

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年10月11日（14:00～15:52）  
10月12日（9:00～12:17）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 福井俊彦（総 裁）  
武藤敏郎（副 総 裁）  
岩田一政（ ” ）  
須田美矢子（審議委員）  
中原 眞（ ” ）  
春 英彦（ ” ）  
福間年勝（ ” ）  
水野温氏（ ” ）  
西村清彦（ ” ）

政府からの出席者：

財務省	杉本和行	大臣官房総括審議官（11日）
	上田 勇	財務副大臣（12日）
内閣府	浜野 潤	政策統括官（経済財政運営担当）（11日）
	齋藤 潤	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（12日）

（執行部からの報告者）

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	白塚重典
企画局企画役	武田直己（12日）

## I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を、二日間あるが初日を開催する。

(14時00分開会)

今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を伺いたいと思う。明日、いつものとおり情勢ならびに政策運営に関する討議をしたいと思っている。今日は、政府の方から財務省杉本総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくをお願いします。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府出席者はそのことを踏まえながらご発言頂ければと思う。それでは、早速議事に入る。金融経済情勢に関する執行部の説明ということで、金融調節、金融・為替市場動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いします。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表1-1 日銀当座預金残高であるが、前回決定会合以降ほぼ32兆ないし34兆円台で推移している。9月は中間期末月であったが、短期金融市場の方は大変落ち着いた地合いを保っていて、オーバーナイトコールレートは期末日を除いてほぼ1/1,000%で推移している。図表1-2に9月期末の金融市場の状況を纏めている。ご覧頂くとおり、期末初のオーバーナイト・コールレートは4/1,000%、レポ・レートも10/1,000%と過去の期末に比べて跳ね上がり幅は小幅にとどまっている。補完貸付の利用も見られなかった。この結果、当座預金残高であるが、34.1兆円と現行のターゲットのもとでの期末としては最も低い水準になっている。続いて、図表1-3

の表で当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、引き続き都長銀が多く、足許では16兆円位になっている。この他一部系統機関であるが、こちらは期末に積み上げた資金がそのまま滞留している。それから証券会社が多少厚めとなっているほか、預金保険機構で一部の銀行から公的資金の返済を受けたものが積み上がっている。続いて、図表1-4 資金需給である。9月については、結局月中で+0.7兆円の余剰であった。余剰であるので基本的には供給オペは然程必要な環境ではなかった。10月であるが、今週末には年金の定時払いがある。それから需給要因では財政要因であるが、FBの発行が去年よりも減額されることなどもあって、月を通して見た場合の資金不足は、今のところは大体-1.4兆円位。去年に比べると不足幅は小さくなる見込みである。その後、少し先の話になるが、12月の初めは、例年のことであるが、また大幅な税揚げが控えている。従って、これを意識した金融調節運営を行っているところである。そのオペについてであるが、図表1-5 をご覧頂く。総括すると、CP現先、それから短国買入こちらは週一回のペースを守ったのだが、その他のオペについては資金余剰地合いでもあったので頻度を落としている。パフォーマンス——応札状況——については、長めのオペは好調である一方、年内エンドの短めのオペについてはそれに比べれば相対的に低調であったということが言えると思う。オペ別に見ていくと、手形オペについては、8月23日以降約1か月オファーを行わなかったが、9月21日の手形本店買入を皮切りに先程申し上げた12月の初めの不足期を埋め始める、そういった観点からオファーを再開している。そこそこの応札ニーズがあるだろうと私共は読んでいたので、タームは従来よりも短くしている。すなわち全店オペについては、従来は8か月であったが、この27日は7か月、さらにそれを6日には5か月と順次短くしている。同様に本店買入については、従来は6か月であったが、今は4か月程度に短縮している。それでもかなり強い手応えがあって、特に9月27日にオファーした全店買入オペは年度未越えということも手伝って応札倍率が4倍を超している。落札決定レートも12/1,000%と、これは2003年の11月以来の高い水準となっている。

続く10月6日のオファのオペはエンドを短くして年度内に戻している  
ので、落札レートは多少低下しているが、それでも決定レートで8/  
1,000%と割合高めにとどまっている。このように手形のオペであるが、全  
体としてタームを短期化しているのだが、そういった中であっても応札倍  
率、落札金利は、割と高めになっている。その背景は、基本的には金利先  
高観であるが、久し振りのオペだったことが応札意欲を刺激したというこ  
ともあるのではないかと考えている。多少細かい点であるが、全店買入に  
ついては、このところレートが上昇している交付税特会向け貸出のファン  
ディングニーズもあったのではないかと考えている。それから本店手形買  
入については、足が来年のちょうど1月にエンドがくるので、統合メガバ  
ンクのニーズに適合した面もあったのではないかと考えている。以上が長  
めのオペであるが、一方、タームが相対的に短いオペのうちCPである  
が、CP買現先はシャドーの掛かった9月30日のオファ一分が札割れを  
している。国債買現先オペであるが、応札倍率が1倍台と、札割れはして  
いないが相対的に低くなっていて、この辺りからも短期の資金需要は相対  
的に弱いことが窺われる訳である。短国買入については、特に3か月物な  
どの短いものの需給が極めてタイトな状況であるので、9月9日のオペが  
札割れをしている。ただ、16日のオペから新たに発行されたTBの1Y  
が買入の対象に加わっている。TB1Yはイールドが立っているので、オ  
ペ先は積極的に日銀に売却するインセンティブがある。このため16日以  
降のオペでは応札倍率が上昇している。オファ額の方は、オペの応札需  
要を眺めながら、一回4,000億円に落としていたが、その後5,000億円に  
戻したところである。続いて、資金吸収オペの方であるが、9月は余剰地  
合いであったので当座預金残高の上振れを回避する観点から吸収オペも  
併用している。特に9月22日のオファの売手オペは、9月の期末越え  
となるオペであったので、落札レートは私達としても注目をしていた。と  
言うのも、この前の期末3月末には一部の出し手が資金放出を手控えたの  
で、期越えの売手レートが急騰した経緯があったからである。ただ、今回  
結果的には既に長めのオペで資金調達を進めていた都銀の運用意欲が強

かったということもあったので、落札決定レートでも  $24/1,000\%$  と、これは3月が  $39/1,000\%$  であったので、それに比べると小幅な上昇にとどまっている。このレートが期末越えのレートのいわばベンチマークとなつて、その後の期越えのレポ・レートなど、他のレートも落ち着いて推移したところである。続いて図表 1-7 であるがこちらをご覧頂くと、今申し上げたようにこのところオペの期間の短期化を図っているのので、この図表の 1. のグラフにあるように、供給オペの全体では足許は5か月を切るところまで多少短縮が進んでいる。また、2. のグラフではストックベースで現在のオペ残高を前提とした場合の期落ちのペースをお示ししている。図表 1-8 である。こちらは先程申し上げたように手形オペ全体としてタームを短期化している中であっても、応札倍率であるとか、落札金利は高めの水準にあることが、このグラフからもご確認頂けるかと思う。続いて図表 2-1 に移って頂いて金融・為替市場の動向を見ていく。(2)の表でまずターム物のレートの推移である。短国レートであるが、FBの3Mは  $1/1,000\%$  に貼り付いたままであるが、償還期が来年度になるTBの6Mは  $9/1,000\%$ 、それからTBの1Yは  $19/1,000\%$  までレートが上昇している。続いて図表 2-2、金先のカーブであるが、(1)のグラフでご覧頂くと、前回決定会合の破線から足許黒太線のところまでカーブが上昇してきている。特に、中心限月が2006年9月限月になるが、これの前後の限月についてはこれまでで一番高い水準になっている。これに伴って(2)のグラフに示されている量的緩和継続期間に関する市場の予測も短期化しているし、(3)のJGBフォワード・レートの方も上昇していることがご覧頂けるかと思う。金利の先高期待は、金先の出来高にも反映している。図表 2-3 をご覧頂くとお分かりになるように、8月以降出来高がかなり急ピッチで膨らんできている。限月別で見ると(2)のグラフであるが、白抜きより先の部分、つまり中心限月前後の出来高の拡大が大きくなっている。実はグラフの中でお示ししていないのだが、こうした出来高の6割位が外銀・外証がファンド筋を含む外国人投資家より委託を受けたものであると言われている。いわゆる受託出来高というものであるが、そういったも

のが大半を占めている。このように金先市場であるが、海外投資家の金利観がかなり強く表われるような市場になっていると感じている。いずれにしても、そうした市場の見方についてモニターをしていると、市場の方は量的緩和が解除された後に政策金利が引き上げられるという両者のタイミングを区別して認識するよう見受けられるところである。続いて図表 2-4、長期金利の動きである。長期金利については、前回決定会合以降上昇している。その背景は景況感の改善、それからこれに伴って量的緩和政策の継続期間に関する市場の期待が短期化しているということ指摘できると思う。それでイールド・カーブのゾーン別の動きを見ていくと、図表 2-5 (2) のグラフである。このグラフをご覧頂くとお分かりのように、5年から 8 年位のいわゆる中期ゾーンの上昇幅が相対的に大きくなっている。こうした中期から短いところまでの中短期ゾーンについては、景況感とかあるいは量的緩和の継続期間に関する期待に割合振られやすいゾーンである。従って、中短期ゾーンは今後景況感が一段と強気化したり、あるいは量的緩和の継続期間はさらに短くなったというように市場が感じるようになると、ボラティリティが一時的に上昇する局面もあり得ると予想している。以上が中短期の動きであるが、これに対して 10 年より先のいわゆる長期ゾーンでは投資家の需要が引き続き根強いということもあって、今後上昇するとしても引き続き相対的には落ち着いた動きになる公算が強いのではないかと思っている。図表 2-6 に移るが、今申し上げたように長期ゾーンの金利が上昇すると、投資家の押し目買いが入って上昇幅が相対的に緩やかになる。そういった動きは実は米国でも既に観察されている姿である。実際、アメリカの長期金利の上昇は緩やかであるし、(2) のグラフでお示しするように長短スプレッドはむしろアメリカの方が日本よりも今のところ小さくなっている。続いて図表 2-7、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因であるが、直近のサーベイを見ると、(1) の右端の棒グラフにあるように斜線部、つまり短期金利・金融政策に対する注目度かなり大きく増加していて、これは (2) のグラフでご覧頂くと、丸印の折線が示しているように、金利上昇要因として認識さ

れる度合いが増してきている。以上が長期金利であるが、続いて図表 2-8、社債スプレッド、クレジット市場の動きである。こちらは(1)社債流通利回りの対国債スプレッド、あるいは(2)のCDSプレミアム、全体とも横這い圏内の動きと言って良いと思う。投資家の需要がかなり根強い状態が続いている。続いて図表 2-9、株価の動きである。株価は(2)あるいは(3)のグラフにある海外株価であるが、こちらは軟調、あるいは横這いで推移する中であって、本邦株価は(1)のグラフにあるように前回決定会合以降大幅に上昇している。先週末はやや調整売りが入っているが、今日はまた13,000円台の前半と、ちょうどこれは2001年の6月位の水準、そういった辺りで推移をしている。図表 2-10は足許の株価動向の特徴の一つであるが、まず第一は、引き続きであるが海外投資家の買い越し額が大きいことである。図表 2-10の(1)の表の右端の方にあるが、外国人のネット買い越し額は、8月の1.9兆円に続いて9月も1.5兆円とかなり大幅な買い越しになっている。市場関係者の話を聞いていると、これまで日本株投資をあまり行っていなかったような欧米の機関投資家であるとか、あるいは産油国筋、そういったところが新たに参入してきているようである。こうした外国人の買い越しが株価を押し上げているであろうということが、(3)のグラフ、これはトピックスと外国人のネット買い越し額を重ね合わせたグラフであるが、こちらからも直ぐに推測できると思う。それからもう一つの特徴であるが、これは(2)のグラフにお示ししてある出来高の増加である。夏場、特に8月以降、出来高がかなり顕著に増加している様子をご覧頂けるかと思う。出来高は9月21日であるが、一日の出来高としては既往ピークとなる約37億株を記録している。それから月中一日当たりの平均出来高で見ても、9月は27億株と、これもまた既往ピークとなっている。出来高が増加している背景の一つには個人投資家がジャスダックであるとか、あるいはマザーズなどのいわゆる新興市場から東証へシフトしていることも指摘できるのではないかと考えている。このように現在の本邦株価はかなりの程度外国人に支えられた形になっている訳であるが、それではその外国人の株買いの勢いが一体いつまで続くのかという

のがポイントになるかと思う。この点については、なかなか見通しがたいものがあるのだが、彼等は我が国の景気回復とこれに伴う企業業績の回復、さらなる改善に対する期待が強いようである。図表 2-11 のグラフは直近のグローバル投資家に対するサーベイの結果をお示ししたものであるが、日本株を買い増したいという日本株選好度は足許一段と強くなっていて、米国などと対照的な姿になっている。実際、このところ日本の金融情勢はどうなのだということで、金融市場局などを訪れるファンド筋もかなり増えているという実感がある。彼等が株買いに強気な理由を聞いてみると、一つは勿論ファンダメンタルズという要因があるのだが、もう一つは先の衆院選挙で与党が圧勝したことを指摘する向きも多い。(1) のグラフであるが、こちらは我が国の業種別の P E R の分布状況について、細い線が 6 月、太い線が 10 月、この二点で比べたものである。これをご覧頂くと、分布はほとんどばらつきを増さないまま、そのままの状態でも左の方向へ平行移動していることが分かる。つまり、特定の業種が選別的に買われることなく、業種別ばらつきがないまま、いわば循環物色買いの中で P E R が押し並べて上昇してきていることが見て取れると思う。この結果、日本の P E R は (2) のグラフにお示しするように、足許ではアメリカとか欧州の P E R からやや上の方へ向けて乖離をしてきている様子をご覧頂けるかと思う。図表 2-13、為替の動きである。為替相場は (1) のグラフ、あるいは下の表からご覧頂けるように、前回決定会合以降、ドルが主要通貨に対して総じて底堅く推移してきている。基本的な背景としては、ハリケーン・カトリーナ以降一時的に後退していた米国の利上げ観測がここへきて再び強まっているということをご指摘できると思う。この結果、アメリカとの金利格差がさらに大きくなる、そういった見通しが広がったことが基本的背景だろうと思っている。次に図表 2-14 である。個別のきっかけなどを見ると、ドル高が進んだのは—— (1) のグラフの四角の中に入っているが——、9 月 20 日 F O M C で実際にアメリカで利上げされ、声明文で利上げの継続が示唆されたことである。さらに先週金曜日のアメリカの雇用統計が、予想よりも良かったということもドルの支援



材料になっているようである。一方、(2)の方のユーロであるが、ユーロも基本的には同じような要因でユーロ安になっていた訳であるが、10月6日のECBトリシェ総裁の物価上昇警戒発言に反応して、一時的にユーロが買われているが、その後また戻ってきている。それからドイツの大連立の動きというのは一時的にユーロ買い材料になっているようではあるが、経済改革が難航するだろうということを理由に、基本的にはユーロ売りの材料にされているようである。このように、基本的には金利格差に根差したドル買い基調が続いている。図表2-15(1)は今年の初めから日欧と米国との金利差と為替相場とを重ね合わせたものであるが、これをご覧頂くと、金利格差の拡大と共にドルが円に対してもユーロに対しても強くなってきたことが見て取れるかと思う。ドルはこのようにユーロや円など主要通貨のほか、ハイ・イールド通貨に対しても上昇してきている。この辺り(3)のグラフに表われているのだが、(3)のグラフをご覧頂くと、灰色のカナダドルだけは米ドルに対して高止まっている。これはカナダが産出する天然資源のうち、特にLNGの価格が大きく上昇しているほか、中央銀行が政策金利を引き上げたことが背景とみている。図表2-16アジア通貨であるが、アジア通貨に関しては対ドル相場の推移のグラフにお示しするように、一頃破線で表わしているインドネシアルピアの対ドル相場が大きく下落していたのだが、先月末の石油製品の思い切った価格引き上げであるとか、あるいは利上げが奏功してコンフィデンスが回復している。このためインドネシアルピアの対ドル相場も持ち直してきているところである。最後に図表2-17でIMMポジションを見ておきたいと思う。足許では円のショート・ポジションがまたかなり膨らんできている。それから(1-2)のユーロについてもロング・ポジションから足許ではショート・ポジションへとポジションがひっくり返ってきている。さらに(2)のリスクリバーサルをご覧頂くと、ドルのプット・オーバー幅が縮小してきているから、こうした展開を見ると当面はドルが底堅く推移するという見方が市場では多くなっているとみて良いと思う。私からは以上である。

福井議長

ご意見、お尋ね等があればどうぞ。

須田委員

一つ宜しいか。今の話を伺っていて、まず一つは簡単な質問である。先程のユーロ円金利先物の出来高の説明の中で 6 割がファンド筋を含む受託の出来高だという話があったが、それは売り買いトータルに対する 6 割ということか。

中曾金融市場局長

然り。

須田委員

そうすると、基本的には外国人が売って、日本の法人が買うというような状況であるということか。

中曾金融市場局長

恐らくどちらかに外国人が偏っているということでもないのではないかと思います。外国人間の見方というのかなりバラけているようなので、本邦投資家も含めて金利観が色々錯綜しているということが、この出来高の拡大に表われているのではないかと思います。

須田委員

それとあわせ、株式市場も外国人が牽引しているが、彼等の日本経済に対する見方が非常に強くて、本邦投資家との間にギャップがあるのだろうか。仮にギャップがある場合、いずれそれはどちらかに修正されるようなこともあるのだろうか。また、その修正がどのように起こると考えられるのかを教えて頂きたい。

中曾金融市場局長

株価などに特に強く表われているのだと思うのだが、やはりかなり日本のファンダメンタルズ、さらに言えば、企業の業績についてもさらに拡大、改善していくのではないかという期待が強いような気がする。ここでお示ししているPERは出所IBESの企業収益の予想を採っているのだが、恐らく彼等は日本の企業に期待している業績改善というのはもっと強いのかもしれないなという感じがする。そうすると、彼等が認識しているPERというのはもう少し低くて、まだ買いたという感じを、あるいは持っているのかもしれない。

白川理事

先程の金先で一点だけ補足すると、全体として量的緩和の解除時期がいつかという、そういう漠然としたスペキュレーションだけではなくて、金利が上がるのはどの時期なのか、この限月を売って別の限月を買うという形になっている。そういう意味では、今は金先カーブの傾きそれ自体をまたベットの対象にしているなという気がする。

中原委員

先程、図表2-3で、市場が解除のタイミングと政策金利引き上げのタイミングを区別していると説明されたが、どこからそういうことが読み取れるのか。フォワード・レートカーブから見ると、例えば2004年とそれ程大きく違ってないと思うが、どうか。

中曾金融市場局長

例えば図表2-3からは直接それは出てこない。これは我々が市場に対してヒアリングなどをしていると、彼等の説明として聞かれることである。敢えて言えば、例えば図表2-2の(2)で二つの線を示しているが、この一つが金先レートがゼロ金利政策時を上回る時点、それから一つは政策金利が0.25%の時を上回る時点。この間になにがしかの期間の差もある

し、それと先程申し上げたようなヒアリングなどの感じを踏まえると、段々そういった認識が広がってきているという気がしている。

#### 福間委員

この図表 2-3 には 8、9、10 月と数字が並べられているが、これは言ってみればマーケットにおけるエクスポージョンである。やはりマーケットがショックを受けた時によく起こる現象である。その辺は、一連のボードの発言が続き、強気弱気の人はいたが、ネットとしてみると、やはりこれはある意味でショックだし、ある意味エクスポージョンである。こういうところが定着してきたのだから、この辺は気を付けておかないといけない。マーケットが正しいのだったら、尊重しなければいけない。そういう指標である、これは。

#### 岩田副総裁

別の点で宜しいか。9 月 30 日の期末の金利について非常に落ち着いていたとの説明があったが、図表 1-2 を見ると、無担保オーバーナイト・コールレートは 0.004% とあるが、これは平均金利であるか。

#### 中曽金融市場局長

然り。

#### 岩田副総裁

中には突出して高い金利の取引もあると聞いているが、高い金利だとどの位のものがあるのか。

#### 中曽金融市場局長

期末日の動きというのは、朝は大体高めのところから始まる訳であるが、その高いところもこの 9 月末は 8/1,000% であった。

岩田副総裁

8/1,000%か。

中曽金融市場局長

いつもの期末に比べると随分低い。20/1,000%とか 30/1,000%位から、あるいはもっと高いところから下りてくる時もある。

岩田副総裁

そうか。あるレポートを読んだら最高で0.2%の取引があったということだったが。

中曽金融市場局長

0.2%であるか。

岩田副総裁

然り。それが30日を過ぎても0.14%位までしか下がらないそうだ。

中曽金融市場局長

それは実は個別の信金が取っているレートであって、期末とは必ずしも関係がない。むしろ、図表1-1をお開き頂けるか。期末に掛けてオーバーナイトレートは1/1,000%、30日に4/1,000%、その後期明け後は2/1,000%になっている。2/1,000%になっているのは、全体としてはゼロ金利であるが、今おっしゃったような個別信金の取りがここで出ていて、金額はそんなに大きくないが、ウエイト付けすると大きくなってしまっているので、加重平均金利が2/1,000%になっているといったものであって、必ずしも期末要因ではない。

岩田副総裁

これは特殊なものか。

白川理事

特定ネームの取り手と特定ネームの出し先が時々やっている。たまたま全体の取引高が少ないと、その分だけが出るので表面レートが上がってきて、時々委員の方が「これ今日レートが高いのはなぜか。」と聞かれる場合は、実はそれが多い。

岩田副総裁

そういう質問をしたのは、ロンバート貸付の利率は0.1%なので、通常だと0.2%払うよりもロンバートの方へ行くはずである。つまりロンバート・レートがシーリングとして上手く機能していないのかなと思うのだが、そういうことはないのか。

中曽金融市場局長

それは、そういうことはなくて、これは特定の二つの間の銀行の取引が時々出てくるというものである。

岩田副総裁

そういうものか。

中曽金融市場局長

従って、このケースはロンバートと直接の関係はないのではないかと思う。

岩田副総裁

直接の関係はないと考えて良いのだな。

中曽金融市場局長

むしろ、さらに図表1-2で2005年3月はレポ・レートが0.170%になっ

ている。これは結構ロンバートより高いので何なのだと当時議論になったのだが、この辺はやはり中にはロンバートは借りたくないという金融機関がいたことも、ロンバートを超えた金利で取引が行われた一つの背景だということはある。

岩田副総裁

そういうこともあるのか。

白川理事

一般論として、ロンバート貸付がオーバーナイト金利の上限を画する機能が十分にあるかというご質問についてであるが、その場合に借り手金融機関の中に、ロンバートを借りたということが、社外的にもそれから社内的にもブレーキになるという面がないかという、やはり多少はあるのかなという感じがする。少し話が横道に逸れるが、前回の決定会合でご決定頂いた手形オペをペーパーレス、STP化していく話について、金融機関の色々な反応を聞いていると、従来の手形オペの勘定科目が借入れに変わり、ロンバートも借入れであるためロンバートだけがシングルアウトされにくくなって来るから、むしろ借りやすくなったなという感じを聞いている。そういう意味で、ロンバートがキャップを画す機能が以前よりも高まるのではないかというコメントを割合多くの人が言っていた。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。財政収支の平準化措置というのを採って頂いて、第二弾も出して頂いて大変有り難いと思っているが、それにもかかわらずバランスシートで見ると、政府預金・余資というのが、まだ30.7兆円ある。これはもう少し小さくならないのか。

中曾金融市場局長

前年差でご覧頂くと+5.5兆円で、ギャップは小さくなってきてはいる。

岩田副総裁

以前は+10兆円位だったから半分位に減ったということか。

中曾金融市場局長

実際に調節の現場から見ていると、確かに振れは少なくなってきた。平準化措置による部分もあるし、それ以上に先程需給のところでも多少申し上げたが、財政資金の揚超幅、特にF Bの発行額が減ってきているので、そういった不足幅が縮小してきているということも我々にとってはかなりプラスの材料としてある。さらに少し技術的なことになってしまうのだが、先程12月の頭の話をもっと多少させて頂いた。一般論として言えば、例えば9月などは全くそうであったのだが、月末の交付金と月初の税揚げを重ねることによって平準化する訳なのだが、12月は若干その局面が逆になってしまう。と言うのは、11月は月末に交付金がある。12月の頭に凄く深い税揚げがある。であるから、11月末の交付金を11月の初めの税揚げのところに当ててしまうと、11月の方はむしろ余剰の方向にあって、突然12月の頭になって不足がガンと深くなる。そういった絶壁と言うか、谷が急に深くなる局面が11月の末か12月の初めにあるので、冒頭に申し上げたようにその辺の谷の深さを念頭に置きながら早目に多少長めのオペも頻度を上げてきているということである。

