

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年10月31日（9:00～12:46）

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 上田 勇 財務副大臣
内閣府 浜野 潤 政策統括官（経済財政運営担当）

（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	加藤 毅
企画局企画役	神山一成

I. 開会

福井議長

宜しいか。それでは金融政策決定会合を開催する。

(9時00分開会)

今回は今日一日の会合である。今日の議事だが、最初に金融経済動向、それから経済・物価情勢の展望——展望レポートだが——についての執行部の説明を伺いたいと思う。その後、情勢および当面の金融政策の運営に関する討議、金融市場調節方針の取り纏め、決定。その後で経済・物価情勢の展望の取り纏め、決定というように移りたいと思う。少し多めのアジェンダなので効率的な議事進行にご協力を賜りたいと思う。政府の方から財務省は上田副大臣に、内閣府は浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。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。そのことを前提としてご発言頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速、議事に入る。最初は金融経済動向および展望レポートについての執行部の説明だが、金融調節、金融・為替市場の動向について白川理事と中曽金融市場局長からお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

それではお手許の追加資料に沿ってご説明する。早速だが図表1-1である。当座預金残高の推移だが、前回決定会合以降32~34兆円台で推移している。短期金融市場ではオーバーナイト・コールレートが1/1,000%で推移しており、引き続き落ち着いた地合いを保っている。続いて図表1-2、日銀当座預金の保有状況である。主体別の当預の保有状況をご覧頂

くと、都長銀が15兆円になっているが、外銀が7兆円台の半ばとやや高めの水準となっている。この背景については、一部の先が円転コストのマイナス幅が僅かながら開いた機会を捉えて円転を行っているということもあるが、その他に金利上昇に備えて外銀が債券を売却した代わり金が当預に滞留しているということや、あるいは個別行なのだがラインチェックをするためにコール市場で試験的に資金調達を行っており、これを当預に積み上げているといった要因もあるようである。図表1-3で資金需給をご覧頂く。10月は先週まで0.4兆円の不足だったが、今日が国債発行日なので月を通すと2兆円弱の不足となる見通しである。この後11月なのだが、国庫金の効率管理の一環として従来は月末だった交付税の支払いが前倒しで月初に行われる。このため、資金需給は下旬まで余剰地合いが続くが、その後は12月初めに掛けて税揚げのため一転して大幅な資金不足になる。従って、金融調節の運営としては大幅資金不足を埋める供給オペを行うと同時に、月前半の余剰を吸収するために吸収オペを併用していく方針である。その辺りを図表1-4に沿ってご覧頂く。まず全体像なのだが、前回決定会合以降、国債買現先、それからCP買現先、短国買入についてはそれぞれ週1回、手形の買入れは週2回のペースでオファーしている。去年の今頃は札割れが深刻化し始めていたのだが、それに比べるとオペを巡る環境は随分好転している。オペ種類毎に見ると、まず手形買入なのだが、タームは全店では5か月、本店では4か月程度と短めの運営を継続している。オペの頻度なのだが、資金供給オペ全体のタームを短縮化するため、このところ全店買入の回数をやや減らし、その分期間の短い本店買入を増やしている。タームが短くなってきているのでさすがに落札レートは一頃よりは低下してきているが、それでも金利先高観から応札倍率は各回とも2~3倍を確保している。国債買現先はタームが短いということもあり、資金需給は相対的に弱くなっている。このため10月21日のオファー分については、約3か月振りとなるが札割れになっている。エンドが年末越えとなった27日のオペについては札割れを回避しているところである。次に短国買入についてだが、金利先高観から6か月とか1年物

のTBの金利が上昇してきているので、比較的応札は集めやすくなっている。ただ、TBは元々流動性が高い銘柄ではないので、応札先の札の中にはTBを市場実勢からかなり乖離した高い価格で、つまり低い金利で日銀のオペに放り込んで利鞘を稼ごうとする札も含まれていたところである。続いて吸収オペについては、足許の資金余剰感の強さを反映して落札レートは1/1,000%に張り付いている。このうち10月13日の売出手形は、ご覧頂くように、オペの期間を1か月にしている。これは売出手形としてはかなり長いタームである。こうしたオペをオファーしたのは、11月の交付税支払いが前倒しになるので、それに伴い下旬までの資金余剰を吸収するためである。今までになく長いオペなのでどのようなレートが付くのか注目していたのだが、結局、落札レートの方は1/1,000%に収まったところである。以上、見てきたように資金供給オペは総じて好調を継続している。従って、現在のオペの入り具合を前提とすると12月初めの税揚げなどによる資金不足期にもターゲットを維持できるとみている。続いて図表1-6をご覧頂く。1. のグラフを見ると、特に手形買入オペの期間は今申し上げたように短縮化を図ってきているので、こちらにあるように供給オペ全体では4か月程度まで短縮化されている。ただ、期落ちの集中を防ぐためエンド日もある程度分散をさせていかななくてはならないので、これ以上大幅に期間を短くしにくい状況になってきている。2. のグラフ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。続いて図表2-1だが、金融・為替市場のうちまず、短期金利の推移である。(2)の表でターム物のレート、FB、TB、短国レートのところをご覧頂きたいのだが、こちらは金利先高観から6か月物、それから1年物のTBの金利が上昇してきている。これに対して足許では資金余剰感が非常に強いので、FBの3Mは銀行のキャッシュ潰し的な運用ニーズでレートが1/1,000%に張り付いたままになっている。FBについては、こうしたニーズの強さを映じて、先週水曜日に約1か月振りに実施されたFB3Mの入札は、また100円入札に戻っている。図表2-2の金利先物レートについては、(1)のグラフの黒い太線でお示ししたのが足

許のカーブである。前回決定会合以降も高止まりしている。こうした金先カーブの動きから見ると——(2)のグラフにも現われている——、勿論幅を持ってみる必要はあるのだが、来年の第4四半期辺りにオーバーナイトの政策金利が0.25%に引き上げられることが織り込まれている。図表2-3で金先の出来高をご覧頂く。引き続き出来高は高い水準になっており、特に(2)のグラフに現われているように、限月別には——白抜きになるが——中心限月の前後の出来高が大きくなっている。続いて長期金利の動き、図表2-4である。長期金利は、前回決定会合以降、上下はしたが総じてみると横這いということで良いかと思う。先週の金曜日には鉱工業生産指数の伸びが予想を下回ったため、10年債は一時1.5%を割り込んだが長続きせず、再び1.5%台に戻ってきている。長期金利の推移のグラフで年限別にご覧頂くと、細い実線なのだが、2年債の上昇幅がこのところ相対的に大きくなってきている。図表2-5である。今の点に関してなのだが、実際、前回決定会合以降のイールド・カーブの変化幅を(2)のグラフでご覧頂くと、やや細かい動きにはなるが1~3年といったいわゆる短期ゾーンが小幅ながら上昇しており、長期ゾーンとは逆の動きになっている。短期から中期ゾーンについては一般的には金融政策の変更の思惑に振られがちなゾーンなので、この先もある程度不安定な動きになることは避けられないかと思っている。これに対して10年から先のいわゆる長期ゾーンについては、相対的に安定している。と言うのも、このゾーンについては元々ファンダメンタルズが重視されているゾーンであり、この点については緩やかな景気回復が想定されているということがある。加えて需給という面でも、ここはいわゆる利鞘収益狙いの銀行の押し目買いがそれなりに入ってくる、あるいは資産、負債のデュレーション・マッチングという観点から機関投資家の買い需要が相対的に根強いゾーンであるので比較的安定化しているとみている。もっとも、長期ゾーンはオーバーシュートのリスクがない訳ではない。例えば図表2-6の海外金利である。海外金利はこれまでは落ち着いていたが、これが仮に今後何らかの理由で急騰して、それが日本の長期金利にも波及し跳ね上がるようなことがある

と、日本の投資家のロスカット、あるいはV a Rのリミットに触れて金利上昇が加速するメカニズムが引き続きあることについては留意をしておく必要があると思っている。続いてクレジット市場、図表 2-7 である。クレジット市場は多少動きがあった。(1)のグラフにお示しするようにB a a 格社債の対国債スプレッド、(2)のグラフにお示しするように日本のC D S プレミアムが足許やや拡大をしている。これは基本的には個社、具体的には三洋電機の要因である。同社は元々業績不振という問題を抱えていた訳だが、事業構造改革の推進者であったC F O 兼副社長が10月7日に辞任したことから、クレジット・リスクが意識されるようになっていようである。これをきっかけに電機セクターの中で相対的に業績の良くない個別銘柄のスプレッドやプレミアムが拡大したところである。ただ、こうした動きは今のところは電機セクターの中にとどまっているようであり、他のセクターへの波及は見られない。続いて株式市場、株価、図表 2-8 である。株価については前回決定会合頃までの上昇ピッチがやや早かっただけに、足許は調整的な売りが出て上昇一服となっている。調整のきっかけの一つは、(3)のグラフにお示ししているが、米国株価が軟調だったことだと思っている。アメリカでは第3四半期の企業業績の公表が続いているが、内容は決して悪くない。ただそうした中で、後でまた国際局の方からも説明があるかもしれないが、このところどうもアメリカの市場ではブッシュ政権を巡るスキャンダル、それからGMの会計問題でS E C から召喚状が届くというような色々な出来事があり、嫌な感じが少し漂ってきているようである。アメリカの株は、金曜日には第3四半期のG D P が予想以上に良かったので取り敢えず上昇しているが、今後、本邦株価への影響は、よく見ていく必要があるかと思っている。主体別の売買動向を図表 2-9 でご覧頂く。個人はこのところ買い越しに転じてきている。海外投資家の買い越しも継続している。ただ、足許買い越しペースがやや鈍ってきている。これは一つにはヘッジファンドなどが、11月あるいは12月の決算期を控えて利益確定売りを進めてきたことが背景として言えると思っている。外国人の日本株買い意欲というのは決して鈍っている訳で

はないようである。グローバル投資家の投資スタンスのグラフにも現われているように、グローバル投資家の日本株選好は引き続き強いように窺われる。ただ、彼等は今後公表が本格化する日本の企業の上期業績、あるいは通期の見通しについて、かなり景気回復、あるいは円安といった要因から大幅な上方修正を織り込んでいるようである。図表 2-10 で金価格の動向について一言触れておきたいと思う。(1) のグラフである。金と為替相場の間には従来はドルが安くなると金を買われるといった関係があった訳なのだが、夏場以降はこの関係がそのままは当てはまらなくなってきたようにもみえる。つまり、ドルが底堅いと同時に金も上昇するといったような状態が今は続いている。続いて図表 2-11 は為替相場である。為替相場についてはドル/円で引き続きドルの底堅い地合いが続いていると思う。背景については、日米金利差拡大見通しが続いていることとか、あるいは日本の投資家の資金が投信や外為証拠金取引などを通じて流出していることがある。このため (1) のグラフ、あるいは<参考>の表にあるように、円は 115 円台の半ば辺りで推移してきている。一方、ユーロについては欧州の中銀幹部がこのところ利上げを匂わすような発言を繰り返している。一部に利上げ観測が台頭していることもあるので、対ドルではレンジ入りになってきているようにみえる。為替相場は図表 2-12 に表われているように、従来は、ユーロはどちらかと言うとドル高のトーンであったと思うが、ここへきて円安という側面も強くなってきているような感じがする。背景の一つは対内の株式投資が一服傾向だったということもあると思うが、もう一つは利上げの動きがアメリカのみならずカナダ、あるいはニュージーランドという、いわゆるハイ・イールド通貨国の他、アジア諸国にも広がっていることではないかとみている。このため、円の金利の低さがさらに、際立つようになっていて、円のファンディング・カレンシー、あるいはそのキャリー・ポジションを作る通貨としての側面が一段と目立つようになってきているように思う。このため、図表 2-13(2)②のグラフをご覧頂くと、円のいわゆるハイ・イールド・カレンシーに対する相場もこのところ円安方向になっている。それから同様に (3) ②のグラフにあ

るように、円はこのところアジア通貨に対してもやや軟調に推移している。こうした点を反映して、(1)のグラフになるが円の名目実効レートもこのところかなり下がってきていることがご覧頂けるかと思う。次に図表2-15である。今申し上げたような状況を背景にIMMの円のショート・ポジションも一段と積み上がってきており、直近、10月18日のショート・ポジションは1998年6月以来の大きさになっている。このようになり円安、円のショート・ポジションが積み上がっているのだが、これは換言すれば何かきっかけと材料があればポジションが巻き戻される圧力も蓄積されてきているということである。そういう意味で先程述べたアメリカの政治経済情勢も含めて、イベントに対してはかなり敏感な状況になっていると言えるように思っている。私からは以上である。

福井議長

何かご質問があればどうぞ。

須田委員

一点だけ宜しいか。先程、個別行がインターバンクで資金調達の練習をしているという話があったが、その動きというのは少し大きくなっているというふうに見て良いのか。それともまだまだ一部に止まっているという感じなのか。

中曾金融市場局長

ここへきて、いわゆる練習的なラインチェックが特に増えているということではないと思う。従来からそういうチェックのようなことは度々見られていた。実際我々が少し聞いてみると、いわゆるラインの開設というのは久しく市場調達をやってこなかっただけに、また市場の構造自体が随分変わってしまったためにこれからやらなければならない課題である。つまり、昔は都銀が一方的に取り手、系統は出し手という構造だったが今はメガバンク3行に集約される形であるし、メガバンクが取り手だけではなく

て出し手になる場合もある。このように市場構造が随分変わってきてしまっているので、都銀からすれば出し手としてのラインも、つまり、どこへ出せるかという意味でのラインも、これから開設していかなくてはならない。そういったことからすると実際に市場取引が動き始めてみないと分からないというところもあるようだ。従って、むしろそういった動きというのはこれから本格化していくのではないかとみている。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外の経済情勢について平野理事と堀井国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本心配付したお手許の資料、決定会合資料-3（追加分）をご覧頂きたい。図表1で先週末公表されたアメリカの第3四半期のGDPについて点検したいと思う。まず実質GDP成長率は、(1)の表にあるように年率+3.8%としっかりとしたものとなった。前期の成長率+3.3%に比べると成長が加速した感があるが、(2)のグラフで少し長い目でご覧頂くと――折れ線だが――2004年以降各期小さな上下を繰り返しつつも、3～4%のレンジでしっかりした成長が安定的に続いている姿が見て取れるところである。こちらで需要項目別の棒グラフを見てみると、この間は純輸出――斜線である。下に出ているところが多いのだが――とそれから在庫――薄いシャドーだが――は時々かなり振れているが、これ以外のところ、すなわち国内最終需要は、4%程度の成長寄与をずっと続けていることも見て取れるということである。第3四半期のGDPに焦点を当てると、(1)の表だが個人消費、設備投資、ともに堅調に拡大し、在庫投資は減少している。この間、物価面はここにあるように個人消費デフレータがエネルギー価格の上昇を反映して年率+3.7%と高めの上昇率となった反面、コアは年率+1.3%と低めにとどまっている。なお、ハリケーン被害

に関してはこれによって可処分所得が毀損された点は明らかであり、これもあって家計の貯蓄率は1947年に四半期統計が公表されるようになって以来、初めてマイナスとなっている。決定会合の事前配付資料-3でアメリカ経済については「家計支出や設備投資を中心とする潜在成長率近傍の着実な景気回復拡大が続いている。この間、エネルギー価格の上昇から物価は一時的に高い上昇率を示しているが、基調的なインフレ率は緩やかな上昇となっている。」と書いているが、今回公表されたGDP統計はこれを裏付けるものとなった。図表2でアメリカの主要経済指標を追加的に確認したいと思う。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。10月に関するデータは7. 消費者コンフィデンスのみで85.0と一段と低下している。石油製品価格の上昇の影響とみられる。なお、8. 住宅着工、さらには着工許可も高水準を続けているが、前回報告したとおり変調の兆しはないではない。新築販売の頭打ち、ニューヨークのマンション価格の下落、銀行貸出の減速といった点については前回報告したが、さらにFedのベージュブックでも12連銀中8つが変調の兆しに言及している。図表3でユーロエリアの経済指標を見たいと思う。前回報告した延長線で幾つか景気改善を示す数字が出ている。7. 輸出、10. 鉱工業生産に底入れ感が出ている。表には載せていないが、10月のドイツIfo研究所景況感指数も上昇している。この間、物価に関しては14. 10月のHICP速報が発表されている。前年比+2.5%と前月の+2.6%から若干伸び率が鈍化している。内訳は公表されていないが、エネルギー関連の上昇の一服によるものと考えられる。コアについては前月までしかないが、前年比+1.3%の低位安定が続いている。図表4-1で1. 中国の計数を見たいと思う。第3四半期の1. 実質成長率は前年比+9.4%と引き続き高成長を続けた。3. 個人消費、4. 固定資産投資のいずれも高い伸びを続けた訳である。純輸出も幾分増勢を弱めつつも増加している。この間、物価に関しては8. にあるようにCPIは一段と伸びを低めている。豊作によって穀物価格が下落したのが響いている。ただ、食料品の動きで全体の動きが見えにくいのだが、燃料、それから光熱費といったものは中

