

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年11月15日（14:00～16:01）

11月16日（9:00～12:20）

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（15日）

田中和徳 財務副大臣（16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

執行謙二

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

山口智之

企画局企画役

神山一成

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金融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説明を行いたい。政府から、財務省、勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。それを前提に各委員方、政府からご出席頂いた方々、宜しくご発言頂ければと思う。前々回一度トライしたが、今日ももう一回トライアルで途中でブレイクを一回取らせて頂く。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議題に入る。金融経済情勢に関する執行部説明である。金融調節、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

お手許の追加資料に沿ってご説明する。図表1-1で、まず、無担オーバーナイトコールレートの動きであるが、前回決定会合以降も引き続き0.25%を挟む狭い範囲で推移している。当座預金だが、11月に入って当預が7兆円台、準備預金も4兆円台と切り下がってきているが、レートは安定している。特に11月6日は当座預金が7兆3,000億円、準備預金が4兆5,000億円と、最近では最も低くなったが、オーバーナイトレートは0.258%と、0.26%を超えることはなかった。レートの落ち着いた背景に

は、外銀も含めた金融機関の資金繰りオペレーションなどで習熟度が増していることがあると思っている。ただ、この表には入っていないが、本日11月15日は積みの最終日であり、割とレートが上がっていて、まだ終わって見ないと分からないが、0.28%位まで上がっていく可能性があると思っている。習熟度が増したという点は、図表1-2でお示した各業態の当座預金の保有状況にも表われている。10月の積み期をご覧頂くと、都銀の残高は、既にほぼ所要準備並みの水準まで圧縮されている。また、これまで所要に比べて厚めの当預を抱えがちであった地銀や地銀Ⅱだが、特に11月に入ってから、例えば地銀については1兆円を切るなどかなり圧縮が進んでいる。さらに、非準預先のうち、証券会社もかなり残高が足許では圧縮されてきている。前回決定会合時もお説明したように、10月中は一部のメガバンクで準備預金の積みが進捗し過ぎていた。このため図表1-3にあるように、7月積み期～10月積み期中の当座預金残高のグラフの実線でお示した残り所要、これを上回る白い部分の面積でお示した準備預金の部分、つまり積み上幅が結構大きかったが、11月に入りそういったメガバンクが積みのスピード調整をしたため、足許の準備預金は、ほぼ残り所要並みの水準まで圧縮されてきている。オーバーナイトレート以外にもレポ・レートもこのところ、7月積み期～10月積み期中の短期金利のグラフでお示しているように落ち着いている。水準的には0.29%～0.31%程度で安定している。この背景としては以下のような点があるとみている。第一に、事業法人の収益が好調であって12月初めの納税期を控えて、事法の納税資金が結構積み上がっているようだ。そうした事法が、短期の資金運用のために証券会社を相手に債券現先を行っているので、証券会社の債券の在庫がその分軽減されているようだ。第二に、海外の中央銀行が、FBなどの運用をここへきて積極化しているようで、これも証券会社の在庫を軽くする。第三には、邦銀がレポ運用を増やしていて、市場で資金が全体として上手く循環するようになっていることも挙げられる。次に図表1-4、1-5でコール市場の残高をご覧頂く。図表1-5で旬毎の動きについてみていくと、このところ残高は横這いであ

る。これは、〈取り手別〉内訳のグラフに表われているように、外銀の調達額が減っていることが寄与しているとみている。外銀の調達額が減っている背景であるが、そもそも外銀が必要とする資金がキャリー取引とどの程度関係があるのか、今一つよく分からないところもあるのだが、彼らの必要とする資金がひとところと比べると小さくなっている。また、円の調達ソースをコール市場以外にもユーロ円だとかDD取引とかへ多様化を進めていることなどが背景とみている。続いて、図表 1-6 最近のオペの実施状況をご覧頂く。10月30日に今年初めてとなる年末越えの資金供給を共通担保の本店オペで行ったが、その後、本店オペ・全店オペ織り交ぜて今日までに6本、年末越えのオペを実施している。一番最近の年末越えは、本店共通担保オペの欄にある11月14日オファーの期間2か月のオペであるが、その落札決定レートは0.37%であった。実は、一つ前の年末越えのオペが11月10日の2か月物のオペで、落札決定レートが0.34%であった。従って、落札レートが少し切上がってきている。これは、年末のプレミアム部分が幾分拡大している面もあるかもしれないが、併せて利上げ期待の高まりといった要素もあるとみられている。つまり、昨日の年末越えオペの中身を見てみると、朝方公表のGDPが予想比上振れたのを見て、ひょっとしたらこれは12月の利上げもあるかもしれないと予想するオペ先——応札金利を従来よりも引き上げて入ってきたオペ先——が複数みられた。恐らく今後の年末越えのオペレートは、さらにもう少し切上がっていくのではないかと考えている。次に国債買現先オペだが、レポ・レートが落ち着いているので、少し手を離して特に短い現先オペの本数を減らしている。一方資金吸収オペについて、(資金吸収オペ)の表にあるが、先程申し上げたように10月中はやや準備預金の積みが進捗し過ぎていたので、ブレーキを掛けるという観点から11月に入り、4本シャドーを掛けている部分だが、即日の売り手オペで吸収をした。また(資金吸収オペ)にあるように、7月以来となる国債売現先オペも併用した。図表 1-7 で当面の資金需給を確認しておきたいが、この後11月までは国債発行などからマイナス5兆円の不足になる。それに続いて12月の初めには税揚げ

が控えているので、これから年間でも最も資金不足の深い時期を迎えつつある。その後、今度は12月中旬に年金の定時払い、20日に国債の大量償還があって、一転して大幅余剰となる。さらに月末には国債発行で不足へ振れるので、非常に資金需給の面では振幅が大きくなる。このため、調節運営面では、まず不足を埋めるための供給オペをやや長めのものも織り交ぜながら実施するとともに、振幅が大きいものだから、先日付の資金吸収オペになると思うが、吸収オペも併せて活用していきたいと考えている。ひとつ言い忘れたが、今日15日は積み最終日だが、一部メガバンクが積み下になっている。また、本日に限って言えば、外銀の調達圧力が結構強いので、朝方6,000億円の即日の資金供給オペを行った。それでも冒頭申し上げたよう、少しレートが強含みで推移している。本日は先程も申し上げたように、0.28%位まで上がる可能性がある。続いて金融・為替市場の動きを、図表2-1でご覧頂く。まず全体感だが、前回決定会合以降、展望レポートについては、市場の事前予想の範囲内ということで影響は限定的であった。その後も、金融市場では利上げ期待が根強い状態が続いていたが、その一方で家計調査、あるいは機械受注といった、弱めの景気指標が続いたので、今週初め位までは、長期金利が低下していた。その後、昨日の7~9月期のGDPが市場予想比大きく上振れた。内容的には消費や在庫などバランスの悪い面もあるとの見方もあるが、事前にはマイナスになるとの予想もあったので、市場はヘッドラインの上振れに対し昨日は素直に反応した。これに伴って、景気の過度な悲観論が後退し、利上げ期待も幾分高まっている。次に(2)の表であるが、現物市場について短国レートをみると、短国市場は、12月も意識は若干しているが、1月利上げは完全に織り込んでいる。従って、1月が接近するにつれてFBの3か月物はじわじわと上昇してきていて、昨日は0.43%まで上昇している。また、昨日入札があったTBの1年物も1年に2回位利上げが有り得るとの見方から、足許では0.655%まで水準が上がってきている。これが現物マーケットであるが、次に、図表2-2先物レートについてみると、(1)のグラフにあるように、金先のフォワード・カーブが、前回の決定会合以

降、灰色のカーブから黒い実線へと幾分上昇している。この内期近物の動きを(2)のグラフでご覧頂くと、12月あるいは3月限月の辺りは11月以降上昇傾向を辿っていたが、昨日のGDPの後は鋭角的に上昇している。

(3)のグラフのOISでも同様の動きがみられる。黒棒でお示ししたのが直近のレートだが、これと白い棒でお示した前回決定会合時のレートを比べると上昇している。黒い棒は全て、オーバーナイトのレートが2月には0.5%に到達する姿になっている。次にもう少し長めの金利をみていく。図表2-3の長期金利の推移でみると、10年債辺りは1.7%付近で、前回会合から均してみると横這いだが、この間、ゾーン別には異なる動きをしている。この点については図表2-4(2)でご覧頂く。短期のゾーンでは利上げの警戒感から上昇している。これに対して、中長期ゾーンは弱めの景気指標が暫く連続していた頃は低下していたのだが、昨日のGDPを契機にそれまでの下落分を取り戻す形で上昇している。その結果、イーロード・カーブ全体としてみれば、この間フラット化が進んだ形になる。図表2-5のサーベイの結果は、前回の会合と変わっていない。図表2-6のクレジット市場も大きな変化はない。社債流通利回りの対国債スプレッドもCDSのプレミアムも横這い圏内の動きである。企業の財務ファンダメンタルズも良好であるので、クレジット物に対する堅調な投資が続いているということだと思う。続いて、図表2-7株価の動向だが(1)のグラフでシャドーがかかっている部分が前回決定会合以降の動きである。ここでお示しているように暫く軟調に推移していたが、やはり昨日のGDPに反応している。昨日のGDPで日経平均は270円位上昇して、1万6,300円の近くまで昨日は上昇した。ただ、(2)あるいは(3)のグラフで示す米国やその他海外市場の株価が年初来の高値圏で推移しているのと比べると、やはり勢いが無いということになる。それでは何故日本株は上昇モメンタムがないかというと、依然外国人投資家頼みとなっている点が大いように思う。図表2-8の主体別売買動向をご覧頂くと、外国人投資家は、均してみると引き続き買い越し主体にはなっている。ただ、流入の勢いは、これまでに比べると鈍化してきている。この点は、外国人投資家の

年初来累積買い越し額のグラフでご覧を頂く。グラフの折れ線のうち四角いマークの折れ線だが、今年に入ってから10月までの外国人の累積買入額が、グラフから明らかのように途中ラップでみると、2003年、2004年、2005年各年に比べてかなり低くなっている。流入ペースが鈍い背景だが、恐らく日本の景気指標が足許弱めに振れることが多いので、外国人投資家は先行きの景気物価動向に今一つ確信を持ちきれないことが背景にあるのではないか。こういった要因の他、今公表最中の企業の間接決算も当然市場は注目している。実際、中間決算自体は概ね良好なのだが、ポジティブ・サプライズが少ないということが一つ。また、2006年度通期の業績でみると上方修正が総じて小幅にとどまっていることも、株価を押し上げるには力不足とみている。図表2-9の為替相場だが、為替は最近の動きをみているとどうも単純な金利差ストーリーだけでは説明しきれない動きも出てきているかなとみている。通貨別にみていくと、まずドル/円相場だが、(1)のグラフにお示ししているように、大体117円台で推移している。主要通貨の中で最近目立つのはユーロの強さである。(1)のグラフあるいは<参考>の表にもあるが、特に円に対して一時、既往ピークとなる151円台まで上昇している。昨日はGDPを受けて円が買い戻されているので150円台に戻っているが、基本的にユーロが強い。ユーロが強い背景としては、景気が堅調であり、これに伴い市場では2007年の利上げ継続観測が強まっていることをまず指摘できると思う。加えて足許では、中央銀行などによる外準運用の多様化の流れが出てきて、これがドル離れの動きを刺激しているようだ。そのきっかけとなったのが、図表2-10に幾つか書き込んであるが、例えば中国人民銀行総裁の発言「外貨準備を分散させる明確な計画がある」、あるいはイエレン・サンフランシスコ連銀総裁の発言「ある段階でドル資産の選好度が弱まる可能性も」である。ここに記載していないが他にも幾つかある。例えば、ロシア、スイス、UAEの中央銀行が外準の多様化に言及をしている。ロシアなどは、円を外準に加えると明言しており、これが材料になっている。ドルがシフトしているのはユーロなどの主要通貨なのだが、これ以外にも向かっている先があるよ

うだ。図表2-11の各グラフで黒い棒でお示ししているが、足許エマージング株、エマージング債券、また、一部のコモディティといった資産の価格が上昇している。恐らくここから示唆されることは、グローバル投資家のリスクアペタイトが回復してきており、単純なキャリーよりはもう少し高いリターンが——リスクではあるけれども高いリターンが——、期待できるエマージング株やコモディティの一部へ資金を回帰する動きとみることができるのではないかと思う。IMMのポジションであるが、図表2-12(1-1)をご覧頂くと、円については金利差は変化していないが、足許ショート・ポジションが大きく縮小している。これも前回の会合で若干触れたが、まずクロス円の相場は相当高値で推移していたので警戒感が出てきて、まず機関投資家などのリアル・マネー筋がショート・ポジションを閉じた。その後、CTA、投機筋と呼ばれる人たちがこれに追随したことがショート・ポジション圧縮の背景ではないかと思っている。ユーロについては、(1-2)のグラフにあるように、金利先高観からロング・ポジションが足許では拡大している。以上のように為替相場は、金利差要因に加えて、投資家のリスクアペタイトの回復に伴うエマージング株あるいは一部コモディティへの資金フローや、外準運用対象の多様化などの動きといった複数のベクトルが合成される形で相場が形成されるようになっている。以上みてきたように金融・為替市場は、依然景気指標にセンシティブに反応する地合いが続いている。家計調査やGDPに対する市場の反応に典型的に表われているように、新しい景気指標が出る度に景況感やこれを受けた利上げ期待が振れる状況は今後も暫く続くのかなと思っている。私からは以上である。

