前に遡り、世界的なインフレ上昇傾向の背景は何かを考えると、一つは新興国での需要増加である。それが、第二ラウンド以降は、今、水野委員がおっしゃったことに対応するが、最初の部分を考えると、新興国での需要ともう一つはアメリカでの代替エネルギーの二つの面を解決できない限り、恐らくこのままの状況が続くだろう。逆に言えば、先程、私が述べたように、新興国が非市場的になって、ある意味では非常に歪めてしまっている面を解決しない限り、同じ状況が多分続くだろう。そうすると、私として非常に心配しているのは、新興国がぎりぎりまで頑張って、

そこでアブラプトに手を離すと、ハードランディングになってしまうことである。それは我々としてはできるだけ避けなければならない。それと同じようにアメリカの代替エネルギーの一部は、完全にピュアな代替エネルギーに対する議論というよりかは、農業対策という面がかなり高かったこともある。そういった面を取って、本当に必要なものは何かというところまで遡って考えて、対策を練り直すことが必要なのではないかと考える。逆に言えば、新興国では、需要のコントロールをきちんとしなければならないし、それがきちんとした形で世界的な価格に反映されるようになっていかないと、完全な対症療法になってしまう。そして、その対症療法が、しかもボラタイルな対症療法にさらに対処しなければならない、ということになるので、危険ではないかと考えている。

亀崎委員

私も全く同じ意見である。今回の世界のインフレ上昇の背景は、燃料と食料品である。燃料について、具体的に申し上げると、需要面で中国の原油消費はこの五年間で+52.8%も伸びている。世界におけるシェアは、この五年間で 5.2%から 8.9%に上昇している。インドは、この五年間で +12.7%も伸びて、シェアは 2.4%から 3.1%になっている。しかも、まだ、モータリゼーションや、工業化が進んでいる。中国は、今年、自動車生産台数が 1,000 万台を超え、今後、もっともっと増えていく。もう一つご指摘があった補助金政策。日本などの場合は、1973 年、1979 年の石油危機の時に、一つは省エネ、一つは代替エネルギーとしての LNG の使用があるが、それに加えて、買い控えも起きた。しかし、中国、インド、マレーシアなどでは、政府が補助金を出しているために、買い控えが起きない。すなわち、市場原理が働かない。具体的に数字を申し上げますと、全世界で小売されている石油の四分の一が、補助金もあって国際標準価格より低い。これは、エコノミスト誌の調べであるが、例えば補助金がどれだけ出ているかという、インドネシアは GDP の 3%、マレーシアは 7%も出している。インドは GDP の 2 ないし 3%。財政赤字が GDP の 9%も

あるところで、このような苦しいことをやっている。中国は今はGDPの1%未満であるが、原油価格が1バーレル当たり130ドルで推移すると、2008年の補助金の規模はGDPの2.2%になる。3兆ドルのGDPであるから、これは深刻である。ただし、中国の場合は、食品価格も上がってきている。物価は安定させなければいけない。一日1ドル未満の所得の人が1億何千万人いる中で、価格が上がると社会不安が問題になるということで、簡単には上げられない。そうした中で、電力価格も上げられないため、電力会社は今収益的に苦しい状況である。ただし、中国は、企業向けについては、数が多いから経営を効率化させようという方針もあって、簡単には補助金を出さないという面もある。他方、市場メカニズムが働かないようにさせる、補助金を出し始めたところもある。台湾も出し始めた。このように、補助金が市場原理を歪めているというのが一点あると思う。

もう一つは、昨日も少し議論になったが、ファイナンスの面、すなわち今のグローバルな投資家の運用資金をみると、湾岸諸国のオイルマネーが約1.5兆ドル、年金基金が17兆ドル、短期のヘッジファンドの資金が約2兆ドルと言われているが、これらが、今回のサブプライムローン問題を受けフライト・トゥ・シンプリシティということで、商品に流れている。NYMEXにおける原油先物の取引残高は僅か3,200億ドルだが、ここにお金が殺到している。この3,200億ドルというのは、米国の株式市場の時価総額が約20兆ドル、米国の債券市場の発行残高が46兆ドルであるから、極めて規模の小さい取引残高である。この小さい市場にお金が殺到して原油高騰に拍車を掛けている。WTIが100ドル位まではそのうち30ドル位までが投機資金だろうと言われていたが、100ドルを超えて139ドル、140ドルという状況を生み出しているのは、まさに投機資金によるものと思う。補助金の方は各国の政策次第だが、投機資金の方は、昨日中曽金融市場局長からお話があったように、商品先物取引委員会がFRB、財務省、農務省と一緒に調査すると言っている。例えば一件当たりの取引規模を限定するとか、あるいは一先当たりの残高を制限するとか、何か規制がないと、この小さな市場にお金が殺到するという投機をどうしても抑え

られない。先程の需要面と補助金の問題に加えて、金融面の大変投機的な動きがその背景にあるのではないかと思う。

須田委員

次のラウンドで、お話ししようと思っていたが。

白川議長

どうでしょうか。これは、凄く話が関連する。私も実はどちらで議論したら良いか迷った。私の論点提起が悪かったかもしれないが、政策対応はまた後で議論するから、日本の政策をどうするかよりは、取り敢えず、今のインフレ率をどう理解するかという話にとどめておきたい。世界全体のインフレ率の動向について商品市況の影響について言うと、先程、西村副総裁がおっしゃったように、補助金の関係で情報価値自体が歪められている訳である。ただ、そうは言っても、商品だけではなくて、全体のインフレ率が段々切上がってきている。補助金があり、石油に対する財政支出が増えても、その分、他の支出を減らさざるを得ない訳であるから、ある程度の期間を取ってみると全体としての物価がそのこと自体によって上がる訳ではないと思う。全体として上がっているということは、補助金の問題も勿論あるが、それ以外の要因もある。それは、先程、亀崎委員がおっしゃった投機資金とか、あるいは緩和的な金融政策とかであろうが、その辺の影響をどの程度と考えるか。この半年間から1年間で、どう変化したのか、という意味で申し上げた。

須田委員

私としては、全体の動きはずっと続いている、とみている。世界を一つの国としてみた時には、労働、スキルド・レーバーも含めて資源の制約のもとで、それに見合った形の成長率ではない成長——もっと高い成長——が続いていることがインフレを発生させている基本的な要因で、それに加えて、亀崎委員がおっしゃったように、商品市場に投機的な資金も入り込

んでいる。商品市場に長期的な投機資金が入っていない場合、それはビルト・イン・スタビライザー——価格が上がることによって、成長が落ちる——として機能し、グローバルにも上手い具合に対応できると思っていた。しかし、投機が入ってくると、価格はファンダメンタルズから正当化される価格をかなりオーバーシュートするまでいってしまうのである。私がずっとみてきた為替相場もそうである。従って、例えば新興国の成長が落ちたとしても、商品市況はそれで直ぐビルト・イン・スタビライザー的に動くのではなくて、もっと上昇してしまう。この価格の上昇は完全にインフレ率と実体経済に悪影響を与えるから、各国が金融引締めを行い、成長率を抑えていくことが基本のシナリオだ、と思っている。

野田委員

資源という意味では、天然資源ないしは穀物資源について、このところ議論されている。しかし、須田委員がご指摘になったように、労働資源もポイントを当てなければならない。新興国——中東欧——に行ってきたが、押し並べて去年から賃金が急上昇している。労働力の逼迫が、後から発生した。中東欧も含めた新興国の需要が大きくなっていることが、拍車を掛けている。セカンド・ラウンド・エフェクトとは言えない意味での賃金の上昇——ドイツを中心に欧州などでの賃金上昇とは異なる賃金上昇——も、無視できない状況になっていると思う。従って、先程来、皆様、ご議論になっているように、この辺の行き過ぎとその調整が大きく振れるリスクが大きくなってくる。

中村委員

今まで中国とか東欧とかの安い労働力は、先進国のインフレをかなり抑えてきた面があると思うが。

野田委員

変わってきている。

中村委員

それが段々限界に近付いている。先程もあったが、原材料価格について言うと、基本的には需給というか、発展途上国が急激に輸入を増やしたことが要因である。今、海上貨物の荷動きも増えてきているが、そのほとんどは中国の輸出入で説明できるという感じである。今まで資源の分配を先進国の秩序の中で行っていたが、中国は過去の秩序を無視して色々買い漁っている。中国は、今、粗鋼の生産量が4億トンを超えており、日本の4倍の規模である。それがさらに急激に増えようとしている。これなどをみると、原材料価格はなかなか落ち着かないと思う。一方、投機資金についても、色々なマーケットに投下されている。例えば海運のバルティック・マーケットにもかなり投機資金が投下されており、確かに需給はタイトだが、投機資金がかなり押し上げている面がある。色々なところに、この問題は波及している感じがする。

水野委員

前回も言ったが、グローバルに考えると金融環境は緩和気味であると思う。例えば、米国は金融緩和を行ったが、家計と金融機関はバランスシート調整に入っているので、自国の景気にはなかなか効かない。しかし、ドル・ペッグあるいはドルにリンクさせた通貨政策を採っている国にとっては、物凄い景気刺激になったと思う。ヨーロッパでも、東欧はインフレになっており、東欧諸国と経済統合を進めていくことを考えると、ECBは4%という金利を引き上げざるを得ない。すなわち、特にFed、それからECBのこの1年位の金融政策は、新興国の成長率を相当押し上げてきた面があるという感じがする。それと、当然、ご存知と思うが、エネルギーの使用効率を高めていくインセンティブ付けが必要である。日本はエネルギーの使用効率が最も進んでいる国で、その正反対が中国だと思うが、このインセンティブ付けがなかったことは、私も言ったし亀崎委員も言われたように財政による補助金政策で実際に痛みが一般には感じられていな

い面に表われている。いずれにせよ、エネルギーの使用効率を上げていくことが必要で、その手法が代替エネルギーの開発なのか、その辺りの議論を西村副総裁も言われたが、まだ整理されていないのが現状である。むしろ、代替エネルギーを作ることにより、穀物価格を上げてしまっていることは、一部の人が言っているとおりで、100%否定できないという感じがする。

