

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年10月12日（14:00～16:09）

10月13日（9:00～12:43）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官（12日）
	田中和徳	財務副大臣（13日）
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
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	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅（13日9:00～9:19）
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	神山一成
金融市場局企画役	高口博英（13日9:00～9:19）

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻なので政策決定会合を開催する。今日と明日の二日間の会議である。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺うことにする。明日、情勢及び政策に関する討議、決定をしたいと思う。政府から、財務省勝総括審議官、内閣府浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを前提に皆様方に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、金融・経済情勢に関する執行部説明に移る。説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたい。最初は金融調節、それから金融・為替市場の動向について、稲葉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-1、2（追加）に沿ってご説明する。まず、図表1-1をご覧頂きたい。無担O/Nコールレートは、前回決定会合以降、概ね誘導目標水準の近辺で推移した。ただ、中間期末日の9月29日だが、この日は0.339%まで上昇している。この日は当座預金残高が11.8兆円、準備預金は8.2兆円まで積み上がっている。コール市場で資金を調達し切れなかった一部外銀が、この日総額7,379億円の補完貸付を利用している。図表1-2以降で期末日に掛けての市場動向をみていくが、まず図表1-2の表で主体別の当座預金保有状況をご覧頂くと、利上げ後今回初めての期末ということもあったので、各業態とも前の積み期よりも保守的な資金繰

りを行っている。この結果、準預先の9月積み期の足許までの残高は5.6兆円であり、8月の積み期5.4兆円を上回っている。非準預先のうち証券会社等が、5,200億円とやや多めになっているが、これは三井住友フィナンシャルグループが期末に掛けて返済した公的資金が、一時的に非準預先である預金保険機構に滞留したことが背景である。こういった要因が重なって9月末までは全体の当座預金残高が高めに推移した。図表1-3の黒い実線が1日当たりの残り所要をお示ししたものである。これをご覧頂くと、前の積み期——真中の部分だが——は、実線よりも上にある白い部分の面積、つまり準預先の積み上幅が比較的小さかったが、これに比べるとこの積み期は準備預金が前倒しで積まれたので、9月中の積み上幅が大きくなっている。短期金利のグラフは、コールレートとGCレポレートの推移を示したものである。両レートとも期末初のところでスパイクが生じている。具体的には図表1-4、1.の表にあるようにO/Nが0.339%、レポレートが0.420%であった。2.のグラフは誘導目標が0.25%だった1998年、2000年、それから2006年の9月末に掛けてのコールレートを比べたものである。ここでお示ししているように、今年の9月末の0.339%という水準は、前回のゼロ金利解除後、つまり2000年9月よりも高めの水準であった。これには、今申し上げたように金融機関が資金放出を抑制気味にしたこと、返済された公的資金が預金保険機構に滞留したこと、もあるが、やはり期末日の外銀の調達圧力が強かったことが大きかったと思う。このため、市場やオペで資金を取り切れなかった外銀が——2行なのだが——、補完貸付を先程申し上げたように利用した訳である。一方、GCレポレートは、国債買現先オペなどで先行的に資金供給をしてきたこともあったので、期末の上昇幅はグラフにあるように比較的小幅にとどまっている。O/Nレートもレポレートも期末を越えたところで速やかに低下している。そういう意味で外銀の取り上がりはあったが、全体としてみれば大きな波乱なく期末を越えられたと思っている。次にコール市場の規模を図表1-5でご覧頂く。月次の推移は、8月中に一旦少し残高が減少した後、期末月の9月は復元している。図表1-6で取引の中心になる

翌日物の旬毎の動きを追ってみる。〈取り手別〉内訳のグラフをご覧頂くと、9月中は外銀の取りが一貫して大きいことが一目瞭然でお分かり頂けると思う。一方、〈出し手別〉のグラフをご覧頂くと、出し手の中で地銀や地銀Ⅱの出しがジワジワ増え続けてはいるが、新しい顔触れという意味では、ほぼ一巡してきているとの感じを持っている。図表1-7、オペの実施状況をご覧頂く。少し細かい表になっているが、全般に利上げ後の初めての期末を意識したオペ運営を行ったつもりである。具体的にはタームの短い資金供給オペを多くオファーしながら期末資金の供給を手厚く行った。中身をみると共通担保本店オペとか、国債買現先オペの本数が多くなっているほか、期間3週間以内の短いオペが大半を占めている。最近の特徴を現わす期末日に掛けてのエピソードを一つご紹介したいのだが、この表にある期末日の前日の9月28日なのだが、この日は期末資金の供給の総仕上げということでT+1の全店オペを1兆円、ターム3日間でオファーした。私共としては、これでほぼ期末資金の需要が充足できると思っていたのだが、翌日の期末になると外銀の要調達額が5兆円位と、予想外に大きな額になった。このため——本店担保オペの欄にある三つのシャドーの真中の部分だが——9月29日の期末日に即日の供給オペを追加的に1兆円実施した。こういったことに現われているように、外銀の要調達額の振れが、オペの運営にとっては引き続き攪乱要因になる場合がある。いずれにしても、そういった資金供給も含めてやや厚めの供給が行われたので、9月中は準備預金の積みは前倒しに進捗した。従って、ブレーキを踏めるところでは踏んで進捗を抑えておくとの観点から、吸収オペの欄でお示しするように、9月の積み期に入ってから手形売出による合計7本の即日オペを実施した。なお、10月10日に約半年振りになるが、国債の補完供給——SLF——を20億円実行している。図表1-8で当面の資金需給をご覧頂くと、10月12日以降月末まで国債の発行など財政要因を主因に3.8兆円の不足基調が続く見通しである。こうした中での当面の調節の運営方針だが、期末に掛けてかなりオペが短期化して本数も増えてしまったので、今後は期間1か月ないし2か月位のやや長めのオペを織り交

ぜることによって、頻度を少し落としたいと思っている。また、期末も越えたので市場動向をよくみながら、なるべく市場における自然なレート形成を促していきたいと考えている。続いて図表 2-1 以降で金融・為替市場の動きをみていきたい。個別の説明に入る前に、前回の決定会合以降、金融市場の動きを要約して一言で言えば、8 月末の C P I 改定以降引きずっていた景気に対する過度に悲観的な見方が、9 月末以降短観などの指標によって修正されるといった景況感の振れを各市場とも反映した動きとなっている。この点については、まずターム物レートのうち、短国レートについてご覧頂くと、行き過ぎた景気悲観論は修正されつつあるが、かと言って利上げが近付いたとまでは市場はみていないことが分かる。従って、F B 3 か月とか T B の 6 か月についてはメガバンクによるキャッシュ潰し的な資金運用増からいずれも 0.3% 台の押し潰された水準で推移している。続いて図表 2-2 で利上げのタイミングについてどういった見方がなされているかということを見ると、(1) のグラフはユーロ円金先からみたフォワード・レート・カーブだが、一見すると前回決定会合以降ほとんど動いていない。ただ、途中経過を (2) の限月別のグラフでみると、ちょうど 8 月の下旬位のところで、C P I 改定を契機にガクンと落ちている。その後もズルズルとレートは低下していたのだが、9 月末位から期先物を中心に反転してきている。(3) の O I S のグラフにはこの辺りの動きがさらにはっきり出ている。つまり、白い棒でお示した 9 月 25 日時点をご覧頂くと、O / N レートは来年の 5 月でも 0.5% に達していない。それが足許では、これは黒棒でお示しているが、ちょうど来年の 3 月位に 0.5% に到達する、そういう姿になっているので、この間、利上げ期待が少し前倒しになっていると言えるかと思う。ただ、これは指標に集約されたマーケットの期待であることから、別途ヒアリングなどの定性情報も聞いてみると、年内の利上げも排除できないといった見方も中にはあるように、期待もある程度分散している、ばらけているというのが実態ではないか。長期金利に移る。図表 2-3 だが、長期金利も前回決定会合以降下落した後は反発といった動きである。10 年債で言えば一旦 1.6% 位に接近したのだ

が、短観などをきっかけに反発しており、足許では米国金利の上昇にも後押しされるような形で1.7%台半ばまで上昇してきている。因みにいわゆるCPIショックの直前が1.795%だったので、その水準に目掛けて戻ってきているということだと思う。次に図表2-4の(2)のグラフでイールド・カーブの変化幅を時系列的に追ってみると、前回決定会合以降、9月の下旬までは——白い棒でお示ししているが——、利上げが遠のいたという見方から、中短期ゾーンを中心に低下している。この過程では、元々早期利上げがあり得るという期待から、ショート・ポジションを積み上げていた外国人投資家の買い戻しがあったほか、それに誘発されるような形で邦銀のヘッジ外しなどもあった。そういった要素が金利の低下を加速したのではないかとみている。その後9月下旬以降は、景気に対する過度の悲観論が後退するのに伴って——グレーでお示ししているが——、全ゾーンで平行に上昇している。図表2-5(1)のグラフで、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイ結果をご覧頂くと、景気であるとか物価動向に対する注目度が一段と増加している。クレジット市場に移る。図表2-6だが、クレジット市場については大きな変化はない。すなわち、企業業績が総じて好調であるので、(1)スプレッド、あるいは(2)CDSプレミアムも基本的にタイトな状況が続いている。株式市場、図表2-7に移る。株価も前回決定会合以降、9月下旬位まで軟弱な地合いが続いていたが、それ以降は反転している。ただ、(2)あるいは(3)のグラフにお示しするように海外株、特にニューヨーク・ダウが年初来の高値を更新してきているのに比べると、日本の株価は相対的に勢いがなくて出遅れているといったところである。その背景についてみていくが、まず図表2-8の主体別の売買動向をご覧頂くと、外国人投資家は9月中に4,100億円の買い越しになっている。特に最終週、25日の週は、3,900億円とやや大きめの買い越しになっている。この時期は株価が反転した時期と符合するので、ここから相変わらず外国人頼みの株価という構図がみえてくる。一方、個人の投資家は9月中売り越しとなっているし、やはり株価上昇局面の最終週でも、戻り売りがみられ、4,700億円のかなり大きな

売り越しになっている。グラフにあるように、個人の信用買い残は随分減ってきているが、依然、個人については株価を牽引していくには力不足であるとみている。個人の投資家が弱気化している背景の一つに——図表 2-9 の新興市場株価指数・売買代金の推移のグラフになるが——新興市場の低迷がある。グラフでお示ししているように、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス、いずれも低調な状態が続いていて、昨日は年初来の最安値を更新している。このように、日経平均株価と新興市場の株価のパフォーマンスに割と格差が生じているのが最近の特徴の一つである。同じように東証の中身をもみても、いわゆる大型株と小型株のパフォーマンスに差が生じている。規模別株価指数のグラフにある太い実線が、大型株指数を小型株指数で割った数字である。この数字は右側のところで急上昇しているが、これからも明らかのように、最近の株価上昇は、いわゆる値嵩株の上昇に支えられたものであることがお分かり頂けると思う。株式市場における売買高のグラフでお示しするように、株式市場の出来高自体は、あまり大きくない状態が続いているにもかかわらず株価が上昇しているのは、今申し上げたように値嵩株が買われていることが一つの要因だとみている。以上のようなことから、日本の株については、先程みたように主たる投資家である外国人投資家が主として値嵩株の国際優良銘柄に的を絞って購入している、という構図が浮かび上がってくる。日本株なら何でも買うといった今年の前半に比べると、外国人投資家の投資姿勢がより選別的、保守的になってきているとみている。図表 2-10 は為替市場の動きだが、為替市場はドル堅調地合いが続いている。背景として次の諸点を指摘できる。第一がアメリカ経済のソフトランディング見通しである。特に先週金曜日の雇用統計は内容が強かったと受止められているのが効いている。第二に、この結果ということになるが、日米金利差が当分開きっぱなしの見込みとなったこと。昨日公表された 9 月の FOMC の議事要旨が予想以上にインフレ警戒的に受止められていることも、この見方を補強している。第三は一部のコモディティの価格の下落を契機に、コモディティの市場、あるいはコモディティ関連通貨から資金がドルへ回帰しているのではな

いかということである。恐らくその一部が米国の株式市場、特に相対的に安全なブルーチップに向かって、それがニューヨーク・ダウ上昇にも寄与しているのではないかとみている。そして第四が、北朝鮮の核実験で有事のドル買いといったことがテーマになっていることである。以上の要因を背景に、ドルは円に対しても、ユーロに対しても上昇している。ドル円相場では幾つかのクリティカルレベルというものがあつたのだが——例えば 118 円 60 銭とか——、そういったレベルを次々に抜けて円安が進行している。昨日の海外時間には、一時、119 円 84 銭と、去年の 12 月以来の円安を付けており、円安は新しいステージを迎えつつあるのではないかとの見方もあるようである。円については、ユーロに対しても安値圏の 150 円付近で推移している。このため、(2) のグラフにあるが、円の名目実効為替相場も下落基調を辿っている。なお、北朝鮮の核実験の影響については、一番影響を受けたとみられる韓国などの株、あるいは通貨はここへきて下げ止まっているので、これまでのところ、限定的なものにとどまっていると言えるが、この種の地政学的リスクを当然市場は意識している。図表 2-12(1-1) は円の IMM ポジションだが、9 月中旬に 1 回、円のショート・ポジションがピークを付けたが、その後、一旦縮小して最近ではまたピーク水準に接近してきている。そうした中で、いわゆるキャリートレードの拡大に言及するような市場参加者も増えてきているという感じを持っている。以上、みてきたようにドルについては売り材料が当面、見当たらなくなってきたということだと思う。一方、円については、ファンディング・カレンシーとしての側面が引き続き濃厚であるといった見方がよく聞かれる。そうした中でドルの堅調地合いが続くとの見方が市場では広がっていて、これを映じて (2) のリスクリバーサルグラフでは、ドルのプット・オーバー幅が足許で急速に縮小してきており、ドル先安感がかなり後退してきていることを現わしていると言えると思う。私からは以上である。



福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。

須田委員

株の動きだが、先程新興株と大型株と小型株、それからアメリカについてもダウとNASDAQの動き、という違いの話があった。そういう違いは、今投資家行動等でお話されたが、ファンダメンタルズという観点からみたらどういうふうに解釈すれば良いのか。

中曾金融市場局長

グローバル投資家と言われる人達がいて、その人達がファンダメンタルズを意識して保守的、選別的になっているということだと思う。これはどういうことかと言うと、やはりファンダメンタルズの良いところへ向かっていきがちになるということだと思う。個別企業で言えば財務内容の良いところに向っていきやすくなるといったことがまずある。例えばアメリカのブルーチップ、日本で言えば国際優良銘柄に向う。エマージングの株の中でもファンダメンタルズの良いところに向うというような投資行動の特性がみられる。つまり、良いところに資金を選別的に配分するという意味で、ファンダメンタルズを当然意識した投資家行動であると思っている。

須田委員

ファンダメンタルズの具体的な捉え方というか、その流れの裏にある先行きの経済の見通しというのが、どう現われているというふうにするのか。

中曾金融市場局長

例えばアメリカのブルーチップに向っているというのは、恐らくアメリカ経済について言えばソフトランディング・シナリオ——特に中身的には後でご説明があるのかもしれないが、原油価格が下がって、思った程に住宅投資、消費行動への影響はないのかもしれない——、を見据えたうえで

の投資なのではないか。それからエマージング諸国について言えば、コモディティ関連のところはあまり買われていない。ファンダメンタルズという点では、米国の景気は底堅いということが前提になるのだが、対米依存度の強いような国の株は割と買われている感じがする。例えば韓国などである。核実験の話があったので少し攪乱要因が入っているが、貿易収支といった面もみながら株が買われているような感じがする。

#### 岩田副総裁

別の点で宜しいか。肌理の細かいオペを色々となさっているということで大変結構だと思うが、外銀が資金をマーケットで普通に調達しにくい環境とか、あるいは外銀には、邦銀と比べてマーケットが十分オープンでないとか、そういうことは何かあり得るのか。

#### 中曾金融市場局長

勿論クレジット・ラインが十分でないといった部分は恐らくなお残存していると思う。ただ、そういう要因以外に何か理由がないかと我々も色々みてみたのだが、一つは前にもお話ししたかもしれないが、外銀の東京のオペレーションサイドでは、円の要調達額——最終的に東京でオーバーナイトが幾ら必要か——は、直前にならないと分からないことがある。つまり、本部サイドが一括して統括的に資金を管理している。円需要の背景にあるのは株式売買の決済資金であったりとか、あるいは円建ての金融資産に対する運用であったりとかするのだが、その辺りが東京ではみえない。ただ決済尻だけが回ってくる。従って、必要な額をとにかく取らなくてはならないということで東京サイドはオペレーションを行うことになる。さらに、取り上がりの一つの助長要因としてあると思うのは——これは全部の外銀ではないが——、ファンディング・コストを東京サイドではなく、本部に付け替えてしまうことである。従って、円の要調達額を幾らでもコストを払って調達するというビヘイビアになりがちなところがやはり裏にあると思う。

岩田副総裁

ファンディング・コストを幾らでも、ということは、逆に言うと今の0.25%というのは、ある意味では少し低過ぎるというか、本当に資金を調達したい人にとっては、もっと金利が高くまで動くのであれば、マーケットで調達できるということか。

中曽金融市場局長

今の市場参加者の特性、あるいはファンディングの行動パターンからみると、0.25%というのはやはり少し低めなのかもしれない。つまり、レート推移に現われているように、割と恒常的に上方圧力が掛かりやすい感じはしている。レートの上昇を抑えるオペレーションが相対的に多いのは一つの現われかもしれない。

岩田副総裁

それと少し関係があるのだが、OISというマーケットとユーロ円の金先の動きを、図表2-2のグラフでみると、上がったたり下がったりの方向は同じだが幅が結構違っている。OISのマーケットの参加者というのは基本的には外銀なのか。邦銀は参加していないのか。

中曽金融市場局長

然り。今のマーケット・メーカーも参加者も外銀主体である。ただ、色々話を聞いてみると、勿論メガバンク、邦銀も関心は持っている。これにはシステム対応も必要らしいのだが、体制を整えたうえで参入したいという邦銀はそれなりにいる。

岩田副総裁

そうすると要するに市場間の裁定は必ずしも十分ではないと。

中曾金融市場局長

然り。今のところは。

福井議長

ファンディング・コストを自分のブックに付けないでどこか他に付けてしまうということは、アセット・サイドのリターンが分からない人が市場に入っているということなのか。

中曾金融市場局長

そういう意味では運用も多分、同じだと思う。どういうオペレーションをやっているかは、勿論銀行によって違うのだが、例えば、ここで調達した円を1回本支でロンドンなどに付け替えて、そこで統合的に運用するという方式ではないかと思う。

福井議長

コストもリターンも分からない市場参加者が金融調節の舞台に入ってくるというのをどう理解するのか。オープンなマーケットというのは、そういうものなのだろうか。

稲葉理事

多分、本部サイドでは、どのレベルの金利までであれば限界的に十分ペイするというのを念頭に置きながら調達の額を配分して東京に言っているのであろう。東京での調達の仕方が本部の考えているレートと全く違っているようであれば、そこでまた作戦を切り替えるということなので、多分、本部と東京とを一体で見れば、高めのレートでも構わないということであると思う。

福井議長

東京市場に色々なマーケットがあって、金利裁定も働くようにと考えて

いても、本部サイドではそのようなマーケットの事情を何も知らないから、要するに掴み取りで取ってこいということだと。

#### 中曾金融市場局長

本部サイドは稲葉理事がおっしゃったように色々なものをみている。要するに東京のコール市場はそのうちの一つなのである。円の市場というのはコールだけではなく、ユーロ円や円転市場があるので、彼等はそこと裁定を働かせながら、コールでどの位取ってもらうかというようなオペレーションをしている。

#### 福間委員

恐らく東京に任せているのは、基本的には普通ベスト・プライスだろう。

#### 稲葉理事

であるから、そのまま調達させているということである。

#### 福間委員

それともう一つ、外銀の円資金調達に係る問題として、レートが低過ぎるから出し手から資金が放出されにくいという議論があった。勿論そういう問題もあるが、もう一つは——日本の銀行は嫌という程経験しているのだが——、やはりクレジット・ラインを確保したり、リスク・プレミアムを乗せれば解決できる問題であって、私に言わせれば外銀は少し甘え過ぎている。大体、そういうクラウディングな時に大きな金額のディールを持ってくること自体のセンスをまず問いたい。資金調達額が大きければ、それに見合ったプレミアムは支払うことになる。また、マーケットのアクティビティが活発である、例えば朝の10時頃までに行う資金調達と後場の薄くなったところで行う何兆円もの資金調達とでは、プレミアムは違うに決まっている。今後は段々そういうことが慣れてくるのではないのか。

中曽金融市場局長

その途上であると思う。

野田委員

私も全く同感だが、その意味で質問する。今のところ、外銀と邦銀のコール調達レートには、まだベース差が結構あるのか。一時は 2bp とか 3bp とかであったが、今はどうか。

中曽金融市場局長

平時というか、期末を越えたところでまた縮んできている。3bp 位である。ただ、この期末日には 10bp 以上開いていたので、やはり開く時は結構大きく開いている。

須田委員

今の 3bp などというのは、邦銀が海外でジャパン・プレミアムといわれた時とかと比べて大きさとしてはどうか。要するに O I S のマーケットも結局、外銀が取るレートと邦銀が取るレートが違うので、これに参加していくのも非常に難しい。平均のオーバーナイト・レートがそれぞれプレーヤーによって違ってくるので難しいという話があるが、そのギャップがどういうふうになるのか。ある程度市場参加者のリスク・プレミアムを考えて、やはり日本であれば邦銀が一番リスク・プレミアムが低くて当たり前であれば、その差はあって当たり前である。

中曽金融市場局長

然り。マーケットが非常に平静な時に 3bp 位であるとすれば、多分それが心地良いスプレッドなのかもしれない。

須田委員

もう一点だけ。先程マーケットからみる利上げがいつかということと、

アンケートでみるのとでは少し違うとの話があった。最近私もよくみているが、最近に限らなくても、アンケート調査をみると、年度内あるいは年内に利上げを想定している人が結構出てくる。しかし、マーケットから読むとそれがない。Fedでもそうであって、マーケットから聞こえてくる声はつい最近まで利下げしかないのだが、アンケートにはちゃんと利下げと利上げが同じ位ある。我々は展望レポートに向けてマーケットをどう読んで行くかという宿題を持っているので、そのところをどうすれば良いのか。少しアンケートとマーケットのギャップに最近悩んでいるのだが。

#### 中曾金融市場局長

マーケットの方がアンケートよりも強めに出るギャップというのは、ポジションの造成とアンワインディングのプロセスで生じる部分である。先程申し上げたように、いわゆるCPIショックの後に急速に金利が下がったのは、外国人のショート巻き戻しと、邦銀のヘッジ外しが効いていたと思う。邦銀は結構ポートを縮めていてフル・ヘッジになっていたため、債券の価格が上がってくると、時価ベースでみた場合に評価損が出てしまう。そこで、これはとにかく1回ヘッジを外そうといった行動をとったことにより、利上げの期待としてアンケートに現われる以上に金利を押し下げてしまった部分があるのではないかと思う。こうした点もテクニカルではあるのだが、上手くバランスしてみていく必要があると思う。実際、ディーリングをやっている現場には、須田委員がおっしゃったように、「そうは言ってもやはり年内の利上げが心配で債券は買えない」と言う人もいる訳であるから、そういった見方とマーケットレートをバランスを取りながら市場観を汲み取っていくしかないのではないかと思う。

#### 稲葉理事

アンケート調査とレート形成にギャップが出てくるのは止むを得ないとは思いますが、とはいえ、例えばOISのフォワード・レートをみているとまあまあ合っているのではないかと、私はラフなものだからそう思う。図

表 2-2 (3) のグラフで、例えば 1 月の黒線は 0.4% 位まで行っている。ということは、何%かの人には年内にあるということ、勿論 0.5% に行っているのは、4 月や 5 月だが、これはかなりの人が——100% そういうふうには思ってはいないが——、その辺にいけば利上げがあるだろうと思っているということを示している。つまり年内に若干あると思っている人がいるし、年度内というのは結構いる。それよりは後かなと思う人もいる。そういうアンケート調査とは一応は整合的なのかなという感じがしている。

水野委員

否、マーケットで調達しているといっても、同じ銀行でも分業していれば全然見方が違うし、経験から言えば、エコノミストは大体一番遅い。ビハインド・ザ・カーブになりやすく、後から間違えましたと言えれば済まされる。他方、短期市場担当の人は、実際に資金を調達しなくてはならないので全く利上げがないとは絶対に言えない。ポジションを張っていると立場が違う。

野田委員

ポジションを持っていると全然違うものである。

福間委員

ストラテジストとかアナリストとかいう人は要するに色々な思惑で言えるだろうが、トレーダーはそうはいかない、ポジションを持っているから。

水野委員

ファンディングできないと死んでしまうから。

福間委員

であるから真剣にやるしかない。



水野委員

いつもやっているのだが。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。最後の為替だが、リスク・リバーサルでみた場合にはポジションが急速に動いているが、先物でみるとあまり変わっていない。方向としてはともに円売りだから良いのか。

中曽金融市場局長

方向としては同じである。

岩田副総裁

良いのか。そうか。

中曽金融市場局長

ドルが買われている訳である。

岩田副総裁

ユーロは上がると思っている訳だな、買いも入っている訳だな。

中曽金融市場局長

ユーロについては、次回の彼等の利上げ要素なども入ってきている。

岩田副総裁

I MMとリスク・リバーサルの動きをみていると、合っている時期もあるが合っていない時期も随分あるが、裁定が上手く働いていないと考えるのか、それとも参加者がそもそも違うということか。

中曾金融市場局長

このIMMのショート・ポジションというものは物凄く短いタームのものであると思う。一方、リスク・リバーサルというのは——これは期間にもよるが——、ここでは1か月物をベースとしている。

岩田副総裁

1か月物なのか。

中曾金融市場局長

勿論半年、1年といったもっと先の物もある。このため、その先はどうかという時間軸上の見方の違いが出ているのではないかと思う。

水野委員

このひと月で一番大きく変わったのは、アメリカの金融政策の見方だと思うが、あとヨーロッパの景気見通しも上方修正されている。日本はこのような状況だが、海外の金利、それから景気の見方が少しずつ変わってきているのではないかという感じがある、その辺りはどうか。随分変わってきているのか。

中曾金融市場局長

多分この後に説明があると思うが、おっしゃるとおりだと思う。アメリカの金利は下がって、また戻ってといった動きとなっている。

水野委員

なぜそのようなことを言うかということ、それが先程須田委員が言われた日本の金利の見方を変えていく大きな要因になりかねない。1か月、2か月が先の…。

中曾金融市場局長

海外の動きにつられる部分というのは非常に大きい。

水野委員

為替を通じて、あるいは……。

中曾金融市場局長

あるいは投資家行動を通じてである。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外経済、国際金融の現状について堀井理事と出沢国際局長から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