国でもジワジワ上昇している。9. マネーサプライは 8 月、9 月と連続して 17% 台の高めの伸びとなっている。N I E s、A S E A N について図表 4-2 でご覧頂くと (2-1) に輸出があるが、新たに判明した計数を含めてほとんどの国で第 3 四半期には輸出の増加傾向が明確になっている。

(3) 生産も概ね堅調な増加を示している。マレーシアについてのみ 2 四半期連続で弱めの動きとなっている。この点についてマレーシアの中央銀行に聞いてみたところ、「アジアの他の国への生産シフトが進むもとで在庫調整の遅れが響いている」という回答を得ているところである。図表 4-3 (6) で C P I を見ると、全体を見るとエネルギー価格の上昇の直接あるいは間接的影響が、さらに食料品の値上がりもあって、多くの国、地域で前年比上昇率が高まっている訳である。前回会合以降に計数が公表されたところのうち、香港についてはエネルギー価格要因に加えて家賃のプラス幅の拡大も響いている。また、シンガポールとマレーシアでは計数的には伸びが鈍化しているが、これはいずれも前年の裏が出たものである。アジアの N I E s、A S E A N ではインフレ懸念が高まるもとで前回決定会合以降、タイ、フィリピンが一段の金利引き上げを実施している。次に図表 5 でアメリカの金融指標を見たいと思う。(1) 長期金利は F e d 幹部のインフレ警戒的発言などを受けて利上げ予想が強まるもとで、前回会合以降さらに上昇している。(5) で F F 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、明日 11 月 1 日、それから 12 月 13 日の F O M C でそれぞれ 25bp の利上げ実施が 100% 織り込まれ、来年 1 月末の 25bp の利上げについても 8 割方織り込まれている。そうしたもとで株価については、企業の決算発表や G D P の統計といったものにより、一進一退の揉み合う展開となっている。この間、(3)、(4) のリスク関連指標については低位ながらも幾分上昇気味である。ニューヨークの市場関係者に聞いてみると、市場ではこのリスク指標に代表される以上に落ち着きのない嫌なムードが漂っている。先程、中曽金融市場局長からも指摘があったが、リビー副大統領主席補佐官の起訴に絡む政治スキャンダルのために、今後の政策の方向感が定まらないのではないかといった思惑が広がっているこ

とによるのが一つである。加えてFRB議長の交代もまさにこの微妙なタイミングでなされるために、市場関係者は公には心配ないと言いつつも、実は不安を募らせている人も少なくないようである。出来事によって市場心理が一気に振れるようなイベント・リスクが起こらないか、顕在化しないか、気になる昨今である。最後に図表6で欧州の金融指標を見ると、(1)長期金利はある程度上昇している。ECB幹部はエネルギー価格上昇を受けてインフレ警戒的な発言のトーンを上げている。これに関して私自身はあくまで労働組合などがインフレを取り込む行動に出るのを牽制する発言というふうに見ているが、市場ではそれなりの影響が出ている。

(5) 先物金利を見るとECBの金融政策に関して来年前半の利上げ観測が強まっているところである。そうしたもとの(2)にあるように、前回会合まで上昇していた株価もこのところ調整している。なお、エマージング市場に関しては、これまで原油価格の上昇にもかかわらず、株、債券ともに堅調な動きを続けてきたが、欧米、さらにはアジアで金利が引き上げ、ないし引き上げ観測が強まるもとの、それぞれ幾分調整している。なお、ラ米では前回会合以降、ブラジル、メキシコが利下げをしている。以上、実体経済面では前回会合で述べた変調の兆しといったもの以上のものは見当たらない訳だが、一方、金融市場ではゴルディロックスと言われたハッピーな時代が終わりつつあるかのような不安感がぼんやりと広がり始めているのが最近の特徴かと思う。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

二つ程宜しいか。アメリカ経済について、一つはGDPの数字が強かったが、特に個人消費が+3.9%と強かった。ただ、丸々これが全て実力かと言うと、自動車については、特別な割引販売で水膨れしているので、それが剥がれると今後はむしろ反動で落ちるリスクがあることについてど

う考えるか。もう一つは、コアの個人消費デフレーターは+1.3%だが、これだけ成長をされていてどうして物価上昇率が減速するのか、そこはどう考えているか。

堀井国際局長

まず自動車についてはご指摘のとおりだと思います。今回、中身を見ると自動車でかなり嵩上げされている。これが主因と言っても良いと思う。この分については既にこの計表の図表2の6.にあるように、月次で見れば既に9月のところでは大分落ちている。それから10月に掛けて、GMの会計に関するSECの調査といった問題もあるので、そのところがむしろ第4四半期には落ちてくる可能性があると思う。それから成長の方なのだが、実はGDPとたまたま同時に発表されたECI——エンプロイメント・コスト・インデックス——を見ると、やはりとりわけ製造業が激しいのだが、そのFRINGE・ベネフィットのところの伸びが大幅に引き続き鈍化している。この点から、コスト面からは物価安定の基礎が加わっているということかと思う。ただ、そもそもFRINGEが落ちていることは、まさにGM、それから航空会社で出てきたような色々な経営問題が表に出てきているということである。全般的に成長は高いのだが、企業サイド、あるいは雇用者サイドが何となく浮かれている感じは全くなくて、むしろプライシングには慎重というところがここに出ているのではないかと思う。

岩田副総裁

私の仮説は、生産性について、図表2に出ている18. 非農業部門の労働生産性は前年比+2.2%と、一頃の+3%から相当鈍化しているが、金融部門と自営業を除く、インカム・ベースから算定した生産性はずっと高く+4%~+5%が続いている。非製造業では結構まだ賃金の伸びが高い訳である。製造業は少し伸びが落ちてきている。その結果、生産性の伸びが続いているので、これだけ成長してもあまり上がらないのではないかと考えているのだが。

堀井国際局長

生産性は何回も議論になったが、なかなかある程度経ってみて振り返らないと現在、トレンド的にどういうものか判明しないという嫌味がある。仮説としては勿論十分あり得ると思う。需給という環境で言えば、繰り返しになるが比較的順調なと言うか、値上げが進んでも良さそうな需給地合いになってきている割には企業家のマインドは比較的慎重ということだと思っている。

岩田副総裁

最後にもう一つ。第3四半期の終わりの頃は消費なども少し弱い訳である。そうすると下駄が少し低くなっていて、第4四半期に恐らくカトリナなどの影響が加わって、第4四半期のGDPの数字で言うと少し減速感が出るのではないかという見方もあるのだが、そこはどのようなふうにご覧になるか。

堀井国際局長

数字面は第4四半期にむしろマイナスの影響が出てくると思う。既に9月から始まっているが、原油ならびに石油製品の緊急輸入と言うか、その分が当然マイナスに効いてくるので、数字面はそういうことになろうかと思う。それからこれも従来から議論されているように、第1四半期に掛けではむしろ復興需要が出てくるということで、トレンドから見れば第4四半期が下がって第1四半期が上がってくるという動きになろうかと思っている。

水野委員

堀井国際局長は2回前だったか、ミニスタグフレーションのリスクというのをチェックしていくと言われた。私もチェックしなければならないと思っているのだが、金融市場は現時点では、来年のアメリカについて非

常にフラットな気持ちでみていると思うが、その他チェックポイントとして何かを気にしているか。展望レポートに書いていないことがあれば教えてもらいたい。

堀井国際局長

先程申し上げたように市場の動きであるから、為替市場も含めてイベントでどう振れていくか。そもそもグリーンSPAN議長のもとでメジャーD・ペースの短期金利の引き上げがなされる間、長期金利は然程上がらない。グリーンSPAN・プットというか、グリーンSPAN神話による部分が如何ばかりかあるとすれば、これがどう跳ねてくるかというのは従来から気になっていたポイントなのだが、その長期金利の動きをきっかけに住宅なりといったところにどう影響していくかというところがやはり一つの大きな筋道かと思う。アメリカ経済に対する信認が、先程、生産性の話が岩田副総裁からあったが、これに対して確固たる信認があれば良いのだが、ここまで崩れるということになると、やはり為替市場を巻き込んでこれまでの動きの巻き戻しが起こる可能性はあるかということで、その辺のリスクを気にしている。

水野委員

長期金利をチェックということだな。

福井議長

他に宜しいか。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お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

早川調査統計局長

それでは資料－4（参考計表）をご覧頂きたい。今回は計数が結構出ているし、若干解説が必要な計数もあるので少々お時間を賜りたいと思う。

ただし計数が主に出たのは金曜日なので、予めお配りした（参考計表）の中では貿易統計とCGPIの紹介をさせて頂き、残りはただ今お配りした（追加図表）でご説明する。

まず最初に予めお配りした（参考計表）図表4をご覧頂きたい。実質輸出の動きは（1）のグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、これまでも増加はしていた訳だが、足許のところでは増加基調がかなりはっきりしてきたということがお分かり頂けると思う。図表5に内訳がある。まず数字から申し上げますと、ご覧のとおり第3四半期の実質輸出の伸び率は+3.3%であった。これを地域別に見たのが（1）の表だが、ご覧のとおり、ほぼどの地域も押し並べて増加しているという感じだが、特徴的なのは申し上げるまでもなく、東アジア、とりわけ中国向け輸出の増加である。これまで伸び悩んできた中国向け輸出が第3四半期は11.8%と大幅に増加した。

（2）財別をご覧頂くとお分かりのとおり、自動車関連はこれまでずっと伸びてきた後、第3四半期に限っては米国向けの輸出が若干の反動減となっている。ただ、それ以外は総じて増加しており、消費財はデジタル家電中心の動きであるし、情報関連、資本財・部品辺りがこれまで伸び悩んだ後、アジア向けを中心にかなり伸びたということである。この点を図表7でご覧頂きたいと思う。東アジア向けの輸出はご覧のとおり、この第3四半期はかなり増加した訳だが、その内訳を見ると（2）情報関連はいつものようにNIEs向けの増加が中心である。もう一つ（3）資本財・部品をご覧頂くと、中国向けに資本財・部品が大きく伸びていることがお分かり頂けると思う。ただし、これは半導体製造装置がかなり数字を嵩上げしているのので、一時的な要素もあると思う。従って、このような12%のような伸びが続くとは考えていない。情報関連に関しても、決して非常に高い伸びが今後続くとは考えていないので、今回+3.3%の伸びになったが、今後さらに伸びが高まっていくというようなことは多分ないであろうと考えている。

次に図表25である。CGPIを申し上げる前に国際商品市況だが、ご存知のとおり（2）原油価格については8月末まで上がった後、足許は若

干反落しているということである。ここはブレントとドバイで書いてあるが、例えばWTIでいくと8月末は時間外で70ドルを付けた後、足許60ドル少しというところである。ただし、(3)銅、アルミ等に現われているように非鉄金属辺りはこのところまだ上昇が続いている。従って、全体としての国際商品市況は、商品指数が現わしているように高止まりの状況にあるとご覧頂きたい。そうしたもとで図表27で国内の商品市況を見ておくと、国内の商品市況はかなり高いところまで上がってきている。ご覧のとおり石油製品が、ガソリンは足許少し下がっているのだがC重油中心に上がっているほか、化学、あるいは非鉄といったところが上昇している。ただし、鋼材に関してはご承知のとおり汎用の薄板を中心に弱含みという状況である。図表28、CGPIはご覧のとおり3か月前比で見ると、9月は+0.8%と伸び率を高めてきた。8月までの原油価格の上昇が、ここでまさに反映されてきているということである。前年比をご覧頂いても、このところ+1.7%である。ただし、これまでの原油価格の上昇は大体反映されてきているので、今後さらに伸び率がどんどん高まっていくというよりは、前年比でご覧頂くと+1.5%を少し上回る辺りで上がったたり下がったりといった動きではないかと想像している。

こちらの資料は以上とし、本日お配りした(追加図表)をご覧頂きたい。まず図表12に雇用関連の数字が出ている。〈職業安定業務統計〉だが、これは安定的に今月も有効求人倍率は0.97倍と横這いであった。新規求人は前月比で見ると結構毎月振れているように思われるが、これは実は相当程度日数要因であり、3か月均してみればご覧のとおり、前期比で着実な増加が続いていて、前年比大体10%位の増加がまだ続いている。〈労働力調査〉のうち失業率については、今月も0.1%ポイント下がり4.2%になった。前から申し上げているように振れを伴いつつ緩やかに低下しているという理解かと思っている。今月少し困ってしまったのが雇用者数であり、前年比+1.9%という何か信じられないような伸びになっている。数字面は8年振り位の伸びだが、中身を見ても多分相当程度統計の振れであろうと考えているので、本日、毎月勤労統計の常用労働者数が出るので

合わせてみたいと思うが、現時点ではやはり統計の振れの部分が相当大的
いと考えている。ただし、一点申し上げておきたいのは、このところ労働
力人口がこれも振れているのだが、少し上がってきている感じがする。前
期比でご覧頂くと3四半期連続で少しずつ上がってきている。これまで景
気回復の割には労働力人口は増えてこなかったのだが、足許を見てみると
どうも若年層のところの失業率が下がっていて、そのところで少し労働
力率が上がってきているように見えるので、少しその辺が変化かと思っ
ている。最後に〈毎月勤労統計〉は9月の数字はまだ出ていない。8月の確
報が出ただけなので、特別給与は予想通り上方修正されたが、残念ながら
思った程の上方修正にはならなかった。この結果、図表15にあるように
6~8月の特別給与は前年比+1.7%で大体去年の冬並みに着地した。

次に図表16、個人消費である。個人消費については大体9月の数字が
今出揃いつつある。前から申し上げているように1~3月、4~6月の好調
と比べると若干反動が出ているという感じだが、同時に7月結構落ちたの
と比べると、締めてみるとそれ程悪くもなかったという感じではないだろ
うか。乗用車は、ご承知のとおり4~6月が良かった反動もあって結構大
きく落ちているが、家電販売は、むしろやや伸び率を高めている。百貨店
についても4~6月対比で見るとそれ程大きな反動にはならなかった。
スーパーは大体いつものような調子で下がってきている。コンビニエンス
ストアについても、7月に大幅に落ちた割には締めてみると大したことは
なかったという感じである。こうした中で、家計調査の消費水準指数はご
覧のとおり4~6月対比で結構大きな減少になっている。これは元々1~3
月に相当伸びて横這いだったことの反動であるし、統計を見ていると若干
所得、実収入が弱いので、その影響が出ているという感じもある。まだ全
世帯の数字が出ていないのでよく分からないが、現時点で見ると販売統計
は若干弱いサービス関係がそこそこまあまあの数字が出ているのでG
DPベースの個人消費は現時点で考えるとそんなに大きな反動にはなら
ず、横這い圏内ではないかというような感じで今はみている。

むしろディスアポイントングであったのは、ご承知のとおり9月の生

産統計であった。図表 19 をご覧のとおり 9 月の生産は前月比で 0.2% 増えて、8 月、9 月と一応 2 か月連続で増えてはいるが、7~9 月で括ってみると -0.3% で 4~6 月に続いて 2 四半期連続でマイナスになってしまった。出荷の減少、在庫の増加もあってバランスも決して良くない。中身を見てみると、一つは一般機械のうち印刷機械とか化学機械、あるいはまた金属製品の中の橋梁といった単月で非常に大きく振れるものが、前月比 20%、30% 減っているようなものが結構影響しているということ。及び経産省からのヒアリングによれば、物凄く意欲的な生産計画を立てていた例えば電子部品・デバイス辺りは相当増えたのだが、やはり作り切れなくて翌月にずれ込んでいるといったことも影響していると聞いている。因みに図表 20 (3) の生産予測指数の修正状況をご覧頂くと、生産指数はこれまでも予測指数比下振れている印象があったかもしれないが、これは予測指数に入っていない鋼船などのいたずらであって、実は予測指数自体は比較的正確にきていたのだが、今度 9 月に限ってみると実現率は久し振りに大きなマイナスであった。図表 19 をもう一度ご覧頂くと、このようなことで 2 四半期連続の生産マイナスではあるが、前々から申し上げているように、これは -0.4%、-0.3% のマイナスということであれば従来から申し上げている鋼船の推計による影響の範囲内なので、生産が減少基調とは考えていない。実際、出荷でご覧頂くと——これは鋼船の推計の影響を受けない訳だが——1~3 月は見えていないが、1~3 月から 3 四半期連続の増加ではあるので、一応、基調としては生産は緩やかに増加していると思っている。ただ、これまで私共は 9 月に結構増えることを前提に基調としては 1% 弱位と言っていたのだが、これはどうもそういうことではなくて、やはり微増程度にとどまっているということかと思っている。となると、問題は最終需要との関係をどう考えるかということだと思うが、可能性としては次のようなことが考えられる。一つは、これは申し上げるまでもなく、在庫であり、素材関係で在庫調整が行われていて、鉄鋼辺りは生産の減少が全体にも寄与しているということがある。ただし、これだけでは全体を説明できない。二点目は実は設備投資ではないかと思っており、先程