福井議長

どうぞご質問等があれば。

西村委員

一点だけ。郵政公社の状況は如何か。

中曾金融市場局長

郵貯は図表 1-2 の表にあるように、何も無い時は大体 2 兆円～3 兆円位で変動している。国債の償還などがある時は一気に 7 兆円位まで増えて、それを時間を掛けて運用で回しながら当座預金残高を落としていくというパターンである。そういった意味で大きな変化はないが、仔細にみると、彼らも運用努力は相当にやっている形跡がある。具体的には、オーバーナイトでの運用はやっていないが、ターム物の運用でなるべく当預に積む額が多くならないように努力している形跡はみられる。ただ、徐々に減らす努力はしているものの、当預の水準自体は 2 兆円～3 兆円であり、彼らの所要準備に当たる金額が 1 兆 2000 億円であることを踏まえると、相変わらず相当高めのレベルが保有されている状態である。

福間委員

昨日、ホワイトハウスでブッシュ大統領にビッグ 3 が会った。詳細はよく分かっていないが、円相場について触れたということだが、それだけか。人民元などについて、直接は触れないにしても、金利の問題などに触れたかどうか教えてもらいたい。

中曾金融市場局長

昨日の為替の動きは、必ずしもブッシュ大統領とビッグ 3 の会談で影響を受けた訳ではないようだ。若干振れているのはむしろアメリカの景気指標に反応して一回ドルが売られてまた買い戻されるという動きであるので、会談自体が何か影響を与えたということではないと我々は認識をしている。

稲葉理事

報道によればデトロイトが問題にしているのは、日本と韓国。日本については円安の傾向について問題にし、韓国については互いに米国車が売れ

ていないことを問題にするといった取り上げ方である。

須田委員

私もニュースで聞いたが、その時にブッシュ大統領が為替操作について否定したというふうに出ている。

福間委員

円については言われているが、もう少し多面的にやるのかなと思ったら、ビッグ3もおとなしくて…。

中曾金融市場局長

結果的には、事前に思われた程には大きなインパクトは与えていない。

福間委員

まあ、良いことである。

須田委員

一点、外国人投資家が日本に入ってくないことについて。今はグローバルな企業は海外では儲かるからという理由で買われているという話があるが、日本の景気の見方、例えば日銀の展望レポート的な見方であれば外国人投資家は入ってくるのか、それともその程度ではだめだと思っているのか。

中曾金融市場局長

アネクドータルな話になってしまうが、株価というのは名目成長率、あるいはインフレ率とリンクをしている面があるので、そういう意味ではCPIに注目している外国人投資家は多い気がする。従って、日本銀行のシナリオを疑っている訳ではないとは思いますが、「明確にCPI上昇に繋がる指標が出てくるまで待とう」というのが基本的なスタンスではないか。も

う少し長い目で振り返ってみると、日本株は今年前半位までは上昇率はむしろ一番高かったので、グローバル・リスク・リダクション時にそれだけ大きく下落して痛い目にあっている人達が多い。従って、投資を再開するにはその分慎重にならざるを得ない、ということだと思う。その慎重さを解消するためにはそれだけエンカレッジな景気・物価指標が出てくる必要があると、それを彼らは待っているということだと思う。

福間委員

PERからみたらどうか。

中曽金融市場局長

PERは、20を少し切っている位なので、外国人投資家にとっても、決して割高ではないと思うが。

岩田副総裁

他の国はもっと安い。

福間委員

もっと安いな。

野田委員

一時は22とか23まで上昇していた。

中曽金融市場局長

従って、20を切っているようなレベルはそれ程高いとは言えない。PERが要因ではないのではないか。

福間委員

収益をコンサーバティブに出していることもあってか、PERを横並び

でみたら決して安い訳ではない。

中曽金融市場局長

安くはない。高過ぎでもないかもしれないが。

福間委員

然り。

福井議長

宜しいか。それでは海外の経済情勢について、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(参考計表)(追加分)に沿って説明させて頂きたい。この2週間の間に公表された経済指標について、一応さらっていきたくと思う。まず(図表1)である。アメリカであるが、住宅投資に直接係わる統計の足はこの2週間の間に伸びていない。住宅投資との関係で注目を集めているのは個人消費であるが、5.の小売売上高が発表されている。10月の小売は前月比-0.2%だった。この統計は名目ベースのため、このところのガソリン価格の下落がガソリンの売上高減少として全体に大きく寄与している。除くガソリンベースでみると、まず前月の9月は+0.3%であり、当月の10月も実は+0.3%になっている。こうした売上げの動向や7.にある消費者コンフィデンス指数——10月は105.4だが——を合わせて考えると、個人消費は一頃よりは減速しているが依然としてしっかりしていると判断できると思う。雇用関連であるが、14.の10月の失業率は4.4%と前月に比べて低下している。一方、15.非農業部門雇用者数は、10月の増加数は92千人と前月に比べて増加幅は減少している。この統計もやや誤解を招き易いところがあり、今回10月の統計発表に際して、過去

2 か月分合わせて 3 か月分の数字がリバイスされるが、8 月、9 月の計数が大幅に上方改定されている。これを踏まえ、7~9 月期合わせて、あるいは均したところの 8 月、9 月、10 月の動きでみると、労働需給は基本的には引き続き堅調と判断できる。住宅投資の動向との関連で、今回出た雇用統計の内訳として建設業にスポットを当ててみたい。資料の(図表 4)である。これまで住宅市場における調整の雇用面への影響は、非居住用の建設の好調に助けられて吸収されてきたという説明であった。しかし、10 月の計数をみると、居住用建設工事に係わる企業での雇用調整が足を引っ張り、建設業全体での雇用者数の前月比増減はマイナスに転じている。(1)のグラフで斜線が入っているものが居住用特殊工事、全体のシェア 32%を占めるものである。この減少が大きく効いて、全体でも建設業で約 2 万人の前月比減少となっている。居住用はあと黒い部分もあるが、これの寄与はほとんどなく特殊工事の部分がマイナスに寄与している。今まではこのように居住用と非居住用とで打ち消し合いながらゼロ近傍できて、10 月はマイナスに転じた訳であるが、今後どうなっていくか要注意である。因みに、2. に S&P500 社ベースの住宅建設関連株指数の推移をプロットしておいた。以前これを出した時点では、株価でみると下げ止まり感が出たと報告したが、直近でみると 14 日時点でまた少し下がっており、一進一退の動きに転じている。また、企業の設備投資関連で、(図表 1) 9. の非国防資本財受注統計をみると、10 月の前月比は+2.0%、前年比でみても+10.7%と二桁台の増加であり引き続き堅調な姿となっている。この堅調な設備投資の背景にある一つの原因というかファクターは企業収益であるが、この動向を同じく S&P500 社ベースでみると、7~9 月期は前年比で 2 割を超える増益となっている。2 割を超える数字は市場の予想に比べて上振れているし、4~6 月期の実績に比べても前年比増益幅は拡大している。次に物価である。昨日出た 10 月 P P I は、エネルギー価格の下落を映じて、ヘッドラインでみると、前月比-1.6%と 2 か月連続の下落を示している。一方、18. 非農業部門の労働生産性であるが、7~9 月期は前期に比べて横這い、前年比でみると前期の 2.4%の増加から 1.3%の増加と

伸びが鈍化している。こうした中 7~9 月期のユニット・レーバ・コストの前年比は+5.3%と引き続き高く、依然としてインフレ圧力の背景として注意が怠れないと思う。以上がアメリカであり、(図表 2-1)に進んで頂いてユーロエリアである。先程の話にもあったように、昨日 7~9 月期のユーロエリアの GDP が発表されて、前期比+0.5%、年率換算では 1. 実質 GDP にあるように+2.1%となった。この数字は事前の予想をやや下回ったが、GDP の内訳が今月末まで明らかにならないため、現時点での評価は少し難しい。しかし、この 2% 台の伸びは、水準感としてはユーロエリアが順調に景気回復軌道を辿ってきているというこれまでの見方をひっくり返すようなものではないことは確かだと思う。内訳についての類推ということで、3. 小売売上数量ベースをみると、7~9 月期の前期比は+0.6%と堅調であるし、設備投資の関連として 6. のドイツの国内資本受注は、7~9 月期の前期比+7.6%と高い伸びを示しており、先程申し上げた 7~9 月期のユーロエリアの GDP は、内需、外需バランスの取れた伸びと推測される。この間、14. 消費者物価であるが、このところのエネルギー価格の下落を映じて前年比+1.6%と上昇率は鈍化している。(図表 2-2) の英国について若干申し上げますと、6. CPI であるが、昨日発表された 10 月の消費者物価は+2.4%と前月と横這いである。ただ 5 か月連続でターゲットとなっている 2% の水準を超えている。また、7. 住宅価格もじりじりと上昇しており、これらを受けて BOE では先週利上げに踏み切って、政策金利を 5 年振りに 5% 台に乗せている。続いて (図表 3) のアジアである。最初に 1. 中国であるが、3. 小売の数字が 10 月は伸びており、+14.3%と引き続き経済の力強い拡大を窺わせる数字かと思う。昨日中国人民銀行は 7~9 月期の四半期報告を発表しているが、景気の過熱に対する警戒感が幾分薄らいだトーンとなっているのが特徴点であった。同報告書の中で、2006 年の仕上がりの姿として、GDP は 10% 超、CPI は 1.5% 前後という数字が記載されている。因みにこの 10% 何がしという数字は 2004 年、2005 年と似たような水準なのでどういう具合にみたら良いか難しい。ASEAN と NIEs は、総じてみれば引き続き内需、外需

とも緩やかな景気拡大が続いている。その中で二、三目立つ点を触れさせて頂く。9月にクーデターのあったタイの生産面の動きであるが、(図表3-2) (3) 生産関連の9月が-1.4%となっている。ある意味でこの程度で収まっているとの評価ができるので、当面は政変の経済面への影響はそれ程出ないのではないかとみている。次に(図表3-3)の(6)物価の動向である。全体としてはエネルギー価格の下落を映じて物価は落ち着いた動きを示している。その中でインドネシアの10月のCPIは、前月の+14.5%から一気に+6.3%へと上昇率が大幅に低下している。これは予ねてご説明したと思うが、昨年10月、ガソリン等に対する政府の補助金が廃止され、その段階で一気にエネルギー価格が上がった。その効果が1年間続いていたが、一周してその効果が剥落し、CPIの伸び率はそれ以前の2004年辺りの+6%台に戻っている。以上、アジアを押し並べてみると、一桁台に落ち着いた物価動向という見方がし易くなったと思う。取り敢えず私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

アジアの輸出だが、新しい数字をみると皆前月比でマイナスになっているが、これは何か共通のトレンドと考えて良いか。

出沢国際局長

(参考計表)(追加分)の図表3-2の(2-1)輸出の表の数字だと思うが、10月に落ちている韓国、台湾について、台湾はクエスチョンマークで調査中である。韓国については日付要因という極めてテクニカルな要因で説明できる。これは消費、生産、輸出の9月、10月に同じ傾向が出ている。秋のゴールデンウィークのようなものが、例年は9月にあったが今年は10月にきていることで逆にでている。タイ、インドネシア等は、9

月までの数字である。単月の動きではみにくいので、四半期で纏めているが、特に心配する数字にはなっていないので、輸出全体では特に変調はきたしていない。ただ、台湾の数字については、来月の数字もみながらもう少し様子を見てみたいと思う。

須田委員

米国の車について、PPIが下がっているのは、新車の値段がかなり下げられた影響が出ているとのことだが、値段を下げて、アメリカの車は売れないということなのか。

出沢国際局長

結論を言えばそういうことだと思う。価格が下がったのはテクニカルな要因である。毎年10月に品質調整をし、タグプライスだけではなく、その1年間に起きた品質の改善——劣化等はないと思うが——に見合った価格変化分も調整しているそうである。年によってそのアップ・ダウンがある。今年はその要因がかなりマイナスに寄与している。従って、そうしたテクニカルな要因からの統計値の下げが、自動車の価格に効いてきているので、単純にプライスタグが下がっただけではないということがまず一つ。ただ、いずれにしても需給が緩いというか、売れないから色々な工夫をして実質値下げをしているが、それでも売れないかということ、やはりテクノロジーの面で、あるいはムードでどうしても日本車に人気がいってしまっていると想像する。