お配りした資料-3（追加分）に沿って説明させて頂く。まずアメリカから申し上げる。前回会合以降公表された各種経済指標をご覧頂きたい。

1. 実質GDPは4~6月、第2四半期の計数が修正されている。これまで+2.9%だったものが+2.6%に下方修正されている。在庫投資と住宅投資の項目が主たる要因となっている。注目されている8. 住宅着工、8月の件数は1,665,000戸と前月に比べてさらに減少している。これとの関連で家計部門の動向を先にみると、3.の8月の実質個人消費の前月比は-0.1%と少し弱いですが、7月、8月を均してみると第3四半期は+0.7%と前期比増になっており、増勢は維持という評価をしている。これは5. 小売売上高、6. 自動車販売の動きとほぼ平行かと思っている。7. 消費者コンフィデンスだが、これは9月が出ており104.5と前月に比べて改善している。こうした消費動向のバックボーンは言わずもがな所得であり、2. 実質可処分所得は、同じように7月、8月を均してみた第3四半期の数字は0.7%前期比増となっている。この実質所得面からの押し上げと、

後程出てくるガソリン価格の下落が寄与している。企業部門に移る。9. 設備投資関連指標の非国防資本財受注だが、7月、8月平均の前期比は+1.8%と増加傾向を持続している。12. 鉱工業生産だが、8月の生産は前月比-0.1%だが、7月、8月を均してみると前期比1.1%の増加となっている。15. 雇用の動向だが、9月の非農業部門雇用者の増加は僅か51,000人とどまっている。これは前月8月の計数が大幅に上方修正されたことの反動とみられており、この振れを均すと雇用の動向には大きな変化はないとみている。14. 労働需給の動向を示す失業率だが、9月は4.6%と引き続き引締まり気味に推移している。以上、米国の経済は住宅市場での調整はやや予想を上回るテンポで進んでいるが、その波及は今のところ限定的である。一方でこのところのエネルギー価格の低下が家計、企業部門全体に直接、間接に好影響をもたらしているように窺える。17. CPIのヘッドラインには先程のガソリン価格下落の影響がもう出始めていて、上昇率は鈍化している。前年比でみると8月は3.8%と、前月よりは下がっている。しかしながら、定義によりコアのところは影響を受けていないので、引き続き上昇圧力はあるということで、FOMCの議事要旨に窺われるように、Fedはこうした物価動向に着目してインフレ警戒へのスタンスを堅持している。金融市場の動向を図表7でご覧頂く。先程水野委員からも少しご質問があったが、この1か月間を振り返ると9月の半ば頃に公表された8月の住宅投資関連指標の弱さなどを材料に、市場ではFedに対する利下げ期待が急速に高まった。年明け、1月にも利下げの確率は一時30%位まで高まった。その後、これを映じて債券、株式両市場ともにほぼ一本調子で上げ相場となっていたが、10月に入って9月の雇用関連統計やFed幹部の発言等を材料に、債券市場は一気に修正局面を迎えて、長期金利はほぼ1か月前の水準に戻った。長期金利のグラフのシャドーの部分が前回MPMのタイミングである。結局、低下した後ほぼその水準に足許戻っている。これをインプライド・フォワード・レートでみると、前回9月7日のMPMでの状況が点線になっている。金利先安感もあったが、それが急速にかなり低下して10月5日時点では一番下にきている。その

後一気に盛り返して、10月11日現在では8月10日時点よりも上の水準にある。この間、株はほぼ一貫して上げ調子だが、これは金利がこの先上がらない、あるいは下がるかもしれないという期待の中で債券市場と同じように上げていったが、その後の債券市場の金利観の修正にもかかわらず、株式市場では高水準の企業利益、それからソフトランディングへの期待感を材料に続伸しており、ダウでみると史上最高値を更新している。実体経済に戻る。ユーロエリアは図表2である。ユーロエリアではこの1か月間に公表された経済指標の多くは景気が引き続き回復軌道を辿っていることを裏付けているように思う。1. 実質GDPは4~6月の計数が修正されており、+3.6%から+3.8%に上方修正されている。懸念されていたワールドカップ特需の反動も特に強く現われていない。個人消費の底堅さが逆に確認されつつあるという状況である。具体的に言うと、3. 小売売上数量の8月は前月比+0.7%の増加、ワールドカップ明けの7月、8月と順調に増加している。5. の9月の消費者コンフィデンスだが、-8%と緩やかながらも改善傾向が持続されている。また、6. の設備関連だが、ドイツの国内投資財受注は、7月、8月を均してみると前期比5.7%の増加と、設備投資動向の堅調さが窺われる。なお、14. の9月の消費者物価はガソリン価格の下落がフルに寄与した模様で、HICPの前年比でみると前年比+1.8%と久々に+2%のラインを一気に下回っている。図表3は英国だが、一言で言うと個人消費を中心に引き続き安定的な成長軌道を辿っている。1. 実質GDPのところは改定されているが、全体で+2.8%。そのうち個人消費が+2.4%ポイント寄与しているということで、個人消費主導の景気回復、経済成長ということである。アジアに移る。図表4-1、1. 中国だが、引き続き物価安定のもとで力強い経済拡大が続いているという計数が出てきている。ただ、その中で固定資産投資の伸び率が、ここへきて高水準ながらも若干低下してきたことが懸念される。数字で言うと4. 固定資産投資のうち当期の部分だが、6月が+33.7%の後、7月は+27.1%、8月は+21.6%と、2割台の伸びなので高いことは高いのだが落ちてきているということである。理由としてはまず、当局自身が色々な会議の場で

金融政策の効果ということを行っているが、世の中一般的にはそれもあるが個別の行政指導的なチェックが効いているのではないかと想像している。因みに、先般9月、上海の党書記長の解任に象徴されるような政治的事象が起きている。建設工事の許認可行為を通じて経済実態面にも影響を及ぼす可能性がある。この辺りは今後、要注目かと思っている。2. ASEAN、NIEsに移る。GDPの数字は新しく出たのはシンガポールだけだが、緩やかながらも順調に景気は拡大しているという数字が出ており、第3四半期のシンガポールは+6.0%である。纏めて申し上げると、いつもそういうことになってしまうが、ASEAN、NIEsは総じてみると内外需とも引き続き堅調に推移している。それから物価面でみても図表4-3(6)の表で9月の指数が幾つかの国で出ているが、いずれもガソリン価格の下落を映じてCPIが前年比で目に見えて低下している。特に韓国、タイである。因みに台湾の下げの要因は生鮮食料品の低下が大きく寄与している。それから9月半ばに政変のあったタイだが、今のところ出てきている計数には当然それを窺わせないが、今後出てくる9月以降の計数は、聞いている話と合わせれば恐らく生産面等で当然影響は出てくるものだと思っている。アジアも含めてエマージング諸国は9月、色々と事件があつて——タイは申し上げた——、ハンガリーでも総理が、財政赤字の数字などに関して嘘をついていたということで非常に大変なデモが起きたということである。ブラジルの大統領選も僅差で勝負が着かずやり直しになるなど、エマージング諸国の幾つかで政治的な混乱めいたものが散見された。当該地の株式市場は当然その時点では一時的に変動があつたが、均して、あるいは振り返ってみると大幅な調整はなく、特に問題視するような状況にはなっていない。これは韓国も含めて中曾金融市場局長からも話があつたところである。一応私からは以上で終わりにさせて頂く。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点宜しいか。先程ご説明があった台湾だが、生鮮食品が中心とは言いながら、ヘッドラインでマイナスになってしまった。だが、中央銀行は確か9月下旬に金利を少し上げているのである。日本もゼロ近傍でフラフラしているので他人事ではないような気もするのだが、このようにマイナスになっていても金利を上げるといのが少し理解しにくいのだが。鉱工業生産などをみていると、生産などは必ずしも良くないにもかかわらず…。

出沢国際局長

台湾における生産はそれ程悪いということではなく、例えば9月の輸出をみると、図表4-2の(2-1)だが、前月比+1.5%、7~9月でみても前期比+7.1%、前年比をみると2割近い水準になっている。これには勿論ITも含まれているという話を聞いている。生産については数字が出ていないので何とも言えないが、今出ている8月の前年比だけをみる限り、+4.8%ということでは何か起きていますと強く疑う状況にはないという認識である。それから物価だが、図表4-3、(6)の台湾のところはカッコ内にコアの数字が書いてある。年明け以降も四半期で+0.6%、+0.6%、+0.4%と動いており、確かに高くはない。これをどうみるかだが、例えば韓国が8月にそれ程物価が上がっているという感じがなく、フォワード・ルッキングだということでは上げた。やはり近隣諸国でそういう動きがあれば自分もやれる時には用心深くやっておこうというバイアスはあるかもしれない。強いて考えればそういう状況かと思う。このグラフにはないが私の手許にある資料では、生鮮食料品の寄与が大きく出ている。それを除いたコアの数字をやはりみておかなければならないが、それはそう簡単にはデフレであるなどという議論には結び付かない水準だと思う。

岩田副総裁

台湾はインフレーション・ターゲティングはやっていないのか。韓国は一応やっておられると思うが。

出沢国際局長

台湾はやっていない。今やっているのは韓国、タイ、フィリピンである。

須田委員

中国は少し政治的な話もある感じだった。行政的なコントロールが先行きどうなるかというのはリスクだと思っているが、中央の地方に対するコントロールの力が今後増す方向にあるかどうかというのが質問の一点目である。次に、原油価格がこうやって少し下がりつつある中で、消費する側の国は皆ハッピーで良い方向——良いというのは、物価も下がってくれるし、実体経済についてはプラスの要因だということになるのだろうが——ということで良いのか、また、生産している側の国やその周辺国に及ぼす影響について、マーケットに現われているものはまだないのかという点である。

出沢国際局長

後者の方から言うと、残念ながらまず今は中近東の産油国までなかなか調査の手が伸びていないので、間接の間接の情報だが今聞いている範囲では、そういうネガティブな話、例えば商談が止まったなどという話は聞いていない。それから最初の中国の問題については、ちょうど2週間前に私が中国へ短期出張した時に、上海関係の人がいたのでこれにより上海で何が起きるのかと聞いた。結論を言うと、上海周辺にいる上海閥に絡む利権絡みのビジネスは多分少し止まるだろうということ。それから全国に散らばっている江沢民派というか、必ずしも今の胡錦濤に従っていない人達も、これはヤバイなということで従来の反抗的なスタンスは取れなくなるのではないかということである。そういう反抗的なスタンスは、今まで中央が地方での工事など色々なものをスローダウンさせるために行ってきた指示を無視する背景となっていた訳だが、そういう意味では今回の一連の事件が上海のみならず全国にも影響を及ぼす——そういうチャンネルを



通じて——かもしれないということ saying it.

岩田副総裁

もう一点宜しいか。あまり答えはないのかもしれないが北朝鮮の今度のリスクにマーケットはこれまでのところそれ程反応していないが、日本経済にとって本当に恐るべき点というか、リスクというのはどういうところにあると思うか。テポドンを飛ばされてしまうというような事態は別として、それ以外のリスクは。

出沢国際局長

貿易に関して言えば、輸入禁止になったらどうなるかという、もうご存知のとおり微々たるものであることから、少なくとも日本にとってはあまり影響ないだろうということである。ただ、私としては、次にエスカレートした場合、日本の生産基地に物理的に何か被害が出るというシナリオはあまり議論されていないと思っている。その場合には多大な影響が出るだろうと思う。

岩田副総裁

北朝鮮崩壊説というのもあるようだが、そちらはどうか。

野田委員

一つ宜しいか。ヨーロッパ、特にユーロエリアは、今までの話だと足許までは回復軌道であろうということである。先行きに向けてもそういう感じは少し窺えるのだが、個人的には先行きは今までのように順風満帆という訳ではないのではないかという感じがしているのだが、どうか。

出沢国際局長

時間の関係で端折ったが、図表 2、ユーロエリアの主要経済指標の 2、OECD 景気先行指数をご覧頂きたい。実はこれは 8 月の数字は 3.8%と、

数字面は前年比で少し改善となっているものの、伸び率は鈍化してきている。これも含めてヨーロッパのアナリストの中には少し弱気な見方、慎重な見方を取る向きは当然出てきている。そういう意味で全くノープロブレムで進んでいるということではなく、一部にそういう話が出ているということがある。それから（参考資料）にもあるが、ヨーロッパの金利の先行きのカーブをみると、ECBがああいったことを言っているにもかかわらず先の方は少し下がってきている。これはアメリカの金利に引っ張られている面もあるが、その中にはヨーロッパ経済自身の問題としてECBが言っている程一本調子で強くならない、あるいは利上げの必要がないと言うか、しにくい環境が先にあるのではないかというセンチメントを映していると言われている。もう一つ広く言われているのは、ユーロ高でヨーロッパにおける輸出がどうなるかということである。これも影響がないかと言えばあるのだが、ユーロエリアの輸出先をみると最近の増加分の半分以上はユーロ近辺、ロシアも含めた地域である。要するにユーロのバリューに引っ張られるカレンシーの国が多いのである。従って、ユーロは円との比較で史上最高に近いところまで行っているが、ユーロの企業にとっては、ユーロ高が自分達の輸出先での商売関係においてそれ程悪くなっていないということである。ただ、定性的には勿論ネガティブな寄与はあるはずなので、それは注意深くみていく必要がある。

#### 堀井理事

これからデータをみていく時に注意しなくてはならないのは、やはり1月のドイツのVATの16%から19%への引き上げだと思う。ECBないしヨーロッパ当局のエコノミストの標準的な見方では当然10~12月に駆け込みの消費、ないし支出行動があって、1~3月はその反動で落ちると言われている。これはデータの攪乱要因になる。実際、ECBを構成するナショナル・セントラル・バンクの幹部の中には日本の消費税の引き上げの例もみながら、その反動で落ち込んだ後もなかなか戻らないのではないかと懸念を今既に持っている人もいる。問題はその反動減が戻るか戻

らないかは来年の3月、4月頃のデータでどうにか分かるような感じになってくるので、このVATの引き上げがデータを攪乱することについて政策面で正しい判断ができるかどうかというのは一つ不透明要因と言って良いかもしれない。

出沢国際局長

あとVATそのものが消費者物価に影響するので、ユーロ全体で0.3%ポイント位単純に押し上げ要因になる。ヘッドラインはそこに出てきてしまう訳だが、いつもそれを控除した姿でインフレ率をみて議論するかどうかについては、政治的な駆け引きもある。

須田委員

今その部分はどういう扱いをしているのか。消費税を上げた部分の物価の扱いというのは例えば……。

出沢国際局長

含める。

須田委員

含んで出している訳か。

出沢国際局長

然り。

福井議長

ユーロ全体だと0.3%は薄まってしまう訳か。

出沢国際局長

然り。ドイツは消費税を16%から19%に引き上げる。その比率があと

ヨーロッパ全体にはある掛け目を掛けて波及していくということである…。

福井議長

今+0.3%ポイントの寄与と言っていたのは、何に対する寄与か。

出沢国際局長

ユーロ統計としてである。

福井議長

ユーロ統計としてか。

岩田副総裁

ドイツでは1.4%ポイント位上がってしまう。

出沢国際局長

然り。

水野委員

原油が下がると、消えてしまう程度だな。

西村委員

フランスは消費が強くて、ドイツが弱いとずっと言われてきたが、今みているとドイツも少し良くなってきているというふうに考えて良いのか。

出沢国際局長

然り。どうも少し良くなった感じのようである。むしろフランスがサステイナブルかということになっている。

岩田副総裁

I F Oの先行き見通しはあまり良くない。足許はそんなに悪くないが、景況感の先行きは落ちているな。

出沢国際局長

然り。先行きが弱気な指標というのは現に幾つか出ている。野田委員のご指摘のとおりである。

福井議長

コーヒープレイクを5分取ることにして、15時10分位から再開としたい。

(15時05分中断、15時10分再開)

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。国内経済情勢について井戸理事と早川調査統計局長から願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

早川調査統計局長

それではお手許にある資料-4 (参考計表) 及び本日お配りしている資料-4 (追加図表) を使ってご説明していきたい。最初に (参考計表)、いつものように図表5からご覧頂きたい。輸出入の動きだが、グラフをご覧頂ければお分かりのとおり輸出は堅調に増加している。第2四半期は少しだけ伸びが鈍化したが、再び7月、8月は高い伸びになっている。一方、輸入は増加基調にあると認識しているが、このところ少し伸び悩んでいるような感じがしている。図表6で輸出の内訳をみるが、まず(1)で地域別にみると、米国向けはこのところずっと順調に増加している。確かにアメリカ経済は減速している訳だが、減速はやはり住宅関連が中心というこ

とであって、我が方の輸出には実は取り敢えずあまり影響は出ていない。ヨーロッパ向けの輸出も着実に増加している。第2四半期は伸びがほぼ無くなってしまった東アジア向けも7月、8月は再び増加しており、特に第2四半期は一旦減少したASEAN向けのリバウンドが目立っている。さらに、その他はずっと高い伸びを続けており、第2四半期だけなぜかほぼ横這いに近かったが、再び7月、8月と高い伸びになっていて、前から申し上げているように、このところこういった新興国を中心とする需要の伸びが日本の輸出の増加を支えているという感じがする。(2)で財別をご覧頂いても、ご覧のとおりほぼ押し並べて増加しているが、今月2箇所だけポイントを述べると、一つはやはり情報関連である。第2四半期に一旦マイナスになったが、やはりこれはNIEs辺りでの生産調整を現わしており、NIEsの調整が大体終了するにつれて情報関連の輸出が再び増加しているということである。それから資本財・部品が第3四半期も高い伸びになっていることについては、第2四半期に一旦少し伸びが低くなったものが再びリバウンドしたものであり、この辺りは先程申し上げたその他の伸びの動きと比較的密接に関連していると理解している。図表11、為替レートについては改めて申し上げるまでもないかもしれないが、ご承知のようにこのところ円安が進行しているので、実質実効レートでみるとかなりの円安水準になっている。一方、図表12の輸入だが、第1四半期は結構輸入は増えたが、第2四半期はほぼ横這い。第3四半期、7月、8月は今のところ微減という姿になっており、やや伸び悩みという感じである。

(2) 財別をご覧頂くとお分かりのとおり、足許は情報関連と資本財・部品、この二つは順調に増えているが、あとは総じて弱い。さらに少し長い、去年辺りからの動きをご覧頂くと、特に目立っているのが素原材料である。去年、年間でマイナスの後、足許も第2四半期こそ増えたものの第3四半期は減っている。従来であれば素原材料の輸入は、日本の鉱工業生産とほぼ平行に動くと考えられているので、そういう意味ではややおかしい感じなのだが、この点、図表13をご覧頂くと、(1)に鉱工業生産1単位当たりの素原材料輸入、いわば原単位が書いてある。ご覧頂くと、原単位は

ややトレンド的にも節約が進んでいる感じがする。それに加えて特に (2) だが、素原材料の価格と原単位をグラフに書いてみると、かなりはっきりとした逆相関が出てくる。これは極く簡単な関数にぶち込んでみてもしつかり有意に出てくる。以前、企業収益のところ、素原材料の価格が上がると原単位を節約することによって企業収益の下支え要因になっていることをご説明したが、実はそれが非常にもっと素朴なレベルで、輸入原単位のレベルでも起こっている。いわば企業のエネルギー節約的な技術進歩を現わしていると思っている。

今度は企業収益である。図表 15 の短観の経常利益はご存知のとおり、去年 2005 年度は非常に高い伸びとなった後、今年は伸びこそ鈍化するが、製造業、非製造業、大企業、中小企業いずれも増益を維持するという姿であった。特に今回目立っているのは大企業で足許僅かではあるが上方修正が起こっているということである。さらにそれに加えて例えば特に大企業製造業をお考え頂きたいのだが、為替の想定レートは 111 円、しかも原油価格の下落はどうも仕入れ価格判断等からみてあまり織り込まれていないということなので、企業収益がさらに上振れる可能性がある。特に 10~12 月辺りは今のままいくと為替と原油がフルに寄与してくるので、その辺りには直接影響が出てくる可能性があるという気がする。ここで、設備投資を（追加図表）でご覧頂きたい。図表 17 だが、〈先行指標等〉と書いてあるうち資本財出荷については、ご覧のとおり第 2 四半期に 10% 近く伸びた後、7 月、8 月も +1.3% と小幅ではあるが増加しており、設備投資は足許増加しているということだと思う。一方、先行きに関してだが、機械受注がご承知のように出ており、8 月単月でみると +6.7% と、そこそこの増加ではあったが、7 月の大幅な減少の結果、7 月、8 月を合わせてみるとまだ 4~6 月対比で 10% 近い減少という姿になっていて、8 月まではまだ少し弱いという感じである。これは図表 19 のグラフでご覧頂いた方が分かりやすい。これを製造業、非製造業別にみると、製造業については問題ないというか、むしろ私共は設備投資の伸びについては年度後半、若干なりとも減速する位のイメージでいるので、4~6 月伸びた後、むし

ろ少し減ってくれてちょうど良い位の印象を持っている。ただ、一方でご覧のとおり非製造業について結構 7 月、8 月段階では大きく落ちていて、この辺りが少し気になるところである。(2) 建築着工床面積も実はよく似た動きになっており、建築着工全体でみればご覧のとおり振れを伴いつつも高水準で推移している訳だが、内訳をみると鉱工業はかなり堅調な動き、一方で非製造業は足許少し弱いという感じになっている。そういう意味でこの非製造業のところが注目される訳である。図表 20 の短観の設備投資計画をご覧頂きたい。実は変な話であるが、先行指数の出ている数字は 8 月までの数字であって、短観では 9 月時点での投資計画がみえている。素直にこれを見ると、ご覧のとおり製造業については大企業も 6 月段階の高い伸びを維持しているし、中小企業も既に 9 月段階でプラスということで結構強い訳だが、非製造業は如何かということ、非製造業大企業のところは前回対比でみれば横這いだが、むしろ前年比では伸び率を高めている。6 月時点までだと少し弱めに走っていた非製造業中小企業も今回結構大幅な上方修正となった。こうしたことを踏まえると、非製造業について特に何か心配したことが起こっているというよりは、先行指数は、元々振れやすい統計なので何か月か均してみればそんなに変なことは起こっていない可能性が高いと思っている。

今度は個人消費、図表 21 だが、全体としては依然として冴えないレベルであることには変化がない。ただ、どうもこれまでの動きについては天候要因がそれなりに影響していたと思われ、足許少し改善の兆しがみられるということかと思う。乗用車についてはご覧のとおり 8 月は若干戻したが 9 月は再び落ちてしまって、結局、7~9 月も除く軽で前期比 2.5%減と冴えない動きになっている。相変わらず軽自動車は良いのだが、それ以外が悪いという状態が続いている。ただ、このところずっと目ぼしい新車がなかったが、9 月の終わりにレクサスの LS、旧セルシオが投入された。これは台数は多分いかならないと思うが、それなりに予約状態は良いようであるし、一昨日、カローラのフルモデルチェンジが投入された。従って、10 月、11 月位から少し新車効果が出てくるのではないかと期待していると



ころである。次に家電販売だが、伸び率に関してはやや一頃と比べると鈍化している感じはするが、4~6月一旦減少の後、再び7月、8月はプラスになっている。伸びが少し鈍化している背景には二つあって、一つはパソコンである。これはご承知のようにOSの切り替え前という事情がある。もう一つは携帯電話であり、携帯電話はナンバーポータビリティの関係で新機種の投入が例年よりも遅れている。9月位から投入が始まるという感じなので、それが若干マイナスに影響していると理解している。一方、百貨店、スーパー等に関してはご覧のとおり8月はいずれも前月比でみてプラスになった。この結果、百貨店、スーパーともに決して強いとは言えないが一応7月、8月の4~6月対比が若干のプラスに転じたということである。さらにコンビニエンスストアについても、これは何分にも7月の落ちが大きいものだから、7月、8月でプラスにはなっていないが、やはり煙草の反動明けで8月はそれなりに増えているという姿である。旅行については、昨日、8月の数字が出て、実はずっと弱かった国内を中心にリバウンドした。やはり天候要因が効いているという感じがする。このほか、ここには載せていないが外食も8月まできて堅調ということである。このように個人消費関係については、これまでの悪さについて背景が色々考えられた訳だが、やはり天候要因はそれなりに影響していたという感じが確認されていて、最近漸く天候も良くなってきたので、少し数字が良くなるのではないかと期待している。実際、9月辺りの百貨店は結構良い数字が出そうだというヒアリング情報がある。ただし、一点だけ申し上げておかななくてはならないのは家計調査であり、家計調査はご覧のように7月、8月で前期比-2.1%とかなり大きな減少になっている。6月までは所得が弱くてその結果消費が弱いという比較的単純な姿だったのだが、7月、8月は消費性向をご覧頂ければお分かりのとおり所得が伸びているにもかかわらず、消費性向が大きく落ち込むような姿で減少している。従って、GDPベースでみると仮に販売統計が改善しても、これが足を引っ張ってしまってGDPの消費が弱いという可能性は十分に考えられるということを一応念頭に置いて頂きたい。図表26は住宅投資である。7月は120

万戸位まで落ちてしまったのだが、結局 8 月はまた 130 万戸位へとリバウンドしている。数字をご覧頂ければ、この変動を作り出しているのはほとんど分譲住宅であることは一目瞭然である。先月も分譲が落ちた時に可能性は二つあって、一つはそもそも着工が集中すると増え、ないと落ちるといふ単純な振れの可能性と、もう一つは言ってみれば特に首都圏における用地取得難による供給の制約であると申し上げた。8 月はリバウンドしたが、逆に言うと大型物件の投入があったということであり、これだけをもって実は供給要因はあまり関係ないとは言い切れない。まだ少しよく分からないが、供給要因の影響も一応念頭に置きつつみていく必要があると思っている。

図表 29、(1) の鉱工業生産だが、8 月に増加して 7 月、8 月の前期比は +1.0%、9 月の予測指数まで伸ばすと前期比 +1.2% という数字が今出ている。私共のヒアリングでもこの程度は生産が増加するのではないかとと思っている。出荷も 4~6 月に 2% 増加した後、7~9 月も 1.2% 増と順調に増えている。在庫は 8 月は増えたが、4~6 月に大きく減っているので全体としてのバランスは比較的良いと思っている。このように生産周りは比較的順調なのだが、何となくマーケットの人達は生産が弱いというイメージを持っている節がある。色々理由を考えたのだが、一つは元々アメリカの影響を強く見過ぎているということがあるのだろう。最近少し困ったと思っているのは、予測指数と鉱工業生産の乖離である。この予測指数が下振れることもあるが、それ以上に実は予測指数と鉱工業生産全体が乖離してしまっている点である。そのために予測指数をみていて全体が出てくると、予測指数に比べて弱いものだから、弱いと思ってしまうのだが、実はそんなことはなくて予測指数と本系列がずっと乖離しているのである。例えば、直近はひどいことになっていて、7 月、8 月の前年比をみると全体は +5.5% なのだが、予測指数だけをみると前年比 +12.2% である。この +12.2% のグループについての予測指数をみて、+5.5% という実績をみるために、どうも乖離してしまっているというのが少し変に影響しているような気がする。ただし、足許の乖離は少し極端なので、我々は若干

