

2007年6月21日
日 本 銀 行

武藤副総裁記者会見要旨

2007年6月20日(水)
午後2時から約45分間
於 松江市

(問) 午前中の金融経済懇談会での意見交換を踏まえた島根県経済の現状をどのように認識しているのかお伺いします。

(答) 午前11時過ぎから昼食を挟んで2時間弱、ご出席頂いた方々から忌憚のないご意見を伺いました。懇談会の席上伺った、地域の実情、島根県の中での地域の様々な状況等を踏まえると、島根県経済については、公共事業の依存度が高いこと、全国平均からみて業績好調な製造業のウエイトがそう高くはなく、むしろ低いことなどから、景気回復のテンポが遅れ気味であったと思われます。ただ、年が改まってからは、暖冬が島根県の観光面には、むしろプラスに働いたこと、災害復旧工事や原発工事等の特需がみられたことに加えて、雇用情勢が緩やかながら改善していることから、ようやく上向く兆しが窺われ始めたのではないかと感じています。一口で言いますと、当地の景気は、「一部になお弱い動きが続いているものの、総じてみれば、緩やかに回復しつつある」と感じた次第です。

当地のみという話ではありませんが、全国的にも、業種間の格差、地域間の格差といったことがよく話題になりますが、当地においてもこうした格差がみられます。今回の懇談会の席上でも、「業績が上向く先もみられるとは言え、全体的にみれば、大都市圏、あるいは山陽側と比べても、島根県経済の回復は遅れている」とか、「回復の手応えをまだ感じられない先も少なくない」といった、厳しいご意見も伺ったところですが、ただ、そうした中であって、当地では、「産学官の緊密連携のもとで、産業の活性化や雇用機会の創出、観光資源の活用といった地域振興に向けて各種施策に積極的に取り組んでいる」と伺っています。島根県民の皆様は、「粘り強さ」が持ち前だと聞いています。この粘り強さを発揮して頂いて、こうした取り組みを成功させ、島根県経済の回復の裾野が着実に広がっていくことを期待しています。

(問) 先程もお話がありましたが、改めて、島根県と大都市圏、山陽地方との景

気の地域格差が拡大している背景についてどうお考えになっているのか。また、そうした地域格差が存在する現状について、金融政策運営上どのように考慮されるのか、考えをお聞かせ下さい。

（答） 今申し上げましたように、島根県経済については「総じてみれば、緩やかに回復しつつあるものの、一部にはなお弱い動きが続いている」という印象を受けました。その背景は、まず第一に、今回の我が国の景気回復局面で主導的な役割を果たした大企業製造業、例えば、輸送用機械、素材といった好調業種が当地には少ないということです。そして、これまで当地の景気を下支えしてきた公共事業に多くを期待できなくなってきたこと、また、当地では高齢化が進行し、人口減少も続いているといった事情が影響していると思います。

歴史的にみれば、当地の経済は、公共事業に依存してきたと思われます。しかしながら、公共投資を通じて景気回復が全国に波及していくという高度成長期以来の我が国のメカニズムは明らかに変容しており、各々の経済主体がそれぞれ付加価値を創出していかなければ、収益は生まれない時代になっています。こうした環境の変化を踏まえると、地域の企業がそれぞれの持つ強味を活かしていくことが、地域経済の活性化においても重要なポイントであると考えています。

金融政策の観点からどのような対応があり得るかという点については、私も中央銀行の金融政策はマクロの政策であり、個別の問題に対して直接的に手を差し伸べることはなかなか難しいと思われます。島根県には、皆様が自覚されておられる通り、大変豊かな自然があり、多様な歴史的な遺産や伝統的な文化が存在しています。また、日本海側有数の産業・人口の集積地である「中海・宍道湖圏」という存在、それに加えて、粘り強い県民性といった数々の強味があります。そういった強味を活用すべく、産学官が緊密に連携した取り組みが行われています。さらには、隣の鳥取県とも連携した「中海・宍道湖・大山圏域」の観光振興といったことにも着手されていると伺っています。地元の知恵を結集させ、島根県の強味を有機的に結び付けて活かす、そういう取り組みを進めていくことが島根県経済の一層の活性化に繋がっていくものと考えています。

（問） 3点お尋ねします。1点目は、O I S（Overnight Index Swap）市場や金融先物市場をみると、8月、9月の利上げをほとんどフルに織り込んでいます。この先、経済指標をみた時に4～6月のQ E（G D P速報）が非常に良くても、あるいは様々な景気指標がそこそこ良いとみられたとしても、また、先行きにおいてO