須田委員

為替レートについて一点お伺いしたい。足許、金利サーベイにおいて市場参加者が注目している項目が結構動いているという話がある。その一方で、日本経済が強くなっているというのであれば、もう少し円高方向に振れても良いのではないかという意識を持っている。そうした中、個人の外為の証拠金取引が凄く増えたという話があり、それはアネクドタルな話だと思っていたら、話をよく伺うと、かなりの量に上るのではないかということである。最近、この手の話がよく聞かれるようになったが、その辺



りのところはどうか。

中曾金融市場局長

おっしゃるとおりだと思う。もう少し全体的なところから申し上げると、これだけ株が強いのになぜ円高にならないのかというのは、一つは外国人投資家自体がドル高になるのではないかとということで、ヘッジを取りながら日本株を買っているということがあると思う。それから二つ目の点としては、今委員がおっしゃったように、日本から外貨建ての資産を買うというフローも引き続き起きている。そのフローの中を見ると一つは投信、もう一つ最近多いのは、おっしゃられた色々な外貨の証拠金取引である。T I F F Eなどから話を聞いてみると、幅広い顧客に受入れられつつあるため、これもやはり無視できないフローになってきていると認識している。

福間委員

図表 2-8、デフォルト・スワップのところ、前回のGMの時は、GMが少しここで円債か何かを出していたと思うが。

中曾金融市場局長

サムライ債。

福間委員

そのサムライ債がもう償還されたのかどうか知らないが。このグラフを見ると欧州は、敏感に反応している。一方、日本は横目で見ると少し縮小しているような感じであり、デルファイとかGMとかノースウェストとか、色々なチャプターイレブン絡みの話は、やはり海の外の話としてその影響を考えなくとも良いのか。こちらには投資した人はいないのか。

中曾金融市場局長

恐らく、日、米、欧でそれぞれ多少要因が違うのかと思う。米国はおっしゃったように、デルファイ、デルタ、GM絡みそのものでCDSのプレミアムも多少拡大している。そして欧州もその面もあるのだと思うのだが、我々が聞いているのは、結構欧州でLBOが増えてきている点。そうすると、負債が増えて財務内容が悪化するのでスプレッドが開いてしまう。あるいは、プレミアムが上がってしまう。こういうことがむしろ欧州の説明要因として指摘されることが多い。日本については、確かにGMなどの子会社がサムライ債を発行していた経緯もある。従って、春先にGMの問題が起きた時には確かに反応したのだが、一応その問題が収束して消化されてしまった状態が続いている。GMとか新たな展開で本当にデフォルトするとか、そういうことになれば何か動きが出てくるのかもしれないが、今のところまだ個別の問題として小康状態が続いている。

福井議長

宜しいか。続いて海外経済情勢を平野理事と堀井国際局長からお願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本日配付したお手許の決定会合資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1でまず原油価格の動きを確認したいと思う。

(1)はWTIのスポットの値段を示している。8月末にハリケーン・カトリーナがルイジアナに上陸した直後に1バーレル70ドルの最高値を付けた後一旦低下したが、ハリケーン・リタのテキサス上陸前後に再び上昇して65ドルを超える水準になった。しかし最近ではこの水準では世界の景気が後退する、従って、石油需要も減少するという見方を背景に60ドル近くまで低下している。この間、(2)にある先物だが、これもほぼフラットなカーブを保ったまま並行移動するという感じになり、新たなニュース

を織り込む都度、相場が期近も期先も振れるという展開となっている。なお、メキシコ湾岸のエネルギー関連施設の操業状態だが、依然、多くの施設が稼動を停止している。従って、需給逼迫状態が続いている。ハリケーン・リタについては人的被害が小さかったことから報道がめっきり少なくなっているが、今後の石油価格について必ずしも楽観できない点は要注意だと思ふ。図表 2 で最近のアメリカの主要経済指標を確認したいと思ふ。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。ハリケーン・カトリーナ、それから石油価格の上昇の影響が随所に見られるところである。2. 実質可処分所得は 8 月、カトリーナの影響から名目所得が減少したうえにエネルギー価格高に伴う物価上昇も加わって前月比 -0.5% となった。3. 実質個人消費も -1.0% とかなり減少している。中身を見ると自動車関連支出が減少したことが響いており、その他の支出は実は 0.3% のプラス寄与を続けている。この面からは、8 月の消費の地合いはそこそこしっかりしていたとも言える訳である。9 月の自動車販売は 6. だが、これまでのメーカーの拡販に伴って在庫が払底していたし、また、ガソリン価格の上昇が影響したとみられ、8 月に続いて減少している。さらに今後の消費に関して気になるのは、7. 消費者コンフィデンスである。9 月には 86.6 と前月から大きく低下している。一方、消費の基礎となる雇用に関しては 15. である。ハリケーン・カトリーナの影響から 35,000 人の減少となった。ただし、カトリーナとリタの影響だけで累積 363,000 人の失業保険申請がなされているので、この点からみれば 35,000 人というのは予想外に小さい減少幅であった。14. 失業率も 8 月には 5.1% に上昇しているが、これもカトリーナの直接的影響を反映したものである。これらの点はしっかりとした雇用の改善傾向が持続しているということを示唆している。もっとも、月々の統計には振れが付きものであるのもう少し様子を見たいと思っている。8. 住宅着工は 8 月も 200 万戸と高い水準を記録している。表には載せていないが、着工許可も 212 万戸と非常に高かった訳である。しかし、幾つか天井感、ないし今後の減速を示唆する材料がない訳ではない。まず、8 月には新築販売が減少

しており、在庫が増加している。第二にニューヨークのマンハッタン地区でのマンション価格が第3四半期に下落に転じている。さらに9月末、本当に足許だが商業銀行の不動産向け貸出が減速していて、モーゲージの申請も直近だけではあるが減少している。いずれも断片的な情報であるため、雇用や消費と同様に即断は避けたい訳だが、潮の目の変化を示しているのかもしれない。企業投資に関しては9. 資本財受注をご覧頂くと前年比のところでお分かりのとおり、大体1割増の状態が続いている。内容的にはコンピュータ、電子機器は伸びを高めている。供給サイドは11. ISMだが、製造業が大きく上昇した一方、非製造業は50を上回っているが、前月からかなり低下している。製造業については受注や生産が伸びているので、ハリケーン被害の復興需要とみられる。他方、非製造業については、旅行、娯楽などが特に低下している。さらに支払価格を巡る指数が実は大きく上昇しており、コストアップ懸念が急速に広がっていることを示している。その実際の物価だが、16. PPI、17. CPIともエネルギー価格で上振れしている訳だが、コアCPI前年比は+2.1%とこの表上は変化ない。ただ、表には載せていないが、8月のPCEコアの前年比は+2.0%と幾分上昇している。そうした中でこの1週間あまりの間、Fedの幹部、特に地区連銀の総裁の何人かが「コアインフレは既にFed、あるいは自分個人の物価安定圏の上限となっている」というような発言をするなど、物価警戒感を強く滲ませている。次に図表3でユーロエリアの経済指標を見たいと思う。幾つか景気改善を示す数字が出ている。2. OECD先行指数が週末に出ている。それから11. 製造業PMIといったところをご覧頂くと、5月に大底を付けた後、ジリジリ改善している。また、8. ドイツの海外受注、それから7. ユーロエリアの域外輸出、これも回復している。いずれも為替相場のユーロ安というものが背景にあるとみられる。この間、個人消費については動意薄である。物価に関しては13. 生産者物価と14. 消費者物価のコアについては基調に変化はない。ただ、全体の消費者物価は9月には前年比2.5%と高まった。これはエネルギー高に加えてドイツの煙草税の引き上げが響いたとみられる。図表4-1、1. で

中国の計数を見たいと思う。生産、個人消費、固定資産投資といずれも高い伸びを続けている。5. FDIの実行額は第2四半期に減少した訳だが、最近では前年比マイナス幅が縮小している。7. 輸入についても今年の初めに減少したが、その後順調に回復している。この間、8. CPIは安定を続けている。9. マネーサプライはこのところ目標である15%から上振れているが、インターバンクの金利の方は5月以降、1か月レポで見て1.3%程度と変化がない。物価の安定と対外黒字を眺めて、緩和的な金融政策運営を維持しているものと考えられる。図表4-2でNIEs、ASEANを見ると、ほとんど全ての国で輸出の増加傾向が明確になっている。この間、内需の軸である個人消費については、図表4-3の(5)にあるように幾つかの国でデコボコしているが減速感が見える。一つの背景は、ASEANを中心にインフレ率が上がっていることである。(6)CPIをご覧頂くとエネルギー価格上昇の直接・間接的影響、それから食料品の値上がりといったところから、多くの国で前年比上昇率が高まっている。そうしたもとの前回の決定会合以降、インドネシア、タイ、台湾、フィリピン、そして本日韓国でも金利の引き上げが実施されている。図表5でアメリカの金融指標を見たいと思う。(1)長期金利はFedの幹部の発言などを受けて利上げ予想が強まるもと、かなり上昇している。(5)FF先物金利から先行きの金融政策に関する市場の予想を占うと、11月FOMCでの25bpの利上げは100%織り込まれており、12月の25bpについても8割方織り込まれている。さらにその先の引き上げ予想も出ているところである。そうしたもとの(2)株価は頭重い展開となっている。この間、(3)、(4)のリスク指標については低位安定を続けている。さらに図表6で欧州の金融指標を見ると、(1)長期金利は幾分上昇しているが、アメリカ程ではない。このため米国と欧州の金利差は拡大している。(2)株価はそうした金利情勢のもとで企業のリストラ、M&Aといったニュースを好感して上昇している。この間、ECBの金融政策に関しては、目先金利据え置きとの見方が大勢ではあるが、ECBの幹部がインフレ懸念に関する発言のトーンを強めているということもあり、来年の半ばに掛けて利上げ観測というものが再び

出ている。なお、10月9日にはドイツにおいてCDU・CSU、SPDとの間でメルケル・CDU党首を次期首相とする大連立政権の発足に関する合意が成立したようだが、株、債券の市場では反応に乏しかったところである。なお、エマージングに関しては原油価格の上昇にもかかわらず、アジアについては、先程も申し上げたが迅速な政策対応というものを好感している。株、債券とも総じて堅調な動きを続けている。また、ラ米については資源価格高のもと、経済のファンダメンタルズが改善しているということを受けてこちらも概ね堅調な動きとなっている。以上、今月最も注目されるのは、これまでインフレ加速なき景気拡大を順調に続けていたアメリカについて、ハリケーンをきっかけに変調の予兆というべき動きが見られ始めたことである。予兆に終わるのか実際変調するかは現状では判断できない。他方、金融市場は目下のところ、こうした点もさることながらどちらかと言うと金融政策の先行きに、より関心を強めているように窺われる。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。図表1の(3)にある、メキシコ湾岸のエネルギー生産の停止状況は、これはまだ8割停止していると読んで良いのか。

堀井国際局長

然り。生産設備だけである。

岩田副総裁

そうするとこの地域の処理能力はどの位なのか。

堀井国際局長

まず生産は、原油で確か全米の 29%のシェアを持っている。それから天然ガスは 20%。これは先週ジャネット・イエレンがスピーチでそう言っているので確かだと思うが。

岩田副総裁

その 8 割が動かないということか。

堀井国際局長

然り。それと石油精製。湾岸地域は 5 割弱のトータルのシェアを持っており、各製油所毎に色々と発表しているが、これも大体 5 割弱位のまだ稼動にしかっていないので、 $0.5 \times 0.5 = 0.25$  ということになる。

岩田副総裁

生産がこれだけ停止している割には価格が上がっていない。

堀井国際局長

(1) にあるようにハリケーンがくる度に一時は上がったのだが、何となく市場の感じは 65 ドルを超えた相場になると、やはり需要が減退してしまうのではないかという思惑が強まっているように思う。過去 4 週間平均の例えば石油製品の需要高と言うか、消費量などという統計も出ているが、足許既にこれが少し落ち掛けている。前月比 2%位落ち掛けてきている。そういったところを眺めて、これ以上高くなってくると景気に一段と悪影響を与えるのではないかということで、この辺で揉み合っているという感じがしている。

岩田副総裁

暖房油とか灯油が、冬になると需要期に入るのでまた上がるのではないかという説もあるのだが、そちらはあまり気にしていないということか。

堀井国際局長

いや、コメンタリーはそういうものが実は沢山出ている。特に天然ガスの方が供給不足になって、それで原油で代替をせざるを得ない。それでまたそちらで引っ掛かってと言われている割に、WTIの先物をご覧頂いてお分かりのとおり、若干は12月位に掛けて上がっているような感じがあるが、全体としてフラットである。

岩田副総裁

財政支出は、支出することは一応決まっているが、これはどの位の率で出てくるのか。かなり足許から出てくるのか。

堀井国際局長

600 数十億ドルの予算措置だけが決まっているのである。ところが——これは前回も、あるいはご報告したかもしれないが——、トータルでは例えば1,000億ドルとか2,000億ドル位のダメージがあって、いずれ出てくるのではないかとされている。取り敢えず650億ドルであったか、680億ドルであったか記憶が定かではないが、600幾らかの額だけが決まっている訳であり、普通で言えば年度内に消化——CBOなどは年度内消化をしようと言っているので——される。そうなると300なにがしか出るはずなのだが、ひょっとしたらもう少し後ろへずれ込んで四半期毎に200ずつではないかというエコノミストもいる。この辺は確定しない。

武藤副総裁

生産施設の回復時間は、現時点ではどのように考えられているのか。

堀井国際局長

これはよく分からないとしか言いようがない。と言うのもカトリーナの時は数か月と言われたのだが、その後のリタで周辺設備、例えば電力など



が被害を受けているので、トータルでなかなか把握しきれていない。それから労働者も電力や周辺設備を含めて十分戻っていないということなので、単に石油の生産設備のみならず労働、それから周りの関連設備を合わせると、時間が掛かるかもしれないという見通しが出ている。

岩田副総裁

雇用統計の減少幅はやはり凄くおかしいという気がする。あの地域だけでも相当雇用は減っているはずなのに 30,000 人の減少にとどまるというのは統計の取り方が不十分という気がする。

水野委員

それは認めている。

堀井国際局長

一時的だが、要するによく分からない。

水野委員

カウントできていない。

中原委員

図表 1 にある原油施設は生産施設と説明されているが、これはまさに原油を採掘している施設を意味しているのか。また、天然ガス施設も同様か。

堀井国際局長

然り。要するに精製前の原油を生産している部分をここで挙げている。

西村委員

リグが随分損傷したという話を聞いた。特にエクスプロレーションのリグが随分被害を受けたため、将来的には供給が非常に難しくなるというよ

うなことを聞いたのだが、それはかなりもっともらしい説か。

#### 堀井国際局長

それも両説ある。ゼロから探査している訳ではなくて、元々生産しているところをさらに深く掘ったりしている部分は、何年か先の生産が滞るといことのみならず、もっと期近なところから影響を及ぼすというふうに言われている。ただ、そのリグがどこまでかというのも、おっしゃるようにテキサスの方がルイジアナより多いものだから、一旦リタでかなり被害を受けたと言われているのだが、これも先程の全体像の中でよく分からない。要するに人、それから周辺設備というのが現状である。

#### 福間委員

リグは今は瞬間的には世界に一つもないと言える。そういう意味では新たな掘削をやるべきである。これはこの地域だけではなくて世界的に。石油の関連だが、価格効果で需要が落ちるといのはよく分かるのだが、備蓄放出がやはり値段を少し上から抑えているのではないか。

#### 堀井国際局長

おっしゃるとおりである。備蓄放出が直接的には値下がり効いた訳である。30日経ってもう一回見直してもう延長はいらないと一旦言った後、リタがきたものだから、また延長して再放出するかどうかは今検討中である。取り敢えず一旦戦略備蓄を貸した部分については本来ならば返していかなければならないが、これも要するに年明け以降で良いと。取り敢えずは返さなくて良いということも合わせて発表しているので、おっしゃるようにそこは安心感には繋がっているのだと思う。

#### 中原委員

天然ガスへの影響の方が深刻な理由には、こうした備蓄放出といった対応が基本的にできないことがある訳だが、それ以外の理由も考えられるの

か。パイプラインの被害など、天然ガス施設への影響の方がむしろ原油よりも相当深刻だという話も聞くが、どうか。

堀井国際局長

一つはやはり需要がシクリカルに一番ピークになっていく。ガソリンは春先からドライビング・シーズンであるから。

中原委員

冬場に掛けて需要がピークを迎えるのは、原油も基本的には同じではないのか。それとも、ガソリンは夏場の需要が多いのか。

堀井国際局長

春先からずっと上がってくるのである、ドライビング・シーズンで。その季節的なものが大きいと思う。パイプラインについてはかなり修復の目途が付いているのだが、天然ガスと原油のパイプラインについて差があるというのは私はあまり聞いていない。

須田委員

少し話題を変えて良いか。期待インフレ率について伺いたい。アメリカの色々なものを見ていると、期待インフレ率が上がった上がったと随分書かれているが、一体どの資料を見てそれを判断しているのかが分からない。Fedにしても、ウェル・コンテインのウェルがなくなったとしているが、一体何を見てそう判断しているのだろうか。そこのところについて何かご意見があれば聞かせて頂きたい。

堀井国際局長

まず、必ずしも当てにならないと言われているTIPsのスペッドを見てみると、この数か月で僅か0.2%位上振れしている感じなのである。そんなに急にガッと上がっているという感じはない。従って、そこは必ず

しも答えにならないのだと思う。一つは先程のISMのサーベイの時にも申し上げたが、仕入れ価格に対する懸念が、これは本当に急騰しているの  
で、そこを指しているのが一つ。それから変な話だが、統計のせいなの  
だろうが、なにせPCEコアが今年の春頃に改定されて、ベースがドリフ  
ト・アップしているのである。そういうことで2%にずっとなって、先  
月、先々月は1.8%、これが2.0%になったのだが、前々からFedでは  
2%というのをインフレのスレッシュOULDみたいな形で議論している様  
子があるので、統計のドリフトがあり、スレッシュOULDに近付いたとい  
うことが一つ背景かなと思う。あとは、一般的にやはりサプライショック  
についての懸念というのはFedの人にあるのだと思う。バーンズの失敗  
ということのリファラーする人も一人、二人最近出ているので、FRBにつ  
いてはそういうことを意識しながら、意識的にそういう議論を表に出して  
いるのかなという感じを持っている。

平野理事

ちょうど1か月位前なのだが、同じ質問をぶつけたことがある。

の答え方は、TIPSスプレッドは、7月に銘柄変  
更を行って以降新しい銘柄でこの1か月半位の推移を見ると0.5%位上  
がっている。極く直近で見るとTIPSスプレッドは色々解釈の仕方はあ  
ろうかと思うが上がっているというのが一つ。それからもう一つは、「各  
種サーベイによってインフレ期待が上がっていることが確認できる」とい  
う言い方をしており、そのサーベイが何かというのはよく分からないのだ  
が、例えばミシガンの消費者コンフィデンス指数における物価上昇に関す  
る見方をみると、懸念が高まっているということがあるということである。  
その二つ位がその他の状況証拠に加えてエビデンスである、という言い方  
をしていた。

福間委員

最近フィッシャーが厳しく言い出したな。先月はもうこの辺で打ち止め

にしたなどと言っておいて、今月に入ってかなりハードなスピーチをし出したのだが、あれは地域性なのか。

堀井国際局長

いや、ダラスであるから地域的にはむしろ雇用をとりわけ大事にしたい、あるいはブッシュ大統領の方であるから、普通はそういうように言うのかなと思っている。他の人が「自分のインフレ許容圏の上限である」というように言っているのに対して、プリペアド・  
テキスト中で「Fedのインフレ許容の上限」ということを言っており、その辺もフィッシャー自身のやはり個人としての性格が出ているのではないかと思っている。

春委員

石油需要の減少懸念があって、消費も若干減り始めている。何で減っているのか、あるいは何で減りそうなのか。例えばガソリンなどでいうとどうか。

堀井国際局長

値段が上がることに伴う消費抑制効果だと思う。

春委員

一般的にということか。特にガソリンがということか。

堀井国際局長

石油の消費量が落ちているということなのだが、品目別までは見ていない。

春委員

結構である。

中原委員

米国のホームランド・インベストメント・アクトによる企業収益の還流が米国内の需要面にどの程度の影響を及ぼしているのか。こうした影響は来年も続くのか。

堀井国際局長

今年で切れるはずである。2,000億ドルペースというふうに言われているので、かなりのペースで入ってきていることは事実なのだが。

中原委員

既にもう流入してきているのか。

堀井国際局長

然り。もう既にかなり入っているし、それから変な話だが、我々が国際収支で見ている日本にある米系企業のアメリカへの利益送金にも既に反映している。

中原委員

米国内経済への影響はどうか。

堀井国際局長

これが本来は雇用とか設備に使わなければならないということになっている訳だが、全体を使う中で、これはそうだとすれば良い訳であるから、ネットでどれだけそれが追加になるかというのは少し分からない。

西村委員

中国のことで、例のFDIのことなのだが、これは-0.2になったということはこの時点で改定そのものは再び落ちてきたということか。FD

Iの改定はずっとやり続けている訳であろう。

堀井国際局長

落ち着いたというと。

西村委員

今までは毎回、毎回、過去に遡って作り直していた訳だが、その作り直し方が段々落ち着いてきて、改定幅が少なくなってきたということか。

堀井国際局長

いや、今申し上げたのは単に前年比のマイナス幅が縮小してきているということである。例えば8月の去年の前年比というのは実は+48%なのである。そういう数字を我々は手許に置いて季節調整をやったりしてトレンドを見ていると、回復してきているようなトレンドが見えるということで申し上げた。

福井議長

他になれば。宜しいか。それでは国内の経済情勢について山本理事と早川調査統計局長から願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料-4の（参考計表）を出して頂き、これに加えて、ただ今お配りしている機械受注に沿って説明したいと思う。まず最初に（参考計表）の図表1をご覧頂きたいと思う。短観だが、皆さん既によくご存知のとおり今回の短観は原油価格の大幅な上昇を踏まえた短観ということがポイントだった訳だが、結果をみると後程ご説明するように、企業収益の改善基調が維持され、そうしたもとで業況判断についても極く小幅ではあったが、改善が続いたということであった。

早速だが月次の指標に移り、図表 5、まずは輸出入の動きである。ご覧頂くとおり (1) 実質輸出については、これまで極く緩やかな伸びが続いてきた訳だが、7 月、8 月の輸出の数字はこれまでに比べると少し伸びが高まったということである。その内訳を図表 6 でご覧頂くと、細かい説明は省かせて頂くが、(1) 地域別でご覧頂くと、最大の特徴は中国向けの輸出が7月に続いて8月も高水準を維持してかなり伸び率が高くなっているということ。それから (2) 財別でご覧頂くと足許のところ、情報関連及び資本財・部品、こういったところは、これまでやや伸び悩みが目立っていたところの数字が少し上向いてきたということである。勿論、中国向け輸出については半導体製造装置等、一時的な要素も加わっているので、恐らくこの 9.3%の増加というのは丸ごと実力ということではないと思う。それから情報関連についても足許増加してきているが、来年に掛けての伸びがどこまで加速するかについては依然として不透明性が大きいと思うが、いずれにしても輸出が緩やかな回復歩調を辿っていくということは改めて確認されつつあるということかと思っている。

図表 14 をご覧頂きたい。先程も触れた短観の企業収益だが、この内容については原油価格のかんりの上昇にもかかわらず、まず中小企業では僅かに企業収益見通しが下方修正された。しかしながら、伸び率として見ると 2005 年度はそこそこしっかりとした増益になるということが確認されている。大企業については素材業種及び非製造業を中心に若干なりとも上方修正が行われているということである。さらに上期、下期別にご覧頂くと、上期のところの上方修正が行われ、下期がなにがしか下方修正が行われて全体としては大体想定どおりの収益の仕上がりということであり、そういった中身からみても増益基調が維持される、あるいは場合によってはむしろ幾分上方修正される可能性があるといったことを示唆する動きになっていると思う。図表 20 で今度は設備投資について短観でご覧頂くと、まず第一に中小企業の設備投資が——これはいつものパターンではあるが——、製造業、非製造業ともにまずまず上方修正された。この結果、製造業、非製造業とも 9 月時点で前年比のマイナス幅はかなり小さくなって



