

2008年2月8日
日 本 銀 行

岩田副総裁記者会見要旨

2008年2月7日(木)
午後2時から約30分
於 高知市

(問) 本日の金融経済懇談会では、どのような話題が出ましたか。また、高知県経済の特徴である有効求人倍率の低さや若年層の人口流出といった面も踏まえながら、それらに対するご感想をお聞かせ下さい。

(答) 本日の懇談会では、高知県の各界の方々から貴重なご意見を頂きました。特に、高知県の現状について、高齢化や人口減少といった構造的な要因がある中で、労働市場をみてみますと、有効求人倍率が0.5倍台と非常に低い水準にあり、そうした状況の中で若年層が県内で就職せず県外に出て行ってしまおうといった厳しい状況にあるとのことをお話を頂きました。また、高知県知事や高知市長からは、地方財政がかなり厳しく、公共投資の減少が大きくなっているほか、裁量的な支出規模が縮小し、新しい政策課題に取り組む余地も限られているとのことの説明を頂きました。

私からは、日本経済全体をみると足もと経済成長率が減速する中で物価がやや上振れており、その大きな理由の一つは、交易条件が悪化していることにあるといった趣旨の話を致しました。この点について、企業経営者の方からは、中小企業の場合、内需中心のビジネスであるため、需要が落ち込む一方仕入価格も上昇してしまうというコストアップの状況は、ダブルパンチを受けているようなものだとのことがありました。これは、日本経済全体でみると、輸出価格と輸入価格の動きの差である交易条件の変化は、企業レベルでは仕入価格と販売価格の動きのギャップ、上昇率の差として考えることができますが、大企業に比べ、内需中心のビジネスを展開している企業の場合には、企業レベルでの交易条件の悪化が厳しいということだと思います。

このほか、製造品出荷額を単に伸ばすことを考えるのではなく出荷額が仮に大きくならないとしても良質な製品を生産して出荷するという方向性を

考えており、特に、環境面に配慮したかたちでのビジネスの展開が重要との話も頂きました。さらに、観光面では、3月から「花・人・土佐であい博」を開催するとのお話もあり、高知県として、豊かな自然を活かしたかたちで環境にも力を入れて、高知県経済の発展を図りたいといったお話もございました。

こうした多くの有益なお話を頂いた感想としては、まず一点目として、高知県は自然環境に恵まれており、他の地域に比べ農業など一次産品を中心とした産業振興、具体的には新鮮な野菜や品質の良い農産物を加工して販売するといったかたちでの地域経済の活性化は、非常に重要だと感じました。これまでも高知県では、中山間地域で園芸などによる地域活性化の経験がありますが、また新たな局面でそうした試みを展開するのは非常に意味のあることだと思います。

二点目として、製造業については、これも私の冒頭のスピーチで触れましたが、高知県には、規模は小さくともニッチを狙って、世界市場や国内市場で非常に大きなマーケットシェアをもつオンリーワン企業が多いわけですが、こうした企業では、元々地場産業に存在していた伝統的な職人芸と近代的技術を巧みに組み合わせて製造業の発展を図るといった試みがなされてきたと思います。今後もそうしたかたちでの製造業の発展は、きわめて重要なポイントではないかと思えます。

三点目としては、高知県は環境問題について、極めて先進的な地域ではないかと思えます。例えば、森林環境税の導入や環境先進企業との「協働の森づくり事業」の展開、あるいは地域自体をブランド化するという非常に優れた試みをいくつか行っておられますが、こうした取り組みも、製造品出荷額の規模ではなく内容で勝負するという高知県工業会の方によるお話と関連するように思いました。こうした環境面での取り組みは、単に高知県の経済発展を図るだけでなく、日本経済全体のあるべき姿を指し示しているように考えております。

このように、高知県経済がきわめて厳しい状況にある中で新たな発展の芽を同時に感じ取ることができました。

(問) 今回の景気回復局面では、地域、規模、業種間の格差が以前より目立っており、高知県では特に地域間格差が強調されています。金融政策ではこうした面にどのように留意しながら運営されていますか。