IS市場や金融先物市場、あるいは2年物国債やターム物のイールド・カーブが立ってきても、要するに、市場がもう利上げするのだろう、8月に金利が上がるだろうとみたとしても、政策委員会としては、よくよく先行きを考えた上で8月に利上げをしない可能性もあると考えても良いですか。

2点目は、金融政策を変更していく場合、例えば、ある月までは、「全員一致で現状維持」だったとしても、その次の会合の時に利上げ提案が、いきなり「賛成8人、反対1人」とか「賛成9人、反対0人」にがらりと変わることは、あり得ますか。

3点目は、政府の骨太の方針の中では、今後5年間で、我が国の労働生産性を上昇させる方針が掲げられています。労働生産性を上昇させていくことは、グローバル経済のもとで経済メカニズムの強化に繋がると同時に、物価上昇圧力の減殺要因になるとも思われます。労働生産性が上昇していく場合、利上げペースないし金融政策のあり方はどうなるのか、お考えをお聞かせ下さい。

（答） 1点目の質問の中で、8月利上げ云々とおっしゃいましたが、ご質問の趣旨は、「8月、9月のOIS市場の織込みを踏まえて、8月に利上げを実施するのか」といったことなのか、それとも、「それよりも前に織り込まれている部分を考えても8月に実施するのか」という趣旨でしょうか。

（問） 両方です。市場の織り込みは、7月利上げの確率は3割と低く、金融市場参加者のメイン・シナリオは、8月ないし9月とみられています。簡潔に言えば、イールド・カーブが立ってきて、8月、9月の金利引上げを市場が織り込み、かつ、足許の経済指標もそこそこ良く、市場参加者の間では標準シナリオ通りとみえたとしても、日銀はもう少し先をみて、果たしてそこで利上げをしても良いのかどうかと悩んだ挙句、結局、「8月に市場がフルに織り込んだとしても、慎重に考えて利上げはしない、現状維持で行く」ということもあるのでしょうか。

（答） 1点目の市場が次の利上げをどのように織り込んでいるのか、そして、その織り込んだ姿に対して日本銀行はどのように対応していくのかというご質問については、かねてから申し上げていますように、日本銀行として、いつ、どういうタイミングで政策変更があり得るけれども、こういうタイミングではない、といった情報発信をするのは適切ではない、と私は考えています。

中央銀行と市場との対話はいかにあるべきか、ということにご質問の本

質があると思います。この点に関しては、中央銀行は、まず経済・物価情勢に関する判断と金融政策運営の基本的な考え方を情報発信し、市場参加者は、そうした情報を踏まえた上で、自らの経済・物価観に照らして、市場金利を形成します。中央銀行は、その形成された金利から市場参加者の経済・物価観についての情報を得ますが、自らの情勢判断に役立てていくということであって、それに従うということではありません。この双方のやり取りで成り立っているのが情報発信であると考えます。日本銀行として、タイミングはいつだということを情報発信して、それにマーケットが付いて行くというのも適当なことではありませんし、逆の意味で、マーケットがあることを示した、ということに対してそれに追随していく中央銀行というのも適当ではありません。中央銀行が市場参加者による金融政策の見方について、論評を加えること自体が、双方向のコミュニケーションを阻害することになり兼ねず、適切ではありません。市場参加者による金融政策の見方について、私どもとしては論評する立場にないということです。

2点目については、金融政策決定会合における判断の多数決の状況が、ある月は「全員一致で現状維持」、次の会合では「圧倒的多数で政策変更」といったことはあり得るか、といったご質問かと思えます。このことについて、申し上げられる最大のことは、金融政策決定会合の議論は、毎回毎回、その時に得られる全ての情報をもとに徹底した議論を行ない、その上で判断することであり、その時の判断によっては、色々なことが起こり得るということです。あることは絶対起こらないと申し上げるのは適切ではありません。そういう意味で、どのような形で多数決が最終的に成り立つのか、あるいは成り立たないのかについては、その時々議論の結果であるということを申し上げるのが、最大限の答えです。

