

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年1月19日（14:00～15:48）

1月20日（9:00～12:50）

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（ " ）（注）  
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（ " ）

（注）岩田委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、  
1月19日14:00～15:12の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

財務省	杉本和行	大臣官房総括審議官（19日）
	赤羽一嘉	財務副大臣（20日）
内閣府	浜野 潤	政策統括官（経済財政運営担当）（19日）
	中城吉郎	内閣府審議官（20日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	正木一博

## I. 開会

福井議長

それでは今年最初の金融政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

今日と明日の二日間の会合である。今日は岩田副総裁が政府の月例経済報告等に関する関係閣僚会議に現在ご出席中である。この会合には若干遅れて参加される。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺う予定にしている。諸々の討議及び決定事項については明日である。政府の方からは、財務省から杉本総括審議官にお越し頂いた。内閣府から浜野政策統括官にお越し頂いた。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。その前提でご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議事に入る。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・為替市場の動向について白川理事と中曾金融市場局長からお願いします。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の資料の追加分に即してご説明する。まず図表1-1、当座預金残高の推移である。前回決定会合以降、31兆円ないし34兆円のレンジで推移しているが、年明け後は銀行券が還流してきているので33兆円、34兆円とやや高めの水準になっている。年末越えの短期金利だが、量的緩和のもとでの年末としては、幾分高めになっている。オーバーナイト・コールレートの年末日をご覧頂くと4/1,000%となっており、年明

け後も 2/1,000%に暫く高止まっている。どうしてこういうようになったかという、基本的には図表 1-2 の表でお示ししている当座預金の保有主体のうち幾つかの先が、厚めの当預を年末を挟む期間に抱え込み、資金放出に慎重になったためである。表では個別にお示ししていないが、積み上げが一番大きかったのは統合を控えたメガバンクであり、年末日には 10 兆円近くまで積み上げていた。年末日に掛けてこの銀行はオペへの応札も控えていた。このほか、郵政公社が年末日約 5 兆円。それから JCO M絡みでみずほ証券に支援体制を採っていたみずほコーポが 強を年末日に抱えていたので、年末に掛けては円資金の需給はややタイトになった。この結果、外銀の円転コストが上昇して、いわば炙り出されるように一部の外銀が高めのレートでコール市場での調達に走ったということである。図表 1-3 のグラフにお示しするように加重平均で見たコールレートも上昇して、いつもの年よりも高止まった。この間、レポ市場でも統合行が資金放出に慎重になったので、レートはやや高めの水準になっている。2. のグラフにあるように年末越えのレートだが、18/1,000%まで上昇している。その後、統合が無事に完了して合併行が資金放出を再開しているので、コールレート、レポレート、いずれも足許では元の低い水準に戻ってきている。この間、いわゆるライブドア・ショックによる短期金融市場への影響は今のところ出ていない。年末の話に戻り、図表 1-4 をご覧頂きたい。年末に掛けての変化という意味では、コール市場の規模にも現われている。先程申し上げたように外銀がコール市場での調達を増加させたほか、一部の都銀であるとか地銀がラインチェック的な調達を行ったので、図表 1-4 にお示しするように、市場規模が 12 月に若干上昇しており、ピーク時——これは 12 月 27 日だったのだが——、9.5 兆円まで拡大した。ただ、年明け後は 7 兆円台にまた戻っている。このような年末に掛けての市場レートの上昇であるとか、市場規模の拡大は、統合を控えたメガバンクが一時的に当座預金を抱え込んだことに起因する訳だが、抱え込まれた当座預金の規模は大体約 10 数兆円であったということを勘案すると、年末に掛けてのこの一連の動きというのは、ちょうど当座預金が

20兆円位まで減った時の状況をシュミレートしたことになるのではないかと考えている。図表1-5、資金需給だが、足許は年初で銀行券が戻っているので下旬までは余剰地合いが続く。一方、前回の決定会合でも申し上げたように、3月上旬の税揚げからその後暫くの期間、かなり深い資金不足の期間が控えている。従って、これを埋めていくための資金供給を行うとともに目先の余剰地合いに対処するための吸収オペ、これを併用しているところである。オペの現在の運営状況を図表1-6に即してご覧頂くと、まず全体像だが、オペの頻度という意味では、前回決定会合以降も手形オペを週2回、それからCP現先、国債現先、短国オペをそれぞれ週1回のペースで行っている。オペの種類毎に見ていく。まず手形オペだが、現在エンドが伸びてきており、全店買入では6月の下旬、本店買入では6月上旬がエンドとなっている。オペ先はその頃には量的緩和も解除されていて、ターム物の金利は上昇しているだろうと織り込んでいるので、手形オペに積極的に応札してきている。実際、エンドが期先に伸びるにつれて、つまり直近のオペになればなる程、落札レートも上昇してきているという状況である。CP買現先オペについては好調な状況が続いている。これは去年の12月初に資金調達のためのCP発行が増えたということがあり、統合を控えたメガバンクがCPの引受けにやや慎重になったため、オペ先のファンディングニーズが強まったことが背景とみている。一方、国債買現先オペだが、これはエンドが3月末の前、つまり年度内ということで短いため、相変わらず低調で札割れが続いている。短国買入については、また後程も申し上げるが、FBの3Mに金利が付いてきている。イーロード・カーブにもスロープが付いてきているので割合円滑に集玉ができていくということであり、応札倍率も上がってきている。一方、図表1-7の(資金吸収オペ)の表でお示ししているのが吸収オペの結果の推移である。吸収手段としては短国売却、手形売、国債売現先の三つを併用している。年末に掛けては吸収オペのレートも上昇しており、例えば売手の12月27日の平均落札レートは17/1,000%まで上昇している。この要因としては、統合メガバンクが吸収オペに応札しないで資金放出を控えるの

ではないかといった見方が市場にあったこと、吸収オペとしては3週間と多少長めになっていることなどを要因として挙げるができると思う。ただ、年明け後は合併行が資金放出を再開しているので、徐々にレートが下がってきており、昨日、18日の売手のレートを見ると1/1,000%までまた戻ってきている。(1)はA B C Pの買入である。これは累積で3兆円を超えた。資産担保証券の買入であるとか、A B C Pの適格基準緩和の時限措置終了に関する公表に伴う、発行レートなど市場への影響という意味では、今のところ然したる影響は見られていないと思っている。続いて図表1-8、1-9、これらは大体今お話ししたような内容でカバーできていると思うので、図表2-1以降をご覧ください、金融・為替市場の動きについて見ていきたいと思う。まず(2)の表で短期のターム物のレートの動きなのだが、短国レートをご覧くださいとF Bの3 Mは前回決定会合の頃はまだ潰れ切っていたが、12月下旬には償還が年度末を越えるものが発行されるようになっているので、レートが上昇してきている。これに伴ってT Bの6 Mであるとか1 Y、こちらも幾分上昇してきている。図表2-2の(1)のグラフは金先レートだが、黒い太線で示しているカーブは、前回決定会合から——これは破線だが——ほとんど動いていない。そういう意味では(2)のグラフにも現われているのだが、金先市場に織り込まれた政策変更見直しには大きな変化が窺われないということだと思う。量的緩和の解除時期は新年度入り後、というのが引き続き市場のみている標準シナリオとなっているようである。続いて長期金利の動き、図表2-4である。長期金利については前回決定会合以降低下している。特に20年債は2%を割っているし、10年債も1.5%を切るなど、長期であるとか超長期ゾーンが低下しており、イールド・カーブがフラット化している。この点については図表2-5、(2)イールド・カーブの変化幅についてご覧ください、短期ゾーンではほとんど横這い。一方、中期から先の長期、あるいは超長期ゾーンの低下幅が相対的に大きくなっていることがお分かり頂けると思う。どうしてこうなるかと言うと、三つ位要因があるのではないかと思っている。第一はアメリカのイールド・カーブのフラット化という点

である。そのメカニズムは海外投資家の介在である。つまり彼等は日本の債券先物市場で金利先高観からショート・ポジションを相当大きく膨らませていたが、それがアメリカのFOMCの後、アメリカの利上げの打ち止め観測が強まったのを契機に債券先物のショート・ポジションを巻き戻したので、これに伴って中期、長期のゾーンが低下したというふうに見ている。これが第一点である。続いて第二点は、本邦の機関投資家が株が上がり過ぎたため、債券を買わざるを得なくなったという点である。年金基金のような機関投資家は年度初に決定したアセット・アロケーションの方針に従って投資をしている。ところが株が想定していたよりも高くなり過ぎてオーバーウエイトになる一方、反対に国内債券がアンダーウエイトになっているということである。図表2-6、年金資金運用基金のポートフォリオでお示ししているのは、公的年金のチャートの上側が2005年度の運用目標、下の段がこれに対する昨年9月末の実績である。これを見ると既にこの時点で、債券の目標52%に対して実績が50.7%ということでアンダーウエイトになっている。その後株がもっと高くなっているので、債券のアンダーウエイトはもっと進んだはずなので、これを是正するために20年債のような超長期ゾーンをかなり買い増している模様であり、これがこのゾーンでの利回り低下に繋がったと考えている。これが第二点である。第三点はこの表にはお示ししていないが、15年変動利付き国債が、今申し上げたようにイールド・カーブがフラット化しているので、値崩れを起こしている。これに対して保有主体が15年より長いゾーン、超長期ゾーンを買う一方、15年より短いゾーン、中期とか長期、この辺りで売却をする、そういうヘッジ・オペレーションをしたことが20年債のような超長期ゾーンの金利低下に寄与したのではないかと考えている。続いて図表2-7は、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因のサーベイである。(1)の棒グラフ、直近結果をご覧頂くと、斜線の短期金利・金融政策に対する関心が引き続き強くなっている。また、(2)のグラフをご覧頂くと、最近はグレーの太い線である海外金利が金利低下要因として意識されるようになっている。これも先程申し上げた、アメリカのイールド・カー

ブのフラット化の影響と整合的になっているとみている。図表 2-8 はクレジット市場だが、社債スプレッド、それから CDS プレミアムとも、概ね横這い圏内の動きと言って良いと思う。続いて株式市場だが、図表 2-9 (3) のグラフでお示しするように、月曜日まではほぼ一本調子で上昇し、日経平均で言うと 2000 年 9 月以来になる 16,000 円台半ばまで上昇していたのだが、いわゆるライブドア・ショックで火曜日、水曜日、連続して下落しており、昨日は前回決定会合辺りの水準まで落ちた計算になる。ライブドアが上場しているマザーズとかジャスダックのような新興市場は、大きく値下がりしている。個人の参入で過熱気味とも言える活況を呈した新興市場は冷や水を浴びせられる形になった訳だが、この間の経緯を日経平均の動きに即しながら申し上げると、地検がライブドアに入った翌日の 17 日火曜日、前場は持ち堪えていたのだが、その後、一部の証券会社がライブドア関連の銘柄は信用取引の担保から除外する、担保掛目をゼロ%にするということを表明したことを契機に、信用取引の縮小懸念が広がり一気に下落した。チャートのロスカットを巻き込むような形で、売りが売りを呼ぶ展開になった。これが 17 日だったのだが、昨日、18 日はさらに悪材料が重なった。ライブドアの粉飾決算疑惑というのが出てきた。さらに東証なのだが、約定件数が処理可能な件数を超えたとして売買を全面的に停止したことも、売り急ぎを加速して日経平均の下げ幅を拡大した。昨日などの動きを見てみると、個人投資家はかなりパニック的な動きをしている。多くの個人投資家は下げ相場を知らない人達が大方向であり、システムトラブルが余計に狼狽的な売りを誘ったと言われているようである。今日の FT などを見ていると、"Tokyo Stop Exchange" というふうに報道されており、上手い表現だなと思うが、相次ぐ東証のシステムトラブルに不十分なインフラを不安視する外国人投資家が結構多いとみている。今日の動きなのだが、東証の方はご案内のように後場の開始時間を 30 分遅らせて 1 時としている。それから件数については注文件数が 850 万件、約定件数が 400 万件を超える場合は売買を停止すると公表している。11 時時点の計数が注文は 410 万件、約定は 220 万件なので、このペースのままだとま

たパンクする可能性もある。ただ、こうした中始まった今日の取引なのだが、日経平均はかなり大きく反発している。15,700円台を回復しているし、新興市場も反発している。個別銘柄でもライブドア銘柄は落ちているし、よく個人投資家の代表銘柄と言われているソフトバンクも大幅に反発しているので、個人のパニック的な売りはひとまず沈静化していると思う。その個人投資家は、一番ライブドア・ショックで打撃を受けたのだが、図表2-10をご覧頂くと、12月中は特に取引を活発化させていた。外国人投資家はこの12月はクリスマスの休みということもあるので買い越し幅が一服していたが、個人は4,457億円と買い越し幅がかなり大きく、相場を牽引していたということだと思う。あと少し注目しておきたいのは投信である。投信も3か月連続で買い越しになっているので、株式投信の新規設定というのめかなり順調に定着してきている感じがしている。図表2-11、個人投資家なのだが、売買動向のグラフにお示ししているように彼等は取引の拡大を支えてきたのは、このグラフでお示しするように、いわゆる信用取引の拡大である。グラフの中ではグレーで塗り潰している部分が信用買いである。昨日辺りの下落局面では信用買いの巻き戻しというものもある程度生じているのではないかとみている。新興市場なのだが、図表2-12の株価指数・売買代金の推移のグラフにあるように、昨日、一昨日で大きく下落して、例えばマザーズでは2割位下落している。ただ、これまで上げピッチが相当早かったので、この水準でもまだ12月半ば頃の水準である。そういう意味ではまだ調整余地を残しているという見方もできるかもしれない。以上が株式であり、あと商品先物価格の推移をご覧頂きたい。こちら少し動きがある。お示ししている中でグレーの実線が原油、黒太線は金、この辺がまた上昇してきている。原油についてはイラン、ナイジェリアの地政学的リスクのほか、投機筋の資金の流入もまた出てきているのではないかとされている。また、金については投機的な資金も入っているほか、中東、ロシア、それからアジア中銀の購入というのがよく聞かれる。欧州の中銀については金売却協定に即した計画的な金売却を躊躇しているのではないかと。彼等は一定の金を売却していくという協定を持って



いるのだが、これを守らないのではないかという憶測、思惑が市場に広がっている点も需給タイト化の要因として指摘する向きがある。図表 2-13 は為替相場だが、(1) でお示ししているドル/円相場は、12 月初めまで円安が進んだ後は一転して円高になっている。きっかけとなっているのはアメリカの FOMC であり、米国の利上げ打ち止めが近いという観測が広がったことを契機にしてポジション調整が進んでいる。足許は 114 円～115 円のところまで円高になっている。図表 2-15、(1)②のグラフだが、円は対ドルだけではなくてこのグラフでお示ししているように、いわゆるハイ・イールド通貨に対しても 12 月中はかなり上昇している。ところがアジア通貨に対してどうかと言うと、これは (2) ②のグラフになるが、韓国ウォンであるとか、台湾ドルといったアジア通貨がこのところ対ドルで急ピッチに上昇しているのだから、円との関係ではこのグラフにあるように、一旦は円高になっているのだが、その後はむしろアジア通貨に対しては弱含みで推移している。円については (3) のグラフにあるが、各国金利との差が拡大傾向にあるので、対外証券投資が継続していることが円高圧力を減殺していると考えている。図表 2-16、(1-1) IMMポジションは長らく円のショート・ポジションが相当膨らんでいたのだが、これは綺麗に一掃されている。この間の円高とはほぼ呼応した動きになっている。ポジション的にはこれでいわば振り出しに戻った訳である。そこで今後相場がどうなるかということなのだが、(2) リスクリバーサルを見ると、黒い太線で示したドル/円なのだが、プット・オーバー幅が拡大して、どちらかと言うとドルベア・センチメントに傾いているようにも見える。ただ、市場の話聞いてみると見方が割と分かれており、外国人は、米国の利上げの打ち止めと日本の景気拡大から金利差は縮小に向かうのではないかと、この見方から円高方向を展望している。これに対して国内の市場参加者は、内外金利差はそうは言っても依然大きいので、外貨建て資産に向けた投資による円安圧力は引き続き根強いのではないかと、そういった見方がどうも多いようである。纏め的に申し上げると、当面株価の動きが注目されるところなのだが、昨日、今日、色々市場の話聞いてみたところ、大体以下の

ような見方ができるのではないかと考えている。今回の株の下落は、11月あるいは12月位から個人の買いを中心とした過熱気味の相場の調整とみることができるのではないかと。きっかけとしては、結果的にはライブドアなのだが、いずれにしても何らかの調整が起きることは避けられなかったのではないかとみる内外の投資家が多いようである。ライブドアについてもファンダメンタルズから乖離して上昇していた企業の選別という面では、ポジティブに捉えても良いのではないかとする人も割合に多い。懸念されていたのは、一つは投信の解約。それから外国人投資家がどう出てくるか、ということであったが、今のところ個人の売りが投信の解約まで広がっているというような様子はない。それから外国人投資家が売り浴びせてくるといった動きも今のところはない。むしろ、この下落局面が買い場を提供するというようなファンド筋もいた。ただ、先程申し上げたように外国人投資家の中には、東証のシステム問題を不安視する向きがある。具体的には日本の市場に対する信認という問題もあるのだが、日本のファンダメンタルズが良いということで、日本株を売買しようとしても取引ボリュームの制約がある、そういう市場流動性の低さを問題視する向きがどちらかというところが多いようである。従って、キャパシティの拡充というのが、これら投資家を繋ぎ止めるうえでも不可欠ではないかと考えられている。当面、このシステム制約は、少なくとも直ぐには解消されない、そういった不安材料が残る。それからライブドアについても、今後、上場廃止の可能性、あるいは地検の捜査の帰趨、不確実性が多い。そういった不安材料があるのも事実なのだが、一方で景気回復というファンダメンタルズは揺らいでいないので、スパイラル的に株が落ちていくというのは考えにくいかと考えている。従って、今後公表される景気指標であるとか、あるいは企業の四半期の決算がこれから出てくるので、この辺を眺めながら改めて相場の方向性が探られていくのではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

#### 福間委員

まず、マザーズと東証のシステムというのは、同じシステムを使っている。対応を急がないと、あれでは今後ともやはり起こり得る。組織が違うせいもあるが、NASDAQとNYSEのシステムは完全に分かれている。東証の中にマザーズを作ったから、あのような形になった。マザーズというのは、理屈から言うと、要するに赤字連続会社であっても上場できるIPO市場である。ベンチャービジネス育成だということを言ってやってきたので、やはり性格が少し違うのではないか。ここで言っても仕方ないのだが。マザーズには、当行から誰か入っているとか、あるいは間接的な影響は持っていないのか。特になのか。

#### 中曾金融市場局長

システムのところをもう少し正確に申し上げると、日本証券クリアリング機構で纏めて処理をしている。ここはマザーズの他にも6取引所、全部の処理をしている。そういうシステムになっているようである。

#### 福間委員

と言うことは、分かれているのは地方の取引所とヘラクレス位か。

#### 中曾金融市場局長

然り。纏めてここで処理しているというそもそもその問題はあるのだが、キャパシティが足りないという問題に帰着すると思う。当然、このキャパシティの問題は彼らとしても認識はあったと聞いている。今の約定ベースの取引件数の上限というのは400万件であるが、実は1月30日には、これを500万件までキャパシティを上げるということになっていたらしいのだが、残念ながらそれには僅かに間に合わなかった。システムの増強は、なるべく前倒しにし、可及的速やかにもっと能力を拡充するというようには聞いている。

福間委員

確かに、奥田経団連会長が言われるように、バブルの雰囲気が出たのは、マザーズとヘラクレスである。マザーズなどは、12月の1か月だけで約2倍になってしまった。あの急騰は少し異常過ぎる。要するに市場ルールがない、賭博場のようにになっている。

中曽金融市場局長

先程申し上げたように、特に12月はあまりに過熱気味であった。やはり何かのきっかけになって、調整するだろうと見ていたプロの人達は多かったということである。

福間委員

10月に私はここで某ネット証券の社長が警告を出したということをお知らせした。彼もこの市場について文句を言っていた。「やられるよ。」ということをおっしゃっていたが、それでもちゃんと持っているなと思っていたところ、こういう格好で出た。

中曽金融市場局長

ちょうど今、数字が入ってきたのだが、約定件数は2時現在315万件。限界まで400万件であるから、まだあと少しは取引可能である。

福間委員

2時現在か。

中曽金融市場局長

2時現在である。

春委員

取引時間はいつまでか。

中曾金融市場局長

3時まで。

春委員

3時までか。まだ、あと1時間ある。

福間委員

あと1時間か。厄介なことを心配しなければいけない。

須田委員

少し話を変えて宜しいか。年末に掛けて当座預金残高が20兆円位まで減少したイメージだったとのことだが、それから先は、少し戻したのか。今の状態というのはそこからどういう感じになったのか。

中曾金融市場局長

少し慎重な状態が続いていたかなと思ったのだが、昨日、今日は、統合行が資金の放出を始めたので、元に戻ってしまった感じである。結局、元の極めて余剰感の強い状態に戻っているということだと思う。レポ・レートからみても、あるいはオーバーナイト・コールレートからみても、そういったことが言えると思っている。

須田委員

先程の説明で、年金資金運用のポートフォリオのアセット・アロケーションの話があった。私も時々この話は耳にはしていたが、アセット・アロケーションについては、ご説明があったようにこれ程までにリジットに行うものなのか、あるいはやはりその時々に合わせてある程度変動させる

ことができるものなのか。

中曾金融市場局長

ここでお示ししたのは公的年金なのであるが、公的年金は非常にリジッドである。国内債券については、±5%しか変動の許容範囲がないということである。であるから、52%－5%で47%が下限になるので、そうならないように維持をする必要がある。企業年金の方は、もう少しフレキシブルと聞いている。年度に1回しか運用基準の見直しをしていないのだが、もう少しフレキシブルに見直しても良いのではないか、というような議論もあるやに聞いている。

須田委員

運用基準の見直しを行う時期はいつ頃か。

中曾金融市場局長

間もなくである。新年度入り前に次の年度のアセット・アロケーションを決めるので。

福間委員

先程のトレジャリーにおけるイールド・カーブのオン・ザ・ライン取引が目につくのは最近か。理屈のうえでは昔からやっていたのだが。

中曾金融市場局長

以前は、海外金利が動く時に日米金利の相関が高い感じがした。最近の特徴は、金利が動いていない時でも日々の細かい動きについても相関が高まっているなという感じである。これは現在市場レポートで分析をしているので、追ってお示しできるかと思う。

福間委員

教えて頂きたい。

福井議長

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いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付したお手許の資料-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。シャドーを掛け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当月も示している。まず、個人消費について5. 小売売上高は12月前月比にあるように+0.7%となった。これを含めた四半期のところをご覧頂くと、10~12月期の前期比は+0.6%である。7~9月期の伸びからは鈍化している。これには6. 自動車販売にあるように、それ以前の反動で減少したこと、それからガソリン価格の反転下落などが影響しており、それらを除いた計数で見ると、最近2四半期の前期比はそれぞれ+1.3%、+1.8%となって、個人消費の堅調さを示している。クリスマスセールについては、先月、名目ベースで前年よりもやや高めの前年比+5~6%の増加を見込んでいたとご報告したが、その線で着地した。また、ポスト・クリスマスセールも堅調さを保っている。住宅投資については、8. 住宅着工にあるように依然高い水準を続けているが、在庫がこのところ増加し、また住宅価格の騰勢もやや鈍化している。また、昨日発表されたFedのベージュブックも住宅関連不動産活動が多くの地域で鈍化していると指摘している。一方、ベージュブックは商業用不動産については活発化を指摘している。これらを含めて企業の設備投資については増加基調を辿っている。次に供給サイドに移りたいと思う。11. I

SM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。12. 鉱工業生産だが、12月の計数が発表され、10~12月期の前期比が+0.9%と、その前の+0.3%から加速したかのように見えるが、この振れは前期末のボーイング社のストライキによるものである。それを均すと7~9月、10~12月とほぼ等速の増加が続いている。この間、雇用者数だが、15.にあるように11月は305,000人、12月は108,000人と順調に拡大している。さらに計数面で細かいことを申し上げると、近年、クリスマスセールが後ずれしており、その関係から12月の計数は小売業を中心に実勢を過小推計しているとみられる。失業率は14.にあるように、12月に再び5%を下回っている。次に物価面である。このところエネルギー価格の振れを映じて、16. PPI、それから17. CPIともに前年比が上下しているが、CPIのコアはそこにあるように、前年比は+2.2%と、概ね安定圏内の動きを続けている。図表2である。ユーロエリアを見ると、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強まっている様子が先月に引き続き見てとれる。具体的には、2. 景気先行指標が上昇し、6. と8. にあるドイツの国内と海外の受注が増加している。それから10. 鉱工業生産については、10~11月平均の計数は7~9月に比べて横這いになっている。ただ、これには10月の休日の狭間でフランスの自動車メーカーが生産調整を行ったことが響いている。11. 製造業PMIをご覧頂くと、これは12月まで出ており、漸次水準が切り上がっている。この間、物価面ではエネルギー価格の騰勢一服からPPI、それからHICPとも前年比が頭打ちになっている。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などを考慮して、インフレ警戒の姿勢を崩していない。この間、表にはないが英国では景気の復調を示唆する動きも見られているが、CPIの前年比は12月には+2.0%に低下して、エネルギー、食品、煙草、アルコールを除いたベースでいくと前年比は+1.3%にまで下がっている。図表3-1、1. は中国経済である。4. 固定資産投資は、11月も高い伸びを続けている。5. 対内直接投資の実行ベースを四半期別に見る



と緩やかな復調が見て取れる。6. 輸出は鉤内の前期比の伸びをご覧頂くと10~12月の伸びが鈍化している一方、7. 輸入については10~12月はしっかり拡大している。この間、マネーサプライは9. で12月の前年比が+17.6%で着地した。人民銀行の目標+15%からは上振れている。他方、貸出は、ここに載せていないが、2.5兆円増加という目標があったが、これを若干下回って着地している。ということで、人民銀行の政策面では、当面現状維持が続くものとみられる。2. (1) でGDPを見ると、シンガポールのみ10~12月の実質成長率の事前推計値が出ており、+9.7%と医薬品、海運エンジニアリングなどの生産の好調を背景に高成長となっている。図表3-2、(2-1) でNIEs、ASEANの輸出を見ると、テンポこそ国によって区々だが、ほとんどで増加している。タイでは、第3四半期に顕著な増加をした後、10~11月の平均については農産物の輸出不振などが響いてマイナスとなっているが、中身を見ると、IT関連、自動車関連は増加を続けている。図表3-3、(4)、(5) で設備投資、個人消費関連の指標が出ている。第4四半期についてはまあまあ堅調な動きである。