白川議長

日本の政策論に入る前の段階だが、まずインフレのリスクについて、注意しないといけないのは当然である。現在の物価情勢についてみると、そういう感じは2か月前あるいは先月よりも強まっている感じがする。その一方で、欧州あるいはアメリカでインフレ・リスクについて心配しているのと同じ程度、我々自身が心配しているかということ、そこまでではないという感じを皆シェアしていると思う。なぜそうなのかということについて、先程、水野委員あるいは何人かが触れたように、賃金が基本的にはどんどん上がっていくという感じではなく、その背後にはあるのは、長期的な予想インフレ率——この言葉はあまり好きではないが——がまだ安定している、そのアンカーが崩れるという感じではないということなのかもしれない。その辺の相対的な安心感は、どこに起因しているのか。

西村副総裁

安心感よりは、成長期待が少ないのが一番大きいかもしれない。デモグラフィックな変化が極めて明確な形で出てきているため、先程も自動車の話を申し上げたが、例えば中国なり何なりのところでこれから極めて大きな需要が出ていくというのと同様の予想は、日本については立ちにくい。それから、食料品に関しても需要が大きく伸びていくという予想は立ちにくい。そういうことからすると、需要からのプレッシャーは恐らく少ないだろうと考える。しかも、後で話をしようと思っていたが、日本は同じ財を作っている企業が凄く多い。アメリカはできるだけ差別化しよう、違う

ものを作ろうとするが、日本は同じものを作っているケースが非常に多いので、企業間の競争が非常に激しい。競争が激しいことと、先程申し上げた消費者において成長期待が小さいことから生じるインフレ期待の低さから考えると、企業側は川上でコストを削減するという行動を採りがちである。これが再び元に戻って、価格が極めて安定するという状況——これはバーチャアス・サークルというか、ビシアス・サークルというかよく分からないが、いずれにせよ、他の国とは全く異なる状況——が日本では——ほとんど日本だけだと思うが——存在していることが、日本だけが極めて安定した価格の状況にあることの一つの理由ではないか、と私は考えている。

野田委員

一言で言えば、根源的なインフレ圧力だと思う。これまで物価が上がらない時——去年、一昨年辺り——に議論してきたことが、まだそのまま通用している状態で、それは全然変わっていない。ただ変わったのは日本からみたらほとんど外生的な要因であって、それ以外の根源的なもの——今の需給ギャップにしろ、賃金の問題にしろ——は本質的にほとんど変わっていない。むしろ、足許では2年前、1年前辺りに議論していたよりも、状況は悪くなっている。その辺が全体を覆う先行きのインフレ期待の抑制にも繋がっている、という理解だと思う。

亀崎委員

他国に比べてCPIの上昇率も低いし、かつてのような買い溜めのような状況にもなっていない。日本のGDPの成長は内需が引っ張ってきたというより、牽引力は輸出であって、その輸出がまだそんなに落ちていない。従って、今回の食料・エネルギー高については、まだ日本経済に与える影響は小さいのではないか。エネルギー抵抗力とか言われているが、CPIの上昇率が他国と比べて非常に低く推移していることと、日本経済の牽引力である輸出がまだそんなに落ちていないことが、日本は然程悪くないこ

との理由ではないか、と私は思っている。

中村委員

今でも食料品とエネルギーを除いたら、C P Iの上昇率は-0.1%とかであり、上がっていない。それから、西村副総裁が言われたように、アメリカは商売のやり方で価格転嫁しやすいという社会である一方、日本企業は長期的に構えており価格を変えることを物凄く嫌がる。従って、原材料価格が上がったから製・商品価格を上げるというやりかたは、なかなかやらない。それともう一つ。競争が激しいという指摘があったが、そのために価格を引き上げられない一方、このところの原材料価格高で収益ののりしろが少しずつ吐き出されていると思う。

須田委員

少し長い目でみると、日本はずっと物価の優等生と言われてきていて、では、その背景は何だろうかと言えば、国民性だと思う。ドイツもそうだが、物価が安定していることを日本人が望んでいたから結果的に低いインフレ率が実現されて、そして、それを当然のものとして受入れたことで、人々の行動、企業行動が規定されてきている。それで、競争の厳しさなどもあって、コスト・プッシュで価格を上げたい時にも上げられない状況がずっと続いていたが、ここにきて、もうこれ以上は耐えられないということで段々上げ始めた。上げ始めると慣れてきて、企業行動は今変わりつつある。もしこういうコスト・プッシュであれ、皆が価格を上げて、そして国民がそれを受入れるようになったら、もう少し高いインフレ率が許容されると思う。ただ、色々なサーベイ——日銀のサーベイとか——をみても、物価が安定していることを好む国民であることが一番の根本にありそうな気がしている。

野田委員

そのとおりだと思う。やはり、賃金が一番ネックになっていると私は思

う。この間、ECBでも、なぜ日本は賃金が上がらないのか、しつこく聞かれた。

白川議長

私も聞かれた。

野田委員

セカンド・ラウンド・エフェクトという意味では、相当彼我の感がある。

白川議長

今、両委員がおっしゃったことと関連するが、過去、日本の物価が安定していたことについては、勿論、色々な要因があるだろう。しかし、基本的には、物価の安定を国民——企業、それから労働組合も含めて——が志向してきたことがあると思う。若干短期的な影響も勿論あるだろうが、その結果、低い物価上昇率の実現した。その結果として、我々自身現在の中長期的な物価安定の理解の中心値が+1%程度になっている。それは、これまでの物価上昇率の実績を反映しているものである。ところが、現在の物価上昇率が+1%から段々離れていって、この後、+1%半ばとか後半、場合によっては+2%台に瞬間的に達する可能性があるという時に、我々自身、物価についてどう考えるのかが問われる訳である。私自身は、多分多くの人と同じで、物価を規定する要因として予想インフレ率は非常に大事だと思う。しかし、その場合の予想インフレ率というのは、例えばエコノミストのコンセンサス・フォーキャストとかESPの予測といった意味での予想インフレ率ではなくて、人々が持っている岩盤のような物価の先行きについての感覚である。それは岩盤のようにも見えるが、氷河のように少しずつ動いていくのだと思う。現実には物価上昇率が上がっていくと、「基本的に物価は安定しているが、少し変わった」と、少しずつ変わっていく。欧米の中央銀行は、そういうことの怖さを過去の経験で知っているから、我々からみるとそこまで今言うかというような発言も敢えてしてい

と思う。今、我々の状況はそこまでは達しておらず、日本の物価は欧米対比良い状況にあると思う。ただ、何が最終的に変化をもたらしていくのかを問うた時に、中長期的な予想インフレ率が多分大事なファクターで、每期、每期ではないが、氷河のように少しずつ変わっていく。先程グローバル化の臨界点という話を亀崎委員がされたが、日本の物価もそういう状況に近付いているのかもしれない。この辺は私のぼわっとした思考で、今テストする話ではない。しかし、物価についてどう考えるのかが、多分、これから年の後半に向けてテストされていくのではないか。

野田委員

白川議長がおっしゃるような岩盤のようなインフレ期待が少しずつ動いていることは、計測、観察がなかなかしにくい。

白川議長

然り。

野田委員

我々一人一人がそれぞれのインフレ感、物価観を持っている。そこからみてどうかということになると、これまたなかなか難しい。

白川議長

中長期的な予想インフレ率についてのエコノミストの予測は、多分、我々と同じようにマクロの論理に従って出している。その数字を我々は取り敢えず予想インフレ率として受取るが、実際には、我々が議論しているのと全く同じことを彼らが出しているだけだと思う。そういう意味でマクロのエコノミストの予測がここで言う予想インフレ率かということ、必ずしもそうでもない。消費者のサーベイも一定の有用性はあるが、これもアネクドタルなものに左右されている。結局、今申し上げた中長期的な予想インフレ率というのは、多分バックワードなもので、現実インフレ率が

上がってくる——平均値が上がってくる——と、その程度に応じてじわっと上がってくるものではないか。予想するのはフォワード・ルッキングな行為だが、私が言った意味での予想インフレ率が実際にどうやって形成されるかという、結局は現実のインフレ率の展開に左右されるところが大きいという気がする。

西村副総裁

宜しいか。長期期待インフレ率を考える場合、歴史を遡って考える必要がある。1970年代までは、日本は物価が安定しているとは誰も思っていなかった。しかも、有名な総評の太田議長が日本のCPIは低く出過ぎているという議論をした位であったが、それが1970年代の石油ショックを通じて、産業構造の変化とともに変わっていった。それまでは、日本も川上から川下への価格転嫁が比較的しやすい国だったと思う。しかし、日本の産業構造が1973年～1979年、それから1980年代の最初にかけて、重厚長大から機械工業、それから輸送機械に転換することによって、トヨタの協豊会を含めてコストカットに変わっていった。それが主流になっていった。それによって、価格を上げるのではなくて、コストを下げることによって収益を出すという形に産業の体質が変わっていった。少なくとも輸出産業の体質が変わっていったのが、極めて大きな動きであった。それに対応して、価格が安定し、そして、それに対応し人々の価格に対する期待も変わってくる。労働組合の体制も変わってくる。ということから考えると、長期のインフレ期待も、先程、白川議長がおっしゃったように、数字ではなくて、皆が考えているシステムのメカニズムであるから、メカニズムが変わってきたのだろう。では、今度、新しく原材料価格が高騰してきた時に、それに対応してコストカットで対応できるかという、なかなか難しくなっている。とすると、場合によっては、1970年代後半から1980年代最初に起こったことと逆のことが今起きつつあるのかもしれない。そうすると、期待そのものも変わる可能性もある。その意味で、今は判断するのに極めて厳しい状況である。やはり慎重にみていかなければ