いるので、遠からずプラスに出てくる可能性が高いと思っている。他方、大企業については製造業、非製造業ともに伸び率としては、ほぼ6月短観の高い伸びが維持されたという姿であった。ただ、これも細かいことを見ていくと前回時点では上期の設備投資が非常に高い伸びである一方、下期はほとんど伸びないという数字になっていた訳だが、今回は上期が幾分下方修正され、下期が上方修正されるという感じで、ある種設備投資が後ずれしているという姿かと思う。これはご記憶のとおりここ2~3年のパターンになっていて、恐らく、例えば製造業大企業の16%などという設備投資の伸びは着地ではこれよりは最後が低くなる可能性があって、それがまた2006年度にずれ込んでいく。その結果として、緩やかではあるが設備投資の持続性は高いといった姿になりそうだなという感じを思わせるような動きが既に見られたということである。ただ今お配りした(追加図表)をご覧頂きたいと思う。図表17の〈先行指標等〉の資本財出荷をまずご覧頂きたい。資本財出荷は8月も増加して、この結果7~8月の4~6月対比が+2.3%と第2四半期に続いてしっかりした伸びになっている。勿論中身を見ると輸出ではないかと思われる大物が幾つも入っているので、国内投資がここまで伸びているかどうかよく分からないが、いずれにしても資本財出荷は増加基調を維持している。そうしたもとで〈先行指標等〉である。先程、機械受注の8月の数字をご覧頂いたとおり、単月で前月比が+8.2%の増加。この結果、7~8月で4~6月対比+4.4%とここ2四半期位極く緩やかな伸びだったのだが、それに比べて少しはっきりとした伸びになっている。中身をご覧頂いても4~6月にかなり伸びた製造業が極く緩やかに増加している一方で、4~6月は少し弱かった非製造業のところでもまああの伸びになっているという姿である。建築着工床面積に関しては、このところ7~8月は4~6月対比で若干の減少にはなっているが、それまでかなりの高い伸びを維持していたので、図表19をご覧頂くと、(1)機械受注はこのところ、機械受注にしては随分安定的に着実に増えているという感じ。一方、(2)建築着工床面積については、振れを伴いながらも均してみれば増加傾向にある。このようにご覧頂ければと思う。

(参考計表) 図表 21 をご覧頂きたい。個人消費関係である。ただ今申し上げたように、設備投資は相変わらず順調な数字が出ている訳だが、個人消費について見ると、この夏場の数字はややこれまでの好調との関連で反動が出ているという感じである。一個一個ご説明しないが、縦にご覧頂くと、ほとんどの統計で直近月は若干のプラスが出ている。例えば車であれば9月はプラスであるし、家電とか百貨店、スーパーは大体8月はプラスになっているが、7月の落ち込みが結構大きいので、7~8月、あるいは7~9月で均してみるとほとんどのところでこの三角カッコが若干のマイナスになっているということかと思っている。この結果、小売業販売額でご覧頂いても1~3月は+1.4%、4~6月は+1.8%と随分順調に増えた後、7~8月の4~6月対比-1.5%と、このような感じである。家計調査についてもやはり弱い数字が出ており、この段階ではまだ勤労者世帯しかないが、その後出た全世帯をご紹介すると、8月の前月比が4.7%の増加で、7~8月の4~6月対比が-2.3%ということである。こちらもこれまでの好調の反動、あるいは若干のサンプル要因ということもあるかと思うが、そういった動きになっている。この結果、図表 24 でいつもご覧頂いている(1) 販売統計合成指数、あるいは(2) 消費財総供給辺りは、足許7~8月のところで落ちるような感じになっている。ただし、こういった統計ではカバーされていないサービス関係の動きは実は比較的しっかりしていて、直近、今現在の数字を7~8月で見るとCCI——ここでご覧頂いているのは少し古い数字なのだが——、あるいは先程見てきた内閣府の消費総合指数も、大体7~8月の4~6月対比横這いという感じで、確かにこれまでの勢いはないが大きく反動減になっている訳でもなさそうな感じである。図表 27 は住宅投資である。住宅投資は長いことほとんど振れなかったし、実際、ほとんど横這いと申し上げて良かったと思うが、どうも足許の数字を見ると横這いよりは少し強そうな感じになっている。ご承知のように7~8月の着工戸数は平均で130万戸台になっているということで、これまでの110万戸台後半ないし120万戸に比べると少し水準が上がっている感じがしている。(1)のグラフでご覧頂くとおり持ち家は決

してそんなに上がっている訳ではない。むしろ、貸家と分譲、この2種類がそこそこ上がっていて、全体として足許幾分増加しているかなという感じである。その背景にはご承知のとおりのような不動産価格の状況、あるいは金融環境等がなにがしか住宅着工に対してもプラス要因に働きつつあるのかもしれないと思っている。

図表 28 は生産である。鉱工業生産は 8 月は増加したが、まだ 7~8 月の段階では 4~6 月対比微減にとどまっている。ただし、9 月の予測指数がかなりの増加になっているので、恐らくは 7~9 月で括ってみると 1%弱位の増加になると思っている。前々から申し上げているような鋼船、あるいは医薬品の振れを均してみると全体として 1%弱程度の増加が続いていると考えている。出荷についても、恐らくは 9 月までいけば少し増加になってくると思っている。問題は在庫であり、ご覧のとおり 8 月も前月比で見て 1%増えており、在庫は絶対水準はそんなに高くないのだが、幾分増えているというような感じになっている。図表 31、在庫循環の絵をもう一度ご覧頂きたいと思う。(1) 鉱工業全体で見ると現在はほぼ Y 軸の上にいる。先月時点は 7 月で少し日数要因があったために出荷の前年比がマイナスになっていたが、今回は出荷の前年比はちょうどゼロ位。恐らく 9 月の数字まで入ると、もう少しこれがより右の方へ移って全体としては第一象限に戻ってくる。ただし、恐らくは 45 度線よりは少し上にいるという状況になるかと思う。先月もそういうふうに申し上げたが、多分そうなるであろうと思っている。こうしたことの動きの背景だが、やはりポイントは (5)、(6) の二つであり、一方は (5) 電子部品・デバイス。これはご覧のとおり今度 8 月の数字まで入って、はっきりと 45 度線を跨いだ。恐らく 9 月にはもう少し右の方へ移っていくという感じであり、在庫循環的には明らかに調整一巡によって、生産・出荷が増えるという形になっている。その一方で (6) その他生産財については、ご覧のとおり出荷の前年比がゼロ近傍の中で在庫が少し高い水準にあるということであり、恐らく、個々には例えば紙であるとか、あるいは汎用鋼材であるとか、色々なところで若干の在庫の積み上がりがある。先般も短観の時に申し上げたと

おり、短観をご覧頂いても在庫判断とか、あるいは業況判断等にも幾分素材の方において悪化要因として働いていたということをご承知のとおりである。ただ、同時に前から素材の在庫調整というのはそんなに重いものではないということも申し上げたと思うが、これも短観の在庫判断の水準をご覧頂いても10幾つなどという過剰であり、これは過去在庫調整局面の40とか、そういったレベルと比べると比較的軽微な在庫の積み上がりである。とは言え、恐らくあと何か月かはこれが生産の増加に対して若干抑制的に働いてくる。このようにご覧頂ければと思っている。

図表32に移り、雇用情勢である。雇用に関しては、有効求人倍率は、今月は0.97と横這いだが、着実に上昇している。新規求人についても、先月は日数要因で少し減っていたが、今月は逆にそのリバウンドがあって増えているということで、均してご覧頂ければ新規求人も着実な増加を続けているということかと思っている。〈労働力調査〉においても完全失業率は4.3%、前月比0.1%の低下。これも振れは伴っているが、緩やかな改善基調にあるとご覧頂ければと思っている。雇用者数は、せっかく良い位かなと思ったらまた伸び率が下がってしまい、どうしても雇用者数の前年比は上がったたり下がったりするのだが、私共としては0.5%アラウンドで推移しているのではないかと取り敢えず思っている。実際、〈毎月勤労統計〉をご覧頂いても、こちらは非常に安定的に前年比0.5%位で常用雇用者数が増えている。今月は少し問題なのは賃金のところであり、ご覧のとおり特別給与が6月、7月と順調だったのだが、8月は前年比-27.6%ということで結構大きなマイナスになってしまった。この結果、図表37(2)でご覧頂くと、6~8月の賞与の前年比は+1.5%であり、去年の冬のボーナス+1.8%と同じ位になってしまったということである。恐らくは例年、8月の特別賞与はこれは結構大幅に上方修正される癖があるので、我々としては何とか+2%位にあって欲しいと取り敢えず期待しているが、果たしてそうなるか否かという感じである。図表34をご覧頂きたい。短観の雇用判断等については先般も申し上げたとおり、足許で大体過剰感がほぼ払拭。先行きについては幾分なりとも不足方向に向かっていく、このよ

うな感触になっている。

最後に物価関係について申し上げたいと思う。図表 39 である。海外商品市況については先程お話しがあったとおり、原油価格に関しては 8 月末、9 月初に時間外で WTI で 70 ドルを付けた後、足許、どちらかと言うと幾分原油価格については低下気味ということである。説明については先程あったように備蓄の話、及び原油価格が上がると世界景気が減速してしまうという一種の自動安定化効果的なことがマーケットでは言われているということである。ただし、(3) の非鉄の相場をご覧頂くと銅はまだ上がっていて、アルミは大したことはないのだが、他にも亜鉛だの何だのが相当上がっている。景気との連動性という点では原油以上に非鉄がよく言われるので、本当に世界景気の減速なのか、それともどういう要因が働いているのか少しまだ読み取りにくい。そういう意味では国際商品市況は取り敢えず原油が頭打ちだが、まだ先行きどちらへ転がっていくか予断を許さないと取り敢えず思っている。そうしたもとで国内の需給環境を確認しておくと、図表 41 (1) にあるように設備判断 D. I. と雇用判断 D. I. の加重平均だが、これについては設備判断も雇用判断もほぼゼロであるから、加重平均してもゼロというのは当たり前でそういう状況。そういう意味ではこれで、ある種の短観版の需給ギャップみたいなものがバブル崩壊の直後に供給超過になってから 10 何年間続いた後、足許はほぼ需給均衡といったところに短観の姿ではなっているということである。そうしたもとで図表 43、国内企業物価であるが、(1) 前年比でご覧頂いても、(2) 3 か月前比でご覧頂いても少し振れている。これは前から申し上げているように、原油価格が上がってみたり下がってみたりしているために、その入着の関係で原油価格から一月、二月位遅れる感じで国内の物価が動いているということである。従って、例えば 3 か月前比でみると足許 0.5% の上昇であり、恐らく 9 月位はもう少し上昇幅が拡大していくが、逆にそこから先は原油相場次第で頭打ちになるのかどうなのか、まだ少しその辺は予断を許さないとということである。最後に消費者物価である。消費者物価については図表 47 をご覧頂きたいと思う。皆さんご承知のとおり

8月の全国の消費者物価前年比は、除く生鮮で-0.1%であった。ここにご覧頂いたとおり7月に比べて8月は、石油製品の上昇寄与が拡大したことによって前年比のマイナス幅が縮小したということである。ただ、ご覧頂くとお分かりのとおり、特殊要因を除いたのは足許のところほぼゼロで推移している。ご覧のとおり前年比-0.1%になってみたりゼロになってみたりしているが、グラフをご覧頂ければこれは四捨五入の関係であって基本的にゼロで推移している。これは過去何年間かの動きをご覧頂くと、あるいはご記憶を思い出して頂くとお分かりのとおり、時々スッと上がってみてまた何か月間足踏みするというのが癖であり、そういう意味では去年の終わりから今年の春先に掛けて一回スッと上がった後、足許はやや足踏みをしている状況かと思っている。流れとしてみれば需給ギャップが縮小していくもとでは、方向としては恐らくこれは少しずつ上の方へくと思うが、それがいつ上がって、いつ休むかはなかなか分からない。実際、過去の動きも必ずしも踊り場局面だと横這ったという訳でもなく、均してみれば上がっていくが、それはいつ上がるかよく分からないという状況なので、先行きについても恐らくは少しずつ上がっていく方向なのだろうが、それは何月位からどうこうということはなかなか言えないということである。そうしたもとで、ご承知のとおり特殊要因については10月、11月と米の価格のマイナス幅が縮小し、それから電気・電話料金のマイナス幅が縮小してくるので、恐らく10月ないし11月、現時点では私共は米が比較的豊作なので前年比がプラスになるのは11月かと思っているが、その辺はまだ先程申し上げたように、そもそも除く特殊要因のところはどう動くか分からないので、その界限で少しプラスになり、年初にはもう少しはっきりとしたプラスになっていくと、このように思っている。最後に図表49に地価があるが、地価についてはここでは<都道府県地価調査>、基準地価と言われているものが発表されており、ご承知のとおりこうした東京圏、大阪圏という見方で見るとまだマイナスが残っているが、要するに東京23区といったところであれば徐々に前年比僅かではあるがプラスになったということはご存知のとおりだと思っている。

ということで、今月は特に何か纏める必要もあまりないかと思う。まさに短観が素直に現わっていたように、別に踊り場を通り過ぎたからといって目立った加速感が生まれているということではない。ただ、同時に幅広い分野で着実な改善が続いているということが短観及び各種統計でも確認されたと、このように理解している。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけお伺いしたい。国内企業物価指数のうち石油関連を除くと上昇率というのはどの位だと考えれば良いのか。

早川調査統計局長

それは例えば3か月前比で見ると比較的簡単であり、例えば図表43の点々のところ。

岩田副総裁

0.1%位か。残りは、石油だと考えて宜しいのか。

早川調査統計局長

然り。少しだけ非鉄が入っているが基本的には石油だと考えて頂ければ良いので、点々の分が要するに石油が稼いでいる分である。月報の図表26(1)というのは前年比であるので、これをご覧頂くとお分かりのとおり、上昇寄与は石油関係とその他の素材とで大体半々である。ただし、機械類がコンスタントにマイナスに寄与しているので、恐らく石油関係を抜くと前年比の上昇幅はこれで見ると…。

岩田副総裁

1%位か。

早川調査統計局長

1%弱。1%はない。寄与度で石油関係が1.2と幾つあるので、それ以外を見ると0. …。

岩田副総裁

0.9%位か。

早川調査統計局長

どちらにしてもご覧頂くとおり、大体素材関係と原油で半々位上げていて、しかし一方で機械類が常にコンスタントにマイナス方向に引っ張っていて、こういうバランスで前年比1.幾つという数字になる。

岩田副総裁

需要段階別で見ると、素原材料の方はまだマイナスである。中間財はプラスなのにこれはなぜか。

早川調査統計局長

それは素原材料はこれは恐らく3か月前比で見ると二つあって、恐らく原油価格は足許のところでは少しプラスになっていると思うのだが、3か月前も結構高かったものだからあまり大きなプラス寄与になっていない一方で、多分、スクラップなどが下がっていてそれで少しマイナスになっている。

門間調査統計局参事役

そもそもこれは国内需要財ではなく、国内財だけなので原油は入っていない。ウエイトは、非常に素原料は低くて23しかないのだが、ほとんど



がスクラップになる。

早川調査統計局長

然り。国内財であった。失礼した。

岩田副総裁

消費者物価指数は石油製品が今 0.39%程度の押し上げ要因になっているのだが、これは原油価格がもうこれ以上上がらなくなるとゼロになっていく訳だな。

早川調査統計局長

然り。CPIについては、もう何回も申し上げているとおりに特殊要因みたいなものが大体ゼロで、同時に除いたのがゼロで、石油が0.4%押し上げてその他が0.5%押し下げて、それで-0.1%になっている訳である。であるから目先は今の原油相場でいくと石油の上昇寄与はそのまま割りとキープされる中で、マイナス寄与の方が取れていくので目先は数字が上がってくるということである。恐らくはそういうことになると思うが、先程繰り返し申し上げたとおりに、「除く」といったものが休むと数か月休むので、本当にいつ位から動き出すかというのはこれはなかなかよく分からない。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

お手許にいつものように資料-5(参考計表・その2)があると思う。それに即してご説明したいと思う。まず図表1でクレジット関連指標であ

る。貸出とCPの9月分の数字は13日に公表予定であるので、ここに掲げているグラフは8月分までの計数である。一応復習も兼ねて確認をしておこうということである。まず(1)は民間銀行貸出の推移である。折れ線グラフが全体である。8月はご承知のとおり前年比+0.2%で久方振りに水面上に顔を出した訳である。都市再生機構向けの貸出という特殊な要因が効いているということはあるが、この折れ線グラフを辿って頂ければお分かりのとおり、マイナス幅の圧縮ペース自体は着実に続いているということであるし、ややここにきて加速感が出ているということも基本的な流れとしてはそう理解して良いのだろうと思う。そうした中で借入主体別の動きであるが、これまでご説明してきたとおり、注目点は灰色の棒グラフの部分である。企業向けの前年比マイナス幅が縮小してきており、これが全体に大きく寄与している。そうした中で(2)民間部門の総資金調達がどうなっているかということである。これについては8月の前年比は-1.1%になった訳であり、これもマイナス幅が縮小するという傾向を辿ってきている。特に借入のマイナス幅が縮まっているし、このところの動きを見ると、CP市場での調達や社債市場での調達の寄与が小さな動きとはいえ少しずつプラス方向に効くという感じになってきている。民間部門の総資金調達のグラフを見る限り、企業の資金調達手段は多様化してきている。そういう流れが見て取れるというのが8月までの動きである。そういう中でこの先は資本市場調達絡みの計表の説明が暫く続く。まず、図表2は(1)CPの発行スプレッドである。これについては従来からご説明しているとおり、相対的に信用度の劣るところについても低位安定という状況であり、発行環境は極めて良好ということで基本的に変化はない。それから(2)は社債だが、これについても一高一低はあるが、基調としてはA格まで含めて発行スプレッドは非常に落ち着いており、発行環境は良好ということである。そうした中で国内の公募社債の発行額がどうかというのが図表3である。(3)でご覧のとおり9月については期末要因ということもあり、4,300億円と8月に比べ発行量は少し減っている。ただ、7~9月という形で均してみると5,000億円弱ということであり、かなりの

発行ペースが維持されているという状況である。その中でもBBB格は相対的に信用度の低いところになるが、9月は1,750億円であり少し発行が増えてきている。特に大口先の特殊な動きがあった訳ではない。7~9月を均してみても1,200億円弱であり第1四半期、第2四半期に比べ発行量の増加が少し目に付く。国内公募社債についてはネット償還超、残高寄与ではマイナスということがずっと言われてきた訳だが、(4)のグラフをご覧頂きたい。棒グラフが償還額であり、折れ線グラフが発行額である。直近の7~9月——これは四半期ベースのグラフだが——については、発行が償還を久方振りに上回るというような状況になってきている。こうした中で図表4の社債の発行残高であるが、9月は国内発行分を中心にして前年比+2.2%である。7月が+1%程度、8月も+1%強ということであったから、それとの対比では少し伸び率を高めてきている。先程申し上げたように国内の公募社債がネット発行超になっていることが効いているということである。次にエクイティファイナンスの状況はどうかというのが(6)である。9月については転換社債は期末要因もあって2,000億円少しの発行額である。四半期ベースで見ると、第3四半期は1,000億円強の発行額であり、発行ペースが特に高まっているということではない。ただ、9月の特徴点ということで申し上げておくと、海外の発行環境は引き続き良くないが、国内では設備関係の資金需要が少し出てきており、その関係で第三者割当ての転社発行が見られたようである。それから増資については、9月もしっかりしたペースが続いているという状況である。図表5は企業から見た金融機関の貸出態度判断であるが、(1)短観の結果は大企業、中小企業いずれから見ても金融機関の貸出態度は緩和方向に振れている。大企業については24%ポイントで前回対比小幅の改善にとどまっているが、トレンドとしてはこのところの改善傾向が続いている。中小企業についても状況は同じである。(2)中小公庫の調査結果が出ており、9月は47.0%ポイントである。8月も47%ポイント弱であったから、かなり高い水準にまで緩和的に金融機関の貸出態度を見るようになっている。このグラフ自体は月毎の数字を追い掛けているが、7~9月という形で均

してみると46%ポイント強であり、4~6月が41%ポイント弱であったから、少し跳ね上がるような形で企業の金融機関に対する見方が緩和方向に振れている。次に図表6、企業の資金繰り感だが、(1)が短観の結果である。大企業は行ったり来たりの感じはあるが、9月は20%ポイントである。遡ると1990年の上期頃のレベルに匹敵するということであり、「楽である」という感じはかなり強くなっている。中小企業についてはなお水面下だが-3%ポイントであり、このレベルも1991年頃の水準に相当するものであり、資金繰り感としては「楽である」という方向にかなり振れてきている。(2)中小公庫・商工中金の調査結果も出ている。グラフでは非常に分かりにくいのだが、大雑把に言ってしまうと、商工中金の結果も中小公庫の結果もともに資金繰りの緩和感が非常に広がるという状況になっている。特に四半期で括ってみると、中小公庫については4~6月の-2%ポイント程度に対して7~9月は-0.6%ポイントであり、企業の資金繰り感は緩和方向に振れてきている。商工中金も同じような感じであり、4~6月に比べると7~9月の資金繰りの緩和感はかなり広がりを見せてきているように見られる。図表7だが、(1)マネタリーベースについては9月の前年比は+1.7%である。日銀当預が極く小幅のマイナスにとどまり、これが寄与する形で伸び率は8月対比拡大している。7~9月均してみると+1.4%であるので、4~6月に比べるとプラス幅が圧縮されているという姿である。内訳を見てみると銀行券の前年比が+2.6%である。去年は郵貯のミニ大量満期があり、郵便局が現金を厚めに保有したということがあった。今年はその裏が出るということで伸び率が縮まっている面もあるようだ。7~9月も+3.1%であり、4~6月に比べるとプラス幅が縮まっている。銀行券について——いつもお示ししているものだが——、(2)をご覧頂くと、直近の7日間の移動平均は+2.9%である。最終的にどう着地するかははっきりしないが、取り敢えず+2%台半ば、あるいは+2%台の後半といった感じでみている。9月の+2.6%と大体同じような線で10月は着地するのではないか。ただし、11月については、昨年改刷があったのでその裏が出るということになるから、伸び率は縮小するということに

なろうかと思っている。(3) マネーサプライについてはまだ数字が出ていない。ただ、10～12月の見通しについて一言だけ申し上げておけば、7～9月並の1%台の前年比ということで今のところ考えている。以上が数字の説明である。今回は貸出、CP、マネーサプライの新しい計数がまだ出ていない。数か月前までと比較して最近の変化を総括すると、まず、全体としての企業金融を巡る環境は緩和感がさらに拡大してきている。そういう中で銀行の貸出姿勢を見てみると、先程もご説明したようにかなり前のめりの感じが企業から見ても窺える状況になってきている。また、投資家のCP・社債市場における投資態度を見てもかなり積極的である。他方で企業の資金繰りだが、キャッシュ・フローの好調が続くもとの、資金需要自体は、設備資金需要にしても、運転資金需要にしてもジワジワと増えてきている。これに対して企業は、金融機関が貸出に前のめりであることを捉えて借入で応じてみたり、あるいはCP・社債の発行調達で応じてみたりという形で、調達手段の多様化を図りながら必要な資金を調達しているという状況になっている。そうした中で金利やスプレッドを見てみると引き続き弱含みとなっているし、信用スプレッド等もおお低位安定といった状況が続いている。私からの説明は以上である。

福井議長

何かご質問があればどうぞ。

福間委員

今の社債のところであるが、8月、9月が微妙に増えているのは金利観からか。

山口企画局長

多少金利観も効いているのだろうと思う。それから、条件的には貸出が概して有利なのだが、社債の発行条件の方がむしろ有利だといったこともチラホラ出てきているようであり、貸出市場と資本市場間で裁定がか

なり行われるようになってきている。

福井議長

他に宜しいか。それでは本日の議事は全て終了した。明日は午前9時に再開するので宜しくお願いする。いつも申し上げているが決定会合への信認確保の観点から皆様方くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上である。閉会する。

(15時52分中断、12日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合、今日は第二日目であるが開会をする。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議を経て、議決に移りたいと思う。なおその後、金融経済月報、それから議事要旨等の検討と採決ないし承認というように移りたいと思う。政府の方から、財務省上田副大臣にお越し頂いた。宜しくお願いする。内閣府は齋藤大臣官房審議官である。宜しくお願いする。毎回申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提にご発言頂ければと思う。早速であるが議事に移りたいと思う。まず、この金融経済情勢の討議であるが、議論の前提として、前以ってお配りしている金融経済月報の案について執行部から簡単にご説明をお願いしたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