(6) で物価を見ると、多くの国で基調に変化は見られない。インドネシアでは、ご承知のように10月の初めに石油製品価格の大幅引き上げがあって、その二次波及から前年比2割近い上昇が続いているが、加速している様子は見られない。さらに図表4でアメリカの金融指標を見たいと思う。FOMCの議事要旨やFed幹部の発言などを手掛かりに、金利引き上げの最終局面が近いという見方が市場で強まる中で、(1)長期金利は若干低下している。(2)株価も強含みの展開となっている。しかし、昨日は、東京市場での株価下落を受けてニューヨークも幾分低下している。ただ、今のところパニック的な売りということはなく、ハイテク株の利食い売りのきっかけの一つとなったと見られている。(5)FF先物金利から今後の市場予想を見ると、1月末のFOMC、つまりグリーンズパン議長の下での最後のFOMCだが、そこで25bpの利上げが行われるという予測はほぼフルに市場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、昨日段階で5割強といったところになっている。なお、バーナンキ新議長は、これに先立つ2月15日、2月16日には議会で半期報告を行う予定である。図表5で欧州の金融指標を見ると、ECBについても一本調子の利上げはないとの観測が広まる中で、長期金利は若干低下している。そうしたもとで株価は企業のリストラ、それからM&Aの活発化などを好感して上昇している。昨日については、東京につられてやはり幾分下落している。(5)ユーロ先物金利から見ると、ECBが3月までに再度利上げするという予想が市場でかなりの程度織り込まれている。一方、英国だが、先程申し上げたが物価の一段の安定というのが明らかになる中で、BOEの再利下げ観測が一部で強まっている。この間、エマージング市場に関しては総じて経済ファンダメンタルズの好調さ、さらにドル金利の安定観測といったものも加わって、株価、債券価格、為替市場が上昇ないし安定している。ただし、昨日は東京につられる形で株価が下落している。以上を纏めると、先月の報告と同じになるが、世界経済の拡大が持続するもとで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るという好ましいパフォーマンスを続けていた。そうしたもとで国際金融市場も比較的平穏に推移しているかと思う。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

アメリカのインフレ期待と言うか、インフレ懸念と言うか、その辺の見方がどうも二つに分かれているように思う。それが3月下旬のFOMCでのFFレートの引き上げ予想が5割となっているところに反映しているのかもしれない。ただ、資源のフルキャパシティと言うか、そういったところを問題にしているのかもしれないが、どうもFedの方から出てくる話はもう少し強めに感じる。その辺についての見方は、よりどちらが正し

いのか。堀井国際局長はどのようにお考えなのかということが一点。もう一点は、先程英国の説明のところでヘッドラインのインフレとエネルギーを除いた部分とのギャップがかなりあるという話があったのだが、ユーロエリアでも同様であろう。ヨーロッパ及びアメリカについて、エネルギーを除いたベースはどのようなイメージなのか、ヘッドラインとの間にどの程度のギャップがあるかということがもし分かったら教えて欲しい。

#### 堀井国際局長

まず後者は、直ぐに出ないのでエネルギーを除いた各地域別のものを別途ご報告したいと思う。インフレ期待の方だが、まず市場あるいは一般的な予測、あるいはインフレ予測という点で申し上げると、ご承知のとおりサーベイのデータを見ても、それからTIPSスプレッドの開きを見ても、然程上がっていないという意味で、これはFed自身がFOMCのミニッツでも出しているように、インフレ期待はウェル・アンカード、あるいはコンテインドという言葉で言っているとおりだと思う。それをベースに、ただ政策判断としてFRB、FOMCが、須田委員がおっしゃるように幾分市場よりは警戒的に見ているということはそのとおりだと思う。総裁、あるいは平野理事も含めてFedの関係者と話している毎に、恐らく同じような印象を皆さん共有されているのだと思う。その背景としては、これもまさに須田委員がご指摘のとおり、経済活動のレベルである。キャパシティー・ユーティリゼーション、それから失業率という需給ギャップの小ささ、景気の高さといったことに最近特に発言が目立つところである。キャパシティー・ユーティリゼーションの方を申し上げますと、今大体、確か80.7だと思う。長期の平均が81というのが普通の状態ということになると、それを実現してしまっているということが一つ。それプラス、これは必ずしもミニッツには明らかではないが、キャパシティーの伸びが、勿論最近この一番直近の11月は前年比で+2%位にやっとなってきたのだが、その半年位前、さらに1年位前だと1%も伸びない。なかなかキャパシティー

が増えてこない中で、生産が上がってくると、ユーティリゼーションは当然タイト化するスピードが速いから気になる。1990年代だとキャパシティの伸びは5%いった時もあるし、景気回復期だと普通3%位伸びてきたと言われているので、そこのところが一つ追加的に申し上げると気になる背景ということになるかと思う。それから雇用の方については、従来議論があるようにNAIRUが+5.5%と言われたのが勿論下がっているとは言われている訳だが、+4.9%までくるとやはり気持ちが悪い。しかも人口構成等の問題があって、レーバ・マーケット・パーティシペーションが、景気が回復あるいは拡大する中でもそんなには上がってこない。通常は景気拡大局面ではディスカレジット・ワーカーズがレーバ・マーケットに参入していくということで、そういう時には趨勢は上がってくることが期待できる訳だが、現在の状況だと、これはFedのエコノミストも含めて昔程はなかなか上がらないだろう。これもキャパシティ・サイドと同じなのだが、供給サイドの天井の方の伸びがなかなか従来程は期待できない中で、今の状況を少し警戒的に見ているというのがFRBの立場かと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは国内の経済情勢について山本理事と早川調査統計局長からお願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

波乱の金融市場とは全く違って、国内の実体経済は安定的な改善を続けている。お手許の資料-4（参考計表）をご覧頂きご説明したいと思う。最初は図表4をご覧頂きたい。輸出入の動きだが、これは先月から同じなのだが、輸出の方は、去年の夏場から再び伸び率を高めている感じである。一方、輸入が足許少し弱いのだが、これはこれまで比較的順調に伸びてきた後ということで一時的だと思っている。図表5をご覧頂き、輸出の中身

をご説明したいと思う。足許は地域別に見ても、あるいは財別に見ても押し並べて各地域、各財で伸びている。(1)で地域別から見ると、まず、アメリカについては、7~9月は一旦自動車輸出が減ったが、10月のところで再び輸出が増えている。東アジアの中では、中国が、7~9月に非常に高い伸びになった後、さすがに同じ伸びは続かないものの、10~11月も7~9月対比で+4.7%とかなり着実に増加している。敢えて言うと、台湾が最近少し数字が弱いのだが、これは一つは新幹線を去年の前半に出して、その反動がきていることと、台湾企業のIT関係受注は凄く良いようなのだが、これが実際の生産を相当中国本土に移管しているために、輸出仕向けだと台湾企業向けであっても中国向けということで現われているといったことの影響ではないかと考えている。(2)財別に移ると、自動車関連は先程申し上げたとおり米国向けの輸出がかなり増加している。消費財に関してはデジタル家電を中心に安定的に増加している。情報関連、資本財部品等に関しては、やはりITの在庫調整一巡を反映して、去年の夏位から伸び率が比較的是っきりしているということかと思っている。さらに図表11は為替レートである。為替レートは、ご承知のとおり一月前位から比べると若干の調整になっている。であるからグラフを見ると特に(2)が分かりやすいかもしれないが、一番端のところは少しだけ円高方向に動いている。ただ、それでも実質実効を計算するとご覧のとおり、まだ現時点でも20年前のプラザ合意少し後位のレベルということなので、現在もなお輸出に対してはサポートティブな状況が続いている。さらに申し上げれば、企業収益の面から見ても先般の短観の想定為替レートが108円だったので、この面からみても特に輸出企業収益に何か悪影響が出るという水準ではない。

図表17をご覧頂きたい。企業収益に関しては、特に新しい変化が起こっている訳ではない。(1)大企業についてご覧頂くと、さすがに2005年度というのはやはり交易条件の悪化が相当効いているので、企業収益の伸び率という観点から見ると、それまでの2年間に比べると伸び率はかなり鈍化するということだが、それでもそこそこの増益が維持され、2006年度

に関してはご覧のとおり、多分、これは交易条件の悪影響は小さくなるということが前提だと思うが、むしろ伸び率が幾分高まる位の感じでみられているということである。(2) 中小企業に関しても、一頃少しもたつき感があったが、足許は、これはあくまでD Iではあるが改善が見られている。

次に個人消費は図表 21 をご覧頂きたい。個人消費は全体を語る分にはとても簡単であり、例えば (1) 販売統計合成指数で見ると去年の夏場から秋口は弱かったのだが、10~11 月のところでは再び数字が上向いている。(2) 消費財総供給も同様である。加えてご承知のとおり家計調査もまずまずの動きになっているために、例のC C Iで計算すると、直近の数字で10~11 月のところの7~9 月対比が+0.8%と安定的に伸びている感じである。さらに図表 22 の消費者コンフィデンスは、新しい数字は入っていないのだが、実は (1) のグラフにある黒い太線、これは内閣府の消費動向調査の四半期の計数なのだが、この一番右端が後で出た数字がピュッと上に上がっており、新聞報道にあったとおり、これは14年半振りということなので1991年の半ば、バブル崩壊の直後以来の水準にまで戻ってきている。ということで、個人消費はマクロで見ると極く分かりやすい。所得の増加を背景に、あるいはまたなにがしかの資産効果を背景に改善しているということなのだが、図表 18 をご覧頂き、個別の販売統計をちゃんと説明しろと言われるとなかなか難しいというところが実態である。ご承知のとおり自動車販売は12月もやはり駄目であった。業界も困ったという感じなのだが、背景を十分把握できている感じはしていない。その一方で家電販売は相変わらず快調に飛ばしている。百貨店に関しては12月の数字はまだ都内しか出ていないが、ご覧のとおり都内の数字は、11月対比では若干落ちたが、10~12月で7~9月対比前期比+2.5%とかなりしっかりとした伸びになった。恐らく全国も同様に、しっかりとした数字になるだろうと想像している。さらにスーパーに関しても、11月はそこそこ戻って、12月はよく分からないのだが、特にダイエーが不振店舗を閉めているために、既存店ベースで見ると結構良い数字が出るのではないかとされている。しかし、そうした中でなぜかコンビニがこのところ

不振が続いている。サービス関係で言うと旅行は今一つという感じで、一方、ここに出てはいないが実は外食が相当良いという姿になっている。なぜそうなのか、なぜ車が駄目で、なぜ例えば百貨店はどうこうという話になると、正直言って説明に窮する感じではあるが、マクロで見れば先程申し上げたとおりである。さらに申し上げますと、先般、支店長会議で地方経済について結構回復が広がっているといった話があった。そのポイントは二点あって、一つは生産だったのである。これは分かりやすい。なぜかと言うと、IT関係の生産が増えると、ITというのは日本中に程度の差はあれ工場があるので、パッと広がりをもって生産が増える。これは分かりやすい。ところが個人消費が押並べて良いというのがもう一つの特徴だった。しかし、個人消費は、景気の地域間の温度差が結構あるほか、所得環境も結構差があるので、押並べて良いというのはよく分からない部分がある。支店長に色々聞いてみたのだが——今度またそのうち聞いてみるつもりだが——、そこもなかなかよく分からない感じがある。そういう訳で、個人消費はミクロに降りていくと段々分からないことが一杯出てくるのだが、少なくともマクロで見ると安定的に改善が続いているということである。図表 23 で住宅投資を一瞥しておく、ご覧のとおり 11 月の着工戸数も約 130 万戸ということで底堅い動きを続けている。12 月ないし 1 月辺りには例の姉齒問題の影響で一時的に数字が落ち込む可能性はあると思っているが、基調的にはまずまず底堅い動きを続けるのではないかという見方の方が多いと現在は理解している。

それから図表 26 で生産の方に移ると、生産は 7~9 月までの間は素材の在庫調整があり、それに加えて例の鋼船その他に伴う統計的な振れの問題もあって、なかなかはっきりした動きになっていなかったのだが、ここで 10~11 月の数字が出てみると、10~11 月の 7~9 月対比で見ると、現時点で生産が 2% の増加、出荷が 2.4% の増加ということで、比較的是っきりとした増加になってきたと思っている。因みに 12 月の予測指数をそのまま伸ばすと、ここに書いてあるように 10~12 月は 3.8% の増加になり——なかなか私共はこうはならないと思っているが——、いずれにしても +2%

台はいけるなと思っているので、そういう意味では生産は比較的是っきりとした増加になっていると申し上げて良いと思う。図表 26 (3) の予測指数の状況をご覧頂いても 11 月は、一見何か凄く下振れたような印象があるかもしれないが、実は予測指数対比ではそんなに下振れていた訳ではないということがご覧頂けると思う。図表 28 で在庫循環について申し上げますと、(1) 鉱工業全体で見て、10~11 月時点で概ね 45 度線上である。今は若干 45 度線の下側にいる。先月はもう少し下の方にいたのだが、11 月はまたしても車の在庫が増えた。これは別に国内販売が悪かったというよりは例によって船待ちの増加なので、あまり心配して頂く必要はないが、そういう数字が上へ押し上げている。以前から 10~12 月で何とか 45 度線の下までいくと良いなと申し上げていて、まだ確たることは分からないが、そうなる可能性もそこそこはあると思っている。(3)、(4) は先程申し上げた車の動きが反映されているのでこれは省略させて頂き、ポイントになる(5)、(6)をご覧頂く。まず(5)電子部品・デバイスはご覧のとおり、かなり順調に右下の方に移ってきている。他の財と違ってひと目盛りが大きいので、例えば出荷の前年比は既に+20%位になっている。それから(6)その他生産財、要するに素材関係だが、ご覧のとおり 7~9 月対比で見ると少し良くなっているようには見えるが、まだ調整が終わったという段階ではない。ご承知のように中国の情勢等もまだまだ不安定な状態が続いている。そういう意味では私はここも年内に終わると良いなと申し上げたのだが、なかなか年内に終わる雰囲気ではなく、どうやら少なくとも 1~3 月までは持ち越しそうな雰囲気である。比較的生产在庫のところを見ると、ある種のラッキーなことが起こっているなと思っており、その第一は実は車である。個人消費、先程中身はバラバラだと申し上げた訳だが、その中で車が悪い訳である。普通だと車が悪いとそれが生産に影響し、はたまたそれが例えば素材の在庫調整に波及し、ということが起こる訳なのだが、現在はご承知のように実は輸出が大変好調であるために、国内販売の不振にも関わらず自動車の生産は増えているということなので、そこから後の波及が起こってこないことは一つのラッキーなファクターであると思っ



ている。もう一つは素材であり、素材は確かに減産をしている。減産をしているので、生産指数には勿論影響が出てくる訳だが、ご承知のとおり、ほとんどがいわゆる安い汎用品の世界なので、企業収益という観点で見ると、例えば鉄にしても何にしても増益基調は維持されている、減産にもかかわらずそこから先のマイナスの波及が起こってこないということで、ある種ラッキーなことが起こっていると思っている。

次に図表 29、雇用関連である。雇用関係のうち〈職業安定統計〉に関しては、これまでと同じで変化はない。有効求人倍率は遂に 0.99 倍ということで 1 倍間近まで回復してきた。新規求人の伸びはさすがに鈍化し、二桁の伸びが続くような情勢ではなくなってきているが、ご覧のとおり着実に倍率は改善している局面である。〈労働力調査〉に移ると、このところ数字面で少し気になる動きは、ご承知のように失業率が足許 4.6%と一頃に比べると 0.3~0.4 ポイント上がった。ただ、これは例えばこの表をご覧頂いてもお分かりのとおり、いわゆる非自発的離職者が増えている訳ではない。主に自発的な離職者の増加である。それとの関連で〈労働力調査〉をご覧頂くと、こういうことがお分かり頂けると思う。まず、ご覧のとおり雇用者数はかなり順調に増えている。さすがに 9 月、10 月の前年比 2%近い伸びというのは、これはやはり統計の振れだったと思うが、いずれにしても順調に伸びているという感じである。それに比べると就業者数の伸びが今一つになっている。これは実はいわゆる自営家族従業者が減少しているためである。さらにもう一つ、労働力人口のところをご覧頂くと、これも月々の振れは大きいですが、足許 2~3 か月をご覧頂くと、前年比で少し大きめの伸びになっている。15 歳以上の人口の伸びはもう完全になく、この上昇というのはほとんど専ら労働参加率の上昇によるものである。先程の失業率の動きと合わせて考えると、やはり雇用情勢がむしろ改善する中で、これまでのディスカレッジされていた人達が労働市場に参入し始めているので、労働参加率が高まり、なにがしか失業率をむしろ押し上げる方向に働いている。これはよくある現象なのだが、雇用情勢の回復局面でそういうことが起こっているとご覧頂ければと思っている。次

に〈毎月勤労統計〉なのだが、実は昨日 11 月の確報が出た。まず、常用労働者数は、前年比+0.5%のままで変わらない。安定的に+0.5%界限で増えている。所定内給与も前年比+0.6%で変わらない。従って、このところ+0.5%強位、比較的小幅ではあるが安定的に増えている。それから所定外給与、残業の方は若干上方修正されて前年比+1.4%の増加。特別給与が速報で-21%だったのだが、確報で-7.1%までマイナスが縮んだ。実は特別給与は去年の 11 月が前年比 55%増だったので、私共は速報の-21%でもまあまあかなと思っていたのだが、-7%だと結構強いなという位にむしろ思っている。この結果、名目賃金も僅かではあるが前年比+0.1%ということでマイナスだったのがプラスになっている。そういうことなので、雇用情勢は先程申し上げたように若干いわゆるレーバ・パーティシペーションが上がり始める中で、失業率は一時的に少し上がっているということはあるが、それも含めて全体としてむしろ良い方向で推移していると理解すれば良いと思っている。

(15 時 12 分 岩田副総裁入室)

次に物価に移る。図表 34 である。海外商品市況だが、これは先程中曾金融市場局長の説明にもあったように、海外商品市況は上がっている。最初に (2) 原油だが、ご案内のとおり去年の秋口に WTI で 70 ドルを付けた後、一昨日だったかどうか、66 ドル台まで戻った。さらにドバイで申し上げると、実は昨日、去年の高値にほぼ並んだ。5 セント低かったので抜きはしなかったのだが、昨日時点で去年の高値にほぼ並んだ。背景は先程説明があったように、イランの核開発に絡む問題及びナイジェリアの内紛といったものが言われている。それに加えて (3) にあるように、非鉄金属がこのところずっと上がっているために、全体として見ると、国際商品市況は指数によって違うがいずれも去年の秋よりもむしろ高いという感じになっている。図表 35 は輸入物価だが、こうした結果もあって、輸入物価は前年比で見ると 20%強の上昇となっている。3 か月前比で見ると

5%アラウンドの上昇である。グラフで中身を見て頂くと、ご覧のとおりグレーのところの石油関連のプラス寄与は縮小しているが、斜線のこれは主に非鉄なのだが、この寄与が大きくなっている。合わせて、12月までだと結構円安なのでその影響がこの白い部分に現われている。図表36は国内商品市況だが、これも上昇を続けている。中身をご覧頂くと、②の鉄鋼辺りは細かい話になるが、実は条鋼類に関してはほぼ調整が一巡しているのだが、汎用の薄板のところだけまだ在庫調整が終わってなくて、これが重いものだから全体としても頭の重い感じになっている。そうした中であって上がっているのは、一つは先程の非鉄である。もう一つは①の石油関係が上がっている。石油関係は、もう少し細かく言うと、ガソリンが足許少し上がっているが、それでも去年の秋と比べるとまだ結構低い水準にある。その一方でご存知だとは思いますが、この寒波の影響もあって、灯油が物凄く上がっているというのが足許の特徴である。あるいは逆に言うと、灯油が非常に需要があるので、そのために作ってしまうと、ガソリンは余ってしまって値上がりしないと言った方が良くかもしれない。図表37は国内企業物価である。12月前年比で見て2.2%の上昇である。これは新聞報道では1990年3月以来ということだったが、実は1990年3月というのは例の消費税の寄与のあった時期なので、消費税を抜いてみると何と1981年、第二次オイルショックの時以来の実は上昇率になっているらしい。例の実質実効と同じで、統計というものは20年も繋ぐと統計の性質が変わっているので、本当に意味があるのかという議論はあるのだが、一応、記録としてはそういうことである。(2)の3か月前比でご覧頂いてもこのとおり12月は0.7%の上昇である。中身をご覧頂くとグラフにあるように点々の部分、これは本当は石油の寄与が縮小し、非鉄の寄与が上がっているのだが、両方ともが同じ点々に入ってしまったために同じ位の幅で上昇している。それ以外のものはどちらかと言うと、上昇の幅は幾分低下しているが、上昇基調に変わりはない。恐らく1月までいくと10月に大幅に上昇したために、3か月前比の上昇率は一旦落ちると思っ

ここで一旦少し上昇率は下がるが、まだその後もなにがしかの上昇が続いていくという可能性が高いと思っている。消費者物価については、もう皆さんご案内のとおりではあるが、一応確認のため図表 41 をご覧頂きたい。11 月の除く生鮮の消費者物価は前年比 0.1% の上昇となった。0.1% の上昇というのは 2003 年の秋に一回あったが、2003 年の秋は一か月だけだったのだが、今回は恐らくある程度持続するだろうと考えている。ただし、今回の上昇はほとんど専ら特殊要因によるものであり、11 月に関して申し上げれば、要するに電話料金の下落要因が剥落したということであり、いわゆる実力部分については今月もゼロのままであった。実力要因に関しては、ここ半年位動いていない。先行きに関しても、例えば 12 月は特に新しい特殊要因の動きはないので、恐らくは前年比で +0.1% のまま、ないしはいつも必ず 0.1% ずつは幅があると申し上げた方が良いので、ゼロ% ~ +0.2% 位の間位のどこかだろうなと思っている。1 月以降はさらに電気代とか電話料金の特殊要因剥落等があるので、恐らくその特殊要因だけでも前年比で +0.3 ~ +0.4% までいってしまうということになるかと思っている。ただ、特殊要因だけの寄与だとすると、これは今度は逆に 4 月以降特殊要因が一旦マイナス方向に効いてくる局面があるので、そういう意味では安定的に C P I がプラスになっていくためにはやはり、毎回申し上げているがこの実力のところがいつ上がってくるかということである。毎回同じことを申し上げて恐縮だが、方向はほぼ間違いないと思っている。需給ギャップの観点から考えても、賃金ないしユニット・レーバ・コストの観点から考えても、さらには為替レートも足許の動きはともかく、過去 1 年あまりで考えて結構な円安になっているから、これらの要因が出てくるはずであり、方向は間違いないと思っているが、繰り返しになるが、それが何月にどれ位出てくるかということは予断をもって語ることはできない。従って、この点は引き続き実際の指数の動きを見ていく他にはないと思っている。

ということで、全体の景気の方について一言だけ申し上げさせて頂くと、先月も申し上げたのと同じなのだが、一段と加速感が付いているという印

象はあまり持っていない。しかしながら、バランスが良くなっているという動きだと思っている。先月申し上げたように内外需のバランス、あるいはまた企業と家計のバランス、この辺が良くなってきているということである。さらに申し上げますと、指標面から言うとこれまでは全体に良い数字が並ぶ中であって、生産だけが統計的な特殊要因もあって今一つだった訳だが、恐らく10月、11月の数字を踏まえると生産のところも見劣りがしない程度にしっかりしてきていると思っている。さらに申し上げますと、これは統計ではないが、先般支店長会議で色々と支店長報告があったように、景気の地域への波及という観点からも、出遅れ組が少し改善し始めた。勿論、レベル差は依然としてかなりあると思っているが、これもある種のバランスの良さということだろうと思っている。また、バランスの良さというのは何を意味するかということなのだが、これもまた先月も申し上げたが、それは持続性と申し上げても良いし、日本語だと難しいのでレジリエンスと言っても良いだろうと思う。要するに小さなショックであれば何とか耐えていけるような実力が付いてきているということかと思っている。こうしたことなので、詳しくは明日、門間調査統計局参事役の方からご説明するが、今回、月報の冒頭表現のところでも「着実に回復を続けている」としたが、「着実に」というのは今申し上げたバランスの良さとか、持続性とか、レジリエンスとか、そのような意味を一応込めたつもりで「着実に」という言葉を使わせて頂いている。以上で私の説明は終わらせて頂く。

福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。

中原委員

先程の消費について、分からないこともあろうが、自動車、デパート、コンビニ、旅行、外食といったものが例として挙げられた。それぞれ独立した一過性の要因だろうとは思っているのだが、やはり選択的消費が中心になっているということなのか。また、自動車はどうか。生産から見ると輸送機

械は伸びている。何が起きているのかよく分からないのだが。

早川調査統計局長

生産は分かりやすい。輸出も比較的分かりやすい。実は去年の途中まではむしろ生産能力が足りなくて、一種のアメリカの中でキューイングが起っていた。そういう状態だったのだが、工場が立ち上がって、幸か不幸か国内販売も弱いので売ってしまえという感じに今なっている。ただ、先程も申し上げたように、どうして車が弱いのかについては車メーカー自身も明確な理由が掴めていない。彼等のことだから理由さえ分かれば対応を打ってくるのだろうが、やはり掴めていない感じがしている。コンビニもなぜ急に弱いのかという議論もある。普通は飽和論だというのだが、急に飽和するかという気もする。なぜ去年の前半まで飽和していなくて去年の夏以降飽和するのだという類の話を考えてみると、そんなに説得的な理由はないのである。地方でも消費が良いというのは、これもなかなか難しい。一つは札幌支店長が説明していたが、域外企業の給料が良くなっているということがある。二番目が資産効果、株価である。三番目が域外からのお金が不動産に入ってきているという説明で、このうち二番目については他所の地域にもあるかなという気がするが、一つ目と三番目は結構札幌的要因なので、日本全国を説明するには今一つだと思っており、少し我々も考えているし、支店長達にもまた聞いてみようかと思っている。我々は取り敢えずマクロが安定していれば良いかという気分もあるので、少しお時間を頂いて考えてみたいと思っている。

水野委員

スーパーが深夜営業を始めたという要因はあるか。

早川調査統計局長

私もその説明も聞いている。ただ、それも深夜営業は前からやっていて、急に増えた訳でもないという気もしている。

水野委員

共食いしているのではないか。スーパーも良くはない。

早川調査統計局長

色々な説明を聞いているが、これだという感じはあまりしないのである。ただ、企業が何かを感じているのは間違いないと思っている。例えば、ご承知のように自動車メーカーは、去年の秋からの自動車販売の落ち込みに先立って、実は販路の見直しをしようと言って皆やっている。トヨタだけではない。日産もホンダも皆やろうとする。これはやはり何かあるのだと思う。あるいは個別名をあまり言ってはならないのだが、例えば、例のセブン・アンド・アイがミレニアムに手を出すなどというのも、恐らくはハイエンドの方に少し手を伸ばさないと具合が悪いという思いが多分あるのだと思う。そこは単純に足許どうこうというのではなく、少し彼等は感付いているという気はするのだが、私は現時点ではこれが原因であるとはなかなかまだ申し上げられない。ただ、繰り返しになるがマクロで安定しているので、取り敢えずは良いかなと思っているのだが。

