

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年12月15日（14:01～16:00）

12月16日（9:00～12:27）

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（15日）

赤羽一嘉 財務副大臣（16日）

内閣府 中城吉郎 内閣府審議官

（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

企画局参事役

鮎瀬典夫（16日9:00～9:19）

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（16日）

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

山田泰弘（16日9:00～9:19）

企画局企画役

正木一博

企画局企画役

武田直己

金融市場局参事役

衛藤公洋（16日9:00～9:19）

## I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開催する。

(14時01分開会)

今日と明日の二日間の会合であるが、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。諸々の決定は全て明日ということである。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。内閣府から中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。皆様方におかれてはそのことを十分踏まえてご発言頂ければと思う。早速、議事に入る。金融経済情勢に関する執行部説明ということで、金融調節、金融・為替市場動向について、白川理事と中曽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）

中曽金融市場局長

それではお手許資料-1、2（追加）に沿ってご説明する。図表1-1、当座預金の残高であるが、前回決定会合以降30兆円ないし34兆円台の広いレンジで推移していて、税揚げ日の12月2日は、結局30.7兆円で通過している。この間、短期金融市場の方は落ち着いた地合いを維持しており、オーバーナイトのコールレートは1/1,000%で推移している。図表1-2、当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、都長銀が主体の構図に変化はない。都長銀は17兆円になっているが、このうちの約9.7兆円が統合を控えたメガバンク2行によって保有されている。続いて図表1-3、資金需給の動向をご覧頂く。12月であるが、月初の税揚げなどによって、足許までは10.4兆円の資金不足となっている。ただ、本日15日には、年金

の定時払いがあったので、今後1月の中旬頃までは、当座預金残高は高めの水準で推移する見通しである。従って、むしろある程度資金を吸収して、当座預金残高を削っていくことが必要な状況になってくる。その後、2月の初め、そして3月の初めには、税揚げによる不足期が控えており、3月の前半は、税揚げに加えてFBが増発される見通しである。このため資金不足幅が拡大してオペ負担がその分増加する見込みとなっている。FBの市中発行が増加するのは、国債の大量償還などで財政融資資金や国債整理基金の資金繰りが徐々にタイト化し、これらが引き受けていたFBが市中発行に振り替わってくるためである。従って、3月は月初から20日の国債元利払い日までかなり深い資金不足の時期が続く見通しである。そうしたもとのオペの運営状況であるが、図表1-4でご覧頂く。まず、全体像であるが、オペの頻度は前回決定会合以降も手形オペを週2回、CP現先、国債買現先、短国オペをそれぞれ週1回のペースで行ってきている。これらのうち年度内にエンドを迎える短いオペは、一連の政府要人の発言を契機に量的緩和の早期解除観測が後退していることから札割れが発生している。一方、年度末越えのオペは今のところ相応の応札を集めている状況である。オペの種類毎にご覧頂くと、まず手形の全店買入は、11月21日オファー分以降年度末越えとなっている。相応の応札はあるのだが、落札レートは割合速やかに減衰してきているなという感じがしている。本店買入オペは、24日以降年度末越えにしている。一部系統機関の年度末資金需要にも支えられている面が強く、こちらも落札レートが低下してきている。CP買現先は、企業が賞与資金など運転資金調達のために発行するCPが増えていて、適格玉がふんだんにあることから堅調である。これに対して国債買現先は、エンドが1月や2月と短いこともあって低調である。特に11月29日のオファー分は、応札先が2先、応札額倍率が0.09倍とこれは既往最低になった。続いて図表1-5、2. (1) ABCPの買入の状況をご覧頂くと、前回決定会合以降、11月25日と12月8日の2回、オファーを行っているが、集玉の方は低調であった。図表1-6で今一度全体的なサマライズをすると、1. のグラフでお示ししてあるように、現在、

短期資金供給オペ全体ではタームは大体4か月位である。これを手形オペについてブレイクダウンすると、図表1-7、3. ①にあるように白丸の全店が5か月程度、黒丸の本店が4か月程度になっている。②応札倍率のグラフであるが、年度末越えのオペをオファーするようになってから幾分持ち直してきているが、③のグラフにあるように、落札レートの方は低下傾向を辿ってきている。以上を前提に当面のオペの運営方針について若干申し上げますと、先程申し上げたように3月の初めから中旬までは資金不足幅が深くなる。これを埋めていくために、当面はオペの頻度を下げられない状態である。今のところ来年の春以降については多少金利先高観が残っているので、これを上手く捉えながら応札を確保していきたいと考えている。ただ、金利観でオペの需要は大きく変化するので、3月前半のターゲットの維持の難易度は、今後の金利観の動向次第と思っている。続いて図表2-1以降の金融・為替市場の動きである。まず図表2-1(2)の表、ターム物レート等の推移をご覧頂くと、短国レートであるが、特に短いところで資金余剰感が強く、FBの3Mのレートは潰れきった状態になっている。入札もこのところ3回連続で100円入札となっている。また6Mや1YのTBレートも、利上げ観測の後退から、このところ低下してきている。図表2-2、金先レートである。金先レートは——黒太線が足許のカーブなのであるが——、破線でお示した前回決定会合以降、幾分低下してきている。これは一連の政府要人発言を契機に早期解除観測が後退したためであるが、最近では景気回復基調を示す経済指標や株高によって多少戻ってきている。この辺りが、(2)のグラフでお示した金先市場に織り込まれた市場参加者の予想にも反映されている。このグラフでその辺りが表われた部分を翻訳すると、量的緩和の解除は新年度に入ってから、それからオーバーナイトゴールが0.25%となるのは2006年末ないし2007年に入ってからということが、今市場が抱えている標準的なシナリオである。フォワード・レートの動きもこれと整合的になっている。図表2-3だが、例えば(2)のグラフで6か月先スタートの6か月物のフォワード・レートを直近の拡大図でご覧頂くと、早期解除観測の後退とともにレートは1回

低下したのだが、足許に掛けては上昇に転じている。ただ、10月末頃のような水準までは戻っていないというのが今の状況であろうかと思う。続いて図表2-4、長期金利の動きである。長期金利は、前回決定会合以降一旦低下し、その後上昇という、基本的には行ってこいの展開になっている。この辺のイールド・カーブの動きを図表2-5(2)に即してご覧頂くと、前回決定会合以降11月の末までは、解除あるいは利上げ観測の後退、それから来年度の新規国債の発行減額方針ということもあって、シャドーを付した部分がお示しするように全般に低下していた。ただ、その後は株高の影響などから上昇に転じているが、これを見ると短いところ、1年とか3年位のところの戻りが相対的に弱いと見受けられる。続いて図表2-7である。市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイ結果をご覧頂くと、これはいわば当然のことだが、斜線で表わした短期金利、金融政策に対する注目度が、金利上昇要因として一段と注目されてきている状況である。続いて図2-8、クレジット市場である。クレジット市場については(1)のグラフでお示ししているように、社債の対国債スプレッドにおいて、Baa格が開いたままになっている。これは引き続き三洋電機要因である。同社については、主力行の支援姿勢は明らかになっているが、通年の業績見通しが下方修正されていることから、スプレッドが縮んでいない。(2)のグラフの日本のCDSのプレミアムが拡大したままになっているのも、同様の理由からである。続いて図表2-9、株価である。株価の方は前回決定会合以降は押し目を待っても押し目がないと言われる程、ほぼ一本調子で上昇し、今週の火曜日には日経平均で申し上げると、2000年の10月以来の15,800円台に乗せていた。株高がここまで進んだ背景としては、景気回復を裏付ける経済指標、企業業績の底堅さ、円安、それに米国株価の持ち直し、こういった点を指摘できると思う。ジェイコム株の誤発注問題も、当日こそ300円程値を下げた訳であるが、直ぐに切り返して影響は限定的であったと思う。ただ、昨日からは株はかなり大きく値を下げている。背景を探ってみると、昨日短観が出たのだが、短観は予想比下振れしたとは言え、景気回復を確認できる内容とい

うように市場では受止められているので、短観の内容が売り材料になっている訳ではない。従って、敢えて要因を挙げるとすると、これまでの上昇ピッチがさすがに早過ぎたということから、短観という一つの大きなイベントをこなしたところで材料出尽し感が出たこと、あるいは今日については円高が進んだこと、その辺を嫌気したポジション調整の売り、あるいは利食いの纏まった売り、といったものが出たことが基本的な背景であろうとみている。主体別の売買動向を図表 2-10 でご覧頂くと、外国人の投資家の買い越しが続いている。特にラマダン明けということで、オイルマネー筋が日本株投資を再開したとも言われている。ただ逆に、欧州投資家はクリスマス休暇が近付いてくるので、全体としては当面やや流入が細る可能性も指摘されているようである。投信は相場堅調からこの間増加していて、11月の数字は3,752億円の買い越しとなり、2000年5月以来の買い越し額となっている。個人は回転売買が主体であるが、次第に先高観を強めているようなところも見受けられて、例えばネット取引への新規参入も進んでいるようである。これに伴って、(2)のグラフでお示しするように株式の売買額がかなり高水準で推移している。図表 2-11 でバリュエーションをご覧頂くと、日本のPERは、11月以降さらに幾分であるが上昇してきている。それから(3)のところであるが、株式相場の牽引力という点でご覧頂くと、内需関連株と外需関連株が入れ替わるように株価を牽引してきた様子が窺える。前回決定会合以降は②のグラフにお示ししているようにNT倍率は上昇してきていて、この間は外需関連株の上昇率が相対的に大きかったことが窺える。図表 2-12 の下のグラフで商品先物価格の動向について少しお話をしておきたいと思う。グラフにお示ししているように、一つは原油、薄いグレーであるが、ここへきて再び上がってきている。この他、金、銀、銅といった貴金属、あるいはベースメタルの価格がほぼ一本調子でこの間上昇してきている。特に、金については、今週の初めに1981年以来となる530ドルに到達している。この背景には、欧米の長期投資資金も流入する傾向が強まっているということが言われている。ところが昨日の東京工業品取引所(TOCOM)では、金の先物価格が大きく

下落している。その背景であるが、11日、12日はTOCOMで金がストップ高をつけていたので、これを受けて昨日14日から証拠金がかかなり大きく引き上げられている。このマージン引き上げが、やや唐突感もあったので、これを契機に東京の金価格が下落して、これがニューヨークの金市場にも波及した。そういう形になっている。図表2-13、外為市場の動きであるが、ドルが対円では、ドル高地合いを継続してきた。(2)のグラフの黒い太線がお示しするように、12月7日には1ドル121円近くまで円安が進んだ。ただ、こちら昨日はFOMCを終えたイベント出尽くし感であるとか、あるいはアメリカの貿易収支の赤字の拡大といったこともあって、クリスマス休暇前のポジション調整からドルが大きく売り込まれ、一時116円台までドル安円高が進んだところである。ただ、昨日以降の動きを別とすると、最近における為替市場の特徴の一つは、円がほぼアクロス・ザ・ボードで下落したことであろうかと思っている。(2)のグラフでお示しするように、名目実効為替相場は、ずっと下落傾向を辿っている。この辺りを図表2-15でもう少し細かく見ていく。右側は各通貨の対円相場である。(1)であるが、円は、いわゆるハイ・イールド通貨に対して下落している。のみならず、(2)になるが、アジア通貨に対しても下落している。その背景は、基本的には金利格差の拡大ではないかと思っている。

(3)のグラフにお示しするように多くの主要国、あるいはアジアの諸国で政策金利が引き上げられてきていて、日本の金利の低さが一段と際立つ形になっている。こうした中で、海外の短期筋のほか、我が国の投資家の円売りが続いたと見られる。我が国の個人投資家の資金が外貨建ての投信であるとか、あるいは外為証拠金取引に流入しているが、こうした動きは、ボーナス期を控えているだけに、モメンタムが増す可能性があると言われている。以上のような動きを背景に、図表2-16、IMMのポジションをご覧頂くと、(1-1)のグラフであるが、相変わらずショートポジションが歴史的な高水準を維持している。恐らく昨日から今日に掛けての円高は、このポジションの一部が巻き戻されたことによるものと思っている。因みに、昨日、今日については、円は、対ドルのみならずユーロであるとか、

ハイ・イールド通貨に対しても全面的に買い戻されている。以上、金融市場の動きを改めて概観してみると、日本の超低金利が一段と際立つようになっていて、その中でより高いリターンを求めて内外の資金が移動しているということだと思う。例えば円のキャリー・ポジションの膨張、つまりファンディング・カレンシーに注目した動きであるとか、あるいは個人投資家の株、あるいは外貨建て商品への投資も、こうした文脈で理解できるのではないかと思っている。このため株高であるとか、為替円安が進んだ訳であるが、そのペースが速かった分、調整も入りやすくなっていた。昨日からの株安、円高は、短観あるいはFOMCなど大きなイベントの後の材料出尽くし感から纏まったポジション調整を誘発したと考えられる。従って、方向としては株高円安の流れは大きく変わらないとみる市場の関係者が多いようであるが、休暇シーズンも近くなり、流動性もこれから低下していくだけに、荒っぽい値動きになりやすい点については注意しておく必要があると思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

福間委員

図表2-12の商品先物取引についてであるが、調査統計局の企業金融調査にも、                  へのインタビューがあったが、この取引の結果、非常に資金需要が増えているということを言っている。金取引市場では、何千億の単位で異常なポジションが積み上がっている。これはなぜかと言うと、日本の金利が安いものだから東京で金を買ってしまう。そこにブローカーが入る。よく商社が入る訳であるが、商社を経由して買うと、個人あるいは機関投資家の買いを今度はマーケットに繋ぐ訳である。そうすると、こちらが買った値段よりもさらに上がると逆鞘になるからマージンが必要になってくる訳である。買いの方は実需と繋がっているのだが、マーケットが上がると証拠金が上がってしまう。それで先程中曾金融市場局長の説



明にあったように、TOCOMが証拠金を少し上げた訳である。昨日か……。

中曾金融市場局長

14日である。

福間委員

そういった背景のため、商社に限らず仲介者のところには物凄い資金需要が発生する。その単位が物凄い金額である。たまたま調査統計局の企業金融の調査のところで出ていたからそういう話をした訳であるが、ただ最近は少し感覚が麻痺しているのではないかなという位金額単位が大きい。その中で非常に注目されるのは、やはりファンド・オブ・ファンド等でヘッジファンドに組み込んだり、投信に組み込んだりしていることである。各投資家はそう大した金額を入れているとは思っていないのだが、集めてみると物凄いボリュームになってしまう。そういうところからねじれてくる。ファンド・オブ・ファンドなどは商品ファンドも入れるから。そういうものをどこで買えば一番良いかということと東京である。金利が付かない。だから東京でやられる訳である。ファンディング・カレンシーで。普通であればロンドンと東京の間で裁定が起こるはずなのだが、今は、裁定が起こらない位のスピードで上がってきた。理論的には10円位の開きがあるのが普通なのだが、規制を出した日は100円まで上がってしまった。そういう格好で、どうも金余りというのが相当暴れ回っているというのが、商品先物から見た動きであるし、必ずしも関係がある訳ではないが、先程あったみずほ証券の誤発注問題、あるいは45億株の出来高を記録した東証もそうなのだろうが、とにかく単位が滅茶苦茶大きくなっている。だから、我々は金融政策として金融市場だけ見ておけば良いとか、債券市場だけ見ておけば良いとか言うのではなく、連鎖してしまうので、これが非常に怖い状況になってきている。と言うのは、特にここに来ての商品に入った金のボリュームが、これは少し口で申し上げるのが嫌な位大きな単位で入ってきている。だから、やはりちょっと感覚が麻痺してきているということで、

全体を見ていかないとよく分からなくなっているということを感じる。

中曾金融市場局長

先程申し上げたように、商品先物の世界にも短いファンドだけではなくて、かなり長めの資金まで入ってきていると聞いているので、明らかに投資対象になってきている。それから東京のTOCOMについては、我々も少し改めて調べてみたのだが、確かに委員がおっしゃるように価格の上昇ピッチは相当早い。それから取引量もこのところ、特に11月に入ってからかなり拡大をしてきている。我々が市場ルートから聞いているところでは、TOCOMは流動性がニューヨークなどよりは少ないので価格が上がりやすい。従って、そこでまず価格を吊り上げてニューヨークに繋ぐというようなところを利用しながらかなり儲けた人達がいるのではないかということである。

福間委員

昨日は先程あったようなストップ安になって……。

中曾金融市場局長

然り。

福間委員

今日も恐らくストップ安になるだろうと思う。非常に怪我人が出やすい相場になっている。

中曾金融市場局長

従って、今度はニューヨークの価格下落にも繋がっていくという、どうもそういうメカニズムが働いている。

#### 福間委員

とんでもないマーケットに育ってきている。あまり注目もしなかったのだが、11月に入ってから動きは、やや感覚が麻痺している感じがする。東京の個人個人から見たら大した金額ではないと思っているが、集めてみると凄い金額である。投資サービス法が次の通常国会に提出されるが、この関連でも気をつけておかないといけない。商品取引についてはやはり広い意味の金融資本市場の一部位に考えないといけない。マネーそのものか、先物か、商品かは、大した違いではない。

#### 白川理事

今回の資料では、そういう問題意識があって商品を重点的に扱っている。今お話のあった、感覚が段々麻痺してくると言う点に関連するが、東京の株の出来高は、ニューヨークと比べると毎日多いなど見ている。ニューヨークで、今大体20億株程度であり、今日本は本当に増えてきているなという感じがする。

#### 福間委員

各投資主体が、リスクマネジメントをちゃんと行っていけば、事故は起きないのだが、取り扱っている金額が大きいだけに、失敗すると全体に影響を及ぼす可能性がある。そういう面ではやはり投資サービス法などは非常に重要だと思う。

#### 春委員

一つ教えて頂きたい。図表2-10の表で、先程、投信の株の買い越し額が2000年以来の水準と聞いた。これまで投信というのは、グローバル・ソブリンのようなものが多かったと聞いているが、11月になって株を対象にした投信がよく売れるようになったということか。

中曾金融市場局長

おっしゃるとおりである。株式の相場が堅調であるので、やはり先高観がそれなりに浸透してきたということが、株式投信の設定額の増加に表われているのだろうと思っている。

春委員

銀行窓販とか、銀行の仲介とか、そういうものもかなり役に立っているのか。

中曾金融市場局長

然り。かなりの方が窓販を通じて買っている。そういったアウトレットの部分もかなり寄与しているのではないかと思う。

春委員

これは続くと考えて良いか。

中曾金融市場局長

然り。

須田委員

オペについてであるが、先程 3 月 20 日まで資金不足が続いていくなかで、金利観如何では当座預金残高を積み上げていくのもなかなか難しくなるかもしれないという話があった。また、統合先で当座預金残高を減らしていくという話もある。これらの影響というのはどのように考えれば良いか。

中曾金融市場局長

マーケットが今の様な金利観、つまり年度内には解除はなく年度明けだろう、あるいは利上げがあるにしても来年の後の方ないし再来年位だろう

という見方である場合には、全店オペでは札割れが生じないだろうが、本店オペでは時々札割れが生じるだろう。また現先も今程度しか入らないだろう。そういった状態が続いていくとすると、当座預金残高のターゲットは達成できるとしてもギリギリかなと思っている。ただ、そのためには、現在手形オペは2本なのであるが、これを3月末には3本位にしなくてはならないと思っている。従って、それ以上に金利の先高観が後退していくと残高維持は難しくなるし、あるいはその逆に先高観が出てくるようであればもう少し容易になる。そのようなイメージかと思う。それから、統合行はベースラインは8兆円であるが、今は統合を直前に控えているので10兆円近くまで積み上がっている。これは恐らく統合が上手くいけばある程度の期間を掛けて、ある程度というのは少しよく分からないのだが、1か月から3か月位の間と思っているが、徐々に減らしていく。位を目途に減らしていくのではないかと聞いている。従って、その分はオペ需要は低下する可能性があるということも一応勘案しておく必要がある。

福井議長

宜しいか。

福間委員

いつものことながら目標値達成には大前提があるということだな。

中曾金融市場局長

一応、それはそういう理解である。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外経済情勢を平野理事と堀井国際局長からお願ひする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付した資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。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。全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。1. 第3四半期の実質GDPは、速報値から上方改定されて年率+4.3%のしっかりした成長となっている。今期については3%強の成長というのが市場の平均的な予想である。最近の景気動向に関して、まず個人消費について5. 小売売上高の前月比を見ると、9月以降3か月連続で前月比+0.3%とおとなしい伸びとなっており、四半期別をご覧頂いても前期比は第3四半期の+1.7%から最近に掛けて急減速したかの印象を与える。これはそれ以前の自動車販売の反動、それからガソリン価格の最近の反転下落といったものが影響している。これらを除いた計数について、第3四半期と足許2か月平均を第4四半期と考えて前期比を計算してみると、それぞれ第3四半期が+1.3%、第4四半期が+1.7%という数字になり、個人消費の堅調さを示していると考えている。クリスマスセールだが、ここ数年セールスの中心が12月後半、さらにポスト・クリスマスに移っているため、現時点の評価はあくまで暫定的ではあるが、小売業界では名目ベースで、昨年よりやや高めの、前年比5~6%の増加を見込んでいて、それに沿った動きをしているとみているようである。次に設備投資については、その先行指標である9. 資本財受注は月々振れてはいるが、均してみても企業の潤沢なキャッシュ・フローを背景に増加傾向を辿っている。次に供給サイドに移りたいと思う。11. ISMは製造業、非製造業ともに分岐点の50を引き続きかなり上回っている。また、15. 雇用者数は、11月は215,000人と、前2か月の間ハリケーンの影響で微増にとどまったが、その後以前の拡大ペースに復している。この間、計表には載せていないが、賃金の11月の前年比が出ていて、これが+3.2%と、このところジリジリ上昇している。ただ、企業収益面ということで見ると、福利厚生費の伸びが鈍化している

ので、人件費全体の伸びは落ち着いている。物価に関しては本日夜半にCPIが公表される予定である。図表2、ユーロエリアを見たいと思う。停滞気味の景気展開が続いていたが、為替・ユーロ安を背景に輸出、生産、設備投資の面で拡大モメンタムが幾分高まっている様子が見て取れる。具体的に申し上げますと、7. 輸出が増加しているのに加えて、6. と8. にあるドイツの国内と海外の受注が増加を示している。10. 鉱工業生産では、鉤カッコの中に示しているのが主要5か国合算の11月の計数である。これはマイナスになっているが、実はカレンダー要因を十分調整しきれていないことによる一時的なものである。実勢を11. 製造業PMIで見ると漸次その水準が切り上がっていることが分かる。この間、物価面だが、エネルギー価格の騰勢一服からPPI、HICPとも前年比が頭打ちになってきている。ただし、ECBでは、これまでの物価上昇が今後の賃上げに与える影響といったものなどを考慮してインフレ警戒の姿勢を崩していない。次に図表3-1で1. 中国経済についてである。2. 生産、3. 小売ともに高い伸びを続けており、基調に変化は見られない。5. 対内直接投資額の実行ベースはここへきて前年比プラスに転じており、緩やかな復調となっている。6. 輸出、7. 輸入については、前年比は鈍化しているが、いずれも前年の裏が出たものであり、均してみるといずれも増勢を辿っており、特に輸入がしっかりした拡大を示している。この間、物価面では8. CPIにあるように10月、11月と幾分伸びを高めたが、これも食料品価格の前年の振れによるものである。実勢については、豊作によって穀物価格の低位安定が実現している。このところ1%内外の上昇率というのが基調と考えている。2. にNIEs、ASEANの成長率が出ている。第3四半期は、ほぼほとんどの国で堅調な拡大を続けた。図表3-2、(2-1)でNIEs、ASEANの輸出を見たいと思う。第3四半期は、これを縦にご覧頂くとお分かりのとおり、IT調整の一巡から一旦かなりのテンポで増加した訳だが、その後増勢が一服気味である。半年前から牽引役となる商品が見当たらないこともあって、調整一巡後は最終需要の伸びは地味であろうと予想されていた訳だが、そういった予想に沿った動きとなって

いる。ただし、(2-2)にある受注統計をご覧頂くと、しっかりした増加となっている。図表3-3、(4)、(5)では、韓国について設備投資の関連指標、それから個人消費の関連指標に回復を示唆する計数が見られている。