#### 門間調査統計局参事役

それでは横長の大きな紙でご説明申し上げる。右肩に差し替えと書いてあるバージョンでご説明する。宜しいか。それではまず現状の冒頭表現であるが、前月「わが国の景気は、回復を続けている。」というシンプルな表現にした。その後一か月間の指標は、前月の見方を素直に裏付けるものが

多かったと認識しているので、今月変えるべき理由は基本的にはないと考えていて、「わが国の景気は、回復を続けている。」ということである。それから各論であるが、細かな点で三点ばかり変更点がある。まず、輸出であるが、8月の数字が入って足許幾分増加がはっきりしてきたので、前月までのように「緩やかながら」と敢えて言う必要はないと考えていて、「輸出は緩やかな増加を続けており、」とストレートフォワードな表現に改めている。それから短観が入ったので、「企業収益が高水準で推移し、」の後になるが「業況感にも小幅の改善がみられる」という表現を挿入している。それから三点目は住宅投資であるが、長らく「横ばい圏内で推移しており、」と申し上げてきたが、足許の変化を反映させて「このところ増加の動きがみられる。」と今月は改めている。以上が現状であって、次に先行きになるが、先行きも基本的な見方の変更はない。先行きについても「景気は回復を続けていくとみられる。」ということである。細かな点での変更が二点ばかりある。まず最初の輸出のところであるが、輸出は前月までは「伸びは次第に高まっていくとみられる。」と書いていたが、足許7、8月で前期比+2.5%とある程度伸びが高まってきた。従って、今月は先行きについては、「輸出は増加を続けていくとみられる。」ということである。それからそのパラグラフの下の方で、生産のところであるが、前月は「生産も増加基調をたどるとみられる。」の前に「IT関連分野の調整一巡を背景に、」という文言が入っていたが、今月はそれを落としている。これは、足許IT調整は既に一巡しているという判断があること、それからITの調整によって生産が一番増えるのは実は足許8月、9月位であって、先行きは必ずしもIT一辺倒ではないということであるので、この表現を落とした。単純に「こうした内外需要の増加を背景に、生産も増加基調をたどるとみられる。」ということである。次に物価であるが、物価はご覧のように現状、先行きとも変更点はない。最初お配りしたバージョンでは、消費者物価の先行きのところで「米価格のマイナス寄与が剥落していく」というところを「縮小していく」というように書いていたかと思うが、それは米の作柄が今年は割と良いということで、場合によっては「剥落」まで

は行ききらないかもしれないと思ったので、「縮小」に一旦したが、非常に小さな話であって、そこまで取えて書く程のことでもない、取えて前月から変更する程のことでもないというふうに思い直し、この文案で本日はご提案させて頂きたいと考えている。实体经济は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面であるが、短観等の指標が出たが実態的な判断には一切変更は必要ないという判断をしている。細かい数字のところの改訂が二点あって、一つはマネタリーベースについて前月までは「前年比1%程度」としていたところを「前年比1%台」それから銀行券発行残高の伸び率について「3%程度」から「2%台」に変えている。いずれも数字の変更である。最後に為替資本市場であるが、「前月と比べ、長期金利および株価は上昇」それから「円の対ドル相場は下落」としている。因みに、前回9月7、8日の決定会合時の相場であるが、為替は110円前後、それから株価は12,000円台の半ば、長期金利は1.3%台の前半であった。従って、為替は4円位の円安、それから株は約1,000円上がっている。それから長期金利は0.2%程度の上昇ということであるので、今日多少動いてもこのまま維持できるかなと思っている。以上である。

#### 福井議長

内容、文章については後でまた議論に戻りたいと思うが、取り敢えず今の説明についてご質問があったらどうぞ。宜しいか。

#### 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

#### 福井議長

それでは金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。最初に各委員方からご意見を表明して頂きたいと思うが、お一方大体5分ずつということをお願いする。時々、時間厳守ということをお願いしているが、申し上



げて暫く経つと少し乱れる傾向がある。ここは一つ、今回もう一度言わせて頂く。順番は、西村委員、中原委員、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員の順でお願いする。最初に西村委員からお願いする。

#### 西村委員

足許の情勢判断という点では、現状認識、先行きとも、総体として調査統計局、国際局の判断は妥当なものであると考える。景気の感覚を良く伝える景気ウォッチャー調査が昨日発表されたが、それとも整合的であると考えている。従って、時間を無駄に使わないように重複を避けて、以下では二つの論点のみに絞って意見を述べたい。

第一点は米国景気であり、原油高、ハリケーンの影響で不確実性が増大している中で、特に住宅市場の動向に注意を要するという点である。昨日の報告で若干の変調についての言及があったので、特に留意したいと思う。全体像を掴むのが非常に難しいのであるが、最近になる程自己居住用住宅購入代金に占める総借入の比率が高くなっているように見える。ある調査によれば、今年5月までの借入件数60万件のうち約4割近くが購入金額の95%以上を借入れているということである。こうした動きの背景には、いわゆるピギーバック・ローンの増加等、金融市場の新しい様々な商品開発とそれに基づく積極的な与信があると思われる。これがなかなか崩れないブームを作るとともに将来の調整の難しさを招いているように思う。何らかの調整はどこかの時点で不可避のように思えるが、調整が起こる場合にはさらに情勢判断で慎重さが要求されると思う。なぜなら住宅市場のいわゆるバブルの崩壊は株式市場でしばしば見られるような劇的な下落の形を取るとは必ずしも言えないからである。従って、変調に対する対処が遅れる可能性にも留意しなければいけないと思う。実際、1990年代の日本の不動産価格下落は1年間に数分の1に下落するという劇的なものではなく、10年間の長い時間を掛けたものであった。例えば、ここからあまり遠くない神田では、取引価格ベースで見て1990年の高値から

2000年のほぼ底値まで大体1/10になっているが、この間実に10年間の時間を掛けている。不動産市場の流動性の性格から不動産市場では、バブルの形成は目に見える——つまり買い上がっているということは分かる——が、その崩壊がしばしば隠れてしまう、塩漬けになっているということがしばしばあるからである。

第二の点は、現在の状態がデフレかどうか、どう判断するかという点である。デフレという言葉程、定義が曖昧に使われている言葉は最近に例を見ないので、まずそれを明確にしてから私のポイントをお話ししたいと思う。ここでは明確かつ単純に集計された消費財、サービス価格指数の変化率がマイナスの状態、とデフレを定義する。この定義に異論を唱える向きはないと思う。ここで集計された消費財、サービス価格指数の変化率というのは、平均的な家計、つまり代表的家計が所与の満足水準、つまり効用水準を達成するために、財、サービスに支出した額がどれだけ変化したかを示す。最近、一部の新聞報道に「GDPデフレータの対前年同期比が-1%近くであるからデフレが続いている」というような議論が散見されるが、これは以下の意味で不正確かつ不十分な議論である。第一に、GDPデフレータはそもそも家計の購入する消費財、サービスの価格指数ではない。民間投資、政府支出、そして純輸出を含む。従って、本来は家計消費支出デフレータを見なければいけない。GDPデフレータは、2005年4~6月は-0.9%の下落ではあるが、家計支出デフレータは-0.4%の低下でしかない。第二に、そもそも家計消費支出デフレータを使ったとしても、家計消費支出デフレータには下方バイアスがあるということが正確に認識されていない。家計消費支出デフレータはパーシェ型の価格指数であり、パーシェ型価格指数は必ずパーシェ型効用不変物価指数よりは小さく出る。つまり下方バイアスがある。従って、家計消費支出デフレータが下がっていたとしても真の集計された消費財、サービス価格指数が下がっている、つまりデフレである、と即断はできない訳である。第三に、消費デフレータ、そしてGDPデフレータはパーシェ指数であるのが特徴であるので、価格下落の激しいIT財の付加価値生産や家計消費が相対的に増加

すると、この二つのデフレータの下落率は拡大する、つまり実質付加価値生産、実質消費は増大するという傾向がある。そのため、そのようなテクニカルな問題のないCPIとの下落率との差は、逆に拡大する。今般まさにこの状態が起こったというように考えられる。以上、GDPデフレータでデフレを測る問題点の一部を明らかにしたが、今後こうした誤解を解く努力が必要であると考えます。以上である。

福井議長

続いて中原委員から願います。

中原委員

前回会合以降発表された経済指標は、総じて緩やかな回復基調を裏付けるというものだったと思う。内需のうち、設備投資の足取りの確かさについては、GDP確報や短観、昨日の機械受注等で改めて裏付けられたとみている。短観のDIは市場予想比下振れたが、予想レンジの範囲内。先行きについて慎重さは残しつつも大企業の収益・設備投資計画が強いのはこのところの短観のパターンでもあり、景気回復基調の持続性にとっては好材料だと思う。もっとも、中小企業のDI改善が大企業を上回っているという点は、やや景気が成熟期に入り始めていることを物語るのかもしれない。短観における中小企業の業況感、商工中金や中小企業金融公庫の状況調査と整合的であるが、より零細企業を対象とする国民金融公庫の調査では、なお水準が低いようである。企業の構造的な二極化現象は静かに進行していると思われる。先日発表の鉱工業生産統計では、電子部品・デバイスや電気機械などIT関連の生産予測の改善が目立ったが、中国向け輸出の回復の動き、あるいは世界半導体出荷やアジア向け航空貨物輸送実績がプラスに転じているというような一連の動きと整合的である。もっとも、季節的にクリスマスに向けた在庫積み増し予想に支えられた期待感先行の面もあると思うので、今後の外需、特に米国の景気動向に応じて振らされる可能性はあると思う。消費については春先までの底堅さにやや翳り

が見られる。好調な株価による資産効果もあると思うが、第3四半期のGDPにおける消費は減速するとみている。いずれにせよ、内需は当面好調、今後の問題は来年度に掛けての持続性をどう判断するかだと思うが、デフレの脱却には現在の回復ペースがあと数四半期は続く必要があると思う。この点についての現在の最大の不透明要因は海外要因であるとみている。

金融引締め方向にあるNIEs、ASEAN、政治的な空白のドイツや構造問題を抱え、低成長のもとでインフレ警戒感を強める欧州、オイルマネーのバブル状況にある中東などの懸念材料は色々あるが、日本にとっての問題はやはり原油やその製品価格の高騰下における中国、米国の先行きと思う。中国経済については、すっかりノーランディングとの認識が定着したようであるが、最近の重慶での暴動に見るまでもなく、社会のテンションは高まっている訳であり、人民元の問題もむしろ舞台は経済面から外交、政治面に移っている中、市場メカニズムの働きにくい強権的なマクロコントロールのもとで高成長路線を志向する中国の先行きについては、むしろイベント・リスク化しており、極めて読みにくい状況である。これまで経済の歪み拡大を景気の過熱リスクとして捉えてきたが、むしろ最近の生産力拡大と輸出ドライブの動きを見ていると、先行きはむしろデフレ圧力増大のリスクをみておくべきかもしれないと思い始めている。海外環境の中で当面の最大の不透明要因は米国経済であると思うが、昨日の堀井国際局長の米国経済に関する見方については、先行きの不透明感を打出されていたが、同感である。住宅関連指標にやや翳りが見られ始めており、また消費もガソリン価格の影響が出始めているとみるべきであろう。これから始まるサンクスギビングとクリスマス商戦の動向を注視したい。企業部門の指標は区々。昨日の非農業部門雇用者数はマイナスながら予想を大幅に上回るものであったが、ハリケーンの雇用面への影響はむしろこれから時間を掛けて出てくるとみている。エネルギー価格の上昇が、大手航空会社のチャプターイレブンに続き、自動車産業にも影響を及ぼし始めており、先週の大手自動車部品メーカーの倒産など企業コンフィデンス面

での悪材料が続くそうである。エネルギー価格の上昇と冬場に向けての供給不安は、今後操業度やコスト面から企業収益への圧迫要因となり兼ねない。当面、第3四半期、第4四半期の米国景気は、減速は避けられないと思う。先行きのシナリオとしてハリケーンの影響は一時的、復興需要で来年第1四半期から景気はリバウンドという見方が一般的なようであるが、最悪のシナリオであるソフトパッチ下で物価が上昇するスタグフレーション的な状況や逆に復興需要が住宅バブルを加速するという見方もあながち否定はできない。ただし、いずれも蓋然性が低いように思う。このところFedによるインフレに対する警戒感発言が続いているが、Fedの最も恐れるシナリオはハリケーン被害復興による財政赤字の増大、ドル安、期待インフレ率の急上昇、長期金利の上昇、住宅バブルの崩壊、消費の冷え込みというシナリオであろうかと思う。その意味で、Fedは結局インフレに対する懸念の声を高めつつ、それを理由に「メジャーペースでの金利引き上げ」を続ける姿勢を崩さないことが、ドルを高めに、長期金利を低めに維持するための選択肢として認識しているのではないか。今後、グリーンズパン議長の任期満了というある種のイベント・リスクのもとで、「メジャーペースでの金利引き上げ」という政策スタンスの変更のタイミングと方向の変化が、最大の不透明要因でありリスク要因となってきた感じがある。米国経済は実体経済と言うより市場面から発生するリスク要因に注意するべきかと思う。市場についてはこの後の政策のところで若干コメントしたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降、明らかになった経済指標を見ると、短観は踊り場脱却からの回復はゆっくりで、息の長い景気回復が続くという見通しに沿ったものであった。輸出については、中国向けの輸出や情報関連財の輸出の持ち

直しの動きが見られた。生産面でも I T 関連分野の調整一巡が確認された。また、夏場に反動減が出ていた個人消費も改善が見られ、自動車販売も持ち直している。加えて、夏季賞与の増加や、高い企業収益と人手不足が先行き見込まれることから、足許・先行きともに所得の緩やかな増加が想定できるうえ、消費者マインドも堅調で、夏場の個人消費の弱さは一時的な振れである可能性が高まっている。また、短観を見ると、素材業種や中小企業の弱いところに、原油高等の上昇の影響が出ているが、総じて見れば引き続き企業の設備投資意欲が強いほか、企業収益は好調を維持しており、これまでの原油高の高騰を企業が吸収している姿が見てとれる。また、東京 23 区の地価は 15 年振りに前年比プラスとなり、全国でも地価の下げ幅が縮小している。短観の土地投資の大幅上方修正から、土地取引が増大していることも窺えるほか、住宅投資にも増加の動きが見られる。以上のように、景気回復シナリオの変更を迫られるような内需発の下振れリスクについては今のところ特に見当たらない。下振れリスクは主として海外要因であって、供給制約が加味された原油高とその影響を大きく受ける海外経済が最も気になるところである。特に気になるのは米国と中国であるが、中国の景気指標は足許良いものが多く、経済の先行き懸念が高まっているということではないので、以下では米国のみを取り上げたいと思う。

米国については、二つのハリケーンの襲来がエネルギー関連施設に大きな被害をもたらし、完全復旧までの期間については不確実性が高いとのことであるが、原油価格については原油備蓄の放出等もあり、どんどん上昇するという状況ではないし、米国のガソリン需要も減少しており、需給の逼迫感は後退している。また、先日の雇用統計では、雇用者の減少は市場予想程ではなく、米労働省によればハリケーン・カトリーナの影響を除くと過去 12 か月のトレンドに沿った動きとのことである。もっとも、原油価格にせよ、雇用統計にせよ、振れの大きいものであるため、足許の状況だけで被害の程度を簡単に判断できない。

こうした中、先行きを考えるうえで私が特に注視している点は以下の二つである。

まず、ハリケーンの被害の影響であるが、これはガソリン価格の高騰等を通じて家計支出やコンフィデンス等の一部の経済指標に悪影響を及ぼし始めている。また、冬場の需要期を控えヒーティング・オイルや天然ガスの高騰は米国家計を圧迫し、消費者マインドをさらに悪化させる可能性がある。今後は下振れた消費者マインドが改善するかどうか、11月から始まるクリスマス商戦で確認していきたいと思う。復興需要への期待は強いものの、仮にクリスマス商戦が盛り上がらないようであれば、漸く在庫調整から抜け出したIT関連分野が再び調整局面入りしかねないだけに我が国の景気にとっても重要だと思っている。また、米国株価の動きからは企業業績に対する懸念も窺われる。米国におけるもう一つの問題は、インフレ懸念の高まりによる金利上昇である。実際にインフレ懸念がどの程度高まっているのか、現時点では判断できないが、Fedがインフレ懸念の高まりを懸念して利上げを続行することについては、米国内のコンセンサスとなっている。昨日、堀井国際局長から住宅価格について、潮の目の変化の芽となり得る動きが見られるとの指摘があったが、仮に米国の長期金利が大きく上昇すると住宅価格に大幅な調整が生じ、個人消費に悪影響を及ぼすであろう。また、米国のこれまでの緩和的な政策を受け、資金がエマージング市場に流れていただけに、米国の金利上昇が本格化すれば、巻き戻しは避けられない。エマージング市場を含めて今後の金融市場の動向を注意してみていきたいと思う。

最後に物価について、ここでは除く生鮮食品の消費者物価についてのみ取り上げるが、特殊要因を控除すれば足許上昇率はゼロとなっている。先行き特殊要因のうち、物価押し下げ要因は剥落して、押し上げ要因である石油製品価格要因だけが残ると想定しているが、原油価格自体は今後どのような動きを想定すれば良いのか、今のところ私は判断しかねている。それだけにこういった特殊要因を除いた物価の実力を意識しておくことが必要である。これについては、短観によると、人手不足感は特に非製造業で顕著であって、今後も強まるとのことであるし、サービス業の時間当たり所定内給与も上昇に転じているので、サービスの価格が上昇しやすい環

境にあるように思う。また、短観結果から求めた需給ギャップは解消しているが、それが消費者物価の上昇にどう結び付くのか、弾性値がこれまでよりは上昇する可能性もある。また、ユニット・レーバー・コストは下げ止まりつつある。従って、物価の上昇圧力は今後もジリジリと高まっていくと思うが、ただ昨日の早川調査統計局長の説明にもあったように、物価の先行きについてはピンポイントで正しく予想することは不可能である。従って、これからも予断を持たずに物価動向と物価決定要因の動きをしっかりと見ていきたいと思う。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

我が国経済は、企業部門が主として牽引役となって内外需のバランスの取れた回復が続いている。足許の中国向け実質輸出が回復基調にあることは勇気付けられる。日銀短観では、全体的に6月調査からは大きな変化はなかったが、原油価格高騰に対する経済、企業の抵抗力の強さが読み取れた。また、バブル期を上回る売上高経常利益率、堅調な設備投資計画、労働需給の引締めなど、派手さはないが持続力は高い景気回復という日本銀行の基本シナリオに沿った内容であった。業況判断DIは市場予想を下回ったが、株価上昇やボードメンバーの発言で金利先高観が高まっていたタイミングでの公表だったため、むしろ市場の過熱感を迎えるのに役立ち、個人的にはほっとした。地方では地価が依然として下落しているものの、都心部では高級オフィスビルやマンション需要の高まりが地価の底入れを促している。東京都の地価が低下から上昇に転じた背景には、賃料収入を裏付けに有するノンリコースローンやリートなどの金融手法の多様化、不動産ファンド、複雑な投資ファンド等による土地買収、銀行による不動産向け融資の積極化も寄与している。資産バブル崩壊後10年以上に亘る景気の低迷の主因は、資産デフレによって金融機関が巨額の不良債権



処理を迫られたためである。最近の株価上昇と地価の底入れ感によって漸く資産デフレからの脱却は展望できるようになった。景気の先行きについては、基本的に民間内需が主導する回復が続き、輸出及び生産の増加、その回復のモメンタムを後押しするシナリオを想定している。そのシナリオを点検するうえで個人的には企業部門の好調さが労働需給の改善を通じて家計の向上、所得の増加に繋がり、個人消費を下支えする展開が持続するかどうか、輸出・生産の増加テンポが速まるか、売上高経常利益率の上昇が続くかどうか、について注目している。内閣府によると今年度の残りの3四半期の実質GDPの前期比伸び率がゼロであっても、今年度全体の实質GDPは前年度比+2%になる。我が国経済は2003年度+2%、2004年度+1.9%に続いて、3年連続で潜在成長を上回る成長を達成する蓋然性は高いと思う。それに加えエコノミストは2005年度、2006年度の実質成長率見通しを上方修正し始めていて、中には今年度+2.5%~+3%、来年度+2%~+2.5%という強気な見方も出てきている。派手さはないが持続的な景気回復と資産デフレからの脱却は経済と金融システムの正常化の目途が立ちつつあることを意味している。我が国経済はもはやデフレと言うよりも民間需要にリードされた新しいフェーズに入ったという楽観的な見方をしても良いように思う。日本銀行は10年超に亘り超低金利を続けてきたが、経済と金融システムの正常化を概ね達成した現在、中長期的にみた物価の安定化を維持するために金融政策の正常化を進める局面に入ったと思う。ただし、量的緩和解除を含めた正常化のペースは3条件を機械的ではなく、十分に客観情勢を織り込んだ文字通り総合的な判断で行うという非常に慎重なもので良いのかと思っている。金融調節のラウンドをやや先取りしたが、これ以上は後で述べさせて頂く。一方、金融市場を見ると、特に株式市場では最近主要国の株価は堅調であるにもかかわらず、長期金利が安定しているという理想的な状況が続いている。マーケットではこうしたユーフォリアがいつまで続くのか、米国でミニスタグフレーション的な様相が一時的にせよ見えた場合、株価は素直に反応して調整を受ける一方、債券相場は株価下落にもかかわらず買われないのでな

いかなど、警戒感を持っている市場参加者も少なくない。このような慎重論が存在することは、金融市場が健全であり、当面の株価がバブル的な様相を見せて上昇する可能性は低いというように思う。先日、中国出張に行かせて頂いたが、政策当局者はマクロコントロールについては、成功したのではないかと自信を深めていることを印象として持った。それから米国についてであるが、一番大きな問題は家計の債務の問題だと思う。そういう意味では長期金利の急上昇、ただし、これは10年債で5%を遥かに越えるような上昇にならない限りあまり大きな懸念にはならないのではないかと思う。一部の委員の方とは違くと若干思うが。海外経済については、勿論懸念がないという訳ではないが、それ程ハイライトしなければならないリスク要因というふうには個人的には思っていない。以上である。

福井議長

春委員からお願いします。

春委員

前回会合以降の動きを見ると、まず海外については、米国は原油高の継続やハリケーンの影響から、消費関連を中心に弱めの指標が続いた。また、生産面でも8月のIIPが7月に続き横這いの動きにとどまったほか、雇用面でもハリケーン以降、新規失業保険申請件数は大幅に増加し、9月の雇用者数は小幅ながら減少に転じた。見方は分かれているが、住宅投資はなお底堅く推移しており、今後出てくる復興需要を考えればハリケーンの影響は一時的との見方が支配的で、今のところ減速が長期化する可能性は低いとみて良いように思う。ブルーチップのGDPに関する10月のコンセンサス予想も、2005年度は9月予想比横這いの+3.5%、2006年度は9月予想比0.1%ポイント上昇の+3.3%と、いずれも堅調な予想になっている。昨日は米国経済に変調の予兆が出ている可能性があるとの説明を頂いたが、原油高の動向やその影響は、一部地域で上昇が加速している住宅価格の動向と合わせて、引き続き警戒が必要と思われる。今週から始ま

る大手企業の決算発表にも注目したい。

中国では固定資産投資が引き続き高めの伸びを続けており、国内向け輸入も復調しつつある。基本的に拡大継続とみて良いと思うが、原油高の影響や人民元の動きなど注視していきたい。

こうした中で、原油価格はハリケーン・リタの襲来で再び強含む局面もあったが、I E Aの戦略原油備蓄協調放出の効果や足許ではガソリン需要抑制の兆しが出ていることなどもあって、WT Iで60ドル台前半の水準まで低下している。この間、中東やブラジル、インドネシアなどで原油や天然ガスの開発プロジェクトが次々とスタートしているほか、各国、特にアジア諸国で省エネや補助金中止による小売価格引き上げなどの需要抑制策、さらには天然ガスや原子力などへの転換の動きも広がっている。こうした動きは供給サイド、需要サイド、それぞれに価格メカニズムによる自動調整機能が働き始めているものとして評価できると思うが、基本的な原油高要因が継続する中で原油価格の高止まり状況が継続する可能性は否定できないので、日本経済への直接的影響は然程ないとしても、引き続き最大のリスク要因として警戒的に見ていくことが必要と思う。