申し上げた大物が9月に大きく減っていることもあり、資本財出荷の9月単月は11%減っている。この結果、7~9月の資本財出荷、これは除く輸送機械で-0.5%になった。4~6月は4.7%増えて-0.5%であるから心配する必要はないが、以上申し上げたように7~9月だけ見ると、供給面から見た設備投資は多分減少しているのではないかと思われる。それからもう一点が先程の個人消費であり、個人消費は全体としては横這い圏内ではないかと申し上げたのだが、財の方を見ると一番ウエイトの大きい車が相当大きく減少している。その一方で、全体を押し上げているのはサービスであるために元々1~3月、4~6月は比較的説明しやすく、輸出が比較的弱くて内需で稼いでいるので生産があまり増えないのだという説明だったのだが、7~9月は輸出が増えてしまったので少し困った。それでも今申し上げたように在庫の問題、あるいは設備投資の一時的な減少、あるいは消費の中身のようなことを考えると、なお7~9月も幾分製造業が割り負け気味ということではないかと思っている。実際、〈第3次産業・全産業活動指数〉があるが、これは7月、8月でプラスであり、9月は横這いだとするところを書いてある数字よりももう少し高い伸びになる。すなわち、サービス関係がそこそこ伸びているという姿かと思っている。なお、生産に関しても10月、11月はご覧のとおりかなり高い生産予測指数になっており、10~12月は12月が横這いだとすると4.2%の増加である。勿論、足許の予測指数のことを考えれば、これは相当割り引く必要があると思うが、相当割り引いてもなにがしかのお釣りは残りそうだと思っている。図表22で在庫循環も確認しておきたいと思う。在庫循環の鉱工業全体は

(1) をご覧のとおり、前から申し上げているように7~9月は第1象限だが45度線の上位で大体着地した。私はもう少し生産が増えると思っていたので、もう少し右側にいるかと思っていたが残念ながらY軸に近いところにとどまってしまった。内訳はもう皆さんご承知のとおり(5)電子部品・デバイスが明らかに調整が一巡している一方で、(6)その他生産財の在庫が結構重い感じである。年内の調整終了は難しくなっているのではないかと思っている。

図表 31 は全国の消費者物価である。9 月の数字はご案内のとおり前年比 -0.1% で横這いであった。内訳はご覧のとおり (2) 財の要因分解のグラフのうちグレーのところ、石油製品の上昇率が下がっている。去年は実は 9 月が上がっていたため、その裏だが上昇率が下がっている一方で、(3) 一般サービスの要因分解にある家賃がなぜか結構大きく跳ね上がってしまい、全体としては -0.1% であった。図表 32 で特殊要因を除く数字をご覧頂くと、足許も特殊要因を除くとちょうどゼロという感じである。今年の前半は結構順調に上がってきた後、ここ数か月足踏みという感じかもしれない。特殊要因についてはご覧のとおり、今月は先程申し上げたように石油製品のプラス幅が縮小していた。その一方で、米というのはいくかでガタンといくのではなくてジワジワいくので、米のマイナス幅が若干縮小していたということである。図表 33、消費者物価の東京の 10 月は -0.3% で 9 月対比 -0.1% ポイントマイナス幅が縮小した。一番大きな要因は—— (1) のグラフの白い部分——、公共料金のマイナス幅が大きく縮小している。これは電気料金である。東京の場合は東京電力だけなので、去年東京電力の値下げがあつて、今年は実はエネルギーコストの上昇で若干の値上げをしているため、一気に前年比がプラスに転じているということで、このマイナス幅が大きく縮小した。ただ、東京は全国と逆に (3) のグラフの家賃が、なぜか今度はマイナスに出てきたこともあつて、マイナス幅が 0.1% 縮小にとどまった。と言うことを踏まえて 10 月の CPI は、一応私共は中心値はゼロ位かと思っている。特殊要因のところで見ると米類のマイナス幅が少し縮む。それから電気代、これは全国では東京電力ではないのでプラスにはならないのだが、このマイナス幅が縮小する。あと石油製品のところも灯油辺りで少しプラス幅が拡大するかもしれない。そういったことで、特殊要因のマイナスがほぼなくなり、全体でゼロ位ではないかと思っている。家賃が現在の水準をキープすると $+0.1\%$ という可能性もあるが、逆に大きく落ちれば -0.1% もあり得なくはないので、一応中心値はゼロ位かと考えている。

以上、申し上げたように、景気の方はやや生産指数はディスアポイント

ティングではあったが、全体としてそれ程見方を変える必要はないと思っている。どちらかと言うと、実は私共は個人消費が意外に頑張っていて輸出が上振れたので7~9月は結構強いかとやや気にしていたのだが、今申し上げたように設備投資が少しマイナスかと思っているので、大体全体としてはほぼ想定のパスで進んでいる感じである。物価についても大体予想通りだが、気になるのは特殊要因除きのところがここ何か月間か横這ってしまっていて、これは流れとしては上がってくると思うのだが、いつ上がってくるかに関しては全く予断できない。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

一点宜しいか。消費総合指数は、我々が測っているものも、内閣府が測っているものもあるが、それで見ると7~9月はどのような感じか。

早川調査統計局長

まず、7~9月は出ていないのだが、7~8月ではほぼ横這いであった。私共のCCIも内閣府の総合指数もほぼ横這いであったので、9月もあまり上にも下にもいっていない感じを見ると横這い圏内かと思っている。間もなく全世帯が出るので、それが出ると分かる。

岩田副総裁

設備投資の総合指数はどのような感じか。

早川調査統計局長

設備投資の総合指数は、7~8月で若干のマイナスであった。それに今申し上げたように、恐らく9月の資本財出荷が大きくマイナスになっている。

岩田副総裁

マイナスになる可能性がある。

早川調査統計局長

然り。ただ、厄介なのは1次QE段階では7~8月の数字しか使わないので、若干マイナスではあるが確たることは言えない。

岩田副総裁

ほぼゼロかもしれない。

早川調査統計局長

然り。後は9月の弱い方向の供給要因が入って、どうなるか分からない法人季報が加わるということである。

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

それでは本日お配りした資料-5(参考計表・その2)でご説明する。まず、図表1はいつものようにクレジット関連の指標だが、(1)の表で9月の銀行貸出は、前年比+0.4%である。8月が+0.1%であったから伸び率が拡大している。主な要因としては、都市再生機構向けの貸出が増えたこと、つまり従来の公的部門からの借入れが民間借入れにシフトしたことによるものであり、それを除くと民間向けの貸出についてはあまり大きな動きはなかった。業態別に見てみると9月は都銀等が-1.6%であり、8月に比べるとマイナス幅が縮小しているが、一方でそれまで伸び率を高め

てきた地銀・地銀Ⅱについては9月は前年比+2.8%であり、8月と変わらない状況である。7~9月で見ると、銀行全体としては+0.1%であり四半期ベースで見ても一応前年比プラスの世界に入ってきた。業態別に見ると、都銀等については前年比-1.9%であり、地銀・地銀Ⅱ合わせても+2.7%であるので、いずれも貸出が増える方向での動きになっている。

(2)民間部門の総資金調達をご覧頂くと、9月については-0.8%である。これもマイナス幅が縮まる展開である。内訳をご覧頂くと、銀行と信金・外銀、これらを合わせたものが+0.2%ポイントであり、漸くプラスの世界に入ってきている。直接市場調達をご覧頂くと9月は+0.5%ポイントであり、寄与度を高めている。四半期で纏めて見ると全体としては前年比-1.1%である。4~6月が-1.9%であったからマイナス幅の縮まり方は比較的大きい。内訳としては銀行・信金・外銀の寄与度がゼロというところまで回復してきているし、生保についても小さな動きではあるが-0.3%ポイントといった寄与度になっている。直接市場調達も+0.3%ポイントであり、調達の多様化がかなり進んできている。次に図表2だが、(1)発行段階の信用スプレッドについては特に申し上げるようなことはない。これまでと大きな変化はない。(2)公募社債の発行額は10月20日までの数字だが、ご覧のとおり全体で4,800億円であり、9月が期末要因もあって少し発行が減った訳だが、既に9月を上回る発行量になっている。そのうちBBB格については、600億円と減少してはいるが、地合いとしてはますますの発行が続いている。図表3(3)はCPの発行残高だが、9月は前年比+13.9%である。7月が+7%、8月が+11%であったから、ここにきて伸び率が大きく高まってきている。企業の運転資金需要は、一部で原油高に伴うやや後ろ向きのもものみられるが、全体に、景気が少しずつ良くなる中で増加してきているようである。この間企業サイドでは銀行借入れよりはむしろCPを選好するといった動きが出てきており、これがCPの発行残高の増加に繋がっているとみられる。(4)エクイティファイナンスは10月20日までの数字だが、転換社債の発行額は560億円である。9月は海外の発行環境が良くない中で、国内での設備資金関

連の発行が少し集中したために全体として増えた訳だが、10月はその反動が出ている。増資については、10月20日までの段階で既に1,900億円であり、引き続き堅調地合いが続いている。次に図表4ではローンサーベイの結果についてご説明する。まず(1)のグラフは金融機関から見た企業等の資金需要である。大きめの点線が企業向け全体、太めの実線が中小企業向け、細めの実線が大企業向け、小さい点線は個人向けである。企業向けは、ご覧のとおり季節的な振れが大きいですが、トレンドとしてみれば増加方向での推移となっている。因みに企業向け全体は、2000年の調査開始以来のピークとなっている。個人向けについてはあまり大きな動きはなく、横這いである。(2)貸出運営スタンスも、いつも申し上げているように振幅が大きいですが、前期対比で見ると、大企業、中小企業向けともに緩和超幅が拡大している。次に図表5、(1)資金繰り判断は商工中金と国民公庫の調査結果が出ている。太い実線が商工中金の結果であるが、10月は+0.8%ポイントであり、月次ベースで見ると1996年5月以来のプラスである。国民公庫の結果は、大きな動きはなく、この1年位でみてもほぼ横這いといった状況である。(2)は貸出態度判断に関する国民公庫の調査結果だが、これについてもあまり大きな動きはない。最後に図表6のマネー関連である。(1)マネタリーベースについては、10月は前年比+2.9%である。9月の+1.7%に比べ伸び率が少し高まっている。内訳をみると、まず銀行券は、10月27日までの数字であるが、+2.9%である。9月は、前年の郵貯のミニ大量満期の裏が出たために伸び率が低下した、ということをお前回ご説明したが、そうした9月の動きに比べて伸び率を高めている。実勢としては大きな変化はなかったというのが実情であろう。日銀当座預金については+3.1%である。この春から夏場に掛けてオペの札割れが続く中で、オペの期間が長めになっていった訳であるが、その結果として10月はオペの期落ちが少なく、当座預金の残高が積み上がり気味で推移した。このことが前年比の押し上げに寄与したようである。(2)マネーサプライだが、9月のM2+C Dの前年比は+2.1%である。普通交付税の支払いが従来は月末から月初に前倒しになった結果、地方公共団体の預金

平残が押し上げられ、M2 + CDの伸び率が高まった格好になっている。7～9月通してみても、そうした押し上げ効果が幾らか効いており、4～6月対比伸び率が若干上昇している。広義流動性については、9月は+2.6%である。7～9月でみても同じ伸び率である。本日は私からのご説明は以上である。

福井議長

何かお尋ねがあればどうぞおっしゃって頂きたい。宜しいか。それでは経済・物価情勢の展望についての説明を伺いたいと思う。

5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

山口企画局長

それでは皆様方から頂いた見通し計数についてご説明する。まず、大勢見通しであるが、実質GDPについては2005年度がレンジとしては+2.2%～+2.5%ということである。中央値は+2.2%である。2006年度については、+1.6%～+2.2%である。中央値は+1.8%となっている。それから国内企業物価指数であるが、2005年度については+1.6%～+1.8%ということである。中央値は+1.7%となっている。2006年度が+0.5%～+0.8%、中央値が+0.6%である。それから消費者物価指数（除く生鮮食品）であるが、2005年度については0.0%～+0.1%、中央値としては+0.1%である。2006年度については+0.4%～+0.6%、中央値が+0.5%となっている。下の方に政策委員全員の見通しを掲げているので、それについても報告する。まず実質GDPであるが、2005年度は+2.0%～+2.7%、2006年度が+1.3%～+2.4%である。国内企業物価指数であるが、2005年度は+1.6%～+2.0%、2006年度が+0.4%～+1.0%。それから消費者物価指数であるが、2005年度が0.0%～+0.1%、2006年度が+0.3%～+0.6%となっている。計数の説明は以上であるが、それを踏まえてお手許にお配りしてある本文に追加の記述があるので確認させて頂きたいと思う。まず、2頁であるが、一番下から二つ

めの「物価指数に即してみると、」から始まるパラグラフのうち、「国内企業物価は、」の部分である。最後の2行目辺りであるが、「2005年度はやや大幅な上昇となり、2006年度は、そのテンポが鈍化するものの、上昇を続けるとみられる。」。これが付け加えた部分である。それから3頁に移って頂いて、今度は消費者物価についての記述になるが、（上振れ・下振れ要因）の直前の部分である。「このような動きを受けて、」から始まるところであるが、「2005年度の前年比はゼロ%近傍、2006年度はプラスとなるとみられる。」。このような記述を加えさせて頂いた。それから背景説明についても、先程申し上げた計数を受けて書き加えているので、ご覧頂きたいと思う。11頁である。冒頭のパラグラフの3行目である。「経済成長率でみると、」の後であるが、「2005年度は、年度上期が高めの成長となり、年度全体でも2%を若干上回る成長率が予想される。2006年度についても、引き続き潜在成長率を上回る1%台後半の成長が予想される。」。このような記述を加えた。それから14頁に移って頂いて、上から3つめのパラグラフ「物価を巡る環境についての」から始まることであるが、「国内企業物価は、既往の原油高などを背景に、」の後である。「2005年度は全体で1%台の上昇となるとみられる。2006年度については、内外の商品市況にも左右されるが、需給環境が改善を続け、原油高の転嫁も緩やかに進むと考えられるため、小幅ながら上昇を続ける可能性が高い。」と付け加えている。それからこのパラグラフの最後であるが、消費者物価関係の記述である。下から2行目の「このような動きを受けて、年度平均では、」の後である。「2005年度の前年比はゼロ%近傍、2006年度はプラスとなるとみられる。」。この部分を付け加えた。以上で計数とそれに基づく私共の記述の追加の案をご説明した。次に今回の展望レポート全体について簡単にポイントになるところをご説明したいと思う。まず構成であるが、既にご承知のとおり、（経済・物価情勢の見通し）という章と（上振れ・下振れ要因）の章と、それから最後に（金融政策運営）の章で構成しており、3章立てである。この立て方は4月の展望レポートと同様である。まず（経済・物価情勢の見通し）のパートでは、景気については「2005