縮むのではないかとってはいる。少し脱線したが、図表 31 で在庫循環をご覧頂く。在庫循環についてはこれまで申し上げておおりである。

(1) 鉱工業全体では出荷が 5%強伸び、在庫がほぼ前年比横這いであるので、全体としてはバランスの良い状態にあるということであり、特に(3) その他生産財、素材に関しては第 4 象限に結構入り込んでいる感じなのでバランスが相当良い状態である。一方で(2) 電子部品・デバイスに関してはご覧のとおり 45 度線を若干跨いでいる。ただし、少し申し上げておかななくてはならないのは、これは前年比で取っているために、去年はこの辺から良くなってきた時期なのでなかなか生産、出荷が上がらない、あるいは在庫が増えやすいということがある。それからそもそも前期比でみた場合、4~6 月は確かに生産、出荷も弱かったが、足許は生産、出荷とともに増加する中で在庫も若干増加という姿になっていて、しかも予測指数対比もほとんど下振れていないということを見ると、現状、何か後ろ向きの在庫が大きく積み上がっているというふうには考える必要はないと思っている。勿論、極く一部そういうものがあることは認めるが、という理解をしている。従って、この分野については今現在在庫調整が重いというよりは、もし仮に米国の減速が個人消費まではっきり及んできた場合、この辺りを通じて調整圧力が出てくる可能性があるという位置付け位で考えておくのが一番自然ではないかと思っている。

図表 32 は雇用関連だが、あまり大きな変化はない。有効求人倍率は 1.08 倍と 0.01 落ちたが、改善基調に変化はない。〈労働力調査〉も失業率は 4.1%で横這いである。雇用者数はこのところ毎月動くが概ね+1%台で推移している。失業率等はどちらかというとな労働参加率が月々若干上がったたり下がったりする振れの分だけ幾分揺れているというような範囲内の理解である。〈毎月勤労統計〉についても常用労働者数の前年比は+1.2%と、このところ+1%強で推移している。賃金に関しては相変わらず所定内給与はゼロ近傍、微減の状態が続いている。なお、今月に関してはそうした中であって、特別給与が、ウエイトは小さいのだが、夏のボーナスの最後のところで-10.6%になっている。この結果、図表 37 をご覧頂くと、

6～8月の夏季賞与は前年比+1.4%である。ただ、8月の特別給与は例年若干上方修正される傾向があるので、我々は何とかこれが+1.5%か+1.6%位まで行ってくれれば、大体これまでと同じような伸びと言えるかなと今思っている。なお、もう一点だけ申し上げておくと図表34、短観の雇用判断については不足超が結構はっきりしてきているので、言ってみればこういった雇用不足状態が賃金にいつ頃波及してくるのかというのが、一つの重要な鍵になっていると申し上げておきたい。

最後に物価関連である。図表39をご覧頂きたい。国際商品市況は全体としては反落している。その反落の主因は言うまでもなく原油であり、ご承知のように直近ではWTIで57ドル台、ドバイでは55ドル台位まで下がっている。ただ、全部が下がっている訳ではなくて、例えば非鉄辺りについてはご覧のとおり高水準で推移している状態かと思っている。図表42で国内商品市況をご覧頂くと、実は国内商品市況でみると高水準横這いという感じである。確かに(1)①のグラフ、石油のところは下がっているが、これまで原油価格が上昇局面でフルに転嫁する程上がっていないこともあって、足許はそんなに大きく下がっていない。それから②をご覧頂くと、非鉄の値段は円安もあるものだから、円ベースでみるとむしろ上昇という姿が出ている。鉄なども需給を現わして上がっているし、化学もナフサは下がっているが、実はあまり大きく反落はしていない状態である。次に図表43、CGPIは、明日9月の数字が出るものだから8月の数字だけを申し上げても仕方ないが、一応8月までだと前年比3.4%の高い伸びが続いている。今ご覧頂いたような商品市況であるので、CGPIが急速に落ちてくるという感じはしていない。ただ、月次で横這いのような数字が段々出てくるので、3か月前比は例えば今の+0.7%から、仮に今の原油価格等を前提にすると、段々横這いに近くなっていく可能性が高いと、取り敢えず思っている。図表45の企業向けサービス価格については、報道にあったように総平均は8月が+0.3%と、確か101か月振りの前年比プラスだったと思う。これは主に外航貨物輸送の値上がりであり、国内要因だけをみるとまだマイナスということであり、前から申し上げているよ

うにマイナス幅は縮小してきているが、やはり企業の経費抑制姿勢の根強さが窺われる。消費者物価に関してはご承知のとおり、8月は前年比+0.3%と、0.1%ポイント上昇幅を拡大した。ただし、これは主に財の中の石油製品の上昇によるものであった。次に図表47をご覧頂いても、特殊要因除くと-0.2%なのだが、食料、エネルギーを除くと-0.4%という感じで何か逆方向に動いているように見えるが、これはいってみればいずれも四捨五入のせいであって、基本的にはあまり動いていないとお考え頂いた方がよいということである。目先について申し上げますと、9月は国内でガソリンの価格が下がらないのだが、去年が上がっていたものだから、実は前年比の寄与度は少し小さくなる。それに加えて少し気になるのは東京もそうなのだが、あちこちで家賃が下がっている。そうすると9月は場合によっては+0.2%に逆戻りする可能性もそこそこあるというふうにご覧頂きたい。一方、10月、11月に関しては、ご承知のように10月に医療費の自己負担分の引き上げ、11月に携帯電話のマイナス寄与の剥落があるので、10月、11月は再びプラス幅を拡大する方向である。ただし、この点では10月は然程影響ないが、11月位に果たして石油製品がどうなるか、この辺りはまだ少し不確定な部分がある。なお、消費者物価について一点だけ付け加えさせて頂くと、除く生鮮では+0.2%~+0.3%なのだが、含む生鮮では実は前年比+0.9%と結構高い数字になっている。この辺はGDP統計の消費デフレーターに反映されてくるので、少し念頭に置いて欲しい。最後に図表50で地価をご覧頂くと、〈都道府県地価調査〉とあるが、いわゆる基準地価が出た。全国ベースでみると依然として下げ止まりのフェーズだが、二次微分と言うか、1回、1回の変化をみるとそこそこ大きいものだから、このまま行くと例えば来年の公示地価、基準地価辺りはそこそこ目立つ数字になってくる可能性もあるという気がしている。

以上申し上げたとおり、あまり大きな変化は起こっていない。全体としてみると概ね想定に沿った推移であって、個別に細かく言うと依然として企業部門が幾分強め、家計部門が幾分弱めという状態は変わっていないと

ということかと思っている。短観の業況判断なども大体それに整合的な動きがみられたと思っている。ただ、一点だけ付け加えるとすると、先程申し上げたように、これまでやや弱めにみえた家計部門、特に個人消費のうち少なくとも一部は天候要因であったらしいということが分かり掛けているのは、グッドニュースと言えばグッドニュースである、この程度の変化だというふうに思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

西村委員

一つの恐らく重要な点というのは例の原単位の話である。原単位の話の時にもう一つ重要な点は、要するに素原料と中間財のところで、かなりはっきりした代替——足許のところは少し違うのだが——、要するに素原料単位は下がっているが中間財単位は上がっている。例えば、日本とフランスを比較してみると、日本は中間財の比率、比重が凄く大きい。そういう形で世界的にというか、特にアジアを含めた分業体制の中に組み込まれての輸入原単位といった場合には、我々は素原料だけでみるのは少しまずくて、両方合わせてみなくてはならないのではないかという気がしているのだが。

早川調査統計局長

それはおっしゃるとおりである。ここは少し長期の話と、ある種の循環的というか価格の変化に対する反応と二つみておくべきだと思う。おっしゃるとおり、長期でみると、グラフでは一目瞭然だが、素原材料の原単位は少し下がってきていて、中間財の原単位は少し上がってきている。ご承知のように実は最終財はもっと前から、いわゆる輸入ペネトレーションが上がっていたが、言ってみれば中間財はそれを追い掛けるようにして今おもむろに上がってきているということが起こっている。ただ、今回申し

上げたかったのは、そういうウルトラ長期の話よりも中段、下段、特に中段が一番クリアだが、いわゆる原材料価格が上がるとエネルギー節約投資のようなものが行われる結果として原単位が改善する。これとそっくりなグラフを以前企業収益のところでおみせしたことがあるが、そういうことがやはり起こっているらしい。従って、足許の素原材料の輸入の弱さのようなものは、ここ2~3年の原材料価格がかなり顕著に上がっていることがなにがしか影響しているのではないかと思っている。

岩田副総裁

輸入価格はデフレーターと書いてあるのだが、輸入物価指数ではないのか。

早川調査統計局長

これは我々が実質輸出入を作っている時のデフレーターであり、輸入物価指数から我々が計算し直して作っているものである。

岩田副総裁

そうか。一つ伺いたいのは、今の企業物価指数の基準年度は2000年か。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

基準改定はあるのか。

早川調査統計局長

ある。

岩田副総裁

いつあるのか。

早川調査統計局長

来年の終わり位に切り替わる予定である。工業統計表が来年の春に固まるので、それを踏まえて来年の終わり位に予定している。

岩田副総裁

来年の終わり位か。

早川調査統計局長

然り。どうしても厄介なのはやはり基準年の問題である。結局、良いか悪いかはともかく、CPIは家計調査でやっているから、直ぐにウエイトが確定してしまうのに比べて、CGPIなどは工業統計表を使っているの  
で、圧倒的に信頼度は高いのだが、家計調査よりも…。

岩田副総裁

時間が掛かる。

早川調査統計局長

然り。逆に言うとそれ以外のもの、例えば産業連関表準拠のようなもの  
になってくると、もっと遅れてしまうのである。

岩田副総裁

来年は1%かプラスでみているが、改定したらマイナスになっていると  
いう可能性もあるのか。

早川調査統計局長

それは比較的CGPIについては、例の連鎖指数をずっと出しているの  
で…。



岩田副総裁

連鎖指数でみると半分位だな。

早川調査統計局長

連鎖指数をご覧頂ければ大体イメージが掴めると思う。半分位である。

岩田副総裁

半分位だな。

早川調査統計局長

然り。恐らく基準改定すると連鎖位になると思う。CGPIについてはある新しい品目が段差を付けてどっと入ってくるというよりは連続的に入れ替えているので、いわゆる品目入れ替え効果はあまりない。そうするとほとんどは指数の、文字どおりの算式バイアスなので、連鎖をみればほとんどみえるということである。

岩田副総裁

もう一点は今の最後のお話にあったように、個人消費が少し弱めに出ている。それで設備投資はやや強めという、これは短観の設備投資計画をみればそのとおりだが、非常に極く短期に7~9月期に限定してみると、出荷とか床面積とか、数字上は少し伸びが捗々しくない。設備投資計画という意味では確かに上振れしており、それでマーケットも第3四半期のGDPを、年率で+3.5%とか+3.6%とか、それ位の成長を読んでいると思う。しかし私が少し恐れているのは、仮に個人消費がやはり弱めで僅かにプラス位で、設備投資は思った程は稼げない、それで純輸出も+0.1%か+0.2%か位だとすると、どう足してもマーケットの予測に達しないことになる。下振れした場合にマーケットがそれを何と言うのか、そうならないことを願っているが、ちょうどCPIショックの時のように受取ってしまうリスクがあるような気がしている。

早川調査統計局長

岩田副総裁はまさにGDPの数字当てをしたいという感じなのか。

岩田副総裁

然り。

早川調査統計局長

そうだとすると実勢のGDPの数字については、私も岩田副総裁と似たような懸念を若干持っている。まず第一に、設備投資は内閣府の投資総合指数を信じるのであれば、資本財出荷よりは強いのである。

岩田副総裁

だが、ほとんどゼロに近いのではないか。

早川調査統計局長

そのようなことはないが、どちらにしても消費が結構マイナスになってしまう可能性がある。要するに、図体が大いなので、結構マイナスになってしまう。従って、皆がみているよりは少し低い可能性があり、かつ、仮にそこそこプラスであったとしても、それは相当程度数字面では外需主導になってしまう。足許、7月、8月と輸出が強くて輸入が弱いから、これで外需の寄与度は+0.4%~+0.5%ポイントとなってもおかしくはない。そうすると、場合によってはほとんどの成長は外需のみで稼ぐという数字に、GDP上はなってしまう可能性がある。勿論、まだ9月の数字は出ていないから、この段階で言っても始まらないが、個人消費は実勢としては販売統計がどちらかと言えば少し良くなりつつある。そういう意味ではこれまでの悪さが相当程度、天候要因もあったと思われて、良かったなと思っているのだが、むしろGDPの世界だとおっしゃるような世界が起こってしまう可能性はある。

西村委員

それにはまた隠し玉がある。その隠し玉は何かというと、今度CPIが変った。あれで色々なものを作り直すので、その数字で逆に言えばデフレ的になって、実質が上がる可能性が結構ある。

岩田副総裁

基準改定か。

西村委員

CPI基準改定において、特に携帯の影響は結構大きいものだから、それを浜野内閣府審議官に聞かなくてはならないが…。

早川調査統計局長

西村委員のお話はむしろ、7～9月の話ではなくて、去年の10～12月の個人消費が増えてしまうということである。要するに携帯が落ちているというようなことになってしまう。

岩田副総裁

そうか、前期比だとそんなには変わらないか。

早川調査統計局長

前期比だと今度の7～9月に対してはあまり助けにならない。

岩田副総裁

前年比だと良いかもしれない。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

それで私が思ったのはもう一つあって、GDPは前期比で出てくるが、デフレーターは前年同期比で出てくるのである。そうすると先程言ったような、さらにそれが極端な形で出てくる可能性があるということである。

早川調査統計局長

そういう意味では実勢はともかく、まだ何分にも8月までしか数字がないので、GDPについて今の時点であまり言っても仕方がないが、仮に例えば家計調査が9月までまた悪いということになった場合は、特に個人消費が実勢よりも弱く出てしまう可能性はあり得る。そうすると先程のように、マーケットは勝手に弱いなどと言う可能性はある。

西村委員

だが、過去に遡って消費は増えるであろう。

早川調査統計局長

然り。勿論そうである。

西村委員

であるから、その部分を均せばという話がまた出てくる訳である。

早川調査統計局長

その話を始めると12月にはGDPの確報化が起こるので、そこで結構大きく動くことになると思う。

須田委員

先程の輸入原単位の話で、設備投資等でエネルギー節約的なことをやっているのだと。オイルショックの時はかなり価格上昇が急激だったから本

当にそうした対応の投資をしたという感覚があるのだが、今回については、エネルギーを節約するための投資をしたという話はあまり今まで聞いていないが。

早川調査統計局長

否、あるらしい。

須田委員

そうなのか。

早川調査統計局長

去年、企業収益のご説明の際に計算したら思いのほか原単位改善効果があって、これは何だろうという話になった。私共でもあまり大きな話としては聞いていないが、私共のミクロ班に聞くとやはり省エネ投資も結構個々の企業ではやっているのだそうである。しかも、ズバリ省エネ投資とは限らないようなのである。例えば、どこであったか素材関係の業種で、いわゆるあまり質の良くない原材料からでもちゃんとした製品ができるような投資をやるのである。そうすると付加価値ベースでは原単位改善なのである。物の悪い原材料から前と同じだけのものを作れば、付加価値ベースでは原単位が改善するというようなことを結構やっているそうである。

野田委員

環境対策を行っているが、結果として省エネになっているということか。

早川調査統計局長

あるだろう。要するに、名前としては例えば単に古いものの更新投資と言われているかもしれないが、更新する際には能力が増えることもあるし、原単位が改善することもあるし、ということである。

福間委員

そのためにやっていることでもある。

早川調査統計局長

決して大きな声で凄い省エネ投資をやっているというふうには聞かないが、どうもそうらしい。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境に移る。稲葉理事と雨宮企画局長、お願いする。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価についてご説明する。事前にお配りしてある資料-5の金融環境の現状評価のうちの(参考計表)と、先程お手許にお配りした(参考計表・その2)の二つでご説明する。貸出とマネーの数字は本日発表になっている。本日発表となった数字を織り込んでいる先程お手許にお配りした(参考計表・その2)でご説明する。図表2の(1)が民間銀行貸出であって、06/9月の数字が今朝発表された最新の数字であって2.3%の増加であった。これは何度も申し上げているとおり、昨年、都市再生機構が調達を財政投融资から民間借入れに振り替えて貸出が増えた反動ということで、伸び率が0.3%程低下したということである。8月の+2.6%というのは、もともと+2.7%であったのが若干下方修正され、9月はそこから0.3%落ちて+2.3%ということである。これで7~9月、3か月合計0.6%程度の寄与とみている。特殊要因を挙げだしたらきりが無いが、この都市再生機構の反動という要因がなくなったので、ほぼ実力ベースの数字が大体この2%台頭位かな、というイメージである。その実力ベースの中身としては、大体業種にほぼ凸凹無く着実に増加している。

ただし、今の企業のキャッシュ・フロー状況等を考え合わせると、これがどんどん伸び率を高めていく状況ではないという意味での巡航的な速度がこの辺りかなという感じである。この貸出の伸びを前提に、図表1のその他の政府系、生保、直接市場調達も含めた民間部門の総資金調達であるが、やや貸出の伸びが落ちたこと等を主因に、9月+0.5%となり若干伸び率を落としている。ただ、一応先程申し上げた特殊要因が剥げた後も+0.5%となり、ある程度のりしろを残してのプラスとなった。今まで民間部門の総資金調達は民間の総資金需要の代理変数としてみている訳であるが、これまで民間の資金需要は増加に転じているという表現を4か月間続けており、転じているのが何か月も続くのは妙なので、一応ここで特殊要因が剥げた後も+0.5%であることから、資金需要は増加している、ということで明日お話ししたいと考えている。以上がクレジット関係である。

次は、マネーで、図表4のマネー関連指標をご覧頂きたい。このマネー関連指標の〈マネタリーベース〉は9月-21.2%ということで、これは8月とほぼ変わらない。〈マネーサプライ〉のM2+CDをご覧頂くと、9月は+0.6%となっており——これが今朝発表された数字であるが——、8月+0.5%だったものが+0.4%にリバイスされているので、+0.4%から+0.6%に若干伸び率を高めている。この中身は、図表5の(1)の要因分解でご覧頂くと、太実線が少し頭を持ち上げているのが+0.6%に上昇したところであるが、中身的には——ここ数か月大体同じ要因であるが——、その他要因のマイナス幅が少し縮んだというのが内容である。例によってその他要因の犯人探しをしていくと、取り敢えず今日見付かったところでは、民間法人の現先とレポが若干落ちている、ということがある。恐らくこれはまだちゃんと調査が着いていないが、9月は期末なので、証券会社のレポ現先運用が期末要因で少し控えられたといったことが効いているかもしれないなと思っている。いずれにせよ、最近はその他要因でやや細かく振れるということであるので、M2+CDについては+0.5%内外の低空飛行が続いているという状況が続いているとご理解頂ければ

良いかと思う。本日発表となったクレジット、マネーは大体以上である。資料-5の(参考計表)に戻って、その他のデータをご説明する。まず、図表4に約定平均金利が出ているので、貸出の金利状況についてご説明する。図表4<貸出金利>のプライムレート関係であるが、短プラは1.625%、長プラは9月2.30%、10月は若干引き上げられて2.35%になっているが、長期金利の安定を反映して小動きということである。貸出約定平均金利の短期をご覧頂くと8月は1.321%と、7月の1.451と比べるとむしろ低下しているが、これには8月に交付税特会向けのシェアが高まったという特殊要因があって、この交付税特会向けを除いたベースだと1.736%で若干上昇している。ただこの1.736%にはまだ恐らく短プラ引き上げの影響がほとんど入っていないので、この間4~6月の1.534%と比べると20bp位上がっているのは、専ら市場金利ベースレートの上昇を反映した部分ということだと思われる。そういう意味では短プラ引き上げの影響はこの後出てくるかと思われる。長期金利は、先程申し上げたとおり、全体として長期の市場金利が落ち着いて動いている中でほぼ横這い圏内で上がったり下がったり、8月は7月と比べると若干低下している状況である。全体としては、貸出金利は恐らくこの後短プラ引き上げ分が加わってくるが、長期はどんどん上がるという時代ではないので、全体として、恐らくボトムを打って上がり始めたとしても上がり方はゆっくりだろうと思われる。ただし、企業に与えるイメージとしては若干ボトムを打った、あるいは短プラ引き上げ交渉といったことが若干影響を与えている可能性がある。図表6の企業金融関連指標であるが、企業金融関連指標で<資金需要>と<資金繰りD.I.>辺りはあまり変わっていない。資金繰り判断のD.I.も比較的高水準で横這いであるが、企業からみた<金融機関の貸出態度>は幾分この「緩い」超幅が低下している。短観の数字をご覧頂くと、大企業が1~3月の27%ポイントから7~9月の24%ポイント、中小企業が1~3月12%ポイントから7~9月9%ポイントということで、勿論かなり大きな「緩い」超であることは変わらないので、環境は非常に緩和的であるが、この金利の引き上げ交渉等を背景に「緩い」超幅は幾分小さくなっている。



これを図表で確認して頂くと、図表 8 (2) が企業からみた金融機関の貸出態度であり、〈短観〉は少し頭を下げている。〈中小公庫・国民公庫〉は引き続き「緩い」超で動いているが、「緩い」超への動き方は若干緩やかになっているような感じである。いずれにせよ、このグラフからもご覧頂けるとおり、金融機関の貸出態度は、1990 年代に無い程緩いという報告になっているので、さらにこの先どんどん緩くなるということでは無くなっているのかなと思われる。次に図表 10 の資本市場調達関連をご説明申し上げる。まず、〈国内公募社債の発行額〉の社債計、毎月の新規発行額は、8 月 4,820 億円の後、9 月も 3,650 億円とそこそこの発行が続いている。〈CP・社債の発行残高〉で空欄になっているところだが、CP の数字は今日出ているので、恐縮だが数字を申し上げますと、9 月の CP の前年比が -16.6% ということで、CP の前年比の減少幅が少し大きくなった。従って、CP と社債を合計した前年比も 8 月の -0.2% に続く 9 月の数字が -1.4% と、若干マイナス幅を拡大している。一つはまず社債であるが、+3.1% から +2.1% と、若干伸びを落とした。社債はこれまで貸出同様伸びを高めてきたが、貸出と同様、このままどんどん社債の残高の伸びが高まるということではなく、少しずつ巡航速度に落ち着きつつあるということかもしれない。次に CP であるが、CP は今年の初めに市場金利が上がりだした時にそれを嫌気して、貸出にドンとシフトして、そのシフトした残高がそのまま続いているということで前年比 14%~15% のマイナスが続いているが、最近さらに新しい特殊要因が加わった。実は昨年一部メガバンクが公的資金を返済する時に、ホールディング・カンパニーが返済資金の調達で CP を発行し、それを傘下の銀行が引き受けるという格好で短期的な資金繰りをつけた。その CP が徐々に剥落しているという要因もあって、9 月はマイナス幅を拡大したということであった。次に〈エクイティファイナンスの状況〉であるが、8 月、9 月は若干夏枯れということで、例えば転換社債の 8 月は非常に小さい数字であったし、株式調達も 9 月は 525 億円と若干小さかったが、全体としての起債環境は非常に良いようで、10 月はかなり大きいものが出る。既に出ているもので言うと、転

換社債では、シャープが2,000億というかなり大規模なものを出している。株式の調達も10月は割と大きなIPOがあり、一つは出光興産、もう一つは野村不動産がそれぞれ1,000億円超の調達をするということであり、全体としては調達環境は良いということである。逆に言うと先程も話題が出ていたが、大手の調達環境と新興市場の調達環境がはっきり分かれてしまっているということで、大手については非常に好調のようである。マネーは今ご説明申し上げたので、インフレ予想をご説明申し上げる。図表21の市場等のインフレ予想であるが、(1)の家計はまだアンケートが出ていないので、(2)のエコノミストのCPI見通し、これはEPSフォーキャストであるが、CPI改定後のフォーキャストが出ている。これが太実線である。当然であるが、CPI改定前の数字と比べると20、30bp下にぶれている。第3四半期の0.2%から出発して、ゆっくりとは上がっていくという姿であるが、全体としては下方にぶれている。因みに、このフォーキャストは四半期ごとの前年比の調査であるが、平均値を取って年度に換算した数字を申し上げますと、CPI改定前の数字が、今年度が0.56%、来年度が0.69%だった。改定後の新しいフォーキャストだと、今年度が0.28%、来年度が0.51%なので、大体今年度で言うと20、30bp、来年度で言うと20bp程度の下方向修正であった。同じような感じは(3)のインデックス・ボンドからみたインフレ予想からも窺われ、元々これについてはどの程度数字が使えるかどうかという議論が続いているが、数字だけご覧頂くと、ちょうど8月の終わり頃にキックしているところがCPIの改定であり、この直前が0.82%だったものが、足許0.61なので、一応これで見ると20bp位下がっているという状況である。あと一言だけ、この物価連動債はどの程度データとして使えるのかという議論がよく起きるので、一言市場規模を申し上げておくと、市場規模は今足許4.5兆円まで拡大している。今年度末には5.5兆円程度に拡大する予定であり、今年で言えば2.5兆円発行することになっているので、一応順調に市場規模を拡大していることである。今までこの日本のインデックス・ボンドの問題点として市場規模が小さいが故に発行市場とセカンダリーが分断され

ているため、発行時に非常に大きくマーケットがぶれるというようなことがあった。典型的には、2005年6月はそうであった。そういうことが段々無くなってきているということもある。去年の12月から今年の初めに掛けては1か月間全く取引が無いというようなこともあったが、こうした取引の空白というのもほぼ無くなってきたということである。それから、去年みられた会計上の不透明性についても、資本直入を通じて制度的な不安定要因も無くなったということなので、アメリカ、イギリスのように我々がインフレ予想に使う道具として徐々に整っていくのではないかと期待している。私からは以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。図表7の資金需要、企業部門の資金過不足という点だが、日本では相当M&Aとか何かの資金需要があるのではないかと私は想像するのだが、この図で言うと投融資がそれに入ると考えて良いのか。

雨宮企画局長

然り。

岩田副総裁

そう思って目を凝らしてみているのだが、ほとんど図表には出てこない。もう少し資金需要がそちらからあっても良い気がするのだが、無いのはどうしてかというのが一つ。もう一つは、資金余剰で一番大きいのがキャッシュ・フローから設備投資を引いた、いわゆるフリーキャッシュ・フローで、減っているけれども今20兆円近くある。その大部分はこれをみると配当金で払っているということか。例えば、配当金が10何兆あるという感じだが、これは1年間でということか。

## 雨宮企画局長

1年間である。ある四半期を取ってその過去1年間の累積である。

## 岩田副総裁

1年間だな。この構図をみていると、フリーキャッシュ・フローのほとんどは配当金で払ってしまって、後は自社株買いを若干やっている、それであると運転資金があるのでその部分は不足になっている。なんとなく企業向け貸出も運転資金が中心なのかなと思っているのだが、そういう見方で良いか。

## 雨宮企画局長

岩田副総裁がご指摘のような構図だと思う。例えば、そもそも運転資金で若干貸出が出ている程度というのは、図表3 民間銀行貸出の(2)〈資金用途別〉で分かる。細実線が運転資金の残高の前年比でこれはプラスの伸びであるが、実は設備資金はストックとしてはまだかなりのマイナスである。その意味では資金需要はそこそこきているし、この設備資金のマイナスは縮まっているが、プラスの寄与としては設備資金がどんどん出ているというよりは運転資金が中心に増えているということであろう。それから配当金支払いが相当増えているのは、確か前々回のこの会合でも議論になったかと記憶しているが、これは企業金融を巡るこの10年間のもっとも大きな変化の一つであり、このグラフはかなり長期に取っているが、この配当金のところをご覧頂ければ、1990年代の頃と比べて倍以上になっている訳である。最近は配当性向がどんどん高まっているというよりも大体一定で、ある儲けが出ればその分一定割合で必ず還元するというのが定着している。大昔はむしろ配当額で縛っていたので、儲かって額で縛ると配当性向がどんどん低下するというのが1990年代初頭までの動きであったが、これが大きく変わった。ご指摘のとおり今の貸出、あるいは資金需要のうちの大層の部分は設備資金というよりは、こうした配当と運転資金