一方、国内では個人消費に幾分反動減が見られているが、全体的に好調な指標が目立っている。8月の実質輸出は、伸び悩んでいた中国向けが持ち直して、全体でも緩やかな増加となったほか、鉱工業生産も電子部品・デバイスの増加を主因に2か月振りに前月比増加に転じた。注目されていた電子部品・デバイスの在庫循環も漸く45度線を越えて在庫調整が完了したようである。8月の機械受注も製造業、非製造業とも明確に増加した。雇用関係の指標も改善傾向が続いており、大手人材派遣会社が主力の一般事務職の派遣料金を4月に続き10月にも引き上げるなど、人材派遣市場も売手市場に転換しつつあるとみられている。住宅投資も8月の住宅着工が分譲・貸家の好調により、7月に続いて高めの水準となり、このところ持ち直している。9月下旬実施の景気ウォッチャー調査も旅行や高価格家電製品需要の堅調さなどによって、現状判断D Iが5か月連続、先行き判断D Iは6か月連続で横這いを示す50を上回り、それぞれ前月比上昇し

た。9月短観では、原油高にもかかわらず業況判断DIが小幅ながら改善し、三つの過剰の調整が進捗した企業経営者の間で、慎重さの中に景気は緩やかに回復しているとの見方が広がっていることが確認された。また、企業収益が引き続き増益基調を維持しており、設備投資も増加傾向にあることが確認できた。景気変動に敏感な中小製造業の設備投資も概ね例年通りのパターンで上方修正されてきており、大企業との格差はあるが、今回の景気回復は中小企業への裾野の広がりを着実に伴いつつ続いていることが見て取れると思う。

この間、4~6月のGDP二次速報が発表されて、設備投資と在庫投資の上振れを主因に大幅に上方修正された。やや、でき過ぎで、7~9月に反動が出るかもしれないとのことであるが、踊り場脱却を明確に裏付けたものと評価できると思う。また、8月分の景気動向指数も先行指数、一致指数、遅行指数のいずれも7月分の50%割れから大幅に改善した。8月分がプラス化した多くの項目は7月分だけマイナスとなった項目で、7月分の悪化が一時的だった可能性が高いことを示しているほか、先行指数のうちで鉱工業生産財在庫率指数が9か月振り、日経商品指数42種が10か月振りにプラス化している。

物価面では8月のCPIコアは小幅マイナスの状態が続いているが、10月以降年末に掛けて、石油製品価格の上昇が続く一方、米価格や電気料金の前年比マイナスが縮小するので、前年比プラスに転じる可能性が高いと思う。

マーケットでは景気回復期待から株価が上昇傾向を辿って、4年半振りとなる13,000円の水準に乗せた。総選挙の結果を受けた構造改革の進展期待もあって外国人の買いが継続しているほか、個人による株式投資が活発化しており、9月の東証1部、一日当たりの平均売買代金は初めて2兆円を超えた。PERやPBRなどバリュエーション指標から見て、日本株の出遅れ感も解消されていることから、先行きの株価は基本的に業績期待で動くと思うが、これまでの上昇は企業や消費者マインドに好影響を与えている。

景気判断については、国内経済は原油価格や海外経済などの不透明要因を抱えつつも、これまでの見通しに沿って回復を続けていると考えられる。今月の基本的見解についても、先程の説明のとおり、先行きを含めて基本的に9月の判断を継続し、輸出や住宅投資に若干前向きな表現を加えることが良いと思う。

もう一点だけコメントすると、7月1日時点の基準地価は全国平均で前年比-4.2%と前年に比べ下落幅が1.0%ポイント縮小した。また、東京23区では住宅地、商業地、それぞれ上昇して、いずれも15年振りのプラスとなった。公示地価や路線価などでも見られた都心部を中心とする地価の下げ止まり傾向が今回も確認できた。このところ増加の動きのある住宅着工や9月短観で大幅に上方修正された土地投資などに加えて、今後、企業や個人の投資や消費スタンスにどのような影響が及んでいくか見ていきたい。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

前回の会合では、我が国の景気が踊り場を脱却した後、緩やかながらも着実な回復を続けているという判断を共有した。今回の情勢判断では、こうした景気回復テンポや持続性に変化がないかを点検することがポイントであるかと思う。

まず、海外経済は引き続き米国や東アジアを中心に拡大しており、今後も潜在成長率近傍の景気拡大を続けるとみて良いと思う。米国では家計支出、設備投資が着実な増加を続ける中で生産は緩やかな増加傾向にあり、雇用環境も改善している。コアインフレ率は緩やかながらも着実な上昇傾向にある。ハリケーンの米国経済への影響は、その後の復興需要等も期待されることから一時的なものにとどまるという見方が強いようであるが、原油の生産精製設備の被害は大きく、また消費者コンフィデンス面

への影響も多少見られ始めていて、経済・物価両面の影響について引き続き目を離すことはできないように思う。東アジアを見るとNIEs、ASEAN諸国地域ではIT関連分野の調整がほぼ一巡する中で、多くの国で輸出を中心に緩やかな景気拡大が続いている。中国では内外需とも力強い拡大を続けており、伸び悩んでいた輸入も復調しつつある。こうしたもとで、我が国の輸出は緩やかな増加を続けている。8月は米国、NIEs、ASEAN向け輸出が増加を続けていることに加え、伸び悩んでいた中国向けの輸出も幅広い財で持ち直したことが注目される。米国経済にハリケーンの影響という不透明な要素が残っているほか、中国向け輸出の本格的な回復のタイミングにも不確実性が大きい訳であるが、基本的には海外経済が拡大を続けるもとで、我が国の輸出は増加を続けていくと予想される。

国内民間需要はしっかりとした動きが続いている。企業部門に関しては9月短観を見ると、企業の業況感は製造業、非製造業とも概ね横這いと、市場予想よりやや弱めであった。もっとも、原油価格の高騰を織り込んだ結果であること、また収益も大企業、中堅企業で上方修正され、全体でも好調が続くと予想されていることを踏まえると、底堅い結果と評価できるように思う。こうした企業収益の好調を背景に、今年度の設備投資計画も大企業製造業が2004年度に続き二桁増の計画であるほか、中小企業も6月調査から上方修正されていて、全体として裾野を広げながら増加傾向が続いていることが確認された。好調な企業部門から家計部門への所得の波及もしっかりとってきている。雇用は短観の雇用判断が企業規模を問わず不足超に転ずる中で、雇用者数、賃金ともに増加している。8月の特別給与は前年比-28%と大幅に減少したが、6~8月の夏季賞与全体で見れば前年比+1.5%の増加となっている。こうした雇用賃金の動きを反映して雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きも高水準の企業収益が維持されるもとで、こうした増加が続く可能性が高いとみている。家計支出について見ると、個人消費は自動車販売、百貨店売上を始め、7月、8月の指標に6月までの好調の反動が見られている。もっとも、消費者コンフィデンスは引き続き高水準であるなど、個人消費を支える環境はしっか

りしていることから、消費は底堅く、先行きも着実な回復を続ける可能性が高いという基調判断に変化はない。このような需要動向のもとで生産は、7～9月が予測指数で見て前期比+0.7%、企業ヒアリングでも鋼船、医薬品を除いたベースで+1.0%程度増加する見込みであり、振れを伴いつつも増加傾向にあると評価される。IT関連の生産も在庫調整の一巡から7～9月は増加に転じる見込みであり、調整一巡は生産面からも確認できた。在庫については、長い目でみれば低水準ながら素材関連が引き続き在庫調整局面にある。短観で見たこれら業種の在庫判断DIが小幅悪化であることもあり、軽度の調整にとどまっているとみられるが、引き続き注意が必要である。

以上の動きを纏めると、国内民間需要が好調を続けており、輸出も緩やかな増加を続けていることから、景気は回復を続けていることが確認された。また、こうした見通しに対するリスク要因、特に高騰を続ける原油価格の動向とその影響の確認も大事であると思う。前回の会合でも原油高が景気に与える影響は、これまでのところ過去に比べれば相対的に軽微であることや、その背景について議論が行われた。その後、情勢認識に大きな変化は生じていないと思うが、米国においてややインフレ方向のリスクが意識されつつあることなどもあり、引き続きインフレ予想に変化が生じないか、これが長期金利の上昇を招き、世界経済に悪影響を与えることにならないか、といった観点を中心に見ていく必要があると思う。

コアの消費者物価は、前年比小幅のマイナスが続いている。電気・電話料金や石油製品価格などの特殊要因を除いたベースでは、ゼロ近傍で推移している。先行きは米価格のマイナス寄与が剥落していくことや電気・電話料金引き下げの影響も弱まっていることを踏まえれば、年末に掛けて前年比で若干のプラスに転じていくと予想される。

こうした経済物価情勢を背景に地価にも変化が見られ始めており、本年7月時点の都道府県地価によると、三大都市圏の住宅地、商業地の下落幅が比較的はつきりと縮小しており、特に、東京23区の地価は1990年以来の前年比プラスとなった。また、地方圏でもマイナス幅が縮小していると

いうところである。私からは以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは三点程申し上げたいと思う。一つは石油関連、二番目はIT関連の話、三番目は日本の設備投資ということについてコメントしたいと思う。

最初に石油価格であるが、カトリーナ、リタの影響で、米国の年後半の成長率は0.5%から1.0%程度下押しされるのではないかと言われている。マクロエコノミック・アドバイザーの予測によると、第3四半期は本来4.6%成長するはずであったが1.25%落ちて、結果3.3%位ということで、今のブルーチップ予測に近いところまで下方修正されている。現状、石油精製能力110万バレルに相当する製油所の稼働が停止していると言われている。これには諸説があって、早くて9月末までには90%修復という報告もあったようであるが、昨日の堀井国際局長のお話しでは製油所についてはむしろまだ90%が修復していないということで、思ったよりも修復に時間が掛かっていると思う。それからメキシコ湾岸の石油生産施設については再開の見通しはあまり立っていない。さらに冬場に向けて灯油、暖房油などの需要期に入ること、さらにリタの後にハリケーンがまたくるかもしれないというリスク。もう一つの隠れたリスクは、アメリカの中間選挙が来年あるが、ブッシュ大統領がイラクに駐留し続けることに堪えられなくなり、中間選挙を前にしてイラクから撤退ということがあるとすると、イラクが内線状態になり、現在イラクは原油を150万バレル位輸出しているそうであるが、これが途切れてしまうというリスクもある。それらを考えると、やはり原油価格は上がる方向ではないかと思う。最近のブルームバーグの予測では、2005年の58ドルから2006年、2007年はそれぞれ64ドル、67ドルとなっている。私も上昇するリスクの方が高い



のではないかと考えている。そこでアメリカの金融政策がどうなるかであるが、FOMCのメンバーのご発言を伺っていると、どうやらインフレを懸念する向きが多い。一方で、短期の金利を上げても長期の金利はなかなか上がらないという現象が起こっている。これについて、金融政策が効かなくなってしまったと言う方もいるが、そうではない。例えば、2年物の金利に対する10年物の金利の感応性自体はあまり変わっておらず、タームプレミアムの分がドスンと落ちてしまった。従って、利上げを続けていけばいつかは10年物金利も上がる。だが、結果としては、今4%とか4.25%と言われている中立金利よりもさらに高いところまで金利を引き上げていくということが起こるかもしれない。そういうことをマーケットが意識した時に、住宅投資がどうなるか。グリーンSPAN議長ご自身の最近の推計によると、住宅資産の増加に伴ってキャッシュ・アウトした家計の資産額は6,000億ドルある。これは、税引き後の所得の6.9%に該当するので、これがなくなるとすると、消費にはかなりマイナスの影響が出ると思う。米国経済のリスクとしては、引締めが行き過ぎて住宅と消費が弱ってしまうというところにあるのではないかと考えている。

二点目はITであるが、8月の半導体販売額は全世界で前年比6%増となった。アジア諸国は22%増加ということで突出している。製品別に見ると、MPUが22%増加、NAND型フラッシュが8割増加ということである。DRAMの方は-6%と低調で、スポット価格はやや弱含みである。日本の半導体販売額は前年比-7%と低調で出遅れている。ただ、アメリカのハイテク部門の労働時間を3か月前比で見ると2割位増加と比較的堅調である。半導体製造装置のBBレシオも8月には3か月移動平均で1を上回るようになっている。そういうことで、IT生産については世界的にみて回復傾向と考えている。

三番目は設備投資である。まずその前に日銀短観の業況判断は、市場予想をやや下回った。企業マインドの上では回復加速という姿にならなかった。IT調整の終了後も緩やかな回復ではないかと私はずっと申し上げてきたが、大体そのとおりであったと思う。先行きの改善幅も横這いに近い

訳で、再浮上のモメンタムが十分でないという意味で、まだ横這い圏内だとおっしゃる方がいるが、そういう見方もあり得ると思う。ただ心強い点は、設備投資意欲が高いということである。製造業の設備の売却や滅失を固定資産残高で割り算したのを見ると、2004年に一度中休みしたのだが、最近また高まってきていて、ある推計によると製造業で9%まで上がっており、製造業のピンテージの若返りということが今も進行しているということだと思う。7~9月期のGDPについて、マーケットの予想は前期比年率で1.8%、前期比では0.4%程度となっている。第2四半期が前期比0.8%であったから、伸びが半減という予測である。内閣府の消費・設備投資の総合指数などを見ると、やや低調になる可能性がある。設備投資は恐らくプラスだと思うが、在庫の動き如何ではそこがキャンセルアウトされて純輸出だけ残ると、+0.2%位。ただ、+0.2%が今後2四半期続いたとしても、年度では2.3%成長するという姿になる。だが、2%半ばと言ってもGDPの成長率でみると前半が高めで後半がむしろ低めという、踊り場脱却のシナリオとはややちぐはぐな数字になるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いする。

福間委員

海外経済については、世界的な規模で景気が拡大しており、これを反映して原油を含む国際商品市況が昨夜も市場最高値で推移している。特に昨日は非鉄だけではなく食料・食品、食料原料、その辺が上がっていた。こうした中で、米国経済については、先般のハリケーンの影響が注目されているが、前回も述べたように今回のハリケーンはサプライショックとなった点では短期的な景気減速要因でもあり、一部石油関連製品、あるいは復興関連資材については、ボトルネックインフレの懸念を強めている。このうち景気の減速については、今月発表される景気・経済指標を見ないとそ

の程度を押し量れない部分もあるが、現段階では先行き見込まれる本格的な復興需要により、減速は一時的なものにとどまると予想される。ただ、デルタ航空等航空会社やデルファイの経営破綻に加え、チャプターイレブンの条件厳格化を控えた駆け込み適用が見られることや、コスト・プッシュ等により米国企業の業績に一部翳りが見られること、さらにはインフレ懸念を背景に金利も上昇していること等から、復興特需一巡後、米国経済が潜在成長率を上回るスピードに復するかどうかについては、注目されることである。一方、インフレ懸念については、9月のISM景気指数の仕入れ価格は大幅な上昇となったことやユニット・レーバー・コストが上昇基調にあること等を踏まえると、米国の物価動向とそれを受けた長期金利の動きには注意を要すると思う。この他、米国経済に関してはもう一つの焦点である、これは皆さんもお触れになったが、昨日も執行部からあったニューヨーク等一部の地域で住宅価格、特にアパートが下落し始めている点、今後も動向が注目される。以上の状況のもとで我が国の景気情勢については、引き続き内需と外需のバランスが取れた形で回復を続けている。9月短観では企業収益が堅調であること、設備投資も裾野に広がりが見られる。昨日の機械受注でも示されたように堅調に推移している。個人消費については、資産効果も手伝い、サービス支出を中心に底堅い動きが続いていること、さらには人手不足感が強まる中で、雇用者所得の改善が続いていること等が確認されている。このような回復メカニズムの定着により景気が底堅さを増し、外部ショックに対する抵抗力を付けつつあるだけに先行きについても米国経済のスローダウンが予想されるが、息の長い景気回復を続けていくと期待される。この間、輸出については、中国、その他アジア向けがIT在庫調整の一巡もあって再び増加しているほか、中東やアフリカへの工作産業機械、建設機械、プラント等の輸出も大幅に増加している。さらに一部大手自動車メーカーの外需向け生産能力が拡大されたこともあって、エネルギー効率の良いハイブリッド車等の北米向け輸出が増加していること等から、輸出全体としては引き続き増加を続けていくとみられる。物価面については、国内物価、エネルギー原材料価格の動

向を反映して上昇基調を続けると予想している。このところ素材の在庫増加が指摘されるが、汎用鋼板については減産を続けているほか、前回も述べたようにユーザー企業が品質の悪い中国製は購入しないなど、選別色を強めている。また、化学品についても先程述べたハリケーンの影響により、原料不足や設備稼働率の低下を背景に北米産の化学品がアジア市場に流入することが減少していること等から、これらの市況は逆に足許強含んでいる。ただし、素材の中でも紙パについては、在庫調整にある程度の時間を要する状況にある。一方、コア消費者物価についてはこれまでと同様、年末に掛けてプラスに転化すると予想している。金融面では9月短観の資金繰り判断DIや金融機関の貸出態度判断DIにも表われているように、企業金融は引き続き極めて緩和的な状態にある。こうした中で、マネーサプライが前年比1%台後半で推移していることについて、景気の伸び悩みを示すものとの指摘が聞かれる。しかし、その背景には、企業の間接金融から市場型間接金融や直接金融へのシフト、借入返済の継続、ペイオフ全面解禁前後から一段と鮮明になっている貯蓄から投資への流れ、さらには財政支出の縮小等の要因も働いており、景気の良し悪しを直接的に表わさなくなっている。このような現象は、1980年代初頭、いわゆる米国の金融革命時にも見られて、金融機関の伝統的な金融仲介機能に変化があった——あの時は特にMMFだったと思うが——、その時にも見られた。このように、このうち貯蓄から投資への流れについては、個人向け国債の販売が好調であるほか、401Kの普及拡大や個人投資家の増加等を背景にグローバルソブリン債やJ-REIT等、投資信託への資金流入も続いている。こうした資金の流れの変化を踏まえるとマネーの動向については広義流動性の動きも勘案しながら判断していく必要があるところである。この間、株式・債券市場では株価が上昇する一方で、長期金利も上昇するという展開になっている。その背景には、海外勢による株式先物買、債券先物売の動きもある。同様の動きは1994年にも見られたが、当時も現在と同様、主要先進国では景気は回復局面にあり、そのうち米国ではインフレを未然に防止するため、政策金利の引き上げが累次に亘って行われていた。

そうした過去の経験を踏まえると、我が国が今後とも長期金利の安定を維持するためにはインフレなき持続的な成長の基盤をより確かなものにする必要があると思う。そういう観点からみると、東証1部の売買高回転率は1980年代以降最高となり、信用取引も無期限信用の導入拡大も手伝って急増しているほか、不動産投資ファンドによるマンションの一棟買いも増え始めるなど、このところ一部の株式、不動産市場では、やや過大なリスクテイクと思われる動きが見られている。現段階でバブルが発生しているとまでは言えないが、インフレの先行き指標と言われる金をはじめとして、内外商品市況も全般的に上昇していることや、為替も円安気味に推移していることを合わせ考えると、物価動向についてはデフレからの脱却に着目するだけでなく、ただ今申したような動きにもフォローしていく必要があるのではないかと思う。以上である。

#### 福井議長

以上で一通りご意見を伺った訳である。今回はそれぞれ内外の経済について含んでいる問題点についてかなり細かくご指摘があって、総合してこれを判断していく必要があるという印象を受けたが、取り敢えず、私が拝聴したことを纏めてみると、国内については短観が出た訳であるが、これは事前の市場予想よりは少し弱かった。しかし、小幅の業況感の改善が見られたということで、石油価格のかなり大幅な上昇を織り込んだうえでの答えということを見ると、小幅改善であってもその背後に、日本で持続的な景気回復のメカニズムが次第にしっかり働いてきているということを見させるものであったのではないかということが共通の感触だったように思う。そして、実際に企業収益が原油価格上昇を吸収しながら好調を続けていて、それとの連関で設備投資が非常にしっかりしているし、その裾野も広がっているということだったと思う。かつ、企業マインドだけでなく、消費者マインドも比較的しっかりしており、雇用・所得環境の緩やかな改善と相俟って、消費が底堅さを維持している背景となっている。夏場の売上関連指標の若干の後退というのは、恐らく一時的なものではな

いかというのが共通の感触だったように思う。そうみた場合にリスクは専ら海外要因という感じになってくる訳であるが、石油価格の高騰、今後の持続性を前提に、米国経済、中国経済がどうなるとみるか。その辺をしっかりと見ていくということかと思う。米国については、私が拝聴したところはカトリーナ、リタという二つのハリケーンは、むしろ米国経済の持っている問題点を明確に浮き彫りにしたのではないかと。ガソリン価格の高騰などが直接、消費者マインドに多少の影響を与え、消費行動にも影響を与え始めている。一方、米国では原油だけではなくて、精製過程における供給能力に意外に制約が大きいということも明らかになって、こちらの面からはインフレ懸念が少し強まっている。これが、もし長期金利の上昇ということに繋がっていけば、住宅需要にかなり強い影響を及ぼし兼ねない。それから、押並べてコストアップということであるが、米国企業のコスト吸収能力というのがどれ位続くのか。若干の業績懸念というのは、その辺に関連して出てきているのではないかということである。米国経済について言えば、総じてこのハリケーンの影響がテンポラリーにとどまるのかどうか、一時的な下押しは免れないにしても再び潜在成長能力を若干上回るころの軌道へきちっと戻っていくかどうか、という点を判断していくべきだというお話だったと思う。中国の方は今日はあまり沢山話が出なかった訳であるが、様々な不安定要因を抱えていると、色々プリケアリアスな面が一杯あるのだろうということだが、結果としてはなお比較的高成長が綻びを見せないで続いていて、目先直ぐにまた綻びを見せるという感じでもなさそうだという点では、一致してきたように思う。物価の面では、前回の政策決定会合の時の判断とそう変わっていないということかと思うが、西村委員のご指摘にもあったように、ここから先は勿論、消費者物価指数の中身がどういうふうに出てくるかということを中心に判断していかなければいけないのが第一であるが、より広くデフレの終息の過程というものがどう進んでいくかという点ではCPI、デフレーター、その他非常に多くの指標を見ながらきちっと判断していかなければいけないだろうが、特にデフレーター等を見る場合には相当厳密な目でこれを見ていく必

要があるというお話があった。この点我々としてももっと勉強しながらきちんと我々が判断でき、かつ外の議論に対しても対抗していけるようにすべきだと思う。もう一つは、福間委員が最後におっしゃったし、不動産価格の動向の変化についてはその他の委員からも数人ご指摘を頂いた訳であるが、私自身も耳にするところではやはり都心部の不動産取引の一部について過熱感が明確に出ている。それから株式市場についても、特に信用取引の面で少し行き過ぎが始まっているのではないかという声は耳にする。こうした点も広い意味で物価動向を判断するうえで、きちんと認識を深めていかなければいけない点ではないかと。そして金融政策との関連ではマネーサプライの動向について、我々として物の考え方、整理はできているつもりであるが、色々な議論が出てくると思う。改めてこの考え方はボードメンバーできちんとシェアしていく必要があるのだろうと、こういう感じではなかったかと思う。

如何か。幾つかの論点があるが。この資産取引の過熱感というのは、今の段階でどれ位の温度感を持って考えておかなければいけないかという点の一つあるかと思う。確かに、相当注意しろという忠告を私には頂いている。そういう人もいるものであるから。

#### 福間委員

一つ難しいのは、大都市圏に集中しているということで、やはり温度が相当違う部分が地方にあるということ。その辺も勘案するとやはり地域を限定して言わないと、全体で言うとややこう…。

#### 福井議長

そこに混同が起こると。

#### 福間委員

然り。

### 福井議長

だから私がお答えする時は、必ずまず全国の話をして、それから東京についてそういう話があるがどれ位厳密に言い切れるものなのか。こういうストーリー展開にはしているのだが。

### 西村委員

東京の中のまた極く一部であるので、非常に恐いのは、言われているそういったバブル的な状況があたかも東京全体に広がっているとか、ある意味間違った情報が逆に煽るといようなことになるのが一番恐い。正確な情報をできるだけ早く出すというのが重要である。例えば、マンションの価格、中古の価格によると、最近は少し下がってきている。そういうことから考えれば、全般的に今そういうことが問題になる状況にはないが、明らかに極く一部に関しては、今も東京ではなくて地方であるが、地方でそういった数字が出ている。これは間違いなくて、それに対応するのは銀行の融資態度がかなり違ってきているといようなことが影響を及ぼしていることもまた確かなので、その辺のことに何らかの注意は常にしなければいけない。それから情報を出すというのはやはり重要である。