年度後半から 2006 年度までを展望すると、わが国経済は、潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続けると予想される。」との書き方をしている。そして、そうした予想の背景として四つポイントを挙げている。一つは海外経済の拡大とそのもとでの輸出の増加ということである。二つめが企業部門の好調が続くということである。三つめがそうした企業部門の好調が家計部門にも波及し、それを反映して個人消費が着実な回復を続けるということである。それから四つめが極めて緩和的な金融環境が民需を後押しする、という点である。これらが背景として記述しているポイントである。次に物価であるが、まず企業物価については先程申し上げたとおり 2005 年度はやや大幅な上昇、2006 年度はそのテンポが鈍化するけれども上昇を続けるということである。それから消費者物価については——これは 3 頁辺りの記述ということになるが——、この年末に掛けて特殊要因が剥落していく過程で前年比はゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。そしてその後も前年比のプラス基調が定着していくと考えられる。こうした動きを受けて「2005 年度の前年比はゼロ%近傍、2006 年度はプラスとなるとみられる。」との記述となっている。それから（上振れ・下振れ要因）の章であるが、まず景気に関連しては三つ挙げている。第一が原油価格の動向である。二つめが米国を初めとする海外経済の動向、三つめが、国内民需の動向である。特にこれについては、「企業が先行きに対して自信を深める場合には、投資行動をより積極化させる可能性がある」と記述し、さらに雇用者所得の増加等を通じて企業から家計の所得波及が強まっていくと家計の支出行動も積極化する可能性があるといった記述をしている。以上が経済ないし景気の先行きについての上振れ・下振れ要因であるが、物価についても、固有の上振れ・下振れ要因として三つ挙げている。一つは原油価格を始めとする国際商品市況の不確実性、二つめが需給の改善が長く続いている中で、インフレ心理が予想以上に高まる可能性、それから三つめが規制緩和の影響などによって企業間競争が一段と強まる可能性——この場合は物価の下振れ要因となるということであるが——を記述している。次に三つめの章の（金融政策運営）

の部分であるが、まずここでは量的緩和政策の効果について改めて確認している。書き方としては、金融システム不安が後退する、そしてやや長めの金利形成において約束の役割が徐々に後退する方向にある、これらのもとで量的緩和政策の刺激効果は、次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきている。このような形で量的緩和政策の効果について総括している。それから6頁から7頁に掛けてであるが、先行きの金融政策運営については、幾つかポイントを挙げている。まず一つめは、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性。これについては「2006年度にかけて高まっていくとみられる。」というのが一点。二つめは「当座預金残高の削減に当たっては」、「金融市場の状況を十分に点検しながら行う必要がある。」ということ。三つめとして、「政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続な変化を伴うものではない。」という記述。それから四つめのポイントが、「枠組み変更後のプロセスを概念的に整理すると、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくという順序をたどることになると考えられる。」という点。さらに五つめとして、こうした枠組みの変更とその後の短期金利の水準・パスについては、言うまでもなく先行きの経済・物価の展開や金融情勢に依存する訳であるが、ということで留保を付けたうえで「全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」という記述をしている。そして最後は「枠組みの変更も先例のない」ことであるので、「金融市場において経済・物価情勢に応じた価格形成が円滑に行われるよう配慮することが重要である。」ということを記述している。ポイントになるところは既にご承知のとおりであるが、一応纏めさせて頂いた。私からは以上である。

福井議長

内容に掛かるご意見は後程またお伺いしたいと思うが、取り敢えず今の執行部の説明について、さらに何か説明を要する点等があったらご指摘頂きたいと思う。特に宜しいか。今日はこの後のアジェンダは途中で少し切

りにくい感じがするので、早いのだがここで一度コーヒブレイクにしたいと思う。10時半から再開をする。宜しく願います。

(10時21分中断、10時30分再開)

Ⅲ. 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

福井議長

宜しいか。それでは後半のセッションに入りたいと思う。最初に金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関する討議だが、展望レポートを含めて討議をしたいと思う。従って、各委員からは展望レポートの内容も含めた金融経済情勢、それから次回決定会合までの金融政策運営方針、この両方についてワンラウンドでご説明頂ければと思う。お一方7分程度で、時間厳守をこのところ毎回申し上げているが、できる限り守って頂きたいと思う。もし時間内にどうしても意を尽くせない、あるいはこれでは十分理解が得られないという部分があれば、また後で、討議の時に敷衍してご説明頂ければと思う。今日は中原委員、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、西村委員の順でお願いしたいと思う。最初に中原委員、願います。

中原委員

前回会合以降、日も浅いのであまり景気の方については申し上げることはないのだが、我が国の景気は、7~9月の数字が出揃ったところで、総じて弱めという感じを受けている。ただ、引き続き緩やかな回復が続いているとの基調判断を変えるようなものではない。輸出は中国向けが改善の兆しが確認されたということで、良いサインだが、全体の通関数量ベースではやはり伸び悩み感が残っているようである。鉱工業生産も期待外れのところがあって、9月の実現率が大幅なマイナスだったことに加え、10月の予測修正率もマイナス方向であり、7~9月の生産は横這い、先行きも数字程には強くないという評価だろう。企業の景況感はロイター短観で見

ると、足許は厳しめながら、先行きには自信を示すということで、9月の短観の評価と同じようなものだと思う。中小企業景況感も、中小公庫、商工中金とで結果がやや分かれているが、総じて緩やかな改善が続いているとみられる。消費はここへきてやや息切れという感じもあるが、雇用・所得の環境改善は続いており、底堅さは当面続くと判断する。全体として、景気はややピークアウトとは言わないが成熟期に入っているということだと思う。7～9月のGDPの伸び率は減速だと思うが、先行き国内面で大きなマイナスの要因というのは考えにくく、問題は年度後半の海外要因をどのようにみるかであろう。

まず、米国景気だが、7～9月のGDPは予想外に強かったが、ハリケーンの影響等は今後出てくる訳であり、まだ織り込まれてはいないようである。先程の説明にもあったとおり、イベント・リスクも含めて依然として先行き不透明要因が多い状況に変わりはない。7～9月のGDPは好調な消費に引っ張られている訳であるが、「クリスマス消費は好調」という予測が出ており、足許ガソリン価格も低下したという好材料もあるものの、気になるのは消費者コンフィデンスにハリケーンの影響が色濃く出ている点であり、今後の帰趨はもう少し時間を掛けてみたいと思う。住宅も好調を維持しているが、先程も説明があったとおり、中古住宅と新築住宅、あるいは一戸建てと集合住宅の間に見られるやや乖離的な動きなども含めて、幾らか変調の兆しがある。現在のブームはいずれ終わらざるを得ない訳であり、これが消費にどういう影響を与えていくかについては注意して見ていく必要がある。中国はここへきてやや再加速の傾向が見られる。本来高めの金利でスピードをコントロールしながら、通貨を切上げ、国内購買力を高めて消費を中心とする内需による持続的な成長を目指すといったポリシー・ミックスが必要なはずだが、現象面では、生産力の急増と低く抑えている人民元を背景とした輸出圧力の高まり、不十分な不胎化のもとでの低金利、それらを背景とした固定資産や設備への過剰投資がみられている訳である。マクロ・コントロールをしながらのランディングというシナリオの実現可能性はなお注意をして見ていく必要があると思う。

最後に市場だが、基本的にはもちあいという状態だと思う。今のところ、内外とも信用リスク・プレミアムは低い状態だが、米国では折からのFRB議長の交替に加え、レフコやGM等のコーポレート・スキャンダルやデフォルト懸念もあって、市場はややナーバスな動きが感じられる。米国経済の不透明要因やインフレ警戒感が少しずつ高まる中、リスクの選好スタンスが今後変わってくる可能性はある。為替については、円は対ドルのみならず対クロス通貨でもかなり地合いが弱い状況にある。金利差による説明がなされているが、基本的には現在はインフレを懸念する米国が弱いドルを望んでいないというのが市場の大勢の見方のようなものである。政策金利上昇に打ち止め感が出る時、米国経済にピーク感が出てくる時、今後のこのようなタイミングに量的緩和の出口が重なる可能性もあり、その時に円相場が上昇に転じることも考えられる。やや先の話ではあるが、気になるところである。

展望レポートだが、景気は前回レポートの標準シナリオを上回るパスで推移しているということ、及び、海外経済の拡大、企業部門の好調持続、企業部門改善の家計部門への波及、緩和的金融環境の持続という四つの要因を前提として、慎重な企業行動を背景として、「景気は2006年度に掛けて緩やかな回復が続く」という基本シナリオに異論はない。

若干コメントすると、上振れ・下振れ要因として挙げている三点のうち、内需については上振れ要因として説明しているが、設備投資が2006年度後半に掛けて一巡するリスクや原油価格・素材価格上昇により企業収益が悪化して設備投資が失速するリスクも当然考えておくべきである。また、消費についても、今後の税制変更や年金・医療改革の議論の中で、腰折れとまではいかずとも消費マインドが相当冷え込む懸念は拭い切れないと思う。第二点は、物価の先行きについての考え方である。考え方そのものに異論はないが、「経済活動の上振れ・下振れ要因が顕在化した場合、物価にも相応の影響を及ぼす」という表現についてであるが、原油や素材価格の高騰がある種の供給ショックとなる場合、極めて低い成長率のもとで高い物価上昇が生じるような、すなわちスタグフレーションのリス

クも含まれているものと理解している。このようなシナリオの蓋然性は低いとは思いますが、原油・エネルギー価格の上昇に供給制約の側面が強まりつつある状況のもとで、このようなリスクも排除する訳にはいかないと思う。

金融政策の運営に関する表現については、全体として異存はない。今回、2006年度のCPIについて然るべき幅でのプラスの見通しを出す中で、量的緩和から次のレジームに移る際における基本的な考え方やプロセスを一定の限度で示唆したのは適切である。現在、市場は来年半ばに掛けて量的緩和が解除されるであろうということ、枠組み変更後は当面ゼロ金利が続くであろうということ、の二点についてほぼコンセンサスとして共有しているように思われる。これは、基本的には、実体経済の認識について市場と日本銀行の見方が収斂した結果だと思うが、市場の関心を解除時期にのみ極めて強くフォーカスさせているという点については、今後の対話のあり方という点で考えさせられるものがある。当面、来年度に掛けて枠組み変更の条件が整う可能性があることについては、市場と見方が共有されたとしても、今後の問題として、具体的な3条件充足の判断基準、特にCPIの持つバイアスを現時点あるいは枠組み変更時点でどう判断するのか、デフレに戻らないリスクについて何を根拠に判断するのか、単なるCPIの糊代だけで判断するのか、あるいは期待成長率が高まり内需による持続的な成長が見込めるまではデフレに戻るリスクは基本的に排除できないと判断するのか、など、我々として十分な議論を行い、透明性、予見性の一層の向上を図っていくことが必要だと思う。単にCPIの足許及び先行きがプラスになったという形式要件のみで3条件の充足を判断するのは極めて危険だと考えている。当面の調節方針としては長、短とも市場は安定しているし、現在の方針を継続することが妥当と思う。以上である。

福井議長

次は須田委員からお願いします。

須田委員

まず、金融経済情勢についてである。第3四半期の生産は微増であったが、中国向け輸出が幅広く増加するなど輸出が回復しつつある。また、就業者の増加、失業者、特に若年層の減少、労働力率の上昇など雇用環境の改善が見られ、個人消費も若干持ち直した。企業業績は好調である。また、さくらレポートはほとんどの地域で回復の動きと記している。10月の月報の総括判断を変えなければならないようなものはなかったと認識している。

次に展望レポートについて「経済・物価情勢の見通し」の書き振りに違和感はない。企業収益は配当やパテント料など、海外からの所得や原単位の改善などで今後も高収益が期待できる。国内回帰の動きも一部見られ、設備投資は引き続き増大するとみている。雇用・所得環境は企業収益の還元で、冬季賞与も高い伸びになりそうである。パート比率の頭打ちもあって雇用者所得の緩やかな増加を今後も期待できる。このような所得・雇用環境のもと、高齢化による消費性向の増大や資産効果も見込まれ、消費は底堅い動きを想定している。

また、物価の先行きを考えるうえで原油価格は外せない。原油価格は需要の強さに加え、地政学的リスク、ハリケーンの過小評価などもあって、私は今後現状よりも少し強含むと想定している。もっとも、物価動向をみるうえで重要なのは、こうした特殊要因を除いた物価の実力である。現在、物価上昇の実力はほぼゼロだが、上昇圧力は今後高まっていき、それが早晩表面に出てくると想定している。雇用不足感の高まりのもと、賃金の上昇によるサービス価格の上昇、需給ギャップの改善や原油の高止まりのタイムラグを伴った波及効果が出てくると思うので、上昇圧力を少し強くみている。

次に上振れ・下振れ要因についてもこれで良いと思う。まず原油価格については、需要動向を反映した高騰ならば、産油国がオイル・マネーをかつてよりも消費・投資に向けていることもあって、景気への影響という意味ではそれ程の懸念材料であるとは思っていない。実際、ここ数年の我が

国から中東への輸出は原油価格の上昇とともに増加しているほか、中東諸国の貿易収支も輸出・輸入ともに拡大している。ただし、これまでは競争の激化や安定的な期待インフレ率のために賃金への二次的波及効果が見られなかったが、ここにきて期待インフレ率の上昇が懸念されるようになった。米国をはじめとする世界の国々が金融引締めの方に政策を転換しているためブレーキが効き過ぎないか注意して見ていく必要があると思っている。海外経済の中心となる米国経済のリスクは、まず消費の下振れである。冬場の需要期を控え、暖房油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。既に一部小売業はブルー・クリスマスとならないように値下げを感謝祭よりも前倒しするとのことである。クリスマス商戦が不調だと再び在庫調整に陥り、我が国を含めた世界の2006年前半の景気の姿を少し変えてしまう可能性もあるので、今後注視したいと思っている。米国のインフレ懸念の高まりによる長期金利上昇もリスク要因である。ベージュブックなどからみると、米国に物価上昇圧力が強まっているようである。バーナンキ次期議長もこれまでの政策を継承し、利上げを続けると思われるがインフレに寛容でビハインド・ザ・カーブ的な状況に陥りやすいとみなされると長期金利が上昇する可能性がある。住宅事情に変調の兆しとの指摘が増えている中で、それは住宅価格の大幅な調整を生じさせ、個人消費に悪影響を及ぼすことが考えられる。また、米国の金利上昇が本格化すれば、資本移動の巻き戻しは避けられない。先程言及されたイベント・リスクや信用スプレッドの僅かな拡大も気になる。エマージング・マーケットを含めて今後の金融市場の動向を注意して見ていきたいと思う。特に最近では個人による対外証券投資や為替取引が活発化しており、その動向も気になる。なお、中国経済については、エネルギーなどの供給制約や鳥インフルエンザの影響も気になるところである。

国内民間需要の動向、あるいは物価動向に与える影響として、財政改革について指摘しておく。歳入増を図るためには負担を政府から民間へ移す必要があるが、個人の負担の程度で消費や消費者物価への影響は異なる。

例えば医療制度改革が行われ、政府負担の削減分を患者が負担することになった場合、消費者物価は上昇することになる。また、2007年度に消費税率の変更が行われるとすると、駆け込み需要が2006年度の成長率を押し上げ、2007年度の消費者物価指数を押し上げるであろう。現時点ではこれらは展望レポートに記載するような性格のものではないが、こうしたことが現実化した場合の影響について意識しておく必要があると思う。

次に金融政策運営のパートだが、基本的には違和感はない。ただ、今後の金融政策運営に関わる部分については、解釈に幅があるので特に気になる二点に絞って私なりの解釈を述べておきたいと思う。まず、「全体として、余裕をもって対応を進められる」という点については、量的緩和政策の解除を遅過ぎず、早過ぎず適切なタイミングで行えば、量を金融市場の状況を点検しながら減らすこともできるし、その後の政策金利の引き上げや、それを踏まえた長短金利の上昇は緩やかなものになるという意味だと考えている。量的緩和政策は遅行指数である物価の実現値にコミットしていること自体、ビハインド・ザ・カーブの側面を有している。しかし、デフレ・スパイラルに陥るリスクはほぼ解消された今日、時間軸効果に依存して緩和効果を強める必要性はなくなりつつあると思う。これ以上ビハインド・ザ・カーブの政策を行った場合、その後の政策金利の引き上げや長短金利の上昇は、早くかつ大きくなるということだと認識している。次に最後の「期待の安定化に努める」についてである。この場合の「期待の安定化」の意味は必ずしもはっきりしない。私自身は金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方の丁寧な説明に努めることが、その後の政策変更を含めた金融政策運営に対する予測可能性を高め、その意味で期待の安定化に資するという解釈をしている。ただ、各々が区々のポジションを持っている全ての市場参加者の頭を揃えることは不可能であって、市場に完全に織り込まれた形で政策変更を行うことが中央銀行に課された至上命題ではないと考えている。政策変更で多少なりとも市場が動く可能性は否定できないので、「期待の安定化に努める」と付け加えることが市場に何か過大な期待を生じさせることにならないかと。