需要ということはお指摘のとおりだと思う。

岩田副総裁

然り。それで今図表 7 (1) の (注) 3. をみたら、投融資と有価証券は株式を除くと…。除くということはM&Aは入らないということなのか。

雨宮企画局長

実はこの後、統計的なことを申し上げようと思ったのだが、今岩田副総裁がおっしゃった投融資がこの中に入っているかどうかというと、入っていない。なぜ除いているかというと、実は、時価評価の関係があつて非常に振れが大きくなっているのを除いている。

岩田副総裁

配当性向は欧米企業と比べるとまだ半分位だな。アメリカは 2. 幾つとかだが、日本は 1. 何%位。

野田委員

今のは配当性向のことか。

雨宮企画局長

今おっしゃっているのは配当利回り。配当性向は 50%位近くある。

福井議長

他に宜しいか。今日の議題を終了した。明日は午前 9 時から再開するので宜しくお願いする。いつも申し上げているが機密管理のことである。決定会合への信認確保の観点から、皆様方くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたい。以上をもって、本日は閉会とする。

(16 時 09 分中断、13 日 9 時 00 分再開)

福井議長

おはようございます。それでは定刻なので、政策決定会合第二日目を開催する。今日は政府の方から財務省田中副大臣にお越し頂いた。

田中財務副大臣

どうぞ宜しくお願いする。

福井議長

宜しくどうぞ宜しくお願いする。内閣府からは昨日に引き続き浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しく宜しくお願いする。本日の議題だが、いつもと違って最初に一つ、担保掛け目等の見直しの実施、これは決定案件だが、執行部から説明を聞いた後、審議して決定に移りたい。あとは通常どおりの議題であり、金融経済情勢に関する討議と当面の金融政策運営に関する討議を経て決定。あとは月報の決定、それから前回の議事要旨の承認という順になっている。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させて頂く。それを前提に皆様方のご発言頂ければと思う。

### Ⅲ. 担保掛け目等の見直しの実施についての執行部説明（資料-7）

福井議長

それでは早速、議事に入る。最初の案件は担保掛け目等の見直しの実施について、まず執行部から説明を伺いたいと思う。稲葉理事と中曽金融市場局長からお願いする。

中曽金融市場局長

それではお手許の資料-7、担保掛け目等の年次レビュー結果についてご説明したい。本日お諮りしたいのは四角のカッコ枠の中に記載された点である。「本行適格担保の担保掛け目等について、現行の掛け目を設定後、概ね1年が経過したことから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて

これを見直すこととし、『適格担保取扱基本要領』等の一部改正を行うこととしたい。」という点である。

まず、1. 現状である。「現行の適格担保の担保掛け目等は、昨年9月の金融政策決定会合において、近年の市場金利の変動状況等を踏まえて見直されたもの」である。「その際、概ね1年を経過するごとに、担保割れの発生頻度等を検証することで現行の掛け目水準の妥当性を確認し、その見直しの要否を判断していくこととされた」ところである。ここで、「担保掛け目等」が指す具体的な内容なのだが、(注)にあるように、「適格担保の担保掛け目、国債現先オペにおける売買対象国債の時価売買価格比率およびマージン調整担保国債の担保掛け目、ならびに国債補完供給における売却対象国債の時価売却価格比率」である。

2. 検証である。「現行の担保掛け目等を設定後、概ね1年が経過したことから、その後の市場金利の変動状況等を踏まえて、現行の掛け目水準の妥当性」についてのチェックを行ったところである。検証の具体的な手法は、去年と同じである。順にみていくと、まず、(1) 検証方法の概要だが、「市場価格が得られる資産（国債等の債券）」については、「直近5年間の各営業日について、現行掛け目等に基づく『担保評価額』を『市場価格』と比較し、市場価格が担保価格を下回る、つまり担保割れになる頻度が1%程度となるかどうかを検証したところである。次に、それでは市場価格を取得できない資産——証貸債権だが——についても、昨年と同様、「直近5年間の金利データや信用リスク・プレミアムおよび流動性リスク・プレミアムに基づいて算出した理論価格の分布から、当初貸付期間における信頼区間99%での最低価格」を、モンテカルロシミュレーションを用いて推計し、「その価格へ下落をカバーする掛け目水準を現行掛け目と比較」したところである。つまり、現行の掛け目が適正かどうかチェックしたということである。それでは(2) 検証結果の概要である。まず「債券については、国債、国債以外の債券とも、担保割れの頻度は1%程度（またはそれを下回る水準）となった」。具体的に表を示してあるが、国債の表は、国債の担保割れの頻度の検証結果をお示ししている。この表

の中には、適格担保と国債現先等とに分けて頻度をお示ししている。適格担保の頻度のところをご覧頂くと、各残存区分について大体 1%程度になっているのがご覧頂ける。従って、適格担保については、現行の担保の掛け目は適正と判断できる。次に国債現先等については、各残存期間とも 1%を下回っているが、国債現先は日々値洗いをしていることもあるので、担保の掛け目の刻みが、これはまた後で申し上げるが、0.1%と適格担保よりも肌理細かくなっている。このため、現先については掛け目の水準を若干引き上げる余地があると考えている。次に、もう一方の表だが、変動利付国債についてお示ししている。変国については、今回から検証を行うためのデータの入手が可能になった。これを用いて検証してみたところ、これは文章中にもあるが、変国については、現在適用している掛け目では担保割れが期間中 1 回も発生していないので、「結果的に掛け目が低過ぎた」と評価できる。従って、変国については、「担保割れの頻度が 1%程度となる水準まで掛け目を引き上げることが妥当」と考えている。次に証貸債権である。証貸債権については、表をお示ししているが、証貸の具体的な内容については、この表と（注）にあり、内訳としては交付税特会、それから預金保険機構、産業再生機構、銀行等保有株式取得機構に対する証貸債権ならびに民間企業に対する証貸債権、こういったものが具体的な中身になる。こうした証貸債権については、「当初貸付期間が 1 年超 7 年以内」の三つの区分において、最低価格推計値への価格下落をカバーする掛け目の水準は、現行掛け目よりも、検証結果をみると低下している。表の中でご覧頂くと、三角印が付いた箇所は、掛け目をその分引き下げて厳しくすることが必要であることが示唆されている。これが証貸債権の試算、検証結果である。

以上の検証結果を踏まえて、3. 対応案のところであるが、以下のとおり変更することとしたい。シャドーを付した点が変更点である。まず、債券についてはイ. の表にあるように、変動利付国債のうち、5 年超 20 年以内の二つの区分については、担保割れの頻度が 1%程度になる水準まで掛け目を現行に比べて引き上げたいと思っている。これが債券である。次



に証貸債権は口.の表で申し上げると、1年超7年以内の三つの区分についての検証結果を踏まえて——シャドーを付してあるが——、それぞれ掛け目を引き下げを考えている。3頁の検証結果の表をご覧頂くと、計算上は最大で-4%でも良い筋合いなのだが、3年超の期間については従来から5%の刻みとしているので、3年超のところについては従来同様、5%刻みで引き下げを行いたい。つまり、-5%としたいと考えている。続いて(2)、(3)の表になるが、国債現先オペの取扱いについてである。現先の場合、約定時に直ぐにヘアカット率と呼ばれる時価売買比率を付して売買をする。その後、国債は日々値洗いをしてマージンコールと呼ばれる追加担保の差し入れを必要に応じて求めている。お示した表のうちの(2)の表が約定時のヘアカット、時価売買価格比率である。(3)の表が日々値洗いの結果、追加的に国債担保を差し入れる場合の担保掛け目である。この時価売買価格比率、マージンコールは算式の違いで表示が異なるが、時価売買価格比率も担保掛け目も同じ概念である。つまり、時価売買価格比率の逆数が掛け目になるという関係がある。例えば(2)の表で国債買現先の1年以内の時価売買価格比率は1.002とあるが、その逆数が(3)の表のうちの担保を受け入れる場合の1年以内の区分にある99.8%に相当する。従って、買現先の場合であれば(2)の表で時価売買価格比率が小さい程掛け目が高い、こういった関係があることになる。なお、国債補完供給、いわゆるSLFについては、売り現先という現先の形態の一つであるので、(2)の表にあるように売り現先および国債補完供給というふう整理をさせて頂いている。現先だが、先程も申し上げたように、国債現先の場合は日々値洗いをしていることもあって、掛け目の刻みを0.1%と通常の担保より肌理細かくしている。従って、先程ご覧頂いた検証結果をみると、掛け目を緩くする余地があるという結果が得られたので、これを踏まえて(2)及び(3)の表でシャドーを付した5年超の三つの区分について、それぞれカッコの中でお示ししている幅で掛け目を緩和したいと考えている。以上が中身の見直しである。

4. 実施日だが、本日ご決定頂ければ「所要の実務面での準備を進めた

うえで、本年10月末までに実施」をさせて頂きたいと考えている。以上が説明である。

続いて付議文を付してある。読上げさせて頂く。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。案件。適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 『適格担保取扱基本要領』（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を別紙1のとおり一部改正すること。2.

『国債の条件付売買基本要領』（平成14年9月18日付政委第109号別紙1.）を別紙2のとおり一部改正すること。3. 『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』（平成16年4月9日付政委第37号別紙1.）を別紙3のとおり一部改正すること。以上。」である。中身についてだが、別表1では、先程申し上げた変動利付国債の取扱いに新たな区分を設けている。つまり、変動利付国債は従来、利付国債と同じ掛け目を適用していたが、今回の検証結果を踏まえて別の区分を新たに設けて、掛け目も現行対比引き上げたところである。続いて7~8頁に掛けては、各種証券債権の掛け目のうち1年超7年以内の区分について、検証結果を踏まえて掛け目を記載のとおり引き下げさせて頂いている。続いて9頁、別表2については、下線を付しているように、国債の内訳に変動利付国債を付け加えさせて頂いている。続いて10頁、別紙2「国債の条件付売買基本要領」については、(2)で時価売買価格比率をイ. 買入、及びロ. 売却の場合について、それぞれ残存期間5年超の区分を記載のように改めさせて頂いている。同様に(5)担保価格についても、11頁になるが、記載のように改めさせて頂いている。別紙3は「補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領」においては、(2)時価売却価格比率について残存期間5年超の区分を記載のとおり改めさせて頂きたいと思う。私からは以上である。

福井議長

1年に1回、やや技術的に精緻なことをやっている。去年もあったので、ご記憶頂いているかと思うが、本件についてご意見があればどうぞ。特にご質問、ご意見はないか。それでは決議をしたい。

[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

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

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

全員一致で本件は可決した。それでは次の案件だが、金融経済情勢に関する討議に移りたい。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の案について、執行部から簡単にご説明願いたい。

#### IV. 金融経済月報に関する執行部説明

##### 前田調査統計局参事役

それではA 3 横長の比較表に基づいてご説明したいが、まずその前に今お配りした企業物価指数——先程 8 時 50 分に公表されたばかりだが——について極く簡単にご説明させて頂く。左下をご覧頂きたい。国内企業物価は 9 月速報で前月比が+0.3%となった。今回若干過去も遡って改定されており、8 月も+0.3%。これは元々+0.2%であったものが+0.3%に若干上方修正されている。その結果、3 か月前対比でみると 9 月は+1.1%である。公表の数字では+1.3%となっているが、通常夏に電力料金が上がるということであり、私共が国内企業物価の基調をみる際には、夏の夏季電力料金の上昇、下落を調整してきているので、この手書きの部分はそれを調整したベースと考えて頂ければと思う。そうすると 9 月は 3 か月前比で+1.1%。8 月が+0.8%、7 月は+1.1%であったので、ほぼ同じペースでの 3 か月前比でみた上昇となっている。因みに前年比はこのカッコの中に書いてあるが 3%台の伸びを続けている。正直、9 月は前月比で横這い程度かなとみていたのだが、みていたよりも少し強かったという感じである。強かった理由は幾つかあるが、一つは鉄鋼、建材関係の需給が良いということで、むしろ 3 か月前比では伸びを高めているということがある。もう一つは、例えばプラスチック製品とか金属製品といったところの上昇が少し目立っていて、これは、これまでのコスト上昇の転嫁がどうやら思ったより進んでいるのかな、ということである。あとは少し技術的な面になるが、非鉄金属については 3 か月前対比でみると 6 月が国際商品市況が最も下がっていた時期なので 9 月は 6 月対比でみると伸び率を高めた。あとは円安もあったので、この辺りが影響して 9 月の伸び率が高かったと思われる。

この点を踏まえて基本的見解についてご説明させて頂きたいが、まず物価である。物価については当月アンダーラインを引いているが、国内企業物価のところを少し変えている。これは前月までは「国際商品市況高などを背景に、上昇を続けている。」としていたが、これはご存知のとおり 8

月辺りから原油価格が下落しているので、当月は「既往の国際商品市況高などを背景に、上昇している。」というふうに変えさせて頂いている。9月の数字をみても一応上昇していることは引き続き確認されているので、「上昇」ということで問題はないと考えている。次に先行きだが、お配りした段階では「国内企業物価は、最近の国際商品市況の反落が影響し、当面、横這い圏内の動きになっていくとみられる。」と記述している。ただ、実は今日の数字をみて少し強いという感じがあって、私共は10月は石油製品価格が反落すると思っているので、国内企業物価は全体でみても前月比では小幅ながら下落すると思っている。しかし、基本的には3か月前比でこれまでみてきているので、前月比で8月が+0.3%、9月は+0.3%と、2か月で0.6%上がっているので、10月が多少前月比で下落しても3か月前比だと+0.3%、+0.4%、+0.5%辺りのプラスになることはほぼ間違いないかと思っている。これをみる前は場合によってはゼロ近傍まで伸び率は低下すると思っていたので、「横這い圏内の動きになっていく」というふうに書いていたが、少し原案からは変更した方が良くかと思っている。従って、私共としては次のようにさせて頂ければと思っている。「最近の国際商品市況の反落が影響し、当面、」ここまでは変わらないが、「当面、上昇テンポが鈍化していくとみられる。」というふうにさせて頂ければと考えている。物価については以上である。

实体经济については基本的には現状、先行きとも判断を変更する必要はないと考えている。ただ、当月は10月短観が公表された月であり、その月については業況判断についてメンションするという経緯がある。その結果、アンダーラインで示した「業況感も良好な水準で推移する中、」という表現を加えている。この表現は3か月前の7月に記述した表現と全く同じである。私からは以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面だが、お配りした段階では市況を除いて変化なしということだったが、昨日出たクレジットの指標や今日の市況を踏まえて、三点変

更をお願いしたい。最初は民間の資金需要のところである。今は「民間の資金需要は増加に転じている。」という表現になっているが、「民間の資金需要は増加している。」に変えたいと思う。「民間の資金需要は増加に転じている。」というのは7月から使っているが、「転じている。」というのは大体3か月とか4か月とかその位で使うことを前提にしている表現で、昨日申し上げたように、民間総資金調達はプラスであることが確認されたので、3か月经ったところで「増加している。」に変えさせて頂きたい。もう一点は「CP・社債の発行残高」である。「CP・社債の発行残高は前年並みの水準となっている。」とさせて頂いたが、昨日ご報告申し上げたとおり、CP・社債は前年比でみて-1.4%、勿論これは大手行の特殊要因等があり、従って、実際はもう少し強いと思っているが、それにしても暫くこの-1%程度のところ、あるいはもう少し大きなマイナスが考えられるので、これは素直に「CP・社債の発行残高は前年を幾分下回っている。」という表現にさせて頂きたい。さらに今日は株がまた上がっていて、この株価であると「株価上昇」という表現で良いかと思う。前回決定会合当時16,000円台だったので、500円位上がっている。従って、これは株価を上昇という判断に変えさせて頂こうと思っている。ということで、「為替・資本市場では、」の後、「前月と比べ、株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。」「前月と比べ」を落とし、「円の対ドル相場は下落している。」。その後は「この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」と。「および株価」を落とし、「この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」「為替・資本市場では、前月と比べ、株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」である。私からは以上である。

福井議長

文章はまた討議の後で議論するが、取り敢えず今の追加説明に対してご意見はあるか。企業物価の上昇テンポが当面鈍化していくのは、前月比でみても、3か月前比でみても、前年比でみても、というインプリケーショ

ンか。

前田調査統計局参事役

まず基本的に、これまでも私共は3か月前比でみるということを考えている。背景説明も全て3か月前比で説明している。そこで10月についてみれば、前月比はむしろ下落してしまう。ただ、3か月前比でみれば多分、伸び率は0.4%とか0.5%とか、その位になると思うので、「上昇テンポは鈍化していく」と一応考えている。

福井議長

3か月前比を意識しているということか。

前田調査統計局参事役

然り。これまではそのように書いてきた。なかなか難しいのだが、基本的に企業物価については、国内の商品市況と同じような形で、振れを均して指数水準自体の動きを判断するという意味で、3か月前比でみてきたというのがこれまでの経緯である。月報の背景説明でも3か月前比で説明させて頂いている。

福井議長

一般の人がパッと読んだ時に、その直ぐ後ろの消費者物価については前年比で言っている訳である。その前は何も言っていないと、どうやって読むのだという混乱は起こらないのか、大丈夫か。

春委員

やはり少し分かりにくいのではないか。

前田調査統計局参事役

先程申し上げたように、基本的には、物価指数の水準をみる際の一つの

見方が3か月前比なのだが……。

福井議長

表現の問題なので後で議論しよう。何となく私は続けて読んだ時に普通の人には後ろまで読んでしまうと前年比かな、と思って読んでしまうリスクがあると思っているのだが。

岩田副総裁

本当は6か月前比、3か月前比、前月比、前年比というのをみて総合的にどうだというのが丁寧ではないかと思うが、3か月前比をなぜ使うかという、動向指数とか、景気のターニングポイントをみる時に、この「3か月前比」位でみた方が「前月」というよりは良いからである。そういうことで多分、使われることが多いのではないかと考えている。ただ、企業物価指数については、昨日も少し議論があったが、本当は連鎖指数でみていた方が良いと思っている。多分、「3か月前比」という意味では傾向は変わらないと思うが。

前田調査統計局参事役

实体经济も実は前期比みたいなものでみているが、ただ、敢えて「前期比」と書かないという部分がある。消費者物価だけが「前年比」と書いてある。実は以前は何も書いていなかったのだが、3年位前に消費者物価に「前年比」を書いた経緯がある。もし、「3か月前比」を書いた方が良いということならば、またそれはそれで一つの考え方である。

福井議長

難しいな、討議の時間中に考えるか。それでは金融・経済情勢に関する討議に移りたい。



## V. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢に関する討議に入りたい。このラウンドでは情勢判断について、各委員からお一方大体5分ずつご発言頂きたい。その後自由討議をしたい。今日は岩田副総裁、福間委員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、この順でご発言頂ければと思う。岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、日本経済は、概ね4月に発表した展望レポートのシナリオに沿って成長していると言える。ただし、内訳をみると、個人消費はやや弱め、設備投資はやや強めであるが、国内民間最終需要全体としてはシナリオに沿った展開ではないかと思う。4月の展望レポートの前提条件と、今の時点を比べてみると、為替レートは当時115円とか117円という数字だったので、今また同じようなところへきている。原油価格も当時ちょうどWTI 60ドル位だったので、上振れした後、今度は下振れしている。展望レポートでは上振れ、下振れ両方の可能性があると言ったのだが、両方が起こって今は下振れの方になっている。商品市況の反落、これは、やや投機的な色彩が先物市場、特に原油にあったと思うが、それがやや破裂した部分があると思う。足許はやや原油価格安で推移している。短期のリスクについても、アメリカ経済の減速、原油価格の上振れ・下振れ、それからIT部門の調整、こういったことを触れていたが、それらも想定した範囲内で実際に生じているということかと思う。今の時点でリスクとして考えるべき点としては、一つは年末から来年半ばに掛けて、アメリカの減速、あるいはIT部門の調整が大幅化すること、あるいは原油価格がさらに大幅に安くなる、同時に円高が発生することであろう。そして、国内の物価が下落する確率は低いかもしれないが、金融政策運営上、信頼性維持に重大な意味を持つリスクがあるということは同時に考える必要があると思っ

ている。

二番目は、北朝鮮のリスクである。北朝鮮のリスクについては、勿論核実験そのものがあるが、ただ北朝鮮内部の体制の崩壊というリスクも同時に出ているのではないかと思う。ランド研究所で、戦後日本の復興のコストも計算したという90歳に近い学者がこの南北統一のコストをずっと計算している。その計算によると、南北ドイツの統一よりもコストが大きいらしいので、そちらのリスクも考えておく必要があると思う。それから中長期なリスクについては、設備投資が過剰であるという状況にはなっていないが、一般物価が安定するもとで成長が持続する状況の中で、資産価格について、金融面から過度の刺激効果が生じる可能性がないかどうかは、注意すべき点ではなかろうかと思う。目先で言うと、一説によると、円安がやや行き過ぎているかもしれない。円安バブル、あるいは土地の価格ということについても考えていく必要があるのではないかと思う。それから、消費者物価の指数改定は事前に予想されたことではあるが、しかしながら、マーケットにインパクトがあったということで、その持っている意味をよく考える必要があると思う。

以下では、一番目は原油価格の動向、二番目はアメリカ経済の減速と日本の成長率、三番目はIT部門、四番目は消費者物価改定の意味、という四点について軽く触れてみたい。

原油価格は、現在巻き戻し過程にあると思う。下値模索がどれ位かかるか分からないが、直ぐ様という訳にはいかず、恐らく数か月は要するのではないかと思う。ただ、この原油価格の低下は、長期金利と同様であるが、自動安定化効果も持っている。原油価格が下がることで、アメリカの個人消費がより強められる、あるいは物価の安定がより容易になる、ということかと思う。ただ、今回の原油価格低下がコアのPCE、コアのCPIに与える影響は限定的ではないか。過去の引き上げの効果がまだ残存しているので、コアのPCE等に表われるのは少し時間が掛かると思う。原油価格については、資源部門への投資マネーの流入——原油部門約4兆円、短期系だけで1兆円程度あると言われていたが——によって20ドル程度嵩

上げされているという説もある。仮に、そういう嵩上げされている分が、今後も剥がれたままだとすると、むしろ石油価格はまだ下がり、ファンダメンタル・プライスは——私は以前から気にしているが——、どうも 4、50 ドルだという説がある。従ってさらに下振れする可能性もある。一方で、長期の資金の流入、特に年金基金等の資金流入分については簡単に売り戻しが無い、むしろ増加するとも考えられる。並びに O P E C 諸国は 50 ないし 55 ドルをフロアとみていて、100 万 B D の生産削減を発表するかもしれない。先程、原油価格下落に触れたが、自動安定化効果も持っていることを考えると、当面横這いの 60 ドル程度かなと考えている。

次にアメリカ経済であるが、アメリカ経済の第 3 四半期の数字について、マーケット予想は 2% 程度あるいはそれをやや上回るようなものがコンセンサスになっている。しかし、今日発表になった貿易赤字幅がさらに拡大していることを考えると、マクロエコノミックアドバイザーの予測では 1% になるとも言われている。私は 1.5% 位と置いていたが、どうもさらに下振れする可能性があると思う。勿論第 4 四半期にリバウンドがあり得ると思うが、年後半 2% 程度を維持できるかどうかという感じでみている。今回発表された F O M C の議事要旨をみると、スタッフは潜在成長経路に戻るのには 2008 年だと言っているが、F O M C メンバーは 2007 年だということで、ややニュアンスの違いが出ている。纏めて言うと、アメリカのこの減速については、ハードランディングでは勿論ないし、後退ではない。しかしながら、当初予想した程ソフトではない、ラフなランディングということかと思う。一方で、インフレが持続するリスクは残っている。しかし、インフレ期待の安定性がアンカーとなっている。前回もあるスタディを紹介したが、フェデラル・リザーブの本部でも同様のスタディをやっている。スタディによれば、2% 程度に次第に戻っていくが、その調整速度は決して速くなく、2008 年でも 2% をもしかするとやや上回るかもしれないということである。アメリカの動向について、私は労働生産性を非常に気にしているが、今回、2005 年以降の雇用の数字がかなり改定されて、2005 年から 2006 年に掛けて 81 万人雇用が上方修正された。この結果、

2006年第1四半期の労働生産性の伸びは現在2.7%と言われているが、恐らく2.1%に低下する。これはソフトランディングにとってはあまり良いニュースではないと思っている。以上がアメリカについてである。

次に、日本の成長率である。日本の成長率について、現在マーケットの予想は、第2四半期よりは高めであって、年率で3.5%程度というのがコンセンサスになっている。しかしながら、実際にそうなるかどうか、私はやや不安を感じている。特に内閣府の総合指数を集計してみると、どうも前期比-0.2%であり——恐らくそういうことはなくてプラスにはなるとは思うが——、決してプラス幅は大きくないと考えている。勿論、景気ウォッチャー調査等がやや改善しているので、消費はマイナスにはならずゼロ近傍にはなると思うが、それにしても、第3四半期の成長率がマーケットの予想と比べて下振れするリスクがある。さらに先行指数について、9月が50%割れになると3か月連続で50%割れになる。過去の経験測では3か月連続で50%割れが続くと踊り場的な要素が強まる。また、OECDの先行指数も6か月前比でマイナスになっている。日本の落ち込みが実は大きくなっている。ということでマーケットが今考えている姿と比べて、やや下振れした数字が目先出てくる、その結果、期待がやや下向きになってしまうリスクは十分考えておく必要があると思う。私は基調がこれで変わるとは思っていないが、これから1、2か月出てくる数字は、必ずしも快適な数字だけではないと思う。個人消費が弱い一つの背景は、やはり賃金の伸びが遅いことかと思うが、私が考えるに、人口構成の変化が効いているのではないか。団塊世代が800万人、そして団塊ジュニアが750万人位いる訳であるが、そのシフトによって実は賃金が1%位引き下げられているという試算もある。こういうことも考えると、賃金の伸びが必ずしも強くない状況が続く可能性がある。これは少し長く続く問題だと思っている。

次に、IT部門の調整である。IT部門の在庫調整について、アメリカのハイテク需要がやや回復していることから、アジアのハイテク生産輸出が回復傾向を示している。他方で、アメリカ経済の減速がある場合には、

むしろ踊り場的要素が強まるのではないかとの見方もある。北米の半導体製造装置のBBレシオをみると、8月に1になった。とりわけ先行指標と言われている後工程のBBレシオは、0.75まで低下している。9月がどういふ数字になるか私はやや不安を持ちながらみているが、全体としての北米半導体製造装置BBレシオが1を下回る可能性もある。1を一応下回ると、過去のパターンからすると、液晶、半導体で波動的な調整もあり得ると思っている。半導体について言うと、DRAMが35%増加ということで半導体市場全体をかなり明るくしているが、NANDフラッシュメモリは2%減少、MPUも8%出荷が減少ということである。私が特に気にしているのは、液晶に供給過剰のリスクが相当あることである。色々理由があるが、時間の関係上結論だけ述べると、どうも年明け位に在庫過剰の状況が発生しそうだと思う。現実には韓国のLCD企業の業績が2四半期連続赤字で赤字幅がかなり大きいなど、企業の業績等にもその姿が表われていると思っている。