(答) 今回の景気回復局面では、過去の景気回復局面と比べても、輸出が日

本経済の成長をかなり引き上げているといった側面が大きいと言えます。過去4～5年、日本経済は毎年2%程度成長しましたが、そのうち3割程度は純輸出（輸出 - 輸入）の寄与で、輸出だけでみれば6割程度の寄与がありました。輸出を主なターゲットとしてビジネスを展開している主として大企業では、足もとでも収益は比較的堅調で、設備投資意欲も衰えていないことが、最近の短観調査でも確認されています。その一方で、内需については、2007年入り後、伸び悩みの状況にあります。GDPでみても、内需の寄与度は、前期比でみてほとんどゼロに近い状況になっています。従って、どちらかというとな内需にターゲットを絞って活動している中小企業については、収益はあまり芳しくなく、設備投資計画も過去2～3年に比べると低い水準になっています。加えて、原油価格や原材料価格がかなり上昇する中で、冒頭に申し上げたように、特に中小企業では、コストアップはしたが販売価格に上乗せできないために、交易条件が企業レベルで悪化するといった状況にあります。さらに、内需が伸び悩んでいるために、数量的な売上の伸びでこれをカバーすることができない状況にあり、内需を中心として事業展開をしている中小・零細企業は色々な困難に直面しているということだと思います。これは、地域間の格差あるいは大企業と中小企業の格差が、交易条件が悪化する中で厳しいものになっているということだと思っております。

こうした中で、私どもの金融政策は、あくまでマクロ経済、日本経済全体の状況がこの先1～2年どうなるかということをよく見極めて政策運営することになります。例えば、中小・零細企業の収益が非常に圧迫され、その結果として賃金の伸びが弱くなる場合もあります。実際、2006年末頃から一人当たりの名目賃金の伸びは、それまで若干のプラスであったものがマイナスになっています。冬のボーナスをみても、全体として厳しい状況にある中、大企業ではむしろプラスになっていますが、中小・零細企業ではマイナス幅が拡大しています。こうしたことを背景として、現状、内需が伸び悩んでいる状況にあります。私どもとしては、地域間の格差あるいは企業規模の格差だけをもって、政策運営するわけではありませんが、こうした格差の存在、あるいは格差がさらに厳しくなることによってマクロの経済状況が影響を受けるということになれば、そうしたことも十分に配慮しながら金融政策運営を行うことが必要なのではないかと思っております。

（問） 三点お尋ねします。一点目ですが、国際金融市場の動揺がさらに悪化して、米国や欧州だけでなく、日本の実体経済にも今以上に悪影響が及ぶことになった場合、日本銀行としても、現在の市場誘導金利を0.5%からさらに引

き下げること視野に入ってくるのでしょうか。

二点目は、ラッカー・リッチモンド連銀総裁などは米国経済の後退リスクは高まっていると発言されていますが、副総裁は米国の景気後退リスクは高まっているとお考えでしょうか。

三点目は、福井総裁体制の任期が終わりに近づいていますが、長期国債の買い切りについては、次期体制にどのように考え方を引き継いでいかれるのかお聞かせ下さい。現状、残存1年程度の利付国債の吸収が続いているとはいえ、実際、市場から1兆2千億円を吸収していることを考えると、長期国債の買い切りが国債市場にとって良いことなのかといった点についても、お考えをお聞かせ下さい。

(答) 米国経済の見方からお答えします。現在、特に米国の市場関係者間では、米国の景気後退リスクが高まっているのではないかという見方が強まっています。グリーンSPANFRB前議長も5割、あるいはそれをやや上回る確率で景気後退リスクがあるのではないかと話されていますし、ご指摘のあったラッカー・リッチモンド連銀総裁も、昨日、景気後退リスクがあり得るといった趣旨のご発言をされたと伺っております。米国では、NBER(全米経済調査局)が景気の循環日付を決定しているわけですが、NBERの景気後退の定義をみると、「経済活動の大幅な減少が数か月続き、一般的にその状態が、実質GDP(月次)、雇用、移転所得を除く実質所得、卸・小売売上高、鉱工業生産において顕在化する」となっています。市場関係者間で景気後退リスクが高まったのではないかという懸念が出てきたのは、雇用の数字がマイナスになったということが一つの大きな要因ではないかと思えます。また、卸・小売の売上高との関係で言えば、最近、非製造業の景況感が大幅に低下したことにより、内需、特に個人消費の停滞リスクが出ているのではないかということなど、幾つかの変数がトレンドからかなり離れて下方に振れてくるという状態がある程度の期間続くことが、景気後退のリスクが高まってくるということではないかと思えます。一般的に実質GDPが2四半期連続でマイナスになると景気後退だと言われますが、過去を調べてみると、必ずしもそれに該当しない場合においても、景気後退となったことがあります。従って、私も幾つかの主要な指標がどういった動きになっているのか、またこの先どういう動きを示すのか、仮に低下してもどのくらいの期間続くのか、という点をよく見極めていくことが大事なのではないかと思っております。