### 須田委員

一つ宜しいか。バブルかどうかという点であるが、昔から一部の案件——特に開発案件——についてかなり危ないという話を聞いていた。ただ、その点について確認すると、今は昔と違って収益還元法によりきちっと価格を設定しているため「大丈夫である」とおっしゃる方が多い。さらに、では「金利が上昇した場合はどうなるか」と質問すると、「それも大丈夫だ」といような返事が返ってくる。その辺について口ではそうおっしゃっているが、本当にそうなのかなと思っており、本当に大丈夫なのかなといところも少し気になるところである。



福井議長

それからデフレ脱却かどうかというこの一番のファンダメンタルズな判断と、日本銀行が約束している日本のコアCPIが安定的に0%以上になるという条件との連関というものをやはりきちんと世間の人にも理解しておいて頂く必要がある。我々はコアCPIが安定的に0%以上になったと政策委員会で確認できるようになれば、一つの通過点として異常な金融政策である量的緩和のフレームワークも修正すると、こういうことである。その時にはより根底的、実体的に全体のデフレ脱却のプロセスが確実に進んでいて、脱却できることに十分確信が持てるという判断を踏まえて、個別具体的なCPIを判断すると、こういうことである。世の中の全ての人がデフレ脱却したという時まで待つということではない訳なので、そのところが先程の西村委員がおっしゃった話ではないかと思う。

須田委員

そのことについて少し宜しいか。我々のコミットメントはあくまで消費者物価を用いているのであり、デフレの脱却ではない。デフレという言葉は、定義する人によって異なるので、デフレという言葉を使って議論してしまうのは問題である。私共は約束したとは思っていないが、世の中の人々は皆、政府・日銀一体となってデフレ脱却に努力するというような認識がある中で、日銀は自分の定義で言うデフレについて脱却したと言うと、その辺で議論がおかしくなってしまう。従って、我々はやはりデフレという言葉はあまり使わない方が良いのではないかと思う。消費者物価がやはり下がっているということだけ注目すべきである。デフレという言葉は多くの人が色々な定義で使っているため、それについて「こうである」、「ああである」と言っても、皆の理解を得るのは少し難しいなという部分もある。我々がこれから量的緩和を解除するとしても、全体としてのデフレ脱却のためには、やはり相当緩和的な状況を維持せざるを得ないというふうに私は思っている。日本銀行は、そういう感じでののだなということを知ってもらうためには、デフレという言葉の使い方について少し気を付け

る必要があると非常に強く感じている。

福井議長

然り。つい釣られて「デフレ」とこう答えがちになるのであるが、厳密に我々の定義するCPIで判断していく。しかも、それは一つの通過点であるので。

岩田副総裁

その点で少し宜しいか。コアのCPIで約束したので、それを政策変更の条件とするということはもう変わらないことだと思う。ただ、他の国を見ても、コアのCPIとかPCEと言う時に、普通は生鮮食品に加えてエネルギーも除いて他の制度的要因は入ったままというのが、アメリカとか、あるいはヨーロッパで使われている定義なので、そういうこともある程度は考えるべきだと思う。約束を変えるべきということではないが、本当にデフレを出たのかという実質的な判断をする時に、広い方々にきちっと理解して頂くためには、そういう点も考える必要がある。それから西村委員のおっしゃったパーシェ・バイアスとラスパイレス・バイアス、これは随分前から何遍も話していることであるが、CPIとデフレーターの方にバイアスがあるので、そういうことも考えながら、真の生計費指数がちゃんとプラスになっていくということが大事だと思っている。

福井議長

岩田副総裁のおっしゃったことをよく念頭に置きながら判断しなければいけないと思うが、ただ、私が最近国際会議に出た時に、コアCPIでみるか、ヘッドラインCPIでみるかという議論が再び起こっていた。まず、日本は入れていないのだが欧米は入れていると。入れていると言うか除いていると言った方が正確か。ただ、前の石油ショックの時はサプライサイドから起こったものだから、特殊要因として非常に明確にセパレートしたが、今回のオイル価格の上昇はディマンド・ドリブンの要素が強い。

そういう感じでいくと、ヘッドラインCPIがむしろインフレーション・エクスペクテーションに、より強い影響を与える可能性があるから、あまりこの両者をセパレートにみないで、コンバインしながらみた方が良いという議論も強まってきていた。そこで、その点も念頭に置きながらの方が良いのかなと思う。

#### 水野委員

もう少し言えば足許のインフレ率と言うよりも期待インフレ率を上げさせるということが必要である。それが将来のインフレを抑えるためにフォワード・ルッキングになるから、そういう意味では資産インフレや期待インフレ率で今国際会議で議論になっているのは、恐らくヘッドラインのインフレ率が上がるのが長期金利上昇、期待インフレ率の上昇ということだと思う。物価の議論というのはその時何が焦点になっているかというフェーズによって変わってくる。それから、展望レポートでもデフレという言葉を使っていないが、あのような形で総裁がおっしゃったように、デフレという言葉が日本銀行が積極的に使わない方が良いと私も思う。

#### 福井議長

然り。もう一つはマネーサプライの話で、この前も国会で質問を受けて、今福間委員がおっしゃったような内容で答弁したのであるが、やはり以前と随分違う。特に今の日本の状況は非常に違う。企業のまず資金調達スタンスが全く違って、間接金融一本やりの時代と同じ反応関数ではないということと、今度はお金を運用する方もマネーの定義の範囲外のところへの運用ということが将来の生活設計のうえで便利になってきているし、より好ましいということで大いに変わっているということ、それから政府自身が財政健全化を図っていて、マネーサプライと景気との関係を遮断しているのではないかと、こういう話である。これはきちんと政府にも分かってもらわなければいけない話だと思っている。

須田委員

マネーサプライの点については、私も金融政策運営方針のパートでお話ししようと思っていた。

福井議長

後でまた詳しくお願いします。

岩田副総裁

資産価格について少し一言宜しいか。私はオイルマネーがこのところ株式市場に影響を与えていて、場合によるとREITなどにもスピルオーバーしているという印象を持っている。石油の純輸出国 14 か国を採ると、経常収支黒字が 2004 年から 2005 年に掛けて——2005 年は石油価格に一定の前提を置いた予測ということになるが——2,269 億ドルから 4,871 億ドルと、2,600 億ドル位増えるとの予測がある。JPモルガンの予測では 2,000 億ドル位増えるそういうお金がグローバルに回っていて、しかも景気の局面から言うと、アメリカは金融政策が引締め方向であるし、ヨーロッパは今一つなので、アジア、あるいは日本にお金が向うということで、それでやはり株式市場に相当オイルマネーが入ってきていると思う。グローバル・インベスターのポートフォリオにおける標準ウエイトを見ると、日本の不動産は積み増しの方向と言われている。日本の株式と不動産は買いだということでグローバルに動いていると思う。それがやはり資産価格をやや強くしていて、株価について言うとPERでは既に他の先進国を少し上回っている。もっとも、PBRとか、キャッシュ・フローと資産の比率などで見ると、まだそれ程でもないという話もあって、そういう点から言うとオイルマネーが資産価格を押し上げる力が暫く働き続けると思う。

### 水野委員

アラブの大富豪などは1年ではなくて、3年、5年タームで考えるので、絶対に投資する先というのはある程度決まっています、絶対に世界中でなくなるもの、不動産、銀行、資源には投資すると言う。その銀行という中でも、日本の銀行株というのは少し狙われているのかもしれない。それから一番上がっている株式市場は、実はオイル産出国の市場である。その株が7割から8割ある。ホームバイアスが結構強いお金である。従って、オイルマネーが世界の資産を上げているというのは、多少言い過ぎかなという感じはするが、グローバルにマネーが移動している面はある。

### 福間委員

先程申し上げた株式の無期限信用取引は、インターネット取引を行っている証券会社がやっている訳であるが、やっている本人は「もう大変だ、皆流してしまっただけ。」と言う。流すというのは、そのまま信用を使ってしまっただけということである。「良いではないか。信用を使ったら貴方は儲かるのだから。」と言うと、今度は矛先がこちらに向いてきて、「金融を緩め過ぎるからだ。」と返してくる。私は、「貴方のところの商売が増えているではないか。」と言うのだが、インターネット取引の会社が意外にそういうことを言う。それは1社や2社ではない。金を貸して儲けているのが信用取引であるが、その人たちがややファイナンシャル・モラルが落ちてきているということを言っている。「これは貴方の内部的な管理がないのだ。」と言っているが、他人に責任を転嫁したい人がこちらの方に多少言ってきている。私が話したのは相当強気な人であるから、この辺がそういうことを言い出したというのは少し変化かなと思って聞いている。

### 福井議長

中国とアメリカを比べると、アメリカはハリケーンが特に問題点を浮き彫りにしたから、政策的にマネージャブルかどうかの判断が完全にはできないとはいえ、あるスコープでは問題への対応ができるのではないかと判

断できる。ただ、それで失敗した時には当然のことながら中国にも影響が及ぶ訳だが、むしろ中国自身の実態が見えないが故に、どこまでマネージャブルかということも非常に分かりにくいということがあると思う。先程、中原委員が何か中国はイベント・リスクがあるとおっしゃっていたが、あれは例えばどのようなことを念頭に…。

#### 中原委員

先行きが読めないというだけのことである。中国は今後インフレ過熱リスクが高まると思っていたのだが、このところどうもそうではないらしく、むしろ最近の生産力の急拡大を見ていると、デフレ・リスクの方が強いのではないかと思いはじめてきている。いずにしても、後はもう蓋が開くまで待つしかないと思っている。

#### 福井議長

供給過剰で。

#### 中原委員

然り。インフレが過熱するリスクが高いと言ってきたのだが、どうもそうではないのかもしれないと思いはじめている。

#### 須田委員

宜しいか。中国について気になるのは市場メカニズムが上手く機能しないということである。今おっしゃったように凄く供給過多のものと供給制約を受けているものが併存していることもあり、景気が強くなり過ぎれば原油価格が上がるという状況が起こり、反対に景気が悪くなれば今度は素材とかそういった供給が過剰な部分の相場が下がってしまう。それがまた日本の経済にも影響を与えているということである。このように市場メカニズムが上手く機能していないということと、実際に色々起こっていることが見えないということが両方相俟って、とても大きなリスク・ファク

ターであるというふうに私は感じている。

福井議長

市場メカニズムを敷いていない国というのは、外からも見えないし、尋ねて行ってみても、やはり分からないところがどうしても残る。

水野委員

政府関係者はマクロコントロールは成功したと言うが、中央政府は地方をコントロールできないと同じ人が言っている。金融政策の波及効果というのは我々とは全然違う。

福井議長

然り。

水野委員

金利が効いているとは、とてもまだ思えない。

福間委員

過剰生産はそのとおりだと思う。というのは、最近新聞でも言われているが、世界各地で貿易摩擦となっている。ブラジルとの間でも。もうとにかく余ったら輸出する訳であるから。

西村委員

あと中国のケースの場合、気を付けなければいけないのは、設備投資の質が違ってきている。普通、発展途上国に対する設備投資は当然であるが、一番余っている資源は何かと云ったら労働であるから、労働集約的な機械とかそういったものを輸入する訳であるが、中国の場合はそうではなくてハイエンドの機械を輸入する訳である。例えば、繊維とか紡績であれば一番無人化の進んだ機械を導入する。それをNASAが衛星で見たら分

かる位の大きさの巨大な工場を作るということが、あちこちかどうかは分からないが、そういうことが起きているとすると、要するに質の悪いものがフラッドするのではなくて、質の良いものがフラッドしてくる可能性がある訳である。これは未だかつてないプロスペクトなものであるから、これに対してどう対処するかということが今後我々はかなり真剣に考えなければいけない問題だと思う。恐らく今までに経験したことがない事態だというふうに思う。

福間委員

中国自体は一貫してそういう政策を採っている。中古を持ってきてはいけない、二流を持ってきてはいけない、こういう言い方をする。

福井議長

エコノミストの中には逆に行けという主張もある。むしろその方がバランスの取れた…。

福間委員

然り。

水野委員

しかも雇用を生み出す。

福井議長

宜しいか。まだ残りの議論、後半の政策に絡めてまたお願いしたいと思う。ここでブレイクにしたいと思う。



(10時28分中断、10時40分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。会議を再開する。次回政策決定会合までの金融政策の運営方針についてご議論頂きたいと思う。先程と同じ順番で同じく5分ずつでお願いしたい。西村委員から願います。

西村委員

足許の金融経済情勢は前回の想定の範囲内で推移しており、基調には変化が見られない。従って、次回までの金融政策運営方針は「なお書き」を含めて現状維持が適当であると考えている。ただ、二点程付け加えておきたい点がある。第一に、量的緩和解除の条件を満たす可能性が2006年度に掛けて高まっているということについては異論の余地はないが、解除の3条件については最初の2条件が満たされたとしても、機械的に量的緩和を解除するのではなく、2条件が満たされたその時点での状況において最善と思われる判断をするということであると理解している。ただ、マスコミ等ではさらにその先の政策についての予想が喧しいようである。既に政策決定会合の議論で公となっている内容の明確化や一般論としての考え方の積極的な情報発信というものは、極めて望ましいものというふう考える。しかし、今後の具体的な政策については、あくまでも政策決定会合での議論が先であり、政策決定者としては対外的には慎重な態度が必要であると考えている。特に現在をみると、まだ3条件が満たされる可能性が2006年度に掛けて高まってきたということに過ぎない。そうした状況で依然、不確定である3条件が満たされた時点の状況を押し量って、さらにその後のあり得る可能性を議論することは、私には仮定のうえで仮定の議論をするようなもので、そうした議論を外に向けて発信するのは金融政策に無用のノイズを与えて、あまり建設的であるとは思えない。第二の点だが、最近、新聞報道で時々耳にする「量的緩和解除後の新たな時間軸」という言葉について

である。これについては若干の違和感があることを指摘しておきたいと思う。量的緩和政策においては「消費者物価指数全国（除く生鮮食品）の対前年比上昇率が、安定的にゼロ以上となるまで新方式を継続する」と明確にしている。従って、将来のCPI変化率の予想によってこの政策が持続する期間の予想、つまり時間軸が伸びたり縮んだりするのがこの政策の特徴で、それによって長めの金利に影響を与えようとするのが、この時間軸効果であると理解している。そう考えると、時間軸というのはゼロ金利制約のもとでの量的緩和政策に固有のものであると私は理解する。従って、量的緩和解除後にはそうした時間軸はもはや存在しないと思う。量的緩和政策後は金利政策になると考えている。勿論、その場合も市場に無用なノイズを与えないような情報発信のフレームワークは当然必要である。それによって無用なボラティリティをなくし、長期のリスク・プレミアムを下げるといのように導くことも必要であると思う。しかしそれは市場がその機能を十分に果たす中で実現されるものであって、ゼロ金利制約のもとでの量的緩和の時間軸のように、中央銀行が自らの政策を特定の外的な指標にペッグすることによって施策の有効性を確保するという類のものではないと考える。もっとも、その「新たな時間軸」という言葉でこうした今までとは別の意味で使われているのであるならば、それはそれで構わないのだが、ただ、その場合には別の紛れのない言葉を使った方が良いのではないかと思っている。時間軸という言葉が特に外的な指標にペッグするような形で取られがちなので、その点について慎重な配慮が必要ではないかと考えている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

短期金融市場は総じて安定しており、当面市場に国内要因で大きなショックが加わることは考えにくい。市場は専ら量的緩和の解除に係わる

政策変更のタイミングと、その際の政策運営スタンスについて神経を尖らせている状況である。当面の調節方針は、「なお書き」を含めて現在の方針継続で宜しいと思う。

市場につき若干コメントする。長期国債市場、為替市場とも総じて安定的と判断している。株価も、個人金融資産のポートフォリオの変化等、リスク・アパタイトの多様化のもとで回転売買の動きが強まっている。持たざるリスクを回避するというスタンスで入ってきている海外投資家の動きもあって、ここにきてやや過熱感が出ている感じを受けている。もっとも、直近では低P E Rの物色志向など銘柄選別の循環相場に移りつつあるようだ。最近の証券界からの発信では、日本株のP E Rが海外市場に比べて高くなることを正当化する、ある意味ではバブル時代を思わせるような発言が見られることは気になるが、日本の期待成長率が米国に比べて高いものとは思われず、また、R O E等財務面でなお見劣りがする事実も考量すると、日本株の独歩高の状況は想定しにくいと思う。当面株価は高値揉み合いという動きかと思う。今後の市場を占ううえでは米国長期金利の先行きと、足許やや円安方向に流れている円相場の帰趨、特に今後円高方向への反転の動きが出るのかどうかについては注視していきたい。昨日も説明があったが、I M Mのネット・ショート・ポジションの積み上がりは、一方で巻き戻しのリスクも高まっていることでもある。長期金利については、実体経済の改善が続く中、量的緩和の具体的解除時期に関するボードメンバーの発言が続き、ややボラタイルな動きを見せているものの、今のところは多少レンジを切上げつつも、安定した値動きの範囲内とみて良いと思う。もっとも、量的緩和の解除時期にメディアも市場もやや異常にフォーカスしている感じが強い。3条件が充足されたか否かの判断に当たっては、市場との対話を通じて実体経済動向に対する認識を市場と中央銀行が共有していることが重要である。我々としてはそれを映し出す鏡としての市場のサインを十分に見極めることが求められていると思う。最近のように、量的緩和解除の具体的なタイミングにのみ異常な関心が高まるのは必ずしも好ましいことではないが、このような環境にあっては、その

背景にある景気・物価情勢に関する市場の見方がどうかということに注視し、それが一方に偏る場合には市場での行き過ぎた反応が顕現化しないように改めて市場との対話を通じて修正していくといったやりとりが必要ではないかと思う。その意味で今後の市場との対話は、これまでのように単にタイミングについての見方に限らず、その蓋然性も考慮しながら実現しなかった場合のリスクまでも勘案していかざるを得なくなっていくのではないか。今まで以上に肌理細かな対話のスタンスが求められているということであり、この点、今後も今まで以上に注意をしていきたいというふうに思っている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

まず、今9月期末の短期金融市場の動向だが、昨日の中曾金融市場局長の説明にあったように非常に落ち着いたものであった。なお、この間、大手行の資金運用意欲は強かったものの、それがどの程度なのか市場参加者には定かではなかった中で、期末越えの手形売出オペの落札レートが低めにとどまり、それがベンチマークとなったとのことであった。今回はオペによる情報発信が市場を落ち着かせるように機能したと言える。

オペ環境については、資金需給予想と長めのものに多少なりとも金利が付いている足許の短期金融市場の状況を勘案すると、当面、当座預金残高目標維持が困難化するようなことは考えにくいと思われる。先日行われた全店の手形買入オペは年度を跨がないオペでも札が集まることが確認できた。従って、今後も自然な金利形成を促すべくオペの短期化をできれば進めて頂きたいと思う。ただ、急速にオペ期間を短期化したり、エンドを年度内に集中させると量的緩和政策の解除について憶測を呼び、オペが望ましくない情報発信をしてしまう可能性がある。実際、その手形買入オペについては「エンド日近辺で政策変更があるのではないか」との思惑か

ら、一時的に売り材料視する動きも見られたとのことである。解除がほぼ織り込まれるまでは、無条件にオペを短期化することは難しいということだと思う。当面、オペ期間の短縮についてはこういった点にも考慮しつつ行って頂きたいと思う。なかなか難しいハンドリングをお願いするようだが、是非、執行部の皆様には頑張ってもらいたいと思う。

次にマネーサプライについて触れさせて頂く。先程の福間委員や福井議長と同じ話になるが、意見を述べておきたいと思う。足許マネーサプライは1%台半ばの伸びで推移している。先行きについては改刷の影響や金融機関の子会社の再編で預金残高が減少するといったことがあって、景気の回復が続いているもとでベースマネーやマネーサプライの伸び率が僅かだが下がる可能性があるが、そのように多少の伸び率の低下が生じたとしても、先日、総裁が国会で発言されたとおり「持続的な成長に向けた回復を続けていく」ということと両立し得ると思っている。近年、マネーサプライ(M2+CD)と名目経済成長率との関係は不安定化しており、1990年代後半以降、両者には強い逆相関があるとの分析も見られる。財政赤字の縮小、家計貯蓄の銀行預金からのシフト、財務重視といった企業行動の変化など、マネーサプライを減らす方向に働く要因は改革が進むもとでまだ存在し続けるので、名目経済成長率とマネーサプライの間の安定的な関係はなかなか取り戻せそうにもない。マネーの伸び率の大小をそのまま足許の金融緩和度合いの変化と結び付ける議論や名目成長率と関連付ける議論に対しては、金融緩和度合いは様々なマネーの動きを含め、幅広い観点からチェックする必要があること、全体的に金融緩和状況が維持されていることをしっかりと繰り返し説明していく必要があると思っている。

さて、最近、短期間の中に全ボードメンバーの情報発信があった。このことについて、あるボードメンバーが「場外乱闘である」と形容したと報じられている。「乱闘」かどうかは別として「場外」という点については考えさせられるところがある。今後、コアCPIが仮にプラス化した場合、市場参加者やマスコミは今以上に各ボードメンバーの発言等やその差に注目する可能性があると思う。また、今月末に展望レポートが出された

以降に同じような場外発言が続き、市場参加者やマスコミに意思統一ができていないと評されるようなことは避けた方が良いと思う。量的緩和政策解除へ向けて市場の混乱を回避するためにも、これに関わる議論は場内で行い、場外へはボードメンバーで合意した部分のみを発信するということが良いのではないかと考えている。量的緩和政策の解除が近づくにつれ、スクープ合戦の過熱が予想されるだけに、議事要旨の作り方も含め、これまでとは異なり慎重さが要求されるフェーズに入ってきたと考えている。解除が近づけば近づく程、情報発信についても辛抱強くなる必要があると思っている。

最後になったが当面の金融政策運営方針についてである。先程来申し上げているような足許の金融経済情勢を勘案すれば、コミットメントが達成される時期が近づきつつあると思う。そうした中で当座預金残高目標の引き下げを行うことは解除に向けた一歩と解釈され、「日本銀行は約束を守らなかった」と言われかねない。そうしたこともあって、市場機能の回復に多少なりとも配慮しつつ、当座預金残高目標を維持できる現状においては、約束を満たすまで粘り強く今のディレクティブを続けるのが望ましいように思っている。従って、次回決定会合までの金融政策運営方針は現状維持で良いと思う。なお、これまでも申し上げてきたとおり、先行きについては量的緩和政策の解除時期が後ずれするなど金利先高観・オペ環境が変化した場合にはコミットメントの達成前に当座預金残高目標の引き下げについて考えなければならない可能性も否定できないが、その場合は市場での受止められ方などを考慮すると、景気情勢を踏まえた注意深い検討が必要だと考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

当面の金融調節方針だが、25兆円～30兆円の当預残高引き下げ、それ

から「なお書き」は付けない案を引き続き提案する。その理由だが、金融機関の予備的需要が趨勢的に減退する中、量的緩和政策の持つ意味が次第にゼロ金利政策に近づいてきているとボードの見方が収斂されているが、巨額な当座預金残高目標を維持することによる金融緩和効果が小さくなってきたということである。それから二点目は量的緩和政策を将来解除する際に、市場の安定を図るうえでは量的緩和の3条件を達成した後の当預残高引き下げを短期間に集中させることなく、市場の実勢に合わせて修正に着手していくのが適当であるということも挙げておきたい。量的緩和解除前に当預残高を引き下げればプロアクティブな対応であると政策的な意味を誤解される惧れがあるというご批判を頂いた訳だが、量的緩和解除は時間の問題との見方が市場ではコンセンサスになってきた現在、もはやあまり強い反対理由にならないと思ってみている。一方、前回も指摘した当預残高目標の引き下げを先送りするコストは引き続き存在する。すなわち巨額な量の効果でターム物金利を抑制された金利機能が働かない異常な状況が続くこと、昨日の中曾金融市場局長の説明資料にもあったが、短期資金供給オペ残高の推移（期落ちのペース）の図表を見ると当預残高を所要残に近い水準に引き下げるまでには少なくとも3か月、場合によってはそれ以上掛かると思うが、時間を掛けなければならないと考えると、3条件達成後に引き下げ始めると、短期市場のボラティリティを著しく高めるリスクがあるということなのである。従って、市場実勢に合わせて当預残高を引き下げておくことは意味が益々出てきたのではないかと個人的には思っている。それから量的緩和の早期解除論が高まって以降、スワップ・スプレッドが拡大傾向にある。スワップ金利が先に上がっていくのは自然な姿ではあるが、それは偏に当預残高目標が30~35兆円という異常なと言うか巨額な水準にあるため、2年セクターまでの現物債の金利を量的緩和政策の量の効果によって上昇しにくくしているためである。量の効果による景気刺激効果は小さくなってきたかもしれないが、金利を押し下げる効果はまだまだ強いということだと思ふ。この間のボードメンバーからの情報発信は色々あった訳だが、メリットとしては