須田委員

前回決定会合からあまり日が経っていないが、住宅の問題で住宅価格の下落が消費に与える影響に関しての見方が、少しリスクを小さくみるようになってきているのかな、という気もするが、その辺は如何か。

出沢国際局長

が
あり、高官が冒頭で、「最近会った大手住宅関連会社が先行き非常に悲観的なことを言っている」と、ポロツと言ってから、全体像としてのストーリーで語る時は今までF e dが公式に言っているような「住宅投資の調整はあるが他には波及しないし、上手くいくだらう、ソフトランディングだ」と言う。そういう言い方に象徴されるように、本当によく分からないまま色々な材料が次から次へ続いて、皆考えあぐねている。来年の真中位までにはこの調整も一巡するが、その後のリカバリーはそう早くは期待できないだろうというのが、メインのシナリオと思う。目先、追加的な材料で凄く悲観するものはない。ただ、先程の話にあったように、大手住宅会社自身が来年の収益見通しで結構悲観的な数字を出していたというエピソードが伝わってきている。

福間委員

ウォールストリートのホーム・デポの株価をみていると随分上がっている。

出沢国際局長

然り。

福間委員

減益決算発表した後は上がって——勿論、アナリストの予想よりは良かったという、例によっての説明だが——、その次の期についてもそこで何となくボトムを付けて上がるような……。ホーム・デポが全てを語る訳ではないが、何となく強弱の材料がミックスしている感じがある。おっしゃるように、このところ統計が出ておらず、実数を持たずにみている部分があるから。

出沢国際局長

まさにミックスの材料で、住宅関連株の先程示した個社別のものなどもみているが良いのもあれば悪いのものもある。どういうマーケットを持っているかによって、どの話を聞いたかによって、それぞれ印象が違っていて、それを総合化するのには、いつものことだが難しい局面だと思っている。

水野委員

2007年の世界経済についてそろそろ色々と検討しているのか。従来受けている説明から、大きく変えなくてはならない点はあるか。現時点ではどのように考えているか。

出沢国際局長

、先週あったG7レベルの見方というのは、色々心配事はあるが9月にシンガポールで皆で話した時から変わっていない。むしろドイツはさらに良い感じで動いていると の代表が言っていた。それ以上の材料はないが、今までの流れからみれば2007年は今までより悪くなるという材料は今のところみえない。特にアメリカについても一応、ソフトランディングがメインシナリオになっているし、他の地域についても中国もそう大きくは割れないまま収まっていくだろう。ヨーロッパは意外と強いということなので、足し合わせると、どちらかと言うと気持ち強いかなとの感じを、私自身現時点で持っている。

野田委員

関連の質問だが、ユーロエリアについて、図表2-1のOECDの景気先行指数が最近のもので3.6である。これについてどのような評価、インプリケーションを持っているか。

出沢国際局長

ある程度織り込み済みというか、2007年の数字面そのものが2006年か

らスローダウンするのは、もうコンセンサスになっている。ビジネスの感覚としては、そういう見方が、先行きの評価に織り込まれている訳で、暫く下がっていくと思うが、これ自身をとりわけ騒いでいる感じはない。今日もドイツのサーベイみたいなものが出たが、いつも弱目の数字でバイアスが掛かっていることが分かっているので、あまり材料視されていない。

岩田副総裁

ユーロでもう一点聞きたいのだが、消費者物価が+1.6%になった。

出沢国際局長

然り。

岩田副総裁

+2%を超えるところまで行くと読んでいるのか。今はテンポラリーに下がっているということか。

出沢国際局長

ECBなどの筋は、+2%台に戻ると盛んに言っていると聞いている。

岩田副総裁

それは景気が凄く良いので……。

出沢国際局長

単純な前年比の伸びでいけば、エネルギー価格の押し下げ要因はいずれ一巡するだろう。また、元々需給ギャップや景気実態をみると上がるはずだという、観念的な説明がなされている。

福井議長

宜しいか。

福間委員

ユーロとしてのユニット・レーバー・コストはあるのか。

岩田副総裁

あったように思うが。

福間委員

あったか、あまりみたことはないが。

岩田副総裁

普通はあまりみないが。

出沢国際局長

話題にはしている。少なくともイギリスではしたことを覚えている。それがかつてアメリカ程良い成績を示さない、要するに生産性が上がらないということで調べたことがある。

福井議長

ハーモナイズされた数字を出しているのか。

出沢国際局長

然り。

福井議長

ユーロエリアで一本の数字を出しているのか。

出沢国際局長

ユニット・レーバー・コストか。国別…、いずれにしろ少し調べる。

私は今よく分からない。

福井議長

他に宜しいか。それでは予定に従ってコーヒブレイクとする。中途半端なので15時から再開する。

(14時48分中断、15時00分再開)

福井議長

次は国内経済情勢である。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

それでは資料-4(参考計表)と、本日お配りしている追加図表を使ってご説明していきたい。ただし、計数自身は前回会合で相当程度消化してしまっているので、本日は新しく出た数字を中心に若干レビューした後、当面のポイントというか、リスクバランスについて若干の考え方を述べたい。最初に(参考計表)の図表4をご覧頂きたい。ご承知のとおり、輸出は第3四半期まで引き続き堅調な伸びを続けてきている。少なくともこの第3四半期までは、アメリカ経済減速の影響は明確には確認できていない。この点に関する詳細はもうご説明しているので一点だけ、図表8をご覧頂きたい。後程ご説明するIT在庫との関係でこの数字を確認しておきたいと思う。ご存知のとおり、日本の情報関連輸出は第2四半期に若干マイナスを付けたが、第3四半期は再び伸びている。実は(2)にあるWSTSの世界半導体出荷も同じような動きになっており、第2四半期はやや足踏みしたが、第3四半期はまた増えている。先行きの見通しも、春時点の見通しからほとんど変更されていない。先程ご覧頂いたように、韓国、台湾の輸出、特に10月の台湾の輸出は若干気になるが、一応韓国、台湾等に関するマイクロヒアリングでは、現在、この分野で過剰在庫が積み上がって

いるとの話は聞いていない。こうした点からみると世界的な I T 在庫調整が起こっている感じはあまりないとまず申し上げておきたい。

そのうえで図表 13 である。設備投資関連については、前回の会合以降、機械受注と建築着工床面積が出た。ご覧のとおり 9 月はいずれも若干の減少になった。この結果、7~9 月でみると建築着工床面積は前期比-1.7%と大したことはないが、機械受注は前期比-11%と、かなり大きな減少になった。以前も申し上げたが、最近の特徴は機械受注、建築着工床面積ともに製造業は堅調である。機械受注は 7~9 月、若干製造業がマイナスになっているが、前の四半期が 9%位増えているので、これは堅調の範囲内だと思っている。その一方で、非製造業が弱いのが特徴である。この点、図表 15 のグラフでご覧頂くと、より明確かと思うが、例えば機械受注でご覧頂ければ、製造業は堅調であるし、建築着工床面積の鉱工業は随分強いという感じである。そうした中であって、非製造業が落ちている訳だが、このうち機械受注の非製造業の落ちについては比較的犯人がはっきりしている。二つあって、一つは非製造業は前の四半期に結構伸びたが、前の四半期で大きく伸びたのは運輸であった。これは鉄道車両等だが、これの反動が出たのが一点である。もう一つが携帯電話で、本来は設備投資関連指標ではないのだが、統計上ここに入ってしまったいて、7~9 月の携帯電話の受注が非常に低かったことである。この点はまた後程、消費、生産の絡みでも触れるが、その影響は結構大きい。ただし、図表 13 の(注)で 10~12 月の見通しをご覧頂くと、民需全体で+5.7%、製造業で+2.4%、非製造業は+9.0%だが、実はこの非製造業の+9.0%は随分強い数字である。技術的になるが、7~9 月の実績が見通しよりも低かったものだから、この修正率というか、見通しの時には随分割り引いて報告されている。従って、随分割り引いた結果の+9.0%というのは、これは結構強い数字で、勿論実現するかどうか分からないが、ひょっとすると 10 月辺りで携帯電話のリバウンドのようなものが少し大きめに入っているのかもしれない。建築着工床面積も非製造業については図表 15 の(2)のグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、一昨年位に一回水準を切上げた後、クォー

ター・バイ・クォーターでぎくしゃくしているのも、その範囲内の動きであろうと基本的には思っている。図表 18 は企業収益である。企業収益のうち大企業については、(1) に証券会社調べの数字があるが、ご承知のとおり現在上場企業の間接決算の発表が進んでおり、11 月上旬時点の日経新聞の調査では中間決算の上期の経常利益は前年比+16%になっていた。4~6 月が+15%であったので、ほぼ等速で増えているという感じである。ただ、同時に先程中曾金融市場局長からもあったように、年度の数字をあまり上方修正していないので、計算上、下期は減益の企業が少なからずあるということである。従って、今私共は短観の回収を始めたばかりだが、12 月短観でも上期増益、下期減益のような変な数字が出る可能性は充分にあると思っている。一方、(2) の中小企業だが、②にある中小公庫調べの利益はご覧のとおり高水準ではあるが、頭打ち感がある。これは中小製造業が主体であるので、法人季報でも短観でも同様の傾向があり、恐らくは原材料コストが充分転嫁できていないことが影響していると思う。一方、よく分からないのが①の国民公庫調べの数字であり、随分足許良くなっている。これは中小というか、零細の非製造業が中心であって、消費関連のウエイトが高いものだから、仮に消費が物凄く悪いとすると、少し整合的ではないような感じの動きになっている。

次に個人消費だが、ご存知のように GDP ベースでみて 7~9 月はマイナスになった。この個人消費のマイナスについては、私共はハーフ・ファクト、ハーフ・アーチファクトだと考えている。事実の分に関して申し上げますと、やはり個人消費は総じて冴えない状態が続いていると考えている。関連指標を思い出して頂いても、個々の数字は既にご報告済みだが、例えば、車は 7~9 月もマイナスであった。家電販売も伸びてはいるが決して強くはなかったし、百貨店、スーパーも四半期、前期比でみると若干プラスが付いてはいるが、例えば前の四半期に落ちていたり、1~3 月が弱かったりということで、均してみても決して強い数字ではなかった。そういう意味では実勢も確かに下がったが、では、それが 4~6 月や 1~3 月に比べて凄く弱かったかということ、必ずしもそうではない。敢えて 4~6 月、1~3

月との違いということ言えば、(1)にある家計調査で前期比3%近い大きなマイナスが付いたことであり、この辺は9月の前年比-6%に象徴されるように、なかなか統計が実勢を捉えているとは考えにくいと思っている。なお、その後、10月以降についての若干の感触を申し上げておくと、乗用車について数字が出ており、ご覧のとおりマイナス幅が縮んだが、10月はまだマイナスが残ってしまった。10月はカロラの投入が行われて、カロラの受注自体は良いのだが、やはり他の車が売れないということで、やはり実勢はあまり良くないと思う。ただ、10月にはカロラはフルに寄与していないという面もあり、11月上旬までのラップは全体で前年比プラスになっているとのことである。従って、11月までみると、もう少し数字が良くなってくれるのではないかと一応期待している。家電については、家電全体というよりも、後程の話との関連で携帯電話について少し話しておきたい。細かいデータがあって、携帯電話は8月、9月辺りはナンバーポータビリティの関係で新機種が投入されなかったこともあって、前年比1割位のマイナスで推移していたようである。それが10月には全体で前年比2割増位になっていて、特にナンバーポータビリティ以降の11月頭までの2週間は前年比5割増しという数字が実は出ている。このことが、あちこちに影響しており、例えば、先程の機械受注も7~9月に携帯電話の受注がかなり落ちていた。普通であれば受注と生産・出荷にラグがあるのだが、携帯電話はほとんどラグなしだと言われているので、その影響が機械受注及び後程の生産にも出る可能性が高いと思っている。ただし、一方で、百貨店、スーパーは10月は悪かったようである。特に百貨店は、気温が高かったものだから、コートやスーツは売れなかったと言われている。次に図表24の住宅投資について一言だけ申し上げると、9月は全体で約130万戸になった。従って、以前、分譲について特に首都圏における、いわゆる供給面での土地手当て難という話をしたが、今のところ7月に一回落ちただけで、それ以外は130万戸ベースが維持されている。