最後に、消費者物価である。消費者物価指数については、指数の改定があったが、トレンドとしての今後の推移が非常に重要と考えている。原油価格には上振れ・下振れ・現状という三通りのシナリオが考えられるが、現状で動いたとしても、2007年、つまり来年の半ば位にはもう押し上げ要因ではなくなってしまうことはよく考えておく必要がある。その時に、言ってみると実力コアの消費者物価上昇率がプラスになっていないと、やや厳しい状況が生まれることは考慮していく必要があると思っている。それから、改定のインパクトは結果的に0.5%下方修正であった。新製品の導入、あるいは算定方法の影響が作用していたと思う。しかしながら、今回の改定がより正確に物価の動向を捉えるということで行われ、その結果、0.5%下方修正があった訳であり、物価安定の中長期的な理解についても、そういう不完全な物価指数を使っているということはよく考える必要がある。つまり、ゼロから0.5%を安定の目標と言うか目安として考えると、デフレから出られない、つまり、5年経って見たらまたデフレだということもあり得る点については考えておく必要があると思う。同様に、企業物

価指数についても、実は 3.6%と言っているが、連鎖指数は 1.9%であるので、特に来年 1%位という時に実は連鎖指数でみるとゼロに近いとか、イメージ上相当違うので、私は少なくとも企業物価指数については連鎖指数で考えた方が良いと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外経済は、総じて好調を持続しており、先般公表された IMF の世界経済見通しでも 2006 年、2007 年とも 5%程度の高い成長を予想している。特にアジアを始めとする G7 以外の諸国の寄与度は 4%ポイントと、G7 を上回り、これら諸国の高い成長が今後とも世界経済の成長を支えるものとみられる。

米国については、住宅市場はほとんどの地域で販売・着工の落ち込み、在庫の急増、価格の伸びの大幅鈍化がみられ、冷え込みが一層明確化している。もっとも、今のところ景気全体の減速は予想の範囲内に収まっている。すなわち、個人消費は、住宅市場の減速に既往利上げの累積的効果もあって伸びが鈍化しているものの、雇用拡大、所得増加、ガソリン価格の低下に下支えされている。企業収益は引き続き高水準であり、ここへきての原材料高の一服も好材料となっている。こうしたもとの設備投資も引き続き堅調である。このうち、事業用建設支出は住宅投資のマイナスを補い、建設支出全体ではプラスとなってきている。

雇用面をみても、先般のユニット・レーバー・コストの上方改訂に続き、先週金曜日の 9 月の雇用統計では、非農業部門就業者数が過去に遡って大幅に上方改訂され、8 月の求人数も 415 万人と、2001 年 2 月以来の高水準となるなど、コアインフレ圧力の根強さや、景気拡大の粘着性が裏付けられている。一時、市場で早期利下げの観測がみられたが、利下げできるだけのスローダウンは、あるとしても時期がやや後ずれしてきているように

思われる。これを反映して市場では、債券安・株高となっており、ダウは連日史上最高値を付けている。

国内景気は、息の長い拡大を続けており、今回の拡大期間は戦後最長のいざなぎ景気に並んでいる。これまで展望レポートやMPM議事要旨で示してきたとおり、緩やかな拡大がみられており、9月短観でもこれが裏付けられている。

すなわち、第一に輸出は好調を続けている。製造業の2006年度輸出計画は上方に修正され、電気・一般機械、鉄鋼など輸出関連業種の業況が好調のほか、海外需給判断も良好で、地政学的リスク等を受けた円の独歩安も、企業の国際競争力を高め、数量、価格効果ともに輸出を支えている。

第二に、企業収益は円安も手伝って良好である。こうしたもとで、設備投資は2006年度は2005年度実績を上回る伸びとなる見通しである。バブル崩壊後、長らく残っていた地方都市の工業団地が売り切れて不足しているという話が色々なところで聞こえるようになってきている。地方都市においてである。

第三に、これまでアネクドータルに紹介してきたが、雇用需給のタイト感が雇用判断DIにもはっきりと表われている。今のところ、企業の人件費抑制スタンスが続いていることから、所定内賃金は前年比ゼロ%近傍で推移しているが、所定外賃金は増加を続けており、夏季賞与も前年比+2.9%——これは経団連ベースであるが——、とまらずの伸びを示している。所定内賃金については、アネクドータルには、幅広い業種でまずは非正規雇用の賃金が引き上げられており、いずれ正規雇用の賃金にも影響が滲み出てくると予想される。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費については、天候回復もあって小売売上高や旅行取扱高が増加し、9月の街角景気指数も2か月連続で50を越えるなど、回復の動きをみせている。

第四に、販売価格判断DIが上昇し、価格転嫁が徐々に進んでいることが窺われる。大企業については、今朝の企業物価にもみられたが、製造業が素材業種の大幅な改善等を背景に1991年2月以来のプラスとなり、非

製造業もゼロと1992年5月以来初めてマイナスを脱している。もっとも、中小企業については、価格転嫁が遅れ、収益、業況の改善も遅れている。

この間、一部で懸念されていたIT関連については、韓国・台湾勢の生産調整の進捗等を背景に液晶パネルの市況も回復してきており、大きな調整が入る懸念は少なくなっている。業界の人によると、「フル生産だ」ということをよく言う。

先行きのリスク要因としては、円が実質実効為替レートでみてプラザ合意以来の安値水準に達し、また昨日の執行部説明にもあったとおり、IMMにおける円ショート・ポジションは既往ピーク圏内にあり、現状の景気を支えている要因の一つとなっているだけに、円の独歩安に調整が発生するケースもリスク要因として念頭に置く必要があるのではないかと思われる。

物価面では、国内企業物価は、先行きは原油などの国際商品価格の反落の影響もあり得るものの、現状はこれまでの原材料価格上昇を反映してプラス基調にあり、短観でみた価格転嫁の動きとも整合的である。企業サービス価格指数は、企業の経費抑制スタンスが根強い中であっても、運輸での燃料価格高の転嫁やソフトウェア開発でのSEの人件費引き上げなどから、1998年3月以来約8年半振りに小幅プラスに転じている。このように、川上の物価上昇は、モノ、サービスの双方に緩やかながらも広がりつつある。

消費者物価は、需給ギャップがプラスとなりつつあり、ユニット・レーバ・コストのマイナス幅が縮小しつつある中、緩やかなプラス基調に変化はない。8月のCPI（除く生鮮）は、改定後の数値でも前年比+0.3%と、数字上は1998年4月以来8年半振りの上昇幅に達している。

この間、2006年の基準地価は三大都市圏で前年比+0.9%と、1990年以来16年振りにマイナスを脱している。今直ちに資産インフレが強く警戒される状況ではないが、REIT市場、不動産金融、不動産価格の動向、さらにはこれらに対する金融機関のリスクマネジメントについては丁寧にみていく必要があると思う。



金融面では、企業は運転資金や設備資金向け支出を徐々に増加させているものの、キャッシュ・フローが引き続き高水準で、7月の利上げ後も長期金利はむしろ低下していることもあり、駆け込み的な資金需要は収まってきている。こうした中、短観の貸出判断、資金繰り判断にもみられるとおり、金融は引き続き緩和的である。

金融・資本市場については、長期金利は、米欧の長期金利が米国の経済指標等を手掛かりに上下に多少振れたほか、日本の経済指標、具体的には機械受注、短観にも反応したが、総じてみればボックス圏内で動いている。米国株価は、原油価格が下落していることや、景気がレジリエントであることから上昇しており、特にダウはグローバルな成長を取込んだ重厚長大産業の業績好調を反映してこのところ史上最高値を更新している。日本の株価もこれに連れて底堅く推移し、5月以来の水準に回復している。このように、市場は、地政学的リスクという読みにくい要因を孕みつつも、概ね落ち着いた推移を演じている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢であるが、執行部の基本的見解をマクロ的にみると、大きな違和感はない。以下では、世界経済の動向についてアップサイド・リスク、日本経済についてはミクロ面から見た今後の消費動向の二つに絞って私の考えを述べたいと思う。

世界経済は、米国住宅市場の急減速から不確実性が高まり、ダウンサイド・リスクに焦点が集まっている。しかし、アップサイド・リスクも決して小さくない。ダウンサイドについては既に多方面に亘って議論されているので、ここでは敢えてアップサイドについて述べたいと思う。

米国経済は、前回までのMPMでの議論に沿う形で、ほぼリバース・ソフトランディングの蓋然性が高まっているように思える。住宅価格もOF

HEOの住宅価格指数でみる限り、東北部回廊——ノースイースト・コリドーであるが——を中心として急減速しているが、まだ全国均してみれば、急騰後の調整にとどまっている。住宅市場の減速も地域的な偏りが非常に大きく直近ブームの状況からみれば、急減ではあるが、崩落という状況ではないし、モーゲージの数字をみても、底入れがみえるようにもみえる。他の需要項目、特にコマーシャル・プロパティーズに対しての投資が増加しており、これは穴を埋める形になっている。

また、エネルギー価格反落や弱めの需給指標がインフレ圧力低下を示す材料とされているが、ここ数年のエネルギー価格の高騰や需給のタイトさにもかかわらず、コアインフレが目立って上昇していないことを想起する必要がある。エネルギー価格上昇時には上昇せず、下落時には間髪を入れず下落するというのは些か都合の良い見方のように思える。需給指標にも同じことが言える。ここでウィッシュフル・シンキングに落ち入るのは避けなければならない。インフレ圧力にも十分にウエイトを置いて考える必要があると思う。さらに、米国経済だけではなく、世界経済をみる必要があると思う。中国は政治の季節を迎え、経済政策はたかだか微調整であり現在は過熱と考えられるが、それを抑える強い手段が取られる可能性は来年の党大会までは非常に小さいと思う。その他の国については、エネルギー価格の高騰は、最近若干下がっているが、省エネルギーや電子部品の一部など日本製品に相対的に有利な状況を生み出していると思う。エネルギー・一次産品価格の上昇は、rest of the worldの需要増が生み出していることを考えれば、米国以外ではまだアップサイド・リスクがあると私は考えている。

纏めると、執行部の基本的見解にあるメインシナリオに大きな変化はないが、リスクは実は両側で高まっていると考えるのが正確ではないかと思う。米国の状況から類推されるダウンサイド・リスクだけでなく、アップサイドにも相応の配慮が必要であると考えます。

次に、日本の消費である。回復から拡大局面に移るに従い、順調に雇用は伸びている。毎月勤労統計所定内給与の伸びはこのところマイナスであ

るが、労働経済学者の標準的な考え、見方では、景気回復で給与水準の低い新規採用者の比重が増えたためではないかという考えが強いようである。従って、これは自然で過渡的な現象と考えて良いのではないかと思う。家計の所得も増加すると考えられ、マクロ経済循環的には消費の増加からいわゆる「成熟」状況へ向かうというのが基本的なシナリオである。

しかし、このマクロ循環的シナリオはこれから述べるようなミクロ構造的な壁に突き当たっているように思える。簡単に言うと、少子化に伴い全体としての需要が伸び悩み、商品・サービスがコモディティ化、低価格化し、それを突き崩す商品開発が追いついていないというミクロ需給のミスマッチである。その中で消費の極端な二極化——極く一部の高額商品と低価格品が売れるという状況——が続いている。この点を2004年統計で就業人口の8%、GDPの9%を占める自動車産業を例に述べたいと思う。

自動車の国内市場は沈滞している。9月の軽を除く新車登録台数は15か月続けて前年同月比マイナスとなっている。これに対し、軽自動車は好調で9月も前年同月比+5%だった。ハイエンド高級車——BMW、ベンツやレクサスを指すが——これは好調である。実際、ソアラはレクサスブランドにした途端に二倍売れたという話がある。本当のところは分からないが、極端な二極化が鮮明である。

実際、1998年から軽乗用車、普通乗用車、小型乗用車、トラック、バスの全部を足し合わせると、ほぼ590万台弱で極めて安定している。このことは台数で見ると、自動車の国内市場はほぼ8年前位からいわば完全な成熟状況になっていることを示す。成熟状況の一つの表われは車のコモディティ化であり、普通・小型車から軽への買い換えの動きである。実際、様々な調査結果をみる限り、この動きは単に所得が減ったからではなくて、明らかにニーズに沿ったものである。軽乗用車は都市ではなく地方では下駄というか靴代わりで売れている。さらに制度の変更で、税金等が1/4というままで、軽自動車が大きく乗りやすくなったことが大きく寄与している。単純な車内の大きさをみると、2005年ベストセラー1位の軽、スズキワゴンRは、1995年の8代目カローラと同じ大きさである。

年度後半に掛けて、カローラやレクサスLSといった新車投入による自動車販売の底上げはある程度見込めると思う。しかしながら、上述のようなミクロ構造的な問題があるために、消費が今後大きく伸びることは、少なくとも自動車でみる限り、見込みがなかなか難しいと思う。同じように、IT関連の消費であるが、パソコンは技術進歩を反映して、品質調整済価格が大幅に下落しているが、従って、実質消費が非常に伸びているように見えるが、家計支出に占めるシェアは2000年に比べて2005年は実は減少している。つまり支出は減少している。このように、少子化と市場の成熟が起こっている中での消費状況は、慎重に見極める必要があると思う。消費の本格的な上昇を後押しするには、少子化や市場の成熟を考慮に入れた制度変革が必要ではないかと思う。この点、若干金融政策決定会合とずれるが、政府におかれては十分に熟慮された政策をお願いしたいと思っている次第である。

価格情勢については、時間が無いので金融政策運営方針のところでも述べたいと思う。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気は、前回の金融政策決定会合以降、大きな変化はなく、中間評価を行った展望レポートの標準シナリオに概ね沿った動きであると考えている。

具体的には、輸出・生産が堅調な増加を続けているうえ、設備投資についても、非製造業は機械受注や建築着工床面積によると弱めの動きとなっているが、短観やミクロのヒアリングから確認できたとおり、非製造業も含めてしっかりしている。また、家計部門でも雇用者数が着実に増加しており、所得も緩やかではあるが増加している。天候不順等で芳しくなかった個人消費も8月以降はますますである。ただ、所定内賃金が引き続き弱

めで推移しており、家計部門の改善の遅れが続いているという姿にも変化はない。また、9月短観をみると、相変わらず製造業・大企業中心の景気拡大を示しており、製造業・大企業から非製造業・中小企業への波及は明確にはみて取れない。その背景には交易条件の悪化の影響を非製造業・中小企業が強く受けている面もあるが、非製造業・中小企業の業況判断や設備投資の足を引っ張っているのは、建設や小売といった構造問題を抱えている業種である。この構造問題が解決されない限り、波及効果といっても限界があるように思っている。

以下では、以前よりリスクとして指摘していた事項について、触れさせて頂く。

まず、米国経済についてであるが、来年の経済成長については、住宅市場の落ち込みを背景に、じわじわと予想成長率が下がっている。その意味では米国経済は下振れている。問題は、住宅市場の調整がどの程度で終わるのか分からないために、想定シナリオよりも米国経済が大きく落ち込むリスクを無視できないことにある。住宅の販売、在庫、着工、価格のいずれも住宅市場の調整は予想以上に速いというのが実感である。そのもとで、住宅建設業者の景況感指数は急激に下落している。他方、住宅市場には底入れの兆しという見方も散見されるようになっている。その代表例がグリーンспан前議長である。彼は住宅ローン申請件数の下げ止まりや在庫がピーク圏に達したとの判断などから、住宅市場の最悪期は脱したかもしれないとの見方を披露したと報じられている。MBA購入指数の反転や住宅セクターの株価が7月の安値から上昇している点を取上げる向きもある。

もっとも、住宅市場の調整が住宅部門にとどまっているのであれば、その影響はそれ程懸念していない。問題は、その調整が資産効果を通じて個人消費にまで波及するリスクである。それは住宅価格の動向によって大きく影響を受けるので、まだどうなるか分からない。従って、住宅価格の低下を通じて個人消費に悪影響が及び米国経済が大きく下振れるリスクを排除できないが、現在、良好な雇用・所得環境、エネルギー関連価格の下

落、株価の上昇、長期金利の低下など、個人消費を巡る環境が改善している。その蓋然性はより小さくなっているように思っている。いずれにせよ、住宅市場の調整とその影響については、注意深くみていく必要がある。ユニット・レーバー・コストとその物価への影響も気になる点である。

米国以外についても、欧州の景気回復の動きが確かなものになっている。ただ、来年1月にドイツで付加価値税率が引き上げられることを勘案すれば、個人消費を中心に駆け込みと反動が生じると思っているが、その程度が分からないという問題がある。中国については、足許では、行政面の抑制措置の影響で固定資産投資が若干減速しているようであるが、行政面の抑制措置が効きすぎるケースにも留意しておく必要があるように思う。ただ三農問題もあり、国内情勢を考えると、経済成長を止める訳にはいかないため、今後とも高い成長が続くと考えている。以上を踏まると、海外経済が今後も拡大するシナリオの蓋然性は、一頃よりも多少なりとも高まっていると考えている。なお、原油価格が低下しているが、原油価格は世界景気に応じて変化すると考えているので、今後も減速するものの海外経済が拡大を続けるという前提にたてば、蓋然性の高い想定としては、これ以上大きく上下することは現時点では想定されないと考えている。

金融市場の動向については、日米ともに足許のデータで市場が過度の悲観論に陥り、経済・物価についての見方を全然変えていない中央銀行とのコミュニケーションギャップが発生し、その発生に伴う市場の混乱リスクを指摘してきたが、日米ともに足許では市場が過度の悲観論を修正し、中央銀行とのギャップが縮まってきた。ただし、今後も公表される指標如何で、また拡大する可能性がある。また、株価や債券価格の動きをみると、都合の良いファクターに反応し、ファンダメンタルズからみて全体として整合的な動きをしているとは必ずしも言えない状況にある。こういったこともあるので、依然として指標の公表と、金融政策へのインプリケーションなどを巡って、為替レートを含む資産価格が大きく変動するリスクがあると思っている。

I T関連分野の調整リスクについてであるが、韓国や台湾の液晶パネル

等の調整はほぼ終了しており、DRAMの市況の改善もみられ、現時点ではかなりリスクは小さくなっていると考えている。もっとも、新型ゲーム機や新型OS向けに部品等の生産は現在活発であり、今後、メーカーの強気の需要予測が外れた場合、足許の作り込みが将来の在庫の山になってしまいかねず、新たな調整が必要になる可能性もある。今後とも電子部品・デバイスの生産・出荷・在庫については、丹念にチェックする必要があると思っている。

最後に、物価についてであるが、消費者物価については、新指標を10%刈り込み平均の推移でみると、上昇基調にあることが分かる。国内需給環境を短観の設備・雇用判断DIの加重平均からみると、改善が見込まれるので、物価を上昇させる力は今後も期待できる。短観の小売業の販売価格DIの先行き予想はついにプラスに転化しているし、対個人サービスの販売価格判断DIもしっかりと改善しつつある。ただし、サービスについては、対個人サービスの販売価格DIとCPI一般サービスとの動きには大きなギャップがあり、このギャップの原因は何か、気になるところである。いずれにせよ、物価はユニット・レーバ・コストの影響も受けるので、物価の今後を考えるうえでは、賃金の動きも重要であり、それをどう捉えておいたら良いのか、次回決定会合までに考えを纏めておきたいと思っている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

足許の景気動向は、引き続き、緩やかな拡大基調を辿っており、先行きについても、緩やかな拡大を続けるとみられ、月報における基本的見解については執行部の景気判断に異論はない。

これまで不況が続いていた個人消費は、今月は回復を示す動きが幾つか確認されたものの、依然として力強さには欠けている。

一方、企業部門については、景況感は総じて高水準で、若干改善の方向にあるほか、設備投資も、8月の機械受注統計は予想比下振れたが、短観を始めとする各種アンケート調査では、依然として高い伸びが計画されているなど、堅調に推移している。海外経済も、米国では、住宅市場の冷え込みが明確化したが、経済全体への影響は今のところ確認されておらず、引き続きソフトランディング・シナリオに沿った動きと評価できるほか、欧州、アジアとも好調を維持していることから、我が国の輸出は総じて堅調に推移している。また、企業を巡る金融環境は、9月短観で資金繰り判断DI、貸出態度判断DIともに、ゼロ金利解除後初めての調査ということもあって若干は悪化した。しかし、総じてみれば極めて緩和的な状況が続いていることには変わりはない。

こうした点を勘案すれば、これまでの基調判断を変更する理由はなく、展望レポートの標準シナリオに沿った動きを続けていると評価することが適切と考えられる。

ここでまず、雇用環境と所得、あるいは消費のギャップについて言及してみたい。

9月短観での雇用人員判断DIは、最近、先行きとも、製造業・非製造業を問わず、全ての規模で例外なく不足超幅が拡大しており、人手不足感は一層強まる方向にある。

一方所得であるが、所定内給与は、このところ一貫して前年比マイナスが続いている。業績の好調にもかかわらず、特別給与もやっと前年並みにとどまるという状況で、足許をみる限り、所得環境が改善する兆しはみられていない。

個人消費関連指標をみても、例えば、消費水準指数は、前年比マイナスが続いており、7~8月は、前年比-2.2%、4~6月比で-2.1%とマイナス幅が拡大している。また、昨日発表された内閣府の9月の消費動向調査における消費者態度指数も、4月以降下がってきている。その中身である消費者意識指標をみると、雇用環境意識が2年前の9月との比較でみると、+4.0ポイント雇用が改善しているのに対し、暮らし向きは-0.5ポイント



悪化、収入の増え方も $-0.1$ ポイントの悪化となっている。さらに遡って、3年前と比べると、雇用が $+15.1$ ポイントの大幅改善に対して、暮らし向き、収入はそれぞれ $+2.9$ ポイント、 $+4.5$ ポイントの改善にとどまっている。以上のような雇用環境と所得、ひいては消費の動きとのギャップが、今後のギャップ縮小を展望するうえで、なお大いに気になっているところである。

次に、リスク要因について触れる。これまでも指摘してきたとおり、まずは、海外経済とりわけ米国経済のリスク、二番目に、IT・デジタル関連財の在庫調整リスク、三番目に、国内企業の設備投資上振れリスク、四番目に、先行きの原油価格の再騰リスク、を挙げたいと思う。これらのリスク要因は、その蓋然性が明らかになる時間軸はそれぞれ異なるが、引き続き慎重にみておく必要があると考えている。

まず、海外経済であるが、米国経済において、住宅販売価格が前年比でマイナスに落ち込むなど、住宅市場の冷え込みが一段と明確になってきている。雇用拡大あるいはガソリン価格の下落、長期金利の低水準持続、さらには高値圏にある株価などに支えられて、7、8月は小売売上高が2か月連続で前月比プラスに復するなど、現時点では、住宅市場の冷え込みの影響は表面化していないが、前回のFOMCでも表明されているとおり、住宅市場の冷え込みの影響そのものと、消費全般に与える影響の程度についての不確実性は依然として解消されておらず、差し当たりは、クリスマス商戦によりこの影響を見極める必要があると考えている。

また、欧州経済においては、企業部門を中心として景気が成熟化する中で、個人消費が引き続き回復することから、当面は景気拡大が見込まれている。もっとも、鋳工業生産が若干ながらも前月比マイナスに転じていること、各種企業景況感指数が頭打ちないしは低下に転じていることなど、ECBによる引き締めの一時的な効果、あるいは最近のユーロ高の影響などの見極めと併せて、先行きはやや慎重な見方が求められるのではないかと考えている。

次に、IT・デジタル関連財の在庫調整リスクであるが、時間の経過と

ともに、リスク顕現化の蓋然性は低下しつつあるように思える。しかし、8月のIT・デジタル関連財の生産・出荷・在庫動向をみると、引き続き出荷は増加しているものの、生産がそれを上回るペースで上昇していることから、在庫水準も一段と高まっており、これまでの基調に変化はみられない。財別にみると、資本財の生産上昇は一服した一方で、生産財は引き続き上昇しているほか、今月は消費財が4か月振りに増加に転じている。9月短観で電機の動きをみると、主力の大企業の海外需給判断DIの需要超幅は拡大しているが、国内需給判断DIは再び悪化してきている。在庫判断DI、流通在庫判断DIも過大超幅を僅かながらも拡大しており、企業サイドも在庫の積み上がり感をなにがしか意識し始めている可能性がある。いずれにせよ、在庫の積み上がりが良いのか悪いのかは、概してクリスマス商戦の結果次第であるだけに、やはりその見極めが必要となっていると考えている。

次に、国内設備投資について触れたいと思う。

9月の短観によると、2006年度の設備投資計画は、非製造業・大企業での僅かのマイナス修正を除き、上方修正されており、全産業・全規模ベースでは、2005年度の実績である前年比+8.9%に迫る増加計画となっている。修正幅は、全規模ベースで、製造業よりは非製造業が上回っており、中小企業も全産業ベースでみて、好調だった2004年度、2005年度と同じペースで上方修正がなされており、設備投資増加における裾野の拡大も見逃せない。

機械受注統計と短観の間にギャップがあるが、以下の観点から、機械受注の伸び鈍化は一時的なスピード調整であり、設備投資の増加基調が損なわれる可能性は小さいと考えている。すなわち、一つに、生産・営業用設備判断DIは足許が過不足なし、先行きは不足超である状況は前回、前々回と変わっていない。また、7~8月の鉦工業向け建設着工床面積も大幅に増加している。さらには、大企業の収益は依然として好調である。因みに、製造業・大企業の2006年度経常利益計画について、為替の影響を短観の利益・想定為替レートをベースにラフに試算すると、比較的今後の為

替レートを慎重に想定した場合——これを114円位としても——、増益率は10%強となり、現状の見通しを10%ポイント前後上方修正することが見込まれる。

資本ストックの状況等から足許の設備投資が既に過剰気味であるとの指摘は当を得ていないと思うが、内閣府の法人企業景気予測調査をみると、先の政策投資銀行の調査でもみられたように、企業規模にかかわらず、設備投資の目的を、販売能力の拡大、生産能力の拡大とする先が多数を占めている。収益の上振れが現実となり、それに背中を押される形で投資の行き過ぎがもたらされ、需要動向次第で急激な調整が迫られるリスクは小さくないと考える。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回の決定会合以降、公表された経済統計であるが、弱めな7月分の数字の反動の面もあり、まずまずの数字だったと思う。輸出・生産は堅調に増加している。また、個人消費も、家電販売が引き続き堅調なことに加え、天候が回復した8月分以降は、百貨店、スーパー、コンビニエンスストア売上高など販売統計も若干改善した。旅行取扱高も回復している。

日銀短観をみると、4月末公表の展望レポート以降、日本銀行が公表してきた経済見通しが大枠で適切であったことを示唆する内容であった。

米国経済減速の影響については、大企業製造業の海外での製商品需給判断DIは高水準で推移しており、先行きもほぼ横這いであること、輸出額が全規模で上期・下期ともに上方修正されたこと、などから、目立った影響は確認できない。

先行きの業況判断が慎重である点については、企業が米国経済を巡る不透明感を不安視したものと解釈する方もいるが、これは景気回復局面においてみられる短観という統計の癖と見込まれる。また、経常利益の下期が