(6) 消費者物価は、多くの国でエネルギー価格、それから食料品の上昇一服から幾分頭打ちになってきてはいるが、インドネシアは10月初めの石油製品価格の大幅引き上げとその二次波及から、前年比2割近い上昇となっている。図表4でアメリカの金融指標を見たいと思う。一昨日、FOMCで25bpの追加利上げが決定された訳だが、この間、既に金利引き上げの最終局面に近いという見方が強まる中で、(1)長期金利は方向感が定まらず、経済指標やFOMCの議事要旨など、先行きの政策運営を巡る思惑で上下に浮動する展開となっている。(2)株価も、企業収益の好調を背景に小ジッカリとはしつつも、横這い圏内の動きとなった。(5)FF先物金利から今後の市場予想を読むと、1月末のFOMC、つまりグリーンSPAN議長のもとでの最後のFOMCでの25bpの利上げは9割程度の確率で織り込まれている。その先、バーナンキ新議長のもとでの最初のFOMCとなる3月下旬で、さらに25bpの利上げが行われる確率は5割程度となっている。つまり、利上げの着地点について、その大勢観察でも4.5%と4.75%で分かれているというところである。(図表5)で欧州の金融指標を見ると、12月初めのECB政策決定会合で25bpの利上げがなされていた訳だが、市場が事前にこれを織り込んでいたことから、長期金利はこの間、横這い圏内で推移した。他方、株価の方は良好な企業の収益の地合い、それからECBの連続利上げ観測が後退したため、そこそこ上昇している。ただし、(5)ユーロ先物をご覧頂くと、2006年6月と足許を比べて頂くとお分かりのとおり、来年の前半に再度25bpの利上げをすることが市場で織り込まれている。この間、エマージングについて一言。前回会合以降、NIEs、ASEAN諸国の多くでインフレ懸念から利上げが実施されている。為替、株、債券とも全体として安定した状態が続いている。一方、ブラジル、メキシコ、トルコといったところでは通貨高のもとでインフレ圧力の落ち着きを理由に金利が引き下げられている。以上、纏



めると世界経済の拡大が持続するもとの、インフレ警戒的な金融政策もあって、実際のインフレはかなりの程度コンテインされ、好ましいパフォーマンスが続いていると言って良いと思う。そうしたもとの国際金融市場も比較的平穩に推移している。ただし、アメリカの金融政策の方向に関して目先はともかく、やや長い先について幾分不透明感が出始めているというのが最近の特徴である。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

FOMCのステートメントをどう理解して良いかということについて、それに伴ってFFの先物金利は動いたかどうかを教えてください。

堀井国際局長

まず、後の質問から申し上げる。FFの先物金利は、然程動いてはいない。ただし、少し前はバーナンキ議長のもとの利上げの確率は6割位だったのだが、昨日に掛けてまた5割位に落ちてきている。それからステートメントの方は、二つ特徴点を読み取っている。一つはそれまでであったaccommodativeという言葉、緩和的であるという言葉が今度のステートメントから落ちた。従って、金利水準が、ピンポイントでは言えないが、中立的と言われるゾーンに入っているか、入っていないか、かなり微妙になってきたことから、その言葉は落とされたのだと理解されている。それからもう一つは、at a measured pace でずっとやっていくという言い方からsome further measured firming is neededと、インフレと物価の上下のバランスをニュートラルに持っていくために、some further measured firmingが必要という言葉に変わっている。基本的には中身は同じだと思う。ただ、英語でsomeというのは、その存在を示す言葉である。存在というのは、someというのはoneもあるし、manyとかseveralとかa few

といった概念のない存在を表わすものが some であるから、そういう言葉を入れて、なおかつ抽象名詞の firming というアクションにしてシングルで受けている。抽象的な名詞であるから当然単数で受ける訳だが、一段と1か2か3か分からないような形にしたというところは、フリーハンドと言うか、出てくるデータによって色々変え得るという、そのフレキシビリティの範囲を広げたというように私は読んでいる。

#### 中原委員

中国のGDP統計修正の問題というのは、中国に対する基本的な見方を変えたり、あるいは成長率に大きく影響を与えるものではないと考えて良いか。世界経済へのインプリケーションとしては、これはフェイバーな方向と理解して良いか。

#### 堀井国際局長

これも出てみないと分からないということだと思う。はっきりしているのは16日にさらに追加的に——昨日も少し出たのだが——情報が出て、修正後のGDPの姿は、結局2004年から10年前までを含めて12月20日に出るということだけははっきりしている。チャイナ・レビューとかFT等々の記事が最初に出た時は、2割方GDPが増えるという報道が出た訳である。それもその内容を知っている人から聞いた話として出ている訳だが、それについても昨日から今日に掛けての色々な報道が出ると、やはり確認のために統計局に電話をした人が多数あって、それは違うというような答えを貰っている人もいる。従って、一段とこれは分からないとしか申し上げられなくて、20日を見てみたいと思う。

#### 西村委員

最初のエコノミクス・センサスの結果だな。

堀井国際局長

2004年の末に、2004年全体を通してのセンサスがなされた。それに合わせてGDPの数字を2005年に出す。

西村委員

第1回か。

堀井国際局長

2004年までなのだが2005年がどうなるかについても分からない。2004年までの10年間の数字を出して、2005年を触れないオプションがあるかどうかというのは、我々からいうと少し考えにくいのだが、これも結論は分からないということである。

西村委員

直感的に言うとは構造統計を入れているだけであるから、あまり伸び率に影響はないかもしれない。

堀井国際局長

なにせスキュードな制度だった訳である。高い成長をしていると言われているサービスセクターのカバレッジが低かった。そのカバレッジが増える分だけ上がっていく、伸び率が変わってくると言われている。それから個人消費と設備投資と言うか、固定資本形成の割合も個人消費がかなり増えて、相対的に固定資産投資のシェアが落ちることも予測されているが、いずれも全てスペキュレーションであるので、20日に出てから読みこなしたいと思っている。

福間委員

昨日の米国の貿易収支で、中国の出超幅は200億ドル位だな、マンスリーで。

堀井国際局長

然り。

福間委員

これは最近どうなのか。元の動きはあまり大きく報道されないのだが、隠れたところで複雑な動きがあるのか。

堀井国際局長

為替がか。

福間委員

為替の問題である。数字を見ると相当大きく突出している。昨日の米国貿易収支赤字全体の金額は 680 億ドルか。

堀井国際局長

こちらに数字がある。ただ、トータルでまず申し上げると、この中身はやはりハリケーンの影響でかなり一時的に膨らんでいると思う。輸入が実は 43 億ドル膨らんでいるのだが、このうち半分が原油・石油製品、プラスチック。なにせあちらからパイプラインでこなかった時期だから、輸入で代替せざるを得なかったので、その分が効いていると思う。従って、根っこのところは大きいのだが、一方で元はドルにつれて実効レートで切り上がっているから、先程中曽金融市場局長から説明があったが、円の独歩安のもとで、彼等としては「いや、実効レートは上がっているのだ」ということを、我々には会うと言う場面が多いのである。

福間委員

では、特に何か動いているという感じはないということか。最近になって少し私がノンセンシティブなのかもしれないが、あまりそういう動きがないので。ところが一方で、対中貿易赤字がどんどん増えているだろ

う。

堀井国際局長

同時に中国の人が理屈があって言うのは、「やはりそれは価格効果より圧倒的に所得効果であろう」、従って、「為替での調整の影響など大したことはない」と引き続き彼等は言っている。同時に為替相場がどうなるかに関して、例のスワップを銀行が…。

福間委員

あれは実施したのか。

堀井国際局長

実施したかと思う。マーケット・メーカー制は実施した。制度を導入したり徐々に市場育成をやっている。輸出入業者を先物でヘッジもできない状態にしておいて、急に何%も大きく切上げることはなかなか考えにくいので、今はそちらの方に一所懸命注力しているのだとみている。

平野理事

補足すると、現在は小康状態ということであろう。ドル高により元の実効レートは年初来約1割程度切上がっている訳だが、市場がドル安地合いに転じた時に元の動きが真に試されるという感じがある。また、米中の繊維交渉が一応妥結したということもあり、取り敢えずは小康状態にあるが、政治が絡むので先行きどうなるかは分からない。

も、いわゆる対外的に意識しているリスクの一つとして、貿易黒字、経常黒字がGDPの7%というところまで膨れ上がっている事態を意識している。

岩田副総裁

人民元について一つ聞きたい。為替スワップ取引は 60 億ドル程度の実績があるが、そのスワップ市場でインプライされる人民元の追加上昇率が、ある説によれば 2.9%とされている。また同じことかもしれないが、アメリカと中国の短期金利差は 3%位で縮まらない。このため、先行き 3%位切上げることもあり得るのではないかという見方があり、またそうした見方を背景にある種のスペキュレーションが行われているが、そこはどうか。

堀井国際局長

それも責任ある当局者から——平野理事、我々を含めて——明示的な回答というのは存在しないので、スペキュレーションしかない。恐らく彼等自身もそこは決めかねているというか、判断付きかねているのだと思う。ただ、そのスペキュレーションが出る理由の一つは、7月21日に実行した時の 2.1%という幅が、事後的に成立していた金利裁定の条件に合っている。要するにインターバンク市場における、米・中国の金利格差を埋めた格好になっているものだから、今後も同じようなことをするのではないかというスペキュレーションが出ているのだと思う。それは一理あるが、繰り返しになるが色々なことで決める訳であるから、なかなか決め手がなないというのが正直なところである。

須田委員

金利差で上手く調整されているという話を聞いたのだが、ただ、それでも期待値は違う訳である。単なる金利差で求められているものだから、そこを誤解しない方が良いと思っている。ところで、今はホットマネーがあまり入っていないという話を聞いたのだが、その点はどうか。

堀井国際局長

国際収支の一部の動きからも見えるし——資本収支の動き、証券投資で

ある——、固定資産投資の先程の数値も一部それが関係していて、とりわけ上海での不動産ブーム、これが人民元切上げ前に為替投機のプロキシとして入ってきた分が、ここへきて抜けているということもある。従って、取り敢えず1回7月にやったおかげで、アンワインディングされて、その状態で止まっており、新たな投機資金がまだ入っていないという状態かと思う。

岩田副総裁

もう一つ。アメリカの個人消費について、先程はどちらかと言えば堅調という判断と伺ったが、住宅着工について、今のところは200万戸を維持しているが、第4四半期にそれが下がるということはないか。下がるのはもう少し先か。

堀井国際局長

計数的には第4四半期、それから第1四半期に一部掛かると思うが、例の南部の復興需要が出てくるものだから、この分を考えるとなかなか計数的には落ちにくいのかなと思っている。ただ、実勢がどうかというとモーゲージのレートもかなり上がってきているので、この辺がどこまで効いてくるか。いずれはピークアウトするとは思っているが、そこがハリケーンの復興需要と重なるものだからなかなかよく見えない。

岩田副総裁

ガソリン価格はピークアウトしているようだが、ヒーティング・オイルが上昇しているので、燃料費は結構増えている。加えて自動車販売が落ちているところをみると、やはり個人消費だけを採ると第4四半期弱くなるのかなと思うのだが、そこはそうでもないのか。

堀井国際局長

私もその要因を数か月前は強く思っていたし、現に岩田副総裁がご指摘

のとおりヒーティング・オイル、さらにその後ろにある天然ガスの価格は引き続き急騰していて、去年の今頃だと100万BTU当たり、大体11ドル位していたのが、今は17ドルなのである。季節的に見ていると、普通は業者間の市場というのは、8月、9月が毎年ピークになっているのだが、今年の場合は8月、9月を越えて10月、11月とさらに上がっている。去年だと下がってくる時期に上がってきているということもあるので、この点は非常に警戒的に見ているのだが、然はさりながら、先程クリスマス商戦について概括的にしか申し上げなかったが、中身を見るとラグジュアリー・グッズと言われる高級品が結構売れているのである。そういうことから、エコノミストの間でも個人消費の腰は強いという見方がむしろこのところ増えてきているというのが実情である。

岩田副総裁

分かった。

西村委員

中国のCPIで少し補足したいのだが、生鮮食料品は政府の価格支配力が強い。もし生鮮食料品を除いた時に、何かデフレになっているとか、そういうことはないか。

堀井国際局長

一応、私共も毎月試算しており、11月も10月も前年比で+1.1%である。

西村委員

それは落ち着いているということか。

堀井国際局長

然り。



福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢である。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

それではいつもの資料－4（参考計表）と、本日月報の差し替えをお配りしている。こちらには文章、図表ともに短観を反映させている訳だが、その図表編をお出し頂きたいと思う。短観はそちらでご説明したいと思っている。まず最初に資料－4（参考計表）の方だが、図表1にGDP統計が出ている。ご承知のとおりGDP統計は、7～9月が2次速報となった訳だが、実はそれに先立って基準年の1995年から2000年への基準改定及び昨年度の確報化が行われている。その結果、先程の中国の話ではないが、日本の名目GDPも10兆円位小さくなってしまったり、色々なことが起こっている訳だが、あまり全部をご説明している時間がないので、差し当たり近場のことだけ申し上げておくと、2003年度の成長率は、従来の2.0%から2.3%へと上方修正されている。その一方で、2004年度に関しては1.9%から1.7%へと下方改定されている訳だが、実はこの下方改定は在庫の寄与度が旧ベースの+0.3%から新ベースの-0.2%という形で0.5%ポイント下方修正されている。これは在庫の下方修正なので、実は実力は下がったというよりは、むしろやや強めであって、逆に言うと2005年度、今年を考えるうえでは、むしろこれを押し上げるような要因とお考え頂きたいと思う。そのうえで足許の数字だが、ご覧のとおり7～9月は前期比+0.2%、年率+1.0%であって、1次速報の+0.4%、年率+1.7%に対して下方改定になっている訳である。ただし、この7～9月に関して先程とよく似た話であり、在庫の寄与度が従来はゼロであったのが今回-0.4%と下方改定されており、例えば設備投資、あるいは個人消費もそうだが上方に修正されているということで、これも実力としてみれば幾分強めである。さらに申し上げますと、4～6月で前期比+1.2%とあるが、古

い数字では+0.8%であったので、ここも実は上がっている。この結果、仮に10~12月、1~3月と全くのゼロ成長で推移したとしても2005年度の成長率は+2.5%に達するということである。そういう意味では、先だっでの展望レポートの例えば中央値などと比べると少なくとも数字のうえでは強めに走っているということになるろうかと思う。この間、GDPデフレーターだが、7~9月の前年比が従来の-1.1%から-1.4%へとマイナス幅が拡大している。従来どおり主因は外需デフレーターのマイナスということとは変わっていないし、内需デフレーターのマイナス幅が縮小傾向にあることも変わっていないが、内需デフレーターのマイナス幅自体、従来の-0.3%から-0.5%とマイナス幅が拡大している。これには例えば帰属家賃の計算手法の変化等によって消費デフレーターが下振れていることなどが影響している。

図表6は輸出の動きである。実質輸出は、第3四半期に前期比3.3%増えた後、10月も7~9月対比+2.3%ということで順調に増加している。

(1)で国別にご覧頂くと、第3四半期一時的に減速した米国向けが再び高い伸びになっていることに加えて、例えば前期は+11.8%と非常に高い伸びとなった中国に関しても、さすがに伸び率で見れば勿論減速してはいるが、第4四半期も、10月もまだ前期比2.8%の増加を続けているという姿である。(2)財別でご覧頂くと、特徴の一つは自動車関連。7~9月に一旦減って10月は増えているが、これは米国向けの自動車で基本的に説明できるということ。消費財に関しては、デジタル家電等を中心に順調に増えている。情報関連も、第3四半期に引き続いて第4四半期も増えている。資本財部品は、第3四半期は中国向けに半導体製造装置が沢山出たので、さすがにそれと比べると伸び率は鈍化しているが、こちらも増加基調ということで、輸出に関しては7~9月だけではなく10月も順調に増えている。ここで図表12をご覧頂きたいと思う。実質実効為替レートであるが、皆さんご承知のとおり、昨日、今日、少し円高方向に戻っているが、為替レートはほとんど全ての通貨に対して減価している。合わせて日本のCPIは上がっている訳だが、他国に比べると上昇率が小さいことなど、

各国別の通貨ウエイトを考え、物価変動格差をも考慮したというのがいわゆる実質実効レートである。(1)でご覧頂くと、足許のところ急速な円安になっている。つい先だって実は1998年の数字を抜いたばかりなのだが、直ぐに1990年の数字をも抜いてしまい、一応、計算上はプラザ合意直後からの約20年振りの円安ということになる。勿論、この間、実は貿易相手国のウエイトも変わっているし、20年間繋いだ場合、物価指数の信頼性がどれ位あるかという問題もあるが、一応計算上こういうことになっている。現状、企業から円安のせいで輸出が凄く伸びているという話はあまり聞いていないが、言うまでもなくこういった動きはやや長い目でみれば輸出に対して刺激的に働いてくると考えられる。

それから図表13、輸入サイドは10月に落ちているが、これは一時的だと思っているので説明を省略させて頂き、図表14の設備投資関連に移りたいと思う。まず最初に〈先行指標等〉にある資本財出荷は、9月に大幅に減少したが10月に再び大きく増加した。確報で若干改定されているが、いずれにしても7~9月対比10月の水準は若干の増加になった。さらに〈法人企業統計〉をご覧頂くと、4~6月の設備投資はかなり大きく増えた後、7~9月も順調な増加が続いている。最後に、政策投資銀行の設備投資アンケートが出ており、先般、これは結構大きく上方修正されたことをご説明した。特に改めて数字は申し上げないが、ご承知のような動きである。図表15で法人季報の7~9月の動きを確認しておくと、ご覧のとおり(1)、(2)にある製造業に関しては大企業、中堅・中小企業とも、このところかなりの勢いで増加している。一方、(3)、(4)の非製造業だが、大企業はこのところ足許だけは少し下がっているが、流れとして見ればゆっくりとした増加基調にあり、非製造業の中堅・中小企業も一旦落ちた後、——これはデータ不良の面も大きいと思うが——足許2四半期位は結構大きく増加している。図表17、先行指標関係については、(1)機械受注が9月に大きく減少した後リバウンドした結果、10月の水準は7~9月対比微増といった感じである。恐らく10~12月の見通しの6%位の伸びというのは少し難しいのではないかという気が一応しているが——勿論、機械受注な

ので分からないが——、均してご覧頂ければ、機械受注は緩やかな増加を続けているということはお分かり頂けると思う。さらに(2)建築着工床面積は7~9月、随分大きく落ちてしまったてどうしたことかと思っていたのだが、10月は、元々これは振れが大きいものだから大きくリバウンドしたので、やはり振れを伴いつつの比較的堅調な動きであると思えばと思っている。

ここで先程の月報の差し替え版の図表をご覧頂きたいと思う。こちらで短観の話をしたと思う。短観の詳しい計数は昨日お話ししたばかりなので、今日は簡単にさせて頂きたいと思う。昨日の短観を見た一つの印象は、やはり今回の短観はいわゆる企業の短観アンケートに対する答え方が結構変わったということをお印象付ける短観であったと思う。以前から特に事業計画と業況判断の乖離のようなものは、かなり見られていて、今年の3月辺りは解釈に結構苦しんだこともあるが、ここまで続いてくるとこれはもうパターンが変わったと考える以外にないと思う。具体的に申し上げれば、特に大企業については、景況感の回復が続いても、それがほぼ予想の範囲内であれば、はっきりサプライズではなければ、業況判断はなかなか変化しないということ。さらに計数面においても、事業計画とりわけ収益の先行きに関しては、やはり相当慎重な前提で考えているというのが今回の特徴であった。こういったいわゆる企業の答え方の変化のようなものを踏まえて考えれば、今回の短観は極めてシンプルで分かりやすい短観である。他方、そこを考えないと非常に解読不能といった短観ではないかと思っ

ている。以上を申し上げたうえで、月報の図表13に業況判断が出ている。業況判断の数字は、ご承知のとおりだが、特徴としては、一つはやはり非製造業の業況判断の改善。製造業大企業が先行した訳だが、足許を見ても製造業に関しては一旦踊り場を経験した後また上がってきている一方で、非製造業は踊り場を経験していないので、非製造業が段々追い付いてきているとか、あるいは極く足許に関して言えば、大企業よりも中小企業の改善の方が少し大きかったということで、流れとしてみると景気回復が製造業から非製造業、大企業から中小企業へ広がってきている。こうい

う基本的な認識は恐らく誤りではないのではないかと考えている。ただし、図表 12 で経常利益をご覧頂くと、いずれの部門も増益ではある訳だが、収益の水準のようなものを例えばバブル期と比べた場合、やはり大企業はバブル期を上回るような収益になっているのに対して、中小企業はなかなかそうはなっていない。さらに実は昨日申し上げたように、今回は大企業に関してはいずれも上期を大きく上方修正し、下期を下方修正して、見掛け上年度では少しの上方修正にとどめている。とりわけ大企業に関しては、下期の想定為替レートを 108 円と今から考えれば非現実的な数字を置いているということを考えると、大企業に関しては、恐らくこの利益がさらに上方修正される可能性が大きいということであり、利益格差という観点でみると、必ずしも縮小はしていないということが分かるということかもしれない。次は図表 14、設備投資に関しては、大企業・中小企業、製造業・非製造業ともに修正パターンはほぼ昨年と同じである。ただし、これは大企業も中小企業もそうなのだが、伸び率でみると製造業は去年大きく伸びたということもあって、去年よりもやや控えめな伸び。その一方で、非製造業は去年を上回る伸びになっている。この結果、全産業で見るとウエイトは非製造業がより大きいので、結果として去年よりも高い伸びになっている。そういう意味では、設備投資のウエイトが製造業中心から非製造業の方に広がってきている、このような姿になっていると思う。それから短観を一気に片付けてしまうために図表 29 をご覧頂きたい。物価環境だが、需給判断も緩やかな改善をしている訳だが、今回の一番のポイントはやはり (2) のグラフである。これは私共もよく短観の設備判断と雇用判断の加重平均を採って、ある種の擬似需給ギャップと考えている訳だが、この数字はご承知のように雇用判断が前回から不足超になり、今回は不足超幅を拡大、それから設備判断が今回ちょうど過不足ゼロになったものだから、どう加重平均しても足許は幾分なりとも不足方向に転じているということであり、需給の改善のようなものが改めて短観で確認されたということがもう一つの特徴であったのではないかとと思う。短観については詳しい数字を昨日申し上げているのでこれだけにさせて頂く。

資料-4 (参考計表) の図表 21、個人消費をご覧頂きたい。個人消費関係に関しては、販売統計は依然として区々の状況である。まず、耐久消費財から申し上げれば、ご承知のとおり乗用車販売が7~9月落ちた後、10月、11月とやはりまだ不振を続けている。勿論、新車の谷間であるとか、あるいはまた一部の会社が9月まで頑張ったので少し反動が出ているとか、そういった説明はあるが、それを考えてもやや弱いという感じである。さすがに自動車メーカーも、少し弱いとやや慌てている感じが窺える。勿論、輸出が好調なので実は生産はそのまま高水準で走る。従って、他業種への横への波及というのはあまりここでは起こらない訳だが、それにしても少し、最近の経済指標の中では数少ない気になる数字という感じかと思う。一方で、家電販売はご覧のとおり快調に飛ばしている。次に百貨店、スーパーをご覧頂くと、百貨店は10月の見掛けの数字は微減になっているが、これは何分にも10月が異常に暖かかったことと、週末毎に雨が降ったことの影響があつて、それを考えるとむしろこれは健闘という評価をしていた。実際、昨日、11月の都内だけの数字が出て、前年比で4.3%の増加、これは前月比で見ると+5.5%。従って、10月、11月合わせて7~9月対比、前期比2.5%の増加となっていた。やはり百貨店はどうも良さそうである。前年比で見ると2000年9月以来と言われていたが、あれは実は外商が最近ずっと毎月減っているのだから、店頭だけ見ると2000年9月を抜いており、何を隠そう実は1997年3月の消費税の駆け込み以来の高さという伸び率になっている。中身は前年比で見ると、確かに寒くなったので衣料品が戻ったということはあるのだが、季調後の前期比を計算してみると、やはり寄与しているのはむしろ雑貨と身の回り品である。雑貨、身の回り品というのは百貨店の言葉であつて、雑貨というのは百貨店では主に宝飾品を意味しているし、身の回り品というのは主にバックとか靴とかいうブランド品を意味している。要するに宝飾品、ブランド品の増加であり、少しやはり資産効果っぽい感じが現われているということになる。他方、スーパーについてはご覧のとおり10月も不調が続いており、11月はさすがにこれとの対比では改善すると言われていたが、恐らく百貨店のよ

うな数字は出てこないだろうと思っている。サービス関係について申し上げますと、ご覧のとおり旅行取扱額はこのところ少し調子が悪い。基本的に悪いのは海外であり、これはテロ、それから鳥インフルエンザ、それから反日感情といったあまり良くない材料が重なっているということで、これまで国内で稼いできたのだが、ご承知のとおり愛知万博の終了に伴って足許反動が出ていて少し弱い。ただ、ここに出ていない外食は随分快調であり、10月も居酒屋辺りが相当伸びているということのようである。ということで販売統計を見ると区々としか言いようがない訳だが、そうした中で消費水準指数をご覧頂くと7月に大きく落ちた後、8月は上がって9月、10月は横這い位なので、10月の7~9月対比は+1.1%と高めでスタートした。そうしたところを図表24でご覧頂くと、(1)販売統計合成指数は先程申し上げたように区々であるので横這い圏内、(2)消費財総供給は7~9月が弱かったものだから反動で少し戻っているという感じなのだが、実は(3)消費包括指数は、10月段階で7~9月対比+1.1%と随分高い伸びを付けている。先程ご紹介しなかったようなところのサービスの増加もあるし、以前から申し上げているように、株の出来高、売買代金大きいとこれが消費でカウントされるということもあって、10月はそういったものが押し上げている。これはまだ11月も12月も押し上げそうである。図表27は住宅である。住宅に関しては前に申し上げたように、7~9月に水準を上げた後、10月も130万戸に近い数字になっている。そういう意味では強含み傾向が続いている。中身的には持家は相変わらず低調なのだが、分譲と貸家が伸びているという姿である。恐らくは不動産価格、あるいは金利観、そういったものが色々影響していると考えられる。ただし、先行きに関しては改めて申し上げるまでもなく、例の耐震偽装問題の影響が懸念される所であり、正直言ってこれがどれ位効くのか、まだよく分からない。ただ、少し言われているのは実勢でどれだけ効くか以外に、検査が従来非常にスピーディーに行われていたものが慎重にやるために検査期間が長くなる可能性があって、検査期間が長くなると建築確認が遅れるので、その分だけ着工が遅れる可能性がある。そうすると12月か1