ボードメンバーの景気認識がほぼ一致しているということ、それから日本銀行の景気・物価見通しに沿った展開をすれば量的緩和の枠組み変更を来年前半にも行える可能性が出てきたということ、「解除など当分できない」と思っている方にとってウェイク・アップ・コールとして伝えられたということである。慌ててオーバーナイト金利を引き上げる必要性はないということも上手く伝えられたのではないかと思う。その意味では金融市場にそこを意識させる意味では一定の効果があったと思う。ただ、一方で須田委員がおっしゃられたことに加えて取えて言うと、コミットメントの効果を弱めて時間軸も非常に短くしてしまったということである。10年債利回りは今日もかなり上がってきているが過去の経験則——銀行勢はシェアしている見方だが——、1.5%~1.7%の水準を超えてくると一気に長期金利の調整幅が深くなるということがある。過去も2003年、2004年でも同じような状況が起きており、真空地帯に入ってきてしまうのである。であるから、皆さんと同じだが情報発信はここからは量的緩和の出口に近づいてくる程慎重にやっていくという必要があると思う。これは自分でも新しい話は何もしていないというところで縛っていくつもりである。それから本日の決定会合については以上だが、少し長めの金融政策運営について二つ問題提起をしたいと思う。一つ目は量的緩和政策の枠組みを変更する際、その後の金融調節全体の考え方を纏めて対外公表した方が良いということである。これはなぜかと言うと、当預残高目標を引き下げ始めると短期国債の買切りオペの減額に続いて、いずれは中長期国債買切りオペ、つまり輪番オペが減額されるのではないかという思惑が強まる可能性が高いためである。そういうことを含めてオペを全体としてどう考えるかという日本銀行の考え方を出した方が良いということである。第二点目は、量的緩和政策枠組み後の金融政策運営について、新たな時間軸というものではなくて、4月の展望レポートに記述されている「余裕をもって対応を進められる可能性が高い」ということを示すためにも、金融政策の正常化における基本的な考え方を示しておくというのは、意味があると思っている。タイミングについては皆さんの意見に従いたい。人民元改革にお



ける中国の為替政策の3原則ではないが、日本銀行が金融政策を正常化するプロセスにおける基本的な考え方を公表していくのも一案ではないかと思っている。例えば、ボードメンバーが今合意できる最大公約数的なものを考えてみると、恐らく規律性を持った政策にすること、それから漸進性、ゆっくりやること、それから透明性の高い政策を行うことではないか。この規律性、漸進性、透明性、の三つというのは恐らく皆さん合意できるのではないかと思う。若干、その三つについてコメントさせて頂くと、規律性とは市場規律、金利規律に配慮した平時の金融政策運営を行うことを意味する。また、量的緩和政策は金融システム不安やデフレ・スパイラルに陥る懸念に対応した異例な金融政策運営の枠組みであって、経済と金融システムの安定化の達成が確認された後は金融規律と市場規律を阻害する金融政策運営を行うべきではないという意味も込められている。次に漸進性だが、これは2005年4月の展望レポートで示した枠組み変更やその後の金融政策運営において基本的な考え方に変化がないことを意味する。展望レポートでは「余裕をもって対応を進められるという可能性が高い」と書いた訳だが、それに対応するものである。量的緩和を解除しても短期金利を性急に引き上げる必要はないという説明を言い換えたものとも言える。仮に多くのボードメンバーが想定されているように量的緩和の3条件を達成して、後から当預残高を引き下げられる場合には、金融政策の正常化を漸進的に行う姿勢をより見せた方が良くはないかと思う。そういうフレーズを使って、考え方の枠組みを対外的に言っていくということには意味があると思う。福間委員が今まで言われてきた漸進的なアプローチに比べて、3条件達成後に当預を引き下げるとボラティリティが高まりやすいと思う。従って、ポスト量的緩和の枠組みの基本的な考え方を示しておくことは必要性がかなり大きいと言える。最後に透明性だが、これは言わずもなだが、将来の金融政策において政策運営の機動性を損なわない範囲で予見性を与えることを意味する。量的緩和政策の出口プロセスで市場の期待を安定化させるために金融政策の透明性をしっかりと保っていくことが重要であることはボードメンバーで既に共有されているはずであ

る。長期金利をバランスさせるようリスク・プレミアムを大きくしないため、市場との対話をスムーズに行ううえでも重要だと思う。以上、二つのポイントは次回の決定会合で議論される展望レポートの内容を議論するうえでも深く関わってくると考えたので、改めて述べさせて頂いた。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」を含め現状維持として、潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当と考える。景気回復と量的緩和解除の期待を背景に、金融機関のオペに対する積極的な応札姿勢は前回会合以降も続いている。金融システム安定を背景とした金融機関の流動性資金需要の弱さは基調としては続いているとみられるが、景気回復期待を反映した金融機関の応札意欲の高まりがこの後どう推移していくのか、注意深く見ていくことが必要だと思う。こうした中、引き続き市場機能の維持に配慮しながら、当預残高目標の維持に努める調節をお願いしたい。

前回会合までもお二人の委員からご提案があり、ただ今も水野委員からご提案があった当預残高目標の引き下げについては、私としては引き続き選択肢の一つと認識しているが、当面、金融機関の資金需要や景気・物価の状況から、現状維持が適当と考える。

また、景気回復期待が高まり、コアCPI前年比も年末に掛けてプラスに転化する可能性が高まっていることを受けて、量的緩和政策解除の時期や段取りについてマスコミ等の関心が高まってきている。このところの一連のメッセージによって、量的緩和の解除は年度内の可能性も含めて来年度に掛けて実現していく可能性が高いこと、また、その際には一旦ゼロ金利に戻すことといった認識が広まっているように思える。現在、市場やマスコミの関心は「解除はいつか」という点に特に集中しているが、経済へ

の影響という意味でより重要なのは解除後の政策運営であり、この点は今月末の展望レポートに向けてしっかりと議論をする必要があるように思う。その際、その先の政策運営について、今も何人かの委員の方が触れられたが、より具体的な方向感を持つことと政策の柔軟性確保とのバランスをどう取るか非常に難しいことではあるが、十分ご相談をしたいと思う。

量的緩和政策導入後4年半、公定歩合を実質ゼロ金利と言われる0.5%に引き下げてから10年が経過し、市場も世の中も超金融緩和状態に慣れ切っていることを考えると、市場を混乱させることのないよう、解除が近づく程細心の注意が必要になってくるのではないかと思う。その意味で当然のことだが、展望レポートにはその時点におけるボードメンバーの共通認識をきちんと示したうえで、それが公表された後はできるだけそれを基本に発言していくという配慮が必要なのではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、「なお書き」を含めて現在の調節方針を続けることで良いと思う。消費者物価の前年比は、年末に掛けて若干のプラスに転じると見込まれるもとの、市場では量的緩和政策の解除時期を巡って急速に関心が高まっている。市場は様々な要因によって変化するために、先行き振れる可能性はあるが、これまでのところ来年前半頃の解除を織り込んだ形で金利が形成されつつあるように窺われる。ただ、既に何人かの委員が指摘されたが、市場の関心が解除の時期という点に集中し過ぎているところが多少気になるところである。量的緩和政策の枠組み変更の意味合いについてもきちんと理解を得るような情報発信をしていくことが大事ではないかと思う。現在の量的緩和政策の本質が少しずつ変わってきていることを前回の会合でも申し上げたが、十分説明し

ていくことが必要であると思う。消費者物価が前年比プラスに転化する可能性が高まるというもとの、量的緩和継続の約束に伴う時間軸効果が薄れていくことになる。一方、金融システムが安定する中で量的緩和政策の中心的な効果が金利チャネルを通じるものによって変わってきていると考えると、現在の量的緩和政策は次第に実質的には約束のないゼロ金利に移行しつつあるということだと思う。そういう現状認識であれば、仮に先行き量的緩和政策を解除するとしても基本的に政策の大きな転換を意味するものではないということをよく説明していくことが大切ではないかと思う。ただ、そのうえで解除、あるいは解除後のイメージがどういうものかということとは当然関心があるところであり、枠組み変更後の政策運営について適切な情報発信を行っていくことも必要であると思う。今のところ、4月の展望レポートで「余裕をもって対応を進められる可能性が高い」と述べられている訳で、より具体的なイメージを市場と共有していくことが、今後の課題であると思う。ただ、現時点で何が言えるかということであれば、以上申し上げたことについて、次回の展望レポートにおいてしっかりと情報発信のやり方も含めて検討していくということかと思う。そのうえで政策委員会として統一性のあるメッセージを発していくように努力していくことが重要であると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

政策運営については現状通りということで宜しいかと思う。

量的緩和政策の解除について色々お話しがあったので、私の意見を少し述べさせて頂きたいと思う。私は2年程前にFISCで最初の講演をしたのだが、その時には既に3条件が明らかになっていた。3条件を纏めて言えば、コアCPIが安定的にゼロを上回ること、あるいはデフレに戻らないということである。私はその講演で特に強調したことは、第二条件であ

る。コアCPIの先行き見通しがゼロ以上ということの中身について、私はデフレに戻らない、あるいは安定的にゼロ以上ということは、先行き1%程度のコアCPIの上昇率が予想されること、射程の範囲に入っていることが重要だと述べたことがある。これは若干誤解を生んだところもあって、「足許の実績が1%でないと駄目だと言っている」と捉えられたこともあったのだが、私はそこまで言ったつもりはなく、あくまで予見し得る範囲で1%程度が見えることが必要ではないか、ということを示した訳である。この1%というのも翌年度の平均で達成しなくてはならないのか、あるいはその年度の末で達成すれば良いのか、ここは解釈の余地を残している。翌年度の平均で0.5%上昇ということであっても、景気回復が持続していれば、年度末には1%の達成が射程の中に入ってくる。そうでない場合も勿論あって、景気が息切れしてしまえばまたゼロに戻ってしまう、あるいはマイナスになってしまう、そういうリスクも抱えているが、先行き1%を達成することが予見できることが大事である。従って、平たく言うと来年度のコアCPIが0.5%程度というのは、ある意味では私の基準を満たしている。ただ、それは景気の持続的な回復があるという条件のもとで射程に入ってくる話だと理解している。3条件の中身については少しずつ皆さんのお考えが違ふと思うが、私自身は透明性の観点からある程度はっきりさせた方が良く思う。どうしてそのことを強調するかというと、これは何度も申し上げているが、ゼロ金利というのは非常に異常な政策であり、価格水準が上手く決定できないという世界で、派生命題としてマネーサプライの増加と価格の動きに齟齬をきたすということが出てくる。そういう時にそれでは誰が決めるのかというと、私は中央銀行しかないと思っている。勿論、政府が中央銀行に命じて決めろという場合も勿論あると思うが、日本の場合は日本銀行しかないと思っている。私は今デフレを上手く脱却できるようになりつつあるのは、第二条件をきちっと守っていること、ゼロ以上を目指して頑張っているということが、デフレを脱却させる一番大きな力になっていると思っており、その力をどうやって定着させていくかということがとても大事なことだと思っている。

量的緩和解除以降のプロセスについて、西村委員はフェーズが二つだとおっしゃった。量の後には金利だとおっしゃったが、私はもっと細かく分けることができ、五つのフェーズがあると思っている。量的緩和があり、純粹のゼロ金利——つまりオーバーナイト金利だけがゼロ——というフェーズがあり、それから中立の水準まで上げていくという三段階があって、途中でそれぞれ移行期がある訳で、全部で五つのフェーズがあると思っている。その五つのプロセスは全てゆっくりとできる、ゆっくりと余裕を持って進めることができると思っている。3条件をクリアした後で急いでプロセスをスピードアップする必要は何もない。私は全てゆっくりやれると思っている。ただ、そのプロセスをどうやってシームレスにやっていくかが大事で、後戻りさせないことが大事なのである。解除したがまた後ろに戻ってしまう、つまりもう一回デフレに戻ってしまうというリスクをどう防ぐか。私はその有力な方法はやはりゼロ金利のところにあると思っている。1999年から2000年の時には、「デフレ懸念が払拭されるまで」というコミットメントを付けたゼロ金利政策だった。しかし、今のまま放置すると全くコミットメントがないままに、ゼロ金利政策を単に「かなりの期間やる」とか、「金利を上げるのはゆっくりやる」とか、そういうメッセージだけになってしまう。私はそこは非常に危ないと思っています。後戻りしないというメッセージを明確に出すべきだと考えている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

前回会合以降に見られた市場の動きの中で金融政策運営との関連で特に注目をすべき点は、一つは最近の株価の上昇や先月来の本行ボードメンバーによる一連の発言を背景に短期金利の金利先高観が一段と高まったことである。昨日も執行部からあったようにユーロ円金利 3 か月物フォ

ワード・レート・カーブを見ると前回会合以降、一段とスティープ化しており、市場関係者の各種コメント等も合わせると当面の金融政策については来春以降に3条件が満たされてその後、量的緩和政策が解除となり、夏場に掛けて政策金利が極く小幅ながら引き上げられる可能性があるというのが、私の見方ではなくて市場のコンセンサスとして観察されている。このうち、ゼロ金利解除を含めた政策金利の引き上げのタイミング、引き上げ幅については市場も状況次第と見ており、これらに対する見方は今後とも変わり得るということだと思っている。しかし景気は持続的に回復し、コアCPIの年内プラス転化が見込まれる状況下では量的緩和政策解除の方向性については織り込まれた形となっている。もとより本行が金融政策を運営していくに当たって、市場におもねる必要はない訳だが、今回の金融政策についての市場の見方については、第一にベースとなっている先行き景気・物価情勢に対する見解が本行の見方と概ね一致したものであること——これは2か月位前のこの場で福井議長も総括されたが——、そういう一応、市場と合ってきていること。第二に強気、弱気の双方を含めて全ボードメンバーの発言を織り込んだ形で形成された見方であると、この二点は認識しておく必要があると思う。金利先高観の強まり方がやや急ピッチであるという点から言えば、市場のムードがもう少しカーム・ダウンした方が良いのではないかとも思われるが、ファンダメンタルズの改善という実態に基づく金利先高観だけに大きく絵柄を変えることは難しいと思う。このような短期金利の先高観を踏まえると、本行としては政策金利引き上げの問題は将来の問題としても、量的緩和政策の解除を円滑に行うためのプロセスはある程度描けるように、その環境作りには今から着手する必要があると考えている。この環境作りとしては前回述べたように、第一に市場との対話を進めるため、できるだけ自由な金利形成を促していくこと。第二に金融政策の機動性、柔軟性を高めるため、資金供給オペ期間の短縮化を図っていくことが重要であり、それらのためには量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲内で現在の巨額の当預残高を一つ一つ階段を降りていくように削減していくことが適当であると

思う。その第一歩としては予ねて申し上げていることだが、まずは残高目標を 27~32 兆円に引き下げる。現在程の巨額の当預残高はもはやデフレからの脱却という政策目標には過大と判断され、不要となった分の量を減らしても量的緩和政策の枠組みを維持するもとでゼロ金利を維持していけば、我が国が小幅ながら物価の下落する状態から脱却することをサポートできると思っている。残高目標の引き下げのタイミングだが、3条件が満たされた後でも遅くないとの意見が聞かれるが、仮にそこまで引き付けられれば金利の上昇に加え、さらに市場の金利先高観が強まる惧れがある。ファンダメンタルズの改善にかかわらず本行がいつまでも巨額の残高目標を維持すれば市場参加者は必要な政策金利の引き上げ時期が後ずれし、その分、引き上げ幅が大幅になると読む可能性があるからである。いわゆる世に言う督促相場と呼ばれる展開で、そうした状況に陥ると、本行が市場の予想するとおりに金利引き上げを行わない限り市場は納得しなくなる。仮に大幅な金利引き上げを行えば、今度は景気を抑制する可能性がある。このような政策が後手に回った時のデメリットを思うと、本行が環境変化に合わせて適切な政策運営を行っていくスタンスを残高目標の減額というアクションを通じて示すことが重要であると思う。現在のスティープ化した先物カーブもアクションなしに維持することは、もはやできなくなってきたと思う。その程度については先程も言ったように少しスティープ化し過ぎているとは思いますが。ただ、環境変化に合わせて適切な政策運営を行っていくとしても、3条件が満たされた後、一気に残高目標を引き下げることは、これも何回も申し上げているが 10 年の長きに亘ってゼロ金利が続いてきたことや、そのもとで造成された内外の市場ポジションの状況を勘案すると適当ではないと思う。この市場ポジションについては昨日の執行部の説明にあったように、8月以降足許に掛けてのポジション調整、エクスポージョンが見られているが、大幅な調整としては今回が第一回目のもので、まだまだそうしたポジションは市場に残存している。このため、仮に本行が性急な対応を採れば、債券市場を含め金融市場全般が不安定化する惧れがあるほか、資金吸収オペの落札金利上昇を



通じて残高目標の削減にかかわるコストを必要以上に高める可能性がある。本行としては当預残高の削減はできるだけオペの期落ちを中心に進めることが望ましく、いわゆる入れ子オペで急激に残高を削減することは極力回避すべきと思う。以上を踏まえると、残高目標の引き下げに当たっては、景気、物価、市場の動きは不確実性が伴うという前提に立ってそれらの動向を慎重に点検しながら焦らずゆっくりと漸進的に進めることが適当であり、それを可能とするためには今の段階から引き下げに着手し、できるだけリードタイムを確保する必要があると思う。この慎重さは3条件が達成される前の段階だけではなく、達成されてもなお、所要準備を超える当預残高がある場合においても求められる。本行にとって量的緩和の導入が初めての経験なら、出口もまた初めての経験である。これまで何度か指摘したが、会計制度の変更や三つの過剰の解消、不良債権処理等を通じて日本の金融経済の基盤は強化されているだけに可能性は少ない訳だが、急激な政策変更を行ってゼロ金利解除の再現といった誘いを受けるようなことは避けなければならないと思っている。グリーンSPAN議長は1994年の教訓にならい、今回のような慎重さで利上げを行っている。本行としてもマーケット・フレンドリーな出口政策を実施し、金利変動のリスクを可能な限り軽減しつつペインレスに、かつシームレスにポスト量的緩和政策への移行を図っていく必要があると思う。市場経済においては常に不確実性が存在するため、見通しを立てても必ずそのとおりにはない。特に金融市場のことは金融市場に聞いてみないと分からない部分があり、決め打ちで政策運営を行うことは危険である。そういう意味で景気や物価動向、あるいは市場の状況を注視しながら残高目標を慎重に減額し暫く状況確認を行い、そのうえで再び適時のタイミングで減額を行っていく。そのような手探りのアプローチが現実的であり、必要な政策ではないかと思っている。以上である。

福井議長

皆さんからご意見を出して頂いた。多数意見は今回も量的ターゲットは

不変。そして「なお書き」についても不変ということであったと思う。福田委員と水野委員からは前回、あるいはそれ以前から引き続いて量的ターゲットをそれぞれ内容は少し違うが引き下げてはどうかというご意見であった。多数意見が政策スタンス・ノーチェンジとなる基本的な背景はそれぞれ委員がおっしゃったが、前回対比で経済全体の動きが日本銀行の持っている基本的なシナリオに沿って動いているという意味で変化がない、ということが一番のバックグラウンドになっていると思うし、もう一つは金融市場の動き。イールド・カーブが少し立ってきているけれども基本的には落ち着いているというようなことが背景になっていると思う。イールド・カーブが少し立ってきている中で長めの資金需要というのが強まって、流動性需要が強まっていて、オペレーションが従前に比べると円滑に行いやすくなっている。結果的にオペレーションの期間の短縮化というのも相応に進んでいて、それはすなわち金利機能の回復に幾許か繋がってきている。これは好ましい動きだという判断を共有しているということではないかと思う。幾つかの論点が残っていると思うが、一つは情報発信について、これは世間の受取り方の適正を図るというのはなかなか難しい。つまり、揃い過ぎると金太郎飴と言われるし、分かれてくるとこれは場外乱闘ということになるし、ちょうど良いと言ってくれる局面というのは絶対にならないと思う。恐らくは既にこの政策委員会の議を経て共通の認識となっていることを出発点として、皆さんがそれぞれ今後の展開について物事の大まかな考え方を出して頂くということは好ましいことではないかと私は思っているが、ただ、政策の具体的な中身に亘ることについては、この場できちんと議論して決めていく。ここに峻別がないと、やはり具体的な意見が全てジャンク化してしまって、将来、政策委員会の議論の内容が何と言おうか、こう希薄化してしまう、あるいは良い意見が結果的に採用されないなどという不幸な事態にも結び付きかねない。そのところを今一度確認させて頂き、今後とも自由にご発言頂くということがやはりベースになるのかと思うが、改めて皆様方のご意見を頂戴したいと思う。それから市場の関心がイグジットがいつかというふうなこと、さらにはその後

の政策展開についてなるべく具体的なインフォメーションが欲しいと。少し市場はそれを催促するというふうな雰囲気になっているようだが、我々としては次の展望レポートで改めて情勢見通しをきっちりと出して、今後の政策の方向性についてはやはり然るべき表現をもって出していくということが基本になるのではないかと思うが、政策の大きなフレームワークということからいくと、いつどのタイミングでいわゆる量的緩和のフレームワークからイグジットしたとしても、その後の展開へ向けて不連続ではない。つまり連続線上で政策が行われていく、これはシームレスとか、リニアにいくとか、あるいは断層を設けないなど、色々な表現の仕方があると思うが、とにかくその連続性はきちんと確認できるという点についても、皆様のご意見に異論はないだろうと思っている。ただ、具体的に量的緩和のフレームワークから出た後の設計というのは、やはり今後の情勢の中できちんと組み立てていかななくてはならない。それが我々の政策委員会の責任であって、あまりそのところは先取りして予見を与えとかえって後で動きが取れなくなる心配の方が強いのではないかという気がする。そういう意味では段々大事な局面になってきていると思う。新たな時間軸について西村委員から問題提起があり、新たな時間軸というのは一体どういう定義なのかが分からないものだから、どう議論して良いかよく分からないが、やはり何と言おうか、日本経済が真に均衡ある姿にこれから時間を掛けて到達していく過程の金融政策については、市場の期待の安定化ということを常に考慮しながら行っていくことが重要である。中原委員のお言葉を借りれば「ある種の予見性」というのを十分与えながら政策運営をしていくという点では、恐らく西村委員もご異論はないのかなというふうに思うが、それをどういう道具立てでやっていくか、あるいはどういうものの言い方でやっていくか、これも全体の具体的な政策の組み立て方の中に当然入ってくる訳で、これからの議論の対象になることかと思う。新たな時間軸について、ディフィニションの相違など色々なことがあるが、もし議論の必要があればこの場で少しやって頂いても結構ではないかと思う。それから前もってと言うとおかしいが、イグジットの前に量的

ターゲットの削減を図るべきかどうか、引き続き二人の委員からご提案があった。議論はかなり重なってきているが、毎回ある意味でイグジットに時間的距離は短くなりつつある中で改めてこの問題をどう考えるか、もし議論の余地があれば戦わせておいて頂きたいと思う。「近づいてくればかえって思惑を呼ぶ」という須田委員のご意見と、「近づいてくるとかえってそれは当然視される」という水野委員のご意見。そして「プリパラティブ・ステップとしてむしろ重要ではないか」という福間委員のご意見。それぞれに正当性を持った議論かと思うが、そういった点ももしこの場でもう少し議論頂ければと思う。なお、ご提案で「なお書き」については水野委員は上も下も取り払うと、予ねてからそうだな。福間委員は下の方は要らないと。

福間委員

然り。

福井議長

上の方だけ残すということだな。

福間委員

然り。イベントが出るから。

福井議長

如何か。

水野委員

新たな時間軸というのは、マーケットで凄く期待が強いようである。私はマーケットに対して、それは甘えであると言っている。量的緩和、あるいはその前のゼロ金利政策で6年間に亘ってコミットメントを与えており、これが強力に効いていた、政策の枠組みの効果が非常に強烈だったと