ならない時期である、と私は考えている。

野田委員

そういう意味では、産業構造が少し戻っているように……。

西村副総裁

戻っている感じはするな。

中村委員

以前は作れば売れるため、コスト・プラス・マージンが売値を規定していた訳であるが、今は逆になっている。すなわち、幾らで売れるかが最初にあり、場合によってはコストよりマイナスの価格でしか売れない可能性もある。原材料価格が上がってきた場合、企業はどこまでの転嫁であったら消費者が受入れてくれるかを逆算しつつ、色々なことを考えていくことになる。日本の消費者も昔からアンチ・インフレではなかったが、第一次オイルショックの後に物価があれだけ上がって、給料も上がったが、差し引きすると結局何も残らなかった。

水野委員

同じこと——消費者が値段に対して凄くセンシティブで、値段を上げられない——を、今、中国でさえ言う。そのためにコアインフレ率が落ち着いているのは、本当である。

白川議長

多分色々な論点が絡み合っているが、取り敢えずここでコーヒープレイクをとり、10時50分に再開したいと思う。

(10時39分中断、10時50分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

白川議長

それでは、決定会合を再開したいと思う。当面の金融政策運営に関する討議である。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。先程と同じ順番でお願いする。野田委員、お願いする。

野田委員

金融政策運営方針に関する意見を申し述べる前に、まず我が国の経済・物価の先行きについて不透明感を高めている最大のリスク要因——一つは国際金融資本市場及び海外経済の動向、二つにエネルギー・原材料価格の動向——について、一部繰り返しになるが、改めて点検してみたいと思う。

第一に、国際金融資本市場及び海外経済の動向についてである。国際金融資本市場は、引き続き不安定な状況にある。すなわち、3月半ばにみられた過度の悲観論は修正されたものの、短期金融市場の緊張感は根強く残っている。予ねてから申し上げているとおり、金融市場の混乱は単なる流動性の問題ではなく、金融機関のバランスシートの毀損と資本基盤の弱さの問題が根底にあり、この点に関する懸念が払拭されたとは市場はみていない。米欧の経済をみると、金融市場の混乱が实体经济に悪影響を及ぼし始めていることは明らかであるが、金融機関の資産の膨張圧力と損失額の増加がクレジット・タイトニングを加速させ、それが需要の減退と資産価格の下落を招き、金融機関の損失額がさらに増加するという金融システムと实体经济の間の負のフィードバックに歯止めが掛かる兆しは、今のところは見出せない。金融機関の融資姿勢は、米欧ともに調査開始以来、最も厳しい水準にあるが、過去の経験則に照らせば、クレジット・タイトニングが生じると、一定期間のラグをもって設備投資をはじめとする需要に悪影響をもたらすため、足許のクレジット・タイトニングが、早晩、さらなる需要減退をもたらすことが懸念され、その期間と程度の見定めには今

暫く時間が必要である。

また、問題の火元である米国の住宅市場の混迷について、底入れの兆しは依然としてみえない。住宅市場が底入れし、つれて金融市場が本格的に落ち着きを取り戻し、実体経済は潜在成長率へ向かって回復の軌道に戻るというシナリオの展望に確信を持つには、やはりなお時間が必要である。

リスクの二つ目は、エネルギー・原材料価格の動向である。国際商品市況は、先程も議論があったように、新興国を中心とした需要の増大、あるいは投機資金の流入等々、幾つかの要因が相俟って高騰する中、世界的にインフレ圧力は増大しており、インフレ抑制への舵取りを強める政策は今や文字どおりグローバル化しようとしている。経済成長率及びインフレ率が相対的に高い新興国のインフレの加速はより深刻であり、インフレ圧力の一段の高まりによって成長が抑制されるリスクと、インフレ抑制策が行き過ぎた場合には、大きな金融、経済の調整をもたらすというリスクも頭をもたげてきた。日本でも、価格転嫁が予想を上回る速度で進んできており、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、今後の動きをより注意深くみていく必要がある。

一方で、国際商品市況の高騰は、我が国に対して交易条件の悪化により、短期的には所得を海外へ流出させ企業収益への下押し圧力として働き、賃金、設備投資などの企業の支出行動に、ひいては家計の支出行動にも負の影響を与えるものとして注視していく必要があることは言うまでもない。

前半のパートで申し上げたように、4月の展望レポートにおける先行きの見通しに、全体として大きく修正を迫るような経済指標や情報は現出しておらず、我が国の経済は物価安定のもとで持続的な成長を続ける可能性が相対的に高いとの見通しは基本的には変わらない。ただ、今申し上げたように上下双方のリスクともに無視できない程高い状況が続いている中では、緩和的な金融環境と安定的な金融市場を維持しつつ、景気と物価両睨みの対応を続けることが適当と考える。すなわち、次回会合まで、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するように促すという金融市場調節を維持することが適当である、と考えている。以上で

ある。

白川議長

水野委員、お願いします。

水野委員

まず当面の金融市場調節方針であるが、現状維持で良いと思う。若干、コメントしたいと思う。資源・穀物インフレの進行になかなか歯止めが掛かっていないが、その中、新興成長国のみならず、FRBとECBも最近、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したのではないかと受止められるメッセージを送っている。バーナンキFRB議長がインフレ期待の高まりに対して繰り返し懸念を表明しているのと時を同じくして、トリシェECB総裁が7月の利上げの可能性に言及した。トリシェ総裁は次回会合での利上げを示唆してきた「強い警戒」との文言は使わなかったが、代わりに「高度に警戒した状態」という言葉を使った。ただ、その発言の内容、あるいはその行間から考えるに確信犯的ではなかったかと思う。ECBは、金融市場の混乱や原油価格の急落など余程のことがない限り、7月3日の定例理事会で25bpの利上げに動く可能性があるのではないかと個人的には思っている。

今回のFRBとECBによる政策スタンスの若干の変化は、大半の市場参加者にとって想定外であったと推察される。このため市場では、ECBの来月の利上げとFRBによる緩和的な金融政策運営の転換を織り込む動きが急速に進み、欧米市場で金利が急騰した。また足許では、海外投資家を中心に日米欧の協調利上げすら意識され始めている。こうした中、日本の金利市場でも、元々流動性低下から不安定な地合いにあっただけに、今週に入って、ユーロ円金利先物、債券先物が主導する形でイールド・カーブ全体に金利が上昇している。

FRBは、春先まで、金融システムと米国経済の安定を目指して思い切った金融緩和策を発動してきた。FRBは、政策金利引き下げが漸進的

であれば、金融システム不安は払拭できなかったと考えていると思われ、現在もこれまでの政策運営は適切であったと判断していると思われる。また、金融機能の正常化と米国経済の底入れを実現するには、当分の間、超低金利政策を継続する必要がある、と判断していると思う。一方、足許のインフレ関連指標の悪化、そして、原油をはじめとする国際商品市況は高止まり状況が続くとの見通しから、FRBはインフレ期待の高まりを抑え込む必要性を感じているようである。それが、最近FRB高官がインフレ期待の高まりへの懸念を頻繁に表明している理由と思われる。しかし、金融機能の正常化と米国経済の底入れを優先するFRBにとって、インフレ期待の抑制には口先介入、すなわち、インフレ期待抑制に対して強硬姿勢をみせる程度しか選択肢がなく、近い将来の利上げを念頭においた発言と解釈すべきでないと思う。米国景気の下振れ懸念はなお強く、いわゆるL字型の景気回復を想定しているのであれば、中期的にインフレ期待は落ち着きをみせる可能性もある。個人的には、FRBはコアインフレ率やインフレ期待の上昇がトレンド的なものにならない限り、簡単に利上げに転換しないと判断している。

やや余談となるが、バーナンキFRB議長が6月4日にドル安によるインフレ圧力を警戒していると発言して注目されたが、これは極めて異例な発言である。そのため仕方がないと思うが、私の理解では、この発言は米財務省との連携プレー、すなわち「強いドルは米国の国益である」と従来よりも強めのトーンで最近発言しているポールソン米財務長官と歩調を合わせたものと思う。米財務省とFRBがドル安進行を牽制したい理由として、コモディティ市場では、ドル安が原油高の主因であるとの見方が根強いこと、二番目として中東産油国では、ドルに連動した為替政策の見直しやドルからユーロへの決済通貨を変更する検討など、ドル離れの動きが出ていること、三番目として、米国への長期資本の流入、特に海外の政府、中央銀行による米財務省証券への投資額が先細り傾向にあることなどを指摘できると思う。米通貨当局は、対円、対ユーロでのドル高の持続性に疑問を持っているはずであって、言い換えると、強いドルは米国の国益で

あると強調する最近の発言は時間稼ぎ的な口先介入と見込まれ、米ドル買い介入に直ぐ踏み切るようなことまでは想定できない。我が国の通貨当局そして日本銀行としては、足許の対円でのドル相場反発は本邦企業の収益見通しを若干改善させる要因、海外投資家の間でみえる日本株再評価——日本株の見直し買いとも言える——の動きをサポートする要因であるため、これは嬉しい誤算と言える。

繰り返しになるが、金融引締め必要性についてFRBとECBとの間には温度差があるとはいえ、二つの主要国の中央銀行がインフレ阻止への姿勢を明確に打出したことは、グローバルな金融市場にとって非常に大きな意味を持つ。世界的に債券市場は暫くボラティリティの高い展開が続く可能性が高いと思う。その中、日本銀行としては不安定な欧米金利市場から、我が国の金利市場への余波を最小限にとどめるリスク遮断の観点から、一として現在は景気の下振れリスクを警戒すべき局面である、二として主要国の金融政策スタンスはそれぞれ異なる、というメッセージを丁寧かつ繰り返し送ることが重要だと思う。実際、資源・穀物インフレによる交易条件の悪化が、企業収益や個人消費の悪化という形で既に顕在化しつつある我が国と、コスト高による賃金やインフレ期待の上昇への懸念が相対的に強い欧米主要国とでは、金融政策面での処方箋が異なることは自然だと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁、お願いします。