山本理事

首脳者面談などへ行ってよく聞く話というのは、やはり企業が結構マーケティング・リサーチをやっていて、それで何か少しとっかかりを掴み始めているのではないか、それで色々なことを今工夫しているということ強く感じる。まさに先程選択的消費云々というお話が出たが、そういった中で動意があるのかどうなのか、その辺のところはもう少し勉強してみたいと思っている。

中原委員

デパートの人に聞くと、明らかに株価の上昇が要因だと言っている。

早川調査統計局長

それは多分そうなのである。デパートは多分そうなのだと思うが、ではなぜ車がその中で落ち込むのか。バブルの時には車が売れたではないか、という気持もある。

福間委員

軽は伸びている訳だな。

早川調査統計局長

然り。だが、軽も12月は今一つであった。

福間委員

高齢化ということもある。

早川調査統計局長

ただ、12月は軽も駄目だったのである。雪だったと言うのであれば説明はつくのであるが。私共は色々な仮説があることは承知しているが、これだと言えるかと言うと本当にそうかな、という感じがする説明が結構多い。

福井議長

ガソリンは影響していないのか。

早川調査統計局長

その説もあるが、ただ、ガソリンはもっと前から上がっているのだが、車は去年の夏から急に落ち始めているのである。ずっと平気だったのが急に変わるものかという感じもある。車については、一つはあまり魅力のある新車の投入がこここのところないということは、これは決定的に皆認めて



いることなのだが、それにしても弱いと思っているものだからプラスαは何かと言うと、おっしゃるとおり高齢化のようなものやガソリンのような話とか色々な説がある。それから先程のコンビニについては、例の飽和説とかスーパーの深夜営業説とか、それぞれには個別に私共も一応聞いているのだが。

福井議長

コンビニは寒いからではないか。

早川調査統計局長

その説も聞いた。それもややずるいと思っていて、去年の秋は10月が悪かったのである。それは何かというと「寒くならなかったのでおでんが売れなかった」と言う。それでは、「今度は寒くなったから売れただろう」と言ったら、「いやいや、ここまで寒いと人出がない」などと言う。

福井議長

コンビニのマスターは「寒いからだ」と言っている。この頃の若者は寒さに弱いのだと。

水野委員

それは、全国統計に反映されないな。

早川調査統計局長

そういうことで、正直言って今は割と景気全体が見やすい状態の中にあって、個人消費もマクロで足してしまうと全くOKなのだが、個人消費というのは、意外に中身を見ると結構詰まってしまう感じがするのである。

須田委員

個別のことを聞くが、旅行の取扱いが今一つということだが、去年は海

外で鳥インフルエンザが流行したことなどの影響があったのではないか。これを今一つと言うのか、まあこのようなものだと言うのか、どうなのか。

早川調査統計局長

まあこのようなものと言ってしまえば、このようなものなのだが、例えば年末年始も海外旅行者はやはりあまり多くなかったのである。よく聞いているのは、敢えて言えば、やはり国内の方が少し強めで海外の方が弱いのである。前期比で見ると、7～9月、10～12月では少し国内が弱く見える。これは年前半に例の愛知万博で国内は稼いでいたので、前期比では少し落ちてきているという感じなのである。逆に言うと、海外は依然として各般の問題。いわゆるテロリスク、それから反日、色々な病気、そういう要因がずっとあるので、何となくやはり海外は行きにくい。例えば年末年始だと、特に中国の落ち込みがきついというようなことがある。絶好調なのはハワイである。テロもない、反日もないというところは良いのだが、そういう影響がある。一方で、国内の方がまあまあ位ではないだろうか。ただ、繰り返しになるが、中身はよく分からないことが結構沢山ある。しかも去年の秋位から色々なものの流れがスルスルと変わってきた感じがあるので、非常に見えにくい状態である。

西村委員

雇用関連であるが、今の話は全部前年同期比で見ているのだが、実はこれは季調で見ると随分数字が違う。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

季調の問題なのか。と言うか、季調について何か考えなくてはならないのかなという気がする。片方だけを見ていると、全然見方が変わってしま

う。これはどうか。

#### 早川調査統計局長

これはいつも苦勞している話である。我々もどちらで判断しようかと思っていて、労働力調査というのは、元々非常にノイズの大きい統計なので、前年比で見ようが前期比で見ようがどちらにしてもノイズが沢山出る統計である。これだけノイズが大きい統計なので、敢えて前年比で我々は普段みているのだが、言うまでもなくノイズが大きいから前年の裏要因などがどうしても出てきてしまう。普段実際に判断する時には、こういうものだけではなくて季調後でレベルの絵を描いて、じっと見て判断しているのが実態である。そういう観点から見ると、例えば労働参加率などは、労働力人口は足許前期比で下がっている感じがする。足許も毎月毎月かなりギザギザしているのだが、やはりどうも労働参加率は下げ止まって少し上がりつつあるのではないか、というのがグラフを描いてみて持つ印象である。中身を見ると、特にはっきりしているは、このような感じである。例えば、上がってきているのは若い人のところ。特に 20 代後半女性とか。男性だと 50 代後半だか 60 代前半だか、その境界線の男性ということからみると、いわゆる労働参加率が変化しそうなところなのである。要するに、雇用環境が良くなったので、従来であれば仕事をやめてしまおうとしている女性がレーバー・マーケットに残ろうとする。あるいは先程の 50 代後半、60 代前半位というのは、いわば完全引退しようか、やはりもう少し働こうかと迷っている世代という感じである。実際には年齢階層別に男女別に分解して絵を見て、これだとう判断した方が整合的かなということで一応判断させて頂いており、一応労働参加率は少し上向いているのではないかと思っている。

#### 岩田副総裁

別の点で宜しいか。もしかすると説明があったかもしれないのだが。二つあって、一つは情報関連輸出の動向という図表 9 があるのだが、この(4)

の米国における情報関連最終財の受注というのは、前年比なので少し遅れて動くと思うが、少しゼロの方向に下がっている。インテルなどの株価も収益見通しが予想より悪かったことなどから少し下がっている。今回の株下げ局面ではIT株が若干下がっている——今日はまた上がっているらしいが——、そののところをどの程度考えれば良いのかということが一つ。もう一つは企業物価指数なのだが、最終財が3か月前比で見てプラスになって良かったと一度思ったのだが、このところ少しまたマイナスになっている。何か理由があるのか。

#### 早川調査統計局長

アメリカの方は、インテルなどは個社要因なので、そんなに足許恐いという印象は持っていない。例えば、堀井国際局長がご説明した資料-3(参考計表)、図表1-4の(9)に資本財受注の動きがあって、コンピューター・電子機器とは、確かに足許のところで少し伸び率が前年比下がっている感じはするが、全体としては、まあまあの伸びを続けているという理解で良いと思っている。それから資料-4(参考計表)、図表38の国内企業物価の最終財だが、これは3か月前比で見るのがいけないのかもしれないが、実はガソリンの影響なのである。ご承知のように秋口位にガソリンの値段が随分上がって、それ対比で12月を見るとガソリンは下がっているためにこういうことになっている。前回も一度お見せしたことがあるように、これはあくまでもCGPIの見方ということで分解しているが、CPIとの繋がりということで見れば、例えば輸入財も含めた国内需要財の前年比で見るとというのが一つの見方なのだが、それでご覧頂くと足許のところも実は前年比の上昇幅が拡大している。

#### 福井議長

他に宜しいか。最後に金融環境について白川理事と山口企画局長からお願いする。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

資料-5(参考計表・その2)をご覧頂きたい。まず図表1はクレジット関連である。(1)は銀行貸出の推移である。12月の前年比は+1.3%であり、11月が+0.9%であったから増加幅を拡大しているという姿になっている。業態別にも都銀等が-0.4%であり、11月に比べるとそれなりにマイナス幅を縮小している姿にあるし、地銀・地銀Ⅱを合わせた伸び率も+3.3%であって、これも11月の+3.0%から増加幅を拡大しているという姿である。それから四半期、10~12月で見ても銀行全体では+1.0%の前年比である。業態別には、都銀等が-0.7%、地銀・地銀Ⅱを合わせて+3.1%なので12月と同じような状況になっている。ご承知のとおり、銀行の貸出姿勢が引き続き積極的であるということが大きな背景なのだが、加えて年末の資金需要も、例えば賞与資金とか、あるいは決済関連の資金とか、こういった資金需要が出てきているということであり、企業の需資についても多少動意が窺われるといったことが背景にあらう。(2)で民間部門の総資金調達だが、12月は前年比-0.1%であり、ほぼ前年並みのところまできている。内訳を寄与度で見ると、銀行と信金・外銀を合わせた寄与度は+0.8%ポイントと拡大しているし、CP、社債を合わせた直接市場調達も小幅ではあるが寄与度を拡大している状況である。10~12月を均してみても、状態は変わらない。生命保険についても、小さな動きではあるがマイナス幅の縮小が見られる。民間の資金需要については、調達ルートが多様化ということを予ねて申し上げてきているが、そうした状況を伴いながら多少動きが見られるようになっている。図表2は資本市場調達だが、従来、CP・社債の発行段階のスプレッド等をご説明していたが、格別大きな動きはないので割愛している。まず(1)CP・社債の発行残高だが、折れ線グラフがCPと社債を合わせたものの前年比である。12月は前年比で+3.5%である。10月以降+3%前後での前年比を続けている姿である。内訳としてCPを見てみると、12月はご覧のとおり——濃いシャドーの掛かった部分だが——、大きめの寄与度を示し、前年比で見

でも大体 13%位である。このところ二桁台の伸びを続けているが、12月についてもその状況に変化はない。年末の運転資金を一部CPで調達するというような動きが継続している。社債については——薄いシャドーが掛かったところだが——、前年比で見ると12月は+1.8%と2%弱の伸び率である。これもこのところ+1~+2%程度の伸びを続けているが、金利観から多少前倒し発行を行うという動きも見られているようであり、その辺りが効いているようである。発行環境としては、スプレッドの数字は載せていないが、CPは、年末を控えて、投資家が一部手控えるといった動きがあった関係上、若干上昇している。しかし、達観して言えば引き続き低水準である。状態は社債についても同じであり、CP・社債合わせて、発行環境は極めて良好な状態が依然続いている。(2)はエクイティファイナンスだが、12月の転換社債は1,600億円強であり、11月に比べると少し発行額が増えているが、海外分を中心に発行環境としては依然芳しくない状態が続いている。株式調達、増資は、12月は3,800億円あまりと、かなり好調な発行であった。設備投資関連であるとか、あるいは研究・開発関連の資金需要などに増資をもって充てるという動きが結構見られた。四半期の10~12月で見ても、2,500億円弱なのでかなりのペースで増資が行われたとみて良いかと思っている。それから図表3は通常はお示ししていないのだが、今申し上げた企業金融周りの環境の中で、実際に企業の資金調達コスト等がどうなっているのかということを示してみようということである。まず(1)の貸出関連だが、太い実線が短期の新規約定平均金利である。それから細い実線が長期の新規約定平均金利である。ご覧のとおり、まず短期については、一貫して低下基調という状況は変わっていない。長期については、ここにきてやや強含みという感じがあるが、傾向的にはこれもまた低下基調を辿っている。他方、社債の関係は(2)である。まずAAA格をご覧頂くと、白抜きの部分は国債利回りで、ベースレートと言うか、リスクフリー金利を表わしている。それに対国債スプレッドを乗せた部分を、折れ線グラフで社債発行金利という形で表わしている。一応頭の中で考えた理論値ということになる訳だが、実際の社債発

行金利と比べても大体それをトレースできている感じである。ここでご覧頂いてお分かりのとおり、ベースレートの動きが、AAA格の社債の発行コストに素直に反映しているという状況であり、仕上がりベースの発行金利については、幾分上昇方向ということである。一方で、BBB格については、ベースレートの上昇をスプレッドの縮小で多少吸収している感じがあり、ニュアンスがAAA格とは違う訳だが、それでも仕上がりベースの調達コストは、ここにきて若干反発している。勿論、水準的に見ると、ここ数年の中ではかなり低いレベルである。そうした中で、社債の年限別の発行額を見たのが次の図表4、(3)である。点線が11年以上、太めの実線が8~10年の発行額である。やや薄めの線が5~7年の社債発行額であり、細めの実線が4年以下である。2005年の動きを見ると、長めの期間、5年超のものを中心に発行が増えてきている状態である。特にミクロ情報を積み上げてみると、格付けの上昇を梃子にしながら、発行年限の長期化を図る。従来は4年位にとどめていたものを、6年位に発行年限を伸ばしていくというような動きが商社とか、不動産関連で見られるようであり、先行きの金利観のもとで発行年限を伸ばすといった動きが、若干ながら出始めている。次に、企業の資産収益率と調達コストの関係はどうかというのが(4)である。資産収益率は、営業利益を総資産で割ったものである。ここでの調達コストは法人季報ベースであり、支払い利息を有利子負債の残高で割ったものである。太い実線が資産収益率である。ご覧のように、景気回復につれて資産収益率はそれなりのペースで上がってきている。一方で調達コストも、ここにきて少し上昇してきている。先程申し上げたような社債の発行コストの上昇を反映しているということであるが、均してみれば依然として弱含み方向である。結果として、企業にとっての投資環境は一段と改善しているというのが現状に掛けての展開である。図表5、(1)は実質金利である。太い実線が短期の実質金利、細い実線が長期の実質金利である。これは足許のCPIのコアベースの前年比で実質化したものだが、ご覧のとおり長期金利については、少しずつ低下方向を辿っている。短期についてはCPIがゼロ近傍で推移するようになって以来、マイナス

に転化してきている。一方で、家計、企業のインフレ予想がどうかというのが(2)、(3)である。(2)は先般公表した生活意識アンケート調査の結果を示している。1年後のインフレ率については、中央値は0.0%で変わっていないが、平均値で見ると6月調査が+1.6%だったのに対して12月は+2.2%であり、家計の抱く物価観は多少上振れてきている感じである。〈今後5年間の平均インフレ率〉をご覧頂いても、6月調査では+1.9%だったが、12月は+2.4%であり、1年先のインフレ予想と同様に物価についての見方は上振れている。(3)はエコノミストがCPIについてどう見ているかということだが、太い実線が1月の調査である。この調査で、2008年の第1四半期まで、2年先まで見通しが伸びたが、ご覧のように、2006年、2007年を通してジワジワとCPIの上昇率が高まるというような見通しになってきている。(4)は短観ベースの企業のインフレ予想だが、これについてもジリジリと高まるという状況にある。この辺りの感じからすると、先行きのインフレ予想を織り込んだ実質金利は、冒頭申し上げた図表5の(1)実質金利の動きに比べると、より明瞭な形で低下傾向を示している可能性があるのではないかと考えている。最後に図表6、(1)マネタリーベースだが、12月は前年比+1.0%である。11月+1.5%の後、前年比伸び率が低下した。銀行券については、11月は昨年の新札発行の裏が出る形で伸び率が低下した訳だが、それ対比伸び率を高めるという動きであった。その一方で日銀当預については-1.2%と若干の前年割れであり、結果としてマネタリーベース全体は+1.0%となった訳である。10~12月、四半期として見ると+1.8%という状況である。それから(2)マネーサプライについてはほとんど動きがなく、12月も+2.0%である。従って、10~12月を通して+2.0%ということである。貸出のマイナス幅が縮小してくる中で、夏場に比べると前年比上昇率が少し拡大するという展開であった。このような状況なので、M2+CDの1~3月の見通しについても+2%前後での推移を辿るのではないかとみている。私からの説明は以上である。



福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。図表3の(1)に貸出の調達コストがあるが、薄い実線の長期が、2005年のところで少しボトムアウトしているように見えるのだが、これは何か理由があるのか。それと同じなのだが、企業の側から見ても、図表4の(4)の調達コストが、ボトムアウトしているというようにも見えるのだが、これは何か理由があるのか。

山口企画局長

まず図表4、(4)の調達コストは、社債も含んでいるので、先程も申し上げたようにAAA格についてもBBB格についても、このところ反転上昇しているので、それが反映しているということである。それから図表3、(1)貸出の新規については、債券の発行状況等に応じてプライムレートが動くなどといったこともあるので、その辺りの動きを反映したものとみている。

岩田副総裁

長期金利は基本的には落ち着いている訳だな。

山口企画局長

然り。ただ、ご覧のとおりこれは刻みが非常に誇張して作ってある。

岩田副総裁

刻みが小さいのか。

山口企画局長

0.1%あるかないかの動きなので、変化という程のことではないのでは

ないかとみている。

岩田副総裁

誤差の範囲の動きということだな。

須田委員

図表4、(4) 資産収益率と調達コストを並べてみて、一段と資金調達環境が改善していると読んで良いか。あるいは注意しなければならないところがあるとすればどこか。例えば、金融環境によって調達期間が違ってくるといような話があると思うが、この図表のグラフの差を単純に読んで良いものかどうか教えて欲しい。

山口企画局長

資産収益率は、総資産に対する営業利益の比率という形で出している。また、調達コストもバランスシートの方から計算している。従って、企業が感じている全体としての利益率とコストの差を示しているということなので、トータルに企業の投資環境を評価するということであれば、こうした評価の仕方の良いのではないかと考えている。

須田委員

評価自体は良いのだが、どの位厳密に見て良いかというところが少し気になった。

山口企画局長

他の方法論との比較ということもあろうかと思う。企業の利益率や調達コストをどのように測り得るかということだが、この方法でコストなりリターンなりを把握するというのとは一つのやり方ではないかと考えている。

福井議長

宜しいか。それでは今日の議題は終了した。明日は午前9時から再開する。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点からこの場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。以上をもって本日は閉会する。

(15時48分中断、20日9時00分再開)

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

宜しいか。政策決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、そして議案を取り纏めて採決。その他に金融経済月報の検討、議事要旨の承認が議題に決まっている。政府の方から赤羽副大臣が財務省からお越しになっている。内閣府からは中城内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくお願いする。毎回申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席頂いた方々について、そのことを宜しく踏まえたくらうでのご発言頂ければと思っている。では最初の議題、金融経済情勢に関する討議だが、まず、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報案について執行部から簡単に説明してもらいたいと思う。基本的見解の中に織り込む予定にしている中間評価案についても合わせて説明してもらいたいと思う。

門間調査統計局参事役

それでは右肩に差し替えと書いてあるA3の資料でご説明させて頂く。まず現状だが、本日は各論の方からご説明する。「輸出は増加を続けており、」その後だが、生産については夏場までは少しもたつき気味であったが、このところ4か月間連続で増加しており、10~12月期は2%を超える

増加となることがほぼ確実である。そういった状況を踏まえて「生産も増加の動きが明確になってきている。」というように今月は表現を変更してある。それ以外については、先月あった「業況感」に関する記述は、今月は短観がないので落としているということだけであり、その他収益、所得、最終需要全般、前月までの良い状況が続いているということで、基本的に変更していない。それを踏まえて今月の状況を纏めると、最終需要はこれまで同様、順調な回復傾向を辿る中で、夏場までもたついていた生産もはっきりと増加に転じており、生産、所得、支出の好循環が明確になってきているということかと思う。それからここには明示的には書かないが、先般のさくらレポート等でも地域的に見ても水準的にはまだ強弱に差があるが、少なくとも方向感としては全般的に底上げされてきているということなので、今月はそのメカニズム面、地域的な観点からみても全般的にバランスが良くなってきているということが特徴かと思っている。そういったバランスの良さから考えると、景気回復のいわば持続性といったものが強まってきていると考えられるので、そのことを表現する言葉として、冒頭だが、「わが国の景気は、着実に回復を続けている。」ということで、今月は「着実に」という表現を加えさせて頂いている。以上が現状の変更点である。次に先行きだが、現状のところ「着実に」と書いたので、先行きについてそれを書かないと、先行きは着実さがなくなってしまうのか、という誤解を招きかねないので、ここは素直に「着実に」と入れている。特に考え方を変えているということではないので、「すなわち、」以下の説明文には変更は加えていない。以上が景気であり、次に物価に移る。「物価の現状」だが、「国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に、上昇を続けている。」ということである。「円安」の前に「昨年後半における」と書いているが、これは足許必ずしも円安になっているという訳ではないので、「昨年後半における」と断っているということである。それから「消費者物価」だが、「消費者物価の前年比は、若干のプラスに転じている。」。前月は「10月はゼロ%となった。」ということだったが、今月11月分が+0.1%ということなので、事実そのままに「若

千のプラス」と書いている。次に「物価の先行き」だが、「国内企業物価は、当面は国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。」ということであり、ここも前月は要因の中に「円安」も入れていたが、足許円安という訳ではないので、「国際商品市況高」の方だけを書いている。次に「消費者物価の先行き」だが、「消費者物価の前年比は、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、プラス基調になっていくと予想される。」というのが今月の表現である。既に足許若干のプラスに転じているが、ここから先については、今後「基調としてプラス」になっていくという見通しがあるので、そのとおり書いている。景気・物価の方は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面だが、順に申し上げると、まず4行目。「民間銀行貸出」だが、昨日ご説明申し上げたとおり前年比で+1.3%と伸びが高まってきているので、前月までの「前年を上回る水準となっていており、」という表現を今月は「増加幅が拡大しており、」と変えさせて頂こうと思う。それから、あとは細かいところだが、「マネタリーベース」について数字が+1.0%ちょうどになったので「1%台」の「台」を取ることである。それから銀行券に関する記述。これは2004年1月から記述してきているのだが、改刷から1年経過して特に言及する必要がなくなっているかと思われるので、記述自体を落としている。今回、差し替えの理由になったのは、資本・為替市場である。大きく変わっているので一応新しい案をお示ししたのだが、今日の株価によってさらにこれを修正させて頂くこともあり得る。まず事実の確認をさせて頂くが、前回の会合時点で円ドル相場は116円台であった。これは大体2円位動かないと横這いという評価を今までしてきているので、この程度であればここにあるとおり「概ね同じ水準」と言って良いかと思う。長期金利は前回決定会合当時、1.5%台の前半であった。昨日は1.4%台後半位だったので、これであれば「概ね同じ水準」と言って良いと思う。問題は株価だが、前回会合当時、15,200

円前後で推移していた。大体これは500円前後で、過去上がった、下がったということを言っているの、機械的に言うと、今の相場だとむしろ前月よりも上がっているというのが実態になる。ただ、それだけを書くのは乱暴だと思うので、お示した案は「概ね同じ水準」ということを書いてあるが、次のように変えさせて頂こうと思う。「この間、株価は、1月中旬にかけて大幅に上昇したが、その後、「大幅に」を止めて「下落し、足もとでは前月を上回る水準となっている。」ということでしょうかと思う。つまり、大幅に上がって大幅ではなく下がり、結果的として前月をやや上回っているというイメージを出してはどうかと思う。これも今日の相場次第なので、さらに変えさせて頂くことがあり得るかもしれないが、現時点の相場を前提とし、過去の記述というものを一応基準にすると、そのようになるかと思っている。最後に「中間評価」だが、事前資料の段階では選択肢方式でお示ししているが、これは勿論本日のご議論次第だが、執行部として考えている案ということで申し上げますと、「景気」については、ここで言う「②、幾分上振れ」、それから「国内企業物価」についても「②、幾分上振れ」。それから「消費者物価」については「①、概ね「見通し」に沿って」と考えている。なお、細かい点だが、事前提出資料の段階で、景気について「幾分上回って」という表現をさせて頂いていたが、短い文章の中で「上振れ」とか「上回る」とか色々な表現を使うのは不相当かと後で思い至って、ここで修正させて頂き、「上振れて」という表現になっているので、ご注意頂ければと思う。念のため続けて読み上げさせて頂く。「わが国の景気は、内外需がバランスのとれた形で着実な増加を続ける中で、昨年10月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した「経済・物価情勢の見通し」に比べて幾分上振れて推移すると予想される。物価面では、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、「見通し」に比べて幾分上振れるものと見込まれる。この間、消費者物価は、概ね「見通し」に沿って推移すると予想される。」以上である。

福井議長

内容と表現については、これからの議論の後、また立ち返りたいと思うが、取り敢えず今の説明についてご疑問の点あればご質問をどうぞ。宜しいか。それではまた後でお願いします。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢の討議に移りたいと思う。今回のご意見の表明の中では、10月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しの中間評価についても含めてご発言頂きたいと思う。今日は春委員、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、水野委員の順でお願いしたいと思う。お一方5分ずつ位ということで時間を厳守して頂きたいと思う。それでは春委員からお願いします。

春委員

それでは申し上げます。2006年第一回目の会合だが、2006年は日本経済にとってはデフレ克服の年であり、金融政策においても量的緩和解除の年という大きな節目となる重要な年と些か緊張感を持って認識をしている。

さて、前回会合以降の動きだが、まず海外については、米国は消費者マインドの改善が続いており、注目されていたクリスマス商戦も最後まで好調に推移したようである。企業のコンフィデンスも底堅く、18日のベージュブックでも「全ての地区で経済の拡大が続いた」としている。ハリケーンのショックを克服して着実な成長を続けていると思う。ブルーチップの1月のコンセンサス予想を見ても、2006年は12月予想比横這いの+3.4%、今月から発表されている2007年は+3.1%と幾分減速するが底堅い成長が予想されている。足許再び騰勢を強めている原油価格や一部に減速感が出ている住宅市場の動向など、引き続き注意が必要だが、米国経済は先行

きも潜在成長率近傍の底堅い成長が続くと思われる。

中国についても引き続き高水準の成長が続いている。1月9日には1993～2004年の第三次産業の伸び率を遡及修正した結果、2003年と2004年の成長率はそれぞれいずれも二桁の伸びとなった。

この間、原油価格は12月下旬以降、ナイジェリアの油田施設攻撃やOPEC幹部の減産を示唆する発言などにより反転上昇し、さらにロシアのウクライナ向け天然ガスの供給停止やイランの核開発問題などで騰勢を強め、WTIで足許66ドルを上回る水準となった。また、ドバイ原油は、18日に終値59.6ドルと昨年9月2日の過去最高値とほぼ同じ水準まで上昇してきている。1月31日にはOPECの臨時総会が予定されているが、この17日にIEAは「2006年の世界需要は中国、米国の需要増により2005年比+2.2%の伸び」と発表しており、今後の動向については警戒感を持ってみていくことが必要と思われる。