月辺りに 1 回割と大きめに大きく落ちるという可能性があるということ  
が言われている。定かかどうかは分からないがそういう説があるというこ  
とだけご紹介しておきたいと思う。もしそうなったら、そういうふうなこ  
とを申し上げる可能性もある。

図表 28 は生産である。10 月の生産は、前月比 0.6% の増加であり、予  
測対比で見ると依然として下振れ傾向が続いている。ただし、それでも  
10 月の 7~9 月対比は +1.2% であり、出荷は若干確報で上方修正されて  
いて、10 月の 7~9 月対比は +2.1% という姿になっている。従って、振  
れを均してみれば増加傾向にあると考えて良いと思っている。先行きにつ  
いては、予測指数を単純に繋げると +4.5% という異常に高い伸びが出て  
くる。私共はそれに対しては依然としてかなり割り引いてみるべきだと思  
っていて、私共のミクロ班は 1% 台後半と、取り敢えず言っている。ど  
ういう数字が実現するか分からないが、恐らくそれなりの増加にはなっ  
てくれると思っている。この間、図表 31 の在庫だが、ご覧のとおり前月比  
で見ても 1.7% 減っており、循環図で見ると (1) 鉱工業だが、これ  
は以前から第 3 四半期は Y 軸に近いところで着地した後、第 4 四半期に  
45 度線の下へ行ってくれると良いと以前から申し上げていた訳だが、一  
応 10 月は 45 度線の下へ行った。まだ 1 か月なので本当に 10~12 月にこ  
こで着地できるかどうか自信がないが、一応そういう方向にはなっている。  
最終需要財は、ご覧のとおり総じて 45 度線の下の方に行っているとい  
うことであり、さらに (5) 電子部品・デバイスに関して見れば、右下の方  
にかなり食い込んでいるので調整ははっきりと終了ということだと思  
う。ただし、(6) その他生産財、素材関係について見ると、ご覧のとおり 9 月  
よりは良かったという程度の話であって、依然としてまだ在庫過剰感の見  
られる姿になっている。鉄鋼や化学とか色々な意味で中国関係の影響が依  
然として尾を引いている。それから、やや性質が違うのは、紙辺りは輸入  
品というよりは国内メーカー同士のシェア争いという懐かしいことを  
やっているところが一部ある。そういったこともあって素材関係の在庫調  
整は幾分遅れているということかと思う。



図表 32 は雇用関連である。雇用関連のうち〈職業安定業務統計〉は極く簡単であり、求人倍率は 0.98 と引き続き緩やかに上昇している。〈労働力調査〉は、少し読みにくい数字になっていて、まず完全失業率が 10 月は 4.5%と 0.3%ポイント跳ね上がっている。ただし、その一方で雇用者をご覧頂くと、9月に前年比+1.9%というやや驚くべき高い伸びになった後、10月も実は+1.8%ということで高い伸びが続いている。ということで、少し分かりにくい数字なのだが、その背景を申し上げると、労働力人口については、日本はもう 15 歳から 65 歳までの人口が全然増えていないので、労働力人口が増えるといっても専ら労働参加率の上昇、労働力率の上昇ということであるので、これは統計の振れもあろうが、恐らくは雇用環境が改善する中でディスカレッジド・レーパー辺りが少し戻ってくるという動きが起こっていると思う。そのこともあって、今申し上げたように雇用者数が増えているのに失業者も増えているという、変なことが起こったということかと思う。ただ、このいずれを採っても方向はそうかもしれないが、実勢は多分こんなに動いている訳ではないと思うので、失業率の上昇も恐らくは一時的なものであろうと思っている。〈毎月勤労統計〉をご覧頂くと、常用労働者数は 10 月、前年比+0.6%ということで、これまでと大きな変化はない。名目賃金についても大体従来トレンドである。確報で若干所定外給与、特別給与が上方修正されているので、雇用者所得で見ると前年比+1.2%であり、このところの 1%台の伸びというトレンドが維持されている。ただ、先行きについて考えてみると、ご承知のとおり今年の冬のボーナスは、経団連の新しい数字等が出ているが、やはり結構な伸びになりそうであるという見方が一般的であるし、何よりも重要なことは、最近経団連等から特別給与ではなくてベースの賃金の引き上げを容認するという見解が打ち出されてきたということかと思っている。勿論、従来のように横並びベアということにはならないと思うが、やはりベース賃金が上がってくるというのは、これはいわゆる家計のマインドに与える影響、あるいはまた物価に与える影響、両面からみてボーナスの上昇とはまた違った意味を持ってくるということかと思っている。

図表 37、物価に移りたいと思う。商品市況は、ご覧のとおり原油が足許また少し上がってきたが、8月末、9月と比べれば結構下がった。しかしその一方で、先程もお話が出たが非鉄の価格が急騰しているために、全体として見た国際商品市況は結構高止まり、最高値圏にいる。その結果、図表 38 の輸入物価だが、グラフをご覧頂くと 3 か月前比で見て足許 7% 位の上昇ということになっている。ただ、この上昇寄与をご覧頂くと、実はグレーの部分の石油関係は段々小さくなってきている。それに対して斜線の非鉄の部分が大きくなってきているということと、直近 11 月のところで白い部分が出ているが、実はこれは為替・円安の影響である。図表 40、国内企業物価をご覧頂くと、3 か月前比で見て 0.7% 位の上昇、前年比はこのところ 2% 前後の上昇ということである。10 月はやはり、これまでの原油価格の上昇と、4 月、10 月は、四半期値決め、それから半年値決めのところ上がるものだから少し大きく上昇した後、11 月単月は横這いであった。12 月も恐らく小幅上昇だと思うので、3 か月前比でみていくと、上昇率は鈍化しつつも上昇が続くといった動きではないかと思っている。次に図表 41 で需要段階別の動きをお示ししている。従来はこれでご説明していたのだが、これは国内企業物価の需要段階別というので、どちらかと言うと C G P I の説明という感じである。ただし、足許はむしろ消費者物価との関係でみようとすると、ここに示している国内企業物価ではなくて、国内需要財という概念があり、これは国内財と輸入財を合わせたもので、例えば最終財とか消費財という概念を見ることができる。そうみると、例えば最終財が 10 月の前年比がゼロだったものが 11 月は +0.5%、消費財は 10 月の前年比が +0.6% だったものが、11 月は +1.1% であり、これは実は円安の影響があって上がってきている。あくまでまだ卸売り段階ということだが、こういったものが、時間が経つと消費者物価の財の回りにも影響してくるということである。図表 43、44 だが、消費者物価はご案内のとおり 10 月の前年比はゼロであった。図表 44 でご覧頂くと、10 月の上がった要因は米と電気のマイナス幅の縮小ということであり、たまたま 10 月に関して申し上げますと、いわゆる除く生鮮も前年比 0.0%、特

殊要因を除いたもの——岩田副総裁の言葉を使うと実力コア——もちょうど0.0%である。差し当たりまず、特殊要因だけがどう動いていくかということをお願いしておく、11月は電話料金のマイナス寄与が縮小するので、恐らくこの段階で、特殊要因は+0.1%の寄与に転じる可能性が高いと思っている。さらに1~3月に入ると電話料金のマイナスも取れてくる、あるいは一部電力の去年の値下げの影響もまた取れるということもあり、大体、石油製品以外の特殊要因がほとんど全部なくなる。そうした中で石油製品が+0.3%程度寄与するので、恐らくは特殊要因だけで+0.3%位になるということである。難しいのは先行き4月以降であり、これは今色々な話が出ている。全部確定したものは基本的にはないが、一応、例の電力料金の値下げが、仮に4月に9社一斉に行われるとすると、丸々0.1%ポイント位のマイナス寄与がある。医療費の改定の関係で、診療報酬、薬価の引き下げが、今新聞報道で言われている程度だと仮定すると、寄与度で-0.07%から-0.08%位である。一方、上がる方は、実は電力は燃料費調整制度の分は4月もまた上がるので、実は先程の0.1%丸々ではなくて、それによってマイナス幅が縮小されるということになる。以上に加え、石油製品の上昇幅が放っておいても下がって、小さくなっていくので、全部足し上げると、恐らく特殊要因のプラス寄与度は、4~6月は0.1%未満になるのではないかとと思われる。一方、上がる方なのだが、まず第一に医療費の自己負担分の増加があり、これは0.05%位寄与があるのだが、恐らく10月からではないかと言われている。昨日、たばこ税の話が出てきて、これが4月なのか7月なのか分からないが、この寄与度が0.05%位ある。このような細かい話はあまりしたくないのだが、取り敢えず細かい話だけをするとそういうことである。従って、お分かり頂けるように、やはり4~6月以降も安定的にゼロ以上で推移するかどうかということは、結局そういう細かい話が上下という話ではなくて、結局実力コアが上がってくるかどうかということに基本的には掛かっている。実力コアに関してみると、これは基本的にマクロ要因なので、冒頭申し上げたようにGDPの成長率も少なくとも数字のうえではこれまで我々がみて

いるよりも少し高めであるし、短観等からみても需給ギャップはかなりはっきりと縮小しているという感じである。二番目に円安があり、これは先程申し上げたように、少なくとも企業物価段階ではもう変化が見られている。これはいずれ、消費者物価に通常は波及してくる。三番目に先程も申し上げた賃金であり、特にベース賃金の影響というのは、実は物価に関しても重要である。そういったマクロ・ファクターはいずれもこの実力コアが上昇してくる方向を示唆しているということなので、4~6月というのは、我々が今見ている数字は10月であり、あと半年以上あるので、普通に考えればなにがしかプラスは出てくるはずであると思う。ただ、毎回申し上げているとおり、いわゆるマクロ要因というのは、方向を申し上げるのは非常に簡単なのだが、何月に幾つ上がるか言えと言われてもこれは分からない。特殊要因は逆に事前に計算できるので、この点に関して毎月数字を見ていく必要があるということだと思っている。なお、図表44には最近出ている米国式コアというものを一応入れてみた。細い点線が米国式コアである。ご覧頂くとお分かりのとおり、統計の振れを取って実勢を見るという意味では、いわゆる特殊要因を全部抜いた細い実線がやはり一番素直かと思う。これでも振れてしまうのだが、比較的安定的である。それに比べて、実は米国式コアというのは、除く生鮮よりもむしろ振れ幅を拡大するような動きになる。これはなぜかと言うと、日本は元々エネルギー価格の変動幅がアメリカより非常に小さいということが一つある。一方で、ここで除いてしまう食料品は、食料品を根こそぎ除いてしまう、実は加工食品とか外食も皆抜いてしまうのである。日本の場合、加工食品とか外食というのは、実は物価の中で良い子のグループで比較的安定的であり、かつ、景気とか賃金動向を上手く表わしている変数なのである。これを抜いてしまうとむしろ帰属家賃とか、パック旅行費とか、切り花とかいう振れの大きいものの寄与度がむしろ大きくなってしまい、こういうことになるのではないかと思う。

最後はやや細かい話に入ってしまったが、もう一度少し全体に戻って考えてみると、景気に関しては正直言って、例えば生産指数が依然として予

測対比で下振れているとか、あるいは短観も少なくともD Iに関しては恐らく然したるサプライズはないという意味で、現状、加速感が付いてきているという感じではないのではないかと思っている。ただ、同時に特徴的なのは経済のバランスが非常に良くなってきているということであり、内外需のバランス、元々今回の景気は外需からスタートした訳だが、外需がスタートして内需が追い付いてきた後、一回外需がお休みしてしまった訳だが、これもまた戻ってきた。その内需のうちの法人部門と家計部門のバランスという観点も、これは支出面だけではなくて所得形成の面でもバランスが取れてきているというのが最近の状況であると思っている。従って、勿論、来年の経済を考える場合、海外要因等を考えると各種リスク・ファクターがあるが、こういうバランスの取れた経済であれば、大きなネガティブ・ショックが入れば別だが、比較的マイナーなショックであれば、十分吸収できるような姿になってきていると理解している。物価面については先程申し上げたとおりなので、これ以上付け加えることはない。説明は以上である。

福井議長

ご意見、ご質問があればどうぞ。

西村委員

少し細かい話で申し訳ないのだが、そもそも在庫が今度変わったのは、要するに工業統計ベースが変わったためである。この在庫指標で我々が見ているのは動態統計ベースである。つまり大企業を見ているので、そこで工業統計ベースで下がったということは中小企業を見ると結構在庫は少ないという可能性がある。そうすると、これは少し多めに出ている、弱めに見ている、という可能性はある。

早川調査統計局長

可能性はある。あと前から時々申し上げているが、動態で見ているため

に幾つかのものはあまり見ない方が良いのである。普段、私共が非耐久消費財を見て頂かないのは、当てにならないと思っているからである。要するに中小企業のウエイトが高い非耐久消費財について、動態統計で見て本当に当てになるかというので、これはお示ししていない。ただ、普段見て頂いている中でも資本財辺りは、これは動態のカバレッジが低いものだから少し問題がある動きかと思っているが、どちらかと言うと、その他生産財辺りはまあまあ良いところではないかと思っているので、やはり素材産業の在庫がとりわけ川上の方で多いというのはそうだと思う。

岩田副総裁

一点宜しいか。先程GDPの統計の変更の話があって、9.2兆円位帰属家賃の要因で少なくなってしまうという。木造、非木造とか、地域別に分けてより詳しく推計し直したら、実は帰属家賃がもっと少なかったということである。

西村委員

推計し直したのではなくて、そういうように分けたのである。

早川調査統計局長

計算し直したのである。

岩田副総裁

その結果、個人消費デフレーターも改定され、以前は確か $-0.3\%$ だったと思うが、改定後は $-0.5\%$ とマイナス幅が拡大した。消費者物価指数でも同じことが起こらないかということを少し心配している。指数改定により測り方を詳しくするとか、そのようなことは起きないか。

早川調査統計局長

それはSNA独特の推計の世界の話なので。

西村委員

正確に言えば——話さないようにと思っていたのだがお話しする——、それに関するものは変化全体の大体半分である。もう半分はパソコンなのである。パソコンは、今度 2000 年の産業連関表を使ったために、産業と消費の比率を変えた。そのうえさらに商業マージン率の推計を変えて、これが大きくなって、商業マージン率は当然だが消費の方は大きい。その分がまた乗って、最終的には非常に大きくパソコンの比重が高まったのである。その部分で下がった。その二つが大体全体を示しているということである。これは両方とも SNA 独特の問題で C P I には影響ない。

岩田副総裁

パソコンとか電化製品について、品目構成が変わらないとしても、出費額が変わることでウエイトが変わることは起きないか。

早川調査統計局長

家計調査でウエイトが上がらない限りはそのようにはならない。

岩田副総裁

今は上がっていないのか。

早川調査統計局長

そんなに上がってはいない。

岩田副総裁

私が見たある推計は、民間のシンクタンクがやっている計算なので間違っているかもしれないが、0.3%位品目構成の変化により下がり、それに DVD 等新製品の影響がある、としている。

早川調査統計局長

それはかなり初歩的な推計の誤りだと思う。例えば薄型テレビの値段は下がっているが、実はテレビの価格の下落幅はブラウン管と今は同じ位下がっているので、ブラウン管テレビと入れ替わったところで変わらない。むしろ、変わるのは携帯の通信料のところウエイトが上がる、この辺が例の先程の0.1幾つ減るといふところの正体の一つである。

岩田副総裁

もしそうなら非常に結構なのだが。

早川調査統計局長

逆に言うと、その家計調査ベースで本当に良いのかという議論など色々なことがあるのだが、どちらにしろ、どれを採っても所詮はそういうものは残ってしまうということである。

岩田副総裁

テクニカルな質問で申し訳ないが、8月の時点で改定するとすれば、その時の品目別のウエイトは何を使うのか。

早川調査統計局長

2005年のウエイトである。

岩田副総裁

2005年全体のものか。

早川調査統計局長

然り。



岩田副総裁

全体と言っても、それはある特定の月になる訳だろう。

早川調査統計局長

否。平均である。実を言うとウエイトはまだ確定していないのである。12月までの家計調査が締まって確定するのである。本当は計算すること自体不可能なのにザクッとこのようなものという話をしているだけである。

西村委員

正確に言うと2004年のものを使って見ている。

岩田副総裁

分かった。

須田委員

自動車の販売の数字が少ないのが気になる。これが思ったより伸びていないということだが、どのように考えるべきか。

早川調査統計局長

通常日本の景気を見る時には、やはり車が凄く影響するのである。それはなぜかと言うと、消費がどうこうと言うよりやはり車の生産なのである。車の生産が減るとこれは明らかに波及が物凄く、いわゆる誘発係数を掛けてみても凄く大きいので、生産の減少を通じて、例えば、言うまでもなく鉄にしてもガラスにしてもゴムにしても全部効いてくる。そういう形で効くのが大きい訳である。従って、先程申し上げたように、現状は実は輸出で既に生産能力がずっと一杯一杯で走ってきているので、国内販売が落ちても必ずしも生産は減らないので、二次波及というのは実はあまり起こらないのである。従って、取り敢えず、それ程どうこうということ

はない訳である。ただ、少しメーカーの方もなぜこんなに弱いのかなという感じで、やや正体を捉えきれていない感じがあり、そこが少し気になる。何か少し違うのである。やはり先程申し上げたように、百貨店の宝飾品のブランド品などは、1997年3月以来であるから結構半端な水準ではないことになっている一方で、なぜか車は…。

山本理事

軽自動車は売れている。であるからメーカーの一部にはガソリン価格の高騰が心理的に影響しているのではないかと、今はまだその位のところである。

早川調査統計局長

その説はある。

福間委員

私は高齢化だと言っている。だから大きいものはいらないと、段々そうになっているのではないか。愛知製鋼の人はそうだそうだと言っていた。

早川調査統計局長

全く私の個人的な印象は、やはり自動車メーカーの車の作りがやや皆トヨタっぽくなり過ぎてしまったのではないかと思う。

水野委員

差別化がない。

早川調査統計局長

要するに、の車というのは200万円払えば必ず200万円分、300万円払えば300万円分の価値のある車なのだが、正直言って今一つ夢がないという感じの作りなのである。バブル期などはやはりとか

とかがもっと夢のある車を作っていたのだが、世の中のマインドが変わってくるとああいう…。

水野委員

エコノミストっぽくない意見だな。調査統計局長の個人の趣味である。

福井議長

さて宜しいか。それでは金融環境について、白川局長と山口企画局長、お願いします。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

それではいつもどおりだが、資料-5(参考計表・その2)でご説明する。まず図表1、(1)銀行貸出だが、11月は前年比+0.8%である。10月と比べると小幅ではあるが、伸び率が低下した。ここ数か月のように伸び率が高まるということにはならなかったが、着実な増加トレンドを続けているという判断を変える必要はないと思っている。銀行の貸出姿勢は引き続きかなり積極的であるし、企業の資金需要も大きく盛り上がってはいないが、少しずつ動きが出てきているという状況が続いている。それから(2)民間部門の総資金調達だが、11月は前年比-0.2%で10月対比横這いである。内訳を見てみても銀行・信金・外銀の貸出が横這いであるし、直接市場調達、特に社債が若干寄与度を高めている。次に図表2は資本市場調達である。(1)はCP・社債の発行段階の信用スプレッドだが、非常に低水準であるという状況に変化はない。発行環境は引き続き良好である。なお、短観でCPの発行環境のDIを採っているが、それを見てみても、このところの改善傾向が継続している。(2)公募社債の発行額だが、11月は6,900億円程度であり、やや多めの発行という感じである。先行きの金利観から発行を前倒しするといった動きは、特に目立っているということではないが、一部にそういった動きも出ているようである。BBB格の発

行は 900 億円で、そこそこの発行ペースである。B B B 格については流通市場でスプレッドが拡大している訳だが、その影響が発行段階に及ぶという状況にはなっていない。次に図表 3 (3) C P ・社債の発行残高だが、ご覧のとおり前年対比の伸び率が着実に高まってきている。特に C P については、寄与度も高く、前年比で見ても 11 月は +17.5% であり、かなり高い伸びが続いている。C P については、運転資金需要に対して C P によって資金調達するという動きが結構見られるようになっている。(4) エクイティファイナンスだが、11 月は、転換社債については 950 億円と前月対比増加した格好になっているが、レベル感としては引き続き低調とみて良いかと思っている。株式調達は、国内市場のみの数字だが、1,500 億円程度ということで堅調な発行ペースが持続している。次に図表 4 である。法人季報が出たので、いつものように企業部門の資金過不足の状況についてご報告したい。今回については、従来のベースに加えて、財務キャッシュ・フローの部分、特に配当あるいは自社株買い等にどれ位お金を回したか、この辺りも少し見てみようということである。通常のキャッシュ・フローでみると、今回は 13.8 兆円位の資金余剰になる。第 2 四半期対比では、第 2 四半期が 15.1 兆円であったから、それよりは資金余剰幅が縮まるということだが、それでもなお高水準の資金余剰が依然として続いているということと、企業の資金需要にやや動意が出ていることをどう理解したら良いかというような問題意識もあり、今申し上げたような形で、財務キャッシュ・フローの動きを取り入れて見てみようということである。試算の結果は、折れ線グラフのとおりである。2003 年頃から資金余剰幅が減少してきて、ここでの試算としては足許で資金余剰が解消するという状況になってきている。勿論、余剰が解消すると申し上げたが、あくまで試算であり、企業部門全体として資金不足に転化してきているとまで言うのはどうかという感じである。ただ、財務キャッシュ・フローの動きを考慮すると、実際の資金余剰額は、これまでご報告してきたベースよりは、かなり小幅化してきているように見える。そうした結果として、資金需要になにがしか繋がってくる可能性がある。このように理解しておいて良い

かということである。図表5、(1)は短観の計数である。企業から見ての銀行の貸出態度判断だが、大企業から見ても中小企業から見ても改善歩調を続けている。(2)中小公庫の調査結果だが、このところ少し一服感があるが、トレンド的には緩和方向での動きが継続している状況である。図表6は企業の資金繰りだが、状況はこれまでご説明してきたとおりであり、大企業についても中小企業についても「楽である」超という方向への動きが継続している。(2)に中小公庫・商工中金の調査が共に出ているが、このところやや頭打ちという感じはあるが、それでもバブル崩壊直後のレベルまでできていて、そこそこの資金繰りの緩和感となっている。次に図表7である。(1)マネタリーベースは11月+1.5%、銀行券の伸びが+1.1%まで縮小してきている。昨年新しいお札が出たので、その関係で銀行券の伸びが高まった訳だが、その裏が出ている。ただ、直近の銀行券の動きを見ると、(2)のグラフだが、12月8日から14日の7日間の移動平均は+2%であり、少し伸びが回復してきている。それから(3)マネーサプライ、M2+CDだが、11月は+2.2%であり、10月対比少し伸び率を高めている。9月に起きた現象が11月についても起きている。交付金の支払いが月初に前倒しになったが、その分が地公体のCD等の形で滞留し、その結果として伸び率が高まるということが起きている。その辺りを割り引いて考えると、+2%弱程度が今のM2+CDの伸びの実勢かと思う。夏場頃までは+1%台半ばの伸びであったので、そこからすると企業の資金需要が伸びてきている分だけ、マネーサプライの伸びが少し高まってきているという状況である。以上、金融環境としては、全体としてさらに緩和的な方向が出てきているということだが、図表8は、昨年12月とこの時期とを比較してみて、どのように変化してきているかを簡単におさらいしてみようということである。まず、民間部門の総資金調達だが、昨年の時点ではまだ水面下であった。直近ベースでも依然として水面下だが、ほぼゼロに近いところまできているし、変化幅としても2%ポイント程度のプラス方向での動きになっている。銀行貸出を見ると、昨年の今頃は-1%位だった訳だが、それが+1%程度まで回復してきている。それからCP・

社債については、+1%前後の動きが昨年この時期だったが、直近では+5%位のところまで伸びを高めてきている。企業等の資金需要は、それなりに出てきているし、その裏には、銀行の貸出姿勢の積極化などが相当寄与しているとみておいて良いのだろうと思う。企業の資金過不足額だが、これは先程ご説明したように、数字については幅を持って見て頂きたいが、余剰額自体はかなり縮まる方向で推移してきているように見える。そうした中で、企業から見た金融機関の貸出態度は、ご覧のように緩和感がより強まってきており、資金繰り判断についてもゆとりがさらに強まっている。一方で、貸出金利をみると、資金需要に若干の動意が出てきている中であって、短期のスプレッド、長期のスプレッド共にタイト化するという流れが継続した。CP・社債など直接市場調達絡みのスプレッドについては、既に昨年の段階でも相当低いレベルまでタイト化していた訳だが、それとほぼ同じ水準での推移が続いた。また、為替相場については、最近やや円高方向に振れているが、基本的には円安方向での推移が続いてきている。物価についてもマイナス幅がジワジワと縮まる動きとなっている。従って、実質ベースで見た金利は低下してきているように見える。それらをトータルに考えると、この年末に掛けての金融環境は一段と緩和的な状況になっているとみて良いのかと思っている。以上である。