次に、仮に国際金融市場の動揺が続き、その結果として米国の景気後退

リスクが高まってきた場合の日本銀行の金融政策運営をどうするかというご質問についてですが、日本銀行では金融政策の考え方について中長期的な物価安定の理解 数値的にはゼロから2%程度で中央値1%前後で分布 を念頭におきながら、二つの面でリスク点検を行うという基本的なフレームワークを2006年3月に準備しております。第1の柱は、展望レポートで出している主に1~2年後の予測の姿について、上振れと下振れのリスクがどの程度あるのかということをよく点検するということです。次に、第2の柱は、予測期間を外れることがあった場合でも、仮にそれが起こる確率が小さいとしても、それが起こった場合のダメージが非常に大きい場合には、そういったリスクもよく考慮しながら金融政策運営をするという考え方であり、その基本的な考え方は今も全く変わっていません。

もっとも、現在の事態はやや複雑で、2007年度の経済成長率は潜在成長率を下回っていますが、物価の上昇率については、まだわれわれの理解する中長期的な物価安定の範囲内の動きではありますが、特に原油価格等の要因でやや上昇率が高まっているという状況になっています。しかし、そういう状況のもとで、中央銀行はどのような対応をするかということ、1年後、2年後の日本経済がどういった姿になるのか、最も蓋然性の高いシナリオは何なのか、仮にそのシナリオの蓋然性が高いとしても、上振れと下振れのリスクがそれぞれどの程度あるのかということをよく見極めたうえで最善の対応をするということだと思います。これは単に日本銀行だけの考えではなく、ほとんどの先進国の中央銀行が共有している考え方だと思いますが、経済の先行きをよく見極めながらそのリスク点検をしつつ、最善の対応を図るということだと思います。バーナンキFRB議長は、これを「予測に基礎をおく政策」という表現をしたことがあります。あくまでも大事なことは、1年後、2年後の日本経済の姿がどのようなかたちになっているのか、そして同時に先行きのリスクをよく見極めながら、最適の政策は何かということを考えて実行していくということに尽きるのではないかと考えています。

三番目の長期国債の買い入れのオペレーションについてですが、これはご指摘のように現在も続けています。私どもは既に以前からこの点についてはポジションを明快にしており、これも世界の中央銀行で共有している考え方であると思いますが、中長期的な観点から、経済の成長に必要な通貨を供給していく必要があります。その場合に中央銀行の資産と負債のバランスをよくみながら、成長通貨を供給するということでもあります。もう少し具体的に言いますと、銀行券発行残高と日本銀行が保有している長期国債残高のバランスをよく考えながら、長期国債の買い入れ額を考えていくということでもあります。銀行

券の発行残高と日本銀行が保有している長期国債の残高の差は、ある時期にはかなり接近していましたが、現在のところ、ある意味で余裕のある状況が続いております。従って、直ちに長期国債の買い入れについて変更する必要はないのではないかと思っております。

(問) 午前中の講演で、潜在成長率への復帰が遅れる可能性があることには留意が必要だとおっしゃられましたが、日本銀行では2008年度はまた2%近傍の成長に戻るとみていると思います。副総裁がご指摘された通り、潜在成長率への復帰が2008年度もできなかった場合、何らかの政策対応を実施する必要があるのか、あるいは今のような緩和的な金融環境を維持すれば単に待つだけで構わないということか、という点についてお伺いします。