3点目のご質問の労働生産性の上昇を図るという基本的な考え方があるとするば、それは物価上昇圧力にとってはむしろ抑制、減少させる働きをすることにならないかのご質問ですが、労働生産性の上昇を図るという基本的な方向は、経済の原則から考えても、企業経営の鉄則から言いましても、方向として正しいと思います。しかし、そのもとで賃金がどのようにになっていくのかといった様々な問題があります。さらに物価にどのような影響を与えるかについては、ユニット・レバー・コストやそれ以外の需給要因といった様々なものがあります。あること一つを切りとってそれが抑制要因になるのか、促進要因になるのかということに対しては、そのみを切り取って議論することはなかなか難しく、総合的に判断すべき事柄である、と考えます。労働生産性の上昇が物価上昇圧力を減ずる方向に働くのではないかといった見方に対して、私は反対するものではありませんが、物価

動向を考える場合、様々な観点が必要であり、1つの観点からのみ議論するのは判断を誤るといいますか、正しい議論ではないのではないかと考えます。

（問） 本日の朝に公表された5月16日、17日の金融政策決定会合の議事要旨によると、委員の方々は、「消費者物価の上昇率が基調として少しずつ上がっていくとしても、当面の速度については不確実性が大きいとの見方で一致した」となっています。武藤副総裁も、この時点ではこのような見方を共有されていたかと思いますが、現時点でも、このような見方に変わりはありませんか。

（答） 5月16日、17日の金融政策決定会合の議事要旨が手許にありませんので、正確なことは言えませんが、「消費者物価が上昇したとしても、その速度に不確実性がある」というご質問については、その他の条件を抜きにそのことだけとりあげてのお尋ねであるので、お答えの仕方は多少留保付きになりますが、今後の物価動向については一定の不確実性があると考えています。ただし、緩やかではあるものの景気の拡大が続く中、人手不足のもとで様々な稼働率が高まり、賃金にも上昇圧力がかかっていく、需給ギャップもプラス方向で続いていくというメイン・シナリオを前提とするのであれば、長い目でみて、消費者物価は上昇していく方向にあるというのが、私どもの判断です。しかし、それには、様々な不確実性があります。既に展望レポートなどでも明らかにされていますが、海外経済をはじめとした物価を巡る不確実性については、私どもとしては、アップサイド、ダウンサイドともに十分認識する必要があると考えています。

（問） 同じ5月16日、17日の議事要旨の中で「何人かの委員は、今後の経済情勢次第で利上げのインターバルが変化し得るという点は、今回の展望レポートの中で記述を工夫したポイントの一つ」としています。具体的には、4月の展望レポートでは、金融政策運営について、「経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行なう」として、昨年10月の「情勢の変化に応じて徐々に」という記述から変化しています。この点も工夫したポイントの1つと理解してよろしいのでしょうか。

（答） 展望レポートの表現の中で、今後の政策運営の基本的な考え方に関しては、まさに今ご指摘の点が一番大きな変更点です。そこで、表現したかったことは、一定のシナリオのもとで、一定期間経過したら、政策変更を行なっていくといった、

いわゆるスケジュール感をもった政策変更という議論が存在することに対して、私どもとしては、「スケジュール感をもった政策変更は、考えていません。要するに、今後の景気回復のペースの度合いに応じて対応していきます」ということを明らかにしたわけです。ご質問にあった議事要旨の記述がその部分を指していると、私も理解しています。

（問）最初に質問させて頂いた物価の当面の上昇速度に関する不確実性についてですが、委員の方々は物価の当面の上昇速度に不確実性があるという意見で一致しておられます。物価の当面の上昇速度に不確実性があるというのであれば、（利上げの）インターバル自体は長くなるのではないかと思いますのですが、いかがでしょうか。

（答）不確実性については、ダウンサイドの方にバイアスがあるということも可能ですが、私は、物価上昇が経済回復の度合いに応じて上昇していかないリスクがあると同時に、何らかの展開を契機にして、例えばインフレ期待が高まるということによって上振れるリスクもありうる、即ち、アップサイド、ダウンサイド両方のリスクがあると考えています。従って、ペースに応じた政策展開が一方的に先延ばしになるということではなく、遅くなるかもしれないし、早まる方向に働くかもしれないと理解しています。

（問）「インターバルが変化しうる」という表現を目にした時には、インターバルとして基本形が存在していて、そこから変化すると考えるのが普通だと思います。市場は過去の日銀の政策変更の経験を踏まえて、概ね6か月前後ではないかとみているのですが、基本形とはそのような理解とそれほど外れていないでしょうか。