一方、国内では引き続き明るい指標が相次いでいる。実質輸出、鉱工業生産とも揃って明確な伸びとなっているほか、設備投資も底堅く推移している。雇用・所得関連も改善傾向が続いている中で、個人消費も指標毎のバラツキはあるが、寒波による冬物衣料や暖房器具、そして薄型テレビの好調などもあって底堅く推移しているようだ。先日の支店長会議でも、各地から百貨店の初売りが好調だったなどの報告が相次いでいた。また、日本経団連の春闘基本方針を受けて、一部企業で賃上げ要求が行われるなどの動きも見られている。12月下旬実施の景気ウォッチャー調査も、現状判断DIはさらに上昇して55.7と過去最高となったほか、8か月連続で50を上回り、これも調査開始以来の最長期間となっている。また、先行き判断DIも、2か月振りに上昇して9か月連続で50を上回っている。

こうした中で、物価面では、11月のコアCPIの前年比が+0.1%とついにプラスに転じた。先行きも需給ギャップの縮小が着実に進む中で、賃金の増加もあり、基調的にプラス幅を拡大していくと思うが、これまでなかなか動いていない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と思う。



マーケットでは、先程もお話があったが、前回会合後も12月26日には日経平均で5年2か月振りに16,000円台を回復するなど株高が進んでいたが、この17日のライブドア本社等への家宅捜索をきっかけに反落した。18日までの3日間で1,000円を超える大幅な下げとなったほか、全銘柄の取引停止という異例の事態となった。一方、基本的に日本経済や企業収益の先行きに関する見方を大きく変えるような状況にはなく、19日、それから今日も株価は若干戻している。今回のショックを経て、これまで先進国市場の中でも、やや突出したPER水準となるまでの株高を支えてきた外国人や個人投資家の今後の動きに注目が必要と思う。また、日本の株式市場への信頼を高めるために、取引ルールの整備やシステムを含む取引所の機能強化への早急かつ本格的な取組みが期待されると思う。

以上を踏まえると、日本経済は地域間の格差を残しながら、内外需、企業、家計間のバランスが取れた形で緩やかながら着実な景気回復を続けており、10月展望レポートの見通しを幾分上振れていると評価できると思う。先日のさくらレポートでも、地域間で水準の格差はあるが、全ての地域で10月比判断が上方修正されており、また、全ての地域が持ち直し、回復、または拡大となるなど、こうした判断を裏付けるものだったと思う。先行きについても、基本的に海外経済の拡大を背景に、10月展望レポートの想定を幾分上振れて動いていくものと思う。リスク要因としては、足許再び騰勢を強めている原油価格の動向や米国をはじめとする海外経済の動向、国内民間需要の動向に引き続き注意が必要と思われるが、海外経済に関しては、このところ感染拡大の懸念が高まって、エネルギー問題とともにサンクト・ペテルブルグのサミットでもテーマに取り上げられることが予定されている鳥インフルエンザの動向にも留意が必要と思う。この間、物価については、国内企業物価は国際商品市況の上昇により若干上振れるとみられる一方、消費者物価（除く生鮮）はGDPや企業物価の上振れがCPIに波及しにくい状況が続いて、概ね10月時点の見通しどおりの動きとなっていくと想定している。

今月の基本的見解については、執行部提案どおり総括判断に「着実に」

との表現を挿入して、12月の判断を上方修正することで良いと思う。また、展望レポートの中間評価は、これも執行部の提案どおり、景気の現状と先行き、国内企業物価については「②」、消費者物価については「①」とすることが適切と考える。以上である。

福井議長

それでは武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

今回の会合では、展望レポートで示した見通しに対する中間評価を行う訳だが、その前提として昨年秋以降の経済・物価情勢について、その背後にある景気回復のメカニズムに照らしつつ検証することが重要であると考えている。

まず海外経済だが、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大方の事前の予想通り、前年に比べてやや高めの伸びとなった模様である。金融市場では、FRBによる利上げ局面が終盤を迎えているとの見方が広がるも、長期金利の低下に伴うイールド・カーブのフラット化が進んでいる。一部には、こうした動きを先行きの景気減速の兆候として懸念する向きもあるようだが、足許の経済指標を見る限り、景気拡大のモメンタムに変調は窺われない。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っている。世界経済は、原油高、インフレ心理の高まり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。こうしたも、我が国の輸出は増加を続けている。昨年央まで伸び悩んでいた中国向けは、7～9月に前期比で10%を超える大幅な増加となった後、10～11月も堅調に推移した。7～9月の大幅な伸びは、半導体製造装置などの影響から一時的に押し上げられた面もあるが、足許までの動きを踏まえると、増加基調が明確になってきたとみて良いのではないかと思う。

次に内需を見ると、企業部門では、12月短観でも明らかになったように、高水準の企業収益を背景に、設備投資が製造業、非製造業、大企業、中小企業ともに増加を続けている。設備の過剰感が概ね払拭されている、あるいは高水準の企業収益が続くと見込まれることなどを踏まえると、先行きについても設備投資は引き続き増加していくものと予想される。先行指標である機械受注や建築着工床面積をみても、振れを伴いつつも着実な増加が続いているということだと思う。

家計部門では、まず雇用面を見るとフルタイム労働者を中心に雇用者数が増加を続けている。人手不足感も窺われているようである。このように雇用環境が改善するもとで求職意欲も強まっていて、労働参加率の下げ止まりが明確になってきた。また、賃金面でも冬のボーナスは大企業を対象とするアンケートを見る限り、夏季賞与の伸びを幾分上回ったようである。さらに定例給与については、春闘の動きが注目される。このところ人材確保のためには、若干の定例給与の引き上げは止むを得ないとみる企業が増加してきており、経団連も個別企業の判断による賃上げの容認を含め労働条件の向上を促す姿勢を打ち出したと伝えられている。今後、賃金の引き上げの動きが広がっていけば、企業収益の雇用者所得への波及が一段と強まっていくことが期待される。

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が続いているが、家電販売は順調な増加を続けているし、百貨店売上高は寒さの影響もあって衣料品などを中心に増加している。年末年始も、身の回り品や宝飾品などの高額品を中心にかなり好調だったようである。先行きについても、個人消費は雇用者所得の増加などを背景に、着実な回復を続ける可能性が高いと考えられる。

このように内外の需要が着実に増加するもとで、生産の増加が明確になってきている。鉱工業生産は、素材関連分野での軽度の在庫調整を伴いつつも、IT関連を中心に増加しており、足許は比較的高めの伸びとなっている。これまで生産は、一時的な要因の影響もあって、需要サイドの動向に比べて回復が遅れ気味であったが、ここにきて回復の動きがはっきり

してきたと言える。先行きについても、企業ヒアリング等を踏まえると前期比1~2%の増加が続くと見込まれる。

以上の動きを総合すると、我が国の景気は、内需、外需、さらには企業部門と家計部門のバランスが取れた形で着実に回復を続けているというふうと考えられる。こうした経済の動きを展望レポートとの対比で評価すると、景気回復の基本的なメカニズム自体に変化はないものの、内外需ともに展望レポートの想定を幾分上回るペースで増加しているし、この先についても見通しに比べて幾分上振れて推移するものと予想される。従って、中間評価としては、繰り返さないが執行部案通りで良いと思う。

国内企業物価だが、原油や非鉄金属などの国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に上昇を続けており、展望レポートの見通しとの対比でみると幾分上振れて推移するものと予想される。消費者物価については、10月に前年比ゼロ%となった後、11月は電話料金のマイナス寄与が縮小したことから前年比0.1%のプラスとなった。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中で、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、1~3月に掛けて比較的はっきりとしたプラスになると見込まれる。その先についても、一時的な要因に伴う短期的な変動はあるにせよ、需給ギャップは緩やかな改善を続け、ユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくもとの、前年比でプラス基調になっていくと予想される。こうした消費者物価の動向は、概ね展望レポートの見通しに沿ったものと評価できる。

最後に金融環境について若干コメントしておきたいと思う。銀行貸出は、昨年夏に前年比でプラスに転じた後、増加幅が拡大しており貸出の改善傾向が明確になってきている。貸出金利が依然として低下基調にあることを踏まえると、銀行の貸出姿勢の積極化という供給面の要因が少なからず影響しているものと考えられるが、設備投資が増加を続け配当や自社株買いなども増加するもとの、企業による外部からの資金調達ニーズに動意が窺われつつあることも事実であると思う。企業の資金調達コストを見ると、銀行の貸出金利が今申し上げたように低下基調にあるほか、社債発行金利

もベースとなる長期金利が上昇傾向にあるものの、クレジット・スプレッドが縮小傾向にあるため概ね横這い、ないし若干の上昇というところにとどまっている。このように企業の調達コストが総じて低位で推移するもとの、景気の回復に伴って企業の投資収益率は大幅に向上しており、企業金融の緩和度合いはさらに強まっていると考えられる。企業の調達環境については、ボリューム及び金利の面から今後とも注意してみていく必要があると思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まずアメリカの経済だが、第4四半期のGDPの数字が間もなく発表になると思うが、自動車販売の振れもあって、第4四半期の国内最終需要の伸びがGDPに寄与する度合いというのは、恐らく+1%程度にとどまるのではないかと思う。残りは在庫という形で寄与し、その結果、従来+3%程度になるのではないかと予想していたのだが、今日発表された住宅新規着工が思ったよりも大幅に減速しているということも考え合わせたり、あるいは自動車生産の減速が足許起こっているということも合わせて考えると、第4四半期の成長率は+3%に届かないで年+2%台半ばという可能性があるのではないかと思う。住宅投資の動きについては、既に住宅業界の活動指数に減速の兆候が出ていた訳だが、どうやら着工件数のところにも出始めたのではないかと考えている。この住宅の動きの影響としては、ホーム・エクイティ・ローン等によるいわゆるエクイティ・ウィズドローワル、つまり住宅資産の価値上昇を裏付けとした現金引き出しが、グリーンSPAN議長の推計によると2004年に6,000億ドルあったということだが、これが恐らく減少し、半分位になると、例えば個人消費にも相当影響が及ぶのではないか。この流動性引き出しの効果については、相当大きい効果があったという見方と、それ程でもないという見方の両説があって、

あまり明瞭ではないのだが、いずれにしても個人消費にもやはり若干マイナスの影響というのがこれから現われてくるのではないかと思う。そういう意味で住宅投資の先行きについては、要注意だと思う。私はハリケーンの復興需要がもう少し早く出て相殺するかなと思っていたのだが、労働力がなかなか確保できないとか建設資材が値上がりしているというようなことで、どうも予想していたよりも出方は今のところ少ないように思う。

一方で米国のイールド・カーブはほぼフラットになっている。過去の逆イールドの局面では実質のフェデラル・ファンド・レートはほぼ4%位あったが、今回はその半分程度なので、そこが単に逆イールドと言ってもかなり違いがあるのではないかと思う。もう一つ私が少し気にしているのは、FFレートと2年物の国債の金利が、一時逆転していた。つまりイールド・カーブの短い期間の部分で逆イールドになっていた。この解釈には色々な余地があると思うが、マーケットは、先行き連邦準備が金利引下げに転ずることをある程度期待している可能性もあると思う。私はこの2年物の国債金利が、そういう意味でいつ頃ピークアウトするかということが、この先、長期の金利、あるいは為替レート等についても注目すべき点ではないかと思っている。ということで、私はアメリカの景気は成長率で言うと第4四半期は国内最終需要という観点で言うとかなり減速する、一時的な減速があるということは前々から言われていることだが、そういった数字になり得ると思っている。

二番目は日本経済だが、日本経済は、個人消費あるいは輸出を中心に、どうやら成長率の方で考えると、私共が展望レポートで考えていたよりもやや上振れしている。これはGDP統計の遡及改定等の影響もあるので、計数の上振れをもって、景況感が上向いたと言えるかどうかはよく見極めなければならないが、どうやら統計改定だけではなくて、特に個人消費がやや強めに推移しているのではないかと思う。全産業活動指数を見ると、10月に第3四半期比で1%増加になっており、GDPの成長率もそうした1%増加のラインで動いているのではないか。4~6月は個人消費、それから純輸出もプラスに寄与するというような形で動いているのではないか

と思う。個人消費に関連して私が特に注目しているのは、今回のGDP統計の改定で2004年度の家計貯蓄率は+2.8%と、かなり大幅に低下したのだが、一方で配当所得が4.9兆円と、利子所得4.5兆円を上回ったということ。これも恐らく2005年度はもっと増えているはずなので、消費を下支えする要因ではないかと思う。それから耐久消費財とか自動車は、買い替えのサイクルというのがある訳だが、過去のサイクルを見てみると耐久消費財は7年~10年、自動車は平均年齢が7年と言われているのだが、過去の買い替えのピークが1987年~1988年のバブルの時期に一度あって、1990年代の半ばにもう一度小さいピークがあった。そうすると、そろそろ買い替えの潜在的な需要はあるのかなと思う。自動車の販売はこのところ弱いのだが、それ程悲観しないで良いのかもしれないと思う。それからロイターの短観では、12月の製造業DIが1998年の調査以来最高の+32になり、第1四半期も改善ということで、企業のマインドも同時に改善しているのではないかと思う。最後にもう一点。金融市場だが、昨日も事務方から報告があったが、長期の貸出金利は若干ピックアップした。その原因を色々と考えてみたのだが、よく見てみると5年物の金利が、6月末にボトムで+0.4%だったのだが、現在は+0.8%まで戻ってきており、長期プライムレートも大体同じ動きを示している、ということが効いているのかと思う。国債の2年物、5年物、10年物のバタフライ・スプレッドを見ると、5年物を中心としてこのところ中期金利が少しずつ上がってきた。これは金融政策の先行きを見込んで上がってきたのかと思う。それがまた変動利付債等の価格にも実は影響を与えているのだが、短期から中期はスティープ化して、中期以降はフラット化している。現在のこのバタフライ・スプレッドを見ると、1997~1998年のオーバーナイト金利が25bpで落ち着いていた期間の水準にどうやら戻ってきている。このことはどういうことかと言うと、イールド・カーブが金融正常化の動きをある程度織り込んできて、それと整合的に長期の貸出金利や5年物の社債金利が上昇しているのではないかと考えている。全体の評価としてはそういうことで、展望レポートとの関係で日本経済の全体をみてみると、成長率でみれば、

個人消費を中心に若干上振れ気味で推移している。それから物価の方は、これまでの皆さんと同じ意見であり、ほぼ展望レポートのラインで推移している。ただ、私は企業物価指数については個人的には+2%という高い数字を見込んでいたので、実は予想通りに動いているなと思っているのだが、中央値で見れば展望レポートのとおり動いているということかと思う。以上である。

福井議長

次は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、10月の展望レポートで示した見通しを幾分上振れて推移しており、その点を織り込んでいる今回の執行部の基本的見解に違和感はない。海外経済については、足許を含め先行きについても米国、欧州、中国、アジアにおいて概ね潜在成長率近傍の景気拡大を着実に続けている。ただし、米国については、住宅市場の調整もあり、個人消費が減退する中、政策金利が4.75%~5%程度で、ピークアウトするとの市場のコンセンサスが出来上がっているように思うが、それに比べると少し景気が強いように思うし、国際商品市況も強い。特にベージュブック、昨夜出た失業申請件数等の動き、あるいはグリーンSPAN議長が指摘している資源利用率の動向を考えると、今この時点における市場のコンセンサスは、ややポジション・トークの面もあるのではないかと思っている。この辺はあまり予断を持たない方が良いのかなと思っている。我が国の景気情勢については、内需、外需のバランスが取れた形でオン・ザ・ライト・トラックでの回復を続けており、この点は経済統計によっても一段と裏付けられている。展望レポートで指摘されたリスク要因には引き続き注意を要するが、リスクが顕現化したとしても、ミクロ面では、長年の企業改革により収益基盤、財務基盤を強固にし、さらにはコーポレート・ガバナンスの強化を図ってきたため、民間部門では、多少のショックであればリスク



マネジメントにより対応できる。カントリー・リスクとかオイルが上がる位のこと、企業経営者はある程度考慮したうえで経営する、対応できるということである。またマクロ面では、リスク・バランスを考えた金融政策の運営で対応可能であり、経済のリスク抵抗力、ロバスト・アンド・レジリエントは高まっていると思っている。次に見通し対比で上振れとなった要因である設備投資と個人消費について申し上げますと、設備投資が上振れした要因としては、製造業における——これは短観でも数字が出ていたが——設備不足感が強まっており、これが足許益々色々な業種に広がっている。自動車、プラント、造船、高級鋼板では高水準の受注残を抱えて新規受注を受ける余力がなく、受注を見送らざるを得ない企業が増えている。さらに需要回復が見られているIT関連でも、特に勝ち組を中心に設備増強の動きが目立っており、これが半導体、液晶パネル製造装置の需要を押し上げ、2006年度における同販売高は、過去最高であった2004年度を上回るとの見通しが協会から示されている。こうした中、これまでの補修、改修といった慎重な投資から、能増投資に踏み切る新たなモメンタムが広がりつつある。企業は足許の業績だけではなく、中長期的な収益拡大、サステイナブル・グロースを経営目標とし始めており、先行投資の有無が企業間格差を生むとの危機感が芽生え始めていることが、海外工場の拡大も含め、慎重さを保ちながらも設備投資の増勢を一段と強めている要因となっている。また、非製造業でも電力、ガスにおいて需要増に対応するための設備投資が見られる他、小売業、自動車販売業では、経年劣化した店舗のリニューアルや拡大、新規出店に踏み切る動きが広範化している。個人消費の上振れは、人手不足感の強まりや企業の青田刈りの動きから雇用不安が一段と解消し、市場は売り手市場化している。さらには金融資産効果もあり、消費マインドが高まっていることが消費の強さを支えていると思う。因みに内閣府の、先程から皆さんがご指摘の12月の消費者態度指数は1991年6月以来の高水準に達している。物価面については、投機資金の流入もあり、昨夜シカゴ市場ではCRBインデックスは26年振りの過去最高値を更新する等、金、銅、亜鉛等の非鉄金属を中心に国際商品

市況の高騰が続いていることも反映し、企業物価の12月前年比は+2.2%と1990年3月以来の高い伸びとなっている。最終財価格は前月に続き12月も前年比がプラスとなっており、物価上昇圧力の川下への波及が確認されてきている。こうしたことから、先行きについては見通しに比べ、幾分上振れも予想される。国際商品のうち原油価格については、先程から皆さんおっしゃっているように、地政学リスク、あるいはタベのビンラディンの米国テロ攻撃発言等で、上がっているが、ここで一つ、ご参考までに申し上げる。商品市況をご覧になっている方はご存知だと思うが、今ブラジルは砂糖黍を使った粗糖及びガソリン代替エネルギーのエタノールの生産国だが、原油高騰を背景にエタノールの価格が上昇したため、エタノールに回す砂糖黍の量を増やし、粗糖の生産減から価格上昇が発生するとの観測があり、あるいは実際にそうなっている。このため原油と粗糖の価格は連動関係を持つようになり、これに目を付けた投機筋は世界的過剰流動性も手伝い、両者の価格の裁定取引、あるいはスペキュレーション・ポジション、売りポジションを造成しているので、これが原油価格の変動幅を大きくしている面もある。これは今日の日経新聞の商品欄にも少し書いてあった。消費者物価については、11月にプラスに転化し、先行きについても需給ギャップが一段と縮小し、ユニット・レーバー・コストの低下幅も縮小していることから、概ね見通しに沿って推移していくものと思う。最後にライブドア・ショックについて触れたいと思うが、先月も引用した奥田会長の「日本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」との発言の真意には、東証マザーズや大証ヘラクレスといった新興市場における、昨年11月以来の僅か2か月で2倍近くになったバブル的な株価急騰に対する警戒感も含まれていたと思われる。前回も申しあげたように、一般物価が安定していても、景気が力強さを増す中で、現在の如く超金融緩和を継続すると、過剰流動性が強まりユーフォリア的な資産価格の大幅な上昇を招きやすく、リスク・リターンのバランスを欠いた投資を招きやすい環境を作る。昨年10月の決定会合において某ネット証券社長の話を紹介したが——私はその時これだけの相場になるとは実は思わな

かったのだが——、同社長の指摘にもあったように、「今回の新興市場における株価の急騰は、その背景に過剰流動性の副作用がある」と、私はその時はそれなりに答えたのだが、確かにそういう部分が出てきたなとは思っている。ライブドア社の問題は、コーポレート・ガバナンスの欠如、ディスクロージャーの未整備、コンプライアンス問題、粉飾決算を招いた監査法人の問題などを抱えており、偽計取引、風説の流布、あるいは粉飾決算といった証取法・ルール違反の疑いが出てきたことを契機に脆くも崩れたが、また東証では、ライブドア・ショックを契機に売り注文が殺到し、システム能力の制約により、株式売買を全面的に停止するという異例の事態となった。マザーズとヘラクレスはIPO市場としてベンチャー企業の育成という社会的な意義を有しており、今後も発展させていかなければならないが、そのためには多少時間を要しても、マザーズ、ヘラクレスの持つ固有のリスク要因を投資家に十分認識させながら、発行会社についても連結決算に基づく適正なるディスクロージャーの徹底や取引ルールの見直しを一步一步進めていく必要があると思う。今回のライブドア・ショック、あるいは東証のシステム・ショックは、東京の金融資本市場が久方振りに国際的にも注目を浴び、復活を遂げつつある過程で起きただけに誠に残念である。ただ、来週以降の企業の決算発表で企業収益の好調が確認されると私は思うので、株価の回復が期待できることが不幸中の幸いである。以上である。

福井議長

西村委員からお願いする。

西村委員

前回展望レポートからの推移をみると、海外の状況、国内の状況とも実体経済は想定より上振れて推移しており、また物価環境はほぼ想定通りなので執行部の原案に違和感はない。既に各委員が述べられている点にさらに付け加えるとするならば、一つは長く数量景気の様相であったIT関連

も遅ればせながらDRAM価格に代表される市況の回復が見られ、足許は強く推移しているということ。さらに弱いと言われる自動車でも、一部輸入車に代表されている高級車セグメントは、12月において前年同月比で見ると10%を大きく上回る増加を示しているということが挙げられる。高級車は上級グレードで、しかも高額なオプションを付け、値引きがほとんどないものから売れているという状況であり、百貨店で高額品の売れ筋が良いのとちょうど符合している。ただ、地方の回復傾向が全般的に見えるという点については、やや慎重に見ていく必要があると考えている。さくらレポートにあるように大阪、名古屋等大都市圏の回復はしっかりとしたものになってきているが、他の地方圏の回復の傾向は、まだしっかりとはいいがたいと思っている。一部には依然として低下を示している地域も存在するし、また、長い停滞の後のちょっとした上振れを猫だましのよう  
に基調変化と見誤る危険性にも留意しなければならないと考えている。ここで消費について、今まで考えてきたよりも実態は強いのではないかという可能性を示唆したいと思う。先程、岩田副総裁からご指摘があったが、内閣府はGDP統計の所得支出勘定等を平成12年基準に改定し、1月13日に改定値を発表した。正確に言うと昨日さらに若干訂正した。結果を見ると、マクロで見て、一方で消費が上方に改定され——これが重要な点なのだが——、もう一方で所得は雇用者報酬を中心に大幅に下方に改定された。この結果、旧基準に比べて岩田副総裁がおっしゃったように、新基準ではマクロの貯蓄率が過去2年間に約半分近く下方修正された。平成16年度はさらに低下して、先程ご指摘があったように2.8%ということになっている。消費の上方修正の主要な理由は、商業サービス消費推計が遡って上方修正されたことにある。このことは商業サービスを含むサービスの把握が現在のGDP統計では十分にタイムリーになされていないということを示している。また、GDP統計の基礎統計である我々が現在見ている統計では、商業サービスを含むサービス消費の変化を上手く捉えておらず、サービス消費を過小に評価しているという可能性がある。つまり、サービス関連の消費は我々が現在見ている統計が示唆している以上に強

い可能性がある。この点について少し敷衍したいと思う。例えば昨日話題となったが、コンビニエンスストアの売上伸び率の急低下、停滞という現象がある。しかし、コンビニエンスストアは、ご案内のように中食という言葉が示すように調理済み食品の販売で成長した側面が大きいと言われている。このことはコンビニエンスストアは単に商業と採るよりは外食産業とも競合関係にある複合的な業態であると考えた方が良いと思う。そう考えると、外食産業を見ると 2004 年後半より業界統計でもトレンドが上方にシフトしており、また消費動向調査の支出DIを見ると、2004 年よりレストラン等外食費への支出を増やす世代が急回復している。こうした中から判断すると、コンビニエンスストアの停滞というのは中食から良い外食への消費者需要のアップグレードが影響を及ぼしているという可能性も十分にあり得る。しかも、コンビニエンスストアは業態として確立しており、正確なデータが取れるのに対し、外食は業態の変化が激しく特に新規業態のデータを取るのには難しいということがある。ということを見ると、商業サービスを含むサービス全体の消費活動が過小評価されているという可能性は否定できない。第三次活動指数に見るサービス業は平成 16 年第 2 四半期より高い伸びを示しているが、その基になる特定サービス業動態統計のカバレッジがあまり広くないことを勘案すると、新業態を含む実態はさらにそれよりも強い可能性がある。さらに貯蓄率の下方修正はこれからの方向性についても示唆を含んでいる。もし消費に習慣形成の影響があるとすれば、今後の所得の回復に伴う消費回復は今までのデータが示唆してきたような慎重さよりは若干高めに出る可能性がある。ただ、昨年度の 2.8% という数字についてはあまりにも低過ぎるので、その要因について精査をする必要があると思う。いずれにせよ、消費はカテゴリーが固定した既存の統計だけではなく、ヒアリングを含めて慎重に情勢判断する必要があると思う。因みに所得が下がったということも、これは物凄く大きな影響があるので、ここではお話ししないが、今後これから十分考えていかなければならないことだと考えている。以上である。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

前回会合以降、実体経済面で大きな変化はないが、グローバル経済は全体感として安定感を増す方向に向っているように思う。米国、欧州の緩やかな改善傾向は維持されているし、アジアの内需も、ここまで続いた利上げにもかかわらず好調。また、IT関連部門の改善が明確になってきたことも好材料のようである。各国中央銀行のビジラントかつフォワード・ルッキングな姿勢がインフレ予想の高まりを防いでおり、原油価格などの先行きリスク要因は不変だが、これらのリスクが顕現する蓋然性はやや後退したように感じる。金融資本市場も神経質な反応は見せなくなってきたようである。