図表26の生産であるが、一昨日出た確報で、7~9月の出荷が0.1%上方修正、在庫が0.1%下方修正になっているが、全体の姿は大きく変わら

ない。いずれにしても7~9月までの実績を全体としてみる限りは、生産・出荷はますます順調であり、在庫レベルも抑制されているということで、これ自体はほとんど問題ない姿である。問題は図表27の(3)、10月の生産の予測修正率である。黒いものが随分下に出ているが、これは電子部品・デバイスで生産計画がかなり大きく下方修正されたということである。その結果、(2)の生産予測の寄与度分解をご覧頂くと、7~9月までかなりプラスに寄与していた縦線の電子部品・デバイスが10月、11月の予想ではマイナスに寄与していることがお分かり頂けると思う。図表29は在庫循環である。在庫循環面においても鉱工業全体で見れば全然問題のない姿になっているが、(2)電子部品・デバイスに限って言えば、出荷・在庫バランスがかなり崩れた状態になっていることは前回もお話した。この解釈だが、先程も申し上げたように、世界的なIT調整が起こっている感じはあまりしない。このことは他にも例えば電子部品の市況、これはメモリにしても液晶にしても、普通は年末商戦の手当てが終わった段階で少し下がる時期だが、どちらかと言うと最近はあまり下がっていないというイメージである。株価をみてもNASDAQ、あるいは韓国、台湾の関連株価をみてもこれは堅調なので、益々、世界的なIT調整という感じはしない。国内についても、実はヒアリングすると在庫が多いと言っている企業はそんなに沢山はない。従って、やはりドメスティックであり、ローカルな調整である可能性が高いと思っている。前回、その候補として携帯電話とゲーム機の話をした。実は前回時点ではあれは全くほとんど私の勘の領域を出ていなかったもので、総裁が会見でお話になった時には少し焦ったが、何とか大丈夫そうであり、その後ヒアリングしてもやはりそこが疑わしいという感じがしている。先程申し上げたように、やはり携帯電話は結局、ナンバーポータビリティの手前で売れ行きが悪かったものだから、特にキャリアが旧機種 of 在庫を抱えてしまっているという事実があって、そのことが機械受注、生産、あるいは在庫にも出ているということが一つある。もう一つがゲーム機で、先週末にプレイステーション3が発売になったが瞬間蒸発した。なぜかと言うと、物凄く人気があるからというよりは、実

は初回出荷が10万台位しか出ていないからである。10万台しか出ていないのはなぜかという、基幹部品の生産ができていないために、10万台しか供給できなかったということである。それ以外の部品は、これまでずっと造り込んできて順調にできているのだが、当たり前だが一個できない部品があると他の部品は結局、その間在庫になってしまい、結局一旦生産抑制をしなくてはならないということが起こっているようである。勿論、これだけで本当に説明できるかどうか分からないが、少なくともそういうことは起こっていて、ひと月単位でみると大きな振れを作り出してもおかしくないと考えている。従って、取り敢えず調整が広範化する可能性は低いと思っているし、持続期間も比較的短いと思っているが、そうであっても目先の生産に対してはマイナスになることは間違いない。我々は一般機械とか輸送機械が増えるので生産の増加基調自体は維持されると思っているが、目先の生産はこの結果もたつく可能性は充分にあると申し上げておきたい。図表30に移り、雇用関連だが、雇用関連で新しい数字は〈毎月勤労統計〉である。〈毎月勤労統計〉のうち、賃金については、これまでのトレンドと変わっていない。所定内給与は相変わらず小幅のマイナスが続いている。一方、所定外は増えているが、特徴は9月の常用労働者数の前年比が+1.4%に上がってきたことである。私共はどちらかと言うと今年の1~3月までは+0.5%できて、4月に新卒で+1%まで上がって、これで横這いかなと思っていたが、どうも数字をみているとじわじわ上がってきているので、必ずしも新卒だけではなく、その後も採用を続けているらしいということが分かる。図表32の(1)をご覧頂くと労調の雇用者数の前年比は足許下がった。これは実は去年の9月位から前年比の伸び率が急に上がっているのも、その裏ということだが、その一方でご覧のとおり毎勤はじわじわとまた上がってきている。敢えて申し上げますと、これは増えているのが主に29人以下の小規模事業所である。従って、小さい事業所で、かつ新しい雇用者数が増えているので、ひよっとするとこれは平均単価という面で賃金について若干の押し下げ要因になっている可能性はあると思っている。この結果、図表33をご覧頂くと、雇用者所得の

前年比は、このところ1%台前半、半ば位で推移しており、それ自体は堅調と言えは堅調だが、寄与をご覧頂くとほとんど真っ白になってきている。賃金の寄与がほとんどなくて人数だけで稼いでいるのが特徴である。

次に（参考計表）図表41のCPIについては新しい情報はない。一応確認まで申し上げておくと、除く生鮮の前年比は8月の+0.3%から9月は+0.2%に下がってしまった。要因は石油製品の前年比が下がったことと、家賃がマイナスになったことであった。目先は10月、11月と医療費の自己負担分、あるいはまた携帯電話の前年比のマイナスが剥落してくるといったことで、前年比のプラス幅は若干拡大する方向だと思っているが、一方で石油製品については、原油価格が比較的低いところで落ち着いており、伸び率が下がってくるので、CPIは前年比が上がっているとしても、その足取りはかなり鈍いものになるだろうと思っている。

次に昨日、一昨日に出た新しい指標について資料-4（追加図表）をご覧頂きたい。図表1のGDPについては、もうご存知のとおり7~9月の前期比が+0.5%、年率+2.0%になった。私共は直前は多分プラスだろうとは思ったが、それにしても思ったよりも少し大きなプラスになった。ただ、中身を見て頂くと、決してそんなに自慢できる中身ではない。プラス寄与は純輸出が+0.4%、民間在庫が+0.3%の寄与である。民需の主力部分に関して申し上げますと、設備投資は確かに7~9月も4~6月と同じ位の伸びを維持しているが、個人消費は先程の理由もあってマイナスであり、個人消費を設備投資に足すと、寄与度がゼロ近傍ということで決して中身はそれ程強い数字ではない。ただ、最近どちらかと言うと実勢以上に見掛けの悪い数字が多いので、たまにはこういう数字があっても良いかなという位に思っている。さらにもう一点申し上げますと、4~6月について、前は前期比+0.2%だったものが+0.4%に上方修正されている。従って、これから先、例えば展望レポートの中央値、2.4%成長を達成するために必要な前期比伸び率は、実は10~12月、1~3月ともに前期比+0.4%である。確かに足許在庫が増えているので、これがどこかで剥げ落ちると言うことは当然、考えなくてはならない。その一方で、4~6月、7~9月の

名目の前年比が11%~12%の減少と、ここ2四半期で随分と大きく落ちた公共投資について、これは寄与度ですと0.3%位マイナス方向に引っ張っているのだが、予算から考えたらここまで落ちるはずはないので、恐らく下期は大したことはなくてもプラス寄与に転ずると考えれば、+0.4%というのはそんなに高いハードルではないと思っている。一方、図表2のGDPデフレーターだが、ご存知のように今回は先般のCPIの基準改定がデフレーターに織り込まれた。この結果、(3)にある消費デフレーターを中心に若干の下方修正が起こった。とはいえ、デフレーター全体をご覧頂くと(1)にある足許のGDPデフレーターのマイナス幅は-0.8%と縮小傾向を辿っている。また、(2)内需デフレーターはこれまでプラスだったものが、4~6月までマイナスになってしまったが、足許7~9月だけとれば何とかプラスになっている。次に一昨日出たCGPIだが、図表3にある除く電力の10月前月比は-0.2%であった。その背景にある国際商品市況を図表4でご覧頂くと、ご存知のように国際商品市況は10月まで原油を中心に下落していた。それ以外は結構強くて、(3)の非鉄などは全体としては結構強いのである。ここでご覧頂くようにアルミも強いし、他にニッケルや亜鉛が随分強かったが、実は銅だけは少し弱かったことを一応申し上げておきたい。そのうえで図表6、国内商品市況である。国内商品市況は、実は足許まで上昇基調を続けている。確かに石油製品は下がったが、非鉄が上がっているほか、鋼材なども上がってきているので、商品指数のレベルで言うと上昇を続けている。では、なぜCGPIが弱かったかだが、図表7でご覧のとおり(2)の3か月前比でみると、7月から9月まで概ね1%前後の上昇から10月は0.4%の上昇になった。その理由ははっきりしており、為替・海外市況連動型が、これまでずっと結構大きなプラスだったものが、10月で一気にマイナスに転じたことである。主力はいうまでもなく石油である。我々は非鉄がもう少しプラス寄与するかと思っていたら、実はCGPIでみると銅のウエイトが大きくなって、アルミや亜鉛が上がっても銅に負けてしまうために、あまり寄与しなかった。そこで少し商品市況とずれが発生しているということのようであ

る。目先は、3か月前比では、もう少し石油製品の下落の影響が出てくるので、恐らくもう少し上昇率が下がる。ゼロないし場合によっては瞬間風速がマイナスになる可能性もある。ただ、あくまでも下がっているのは石油製品であり、細々したものは実は結構上がってきている。品目数でみると上がっている品目が段々増えている感じもあるので、C G P Iはこれからマイナス方向へ転じるということではないと取り敢えず理解している。

計数の説明は以上とさせて頂き、最後に少しでも当面の注目点というか、リスクバランスについてお話しておく、やはり目先はどちらかと言うと下振れリスクを一個ずつ丹念に潰していくべき局面であると思っている。何と言っても、そもそもアメリカのソフトランディングそのものを、まず確認しなくてはならないということがある。これはあくまでも海外の統計だが、日本サイドからみると9月までは取り敢えず貿易統計に米国の減速の影響は出ていない訳だが、ではそれが10月以降はどうか、これはやはり確認していく必要があるし、米国向け輸出だけではなく、第三国経由のものも含めて、やはりチェックしていく必要があるということが、まず一点だろうと思っている。二点目は先程のIT在庫の話であり、私共はかなり国内的、局所的な話だと思っているので、比較的短期間に終わると思っているが、果してそういう理解で良いかどうかということである。合わせて、仮に例えば米国でクリスマス商戦が悪いとなると、今起こっている携帯とかゲームではない別のところで在庫調整が起こるリスクも高いので、この点についても注目していく必要があると思っている。最後に、これは一番難しいのかもしれないが、個人消費の実勢をどうみるかである。私共はメカニズムとして考えて個人消費が勝手に悪くなって、勝手に景気が悪くなるという理屈は基本的にあり得ないと思っているが、個人消費がもたついているのは事実であり、どれ位鈍いのかはなかなか見極めにくい面もあり、この点についてもチェックしていく必要があると、取り敢えず思っている。ただ、同時に今申し上げたのは目先の話だが、例えば展望レポート的な1年とか1年半のタイムホライズンで考えた場合、下振れリスクだけに注目すれば良いのかというと、必ずしもそうではない。今申し上げた

当面、足許で注目していくべきポイントというのは、どちらかと言うと多分大丈夫なものを潰していくという性質のものであるし、何と言っても一番大きなアメリカのソフトランディングがほぼ現実のものになってくる、つまり最大の下振れリスクが段々消えていくという性質のものになる。そうなると、上振れリスクは、そんなにアージェントなものはない、全てポテンシャルなものだと思うが、下振れの大き物が消えていくと、反射効果として当然、アップサイドの方にウエイトが掛かっていくことも当然あると思っているので、少し厄介である。目先という話と少し長めのタイムホライズンのところでリスクバランスが歪む感じがあるので、その点について、どちらかだけではなく、やはり複眼的にバランス良くみていく必要があると思っている。私から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。

岩田副総裁

目先について、二つあって、一つは生産だが、経済産業省の予測の数字だとほとんど第4四半期は横這いという感じである。もう一つは、機械受注で、確かに製造業はそんなに悪くはないが、自動車がこれまで工作機械受注を相当引っ張っていたのが、やや一服感と言うか。この二つで少し弱めの動きが出ているのでどうかと思っているのだが。

早川調査統計局長

まず生産面に関しては、先程申し上げたように、目先はこれまで数字を押し上げていた電子部品・デバイスがどうしてももたつく可能性が高いので、生産も目先もたつくことを中心に考えておいて良いと思う。ただ、変な話だが10~12月というのは、生産能力が一杯一杯の業種にとっては比較的生産しやすい四半期である。1~3月と7~9月というのは、一杯一杯の業種については、これ以上稼働率を上げようがないが、4~6月と10~

12月は比較的それができる四半期なので、そういう意味では一般機械とか輸送機械は、この四半期は割と稼げる四半期なので、私共は一応生産の増加基調自体は維持できていると思っている。一方、機械受注絡みの話では、先程少し申し遅れたが、私共は足許までの設備投資は随分強いものだから、以前から申し上げているとおり、季調後感覚で言うと、この下期位から、少し設備投資はスピードとしてはスローダウンすると考えている。従って、機械受注があのように11%も落ちることはとんでもないし、それは携帯電話などのせいだが、若干のスピードダウンが出てくるのは当然であり、また、それは我々の見通しと整合的であると思っている。今、岩田副総裁からご指摘のあった車などは典型である。車は今、これまでの投資が終わっていて、新しい投資がまだ始まらないので、その隙間という面もあるが、やはり大きな工場が建ってしまったので、車辺りに関しては、これまでのような勢いでは増えていかないし、工作機械などは今、生産能力一杯一杯なので、これ以上特に受注が必要な状況ではないだろうと思っている。