（答）一定のスケジュール感をもってインターバルを設定するということを私どもから発信したことはありません。むしろ、そのような考え方を持たないということです。基本形の存在というお話がありましたが、その意味するところを必ずしも正確に捉えていないのかもしれませんが、何かインターバルに関して基本形があるという理解がなされる可能性があることは避けるべきだと思っています。そのような意味で、基本形が存在するという考え方そのものにも同意しませんし、必ずしもそのようなものではないのではないか、と思っています。

（問） 2点お伺いします。一つは、リスクをアップサイド、ダウンサイドとご丁寧の説明頂きましたが、福井総裁は、I M C (International Monetary Conference) の会合や6月の記者会見において、最大の敵は急激なインフレ期待の増大である旨をおっしゃったと思います。情報を受ける側としては、「もちろんアップサイド、ダウンサイド両方のリスクがあるが、インフレについては、C P Iだけみていてもだめで色々なものをみななければいけない。もしかすると、色々な国の中央銀行が利上げに転じている中で、知らないうちにインフレが進行していて、急にインフレ期待が高まることもあるということ」を強調されていたのではないかとと思うのですが、具体的にはどのようなことを想定しておられるのでしょうか。例えば、日本だけで大都市の地価が上がって急にインフレ期待が高まるとかいうのではなく、より大きな経済あるいは何ヶ国かで同時にそういったスเปキュレーションなり、エクスペクテーションが高まり、政策的にも手遅れになる恐れがあるという趣旨なのでしょうか。

2点目は、日本国内では、燃料費が安くなったり、携帯電話の料金が下がってC P Iを押し下げっていますが、家計や企業、景気回復にとって助かる物価下落もあると思いますが、如何でしょうか。

（答） I M C 等における総裁発言については 正確な文脈を覚えておりませんので留保が必要ですが 、物価を巡るリスクには、アップサイド、ダウンサイド両方ある中で、ダウンサイド・リスクとして物価下落がさらなる物価下落を呼ぶ、という意味でデフレ・スパイラルのリスクがあるかというご質問であれば、その可能性はかなり小さいと判断しています。なぜならば、企業の財務体質はリストラ努力によって改善されており、金融機関においても財務の健全性が高まりました。そういう中で、今述べたようなデフレ・スパイラルは起こりにくい状況にあるとみています。

一方、インフレが急激に起こる可能性については、私ばかりでなくかなり多数の意見だと理解していますが、その可能性が喫緊に迫っているとは考えていません。しかし、いわゆるリスク管理のあり方として、めったに起こらないかもしれないが、起こったら非常に大きなダメージを経済・物価に与えるおそれがあるものに対しては、私どもは極めて鋭敏でなければならないと思います。その意味で、「最大の敵」という表現はともかくとして、やはりインフレ期待が急激に上昇することに関しては私どもは極めて注意深くなければならないと考えています。

また、物価下落あるいは物価が上昇しない背景に、携帯電話料金の引き下

げ、あるいはその他の物価が引き下げられるといったような規制緩和の成果や政策努力の結果として物価が安定するということであれば、決して困ったことではないはずです。

ただし、マクロの物価をみる場合、一般物価としては一体どういう状態が望ましいかと言えば、少なくともマイナスではなく、私どもは0%～2%といったものを中長期的な物価安定の理解として示しており、それが答えだと思います。個々の相対物価の中で、コスト引き下げ努力、生産性の向上、規制緩和等による競争の促進等によって物価が上昇しにくい状態が起こること、あるいは物価が引き下げられること自体は、プラスに評価するべきだと思います。

（問） 個々のケースで、歓迎できる物価下落があるという理解でよろしいでしょうか。

（答） 私は良い物価下落とか悪い物価下落という議論を輕輕に語るべきではないと思います。一般的な表現として案外人口に膾炙したものではありませんが、簡単に良い物価下落、悪い物価下落と言っても、最終的にはなかなか判断が難しく、一般的にそのように言うことには慎重であるべきだと考えています。しかし、個別の事例について、規制緩和による競争強化を企図して料金等が引き下げられることがあるならば、それは政策としてむしろ望んで行われているものであり、その限りにおいて望ましいことと考えています。