米国経済は、昨日のページブックのトーンが現在の状況をよく示していると思う。生産性向上のもとで緩やかな伸びを続ける企業収益や、改善する雇用・賃金を背景とした底堅い消費が牽引する景気は、設備投資や在庫投資の強い盛り上がりがないだけに伸びは緩やかだが、足許、持続性、安定性をやや増しているように感じる。もっとも、基礎的不均衡や政治面からくる不安定化要因には変わりはないし、住宅部門の動向、原油価格・ガソリン価格の動向といったリスク要因も不変であり、引き続き注意したいと思う。市場は、今のところ、これらの実体経済面における諸要因の動きに対して反応がやや薄くなっているようである。市場は専らFedの金融政策に関心が向いているようだが、どちらかと言えばオーバー・キルへの懸念を多少強めているのではないかという感じがする。中国については引き続き高めの成長が続いている。GDP統計の改定で内需のウエイトは高まっているという事実が判明したことや、巧妙かつタイミングを合わせた為替市場改革と対米経済外交、欧米側の潜在的なインフレ懸念、などから中国に対する圧力は今のところやや減衰しているようである。中国経済に関わるイベント・リスクもやや後退しているとみるが、当面、3月の全

人代でどのような高めの成長目標が設定されるか、それが引き続き上昇する資源価格にどのような影響をもたらすのか、本年を通じて予想されるさらなる元の増価、あるいは素材セクターでの設備過剰感が日本を含むアジア経済にどのような影響を与えるのか、など注意してみていく必要がある。

我が国経済についても、前回会合以降発表された実体経済の色々な指標、中小企業関連の諸機関による景況調査、法人企業景気予測調査、あるいは先日の支店長会議における各支店長報告などによると、実体経済は引き続き堅調、コンフィデンス面でも改善基調が続き、中小企業や地方都市にも回復の広がりが見られ、その限りにおいて回復の持続性と安定感が少しずつ自信の持てる状況に近付いていると言えると思う。以上を踏まえて、今回の基本的見解の表現には違和感はない。やや懸念すべき材料としては、不振の国内自動車販売、これは昨日も議論があった。また、弱めの動きが続く鉱工業生産における素材関連セクターの動き、あるいは水準は高い訳だがやや悪化している海外現地法人調査における景況感DIなどの帰趨が挙げられている。さらに加えて、改善の進む雇用や所得が今後の企業収益面に与える影響、株高による資産効果の影響を受けているとみられる選択的消費の堅調さの持続性、あるいは生活意識アンケート調査に見られる暮らし向き改善が実感される中でのインフレ予想の上昇傾向等についても注視していきたいと思う。一方、金融市場、為替市場ともに総じて落ち着いている。円の対ドル相場については、市場の相場観が二極化しているが、なおレンジの範囲内。今後の米国金利引き上げ打ち止め、あるいは我が国の量的緩和政策解除の動き等については、ある程度織り込んだのではないかと考える。米国自身が極端なドル安も一方的なドル高も望んでいないとみられる現状からすると、今後もあまり大きな偏った動きはないのかもしれないと思う。今回の株式市場におけるライブドア・ショックは、一過性との見方が強い。しかし、東証の処理能力や市場ガバナンスに対する不信感に加え、既に相当日本株のウェイトが高まっていると思われる中で、外国人買いについては昨年程の期待はできないと思われることから、株価は調整局面に入る可能性もあり注視したいと思っている。

最後に展望レポートの中間見直しについて述べる。実体経済の回復のメカニズムにおいてはシナリオ通りだが、少なくともGDPの伸び率として2005年度は見通しをかなり上回るものとなりそうである。また、2006年度成長見通しについては、次の展望レポートを出す4月までに今後の原油価格、円相場、長期金利動向などに応じて慎重に判断したいと思うが、現在では景気について若干の上方修正が予想される状況かと思う。以上から、景気については案「②」が良いかと思う。なお、執行部案にある「バランスのとれた」という表現は、ここで想定する標準シナリオが日銀にとって理想的な成長パターンであるかの印象を与えることにはならないか。やや抵抗感を感じているが、その点は後程議論したいと思う。10月の展望レポートで述べられた海外経済の動向、原油価格の動向という先行きリスク要因は基本的に変化はないが、それらの下方リスクとしての顕現の蓋然性についてはやや後退したと判断している。ただし、円高進行、株価反転調整のリスク、鳥インフルエンザ流行の可能性、中東を巡る政治的または地政学的要因によるリスク、あるいは米国の政治スキャンダルや中間選挙の帰趨等のいわばイベント的な不透明要因が新たに加わっており、次回展望レポートまで十分注視、分析を要するものだと思う。物価動向についての評価としては、企業物価は執行部案の「②」だと思う。2006年の消費者物価については、雇用・賃金の改善、あるいは需給ギャップの縮小などの上昇方向へのメカニズムは引き続き働くものと思っており、エネルギー価格、ガソリン価格の動向、あるいは消費者物価基準年次の改定の問題等、不透明要因もあって、引き続き慎重に判断したいと思うが、今回の評価としては「①」で宜しいと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

足許の景気動向を見ると、鉱工業生産が4か月連続で前月比プラスと



なっているほか、企業ヒアリングの結果などから見ても増加の動きが明確化している。また、先行きについても増加基調が維持されるとのことである。これにより、これまでも堅調であった設備投資や個人消費といった最終需要の強さにIT関連を中心として生産の増加も加わり、景気回復の好循環がより確かになってきた。さらに先の支店長会議の報告にもあったとおり、全地域で景気は回復の方向に向っているとのことである。こうしたことを踏まえると、我が国の景気は回復の速度が速まっている訳ではないが、バランスはさらに良くなっており、少々のショックがあってもそれに対する耐久力を高めていると言える。一方、物価については11月の消費者物価指数（全国除く生鮮食品）の前年比が+0.1%と2年1か月振りにプラスに転じたが、特殊要因を除いたベースではほぼゼロのままである。ただ、足許で人手不足問題が深刻化し、所定内賃金や労働参加率の上昇など、雇用・所得環境が改善し、ユニット・レーバークストの下げ止まりが見込まれる一方で、増益確保が企業の至上命題となっている。こうした中で堅調な内外需のもと、需給ギャップの改善も期待できるので、特殊要因を除くベースで見た消費者物価の前年比も、ピンポイントでは予測できないが、遠からずプラスになるのではと考えている。

こうした点を踏まえ、景気・物価のメカニズムを中心に展望レポートの中間評価を行いたいと思う。まず今後も息の長い加速感のない景気回復を想定しているが、それは10月に想定したシナリオに沿ったものと言える。ただ、先程述べたように、足許・先行きの景気回復について、よりバランスの取れた着実なものを想定しているのも、その意味で昨年10月の見通し対比上振れていると評価できると思う。なお、実質実効為替レートで見た円安による輸出増や景気回復の好循環がより確かなものになることに伴う国内民需の上振れを展望できるので、参考指標である数値という点からみても上振れと評価できる。

次に物価についてだが、国内企業物価は足許までの国際商品市況高や円安を反映して、見通し対比上振れている。一方、消費者物価についてだが、景気が上振れし、国内企業物価も上振れしていることを踏まえれば、消費

者物価も上振れと考えるのが自然である。実際、メカニズムという意味では、需給ギャップや雇用・所得環境の改善などによる上振れを想定している。もっとも、数値のうえでは10月の時点では不確定であった電力料金の再値下げ等の特殊要因を織り込んだため、見通しに変更はない。上振れと下振れの要因が相殺されて、あくまでも結果として10月時点の見通し通りになったということである。もっとも、上振れ要因・下振れ要因とも数値上は誤差の範囲内と言っても良いような大きさなので、概ね見通しに沿った動きということであればそれで良いのかもしれない。

最後に上振れ・下振れリスクについてである。我が国の景気の回復がより鮮明化し、下振れリスクに対する耐久力が付いてきたということもあって、景気の下振れリスクは小さくなっていると思うが、気になる動きがない訳ではない。まずは原油価格の動向である。そもそも原油価格の上昇は、中国等の成長に伴う世界的な需要増がベースにあるが、こうした国々の需要動向に変化がないため、需要面から原油価格が急落することは考えにくいのが実情である。そうした中、足許、原油価格は、OPEC総会で減産が決議される可能性やIEAによる2006年の世界石油需要の上方修正、産油国における政情不安等を映じて再上昇している。この原油価格の再上昇が米国等世界的なインフレ懸念の台頭及びそのもとでの金利上昇や為替変動等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶリスクにはなお留意しておく必要があると思う。実際、米国経済の先行きについては、現状においても、強めの先行きインフレ懸念を持っていると思われるFRBの引締め過ぎによって景気後退が生じるのではという声も少し増えているように思うので、その帰趨は注意深く見ておきたいと思う。次に金融市場の動向である。外国為替では、先行きについて内外金利差についての見方などを反映して円安と円高の両方の見方が交錯している。こうした中では取引は神経質になりがちであり、あまり大きく為替レートが動くとは思っていないが、何かのイベントをきっかけに一方向に急激に振れることがある点には留意が必要である。また、ライブドア・ショックと言われる株価の急落にも多少留意が必要だと思われる。確かに今回の件はここまで急ピッチで

上げてきた株価の調整局面入りのきっかけに過ぎず、我が国のファンダメンタルズがこの事件により悪化した訳ではないので、どんどん下落していくことはないという見方は正しいと思う。もっとも漸く個人が買い越しになったばかりの状況で起こった急落であり、同時に東京証券取引所のシステムの不備も露呈してしまったので、個人の投資・消費マインドや外国人投資家の日本買いを後退させてしまう可能性も否めない。さらにIT関連分野も気になる。足許IT関連分野の出荷は前年比2割増と好調だが、トリノオリンピックやワールドカップ後に2004年のアテネオリンピック後と同様のIT関連分野のミニ調整が生じる可能性は否定できない。勿論、メーカーが2004年の経験を踏まえた行動を行う可能性があることや、2004年の調整も乗り切ることができたことを考えれば、今の景気の本質を崩すようなことにはならないと思うが、一時的な悪影響を及ぼす可能性がある点は頭の片隅に置いておきたいと思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、水野委員から願います。

水野委員

まず、展望レポートの中間評価だが、結論から言う。事務方の見解で違和感はない。全体の景気については、個人的には想定通りなのだが、中間評価との意味ではやや上振れということで良いと思う。1月の金融経済月報の基本的見解だが、こちら「着実に回復を続けている。」、あるいは先行きについて「着実に回復を続けていくとみられる。」という表現は、ともに違和感はない。展望レポート公表以降の景気についてだが、中小企業を含めた設備投資の上方修正、堅調な個人消費、好調な住宅投資、輸出の明確な回復、IT関連財の在庫調整終了と生産活動の回復など、想定よりも力強い回復を見せているということで良いと思う。個人消費関連については、新車登録台数がややディスアポイントということだが、全国百貨店売上高、家電販売、外食売上高では民間企業のボーナス増加や資産効果の

影響が窺えるし、全体として個人消費は着実に回復していくと判断される。それから先程西村委員がおっしゃったように、サービス消費については過小評価されている可能性はあると思う。アメリカのGDP統計などを見ると、やはり基本的にはサービス消費のウエイトが今後上がっていく方向にあるだろうし、耐久財の方はどちらかと言うと振れの範囲内になってくるということで、もう少し底上げされてくるというふうにみた方が経済の発展段階にとっても正しい見方ではないかと思う。さくらレポートでは前回報告との比較では、北海道、東北、北陸、東海の4地域で個人消費について「底堅さ」や「持ち直し」の傾向にさらなる地域的な広がりが見られていると上方修正して、そのような表現にしている。勿論、これは水準を比較すれば圧倒的に寂しいものがあるのだが、方向感を示している訳なので、この判断自体は尊重して、個人消費は「底堅い」、あるいは「着実に回復している」という表現で良いのではないかと思う。生産・所得・支出の好循環の中で、企業から家計への所得移転が進んで、家計の支出行動が積極化しつつあるという状況を示唆しているのではないかと全体としては判断している。短観によると、企業部門はバブル崩壊後、最も健全な状況にあることを示唆しているのではないかと判断している。経済全体の需給バランスが改善しており、日本経済はバブル崩壊後で最もバランスが良い景気回復局面にあると思っている。在庫循環、設備投資循環、建設循環という短・中・長期の景気循環からみても回復局面にあると判断して良いと思う。海外経済は概ね好調、それから消費がこれから上向くという前提に立てば、今年度上期から下期に掛けて等速で景気回復が続き、今年度下期から来年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かと。やや楽観的かもしれないが、個人消費が好転すればそのような回復を辿る可能性は否定できないと思う。12月のマネーサプライは、前年同月比+2%にとどまっている。ただ、この背景には大きくは企業のバランスシート調整、それから間接金融から直接金融への構造変化、貯蓄から投資への資金の流れの変化などが指摘できる。これはいずれも金融当局がかつて期待していたところであり、企業のキャッシュ・フローが潤沢なため、

設備投資は堅調である。また、労働市場では人手不足の方向に転換している  
るので、個人消費も上振れる可能性が出てきた。足許のマネーサプライの  
低い伸び率と持続的な景気回復が両立することは可能であると考えてい  
る。さて、先日の支店長会議で、一部に限定されていたが、土地、マンショ  
ン売買でバブル期と同様の取引が散見されるとの報告があった。海外ブラ  
ンド、絵画、高級腕時計などの高額商品の売上が増加しているとの話も聞  
かれている。また、株式市場でも、多少の調整が加わった直近の時点でも、  
TOPIXが昨年のボトム——これは1,109ポイント、2005年5月18日  
だが——に比べると、足許が約5割増ということになる——今1,630ポ  
イントである——。そう考えると、株価が極めて堅調に推移している中で起  
きた今回のライブドア・ショックということになるが、新興市場のみなら  
ず日経平均株価が、今週の月、火、水曜日、三日間で1,100円以上も下げ  
ているところからみれば、昨年末時点で少し株価上昇の持続性に対する過  
度な期待、すなわちバブル的な色彩が強まっていたとの見方もできる。こ  
のような状況を踏まえ、将来の資産価格バブル発生のリスクを今後どのよ  
うに捉えていくかという点について、実質金利の見方も絡めて若干コメン  
トしておきたいと思う。現時点における資産価格の上昇は、資産効果によ  
る個人消費の押し上げ、外部資金調達コストの低下を通じた投資刺激効果  
など、経済活動の好循環を生み出す方向に作用していると思う。しかし、  
資産価格の上昇が行き過ぎた場合のリスクとしては、例えばアップ・サイ  
ドとして、想定以上の資産効果が需給ギャップを急速に縮小させて一般物  
価を押し上げるリスク。二番目として、資産効果、資産価格上昇が潜在成  
長率の上振れを先取りしていることを認識できずに、金融引締めが遅れる  
リスクがある。一方、ダウンサイド・リスクとしては、好循環の歯車が逆  
転して行き過ぎた資産価格上昇の大幅な水準調整が発生して、我が国のよ  
うに間接金融が中心の国では金融システムに強いストレスが発生するリ  
スク、それからもう一つのダウンサイド・リスクとしては、株価急落や住  
宅バブル崩壊の逆資産効果による個人消費と住宅投資が急速に冷え込む  
リスク——これは特にアメリカ型の直接金融のシステムでは顕著だと思

うが——、この辺がダウンサイド・リスクとして指摘できる。このようなリスクについて、資産価格の上昇が行き過ぎた場合については、今年4月の展望レポートのリスク要因として明記することを検討すべきではないかと思っている。また、日本銀行は、潜在成長率が1%程度であるとの前提に基づいて民需主導型の息の長い景気回復が続くと今はみている訳だが、しかし2003年度以降4年間、2003年度、2004年度、2005年度それから2006年度の見通しは、平均+2%を上回る見通しにある。昨年夏以降の株の上昇は、潜在成長率の上振れを示唆している可能性もあるということを見ると、資産効果、銀行の貸出姿勢の積極化等もそれに加えて考慮すると、量的緩和政策を採用して以来、その景気刺激効果は足許で最も強まっている。ポートフォリオ・リバランス効果も一部に出てきたという感じでもみている。仮に先行きの潜在成長率が上振れる場合には、中立的な政策金利の水準はそれだけ高くなっていく訳であるから、単にデフレ期待が後退するというシナリオだけではなくて、金融緩和度合いが高まることによって資産効果の見通しに影響を与えるシナリオも留意しておく必要があると思う。このことは今後の金融政策運営において、実質金利の低下をどこまで容認するかという重要な課題に繋がってくるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

一通りご意見を拝聴した。伺っている限り、内外の実体経済に関して、前回の政策決定会合以降、特段目立った大きな変化はない。世界経済については、比較的安定したペースでの拡大が続いていて、先行きについても、潜在成長率近傍で安定した景気拡大を続ける可能性が強いというご見解であったと思うし、日本経済についても日本銀行の標準的な見通しに比べると、やや上振れ気味に、しかし着実な景気の回復が続いているというご判断であったというように思う。私は年初早々に既に一回国際会議に行ってきたが、市場の変化ということに非常に大きな関心が払われていた。世界全体としてインタレスト・レイト・サイクルの変化が生じている。米国

の政策金利はほぼ中立ゾーンに入ってきている。ECBが利上げを一回した。日本銀行の金融政策のフレームワークの変更についても市場が徐々に織り込みつつあるというように、長く緩和が続いた金融環境が微妙に変化の方向にあるという共通認識があり、市場参加者はやはり自らのリスク評価で十分かどうかということについて、一段と真剣な眼差しを持ち始めている、これが一つの特徴だったと思う。既にこれとの連関では、為替市場においてドル安一方向の流れに歯止めが掛かってきているということがあると思う。一方、債券・マーケットにおいては、こうした全体的なインタレスト・レイト・サイクルの変化にもかかわらずイールド・カーブのフラット化が一段と進んでいる。このインプリケーションをどう読むかということが引き続き重要との認識だと思う。株式市場は、世界的には堅調を維持しており、特に最近は、日本の株価の上昇が目立っている。ただ、ライブドア・ショックを契機に、日本の株式市場全般の中に秘められていた脆弱性がやはり一部露呈したということではないかと思う。主要インフラの整備を引き続き力強く進めながら、今後の経済運営を行う必要性がここに強く示唆されたということではないか。この間、福間委員からもご指摘があったが、国際商品市況が高騰し続けている。これも世界的に非常に注目されていることである。一頃、去年の夏場以降少し落ち着いていた原油の市況についても、このところ再びやや反転上昇する気配を示している。今回の場合にはナイジェリア、あるいはイランといったようなかなり政治的と言おうか、イベント・リスクを孕みながらの相場高騰ということなので、少し読みにくくなっているという点も要注意ではないかと思われる。世界経済については、各委員からご指摘のあったとおりで、格別大きな見解の相違はなかったと思う。ただ米国については、例えば岩田副総裁から、第4四半期の成長率は少し低めに出るのではないかというお話があったが、これが今後の米国経済が引き続きポテンシャルティに沿って安定的な成長を続けるかどうかということにチャレンジするような話であるかどうかという点を、もう少し敷衍して頂きたいと思うし、逆に福間委員から市況の高騰等も踏まえつつ、シナリオ以上に経済は強いのではないか、

というご示唆があった。そういう点では、少しご見解の相違があったかもしれないというように思う。それから、米国の住宅市場の変化と、その個人消費への影響というのは、少なくとも連銀では、あまり大きな悪影響はないのではないかというのが今の標準的な見方だと理解し、説明しているのだが、これについてもそのとおりで良いかどうか。我々はやはり注意してみていかななくてはならない点であろうかと思う。国内経済についても皆さんのご意見にあまり大きな相違はなかったというように思うが、地方の景気回復に関する支店長会議の報告をどのように理解するかという点について、西村委員から若干ご見解の披露があった。それから個人消費についてなかなか統計的に把握し得ないサービス消費の伸び、これが個人消費全体の我々の認識を不十分なものにしていないかという問題提起もあった。その点についてもう少し、もし他に材料をお持ちであれば出して頂きたいと思う。それから設備投資の大きな循環について岩田副総裁からお話があった。耐久消費財、自動車なども次のサイクルがくるのではないかと、非常にエンカレッジな話があったのだが、この辺はもし調査統計局の方で別途材料があれば出してもらいたいと思う。物価についてもあまり大きなご見解の相違はなかったというように思う。企業物価指数については元々強気だったという岩田副総裁のお話はあったが、標準的見通し対比の評価では、皆さんのご見解に相違はなかったかなと思う。取り纏めたというよりも、むしろ少し疑問点を申し上げたので、岩田副総裁からお願いしたい。

#### 岩田副総裁

米国の住宅価格は上がり過ぎている部分がある。オーバー・バリュエーションの程度は色々な測り方があるが、10%位あるかと思う。これはどの程度フェアバリューから乖離しているかという推計で、OECDなど色々なところでやっているが、乖離の程度は、かつてのオーストラリアとかイギリスに比べると、アメリカはずっと小さいというのは多分間違いない。しかしながら、ある程度オーバー・バリュエーションがあるのではないかと



と考えられる。それが10%程度だとして、仮に調整されたとしても成長率に与える影響は0.2%~0.3%という程度なので、それ程大きくはないのではないか、というのがコンセンサスに近い見方ではないかと思う。ただ、その影響が現われる順序が問題で、私はハリケーンの復旧需要が2005年第4四半期、2006年第1四半期に相当出てくるかなと思っていたら、財政支出があまり出ていないということで、その分成長率も少し弱くなっているかなと思っている。それから自動車生産の方も、在庫はそれ程積み上がってはいないという昨日の報告があったが、販売が振れていることを踏まえると、やはり生産を減らしている可能性がある。アメリカの自動車生産が減速することの効果は、これも色々な推計があるのだが、やはりGDPを第4四半期から第1四半期に掛けて0.3%~0.4%位落とすのではないかという推計もあって、その両方を合わせると第4四半期は少なくとも一時的に+3%を割って、+2.5%位になる可能性があると思う。ただ、第1四半期は、消費は自動車を除くと底堅い訳であるから、恐らく+4%ライン位に戻って、平均すると+3%若干プラス $\alpha$ というような姿になるのかと思う。ただ、第4四半期の一時的減速が連邦準備の利上げペース等などの位影響を及ぼすかが問題である。住宅投資の減速に考慮すればそんなに引締め過ぎにならないで終わるということになるだろうし、逆にベージュブック等では雇用等の数字が割合しっかりしているという反対のサインも出ているので、それをどのように判断するのが注目される。そういう意味で、金融政策の運営の面でむしろより影響が大きく出てくるのではないかと思っている。

#### 須田委員

宜しいか。私も、住宅については、やはり一番の問題は金利がどうなるかということだと思う。今のモーゲージ金利は過去に比べれば少し上がったと言っても、水準としてはまだ相当低い。もし長期金利がかなり上がるということになると、以前に読んだ国際局のメモに住宅価格は相当下がるというような分析が出ていたが、結局は金利の問題であろう。今の状況を

考えると、謎かどうは別にして、長期金利というのはなかなか上がらないと私自身も思っているので、そういう意味では、別に住宅の問題を大きく取り上げなくても、例え上昇率が下がっていくということはあっても、ソフトランディングできていくというシナリオで良いのではないかなと今は思っている。それから、先程の第4四半期の成長率の話だが、第4四半期の消費は弱くて、外需も弱い。もっとも、平均としては+3%位にはなるというのがブルーチップの見通しであるから、あまり下がらないかもしれないと思っている。ただ、先程も少し申し上げたのだが、やはり今アメリカの生産性がどの程度上がっているのか、あるいはそれに伴ってインフレ懸念をどうみているのかという点については明らかではないため、結局、引締めが行き過ぎるかどうかというところは懸念材料である。引締めが行き過ぎると申し上げたのは、ブルーチップの見通しを見ていると、凄く強気の人と弱気の人に既に二極化し始めているというところが少し気になるためである。来年の後半になったら成長率が+2%台に低下するという見通しを出している人もかなりいるというのが現状なので、そこら辺はやはり金融政策のあり方が非常に影響してくるのではないかと私はみている。

#### 福間委員

同じような材料を、強気に読むか弱気に読むかという点で同じようなことだが、結局、バーナンキ新議長がどうやるのかという部分もあるのだろうと思う。Fedのポリシーがどうなるかということなのだが、ただ、私が言っているのはマーケットにコンセンサスがあり過ぎるのはおかしいのではないかということである。と言うのは、Fedは中立的レンジの範囲内に入っているということを言っている。マーケットは、やはり住宅が落ちたから、あるいは個人消費が少し弱い数字が出たと言って、スタティスティックに上下しながら、ここがピークだ、ピークだと言って動いてきている。私はFedそのものは、先程からこの辺は岩田副総裁とは違うが、やはり復興需要が今からであるし、人手不足も非常に深刻な状況になって

いるし、先程の国際商品市況で、アメリカというのは非常にエネルギーに弱い経済なので、そういう格好でインフレ要因に火が付くと少し怖いところまで稼働率が上がっている、余力がないとみているのではないか。バーナンキ新議長はどうするか分からないが、他のガバナーは変わらないのだから、恐らくバーナンキ新議長だからこそ慎重にインフレを見るとすれば、ここが天井だとか、いや調整しているからもうピークアウトだとか、そういうマーケットの人達の見方は少しポジション・トーク的な色彩が強い点も割り引かなくてはならないのではないかなと思っている。まだ決して弱いという数字が出た訳ではないし、あるいは国際商品市況がピークアウトしたという数字が出た訳ではない。先程言ったように、生産性がここへきて上がったとかという数字がまだ出ている訳ではなく、少し走り過ぎているなと思う。であるから何と言おうか、市場はよくそうなるように、米国経済の弱さを期待している。特に金利の世界はそうになってしまうのだが、ややそちらにバイアスが掛かっていないかなと、逆にこれは自戒も含めて多少マーケットが走り過ぎていないかなということを上記したのである。Fedというのはもう少し慎重にいくだろうし、彼等が判断するにはまだ今後のスタティスティックを見ていくのだろうと思っている。

#### 福井議長

住宅のクーリングオフについては、二つの筋道がある。一つは、ホームエクイティ・ウィズドローワルと言うものである。この影響というのは、例のグリーンспан・チームのペーパーがある訳だが、少し過大推計ではないかという説もあるし、それからエクストラクションは必ずしも全て個人消費に回らず、金融投資に回っているものも結構多いため、消費とそれ程直結しないという話もあった。もう一つ、住宅価格の変動そのものと消費との相関関係についても、それぞれの国の持っているモデルがかなり違っている。アメリカの場合は、影響は比較的マイルドだというのだが、しかし他の国のモデルをあてはめてみると結構影響を受けるということもあって、少し不確定なところがある。私は先程、設備投資と言ったが、