気掛かりである。以上が私の解釈だが、「期待の安定化」の解釈がボードメンバー間で大きく分かれるようならば、この一文はない方が良いのではないかと思う。

続いて前回も述べさせて頂いたが、今後の情報発信のあり方について申し上げます。展望レポートの金融政策の部分については、まだコミットメントが満たされていないので、量的緩和政策の解除前後の具体的な政策運営について現段階で議論して意見を擦り合わせることは早過ぎると思う。従って、今後の政策について幅を持った解釈が可能な文章になっていることはやむを得ないことだと思う。こうした中、今回の展望レポートでその計数が第二条件を満たしたと市場が判断した場合、それに加えて足許、コアCPI前年比がプラス化した場合、市場参加者やマスコミは各ボードメンバーに展望レポートに示された先行き金融政策について、より具体的な解釈を求めてくることは容易に想像できる。従って、今後、量的緩和政策の解除へ向けて市場の混乱を回避するためにも、私共の採り得る政策についての自由度や機動性を確保しておくためにも、展望レポートの各人の解釈を含めて金融政策の具体的な方法については、この政策委員会金融政策決定会合の場で適切な時に活発に議論を行う一方で、決定会合の外に対しては私見を述べないということが良いのではないだろうか。個人的な解釈の求めに応じた結果、展望レポートについて様々な解釈が外に向って発信されると日銀に対する信認を失いかねない。今後、当面は展望レポートについてボードでの合意事項のみを繰り返すといった情報発信が必要な時期ではないかと思っている。最後に、次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針については現状維持で良いと思う。以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

まず金融市場の現状評価と先行きの見通しである。前回の金融政策決定

会合でも述べたが、市場参加者は9月、10月に掛けてのボードメンバー全員による情報発信の結果、日銀の景気・物価見通しに沿った展開を見せれば量的緩和の枠組み変更を来年前半にも行う可能性が出てきたという点、それから二番目として、今後、時間軸効果が薄れていく中で量的緩和政策が実質的にはコミットメントのないゼロ金利になっていく点、それから量的緩和解除後、大幅にオーバーナイト金利を上げていく必要性はないものの、ゼロ金利はあくまでも通過点でゼロ金利が長期化する蓋然性は低いという点をメッセージとして受止めたようである。もはや来年前半頃に量的緩和政策が解除されることは市場のコンセンサスになりつつあるように思っている。債券市場では量的緩和政策の解除及び政策金利の引き上げを織り込んだ結果、中短期セクターを中心に金利が上昇している。国債イールド・カーブはベア・フラット化しており、これが金利正常化の第一ステージであると判断している。仮に中長期的な経済情勢にも自信を持ち始めた場合には、恐らくイールド・カーブはベア・スティープ化するという、第二ステージに入ると思われる。また、日本銀行は量的緩和政策を解除した後の政策運営としてゼロ金利を通過点とした低いながらもプラスの金利になることを、今展望レポートで示していく訳だが、そういう状況をマーケットもシェアした場合には、金利の正常化の第三ステージが実現することになると思う。金利の正常化が今想定したとおりの展開になった場合は、政策当局者、これは日本銀行のみならず各ポリシー・メーカー全員だが、最も重要な点の一つは長期金利を経済の実力以上に上昇させないことだと考えている。政府は現在、日本銀行と景気・物価の先行き見通しが概ね同じであるにもかかわらず「デフレ克服が明確になるまで量的緩和政策の枠組みを維持すべきである」と主張している。しかし、金融政策の効果が現われるまでにはラグがある。また、マーケットは先行きの政策運営がどのようになるものかを予想しながら動く。我が国経済は日本銀行の景気・物価見通しに沿った展開を見せた場合、仮に日本銀行が政府の主張に配慮して量的緩和政策を市場予想よりも長期間に亘って維持しても、債券相場は不安定な動きを見せると思う。恐らく国債イールド・カーブはベ

ア・スティープ化になるだろうし、円安が進むようならば、なおさらベア・スティープ化の傾向が高まると思う。であるから、長期金利の安定には必ずしも繋がらないということである。長い目でみて長期金利を安定化させるためには、金融政策は足許のインフレ率よりも期待インフレ率や先行きの景気の見通しを重視して、ある程度フォワード・ルッキングに調整していくこと、それから短期的な債券需給の悪化を恐れず、超長期債の発行を増やして国債発行の平均年限を長期化していく、そういう国債管理政策の取組みによって財政悪化のリスク・プレミアムの上昇を回避していくことである。そのコンビネーションが一番好ましいのだろうと思っているが、この辺は政府の方に理解して頂きたいと思っている。我が国ではデフレ圧力が低下傾向にあるにもかかわらず、オーバーナイト金利はゼロ金利の状態が続いている。我が国の株式相場が米国をアウトパフォームする一方、円の対ドル相場は軟調な展開が続いているが、この背景は実質マネタリー・コンディションが緩和しているためである。量的緩和は、ビハインド・ザ・カーブの政策運営を行うことを半ばコミットすることで緩和効果を期待するユニークな枠組みである。今後も日本銀行の金融政策が景気、物価動向に対してビハインド・ザ・カーブの状況を長く続ければ円安ドル高の進行が予想される。少なくとも金融政策の枠組みの変更が景気と株式相場に悪影響を与える可能性は低いと思っている。次に今回の展望レポートの内容についてだが、まず原案のとおりで異議はない。そのうえで若干コメントを付け加えさせて頂きたい。今回の展望レポートは市場参加者の様々な思惑に対して我々の機動力を損なわない程度に交通整理をする良い機会だと思っている。この点についてはまず、量的緩和政策の枠組み変更の定義とそのプロセスについて言及してあること、それから量的緩和政策の解除プロセスにおいて「全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」とのフレーズが入っていること、それから日本銀行が量的緩和政策という枠組みを変更することに前のめりになってはいないということを伝えることは期待できる。もっとも、市場参加者は我々のメッセージを十分に消化するまでは時間が掛かる可能性がある。彼等市場

参加者に来年度に掛けての金利見通しを再考する多少の時間的余裕を与えるためにも、当面は須田委員もおっしゃったが、展望レポートの内容を丁寧に説明していくということがボードメンバーとしては重要だと思っている。個人的には、来年度の我が国経済の最大のリスク要因は堀井国際局長がかねがね言っている、米国がミニ・スタグフレーションに陥る可能性だと思う。可能性としては大きくはないと思っているが、全くないとは言えない。それから原油価格高騰の二次的影響によって米国でインフレ期待が上昇して長期金利が急騰する可能性——多くの市場参加者が考えているケース——、この二つを一応最大のリスク要因と考えている。そのような場合、米国では一時的にせよトリプル安——債券安・株安・通貨安——になる可能性がある。これら経済市場動向を見極めるに当たっては、今後6か月程度の時間を掛けて丹念に点検する必要があるのではないかと考えている。最後に、今後の金融調節方針についてだが、従来通り当座預金目標を25～30兆円に引き下げ、「なお書き」を付けない案を引き続き提案したいと思う。その理由だが、今回の展望レポートのドラフトに示された考え方に沿ったものなのだが、すなわち、まず一点目としては、金融機関の流動性に対する予備的需要が趨勢的に減退している状況には変化がなく、受身的に当預残高を引き下げることが自然な対応であるということ。展望レポートの趣旨を踏まえると、金融緩和政策の解除時に当預残高を短期間に集中して引き下げることが所与とするのではなく、解除の3条件が達成される前から市場の実勢に合わせてファイン・チューニングしていくことが良いこと——ファイン・チューニング方針と言っても良いと思うが——、三点目としては、巨額な当預残高がターム物金利の上昇を抑制して金利機能が働かない異常な状況が続いている。今もFB3 か月は100円が入札されている。このような状況というのは金先市場ではかなり状況が違うが、このような目標額引き下げを先送りすることのコストが存在するということである。また、これは直接的な理由ではないが、量的緩和政策の枠組みの変更が政策効果のみならず、金利形成についても非連続的な変化を伴うものではないようにするためには、現在のような口頭だけ

の説明ではなく、金利を通じた対話ができる環境を整えた方が良く、当預目標の引き下げはその環境作りに資するというふうに考えている。すなわち、金融市場が常に量的緩和解除が時間の問題と予想している中、当預残高目標を段階的に引き下げていけば市場の金利観を反映したターム物金利の形成や国債イールド・カーブに近付いてくると予想される。政策枠組み変更に伴う市場の混乱を最小限にとどめるソフトランディングが成功する可能性も高まってくるのではないだろうか。一方、仮に金融調節を全く変更しないという今の姿勢を続けると、まだボードメンバーに合意ができていない将来の政策運営上の問題について予断を持たせる結果にもなりかねない。その結果、市場参加者に誘発される形で短期金利を引き上げるペースや国債買切オペの減額の問題とか、中立的な短期金利はどこにあるのか、そういった踏み込んだ情報発信を何らかの機会に余儀なくされることで、金融市場が混乱するリスクが否定できない。以上のように私は決定会合における議論のステージは量的緩和の後を睨んだものにしていく必要があると思ひ、以前から申し上げてきたし、現在もそのように考えている。一方、政策の枠組み変更は拙速に陥ることなく、また陥っているのではないかと市場参加者に疑念を持たれることなく慎重に進めていくべきではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は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、米国では先週末発表の7～9月GDP速報値は好調な個人消費によって+3.8%と10四半期連続の3%以上の成長となった。10月22日の週の新規失業保険申請者数も前週比減少したし、29日の週もさらなる減少が予想されている。また、現在発表が進んでいる7～9月決算についても、全体として直前の予想は若干下回っているようだが、二桁台後半の増益で堅調な内容とされている。

住宅などに変調の兆しがあるとか、政治的なイベント懸念がある、あるいはガソリン代や暖房費の上昇で消費の先行きに懸念があるなどの不透明感はあるが、全体としてみればハリケーンの影響は限定的なものにとどまって、米国経済は潜在成長率近傍の着実な拡大を続けているとみて良いと思う。なお、物価面では、9月の卸売物価が前月比+1.9%と市場予想を上回る伸びとなるなど、原油高の影響が広がりを見せてインフレ懸念が強まっている。

次に中国については、7~9月の実質GDPが前年比+9.4%と、9四半期連続の9%超えとなり、高水準の成長を続けていることが確認された。輸出と固定資産投資が好調に推移しており、先行きも高い成長を続けていくと見込んで良いと思う。

国内では、9月の実質輸出は中国向けの持ち直しから引き続き増加した。9月の雇用環境の指標も引き続き改善しており、個人消費についても4~6月の反動減は見られるが減少幅はマイルドなものにとどまり、堅調を継続している。現在進行中の中間決算発表では、電気の手先に明暗が見られるという面はあるが、資源や内需関連を中心に好業績が続いている。日経新聞の集計による上場企業の中間配当の総額は、1.7兆円と前年を28%上回って過去最高となるとされている。日本経団連が発表した冬季ボーナスが3年連続の増加となり過去最高を更新したほか、日経新聞の調査で大卒内定人数が2年連続の二桁増となったことなど、企業収益や雇用・所得環境は先行きも堅調に推移する見通しにある。この間、8月の第三次産業活動指数も前月比+1.7%と好調であった。ただ、先週末に発表された9月の生産は、前月発表の予測値から大幅に下方修正された。10月、11月の予測値は相当の増加となっているが、素材関連の在庫調整が遅れているようであり要注意と考える。

物価面でも、9月の全国CPIコアまで前年比小幅マイナスが続いているが、この先、前年比プラスに転じる可能性が高まっている。昨年10月以降、総じて5%強の引き下げとなってコアCPIマイナスの一つの要因となってきた電気料金については、燃料費調整制度に基づいて4~6月の

原油高を反映した引き上げがこの10～12月に行われ、東京に関して言えば、標準家庭の支払額は前年比+2.5%となっている。さらに7～9月の原油高を反映した引き上げが来年の1～3月に行われて、その結果、東京の1月以降の前年比は+3.7%の上昇となる。値下げが地域毎に10月、1月、4月と段階的に行われたので影響の出方も段階的に出ることになるが、いずれにしても来年初以降、さらに前年比を押し上げる要因として出てくる可能性が高い。

景気の判断としては、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ながらも、これまでの見通しに沿って回復を続けているものと考えられる。先日の支店長会議での報告やさくらレポートでも、北海道ではなお足踏みが続いているが、その他の地域では回復基調が続いており、地域間格差を伴いつつも、緩やかな回復というこれまでの景気判断を裏付けるものと思う。

次に展望レポートだが、今回の見通しに当たり最大のリスク要因である原油価格については、現状程度の水準で高止まりの状況が続くものと想定した。海外経済については、米国、中国とも不透明要因はあるが潜在成長率近傍の底堅い成長を続けるものと想定した。こうした前提で国内経済については、生産、輸出が緩やかに増加するほか、企業収益が原油高の影響を吸収しながら増益基調を維持し、設備投資は増加基調、また雇用者所得も改善基調を維持し、個人消費も緩やかな増加を続けると考える。この結果、実質GDPは2005年度、2006年度とも潜在成長率を上回る+2%前後の成長となり、需給ギャップは引き続き緩やかに改善していくと考えている。物価については、国内企業物価は原油価格や素原材料価格の高止まりが続く中、2005年度は2%弱、2006年度は1%台後半の上昇。コア消費者物価については、需給バランスの改善を背景に、2005年度は極く僅かながらプラス、2006年度は0%台半ばの上昇となるものと考えた。

こうした中で、当面最大のリスク要因は原油価格と考えられる。原油価格は足許はひとまず上昇基調が一服しているが、世界的な需要拡大と原油生産余力の縮小、石油精製など下流の設備能力の不足、地政学リスクと

いった基本的な原油高要因は解消されていない。一度ハリケーンのような供給面の制約が強まれば原油価格がさらに上昇する可能性も否定できない。日本が直接悪影響を受けるリスクは小さいかもしれないが、米国や中国などの景気が減速すれば間接的にその影響を受けざるを得ない。また、米国をはじめとする海外経済の動向も引き続きリスク要因と考える。米国経済は今のところ着実な拡大を続けているが、インフレ懸念の強まりから緩和的な金融環境に変化が生じ、景気拡大を支えてきた住宅投資や個人消費に変調をきたすことになれば、鈍化する可能性が高いと思う。以上のような景気認識から、展望レポートのうち経済・物価情勢の見通しについては、リスク要因を含めて執行部の原案に異論はない。

当面の政策運営方針だが、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、潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当と思う。景気回復と量的緩和解除の期待を背景に、オペに対する金融機関の応札姿勢は総じて引き続き積極的である。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中で、今後の金融機関の応札意欲の推移を注意深く見ていくことが必要と思う。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。

なお、展望レポートを含めて今後の量的緩和の解除等について申し上げますと、量的緩和政策の解除については年度内の可能性も含めて 2006 年度に掛けて実現していく可能性が高いこと、また、その際には金利ターゲットに戻すことといった認識が高まる一方で、解除後の短期金利の水準や時間的な経路に関心が集まっている。解除後の政策運営は、極めて低い短期金利の水準を経た後で、その時点の金融経済情勢に応じて適切かつ機動的に金利水準を調整していくということに尽きると考えるが、展望レポートで発信すべき重要な点は私としては次の三点ではないかと思っている。

一つは、量的緩和政策の解除を行っても、それ自体は引締めを意味するものではなく、解除の時点では極めて低い金利のもとでの緩和的な金融政策を続けるということである。市場も社会も超金融緩和政策が長く続いて

いるだけに、解除が不連続な変化をもたらすものでないことをしっかりと示していくことが必要と思う。

二つめは、解除後の金利水準の調整が、緩やかながら息の長い成長を続ける中で物価の上昇が抑制された状況が続いていくなれば、全体として余裕を持った対応が想定されるということである。

そして三つめは、具体的な金利水準の調整について市場参加者に必要以上の予断を持たれないような工夫をしながら、本行の景気や物価に対する見方とともに金融政策に関する考え方を丁寧に説明していくことと思う。丁寧な情報発信を行いながら、一方で情勢変化に応じた適切かつ機動的な政策対応の余地を確保することが、より一層重要になってくると思う。

以上三点については展望レポートの原案に適切に表現されており、大枠としては異論はないが、原案の6頁～7頁に掛けての最後のパラグラフに関して一点コメントさせて頂きたいと思う。この中の4行目に「期待の安定化に努める」という表現が含まれている。「期待の安定化」が望ましいことであるとは思いますが、それはあくまでも個々の市場参加者の判断の結果であり、日本銀行の役割は金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する考え方を丁寧に説明するとともに、今後の情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応するというにとどめておくという考え方もあり得るのではないかと思う。皆様のご意見を伺いたい。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回は展望レポートを中心に発言したいと思うが、その前に前回会合後に公表された計数を踏まえて、経済・物価情勢について幾つか申し上げたい。まず、国内経済は、7～9月の指標が概ね出揃ったが、我が国の景気は回復を続けているというこれまでの情勢判断に沿った動きになっていると思う。実質輸出は7～9月通期で見て、これまでやや伸び悩んできた