西村副総裁

金融政策運営方針としては、現状維持が望ましいと考える。前回、基本的見解の現状判断、先行き見通しをその後の経過から評価すると、実物面では前回基本的見解の基本となるメカニズムが想定した範囲内であると思う。しかし、ほぼ下限をなぞり下方リスクが若干高まった形と考えられる。他方、物価については、前回基本的見解の見立ての想定幅の上限を

超えて推移しているとするのがフェアであると考え。しかし、現在のところの価格転嫁の動きは、過去に転嫁できなかった部分の一部取り戻しといった段階と考えられ、現在のエネルギー・穀物価格上昇の二次波及効果の兆候が表われていると言うには時期尚早であると考え。従って、基本的見解の基本となるメカニズムからは大きく変脱しているとは言いがたいが、同時にインフレについては上方リスクが高まったことも否定しがたいと考える。

従って、基本的見解の基本にある蓋然性の高い見通し、そのメカニズムそのものを、今、明確に変更する必要はないと考える。しかし、実物面では下方リスク、物価面では上方リスクが前回よりも高まった状況であると考えられる。この状況では上下にリスクが微妙にバランスしている状況であることから、次回までの金融政策方針は現状維持とするのが望ましいと考えた次第である。ただし、上下両方ともにリスクが高まっていることを考えると、現在の微妙なリスクバランスが崩れる場合には大きくどちらかに偏る可能性があるので、慎重に推移を見守り、柔軟に機動的に対処する必要があると考える。現在、経済にスラックがない一方、ディマンド・プルの要因も少なく、需給面で物価を動かす力は小さいと言える。従って、物価の決定要因はコスト上昇を転嫁する値上げについての消費者側の抵抗と企業間の競争の様相に依存することになっている。この消費者側の抵抗は消費者のインフレ期待に依存する。このところ消費者側の抵抗がやや緩む傾向が強まり、企業が原料コストを価格転嫁することが少なくともエネルギー・食料品価格で従来よりも容易になってきている。さらには、エネルギー・商品関連のサービス価格にもその流れがみられる。しかし、現在の日本では過去の日本のインフレ高進期、かつ欧米諸国とも異なり、同種製品を販売する企業間競争——典型的にはナショナル・ブランドとプライベート・ブランドを考えると分かりやすい——が非常に強いという特徴がある。競争が激しい場合には、価格を上昇させると競争企業に顧客を取られてしまうために、価格転嫁ではなくコスト削減で吸収しようとしがちである。そのため、価格転嫁の動きも急速に進む状況ではない。さらに

は、消費者のインフレ期待も、生活意識アンケート調査をみれば、今後5年という長期インフレをみると、目立った変化はみられていない。こうした価格決定メカニズムを背景として、日本の価格変化は1980年代以降、長期的なゆっくりとしたものになっている。これは日本の価格変化の大半がトレンドで説明できるのに対応している。このように考えると、金融政策運営の立場から重視すべきは、価格変化の長期のトレンドになる。今のところ、この長期トレンドに変調をきたしている兆しはない。しかし、長期インフレと企業間競争の様相は、構造変化によっては比較的短期に変わる可能性もあるので慎重に見守る必要があると考えている。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

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、下振れリスクが高く不確実性が強くなっているが、現時点では海外経済全体としては拡大を続けるという展望レポートで示した標準シナリオを変更する必要性はないと思う。すなわち世界経済は、これまでのところ新興国や資源国の経済成長が相当程度維持されているため、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と思われる。もっとも米国経済は、住宅市場に底入れの兆候がみられないことや、雇用環境の悪化及びエネルギー・食料品価格の上昇により個人消費も弱めの動きとなる可能性が高く、回復時期を見通すことが困難な状況である。また、原油等のエネルギー価格の高騰は、エネルギー効率の悪い新興国経済に悪影響を及ぼし、世界経済の下押し要因ともなりかねない。このため、引き続きエネルギー・原材料・食料品価格動向が世界経済に与える影響について注視していく必要がある。

世界の物価動向をみると、エネルギー・原材料・食料品価格の高騰を背景に、総合ベースでの消費者物価の前年比上昇率は高水準で推移しており、

各国当局は物価上昇圧力に対する警戒感を強めている。トリシェECB総裁は6月5日の政策理事会後の記者会見において、インフレ・リスクの高まりから7月の政策理事会において、小幅利上げの可能性を排除しないとコメントしている。バーナンキFRB議長もインフレに対するアップサイド・リスクが高まっていることを複数の講演で指摘しており、インフレ封じ込め重視のスタンスを明確に打出している。また、財務省と協力して為替市場の動向を注意深くモニターしていることを明らかにするなど、FRB議長としては為替問題にも踏み込んだ発言を行っており、これからの具体的な取り組みが注目される。今後、各国とも足許のエネルギーや原材料価格の高騰によるインフレ期待の高まりをどのように抑制できるかを確認していくことになると思う。

我が国経済は、前半部分で申し上げたように、輸出や個人消費動向について注意すべき点が窺われるものの、足許の経済はエネルギーや原材料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、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、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初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の大きなリスク要因と言える。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、市場の一部では物価の上昇を受けて、政策金利の引き上げを見込む向きもあるようであるが、予め特定の方角性を持つことなく、物価の安定を図ることを通じて国民生活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に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、お願いします。

亀崎委員

次回会合までの金融政策運営方針としては、現行方針を維持することが妥当であると考えている。現在、国際商品市況が高止まりを続けるもとで、世界的に物価上昇圧力が一段と高まっている。こうした中、直近でもハンガリー、ブラジル、インドネシア、フィリピン、ロシア、チリ、ベトナム、インドが政策金利を引き上げる等、新興国において金融引締め動きが続いている。また、主要国においても、ECBではトリシェ総裁が次回理事会における小幅利上げの可能性を示唆し、米国でもFRB高官からインフレ警戒発言が相次いでいる。こうした状況下、日本においても、市場の一部には、CPIが中長期的な物価安定の理解の中心値を上回りつつある中、日本銀行は早期の利上げを展望すべきであるといった論調もみられる。

ここで、現在の国際商品、特にエネルギー・鉱物資源価格の高騰の主要因を改めて確認すると、第一に新興国を中心とするグローバルな需要拡大が根底にあり、第二に鉱山開発の遅れ、石油精製能力の欠如、港湾、鉄道等のインフラ未整備による供給面のボトルネックがあり、第三に地政学的リスク、そして先程議論があった金融環境がある。このようにみると高騰の要因は複合的であり、それへの対応において、金融政策一本のみに依存することには自ずと限界がある。

これらの要因のうちで、需要、供給面の問題については、時間を掛けて対応して行かざるを得ないと思う。新興国における補助金、資源国における輸出規制といったものが市場メカニズムを働きづらくしている問題であって、これについては先般の青森でのG8及び中国、インド、韓国のエネルギー相会議、あるいはローマでの食料サミットでは、各国間の思惑の相違から、有効な政策協調で合意することの難しさが改めて浮き彫りにされたように思う。ただし、ここへ来て、インドネシア、インド、台湾等で、燃料費の値上げに踏み切る動きもみられている。こうした動きは、今後の

国際商品市況をみていくうえでの一つのポイントとして、注目していきたいと思う。

諸外国における対応のうち、金融引締めによる対応を実施し、または示唆している国々は、需要が旺盛であるか堅調である新興国が多いように思われる。その他、ユーロ圏についても景気は堅調であるし、物価面でも、国際商品市況の影響ばかりではなく、賃金上昇圧力が高まり、ECBが目安とする物価上昇率を大きく上回る展開が続いている。一方、日本については展望レポートで示したとおり、足許の景気は減速し、下振れリスクに最も注意しなければならない状況にある。また、需給ギャップがゼロ近傍で推移し、ユニット・レーバー・コストが前年比マイナスを続けるもとで、賃金上昇圧力は然程強まっておらず、消費者物価は中長期的な物価安定の理解に沿って推移している。このように、日本については、金融引締めによる対応を実施しないしは示唆している諸国とは状況が異なっていることに留意する必要があると思う。

こうしたことを踏まえると、日本について、物価上昇への対応のための早期の利上げを展望すべきであるとの一部の論調は、少なからず誤解に基づいたものではないかと思われ、こうした議論を放置すると、市場と本行との間の認識ギャップが広がる恐れもなしとしない。このため、本行としては、市場に対して以下の諸点について丁寧に説明し、理解を促すことが望ましいのではないかと考えている。すなわち、一つは、金融政策運営はあくまでも物価安定のもとでの持続的成長を図るべく、景気と物価の双方の状況を踏まえた総合判断に基づき行うべきものであること、また、本行が採用する中長期的な物価安定の理解は、あくまでもインフレーション・ターゲティングとは異なること、そして、現在の国際商品市況の高騰への対応としては、金融政策のみによる対応では限界があり、副作用も懸念されること等について、折りに触れて説明していくことが大切ではないかと考える。以上である。

白川議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回会合以降、グローバルに国債や金利市場の市場流動性が低くなっている中、欧米金融機関の財務懸念が再燃しインフレ懸念が高まったために、市場に景気重視とインフレ重視との間で気迷いが生じて、長期金利や株式市場は不安定化している。クレジット・スプレッドも拡大方向にある。CDSプレミアムやLIBOR-OISスプレッドも、6月末に向けて再び緩やかな拡大傾向に転じており、引き続き注意深くモニターしていく必要があるそうである。執行部におかれては、これまで同様、内外金融機関の動向に幅広くアンテナを張り巡らし、予断を持つことなく調節に当たって欲しいと思っている。

このように金融資本市場が引き続き不安定であることに加え、今年度入り後の経済指標は、先程言及したように、原油など一次産品価格の予想以上の上昇のもと、循環メカニズムが足許弱まっていることを示唆するものが少なくなかった。先行きについては依然として不確実性が高く、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っている。