野田委員

工作機械はまだ随分高水準の受注が続いているのだろう。

早川調査統計局長

然り。彼等はおなか一杯なので特に困らないが、自動車に関してみれば、やはりトヨタの工場ができてしまったこともあり、少なくともこれまでのような勢いでは増えない。

西村委員

二点お聞きしたい。お二方と似たようなことだが、一点は資本財出荷が7~9月はマイナスになったが、これとGDP統計つまりSNAの動き、やはりこれは進捗などが関係しているのか、それとも季調の影響なのかが少し分からない。もう一つは機械受注からみると確かに落ちたのだが、販売が落ちてしまっていて、受注残はバックログが物凄く駆け上がっている

のである。ということは作れないという影響の方が強いのではないかという気がしているが、それについて少しご意見を聞かせて欲しい。

早川調査統計局長

正直言って7～9月のGDPと他の統計の突合せは完全にはまだ上手くいっていない。(参考計表) 図表14の(1)をご覧頂くと、資本財出荷は実は随分振れているのである。例えば1～3月は随分大きなマイナスであり、その後4～6月は10%位増えて足許は下がっている。そもそもこの資本財出荷とGDPベースの設備投資は、供給側推計である1次QE段階では完全には一致しない。大体これよりももう少し滑らかに動いていく傾向がある。滑らかに動いていく傾向の裏側には幾つかのことがあるのだが、一つは建設投資である。これは進捗の問題もあるし、先程申し上げたとおり、この上期は公共投資が思いっきり減っている。そうすると、いわば建設投資のうち設備投資にアトリビュートされる部分が大きくなることもあり、これは設備投資の押し上げ要因になる。また、細かい話をする、資本財というのは鉱工業統計、IIPで把握されているものが比較的少ないので、生産動態までみていくと、ここに載っていないものが結構寄与している。例えば新聞等でATMが効いていたとあったが、こうしたものが入る。これは例えば鉱工業の普通の統計では出てこないような品目なので、そうしたことでも機械投資がそれなりに増えていた。なかなかこれは把握しにくいので難しいが、例えば内閣府ではそのように言っている。最後に、やはり季節調整の問題も影響している可能性が高いと思っている。図表14をご覧頂くとお分かりのとおり、ここ2年程の前期比をみると必ず1～3月と7～9月が落ちて、4～6月と10～12月に資本財出荷は上がる。一般機械で見るともっと顕著で、多分、先程西村委員が言われた生産能力一杯問題と関連していると思っている。要するに、元々期末、3月と9月は資本財に関しては季節性で生産・出荷レベルが非常に高い。そうすると、今のように生産能力が一杯一杯で走っていると、どうしても季節調整後は、3月、9月に落ちるといった傾向があつて、それがIIPでは出てくるが、

SNAは毎回毎回季調替えをしているので、少し均されてくる。こうした色々な点を組み合わせて考えないと、足許の設備投資が上手く説明できない。

岩田副総裁

9月分は大幅に出荷が落ちているが、速報の段階では入れていないのではないか、9月分は。

早川調査統計局長

そういうこともある。全部は入っていないので、恐らくこの次のところで…。

岩田副総裁

2次速報の時は恐らく下方修正になるのではないかと私は思うが。

早川調査統計局長

然り。供給サイドはそうである。いずれにしても設備投資は色々なことを考え合わせないと十分な説明ができない位強いなという感じはある。

須田委員

反対に消費の弱さはどうか。実態との対比でみると。

早川調査統計局長

消費は先程来申し上げているように、どうしても家計調査の影響が出ている。繰り返しになるが、消費は去年の10～12月が強かった。その後、今年に入ってから基本的には1～3月、4～6月、7～9月とずっと冴えないと言えば冴えない動きを続けていると思う。ただ、クォーター・バイ・クォーターでみた時に7～9月が特別に悪かったとの感じはあまり持っておらず、そこには家計調査の異常が出ていると考えるべきだと思う。

須田委員

実際に、このGDPで余分に入れられるのは、例えば株式取引の手数料とか…。

早川調査統計局長

それも勿論マイナスに寄与している。ただ昔の推計であれば、家計調査が3%も減ったらもう大変な、GDP全体で前期比-1%成長、年率-4%という恐ろしいことがあり得たが、色々な工夫によって少なくともそのようなどんでもないことは起こらなくなっている。

西村委員

付け加えると、家計調査以外に消費状況調査も部分的には取り入れているので、それであまりひどい動きはしないようになっている。

岩田副総裁

昨日発表になった第三次産業活動指数は、7~9月は前期比で-0.7%である。全くGDPと同じなので、どちらかと言えば基調がやはり弱いと考えた方がよいのではないか。

早川調査統計局長

勿論、GDPは在庫で稼いでいる部分もあるので、例えば4~6月と7~9月では7~9月の方が見掛けの数字は強いが、これは在庫を引っこ抜いてしまえば既にそこで形が変わってくる。繰り返しになるが、7~9月は見掛けが良いとの感じがかなり強い。あまり単純に喜ぶべき数字ではない。ただ、逆に機械受注のように本当はそれ程弱くない統計もあるので、両方に色々と誤解がある範囲内ではたまにはこういうことがあっても良いかと思っている。

野田委員

在庫も力のうちという見方は全くないのか。

早川調査統計局長

前向きの在庫であればそうした見方は可能だが、例えばIT周りのものなどは、どちらかと言うと携帯電話にしても前向きという性質のものでもないし、ゲームについても少なくともプレイステーション3の分については、生産の遅れであり、需要不足ではないが前向きというものでもないような気がする。

福間委員

ずれか。

早川調査統計局長

然り。

野田委員

ずれ自体はよくある話である。

早川調査統計局長

そうであるが、本当はもっともっと一杯作る予定で、この10~12月辺りは大きくプラス寄与する予定だったものが、逆にマイナス寄与のような形になってしまっているの、その変化の部分が結構大きく出てしまった。

福間委員

給料の問題が色々と言われているが、実質所得は、定率減税あるいは保険料なども考えると、実質的にはどの位落ちているのか。

早川調査統計局長

可処分所得という統計は、実は月次のものはないのである。家計調査ベースのものしかないので分からないが、一応まだ増加は続けている。そもそも雇用者所得の伸び率自体は私共の元々の見通しに比べてそんなに下振れていない。賃金だけみると少し下振れているが、若干人数などは思ったよりも強かったりするので、全体としては我々の見通しはあまり変わっていない。確かに名目所得はあまり増えていない中であって、物価は鈍いとは言ってもマイナスからプラスに転じている。一方で家計に対する租税及び社会保障負担は増えているので、実質可処分所得のレベルでみると、なかなか伸びが上がってこないということは、これは全くおっしゃるとおりである。従って、個人消費がパツとしないこと等は全然おかしくなくて、むしろこの中で個人消費がどんどん伸びたらむしろおかしい位だと思っている。ただ、例えば雇用者所得が前年比で1.5%増えるとする300兆円強のものが1.5%増えるので、4兆数千億円、5兆円位増える。そうすると例えば定率減税の廃止の影響などを差し引いても、可処分所得が減るという形には実はなっていないと思っている。おっしゃるとおり元々ノミナル・インカムの伸びが低い中であって、物価はマイナスからプラスに転じているし家計負担がある。従って、実質可処分所得の伸び率は低いがこれ位伸びれば一応、それなりにプラスはちゃんと維持していく計算にはなっている。

福間委員

それとやはり前年同期がライブドア華やかなりし時で、日経平均株価が10月から12月に、3割位上昇したが、このエキストラに伴う資産効果もあるのか。

早川調査統計局長

それはあると思う。このところずっとみても、去年の第4四半期は、天候要因もあったが、消費関連の指標は突出して強かった。従って、逆に

言うとなんが終わった以降、特に個人がやっているとされている小型株のパフォーマンスが悪いものだから、日経平均よりもずっと悪いものだから、その影響もあって、総じて個人消費は冴えない。繰り返しになるが、個人消費は基本的には冴えない状態が続いているが、落ちこちてはいないし、少なくともこれ位の所得がジェネレートされている中で、個人消費が勝手に落ちて景気の流れがひっくり返ることは考えにくい。ただ、実勢がどれ位鈍いのかは、もう少しよくみていった方が良い。特に目先は今おっしゃったように、例えば百貨店などの数字をみると、去年の数字が高いから、百貨店は「この11月、12月で前年をクリアしたら相当強いと思うよ」ということを皆言っている。

野田委員

7~9月といえばやはりガソリン代が一番高い頃だな、特に8月は。その影響は、アメリカなどに比べてどのようにみれば良いのか。

早川調査統計局長

然り。アメリカと比べれば断然小さいと思うが。

野田委員

かなり影響しているとの説もあるが。

早川調査統計局長

何と言うか、我々東京に住んでいる人間はほとんど関係がない。ただ、おっしゃるように地方では当然関係はあるのだと思う。

野田委員

自動車が一番に二台、三台もあるからである。

早川調査統計局長

例えば、北海道だと車もそうであるし、冬だと灯油代も効く。我々東京の人間はやや過小評価している傾向があるかもしれない。

野田委員

全国ベースでみて、同じようなものは何か他にあるのか。

早川調査統計局長

全国ベースでみると、例えば先程申し上げたように、公共投資などが実は随分落ちているのは、地方にとっては所得形成でマイナスに働いている。

西村委員

ただ、東京のシェアは大きいから。両方考えなくてはならない。雇用の推移について私が若干気になっているのは、賃金指数に常用雇用を掛けてしまっているため、産業間の違いなどが飛んでしまっている点である。これだけ全体の動きが小さいと、その辺の誤差は効いてくるかという気も少ししている。なかなか難しいところだが、その点はどうか。

早川調査統計局長

本当はSNAの雇用者所得と私共の雇用者所得の両方みて頂くのが良いのである。ご承知のように賃金は結局、毎勤しかないので、毎勤を使わざるを得ないが、SNAの雇用者所得は基本的に労調の人数を使っている。私共は毎勤でやっているのだから、どちらかと言うとスティッキーに動くという感じである。一方、SNAは労調を使うので、振れが大き過ぎるが、それはそれで意味のない数字ではないし、我々のものも少しスティッキー過ぎるかもしれないが…、おっしゃるとおり本当は人数が増えたりするような時には、必ずしも一致していないので。

福井議長

他に宜しいか。それでは最後に金融環境について稲葉理事、雨宮企画局長から願います。

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、資料-5(参考計表)に基づいてご説明する。細かい市場毎の発行状況等は前回大体申し上げており、今日ご説明申し上げたいことは主に一点である。これまで大きな金融環境としてはクレジット対マネーという枠組みの中では相対的にクレジットは堅調でマネーが弱い、ただし、それには資金シフトという要因がある、といった大枠でご説明申し上げてきたが、その構図に若干変化が現われている。クレジットは増勢に一服感が現われていることと、マネーは若干資金シフトが一段落しているという感じである。基本的な金融環境の評価に変更を加える要因ではないと考えているが、計数の表面上は今までの傾向に少し変化が現われているということである。クレジットの方から申し上げるが、まず図表2で民間銀行貸出の前年比の伸び率をご覧頂くと、9月の+2.3%が10月は+2.1%である。何度もご説明しているとおり+2.3%までの低下は、前年の都市再生機構向けの貸出の反動があったので、9月までの低下は前年要因だったが、その後の+2.3%から+2.1%への低下というのは、幾分弱めかなとの印象である。大きく言うと+2%台少しということではあまり変わらないが、例えばヒアリングで銀行、あるいは企業の感触を聞いても、やはり資金需要の増勢は幾分一服感が出ている感じである。ただし、何か実勢に変調があるというよりは、これまで資金需要の増加は運転資金中心で収益が非常に良いこと、加えて、原材料市況の低下によってさらに資金繰りが好転しているといった要因を指摘する声も出ている。(2)のグラフをご覧頂くと、少し尖っている部分が非常に邪魔だが、これが前年の裏要因であるので、この尖っている部分をちょうど除いた当たりで前年比は横這いから少し増勢が鈍化しつつある状況だと思われる。