福井議長

特に宜しいか。それでは本日の議題は終了した。明日は午前9時に再開するので宜しくお願いする。なお、毎回申し上げているが、機密管理のことである。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皆様方全て、厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いしたいと思う。以上で閉会する。

(16時00分中断、16日9時00分再開)

福井議長

それでは金融政策決定会合第二日目を開催する。今日はいつもと違い、最初に資産担保証券買入等の時限措置の終了について、という議題が入っている。その後は通常通り、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政策運営の決定、月報の検討・決定、議事要旨の承認、それからもう一つ来年1月から6月の政策決定会合の開催予定日の承認という議題となっている。本日は政府の方から財務省赤羽副大臣、内閣府は昨日に続いて中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。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。そのことを前提にご発言頂きたいと思う。早速、議題に入る。最初は資産担保証券買入等の時限措置の終了について、まず白川理事、鮎瀬企画局参事役から説明をお願いします。

### Ⅲ. 資産担保証券買入等の時限措置の終了について

鮎瀬企画局参事役

資料-7である。では、資産担保証券買入等の時限措置の終了について、お配りしてある資料に沿ってご説明させて頂く。資料1頁目である。本件は、今年度末までの時限措置として実施している資産担保証券の買入及び資産担保コマーシャル・ペーパー等——A B C Pであるが——の適格基準の緩和について、所要の経過措置を講じたうえ、予定通り今年度末をもって終了する旨を対外公表することをご決定頂きたいという案件である。まず第一に本件の経緯であるが、1999年9月に本行は取引先の債務、取引先が保証する債務については、その保証がなくても適格と認められる場合を除いて、次のような理由から本行与信の担保・オペ対象資産としては不適格であるという扱いにした。実質無担保与信の発生を回避する、支払能力の独立性を確保する、という点に加えて、本行による金融機関の信用力判断が対外的に開示されることを回避する、という理由である。その後、2000年10月に適格担保の取扱いを定めた基本要領である「適格担保取扱基本要領」を制定したが、そこでもこの取引先保証債務の扱いにおいて、

同じ扱いを規定している。2002年1月に至ってA B C Pを適格担保とし、またC P等買現先オペの対象資産に追加をしたが、この際もただ今申し上げた基本要領の定めによって取引先等の保証するものについては、その保証がなくても適格と認められるものを除いては不適格という扱いとされた。念のため申し上げますと、保証がなくても適格と認められるものについては、当然のことながら取引先等の保証が付されても適格の扱いである。こうした原則のもとで、2002年12月に至って取引先等の保証するA B C Pについて、金融調節及び企業金融の円滑化を図る観点から、2004年度末までの時限措置として、その保証に基づく適格化を認める扱いとした。A B C P適格基準の緩和措置である。また、さらに2003年6月に至って資産担保証券市場の活性化を通じて企業金融の円滑化を図ることにより、金融緩和の波及メカニズムを強化するという趣旨から、2005年度末までの時限措置として、資産担保証券の買入を導入した。この際、先程述べたA B C P適格基準の緩和措置についても、その時限を2005年度末まで延長した。従って、両時限措置の時限がこの年度末にくるということである。そうした中で2.対応案であるが、現在、資産担保証券市場は認知度が向上し、投資家層の裾野も広がってきて、着実に成長してきている。少なくとも揺籃期というステージは脱したとみられる。また、金融機関の自己資本ポジションも改善してきている。こうした状況のもとで、市場の発展の初期段階を支援するという両時限措置の役割は低下してきている。両時限措置の目的は達成されたとみられるほか、企業金融を巡る環境も大きく改善してきている。こうしたことを踏まえると、両時限措置は予定通り終了することで良いと考えられるところである。その場合、このまま今年度末を迎えると両時限措置はいわば自動的に終了することとなるが、市場における来年初以降の資産担保証券の組成であるとか、本行のC P等買現先オペへの対応が円滑に行われるようにするという観点からは、両時限措置が予定通り終了する旨を現時点で前広にアナウンスさせて頂くとともに、次の経過措置を講じることとして頂きたい。経過措置であるが、「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」、これはA B C P



適格基準の緩和措置を定めた特則であるが、これに基づいて適格と判定したABC Pのうち、今年度末までにCP等買現先オペにより買い入れたものについては、売戻日、オペのエンド日までの間、なお従前の例によることというものである。これは年度末を跨ぐ期間のCP等買現先オペにおいて、適格基準の緩和措置により適格とされたABC Pを買い入れておいた場合に、こうした経過措置を講じておかないと、年度末にこうしたABC Pが不適格となるため、オペの期日到来前にこうしたABC Pをオペ先に売り戻す必要が生じてしまうからである。そうしたことを避ける趣旨からの経過措置である。本件については、ご決定頂いたならば速やかに執行部より対外公表を行うこととさせて頂きたい。また、執行部において、夕刻記者レクを行って、両時限措置は資産担保証券市場の揺籃期において、その発展の初期段階を支援するという目的を達成したことから、予定通り年度末に終了することとしたという本件の趣旨であるとか、現時点でこれをアナウンスすることの意味合いについて十分説明していきたい。また、「なお書き」でお示しているが、本行としては、今後とも、資産担保証券市場をはじめとするクレジット市場の発展に向け、関係者の取組みを支援していくことが適当と考えられるところである。こうした観点に立って、本行としては今後とも市場参加者との意見交換等を通じて市場のインフラ整備に努めていくほか、本行の諸取引関係でも民間企業債務の担保としての利便性向上を進めていく旨を、記者レクにおいて執行部より併せて対外説明をすることとしたい。本行の諸取引の面では、具体的には、当面、社債や証書貸付債権の担保受入手続きの効率化・簡素化を講じていくほか、信用判定の効率化・迅速化に関する検討についても進めていく予定である。3頁目と4頁目では、参考としてこれまでの資産担保証券の買入実績、またABC Pの担保の受入状況を示させて頂いた。最後に本件に関する政策委員会付議文を読み上げさせて頂く。「資産担保証券買入等の時限措置の終了に関する件。案件。今年度末までの時限措置として実施している「資産担保証券買入基本要領」（平成15年6月25日付政委第86号別紙1.）および「資産担保証券買入における買入対象先選定基本要領」（平成15年

6月25日付政委第86号別紙2.)に基づく資産担保証券の買入ならびに「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」(平成14年12月17日付政委第146号(別紙2))に基づく資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和について、これらを円滑に終了させる観点から、予定通り今年度末をもって終了する旨を、本日、対外公表することとし、併せて、下記の経過措置を講じること。記。「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」に基づいて適格と判定した資産担保コマーシャル・ペーパー等のうち、「コマーシャル・ペーパー等の売戻条件付買入基本要領」(平成10年12月15日付政第253号別紙1.)に基づき、平成18年3月31日までに買い入れたものについては、売戻日までの間、なお従前の例によること。」以上である。

#### 福井議長

今説明のあったところだが、この措置は、要するに日本の経済・金融環境が非常に悪かった時期に将来を睨んで、その時点では揺籃期にあった資産担保証券市場の発展を支援していくという趣旨で、当初から17年度末までの時限措置として行ってきた。最近また経済情勢が好転する中で、この市場の方も商品の人気度が向上し、投資家層の裾野が広がるといったように、着実に成長してきている。いわばこの時限措置を採った当初の目的は達成したと考えられる。従って、時限措置は時限措置通り止めようという執行部の提案である。ご意見等があればどうぞ。

#### 須田委員

少し宜しいか。本件は執行部案のとおりで良いと思っている。ただ、この時限措置を決定した際に、資産担保証券市場の発展を支援し、金融緩和の波及メカニズムを強化することは意義があるとしていただけに、当該措置の終了の発表が量的緩和政策の解除への地ならしと誤解されないように市場関係者やマスコミ関係者に対して十分な説明を行って頂きたいと思う。また、様々なクレジット・チャネルの発展は今後も重要な課題であ

るので、日本銀行としては引き続きそのための努力を是非是非惜しまないで欲しいと重ねて申し上げておきたいと思う。宜しく願います。

#### 中原委員

宜しいか。私が申し上げたいことは、須田委員のご発言と同じであるが、これまで何度か議論に参加させて頂いて、関係局ともお話しさせて頂いた訳であるが、その中で私がかかなり慎重論を申し上げた立場として一言コメントしたいと思う。私が慎重であった理由は、この措置の目的の一つである市場育成はまだ道半ばと言わざるを得ないと思われるからである。それから銀行保証のABC Pについては、市場はむしろそれを求めている訳であって、それを市中の条件として発行コストやイールド・カーブにプライス・メカニズムが機能するような市場になるよう、まず働き掛けるのが筋ではないかと思っている。それから三点目としては、当行が適格化することと銀行保証CPが多いという事実とは直接的な因果関係が必ずしも強い訳ではない。さらにこの措置による取引への影響は必ずしも大きくはないと思われるが、日銀が中小企業金融の円滑化に関与するという意味では、シンボリックな意味合いがかかなり強かった。以上のような理由から、私はかなり慎重に扱うべきであると申し上げてきた次第である。ただ、その後、金融市場局からさらに詳細な意見を伺った結果としては、この措置の廃止という金融市場局及び企画局の発案が、市場を十分にモニターした結果ということであって、多少の影響は避けられないという意見ではあるが、市場の納得が得られるという強い判断をお持ちであると理解した。それから、この措置はいずれ廃止せざるを得ない訳であるが、よく考えると、タイミングとしてはむしろ量的緩和政策のもとで極めて潤沢な流動性供給を行っている現在の方が市場へのインパクトは小さいかもしれないと考えたこと。それから三点目は、今回短観等でさらに確認されたが、中小企業の資金繰りの改善が続いているというようなこと。これらの点を考慮して私も本提案には賛成したいと思う。ただ、市場への説明に当たっては、副作用やモラルハザード、あるいは中央銀行オペとしての異例さを強調し、

いわばその原理原則論を理由に廃止する、あるいは量的緩和解除への一つのステップとして廃止する、というような印象を市場に対して、あるいは関係者に対して些かでも与えることのないように注意が必要ではないかと思っている。廃止の理由としては福井総裁が今総括して頂いたが、当初の目的は達成し、今後はむしろ市場自身の自律的な発展力に任せる方が健全な市場として育つと判断される。それから、対外的には、今後の市場育成は引き続き日銀として具体的に関与し努力していく、中小企業金融の円滑化については引き続き日銀として重大な関心事であって、金融調節の分野に限らず、幅広い観点から関与を続けていく、といった点を強調するように是非お願いしたいと思う。また、問題がかなりテクニカルであるので、記者レク等を行ってメディア等のヘッドラインで曲解した報道がなされないよう万全の配慮をお願いしたいと思っている。

#### 福井議長

金融機関からの株式買い入れ措置を、目的達成と同時に自然に解消させたのと同じように、これについても当初の狙いが達成されたということで極めて自然な幕引きという姿が一番良いのかなと思う。それと同時に、中原委員のおっしゃる通り揺籃期は脱しても、まだ発展途上にあるので、市場の自律的な発展メカニズムを促す観点からは我々は引き続きサポートし続ける必要があると思う。基本のストラクチャーはそういうことで、世の中に上手く理解して頂くということではないかと思う。

#### 白川理事

先程、中原委員、須田委員からご意見があったが、私共も全く同じ認識を持っている。事前にこの案を検討する時に中原委員、須田委員がおっしゃったことを我々自身も頭の中で思い描いて、そのうえでこうすることにさせて頂いた。ご発言の趣旨はいずれも私共も同様に思っているので、本日説明する際にも今日ここでご指摘があった点に付いて十分気を付けながら説明していきたいと思っている。

福井議長

他に宜しいか。それでは採決をしたいと思うが、採決の内容は「その時  
限措置を予定通り終了する旨、執行部において対外公表すること」。もう  
一つは「CP等買現先オペについて、経過措置を講ずること」。この二点  
になる。

[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

全員一致で可決した。次に、金融経済情勢および当面の金融政策運営に  
関する討議に移りたいと思う。まず、議論の前提として前もってお配りし  
てある金融経済月報の案について、執行部から簡単に説明をお願いします。

#### IV. 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

それでは大きな横長の紙、右肩に差し替えと書いてあるバージョンでご説明する。最初に原稿をお配りしてから短観が出たため、それを踏まえて若干修正した箇所があるので差し替えさせて頂いた。それでは現状の冒頭の表現であるが「わが国の景気は、回復を続けている。」ということで前月と同文である。この表現は9月から今月で4か月目ということになる。次に各需要項目であるが、輸出については前月までは「緩やかな増加」と書いてきたが、7~9月が3.3%、10月も7~9月対比で見て2.3%と、かなり明確に増加しているので、今月は「緩やかな」を取って単に「増加を続けており、」としている。それから先般の短観を踏まえて、1行目の後ろ回りからであるが、「企業収益が高水準で推移し、業況感も改善を続ける中、設備投資は引き続き増加している。」ということで、業況感に関する記述を加えている。それから雇用者所得、個人消費、その辺りは変更はない。住宅投資については強含みであるが、前月「強含みの動きとなっている。」から今月は「強含みの動きが続いている。」ということで、「続いている。」というところだけの変更である。公共投資は変更点はない。以上が現状であって次に先行きである。「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、基本的な表現に変更はない。それから次の「すなわち」以下の説明文であるが、ここもほとんど変更はないが、最初の行の後ろ回りから始まる文章であるが、前月までは「国内民間需要も、企業の過剰設備・過剰債務などの構造的な調整圧力が概ね払拭されたもとで、」と書いていた。このうち「過剰設備」については、先般の短観で全規模・全産業全体での設備判断DIが0ということで綺麗に払拭されたので、ここの「概ね払拭」という中での例示としてはふさわしくないかもしれないと考えて、今月は単に「過剰債務」だけを残し、例示としては「過剰債務などの構造的な調整圧力が概ね払拭されたもとで、」と変更した。それ以下の先行きのパラグラフに変更はない。続いて物価であるが、物価の現状について、「国内企業物価は、国際商品市況高や円安な

どを背景に、上昇を続けている。」ということで、前月と同文である。次の消費者物価であるが、前月までは「小幅のマイナスとなっている。」ということであったが、直近の数字、10月は前年比ちょうど0%であったので、今日は「これまで小幅のマイナスを続けてきたが、10月はゼロ%となった。」ということである。それから物価の先行きであるが、国内企業物価については前月と同文である。それから消費者物価であるが、二点あって、既に足許0.0%になっているので、まず先行きについては前月までは「年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラス」と申し上げていたが、そのうちの「ゼロ%」を削除して、単に文末を「若干のプラスに転じていくと予想される。」とした。その背景であるが、特殊要因は、前月までは米価格、電気・電話料金と三つ挙げていた。このうち10月には、米価格と電気料金がかなり効いている。勿論、米価格、電気料金も若干残っているが、今後の特殊要因剥落の主たる要因は電話料金に絞られてきたので、今日はそこをピックアップしているということである。实体经济、物価は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面であるが、短観等幾つか指標が出ているが、これまでの判断を変えるようなものはなかったと考えている。従って、変更は、いずれもマイナーな点であるが、マネタリーベースと銀行券発行残高の二点である。マネタリーベースについては、前月は「3%程度」としていたが、今日は「1%台」とした。また、銀行券発行残高については、昨年11月に改刷により伸びが上昇した影響から、その裏が出るという形で「伸びが鈍化した。」という表現にしている。なお、市況が大きく動いていて、これは差し替えの段階で一度変えさせて頂いているのだが、さらに変えさせて頂く必要があるかと思っている。事実を確認させて頂くと、前回会合時点の株価は14,000円台半ばであった。15,000円台をキープできるのであれば上昇ということで良いかと思う。こちらは変える必要はないと思う。一方で長期金利だが、前回会合時点では1.4%台の半ばであったので、1.5%

ちょうど位の今のレベルということであれば横這いという評価ではないかと思う。それから為替については、119 円前後で推移していたものが、116 円位ということであると、これは円高という評価になると思う。従って、ここに書いてある「長期金利」と「円の対ドル相場」を入れ替えるような形になる。文章を読ませて頂くと、「為替・資本市場では、円の対ドル相場および株価は前月と比べ上昇しているが、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」と、そう入れ替えて頂くという修文をお願いしたい。

福井議長

内容及び文章については、討議の後、後刻またここに戻ってきたいと思うが、取り敢えずただ今の説明に関してのみ何かご質問あれば。市場も刻々と動いているので、まだ終わって見ないと、もう一回元に戻せということもあり得る。取り敢えず宜しいか。それではまた後で戻ることにする。

## V. 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の討議を始めたいと思う。このラウンドでは、最近の金融経済情勢について、委員お一方大体5分ずつということでご発言願いたいと思う。いつも申し上げているが、極力時間内に納めて頂ければと思う。今日は、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、中原委員、須田委員、こういう順にお願いしたいと思う。最初に水野委員からお願いする。

水野委員

まず、足許の景気情勢についてである。中小企業を含めた設備投資計画の上方修正、自動車販売とスーパー売上高以外は堅調な個人消費、好調な住宅投資、輸出の明確な回復を確認できており、今月の金融経済月報の「わ



が国の景気は回復を続けている」という現状評価はそのとおりであると思う。また、先行きについても、大型ハリケーンの発生にもかかわらず好調な米国経済の懐の深さ、国際機関による楽観的な来年の世界経済見通し、プラザ合意直後の水準まで下落した円の実質実効レート、株価上昇による資産効果を享受する家計部門ということを考えると、景気は回復を続けていくとみられるという判断で宜しいのではないかと思っている。現時点までに公表された経済指標は、基本的に月報の総括判断を裏付けるものであったと評価される。短観では、我が国の企業部門が、バブル崩壊後恐らく最も健全な状況にあることを示唆していると思う。景況感の持続的な回復、設備投資計画の上方修正、雇用不足感の強まりが中小企業まで広がってきたことを確認できた。生産・出荷・在庫統計の動き、7～9月期のGDPの前期比上昇率に対する民間在庫の寄与度が-0.4%ポイントだったことは、夏場に在庫調整が一定の進捗をみたことを示唆している。今年度下期から来年度に掛けて景気回復に弾みが付く可能性が出てきたのではないだろうか。また、10月の民間非居住者用の建築着工床面積であるが、前月比+25.1%、前年同月比+10.9%と上昇トレンドを維持している。我が国経済は在庫循環、設備投資循環、建設投資循環という短期・中期・長期のいずれの景気循環においても上昇局面にあり、海外経済も総じて好調なため、内外需のバランスが取れた持続的な景気回復を続ける公算が高いと判断される。展望レポートの公表後、まだ1か月半程しか経過していないが、展望レポートに挙げた上振れ・下振れ要因のうち、原油価格の動向、米国をはじめとする海外経済の動向のとりわけ下振れ要因が顕在化するリスクは低くなってきている一方、国内民間需要のうち上振れ要因は徐々に顕在化し始めているように思われる。その結果、景気見通しは、若干展望レポートに比べると上振れしているように感じている。さて、財界からは最近、株価上昇や都心部の地価上昇について、バブル的な様相を見せ始めてきたのではないかという懸念が一部出てきている。確かに、ミクロ情報によると、個人消費については二極化・多極化の様相を見せており、富裕者層は高級海外ブランドなど高額商品に対する購買意欲が強く、百貨店

業界では絵画、高級腕時計など高額商品の売れ行きが良いそうである。この背景には、株価や不動産価格の上昇による資産効果が寄与していると思われる。今年度の住宅投資の好調は目を見張るものがある。住宅着工件数は、10月年率換算で129.2万戸と高水準を続けているし、分譲マンション市場は、首都圏を中心に7年に亘って高水準の販売状況が続いている。2005年に入ってから、契約率が過去最高水準に達し、在庫もかつてない水準まで低下している。マイクロシアリングでは、大手ディベロッパーの多くは2007年度販売分の用地取得を完了しており、分譲マンションの販売の方は暫く高水準が持続するとの見通しである。一部のリゾート地では転売目的での不動産売買の成立がある、あるいは関西地区で不動産向け貸出の増加が顕著であるなど、注意すべき動きもある。ただ、今のところ日経平均株価の水準は、企業収益の上方修正、デフレ脱却や持続的な景気回復の期待感を反映したものと判断される。株式相場は、P E Rでみて割安感が払拭・後退した程度である。また、不動産価格も都心の一等地という例外的なケースを除けば収益還元法で説明できる水準で取引されていると思う。従って、現時点では資産バブルという表現を使わなければいけない程危険な状況には至っていないと思われるが、我が国、米国、イギリスの過去の経験によると、実質短期金利の低位安定が長く続くと資産バブルが発生する可能性が高いということがある。また、株価上昇ペースは若干スピード違反気味であって、今週、乱高下しているが、そういうような不安定な動きがあることも気掛かりである。最近、株価、地価の上昇による資産効果がないと景気回復力が高まらないという、何と云うか「ミニ・バブル期待論」みたいなことが聞かれることもあるが、世界のバブルの歴史をみると、一旦資産バブルが発生すると急には火は止まらず、本格的なバブルが発生し、その後始末に相当時間とコスト、苦痛を伴うことは明らかである。日本銀行としては、景気と企業業績の先行きに対する強気な期待形成によってバブル的な株価上昇が発生しないように、正々堂々と自らが正しいと判断する景気物価情勢の見通しや金融政策運営に関する主張をしていくべきだと思う。報道によれば、政府は来年度のGDP見通しを名

目で+2%、実質で+1.9%とする方向で調整中のようなのである。この数字は10月末の展望レポートで見込んだ大勢見通しの中央値+1.8%よりも若干強めである。経済見通しがほぼ一致している政府と日本銀行が、金融政策に関して意見対立することは不自然であるし、金融市場における価格形成を歪めかねない。中央銀行の独立性を弱めようとする政府・与党の要人発言は、海外からは異様に見える。仮に、日本銀行が、政府の主張に配慮して量的緩和を解除した後にゼロ金利状態を長期化させるとの見方が蔓延した場合には、短期的には株価上昇という形での資産価格バブルの発生や円安が加速するリスク、中長期的には財政規律に対する信認が低下して、国債イールド・カーブがスティープ化する圧力が掛かるリスクがあると思っている。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

申し上げる。前回会合以降、総じて内外とも堅調な指標が多かったように思う。まず、海外については、米国は改定された7~9月の実質GDP成長率が個人消費、設備投資、住宅投資など、国内需要の上振れから+4.3%に上方修正された。10月以降の指標も好調なものが多く、消費者心理も原油価格の下落等を背景に改善し、クリスマス商戦の出足もまずまずのようだ。米国経済はハリケーンの被害を乗り越えて着実な拡大を続けていると考えられる。ブルーチップのGDP成長率に関する12月のコンセンサス予想も、2005年度、2006年度ともに11月予想比0.1ポイントずつ上方修正されている。その中で高止まりしている原油価格、低水準にある長期金利や多様な住宅関連金融に支えられていると言われる住宅市場の動向などに注意が必要と思う。こうした中で、FRBは13日のFOMCで13回目となる0.25%の利上げを決定したが、声明において利上げが最終局面に入りつつあることを示したものと受取られているようだ。

中国については、11月の輸出、生産、固定資産投資、個人消費、いずれも引き続き二桁の伸びを維持している。高水準の成長を持続していると見て良いと思う。

この間、WTIは、前回会合後、米国における気温や在庫の状況などによって変動しているが、概ね60ドル前後の水準で高止まりしている。12月のクウェートでのOPEC総会は、現行生産枠の据え置きと前回の総会で決定した日量200万バレルまでの機動的増産方針の打ち切りとともに、1月に臨時総会を開催して、需要が減速する4月以降の減産について協議することを申し合わせた。現状の価格を維持する方針を示したものと受取られている。また、昨日も話が出たが、このところ天然ガス需要の増加で長期契約の多いLNGの価格も上昇している。スポット契約では、カロリー当たりで原油価格を相当程度上回る例も見られているようだ。

国内でも、7～9月の法人企業統計季報は、経常利益、設備投資とも堅調であった。これを受けて先週末発表された7～9月の2次QEは下方修正されたが、在庫投資の下振れが主因であり、個人消費や設備投資などの内需関連は上方修正され、むしろ景気回復の堅調さを示すものと受止めている。10月以降についても引き続き明るい指標が続いている。実質輸出、鋳工業生産はともに底堅く推移したほか、企業収益が好調に推移する中、機械受注、建築着工床面積など設備投資関連指標も堅調である。日本政策投資銀行の設備投資調査によれば、2005年度の全産業の設備投資計画は、前年度比+15%と高い伸びとなった。雇用・所得関連指標も総じて好調で、家計調査、実質消費支出、住宅着工なども底堅く推移している。経団連も賃金抑制方針を修正したようだ。定率減税廃止の動きなどがあり、心理的な影響も懸念される面はあるが、増配や株価上昇もあって、好調な企業部門から家計部門への波及による可処分所得の増加は着実に進むものと考ええる。