さて、先程も述べたように、5月下旬以降、欧米中銀幹部によるインフレ懸念や利上げを示唆する発言が相次ぎ、市場は、欧米中銀の政策変更の軸足がインフレ・リスクを意識した利上げに転換したと受止めている。確かに中銀幹部の発言内容を確認してみると、インフレ期待の上振れ阻止へ向けた強い意志が窺われ、市場へ向けたかなり明確なメッセージであることは明らかである。実際、市場では、ECBによる7月利上げ、Fedの9月あるいは10月利上げを急速に織り込みつつある。以下ではこのような欧米の利上げ方向への転換そのものと、このようなコミュニケーション

の仕方について意見を述べておきたいと思う。

先程も話題にあがったが、先日の日銀の国際会議で、テイラー教授は、過去1年にインフレ率は世界的に上昇したが、各国中央銀行が設定する短期金利の目標は平均してインフレ率程上昇していない、つまりテイラー・プリンシプルを満たしておらず、世界の金利は低過ぎると指摘した。繰り返しになるが、世界を一つの経済と見立てた場合、現在起きていることは、資源制約を越える超過需要が新興国を中心に発生し、それがエネルギーや食料品の価格を押し上げているということが基本である。従って、グローバルに発生したインフレ圧力を沈静化させるためには、ガイトナー・ニューヨーク連銀総裁も述べているように、理屈のうえでは世界全体で引締めになるような金融政策を講じ、グローバルな超過需要を抑えていく必要がある。最近インフレ率が上昇しているエマージング諸国が利上げを行っているが、各国は各国の事情に応じて政策対応した結果、グローバルにみてテイラー・プリンシプルを満たすようになれば望ましいと言える。この観点からは、元々利下げが過度である可能性もあり、かつドルペッグに近い国々を含めて考えれば、ドル圏は緩和し過ぎであると考えられるので、米国が利下げ停止から利上げ方向へ上手く舵を切ることができたとしたら、世界経済にとって望ましいことだと言えると思う。

いずれにせよ、一旦高まったグローバルなインフレ圧力を押さえ込むのは容易ではない。だからこそ、インフレ期待が高まる前にフォワード・ルッキングな対応が必要であるし、不確実性があるもとでは、政策変更のタイミングを見出しながら、漸進的に政策変更を行っていくしかないと考えている。ある程度リスクをとって早めにゆっくりと金利調整していくと、言葉だけでなく行動を伴うことになるので、信認にも繋がりやすいと思っている。このような動きに対して、日本はコスト・プッシュ・インフレによって景気下振れ圧力に晒されているから関係ないと切り離して考えることは、経済、マーケットがグローバルに連動している中であっては出来ない。デュアル・マンドートの米国が利上げに踏み切れるような時には、海外経済についての不透明感は減っていると考えられるので、メインシナリオの

蓋然性が高くなっている可能性がある。不確実性が高い中、日本についても、物価安定のもとでの持続的な成長パスに乗っているとある程度確信が得られたら、漸進的にかつ早めに一步踏み出すことが必要だと思う。現状においても極めて緩和的な我が国の金融環境を踏まえれば、今後の政策変更は利上げ方向で検討するのが自然であり、それが世界経済の安定にも資すると思っている。

次にコミュニケーションポリシーについては、今回のECBやFedがとった金融政策の方向についての直接的な情報発信は、非常にシンプルで分かりやすいコミュニケーション方法の一つであるように思われるが、実際には、政策運営上あるいは中央銀行の信認維持という観点から、幾つかの問題を含むリスクの高い手法だと思う。まず、インフレ期待が上振れないよう機を捉えて牽制することに関しては、中央銀行がインフレファイターとしての信認を得るために必要なことであり、特に異論を差し挟むつもりはない。しかし、そうした情報発信は、市場にフリクションを発生させないためにも普段より発信しておくべきである。また、金融政策を織り込ませるうえで、誰でも瞬時にその意味が読み取れるような直接的な情報発信は、市場を一方向に大きく動かしかねないし、マーケットは自ら考えることを放棄しかねない。そうすると、経済指標の評価等による市場とのコミュニケーションを通じて、政策を考えていくことも難しくなる。また力づくで織り込ませておいて、不測の事態に伴って撤回するとか、具体的なアクションをおこさないとするならば、中央銀行にとって信認を失う事にもなりかねない。コミュニケーションポリシーについては、前回会合で、何がベストプラクティスかに係るコンセンサスはなく、市場の声に耳を傾けながら、改善すべき点は整齊と改善していけば良いと述べた。この考えに変更はないが、金融政策の枠組みを整えても、今日のような物価は上振れる一方で実体経済は下振れるといった難しい状況では、金融政策の選択自体が難しいため、枠組みの中だけでの情報発信では上手く市場と対話できないということが、金融政策への直接的な言及に繋がったのかもしれない。いずれにせよ、現時点では、市場は欧米がインフレ懸念へ舵を切った

と受止めているようであるので、日本銀行がそれに同調するかどうかに関心を持っており、日銀からの情報発信に非常に神経質になっている。ここで日銀発のノイズを出さないためにも、現時点では、経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく、といういつもの言い振りを繰り返すことが大事だと思っている。以上である。

白川議長

では、私から。まず当面の調節方針については、私もそうであるが、皆様、現状維持が適切であることで一致していたと思う。対外的なコミュニケーションのあり方、あるいはその背後にある考え方については微妙な差はあると思うが、今回の調節方針については、皆様、現状維持だと思う。それから現状維持とすることの背後にある考え方についても、皆様、一致していたと思う。背後にある経済・金融情勢の判断は、若干繰り返しになるが、わが国の経済はエネルギー・原材料価格高の影響などから当面減速するが、その後は緩やかな成長経路を辿る可能性が高いというのが従来の展望レポートにおける判断である。ただし、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などには引き続き注意が必要である、ということである。物価面では消費者のインフレ予想、企業の価格設定行動を含め、先行きの物価動向についてより注意深くみていく必要があると思う。こうした判断のもとで、現状維持とすることが適当であるということである。より先の金融政策運営については、これも従来の言い方と同じであるが、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況などを丹念に点検し、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を見極めたうえで、それらに応じて適切な政策を機動的に行うということで、従来からの考え方に変わりはないと思った。

私自身、この会議に臨むに当たって議論したいと思ったポイントを既に多くの皆様のご指摘になったので、そのことについて少し議論させて頂きたいと思う。今回、記者会見で現状維持と言うことについて、それ自体は

皆が予想していることだからサプライズはないと思うが、ざっくり言えば景気は下振れ方向、物価は上振れ方向という情勢の中で、どのような言い方をしていくのかについて、関心が集まっている。それだけに、情報発信について確認というか議論したい。自分自身、これまで3回、記者会見をやって、いつも同じような質問が出て、いつも同じように答えていることをまたいつもと同じように言うつもりである。先程何人もの方がおっしゃったが、どの国も同じであるように、日本銀行の金融政策は物価安定のもとでの持続的成長を実現していくという基本原則に照らして運営していくことを繰り返し、繰り返し言っていく必要があると思う。

そのうえで、景気、特に民需の下振れリスクについて、今日、議論が多かった。他方、物価については、上振れリスクがかなり明確になってきているように思う。こういう時に、平たく言えば、景気、物価の両睨みになるが、私自身はその両睨みという言い方はあまり好きではない。皆様が使っている訳でもないが、両睨みというのは景気も物価も両方みっていく必要があるという意味では勿論両睨みであり、そのこと自体を否定するつもりは全くない。ただ、単に両方みているということだけだとすると、要するに金融政策運営の基本的な考え方がややはっきりしなくなってきた、金融政策がいつの間にか漂ってしまうことになると思う。そういう意味で先程の物価安定のもとでの持続的成長を目指すことを明確にしていくことが大事だと思うが、その際の基準は何なのか。もう少し、もうワンステップ下がった場合に、基準となる考え方は何なのだろうか。そこでの大事な概念をどういう言葉で呼ぶかは人によって意見の差はあるし、私自身も良い言葉がみつからないが、先程申し上げた意味で中長期的な予想インフレ率というか物価観は大事だと思う。なぜそう言うかという、前回もこの場で言ったが、今のよう景気と物価が逆方向に向かう、つまり供給ショックが起こる場合、日本のこれまでの経験からすると景気が悪くなって物価が上がるような局面では専ら景気に着目した議論が出やすいし、逆に景気悪化が止まり拡大に転じる一方、物価の上昇率が下がってくる局面では専ら物価に着目した議論が出やすい。こういう非対称性を持った日本

の経済論議の現状を考えると、単に景気、物価の両睨みというイメージだけが先行すると、漂ってしまう。そういう意味において、先程申し上げたような意味での予想インフレ率が大事だと思う。ただ、予想インフレ率という言葉を使うと——勿論、時として私自身も使うし、皆様も使っていると思うが——、何か特定のサーベイで出てくる予想インフレ率のような感じに聞こえる。そういう意味ではなくて、もう少しこの根っこにある人々の物価観みたいなものである。

もう一つ、私自身がいつも強調していることは、金融政策の効果発現にはタイムラグがあることである。これは、皆、分かっているが、つつい足許の景気、足許の物価だけで判断してしまいがちである。タイムラグの期間についてコミットしている訳でもないが、我々自身が展望レポートで1年半から2年程度をカバーした予測を出しているのは、要するに、その程度のタイムラグがあるからである。逆に言うと景気、物価の予測は非常に大事であるということである。では、その物価について今後どうなるのかということでいくと、従来から整理しているとおり、当面は交易条件の悪化効果が多分勝ると思うし、需給ギャップは若干マイナス方向に拡大する。しかし、もしこの価格上昇が今後止まれば、そのマイナス効果が減衰してくるので、一旦マイナス方向に拡大した需給ギャップがまた元に戻ってくるということである。また、予想インフレ率については、現実の物価上昇率が上がる場合にどの程度変化するのかということが問題であるが、これもフォーミュラがある訳ではないので、先程申し上げた意味でのやや掴み所のない物価観の微妙な変化をみていく必要があると思う。要は冒頭に申し上げた物価安定のもとでの持続的成長を繰り返し言っていくが、ただ単なる両睨みということだけになると、漂ってしまうことが気になっている。いずれにしても、今日は中間レビューではないし、多分中間レビューの時により景気、物価について我々自身がこの3か月間のデータ蓄積を待ってどう判断するか、そのときに政策についてもどういう言い方をしてくのかについて、よりシャープに捉えていくのだろうと思う。