（問） 概括的な話に戻して恐縮ですが、2点質問させていただきます。まず1点目ですが、足許の為替と株価の動向をみますと、実質実効為替レートが大幅な円安の水準にあり、輸出企業にプラスに働いています。これを受けるかたちで本日の日経平均株価は年初来高値をつけていますが、こうした状況についての見解を改めて伺いたいと思います。もう1点は、副総裁は昨日松江に入られたと聞いていますが、どこか見て回られたところがあれば、是非とも感想をお聞かせ下さい。

（答） 1点目のご質問については、ご指摘のように、実質実効為替レートがプラザ合意時のような円安の状況にあることは事実です。また、それを好感した株高も観察されています。私どもは、為替に関しては具体的にどのレベルが望ましいか、あるいは望ましくないかを論評するわけにはいきません。ただし、日本経済を反映し、また、為替レートであれば相手がいるので、その相手方の国の経済も評価して、

マーケットにおいて為替レートが決まることは、基本的に正しいことだと思います。レベルについてではなく、あまり大きな変動を持つことはマーケットを混乱させることがあるので、為替相場が安定的に推移するのが望ましいと考えております。今後どのように為替相場が変動していくかについては、中央銀行としては重要な参考情報ですので、注意深くみていきたいと考えています。

2点目のご質問について、昨日、出雲村田製作所と日立金属の2社を訪問させて頂きました。両社は、島根県の中では規模が大きく、かつ非常に好調な製造業者であり、先程は好調業種が少ないと申し上げましたが、島根県における好調業種の典型的な事例であると思います。それぞれ世界に誇るべき技術力、ブランド力といった大変な利点を持っておられ、かつ世界の堅調な需要に支えられて、増産体制を組む、あるいは受注残を抱えているというようなことでした。こういう製造業が島根県に存在し、それが製造業ひいては雇用を牽引しているのは非常に重要なことだと考えています。

（問） 展望レポートの中間評価の今後の金融政策運営上の位置付けについて伺いたいと思います。政策委員会のメンバーの中には、これを一つの区切りとされるというご意見と、そうでないとされるご意見とがあるようですが、副総裁のお考えをお伺いします。

（答） 展望レポートは、透明性向上の一つの重要なツールとして日本銀行が位置付けているものです。同レポートを公表するタイミング、4月、10月で、それから先の見通し期間について、できる限り充実したものにし、公表から3か月経過したら中間評価を行なうということは、全体として、展望レポートという透明性向上のための一つのツールにおける仕組みです。従って、その仕組みそのものが、何らかの形で金融政策に直接影響することはありえません。毎年7月には中間評価を行なうことになっており、それが何らかの政策変更と直結することはありえないということです。もちろん、逆に、先ほど申し上げたように、毎回の金融政策決定会合において徹底した討論を踏まえて判断することが、何らかの形でタイミングとして中間評価の時期と合うことは論理的に排除されるべきものではありませんが、あらゆる意味において、これは無関係なことであると言えます。

（問） 午前中の講演でも触れられた米国経済について1点お伺いします。大きなリスク要因として、米国経済の動向があると思います。一部には、住宅市場の調整

が若干遅れていて、夏場に底をつけるとみられていたものが若干後ずれるのではないかとされています。住宅市場の調整が遅れると、米国経済の不透明感が残るのではないかとされます。日銀の政策判断において米国経済全体を判断するには時間がかかると思いますが、その点をお伺いします。

（答） 米国経済の成長は鈍化しており、その大きな理由の一つとして、住宅市場の調整があるのはご指摘の通りです。米国の住宅市場の調整が、今後どのように進展するかについては、一時は、夏場には在庫調整が終わって上昇に転ずるであろうとみられていましたが、それが少し後ずれするかもしれないという意見も出てきています。しかしながら、在庫調整が後ずれして先がわからなくなるという状態ではないだろうと思っています。夏場の在庫調整の終了が、もう少し月単位で後ずれしていくとしても 終了時期が秋なのか年末なのかは不透明ではありますが、その程度の時間の経過によって調整は終わるだろうということだと思います。それがメイン・シナリオとして実現していくということであれば、米国経済のリスクが高まっているということではなく、むしろソフト・ランディングの可能性が後ずれしつつも確認されているとみています。

ただし、そういう形で後ずれするとなると、事態の推移を慎重に見極めていくこともまた重要なことであり、決してこれで楽観できるという考え方には立っていません。慎重に見極めていく必要があると考えていますが、ソフト・ランディング・シナリオが依然としてメイン・シナリオであって、米国経済がダウンスайд・リスクを大幅に拡大しているとはみていません。

以 上