耐久消費財受注の循環という点からは、自動車はどのようなデータになっているか。

早川調査統計局長

個人消費の中身は分からないと申し上げているのに、中身に関するご質問、ご議論が多いので困ってしまうのだが、もしお手許にあれば昨日の資料-4の参考計表をお出し頂けると良いと思う。岩田副総裁からのお話は自動車の話だったので、自動車の関連を少しだけ見ておきたいのだが、その前に一旦、図表 32 をご覧頂きたい。実は自動車というのは、今回の景気回復の初期の局面、所得が相当落ちている局面で結構強かったのである。例えば、これをご覧頂くとお分かりのとおり、景気回復の初期の局面というのは、ご記憶のとおり、実は家計所得が相当大きく落ち込んでいた訳である。この時期に、図表 19 (2) をご覧頂くと、太線が新車登録台数である。要するに所得が落ち込む局面において自動車は強かった。今回は景気回復の初期の局面で、所得の弱さに比べて個人消費が比較的頑張った。貯蓄率は下がったと言われているのだが、その代表が実はこの車である。その時言われていた議論は二系列あって、一つはまさに先程岩田副総裁がおっしゃっていた、いわゆるストック・サイクル的な観点で平均車齢が上がっている。要するに段々車が古くなっているので、ある種のストック・サイクル的にみて買い替え需要があるというところへ、恐らくは当時やはり自動車メーカーから結構新しい新車が沢山投入された時期だったものだから、いわば潜在的な買い替え需要を新車投入が喚起する形だったので、所得が悪かったのに伸びたということだったのである。その後どうかというと、ご覧のとおり車というのは大体ずっと横這いなので、この程度でいくと平均車齢が特に若返る程ではないのである。従って、おっしゃるとおりポテンシャルには平均車齢は結構高いので買い替え需要が出てきてもおかしくはない。前にあったように所得が弱くても売れたのだから、所得が強くなってくればもう少し売れてもおかしくはないと思っていたところへ、ご覧のとおり去年の前半上がったものだから、いよいよきたかなと

一瞬思っていたら、去年の夏から落ち込んできていて、なかなか解釈に苦しんでいる。岩田副総裁がおっしゃるとおり、平均車齢は結構高いので、ストック・サイクル的には下押し圧力が出てくるような局面ではないと思うが、だからと言って、この足許下がっている数字を見ながら買い替え需要が出てきてグッと増えるかと言うと、なかなか自信のないところである。結局は、基本的にストック・サイクル的には需要があってもおかしくない時期なので、ここに何らかの需要を喚起するような新車が上手く投入されれば、どこかでまたワッと売れてくる可能性があるのだが、現時点はなぜか家電だとか他の高級品などに押されていて、車はどうも良くない。なぜそうかと言われると少しよく分からないという状態である。要するに分かっていない、今起こっている現象をよく理解できていない。

#### 福井議長

もう一つ。西村委員のおっしゃった、所得が上がってくると商品も高級なものを買うが、サービスも質の高いもの、値段の高いものへ移る。従って、コンビニ的なものから他に移るといえるのはどうか。

#### 早川調査統計局長

可能性としてはあると思っている。実際に、やはりコンビニが最近弱くて、先程西村委員がおっしゃたとおり、外食関係——これは統計上どこまで把握されているかはともかくとして——は、良いようである。そうすると、一頃、外食から中食への流れということが随分言われたのだが、中食からまた少し外食の方へ動いているのかもしれないという気はするが、これもまだここ数か月のデータがそうになっているだけなので、断定できる状態にはない。従って、昨日から全く同じ話をして申し訳ないが、所得環境が良くなって、個人消費全体としては着実に良くなっている。ただ、それがどちらの方向へ向かうかというのはなかなか読みにくいところがあって、従来であれば割と所得環境が良くなると素直に耐久財へ行くという傾向があったのだが、今回は必ずしもそうではない。前回も少し話したが、

色々なアネクドータル・エビデンスから、ひよっとするとむしろサービス系の方へいくのではないかという感じはするのだが、これも明確にこうであると断定できるだけの材料がある訳ではない。

水野委員

成熟してくると、サービス業は増える。

早川調査統計局長

然り。

水野委員

あとは所得が増えているから、消費が良いと言っている訳だな。その全体感に違和感はない。

早川調査統計局長

やはり高齢化が相当進んできている。しかも高齢者のいわば消費性向のようなものは、昔と比べて貯蓄するばかりと言うよりは使うような高齢者が結構増えてきている。そうすると過去のデータが示唆する以上に、高齢者の消費というのは重要かもしれない。では彼等が何にお金を使うかという時に、車かと言われると違いそうな気がする。むしろやはりサービス関係など、そういうところでお金を使っている可能性がある。そもそも過去の経験則で、例えば耐久消費財が所得弾性値が一番高い、要するに所得が増えれば耐久消費財だという考え方そのものが、若干違うのかもしれないと思っている。

水野委員

住宅の都心回帰というのがあがる。アネクドータルな話で申し訳ないが、今は車を使わないところに住み始めている。マンションを買って、何をしているかと言うと掃除を頼むとか、介護は少し別として、都会の人はどう

もそちらにお金を使っているという感じがする。

早川調査統計局長

耐久財であっても、テレビなどは良い。時間があるから、大きく立派なテレビを観て家で過ごすというのは考えられる。一方、車は疲れるからとか。そういう雰囲気は分かるのだが、データを持ってちゃんと示せと言われるとなかなか難しいと思う。

春委員

図表 21 (3) に消費包括指数がある。これはずっと右上がりになっているが、先程の西村委員のご指摘は、サービス消費を含めると実際にはもっと上の水準にあるのではないかということか。

西村委員

我々が持っているデータから組み合わせたものなので、これで勿論間違っている訳ではないが、我々が取れていないデータがある。

春委員

であるから、もっと上にいっている可能性がある。

西村委員

マクロで見るとある程度は把握できるので、それからみると上振れを示唆している可能性はある。

春委員

そういうことか。

福井議長

把握し得ない以上は、GDP統計にも反映されないということだな。

西村委員

部分的には反映されている。つまりアウト・プットの方から把握するので、完全には把握できないが、生産の方から把握した方が、比較的強く正確に把握できるのでその部分は取れるはずである。ところが支出面から作成すると、実際の家計調査とか、そういうところからになるので難しい。例えば、家計調査で一番大きな問題になっているのは、旦那さんの小遣い、それから息子の支出であり、これは分からないのである。これらはかなり選択的消費であるから、大きく動くと実際にはかなり大きな影響を及ぼすことはある。私のポイントは、あまりカテゴリーを固定して考えると危ないというのが一つの暫定的な結論である。

福井議長

他に論点があればどうぞ。

須田委員

一つ伺いたいのだが、グリーンSPAN議長の住宅価格の上昇による資産効果分析は評判が悪く、それ程大きくないかもしれないという話があるが、以前株が下がった時に、これでアメリカの消費は大変なことになるのではないかと聞くと、多くの人が、「否。住宅の方があから大丈夫だ。」と書いていた。それを聞いて、そういうものかと思っていたし、実際に消費は凄く強いままであった。そうすると先程のようなことをおっしゃる人というのは、その時のことをどのように説明するのか、少し気になった。やはり住宅が上昇することがもたらした資産効果が、当時株が急に下がっていった時には効いていたと捉えるのが整合的ではないかという気もしないではないがどうか。

岩田副総裁

資産効果はやはりあったと思う。と言うのは、やはり家計貯蓄率がこの



ところずっとマイナスになっているのは、資産効果を考えないと説明しづらいのではないかと思う。その大きさはどうか分からないが、住宅資産の上昇が止まったり、あるいは少し減ったりということがあれば、明らかに消費に影響が出てくると思う。ただ、そのマグニチュードがどの位かと言うとかなり推計の差が大きいのではないかと思う。

水野委員

加えて株の場合、所得階層で言うと上の 10%が相当持っている一方、住宅は皆が持っている。

岩田副総裁

層の裾野が広い。

水野委員

そういう分析は一部の方がされている。

岩田副総裁

住宅の貸し付けの中でサブプライムの貸出が 1 割位あるが、その金利は普通の金利より高い。先程須田委員の方から、モーゲージ金利は若干上がっているという話があった。そうするとサブプライムの貸出金利はさらにスプレッドが乗せられているので、より大きく上がっているかもしれない。従って、金利上昇の効果は、サブプライムの貸出を受けている層、つまり、低所得層にかなり影響を与える可能性があって、そうするとやはり思ったよりも住宅投資が少し減速の仕方が大きくなると考えているという可能性はあると思う。

福間委員

先程岩田副総裁がおっしゃったが、日本の資産効果の場合、一番大きいのはやはり配当性向を上げたことであり、それが非常に大きい。特にここ

2~3年、企業は恐らくサステイナブル・グロースを続けないと株が上がらない、あるいは企業価値が上がらない、そうするとTOBを実行されてしまうという、ある一つの経営の論理がある。そうするとやはり株価を上げなくてはならない、そのためには儲けなければならないという格好になるので、やはり株の配当はこのところ相当上がっている。それに加えて、バブル時代に掴まって塩漬けにしていた株、つまりもうこれは駄目だと言っていた株が利食えるようになってしまった。銘柄の数からいくと、史上最高値の株というのが随分ある訳である。それでやれやれと利食う。こういう金はもう余力のようなものである。そういうものが高級品にいくのかどうか知らないが、いずれにしてもそういう回転が金融資産効果の中で動いているという現象はある。

#### 水野委員

先月も言ったのだが、日本も株が上がることによって経済全体が上手く回るというシステムになってきた可能性がある。企業は、株価を意識し、自社の時価総額を上げないと買収されてしまう。ライブドアが一つ良いことをやるとすればそれだと思う。先程言った配当所得が多いということは、家計の所得を支えていることは間違いないので、株価が上がることは、基本的にマクロ経済見通しも支えるということかと思う。

#### 福井議長

それは、循環として将来収益に必ず結び付いていくということがないと、どこかでやはり破綻してしまう。

#### 福間委員

であるから、今までのようにリストラ、コスト・リダクションで儲けるのではもう株は上がらない。要するに、何が中長期的な企業戦略かということ。どうやってサステイナブル・グロースを得るか。そちらへきているから、やや中期的な投資収益率が少し上がってきているのである。上げざ

るを得ないのである。それを達成するような経営戦略を採らざるを得ない。こういう時期を迎えるのは、戦後でも極めて珍しいのではないかと思う。前は全体が上がるから強気にいっておけば良かった。だが、強気にいくだけでは前回経験したように、結局過剰設備になる。それならやらないが、その中で儲けていくという格好である。慎重かつ大胆にやっていくということが良いのかどうか分からないが、そういう状況である。

水野委員

言葉だけではなくて、選択と集中を本当に実行に移してきたという感じがする。であるから、何かのビジネスから撤退するというのは、悪いニュースというように新聞はまだ書いているが、私は経営資源を特化する、集中するということなので、長い目でみると良いことだと思っている。

福井議長

ライブドア・ショックというのも、良い教訓を引き出すとすれば、リアル・バリューがなかったということではないか。

福間委員

少し恥ずかしかったが、外に対して。

春委員

タイミングとしては悪くなかったと言うか。

福間委員

然り。

春委員

やることは勿論良くないのだが。

福間委員

先程も言ったように、来週から企業業績発表であるが、これらの好材料が出た後で、ズドンときてしまったら偉いことになるのだが。お話としてであるが、先程の砂糖のことなのだが、タイは勿論砂糖の輸出国なのだが、ここにケーン・アンド・シュガー・アクトというのがある、価格統制を実施している。ところがあまりにも統制価格が安いものだから、皆、国内で売らないで輸出をし始めたため、店頭から砂糖が消えてしまった。タクシン首相が大慌てで自由化したのだが、砂糖が上がってしまった。その元はやはりブラジルのエタノールからきているということで、本当にややこしい。であるから非常にまずいのは、CRBインデックスは元々非鉄で上がってきているところにさらに砂糖で上がって、オイルで上がっている。

福井議長

代替エネルギーとしてのエタノールというのは、意外に採算点が低いと聞いた。

福間委員

20ドルである。

福井議長

35ドルと聞いたが。

福間委員

昔オイル・サンドが50ドルになると採算に合うと言われたが、今はやはり彼等は25ドル位である。シュガー・ケーンもやはり20ドルになる。ブラジルも、あまり自由にそれをやらすとエタノールばかり作るから、国が一応50%、50%という比率を規制している。ところがやはり今のような状態は儲かるものだから57%位までいっている。エタノールの方に回せば、少なくとも粗糖で売るよりは採算に合うのである。

福井議長

そういう人為的な規制を加えなくても、価格のバランスが取れていれば生産のバランスも上手く取れる。

福間委員

然り。それ位になるとバランスは取れるだろう。であるからある程度は比率規制はやっているのである。50%、50%といった比率で。ところがやはりコマーシャルに動くからジリジリ上がっていく。

水野委員

先程為替の話があったのでご参考までに言っておくと、為替をカバーしているセールスの方などに聞くと、年始に起きたことは、アジア通貨が凄く強くなったという話である。このキーワードは、キャッチ・アップと言っている。去年、韓国株、台湾株、インド株は史上最高値を更新しているのだが、通貨は強くならなかったで、それで今通貨が強くなってきている。円も少し連れ高になっているのだが、基本的にアジアが良いのはアメリカが良いからということなので、結局、ドルをどんどん売る理由にはなっていない。これは裏返すと、アメリカに対する見方がまだ定まっていないということである。

福井議長

皆さんのお話の中では出なかったが、物価の基調判断ということでは、物価指数そのものの動きの他に、人々の物価の先行きに対する見方がある。これは先般の生活意識アンケート調査でも明確に出ているが、1年後に物価が上がるとみている人がほぼ半分というところまで上がってきている。2002年の初め位、あるいは2001年の終わり位だと2割位であった。であるから、先行きの物価観が非常に安定的なところに変わってきているということだと思う。内閣府の消費動向調査で見ても、1年後の物価上昇を見

込む割合は、50%を超えているということである。物価観の変化も我々の情勢判断と比較的コンシステントに今推移している。

水野委員

それは凄く大事なところだと思う。今デフレ、デフレということで話をしているが、先行きをみた政策運営ということになってくると、インフレ期待が上がってきている、あるいはデフレ期待が後退しているということなので、いわゆる実質金利を政策金利から期待インフレ率を引くということで考えていくと、実質金利がより低下してくるという話になる訳で、我々が政策金利をアンチェンジに据え置くという期待があまり強まると、これは実質金利が低下し過ぎて資産価格に過度に上昇圧力が掛かるという、そういうメカニズムがあると思う。

福井議長

それから中間評価については、意見の不一致はなかったかなというように思う。实体经济は幾分上振れて推移。国内企業物価も幾分上振れ。消費者物価は概ね見通しに沿って推移と、こういったご意見であったかと思う。他になければ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。私も家計は先行きに物価上昇期待を持っていると思う。ただ、同時に、安定的にデフレから出られるかどうかという観点から、他にも注目すべきものがある。一つは、企業レベルで販売価格のD I。アメリカでは、中小企業の中で価格引き上げを考えている企業の割合という指標があって、Fedはそれに注目していると思うが、販売価格D Iはほとんど動いておらず、横這いである。また安定的にデフレから出るということを判断する時には、やはり賃金が生産性との関連でどこまで安定的にプラスになっていくか、ユニット・レーバ・コストが安定的にプラスの方向に動くかというところがやはりポイントではないかと思う。

福井議長

それではここでコーヒーブレイクにしたいと思う。11時05分まで休憩とする。

(10時56分中断、11時05分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次に次回の政策決定会合までの間の金融政策運営方針について討議をしたいと思う。改めてお一方5分ずつ位ということでご発言をお願いしたいと思う。春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」を含めて現状維持として、潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当だと思う。市場では年末年始を無事通過した後、年度明け以降に期日を迎える長めのオペを中心に、金融機関の応札姿勢は持ち直している。金融システム安定を背景とした金融機関の流動性資金需要の弱さは基調として続いており、年末には合計10兆円近く保有していた統合メガバンクは2～3月に掛けて程度まで減額するという見通しとのことであるが、引き続き市場機能の維持に配慮しつつ、当預残高目標の維持に努める調整をお願いしたい。以下、三点コメントしたい。

まず、第一点は、量的緩和政策の解除についてであるが、コアCPIの前年比が10月、11月と2か月連続でゼロ%以上となったことが確認された。これからは量的緩和政策解除の約束の条件が満たされるかどうか、慎重に判断していくフェーズに入ったと思う。私としては、日本経済が10月の展望レポートの見通しを幾分上回るペースで緩やかな成長を続ける中で、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、2006年度に掛けて

高まっていくという認識に変わりはないが、コアCPIが安定的にプラスになったとの判断にはもう暫くの間が必要と思う。これまでの約束や展望レポートで示した考え方に沿って、早過ぎず遅過ぎずのタイミングを見極めていきたい。また、その判断に当たって、「除く生鮮」のCPIだけでなく、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、様々な指数を見るべきだという意見も引き続きみられている。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るか、今後とも検討していくことは大切と思うが、これまで政府が継続的に公表してきた「除く生鮮」は国民や消費者にとって最も分かりやすい指標であり、CPI総合に占めるカバレッジも高いという点や、政策判断基準の継続性という観点からも「除く生鮮」を基本にして、その他の重要な指数についても視野に入れながら判断していくということが適切と考える。

第二点は、デフレ脱却との関係である。量的緩和解除についてはそれがデフレ脱却とどう結び付くのかという点もマスコミ等の関心事の一つである。この点について、私はコアCPIが安定的にプラスとなることは、デフレ脱却に向けての一つの通過点であって、枠組み変更後の金融政策は、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・物価情勢に見合った金利水準に調整していくプロセスに入っていくということについて引き続き理解の浸透を図っていくことが必要と思う。

第三点は、解除後の金融政策についてである。まだ早いとの意見もあると思うが、私の考えていることを申し上げてご批判を頂きたいと思う。今後、約束の条件が満たされて量的緩和政策の枠組みを変更する時に、その後の金融政策運営についてどのようなメッセージを出していくか、予め十分に考えておくことが必要ではないかと思っている。その際に重要なことは、金融政策の透明性と機動性・柔軟性を如何に両立させていくかということであり、具体的には、望ましい物価上昇率の数字を示したうえで金融政策の機動性や柔軟性を確保していく手法と、数字は示さずにそのうえで政策の透明性を確保していく手法の二つがあると思うが、諸外国の例も踏まえて最も適切な手法を選択していくことが必要と思う。枠組み変更後の



市場への情報発信のツールとして、インフレターゲットやインフレ参照値のようないわゆるアンカーを導入すべきだというご意見もある。この点について私は、将来的には採用の可能性のある政策と思っているが、日本において現時点ではインフレターゲット等について、足許のインフレ率を機械的に金融政策に適用する政策であるという理解がまだ一般的なように思う。そうした中では、当面は目標値の公表を避けながら、一方で政策の透明性をどのように確保するか、こういった方向で考えていきたいと思っている。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ということ为宜しいかと思う。11月の消費者物価の前年比が+0.1%となり、先行きもプラス基調となるということが見込まれる情勢のもとで、金融政策の枠組みの変更の時期と、枠組み変更後の金融政策の在り方に関する関心が、従来にも増して高まってきているということであって、この点について我々の情報発信が一層重要になってきていると認識する。

まず、金融政策の枠組みの変更の時期については、今回の中間評価の結果を踏まえて、これまでの想定に変化が生じたのかどうかということについての関心が高まる訳であるが、この点については、枠組みの変更の時期は今後の経済物価情勢を丹念に点検したうえで、予断を持つことなく、あくまで消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上と言えるかどうかという基準に沿って適切に判断していく、これを繰り返し丁寧に説明していくということが重要だと思う。

それから量的緩和解除後の政策運営については、約束による時間軸効果がなくなる中でどのような考え方に基づいて政策を行っていくのかとい

う点が注目されているが、この点に関する基本的な考え方は既に展望レポートで示したように、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済物価情勢に見合った金利水準に調整していくというプロセスを得ることになる訳であるが、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持って進められる可能性が高いということは、既に示されていることである。この先、実際に量的緩和政策を解除する段階において、こうした考え方をどのように具体化していくのかということが今後の検討ポイントである。この点については、金融政策の枠組みの変更という、いずれにしても先例のない状況のもとということと、金融市場において経済物価情勢に応じた円滑な価格形成を促していく、そういう観点から議論を深めていく必要があるのではないかと考えている。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、金融政策運営についてであるが、経済は展望レポートで出されたラインに概ね沿っているということであって、政策運営も現状維持ということで宜しいかと思う。それから今後の政策運営については、私は以前から今の政策のフレームワークは、「安定的にコアの消費者物価指数がゼロ%を上回るまで」という、ある種の物価安定のアンカーがあって、それによっていわば市場の安定化がやはり実現している。そして、今もデフレからの脱却の方向に向けてそれが大きな役割を演じていると思っている。量的緩和の解除については、3条件に基づいて、粛々と判断していけば良いのではないかと思う。その場合に重要なことは、やはりコアの消費者物価指数、とりわけ先行きを考える場合には、実力ベースで見たコアの消費者物価指数が、着実にプラスの方向に動いていくということを確認することが大事ではないかと思っている。仮に、実力ベースで見たコアの消費者

物価指数が着実にプラスの方向で動いていくということが明らかになった時点では、解除についての決断を行うことが適切ではないかと考えている。ただ、その決断をした場合に、何もアンカーを置かないで済むかどうかということについては、先程、春委員の方から少しご指摘もあったのだが、私は事の順序として、少なくとも内部で、その辺りの物価上昇率を目指すことについての合意はどうしても必要な要素だと思っている。その場合、デフレには再び戻らないということを仮に考えると、やはりゼロのあまり近いところで合意するのもおかしい。例えば、過去の日本の1980年代の経験等を踏まえれば、消費者物価の上昇率が3%位になった時はバブルが行き過ぎてしまったという歴史的な経験であるとか、そういうことを踏まえながら考えていくということが、望ましいのではないかと考えている。何れにしても、最低限必要なことは、ボードメンバーが政策運営していく場合に共有できるある種のアンカーに当たる物価上昇率とはどういうものなのかである。これは、金利政策を運営していくに当たり、中立的な金利水準は何かを考えていくうえでもどうしても私は避けることはできないと思っている。それから、コミュニケーション上の問題としては、これは色々な発信の仕方が考えられると思っているのだが、多様なやり方が色々あると思うので、できる限り私共の考えていることが、外に透明性を持って伝わるような姿が望ましいと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

11月の鉱工業生産指数が過去最高を更新したことが象徴するように、我が国経済の回復は鮮明化し、市場においてもデフレ脱却期待が高まっている。こうした中で、展望レポートで示した政策の枠組みの変更への円滑なパスを実現するためには、これまでも申し上げたことであるが、第一に、できるだけ自由な金利形成を促し、市場機能の回復を図っていくこと。第

二に、金融政策の機動性、柔軟性を高めるために、資金供給オペの期間短縮を図っていくことが重要と考えている。そのことを具体的に担保するためには、量的緩和政策の枠組みの維持、すなわち所要準備を大幅に上回る当預残高と、その結果としてのゼロ金利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、さらには市場動向をも慎重に見極めながら、金融政策の正常化の意思をアクションで示すことが必要である。先程も少し前半の部分で言ったが、現在はやや散発的ではあるが副作用がもう出始めている。その際、金融政策には効果が発揮するまでに時間を要すること、すなわち遅効性があることを念頭に置く必要があると思う。ただ、内外金利差に着目した円のキャリートレードをベースとしたデリバティブ・ポジションが内外で積み上がっていること、あるいは国際商品市場、とりわけ原油、金、砂糖やマザーズ、ヘラクレスと言った株式市場、さらには外国企業向けのユーロ円シンジケート・ローン——別名ニンジャ・ローンとも言っているらしいが——等あらゆる市場において、円をベースとしたポジションが造成されていること、これらのポジションの存在を無視できないし、これらの巻き戻しにも十分配慮する必要がある。そういう意味でも、少なくともアクションとしては、当預残高をゆっくりと落としていくことが、時間を掛けて落としていくことが市場混乱を回避する手段ではないか、ということですとずっと同じことを申し上げている訳である。具体的な金融政策の運営方針としては、前回と同様であるが、まずは残高目標を27~32兆円程度に落として、「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。」ということが適当と思う。現在程の巨額の当預残高は、もはやデフレからの脱却という政策目標には過大と判断され、不要となった分の量を慎重に減らしても、量的緩和政策の枠組みを維持するもとでゼロ金利が継続していけば、我が国経済はデフレを脱却し、息の長い景気回復を続けていけるものと考えている。な

お、色々な方から量的緩和政策の枠組み変更後の運営についてお話があったが、私からすれば、まだ量も減らしていないところで、議論する立場にないということである。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

足許の金融経済情勢は、若干の上振れではあるものの、特に物価情勢においては基調に変化は見られない。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であると考えている。

ここで色々と問題となっているので、金融政策に関する数値目標一般についての私の考えを述べたいと思う。

現在、日本経済は、1990年代後半から2000年代初頭のいわゆる危機型の経済からいわゆる普通の経済への転換期にあると考えている。ここで普通の経済というのは、端的に言えばマクロの需給ギャップに対して、価格が、インフレ率が十分に反応する経済ということである。つまり需給ギャップが縮小するとインフレ率は上昇するということで、言い換えると、馬と言うか経済が水を飲みたがっている状態であり、手綱である金融政策が有効である経済と考えている。これに対して、1990年代後半から2000年代初頭の経済は、需給ギャップに対するインフレ率の感応度が著しく弱い経済であったと考えている。先の例を敷衍すると、馬が水を飲もうとしない状態であり、金融政策の有効性が限られていた経済であると考えている。現状はこの危機型の経済から普通の経済への移行期にあると考えているのが自然であると思う。普通の経済のようにGDPギャップに対しインフレ率が十分に反応しない状況が続いているようにみられる。普通の経済に向う蓋然性は高いというのはそのとおりであるが、どの位期間が掛かるのか、どのような普通の経済になるのかということに関しては、まだ不透明性が大きいと言わざるを得ないと思う。しかし、そうした不透明性は、今後次

第に解消していくと考えている。現状は経済構造——これをモデルと言い換えても宜しい訳であるが——に対する本源的な不透明性があり、それが次第に解消していくという状況であると考え。こうした不透明な時期には、経済構造についての知識が必要な長期的な数値目標を公式に定義するのは得策であるとは思わない。特にそうした数値目標が、将来政策を縛ることになることを考える必要がある。つまり、こうした場合は不透明性の解消を待つベネフィットの方が、現在行動を起こすベネフィットよりも大きいと私は考える。数値目標の数値はあくまで目標であり、事態が変化すればその変更を説明すれば事足りるという意見もあるが、事態の変化について大多数が共通の理解を持つ場合は宜しいが、そうでない場合の方が普通であるし、その場合はクレディビリティを失う可能性も考えなければいけない。現状で数値目標を掲げるとすると、将来の日本経済の普通の姿がまだ見えないところでそれについての一定の予想のもとで目標を掲げざるを得ない。しかし、その予想が実現しなかった場合は、実はクレディビリティの大幅な低下が避けられない。クレディビリティは積み上げるのには長い時間が掛かるが、それを失うのは一瞬であることを我々は考えなければいけないと思う。そもそもこうした数値目標を考えるのは、政策の透明性を高め、政策当局が発信源となる無用なノイズをできるだけ小さくし、市場がスムーズに機能するようになるという効果を期待しているからである。従って、将来さらなるノイズが起こるような方策は避けた方が良いのではないかと思う。しかしながら、いわゆる普通の経済に戻り、インフレ率が需給ギャップに十分に反応するようになると、数値目標は政策の透明性を高めるという点から見れば応分に検討されるべきであると考え。その場合に注意すべき点はある。経済学者は、よく「インフレーションは貨幣的現象である」と言う。これは対象期間について制限を付けず、言い換えれば無限期間を対象にすれば、異論はほとんどない。しかしながら、我々は中長期と言ってもかなり短い対象期間で考える。その際には、インフレは、ご案内のように単に貨幣的な事象だけではなくて、実物的な影響も持ってくる。従って、金融政策は、一般に金融政策以外の政策