10月の景気動向指数も、一致、先行とも前月比大幅に改善した。11月下旬実施の景気ウォッチャー調査も、現状判断DIは冬物衣料や薄型テレビ等の好調から前月比上昇して7か月連続で50を上回ったほか、先行き

判断D Iも前月比はやや低下したが、8か月連続で50を上回っている。

12月短観では、業況判断は小幅ながら3回連続の改善となった。製造業、非製造業の改善幅はほぼ同じ。大企業よりも中小企業の改善幅の方が大きかった。一方、先行きについては慎重な姿勢が続いている。仕入れ価格の上昇や販売価格の下落の判断に概ね変化がない中で、売上高、利益、設備投資の計画は総じて上方修正された。また、設備過剰感は解消し、雇用人員は不足超との判断が明確になった。今回の回復が非製造業、中小企業への裾野を広げつつ、緩やかながら着実に進んでいることが確認されたと考える。

物価面では、国内企業物価は原油をはじめ内外商品市況の影響を受けて上昇を続けている。消費者物価については、10月のコアCPIの前年比が想定通り0%となった。先行きも年末に掛けてプラスに転じ、年明け後プラス幅を拡大する可能性が高いとみられる。昨日のご報告にもあったが、需給ギャップの縮小が着実に進み、株高や賃金の増加、そして円安により物価上昇圧力も高まっていく方向にある。今後特に数か月、これまであまり動きのなかった特殊要因除きのコアCPIの動きについて特に注目していきたい。

マーケットでは、前回会合後も12月1日には日経平均が5年振りに15,000円台を回復した。長く買い越しを続けている海外投資家、4月から買い越ししている事業法人に加えて、このところ投信を通じた個人の資金流入が目立っている。9月末の資金循環統計で見られているような個人の資産運用姿勢の変化がこのところの株高や銀行の窓販、あるいは証券仲介などによって加速されているのかどうか注目したい。一方、為替は金利差要因から円安基調が続いていたが、この14日からは円高方向に戻している。

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ながらも、好調な企業部門から家計部門への波及が着実に進み、10月の展望レポート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執行部の提案のとおり、景気物価の先行きも含めて基本的に11月の判断を維持するということで良いと思う。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回の会合では、短観など前回会合以降明らかになった材料を踏まえて、景気物価情勢に変化がないか確認していくことがポイントであると思う。

まず、海外経済であるが、米国では家計支出、設備投資を中心に着実な拡大を続けている。この冬のクリスマス商戦についても、序盤は前年をやや上回る伸びとなっている模様である。ハリケーン被害の影響が一巡してみると、生産、雇用とも予想以上のペースで回復してきている。東アジアでは緩やかな景気拡大が続いている。ユーロエリアでも回復に向けた勢いが徐々に強まりつつある。インフレ方向のリスクの高まりを背景に米国は利上げを継続しており、ECBも今月1日に利上げを実施した。カナダやエマージング諸国も利上げを行っている。G7コミュニケにもあるように、世界経済は原油高、インフレ圧力の台頭といったリスク要因を抱えつつも、堅調な拡大を続けていくとみて良いと思う。

日本経済であるが、我が国の輸出は、地域別にも広がりをもって増加している。内需の面では、まず設備投資は、高水準の企業収益を背景に、製造業、非製造業ともに増加を続けている。12月短観を見ると、全企業の経常利益は2002年度から3年連続二桁増益の後、今年度も引き続き増益となる見通しである。また、今年度の設備投資計画は、製造業、非製造業ともに企業規模にかかわらず幅広く上方修正されており、全体で見ると3年連続の増加となる見込みである。設備の過剰感も払拭されてきていて、こうした面からも先行き設備投資の増勢は続くと思われる。雇用面を見ると、フルタイム労働者を中心に雇用者数は増加を続けている。賃金面でも、一人当たり賃金は所定内給与を中心に前年を上回っているほか、冬のボーナスも大手企業を中心に夏季を上回る伸びになるとみられる。12月短観でも企業の人手不足感が広がっていることが示された。先行きについては、

好業績企業を中心に 2006 年春季労使交渉で賃上げが合意される可能性がある。これが実現すると、ユニット・レーバー・コストの低下圧力が一段と和らぐことを通じて物価に影響が及ぶ可能性があり、今後の帰趨に注目したいと思う。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は底堅く推移している。乗用車販売は弱めの動きであるが、家電販売は順調な増加を続けている。サービス消費については、外食売上高などを中心に着実な増加傾向にある。消費者コンフィデンスも総じて高水準で推移している。これらの点を踏まえると、先行きも景気は内外需、企業・家計間のバランスが取れた形で回復を続けていくと考えられる。

次に物価であるが、国内企業物価は原油や非鉄金属などの国際商品市況高や為替円安の影響などから上昇しており、先行きも上昇を続けるとみられる。消費者物価は、生鮮食品を除いた全国ベースの消費者物価であるが、10 月には前年比 0% となった。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中で電話料金の引き下げの影響が剥落していくということもあって、来年 1~3 月に掛けて割合はつきりしたプラスになると見込まれる。その先も一時的な要因により短期的な変動はあるにせよ、物価の基調としては短観の設備・雇用判断からも窺われるように、需給バランスが改善していること、賃金が増加方向であること、人々の物価見通しも改善していることを踏まえると、上昇を続けると考えられる。なお、消費者物価の動向を判断するうえでコアベースの指標で見るべきか、ヘッドラインで見るべきか、ということについて様々な議論がある。一時的な変動要因を除いてみることで基調が見やすくなるということがある一方で、その結果として消費者物価全体に占めるウエイトがあまりに小さくなると全体の動きが見えなくなるといった問題もある。また、人々のインフレ予想がコアベースとヘッドラインのいずれに左右される度合いが強いのかというポイントもあるように思う。一時的な変動要因を除くという観点からは、エネルギー価格を除外するか否かも論点である。この点は必ずしも先見的に明らかな訳ではないが、このところのエネルギー価格の上昇は、エマージング諸国の需要増に起因するところが大きく、必ずしも一時的な要因と

は言えないと思う。いずれにしても物価指標を見ていく際には、その背後にあるメカニズムをきちんと分析していくということが肝要であると思う。

最後に金融市場の動向について簡単に触れておきたいと思う。まず、長期金利は総じて落ち着いた展開となった。為替相場は足許反発しているものの、半年位の期間で見れば円安が進行しているということである。株価も急ピッチで上昇し、足許では色々動いているが、2000年の11月、12月頃以来の水準である15,000円台前半で推移している。金融市場のこうした動向は、我が国経済が改善する中で、投資家のリスクテイク能力が改善していること、市場では内外金利差の拡大が意識されていることなどを反映している面があると思う。今後の金融市場の展開については、経済・物価に与える影響を含めてよく見ていきたいと思う。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず、アメリカの経済と経常赤字の問題について述べたいと思う。過去の歴史的なデータを少し調べてみると、アメリカの経常赤字の対GDP比率と住宅価格の上昇率は、80年代半ば以降非常に良い相関を持っており、住宅価格が上がると経常赤字が増えるという関係がある。現在、国際的にみて金融政策は、各国ともある種の正常化というか、利上げのプロセスに入っている。グローバルな金融政策の正常化プロセスが進行していて、その中でアメリカの経常赤字がどうなるかということが一つの重要な論点になっていると思っている。そういう観点でアメリカの住宅投資の動きを考えてみると、まず住宅価格がどこまでバブルなのかということについて議論が幾らか分かっている。一部の地域でバブルが生じていることは多分間違いないが、全国レベルでは、推計によって色々違いがあり、私の印象では10%位はファンダメンタルを上回っているのかなと思っている。



最近の動向は、住宅価格がやや横這いになっているし、住宅ローンの購入申請件数も頭打ちになっている。従って、ホーム・エクイティのローンも足踏み状態ということになっている。こういう中でアメリカの金融の引締めが、どこまで行われるかということがやはり重要だと思っている。仮に5%まで上がるというようなことがあるとすると、やはり住宅投資には相当の影響が出てくるのではないかと思う。特に、私が注目しているのはサブ・プライムの貸出、つまり通常のローンを受けられない所得層、つまり所得制限に抵触したり、利払い費が所得に占める割合が多過ぎるなどで、通常であるとローンが借りられない層でも随分借入れが増えていて、全体のモーゲージバック・セキュリティの9%位、4,500億ドル程度あると言われている。82%は変動金利であるということであるので、仮にフェデラル・ファンド・レートが5%というようなことになると、サブ・プライムローンのレートは9.5~10%程度になるのではないかという予測も行われている。さらに住宅ストックの増加率を少し長い目でみても、2004年は過去の平均+2%と比べて+3.3%となっていて、ある時点でストック調整が発生してもおかしくないと考えている。カトリーナ、リタの復興住宅需要もあるので、差し当たり横這いと言うか200万件程度が維持されるだろうが、それも水準が維持されるということなので、住宅投資の伸び率に直せば、今年10%位伸びていたものが、第4四半期で4%位に下りていき、いずれ横這い状態に入り、来年後半からやや停滞感が強まってくるのではないかと思っている。さらに、こういう住宅投資の動きに加えて、石油価格の上昇がある。ガソリンの方は良いのだが、燃料費の方が41%増加し、1家計当たりだと306ドル位が負担増になっているということがある。それから自動車の販売であるが、GMが11月半ば以降、車種によりけりであるが、従業員向け以下の価格での販売を行っているので、若干持ち直しているのだが、やはり販売額は落ちて、件数も落ちているということなので、第4四半期、個人消費の伸びは、クリスマス商戦は平年並み位かと思っているが、1%台に鈍化するのではないか。住宅投資も伸びが半分位になっていく。従って、実はFRBはこういうことを目指して政策を採ってきた

とも言えるのだが、第4四半期は、国内最終需要という面ではかなり弱くなる可能性があると思っている。その弱くなり方がどこまでいくかというのは、まさに金融政策のこの先の運営次第ではなかろうかと考えている。

以上がアメリカについてであるが、日本経済の方に目を転じると、実体経済の方は展望レポートと比べると、GDPの方は上振れ傾向ということだと思う。そして、消費者物価は予想通りに動いている。こういうことかと思う。在庫循環図を見ると、鉱工業生産全体では45度線下に移動した。これは10月ひと月のデータなので定着するかどうか分からないが、出荷の方もかなり伸びてきており、多分定着すると思う。在庫調整局面の若返りがアメリカにも今年初め頃起こった訳であるが、日本はそれから半年以上遅れて若返りが生じたと言って良いかと思う。そういう面で言うと、ここで在庫調整局面というのが一区切り着いたのかなと思う。また、半導体関連であると、DRAMの方は依然として価格がさらに低下している。NANDフラッシュメモリーの方は市況は活発であるが、日本でも勝ち組、負け組両方あるのだが、これは前にも申し上げたことがあるのだが、サムスンが意図的にそういう政策を採っている可能性もあって、それで供給過剰がどこかで先行き出るというリスクも孕みながら事態は進行していると考えている。

それから第三点目に物価の方の動きであるが、物価はこれは予想通りだと申し上げたところであるが、展望レポートでコアの消費者物価上昇率+0.5%と私自身も予測したのだが、ただこれは実力ベースのコア消費者物価指数、つまり公共料金とかの特殊要因を除いて、エネルギーも除いたものでみると、+0.5%はやはりいかない、+0.3%位なのではないかというのが、実力ベースでの2006年度の消費者物価指数の動きではないかと思う。消費者物価指数について、前日も少し申し上げたが、帰属家賃が実は今足許では0.4%程上昇していて、寄与度にしても0.06%とか若干のプラスでこのところ動いているが、過去の系列を見ると、マイナスが続くとプラスが続くのが1年位の周期で上がったたり下がったりしていて、その理由がどうもよく分からない。これが1年周期サイクル後のマイナスに

なった時、少し心細いなということを感じている。それから企業物価指数の方について、最終財が前年比プラスになったというのは非常にエンカレッジである。ただ、その中身をよく見ると、非市況関連品目の押し上げの寄与はまだそれ程明確なプラスというところまで十分かどうかというやや微妙かと思う。短観でも、販売価格の足許は改善しているが、先行きはやはり少し下を向いていて、まだ企業が本当に価格のコントロールというものを持っているのかどうかについては、これもやや微妙なところかと考えている。さらに言うと、コアの消費者物価指数の基準改定というのは、これも昨日申し上げたが、やはり私はやや不確実要因だと受止めている。それから最後に、いわゆる資産価格のバブルがあるのかどうかということが今話題になっているが、これは水野委員もご指摘があった点なのであるが、私の受取り方はどういうことかということ、量的緩和政策というのは、そもそもリバランス効果があるものだと思ってやってきたら、それがなかなか顕在化しなかった。しかし、私は量的緩和政策というのは企業のバランスシート調整を大いに促進したので、その過程では貸出が減ってもおかしくない。しかし、それが終われば貸出が増えてくと申し上げたのだが、貸出は本当に増えてきた。それから個人部門が持っているマネーがどうやら活性化してきて、いわゆるリバランス効果が本当に顕現化しつつあるのかなと思う。マネタリーベースで見ると、100兆円を上回る程あるのだが、恐らく50兆円分位は過剰なマネーである。そのうち金融部門に25兆円位あって、これは量的緩和でまさに出されたものである。足許、マネタリーベースの伸び率は+1.5%であるが、名目成長率の伸び率もちょうど+1.5%で、これまで急速に落ちてきた流通速度がどうやら下げ止まったという状況かと思う。今後は、流通速度が恐らく上がっていく方向に動いていくと思うのだが、そのテンポが、言い換えれば活性化がどこまで進んでいくのかということに私は注目したいと思っている。それから金利の方の面であるが、実は量的緩和政策の出口が近いと市場が思えば、イールド・カーブが次第に正常化する訳で、これまでも実際正常化しつつある。例えば5年物を採ると、過去は0.5%であったが、今は0.8%

まで上がってきているということで、徐々にやはり金利のメカニズムは量的緩和政策のもとであっても次第に動き始めていると私は認識している。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

内外経済については、今まででも触れられたが、展望レポートのシナリオを、やや上回るかと思われるペースで景気拡大を続けており、執行部の基本的見解に違和感はない。米国経済については、リスク要因である原油価格について申し上げますと、先月も申し上げたように、投機筋による下値確認で55ドルを突破できなかったことから——これはチャートの的であるが——買い戻しが入り、まだ原油生産の精製施設の改修も終わってない中、寒波がきたことから、足許60ドル前後まで値を戻している。原油価格の動向には目を離せない。この点については12月13日のFOMCのステートメントでも、「労働・設備などの資源利用率が上昇し得ることや、エネルギー価格が高止まっていることは、インフレ圧力を高め得る」と指摘している点に注目したいと思っている。我が国の経済については、12月短観でも確認されたように、内需・外需のバランスが取れた形でオン・ザ・ライト・トラックで回復している。12月2日に発表された実質GDP改定値を見ると、2003年度以降、年率2%程度のトレンドに沿って、IT調整というハードルを越えながら着実に回復していることが改めて確認できたと思う。足許の景気動向で注目されるのは、これは今までの皆様のご発言の中にあるが、一つは設備及び雇用の不足感がさらに強まっていることである。さらには、販売価格の下落傾向が一段と弱まりつつあり、販売価格DIの下落超幅は1991年5月以来の水準となったことである。設備投資では、製造業における設備判断DIが大企業から中小企業へ至るまで1991年以來の不足超に転じており、設備投資の増勢に拍車がかかっ

てきており、さらに非製造業においても設備投資の積極化の動きが見られることである。日本政策投資銀行の調査によれば、本年度の全産業設備投資計画はバブル期以来の高い伸びとなっている。こうした中であって、例えば、アネクドタルな話であるが鉄鋼業界等では設備投資に対する慎重な姿勢は崩していないが、他方、国際的に優位にある高級鋼材に集中して生産能力の増強を図っており、こうした戦略的な投資姿勢は鉄鋼業界以外の業界でも色々見られている。こういうことから、継続的な設備投資の増勢に繋がっていくものと考えている。雇用については、全産業の雇用人員判断DIがバブル末期以来の不足超となっており、2007年問題も抱えていることから、青田刈り的な現象も見られ始めている。その結果、採用形態を問わず、賃金上昇の動きが続いており、先般、経団連は、来春闘においては各社の収益状況に応じた賃上げの方針を明確に打出している。これまでの「人減らし」から「人への投資」という新たなモメンタムが鮮明化してきている。個人消費については、雇用不安の払拭や経団連調査でも15年振りの高い伸びとなった年末賞与、さらには金融資産効果等もあって底堅く推移しており、最近の年末商戦では、高額デジタル家電や装身具、アクセサリ、海外ブランド等の販売が好調であることなど、質の高い商品、サービスに対して高額の支出も厭わないという傾向が見られ始めている。一方で、自動車であれば軽自動車、衣料品であれば中国製という低価格志向も根強く、それぞれ好みに合わせてバリュー・フォー・マネーを決定しているという状況である。以上の点からみて、いつも申し上げていることであるが、我が国経済の先行きについては、ロバスト・アンド・レジリエントであり、円安によってさらに輸出競争力の高まりから企業収益へ好影響があって、しぶとい景気回復を続けていくものと期待されている。物価面については、投機資金の流入等もあって、銅、亜鉛等、非鉄金属を中心とした国際商品市況の高騰が続いていることも手伝い、国内企業物価の11月前年比は1.9%と上昇を続けている。特に、輸入品の価格上昇が、非耐久消費財などの最終財にも波及している点は留意すべきであると思っている。これに加えて、今までご指摘があったように、需給ギャップ

の縮小や総人件費の上昇に伴うユニット・レーバー・コストの低下幅の縮小等も手伝い、消費者物価にどのような、どの程度の影響を与えるか、今後注意していきたいと思う。最後に金融資本市場の動向について申し上げたいと思う。ジェイコム株の問題とか、耐震強度偽装問題とか、あるいは一部の大都市圏の地価の上昇なども手伝ってか、何人か今までお触れになったが、先般、奥田経団連会長が、最近の急激な株価上昇について「日本経済全体がバブル期のような雰囲気になってきた感じがする。」——あるいはここ 2、3 日の相場展開を予想されていたかどうかは知らないが——と発言されているが、これには企業経営者として長年の思いが込められていると思っている。すなわち、株価が企業の収益を反映して上昇することは、経営者は誰でも企業価値の最大化を狙う訳であるだけに歓迎する訳であるが、バブルによる株式を含めた資産価格の過熱した上昇が発生するとリスク・リターンのバランスを欠き、金融規律をやや逸した投資の集中、グリーンSPAN議長の言葉を借りれば、根拠なき熱狂を招きやすく、それを避けたいという心配から発せられたものと思う。バブル崩壊後の建て直しのために 15 年の長きに亘り苦勞してきた産業界として、過去の失敗を繰り返したくない、持続的な景気の拡大を維持していききたいという強い気持ちの表われだと思っている。息の長い景気の回復という点においては、本行及び政府が目指している目標と全く同じである。以上である。

福井議長

次は西村委員から願います。

西村委員

前回会合からの推移をみると、海外の状況、国内の状況とも強弱区々であるが、全体として想定範囲内で強含んでいると思う。海外のプロパティ・マーケットの動きも英国でかなり弱含み、また米国でもバブル的な動きから弱含み、ギアが全体として下方へ掛かっているが、現在のところソフトランディングのシナリオから大きく外れてはいない。米国クリスマス

ス商戦も心配された程弱くはなく、産業面でもBBレシオも回復し、過去に類例を見ない安定した成長が続き、大きく崩れるような兆候はない。中国は生産能力増強投資が依然として強く、また固定資産投資の急激な伸びは安定化への傾向を示し、これまた過去に類例のない安定した成長が見られた。ただ、米国では、住宅価格のソフトランディングが成功し、家計消費等への大きなマイナスの影響を回避できるかどうかは不確定要素が多いことがある。また、中国でも、急激な生産能力増強が供給力過剰をもたらす蓋然性が今後次第に高まっていく可能性がある。従って、短期的には世界経済は想定範囲内で推移していると思うが、今後どこかの時点で顕在化する可能性のある波乱リスクについては、十分な目配りが必要であると考え。足許の日本経済は区々ではあるが、想定範囲内で底堅く推移している。「しぶとい景気回復」という言葉は、誠に至言だと思う。新車販売は11月も大きく落ちたが、これは前年新車効果の裏が出たという影響もある。基調として弱めであるが底は抜けていない。特に、大型高級車市場は依然として好調で、前年比で高級輸入車は5%増を維持している。景気に敏感なウォッチャー調査を見ても、四国、沖縄を除いて、現状判断DIが50を超えている。以上から、執行部の強含みという情勢判断について違和感はない。ただ、某建築士による耐震強度偽装問題の影響について付け加えたいと思う。現在は特定グループの問題と認識されているが、広がりが出てきた場合には、現在の好調な市場に影響を及ぼす可能性がある。特に、準大手業者のレベルでは他社開発物件を買い取って自社物件として売り出す例がそれ程不思議ではないので、似たような事例がそうした物件の中に入っているという可能性も皆無ではない。さらに、今まで居住用のマンションだけでなく、投資物件としてのホテルや賃貸マンションも好調で、これらがREITや私募ファンドに物件として譲渡されている。こうした分野への波及もあり得ることである。それから前回、早川調査統計局長から指摘があったが、取引の停滞ということについても十分考える必要がある。既に契約がストップしている事例もある。また、マンション等では、大手を含めて実は3月

竣工が非常に多いということがある。しかし、検査の人員が限られているため、竣工検査が大幅に遅れる可能性がある。竣工が遅れば引渡し残金決済も遅れ、資金繰りから着工にも影響が及ぶ。家具等の需要も引渡しがあってから初めて顕在するということから考えると、家計消費が足を引っ張られる可能性も十分考えておく必要がある。ただ、基調は現在までのところ強く、影響は実際に生じたとしても一時的で、恐らく需要の後ずれ要因になると考えられる。ただ、景気判断の対象となるデータに微妙な影響を及ぼすことがあるので注意する必要があると考える。最後に、GDPデフレーターを含む、GDP統計の性格とその利用について一言付け加えたいと思う。要点は、GDP統計は時間の経過に従って改定され、しかもかなり大きく改定される統計であるということである。GDP統計は、まずQE推計によって当該四半期の終了の翌々月に1次QE、その翌月に2次QEが発表される。さらに年度終了後約9か月後に国連勧告に従った確報が公表されて、さらに約21か月後に確々報が公表されるというスケジュールになっている。さらに、5年置きに基準改定が行われ遡及して改定される。この推定、改定の時点時点で利用可能な情報がかなり異なる。また推計方法も異なる。そのため、1次QEの数字と2次QE、確報、確々報と改定されている数字は大きく異なることが多いということである。12月改定では実はこの三つの予想が全部一緒に出てきて大きな問題になったのだが、年度統計で見ると2003年度は2004年5月に1次QEが出た段階では実質+3.1%であったのが今般は+2.3%へ大幅に下方修正されている。また、2004年度も今年5月の1次QEは実質+1.9%であったが、それが+1.7%へと下方修正されている。これは大きな理由は、昨日話題となった帰属家賃で、これをより詳しく計算した結果、54兆円——GDPシェアで11%——から、45兆円——GDPシェアを入れて9%——へと大幅に減少したことに関連している。次に、四半期統計であるが、これは2005年7~9月期が前期比+0.4%成長という1次QEから、+0.2%へ下方修正された。これも昨日話題となったが、主に在庫の寄与であって、それが+0.0%から-0.4%ポイントへと大きく変化したということがある。



その要因は、推計データがカバレッジの広い工業統計が利用可能となったために、QEがベースとする大企業中心の動態統計からベースが変更されたというのが主要な要因である。つまり、その時点その時点で最善の努力を統計作成者は傾注しているが、データが不十分であったりするために変更は致し方ない。従って、GDPデフレーターを含むGDP統計で判断する際には、それがやがて大きく改定されるかもしれない統計であるということを入念に入れておく必要がある。以上である。

福井議長

中原委員からお願いします。

中原委員

前回会合以降の日本を取り巻く世界経済環境は、総じて改善の基調にあると思う。種々のリスク要因、不透明要因はいまだ払拭されておらず、それらが今後世界経済に緩やかな影響を与えていくリスクはなお残るが、当面大きなショックとして顕現化する蓋然性はやや低下したように感じている。まず原油価格であるが、いまだ必ずしも明確ではないが、投機資金の流出が見られるようであるし、高値圏ながら落ち着きが出てきたのではないかと思う。先日、ロンドンで面談したエコノミストによると、今回の上昇により産油国に流入した資金は、消費、実物資産への投資、特に域内投資という形で還流し始めており、価格上昇により増加した収入が主として金融資産投資に向った前2回のオイル・ショックに比べれば、今回の原油価格上昇が世界の需給バランスに与える影響は相対的に小さいという意見を申していた。米国経済については、前回会合以降のマクロ指標は総じて改善傾向にあって、ハリケーンの直接的影響は比較的軽微だったと思う。住宅関連の指標にやや鈍化の兆しも見られるものの、これまでのところはクリスマス消費も底堅いということであり、経済の先行きとしてはFedのシナリオ通り+3%台高めの成長の蓋然性が高まる方向になったと思っている。欧州の利上げは、むしろ材料出尽くし感から市場や実体景気