中国向けが持ち直し、全体としても回復傾向が明確になっている。個人消費は夏場に掛けてやや弱めの指標が続いたが、このところ外食売上高、百貨店売上高などの指標が幾分改善を示しており、雇用・所得環境が改善する中で引き続き底堅く推移しているとみて良いと思う。生産は鋼船、医薬品等の統計上の振れの影響もあって7~9月は前期比-0.3%と横這い圏内の動きとなったが、先行きは予測指数の動き等を踏まえると、IT関連の調整終了のもとで緩やかな増加基調を辿るとみられる。

物価について見ると、企業物価は9月は引き続きやや高めの伸びとなっている。9月のコアの消費者物価は前年比-0.1%と小幅のマイナスとなった。もっとも、消費者物価の先行きについては米価格や電気・電話料金の押し下げ寄与度が縮小していくにつれて、年末に掛けて若干のプラスに転じていくという見方に変わりはない。

海外経済については、長い目でみて米国、中国を中心に潜在成長率近傍の成長が続くというシナリオを変えなければならないような指標はなかったと思う。やや気掛かりなのは米国の9月のCPIがコアで見ると引き続き上昇率は抑制されているが、食料品、エネルギーを含む総合では大幅な上昇となったこと、また、そうしたもとでインフレ方向のリスクが市場でも意識されつつあることの二点である。米国経済についてはこうした点についても注意していく必要があると思う。なお、ハリケーンとの関係で注目された7~9月のGDPは、個人消費を中心に前期比年率+3.8%の成長となって、好調さを持続していることが確認された。

次に展望レポートについて申し上げたいと思う。まず、前提となる足許までの景気判断だが、今申し上げたとおり、緩やかながら持続性のある成長軌道を辿っている。4月の展望レポート対比では外需がやや下振れる一方で、設備投資、個人消費を中心に内需が予想以上に堅調に推移しており、全体としてみれば上振れと評価できると思う。先行きについては、「2006年度に掛けて潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続ける」という展望レポート案の評価で良いと思う。ポイントとなるのは、第一に国内民間需要について、企業部門の好調が持続し、それが雇用・

所得環境の改善を通じて家計部門に引き続き波及していくかどうか、第二に、輸出との関係で海外経済の拡大が続くかどうかという点である。まず、国内民間需要については、企業部門の好調は様々な指標から確認できる。例えば、先日の短観を見ても企業収益や設備投資の見通しは、最近の原油価格上昇を織り込んだうえでもなお、高水準が続くと見込まれている。また、家計部門への波及も雇用・賃金の両面で進んでおり、消費者のコンフィデンスもしっかりとしていることを考え合わせると、個人消費については、今後とも緩やかな増加を見込めると思う。従って、現在の景気回復は持続性が高く、当面、国内要因から後退局面に入る可能性は小さいと判断できるのではないかと思う。次に海外経済については、先程申し上げたとおり潜在成長率近傍の成長が続く蓋然性が高いと思う。こうしたもとの輸出は緩やかな増加傾向を続けると判断される。

以上のような景気見通しのもとで、物価面では国内企業物価は原油価格上昇等を反映して上振れているが、先行きもそのテンポは鈍化するにしても上昇を続けるとみておいて良いと思う。消費者物価は年末に掛けてプラスに転じた後も需給ギャップが緩やかな改善を続け、ユニット・レーバークストからの下押し圧力が減じていくもとの、前年比のプラス基調が定着していくというのが中心的な想定であろうと思う。もっとも、その場合にも、需給ギャップやユニット・レーバークストの影響はマイルドなものにとどまり、物価上昇率が加速していく状況にはないのではないかと思う。来年夏の消費者物価の基準改定については、現時点では改定の詳細が確定していないために、前年比押し下げ効果の大きさは明らかではないが、パソコン等が新規品目として採用された前回 2000 年基準改定時に比べると影響は小さいとみられる。従って、今回の見通しは現行の 2000 年基準指数を前提にしているが、基準改定の影響を考慮してもプラスの基調が徐々に定着していくというシナリオを変える必要はないのではないかと考える。

次に景気の見通しの上振れ・下振れ要因だが、第一に、高騰を続ける原油価格がどうなるか、第二に、海外経済、特にインフレ懸念がやや高まっ

てきている米国経済がどう推移するか、第三に、企業、家計の大枠として慎重な支出行動に変化は見られないかといった点に注意していく必要がある。特に原油価格については、今後も高騰が続いていけば、全般的な消費者物価の上昇やインフレ心理の台頭から、金融政策面での急速な引締めといった強い政策対応が必要となることもあり得る。その場合には、世界的な資金フローを通ずる影響も含め、世界経済に悪影響が及ぶ可能性がある。また、先程も申し上げたとおり、米国経済は原油価格高騰の影響もあって、インフレ方向のリスクが高まっている。そうした意味で第一、第二の要因は相互に関連しているのも、実は同時に表面化する可能性もあることも念頭に置いておく必要があるかと思う。

以上のような経済・物価の見通しを踏まえて、今回の展望レポートでも重要なポイントになるのは、当面の金融政策の運営に関するメッセージである。この点は言うまでもなく今後の経済・物価、金融情勢に大きく依存するが、それを前提としたうえで、具体的に四点程申し上げたい。第一点は、量的緩和政策の解除の時期については、これまでの情報発信によって2006年度に掛けてその可能性が高まっていく点、市場の理解は進んでいると考える。ただ、基本的には4月の展望レポートの表現を維持するとしても、今回の経済・物価見通しを踏まえれば、解除の可能性が幾分強まっているというニュアンスを加味しても良いのではないかと考える。第二に、そのうえで、政策効果は解除の前後においても「非連続な変化を伴うものではない」という点を強調していくことで、解除自体は政策としての大きな転換を意味するものではないという点の理解をさらに進めることが重要であると思う。第三に、解除のプロセスは我々にとっても市場にとっても初めての経験なので、市場に対する配慮が重要である。この点もこの段階から可能な範囲で説明していくことが適切だと思う。具体的には、当座預金残高の削減に際しては、金融市場の状況を十分に点検しながら行う必要があるという点や、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明して、市場の金利形成が経済・物価情勢に応じて円滑に行われるように促していくということである。第四

に、解除後の政策運営について「余裕をもって対応を進められる可能性が高い」という表現が原案にあるが、これをさらに具体的に敷衍するかどうかという論点があると思う。ただ、この点は将来の政策運営の柔軟性と透明性のバランスをどう図るかという問題である。そうした観点からは、経済・物価情勢の不確実性が大きい解除後の政策運営について、現時点でさらに具体的に記述するのは適当ではない。ただ、市場においても解除が意識される度合いが強まっているだけに、「余裕をもって」という表現が想定しているプロセスについて、これまでよりも多少丁寧に概念整理を行っておくことは、市場での円滑な価格形成という観点からも望ましいと思う。そうした意味で、原案の書き振りに違和感はない。解除とその後のプロセスの全てがゆっくり進むという理解がこの原案の表現から強まる惧れもあるが、やはり原案がきちんと表現しているとおおり、あくまでもプロセス全体として余裕を持った対応ができるということをきちんと説明しておく必要があると思う。

以上が今回の展望レポートに関してのコメントだが、最後に情報発信について一言申し上げたいと思う。2006年度の消費者物価の見通しは、現時点で配付された政策委員の大勢見通しで中央値が+0.5%ということである。これはまだ最終決定ではないが、仮にこのような数字が公表されると、量的緩和政策解除の第二の条件、すなわち「先行き再びマイナスとなると見込まれない」という条件が達成されたという理解を生む可能性がある。ただ、2年前に明確化した解除の条件は、あくまで「消費者物価の前年比が安定的に0%以上」ということを、より分かりやすく記述したもののだが、第一の条件、すなわち「足許の消費者物価前年比が基調的に0%以上となること」と今申し上げた第二の条件は、相互に密接に関連しており、別々に議論することはあまり意味がなく、これらが達成されたかどうかはあくまでも一体として判断すべきものである。言い換えると、第二の条件が先に満たされたのではないかというような議論は意味がないということである。そのうえで経済実態をよく見ながら量的緩和政策を続けるべき理由があるかどうかということ点を点検して、最終的に消費者物価の前

年比が安定的に0%以上であることを確認したうえで、解除の判断を行うということになると思う。解除条件の達成を実際にどのように判断していくかについては市場の理解にもニュアンスに色々と差があるように見受けられるので、今申し上げたような点を必要に応じて整理して、情報発信をしていく必要があるのではないか。最後に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。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それではまずアメリカ経済について申し上げたいと思う。アメリカ経済の実質成長率は、第3四半期は+3.8%となった。私は第4四半期は幾らか減速するのではないかと考えている。一つの理由は、設備投資の伸び率も、それから住宅投資の伸び率も、第3四半期には、その前の期と比べると若干減速している。設備投資について言うと、トービンのQが——これも測り方で色々な数字があるが——2005年の初めにピークアウトしている。それから金融引締めについて、今後どの程度のテンポで、またどれ位の幅で金利が上昇するかにもよるが、既に引締めの期間が一年以上続いており、過去の例によれば、一年半程度引締めを続けているとどこかで効果が出てくるはずだと思う。さらに金融面では、M1に注目する方もいるが、この伸びが2001年には20%程度だったものが2.6%まで低下しており、いわゆる過剰流動性は相当縮小していると思われる。私が注目しているのはやはり生産性で、その裏返しとして、果してインフレ期待がどの位上がってしまうかが重要である。連邦準備制度理事会がコアのPCEをどこまで重視しているのか、ヘッドラインのPCEかCPIも見て政策運営するのかということに注目をしている。2月から新しく議長になるバーナンキ氏がどの指標にウエイトを置いて運営されていくのかによって、かな

り違ってくる可能性もあると思っている。米国市場では、今日堀井国際局長から紹介があったが、株価のボラティリティが若干上がっている。これはやはりマクロ経済の安定性について色々な憶測が生じて、ボラティリティが上がっていると私は理解している。債券市場にはそのボラティリティが現われていない。クレジット・スプレッドは、GM等の問題があって動きが出ているが、これが債券市場に波及すれば、その時は恐らく長期金利が反応し始めると思っているが、そのタイミングに注目をしている。

二番目に日本経済であるが、鉱工業生産について第3四半期を纏めて見ると-0.3%で、私は8月の決定会合で「最悪の場合は横這いになる可能性がある。」と申し上げたが、どうも最悪になった。しかし、ファンダメンタルズが良くなっているという認識については執行部の説明と全く違いがない。私自身は、第2四半期と第3四半期は、色々特殊要因があるだろうが、横這いではないかという感触をずっと持っていた。ITの調整が終わっても回復力は恐らく弱いだろうという基本的な見方に多分間違いはなかったと思っている。ITと非ITを分けてみると、ITについては半導体製造装置のBBレシオが0.9と再び1を割ってしまった。それからDRAMの価格もやや軟調である。アメリカのBBレシオは1以上になったが、これまで好調だった後工程のBBレシオが1.6~1.47というところまで下がってきている。もう少し長い目でみると、電子・デバイスのサイクルがあるという人もいる。これは22か月位のサイクルで、1990年代後半位、あるいは2000年に入ってからと言った方が良いかもしれないが、この短い循環が、普通の在庫循環以外にもう一つあるかもしれないと論ずる方がいた。確かに2003年で中休みして、2004年でもう一回中休みして、そうするとまたいつか中休みする可能性もある。そこで以前、半導体に関してダブルディップがどこかであるだろうと申し上げたが、私の予想だと2006年の第2四半期から第3四半期位に掛けて、それが起きる可能性があると思っている。ということで、ITの回復力については、やはり過去の回復力よりも弱いと考えている。それから非ITの在庫については、中国からの輸入鋼材の岸壁在庫が2005年6月をピークとして減少しつつあ

るが、まだ水準は高い。従って、早川調査統計局長からお話があったが、恐らく調整は年末では終わらず、2006年の初め位まで引きずって行くと思う。これは勿論生産の足を引っ張る要因になると考えている。以上が生産及びITであるが、纏めてGDPで考えると、7~9月のGDPは、輸出だけがプラスで、内需はゼロになるリスクもある。純輸出だけがプラスで0.2%という姿になると、やや踊り場脱却という姿とは違いが出てくる。GDPの数字と景気がどの程度合っているのかという点では、これはGDPの基礎統計に家計調査の振れか企業の調査・サーベイ等の振れなどの問題がある。

最後に物価については、これは実は量的緩和の枠組みをどう考えるか、変更の時期をどう考えるかということと非常に密接な関連がある。物価を引き上げる要因としては、やはり石油関連で特に都市ガスや電気料金が10月から上がる。また、航空運賃は日本航空が1月、全日空も4月に値上げするというニュースが伝えられている。その一方でマイナスの要因も考えられる。一つは——これはどの位の大きさになるかは分からないし、時期も思ったより少し後かもしれないが——移動体通信の新規参入によって料金が引き下げになる可能性がある。あるいは今医療保険制度改革を随分議論しているが、これによって診療報酬を引き下げることがあると、これもマイナス要因になる。それからIT循環が下降局面入りして、これが景気の下振れリスクを通じて物価にマイナスに働く可能性もある。それからアメリカの長期金利がボラティリティを増すことによって住宅価格がある時点で下がり始める可能性がある。その結果、個人消費関連や住宅投資が弱くなる。それを反映して原油価格も反落する可能性がリスクとして存在する。今回の予測は、中央値で見ると、2006年度コアのCPIが+0.5%となっている。私は量的緩和解除の第二条件としてコアCPIの+0.5%はどうしても必要だと、なぜなら、年度平均が0.5%なら、年度末になれば+1%位が展望し得るからだと言ってきたので、その意味では数字だけ見ると非常に満足である。ただ一つ問題なのは、+0.5%と言っても、中身を見ると、+0.4%位は実は原油価格で支

えられており、これが反落してくると本当に実力で+0.5%あるのかという問題点が残るように思っている。

最後に展望レポートに関して、「期待の安定化」ということについて皆さんご議論があったので私の考え方をご説明したいと思う。私は金融政策は、現実のアクションで示すことと、コミュニケーションで示す、つまり、市場とダイアログすることの、両方が必要だと思っている。コミュニケーションの中には幅広いものが含まれている。金融政策の考え方をよく説明すれば、「期待の安定化」はいらないというご議論もあったが、私は、コミュニケーションをすることの目的は市場の期待を安定化させることだと思う。コミュニケーションの中身については人によって多少の濃淡がある。展望レポートに書いてあることを丁寧に説明すればそれで十分だという方もおられるかもしれない。私は、少なくともゼロ金利が続いている間はどうしてもアンカーが必要だと思う。これは他の国よりも必要である。物価安定のアンカーが必要で、それがあったのでここまでデフレ幅も縮小してきた。これからデフレを抜けて行こうという時にアンカーなしに抜けて行けるのか。水野委員からご指摘があったように、今は次第に量的緩和からコミットメントなしのゼロ金利になってきているが、現状はゼロを上回るというコミットメントで「期待の安定化」を図っているので、コミットメントなしにした時に大丈夫なのかと私は思っている。何らかコミットメントをはっきり言うか、あるいはインディケーションでも良いが、我々はこういうところまで行きたいということをコミュニケートしていくことは必要なのではないか。これは近い距離で考えるのと遠くの距離で考えるのと両方あると思うが、そうしたことは重要なことだと思う。「期待の安定化」を図る一つの典型的なやり方は、イギリスが採用しているようなインフレーション・ターゲティングである。私はアメリカも事実上ターゲティングをやっていると理解している。というのは、コアのPCEが1.5%~2%位という予測をこのところ出している。また、バーナンキ氏は2003年3月から「コアPCEで+1%~+2%が安心できる範囲だ。」とおっしゃっている。そういう間接的な形でコミュニケーションをしてい

と思う。それでも、イギリスとアメリカの長期金利のボラティリティを比べた実証分析によると、どうもアメリカよりもイギリスの方が長期金利のボラティリティが低い。物価のアンカーを与えている国の方がパフォーマンスが良かったということもやはり考えていく必要があるのではないかと考えている。ということで、「期待の安定化」ということはやはり非常に重要な要因ではないか。これからアメリカもバーナンキ議長になって、——生産性を見方をどう考えるかとか、コアのPCE重視なのかヘッドラインなのかということとも関係あるが——物価安定のアンカーを連邦準備制度理事会がどのように位置付けていくのかも注目したいと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