ということもあって、市場参加者が先行きの金利形成に対して、言葉は悪いがさぼっていても良かった訳である。日本銀行を信じていると言えれば聞こえは良いが、さぼっていたのである。市場参加者が平時に戻るイメージを忘れてしまい、金利をどういうふうに予測すべきかを忘れてしまった中で、「新たな時間軸」のようなものがあると良いのではないかという人はいる。それがソフトな時間軸とか新たな時間軸などとよく言われるのだが、どうも市場が求めているのはソフトではなくてハードな時間軸ではないかという気もしている。そこは普通の金利政策に戻るということをよく考えて欲しいというふうに私は市場参加者に個別にお会いする時は言っている。これはやはり、思考停止になってしまったということであり、同じ政策を続けてきた弊害の一つなのだろう。岩田副総裁の言葉で言うとそれだけ政策効果があったということなのだが、この裏表としては市場参加者の思考能力が落ちてしまったということなのだろう。

#### 福井議長

期待の安定化ということは実質的にみてある種の時間軸と言ったらおかしいのだが、それは裏腹の関係になっているとも言える訳か。

#### 水野委員

そうだと思う。我々の政策に対する信認という言葉を使わせて頂ければ、ファンダメンタルズに沿った政策をしっかりとやる訳であるし、それも「余裕をもって」と言っている。それに尽きているということなのである。そういう言い方をしても分からないからもっと具体的に言えという人も当然いるのだが、ただそれは逆にみると金利を上げるまでにもう一度時間軸を設定するような議論になってくるので、それは決して私の言葉だと金融構造改革に反すると思うし、それから金融市場の発展に反すると思うのである。従って、そこは金融システム、マクロ経済が正常化したという判断を我々がしたために量的緩和を止めるのだから、そこにその意味をよく考えて欲しいというふうに説明している。ただ、そういう期待が多いと

は思う。

福井議長

春委員のおっしゃったように、方向性と機動性ととのウェル・バランスをきちんと見極めながらやっていくということなのだな、結局は。

水野委員

然り。

須田委員

新たな時間軸といった場合の定義が何かというのは私にはよく分からない。先程、岩田副総裁がおっしゃったように、仮にゼロ金利になった時にまた新たにこれを維持するための時間軸を設定するということはおかしいと思う。つまり、元々今の時間軸は、デフレ・スパイラルの懸念があるというような非常に弱い経済状況のもとで2001年3月に量的緩和に移行する際に金融政策の効果を高めるためにどうすれば良いかと考え出されたものだった訳である。このようなもとでは、コアの消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ以上になれば、量的緩和政策からイグジットすると約束は有効であったと思う。しかしながら実体経済について、今はもうそのような状況ではないのだから同じような時間軸を付ける必要はないと思う。量的緩和政策のイグジットに向けて時間軸のないゼロ金利になったのに、また新たにゼロ金利の時間軸を作るとした場合、イグジットとは何なのかということになる。やはりそういう意味でも時間軸を設定するのはおかしいのだろう。仮にそういう時間軸を新たに設定し、またそれが凄くハードなものなのであれば、金融政策がビハインド・ザ・カーブになる可能性はかなり高くなる。期待の安定化という意味で考えれば、期待は安定化するどころかかえって跳ね返ってしまうという可能性も含んでいると考えられる。期待をどう安定化させていくかというのはなかなか難しいことであり、それについてはこれから考えていくことだろうと思う

が、少なくともそれが量的緩和政策からイグジットした後もゼロ金利について何らかのコミットメントを付けるということであるとは私は思っていない。

#### 福井議長

その時に何と言おうか、マーケットなり一般の方々がCPIが安定的にゼロを超えたと判断しようとする場合、僅かにゼロを超えた時でもそういう判断をする可能性もあるし、もっと先に行ってから判断することもあるだろうと思う。このうち、仮にゼロに非常に近いところで判断した場合に、マーケットないし一般の人々としては、これが本当に日本銀行としてホーリー・サティスファイド、十分満足する物価水準なのか、あるいはもう少し将来の均衡ということを考えて日本銀行が満足する物価認識というものはもう少し幅のあるものなのか、もっと極端に言うともう少し高くても良いと思っているかどうかなど、その辺の探り合いというのはやはりあり得ると思うのである。つまりターゲットを置くことには、他の意味合いは全然別の話として、期待の安定化ということを求めていく場合に、結局コアとなるのは、その辺の認識の擦り合せが自然にマーケット、ないしは一般の方と行われるかどうかという問題かと思う。そこの設計の仕方が、次の時間軸とか何とかいうふうなものと絡む議論かなと思うのだが。

#### 西村委員

時間軸という言葉は私は止めた方が良く思う。期待の軸とか予見性の軸とかそういったものに時間軸というのは特別な言葉、つまり意味を持ってしまっていて、しかもそれはペッグしているという意味を持ちつつ、逆に言えばそれによって物凄く強烈な効果をもたらしている訳なのである。それからもし、皆さんがおっしゃっている形で時間軸という言葉を使うのはそれはそれで良いのだが、世の中の人達はちゃんとそれを分かってくればそれは良いのだが、どうもそうではないような形があるので、それが私が今回問題提起した理由である。もし予見ということであるとするなら

ば、単純にインフレ率がどうこうという話の他に、インフレ率の変化がどうなっているかというのも非常に重要な役割を果たすと思う。これは過去から現在への変化であると同時に、現在から将来への変化というのにも関係するから、逆に言えば将来に対してのある種の予想というようなものにも直接影響を及ぼしていくという形になると思う。何度も申し上げているが、やはり特定の物価指数には、大きな問題がどの物価指数にもあるということだし、それからこれはお話しはしていなかったが、例えば物価指数ということも所得分位によって随分違いが出てくる訳である。つまり高所得の人と低所得の人では実は物価というのは違ってくるのである。そういうことから考えて皆さんが考えている実感としての物価と、我々が見ている物価とが乖離する可能性もある訳である。そういうことから考えた時に、率と、率の変化率すなわち加速度、この形で設定するというのは比較的分かりやすいかなという気がする。これは皆様との検討課題だとは思いますが。率の数字で何かをするというのは私には特定の物価に影響されてしまうという可能性があって少し躊躇するところがあるということである。

#### 岩田副総裁

少し宜しいか。今須田委員の方からお話しがあったので、少しコメントしたい。私は基本的にはやはりどうやって期待を安定化させるかが一番重要で、そのための道具立てを考えているので、名前は期待安定化軸でも全く反対はない。重要なことはリスクがどちらにあるかという点である。つまりインフレーション・リスクがあるとすれば、今須田委員がおっしゃったように、ビハインド・ザ・カーブになり、期待はかえって不安定化する。私はまだデフレに後戻りしてしまうリスクの方が大きいと思っている。今、コアCPIのプラスが見え掛けてきたという状況で、さらに8月には、インパクトは小さいと言うが、指数の改定などもあって不確実な要素も残っている。従って、今、どういうメッセージで発すればマーケットの期待を安定化できるかということが一番重要で、そのための道具立てとしてどういうことが考えられるか。私はある種の保険を掛ける、これはグ



リーンスパン議長がリスク・マネジメント・ポリシーとお呼びになったものと同じである。グリーンズパン議長は、「最近の時点では、デフレのリスクは然程高くないのだが、それが起こった時には被害甚大だ」と、インフレ率が1%のもとで言った。今の日本は明らかにまだデフレの状況、マイナスのコアCPIの状況にあって、石油価格上昇によって押し上げられている部分もある。そういうことも考えながら保険を掛けていくことが必要だと思う。どちらのリスクを重視して保険を掛けた時にマーケットがより安心するかというと、私は明らかにむしろデフレに後戻りするリスクに対して保険を掛けていくことが望ましいと思っている。以上である。

#### 武藤副総裁

西村委員のおっしゃった時間軸という言葉の厳密な定義と、水野委員が言われたソフトな時間軸、ハードな時間軸というのがどのようになっているのかと少し思ったのだが、この時間軸とマーケットの政策の予測可能性が必ずしも明確でなく、予測可能性を高めようということである程度高めていくと、厳密な意味での時間軸との区別がなくなるので、非常に注意しなければならない。確かに西村委員のおっしゃったとおり、いわゆる厳密な意味で時間軸を効かせて政策を展開するということと、マーケットの予測可能性に対してどのような対話をしていくかということは本質的に異なる問題である。後者の方は、比較的皆さんは認識が近いだろうが、厳密な意味での時間軸ということになると、これは本質的に違うので意見が分かれていると思う。私はマーケットの方でそういう期待があるというのはよく分からなかったので、むしろ本当に厳密な意味でのハードな時間軸がマーケットの期待にあると取る必要はなく、むしろ要請されているのは政策転換の予測可能性をどの程度高めていくかという努力であると理解すれば良いと思う。

#### 水野委員

その意味では展望レポートに2002年から予想を入れて、それを使って

いくということであったと思う。随分マーケットにサービスをしていると私は思うが。

#### 福間委員

この2003年10月の3条件の時も入り口で随分議論をしたポイントがあったのだが、私は展望レポートを充実させれば良いのではないかと。あまり複雑にすると分からなくなる。だが、ああいう格好でアグリーした訳だが、ここでも同じように、もう少しこの展望レポートについて、予測可能性がどこまで入るかというのは別にして、もう少しイラボレートしていくことで、あまり新しい指標をボンボン出すよりは、今あるものを充実させていった方が良いのではないかと、それで十分マネジメントはできるのではないかと思う。と言うのは、今までのようにデフレがスパイラルになるなどといったそういう状態ではないから、平時に戻ってきている、返ろうとしているからである。そういうのが一点ともう一つは当預を落とすことについて、これは色々な人から話が出たように、やはり当預を落とすというのは私が一貫して主張しているのは福井議長がよくおっしゃることで「ミラーを綺麗にしておく」ということで、やはり当預が30~35兆円になってゼロ金利から脱するというのは、これは恐らくテクニカルにはもう不可能だと思うのである。であるから恐らく今回出てきたあのイールド・カーブは——私は何か世に言わずとホーキッシュと言われるが——遥かにあのイールド・カーブはホーキッシュであり、恐らく当預から言ったら10兆円~15兆円位落とした位の効果があった。であるからそれはやはりショックになってしまう。ただ、それはあまりやらない方が良いのだと思うのである。市場の中で段々とグラジュアルにやった方がかえって我々の政策信頼度は高まるのではないかということなので、要するに金利機能を回復するためにも少し高過ぎるということ、やはりここまで方向性が出たのだからその部分はいくぶん考え方があるのかなということである。

## 水野委員

福間委員の意見に補足したい。政策の変更は丁寧にやるべきであると思う。量的緩和の枠組みの変更にあたっては段差を作らない、また、その変更は政策の大きな変化を意味するものではないと頭では分かっても金利にはまだ織り込まれていない訳である。頭では皆凄く分かるのだと思う。ただ、それを金利で表わすと、では3か月物金利や6か月物金利は、幾らであれば日本銀行が良いと思っている水準なのだろうかと考えようとしても、現時点では1~2年位までの金利は明らかに量の効果で潰されているので、市場と対話をする時に金利観の共有ができない訳である。それから、やはり段差はできてしまう。量を減らし始めたら市場参加者は次に量的緩和の解除後の金利を上げるプロセスを予想し始めてしまうので、量的緩和の解除自体は金利の引き上げとは関係ないと言っても、実際には金利に直接に影響を与える。マーケットは次々に先を読んでいくから輪番オペはどうするのかという話も出てくるだろう。景気判断は私が従来は最も強気だったのだが、最近は他の方々に抜かれてしまっているように感じる。それはそれで良いと思っているのだが、皆さんがそうした判断であればなぜ政策だけ私が先に進んだままなのかなという感じがしている。あれだけ先行きの解除の話までされているのであれば、解除のプロセスで金利を付ける作業が必要となることを事前に意識しておくのは結局重要である。量的緩和の難しいところというのは短期市場と対話ができないということである。金利先物市場は材料をフワッと織り込むというだけで、その材料の実現時期がいつなのかとなると物凄くいい加減である。誰かが発言すると直ぐに過敏に反応するものである。いわゆるスワップ・レートやインプライド・フォワード・レートでなくて、現物の短期国債の金利を付けるという作業はやはり必要ではないかと感じる。そのため、意味合いは少しずつ変えてきているのだが、当預残高目標を引き下げる提案をさせてもらっているということである。

福井議長

他に宜しいか。時間軸の話や今後の政策展開の大きな方向性の話は、まず展望レポートでどの位書けるかということがあると思う。ただ、量的緩和をずっと進めてきた過程と違ってイグジットになったり、その後の金利政策の展開を窺わせるということになってくると、やはり具体的な政策ステップの段階なので、もう展望レポートに全部書いてある、というふうにはなかなかいかないかもしれない。やはりそこは念入りに補強したり修正しながら前進するということになると思う。そこは今後は重層的にやっていく。そして皆さんのご意見を伺ってみても、期待の安定化には十分やはり意を尽くしてできるだけ具体的な安定化の仕掛けを出していく。だが、量的緩和をずっと続けていた、デフレ・スパイラルの心配に常に苛まれていたという時代と違って、期待の安定化に我々がなにがしかの装置を施すとしても、金融政策の機動性を害しないかという点へのウエイトを段々と高めていくという、このウェル・バランスをどこでヒットさせていくかという理屈ではないかと。その辺についてのコンセンサスは今日あったのかなと思う。最終的にそれを時間軸と呼ぶかどうか、そのディフィニションがないものをどう…。

西村委員

特に名前にこだわっている訳ではないので。世の中が間違っって使うと困るということである。

福井議長

然り。そしてその量的削減についての必要性に関して福間委員から随分説得力のあるお話があった。

福間委員

心配しているだけである。

福井議長

いやいや説得力のあるお話で、私も色々考える論点でもあるし、そのことは十分カウントに入れながら、仮にイグジットから始まる場合にも、きちんと消化しながらやっていかないと必ずマーケットの氾濫を呼ぶリスクというのはあると思う。そこはやはり十分考慮しないとならないことだと。つまり後になればかえって市場にマグマが溜まるというのは、もうこれは市場の鉄則であるから、そのことは非常に明確に認識しておく必要があると思う。あとは情報発信の仕方です。最初に私が少し乱暴なことを申し上げたのだが、つまり、あまり具体的なことは適当でないということである。

福間委員

私は記者が聞いてきた位では、「それは政策決定の会議の場で決めること」などと返している。「来年の6月か」と聞かれても「マーケットはそう言っているな。それはイールド・カーブを見れば分かるではないか」とだけ答えて、それ以上はもう言質を与えなかった。やはり何と云うのか、あまり詳しく言ってしまうともう呪縛になってしまうのである。

福井議長

政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

上田財務副大臣

それでは財務省の方から申し上げます。我が国経済の現状をみると、景気は緩やかに回復しているが、消費者物価指数やGDPデフレーターがマイナスであるなど、デフレは依然として継続していると認識している。また、原油価格は引き続き高い水準にあり、原油価格の動向が内外経済に与える影響については、注意深くみていく必要がある。民間主導の景気回復を持続的なものにし、デフレからの脱却を確実に果たすことは、今後とも政府・日銀一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、その達成のために最大限の努力を払わなければならない状況に変わりはないと考えて

いる。従って、日本銀行におかれては今後とも経済・物価情勢について十分慎重に検討するとともに、デフレが継続する中、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、引き続き国民や市場に丁寧にご説明願いたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは、齋藤審議官をお願いします。

齋藤内閣府大臣官房審議官

景気の現状については、本日の月例経済報告で報告するが、緩やかに回復している。しかしながら依然としてデフレの状況は続いており、その克服が引き続き政府の最重要政策課題だと思っている。マネーサプライが実体経済の回復にもかかわらず前年比1%台の伸び率でしかないということについては、要因は様々指摘されているが、金融システム不安は既に解消したこと、特殊要因調整後の銀行貸出も漸くプラスになったこと等から銀行の信用創造機能の再活性化も期待できるようになってきたと考えられる。日本銀行におかれてはデフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、政府のデフレ脱却への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を行って頂くよう期待する。なお、デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけでなくGDPデフレーターを含めて総合的に行うべきであると考えているが、消費者物価の現状及び先行きについても、物価形成メカニズムにおける原油価格上昇の影響やその他の特殊要因、あるいは統計のバイアス等を十分考慮して慎重な判断を行って頂きたいと考えている。そのうえで市場における適切な期待形成を促すことによりデフレからの脱却に寄与して頂くことを期待している。以上である。

福井議長

ただ今頂戴した政府からのご意見に対してボードメンバーからコメン

ト、ご意見があればどうぞ遠慮なく。

#### 水野委員

財務省、内閣府のどちらの方ということではなく政府の方ということでお聞きしたいが、株価を見ていると、既にポスト・デフレの世界で動いている訳である。政府としてデフレ克服に取り組んでいるという姿勢は日本銀行に対するプレッシャーとしては意味があるのだろうが、マーケットのことを考えると、政府と日銀で株価がもっと上がるように取り組むことが大事ではないかという気がしている。そういう意味ではデフレの定義も今日大分議論が出たが、人によって違っており、市場参加者の中には、資産デフレは終わったと考えている人がいることを思うと、デフレの状況がなお続いていて、それを脱却するために頑張ることを最優先課題と位置付けるのはフォワード・ルッキングなコメントではないのではないかと私は思っている。また、これは老婆心ながらということになるが、財政再建というのは日本銀行の金融政策の正常化と同じ位、あるいはそれ以上に重要だと私は思っているが、本当にデフレを心配されるのであれば、なぜこのような消費税増税とか定率減税の全面廃止とか言うのかなどという話になりかねない。政府の方がデフレの状況が続いているという言い方をする一方で、財政の健全化についての議論をするということは、株価が上がっている間は良いと思うが、財務省を中心に将来的には財政健全化の議論を進めていかれる中で、かえって足枷になるのではないかと、少し懸念している。

#### 岩田副総裁

今のご意見には私は少し承服しかねる。デフレはもう終わっているとおっしゃったと思うのだが、デフレというのは私は資産価格と一般物価水準と両方についてあると思うが、これはPCEを見てもCPIを見ても、あるいはデフレーターを見ても、一般物価水準で見ると、まだ下落している。それをもう終わったと言ってしまうと、それでは我々は量的緩和

政策をどうして続けているのかという話になってしまう。私はそこまでは言えないと思う。

福井議長

他にあるか。マネーサプライは政府の方はどう分析しておられるのか、多少私はいつも議論させて頂いて疑問に思っており、日本だけではなくて主要国押し並べてグローバル化が進む、構造変化が進む中では景気とマネーとの相関関係は非常に薄れて、むしろ逆に動く面も非常に多い。特に日本は構造改革を集中的に政府の基本的政策で進めている中で、民間が良い方向に動いてマネーサプライがそう機械的には伸びにくくなっている。しかし、それは景気回復とコンシステントに動いているということに対して、あまり反論がないままマネーサプライが伸びるまで緩和を続けると言わんばかりの主張は少しギャップがあるように、正直申し上げて思っているのである。

齋藤内閣府大臣官房審議官

マネーサプライについては、勿論長期的にみて、かつてはかなり安定的な関係があり、1990年代後半以降薄れてきたということは事実だと思う。ただ、その中に色々な要因があつて、その中には金融システム不安であるとか不良債権処理、あるいは過剰債務の解消という動きがあつた。あるいは将来に対する期待がなかなか見えにくかつたというようなことがあつたと思う。そういったところについてはかなり足許改善をしている訳であり、そういった要因が剥落してくるような今状況にあるのではないか。そうすると、かつてよりは実体経済とマネーサプライの関係というのは出てくるのではないか。そういうことを前提にすると、これから景気回復するという中で、今のようなマネーサプライの伸びのままで本当に上手くスムーズに回復が持続できるのだろうかということについて少し心配をしているということだと思う。



西村委員

その点についてもう一点だが、付け加えるとマネーサプライの伸び率とマネーサプライの量との関係についてももう少し、後で宜しいので、お考え頂ければというふうに思う。

岩田副総裁

私も少しコメントを宜しいか。一般的に言うとゼロ金利のもとでは経済活動とのリンケージはずっと弱くなると——マネーサプライと名目GDPでも何でも良いのだが——思っているのだが、ただ、中長期的に見て、金利がちゃんと普通に戻ってきている時にはやはりある種の関係が復元されると思っている。結果オーライと言うか、5年、10年経って見たらやはりあったということがあっても、これは全くおかしくないと思っているのだが、そこに至る途中のプロセスは必ずしも1対1の対応が非常に難しいと思っている。ただ、その場合でも私はデフレ均衡を脱却するうえではマネタリーベースはプラスの方が良いと思っている。プラスで維持した方が良く、デフレ均衡を脱却する前にマイナスになってしまうと具合が悪いとは思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは次に金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては多数意見を踏まえて現状維持に関する議案を提出させて頂きたいと思う。福間委員と水野委員からは別途提案を頂戴できると思っている。案を作ってお示し頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは恐縮だが各案を読み上げてみて頂けるか。

#### 内田企画局企画役

それではまず福間委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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すること。記。日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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すること。記。日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

最後に議長案である。「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。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。続いて別添の公表文案である。「2005年10月12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○）。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移るので、大変申し訳ないが一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

まず福間委員案から採決をお願いします。

[福間委員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：福間審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

水野審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1。反対 8。反対多数である。

福井議長

お聞き及びのとおり否決ということになった。続いて水野委員案である。

[水野委員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：水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1。反対 8。反対多数である。

福井議長

本案は否決となった。それでは議長案をお願いする。

[議長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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

反対：福間審議委員

水野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7。反対 2。賛成多数である。反対は福間委員と水野委員である。

福井議長

賛成多数で可決をさせて頂いた。なお、福間委員と水野委員からさらに追加的にご意見の表明があればどうぞ。

福間委員

先程述べた。

福井議長

水野委員も宜しいか。

水野委員

結構である。

福井議長

それではただ今決定された方針に沿って円滑に調節をして頂きたく宜しくお願いする。政府の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で可決をされた。それでは金融経済月報基本的見解の決定に移りたいと思う。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭に執行部の方から説明のあったこの資料である。これまでの議論を踏まえてさらにこの中身に目を通して頂き、ご意見があれば是非お出し頂きたいと思う。

水野委員

つまらないことかもしれないが、金利などの評価に「大幅な上昇」という表現を使うことはないのか。

内田企画局企画役

以前、「幾分」など、そういうことをやっていた時期もあるのだが、かえってその評価自体に意味を込めてしまうことはどうかという議論があって、それ以来フラットに書くようにしている。

水野委員

では結構である。

福井議長

今おっしゃったのはどの部分か。

水野委員

株などの評価に「大幅に上昇」とニュアンスを含めることが可能かと考えた。

福井議長

なるほど。

水野委員

株価は前回から1,000円も上がっている。

福井議長

そうだな。

中原委員

今日の委員の皆様方のご発言を踏まえると、やはり海外経済の不透明要因が前回会合時に比べれば増えていることが明らかだと思う。特にアメリカ経済についてである。それから原油、天然ガスの供給体制等々、不透明要因を考えていくうえでの具体的なポイントも出てきていると思う。こうした点は、従来から先行きの見通しにあまり織り込んでこなかったということであったのか。

門間調査統計局参事役

然り。これも書き始めるときりがなくなってしまう。程度の違いはあれ、いつでもリスクはあるので、なかなか止められなくなってしまうというケースが多くなってしまう。

中原委員

今回はかなり具体的となってきた訳だが、それでも書かない方がいいのか。

門間調査統計局参事役

ただ、展望レポートも次回お出しになるので、その時に丁寧に書くということでも良いかと思うが。

福井議長

ここはなかなか難しい。私も先程申し上げたが、リスクと感じられてい

たハリケーンなど、より浮き彫りにする方法もあるが、マネージャブルでないというところまでいっていない可能性もある。であるから、そのところは非常に書きにくい。マンスリーに何かその変化を書くというのは難しいかもしれない。他に宜しいか。ではこれも採決に回してもらおう。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。ただ今の月報だが、基本的見解の部分は即日公表である。今日の午後 3 時、15 時に公表の予定である。それからその後ろに付けられる背景説明だが、これは必要に応じ執行部で修文を施したうえで 13 日木曜日 14 時に対外公表の予定である。



VI. 議事要旨（9月7～8日開催分）の承認

福井議長

それでは議事要旨、9月7日、8日開催分のご承認を賜りたいと思うが、既にお手許にお配りして目を通して頂いていると思うが、如何か。宜しいか。それでは決裁をお願いする。

[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：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。この議事要旨だが10月17日、来週月曜日の14時に対外公表の予定である。

## VII. 閉会

福井議長

以上で議事は終了した。他にご提案がなければ閉会にしたいと思うが、今回は10月31日。一日だけの開催である。宜しくお願いする。なお、いつも申し上げているが決定会合における議論の内容は御自身の発言も含め厳に出席者限りということで、これらのディスクロージャーは議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って行われる約束となっている。決定会合への信認確保の観点からこの場にいらっしゃる全ての方々におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。以上である。閉会とする。

(12時17分閉会)

以 上