に大きな影響を与えそうもない。EUの経済指標も総じて改善を示すものが増えたようである。中国も基調は変わっていない。高めの成長のもとで過熱感とデフレ懸念が同居するようなやや奇妙な状態かと思うが、金融面、市場面での改革は着実に進んでいるようであり、為替制度についての批判もこのところ下火である。ナローパスではあるが、現景気レベルの持続可能性はやや高まっているように思う。NIEs、ASEAN諸国は、政策金利上昇が続く中で巡航速度を保っているが、結局先行きは、原油価格と米国・中国経済の動向次第ということかと思う。世界経済の先行きのリスク要因としては、引き続き原油価格動向や米国・中国経済の先行き、あるいは鳥インフルエンザの懸念というような点であることに基本的に変わりはないが、強いて言えば、実体経済面への直接的なリスク顕現の可能性がやや弱まる一方で、日本を除いて世界同時的な引締め方向への金融政策スタンスがどこまで続くのか、オーバーキルになるリスクはないのか、その動きが今後、株価、長期金利、信用リスク・プレミアム、ひいては国際間の資本移動にどういう影響を与えるか、このような市場の変動が実体経済に与える影響はどうか、といった不透明要因がやや注目を集めるような状況になってきていると思う。

日本経済であるが、先程述べたように外需面での環境は緩やかながら改めて改善に向いつつあると言える。内需についても先般の法人企業統計、短観で示されたとおりに、設備投資を中心に堅調であって、在庫調整の進展具合からみても、少なくとも2005年度については10月の展望レポートのシナリオから、よりポジティブな方向に振れているというのが自然である。短観においては、3月、6月、9月に引き続いて大企業を中心に極めて慎重な企業経営態度が窺われること、その中で設備投資意欲がむしろ強まっている感じがあること、景況感の改善が中小企業で相対的に大きいこと、また、先行きの景況感見通しについて、非製造業が製造業に対しキャッチアップする流れとなっていること、という点を見ると、いずれも緩やかながら持続性のある景気回復というこれまでのシナリオを支持するものと言えると思う。中小企業関係の3政府金融機関調査の売上DI、業況判断

指数も軒並み改善しているようであって、裾野が拡大している訳であるが、一方でこれは景気が成熟段階に入っていることを物語るものでもある。景気の持続性という観点から今後の循環的な動きにはやはり注意が必要だと思う。家計周りについては、いよいよ税制改正等による家計負担増が具体的議論になってきたことにやや懸念を感じる訳であるが、一方で、短観における雇用の不足感の拡大、ボーナスの前年比増加、ベア復活等々の背景を考えると、底堅い消費の基調は当面変化はないかと思う。ただ、これは裏を返せばコスト面からの企業収益へのネガティブな影響ということであって、変動費要因を売上の拡大でカバーし、損益分岐点を下げてきたこれまでの収益構造の傾向を維持できるのかやや難しい局面である。ユニット・レーパー・コストが下げ止まり、労働分配率も非製造業を中心に底打ちの動きが見られる訳であり、今後の雇用者報酬の増加については、なお注意深く見ていきたいと思う。物価面では、来年第1四半期に掛けてCPIがプラスになる可能性は高まっていると思う。その点は展望におけるシナリオに沿った動きということであるが、今後のCPIが安定的にプラスとして定着したか否かの判断は、中長期的な立場で確認していく必要があると思う。今後の政策変更の可能性の議論を含めて、足許のCPIのプラス化のみに焦点が当たることのないよう、市場やメディアとの対話スタンスには注意がいるのではないか。CPIの先行きについては未だ多くの不確定要因があることは昨日の議論のとおりであって、また、これまでの設備投資や労働参加率の上昇、TFPの上昇傾向等々、これまで1%強とみてきた潜在成長率が高まっている可能性は十分あると思う。中長期的な需給ギャップ縮小に係わる判断にはさらに分析が必要であると思う。この点、マクロ的立場から中期的な傾向を分析する必要があるという昨日の早川調査統計局長の説明は説得的であった。以上である。

福井議長

最後になったが、須田委員から願います。

## 須田委員

我が国の景気回復の前提である海外経済については、米国や東アジアを中心に拡大基調を続けるという標準シナリオに沿ったものである、と簡単に総括しておきたいと思う。国内に目を転じると、短観から我が国の景気回復は、製造業・非製造業、大企業・中小企業、内需・外需、企業部門・家計部門の全てにおいてバランスの取れた格好となっているし、非製造業や中小企業へ景気回復の裾野が拡大していることもみて取れる。生産・営業用設備判断DIについては、過剰感が払拭され、今年度の設備投資計画額は製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず増額修正されている。また、雇用人員判断DIについては、はっきりと不足超になり、来年度の新卒採用計画も極めて強いものとなっている。そして、これらDIから求めた需給ギャップはついに不足超に転じた。賃金についても、経団連が来春14年振りに賃上げ抑制方針の転換を打ち出したほか、大企業の冬季賞与も本年夏を上回る高い伸び率となっており、所定内・特別給与ともに今後とも上昇が期待できる。賃金、とりわけ所定内給与と物価の相関は高いということもあるので、これは需給ギャップの改善ともども日本経済の体温を映ずるコアコアの物価の上昇に繋がっていくのではと思っている。消費動向調査によると、インフレ期待も高まっており、これもサポート材料である。なお、前回指摘した潜在成長率が上昇しているかどうか、また、それが物価に与える影響はどうかという問題についてであるが、先日の調査統計局と東大との研究会において、全要素生産性の把握が非常に難しい問題であることが改めて示された。また、全要素生産性ショックがGDPギャップに対してプラスの影響をもたらしたとの実証分析もあった。ただし、生産性ショックの持続性などによって結論は変わるので、この結果を鵜呑みにはできないが、生産性の上昇は物価に下方圧力を掛けるということには必ずしもならないということは心に留めておきたいと思う。このように我が国の景気は、標準シナリオに概ね沿った形で順調に回復を続けているが、リスクがあるとすれば、原油価格の再高騰や鳥インフルエンザの大流行等のショックに加え、バランスの悪さが目立つ金融市場が何らかの

形で混乱し、実体経済に悪影響を及ぼすことではないかと考えている。足許の金融市場のバランスの悪さは、財政不均衡や対外不均衡との対比でみた場合の金利や為替水準、成長率と金利の関係の不整合、あるいは資産価格と金利の乖離といったものである。こうした状況を長く続けることはできないだろうという思いがある中で、現在は、各国の金融緩和政策が物価安定と持続的な成長を達成するために修正されつつあるが、各国間でその修正スピードが異なる状況下で、不均衡や金融政策などを巡る何らかのショックが金融市場の混乱を引き起こす可能性は無視できないと思っている。我が国については、ゼロ金利のもとで、株や不動産といった資産価格が上昇しているだけでなく、景気が回復傾向を辿っているにもかかわらず、債券価格が高止まりしているほか、大量の流動性資産を保有している家計などはリスク・アペタイトが回復している中でインカムゲインを求めて、ニュージーランドやオーストラリアといった高金利通貨へ投資を行っており、為替はこの内外金利差を映じて円安となっている。もっとも、足許調整局面を迎えているが、今のところ一時的であるとみている。このような動き自体はゼロ金利政策の効果が出始めたということもできるので問題視すべきことではないが、今後もゼロ金利がかなり継続するとの認識が強まれば、この傾向が行き過ぎる可能性も否定できない。こうした状況が長く続けば続く程、金利のある世界に戻る時期が近付いてきたとの認識が生まれてきた際の金融市場に与えるショックは大きなものとなる。実際、仮に日本銀行が量的緩和政策を解除できたところで、今のようなゼロ金利は当分続くとの考えが、市場参加者の間に広がっているようであり、それが内外金利差を際立たせ、巻き戻しのリスクを高めているように思う。今のようなゼロ金利が相当続くとの思い込みが強い程、流動性資産からリスクアセットへの資金需要のシフトを加速させ、オーバーシュートを生じさせやすくなると思う。先日、訪問したニュージーランドやオーストラリアの       からは、経常収支赤字をファイナンスしているこれら投資資金が日本の金利上昇で巻き戻されるリスクを既に非常に心配していた。米国の金融緩和が対外投資を促進させ、米国の政策の転換により当該資金が米国

に還流し、メキシコ危機を招いたこととダブらせる向きもある。また、ニュージーランドのような小さい国においては、このような大量の資金流入が既に引締め政策を阻害する要因にもなっているようである。少なくともゼロ金利が相当続くといったマーケットの誤った断定による投資の行き過ぎは、排除しておく必要があると思っている。最後に、住宅バブルについてであるが、内閣府は今年の「世界経済の潮流」において、低金利政策等により多くの先進国で起きた住宅ブームを取り上げている。日本においてもバブル的な取引についての逸話があちこちで聞かれるようになってきているが、金融機関の不動産向けエクスポージャーはマクロでみれば拡大しているということではないこともあって、今のところは心配するような状況だとは思っていない。とは言え、注視していく必要があると思っている。以上である。

#### 福井議長

各委員から現状及び来年の見通しも含めて意見を一通り述べて頂いた。短観が比較的色々な側面から今の経済実体を映し出してくれた感じが強いものであるから、皆様方のご意見も前回までに比べると少し収斂されている面があったかなと思いつつ拝聴した。日本経済の全体感としては、足許やや強めというニュアンスを込めながら大きくはオン・ザ・トラック、つまり10月の展望レポートの線に沿って順調に動いている、このようなお話だったと思う。さらに言えば、経済はよりバランスの取れた動きを示している。「よりバランスの取れた」という意味は、一つは内需・外需のバランスというのがあるし、セクター毎に見ると、企業部門では製造業と非製造業とのバランス、大企業と中小企業とのバランスがより良く取れる形で動いている。それから、企業部門と家計部門ということになると、やはり雇用、あるいは所得の還流という形で、さらにそろりと動きが進んでいる。これらを合わせると、裾野の広がりを持った景気回復の道筋が次第に濃厚になってきている、このようなことであったと思う。さらにもう一つ付け加えて言えば、循環的な波という点で捉えた場合に、IT以外の一

般の在庫調整もこれまたそこはかとなく上手く進展してきているように見えるということで、緩やかな景気回復の持続性ということに繋がる様相だと認識できるのではないかということだったと思う。そうした実体経済の動きと裏腹な関係の物価面を見ると、需給の均衡が益々取れてきている。明確に設備過剰感がなくなり、雇用は不足の領域に入っているということが象徴的に示すように、経済の需給バランスの悪さがほぼ払拭されたということだと思われ、それからユニット・レーバー・コストのマイナス幅が縮小する中で賃金の上昇が始まっている。経団連が賃金抑制姿勢を若干緩和する方向の戦略を採り始めるというようなことであれば、この傾向は一層確実なものになっていくだろうと、このようなお話だったと思う。現実の物価は、特に生鮮食品を除く消費者物価指数の面で見ると、既に10月に前年比±0%に到達し、今後は若干のプラス領域に入っていくことがほぼ確実とみられると、そこまで来たということではないかと思う。物価指標の読み方についてもご意見の表明があった。この点については私も国際会議に行く度に多くの中央銀行の総裁が議論されているのを聞くのだが、ヘッドラインかコアかと言っても、特に原油の価格を中心に議論する場合には、今回の原油価格の上昇は基本的にデマンド・ドリブンであり、従って、従来の原油を巡る均衡価格が新しく修正され、その新しい均衡価格の模索の過程が始まっているという意味で、一時的要因として捨象する訳にはいかない。それからヘッドライン・インフレーションの方が、むしろインフレ期待との関連で見るとはより重要だということがあり、従って、物価指標については一つだけ見るという判断は大変危険だということである。特に、油を除いて見れば良いのだ、といった単純な思想ではいけないという議論が強まっているように私は感じている。それから、我々は量的緩和をここまで我慢強く続けてきている訳であるが、緩和効果はやはり実体経済の改善の中で実態的により強まっている。最近の市場の動き、株価、あるいは為替の不規則な動きの背景にもそうしたことが幾らか絡んでいないかということは、我々は厳密に把握する必要があるし、企業家の感覚、捉え方からみても、その間のずれのリスクということを敏感

に感じ始められている方々が少しずつ増えてきているということも、やはり我々としてはテイクノートしておく必要がある。大要そういうようなご意見の表明でなかったかなと思うが、今の私の纏め方も含めて、さらに皆様方からご意見あったらおっしゃって頂きたいと思う。

須田委員からお話のあったニュージーランドへの影響というのは、この前アジアの中央銀行総裁会議に行った時に、ニュージーランドの総裁から特に私に向けて「」という率直な話があった。

岩田副総裁

同じことはアメリカの経常赤字についても言えると思っている。つまり住宅市場にあれだけ潤沢にファイナンスがなされている、つまりモーゲージ金利があまり上がらないでファイナンスされているのは、ヨーロッパ、アジアや日本の投資家がMBSを大量に買っているからである。これらの国々は、2005年で合計1,600億ドル、MBSを購入している。

福井議長

2005年。

岩田副総裁

2005年である。これは足許までの累計なので多分これよりも増える可能性があると思うが、日本はその1/3位を一国で買っている。であるから、ある意味ではファイナンスをより容易にすることによって経常赤字を拡大するという役割も演じているのだろうと思う。

福井議長

なるほど。



## 福間委員

ニュージーランドとか豪州は、1980年代初頭に証券投資を自由化した。ゼロクーポン債、ディスカウント債が出た頃であるが、高金利通貨に対し資金が東京から出て、その後に財政バランスが悪くなり、日本としては大した数字ではないのだが利食いしてしまった。そうしたらマーケットが小さく、流動性のないところで売るものだからマーケットがガタガタになって、豪州の大蔵大臣が

ことがある。要するにマーケットが小さ過ぎるのである。日本の投資家が、実はあまり大したことはないと思っけていても、ニュージーランドのような小国にはてき面に影響してしまう。アメリカを比較に出すのではなくて、個別の国でそういう国もあるということは強く意識しておかないと、ジャパン・マネーが大変な攪乱要因になってしまう。これはやはり事実としては知っておかないといけない。

## 水野委員

アメリカの住宅高値については色々議論があつて、一つはアメリカのデットが家計部門で増えていて金利が上がると大変だというものがあるが、アセットも同時に膨らんでいる訳である。資産価格が下がった訳ではなく、住宅価格の上昇率が鈍化してきたというだけである。これはノーマライゼーションなので、少し騒ぎ過ぎではないかという議論も何人かの海外の投資家が言っている。両論あるようである。だから長期金利が今のようによにコントロールされていれば多分大丈夫である。長期金利が急騰すると問題になるかもしれないが、米国は名目GDPの成長率が6%を超える国であるから今の4.5%とか5%の間での10年債利回りでは特に大きな問題はない。いつまでも潜在的なリスクというような感じで、そこだけハイライトするのはあまり良くないのではないかと思う。

福井議長

岩田副総裁が先程分析されていた、アメリカの住宅価格、金利との関係、消費への波及の話であるが、例えばオーストラリアとかイギリスなどのケースと比べて、ある程度の金利上昇が住宅価格の行き過ぎを上手くマネージして消費への悪影響を避ける、イギリス、欧州で本当に成功したかはよく分からないが、それとの比較でアメリカの方がよりリスクが大きいのかどうかとかいう点はどうか。

岩田副総裁

その点は相対的にアメリカにおける住宅価格のファンダメンタルズとの乖離がどの程度あるかに掛かっている。その点は色々な試算があり、OECDの事務局がやっているものもあるし、エコノミスト誌が独自にやっているものもあるのだが、アメリカの場合は、イギリスやオーストラリアに比べるとそれ程は乖離が大きくない。先程、私は10%位と言ったのだから、他の国は2割とか3割とか上がっていて、それが収縮した。であるから、それらの国と比べると恐らくよりソフトランディングはしやすいのではないかと思う。

福井議長

アメリカの方がソフトランディングしやすい。

岩田副総裁

アメリカの方がソフトランディングしやすいと思う。

須田委員

しかし、オーストラリアは見事に綺麗にソフトランディングしている。驚く位にである。日本の経験で、住宅価格が上昇した後は、何かガタガタと落ちるかもしれないという不安があったのだが、イギリスにしてもオーストラリアにしても思いのほかソフトランディングしたなという感じで

ある。従って、アメリカも大丈夫かなという思いが段々してきている。

#### 西村委員

ただ、それは一つ問題があって、影響が物凄く長期に及ぶ可能性がある。日本も最初のうちは、下がり方は然程ではなかった。その下がり方が傾向として十何年続いたというのがやはり非常に大きな影響がある訳である。従って、最初が大丈夫だからというようなことは非常に危険だと思っている。あともう一つ入っていないのは、日本の場合は税制の問題があったが、アメリカの場合も税制の問題があるので、これがどのように動くかによって、かなり違いが出てくると思う。つまり、日本の場合はバブルが弾けた時に、さらに税制でそれをぶん殴った。そういう税制がどのように動くかということについて、やはり考えて判断するということが必要だと思う。

#### 福井議長

日本の1980年代、1990年代の話は単なるハウジングブームの域を超えていたのではないか。

#### 水野委員

ゴルフ場を作る予定とか。

#### 西村委員

皆さんは、下がったことだけを記憶されているのだから、1950年代を含めて数字をみると、土地の値上がりというのは凄まじい値上がりである。土地の値上りをみると、日本のインフレなどは、ほとんど真っ平に見える位である。従って、それがなぜ起こったのかということを考えない限り、今度落ちたということもなかなか上手く説明できないというのが私の考えで、日本の場合は、税制の影響というのが非常に大きかったと思っている。

水野委員

あとは価格が上がるという期待である。

福井議長

然り。

水野委員

ただ、総裁や副総裁が海外へ行かれて、必ず欧米の中央銀行の方から言われるのが、経済のグローバル化の表と裏の世界についてである。消費者物価は、中国、インドから安い繊維等が入ってきて安定している一方で、グローバル化のおかげで資本の移動が自由になっているので、一国だけで資産価格をコントロールするのはなかなか難しいなという感じを受ける。セントラル・ロンドンとかニューヨークの一等地とか、東京もそうかもしれないが、これらを買っているのは誰かと見ると、日本の中央銀行がコントロールできない人が買っているということがある。

福井議長

違う人だった。

水野委員

違う人が買っている。その人達に収益還元法を言っても、いや、自分は一等地が欲しいのだという話になってしまう。ただ、こうした例外的な動きが広がりを見せているかということ、まだ例外的なのかなという感じはする。

福井議長

だが、金利がある程度効果を持つとしたら、どういう人が活動していようと、必ず一定の効果はある。

水野委員

然り。であるから、世界全体で金融政策をノーマライゼーションしようとしているのは、そういう動きになると思う。

福井議長

マーケットは一つのギャップを衝いてくる。そういう意味では平仄が合っていないといけない。

水野委員

日本にマッチした金融政策なら良い。日本がやや過度に緩和し過ぎると、他に迷惑を掛けるところが出てくるところは留意する必要がある。

福井議長

然り。

水野委員

これはなかなか政府の方々には分かって貰いにくい話であるが。

福井議長

他に。

岩田副総裁

もう一言良いか。消費者物価なのであるが、私もマクロ分析は深い分析が必要だと思っているのだが、ミクロの分析も——これまでも調査統計局とか金融研究所で行われた分析がずっと蓄積されているが——マクロの分析と組み合わせた形でやって頂くことが必要なのではないかと思う。特に、ミクロと言った時に、今、やや特殊要因——0.01%上げたとか——に少し行き過ぎている感じがある。そこはもう少し軌道修正した方が良いかなと思う。特殊要因と言い出すと実は切りがない。最近月でも、例えば介

護保険料というのが 59%と飛び抜けて上がっている。これも本当はよく考えたら特殊要因なのかもしれないのだが、たまたま入れていない。そういうように拾い出すと限りなくなり、最後はタマネギの皮を剥ぐように、特殊でない変化はないということになって分からなくなってしまう。だからミクロでの財別の動きと、マクロ的な要因がミクロのところでどういうように表われるかというチェックがやはり必要なのではないかと思う。

福井議長

経済の実態変化と繋がっている部分が、このミクロの各指標にどれだけ関連しているかということである。

水野委員

特に最近、民間エコノミストはそればかりやっている。知人に対して、その批判をすると、それを最初にやったのは日本銀行である、と言われる。日本銀行は卒業して物価のトレンドを見ているのだと言っているが、相変わらずそうである。電気料金が下がることに関しては、デフレではない、経済厚生で見て良いことではないのか、という言い方をしているのだが。

岩田副総裁

私がやはり注目をしているのは、上下 10%の刈り込み指数というものである。これは実力ベースのコアCPIと大体同じなのであるが、10月であると-0.1%である。動き自体は非常に近い。こういう統計的なある意味で選別をしながらトレンドを見るというのも、やはりこれも良いことではないかと思う。

福井議長

他になければ一応討議はこの辺にして、ここでコーヒーブレイクにしたいと思う。

(10時42分中断、10時55分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

さて宜しいか。それでは討議を再開する。次は金融政策運営についてである。次回決定会合までの金融政策の運営方針について改めてお一方5分ずつ位ということでご意見の表明をお願いしたいと思う。まず、水野委員から願います。

水野委員

当面の金融調節方針についてだが、前回同様、当座預金残高目標を27～32兆円程度に引き下げ、現行の「なお書き」を残す案を引き続き提案したいと思う。理由だが、前回と似ているところもあるが、量的緩和政策の解除時に、当座預金残高を短期的に集中して下げることを所与とするのではなくて、3条件が達成される前から市場実勢に合わせてファインチューニングした方が良いということ。それから市場の金利観を読み取るために、口頭での説明だけではなくて、金利を通じた対話ができる環境を整えていった方が良く。それから目標の引き下げを先送りすると、円安の加速やグローバルな資産インフレを起こす一因であるとの批判が強まる可能性があることを指摘できる。また、この方針を実行することにより、最近ある政治的圧力に関係なく金融政策の枠組み変更は政策委員会の判断によって粛々と決定されるとのシグナルを、金融市場に送る効果が期待できるといった副次的な効果も期待される。量的緩和政策を導入してから5年に近付いている訳だが、現時点で運営が最も難しい局面を迎えているのではないかと感じている。つまり、量的緩和政策の枠組みを維持するに当たってのコミットメントが達成されようとしている中で、量的緩和政策の枠組みを維持するメリットとデメリットが同時に強まっていると考えたためである。資産価格の上昇についてだが、景気に対しては現時点ではポジティブな効果を与えていると思う。また、今後も与えることが期待

されるのだから、量的緩和政策のメリットがあると言える。メディア等からは「量的緩和政策のポートフォリオ・リバランス効果が今になって効き始めたのではないかと皮肉めいた指摘を受けるが——私も若干そのような感じもするが——、経済主体の期待形成にもかなり慣性がある、彼等の期待が少しずつ前向きになってくるにつれて金融緩和の効果は強くなってきた可能性があるとの主張もある。また、先行きについては、ゼロ金利状況が当面継続するとの仮定があると、インフレ率の上昇に伴い、実質金利は低下していくことで一段と金融緩和効果が強くなっていくということも言えるかと思う。しかし、そうした期待が、超金融緩和状態が継続されることへの期待であるならば、非常に不健全なものではないかと思う。かつて、白川理事、金融研究所の翁所長、企画局の白塚企画役が2000年12月だと思うが、纏めた「資産価格バブルと金融政策——1980年代後半の日本の経験とその教訓——」によれば、資産バブルは、資産価格の急激な上昇、経済活動の過熱、マネー・信用の膨張、という三つによって特徴付けられると定義されている。そして期待の強気化が発生し、それが長期固定化することがバブルを発生させるうえで大きな要素になる。量的緩和政策のコミットメントの効果は金融政策の先行き不透明感を払拭し、長期金利に上乗せされるリスク・プレミアムを縮小することに成功した。しかし、超低金利政策が長期化するとの期待、デフレ脱却までに相当時間が掛かるとの期待が膨らんだ結果、2003年前半には国債バブルという状況が発生、拡大した。この苦い経験を踏まえると、量的緩和政策の枠組みは、株、不動産、住宅価格など欧米主要国で一般に資産バブルかどうかの議論に登場する資産価格だけではなくて、コミットメント効果が十分に強い場合には、デフレ期待が強まった場合でも国債バブルを発生させやすいという副作用があることを示していると思う。FRBのグリーンズパン議長は、「長期金利の低下については謎である」と発言したが、FRBはインフレ期待の抑制に成功するという過度な期待の結果、「期待インフレ率」が極度に低下したためであると考えられるのではないかと思う。金融政策の枠組みの変更は、総裁が言われているように、ライト・タイミング