金融政策運営を含めて今回の展望レポートについては執行部案に特段の違和感を覚えない。内外景気は引き続きオン・ザ・トラックで回復を続けている。その上で前回会合以降の変化点を申し上げたいと思う。

米国経済については、7~9月期のGDP+3.8%が示すようにハリケーンの影響は限定的で内需の強さを改めて印象付けている。今後も一時的な落ち込みは予想されるが、引き続き景気の拡大が予想される。もっとも先行きリスク要因としては、第一にもう皆様がお触れになったインフレ懸念である。特にヘッドラインの数字が高いということでインフレ懸念が高まって長期金利もやや強めに展開している。上昇気味である。このところそれに加えてユニット・レーバ・コストも上昇していることを勘案すると、米国の物価動向、長期金利には注意が必要だと思っている。その間、コストの上昇が最終製品に転嫁されない段階で、影響が出るのは企業業績である。素材・燃料高を販売価格に転嫁できない鉄鋼業界や、あるいは紙の業界では一部に業績悪化が明らかになってきている。これは今回の一つの

特徴ではないかなと思う。第二のリスクとしては、現在、ガソリン価格は小康状態にあるとは言いながら 2 ドル 60 セントと非常に高いレベルにあるし、石油精製能力の回復も十分でないまま冬場を迎えるため、灯油の上昇が消費者コンフィデンスを低下させる可能性があることも注意しておく必要があり、その大きなテストがクリスマス商戦への影響度ではないかと思っている。そこの部分をよく見たいと思う。もう一つはこれも執行部の方から説明があったが、GM問題、あるいはレフコの問題、CIAの情報漏洩事件等ここにきて不透明要因が加わってきているというところが心配ではあるが、今のところクレジット・デフォルト・スワップ市場へのインパクトも小さく、株式は乱高下はしているものの、何とかタイド・オーバーしているというのが現在ではないかと思っている。

我が国の経済情勢については、内需、外需のバランスが取れた形で景気回復を継続している。企業収益の好調が設備投資の拡大を促すとともに、雇用・所得の改善を通じて企業部門の好調が家計にも波及し、個人消費の回復並びにその堅調さを支えている。それがさらに企業収益を生み出し、景気拡大のメカニズムが定着し始めている。多少の外的ショックであれば吸収できる程の適応力も見せてきていると考える。足許、企業はリストラの結果、さらには業容の拡大から人手不足はある意味では深刻化しており、久方振りに大量の新規採用にも積極的な姿勢を示したが、採用を確保できない状況で、一部には待遇面も含め雇用環境の改善が鮮明になってきている。特に製造業が 3 年半振りに増加したことは明るい材料だと思っている。この間、輸出については、円安も手伝い、米国、中国、その他地域とも増加しているほか、品目別でも在庫調整が一巡した IT を始めデジタル家電、自動車、建設機械、産業機械、プラント等幅広い分野で増加が見られている。物価面については、国内企業物価はエネルギー原材料価格の高騰に加え、内外金利差の拡大を背景とした円独歩安も手伝って上昇基調を続けている。なお、汎用鋼板については、中国において一昨年来過剰投資の結果、新規設備の稼動が相次ぎ、生産過剰による一段の在庫増加から市況が軟化しており、こうした状況を受け中国では 10~12 月期に 5%

の減産を業界に指導している。一方、日本の大手高炉でも今年度下期の汎用鋼板の減産幅を拡大する計画である。また、このコアCPIについては企業収益の好調を背景に、冬季賞与や残業手当が増加し、総人件費の上昇がユニット・レーバ・コストの低下幅を縮小させているということから物価下落圧力を緩和し、これまでのパターンにやや変化をもたらしているということが散見される。金融面では、企業収益の好調を背景にキャッシュ・フローが引き続き潤沢であることや、金融機関の貸出態度も引き続き積極的であること等から企業金融は極めて緩和的な状況である。この間、株式市場については日本のマクロ指標で一部弱めの数字が出たことやニューヨーク市場の軟化にもかかわらず、企業の間接決算の好調を反映し、底堅く推移している。景気も基本的には変化なく、内需関連株、建設、不動産、第二地銀等の株価も上昇している。また、長期金利については、総じてみれば米国の長期金利の動きを反映しているとはいえ、安定したレベルで動いているという状況である。

当面の金融政策運営方針であるが、先月来の本行からの情報発信が市場に織り込まれる間のユーロ円金利先物は、先程執行部の方から説明があったが、出来高が高水準で推移している。市場においては、短期間でポジション調整が進んだことを物語っている。市場は既にユーロ円金利先物市場を通じて量的緩和政策の解除時期を示しており、従って、市場の注目は既に解除時期をWhenから出口に至るまでの道筋、Howに移行し、本行がどのように、またどのようなステップで量的緩和解除に向けた政策運営を行っていくかという点に関心を集めている。本年4月に私が初めて当預残高目標の減額を提案してから既に6か月を経ている。その結果、将来いずれかの時点であり得る量的緩和政策の枠組みの変更までの猶予期間は、4月の段階に比べその分当然であるが短縮されている。このため枠組みの変更については、経済物価の動向や市場状況を踏まえつつ焦らずゆっくりと漸進的に慎重に行っていくことが必要である。短縮されたということ、あまりピッチを上げると危険だということである。以上を踏まえつつ、いつも申し上げていることであるが、本行としては、まず第一にでき

るだけ自由な金利形成を促し市場機能の回復を図っていくこと、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の期間の短縮化を図っていくことが重要である。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、経済金融情勢を慎重に見極めながら、現在の巨額の当預残高をゆっくりと時間を掛けて一つ一つ階段を下りるように削減していくことが適当であると思っている。市場で形成された巨額の内外ポジションを考慮し、市場との対話を大切に、市場に予見可能性、プレディクタビリティを持たせるような対話を市場に滲み出していく必要があると思っている。そのためにはまずは残高目標を 27~32 兆円程度に引き下げ、「なお書き」はイベント・リスクに備える趣旨から修正前の表現に戻したうえでこれを存続する。現在程の巨額の当預残高は最早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が継続していけば、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十分サポートできると思う。以上である。

福井議長

最後になったが西村委員から願います。

西村委員

現状判断及び展望レポートについて、留意すべき点、重要な点については、皆さんが既に述べられているので、私としては時間を取らないように特に気になる点に絞って意見を述べたいと思う。

まず、現状判断である。二点ある。第一点は国内についてであるが、IT 関連産業の見通しである。この点については既に岩田副総裁の方からご指摘があったが、私も同じような問題意識を共有している。確かに足許の生産・在庫の動きをみると、調整の一巡というのは明らかであるが、先行きの見通しについてはかなり注意しなければいけないと考えている。既に岩田副総裁からご指摘があったが、7月をピークにDRAMの価格が軟調

になっており、現在もジリジリと下落している。それから川下の消費者向け輸出市場の価格も、それに呼応して横這いから先週末にはっきり下落へ変化をしている。また、ハードディスクドライブの消費者向け流通市場価格も趨勢線を切って下落している。DRAM等の価格については、世界市場で業界第一位の会社の価格支配力が高まっているということが言われているが、当該者の上層部が持っている年度後半の需要状況の見方は極めて厳しいという感触を得ている。BBレシオについては既にご指摘があったが、8月から9月に掛けて日本もそれからアメリカも減少している。もっとも、これは全て米国消費の天王山であるクリスマス商戦の帰趨がどうなるかによるが、まだ見えにくいところであり、メインシナリオと考えるよりは大きな下振れの要因という形で扱うのが適当であると考えている。第二の点は国外である。世界的にプロパティ・マーケットの動きを示す指標が問題になっているが、その見方についてである。イギリスの住宅価格は、国際局の資料にあるようにネーションワイドのデータを使うことが多い訳である。それはレンディングのためのモーゲージのアプレイザル・プライスに依拠している。そのため市場の取引価格の急激な変動とは異なった動きをすることが多いということが知られており、この点では日本の公示地価、都道府県地価調査と同種の問題を含んでいる。実際、最近のネーションワイド指数を見ていると、伸び率は急速に低下したものの、まだプラスの圏内にあるようであるが、取引ベースでは実態として相当な下落が生じているというのが関係者の評価のようである。このため英国においてはこれから住宅価格下落の影響が顕在してくる可能性がある。ただ、米国の住宅価格のデータも、英国や欧州の住宅価格のデータに比しても市場の動きを上手く表わしていないという指摘がある。国際局の資料にあるOFHEOの指数もこれはファニー・メイやフレディ・マックからのモーゲージのためのアプレイザル・プライスから作られた指数である。米国の住宅は依然として高原状態にあるようであるが、変調の兆しには十分注意しなければいけないし、重要な点は、株式市場では取引価格の動きは自明であるが、プロパティ・マーケットでは取引価格の動きは必ずしも自明ではな

いということがある。そのために判断が遅れるという可能性がある。この点には注意しなければいけないと思う。日本のプロパティ・マーケットの動きは世界的なプロパティ・マーケットの動きとは全く逆であり、方向としては下落から上昇への転換点にある。勿論、公示地価、都道府県地価調査の地価というのはアプライザル・プライスであるので、その動きはたかだか取引価格の動きの極端に遅いラグド・インディケータに過ぎない。ただその中で取引価格ベースの指数も次第に一部の地域で民間ベースで整備され、また公的ベースの検討も進んでいる。その中で首都圏と関西圏で現在利用可能な取引価格のベースの品質調整済マンション価格を見てみると、このところ若干の調整の後、9月に入って上方への動意が見られる。また警戒するような状況ではないが、この点については慎重な見方が必要ではないかと思う。

それから展望レポートについてまた二点程指摘したいと思う。量的緩和の枠組みの変更について「2006年度にかけて高まっていく」という表現についてであるが、既にこれは皆様のご指摘になったように、これはあくまでも必要条件が満たされる蓋然性が客観的に高まっているということを行っているに過ぎないのであって、この点をあたかも変更する期待を誰かが高めているというような、うがった解釈があるということがやはり大きな問題だと思う。この点を改めてテイクノートしておきたいと思う。それから先程から「期待の安定化」について様々な議論があるが、私は「期待の安定化」を今後考える時には、本来の無用なノイズを避けるということが「期待の安定化」であり、期待を過度に安定化するというようなことはあり得ない。あり得ないと言うか、それをいじくるのはかえって望ましくないと思うので、その点について我々は明確に発信していかなければいけないと思う。以上である。

福井議長

展望レポートを含めてであったので、大変沢山のご意見を出して頂いたと思う。少し現状、それから当面の調節、展望レポート等々に切り分けな

から整理をさせて頂きたいと思うが、現下の経済情勢、あるいは物価情勢について、各委員方のご意見は、勿論個々に多少のニュアンスの差はあるが、総じて言えば、前回の決定会合の後発表した10月の基本的見解の判断に沿った動きが続いていると、こういうことではなかったかと思う。勿論、鉱工業生産指数、その他指数が7~9月の分がその後出て、概ね出揃ったという段階であるので、10月の基本的見解で示した中身についてもう少し精査できるようになってきたということはある。その中で生産の動きについては、事前の予想よりも少し弱めの数字が出ているということで、実態はほぼ横這い圏内の動きが続いている点が確認されたということであるが、その背後にある企業部門の動きを見てみると、前回の基本的見解を打ち出す時に我々が想定していた企業部門の動きについては、概ね変化なく推移しているということだと思う。それから輸出については、中国向けや、あるいは情報関連の持ち直しということで、これは予想通り少し増加するという数字が出てきたということである。それから家計部門については、企業部門の好調が家計部門に波及するという従来の動きは着実に続いているということであるし、それを大きな背景として個人消費は引き続き堅調だと。具体的な動きとしても夏場に比べて若干販売指標等が改善を示しているというご認識だったと思う。物価についても、10月の基本的見解の判断に沿った動きだ。国内企業物価については原油高の影響をそのまま反映して少し高めの数字が出ている。それから消費者物価については概ね想定通りの動きが続いている。市場においても、こうした動きから先行きを読んでおり株価が比較的堅調、長期金利は幾分上昇、このような動きを示しているというご認識であったと思う。

それから展望レポートについても、内容、表現ともほぼ全ての委員方からサポートされているのではないかと、私は受止めさせて頂いた。今回の展望レポートの原案に書かれているエッセンスは、まず経済の展望そのものについては、2006年度に掛けて日本経済は「潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続ける」と、これがポイントである。そしてその後、それを支えるメカニズムとして輸出・生産がそれ程派手でなくても

着実に増加を続けていく。それから原油高が続くもとでもある程度これをこなしながら企業収益の増加、増益基調が続いていき、高水準の企業収益から国内民間需要への波及も続く。それに加えて極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押ししていく。恐らくそうしたメカニズムを背景にしながら、冒頭申したとおり「潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続ける」ということであつたと思う。引き続き企業の行動を見ていると、慎重な企業行動が大枠維持されている結果として、景気回復のペースは緩やかである。しかし、ストック面での過剰な積み上がりが回避されるため、「息の長い回復が続く」というプロセスに結び付くことが期待される、基本の構図はそういう形で記述されているということだと思う。物価についても、需給バランスが緩やかな改善を続け、ユニット・レーバ・コストの面からの下押し圧力が減じていくという想定にこうした経済の見通しが結び付いていく訳であり、従って、特にCPIについては、今後年末に掛けて前年比プラスに転じていくという想定のとおり動いた後も、今回の展望レポートでこれから我々が示そうとしているような2005年度の前年比はゼロ近傍、2006年度はプラスという方向に結び付いていくと、そういう読みになるということだと思う。展望レポートでは上振れ要因・下振れ要因、原油価格の動向、海外経済の動向、国内民間需要の動向ということを挙げていて、最後に金融政策の運営について今回幾つかの重要なポイントを記述しているということだと思う。一つは量的緩和政策の効果が、次第に短期金利がゼロであることによるものが実態的に中心になってきている。先行きいずれかの時点で枠組みの変更を行おうとしても、非連続的な変化は生じさせないでいけるのではないかという点の一つ。それから、その枠組みの修正それ自身は今回示す展望レポートの経済・物価見通しを前提とすると、「2006年度にかけて高まっていく」と、客観的に見てその蓋然性が高まっていくということを記述している。そして三つめには、勿論、この当座預金残高削減に当たっては、金融市場の状況を十分に点検しながら慎重に判断する必要があるということも記述したうえで、さらにその後のプロセスについて概念整理をした。極めて低い短期金

利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくと、そういう順序を辿るということはこの段階で概念整理したということである。イグジットのことだけに世間の関心が集まるということからみると、これで視野を少し将来に向けて頂くという効果もあるのではないかとということである。それから、枠組みの変更、その後の短期金利の水準や時間的経路については、全てオープンであり、今後の経済・物価情勢の展開、金融情勢次第で正確に判断していかなければいけない事柄だとしている。それからもう一つ重要なことは、その枠組みの修正、それから低い短期金利の水準の時期、その後金利水準を経済・物価情勢に見合って修正していく過程、これら一つ一つについて長いか短いかということではなくて、この全プロセスが、経済がバランスの取れた持続的な成長過程を辿る中にも物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断される限り、余裕を持って対応できる可能性が高いと。このように、一連のものとして捉えながら記述されているということである。そして最後に、「金融経済情勢に関する判断、あるいは金融政策運営に関する基本的な考え方を今後とも、あるいは今後一層丁寧に説明し期待の安定化に努める」ということを表明している。もとより「期待の安定化」は、何人かの委員が指摘なさったとおり、日本銀行の力だけで全うし得るというものではないということだとは思いますが、量的緩和を長く続けた後、これから本当に経済がダイナミクスを備えていき、そして物価の形成メカニズムというものが新しく形成され、その中で新しい金融政策を経済・金融にフィットする形で作り上げていく過程であるので、日本銀行としては、日本銀行が何を、どういう意図を持って政策をしているか、そのことを行動で、そしてまた説明でもって十分市場に理解されるように努めていくということの意図を「期待の安定化に努める」と。「期待を安定化させる」というのではなく「努める」というところに深甚なる意味を込めてこの文章が入っている、そういうふうに理解されればと思う訳である。なお、次回決定会合までの金融政策運営方針については、多数の意見は現状維持と。当座預金残高目標 30～35 兆円程度について、「なお書き」も含め現状維持ということ