下方修正されている点については、上期に上方修正されていることを考慮すると、企業がこの時期に年度計画を変えたくないために数字を合わせた結果だと思う。むしろ為替の想定が現状より円高となっていることや——短観では111円となっていたが——、最近の原油価格下落が完全に織り込まれていないことを考えると、収益面で調査統計局が言っているように二つののりしろが存在していると思う。このところ外為市場では、円相場は、1ドルは119円台、1ユーロは150円前後の円安水準が続いている。9月の実質実効為替レートは101.3と、8月の102.4からさらに円安方向にシフトし、プラザ合意のあった1985年9月の94.8以来の円安水準となった。対欧州通貨や東アジア通貨の想定レートは日銀短観の調査対象となっていないため、正確なことは不明であるが、それら通貨に対する円安進行も企業業績に相当ポジティブな影響を与えられると思われる。こうした状況を踏まえると、2006年度の大企業製造業の経常利益は、前年度比+1.4%が9月短観では見込まれているが、最終的には同+10%を超える公算が高いと思う。

他方、2006年の設備投資計画をみると、大企業については、6月時点から+0.4%ポイントの極く小幅な上方修正にとどまり、前年度比+11.5%と2005年度実績の同+7.2%を上回る強めの数字が維持された。中小企業については、同-3.1%ながら、6月調査比9.0%ポイントの上方修正と、どちらも前年度比+10.7%で着地した2004年度、2005年度とほぼ同じペースで順調に上方修正されている。雇用、設備の不足感も、先程何人かの方が指摘しているように、概ね想定どおりの展開だったと思う。雇用不足感是非製造業を中心に高まっており、全規模全産業の雇用人員判断DIは-8と6月調査から3%ポイント不足超が強まり、12月も-11とさらに不足感が強まると予測されている。毎月勤労統計から算出される4~6月期の雇業者所得は前年同期比+1.7%、GDP統計ベースの名目雇業者報酬も4~6月期は同+1.7%となっている。労働力調査の雇業者数は前年比+1.5%程度で推移しており、日銀短観に示された雇用環境が続けば12月期には単位当たり労働コストは緩やかに上昇に転じ、前年度に続いて小幅

なマイナスを続ける所定内給与のトレンドが変わってくる可能性があると思う。

金融市場では、米国経済の見通しは、一時の慎重論からかなり改善してきた。10月に入り、米国株式市場では、原油価格下落と長期金利低下が好感され、ダウ平均株価は、連日最高値を更新するなど、ブルーチップを中心に全般的に買い優勢の展開となっている。この背景として、住宅市場の調整は続いているが、他のセクターではまずまずの経済指標が公表されていることから、再びソフトランディング・シナリオが優勢になったこと、FRBの追加利上げ観測が大きく後退したことが株式の買い材料とみなされていること、原油や金等の国際商品市場から、米国の債券・株式市場への資金シフトが発生していること、を指摘できる。国際商品市況の急落について、市場参加者の「リスク・リダクションの動き」、「質への逃避」と説明する向きもあるが、今回は単にリスク量を減らしたのではなく、収益性を重視した積極的な「質への投資」が発生し、米国の株式相場が選好されている点で、今年の5月から6月に発生したグローバル・リスク・リダクションの動きとは若干異なると判断される。市場参加者が、投資する価値の見出せる金融資産へ集中的にリスク・マネーを配分していると思われる。

10月4日、FRBのバーナンキ議長とコーン副議長がそれぞれ講演を行っているが、両者ともに、住宅市場の調整が大幅なものであっても、米国経済のハードランディングに直結するとはみておらず、住宅関連以外の経済は底堅く、住宅市場の減速分を補うとみると同時に、インフレ・リスクは引き続き高いと発言された。特に、コーン副議長は、インフレ・リスクを重視する姿勢を強調している。すなわち、潜在成長率を下回る実質GDP成長率が数四半期に亘って続いても、FRBが様子見の姿勢を維持する可能性が高いこと、現在の金利水準は引締め的ではないと明確に述べたこと、が注目される。

過去の住宅価格下落のケースにおいては、FRBによって金融環境は強く引締められていたが、コーン副議長によれば、今回は際立って状況が異

なっていると指摘している。エネルギー価格下落によって、消費者の購買力に余力が生まれたことや、低い金利水準によって、現時点では不確実性は高いものの、住宅市場減速にもかかわらず、経済の拡大は続いていくというメインシナリオを提示している。

9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比5.1万人増と市場予想の10万人を大幅に下回った。しかし、過去2か月分が合計6.2万人の上方修正となっており、ヘッドラインの数字が示す程には弱い内容ではない。7～9月期平均の非農業部門雇用者数の前月比増加数は平均+12.1万人と、4～6月期の11.5万人を小幅ながら上回っている。

また、BLS——米労働統計局——の発表によれば、来年2月に発表される事業所調査のベンチマーク改定によって、2006年3月までの非農業部門雇用者数、季節調整前の水準は81万人と大幅な上方修正となった。これは、2006年3月までの1年間の雇用者数が月平均で前月比+6.8万人上乗せされることを意味する。勿論、2006年3月以降のことを意味している訳ではないが、相当底上げされたということである。これに加え、失業率が8月の4.7%から再び4.6%に低下している。これは、米国債市場が織り込む来年前半の利下げの可能性が一段と低下して、むしろ米国の労働市場の逼迫を示唆するため、FRBはインフレ懸念をさらに強める可能性が高いことを意味する。9月20日のFOMC議事録でも、「多くのFOMCメンバーは引き続きインフレ見通しをかなり懸念していることを強調した」と総括されていることも、米国長期金利が上昇する要因となっている。

最近の中古住宅価格の下落による逆資産効果によって、家計の支出行動が大きく減速したことは統計上確認できていない。米国の家計部門は、住宅資産のキャピタル・ゲインの鈍化や含み益の減少があっても、株価上昇など金融資産の含み益の増加もあって、資産効果が個人消費にポジティブに作用している状況が続いていると予想される。また、最近の長期金利と原油価格の低下は、米国の家計部門にとって、減税と同じような効果をもたらすため、個人消費を下支えする要因である。米国経済の需給ギャップ

がゼロ近辺にあり、経済のグローバル化が潜在的なインフレ要因となるリスクが出てきた中、潜在的なインフレ圧力は根強いと判断される。景気の下振れリスクが低下すれば、FRBは再び潜在的なインフレ圧力に目を向ける可能性が高いと思う。ただ、住宅市場に底入れ感がみえるまで、FRBは政策金利を据え置き、様子見の姿勢を維持すると見込まれる。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降であるが、安倍新内閣の発足から総理の訪中、訪韓、その中で北朝鮮の核実験実施発表など重要な動きが続いた。その間、原油価格は8月7日の直近ピークの約77ドルから、2月の年初来安値約58ドルを切る水準まで、約25%と大幅に下落した。

この間の指標をみると、まず海外、米国では、住宅投資は引き続き減少しており、住宅価格の上昇幅の縮小も続いている。一方、企業部門は、収益、設備投資、生産の増加傾向が続くなど堅調で、個人消費も、実質個人消費や小売売上高が底固く推移する一方、ガソリン安や9月末から連日最高値を更新した株価上昇を反映して、消費者マインドもこのところ改善している。この間、コアCPIの上昇率は横這いで推移しており、原油価格の下落もあって、インフレ懸念は幾分後退しているようである。10月のブルーチップの予測も、2006年、2007年の成長率は、それぞれ前月より0.1%ポイント下方修正されたが、2007年の第4四半期には3.0%成長に戻る見通しは変わっていない。

米国経済は基本的に、減速はしているが、ソフトランディングの方向と考えて良いと思う。先行きは、住宅投資やインフレ指標のほか、来月以降のクリスマス商戦の動きなどに注目が必要と思う。

一方、欧州は、企業部門の堅調、家計部門の回復が続いており、景気回

復の動きが確かなものとなっている。中国も、高水準の成長が続いている。NIEs、ASEANも、外需の好調を主因に着実な景気拡大が続いており、世界経済は、これら米国以外の地域の成長が米国経済の減速を補う形で、底堅く推移しているようである。IMFも、9月発表の世界経済見通しで、実質経済成長率を2006年5.1%、2007年4.9%とそれぞれ上方修正している。

この間、昨日もご報告にあったが、ガソリン価格の下落を通じて、米国やユーロエリアの消費者物価に原油価格低下の影響がみられている。OPECの減産の動きもあるので、今後の動向は予断を許さないが、原油価格が、経済や物価に与えるプラス面・マイナス面の影響に注意していきたいと思う。

国内では、9月短観で、大企業製造業の業況判断が市場予想を上回る改善を示したほか、売上・収益や設備投資計画も総じて上振れた。また、雇用や設備の不足感も拡大傾向が続いた。中小企業・非製造業の業況判断の悪化や、大企業製造業・加工業種の先行き判断の悪化は、個人消費の弱含みや海外経済の減速懸念が影響した可能性もあるが、これらは要注意としても、総じてみれば、緩やかな景気拡大を確認する内容であったと思う。

このほか、足許の指標をみても、輸出が増加を続けているほか、生産も、8月は自動車やIT関連が牽引役となり、2か月ぶりの増加となった。設備投資も、8月の機械受注が市場予想を下回ったが、増加傾向が続いているとみて良いようである。また、賃金は所定内給与を中心に引き続き弱めであるが、雇用者数の増加から、雇用者所得全体としては堅調に推移しており、個人消費も8月の指標は天候回復もあって幾分持ち直している。9月下旬の景気ウォッチャー調査では、天候の回復や原油価格の落ち着き、製造業の好調などを背景に、現状判断、先行き判断とも2か月連続で改善し、2か月連続で横這いを示す50を上回った。

以上から、景気判断については、米国経済や原油価格などの不透明要因があり、個人消費やIT関連、さらには北朝鮮問題の動向なども警戒が必要と思われるが、総じてみれば、概ね4月の展望レポートの標準シナリオ



に沿って、緩やかな拡大を続けており、先行きも緩やかな拡大を続けていく可能性が高いと考える。今月の基本的見解については、先行きの表現を含めて、執行部のご提案に異存はない。

一点だけコメントをさせて頂くが、国土交通省が発表した7月1日現在の基準地価によると、三大都市圏で商業地に加えて住宅地も上昇に転じ、全用途平均の地価が1990年以来16年ぶりに前年比プラスに転じた。全国全用途平均も、前年比-2.4%と引き続きマイナスだが、マイナス幅は着実に縮小している。以前1月1日の公示地価を本行で加重平均したところ、既に前年比+1.4%と1991年以来15年振りのプラスになっていたが、都市圏を中心に、地価は下げ止まりから着実に上昇に転じつつあると思う。価格形成についても、かつてのバブル期のような状況ではないが、一部では合理的な説明の範囲を超えている例もみられているようである。

また、関東・静岡地区の主要ゴルフ場約150の会員権の平均価格は、昨年11月から上昇に転じて、その上昇幅は、9月現在で約50%に達しているという情報もある。9月短観でも土地投資額が増加していたこともあり、緩和的な金融政策の刺激効果が、今後資産価格にどのように現われるか注意が必要と思う。私からは以上である。

福井議長

最後になったが、武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

前回から今回の決定会合までに公表された短観を含めた経済指標をみると、企業部門がやや強く、家計部門がやや弱いという傾向が引き続きみられているが、生産・所得・支出の好循環は続いており、全体としてみれば、4月の展望レポートに概ね沿った展開を示していると考えられる。

まず海外経済であるが、米国では住宅投資が減少しているが、設備投資や生産は増加を続けている。個人消費や雇用者数は増勢が鈍化しているけれども、足許の増勢鈍化ペースは緩やかなものにとどまっている。物価面

では、原油価格の軟化を受けて、ヘッドラインインフレ率が低下しているが、コアインフレ率は引き続き上昇しており、インフレ・リスクが解消するには至っていない。原油価格の低下もあって、景気が緩やかに減速するもとの、インフレ圧力も徐々に緩和していくという標準シナリオが実現する蓋然性は高まっているとみられるが、景気の下振れ、あるいはインフレの加速といったリスクは引き続き注視していく必要がある。欧州では、景気回復の動きが確かなものになっている。中国も力強い経済成長を続けている。世界経済全体としては地域的な広がりをもって拡大が続いており、我が国の輸出は、産油国などその他地域向け等を含めて増加基調を辿っている。短観をみると、海外での製商品需給判断DIは最近、先行きとも小幅ながら需要超過で推移しており、少なくとも現時点では米国経済の減速が企業の直面する需要に目立った影響を与えているようには窺われない。

次に国内であるが、民間設備投資は増加を続けている。企業収益については、9月短観では素材業種の一部では原材料高の影響がみられているが、全体としてみて引き続き好調である。先行きもそうした高水準の企業収益や内外需の増加を背景に設備投資は増加を続けていくと予想される。短観の設備投資計画も順調に上方修正されてきている。

個人消費は増加基調にあるとみて良いのではないかと思う。百貨店売上高やスーパー売上高、コンビニエンスストア売上高といった指標は、天候が不順であった7月に落ち込んだが、天候が回復した8月以降は持ち直している。短観で個人消費関連企業の業況感をみると、持ち直し傾向が維持されている。こうしたことからみて先行きも個人消費は着実な増加を続ける可能性が高いと考える。

堅調な内外需要に支えられて、生産は全体として増加を続けており、在庫水準も全体として出荷とバランスの取れた状態にある。こうした中で、生産は先行きも内外需の増加を反映して増加基調を辿るとみられる。

次に、雇用面をみると、有効求人倍率が緩やかに上昇し、完全失業率は下落傾向を辿るなど、労働需給が引締まり傾向を続けている。一方、賃金の上昇は緩やかであり、特に所定内給与は前年並みで推移している。これ

には新卒採用等の影響も考えられるが、基本的には企業の人件費抑制スタンスが根強いもとの、現時点では賃金の上昇圧力が顕現化するには至っていないことを現わしていると考ええる。今後、雇用が増加を続け、労働需給が一段とタイト化する中で、いずれは賃金面にも上昇圧力が出てくると考える。

次に物価面であるが、国際商品市況が幾分軟化しており、原油価格は春頃の水準まで戻している。国内企業物価は、足許ではなお上昇しているが、先行きは今朝説明があったとおり、当面上昇テンポが鈍化していく可能性が高いと思われる。コアの消費者物価についても、石油製品のプラス寄与は剥落してくとみられる。もっとも一方で、為替円安、老人医療費の自己負担増、携帯電話通信料のマイナス寄与剥落などの押し上げ要因もあることから全体としてみると、プラス基調での推移が続くと考えられる。マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移する中で、小売業や対個人サービス業の販売価格判断D Iは、先行きに掛けて改善傾向が続く見通しとなっている。

最後に、地価について触れたいと思う。地価の動向を7月時点の都道府県地価でみると、三大都市圏では商業地、住宅地とも16年振りに上昇した。地方圏では下落が続いているが、下落幅は緩やかながらも縮小している。短観で2006年度の土地投資計画をみると、前年比-5.0%であるが、昨年9月時点の計画は-38.5%、これが着地では前年比+8.3%ということであり、このことを考えると、前年比-5.0%というのはかなり強い数字であると考えられる。こうした点は企業の土地取引の明確な回復を示唆していると考えられる。以上である。

福井議長

以上で各委員のご意見を一通り表明して頂いた。全体を総括しながら私自身の考え方も交えて若干申し上げると、まず世界経済全体としては、米国経済の減速を含みながらも地域的な広がりをもって引き続き堅調な拡大を続けている。このペースが目先直ぐ崩れるという感じは無さそうだと

いうことではなかったかと思う。そして、日本経済についても、仔細にみれば企業部門はやや強め、家計部門はやや弱めの傾向がみられるということであるが、全体としては内需・外需ともに増加する中で成長を続けていて、我々の表現をもってすれば、「緩やかに拡大している」という判断をなお維持できる状況だと言って良いのではないかと思う。先行きについても、生産・所得・支出の好循環が続くもとの、緩やかな拡大を続けるとみられる、こういう判断ではなかったかと思う。当然様々なリスク要因についてのご指摘があった。従来から、原油価格の動向、米国経済の動向、ITの調整、それから国内要因としては、設備投資の動向が引き続きリスクと言われている。今日もそれぞれの角度からこうしたリスク・ファクターについてお触れ頂いた訳であるが、新たに、為替及び不動産価格を含む資産価格の動向、これが将来の経済に大きな波をもたらすリスクを幾ばくか認識し始めるべきではないかというご指摘があった。加えて、非常に身近に起こっている北朝鮮の問題を含め、地政学的リスクについて、その大きさを事前に評価することは難しいが、認識度合いをやはり改めて強めておいた方が良いのではないかというふうに思う。そのうち、原油価格は、従来のように高騰ないし高止まりという方向観だけでのリスクではなくて、現在少し油の値段が下がってきているが、今後、世界経済の安定的な成長を保証するような均衡レベルに向かって動くのかどうか、あるいは逆に、油の値段の上昇ないしは下落が攪乱要因になるのかという意味で、見極めがむしろ難しくなってきたということではないか。オイル価格には世界的なマネーの動きが絡んでいることを考えると非常に難しいが、しかし、考えようによっては、世界の実体経済の安定的な動きといったものをマネーがもし感ずれば、当然価格は均衡価格の方向に向かって収斂しやすいということであるので、リスク要因と実体経済とを切り離して、別々のものとするよりは、やはり実体経済の運営宜しきということを中心に、むしろ原油価格をして均衡価格の方向に動かすという感じで、経済運営を行うべきではないかと私は思っている。

米国経済については、今、減速の最中にある訳だが、引き続き不動産市

場の調整が加速している状況が、今後どういう帰趨を辿るか、特に個人消費を通じて、米国経済全体の減速ペースにどう関わっていくかということは、なお相当見極めの余地が残っているというご指摘であった。現在までのところ、住宅市場の調整が個人消費に及ぼす影響は比較的限定的な範囲にとどまっています、従って、米国経済全体としても、予想されたソフトランディング・シナリオの範囲内で動いていると一応みられる状況であるが、今後ともそうだと楽観ばかりはしてはいられない。特に住宅価格がどれ位下がるかということと絡め、ここは正確な見極めをしていく必要があるというご指摘であった。それからITについては、取り敢えずミニ調整一巡という感じも目の前にある訳であるが、しかし出荷よりもメーカーの生産姿勢の方が強いとか、これこそ米国経済、あるいは世界経済の今後の成長テンポとの関連で、改めて調整のリスクを忘れてはならないというご指摘であった。また、資産価格を今後どういうふうにみていくかは、我々の金融政策スタンスとの関係で、政策判断の視野の中に、資産価格の位置付けというものを徐々に持ちながら考えていく必要があるというご指摘であったかと思う。

その他、リスク・ファクターということではなくて、日本経済そのものをみていく場合に、やはり我々の政策スタンスとの関係で重要なのは、労働市場、就中、賃金の動向、それから個人消費の動きであると。これは経済の成熟化シナリオ、そして持続可能な日本経済の成長という我々の基本シナリオに絡む問題、従って、政策スタンスに非常に強く絡む問題として、注目していかなければならないし、それとの関連で、油の価格が今後どう変動しようと、やはりよりコアな物価の基調というものを明確に確認していく必要があるということであったかと思う。さらに、もう一つ付け加えさせて頂きたいのは、この次の政策決定会合でまた我々は新しいシナリオと言うか、経済見通し、あるいは物価見通しを出していくし、それを下敷きにしながら、情勢判断を重ねていくが、そういう情勢判断の内容とは別に、現実にこれから出てくる個々の経済指標をみた時に、仮に実態は我々のシナリオどおり動いていても、かなりニュアンスの違ったものが出てく

る可能性もある。特に今のように先行きの不確定要因をマーケットが強く意識する環境のもとで、そういう数字が出た時のマーケットのパーセプションの変わり方は、政策運営上のコミュニケーションとの関係でも、少し予見される新しいリスクかなと私は思っている。例えば、第3四半期の米国のGDPの数字の出方にしても、日本のGDPの数字の出方にしても、あるいは日本のCPIの今後の数字の出方にしても、例えば油が振れるというような要因でこれが振れると、例え我々は基調判断に確信を持っている場合でも、この数字の振れに対してマーケットのパーセプションが非常に振れるということが起こり得る訳なので、そういう意味で我々の新しい金融政策のフレームワークの中でのコミュニケーションのあり方は、少し難しい局面に入ってくる可能性があるかなと思う。少し余計な感想も交えて申し上げたが、皆さんの議論の中で、アメリカ経済を含む世界経済はダウンサイド・リスクだけでなく、アップサイド・リスクもバランスを取ってみるべきだという西村委員のご指摘もあった。私が拝聴してみて、西村委員の基本的なご認識と岩田副総裁の基本的なご認識にそれ程大きな開きがあったと思えないが、もしかしたらあるのかもしれない。少し議論してみたい。

#### 西村委員

私は、ダウンサイドがあまりにも強調されている嫌いがあるので、アップサイドの方をプレーアップしたところがある。特に米国経済と世界経済との繋がりが以前程大きくないので、これは原油も絡むのだが——原油が非常に落ちてしまうとこれはまた大きなことになるのだが——、今までのところであるならば、アメリカ経済の減速を比較的、特にその他地域が吸収する可能性が私は結構高いのではないかとの判断を少し持っていて、そういうことでお話した。中国経済であるが、「中国経済はアメリカがくしゃみをすると大怪我をする」ということもあるが、中国経済の中の政治的な動きからすると、中国経済が成長を継続しなくてはいけないという非常に強いプレッシャーがあることから考えれば、少なくとも党大会までは

大きく崩れないのではないかと、逆にあるとすると、アップサイドになる可能性がどうしてもあるのではないかとというのが私の判断である。ダウンサイドに関してはもう全く岩田副総裁のおっしゃるとおりで、私も同じ問題は認識しており、それ程強くどちらかにスラントするような形ではなくて、両側にみておいた方が安全ではないかとというのが私の判断である。

須田委員

少し質問して良いか。その時に基準となっているシナリオはどのようなのか。それが分からないと、どの程度のアップサイド、ダウンサイドなのか分からないのだが。

西村委員

基準になっているシナリオは我々の基本的なシナリオで…。

須田委員

そのアップサイドとなった時のシナリオとはどういうものか。

西村委員

アップサイドになった時のか。私の場合のアップサイドというのはどちらかというところインフレの方が高くなる可能性である。アメリカで急速に、住宅市場の減速を越えて、物凄く大きな需要が高まってくるとはちょっと思えないので、どちらかというところ実体経済の過熱懸念よりはインフレ懸念の方を私はアップサイドというふうに見ている。

須田委員

そうなった場合に、インフレがもし強まって政策を引締めなくてはいけないことがもたらすダウンサイド・リスクというもの。

## 西村委員

それは勿論ある。ダウンサイドに関しても同じような問題がまた起こるので、これはどっちかで全部分けてしまうのは確かに非常に難しいのだが、スキーマティックに分けたということである。私が申し上げたいのは、一つはシーケンスがどうなるかが非常に重要で、同じことが起こってもシーケンスが逆になると全然結果が逆になってしまう可能性がある。マーケットは、シーケンスというよりも何が起こるかということだけをみているところがあるので、我々はそのシーケンスで何が起こるかが非常に重要だということをごんごん強調していかないといけないことではないかと思う。

## 福井議長

ご意見は要するに、米国で住宅市場の調整がさらに進んでも、まず米国の中でその他部分の吸収余力が大きいと、それから地域的広がりがあるから、米国以外の世界経済が、ショックを受けるケースは少ないだろうと。つまり結果としてアメリカ経済は多少スローダウンしてもそれ程大きなスラックが生じないから、インフレ圧力が残るだろうというシナリオだな。岩田副総裁の場合は、なぜ住宅市場のスローダウンが予想以上に強く出るのか。そして悪い波及がより強いのか。

## 岩田副総裁

悪い波及かどうか、もう少し詳しくご説明する。私も基本シナリオは先程も春委員から紹介のあったIMF見通しでの2007年4.9%、5%近傍だと思っている。ただ、これは確かIMFもそういうことをどこかで言ったかと思うが、1/6位の確率で1%位ダウンサイドになる可能性があると思う。逆に、1/6の確率で上がることはないので、そういう意味でダウンサイドの方がやや勝っていると思う。アメリカについてであるが、住宅投資の落ち込みは、私はバーナンキ議長がおっしゃったことと全く同じ姿を描いている。第2四半期、第3四半期、第4四半期に18%、17%、15%~16%、2007年についても、第1、第2四半期に12%、5%位減少す



る。それで足許1%位下がっているというのはまさにそういうことで、18%下がるとシェアが5%であるから、掛け算すると0.9%ポイント足を引っ張る訳である。それがマイナス要因になっているということで、住宅投資のインパクトについて、私はバーナンキ議長と全く同じ意見を持っている。ただ、今回第3四半期のGDPの数字が下振れるかもしれないのはなぜかという、消費は3.4%で恐らく健全に伸びているので、その他の要因によるものである。一つはやはり純輸出で、赤字幅が思ったより拡大し8月の数字が約700億ドル、年率にすると8,000億ドル超と凄い額になる。ということで、純輸出のマイナスの寄与が思ったよりも大きくなっている。それから国内要因では、自動車は今はある種の生産調整過程にある。これは米系メーカー中心であるが、フォードもGMもどこも大変である。これが第3四半期の成長率の足を0.5%ポイント位引っ張る。第4四半期も、0.5%程引っ張らないかもしれないがやはりその影響が残る。第3四半期は住宅そのものが落ちる中で、個人消費は変わらないが純輸出と在庫が両方足を引っ張ってしまう。その結果、2.5%位をマーケットは予想しているが、かなりそれよりも下振れするという姿になるのではないか。設備投資もそれ程下振れている訳ではないので、描いている姿は実はあまり違わないのだが、数字で表わしてみると相当ギャップがある。姿としてはソフトランディングの範疇だと勿論考えているが、思ったよりも荒っぽいランディングだと、ラフだという姿はやはり出ているのではないかと思う。

福井議長

その思ったよりラフな場合に、成長率全体にも例えば2%を割る時期が一時くるとか、そういうことがあった時にはマーケットのパーセプションが大きく揺さぶられることがあるな。先々のシナリオは…。

岩田副総裁

そこはCPIショックと同じで、我々の基調判断は変わっていないが、マーケットが勝手に思い込んで「2.5%のはずだ、1%になってしまった、

どうしよう」とか、そういう心理的な影響はあると思う。

福井議長

単に心理的影響かどうかということがある。アメリカの中でも、例えば住宅価格の落ち込み幅如何によっては、やはり一種の逆資産効果が非常に強く出て「連銀のシナリオなんかよりは遥かに悪い経済シナリオが実現する」という説も根強くある。そういう説があるところに、振れた数字が出た時には強めのショックが出る可能性がある。

岩田副総裁

そうならないことを願っているのだが。

須田委員

今の岩田副総裁の話を聞いていると、先程岩田副総裁がおっしゃった実態のメカニズムと数字が……。

岩田副総裁

短期的なずれが起こる。

須田委員

そこは出てくるのではないかというお気持ちで、中身を考えてみたらそれ程皆さんと変わらないということか。

西村委員

ただその時にマーケットは一つの指標で確かに動くかもしれないが、直ぐ違う指標が出てくればそれはまた違う動きをするので、問題は悪い指標が本当に不幸にも3つ、4つ重なると、これは非常に大きな問題だが——そこはオプティミスティックなのだが——、ちょっとそれは分からない。