次に、金融政策の継続性についてお伺いします。正副総裁は今年3月で任期が切れるかと思えます。5年前は福井体制になって金融政策も量的緩和をさらに拡大したりする動きもあったかと思えますが、もちろん再任される可能性もあるとは思いますが、政策委員の9分の3が交替してしまうことにより金融政策が変わる可能性があるのかどうかという点についてお伺いします。

(答) まず最初のご質問ですが、私はスピーチの中で、リスク要因として潜在成長率への日本経済の復帰のタイミングが後ずれするリスクがあり得ると申し上げました。これは金融市場の不安定な状況が続いたり、米国の後退リスクが高まったり、あるいは原油価格がもう一度再加速するというような、景気を下振れさせるような要因が大きくなるような場合にはそういうこともあり得ると申し上げました。しかし、同時に私どもは、現在の成長率の減速は一時的要因によるところが大きいという判断を基本的にしております。

その根拠の一つは住宅投資です。住宅の着工件数について、今日のスピーチでも図をお示ししましたが、持家とマンションではかなりの差がありますがどうやら底を打ったのではないかと思います。もちろん、底を打って反転して回復していく強さ、あるいはどのレベルまで回復していくかについてはまだ不確定要因が残っていますが、マイナスの要因、たとえば、第3四半期では住宅投資が前期比マイナス7.9%まで落ち成長率の足をかなり引っ張っており、第4四半期もやはりマイナスとなり足を引っ張ると思います。しかし、今年の第1四半期、あるいは第2四半期になれば、プラスに寄与してくると思います。これまで前期比マイナス0.3~0.4%でGDP成長率の足を引っ張っていた要

因がなくなるということだけでもかなりプラスですが、単にマイナスがなくなるだけではなく今度はプラス方向にも効いてきますので、第2四半期には住宅投資は成長率にかなりプラスに寄与してくるのではないかと思います。

二つ目は交易条件です。交易条件悪化の原因はやはり原油価格が2007年中一時100ドル/バレルといったように非常に高いところまで上昇したことです。その後、やや落ち着いており90ドルをやや下回るところで動いているわけですが、これが再加速しなければマイナス要因として働いている部分は少しずつ薄れていくということになります。交易利得はまだ大きいですが、その大きさは次第に縮小の方向に動くと思います。物価の方で言えば、石油製品等がかなり押し上げ要因になっており、春先3月あたりにかけて寄与度はさらに高まると思いますが、原油価格が一定のままであればやがてそのプラス要因は年末にかけて寄与度がゼロに落ちていきますので、結果的には実力ベースのコア消費者物価上昇率がそこに収束していくのではないかと思います。原油価格が再加速すれば別ですが、今の水準で推移するというのであれば、これもマイナスの要因が少しずつなくなっていくということです。

三番目は、スピーチの中ではあまり触れておりませんでした。米国政策当局のきわめて迅速な対応です。フェデラル・ファンド・レートを短期間に2.25%低下させてきているほか、財政政策も1,500億ドル、そのうちの1,000億ドルぐらいは減税であり、一人当たり600ドル程度の小切手を家庭に配って個人消費を下支えするような政策措置も検討されており、おそらく5月、あるいは6月の時点にはその財政政策の効果が景気の下支え要因として働く可能性があると思います。金融政策の方も9月から金利を下げ始めていますので、今年半ば頃になればこれがプラスの方向に効いてくると思います。金融政策は、財政政策ほどはっきりと目にみえて現れてくるものではありませんが、1年くらい経てばかなりの効果があるというのが過去の経験が示す通りです。金融政策の効果について、「机の上にレンガがおいてあり、それをゴム紐で1回引っ張ってもほとんど動かない。2回目にもう少し引っ張っても動かない。しかし、3回、4回と引っ張っていると急にレンガが顔に向かって飛んでくる」と言われた人がいますが、累積するとこれまで金利を相当下げているので、その効果は年後半にはいずれ出てくると考えられます。

米国経済は今出ている数字はあまり良くない数字が多いのですが、年後半には金融・財政面での政策措置の効果がでてきて、景気の下支えをすることが同時に期待できると思います。そうであるとすると、今出ている米国の数字は悪いのですが年後半にはもしかするともう少ししっかりと足取りに戻っていく可能性もあります。重要なことは、マイナスのリスク要因と先