水野委員

宜しいか。今回については、今のマーケット環境を考えると、多少景気の下振れの話をした方が良くと思うが、内部での議論は先をみてというのはおっしゃるとおりだと思う。その中で基本になるのは、資源インフレがあって供給ショックが起きている訳だが、それによってコアインフレ率あるいはインフレ期待がトレンド的に上がっていくかどうかを一つの尺度で考えるということで、Fedのドン・コーンやバーナンキも実際に同様の主張を発言しているのだと思う。我々もその観点から言うと、今、インフレ期待は比較的安定しているし、セカンド・ラウンド・エフェクトという観点からしても、賃金は今直ぐ上がってこないこと、また、ある程度景気も下振れリスクがあることを考えると、多少余裕をもって今の物価上昇をまだみていける段階にあるということである。当面は景気の下振れであるという話を十分織り込ませた後、次のステージという意味では、期待インフレ率が上昇していく状況あるいはコアインフレ率が上昇していくような状況にならないかどうかをチェックしていくという二段構えか、という感じはする。結局そこに尽きるのだと思う。景気、物価の両睨みは、何も日本銀行だけではなくて、多くの主要国が直面しているところである。ユーロ圏でも、ドイツ以外は恐らく全く同じ状況に直面しているのではないかと思う。

それから、これは皆様も多分同じだと思うが、メディアもアナリストも協調利下げとか、協調利上げという言葉が非常に好きである。しかし、協調というのは、協調行動をとるために認識を共有するが、最後はそれぞれが適切な政策を決めることは、福井前議長も何回も言われていたが、メディア等の協調という言葉についての誤解は相変わらず変わっていない。協調という言葉は今日も記者会見で出ると思うが、この言葉を中央銀行が使う時には、必ずしも一般に日本で理解されていることとは違うということを行った方が良くかもしれない。

白川議長

分かった。

中村委員

一般的に言えば物価の安定の方が大事だと思うし、そのとおりだと思うが、それを日銀が強調し過ぎると、それさえやれば日銀は良いのだな、自分の庭先だけ綺麗にすれば良いのか、と直ぐに言われがちであるので、その点は注意しなくてはいけないと思う。

白川議長

おっしゃるとおりである。

須田委員

今の水野委員の意見についてであるが、今、下振れといった場合、そのメインの理由は何を考えているのか。

水野委員

所得形成。

須田委員

それをもたらしているのは、やはり一次産品ないし原油価格。

水野委員

然り。

須田委員

そうすると、それにある程度トレンドがあるということになると、いつまでもそう言い続けることになるのではないか。

水野委員

否。それは原油がいつまでも上がるとは誰も思っていない。

須田委員

その部分については、グローバルにみたら、金融を引締めた方が下がり、インフレを抑えて実体経済も改善するという可能性もある。

水野委員

然り。

須田委員

そことの関係はどう説明するのか。

水野委員

そこは経済のグローバリゼーションをどこまで考えるかによる。例えば世界全体を考えているのであれば、金融環境はやや緩和気味であって、それ——勿論、人口動態や新興国の台頭という構造的な問題もあるが——が多分原因の一つであることはシェアされている。ただ、グローバリゼーションでひと括りすると、今、グローバル・インフレの時代だということになってしまうが、私は大きく分けると、先進国と新興成長国では、多分フェーズが違うと思う。成長のフェーズと景気循環のフェーズも違うと思っていて、主要国について言えば、どちらかと言うと景気の下振れを今まで議論しているほか、ここにきて物価面では、先程須田委員がおっしゃったように、資源インフレが思った以上に続いている。これに対して目配りもしていることを言っておいた方が良いということがベースにあって、それをどういう形で表現するのか、行動に移すのか、これには違いがあると思う。新興国は、これを形にして、実際に利上げなり、為替レートの高め誘導なり、マクロ・コントロールを現実的に採らないと、どうしようもないところまでインフレ圧力が高まってきているという面で、先進

国と新興成長国ではフェーズが違うのではないかと考えている。大きな意味では全く同じで、金融環境は緩和的で——その中で、ゼロ金利導入以降、日銀も犯人の一人だとずっと言われている——、そこについては長い目でみれば金利の正常化——金利を上げていく——の方向である。日本においては、グローバル化した世界経済、金融環境の中で金融政策はどうあるべきか、あと、国内で日本が採るべき政策は何か、その間がどこかを考えていかないといけないし、考え方も上手く説明しないと、先程、中村委員がおっしゃったように、我々の言いたいことが非常に伝わりにくい感じがする。

須田委員

日本については、インフレ率も低いから下振れリスクで良いと思う。ただ、アメリカはインフレ対策にウエイトを移していったということではなくて、インフレが高くなることが实体经济にも非常に悪い影響をもたらすことが分かっているから、これは何とかしなくてはならないということである。二つの目的があって、片方に留意するようにしたということではなくて、両方に与える影響を非常に気にし始めたと思う。

水野委員

ただ、今まではどちらかというとデュアル・マンデートのデュアルが実は金融システムと景気と思われる位、思い切った緩和を1～3月にして、そういうフェーズからは脱却しなくてはならないと自分も思って、物価のことを敢えて言ったという話である。先程、私のコメントで言ったが、アメリカとECBとはかなり温度差があると思う。Fedは自分達のやってきたギア・チェンジのことを多分言いたかったと思うし、ECBはいかんせん、彼らの物価の安定のマンデートからすると許しがたいところまで物価は上がってきていて、これが持続するとの見通しを出すことによって、仮に金利引き上げが景気をオーバーキルしても良いとしているのではない。物価は今年高いから、その結果、利上げをして、2009年の成長率

が下がっても良いという話なので、温度差があると思う。

野田委員

我々の展望レポートで前提が幾つかあったが、これが少し違ってきているかという感じが、皆様のご発言の中でもあると思う。来月の中間見通しにおいてリスクを考える時に、そこに立ち返りたい。一つは、原油高が思った以上に続いている。我々の前提は、下がりはず、ある程度高止まるにしても、ここまで高止まるという感じはもっていなかっただろう。あるいは、新興国も完全なデカップリングとまでは言わないが、相応に今の成長が続くこと。これは原油の問題と密接に関係している。そういった幾つかの前提を置いていたので、そこが少しサスペンシヤスになっているところをもう少し精緻に議論していきたいと思っている。

白川議長

然り。

野田委員

前提は他にも幾つかあった。

西村副総裁

見方については皆様と全く同じであるが、金融政策運営方針について、特にマーケットは足許と近付けて考えてしまう。金融政策運営方針は足許ではなくて先をみて決定することを明確にするために、金融政策を説明する時に足許の話を強調するのは必ずしも望ましいことではない、と私は思っている。やはり白川議長が指摘した中長期的な物価安定の理解及び金融政策のラグの二つを極めて明快にするとともに、物価上昇についても我々はトレンドをみていると説明すべきである。しかも、物価上昇について、本来、我々がみるべきトレンドはヘッドラインのトレンドある。このヘッドラインのトレンドは、コアのトレンドからある程度類推できる。そ

して、そのコアのトレンドをみるために、コアをみなくてはいいだけでなく、それ以外のものにも十分に注意を払わなければならない。というところを含めて、言い続けていくことが一番の基本ではないかと思っている。これは本当に何度も何度も丁寧に説明するしかないと思う。

野田委員

足許と先行きという意味では、市場、マスコミとは常にギャップがある。ここはなかなか縮まらない。

西村副総裁

無理かという気がするが。

須田委員

でもやはり。

野田委員

説明する時はよく分かるのだが。

須田委員

不確実な時はどうしたって足許の…。

野田委員

引っ張られるのは、仕方がない。

須田委員

引っ張られるのではなくて、それをもとに先行きをみていくので、どうしても。

水野委員

先程私が言わせてもらった時、敢えて今日の記者会見でと最後に言った。マーケットの一部で今言われているように、日銀も比較的近い将来に景気に対する見方を上げて、インフレ対応に軸足を移すとみている方に対しては、そこは違うと指摘することをどうやるか。一つ目は景気の下振れを言う。二つ目は、主要国の金融政策スタンスは、考え方は同じでも、それぞれの経済・物価のフェーズが違えば実際の行動も違うことを言っていく位かという感じがしている。本来どうあるべきかという議論からすると全くそれに尽きる訳で、あまり今日だけコアコアのインフレ率を強調するのは適切でないと思う。

須田委員

私は逆に違う言い方をすると、今度は逆にいってしまうので、本当はいつもと…。

水野委員

然り。ただそれを言うと多分…。

須田委員

それが今は本当に良いのである。いつもと同じ言い方をする方が私は良いと思う。

水野委員

でも、今日、それを言ってしまうと、長期金利が大きく動いてしまうのではないか。

野田委員

今日も皆様のご発言の中に、利上げに対する期待が出てきているというが、本当はそうではないのではないかとの見方もあった。それは昨日の金

融市場局長のお話でもあったが、市場メカニズムが違ふとかいう辺りは発信していかないと、直ぐ先物でどうのとか、OISでどうのという議論にスポットが当たる。あそこは少し歪んでいるということも、テクニカルな話にはなるが、やっておいた方が良くのではないか。しかし、これも敢えて言えば、聞かれなければ答える必要はないだろうが。

白川議長

金融政策の説明の仕方については、先程申し上げたとおり、前回と全く同じ表現——つまり、今後公表される指標や情報、内外の金融市場の状況など丹念に点検し、経済・物価の見通しとその蓋然性、リスク要因を見極めたうえで、それらに応じた適切な政策運営を機動的に行う、という寸分変わらない表現——にする。その背後にある景気、物価の認識について、今回は前回とどこが違ったかという、国内景気については、民需の下振れをもたらすリスク——その背後には勿論交易条件の悪化がある——を注意深くみていく必要があるというのが皆様の意見だと思うし、一方、物価については、より注意深くみていく必要があるということだったと思う。そのことは景気、物価の判断として言っていく。しかし、政策運営の基本理念は、先程申し上げたことに尽きると思う。あと、冒頭の質問の後に色々な問いがあつて、その中に皆が好きな協調行動云々と聞かれたら、また同じように「それは各国の状況に応じて」と、こちらの方から言う。