須田委員

そこまで続いたらやはりシナリオの方を変えないと。

野田委員

住宅が落ち込んだ後の回復がどうなるのかということがウエイトとしては大きい。このままずっと底這うかどうか——過去に底這ったということもあるので——、その辺をよくみておかないといけない。直感的にはソフトランディングとみられる動きもあるかもしれないが、場合によっては住宅が思いのほか回復しないということもある。今のところ大体皆さんともある程度で底を打って回復する、既にその兆しすらみえているということだが、その辺りはよく注視しておく必要がある。

福井議長

国内の所定内賃金の動きについて、西村委員からコメントがあった。つまりコストが高い賃金の層が辞めて、若い人と入れ替わっていくとか、あるいは契約雇用を正規雇用に変えた場合に、平均賃金よりも安い賃金の正規雇用が増えるとか、そういった場合でも将来どれ位高賃金の人辞めていくかを十分計算しながら採っていくとか、色々なことを聞くが、そういう労働力の構成の変化を上手く計算しながら企業経営をしていく、ということか。

西村委員

そう願っているが、人が本当に足りない状況では今後かなり人を雇い急ぐことがあるかもしれない。今までのところそういうものは無いことは所定内給与の動きをみれば分かるが、今後の問題としては十分注意していかなければならない、と思っている。それともう一つは、やはりミスマッチと言うか、特に労働市場がかなり分断化されているので、その中で人が足りない状況が恒常的に続くと、片方では人が非常に足りない状況が続いて、片方では余っているような状況が続いて、その間でアップスケーリングと

どうか、労働者のアップスケーリングが上手くいかないケースの場合に非常に大きな問題が今後やはり生じ得ると思う。これは金融政策の話ではないが、非常に今後は重要な点であると思う。

#### 野田委員

宜しいか。構造的には、新卒者、若年層が少しずつ増えている一方で、団塊の世代、私のような年代の世代が出て行った分だけ、平均賃金が引き下げの方向に働くというのはそのとおりだが、では企業経営者が、マクロで下がった分を、既存の社員、従業員、労働者——既存のという中には引き続き増加している契約社員だとか、派遣社員が含まれるが——の方に向かわせるかどうかということの見通しが重要である。先程福間委員はじわり、じわりと向かうとおっしゃったが、ただ、それが限界的にはみえていても、そのウエイトが極めて低く、そのペースも遅々としている。これが本当にどの辺で火が付くのかは、よくみていかないといけないし、私自身はミクロで企業関係者と話しているとなかなかそうもいかないのではないかという気がしている。

#### 岩田副総裁

その点で一つ。パートとか派遣の社員は今賃金が上昇している。少なくとも前年比+1%とか、場合によってはもっと上がっている可能性があるが、それがプラスの要因だと思う。しかし、団塊の世代が60~65歳代に段々なっていくと、平均賃金だと4割位下がるという。勿論途中でリタイヤしてもうもらわなくなる人もいる訳だが、平均すると4割減少すると言われている。団塊ジュニアは750万人位だが、それが35~40歳代になって、年齢が上がることによって平均賃金が上がるのは14%位。とするとその差がネットで見ると、1.5%位引き下げ要因として働く。であるから、所定内で今マイナスが続いているのは、その時の需給ではない要因——構造的な要因——で少し下がっている分があるのではないかと思う。

西村委員

それは恐らく今ではなくて、これから出てくると。

岩田副総裁

今もう起こり始めているというのが私の認識である。

福井議長

それも含めて企業が合理的な行動をしている限り、経済にとって長い目でみて悪いことではない。

岩田副総裁

それは勿論合理的なことなので。

福井議長

ところが、「賃金を上げないのはけしからん」ということになってしま  
うと、これは経済の長期的な運営からみると非常に軌道が逸れるような議  
論になってしまう。

西村委員

先程のパートや契約社員を正社員化するという話であるが、単純にそれ  
だけ行えば良い訳ではなく、正社員化する以上教育をしなければいけない。  
そこにお金がきちんとしていけば先程言ったアップスケールの問題が  
ある意味で解決する訳で、その点が今後大きな問題になる。今までは逆に  
言えば企業がそれを色々なことで斬っていった訳であるが、これがそうい  
う形で再びヒューマン・キャピタルに対する投資をするかどうか、してほ  
しいと思うし、そういう動きが出ていると思うが、やはり注意深くみてい  
かなければいけないのではないかと思う。

#### 岩田副総裁

それともう一つは労働生産性に対するインプリケーションというのがあると思う。団塊の世代の労働生産性が低いかどうか本当はよく分からないが、若いけど賃金はそれ程高くない人が増えることは単位労働費用からみると、やはりどちらかというところ上がりにくい要因である。仮に新卒者の生産性が高く、しかし賃金はそれ程高くないとすると、それも生産性を維持する要因である。景気のサイクリカルな要因や、ユーティライゼーションが変わるということもあるのだが、基本的にはあまり変わらないのではないかと思う。その時に賃金が十分上がっていくかというところ、そこがなかなか切ない局面かなと思っている。

#### 須田委員

成長していくうえでは労働力がどうしても高まらなくてはいけない訳ではないか。長い目で見た時に生産年齢人口は段々減っていく。そのもとで今は自営業、自営家族の人が抜けていって、そこの若い人が半分はリタイヤして、半分は雇用者として入っていつている。そういう部分も段々無くなっていくと、本当にタイトになってくる時がくると思う。その時には賃金は上がらざるを得ないと思う。

#### 野田委員

今須田委員がおっしゃった自営業だとか自営業の従業員から労働者が補給されている訳であるが、今の順調に伸びている雇用者数がこのままいくと、あと10年もしないうちにこれが岩盤にくる。その時にやはり高齢者の雇用がどれだけリエンプロイメントできるのかも一つ今後注目しておく必要があると思う。そこで相当カバーしていかないと、今後の経済成長を支える労働力が相当損なわれるだろう。こうした点からすれば、高齢者雇用はやはり成長のポイントだと思う。

岩田副総裁

須田委員のおっしゃるように、いつかはもっとタイトになって上がることを望んでいるが、しかし、今グローバルイゼーションがこれだけ進んでいるので、製造業は工程間分業で人を食うところはどんどん外へ出す。それから非製造業も——もしかするとアメリカではもうそれが起こっているが——、インドなどにソフトの部分をどんどんアウトソースするということがあると、やはり賃金は上がりにくいのだと思う。その結果、今回のアメリカの場合でも——それでもとうとうユニット・レーバー・コストが相当上がり始めているが——、普通の場合と比べるとやはり非常に上がりにくいので、インフレ目標というか快適ゾーンを少し越えるけどそれ程ひどいインフレにはならないで、しかも生産性は維持できる要因も相当ある。国内の賃金が本当にどこまで生産性で見合ったところまで追い付くかについては、私もそういうふうに早くなしてほしいとは思っているが、テンポは緩やかなのではないかと思う。

須田委員

それは緩やかだとしても、やはりスキルとアンスキルドとの間で賃金も二極化していくということだと思う。海外からの圧力のある単純労働者に対しては賃金が上がっていかない。アメリカも同じようなことになっている。

岩田副総裁

おっしゃるようにそこはスキルを高めることをやっていかないと、いわゆる格差社会というか、問題がよりひどくなるのではないかと思う。

福井議長

北朝鮮のことを少し触れられたが、これはどういうふうに整理しておけば良いか。つまり、短期的には日本経済にも世界経済にも直ぐに影響はないが、何かが起こるとしたら一挙にエマージェンシー対応だと。その後も

し北朝鮮の体制変化の可能性といったことまで考えると、今度は統一コスト、そういった経済計算の中に入る、そういう整理で良いか。

岩田副総裁

然り。経済制裁等で締め付けを強めれば、もっと武力でというふうになるか、あるいは内部が壊れるか、どちらかしかないのではないかと思う。

福井議長

他に論点はないか。宜しいか。それではここで一旦コーヒーブレイクとする。11時27分から再開する。

(11時17分中断、11時28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。次は当面の金融政策運営に関する討議である。改めてお一方5分ずつ位で、各委員にご発言頂きたい。先程と同じ順序で、まず岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それではまず金融政策運営についてだが、日本経済の色々なリスク要因についてはお話したが、基調としては我々のメインシナリオどおりに動いてきており、マーケットも落ち着いた状況である。量的緩和政策、それからゼロ金利の解除という二つの大きなイベントがあつたにもかかわらず、マーケットは全体として落ち着いて推移していると思う。そうしたことを考えると金融政策を今の時点で変更する必要はないと思う。そのことを申し上げたうえで二点程補足的なコメントをしたい。一つはオルターナティブ投資、これは原油等での投機性資金の還流が今インパクトを与えていると思うので、そのことについてのコメントと、もう一点はアメリカの金融



政策についてである。まず、オルターナティブ投資なのだが、不動産、コモディティ、未公開株式など、ある民間機関の予測によると世界的な規模が3兆ドルある。従来型の金融資産は世界で60兆ドルあり、比率で見ると5%ということなので、これが特にポートフォリオ・バランス上過大であるとは思わない。ただし、特に原油市場を中心としてややバブル的な様相が現われていた。そして、それが全部崩壊したかどうかは分からないが部分的に崩壊して、その資金がアメリカの債券市場、あるいは一部の優良株に流れているというふうに考えている。バブル的な要素には、幾つかの指標があると思うのだが、三つ位注意すべきだと思っている。一つは投資資金の流入による大幅な価格上昇と低いバリュエーションが存在するということである。原油の場合だとコンタンゴの状態が続いていて、ロールイールドが低く、マイナスになってしまう。マイナスのキャリーでやっているという不自然な状況が続いていたというのが一番目である。二番目はトレーディングの頻度とか、あるいは取引高が記録的に伸びていることである。三番目はレバレッジが非常に強く大きくなるという点である。今回、天然ガスに関連してアマランスが破綻したが、レバレッジがLTCMの場合よりもかなり小さかったために、他の市場へのインパクトはLTCMよりもかなり小さいと言われている。LTCMの場合はあまりにレバレッジを取り過ぎたので、少し狂ったら物凄いショックになってしまったと思っている。バブル崩壊のきっかけとして考えられるのは、金融が引締められる場合、あるいはレバレッジ投資家のマイナスのキャリーというか、逆鞘が長く続く場合、それは長持ちしないので潰れる。今回の場合、私はもう1回連邦準備が上げた時はそういうことが起こるかなと思っていたのだが、金利を上げないでも、逆鞘で潰れたと認識している。オルターナティブ投資に関連して、例えばヘッジファンドの規模は今1.2兆ドル、未公開株式ファンドは9,000億ドル、コモディティへの投資は900億ドル、上場不動産市場は8,000億ドルというような数字が言われている。その中で一つ日本の円のキャリートレードがある部分、そうした資金に使われているのではないかという話がある。このキャリートレードの大きさについて、私も

前から知りたいと思っていて、そもそも測ることは可能なのかどうかと  
思っていたのだが、実はある民間機関の予測というか推計によると、1年  
分のこのキャリートレードの額は大雑把に18.8兆円と言われており、経  
常収支黒字分と同じである。これは1年分だけなので、仮に2001年から  
の累積を全部足すと105兆円位になる。これはどういう額を足したかとい  
うと、IMM等の短期筋の円ショート・ポジションが1.2兆円程ある。そ  
れから日本の個人投資家、企業による対外資産投資は過去1年で15.6兆  
円ある。それから海外での円建貸付けが、特に邦銀の部分だけを取り出し  
ても少なくとも2兆円ある。これらを足すと1年分だけで実は18.8兆円  
ある。言ってみるとこれは今バブルがどこにあるかという話で、円安がも  
しかするとバブル的なものかもしれないという説がある。つまり、やや行き  
過ぎているかもしれないのだが、それを支えているのがある意味では円  
キャリーのトレードであるとみることもできるかと思う。為替レートにつ  
いて言うと、今、元とドルの関係、あるいは円とドルの関係が焦点になっ  
ているが、少し遠観してみると円も元もドルもリーグ戦で考えると最下位  
争いをやっている通貨である。今のところ一番低いのは歴史的な実質実効  
レートでみると円である。それで、かなりの額が積み上がっており、この  
資金がどういうふうに動くかということをやはりどこか念頭に置きなが  
ら政策運営を考えるべきではないかと思う。要するに急激な巻き戻しとか  
何かが起こらないような形で収束することが望ましいのではないかと思  
う。これと関連して国内の流動性については、量的緩和で潤沢に流動性を  
出して、それが今巻き戻し過程にあるが、その過程にあってもマーケット  
は落ち着いている。言ってみると、短期の供給オペで出していた分が今半  
分位になっているが、その分は要するにコール市場というか、市場取引に  
置き換わっているので、当座預金が減っていても、実はあまりマクロ的に  
影響が出ていない。銀行券の流通高であるとかM2+CDは——その巻き  
戻しの過程に緩やかに入っていると思うが——、むしろ、減っていく方向  
というかノーマルな方向に戻りつつある過程なのだと思う。従って、国内  
の流動性があり過ぎて直ぐ資産価格のバブルが生じているということで

はない。むしろ、価格というか金利の面ではやはり刺激的な状況が続いているが、量の方はむしろ正常化に向かって調整が進んでいると考えて良いのではないかと思う。

それからアメリカの政策がどうなるかということも、やはり金融政策の運営を考える場合に重要だと思う。私はアメリカは基本的にはソフトランディング、ただ、途中はギクシャクあるということかと思う。現在のフェデラル・ファンド・レートは 5.25%だが、実質でみると 2.75%である。過去の類似した景気局面に照らすと決して高過ぎる水準ではない。過去の同様の局面だと 3.75%で、1%位実質金利が高い状況であった。アメリカではコアの P C E で 2%を超えるような状況が過去もう 2 年半続いている。まだ 1 年は少なくとも続くかもしれない。1 年、2 年位続くかもしれない。そのことを考えると、「今年の冬は F e d は冬眠だ。」という表現をする方がいるが、実は長引いて 2008 年位まで冬眠するかもしれない、とも思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

前半パートでみたとおり、利上げ後初めての短観でも、ほぼ展望レポートの想定に沿って、景気拡大、物価上昇が緩やかに進んでいることが確認されている。米国の景気・物価動向や、円の独歩安への依存といったリスク要因はあるものの、標準シナリオとしては、金融政策運営については緩やかに対応していくことができるという状況に変化はないと考える。

短期金融市場では、市場参加者の資金繰りの精度が徐々に向上する中、生保、投信、地銀などの資金放出が増え、取り手の外銀からは 9 月に入って市場の使い勝手が格段に向上したとの声が聞こえる。また、利上げ後初めての期末となった 9 月末も、概ね混乱なく通過した。

もっとも、仔細にみれば、レポ市場では、9 月 20 日の国債大量発行等

に伴う資金不足日を通過しても、出し手がB I S規制対応から期末のリスク・アセット積増しにはリラクタントで、資金があっても市場への放出ではなく規制上のリスクウエイトがゼロであるF Bの購入等に動いたため、レポ金利が高止まりした。このため、本行の資金供給額をなかなか減らせず、積み進捗にも影響するなど資金偏在に起因する現象もまだ残っている。また、クレジット・ライン整備や、有担保取引の活発化など市場参加者の取組みにはまだ一段の時間を要すると思われる。

以上を踏まえれば、次回までの金融政策運営方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%前後で推移するよう促すとの方針を維持することが適当と思う。

その後の金融政策運営については、これまでどおり、データ・ディペンデントに景気・物価の状況をみながら予断なく判断していくことが適当だと思う。

今後ともインフレなき持続的成長が続くことは望ましいし、イギリス並みに15年、あるいはそれを超えても良いと思っているが、2%程度の成長とはいえ、景気拡大の期間が長くなればなる程、いずれ物価に加え、資産価格にも影響が出る可能性もあり、これらの動向を総合的にウォッチしていく必要がある。今直ちに警戒を要する状況ではないが、3月に導入した「新たな金融政策運営の枠組み」における「第二の柱」により、丁寧に点検していくことが適当であると思う。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

次回までの金融政策運営方針だが、前回決定会合から今回までに利用可能になった金融・経済情勢データは大筋として従来の判断の変更を迫るものではない。従って、現状維持が望ましいと考える。以下では先程延期した物価情勢についてお話をし、今後の政策運営の基本的な考え方につい

て、私の考えを述べたい。

まず物価情勢だが、漸く新しい 2005 年基準 C P I 品目を精査することができて、それをみると移動電話通信料の影響を除いた基本的な動きは確かに 2000 年基準と同じであるということはそのとおりである。しかし、エネルギーを除くと、上昇のモメンタムが弱いという状況は、よりはっきりと出ていると思う。以前からみているプラス方向に転じた品目数からマイナス方向に転じた品目数の全体に占めるシェアは——以前は絶対数でやっていたのだが、絶対数が変わってしまったので品目シェアで説明すると——、5 月が 1.5% とプラス方向に転じた訳だが、6 月には 12.4% と急増した。喜んでいただが 7 月は 9.0%、8 月は 7.5% と減少している。また、コア C P I の上昇率も 8 月には 0.3% と確かに上昇したのだが、小数点二桁まできちんとみると、実は 0.26% であり、切上げて 0.3% になったに過ぎない。サービス価格を押し上げていた——昨日調査統計局から説明があったが——帰属家賃の上昇もマイナスに転じている。C P I の基礎調査である小売物価調査の家賃の動きや、首都圏や関西圏のマンションの新規賃料のデータをみても、これからある程度の予測は可能なのだが、今後暫くはゼロ近傍を這う可能性が高いと考える。これが帰属家賃である。従って、このところ M P M で申し上げているが、エネルギーを除く物価上昇はプラス方向にあることは確かだが、そのモメンタムは相変わらず弱くて、今後も注視していく必要があると考えている。因みに、先程自動車についてお話したので、それについてお話しすると、自動車は従来から新車値引きが常態化しており、これは皆さん新車を買われたことはあると思うが、リストプライスで買った人はほとんど誰もいない状況であった。それが続いていたのだが、ここ数年値引きがほとんどなくなったと言われている。これは大きな 1 位、2 位の 2 社とも同じことを言っているのだから、これは間違いないと思う。ということは、ビッグ・チケット・アイテムであった自動車価格が実はこの数年かなり上昇したことを実は意味しているが、これは実は C P I に反映されていなかった形になる。ただ、現在の価格情勢という点では、現状の自動車の価格上昇率は実勢を反映していると考え

て差し支えないと思う。

このように、物価は上がりにくい状況は続いているが、私が強調したいのは金融政策を考えるうえで、物価の上昇率、より正確には期待物価上昇率は、重要ではあるが考慮すべき一つの変数に過ぎないという点について改めて思い起こす必要があると考えている。

企業の設備投資や家計の耐久財購買行動を決めているのは、企業の場合は設備という資本の収益率とその資本コストの比較考量であるし、家計の場合は耐久財という資本の——これは効用を貨幣換算しなくてはならないが——収益率と資本コストとの比較考量である。資本収益率と資本コストが適度なバランスを取っていることが、中長期に亘る価格の安定と均衡の取れた成長をもたらすことの必須条件になっている。そして期待物価上昇率は、名目利子率とともに資本コストの構成要因として重要だが、それと同じように、恐らくそれ以上に重要なのは資本収益率が現在どのような状況にあるか、ということだと思っている。

既にこのMPMで何度も申し上げたが、長い停滞の後、世界経済の成長に歩調を合わせ、また1990年代の人的・物的資本の経済的陳腐化も乗り越えて、日本経済は技術進歩の果実を漸く実現できるようになってきたと考えている。このように日本経済が病み上がりの状況から次第に脱するにつれて、資本の収益率も次第に回復しつつあると考えるのが自然であると思う。もっとも、資本の収益率は技術的な要因に左右され、ゆっくりと変化するということを考える必要がある。とすると、それに対応する資本コストの変化もゆっくりとなされる余裕があることになるし、さらに期待物価上昇率が低位で安定している状況では、対応する名目利子率の調整も慎重にゆっくりと行い得る余裕があるということになる。

さらに、一点強調したいのは、家計や企業の多様性についても十分な目配りが必要ではないかと思っている。中央銀行内のモデルを含めて過度に単純化したマクロ経済計量モデルが簡便化のために仮定するようには、経済は同種の企業や家計から成り立っているのではない。企業や家計は大きな多様性を持っているのであり、時期、時期に応じて特定の種類の企業や

家計の行動が経済の状況を決定することが多いことは事実である。資産市場の価格もそうであるし、最近の色々な場合は素材産業の企業の決定が非常に重要な役割を果たしていることも想起する必要があると思う。従って、我々はこの多様性を考慮に入れてどのような産業・部門が今後の経済を決定していくか。そして、その企業はどのような資本収益率と資本コストに直面しているのかという点を注意深くみていく必要があると思う。この資本収益率は産業や部門によって多様であるので、それについて肌理細かくみていく必要があると考えている。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回の金融政策決定会合以降の短期金融市場の動向をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は概ね 0.25%前後で推移している。また、ゼロ金利解除後初めて迎えた期末については金利の跳ね上がりも小さくて済み、金融市場局の丁寧な調節が奏功したと評価できる。勿論、その背景には基準貸付利率が 0.4%であることも影響していると思う。

こうした中で一部外資系が補完貸付の利用を当て込んだ行動を取っていたという話が聞かれるところである。外銀にとってみれば、そもそも 0.4%という金利はゼロに近く、担保さえあれば何の不安もなく多額の資金調達ができる訳である。実際、外銀 2 先が 7,000 億円を超える補完貸付けを利用した。

今後も現在の金利水準であれば節目、節目に同じような光景が繰り返されるのではないかと思っている。そもそも補完貸付制度が、金融機関側主導の貸出であり、私共がペナルティ部分を凍結しているため、これを一方的にモラルハザードだと決め付けるのは良くないだろうが、釈然としないものが残る。補完貸付制度については、その修正は基本的には金利変更時を想定しているが、場合によってはそれよりも早く、市場における自由な

金利形成を阻害しないようなものにしていく必要があるのではないかと  
思っている。

また、短期金融市場の参加者においては、市場での効率的な資金利用や  
市場のイベントに対する認識が薄く、マクロでは十分に資金が足りている  
のにレートが強含むことがまだあるようである。経験の蓄積による効果を  
期待したいところだが、それだけでは不十分で、資金の効率的な利用とい  
う意識を高めるためにも、もう少し金利のある世界にすることが必要だと思  
う。

それに加えて、超低金利が長く続く弊害についても考えておく必要があ  
ると思う。現在、景気が緩やかに拡大している中、企業の収益率は改善し  
ており、物価情勢も上昇基調にあるため、少々金利を上昇させたとしても  
金融政策面からの刺激効果は非常に大きい状態が持続することになる。投  
資サイドにしてみれば、内外金利差が大きく、かつボラティリティが非常  
に低くなっているため、この低金利を利用しない手はないと思うのが自然  
だと思う。実際、BOE四季報ではアネクドータルな証拠から、恐らく日  
本銀行の利上げペースについての期待の修正によって、円のキャリート  
レードが最近再開され始めたかもしれないと述べている。

現在は土地・住宅バブルや設備投資の過熱といった超低金利の弊害はみ  
えてはいないが、円の実質実効為替レートが経常収支の大幅黒字を持続さ  
せているにもかかわらず、プラザ合意の時点以来の水準まで減価している  
ことは、私はその一つの現われではないかと思っている。個人が低金利に  
耐えかねてインカムゲインを求めて元本保証がなくても投信などを通じ  
て対外投資に向かっている。このような金利が持続すると想定する程内外  
でこの超低金利を基準にした実物投資が行なわれる可能性も高まる。この  
ような金利はいずれ修正されていくが、その過程で資金の巻き戻しによる  
為替レートなどの資産価格の大幅な変化や非効率な実物投資が顕現化す  
ることになる。いずれにしても、必要以上の金融緩和を長く続ければ必ず  
歪みが出る。従って、最も蓋然性の高いシナリオが物価安定のもとでの持  
続的な経済成長のパスに乗っていると判断できる場合ならば、その目的の



達成のために、そして市場機能の回復を促進させるためにも金利を徐々に修正していくのが望ましいと考えている。

最後に少し話題を変えるが、古くて新しいテーマであるインフレーション・ターゲティングについて意見を述べておきたい。インフレーション・ターゲティングの採用については、ターゲットとなる物価水準を高めによって日本銀行の金融緩和政策を長引かせるという考えが裏にある場合と、純粋に金融政策の説明責任と政策の有効性を高めるために採用を検討してはどうかという場合があると思う。

前者については、手段が十分でないもとで金融政策によりインフレ率を高めることは難しいと言える。日本銀行が何でもやってインフレ期待を高めれば、消費が増えインフレになるという議論もかつては見受けられたが、インフレ期待が高まっても、所得の上昇が見込めない中では消費者コンフィデンスを悪化させ、強い消費も期待できず、今のところは物価上昇率は低空飛行である。足許効果が出始めるまで超低金利を継続し過ぎると中長期的な物価安定と持続的成長を達成できない。従って、このような考え方を背後に持ったインフレーション・ターゲティング論は議論する余地がない。他方、金融政策の透明性向上のためであれば、検討することを排除するものでもない。

この場合、金融政策の枠組みのみを変えるということだけではなく政府全体の枠組みをも見直す必要がある。政府も同じ数値目標を掲げ、物価安定に共同責任をとる必要がある。財政再建や社会保障改革を行う場合など、支出面を考える際には、目標インフレ率に支出を連動させることを前提に改革案を考える必要がある。また、政策手段とその運営を完全に日本銀行に任せるのであれば、日本銀行サイドの問題としては、現在、日本銀行は政策手段を十分に持っている訳ではないので、外貨の購入など自由に手段を選べる状況しておくことも必要になるだろう。目標達成のためにシニョレッジを全て使ってしまう、あるいは一時的に赤字になっても許容される必要がある。ある意味で、日本銀行が金融政策という名のもとで物価安定目標達成のために実質的には財政政策を行うことが許容される必要があ

ることだと思っている。

また、インフレーション・ターゲティングの採用により、市場が期待しているような、次の金利調整はいつかという意味での政策の予測可能性は高まらないことも指摘しておきたいと思う。実際、インフレーション・ターゲティングが一番上手くいっているといわれているのは英国だが、政策変更において一番サプライズの多いのはBOEだと言われている。先日の利上げについても市場にとってはサプライズであった。

以上、申し上げたことを踏まえたうえで、我が国にインフレーション・ターゲティングを導入するのか否かを政府全体の枠組みから幅広く議論するのであれば、国民が合意するインフレ率がどの程度かを定めることも含めて、政策の透明性を高めるために政府とともにこの問題を議論することを排除するものではない。

最後になったが、次回決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持が適当だと思う。今後の金融調節に当たっては、できるだけ市場の自然な金利形成を目指して頂きたい。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

次回会合までの金融調節運営方針は、現在の方針を継続することが適当と考える。我が国経済は、先程申し上げたように4月の展望レポートで想定した標準シナリオに引き続き概ね沿った成長パスを辿っていると考えている。先程も申し上げたが、米国経済のハードランディング・リスクやIT・デジタル関連財の在庫調整リスクについては、最終的には米国のクリスマス商戦の帰趨とは言わないまでも、その行方について一定の見極めがあって然るべしと考えている。一方、物価情勢については、長期的にはシナリオに沿う形で、先行きも緩やかな景気拡大が続く。そのもとで、GDPギャップの改善により、コアCPIの前年比プラスは続くと考えてい