であったと思う。お二方の委員からは、従来通り量的ターゲットの削減についてご提案があった。上手く纏められなかったかもしれないが、引き続きもし重要と思われるポイントがあったらご議論頂きたいと思う。

なお、少し申し遅れたが、岩田副総裁と西村委員からご指摘のあったリスク要因。当面のリスク要因として、プロパティ・マーケットの今後の変化とその影響というのは正確に見極めていく必要がある。それからITについて取り敢えず調整一巡といってもこの先についてのリスク要因としてやや具体的にみていった方が良いのではないかというご指摘があったことを付け加えさせて頂きたい。それから当面の情報発信について須田委員、それからもう一方ご意見があった。西村委員であったと思うが、一つは先程も申したとおり、これから非常に大事な時期に入っていくのでまさに「期待の安定化」を害するような情報発信であってはならないということ、これはなかなか申し合わせの仕様もないので私を含め役員方の情報発信に一段と工夫を加えて頂くしかないのかなという感じがするが、必要とあらばご議論を頂きたいというふうに思う。それからもう一つあった。コミュニケーションのご意見を出して頂いたのは、武藤副総裁。情報発信について、例の枠組み解除の3つの条件というのは、一個一個を満たしたということに判断していくのではなくて、あれは一つの条件をブレイクダウンしたものであって、あくまで一体となって判断していくと。このことについては、私もこれまで繰り返し世間に説明してきているが、どうしてもやはりブレイクダウンしてみせると、一個一個というふうに反応を招いているし、一個一個に関する問い掛けが強い。この点については今後とも「いや、これは満たした。」という答え方をするのは不適當だということだと思う。引き続き説明をしていかなければいけない。それと先程の、全体としてゆとりを持ってという話は、その全プロセスが連続的であり、かつ物価上昇圧力が高まらないというのであればゆとりを持ってということであって、どれだけゼロ金利の期間が続くのかとか、といったように細切れにする話ではない。それこそ非連続になると、こういうふうに非常に重要なポイントだということである。

水野委員

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

これは結構本質的な話だと思う。多分、総裁が記者会見で一番最初に政策効果について非連続の変化を伴うものではないということと言われたと思うが、二つコメントがあって、一つはそうは言っても政策の枠組みが変わるのだから連続とは言えないというマーケットの声があるという点である。短期金融市場と債券市場ではかなり解釈が異なっているようで、短期金融市場参加者は比較的早く短期金利が上がるのではないかとと思っている一方、債券市場参加者はゼロ金利の期間が長いと思っているという感じがする。二つめは、私はよく理解できなかったのだが、岩田副総裁は、ゼロ金利の効果が強いと主張されていたので、枠組みを変更する効果は非連続になってしまうということになってしまうのか。

岩田副総裁

非連続ということではない。水野委員がご指摘のように、今のまま量的緩和政策をやめる時期が近付いていくと、事実上、コミットメントのないゼロ金利になってしまう。その時に何らか物価安定のアンカーになるもの、これは明確にコミットメントと言うか、「後戻りしない」という表明が必要だと思う。石油価格が反落するリスクもあるし、指数改訂のリスクもあるし、そういうリスクをよく見極めながらやっていく必要があるということ、何らかの形で伝えた方が良くというのがボトムラインなのである。

水野委員

政策効果が非連続な変化を伴うものではないという表現には違和感はないのか。

岩田副総裁

量を動かすということ自体はこれまでしなかったもので、その点で政策手段に違いはあると思うが、政策効果ということ言えば非連続ではない。表現については特に違和感はない。

水野委員

ただ、ゼロからプラスになると意味が違ってしまうのか。

岩田副総裁

ゼロ金利の時と、金利を上げていく局面ではやはり効果の違いがある。

水野委員

岩田副総裁が言われたことと表現が整合的であるか確認したかった。

福井議長

まさに何を目的とし、そして我々が政策としてどういう行動をし、従って、それと一体感のある説明がやっていけるかどうかという中に、広い意味ではその中に含まれてくると思う。

水野委員

そのようなものだと思う。展望レポートで一本化されるからといって、ボードメンバーが全く同じ意見ということはないだろう。

福井議長

その中に色々な仕掛けとか枠組みとかというものがアイデアとして

入ってくる可能性はあると思うが。

須田委員

岩田副総裁、少し宜しいか。先程来おっしゃられている「後戻りはしない」ということは量的緩和政策の解除のところで考えるべきことであって、その先に行ってもまた「後戻りしない」かどうかという議論をされてしまうと、それは一体何なのだろうというふうになりかねないという気がする。それから、私はどうやって金融政策についての先行きの予測可能性を高めるかという事については勿論考えていかななくてはいけないと思っている。ただ、先程触れられたBOEのインフレーション・ターゲティングについては、最近、キング総裁がかなり懸念されていて、「物価上昇率が今までは目標の中に収まっていたため、安定感もあって良かったのだが、もし目標から出てしまった時には、期待の安定化ということに対して自信がない。」とおっしゃっている。また、先日、本行にお越しになった時に
もそういった時は、政策運営が難しいとおっしゃった訳である。従って、私は、インフレーション・ターゲティング、あるいは物価目標みたいなものについては、長い目ではきちっと考えていかななくてはいけない問題だとは思っているが、こうしたものを今出すことが本当に「期待の安定化」に資するかどうかということに関しては、足許のオイルの影響というのももう少し見る必要もあり、私は結論を出すには早過ぎるのではないかなという気がしている。

水野委員

それに加えて言うと、マーケットにいる時には、須田委員が先日講演でやられていたとおり、金融政策の機動性が高い国程、インフレ・ターゲットを入れていると感じていた。それで実際、BOEの機動性は高いと言うか、総裁、副総裁がバラバラに投票しているように、自由度が高いか低いかという、高い訳である。だからそういう意味では、日本銀行とかECBにはまだ機動力がなくて、新法下の日銀やECBには、BOEとは歴史

がやはり違うことも含めて、二つの点から導入はまだ時期尚早なのではないかと私は個人的に思う。もっと簡単に言うと、一年間内に金利を一旦上げた後下げる時、グリーンSPAN議長は上手いと言われ、我々は間違えたと言われるような政治的な風土がまだあるのではないかなという感じがする。

福井議長

イグジットと言うが、これから新しいところにエントリーしていくという面もある訳で、我々が新しい世界をクリエイトしていくという発想になれば、やはり政策の透明性とフレキシビリティの狭間で本当に正しいコースをきちんと見出していく、毎回毎回でなくて少しロングランに見て何が望ましいやり方かということのを平行して検討しながらやっていかないと、こういうことではないか。テキストブックは他にあり、それを単にテイクオーバーすれば良いのだという発想は、やはりニューエントリーの取り敢えず出発点では持たない方が良いのかなという感じである。

岩田副総裁

須田委員からご質問があったので、「後戻りしない」ということの意味について説明したい。私の理解は、私共の3条件はコアのCPIで見ている訳である。そのコアCPIというのは、日本の場合は生鮮食品を除くものである。約束を果たすことを中心に考えると、——例えば第二条件だけ取り出すのは色々議論があるかもしれないが——+0.5%という予測値ならそれはそれなりに達成している、そういう議論はあってもおかしくないと思っている。ただ、コアコアというか、国内経済の需給全体のバランスで決まってくるインフレ率について、+0.5%が見えるのはその先ではないかと私は思っている。特殊要因という下駄を履いている2006年度ではなくて、もう少し先だと思っている。ただ、そこは約束を果たすという観点やアメリカとか欧州で言うヘッドラインの物価上昇率にどれ位ウェイトを置くのかということ、コアコアの物価上昇率でみるのかということ

と、そのところは微妙な舵取りである。これは私の理解ではECBもFedも直面している問題である。場合によると少し加重平均でみているのかもしれない。そういう微妙な時期にあるので、動くにしても保険を掛けながら動く方が良い。それが私の「後戻りしない」ということの意味である。それからターゲティングそのものについては、色々な理解がある。私は日本銀行が量的緩和に踏み切った時からターゲティングをしていると、こちらに参る前からずっと申し上げていて、その理解はずっと変わっていない。ただ、そのターゲティング自体がなくなってしまう、コミットメントがなくなってしまう訳であるから、それは私から見ると後戻りである。

福井議長

コア・インフレか、ヘッドライン・インフレかというのはなかなか難しい議論で、どちらか一方をみれば良いというふうにはなかなかいかない。石油価格が上がる時に、いわばそういう輸入されたインフレが国内的なインフレにどれ位展開しているかというのは、正確な判断をしようと思うとやはりコア・インフレ中心とした分析作業は欠かせないし、しかし、人々の生活実感からインフレ期待をどれ位誘発するかという点では、やはりヘッドライン・インフレーションがかなり物を言う場合もあるので。

水野委員

我々は今少し異常な政策をやっているが、今後フォワード・ルッキングな政策をある程度やっていく訳であるから、期待インフレ率をどう測るか、我々がどう判断するかが重要であり、我々の分析力なり、マーケットの予測能力なりに掛かってくる。よく中原委員が言われているが、足許の物価と2年、3年後の物価の違いもあると思う。

岩田副総裁

アンケート調査等では3年後、5年後にはプラスという数字も結構ある

のだが、インデックス・ボンドで見る限りほとんど変わっていない。マーケット自体が不完全という問題もあるのだろう。その見方もなかなか難しいところかと思う。

福井議長

宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず、上田副大臣から願います。

上田財務副大臣

本日公表の経済・物価情勢の展望は、日銀が18年度の経済・物価に対する見通しを示される機会であり、特に消費者物価の見通しや金融政策運営の記述については、量的緩和政策継続のコミットメントとの関係で市場からも注目をされている。こうした中で、第一に、17年度及び18年度の実質GDPや消費者物価指数についての政策委員の見通しが本年4月に比べ上方修正されるとしても、我が国経済の現状は、物価動向等をみると、デフレが依然として継続しており、展望レポートにもあるとおり、原油価格や海外経済の動向といったリスク要因については引き続き十分注意深くみていく必要がある。二つめには今後の金融政策運営のあり方について、確実にデフレから脱却するため、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをして頂くことが必要と考えている。また、本日は展望レポートの公表を契機に、日銀の今後の金融政策に関する様々な憶測が生じやすい状況が発生する惧れがあることから、デフレ脱却に向けて、現状の量的緩和政策を粘り強く継続するというメッセージを、市場や国民に丁寧にお伝え頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

それでは浜野政策統括官から願います。

浜野内閣府政策統括官

景気の現状については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重要政策課題である。今回の経済・物価情勢の展望における今後の経済・物価情勢の見通しについては、息の長い成長を続けると予測されているが、原油価格の動向が我が国の企業収益に与える影響や物価や家計部門へ波及する惧れも小さくないことは重く受止める必要がある。また、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。しかしながら、GDPデフレーターはいまだマイナスが続いている。なお、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、統計のバイアス等を十分考慮し、慎重な判断を行って頂きたいと考える。マネーサプライは実体経済の回復にもかかわらず低い伸びでしかなく、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。デフレ克服にはマネーサプライが増加することが不可欠である。日本銀行におかれては政府のデフレ脱却への取組みや経済の展望と整合性を取りつつ、結果としてマネーサプライの増加に繋がるような実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。そのうえで望ましい物価水準及びそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与されることを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府からご発言に対して委員方から何かコメント、ご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。

水野委員

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

水野委員

前回、浜野内閣府政策統括官はいらしてなかったのだが、西村委員がデフレータの下振れ要因ということの説明された。デフレータがまだマイナスであるが、ただデフレータにはどちらかと言うと下方バイアスがあるということだと思う。その辺について我々もよく勉強はしているつもりである。私の意見としては統計のバイアスについてあまり細かい議論をしても仕方がないという気があるのだが、内閣府ではどのようにみられているか。デフレータのバイアスについて、具体的な試算とかあるのか。C P Iは、上方バイアスがあると言われているが。

浜野内閣府政策統括官

宜しいか。デフレータについては、前回ご議論があったということも私も伺ったが、一つは連鎖方式を導入しているので、相当程度、相当程度と言うか基本的にはバイアス要因というのは除去されているというふうに私共としては考えている。それから、ただバイアスとはまた別の話であるが、原油等の海外要因が生じた場合にその国内への転嫁の状況によっては他の物価とやや乖離した動きが一時的に起こり得るということについては留意する必要があるのではないかと思う。以上である。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては皆様方の多数意見も踏まえて、金融市場調節方針は現状維持ということに関して議案の提出をしたいと思っている。他に議案

提出の方、福間委員と水野委員からおありだと思ふ。その他にはないか。それでは議案の用意をお願いする。

[事務局より議案配付]

それでは執行部の方で議案を読んでみて頂けるか。

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。別添の公表文案である。「2005 年 10 月 31 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

それでは採決を行いたいと思う。大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

では、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

1 対 8 で否決となった。続いて水野委員案をお願いする。

[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

1 対 8 で否決となった。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ます。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

7 対 2、賛成多数で可決をさせて頂いた。福間委員と水野委員は追加的に何かご意見あるか。宜しいか。それではただ今決定された調節の方針に沿って、白川理事と中曽金融市場局長におかれては宜しく調節に努めて頂きたいというふうに思う。政府の方をお呼びして欲しい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。議長案が賛成多数で可決された。それでは「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取り纏めをして採決に移りたいと思う。

IV. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ、検討・採決
福井議長

この数字の変更について、変更のない方は「変更なし」に丸を付けてお

出し頂きたいと思う。

山口企画局長

変更点は、政策委員全員の見通しの 2006 年度の消費者物価指数の +0.3%というところが+0.4%に変わった。この一箇所だけである。2006 年度の消費者物価指数+0.3%~+0.6%とあったのが、+0.4%~+0.6% に変わったということである。その一点だけである。

福井議長

分かった。それでは内容、あるいは表現についてご意見があればどうぞお出し頂きたいというふうに思う。如何か。「期待の安定化」というところで先程から少しご意見があったが如何か。宜しいか。

春委員

結論としては原案に賛成するが、せっかくの機会なので申し上げる。「期待の安定化」というのは非常に望ましいことではあるし、中央銀行がそれを念頭に置いて情報発信をしていることはマーケットもよく分かっていると思う。ただ、中央銀行自身が「市場の期待の安定化に努めることを自分たちの役割と感している」と言うこと自体、若干衣の下から鎧が見えているような印象を与えるのではないかと思った。皆さんのご意見も拝聴してやや考え過ぎだったと思うので、原案に賛成したい。

須田委員

この点について「これはどういうことか。」と質問された時に何と答えれば良いのかということがまだ少しよく分からないところがある。先程、総裁が「努める」というところを強調されたが、何か特別の意味合いがあるということではないということの良いか。そのまま素直に読んで良いということの良いか。

福井議長

先程も申し上げたとおり、市場の期待に背を向けてとか、あるいは無関心で政策運営ができる程、これからの状況というのは易しくない。従って、経済の読み方にしても、物価の読み方にしても、さらに我々の政策の編み出し方にしても、その打ち出しの過程において、やはり我々がどう判断し何を目的とし、従ってこういう行動を採り、従ってこういう説明になるということが、全部コンシステントでなければ期待はかえって不安定化するだろうと、そういうリスクの強い局面ではないかという認識が背後にある。従って、「期待」が操作できるといったおこがましい考えは持っていない。むしろそういう意図を持てば途端に市場は背くだろう。だが、「期待の安定化」それ自身も中央銀行の力だけでは全うできない。だが「努める」ことはできるのではないかと、こういうふうな作文の意味を、強いて私なりに解説すればということであり、それ以上の解説は無理だと思う。

須田委員

承知した。

福井議長

恐れ入る。その他の点について何かあるか。宜しいか。それでは採決に移りたいと思う。

[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

全員一致で可決させて頂いた。ただ今可決した経済・物価情勢の展望、基本的見解の部分だが、これは本日の 15 時に对外公表させて頂く予定である。背景説明を含む全文は、11 月 1 日火曜日 14 時、明日 14 時を予定している。さて、この機密管理のことをつまり 15 時までに数字等その他出ないように是非お願いしたいと思う。それからその数字が回収になるのか。

白川理事

然り。

V. 閉会

福井議長

それでは閉会とするが、今回は 11 月 17 日、18 日の二日間である。これで宜しく願います。なお、重ねて機密保持関係であるが、決定会合の議論の内容はご自身の発言も含め厳に出席者限りの扱いということである。中身の発表は議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って行う取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、是非この点厳正な機密管理をお願いしたいというふうに思う。以上をもって閉会とする。

(12時46分閉会)

以 上