で実施したいと思う。その点については、景気回復力が乏しいためにデフレに逆戻りするリスク、量的緩和政策の量の効果による資産バブル発生のリスク、という両方のリスク・バランスを十分に考えてから政策転換すべきだと思う。この点を踏まえると、量的緩和解除に向けたプロセスは漸進的なアプローチで臨むべきであると思う。量的緩和解除の3条件の最後に総合判断が盛り込まれているのだから、デフレに逆戻りするリスクへの対応として量的緩和政策の枠組み変更はあくまで早過ぎないタイミングで行う。資産バブル発生のリスクへの対応としては、当座預金残高目標の受身的な引き下げによって対応することが適当ではないかと思う。量的緩和政策は、いわゆるバックワード・ルッキングな枠組みであるので、枠組みの変更前に、景気と株式市況の先行きに過度に楽観的な期待が高まるリスクを内包していると思う。そのリスクを回避するためにも、当預残高目標の引き下げという金融調節方針のオプションを上手く利用する、残していくということは検討に値すると思っている。一方、量的緩和政策の枠組みを変更することは、本来のフォワード・ルッキングな政策に戻るということを意味する。量的緩和政策を解除した後の金融政策の透明性確保については、市場の金利発見機能を回復させるためにも、日本銀行の景気・物価見通しを丁寧に説明することで十分だと思う。日本銀行が特定の物価指標にコミットしない金融政策運営を行うことが理解されれば、金融市場も足許の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率に一喜一憂することがなくなると思う。最後になるが、以前から申し上げておおり、我々が直面する課題である金融政策の正常化はある一点で完了するものではなく、複数の時点の政策を伴うプロセスによって成し遂げられるのではないかと思う。これまで重点的に議論してきた量的緩和政策の解除は、金融政策の正常化の中では一時点の政策に過ぎない。現時点の経済情勢をみると、金融経済情勢のパートでコメントしたが、在庫循環、設備投資循環、建設投資循環という短・中・長期、いずれの景気循環においても回復局面、上昇局面にあると思う。中立的な政策金利の水準、潜在成長率のレベル、その他色々な問題を課題とするには好ましい環境にあるのではないかと

思う。私自身は現時点での景気見通しをベースにすると、いつの時点かは分からないが 25bp～50bp の政策金利引き上げが可能なように感じる。勿論、政策金利の水準はその時の景気見通しに基づいて行うためオープンだが、量的緩和政策の解除を早過ぎないタイミングで行うべきだと思う。具体的な政策金利の水準を決めるタイミングはまだまだ先の話だが、政策金利の引き上げまでを視野に入れた論点整理に、そろそろ着手した方が良いのではないかと考えている。以上である。

福井議長

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、私は「なお書き」を含めて現状維持として、潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適切と考える。前回会合以降、12月2日の資金不足は越えたが、量的緩和政策解除期待の後退から金融機関の応札姿勢は引き続き弱く、既往最低の応札倍率による札割れも見られているようだ。当面、年末年始やメガバンクの統合などのイベントを控えているが、引き続き市場機能の維持に配慮しつつ、当座預金残高目標の維持に努める調節をお願いしたい。

今後の金融政策だが、10月のコアCPIが前年比0%となり、明るい経済指標が相次いでいる。量的緩和政策解除については、コアCPIを中心に経済・物価情勢を総合的に判断しながら早過ぎず、遅過ぎないタイミングを見極めていきたい。

二点程コメントしたいと思うが、一点は、政府要人等の発言などによって、解除の時期の見方には若干の変化は見られているようだが、展望レポートに丁寧に記述した本行の考え方は、市場関係者の中にはそれなりに浸透していると考えて良いと思う。一方、企業関係者など市場関係者以外の層には、量的緩和解除が非連続的な変化をもたらさない、すなわち金融引締めには当たらないこと、また、解除後も極めて緩和的な金融政策を継

続できることの理解が十分には浸透していないとの懸念がある。今後は、より幅広い層を意識しながら、引き続き展望レポートに記述した本行の考え方を丁寧に説明、発信していくことが必要と考える。その際に重要なことは、金融政策の透明性と機動性を如何に両立させるかということだと思ふ。その意味で、枠組み解除後の短期金利の水準に関して、展望レポートで示した「極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済情勢に見合った金利水準に調整していく」というプロセスについて、ゼロ金利がかなりの期間続くのではないかという、やや硬直的な見方、受止め方が市場関係者の間に見られていることが多少懸念されることである。

第二点目は、最近、物価情勢の判断に当たって消費者物価指数（除く生鮮食品）だけではなく、GDPデフレーターやエネルギーを除く消費者物価指数など、様々な指標を見るべきだという意見があり、先週の前橋の記者会見でも、マスコミから色々な質問を受けた。一般論として言えば、物価情勢の判断に当たって単一の指標だけではなく、様々な指標を見るべきだというのは、そのとおりだと思う。ただ、私なりに考えると、現在、物価情勢の判断に当たって基準としている消費者物価指数（除く生鮮食品）の重要性は変えない方が良くはないか、あるいは変わらないのではないかと思っている。GDPデフレーターについては、時として、速報と確報の改定幅が大きくなることや、輸入が控除項目で、原油価格上昇時にGDPデフレーターが低下し、低下した時にGDPデフレーターが上昇するなどの問題があるようだ。また、エネルギー価格を除外するという点については、米国などにおいて、一時的な供給ショックの影響を受けやすいというエネルギー価格の特性からコアベースの指数から除外しているようだが、このところの原油価格等の上昇はエマージング諸国の市場経済化に伴うグローバルな需要の増加に起因することが大きく、必ずしも一時的な供給ショックに伴う上昇とは言えないように思う。私としては、どのような物価指数を見て基調的な物価情勢を判断すべきか、今後とも検討を続けていくことは大切なことだと思うが、これまで政府が継続的に公表してきた消費者物価指数（除く生鮮食品）の指標は、国民や消費者にとって最も分か

りやすい指標であり、政策判断基準の継続性という観点からも、消費者物価指数（除く生鮮食品）の重要性を従来より下げることが適切ではないように思われる。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

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。10月の消費者物価の前年比が0%となって、先行きもプラスへの推移が見込まれる情勢のもとで、市場では、金融政策の枠組みの変更時期や、枠組み変更後の金融政策運営のあり方に関して様々な憶測や見解が聞かれる。我々の基本的な考え方は、金融政策の枠組みの変更時期については展望レポートの見通しの実現を前提とすれば、2006年度に掛けてそうした可能性が高まっていくとみられるということである。そのうえで我々の政策判断は、あくまで今後の経済・物価情勢を冷静に見極めたうえで、消費者物価に基づくコミットメントに沿って適切に行っていくということである。さらにその先の政策運営については、現時点では経済がバランスの取れた持続的な成長過程を辿る中であって、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のであれば、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、という展望レポートで示したスタンスに沿って対応していくということに尽きるのではないかと思う。我が国経済は様々な取組みを経て漸く良い芽が出てきており、今後とも物価が安定するもとで息の長い成長を実現していくことが大事である。日本銀行としては、今申し上げたような政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明しながら、情勢に応じて適切な金融政策を行っていくということが肝要であると考えている。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

まず金融政策運営については、現状維持ということで宜しいかと考えている。二点程コメントしたいのだが、一つは資産価格について、株価を見ると、どうもスピードがやや速いのではないかというご指摘が水野委員の方からも先程あったが、私も水準としては決して日本のファンダメンタルズに比べて高過ぎるとかとは考えていない。地価もそうだが、地価はまだ全国ではマイナスであるので、おかしいところに行っているというようには考えていない。ただ、この間の株価の上がり方が如何にも早い。ある金融機関の計算しているリスク態度指数——これは色々な測り方があると思うが——を見ると、ここ最近の動きは、どうもややユーフォリアの領域の方に少し顔を出しているところがある訳である。つまり、投資家がそれだけリスクテイクをしやすくなった、そういう余裕が出てきたということなのだろうと思う。私はある種のスピード調整があってもあまりおかしくはないかなと思う。これは年明けになるのか、いつになるのかだが、ある種、スピードが速過ぎた部分を幾らか調整することはあり得ると思う。P E Rとか、E P S——アーニング・パー・シェア——の動きと株価を比べたりすると、E P Sの動きに必ずしも全て上手く反応しておらず、日本の場合、その部分はややユーフォリアで上がっている部分が出ているのではないかと思う。勿論、投資家がリスクの評価を十分にできるような環境が整っているということは重要なことであり、マーケットの自律的な調整力もある程度働くのではないかと思う。ただ、この資産価格について、先程須田委員の方からお話があったが、私は、イギリスやオーストラリアは恐らくソフトランディングしたのかなと思っている。両国ともインフレーション・ターゲティングをやっている国で、ターゲティングについて機動性とのトレード・オフということがよく言われるのだが、現実の政策はまさに機動的におやりになっているというように理解をしている。それから

日本の場合も私はある種のターゲティングをこれまでもやってきたという理解なのだが、これからやっていく場合も十分に機動性を残しながら、しかしながら物価の安定のアンカーというようなものはどこかに置きながら、ということが望ましいのではないかと考えている。前向き、フォワード・ルッキングであり、かつフレキシブルなある種のターゲティングというようなものは、日本の場合も有益ではないかと考えている。

それからもう一点は、デフレ脱却ということについてメディア等を含めて定義をどうするのだ、その中での量的緩和政策の位置付けをどうするのだという話がかなりある。この点について、実は私が内閣府にいた時に「日本はデフレである」ということを2001年3月の月例報告で言ったことがあるのだが、その時の論拠というのは、あらゆる物価指数を見て2年以上皆マイナスになっているということで、これはIMFの定義に沿った訳だが、緩やかだがデフレであろうと判断した。今は反対に、日本は物価指数が2年以上プラスにならないとデフレ脱却ではないという議論もあるようだ。この点、見通しも含めて考えると、2005年度は+0.1%というのが我々の予測のメディアンで、2006年度は、今は+0.5%というのを言っており、2007年度も回復が持続すればもう少し高くなる可能性の方が高いと思っているので、そうすると見通しまで含めれば2~3年物価指数のプラスが続くということもあり得るのではないかと思う。であるから先行きも考えればはっきりと確認ができる訳ではないが、そういう方向にあるということが言えるのではないか。その時に使う物価指数としては、私はやはり消費者物価指数というのが国民生活に一番近いし、最終的には家計部門の経済厚生ということを考えて経済政策は決めるものである、金融政策もそうである、と思っているので、消費者物価指数、あるいは個人消費のデフレータ、こういうものがプラスになっている、低いけれども安定したプラスのところにいるということが、やはり一つの目途かなと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

前半のパートで、景況感に関するコンバージョンが一段と進んだと思っているが、私の観測では景気の回復力が増してきたと思っている。こうした中で、現在の如く超緩和的な金融政策を継続することにより、過剰流動性を——何回かこの場で指摘している訳だが——続けると、財・サービスの価格が上がらない場合、何が起こるかと言うと、経験的には資産価格も上がる。これは日本が1970年以降何回か経験したことである。こういうユーフォリア的な資産価格——先程、岩田副総裁がユーフォリアという言葉を使っていたが——、今の状況はユーフォリア的な資産価格の上昇を招く可能性は1980年代後半のバブル期に発生した現象に似てきている。今がバブルと言っているのでは全くないが、そういうことを招きやすいということ、我々は歴史から学び、心していかなくてはならないと思う。例えば、東証株式の売買高が45億株と既往最高を記録したり、あるいは、一日の出来高が4兆円とか、とにかく単位が変わってきている。商品市況では24年振りに高騰が見られる金取引、開けてみたら東京の投資家だったということで、ロンドン・ロコと東京・ロコの裁定取引ポジションが異常に上がっているが、これは言ってみれば円売り・ドル買い、あるいは円売り・金買いになっている訳で、このアンワインディングが金ストップ安と円高という、昨日辺りから出ている現象な訳である。要するに、こういう色々なエビデンスを見ていると、先月も申し上げたように、市場というのはこういう金融政策と実体経済との隙間を突くということがある。こういうところは、色々理論も分かるが、やはり私のような少し体験者からみれば、こういうことを繰り返して日本経済は基礎体力を失っていく。今日も金はストップ安で円は急騰しているが、幸いにも株は企業業績を反映して何とか頑張ってくれていることを非常に喜んでいる訳である。そうした点も踏まえて、展望レポートに示した政策の枠組み変更への円滑なパスを

実現するためには、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。これが量的緩和解除の3条件に達した後の金利のインディケーションにもなる訳である。市場機能のないところで、金利を0.25%上げられれば良いとか0.5%上げられれば良いなどとマーケットを無視して政策を考えることは適当ではない。であるから、やはり市場機能を回復することが、これは展望レポートでも書いているように、一番重要だと思う。第二番目は、これも毎回申し上げていることだが、金融政策の機動性、柔軟性を高めて資金供給オペの期間短縮化を図っていくことが重要である。そのためには、量的緩和政策の枠組みを維持し、所要準備を大幅に上回る当預残高は残して、その結果としてのゼロ金利は当面維持して、枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲内で、経済・金融情勢や物価動向を慎重に見極めながら金融政策の正常化の意思を市場にアクションで示す必要があると思っている。これは私は4月からずっと同じことを言っている訳だが、そのためには当預残高を一つ一つ階段を降りるようにしてゆっくりと時間を掛けて削減していくことが適当であると思う。その背景としては何度も申し上げていることだが、市場機能の回復を図るには人材育成とか与信枠の設定とか、あるいはカウンターパーティー・リスクに対する自己資本の割り当てなど経営レベルの決定を金融機関でやって頂く訳なので、突然量的緩和を外して準備期間が足りなかったと言われぬように、やはりインフラ整備に相応の準備期間が必要である。さらに先程述べたような円のキャリートレードが、金一つを採っても、あるいはキウイを採っても、世界的に大きなデリバティブ・ポジションが内外ともに積み上がっていて、その巻き戻しにはある意味配慮していかないと、突然やるとグローバルな影響が懸念される。従って、具体的な金融政策としては、これはまた前回と同じである。27兆円~32兆円に当預残高を下げて、「なお書き」については「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、資金供給に対して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。」



ということである。現在程の巨額の当預残高がもはやデフレからの脱却という政策目標には、この時点ではもう過大であり、不要になった部分の量を慎重に減らして量的金融緩和政策の枠組みは維持するもとの、ゼロ金利を続ける。我が国経済はデフレを脱却して息の長い景気の回復を続けていくことを今や考えるところにきていると思う。それとよく新聞記者も言う訳だが、先程も言った金利については、我々が一番大きく情報発信するのは展望レポートであり、かなり入念に景気ならびに物価の状況も予測している訳であるから、それに沿いながら金利機能を回復していけば、予めいつからやるのだという前に市場が——これも4月以降同じようなことばかり言っているが——ガイド・ポストとして動いてくれる。政策金利の最終的な手綱は我々が握っている訳だが、やはり市場をもう少し信頼した方が良い。そのことが市場との対話になるのである。ということで、言っていることは今までと全く同じ考えなのだが、以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

足許の金融経済情勢は、前回の想定範囲内で推移しており、基調には変化は見られない。従って、次回までの金融政策運営方針は、「なお書き」を含め現状維持が適当と考える。ここで先程から物価の話が一杯出ているので、私の考えを繰り返しになるかもしれないが明らかにしたいと思う。物価の安定の責務は国民に容易に理解される形でなされるべきであると私は考える。従って、物価の定義は国民が消費している財・サービスの価格水準を基準にするというのが正しいやり方だと思っている。すなわち、消費者物価指数、あるいは概念的に同種の物価指数によってインフレ率を測るのがふさわしいと考える。しかし、国民はまた、物を生産しサービスを供給する生産者である場合もある。産業機械といった生産財の価格の動きは多くの場合、消費財の動きと同じではない。そしてこれらの生産財と

消費財の価格比、つまり相対価格は当事者の経済活動、そして景況感に大きな影響を与える。輸入財についても交易条件という相対価格の影響を通じて経済に大きな影響を与えることも事実である。このように、経済状態を判断する時、生産財価格や輸入財価格も重要な判断材料であるということとは間違いない。しかし、これは相対価格の変化の影響として捉えるべきだと私は考える。従って、インフレ率としては、消費者物価指数及びそれに概念的に同種の物価指数を中心としながら、生産財や輸入財等の相対価格も周到に検討をするという原則を改めて明確にするのが望ましいと考える。次に、安定を目指す物価に何を入れるかという先程からの議論がある。原則として一過性のショックは政策で見るインフレーション指標からは外した方がよいということは事実である。物価の安定という場合には、長期に亘る安定を意味しているからである。さらに、現在内閣府の国民経済計算が採用しているGDPデフレーター及びそのコンポーネントの場合には、追加的な理由があり、これについてはあまり知られていないので、この点を明確にしておきたいと思う。それはいわゆるドリフトの問題である。昨年末、GDP統計が連鎖指数に移行し、GDPデフレーターも連鎖指数となった。連鎖指数の場合は一過性の変化が指数のレベルに影響を与えるドリフトという問題がある。例えば、ある年にエネルギーの価格が2倍になって、3年後に元に戻ったとする。現在の消費者物価指数のように基準年ウエイトが固定の場合には、当然のことながら価格指数が元に戻る。しかし、GDPデフレーターのような連鎖指数の場合にはウエイトが毎年変化し、変化したウエイトに基づいて変化を積み上げるという性質があるために、3年後にエネルギー価格が元に戻っていても、必ずしも元に戻らない。これは専門的に言えば途中の経路依存という問題なのだが、これは連鎖指数の性質だが、残念ながら混乱を生みやすいので、特に連鎖指数を使う場合には一過性のショックについてはできるだけ外した方が無難であるということがある。一般に、基準年固定ウエイト指数よりもウエイトを毎年アップデートしていく連鎖指数の方が理論的に望ましいということは確かである。しかし運用上は、この一過性の変化に伴うドリフトの問題に注

意しなければならないということがある。実際、消費者物価指数も来年8月の改定以降は参考系列で連鎖指数が発表されることになるので、その利用はこのようなドリフト問題を頭に入れておく必要がある。元に戻って、一過性のショックを除くという原則から物価の範囲をみることにする。まず、天候等に依存する生鮮食品は除いた方が良いということは直ぐ分かることである。現在、消費者物価指数を見る場合にはコアということで天候に依存する生鮮食品は除いている訳である。しかし、天候に依存するのは生鮮食品だけではない。消費者物価指数でシェアの大きい米も部分的にそういった性質を持っている。米は因みに生鮮食品ではないので、これはよく間違えられるのだが指摘しておく。従って、国によってはこういった食料全体を外して物価の動きをみている場合もあるし、食料の一部を外している場合もある。さらに原油価格とエネルギー価格については、それが一過性のショックなのか、それとも長期的な変化なのかによって、インフレ指標に入れるべきかどうかの判断が決まることになる。歴史的にエネルギー価格の比重が大きく、かつ、その変動が大きかった国——これはアメリカだが——は、エネルギー価格はインフレ指標に入れないという伝統がある。しかしながら、そうした国においても、先程来議論があるように、現在のエネルギー価格の上昇が一過性のショックとは言いがたくなりつつあることから、暗黙のうちに対象とするインフレ指標の中にエネルギー価格を入れて考える傾向が強いように思う。従って、現在のところ物価指標として考える範囲については予断をすべきではないと考える。今後の推移によっては、一過性のショックかどうかを慎重に考慮しながら判断しなければならない。従って、物価指標と我々が言う場合も、そういった今後の変化ということも十分に考えたうえで柔軟性のあるシステムを作っていないと、後で禍根を残すという形になる。最後に物価指標として一部から、現行、生鮮食品を除く消費者物価指数からさらにエネルギー価格を除いて考えるべきという主張と、輸入価格としてエネルギー価格を入れたGDPデフレーターを重視すべきであるという主張が同時に行われている。しかし、これは考えれば直ぐ分かることだが、かなり混乱し

た主張である。いずれの場合も物価下落の度合いを強めることになるが、一方は高騰するエネルギー価格を控除するためであり、他方はそれを算入するものであるから。このように、物価指数は全体を色々見なければならぬということは確かにそうなのだが、それぞれの物価指数をコンシステントに比較しなければならないという大原則を守らないと、非常に間違っただ印象を与えることになると思う。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

金融資本市場について一言だけコメントしたい。先程申し上げなかったが、長期金利はややボラティリティが上がっているように思う。基本的には实体经济の改善と政策変更の思惑、それから比較的良好な需給環境の見通しの綱引きの中、レンジ感で動いているという形になっている。銀行貸出が水面上に出たことが注目を集めているが、民間資金調達はなお水面下にあり、全体としての資金需要はなお低位というべきであると思う。長期債は下値では確実に値頃感の買いが入っているようだ。株価は頭が重たくなってきた訳であるし、為替も円高への反転の兆しが出ているが、ファンダメンタルズは基本的に変わったと思えない訳であり、いずれも年末、クリスマスを抑えてのポジション調整の可能性が高いと思う。ただ、一方でホームランド・インベストメント・アクトに後押しされた、これまでのドル実需の減退といったことに後押しされて流れが変わったという見方も出てきており、この辺はよく注意して見ておく必要があると思っている。

当面の金融調節方針は、現状方針維持で適当と思う。先行きについても、基本的には3条件充足の判断のもとで時間をある程度掛けて当預残高縮小を図っていくということが妥当と思っている。また、それだけの時間を掛ける余裕もあると考えている。その際、どの程度の時間を掛けるのか、また、そのスピードはどの程度にするのか、といった点について、市場と

の対話の手段といったものが必要になるかと思う。現在の状況をみると、3条件の考え方や日銀法4条で言う政府と日銀の間の政策の基本方針の整合性という点について、色々な報道や見方が行われている訳であり、多少市場のノイズになっている部分もあるが、全体としては金融政策変更の時期についての市場の見方が、実体経済の認識はそれ程齟齬があるとは思えない中で、やや収斂し過ぎていると感じており、今後の展開如何で市場のボラティリティが高まる下地はあるように思う。従って、今後の対話のあり方として、こうした点も考慮していく必要があるだろう。また、資産バブルの問題だが、この点を懸念する声が強まっていると思う。株価にやや過熱感はあるものの、まだバリュエーションは理論的に説明し得るところであり、いわゆるカリキュレイテッド・リスクの範囲内であり、私としては、ユーフォリアというところまでは行っていないのではないかという気がする。地価についても評価基準が確立している点は間違いのないところであり、多少の行き過ぎが局地的に起きている可能性は否定し得ないが、バブルという程のことではないと思う。短観に窺われる経営者の慎重な態度からみても、バブルが急速に燃え上がるというような懸念はないと考えている。

福井議長

須田委員からお願いします。

須田委員

経済・物価情勢は展望レポートのシナリオに概ね沿った動きであることが確認できたので、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。以下、今後の金融政策について少し意見を述べておきたいと思う。

金融政策の先行きについて、自ら定めたコミットメントに従って、早過ぎず遅過ぎずに量的緩和政策を解除することが望ましいと思っているが、展望レポートで示されているように、枠組みの変更後は、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考えられるものの、先行きの金利水準とそのパスについての具体的な姿については現時点では全く分からないということだと思ふ。しかし、先程指摘したように、市場では「たとえ物価が上昇しても僅かだから、今のようなゼロ金利が当分続く」という認識が広がっているように思える。そして、量的緩和政策解除後もゼロ金利が続くため、インフレ率の上昇に伴い、実質金利でみた緩和度合いは益々強まる、という論調が増えているように思ふ。しかし、このような見方が現時点で広がると、先程述べたように、金融市場のバランスの悪さが拡大し、その巻き戻しのリスクが大きくなると思われるので、枠組み変更後のゼロ金利の期間は定かではなく、どれだけ続くか現時点では全くオープンであることをマーケットにしっかりと認識しておいてもらう必要がある。つまり、枠組みの変更やその後の短期金利の水準・時間的経路については、先行きの経済・物価の展開や金融情勢に大きく依存するということ、何度も繰り返す必要があると思つている。もう一つ市場内外でまことしやかに囁かれていることに、「日本銀行は量的緩和政策の解除の交換条件として、インフレーション・ターゲティングの採用や物価安定の数値化・公表をする」というものがある。しかし、インフレーション・ターゲティングや物価安定の数値化・公表化は、このようにあたかも押し付けられるような形で採用すべきものではない。これらは長期的な期待インフレ率をより安定化させるものの、政策の柔軟性・機動性をなにごしか制約することになることは否めないもので、採用を検討する際にはベネフィットとコストを十分に比較考量する必要がある。それらの大きさは、長期的な期待インフレ率の元々の安定度合いや国民性や政治との関わりなどにもよっても影響を受けるので、経済・物価が通常の状態に戻ってから、十分に検討を重ねる必要があると思つている。その際には、低インフレ下では資産価格と物価動向とが乖離するため、インフレーション・ターゲティングを採用した場合、より政策対応が難しくならないか、スタグフレーションの場合はどうかといった点も他国の経験なども参考に、考察する必要があると思つている。なお、以前から申し上げ

ているとおり、量的緩和政策の解除のような局面でこのような枠組みを採用することには私は反対である。ニュージーランド準備銀行では、「インフレーション・ターゲティング政策により人々の期待インフレを安定させるためには導入当初が肝心であり、中央銀行の信認獲得のためには、