る。しかしながら、当面、物価にとってプラス・マイナス両面の材料があり、差し引きすれば上昇するとみられるが、それでもその上昇ピッチは緩やかなものにとどまるとみている。一方、長期金利をみても、先月下旬に掛けて1.6%近辺まで低下したものの、その後は、短観など堅調な経済指標や、これを受けた株価上昇を材料に反転し、足許では、前回会合時を若干上回る1.75%近辺で推移している。この間、イールド・カーブは、短観発表後の巻き戻しもあって、結果的には、ほぼ前回会合並みとなっている。また、フォワード・レートの変化幅も同様であり、市場参加者の利上げ期待に大きな変化はみられないと判断している。これらの点を併せ考えれば、当面の金融調節方針は現状を維持することが適当であると考え。簡単だが、私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

当面の金融政策方針については現状維持、すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%で据え置くことに賛成である。北朝鮮問題が新たな局面を迎えた今週の金融市場では、地政学的なリスクの影響は然程大きくなくスタートした。外為市場では、円安ドル高に振れたが、これはむしろ米国経済に対する悲観論の後退、これを反映した日米金利差の拡大によるところが大きいと評価できる。グローバルにみると、金融市場では、株価は堅調、債券は軟調という展開になっている。引続き北朝鮮の情勢は注意していかなければならないものの、金融市場として認識される同国の地政学的リスクに関しては、一応マーケットとしては目一杯織り込んでいるつもりであるため、金融市場の反応は今のところ限定的なものにとどまっていると判断される。金融・経済情勢の判断を誤らないためには、北朝鮮問題が内包する地政学的なリスクはリスクとして、冷静に捉えつつ、基調は基調としてきちんと整理しておくべきだと思う。

さて、安倍新政権は、経済成長路線重視の姿勢を打出し、消費税引き上げの問題の議論を先送りする方針を打出している。基本的に金融引締めにも渋い顔をする可能性がある。ただ、尾身財務大臣は、就任会見でも述べたが、「政府は日本銀行の金融政策にあれこれ言うのは良くない」と発言されている。金融政策は結局、経済データに基づいて運営されるべきであることに対する一定の理解は政府サイドにあると見込まれる。

新政権は、経済成長を促進することを目指している。一方、日本銀行は持続的な景気拡大を目指して金融政策を行っている。そもそも経済政策は国民生活の向上に役立つようになされるものであって、経済の繁栄持続のために、金融政策の最大の利点である迅速性を活かすために、経済指標だけでなく、あらゆる情報を注視しながら、いつでも動ける構えで準備しておくのが中央銀行の役割だと思う。日本銀行と政府は、イノベーションによって潜在成長率を高めることが重要であるとの認識は共有している。しかし、持続的な景気拡大を実現するには、超低金利政策を維持することがベストであるとは限らない。政府もデフレ脱却を展望できる程経済が正常化した中、民間部門の活力を引き出すためには、金利の正常化を進めた方が良いのではないか。我が国の超低金利政策の継続を前提として、為替市場や内外の資産価格が形成された場合、将来的に世界の金融市場のボラティリティを高めるリスクがあることを折に触れて政府サイドに説明していく必要があると思う。

安倍政権下でも、財政再建は非常に優先順位の高いものの一つである。言い換えると、今後のマクロ経済政策運営において、財政出動の余地は事実上ない状況が続いている。そのため、景気サイクルの振幅を小さくするためには、ファイン・チューニング的な金融政策運営が不可欠になる。すなわち、金融政策の機動性は、経済と金融システムが正常化する中、今後さらに重要性が増し、高まっていく。

景気・物価見通しにある程度自信が持てるタイミングになれば、政策金利の修正を行っておいた方が良いと思う。ただ、我が国では金融政策の発動余地を残すために、金利の調整の必要性について議論すると、よく「の

りしろ論」といった批判を頂くことがあるが、私が申し上げたいのは、単に先行き政策金利を下げる余地を作るためだけに、政策金利を上げる訳ではない。申し上げたいことは、フォワード・ルッキングな視点から経済・物価情勢に見合った政策金利水準の調整を適宜適切に行っていくことが、結局は先行きのマクロ政策の対応余地を広げることに繋がるという点である。

一方、極端な政策を続けることで先行きの経済の変動を大きくし、経済が大きく下に振れた段階で金融・財政政策の双方で対応余地がなくなるといった状況を生じさせてしまうと——恐らくバブル崩壊時には、まさにこういう状況を経験してしまった訳だが——、中長期的な日本経済の発展にとっても、結局はマイナスになると思う。言い換えると、我が国の景気回復の持続性を高めるためには、本当にゆっくりとした金利調整で良いのだろうか、ということである。個人的には、インフレ期待、あるいは資産価格バブル発生リスクが高まってきた場合、金利調整のペースの修正、チェンジ・オブ・ペースを考える必要があると思っている。

ただし、そうした修正を行う場合でも、中央銀行は、市場参加者とできる限り金利観を共有し、サプライズを与えない金融政策運営を行っていくことがベストである。もっとも、金融政策の透明性向上は、金融政策運営の次の一手を強く示唆することではなく、透明性と機動性のバランスが取れた金融政策を実現するうえで、自らの政策のオプションを狭めることは得策ではない。現在の日本銀行に当てはめれば、追加利上げのタイミングについて予断を持っていないとの姿勢を打出すべきだと思う。市場参加者が、中央銀行が送るシグナルを無視し続けた場合、多少のサプライズは覚悟して政策変更を行う必要があるケースもあるが、我が国の超低金利政策の長期化を前提に、外為市場や国際商品市場で価格形成が行われている中、予想外のタイミングでの追加利上げは世界の金融市場を一時的にせよ、不安定化させるリスクがある。

最後に、次回のMPMの後に、議論を経て纏める10月の展望レポートについて若干コメントをしておきたい。第一に、米国経済の減速や消費者

物価の基準改定を受けても、4月に公表した展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しを大きく修正する必要はないとのメッセージを出した方が良いということである。第二に、経済・物価指標の見通しの前提になる市場金利の見通しについて、4月時点に比べて今後の利上げペースは遅れるとみる市場参加者が大半である中、仮に4月と同じ実質GDP成長率の大勢見通しを我々が提出した場合、日本銀行のボードメンバーが景気の先行き見通しを慎重化させたと受止められるリスクが若干なりともあるということである。第三に、4月時点の予想に比べて、経済の成熟化の時期が遅れる可能性が高く、派手さはないものの、今回の景気拡大局面が相当長期化する可能性があることを指摘しておいた方が良いということである。以上である。

福井議長

次に春委員から願います。

春委員

次回会合までの政策運営方針は、引き続き0.25%の極めて低い政策金利を継続し、持続的で息の長い景気拡大のプロセスをサポートしていくことが適当と考える。

7月の利上げ後初となった中間期末越えは、金融市場局における肌理細かいオペの実施もあって、混乱も無く無事通過することができた。今後、長めのオペを増やしていくとの昨日のご説明だったが、引き続き市場の状況に応じて、調節運営をお願いしたい。

市場やマスコミ等では、引き続き今後の利上げ時期等についての関心が高い状況が続いているが、毎回同じことを申し上げるようだが、先行きの金融政策については、従来同様、先行きの経済・物価情勢を見極めながら、ゆっくり、小刻みに金利水準の調整を進めていくというメッセージを発信していくことが適当と考える。

また、今月末の次回会合で公表する展望レポートでどのような景気・物

価の見通しを示し、先行きの金融政策についてどのようなメッセージを発信するか、十分な検討が必要だと思うが、私としては、今後金利水準の調整を進める上で、先行きGDPギャップやユニット・レーバー・コストの動きに繋がる設備稼働率や労働需給等の動きなどをみながら、先行きのデフレ、インフレのリスクバランスの変化と、極めて低い金利水準の持つ緩和効果を評価していくことが基本になる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

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

先程申し上げたような経済・物価情勢を踏まえると、次回会合までの金融政策運営については、現状維持が適当だと思う。

短期金融市場の動向についてみると、ゼロ金利を解除して初めての期末日となった9月29日の無担保オーバーナイト物金利は0.339%となった。それ以外の日の無担保オーバーナイト金利が0.25%を挟んで数bpの範囲で推移していたのに比べると、やや高い水準になった訳だが、補完貸付制度の存在と、日本銀行が引続き機動的にオペを実施する中で短期金融市場は安定的に推移したということだったと思う。金融資本市場についてみると、ここ数か月、長期金利は低下、株価は上昇、為替相場は円安方向なので、いずれも緩和的な方向への動きとなっている。

そういうことを踏まえたうえで、今後の金融政策運営の考え方について申し上げたい。市場では消費者物価指数の基準改定以降、幾つかの弱めの経済指標の発表を契機に、次回の利上げ時期について様々な思惑が交錯しているようである。しかし、我々としては、これまでの基本的な考え方を変える必要はないと考える。第一に、前回の決定会合でも議論された訳だが、消費者物価指数の基準改定は、物価に関する基調的な判断を変えるようなものではないこと。第二に、最近の経済指標についても、一頃弱めの

数字が出たが、その後は短観をはじめとして、比較的しっかりしたものが多くあり、それらを総じてみれば経済・物価の展望は概ね4月の展望レポートに沿ったものであること。従って、金融政策運営についても、これまでの考え方、つまり経済・物価情勢の変化に応じて徐々に政策金利を調整するという方針で良いと思う。日本銀行の基本的なスタンスは変わっていないことを発信することが大事である。今、一番大事なことは、要するに日本銀行としてはぶれないということ発信することだと思う。

その意味で、今回の展望レポートについて若干お話があったが、市場とのコミュニケーションという観点からは大変重要なものになると考える。どのようなメッセージを盛り込んでいくかは、次回会合でゆっくり議論していきたい。以上である。

#### 福井議長

各委員から、次回政策決定会合までの金融市場調節方針、日本銀行の金融政策運営の基本スタンスについてご発言を頂いた。経済・物価の動きが我々のシナリオどおり動いているということを前提に、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、皆様方は現状維持ということでご意見が一致しておられると受取らせて頂いた。それから市場については、ゼロ金利解除後、市場関係者の取引の習熟度が徐々に上がってきているとのご認識があった。ただし、まだ未完成な部分が多い。市場の機能を高めていく努力はさらに強めていく必要があると私自身も思う。それから日本銀行の金融政策運営方針についても、新しいデータが我々の基本姿勢の変更を迫るものではないという点で皆さんのご意見が一致していたと思うので、基本スタンスは引続き維持する。つまり、展望レポートに沿って経済・物価情勢が展開していくと今後とも見込まれるのであれば、この情勢の変化に応じて徐々に政策金利水準の調整を行うというものである。記者会見でも、そういうスタンスを崩さないで説明したい。それから今日出た議論の中で改めてだが、須田委員の言葉を借りれば「超低金利が長く続くリスク」ということをやはり念頭に置きながら、今後しっかり物を考えて



いく必要がある。その中身は色々あると思う。岩田副総裁からご指摘があったような、オルタナティブ投資の動向から垣間みえるリスクも、為替市場との関係を含めて色々あると思うし、国内の不動産価格の変化、それが人々の期待に及ぼす変化、引いては実体経済に及ぼすリスクという系列もあると思うし、より広く企業が投資採算を甘くみるリスクが、目にみえない形でやはり出てくる可能性もあると思う。そうした様々な問題を含めて超低金利が長く続くことのリスクを十分念頭に置いて、これからは判断していくことになるのではないかと思う。十分纏めさせて頂けたかどうか分からないが、さらに追加的なご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

キャリートレードに関連してなのだが、キャリートレードが額的にみても相当積み上がっていると言われていて、短期市場の部分、円のポジションはもしかすると今1.2兆円位あると言われていているが、この部分については変わる可能性というか多少何か萌芽のようなものが出ている。しかし、より大きい額は個人、企業家の海外資産投資で、これは海外にまだどんどん出ている。通常であれば、日本の景気が良い時は円高になっても不思議はない。だが、今は景気が持続回復していながら円安が続いているという、普通とは少し違うパターンになっている。それはどうしてかということなのだが、やはり個人とか企業が自分の経済の先行きに対してコンフィデントであると、リスクをもう少し取っても良いと考えて、それである意味でリスク多様化でどんどん買う。従って、今は景気が良ければ良い程、何と言うか、どんどん海外資産を持つので円安になってしまうという、そちら

のメカニズムが強く働いているような気がする。ではリバーサルがどういう時に起こるかという、私は日本の景気が良くて金利を徐々に上げていくことがあっても、景気が強ければそのトレンドはあまり変わらない、つまり、まだ金利格差が相当あるので直ぐには動かないと思う。では逆はどうかという、これが厳しいところかと思うが、日本経済自身が減速してしまう時には、個人とか企業が先行きコンフィデンスを失って、もうリスク多様化などと言ってられないと、皆国内回帰することになる。それで外にはもう投資するのをやめると、景気が悪いのに円高になる。つまり景気が失速することによってリバーサルが起こるリスクの方が、より大きいような気がするのである。それからもう一つアメリカの方のリスクがあって、アメリカが思ったよりも失速することがあるとすると、当然、連邦準備は金利を下げる方向に動くので——今は下げないと言っているが、それも程度の問題だと思うので——、その時にはやはりドルが下がる。そうすると、金利相場で行っている、そこでリバーサルが起こる。であるから、今の色々溜まっているリスクが何か急激に転換することがあるとすれば、それはむしろ日米の景気の動向の方が大きいのかと。逆に言うと両方ともが健全に成長していれば、そう急激には起こらない。途中は勿論、短期筋のキャリーが持たなくなるとか、色々あると思う。しかし、やはり根本は日米両国が持続的に成長していくことが、急激なリバーサルというショックにならないような形で、これを正常化していくうえで重要なのではないかと思う。

#### 須田委員

今の点に少し宜しいか。個人が景気で行動するというのが私には少し分からない。個人の今の対外投資というのは、今の国内のあまりにも低い金利に対してもっと高金利の通貨でインカムゲインが欲しいという点が大いのではないかと考えている。そして為替のボラティリティは低いから、リスク・プレミアムを考えても、リスクを取って外に投資した方が期待収益が高まる状況だと思う。景気が良ければ個人は株に投資しても良い訳で

あるから、国内の株を持つこともあるが、外に出て行くのは、やはり内外金利差が非常に大きいというところが今影響を与えているのではないかと思っている。それともう一つ先程のキャリートレードの額について質問なのだが、累積で105兆円というのは、IMMなどの短期のポジションを全部足したのか。

岩田副総裁

否、短期のある時点である。例えば6月末とか。今年の6月末で1.2兆円と。

須田委員

それを2001年以降足し合わせたのか。

岩田副総裁

否、短期のものは足さない。

須田委員

足さないのか。

岩田副総裁

個人の方は毎年積上げがあるので、ストックの数字としてやる。

野田委員

ストックベースの数字か。

岩田副総裁

先程の15兆円というのはフローで、去年1年間で増えた分が15.6兆円でということである。

野田委員

数字はフローだが、結局それがストックに繋がっているということか。フローとストックの関係はどうなっているのか……。

西村委員

怪しいな。

岩田副総裁

あくまで、これはある金融機関の推計なので。要するに過去1年間でどの位対外投資をしたかである。

須田委員

それはフローか。

岩田副総裁

然り。しかし、特に量的緩和の頃からそうした傾向が強いのではないかということで、例えば単純に足し合わせてみれば、それはストックとして相当の額になるということである。差し当たり重要なのは、過去のトレンドのようなものと比べて額がどの位大きくなっているかということなのだろうと思う。

水野委員

コモディティをやっている人達からすると、国際商品市況が転換したのは今振り返ると日本銀行がゼロ金利解除を行った7月であったと言われている。やはり政策金利変更というのは色々なマーケットに影響している。私は日本の金利がポイントだと思う。アメリカの金利がもし景気が悪くて下がるのであればヨーロッパ、オーストラリアや南アへ行けば良いし、ここは相手を変えれば良い訳である。海外市場への投資の背景について、私はどちらかと言えば須田委員の方に近い。他方、もし日本経済、自国の先

行きの景気に自信があれば、自国内の何らかの預金以外のリスク資産に行くということになるのではないか。多分アメリカに行きそうにはないから。

西村委員

私も須田委員と同意見なので、集中砲火のような形で申し訳ないのだが。景気の状態により投資のホームバイアスが左右されるかどうかということである。暫く前は凄くホームバイアスがあったが、漸くこのホームバイアスが解消された。景気の状態によりまたホームバイアスに戻るか。景気の状態でもホームバイアスが左右されるというのは少し考えにくいような気がするのである。結局そこはどうなるか。この傾向は比較的続くのではないか。逆に景気が良くなると、先程須田委員がおっしゃったが、日本の資本収益率が高くなると逆に日本に回帰して、今度は皆ハッピーになる。つまり日本の景気も良くなって、そして円高になってという形になるのではないか。

岩田副総裁

私も皆さんがおっしゃっていることはよく分かったうえで申し上げている。ただ、何がトリガーになりやすいか、その問題なのである。もし、皆さんが正しければ日本銀行が金利を上げた時に全部ひっくり返る。

須田委員

それは相当高い金利になれば。

水野委員

そうならないように、ちゃんと状況判断をしていかななくてはならない。

須田委員

今は内外金利差が非常に大きいから、少々上げててもそのギャップは埋まらないということではないか。

#### 岩田副総裁

私もそういうことで申し上げているのであって、重要でないとは申し上げているつもりはない。

#### 福井議長

資本の流れが変わった時にどの位市場の中で暴発的現象が起こるかは前もってはなかなか読めないのだが、円キャリートレードだけではなく、もっとグローバルに、どういう仕組み・認識のもとに資本が流れているかということ、常時正確に掴んでいく必要があるのではないか。なぜドルとユーロが強くて円が弱いのかというのは、基本的には金利差要因があるという他に、色々な違ったアプローチで分析している人もいる。そういったものが何か政策的アクションがトリガーになって全部ひっくり返るかと言うと、必ずしもそうではなくて、むしろバッファーになる部分もある訳なので、そこをよく見極めながら政策もやっていく必要があるということではないかと思う。円キャリートレードがあまり累積し過ぎると、確かにリスク・ファクターとしてそれ自身は大きい、その他の力を上手く利用してこれを覆していくこともあるかなとも思うので。

#### 福間委員

市場参加者の期待を、相場感を相当程度変える措置を採らないと、この流れは変わらないと思う。例えばあのプラザ合意も、あのこと自体はあまり成功しなかったのである。むしろ、10月26日の土曜日だったと思うが、例の高め誘導をやられたことが流れを全て変えた訳である。ちょうどその日が債先の初日のトレーディングで、えらいことが起きてしまったのだが、要するにああいう具合にアンエクスpekティッドな動きをしないと、市場は先程岩田副総裁が理論的におっしゃったようなことでは動かないな、と。やはり予想をしないことをやらないと。その時は合わせ技になったりパッケージになったりするのだろうが。

福井議長

B I Sのエコノミスト・ミーティングがあって、私は調査統計局長をやっている、高め誘導の正当性を説明しなくてはならない立場で非常に難しかったことを今でも明確に覚えているが。

水野委員

今年のマーケットをみていると、本当にセンチメントの変化が凄く早い。その説明として何か円キャリーだとか、アメリカの景気等とか色々言われるが、やはりマーケットの動きが凄く早くなっているだけに、説明をきちんとしていくことは益々重要になってくる。

福井議長

このマーケット周りの話については、本当に十分認識を深めて皆でシェアしなくてはならないが、やたらと外に説明すれば良いというものではないところが、リアル・エコノミーの分析などとはまた違っており、非常に難しいところである。他に宜しいか。それでは政府の方からご発言を頂きたい。田中財務副大臣、お願いする。

田中財務副大臣

ではお話をさせて頂く。我が国経済の現状をみると景気は回復していると思っている。設備投資が堅調に推移するなど、企業部門は好調だが、委員方からもお話があったが、個人消費はこのところ伸び悩んでいる。鈍化している感じがする。また、原油価格や海外経済の動向が与える影響等に留意する必要がある訳であり、一方、物価動向を総合すると、デフレからの脱却が視野に入っている状況にあると言えると思っている。インフレの懸念がみられない現在の状況では、景気回復を持続的なものとするために、引き続き現在の金融市場調節方針を継続して経済をしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。また、市場全般の動向にも十分目配

りして頂きたいと考えている。また、金融政策の先行きの考え方について、憶測で市場が不安定になることのないよう、市場や国民に丁寧にご説明頂き、適切な期待形成を図って頂きたいと思っている。以上である。

福井議長

次に浜野内閣府審議官からお願いする。

浜野内閣府審議官

経済の現状をみると景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については注視していく必要がある。重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行が一体となった取組みを行うことが重要である。政府は「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。先行きについては極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いとされている。金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や先行きの金利政策の方向性について、丁寧にご説明頂くことをお願いする。以上である。

福井議長

今政府からお考えの表明があったが、各委員方から特にコメントはないか。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたい。議長としては皆様方全員一致かと思われるが、金融市場調節方針を現状のまま維持するという事に関する議案を提出したい。念のため議案の提出をご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長案を用意して頂きたい。



[事務局より議案配付]

それでは読上げて欲しい。

内田企画局企画役

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。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。以上。」である。続いて別添。公表文案である。

「2006年10月13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○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.25%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。大変恐縮だが。

[政府からの出席者退室]

[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

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

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

全員一致で議長案を可決した。今定められたとおり、稲葉理事と中曽金融市場局長におかれては適切な市場調節を是非お願いしたい。それでは政府の方を呼んで頂きたい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決した。

## VI. 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。最初に事務局からご説明頂いた紙だが、討議を踏まえてこういう表現で良いかどうか改めてご検討頂きたい。

野田委員

先程の国内企業物価のところだが、今後物価も少し上下にボラタイルになるという予想を含めて考えると、ここで消費者物価の方は「前年比」とはっきり明示してあるので、3か月前比を採るということであれば、その

ように明示した方が分かりやすい。変更する時にはきちんと説明するようにし、今回はこのままにするとしても、今までもこういうサイトでやっていたということをどこか明記した方が良いのではないか。

福井議長

「3か月前比でみた上昇テンポが鈍化している。」ということか。

野田委員

然り。そうすることによって、日本銀行はそこを中心にみているのだなということがはっきり伝わる訳であり、その方が明解であろうと思う。

福間委員

そうやってみている訳であり、そのとおりに書いたら良いと。

前田調査統計局参事役

基本的には3か月前比ということで、——急に原油価格が大きく落ちる場合には、そういうことも踏まえて考えることがあるので、ガチガチ3か月前という訳ではないが——、ただ、明示した方が良いというお考えであればそういうふうに変更するという考え方もある。私自身は消費者物価についても前年比でみることは、世の中で定着しているので、「前年比」と書くべきと思うが、それ以外、実体経済も含めて比較的定着した見方が実はなくて、企業物価指数についても大体数か月前と比べればこのようなものなのかというのが、皆さんお考えのところなので、若干曖昧さを残した方が良いかなと個人的には思うが、そこは委員の方々がそういうことであれば「3か月前比」を明示する方法もある。

須田委員

一点宜しいか。物価のことを我々が展望レポートに書く時は国内企業物価も前年比で出している訳である。そういうことをやっているのに、物価

を何でみているのかというと、ここは3か月前比であると言うと、日本銀行は何をみているのだろうかという、変な議論を起し兼ねないなという気がする。

福井議長

ところが、では、これは前年比でみているのかと言われると、これはまた困るのである。この表現だと。

武藤副総裁

10月以降の「前年比」というのは先程……。

前田調査統計局参事役

10月以降については、10月が前月比でマイナスになると思われる。去年の10月の前月比が0.5%プラスであったことから、前年比の伸び率は恐らく低下する。

武藤副総裁

マイナスになるのか。

前田調査統計局参事役

否、ならない。9月が+3.6%、10月はどうなるか分からないが+3%前後まで伸び率は低下する。マイナスになるのは相当なことである。

武藤副総裁

10月以降も低下していくという、そういう状態であれば、対前年比でもそう考えて良いか。

前田調査統計局参事役

数か月はそうなると思う。均してみればということだが。

須田委員

今の言い方では駄目なのか。「数か月均してみても」のような、そういう言い方は。

前田調査統計局参事役

「均してみても」では、何を均すのかという問題が発生する。そういう意味でいくと、今回当月についてみれば、3か月前比でみても前年比でみても上昇テンポが鈍化していくということになる。

武藤副総裁

そうだとすると、それで良いのではないかという気がするのだが。

前田調査統計局参事役

そういうことなので、当月だけを考えれば、書かなくて良いのではないかという考え方もあり、そこが整合的でなくなった時に考えるという手もある。

武藤副総裁

整合的でなくなった時に言うのはまた違ったことを言う可能性が強いのだろう。

福井議長

あるいは何も言わないで「当面、上昇のテンポが鈍化傾向を辿るとみられる」と。こうしておけば。前月比でみる人も、アップダウンがあっても傾向なのだと。

前田調査統計局参事役

ただ、その「当面」というのは本当に向こう2か月、3か月という感じ

なので、そこまで「傾向」を付けるかという問題がある。

福井議長

「当面」というのは2か月位の話なのか。

前田調査統計局参事役

これも指数によってである。国内企業物価はかなり国際商品市況に左右されるので、では半年先が分かるかという、なかなか分からない。

福井議長

なるほど。

前田調査統計局参事役

一方で、消費者物価についてはもう少し安定的に推移していくので、もう少し長い目でみてプラス基調という雰囲気がかかりニュアンスの問題だが——掴める。そうすると当面2か月、3か月になれば「当面上昇テンポが鈍化していくとみられる」の方が正確な表現になるかと思われる。場合によってはマイナスになることも3か月前比では出てくるかもしれないので、明示した方が良いというのであれば書くことも考えられるが、たまたまかもしれないが当月は先行きについて、前年比でみても、3か月前比でみても同じ表現で乗り切るということもあり得るかと思う。

福井議長

言い出しっぺで申し訳ないが、私はもう拘らないことにする。

武藤副総裁

今説明のあったようなことを前提に、今回はこれで如何か。

須田委員

結構である。

春委員

どうすれば良いということだったか。

福間委員

このまま。

前田調査統計局参事役

先送りのようで申し訳ないのだが。

早川調査統計局長

もう一回読んで。

福間委員

今月はこの表現で良い。来月の動向をみて、本当に変えなくてはならないなら。

前田調査統計局参事役

先行きについて申し上げると、「国内企業物価は、最近の国際商品市況の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとみられる。」である。

春委員

「3か月前」という言葉は入れないということだな、今の皆様のご意見は。分かった。

野田委員

毎回議論をしていかななくてはならない。

福井議長

分かった。これだけ議論して頂ければ記者会見で私は迷走することがない。その他の点は如何か。それでは採決に移る。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

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

全員一致で本件は可決した。今可決した基本的見解の部分だが、即日公表の扱いである。今日の午後 3 時、15 時に公表予定としている。また、背景説明だが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえで来週 16 日、月曜日の 14 時に対外公表を予定している。



VII. 議事要旨（9月7～8日開催分）の承認

福井議長

最後の案件は議事要旨の承認である。9月7日、8日開催分の議事要旨。皆様方、お手元にお配りして既にチェックをして頂いたと思うが如何か。ご異議はないか。それでは採決に付したい。

[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

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

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

全員一致で議事要旨はご承認を頂戴した。この議事要旨だが、10月18日水曜日、14時に対外公表を予定している。

## VIII. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は終了した。次回は10月31日に開催予定である。1日会議である。宜しく願います。最後にいつも申し上げているが、機密保持のことである。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の扱いである。議事要旨と議事録は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、厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたい。以上で閉会する。

(12時43分閉会)

以 上