こうしたイメージは他のマーケットでもみて取れるが、その前に今のイメージを銀行からみた資金需要のD Iで確認させて頂くと、図表7、(2)のグラフがローンオフィサー・サーベイでみた資金需要D Iであるが、灰色の企業向けをご覧頂くと、これは上の方にあるので、まだ全体としては資金需要は増加超だが、この増加超幅は少しずつ鈍化していく状況にあって、大体今の貸出のイメージと平仄があっている。次に社債に移って、図表11の(3)、残高の前年比をご覧頂くと、これまでの社債発行の残高は大体3%位で推移してきたのが、9月、10月と伸びが少し鈍化してきている。社債発行残高のこの数年間の動きの概要を申し上げますと、2002年までは大分残高が落ちてきており、2003年からの景気回復と共に前年比が上がってきた。2004年、2005年に掛けて落ち込んでいるのは、これは電力各社が財務体質の見直しを掲げて、設備投資等の社債発行を控えたことが要因として効いており、その後、2005年の半ばから一般企業の社債発行が増えるという格好で前年比がまた伸びてきた訳だが、このところは増勢が幾分鈍化している状況にある。次に(1)のCP発行残高だが、これも前年比は相当大きく落ち込んでいるが、実態的には、この白い棒グラフにあるとおりほぼ横這いという状況である。具体的には、この3月、4月に短期金利が上がり出した時に、ドーンと借入れの方にシフトして、その後は横這いが続いている。ただし、前年が相当上がっていたので、前年比を取るとマイナスが大きくなるということである。では、社債の発行環境はどうかというと、これは非常に好調であり、例えば図表10で<CP・社債の発行コスト>のうちスプレッドなどをご覧頂くと、例えばAAA格で19bp、20bpだったものが10月も18bpということで非常に需要は堅調である。AA格、A格をみても発行市場のスプレッドはむしろタイト化しているので、発行環境は好調であるということだろう。このように貸出、CP、社債の前年比はむしろ増勢が鈍化する傾向にあるため、それらを総合した民間部門総資金調達でも、8月+0.8%の後、9月は+0.5%、10月は+0.2%と、増加は増加であるが、増加テンポは鈍ってきている。以上、クレジットの状況を纏めると、基本的にこの1年間の企業の資金需

要は基本的には運転資金——この間M&A等の議論もあったが——中心で、設備投資について、引き続きキャッシュ・フローの範囲内で厳しい投資採算の選好が続いている状況である。それを前提に収益が非常に好調で、しかも原材料市況の好転でキャッシュ・フローも良くなっているということで、全体としては企業の資金需要はどんどん増える地合いではない。言ってみれば実体経済面での緩やかな回復に見合った動きに着地してきているということだろう。これに対して、むしろ今まで下がっていたマネーはむしろ下げ止まりの感じが少し出ており、図表 15 のマネー関連指標で、〈マネタリーベース〉をご覧頂くと 10 月は -21.3% であった。11 月は先程中曾金融市場局長からもご説明があったとおり、準備預金がもう 1 兆円位平残で多分落ちると思うので、 $-22\% \sim -23\%$ 位になったところでほぼ横這い、来年の 2 月まではこの程度の伸びが続いて、3 月からこのマイナス幅がどんどん前年比で縮まって 4 月にはゼロになるというパターンで動くだろうとみている。今申し上げたいのは〈マネーサプライ〉だが、8 月は $+0.4\%$ 、9 月は $+0.6\%$ 、10 月は $+0.7\%$ と、引き続き低空飛行ではあるが、夏場前のどんどん伸びが落ちるということではなくなっているようにみえる。その中身だが、主因は準通貨、要するに定期預金であり、8 月からの伸び率をご覧頂くと -1.0% 、9 月は -0.1% 、10 月は $+0.4\%$ であり、この $+0.4\%$ というのは、1999 年の 11 月以来、6 年 11 か月振りの非常に久しぶりのプラスである。やはり金利が付き出してから、特に地銀等、下位業態だと言われているが、ある程度定期預金を付けてキャンペーンで資金を集める動きもあって、この春先までみられた資金のアウト・フローに対して若干のイン・フローがあるという格好でマネーサプライの低下に歯止めが掛かっているという状況だろうと思われる。従って、クレジット VS マネーということでは、全体の構図に大きな変化はないが、計数上は若干説明しにくい数字の動きになりつつあるという感じである。以上が今日申し上げたい中心だが、あとは細かく出た数字をご紹介しますと、図表 19 をご覧頂きたい。企業倒産の新しい数字が先程、今日 1 時半に出ているが、ほとんど状況は変わっていない。9 月の 1,030 件に続

く10月の数字が1,166件、前年比はこの+4.4%に続く数字が-0.4%である。季調済で1,070件に続く数字が1,092件であり、図表20の(1)、倒産件数の数字もこの1年半ばかり1,000件超でほとんど横這いという状況はほとんど変わらない。次に図表21のインフレ予想だが、新しい数字は(2)にエコノミストのESPフォーキャストが出ており、この太実線の11月調査が直近だが、少しずつ下にずれていっており、それまで2006年度は+0.3%、2007年度は+0.5%だったのが、これが一番直近だと+0.2%、+0.4%ということで少しずつ下がっているという感じである。

(3)の物価連動債、インデックスボンドからみたインフレ予想は、これはほとんど変わっておらず+0.6%位で動いている。GDP統計が出た後の数字はこのグラフには入っていないが、ほとんど変更はない。次にもう少しマクロ的な金融緩和の状況だが、お手許の資料の図表22(1)実質短期金利と成長率の比較表は、まだGDPの新しい数字を伸ばしていないが、先程HPフィルターを掛けた数字が出て、ほとんど変わっていない。棒グラフでこの差額だけをご覧頂くと、お手許のグラフでは一番右側が第2四半期で-2.1%だが、第3四半期のGDPで作り直した数字も-2.1%と横這いなので、イメージとしては実質短期金利は0.25%に、物価は0.2%でほぼゼロ、成長率のトレンドが2%ということで、その差し引き2%の緩和度合いが続いているという状況には変わらない。ご説明は以上である。

須田委員

図表17のマネーサプライだが、信用乗数にトレンドがあって、ちょうど量的緩和をしている時にぐっと下がって、それを取って線を引くとトレンドのように見えるのだが、これをどのように解釈するのか。

雨宮企画局長

この信用乗数も、マーシャルのkも、我々はどこかで着地点をみたいと思って、そのトレンドを引こうとするが、どこを基点にトレンドを引くかで全然違ってくる。1996年から2006年のグラフだけを見ると、段々この

1996年から2001年のトレンド線に戻りつつある——どこかで戻るとは思
うのだが——、これを実はバブル期まで含めると、また全然違ったトレ
ンドが引けるので、なかなか容易に直ぐに戻るという感じではないと思う。
ただ、いずれにせよ、今の状況でマネタリーベース 80 兆円は相当大きい
数字なので、まだ当分上の方に戻ると考えていた方が良いと思っ
てはいる。むしろトレンドという意味で悩ましいのは、我々は銀行券がどこで戻っ
てくるかに関心があって、これもトレンドでトライしようとしているが、な
かなかこちらの方は戻らないという状況が続いている。マネタリーベース
が戻っているのと銀行券とは大分違う動きをしている。

須田委員

先程、準通貨が戻って増えているとの話があったが、これは金利が上
がったからだということだと、表向きは利上げをすると戻ってくるという
ことになるのか。

雨宮企画局長

そこは……。

稲葉理事

一部そういう効果があるということだが、全体でそうなるかは……。

雨宮企画局長

流動性預金から金利の付くものに今、戻り始めているというのは——全
体としてはこの春から動き出しているのだが——、今までどちらかと言
うと投信などに出ていたものが、今少しこちらへと戻りつつあるとい
うことなので、その三つの関係が金利が上がることによってどうなるかは、な
かなか予想はしがたい。

岩田副総裁

そのことについて、フランクフルトで今月初に開催されたECBのコンファランスで、どこか均衡の関係に戻りつつあるのではないかということをお前は言ったが、あまりエビデンスははっきりしていない。だが、先月開催されたECBのワークショップに企画局からの参加者が提出したペーパーによれば、一度完全に貨幣需要関係がブレイク・ダウンしてしまったM2+CDでも、もしかしたら少し関係が戻ってきているかなという分析があるし、M1についても、貨幣需要関数の金利の部分をセミログにしないで、ログでとると、やはり結構コインテグレーションにできている可能性もあるという——これも完全にあるかどうかは分からないが——、割合説明し得るものだという事だった。従って、関係が全く切れてしまっている訳ではなく、どこか少し繋がっているところがあって、これまで出過ぎていた部分が少しずつ調整されているプロセスにあるという位は言っても良いのかと思う。だが、いつのタイミングでどこまで戻ったらOKで、どの位行ったら行き過ぎになってしまうかは、そこまでは少しまだ分からないという感じではないか。

福井議長

宜しいか。それでは今日の議題は終了した。明日は午前9時に開催するので宜しく願います。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様方におかれては、機密管理を厳正に願いたいと思う。以上で閉会する。

(16時01分中断、16日9時00分再開)

福井議長

政策決定会合、第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策の運営に関する討議を経て議案の取り纏め、そして、いつものとおり金融経済月報の決定、議事要旨の承認というアジェンダが並ん

でいる。政府から財務省田中副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。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。宜しくどうぞ願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

では、議題に入る。最初は金融経済情勢に関する討議だが、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をお願いしたいと思う。

前田調査統計局参事役

それでは本日席上にお配りしている資料でご説明させて頂く。事前にお配りしたもののから若干国内企業物価について書き方を変えている。

まず実体経済物価だが、当月は3か所変更させて頂ければと思っている。まず一か所目だが、右上をご覧頂けるか。これは全く技術的な変更だが、先月は短観月であったので業況感について記述していたが、当月はそれを削除している。あと二つはいずれも国内企業物価であり、中程、若干下のところをご覧頂きたいが、国内企業物価の現状判断は「原油価格の反落が影響し、上昇テンポが鈍化している。」としている。前月までは「上昇している。」としていたが、昨日説明があったように原油価格が下落する中で、その上昇率が鈍化しているので、それを素直に反映した表現とさせて頂いている。先行きについては「当面、原油価格反落の影響が残ることから、上昇テンポの鈍化が続くとみられる。」としている。これは、今10月まで統計は出ているが、目先11月、12月辺りまで私共としては3か月前対比でみて現状よりも少し上昇率が落ちていくことを予想しているので、このような書き方としている。なお、個人消費については前月と同様の表現とさせて頂いている。確かに7~9月のGDPはマイナスとなっているが、元々増加基調にあるということで、振れには対応できる表現となって

いるし、7～9月については天候要因並びに一部サンプル要因という、一時的とみられる要因があると思われるので、ここでは前月と同様の表現とさせて頂いている。私からは以上である。

福井議長

事前にお配りしているものとどう違うかを説明してもらいたい。

前田調査統計局参事役

失礼した。先程申し上げたように国内企業物価については事前にお配りしている資料では全く前月の表現と同じとしている。「既往の国際商品市況高などを背景に、上昇している。」と。これは事前にお配りした時点では10月の国内企業物価指数がまだ公表されていなかったもので、確認できるまでは前月と同じ表現にしてあったということである。従って、現状判断が同じであったので、先行きについても前月10月の先行きの表現とほぼ同じとしている。「原油価格の反落が影響し、当面、上昇テンポが鈍化していくとみられる。」と、前月とほぼ同じとしている。前月は「国際商品市況」ということで書いていたが、その後、非鉄などが反発したこともあり、落ちているのはほぼ原油だけであるため、事前の時点ではそのように変えさせて頂いてあった。その後、国内企業物価が公表されて今日お配りしたような表現に変えさせて頂いた。

内田企画局企画役

続いて金融面だが、実態的な変更はない。市況の関係だけである。下から2行目のターム物だが、12月、1月といった辺りが意識される中で上昇しているので、「前月と比べ上昇している。」としている。残りの為替・資本市場だが、前月の月初会合当時の相場は長期金利が1.7%台半ば位、日経平均が16,500円台、円ドル相場が119円台であった。従って、今の水準だと若干際どいが為替が円高、残り二つはほぼ前月と同じといった表現になると思う。以上である。

福井議長

中身と表現については後でまた議論するが、取り敢えず今のご説明についてご質問があればどうぞ。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢についての討議に移りたいと思う。最初に各委員方からご見解を表明して頂く。いつものとおりお一方5分ずつということでご発言頂きたいと思う。今日は西村委員、須田委員、野田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、そして最後に福間委員という順番でお願いする。最初に西村委員からお願いする。

西村委員

前回会合以降に実質的に利用可能となった国内経済データで、重要なのは7~9月期GDP 1次QEと家計調査である。まず、この二つの統計及び関連する統計を精査し、その後基本的見解に対する私の考えを述べたいと思う。7~9月期GDP 1次QEは、既に調査統計局から詳しい説明があったが、季節調整済み実質で対前期比+0.5%であった。さらに4~6月期が対前期比+0.4%に上方改定された。このように今回市場予想を上回る0.5%成長となったが、幾つかの不確実な要素があり、そのためにこの1次QEの数字をそのまま額面どおり受取るのは危険であると考え。今回は在庫のプラスの寄与度が高かったことが特徴的だが、1次QEではご案内のように在庫は製品在庫と流通在庫のみをカウントして、仕掛品、原材料は寄与度ゼロと仮置きしている。2次QEでは仕掛品と原材料在庫を法人季報のデータから推計するので、ここで大きく変化する可能性がある。さらには12月には基礎統計である工業統計が利用可能になるので、製品在庫と流通在庫も改定される。しばしば、この双方の改定幅は大きく、か