やその時々ショックの性質に依存して、違った効果を経済に与えることになる。従って、金融政策の目標は、全体としての望ましい経済政策のフレームワークの中で検討されるべきであると考えている。具体的には、他の政策当局との現状判断、将来認識についての緊密な協議、擦り合わせが当然のことながら必要であると考えている。必要なのは、金融政策を含め政策当局——これは複数であるが——が、政策全体として透明性を高め、政策当局が発信源となる無用なノイズをできるだけ小さくするという原則を確認することだと思っている。以上である。

福井議長

中原委員から願います。

中原委員

現在の調節方針継続ということで宜しいと思う。金融・資本市場全体として安定した状況が続いている。1、2ポイントを申し上げると、銀行貸出がプラスの領域に入ってきたということであるが、なお住宅公団や政府関係金融機関の貸出の肩代わり要因も大きい訳であって、企業のROAと調達コストに大きな差があるにもかかわらず、資金需要がこのところまだ急速に盛り上がるという状況は見られない。確かに、過剰流動性、あるいは実質金利のマイナス化による副作用というようなものについては、注意を要する段階には入っていると思うが、今の状態では引き続き整齐と現在の調節方針を継続し、3条件充足まで政策を維持することが妥当かと思っている。また、不動産価格について、先日の支店長会議でもバブルではないかとの発言、あるいは将来のキャッシュ・フローの現在割引価値という評価方法が形骸化しているという発言があった。プルーデンスの観点からのモニターの強化は必要かと思うが、全体としてみると、地価の上昇は局地的であるし、金融システム全体としてのレバレッジが急速に高まっているというリスクは大きくないとみている。

次に量的緩和解除の問題であるが、市場では4月から6月に掛けての解

除を予想する見方にかなり収斂しているようである。現在はその後の必要準備までの当座預金の縮小のペース、あるいは低めの金利を維持する期間の長さ等についての関心が高まっている訳であるが、私自身は物価の安定的なプラス基調の定着の判断、それから3条件のうちの第三条件の判断は慎重に行うべきだろうと思っている。どの程度慎重に判断すべきかという問題については、結局のところ、武藤副総裁がメディアでのインタビューで言われた「量的緩解除後の道標」の明確さによることになろうかと思う。私としては、「道標」というものはある種の時間軸効果を持つものとして考えるのか、あるいは一般的な政策の枠組みとして透明性を高める手段として考えるのか、といった点についてなお検討を要すると思う。現在、4月の展望レポートを2、3か月後に控え、4月から6月における量的緩解除という期待が、万一裏切られた場合の市場の反応にどのように対応し、どのような現実の政策運営を行うのか、あるいは逆に、市場の期待通り4月から6月で解除が行われる場合には市場との対話をスムーズに進め、解除後の期待の安定化を進めるために必要なこの「道標」の検討、つまりどのような「道標」をどのようなタイミングで市場に示していくのか、などの問題について議論を深める時期にきていると思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

景気については、着実に息の長い回復が見込まれるもとの、消費者物価の見直しに変更はなく、かつ足許では11月の全国の除く生鮮食品の消費者物価指数前年比は+0.1%となった。因みに、直近2か月の指数を平均すると前年比は+0.1%、3か月では0.0%となる。あまり細かい数字に捕われるのは良くないと従前より思っているが、量的緩政策の解除の条件である「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」の達成時期が近づきつつあると考えている。勿



論、現時点で達成したと申し上げるつもりもないので、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。今後とも前のめりになることなく、平常心で経済・物価情勢の推移を腰を据えて観察したいと考えている。

ただ、条件が達成された場合は、量的緩和政策を速やかに解除すべきとも考えている。約束通り解除しなければ、市場が既にそれを織り込んでいることもあるので、日本銀行の信認が大きく損なわれる可能性がある。また、物価情勢の改善に伴い、実質短期金利がマイナスに転化する等、実質金利は低下傾向にあり、景気中立的な自然利子率が上昇傾向にある中で、金利面における実質の緩和度合いが強まりつつあるが、これ以上、緩和度合いは強めていく必要はないと考えている。グローバルな水準以下の実質金利をさらに下げ続けることは、グローバルに見て効率的な投資配分を阻害する可能性がある。また、私はグローバルな競争激化とサービス部門の今後の規制緩和に伴う競争激化によって、日本の物価は当面基本的にはなかなか上昇しにくいと考えているので、そのもとでかなりの期間、今以上に緩和度合いが強まるという見方が市場で広まると、資産バブルの発生の可能性があると思っている。資産バブルはいずれ資産価格の低下か物価の上昇によって調整されることになるが、OECDの実証分析によると、低いインフレ率のもとでは住宅バブルの調整に非常に時間が掛かることが示されている。他方、BOEのキング総裁は「様々な資産価格が上昇している今日、それが持続可能でないとすると、その調整過程では2%のインフレ目標維持は容易ではないだろう」と述べている。物価上昇で調整される場合、物価の慣性は強く、一度走り出すとそう簡単に止めることができず、これを止めるためには急激な利上げが必要になる。結果として無用な景気の谷を作る可能性が高くなる。従って、物価の低位安定と持続的な成長を維持し、金融緩和の状況を長く続けるためにも、早過ぎず遅過ぎず政策変更を行い、かつ景気等に関係なくゼロ金利が長引くといった予想を生じさせないことが重要だと思っている。なお、前回決定会合以降、大手行などが資金を抱えたため、期せずして当座預金残高が20兆円程度まで落

ちた場合のシミュレーションができたとのことであった。その結果生じた金利上昇は非常に僅かであり、またコール市場からの調達も増えた。この程度の量の減少があっても金利への影響はほとんどないとみていたが、想定通りであった。勿論、本番ではこのようにスムーズにはいかないと思うが、この間、想定外のことが何か起こっていなかったか、イグジットを迎える場合にこのシミュレーション結果が活かせるように、しっかりとその分析をしておいて頂きたいと思う。

次に、先月も触れたが、物価目標について申し上げたいと思う。物価安定と言った場合、どのような物価指標を選べば良いかということについて、なかなか難しいことは前回も指摘した。今回は総合物価指数からエネルギー物価を除くかどうかをもたらす意味合いが、内外でどのように違うかという点について、より具体的に指摘しておきたいと思う。昨日の堀井国際局長の指摘にもあったように、消費者物価総合の前年比とエネルギーを除く消費者物価総合前年比との差を取ると、原油価格の上昇を反映して、この2年間で米国、ユーロエリア、英国、日本ともその差は拡大基調にある。もっとも、その差は日本が一番小さく、昨年11月の時点では米国は1.4%、ユーロ圏は0.8%、英国は0.5%、日本は0.3%である。また、変動が激しいのもこの順番で、米国は大きく変動しながら、日本は変動なしにジワジワと拡大している。この違いの背景は、日本は消費者物価指数に占めるエネルギーのウエイトが小さいことや、税制の違いから原油価格上昇に対するエネルギー価格の弾性値が小さいことがある。従って、日本の場合には、エネルギーを含むかどうかで消費者物価のトレンドも変動も大差はないが、米国のように0.5%以上の変動を繰り返している国では、エネルギー価格を含んだ物価の直近値から情報を得ることは難しいであろう。もっとも、米国のように二つの物価上昇率の差が1%を超える程に拡大していることは、エネルギーを含む物価のトレンドとそれを除いた物価トレンドがかなり異なっていることを意味する。ユーロ圏も米国程ではないが、両者のトレンドは1%程度の乖離が見られる。どちらに注目するかによって政策的インプリケーションが違ってくるので、議論を呼んでいる

ことは前回指摘したとおりである。しかし、原油価格の上昇が止まった後に、両者の乖離がどちらに引き寄せられる形で落ち着くことになるのか、定かではない。結局は両方の物価の動きを見ておく必要があるということだと思う。物価安定について数値化している場合には、ユーロ圏のように1%程度も両者に差があると、物価安定が維持されているかどうかの判断が非常に難しくなる面もある。なお、2005年度の構造改革と経済財政の中期展望において、「物価の持続的な下落」と一般的に定義されているデフレからの脱却の判断に当たっては、「種々の物価統計を総合的に見るとともに、一時的要因や各種統計の特性を勘案するなど、物価の基調やその背景を考慮し、慎重な判断を行うことが必要である」とあるが、このことは物価の持続的な上昇についても言えることであって、物価の動向を見る場合、様々な物価指数の動きを実体経済の動きと併せて総合的に判断していくことが基本だということだと思っている。以上である。

福井議長

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であるが、福間委員案と同じで27兆円～32兆円に引き下げて、現行「なお書き」を残す案を提案する。理由も前回と近いのであるが、ファインチューニングを3条件達成前から行っていた方が緩和時にスムーズに行くということ、それから口頭だけの対応をするよりも、金利を通じた対応ができる環境を整えていった方が良く、それから量的緩和解除後に金融政策の正常化プロセスを途切れなく進めやすくなること、また、グローバルな過剰貯蓄という構造要因から資産価格バブルが発生するリスクに対して日本銀行としても配慮しているというアナウンスメント効果を出すこと、を指摘したいと思う。量的緩和政策の枠組み変更の時期は今後数か月以内に到来すると見込まれる中、当座預金残高をその前に取って引き下げるこの意味合いは小さくなってきて

いる。しかし、金利を通じた「市場との対話」をするうえで、一定の意味はまだあると思っている。量的緩和政策の枠組み変更については、景気見通しに対して自信が揺らがない限り、量的緩和解除の3条件に沿って、粛々と実行に移すことがベストだと思う。ただ、ボードメンバーの間では量的緩和解除プロセスにおけるスケジュール観について議論を深めておく必要があると思う。仮に金利ターゲットにシフトするまで30~35兆円に据え置いた場合、短期金融市場を混乱させずに当預残高目標を所要残に向けて引き下げる期間は約3か月程度位が目途になると思う。仮に量的緩和解除が次回の展望レポートと同じ4月末の決定会合とすると、無担保コール翌日物金利の誘導目標を引き上げるとしても、8月以降にズレ込むことになる。個人的には先行きの景気の上振れリスクが高いとみていることもあって、過度な資産価格上昇が発生する兆しがないかフォローしていく必要があると思っている。当座預金残高を20兆円程度まで引き下げることは、期落ちのオペをロールせずに、オペ期間の短期化によって対応できるはずである。一方、20兆円以下に引き下げる場合は景況感にも依存するが、オーバーナイト金利はゼロ近傍で推移する一方、タームの金利はオペも短期化されることであろうから、若干の上昇圧力が掛かってくると思う。昨年政府要人発言以降、金利先高観が一旦後退していることも解除プロセスで若干の混乱があると予想される。短期金利市場の機能は質的な低下が著しいため、効率的な資金調達ができない金融機関、特に地銀以下のところだと思うが、コール取引の事務フローの小さなミスを犯す金融機関は少なくないと思う。この点を我々としてもフォローしておく必要があると思う。

以下、幾つかコメントしたいことがあるので報告する。

まず、内需主導型の持続的な景気回復が展望できるにもかかわらず、構造改革や財政再建を確実にするためには資産価格上昇が必要であるというミニバブル待望論を耳にすることが最近ある。しかし、世界のバブルの歴史をみると、一旦資産価格バブルが発生すると、ミニバブルにとどまらず、本格的なバブルに発達して、その後始末に相当な時間と苦痛を伴う

ケースが少なくない。また、楽観的な景気見通しが蔓延して資産バブルが発生した場合、本来ならば構造改革が不可欠な分野・部門を覆い隠して問題が先送りされるリスク、小泉政権の構造改革路線の副作用として拡大した所得格差や地域間格差がさらに拡大するリスクが懸念される。1980年代から1990年代に掛けて資産バブルの発生・拡大・崩壊という局面を我々は経験した訳であるが、その時の特徴は不動産・株価が急騰する一方、消費者物価が極めて安定していたことである。1%位のCPIだったと思うが、資産価格がピークアウトした後の経済と金融システムの調整局面が予想以上に深くかつ長かったことである。これは我々の金融システムが先程言ったように間接金融が中心だったということも影響していると思う。いずれにせよバブル期に資産価格の乱高下が経済活動に与える影響の大きさを予見できず対応が遅れた苦い経験を忘れずに、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行っていくべきだと思っている。債券市場は、昨年10月の展望レポートにおいて極めて低い短期の水準とした部分について、政治的な圧力によってゼロ近傍に誘導された後、ゼロ金利状況が長期間継続すると解する向きが少なくない。言い換えると、市場参加者は日本銀行がフォワード・ルッキングな金融政策運営ができないと考えているようである。しかし、仮にゼロ近傍の政策金利を据え置くことが適当と考える程景気の先行きに自信を持ってないなら、日本銀行政策委員会がそもそも量的緩和政策を解除しないはずである。また、量的緩和政策の解除後コミットメントのないゼロ金利となるため、金融市場は強めの景気指標や株価上昇に今よりも敏感になると思う。その後、金融政策運営は全くオープンであるが、ターム物金利に上昇圧力が掛かり、早期利上げをマーケットが催促する展開もあり得るかなと考えている。金融政策運営について、それが発生した場合に予想される経済への悪影響が最も大きいものを回避する政策運営を行う、いわゆるリスクマネジメントを重視すべきだとの見解がある。ミニマックス的な考えである。政府内ではデフレに逆戻りするリスクに十分注意して金融政策転換の時期を早過ぎないようにお願いしたいということを言われているが、個人的にはデフレに逆戻りするリスクと景気

が上振れ、資産価格が急騰するリスクは均衡してきているのではないかと判断している。量的緩和解除後は透明性と機動性のバランスが取れた金融政策運営を目指すべきだと思う。政府との協調姿勢を見せるため、デフレ克服が最大の目標であると発言することはレトリックとしては重要でも、金融政策運営のウエイトは経済情勢の変化に応じて変化すべきであるので、内部での議論のウエイトの置き方も少しずつ変化すべきだと思う。最後に、新日銀法下で日本銀行の信認を高めるには、正確な経済見通しに基づいて適切な金融政策運営を積み重ねる以外にないと思っ

てみている。そのためには、金融政策運営においても経済の構造変化に対応できる柔軟な発想、これは先程西村委員が言ったとおりだと思うが、それからフォワード・ルッキングな視座・視点、そして語弊を承知して言えば、したたかさや戦略性も必要だと思っている。以上である。

福井議長

○ 次回政策決定会合までの金融政策の運営方針についてご意見を表明して頂いた。福間委員と水野委員からは量的緩和の目標値を 27 兆円～32 兆円に引き下げるというご提案があった。他の委員からは、これが多数意見であるが、現状維持、現在の流動性供給額を維持しながら、「なお書き」についても現状を維持する、こういうご提案であったと思う。なお、消費者物価指数（除く生鮮食品）が 0.1%のプラスというところまで来たが、この後、量的緩和政策の枠組み修正の時期については、引き続きこの消費者物価指数（除く生鮮食品）、これを軸に冷静に判断していく。遅からず早からず、まさにライトタイミングを狙うと、こういうご意見では一致していたと思う。その際、単に表面的な物価指数だけではなくて、バックグラウンドとなる経済物価情勢を良く吟味すること、勿論物価基調がその後逆戻りするリスクがないかという点は十分吟味するが、同時にフォワード・ルッキングに考えた場合に実質金利の下落が過ぎ、それが波の大きい経済成長パスに繋がるリスクはないか、その両面の点検がやはり必要だということご認識だったと思う。なお、枠組み修正後の金融政策運営の透明性を

如何に確保するか、どういうメッセージを発信しながらどういう態勢を整えて我々が進んでいくかという点について、前回あるいは前々回以降、今回も各委員から少しずつ意見の表明を頂戴しているが、この点については、なお少し勉強を深めて我々のコンセンサスを作っていかなければいけないと思っている。いずれにしても、金融政策の透明性確保ということと十分な機動性確保、この両立を狙うという点についても恐らくご異論はないのかなというように思っている。そのようなところであるが、改めて追加的にご発言があればどうぞ。

#### 水野委員

私の発言ではないのだが、武藤副総裁の「道標」発言というのは、真意はどのようなところにあるのか。マーケットでも相当話題を呼んでいて、人によって岩田副総裁と同じ発言・内容であると言う方と、いや、一般論に過ぎないと言う方と、政府に配慮した発言だとか、色々あるのだが。

#### 武藤副総裁

今、中原委員が解釈されたこととほとんど同じであるが、ただ誤解がないように申し上げるのだが、敢えてそういう曖昧な言葉を使ったのは、あまり論理的な言葉を使うと、それがイコール何か数値目標の導入であるとかということになりやすいので、曖昧な大和言葉と言うか、そういう言葉を使うことによって、避けたつもりである。それでもなお混乱があるとすれば、私の理解は、結局先程申し上げたとおり、量的緩和解除後の円滑な価格形成というものが確保されるかどうかというのが最大の問題であり、ボラティルになっては困るということから何らかのフォワード・ルッキングなコミュニケーション手段を採る必要があるのではないかということなのである。同時に、柔軟性というもう一本の方程式がある。すなわちフォワード・ルッキングなコミュニケーション手段というものが、中央銀行の柔軟性をある程度狭めるということがあって、この二つの連立方程式を解こうと思うと一義的な解は多分得られなくて、組み合わせしか得られない。

こういう手段を採ればこういうことになるという組み合わせしかなくて、最終的には総合判断と言うか、政策判断することであろうと私自身は思っている訳である。しかし、政策運営の考え方を示す何かが必要であろうということ位は、現時点では言わないと、中央銀行としてあまりにも方針がなさ過ぎるので、何らかの「道標」が必要だと話をした。それが数値的なものかソフトなものか、今後の検討課題ということも付け加えさせて頂いたつもりである。その程度のこと、先程、中原委員がその中身がどうなのか、どういうタイミングで行うのかが今後の検討課題だとおっしゃったが、ほとんど同じことである。

岩田副総裁

一点少し宜しいか。確かに経済構造と物価の関係は、世界経済の構造変化に伴って変っており、グローバルに見て財・サービスの供給の弾力性が非常に高まっている。一方で、そういう経済では、需給ギャップの変化に対する物価の反応が過去と比べるとかなり弾力的になっている可能性がある。1年半か2年前に、需給ギャップの変化と物価の上がり方は、過去の経験則とそれ程ズレないでいくのではないかと相当議論をしたことがあるのだが、結果的には今需給ギャップの縮小とともに物価上昇率はゼロのところまできている。勿論、非常に短い期間を取って、一対一で動くと言う程、厳密な関係ではない。だが、大まかに言えば、1年、2年と少し長い期間を取ってみれば、需給ギャップが縮まるにつれて、やはり-0.8%位から0.0%のところまで、実力ベースで見てもマイナス幅が縮小し、またコアCPIで見ても、プラスのところまで来た。経済構造の変化というのは常にあり得るので、それは常にウォッチしなければいけない。しかし、それに適応した最善の推計と言うか、分かる範囲内で望ましい物価上昇率は大体この位と、いわば手探りでやらざるを得ないというのが、各国共通の問題ではないかと思う。アメリカやユーロ圏での場合もヘッドラインでは上がっているのにコアのPCEはどうしてあれだけ落ち着いているのが問題となっているが、その場合にもコミュニケーションのやり方という



のは色々ある訳であるが、ある種の相場観は示している。ECBの場合は少し明確であるし、連邦準備の場合はECBより不明確であるが、望ましい物価上昇率をマーケットと共有している。そういうことを考えると、私はやはり経済構造の変化が分からないので数値は示せないということが、どこまで言えるのかなと思う。確かにおっしゃるとおり、経済構造変化が激しいもとで何か言うということについてのメリット、デメリットというのは両方ある訳であるが、私が一番主張したいことは、政策は色々なことで変化するのであろうが、デフレにもう一回戻ってしまうということにならないように保険を掛けながら——これは水野委員がおっしゃったリスクマネジメント・ポリシーであるが——、確率は低いかもしれないが、何か起きた時にダメージが大きいかということを考えながらやっていくということが重要である。そのために、どうしても何らかの歯止めのものを念頭に置きながら、運営していくということが望ましいのではないかと思っている。

#### 中原委員

宜しいか。少し話題を変えてしまって申し訳ないが、実質金利が物価の上昇とともにマイナス化していく中で、これだけの過剰流動性を供給し続けるとすると、資産バブルが起きるということは、ある意味では強い説得力を持って私に迫ってくる訳であるが、結論として言えば、私は資産バブルというのはそう簡単に起きないと思っている。その辺をどのように考えたら良いのか教えて頂きたい。確かにバブル的な現象は局所的に起きているし、この前の支店長会議ではそろそろ相当警告を発するべきだという支店長からの発言もあったのだが、そういう問題はいつの時代でもどうしても起きる訳であって、今ここでその点だけに焦点を当てて何か注意しなければいけないという状況ではないだろうと思っている。バブルは恐らく10年後はくるかもしれないが、少なくともここ1年か2年の間をみると、このまま経済が推移し、量的緩和が整齊と解除され、半年か一年か分からないが、その後ポジティブな金利の状態に戻る間に、1989年、1990年の

ような手の付けられない資産バブルがくるとは到底思えないのである。バブルが起きないという理由は極めて曖昧なのだが、一つはやはりグローバル化というのがあると思う。それから、何よりもやはり大きいのは、バブル時代を経験した人間がまだ世の中で経営をやり、サラリーマンとして沢山の人が働いている訳であって、今の状態でその経営者や個人のセンチメントが、あの時代のバブルに乗かっていくようなセンチメントに移行するかどうかというのは、私はかなり疑問に思っている。それからもう一つは、やはり不動産や株のバリュエーション、評価の手法が当時とは全く変わっている。これはよく言われることである。ただ、株については最近10年単位の上昇時期にきたというようなことを発言するような証券会社の方がいて、これはバブル時代の証券会社の経営者の発言と非常に似てきたなという感じを持っているのだが、P E Rの水準の収斂などを考えると、日本だけが株式でバブル的状态になるかどうかというと、なかなかないのではないかなと思っている。ただ、1990年以降のP E Rの水準の各国比較を後から頂戴したが、1995年、1996年に一旦好況になった時に、日本の株のP E Rは50倍位に上がっており、欧米のマーケットより大分高い訳である。P E Rは、1989年、1990年のバブル後に一旦大分下がったが、その後1995年、1996年に再び上昇した後また下がって、I Tバブルで三度上昇して、また下がるという過程であったと思うのだが、どうも日本のP E Rというのは、景気上昇期には欧米市場とかなり乖離して上昇するのかなという気もする。今の状態でP E Rが50倍になれば、株は相当バブル的状态とは言えると思うが、いずれにしても資産インフレになるかどうかというのは、どうもよく分からない。それから、福間委員がおっしゃるように、金融市場のボラティリティの問題を考えると、勿論できることであれば3条件の成就の時期に捕われず少しずつ残高を引き下げることができたかなという気はしているのだが、一つはこれまで行ってきた量的緩和の拡大の中での政策に関する説明の延長線上等で考えると、その信認確保という意味と、それからそのようなボラティリティを防ぐという意味のバランスの上で、私はもう少し辛抱し、3条件充足まで今の量的緩和

和を続けた方が良いのではないかと判断している。何かご意見があったら伺いたいと思う。

福井議長

バブルについて、起こるか起こらないか分からないではないかという点については、私も中原委員と全く見解をシェアしている。ただ、1980年代の時のバブルの頃と比べた場合の違いというのも考えている。あの時は、あのような大きなバブルであっても事前に誰も何ら懸念を持たなかった。でも、あの経験があるからこそ、今回は財界の人達も相当広くある種の懸念を持ち始めている。そういう点が大きな違いであって、やはり今回の場合はバブルの認知力は前回よりも上がっているのではないかと思っていた方が良いでしょうということ。それから国内のマネーサプライの伸び率が仮に低くても、今はグローバルな流動性が金融政策の姿勢の一番甘いところを突いてくるといふ、このリスクは大きく違う。これら二つの点については私は大きく違うと思っている。それなるが故に各国の中央銀行もバブルをダイレクトなエネミーという人はいないが、暗黙のうちにはそれを相当カウントしながら金融政策をしているのであって、そこをノーカウントのセントラルバンクがあるということは、非常にリスクなことではないかと思う。

中原委員

ノーカウントとするとおっしゃっている訳ではなくて、あと半年か一年の量的緩和の継続というタイムスパンの中での議論である。

福井議長

クレディビリティの問題だと思うが、クレディビリティを守るために目を瞑って何かを決めるとおっしゃっては、かえってクレディビリティを失うと思う。目を開けて3条件に忠実に冷静に判断するしかない。その判断をする時に見解の相違があれば徹底的に議論するしか仕様がなない。これに

については慎重も楽観もなく、本当に冷静な判断というものの以外ないのではないかと思う。

#### 福間委員

資産バブルかどうかというのは、前回も少し議論があったが、私は直ちに今そうとは思わないのであるが、ただ収益還元法にしてもいつかはここで申し上げたが、やはりイグジット・バリュウを高く見過ぎて、結果においては前回よりも倍率が高く、勿論それなりに理由はあるのだが、それを今度は空いている横へ動くような動きが少し出てきて、それで兆候があるのかなということはある。それが恐らく先程のマザーズの急騰と、一部市場があれだけ上がったのがバブルとは思っていない。やはりマザーズのような投機市場が大きくなったことのほうがむしろ問題で、そこに個人投資家はネットで入ってくる。今回で何千億損したかは分からないが、やはり非常に日本経済としては大切な消費の財源がなくなった。泡となって消えたのは、まずいという面はある。もう一つは、やはり先程福井総裁がおっしゃったように、バブルの時にバブルだと言う人はまずいない。これはもうガルブレイスの著作に書いてあるが、バブルの時は天才ばかり出てくる。そうであるが、毎回同じパターンでは出てこない。今回はM&Aとノンリコース・プロパティとファンドとREITだと思う。だから前回と全然資金が違う。だが、気を付けなければいけないのは、そちらがどの程度のジャスティファイレベルにきたかというのはやはり分からないが、やはり我々としてはそれを促進するようなことはやめたほうが良いということである。それにはやはりどちらかと言うとこれはまた聞くのが嫌だと言われるかもしれないが、私はこの30~35兆円というクライシス・マネジメントでやったレベルを、これを維持するということは、やはり先程から出ている金融政策のリスクマネジメント、リスクバランスではもう動かなければいけない時期に入ってきていると思う。リスクバランスで動く金融政策段階に入ってきていると思うのだが、一挙にすると市場混乱が起きるので、段階的に落としたほうが良いということをお願いしてきた訳であるが、こ