水野委員

然り。言われるから多分。

白川議長

金融市場の動きについては、先程須田委員がおっしゃったことと私は近い。すなわち、我々自身、色々な思いはあるが、中央銀行がこれは行き過ぎているとか行き過ぎていないとか直接的なコメントをすると、その場の反応としては良い反応があつたとしても、長い目でみると、市場自体が情

報を消化する機能を我々自身が殺してしまう。結局、中央銀行自身の姿を市場を通じてみて、世の中もそうだと思ってしまっ、中央銀行自身が判断を間違ってしまうことになる。そういう意味では、金利であれ、為替であれ、そのこと自体について直接コメントするのは、一般論で言うと、私は避けた方が良いと思う。また、昨日の報告にもあったが、今、世界的に金融市場の流動性が低下していることは事実としてあるし、そういう事実については指摘する。金融市場の評価は多分今日も出るので、その時にクレジット・リスクとか、あるいはTEDスプレッドとかも勿論大事であるが、流動性が全般に低下している、つまり値動きが大きいことも言うと思うが、それ以上にダイレクトに言うのは避けた方が良いかという気がする。

水野委員

ここにきてよく外国人から聞かれるのは——政策も変わっていないから当然だが——、日本銀行が一番安定しているということである。どういうことかという、グローバルに金融システムが不安定化している——日本はそうでもないかもしれないが——中で、国債のイールド・カーブをちゃんと立たせることをやっているという意味では、日本銀行が一番しっかりアンカーとして役割を果たしている。多分、須田委員が言われたことと全く同じで、先週末のFedやECBの高官の発言はやや言い過ぎではないかというところがある。それでマーケットが動いた部分に対して、どこかで修復作業をしないといけないが、やり方としてどこまでやるかという話だと思う。どういう質問がくるかによって変わってくると思うので、基本はお任せするしかない。こちらから何か店を広げる必要はないと思う。

白川議長

しっかりやろうと思っている。

西村副総裁

マーケットの状況を、事実を、淡々と説明するのが一番良いことだと思う。

野田委員

然り。マーケットそのものがやはり事実である。事実の鏡であることに對して謙虚である、という気持ちが必要だと思う。

水野委員

ただ、今、鏡が非常にボラタイルで歪んでいる。

野田委員

歪んではいる。今、白川議長がおっしゃられたことは、そこで敢えて歪んでいるというのは不遜、傲慢だということだ。

西村副総裁

歪み方が一定なら良いが、歪み方が変わってくる。

水野委員

複雑に歪んでいる。

白川議長

しかも我々が言えは言う程、市場は自らの姿——自らの醜い姿をも含めて——を反映した鏡となる。そういう意味で「市場は鏡である」という言い方は、私自身はあまり好きではない。確かに自分の姿も含めて鏡であるというのはそのとおりであるが、本来の鏡は、経済の姿について市場参加者が中央銀行の行動も織り込んだうえでどうみているかという鏡。そういう鏡と自らをみる鏡は違うという気がする。という感じがあるので、私自身は「市場は鏡である」という言い方は一度も使っていないと思う。人に

よって「市場は鏡である」という言い方が異なり、マーケットの受止め方が若干違って来る面があるような気がする。そこがちょっと恐いなという気がする。

野田委員

だから、鏡に映った姿をそのままみるかどうかというのは別の話であって、そういうことを言いたいのではないか。そこはみておかないといけないのではないか。

白川議長

私が申し上げたのは、野田委員がおっしゃった意味で、その鏡は大事にしなくてはいけないということである。

野田委員

そのままみると、いつも変わった姿がみえて、本当の姿がみえなくなってしまう恐れはある。

白川議長

そういう意味では全く同感である。

水野委員

この1週間のECBの高官発言をみていると、一旦、利上げの話をしてしまったので、その後「私は二回、三回やるとは言っていない」という発言を余儀なくされていることがあって、中央銀行サイドの発言は醜い。パンドラの箱を開けてしまうと、こういうことになってしまうので、おっしゃるとおりである。でも、現在は開けられた状態にあるので、その中で我々のマーケットも動いていることは、どこか頭の片隅に置いておいた方が良い気がする。

白川議長

他にご意見はないか。

西村副総裁

前のラウンドの時に白川議長が四つか五つのテーマをおっしゃったが、そのうち一つは比較的良いディスカッションができたと思うが、あと三つ位残っている。

白川議長

話題を峻別して議論しろという訳ではない。勿論、ご意見があれば表明頂きたい。自分自身は全部に答えを出し尽くすのは元々無理であるし、いずれにせよ、7月に中間レビューをする時に自分自身はこういうことが気になるだろう、皆様はどうか、ということで申し上げた訳である。今、全部潰していこうという訳ではない。ただ、私がどうこうということとは別に、ご関心を持つ論点があれば、まだ時間も少しあるので、どうぞ。

野田委員

整理してディスカッションしていないが、それなりに皆様、言及されていると思っている。一つ一つ区切って議論していないということは、確かに西村副総裁のおっしゃるとおりであるが。

白川議長

西村副総裁、何かあるか。

西村副総裁

欧米金融市場の動向の評価は大きな問題で、時間があれば皆様と評価したいと今日思った。

白川議長

どうぞ。

西村副総裁

全世界的に最悪期は脱したということであるが、我々は市場流動性の問題から出発して、今度は負の相関の問題、ソルベンシーの問題になってきている。ということから考えた時に、中央銀行と金融機関の関係をどう考えていくかはかなり重大な問題である。特にPDCFとかTSLF、それからECBが様々なことをやったにもかかわらず、今、この状態がまだ続いていることについての評価は、我々どう考えていくのか。かなり大きなイシューではないかと思う。

水野委員

中央銀行ができることはかなりやっても、まだ未だにマネーマーケットがこんな状況にあることを考えると、簡単に最悪期を脱したと我々の方から言わない方が良いかという感じが素直にある。多分フェーズとしては——あまりぴたぴたとどこと同じということではないが——、1997年の日本に似ているか。大手金融機関でも証券会社でも、サドン・デスがなくなったという期待が醸成されている。ただ、これからコマーシャル・バンクとか地方銀行がもっと単純な素朴な不良債権——商業不動産、それから個人向けローン——の引当を行っていくが、これらの収益力は投資銀行に比べて非常に弱いので、これらに対して公的資金を入れていくかどうかをアメリカが考える必要があると思う。そういう意味では、今までは意外とスピーディに動いて、それから収益力、マーケットからの資金調達力の高い大手のインベストメント・バンクでの対応が中心だったが、これからはスピードを早くもできないし、それから自らの解決能力も非常に限られた人達が多分非常に厳しい状況に直面してくると考えると、Fedも含めて中央銀行の力を超えていくところに入ってくる。我々日銀も、1997年から2003年の間、色々やったが、預金保険機構の制度とか中央銀行だけで

はない対応もとられていた訳である。中央銀行の枠組みを超えた話について、どこまで踏み込んでここで議論するか。アメリカがちゃんとそういうことをやっていけるのだったら良いが、それがないとすると、これは爆弾を抱えながら1~2年、2~3年動いていくということになる。最終的には信頼関係の問題である。

西村副総裁

それもそうであるが、その前に、まだスプレッドの縮小度合いが然程ではなく、いわば市場が死んではいないが仮死状態にあるような状態が続いている時、どういう形で市場機能を回復していくかという問題がある。

水野委員

その点については、この1か月位で新しい動きが出ている。すなわち、欧米の金融機関はプライベート・エクイティに対して非常に低利でお金を出して、それにディストレス化した商品を買っていくことが起きている。これは実際にそういうことをやっている。それに一部のソブリン・ウェルス・ファンドも動いているということで、ディストレス化した商品をそういう形でオフバランス化していく。その過程で、プライベート・エクイティあるいはソブリン・ウェルス・ファンドは動いていく。その動きは出ている。ただ、そのディストレス化した商品を買うといっても、原資産からみて明らかに割安だということがみえないと買ってこない。まだ住宅価格が下げ止まっていないし、オートローン、クレジットローンかはともかく、まだまだ個人、企業環境が厳しくなってくる。一部の商品にはそういう動きが出てきたが、西村副総裁からご指摘があったように、まだまだ市場機能は正常に戻ったと言うには程遠いという認識で良いと思う。

野田委員

短期金融市場について言えば、まだ相手のリスクに対してサスペンシヤスである状態は本当にある。だから、先程のサドン・デスはもうないという

意味で、最大のリスクはもうなくなったという理解は本当なのか。昨日の金融市場局の整理にもあったように、そうでもないという話が一方で少しずつまた出てきている。何かあった時に誰が助けるのか、他に何か術はあるのか。

西村副総裁

その点がかなり大きな問題になってきて、特に……。

野田委員

それともう一つ言いたいのは、まだまだバランスシートの膨張圧力があって、それがなかなか小さくならないということがあると思う。先程、白川議長はおっしゃったが、根源はサドン・デスが本当になくなったのかという話で、これは誰も分からない。それがまた頭をもたげてきていることも認識しておかないといけないと思う。

亀崎委員

アメリカの連邦預金保険公社の金融面の指標であるが、不良債権をかなり償却したにもかかわらず、不良債権比率は昨年 12 月から 1.71% までずっと上がってきた。それから、収益性であるが、ROA、ROE とも 2006 年半ば位から 2008 年までずっとまっさかさまに落ちてきていて、1990 年代初頭の水準にまできている。こういうところからみると、今、リーマン・ブラザーズで資本増強が言われているが、やはりまだまだ終わっていないということが、この指標からみてとれる。この傾向はぎっこんばったんしていなくて、一直線に不良債権比率は上がり、収益性は下がっている、という状況が続いている。