行きのプラスのリスク要因の両方をよく勘案して見極めをしっかりとっていくということです。特に、この不確実な状況のもとではそういった対応が必要だと思っております。

二番目の質問については、メンバーが替わればそれなりに金融政策の決定内容も変化があると思います。合議制という点では、日本銀行は、世界の中央銀行を眺めてみますとどちらかというバンク・オブ・イングランドに近く、各ボードメンバーの個人の意見を随分尊重しながら、その中で少しずつコンセンサスを形成するというやり方をとっております。個人の説明責任を充分考えながら全体としてのコンセンサス形成を図るという方法をとっておりますので、その中でボードメンバーが例えば3分の1替わるということがあれば、それなりの変化はあり得ると思います。ただ、その変化がどのようになるかというのは、これからお決めになられる結果次第ということだろうと思います。

(問) 今週末に開催されるG7について、二点お聞かせ下さい。一点目は、サブプライム問題に端を発し金融市場の混乱が続いていますが、わが国が久しぶりにホストになる会議の中でわが国としてとるべき立場、果たすべき役割についてお聞かせ下さい。

二点目は、ここ数日の欧米当局の発言やその報道をみている限り、米国が思い描いているようなフィスカル面からのアプローチ、パッケージとしてのアプローチがかなり難しいのではないのかと思われませんが、各国の立場の違いを埋めていくうえで何が必要となるのか、ご所見をお聞かせ下さい。

(答) G7につきましては、本日のスピーチの中で、私なりにどういう点が一番重要なのか考えてお話ししました。最初の点につきましては、流動性の供給という観点でお話しますと、わが国はゼロ金利政策、あるいは量的緩和政策をとっているときから、考え得るあらゆる手段を駆使し、市場に流動性を供給してきました。また、金融政策としては、物価の上昇率がゼロ%以上で安定的に推移するようになるまで、量的緩和政策を続けるといったコミットメントをし、現実に流動性も潤沢に供給しました。私どもとしてはそこで得られた色々な経験を蓄積しております。本日のスピーチで申し上げましたが、流動性というのは上手く捕まえることがなかなか難しい概念でもあります。色々な人が流動性の測り方についておっしゃっていますが、その全体を上手く捕まえることはそれほど容易なことではありません。資金の流動性と市場の流動性はある関連を

もっているのですが、それは常に一緒ではなく、資金の流動性がたくさんあると思っていたら、ある日突然、市場の流動性が枯渇するということが起こります。そして、市場の流動性が枯渇すると、今度は資金の流動性も枯渇するというようなことがダイナミックに起こるわけでありまして。そういうときに、日本銀行はこれまで、先進国の中央銀行と良い意味での協調的な行動を通じ、適切なかたちで流動性を供給してきたと思います。年末の資金需要に対しても、適切に対応してきたということだろうと思います。その結果、短期の金融市場はかなり落ち着きを示しつつあります。全部なくなったわけではありませんが、そういった成果も生まれていると思います。この先をみても、そうした行動はきわめて重要な課題であって、日本銀行は流動性の供給について過去の経験を活かしながら、世界の金融市場の安定に貢献できる余地があるのではないかと考えております。これは、ホスト国であることを考えましても特にそういった点が指摘できると思います。

二番目の点については、米国の場合はまさに財政・金融政策ともに総動員して現在の問題に立ち向かうという対応をとっており、非常に正しい対応だと思えます。景気の後退リスクが高まると、金融市場の不安定性と景気の後退リスクが、ある意味相乗的にマイナス方向で働いてしまうということがしばしば起こります。そういうことに対して歯止めをかけるということで、金融・財政の両面でこれを強力に阻止するという対応をとっていることは、非常に正しい対応だと思えます。ただ、経済の状況、あるいは金融市場の不安定性という問題につきましても、これは国によってかなりの違いがあります。日本の金融機関の場合でも、そもそもエクスポージャーが欧米の金融機関とはかなり違いますし、マネーマーケットにおいてもその不安定性の度合いは随分と違いがあります。このため、協調行動と言っても、それぞれの国がそれぞれの国の事情に応じて、最も適切と思われる方策を実行していくことが正しい処方箋であると思えます。

以上