つ予め予想ができない。さらに在庫だけではなく季節調整も変更されるので、大きく姿が変わる可能性がある。加えて、この時期に昨年の改定では積み残した供給側QEにSNAの産業連関表であるV表——これは産業別商品産出表だが——、それとU表——これは産業別の商品投入表である——、その情報を取り込む改定も行われる。従って、現在のところ不確定要素が非常に大きく、最終的にどのような姿になるのかを予測するのは極めて困難だと思う。このように、充分注意して扱わなくてはならない1次QEだが、定性的にみると、純輸出と民間企業設備投資の強さと民間最終消費支出の弱さは2次QE、そして恐らくその後の確報、確々報と続く改定でも変化はないと思われる。このうち、純輸出と民間企業設備の強さは他のデータとも整合的である。これに対して民間最終消費支出、特に持ち家の帰属家賃を除く家計消費が——景気ウォッチャー調査等でもDIは50を超えて景気が回復、あるいは緩やかな拡大をしている状況の中で——、前期比大きく落ち込むというのはその原因を精査する必要があると思う。従来から消費の一部、特にサービス関連の消費は現在の統計では捉えられていないのではないかとということが指摘されている。これを供給側、需要側に分けて分析したいと思う。従来の統計は、供給側は業態が安定した業界で母集団がかなりの精度で特定できる品目で調査がされており、従って、業態が安定していない品目では調査がされていない。例えば最近、エステは消費項目としてはしばしば耳目を集めているが、経済産業省は数年前に調査を試みたが結局上手くいかず、現在は調査されていない。サービスが単独ではなく複合的に供給される場合は、分類が難しくなり、調査がしにくくなる。最近はこうした複合サービスも大きくなっているために、調査から漏れている部分もあるかと思う。そうしたものの一つにショッピングセンターで供給される複合的なサービスが挙げられる。今回の「経済活動の現状評価」の注5で、ショッピングセンターの売り上げが出ているが、既存の百貨店、スーパー、コンビニに比べて売り上げの増加率はかなり高いと考えられる。このことは供給側の統計が消費を過小評価している可能性を示唆している。さらに深刻なのは需要側の統計である。現在、需

要側の統計としてサンプル数約9,000の家計調査が用いられているが、調査拒否の多さ等、その問題はつとに指摘されている。需要側の消費が大きく落ち込んだのは、この家計調査の消費額が大きく落ち込んだからである。そこで、家計調査を補う目的で、高額商品とITの支出を主として調べるために平成15年5月より公表が開始されたサンプル数30,000世帯の家計消費状況調査の結果から、消費の状況をみていきたい。この統計は調査品目が少なく、振れの大きな統計であるために、毎月毎月の変化をみるのには適していないが、トレンドをみるという点ではサンプル数も多く、情報量が多い。そこで、過去6か月の平均総支出額が前年同時期に比べて何%増加したかをみたいと思う。同様に調査品目の過去6か月の平均消費額が前年同時期に比べて何%増加したかをみることにする。まず支出額だが、2005年から2006年に掛けて増加傾向にあり、2006年3月には+1.8%の伸びであったものが、その後次第に低下し、8月には遂に+1.02%まで落ち込んでいる。9月には若干の回復がみられるものの、支出の伸び悩みは明確である。サンプル数が8,000しかない家計調査で、支出がマイナスになったのは、恐らくサンプルにバイアスがあったと考えられるが、サンプル数30,000の家計消費状況調査でも消費のトレンドとしての伸び悩みは明確であると言わざるを得ない。そして家計調査ではみえない消費の変化が分かる。まず、サービスの中で家計調査では上手く捉えられない、いわゆるビッグアイテムの消費が伸びていることが分かる。ここ1年をみると挙式・披露宴費用、葬儀・法事費用は20%~30%という二桁の伸びを示している。また、出張以外のレジャーとしてホテル、旅館に泊まる代金も5%~8%の伸びを維持している。さらには庭や植木の手入れ代もコンスタントに6%~16%伸びている。また、インターネットを利用した支出額はまだ小さいものの、コンスタントに25%~35%伸びている。こうした部分はGDP統計では考慮されていないか、若しくは不十分にしか考慮されていない。特にインターネットの購買の部分はGDP統計では考慮されていない。

以上の事実は以下のように要約することができると思う。まず、確かに

現在GDPに使われている統計ではサービスの一部、インターネットを通じた消費等が捉えられていない。従って、GDP統計の消費は供給側からも需要側からも過小推計されていると考えられる。しかしながら、この部分を考慮しても、消費状況調査の結果からは消費のトレンドとしての伸びの弱さを否定することはできない。このことは今後の推移の予想において企業の好業績がやがて所得を増加させ、それが消費を増加させるというメインシナリオに対して大きな下方リスク要因となっていることは否定できない。というのは、足許のこの消費の不振は、構造的である可能性があるからである。第一に、高齢化に伴う需要構造の変化に供給側が追いついていけず、商品開発が遅れ、ミスマッチが起きていると考えられる。高額なサービス支出が伸びているのに、全体としての支出が伸び悩んでいるのは、従来の統計で捉えていた部分、つまり食料品や必需品的なものへの消費が減少していることを示唆している。そのため、従来のように所得が伸びると家計消費が伸びるという状況からは乖離しつつあるように思われる。第二に、所得が伸びると消費が伸びるという経験則は従来、若い人口が多かった時に、所得の伸びが同時に恒常所得の伸びの期待を生み、そのため、将来の所得を目当てにした現在の消費が伸びるという面に依存していたことも否定できない。それが人口が高齢化し、この種の影響は減退していくと考えられる。さらに高齢化が進めば、そもそも物理的に食品が売れなくなることも起こってくるはずである。第三に、消費のライフサイクル仮説では、高齢者は蓄積した資産を消費して消費に回す。ところが現在、こうした傾向はみられない。その最大の理由は日本の高齢者家計資産の最も重要な部分を占める住宅資産が流動性が低いためであると推測される。従って、この面の構造改革がなされない限り、今後消費の伸びは期待できない可能性が出てくる。以上の議論を背景に、基本的見解の現状と先行きをみると、メインシナリオとして概ねリーズナブルであると思われるが、今後の消費の動きについては、下方リスクが大きいことを指摘し、私の基本的見解への賛成がリザベーション付きであることを明確にしたい。最後に物価情勢についてだが、CPIに関しては新しいデータがあった訳では

ないので前回の見方と変化がないことを述べるにとどめる。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回の会合以降、公表された指標には弱めのものもあったが、展望レポートの標準シナリオの変更を迫るようなものはなく、経済・物価情勢の基本的見解についても、前月と同じ表現で違和感はない。以下、経済・物価について最も蓋然性の高いシナリオの確からしさの程度を確認するために、前回の会合で指摘した気掛かりなポイント、すなわち雇用・所得環境と個人消費、IT関連在庫の積み上がり、米国経済、の三点に絞ってその後判明したファクトも踏まえながら改めて整理しておきたい。まず個人消費については、7～9月期の実質家計消費が前期比大幅マイナスとなったが、その背景には天候不順に加え、ガソリンや生鮮食品の価格高騰による実質所得の減少、ないしはマインド悪化からの影響もあったのではないかと考えている。その他、新型OS発表前のパソコンの買い控え、新型携帯電話や新車投入前の販売の落ち込みといった、やや特殊な事情に加え、家計調査のサンプル要因も影響したとみている。前年同期比でみた雇用者報酬の伸びに対して家計消費の伸びはほとんどなく、そこまで消費が弱い状況が今後も継続する理由は考えられない。従って、7～9月期の個人消費の落ち込みは基本的には一時的なものだと捉えている。実際、天候が回復後、販売統計に改善がみられたし、消費動向調査なども回復の兆しが窺える。ただ、所得環境の改善がなかなか見込めないため、今後の個人消費に力強い伸びは期待していない。企業収益は原油価格の反落や為替円安等を背景に引き続き増加基調を辿ると予想されるが、企業の人件費抑制スタンスは依然根強く、賞与の増額は認めたととしても、所定内給与の増加まではなかなか繋がってこないとの印象を持っている。また、良好な収益環境が大企業から中小企業へ波及し、相対的に賃金水準の低い中小企業の雇用

者数が増えるにつれ、平均賃金の伸びがテクニカルに抑えられる面もあるようである。ただ、雇用者数は着実に伸びていることから、結果として雇用者所得は緩やかな上昇傾向を継続している。こうした雇用・所得環境のもとで個人消費も目立った伸びは期待できないまでも身の丈に合った緩やかな改善が続くとみておくのが極く自然な見方のように思われる。

次に、足許のIT関連の在庫調整リスクについてだが、10月の展望レポートでは、このリスクを軽視しているとの指摘が見受けられた。確かに今回IT関連の在庫調整は海外要因に含めて指摘したが、私としてはこのリスクを軽視している訳ではない。なお、足許の在庫の積み上がりについてはナンバーポータビリティに対応した携帯電話需要の見誤りや、新型ゲーム機発売の後ずれという国内要因が大きく影響している。しかし、マイクロヒアリングによれば、前向きな在庫の積み増しも少なからずあると思われる。また、携帯電話の新機種の発注・売れ行きは10月以降大幅に伸びているようである。また、IT関連の輸出、世界半導体出荷、関連株価、市況などをみると、これがグローバルな在庫調整に繋がる兆しは見受けられない。このIT関連在庫は世界経済が変調をきたさない限り、そう遠くないうちに調整が進むと考えている。

米国経済については来年以降不確実な要素も少なくないので、次回決定会合までの間、クリスマス商戦開始時の状況など、発表される指標や事象を注意深く観察したいと考えている。気になる住宅市場の動向とその影響については足許、住宅着工許可件数など調整の下げ止まりの可能性を示唆する材料や個人消費の鈍化ベースが緩やかなことなどから、住宅市場の調整が個人消費の急激な落ち込みをもたらすリスクは小さくなっているように思う。住宅価格がマクロで下げに転じるまで調整されると、その逆資産効果は大きいと考えられるが、行政上の厳しい規制が課せられない限り短期間にこのようなことが起こると思われにくい。住宅需要については所得の上昇に加え、30年固定金利の過去2年間の引き上げは0.5%でしかないし、移民の流入などによる人口増加やベビーブーマー世代の買い替え、セカンドハウス需要などから需要拡大が今後も見込めるし、元々ファンダ

メンタルズに見合った上昇しかしていない住宅も多く存在しているからである。従って、米国経済の先行きについては、現在の金利環境のもと、金融引締めが行き過ぎて住宅価格がクラッシュし、景気をオーバーキルするリスクは非常に小さいと現時点では考えている。それよりも気になるのは、最近の米国の潜在成長率の低下や労働参加率の低下を巡る議論である。実際、FOMCの議事録でFRBのスタッフが二度に亘り潜在成長率を下方修正しているし、プール地区連銀総裁は最近労働参加率のトレンド低下に伴い、来年の安定的な失業率に対応する雇用者数は7万人~12万人程度とかなり幅広く示している。このような構造変化が生じている場合、ユニット・レーバー・コストの高めの上昇率ということもあるので、住宅市場調整による経済の急激な落ち込みがないとすると、むしろインフレ・リスクの方が気になる。実際、サンフランシスコ連銀ではスタッフが1回利上げを織り込んだうえでコアPCEが2%まで落ち着くのにあと2年掛かるシナリオを示している。これまでは市場は利上げ、ないし現状維持の長期化を織り込んでいないが、今後はインフレ圧力増大に対してFedの利上げが遅れてしまう場合、景気のスイングを拡大させてしまうリスクを意識しておくべきだと考えている。今や物価がアップサイドに振れた時が本当のハードランディングということかもしれない。

最後に物価についてだが、私は展望レポート対比、賃金の上昇を控えめにみているので、ユニット・レーバー・コストのプラス化も後ずれすると考えている。ただ、物価上昇を品目別にみれば、振れを伴いつつも長い目でみれば広がりがあるように思っている。例えば10月の国内企業物価指数は夏季電力を除くベースで前月比-0.2%と2005年6月以降、16か月振りにマイナスとなった。前年比も+2.8%とプラス幅を縮小させている。これは原油価格の下落を反映して、石油関連製品が下落したことが大きく寄与している訳だが、実はその一方で既往の原油や非鉄価格の上昇を転嫁する動きも広範化している。因みに全910品目のうち前年比が上昇している品目数の比率をみると48.6%であり、これは2001年1月以降のピークとなっている。また、GDPデフレーターは順調に前年比マイナス幅を縮小

させているし、内需デフレーターについては1998年第1四半期以来のプラスに転じたところである。消費者物価の動きは数字上、原油や帰属家賃の動きなどの影響が大きく出るが、これについてもその背後で物価の体温が温まりつつあることは否めないと思っている。以上である。