水野委員

然り。だから一番正確な言い方をすると、この間の J P モルガン・チェースによるベア・スターンズの救済という雛型は一つできたが、あの雛型で

二つ、三つできるかというとは多分できない。その時どうするかという話になった時、最悪のケースでは規模が日本の 10 年前とは違う銀行が倒れることになるので、想像したくない位厳しいということになってしまう。

野田委員

それと資本調達のコストも 10 年前より上がってきている。

水野委員

上がってきている。

野田委員

これが一つの我々がみるべき指標になるかという気がする。これが拡大している時は、まだ市場はその問題について安心しきっていない。

西村副総裁

サドン・デスに関しての懸念は若干後退したが、まだ残っている。それに加えて、スロー・デスというかじわじわとくるものの影響が出てきている。また、サドン・デスが二個、三個と出てくる可能性、そういうことが重なるとかなり大きなことになるので、我々としては十分注意しておかなくてはいけないというのが、多分今のところの一つの評価だと思う。ただし、然は然りながら、この状況ではエグジット・ポリシーを考えていかななくてはいけないので、どういう形で危機対策とエグジット・ポリシーとを組み合わせしていくか、それに対しての布石をどう打つかが、多分これからの大きな問題だと思う。

須田委員

エグジットとはどういう意味か。

野田委員

今の流動性供給……。

須田委員

流動性供給についてか。

西村副総裁

流動性の供給の話である。

須田委員

そういう面では、今だって日本銀行も依然として危機的な状況をそのまま抱えている。

西村副総裁

それも私が言いたかったことの一つである。逆に言えば、この段階で我々も長期的な視野をもって考えていかないといけない。色々なことの後にどういう世界を展望するかは、視点としては重要であろう。

野田委員

私は、基本的にはエグジットはドアを閉めることはあっても、わざわざ鍵をかける必要はない、と思っている。一旦状況に応じてドアを閉めるようなことがあっても、中の鍵は開いているという状態にしておく、それを市場が十分認識しておくことが、暫くは大事だと思う。完全なエグジットは今考える状況ではないだろうと思う。

水野委員

F e dは今そういうことを言っている。

野田委員

もう少し長めでみて、数年ないしもう少し。

水野委員

もう終わったと今誰も言えないので、プライマリー・ディーラーに対してお金を供給するというスキームも残しておくとかだな。

白川議長

昨日も発言したが、欧米の金融機関の資本調達条件をみると、概して米国の金融機関に比べ欧州の金融機関は調達の条件が悪い。それから、いざという場合に、米国の場合にはベア・スターンズの救済——これを何回もできるかは分からないが——に当たり、取り敢えずF e dがお金を出した。しかし、欧州の場合、それは誰なのか、はっきりしないし、はっきりしたとしても迅速に意思決定ができるかという問題がある。そういう意味で、事の性格として、全くリスクがゼロということでは勿論ないと思うし、そのリスクは多分前回の会合よりかはまた高まったという感じは確かにする。

水野委員

然り。前回の時は小康状態が1か月ではなくて、2か月、3か月続いてきて、何か変わったのかという前向きな話もあった。しかし、今回は何か変わったようで何も変わっていないという認識のもとに議論している、という気がする。これは引き続き頭のどこかに置いておかなくてはいけない。

白川議長

然り。

須田委員

ただ、これから先悪化すると思っていたのは、L B Oなどサブプライム

ローン以外の部分である。その部分に関しては、今、少し落ち着いているところがある。そういうところも引き続きみていかななくてはいけないと思うが、大きいところが潰れるかもしれないということを大きく意識する必要性は小さくなったと私は思っている。

野田委員

否。すでに燃えたところは小さくなっているが、火は色々な商品に広がっている。そういう意味でいくと、全体的な判断として小さくなったと考えるのは早計だろう、と私は思う。

須田委員

もしベア・スターンズも、流動性がしっかり供給されていたらどうだったろうかと考える。あれは流動性で躓いた。従って、もしF e dが最初から日本銀行が持っているような色々な流動性の供給手段を持っていた場合にはどうだったのだろうかを考えると、今は少なくとも流動性不足で突然倒産すること——すなわちサドン・デス——はなくなったのではないかと思う。

白川議長

私は、欧米金融機関が直面している状況は、難しいと思う。ただ、先程、日本のケースについて言ったのは、日本の場合、大きな流動性の危機は1997年、1998年で去ったが、その後、金融機関の問題は深刻化した訳である。日本と同じ状況が、今、欧米で再現されるという立場に立っている訳ではないが、流動性リスクが去ったからもう安心だという訳ではないと思う。

須田委員

私も安心している訳ではないが、流動性不足で突然クレジット・クランチに陥って、そして実体経済にも大きく影響を与えるという部分は無く

なったと思う。

白川議長

先程、私がサドン・デスが発生しない可能性が強くなったと言ったのは、流動性不足に伴う危機は一段落した訳である。そういう意味では、危機をどう定義するか。現象としては流動性不足も出てくるが、問題の根源はいつもソルベンシーにある。そのソルベンシーについては、最後は金融と実体経済のフィードバックでまた変わってくるから、ここは注意してみているしかないような感じがする。

水野委員

アメリカの住宅のサブプライムローンやオルトAローンとかを原資産とする商品に問題が広がり、それらへの対処が一步一步着実に前に進んでいるという意味ではポジティブな評価もできるのであろう。しかし、住宅価格が下がることが悪いとは思わないが、まだアメリカの住宅価格が底入れし、アメリカ経済が巡航速度になってくることがない限りは、なかなか安心できないという感じがする。今、まだ下振れリスクを抱えながら、アメリカは走っている感じがする。住宅価格が下げ止まってくるとか、個人の破産あるいは企業の倒産が減ってくるのだったら、これは一つフェーズが明るくなった感じはするだろうが、まだ実体経済自体が厳しいと思っている。

野田委員

まさに負の循環だな。

須田委員

今、日本の不動産もまだ下がっていることを考えると、下げ止まるというより、もう少しなだらかになるなり、あるいは想定の範囲内となれば良いということだろう。

水野委員

自分がインベストメント・バンクの世界に居たので何だが、間違いなくグローバルに金融再編がもっと起きる。現在は、金融機関の数が多過ぎる。収益見通しが半分になり、ROEが20%、25%だということは、現状ではもたない。そうすると、数が減ってくる。そこは健全だと思う。問題は、その経過で何が起きるか——ソフトランディングかどうか——である。

野田委員

オーダーだとできないからな。

水野委員

然り。オーダーかディスオーダーかという話である。

白川議長

宜しいか。それでは政府のご発言を副大臣からお願いします。

森山財務副大臣

それでは発言のお許しを頂きたいと思う。我が国経済は、企業収益は弱含み、輸出は伸びが鈍化するなど、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、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、お願いします。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、主要な需要項目である個人消費や設備投資が横這いとなっていることなどから、このところ回復は足踏み状態になっていると認識している。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、アメリカの景気後退懸念や株式・為替市場の変動、原油価格の動向等により、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。経済財政諮問会議において、現在の厳しい状況を抜け出し、持続的な成長を実現させることを目指して審議を重ね、今月 10 日、「経済成長戦略」を取り纏めた。今後、政府は本成長戦略を踏まえ、日本経済の成長力を強化するとともに、豊かで安心できる国民生活を実現するための経済・財政改革の道筋を示す「基本方針 2008」の取り纏めに向け鋭意作業を進めて参る。民間需要主導の持続的な成長を図るとともに、これと両立する安定的な物価上昇率を定着させるため、政府と日本銀行はマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、政策運営を行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策運営に努め、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、金融面からしつかり経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

白川議長

もし、どうしてもというご意見があれば。

水野委員

一つだけ申し訳ない。新「経済成長戦略」を読ませて頂いた。70歳現役を前提にした社会を作っていくという話があったが、あれを欧米の人間に読ませたら70歳で働かなくてはいけないのは決して幸せではない、50歳でもリタイアできる社会を作らないと元気が出ないのではないかと言われて、うーんと考え込んでしまった。あと90歳まで生きると言われても、我々の周りには90歳まで生きたくないという人もいるし、色々な海外の人間と話していると、活性化というか、活力が出る感じではなくなっているかというのが、私の印象である。

白川議長

他にあるか。それでは、金融市場調節方針の議案取り纏めと採決に移りたいと思う。議長としては本日の議論を踏まえて、現状維持の調節方針の議案を提出したいと思う。それではお願いします。

[事務局より議案配付]

内田企画局参事役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添、公表文案である。「2008年6月13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。

[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

山本理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に従って調節に努めるよう、これをもって指示する。お願いします。それでは公表準備を始めて頂きたい。それでは政府の方を。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

V. 金融経済月報の検討

白川議長

それでは、金融経済月報、基本的見解を決定したいと思う。ご意見はあるか。

水野委員

マーケットの表現は変わらずで良いな。

関根企画局企画役

然り。

白川議長

宜しいか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

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、即日公表、本日 15 時の予定である。また背景説明は、必要に応じて執行部で修文したうえで、16 日月曜日の 14 時に対外公表の予定である。

VI. 議事要旨（4 月 30 日、5 月 19～20 日開催分）の承認

VII. 2008 年 7 月～2009 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

白川議長

次に、4 月 30 日開催分、5 月 19、20 日開催分の議事要旨のご承認を頂く。併せて、2008 年 7 月～2009 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。皆様、これで宜しいか。それでは纏めて採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（4 月 30 日開催分）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

[金融政策決定会合議事要旨（５月１９～２０日開催分）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

[2008年７月～2009年６月の金融政策決定会合の開催予定日等について
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。議事要旨 2 本、それから先行きの金融政策決定会合の開催予定日等に関する件、3 本いずれも賛成 7、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は、18 日水曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。日程については、本日の会合終了後、速やかに公表する。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、7 月 14 日、15 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

執行政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻 12 時 23 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 23 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します。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 19 分閉会)

以 上