のクライシスレベルに置いておいて、バブルの匂いがするよとか、我々の今の立場ではとてもではないが言えないと思う。やっていることと言っていることが全然違う。

水野委員

バブルを作るような政策。

福間委員

然り。要するに、そう言う前に、我々はそういう気持ちはないであろうか。だからこそプルーデンスを充実してくれとこう言っている訳である。だが、世間は、要するに乗っかる人は、これはエコノミストという雑誌だけを取り上げることもないのだが、ロンドンエコノミストなどもフリーマネー、フリーマネーと言って、先程も言ったように円のことをニンジャ・ローンと、あれはご承知のようにボンドの時はショーグン・ボンドがあって、サムライ・ボンドがあって、今度は短期のユーロシンジケート・ローン、俗称ショウグン・ローンなどと言っているが、こうしたものががっさりあるものであるから、いずれにしても相当ここでファイナンスのための通貨として円が利用されている。この辺もよく見ていかないと、これは逆に慎重に落としていく時に考えておかないと、他の市場を引っ張る危険性がある。私はアンカー論を言っている訳ではなくて、マザーカントリーである日本がハウス・イン・オーダーにしていくことが信認を確保するのだろうかと思う。

水野委員

これは福井総裁が一番直接聞いているのだと思うのだが、世界中で去年ノーマライゼーションが進み——一部イギリス、スウェーデンは利下げしたが——、日本が一人アンチェンジで行っていて、でも皆量的緩和政策を解除すると思っているのだが、我々は解除をすることはまだ決めていない、そういう状況である。だから、経済のグローバル化が進んでいる状況にお

いて、一般物価の安定と、投資適格国が少ないという事情のために、資産バブルが起きやすい環境になっている。その中で、日本が低金利を続けることが他の国にまで迷惑を掛けているという論調が中央銀行の中である訳である。やはり海外の金融政策とのバランスというのも多少は考えていかないと、ビハインド・ザ・カーブと言うよりは、我々だけの話ではなくてグローバルなお金の中で円がファンディング・カレンシーになっているというのはあまり心地良くないなという感じがする。それからもし万が一、マザーズバブルとか何か起きた時には、我々はそれに気を付けていたのだということは言いようがない。その証拠に、2年間何も変えていない訳であるから。もう30~35兆円を2年間やっている。私は民間で見ていたが2年前の景気判断は暗かった。今はもう非常に明るくなって、為替市場のムードも変わって、株も上がって、債券も安定して、それでも何も変えないということが、これがフォワード・ルッキングと言えるのかどうか。我々は枠組みを変えろと言っている訳ではないのであるから。

#### 福井議長

直接その点を議論し合う場面というのは、それ程多い訳ではないのだが、おっしゃるとおり国際会議に出ていて感じることは、やはり日本経済は過去10年以上も大変ペインフルなプロセスを辿って、漸くここまできたなという認識。従って、今が非常に大事な局面でここを日本銀行は慎重に判断しようとしているねということで、これを大事にしよう各国は思ってくれていると感じている。しかし、既にやはりハイ・イールドの国々に資金が移動し過ぎて迷惑が掛かっているとか、円の為替相場が安くなり過ぎると、これを単純にエンジョイするのかというような感覚は、議論しなくても、そこはかたなく共通の認識となっている。従って、金融政策は3条件でと言うのだが、あまり機械的にやるということに対しては、違和感を持つ人達が次第に出てくるのだと思う。やはり金融政策というのは、マーケットの中でリスクのバランスをきちんと見ながら判断をしなければ、どこかでディスティーションを生むものになるという感覚は共有されて

いると思う。日本はまだ少し許される範囲内で動いているというように思うが、従って、判断はライトタイミングでなければいけない。ライトタイミングをずらして、なお何か頑張っているということになると、正当性を認められなくなるリスクがあるということである。

水野委員

須田委員の見解と似ているところがあるのだが、ゼロ金利が凄く続くという今の期待というのは非常に怖いと思う。解除は皆4月。でも、ゼロ金利はあと1年とか。何も決めてなくてオープンな訳である。極めて低いイコールゼロと思いたい人は思っているが、思っている中で我々が違うことをやった時には、聞いていないよという反応になる。そういうことは、我々の「期待の安定化」ポリシーの失敗になる訳である。

福井議長

であるから、先程申し上げたとおり、物価基調がまた悪い方に逆戻りするリスクと、そうではなくてやはり金融の超緩和という度合いが行き過ぎる方向のリスク、このリスクバランスの判断が大事なのである。あまり形式的なことにスティックしていると間違え、人々からも理解されない。私は先程からの議論の中で敢えて言えば、例えばコアコアというものを重視する考え方に強く反対するものではないが、これにスティックし過ぎるというのもおかしいと思っている。と言うのは、コアコアの示すものは何かというと、実はよく分からないのである。正しいコアコアなるもののゼロが続けば、物凄く理想的な経済運営が行われているということになるのかもしれないが、そうした中でも、リスクがどちらに傾いているのかという判断が大事なのである。

水野委員

然り。

#### 福間委員

いずれにしても、もう皆で共有している物価安定と持続的な経済成長、これを達成するための金融政策をどうするのか。ここに焦点を当てる。それに対して、リスクマネジメントを置いた金融政策であれば良いと思う。だからデフレも困る。資産バブルも困る。だから、非常にそんなのんびりしていてできる政策ではない。非常に胃が痛くなるような政策を続けなければならない。

#### 須田委員

バブルについて一言だけ申し上げたい。理論的と言ったら大げさかもしれないが、バブルというのはファンダメンタルズから離れているということであるが、その乖離の最初がどこかは分からない。

#### 福間委員

分からない。

#### 須田委員

元々のファンダメンタルズから、どんどん乖離していくということであるが、最初の一步はどうして起こるのか理論的には全く説明できないというのがバブルなので、今はどうかということ判断するのはなかなか難しいということである。それから円がファンディング・カレンシーになっているという中で問題なのは、ゼロ金利が続くということにより、金利水準が低く抑えられてしまうこともそうであるが、同時に金利のボラティリティが非常に低くなってしまいうということも凄く重要な点だと思っている。低い金利であっても、ある一定レートで低いレートがずっと続くのではなくある程度動く、若しくは動くであろうというふうに伝わらないと、バブルが発生する可能性が高まるというふうに思う。



#### 福間委員

先程の岩田副総裁が言われたように、あるいはグリーンспан議長がよく言うように、やはり今の日本の学界はどうか知らないが、2~3年前にここで植田前審議委員と議論する時にいつも言っていたが、やはりクローズド・エコノミーの議論をしていたら今の世の中分からない、グローバルで考えないと。と言うのは、設備投資一つ取っても、企業というのは、韓国でやるのか、中国でやるのか、台湾でやるのか、福岡でやるのかはほとんど区別しない。その時に一番最適な生産要素の集まる場所で生産する訳であるから。クローズド・エコノミーで考えると、結果において非常に間違ってしまう。と言うことで、やはり私はネットとしては物価というのはそんなに上がらないと思っている訳である。日本人としての体質も一つあるのと、もう一つはやはりグローバル化である。良い悪いは別にして、隣の大きな供給国と競争している訳であるから、ほとんどの企業の意識というのは、日本企業同士というよりは、中国が、あるいは中国で作った場合は幾らだということにイノベーションを続けてきている。産業界にいた立場から言うのは少しバイアスが掛かり過ぎているのかもしれないが、やはりそれが今日の経済をリバイブさせてきた原動力だと思う。

#### 水野委員

全然違う議論で、岩田副総裁のインフレーターゲットの話であるが、私は条件が合えばやっても良いなと思っているのだが、ただなかなか条件を満たせないと思っている。それは、政府与党がフォワード・ルッキングな思考形態ではないからである。結局、先行きをみているのではなくて、なるべく低金利を続ければ、将来景気が良くなるかもしれないというインフレ期待で言っている訳であって、仮にインフレーターゲットを若干下回っていても、日本銀行は先行き物価が上がると思い、政策金利を上げる時に、そこは日銀の考え方を尊重するというメディア・政府の環境ができれば、それはインフレーターゲットを入れたほうが良い。イギリスなどはそうだと思う。

うが、日本はまだそういう環境ができていないのではないかなと思っている。また、経済の構造変化という点については私も非常に意識している。分かりやすさという点から言えば、インフレターゲットを入れることができる環境ができていれば、入れても構わない。

福井議長

純粋に物価安定とは何かということで我々は議論しなければいけない。名目成長率をターゲットの代理変数のような区間点目標にするという考え方とは、我々は全く相容れない訳であるから、別の議論としてやらなければいけない。そこをクリアにしなければいけない。

水野委員

然り。

岩田副総裁

少し宜しいか。私の主張をターゲティングと分類して頂くのは全く構わないのだが、私自身は量的緩和政策の枠組み自体が広い意味のターゲティングだと思っている。その出発点を多分少し誤解されているのではないかと思う。私がこれまでずっと申し上げてきたことは、そのいわば成果で、ここまで上手くやってきて、その先どうするかということを問題にしているのである。何かイギリスでやっているものをそのまま日本に持ってくるか、あるいはECBでやっているのを持ってくるか、そういうようには全く思っていない。金融政策を運営するうえでどうしても必要な情報をどのように集約・公表していくか、まさにフォワード・ルッキングな政策をどうやったら展開できるかということが問題である。この点について私はほとんどボードメンバーの間で異論はないのではないかと思う。つまり、金融政策の効果というのは、かなりラグがあるから、フォワード・ルッキングな視点で、透明性を持ちながら機動性を確保できるようにしなければいけない。そういうことなのだと思う。量的緩和政策をやってきた

過程で、安定的にゼロ%を上回ることを条件とすることについて政府も別に異論はなかったので、そのフレームワークでまさに発展的に考えていけば良いと思っている。それをターゲティングと呼ぶかどうか、名称は気にしていない。まさに日本の金融政策をどうやって上手くやるか、まさに物価安定を基礎として経済発展を図るといふ、その日銀法の第2条の精神で政策運営をやるということがどんなに大事か、それに基づいてやる時にどういう情報を発信しながらやるのか、これ以外のことは私は申し上げていない。

水野委員

物価の安定というのは、この間、武藤副総裁がまさに情報発信されたが、足許の物価だけではなくて先行きを含めた経済の安定成長と整合する物価の安定であるから、そこに対して我々以外の周辺の人達に理解をシェアしてもらわないと、なかなか辛いものがあるなということを行っている。

福井議長

結局、家計が安定して消費ができる、心配しないで消費できる。企業は安心して長期の投資ができる。経済全体としては景気の波が最小限にとどめられて安定的に拡大する。そのために金融政策を行っているので、それと両立する物価安定とは何かということは、やはり我々はいつも意識しながらやっている。その意識しているものをどこまでシェアしているのかということは大事であるし、シェアしたのをどういう形でエクスペッションするか、この範囲を超えてはいけないと思う。そこを超えて今度は何だか名目成長率ターゲットが良いのではないかという感じで議論を始めてしまうと、スコープが外れてしまうと思う。それはむしろ実質成長率を高める方向の議論でやっていかなければいけない。

水野委員

私が言いたかったことは全く同じなのだが——少し言い方が悪かった

が——、そういう議論に巻き込まれつつあるなというような感じがしている。名目GDPを上げなければいけない。それは賛成なのであるが、それがインフレで上げるのか、潜在成長を上げて行く、あるいは皆でやるのかという話に、我々が巻き込まれないように気を付けなければいけない。

福井議長

然り。

水野委員

我々ができる範囲というのは、我々が考える物価の安定を皆に理解してもらおうということである。

福井議長

あくまで実質の潜在成長能力を上げ、それを実現し、しかも波を少なく実現する。結果として、望ましい名目成長率が実現するであろうが、そういう名目成長率が初めからターゲットとしては出てこない。

水野委員

然り。

中原委員

水野委員は、インフレターゲットがいまだにある目標を決めて、全政策をそれに向けて傾斜して行くような理解をされているとおっしゃったのだが、私の理解は、かつては日本においてもそうだったと思うのだが、今は、中央銀行の間での理解、あるいは日本の中での理解も少し変わってきたのではないかなと思う。この場での議論を聞いていると、私は岩田副総裁とかなり近い立場で申し上げているのであるが、望ましい物価上昇率を示せという議論と、いやインフレターゲットが駄目だという議論で、その反論と主張とがどうもすれ違っている感じがする。恐らく私も同じな

のであるが、岩田副総裁のおっしゃっていることは、かつてのようなインフレターゲットというその語感から得られるような非常に厳しい政策運営、あるいは機械的な政策運営を狙っているものではない。これははっきりしている訳なので、従って、政策の自由度、機動性を失わせるという反論は、程度の問題で、必ずどこかで妥協をしなければならない問題である。それから物価指標としてCPIが適当かどうかという議論は、私に言わせればこれは元々3条件の中でCPIを選択した以上、最も身近な物価指標としてそれ以外ないではないかという感じである。反論といわば主張とがすれ違っている感じがして、先程水野委員がおっしゃったようなインフレターゲットは、まだそういう機械的な政策手法として理解されているものであり、大分変わったのではないかと思う。その延長線上でもう少し議論を進めるべきではないか。そういう意味で先程も出たが、武藤副総裁の言われた「道標」というのは非常にソフトな表現であって良いのだが、私もそういうものは必要だろうとっていて、それをその望ましい物価上昇率という形で示すのか、あるいはメジャー・ペースとか、コンシダラブル・ピリオドだか知らないが、ある種のもう少し軟らかい形で示すのか、いずれにしても「道標」は必要だというように私は思う。

#### 福井議長

世の中が中原委員のおっしゃるとおり良い方向に向かって行くことを私も切望する一人であるが、しかし、同時にそんなに甘い水は簡単にはこないぞとも思うのである。と言うのは、よく分からないのであるが、やはり先進国で一番財政バランスが悪い国だということは忘れてはならないと思う。これは、言わず語らず将来のいつかの時点でやはりインフレの誘いというものに対するリスクが潜在的に非常に大きいので、従ってその罠に触れない行き方ということが、日本銀行の責任として存在しており、そこを如何に上手くやっていくかということだと思う。

岩田副総裁

おっしゃるとおりで、私も全くその点は共有している。であるから、私はターゲティングという言葉は、やや無理な位高い物価上昇率を目指して歩いて行くというニュアンスがあるのであまり使わないで、むしろ期待をどうやって安定化させるかという仕組みとして考えるべきだということで、物価安定のアンカーという言葉を使っているつもりなのである。財政赤字が大きいということは、潜在的には金利が大きく上昇してしまうリスクもあるし、また潜在的にインフレ圧力を抱えている場合もある。その非常に厳しい環境下でどうやってくぐり抜けたら良いかというところが本当の問題なのだと思う。

福井議長

宜しいか。それでは政府の方からご意見を伺いたいと思う。

赤羽財務副大臣

それでは今日は予算編成について、まず述べさせて頂く。平成18年度予算は、歳出改革路線を堅持・評価した姿となっており、財政健全化に向けた歩みをさらに進め、歳出・歳入一体改革の議論の土台固めを行うことができたと考えている。具体的には、まず医療制度改革、三位一体の改革、公務員総人件費など、様々な改革の成果を反映し、2年連続で一般歳出について前年度の水準以下に抑制するとともに、歳入面においては、定率減税について経済状況の改善を踏まえ廃止することとしている。このように、歳出・歳入両面における取り組みの結果、新規国債発行予定額は30兆円を下回るものとなり、一般会計の基礎的財政収支も3年連続で改善した。一方、政府経済見通しにおいては、我が国経済は緩やかな回復を続けており、18年度には、デフレ脱却の展望が開けるものとしている。しかしながら、これは政府・日銀一体となった取り組みを前提とするものであり、現状ではデフレ脱却に向け引き続き最大限の努力が必要であると考えている。

このことから、日銀におかれては金融政策運営に当たって、経済・物価情勢について慎重かつ総合的に見て行くとともに、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをしながら、手を緩めることなくデフレ克服に取り組んで頂きたいと考えている。また、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないように、金融政策の考え方を市場や国民に丁寧に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。政府は本日、「平成18年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「構造改革と経済財政の中期展望—2005年度改定」を閣議決定した。中期的には、民間需要主導の持続的な成長と両立するような安定的な物価上昇率を定着させることがマクロ経済財政運営の基礎となるが、平成18年度には政府・日本銀行が一体となった取り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。なお、実際の脱却の判断は、消費者物価のみならず、GDPデフレーター等、種々の物価統計を見るとともに、原油価格の高騰等の特殊要因を除いた物価の基調や需給ギャップ等の背景を総合的に考慮して、慎重に行うことが必要である。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、デフレ脱却の重要性に鑑み、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。そのうえで、望ましい物価水準及びそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長とデフレからの脱却に寄与されることを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、委員方からコメントないしご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。

水野委員

総合的に物価指標を判断するというのはそのとおりで違和感ない。ただ、GDPデフレーターではなくて、我々はCPIコアの前年同期比がプラスになることをベースに3条件を考えているので、一部でGDPデフレーターもプラスになるまで駄目だという議論があるのは、これは日本銀行の政策の信認という意味では、なかなか我々も苦しい立場になってしまうので、ここは3条件の問題、量的緩和解除の問題と、その後の政策運営の問題と、少し分けて議論して頂かないと、やや我々に対するメッセージが上手く市場で消化されないのではないかなと思う。

福井議長

他にないか。2006年度の経済見通しは、政府と我々でほぼ完全に一致しているという状況である。日本銀行は、情勢判断に忠実に金融政策を行っていく。我々のシナリオは政府のシナリオと非常に一致したものということなので、我々の政策運営にも是非、信を置いて頂ければという気がする。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに入りたいと思う。議長としては、多数意見を踏まえて現状維持に関する議案の提出をしたいと思うが、福間委員と水野委員からは別途のご提案があるということであるので、執行部の方から議案を用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

読み上げてみて欲しい。



#### 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。続いて別添の公表文案である。「2006 年 1 月 20 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

恐縮であるが。

[政府からの出席者退室]

それでは、まず、福間委員・水野委員案から採決したいと思う。

[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

採決の結果を申し上げる。賛成 2、反対 7。反対多数である。

福井総裁

反対 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

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

福井議長

賛成多数で議長案を可決した。少数意見、福間委員と水野委員から追加的にご表明があるか。それでは白川理事と中曽金融市場局長におかれては、今、決定した線で引き続き適切な金融調節をお願いする。政府の方をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。議長案のとおり賛成多数で可決された。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思うが、今日の議論を踏まえて、今朝ご覧になられ、かつ執行部から説明を聞いた基本的見解の文章について、改めてご覧頂いてご意見を表明して頂きたいと思う。このままで良いかどうか。

内田企画局企画役

因みに、株価の方は今朝程ご説明したとおり、前月を上回る水準となっている状況である。

須田委員

一点だけ聞きたいことがあるが良いか。二番目の「国内企業物価」に、上にも書いてある同じ「国際商品市況高」という言葉がわざわざ書いてあるが。

門間調査統計局参事役

どちらであるか。中間評価か。

須田委員

(物価)のところに書いてあって、再び(中間評価)でも同じ言葉を用いている。これには何か理由があるのか。単に「幾分上振れる」というだけではなくて、ここにわざわざもう一回同じ言葉を書いたというのには何か理由があるのか。

内田企画局企画役

これまでの例では、「概ね沿って」の時には理由は特に書いていないのだが、「上振れる」ないし「下振れる」の時は、できれば何かしら理由を付けることが多い。

福間委員

なるほど。

門間調査統計局参事役

今回の場合、(物価)のところに書いてあるのは、もう少しタームの違う話であるので、上振れた理由として「国際商品市況高」と、それとこれはあくまでも昨年後半までのということ、円安とこの二つの要因を書いているということになる。

須田委員

一番目についてはどうか。

内田企画局企画役

一番目は「内外需がバランスのとれた形で着実な増加を続ける中で、」  
というところである。

須田委員

了解した。

水野委員

これは残すのか。

内田企画局企画役

然り。

中原委員

先程一言触れたが、「バランスのとれた」という言葉、表現はどうか。

福井議長

(中間評価) であるな。

中原委員

(現状) の方の「着実に回復」は良いと思う。「着実」という意味は、潜在成長率を若干上回るというような、ある程度のメルクマールがある。「内外需がバランスのとれた形」というのは、これを厳密に議論し出すと、輸出の寄与度がどうだとか、内需がどうだとかいう議論かもしれないし、また外需と言っても設備投資、内需と言っても日本の場合やはり外需に振らされる部分というのがかなり大きいということもある。また、「バランスのとれた」というのは、我々の想定する理想的な経済構造にあるというような印象を与えかねない。「バランスのとれた」というのは、数字的にはどういうことを意味するのか。一般論として極めて足許でバランスがとれているねという表現であるのであれば、そうだとは思うが、やや長期的にみると、内需は日本の経済構造として今後さらにもう少し内需の寄与度を高めていかなければいけない、あるいは非製造業のウエイトを高める方向にあるということを見ると、「バランスのとれた」と言ってしまっても良いのかという気がする。それ程強く拘る訳ではないが。

福井議長

如何か。

武藤副総裁

先程の説明の中で、バランスというのは、国内の生産、需要項目間のバランスが取れたという説明をされたように覚えているのだが、内需・外需のバランスを含めて、そこはどう理解すれば良いか。

門間調査統計局参事役

昨年央以降、輸出も増えているし、内需も増えているという状況があり、

内需の中でも、企業だけではなくて家計も増えてきている。かつ生産の方も付いてきている。そういう全てのバランスが良くなってきているというのが冒頭表現の変更の理由でもあるので、多分その「上振れ」というところで言うと、少し大括りで見ると、内外需ということでも良いのかなという感じはする。

水野委員

でも、「経済全体の」とするとその中が広い。家計部門から企業部門とか。

門間調査統計局参事役

然り。それはバランスという言葉に重きを置いて考えているか、その内外需、両方とも増えているよ、というところに焦点を当てるのかということで、もし「バランス」という言葉が多少抵抗があるということであるならば、例えば「内外需がともに着実な増加を続ける中で、」ということでも良いのかもしれないが。

中原委員

敢えて「バランス」を入れなければならない、それ程積極的な理由はあまりないのではないかなと思う。

福間委員

輸出が一時怪しかったからこういうことになったのだろう。

門間調査統計局参事役

この半年ということと言うと、輸出が着実に増えているということは結構大きな変化ではあると思う。生産もそれに付いてきているという面が結構あるので。

須田委員

これまでよりはバランスが取れた形というのなら良いのであろう。そういう感じでは書けないのか。

福間委員

書いているのは、そういうつもりなのである。

水野委員

日本語が難しい。

福間委員

だから今年度の前半は少し書けなかった。そうではないか。ソフトパッチをやっている時代は書きにくかった。

内田企画局企画役

展望レポートとの関係で申し上げると、前回展望レポートの時は、景気回復のメカニズムとして、海外経済が好調で輸出が伸びること、それから企業部門の好調、それが家計部門に波及すること、さらに金融緩和という4つのメカニズムを挙げて説明したという経緯があるので、そのメカニズムの中でどこかが強くなっているということではないというイメージを出したいということでこういう表現を採っている。また、先程ご議論があったように、過去の間接評価、例えば前回の間接評価は「輸出は下振れたが、内需が」という書き方をしてきたので、この位の書き方かなということである。

福井議長

この中で、「バランスのとれた」という表現は、他のどこかに書いてあるのか。



門間調査統計局参事役

月報には書いていない。

水野委員

昨日の早川調査統計局長からの説明によると、企業、家計、内外需、あと支店長会議を受けて、地方もキャッチアップという感じなので、「バランスのとれた」を残すのであれば、どちらかというとな整体的にバランスのとれたというような感じに私は受止めていたのだが。

武藤副総裁

「内外需ともに着実な増加」という手もある訳である。「バランス」と言うと、何だか特殊な言葉だから。

水野委員

何だと言われると困る。

門間調査統計局参事役

「バランス」と言うことによって色々議論が巻き起こってしまうのであれば、そういうようにしても良いと思う。

山口企画局長

おっしゃられるような感じからすると、「バランスのとれた形で」という部分を落として、「内外需が着実な増加を続ける中で、」というようにするのも一案かなという気がする。

武藤副総裁

そういうことで良いのではないか。

福井議長

宜しいか。本当に。

須田委員

よりバランスがとれてきたというのは、本当は欲しいのだが。何か、色々な意味で問題があるなら仕方ないか。

福間委員

そうである。

水野委員

私は経済全体のという感じがするのだが。だが、皆さんの合意が取れなければ結構である。

早川調査統計局長

先程、武藤副総裁が言われたように、「ともに」という言葉を付け加えられてはどうか。

武藤副総裁

「ともに」という感じなのだな。「バランス」というのは、どういうバランスなのかよく分からないので。「内外需ともに」というのが、そのバランスの本当の主旨であろう。

門間調査統計局参事役

然り。

福井議長

「内外需がともに着実な増加を続ける中で、」と。

門間調査統計局参事役

それが一番自然かと思う。「内外需がともに着実な増加を続ける中で、」。

福井議長

如何か。完璧な文章はないが、少し近付いた。

水野委員

ニアリー・パーフェクト。

福井議長

中原委員、如何か。宜しいか。他の皆さんも宜しいか。

福間委員

私が喋る時はこう喋る。だが、皆さんがおっしゃるのであればそれで良い。

福井議長

口で喋る時には、「バランスがとれた」の方が分かりやすいかもしれない。

水野委員

最近、総裁がよく使われている。

福井議長

他に宜しいか。

では、これは決定案件であるので用意をお願いします。

[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

それでは修文後の文章で全員一致で可決した。この金融経済月報の基本的見解であるが、即日公表の扱いで今日の15時、午後3時に公表する予定である。なお、背景説明は、必要に応じて執行部で修文を施したうえで、来週月曜日23日14時に対外公表を予定している。

Ⅵ. 議事要旨(12月15～16日開催分)の承認

福井議長

次の議題であるが、議事要旨12月15日、16日両日開催分の承認であるが、お手許でご確認頂いたと思うが如何か。宜しいか。それでは採決に付したいと思う。

[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

全員一致で承認を頂戴した。この議事要旨であるが、1月25日、来週水曜日14時に対外公表を予定している。

VII. 閉会

福井議長

今日の議事は終了して、次回の政策決定会合は2月8日及び9日の両日の開催予定である。宜しく願います。最後に、機密保持の関係であるが、ご承知のとおり決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということである。この内容については、議事要旨及び議事録

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、皆様方厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。  
以上である。閉会とする。

(12時50分閉会)

以 上