」との声が聞かれた。現在の我が国のように経済構造・経済情勢が大きく変化しているような時期に望ましいインフレ率を導出するのは困難であるし、そこで厳格なものを導入すれば、かえって経済が不安定化してしまうと考えている。目標値を実際の値よりも高いところに設定した場合にはなおさらである。また、その場合、低位にある期待インフレ率が目標値近辺で安定化するまで期待インフレ率が不安定化する可能性があるし、期待インフレ率の上昇とリスク・プレミアムの上昇とで長期金利がかなり上昇しかねないと思っている。最後に、物価安定という場合、どのような物価指数を選べば良いのかということについて、既に、皆さんも話されておられるので、また同じような話になるが、私も一言述べておきたいと思う。人々のインフレ期待は人々の消費全体に関わる総合指数によって影響を受けると思うので、総合指数の上昇率が長期的に安定することが望ましいということだと思う。実際、インフレーション・ターゲティングを採用している国の多くが総合指数をターゲットにしている。なお、トレンドを見るためには、それから一時的な要因で大きく変動しやすいものを除くということにすると、昨日の早川調査統計局長の説明にあったように、米国型のコアCPIでは、景気のトレンドに比較的フィットしている加工食品や外食が除かれるだけでなく、理由もなく振れの激しい帰属家賃のウェイトが2割に達してしまうので、日本においては望ましい指数であるとは言えないと思う。もっとも、除く生鮮食品・エネルギーであれば、総合指数の予測力は総合指数よりも精度が高いという執行部の分析もあるので、まだこの方が良いのかと思う。なお、最近のエネルギー価格の上昇は、中国やインドといった新興国の需要増大による部分が大きいとすると、必ずしもそれを一時的要因であるとして除外した方が良いとは言えない。欧

米ではエネルギー関連の寄与度が高いので、それを含まないコアと総合指数の乖離が大きくなっており、どちらに注目するかで政策的なインプリケーションも変わりかねない状況にあり、議論を呼んでいる。現在、我々のコミットメントは消費者物価(除く生鮮食品)が用いられているが、様々な物価指数について議論が高まっている今日、我々のコミットメントは消費者物価(除く生鮮食品)の対前年比が安定的に0%以上になるまでということに変更がないことを示すとともに、それが実現できるという確信を高めるために、様々な物価指数の動きも参考にしてみていくということだと思っている。以上である。

#### 福井議長

皆さんからご意見を頂戴した。お二方を除いて、多数の意見は次回政策会合までの金融調節方針としては、「なお書き」をも含めて現状維持。お二方の委員からは、前回のご主張と同じように当座預金残高目標値を27兆円~32兆円に下げ、「なお書き」を付けるというご提案であった。さらに幾つか重要なご意見の開陳があった。いずれにせよ、量的緩和政策の枠組みの修正については、将来のある時点で最も適切なタイミングを選ぶ。遅からず早からずということを選ぶ。我々が国民の皆様にも約束し続けてきているように、その場合には生鮮食品を除くCPIの指数、これが安定的に0%以上になったかどうかを判断する。その場合に実体経済・物価の状況を深掘りしながらきちんと判断していくということだったと思う。重ねて物価安定とは何か、物価指数については今後ともどういうものを中心に据えて考えていけば良いか等々のご意見の表明もあった。伺っていて、やはり物価の安定といった場合には、最終的には家計部門に属する我々一人一人の経済的福利の向上が政策の最終目標だと言える以上、やはり消費者が直面する物価指数、ないしは概念的にその範疇に入るもの。岩田副総裁の場合には、この中に個人消費デフレーターというものも含めてこれらを中心に考えていくべきであろうということ。そして、やや長い目でみて物価の安定を図っていくということなので、消費者物価指数を採る場合には、



やはり総合物価指数、ヘッドラインCPIの重要性は決して失われない。特にこれは人々のインフレ期待に直結した指数という意味で重要性は失われない。しかし、刻々と変化する物価情勢についてあまり振れの大きい指数だけでみているとトレンドが分からなくなるので、トレンドをみるためには本当に振れの大きい要素を除いたものを常時見ていくということがまた大事である。この場合に、単純にエネルギーだから、あるいは特定の食料だからと言って除いて良いかどうか。エネルギーの場合にも単に一時的とは言えなくて、物価の条件の基礎的な変化を示す部分も含まれてくるといった場合に、単純な作業ではいけないということをおっしゃったように思う。それから西村委員からはさらに、統計技術上、連鎖指数に関するメリットと、こういった物価の一時的な変化をみる場合のドリフトの問題という、大変専門的な話だが我々にとっては非常に重要な話をして頂いた。そういった点も十分考慮してトレンドを正確に判断し、しかし最終的にはヘッドライン・インフレーション、そして期待の安定化に繋げていくというものの考え方が大事だろうということであったと思う。それから現在のところ、経済実体、世界の経済情勢、国内の市場の状況は比較的コンシステントに動いている。だが、リスクとしては、やはり経済実体が良くなる中で超金融緩和をあまり長く続けると、まず資産価格の面でユーフォリア的上昇のリスクを招く、そこのところは十分注意すべきであるというご意見があったと思う。なお、将来の課題として、新しい透明性のプロセスとしてのインフレーション・ターゲティングをどう考えるかについて若干の意見交換があったと思う。おっしゃった方はいずれも金融政策の機動性との関係で、そうしたものは考えられるかどうかが一番大事な視点だというご指摘であったと思う。纏めきれしていない部分があるかもしれないが概ねそのようなところが皆さんのご意見のご開陳だったかなと思うが、さらに何かご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

一つ須田委員に質問したいのだが、正常になってから望ましい物価上昇

率を決めたら良いというお話なのだが、ではその正常であるという時の物価上昇率は幾らなのか。

須田委員

望ましい物価上昇率を数値化するのは、非常に困難である。

岩田副総裁

では逆に言うと、正常になっているということは何で判断するのか。

須田委員

少なくとも今はまだ我々の量的緩和政策の解除についてのコミットメントが満たされていない。それに対して、正常と言って良いかどうか分からないが、金利のある世界に戻り、金融政策の手段として金利をある程度上にも下にも使えるような、せめてそういう状況となることが少なくともそういう水準が幾らと言う前に、必要であると思う。

岩田副総裁

金融政策が正常になった時という意味か。

須田委員

いや、水準がどうかという話をされると今は何とも言えないが、では少なくとも正常ということの一つのファクターを挙げさせてもらおうと、金融政策が引締めも緩和もできるような状態になっていないとこの問題は考えられないと思っているのである。

岩田副総裁

そういう状況に行く時のプロセスが私は問題だと思っているのだが、どうやったらそういう状況にスムーズに行けるか。そこが一番違うところかもしれない。

### 福井議長

物価形成メカニズムが、この経済の構造変化の中でどのように新しく形成されていくかということをしっかり捉えながらでないと、正しい数値的な目標になりにくいという問題が一つある。それともう一つは、なかなかこれは難しいのだが、インフレーション・ターゲティングというものを考える時には、本当に純粹に中長期的な望ましい物価目標ということで考えれば別なのだが、不純な動機——言葉が悪いが——、例えば名目成長率を嵩上げするために、などというような動機が少しでも含まれている場合には、なかなかこれは中央銀行としては難しい問題が入ってくるので、そういったことも考えなければならない。

### 水野委員

他の中央銀行もかなりインフレターゲットを取り入れているが、取り巻く環境は我々と随分違う。政治家が我々をどう思っているか。しかも日本はゼロ金利制約に直面している訳で、海外の中央銀行はインフレ率を上げるためにインフレーション・ターゲットを入れたという訳ではない。期待に働き掛けるのだという話なのだろうが、ツールがない中でインフレ上昇率を1%なり2%なりと掲げた時に、ではどうやって達成するのか。我々に対して、「それは皆さんが頑張るのだ」と言われても、非常に無責任な感じがする。まず色々な条件があると思うが、経済・構造改革が確りと終わった状況になること。それから金融政策が少なくとも金利を引き下げる余地ができる程ノーマライゼーションすること。あとはポリティカルな環境である。これらがまず揃うことがないと、日本銀行からなかなか前向きにこの議論に参加することはできないのではないかという気がする。

### 岩田副総裁

今のご意見について宜しいか。二つ程異論があるのだが、一つはツールがないという指摘については、私は最初にきた時からそういう話を聞いて

いるが、それについては私は反対である。今の政策というのも私は有効であると考えている。効果は出ているのだが、ただ、コミットメントをして効果を前借りする政策であるから不自由なのである。不自由ではあるが、それはツールがないということの意味しているのではない。制約の度合いが強いというだけでツールがないというのは、私は少し言い過ぎではないかと思う。これが一つである。それから過去ターゲティングでデフレの時はないと言うが、一番最初に物価水準ターゲティングをやったのは 1930 年代のスウェーデンである。忘れてしまっている人が多いという方もいるかもしれないが、これはバーナンキ新議長をはじめ、プリンストンの先生方は皆、そこをある意味で出発点にしていると思うが、デフレからの脱出策としてまさにおやりになった話なのである。それが色々な政策上のバリエーションや理論上の仕事も生んでいるというように思っている。であるから過去なかったというのはやはり誤りではないかと思う。それからもう一つは、インフレを収める場合もデフレから出る場合も、やはり一番クルーシャルなのは、望ましい物価上昇率はどこなのか、碇をどこに置いておくかということなしに政策を動かした場合には、マーケットは混乱してしまうのではないか。であるから須田委員の話だと正常なところに行けばというのだが、その正常なところに行く時に、ターゲティングはまさに有効である。これは

氏と最初に会って1時間程お話しした

時、要するに期待を安定化させ、それから望ましい正常な状態に行く調整をより速やかにするという、その二つがターゲティングのポイントだと思っている。であるから、何もなしのまま量的緩和を解除して量をどんどん減らしていく。足許の話で言うと、行き先がはっきりしないまま量の方をサッサッと——これはゆっくりでも良いのだとしても——下げていった方が良いのか、それでマーケットの期待は安定するのか。私はそこは違うのではないかと思っている。

福間委員

あまり議論をしたくはないが、同じような議論ばかりしているから申し

上げるが、要するに色々考え方があるのは構わないのだが、やはり我々が何故ここまで来たかという背景に、金融システム問題があったことをどうして今忘れてしまっているのでしょうか。それだけではなかったことも確かである。だが、議事要旨の中のステートメントをご覧になってもそうだが、必ず金融システム問題が入っている。私は学者の理論として、ディスカッションとして色々議論されるのは良いと思うが、やはり今現実に金がこれだけ余っていて、金利機能が全く働かなくなっている。この状態が正常と言えるのか。私は奥田会長がどうしてあのようなことを言ったかというのは彼と話したことがないのだが、いわゆるバブル的な現象が出るのが一番産業界としては恐い訳である。安定的な成長が必要であり、金融システムがちゃんとしたら早くそちらの方の軌道に乗りたいということである。このままでは、異常なリスクテイクをする方向にリスク・プロファイルが変わってくる、要するに副作用が出る可能性がある訳である。産業界からすれば、構造改革、バランスシート調整をやった際にゼロ金利で助かったと思っている訳である。その結果、先程の話ではないが、三つの過剰がなくなってきたとか、あるいは解消してきた。私は、物価というのはある意味では内生的に上がってくるものだと思っている。これはもうマネタリストとの違いだから幾ら議論をしても私は一致しないと思うのもう諦めている。だが、ミクロが変わらないと、構造改革をやらないとそれを受入れる土壌がないではないか。この点については、私は何回も議論をしているのでこれ以上申し上げない。

#### 武藤副総裁

宜しいか。インフレーション・ターゲティングについては、私自身の考え方は前から変わっていないので繰り返さないが、いわゆるインフレーション・ターゲティングという言葉にはかなり幅があるのではないか。私は一つの典型的なインフレーション・ターゲティングというイメージを持っていたのだが、最近色々話を聞いていると非常に幅があるような気がする。アンカーとなるべき物価上昇率というものが必要でないかというこ

とと、インフレーション・ターゲティングの間には相当距離がある。そもそも望ましい物価上昇率がどうかということについても、これはまた山程議論があつて、現時点では一致できないのではないかと思う。バーナンキ F e d 新議長の上院証言を見て気が付いたのだが、彼はもうインフレ・ターゲティングという言葉を使っていない。インフレーション・オブジェクティブスという言葉しか使っていない。それで追及されると、トランスペアレンシーを高めるためのものだというようなことを言っている。従来と少しトーンが違うなと思ったのだが、今では相当奥の深い議論が出てきているのではないのか。それが一般の議論の中では区別なく語られるものだから、少し混乱の原因になるのではないかという気がする。

#### 須田委員

その点について一つだけ申し上げたいのだが、結局、彼等の今の議論は、物価安定を数値化し、公表するかどうかということだけである。インフレーション・ターゲティング採用国も非採用国も、政策についてはどちらでも同じようなアプローチとなっているので、結局は物価を政策の目標とすることではなくて、数値化したものをオープンにするかどうかということだけである。

#### 福井議長

中央銀行が政策を遂行していく過程で、どうしてもロングターム・インフレーション・オブジェクティブスというのを意識しながらやっていく訳なので、それをどこまでイクスプリシットに出していくかということであろう。国情にも合わせながらやっていかななくてはならない。良いものを出したつもりが全然別の形でトランスレイトされて理解されるというような状況でないかどうか、これが物凄く大事な点である。

#### 武藤副総裁

話題が違っても宜しいか。デフレ脱却の定義という話を今岩田副総裁が

議題にされたので、これは直感的な疑問で申し訳ないのだが、デフレであることの定義はできる。従って、その逆でデフレでないということの定義もできるのだろうと思うが、もし、デフレ脱却ということがプロセスの一時期であると考えたとすると、その定義はかなり難しいのではないか。その議論をやっていくと、あまり生産的でない議論になっていくのかなという気がする。であるから、そういう議論はそもそもできるのか、できないのかという根本から疑念を持つべきなのではないか。例えば、デフレに入った時に入ったという定義は実はできなかったのだと思う。従って、脱却する時も私はできないのではないかと考えているのだが、これは専門家のご意見がまたあるかもしれない。ただ、デフレ脱却に関する定義というものを考えた場合、デフレ脱却の判断を客観的なデータ、事実に基づいて行うということであるとすれば、私は認識のラグもあり、なかなか原理的に難しいのではないかと考えている。

#### 中原委員

量的緩和の解除の時点では、やはり否応なしにデフレ脱却の蓋然性についての日銀の見解が問われる訳である。であるから、脱却の時は確かに判断が難しい訳である。脱却を予め定義しておく必要はないが、日銀としては、量的緩和の解除の際に、デフレ脱却、少し言い換えれば将来デフレに逆戻りしないリスクの可能性、蓋然性がかなり低くなったという判断をしたということ、ある意味では勇気を持って言わざるを得ないのではないかと思う。

#### 武藤副総裁

私もその点はそうだと思う。我々は今フレームワークをもう出していて、そのフレームワークで行動する。それは定義という言葉では少し適切でないフレームワークだと思う。それを「まず定義を言え」と聞かれて、「定義はこうである」、「これに至ったからこうである」と、そういう論理展開はできないと言うか無理だと言わざるを得ないのではないかということ

を申し上げたい訳である。

#### 福井議長

先程水野委員が重要なことをおっしゃっていた。これからの政策の変化、金融政策の正常化プロセスとおっしゃったが、これは一連のプロセスなのであって、どこかで大きな区切りをつけるという問題ではないのだとおっしゃっていた。いわゆる枠組み変更の前に量の削減をするかどうか、それから枠組みの変更をいつやるか、枠組みを変更した後金利政策をどういうふうに運営していくか、全てが一連のプロセスであり、そのプロセス進行の過程で人々がデフレ意識を解消していき、もしかしたらインフレの世界に入っていくかという、こういう一連のダイナミックなプロセスである。従って、例えば量を減らす、あるいは枠組みを修正する、あたかも大きな変化のように見えるが、それはそれぞれが一つの連続線上の通過点だということを認識してもらう必要がある。しかし、通過点を過ぎる度に中原委員がおっしゃるとおり、将来展望についてより確かなものを我々は出していく、そここのところの責任は非常に大きい。それを定義論争の中で縛られる、あるいは自らを縛ってみてもあまり意味はないのではないかという、多分そういう議論である。

#### 水野委員

福井議長は日本銀行として、消費者物価（除く生鮮食品）の前年同月比がプラスになるというのは一つの通過点であるということをおっしゃっている。それ以上のことを言うのは、私などは傲慢だと思うのである。デフレに入ったというのは定義があるかもしれないが、デフレを脱却したということを中央銀行らしくない言葉で表現すること、すなわち何か一つの指標で言うのは難しい。最終的には先行きの物価・景気見通しにどれだけ自信を持てるかである。自信があれば「デフレ脱却をしたか」と言われた時に、「そういう見方をしても良い、違和感はなくなってきたのではないか」位のことを言えるということだと思う。であるから展望レポートで2



年間数字を出していく訳だから、そこに出ている数字から「行間に出ている」ということしかないのではないか。

福井議長

もう一つ先程の纏めの中で言い忘れたが、今の一連のプロセスは枠組み変更後の金利のプロセスというのは全くオープンであって、これはゼロ金利が固定的に続くというふうなパーセプションを予め与えてはならないというのは、非常に重要なご意見で、私はそういうようなことを話した覚えは一度もないし、多分そうなっていないのではないかと思うが、そこは重要な点である。大体宜しいか。

福間委員

西村委員、物価論争というのはこの位で終わるのか。先程、GDPデフレーターと消費者物価指数に関する定義論争の話があったが。

西村委員

デフレの定義などというのは、経済学的にきちんと定義を決めるためには、また定義を決めなくてはならないというように際限がなくなってしまう。しかもデフレと言っているのは、皆さんの感覚の定義である。であるから、ちょうど景気回復がいつあったかということや皆がいつ感じるかということと同じである。景気回復は、実は景気基準日付委員会——正式な名前は忘れたが、吉川氏が入っている——というところで決める。どういう形で決めるかと言うと、色々な要素を考えるのだが、最終的には実はその賢人達が「これは脱却した」と言う時点が脱却になる。

福井議長

しかもあれは後から振り返らないと分からない。通過しているその時点では分からないものである。

西村委員

それは全くそのとおりである。同じようなことが先程もあつたが、あまり発言しないようにしなければならないと思うが、やはりデータそのものが変わっていくということも考えなければならない。そしてその中で、これは変わっても別に悪いことではなくて、良い方向に変わっていく訳であるから、そういう中で我々がみななければならない。しかも出てくる結果は過去のデータなので、我々が決めなくてはならないのは、実は将来にわたったことである。通過点というのはまさにそういうことであるから、その辺を通じての合意を何とか得たいという気がする。現時点でみて政府と日銀の間で情勢判断について何の齟齬もない訳である。であるから、そこで取り立てて何か言うということが、ジャーナリズムの変な土俵に乗っかって、何か喧嘩をさせられているような気がしている。

福井議長

喧嘩はしていない。世の中の誰かは喧嘩しているかもしれないが、私達はしていない。

西村委員

喧嘩させられているように見えるということは、非常に大きな問題である。政府・日銀との間に齟齬はなくて、今後の方針について色々な考え方があるのは、ある意味では極めて当然で自然な状態であるから、やはりそういう形で我々もこれからは考えていくべきだと思う。

福井議長

然り。それでは政府のご出席者からご発言頂きたいと思う。まず、赤羽副大臣お願いします。

赤羽財務副大臣

我が国経済の現状は、12月9日に公表された平成17年の7～9月期G

D P 二次速報においても、消費や設備投資の増加が見られるなど、民需主導の緩やかな景気回復が続いている。一方、物価動向をみるとデフレは依然として継続している。景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却を果たすことは、政府・日銀が一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。これを確実なものとするためには、金融政策運営において、原油価格の動向等のリスク要因をはじめ、経済・物価情勢について慎重かつ総合的にみていくとともに、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、デフレがなおも継続している現下の状況においては、その克服に向けて手を緩めることなく取り組むことが必要であり、日銀におかれては現状の量的緩和政策を粘り強く継続することを、市場や国民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

中城内閣府審議官から願います。

中城内閣府審議官

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、その克服は引き続き政府・日銀一体となって取り組むべき重要政策課題である。政府は「平成 18 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を 19 日に公表するが、18 年度についても、民間需要中心の緩やかな回復を続ける中、物価については、政府・日銀が一体となった取組みを行うことにより、デフレ脱却の展望が開けると見込んでいる。デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけではなく、GDP デフレーターを含めて総合的に行うべきだが、日本銀行が量的緩和政策解除の必要条件とされている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。このような観点も含め、日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性を取り、平成 18 年度デフレ脱却に向けて実効性のある金

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

政府のご意見に対して委員方から特にご意見、コメントがあればどうぞ。

水野委員

宜しいか。まず、私の考えだが、金融政策は効果が出るまで一定のラグがあるということは、バブルの時に痛感したことである。CPIも1%位の時に資産価格は2割～3割上がっていた訳だから、今回もそういう意味ではゼロ・インフレだが、資産価格が上がってくる可能性は十分ある。一方、我々が今目標としているCPI（除く生鮮食品）ベースというのは遅行指標である。であるから、金融政策と政府の見通しの整合性を取るという意味では我々のCPIコアの見通しを達成できるための政策運営をやるのが正しいと思っていて、金融政策にラグがあること、それから我々がターゲットにする統計には遅効性があるということを考えると、足許の統計をもって日本銀行がやや前のめりになっているという判断は、少し如何なものかと感じている。これが一点である。それから、赤羽財務副大臣に申し上げたいのだが、私は、国債管理政策が非常に上手く成功したと思っている。長期金利の安定の一部には何も政府要人からの発言だけではなくて、国債管理政策の成功、いわゆる2008年度問題の解決というものが効いたと思っており、そういう点では望ましい状況に政府の協力というものを頂いているのではないかと感謝している。

中原委員

今の点で若干申し上げたい。今、水野委員は展望レポートで言う予想物

値上昇率が、我々の政策上の目標であるかのようなおっしゃり方をされたが、それは違うのではないか。展望レポートでの我々の予想と望ましい物値上昇率には、当然格差があり得る。

水野委員

ただ、それを達成するために政策をやっていくということではないか。

須田委員

否。今のままの政策を前提に予測しているのだから、単なる見通しである。

水野委員

分かった。

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、採決に移りたいと思う。議長としては委員方の多数意見を踏まえて現状維持に関する議案の提出をしたいと思う。他に議案の提出者、福間委員と水野委員からは別途のご提案があるが、それ以外にはないか。それでは議案を執行部で用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

お手許に渡ったか。それでは読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それではまず福間委員・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 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。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて議長案である。「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、公表文(案)である。

「2005年12月16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恐縮だが。

[政府からの出席者退室]

それでは採決に移る。まず、福間委員・水野委員の案から願います。

[福間委員・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：福間審議委員

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

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決結果を申し上げる。賛成 2、反対 7。反対多数である。

福井総裁

2 対 7 で否決となった。それでは議長案の方をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

賛成多数で可決した。反対意見の方は追加的に意見表明がもしあればどうぞ。宜しいか。それでは今決まった方針に沿って、引き続き金融市場局において適切な調節をお願いしたいと思う。政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で可決された。それでは次の議題に移る。

VI. 金融経済月報の検討

福井議長

金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。冒頭に執行部から説明があったこの文章だが、如何か。

内田企画局企画役

もう一度変更をお願いしたいと思う。長期金利が若干上がっていて、先程申し上げたとおり前回決定会合時、大体 1.4% 台の半ばであった。現在



は、1.535%で、若干微妙ではあるが1.5%台半ばと言えると思うので、これは上昇ということかと思う。文章上は次のようにさせて頂ければと思う。「為替・資本市場では、」の後、「円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と比べ上昇している。」。

福井議長

その他の点も含めて、委員方からご意見があればどうぞ。如何か。先程までの議論を踏まえてこれで宜しいか。宜しければこれも採決したいと思う。

[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

採決結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

基本的見解については全員一致で決定した。なお、この基本的見解だが、即日公表、つまり今日の15時公表の予定となっている。また、後ろについている背景説明の方は、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、来週19日月曜日の14時に对外公表させて頂く予定である。次の議題に移る。

VII. 議事要旨（10月31日、11月17～18日開催分）の承認

VIII. 2006年1月～6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

議事要旨、今回は2回分である。10月31日の分、それから11月17～18日開催分、その双方の承認を求める件である。既にお手許にお配りしてチェックして頂いたと思うが如何か。宜しいか。それからもう一つの議題と合わせてとっており、もう一つはお配りしているこの1枚紙だが、明年1月～6月までの金融政策決定会合開催予定日等の承認である。等というのは金融経済月報公表の日を含めてであるが。この点についても事前にチェックして頂いたかと思うが如何か。宜しいか。それでは議事要旨と今の金融政策決定会合開催予定日等を合わせてご承認を頂きたいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（10月31日開催分）について

事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

[金融政策決定会合議事要旨（11月17～18日開催分）について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

[2006年1月～6月の金融政策決定会合の開催予定日等について事務局  
より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

採決結果を申し上げる。議事要旨 2 本、それから開催日程等 1 本だが、3 本とも賛成 9、全員一致である。

福井議長

議事要旨 2 本と金融政策決定会合開催予定日等、いずれも満場一致でご承認を賜った。議事要旨だが、これは来週 21 日水曜日、14 時対外公表の予定である。それから政策決定会合の開催予定日等の日程については今日のこの会合終了後、速やかに公表する。

IX. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は滞りなく終了させて頂いた。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、ご自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨、それから議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から政府からのご出席の方々も含め、この場の全ての方々におかれて厳正な機密管理を引き続きお願いしたいと思う。なお、年内の政策決定会合は定例のものとしてはこれが最後である。明年 1 月 19 日、20 日両日開催の予定である。どうぞ皆さん良いお年を迎えて頂きたい。これにて閉会する。

(12時27分閉会)

以 上