福井議長

次は野田委員から願います。

野田委員

足許の景気動向は、基本的には引き続き緩やかな拡大基調を辿っており、また、先行きについても同様であるとの判断を継続することが適当であると考えます。従って、執行部の基本的見解に異論はない。

この間の最大の注目点であった7～9月のGDP成長率1次速報値は、前期比+0.5%、年率で+2.0%となり、市場にはポジティブ・サプライズを与える結果であった。しかしながら、内容は強弱両面あって、全体としてみれば外需主導型の成長が続いていることを裏付けるものであった一方、在庫の寄与に支えられたとの見方もできる内容である。

国内需要項目のうち、設備投資は引き続き年率二桁の伸びを示したが、これは大企業製造業の好調に加えて、非製造業、中小企業にも広がりを見せていた9月短観の結果と整合的である。また、1～3月の+3.7%から4～6月の+3.5%、7～9月で+2.9%と、前期比伸び率が逡減しているのは展望レポートのシナリオと整合的という見方もできる。個人消費については、先程西村委員のご指摘にもあったが、統計の歪みという要因もあろう。ただ、賃金の低迷、7月、8月の天候不順などから、諸データが示していた不振をいわば端的に表わしたもので、予想の範囲内であったと思っている。以上、GDP統計の結果を総合的にみると、ヘッドラインの前期比+0.5%は、10～12月期の反動要因、あるいは2次速報での下方修正要因に繋がるという意味で、在庫という不安定要因に支えられたものの、達観すれば10月の展望レポートの前提として想定していた状況の範囲内に

収まるものであり、展望レポートでの先行き見通しの判断をサポートするものであったと判断している。

次に、一時、市場の景況感を後退させたとみられる9月の機械受注だが、表面の前月比 -7.4% 、7~9月期の前期比 -11.1% は確かにネガティブ・サプライズと言えるものであった。しかし、中身をみると非製造業における携帯電話の一時的な受注減が下押しの要因として看過できず、これを割り引いてみると4~6月期の反動減という見方も可能であり、通信業及び運輸業を除き、主要業種毎の受注動向は均してみれば総じて堅調とみられる。また、受注額自体も引き続き高水準にある。従って、市場の一部で言われているように、「もはや設備投資の過熱を懸念する必要がなくなった」と、ヘッドラインの数字だけで判断するのは如何にも早計であると言えよう。10~12月期も前期比 $+5.7\%$ と回復見通しとなっているが、この達成状況については注目していきたい。

ところで、米国経済の状況だが、家計部門は、消費者コンフィデンスに若干の翳りがみられるものの、ガソリン価格の低下、雇用の堅調、低水準の長期金利の継続、あるいは株価の上昇などに支えられて消費は底堅く推移しており、住宅市場の低迷の影響が消費一般に及んでいる兆候は諸データからみる限り認められない。先日発表された10月の小売売上高をみても、全体では前月比 -0.2% と2か月連続のマイナスとはなったが、ガソリン価格の低下の影響が大きいガソリン販売業を除けば、引き続き前月比プラスとなっている。また、企業部門もISM景況感指数は2003年6月以来の水準まで落ち込んでいるが、依然として好・不況の分岐点である50を上回っており、株価にもみられるように楽観的な見方が市場を支配している。このように米国経済については、全体としてテンポは鈍化しつつあるものの、景気拡大が続き、ソフトランディング・シナリオの実現可能性が日々増しているとみられる。

一方、物価情勢については、10月の生産者物価指数がコアで前月比 -0.9% の低下と、1993年8月以来の大幅なマイナスとなり、表面的にはインフレ圧力が収まってきたかのようにもみえるが、その一方で根源的な

インフレ圧力の高まりを示す数字も明らかになっており、楽観できない状況にある。すなわち、10月の失業率が5年振りの低い水準になる中で第3四半期の非農業部門の労働生産性の伸び率は前期比横這いにまで低下しており、ユニット・レーパー・コストは前期比年率+3.8%、前年比で+5.3%となったほか、雇用コスト指数も前期比+1.0%、前年比で+3.3%と、1年半振りの高い伸びになるなど、賃金インフレ圧力が一段と高まっている。

また、FRBスタッフによる試算では8月、9月と二度に亘って潜在成長率が下方修正されたとされる。これは過去には想定していた以上に大きい需給ギャップが存在していたかもしれないこと、また、将来においては仮に成長がスローダウンしても、需給によるインフレ圧力の緩和が従前よりは効きにくいこと、を意味している。FRBはインフレ圧力抑制にバイアスを置きつつ、当面、様子見を続けると思うが、ソフトランディング・シナリオとインフレ抑制とを同時に達成するパスは、原油価格の下落に救われてはいるものの依然としてなお狭いとすれば、前回会合でも申し上げたとおり、仮にもインフレ抑制が後手に回った場合には景気の振幅を大きくするというリスクシナリオは引き続き想定しておく必要があると思う。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

金融経済情勢については、足許、先行き、いずれも調査統計局の判断で良いと思う。前回の金融政策決定会合から2週間程度しか経過していないが、金融市場参加者は、展望レポートの内容を消化するというよりも、公表された経済統計のヘッドラインに反応して大きく振れているようである。また、展望レポートと金融市場参加者との間に金融経済情勢の判断にギャップが生じている。我々は当然ながら、経済統計に一喜一憂せず、展

望レポートで描いたシナリオが実現しているか否かを冷静に分析することが適切である。振れが大きい金融市場参加者に対して、本行が毅然とした判断を示していくためには、金融市場参加者とのギャップの原因となっている項目を慎重に分析するといった視点も大事ではないかと思う。その点を踏まえると、展望レポートのシナリオは来年1月に中間レビューを行うが、それまでの間は特に米国経済、個人消費、鉱工業生産、コアCPIが重要なチェック項目だと思っている。

このうち、米国経済については、景気拡大テンポは引き続き鈍化すると見込まれるが、一時みられた先行き不透明感は相当後退しているのではないかと思う。

米国住宅投資では、11月のミシガン大学消費者センチメント指数のうち住宅購入態度指数は前月比+7ポイントと、10月が13ポイントの増であるから2か月連続で上昇した。現在が住宅の購入の良い時期だと回答した消費者の割合も前月の64%から68%に増加した。昨日出たモーゲージ・バンカーズ・アソシエーション——アメリカ抵当貸付銀行協会——の住宅ローン申請指数の購入指数は7月以来の高水準になっている。振れの大きい統計だが、こういったエンカレッジな統計も出てきているので、米国の住宅市場減速は、深さはあるものの、価格が速やかに下落したため、住宅市場の調整期間が長期化しない可能性が高いのではないかと思う。

米国個人消費では、国際ショッピングセンター評議会——ICSC——とUBS証券が11月10日に発表した消費者調査結果によれば、今年のホリデーシーズンの米国個人消費支出は平均約676ドル——これは前年比で+9%となる見通しである——と、幅を持ってみなくてはならないが、なかなか楽観的な数字が出ている。

また、雇用環境では10月の雇用統計では失業率が4.4%まで低下した。7~9月期の非農業部門労働生産性が前期比横這いと4~6月期の同1.2%から鈍化したことに合わせ、むしろ賃金インフレ懸念を高める内容となった。

さて、日本国内のチェック項目である個人消費、生産、コアCPIにつ

いて決して悲観するような状況にはないが、素直に申し上げて現時点では米国経済のソフトランディング程には自信を持って判断できない状況にあるとみている。個人消費関連統計は家計調査など需要面から捉えた指標をみると、弱い動きが続いている。7～9月期の実質消費支出（全世帯）は、季調済前期比-2.8%、前年同期比-3.9%と、4～6月期のそれぞれ+0.6%、-1.5%から悪化した。14日に公表された7～9月期の実質GDPの個人消費は前期比-0.7%と事前予想どおりマイナスになった。一方、7～9月期の販売統計をみると、全国百貨店売上高は季調済前期比+0.9%と、4～6月期の同-1.8%からプラスに転じた。全国スーパー売上高も季調済前期比+0.3%と2003年第4四半期以来11四半期振りの増加となった。家電販売は前年同期比+10.9%と二桁増を続けている。乗用車新車販売台数は冴えない動きが続いているが、外食の売上高、旅行取扱高などサービス関連消費は引き続き好調である。ただ、暖冬という新たな天候要因によって10月、11月の販売統計が悪化する可能性がある。個人消費は増加基調にあると判断されるが、個人消費関連統計に現われている温度差については、今後慎重に分析を深めていく必要があると思っている。

鋳工業生産は、9月が前月比-0.7%となった後、10月、11月の予測指数も、それぞれ-0.2%、+0.5%と弱めの数字であった。10月の鋳工業生産統計と同時に発表される11月、12月の予測指数が注目される。市場の一部では、我が国景気が踊り場に入った可能性がある、との見方も出ているが、国内携帯電話とゲーム機器向けの生産調整による電子・デバイスの出荷、在庫バランスの悪化という個別要因によるところが大きく、調査統計局のマイクロヒアリングによれば10～12月期の生産は前期比+1.0%程度と4～6月期、7～9月期とほぼ同じペースの伸びが見込まれている。

コアCPIについては、賃金の見通しが重要であると思っている。これまでのところ賃金上昇率は極めて緩やかなものにとどまっていることは、今後の上昇テンポが緩やかなものになる可能性を示唆していると考えられる。

賃金に関しては、時間当たり賃金は、パートタイマーや派遣社員の時給

など限界的な労働市場においては相当高まってきている。人手不足感が強い状況が持続すれば、企業は賃金を引き上げないで望ましい人材を確保することができなくなると思われる。現時点で労働需給がタイト化しても、賃金上昇率が低い背景は時間的なラグに過ぎない可能性はある。もっとも、賃金上昇率が高まらない理由として幾つかの仮説が考えられ、それら仮説を念頭に置いておくことも重要である。例えば、国際競争力の維持や売上高経常利益率の引き上げ等のほか、年功序列的な給与体系から能力・成果に応じた給与体系へのシフトによって、企業部門の総人件費抑制の姿勢は強く維持されている結果、労働分配率がさらに低下しているとの仮説が考えられる。高齢化社会に入中、企業は定年退職者の人材を現役時代の6割～7割程度の年収で再雇用する動きをみせている。労働市場における企業サイドの立場が、労働者よりも構造的、制度的に強くなっている可能性もある。そのような見方が正しいならば、失業率がさらに低下しても賃金がなかなか上昇してこない可能性があると思っている。このような仮説の検証も含めて、今後、賃金の動きについてはよくみていくことが必要だと思っている。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

それでは申し上げる。前回会合から期間も短く、指標の数も多くなかったが、経済指標に関連する色々なギャップが目立ったように思う。

まず、市場予想と公表された指標のギャップが目立った。ポジティブ・サプライズ、ネガティブ・サプライズでその都度市場の景況感が大きく動いたように思う。二つ目には、4月以来基本的に変えていない本行の景況感と、その時々指標に反応する市場の景況感とのギャップがマスコミ等で大きく取り上げられた。三つ目には、先程からご議論があるように、公表された指標と景気の実態との間のギャップの可能性の問題が取り上げ

られた。今後慎重に検討すべき課題であると認識している。こうしたギャップはいつでも存在し得るギャップではあるが、現在たまたま集中的にクローズアップされている状況で、本行としての情報発信の重要性、あるいは困難さが増している状況と認識している。

さて、まず海外だが、米国についてみると、中間選挙による議会の勢力逆転——これはサプライズではなかったようだが——を受けて、今後イラク政策や賃金政策、通商政策など——昨日もビッグ3の話題が出ていたが——にどのような変化がみられるかは注目点と思う。経済指標としては、ISM製造業指数の悪化や7~9月GDPが弱めだったことを受けて軟調となっていた株価も、雇用統計の発表後は再び強含み、ダウは連続して史上最高値を更新している。7~9月の企業業績も堅調で、S&P500社対象企業のEPSは、前年比+22.9%とアナリスト予想を大きく上回ったほか、今月号のブルーチップも、2006年、2007年の成長率予測はそれぞれ僅かに下方修正しているが、来年の第4四半期には+3.0%成長に戻る予測となっているなど、米国経済は、減速はしているが基本的にソフトランディングの方向と考えて良いと思う。今後も、住宅投資やインフレ指標のほか、既に始まっているクリスマス商戦の動きなどに注目していきたい。

この間、米国以外の地域も概ね好調を持続しているようである。一方、原油価格はWTIで60ドル近傍、ドバイで50ドル台半ばの水準で横這い圏内の動きが続いている。市場ではこのところナイジェリアのテロ、あるいはOPECの追加減産の動きがある一方で、IEAの需要見通しの下方修正や米国北東部の暖冬予測などもあり、先行きは暫く、上昇・下落双方のリスクに注意が必要な状況が続くと思う。

国内では、7~9月のGDPが前期比年率+2.0%と、市場の事前予想を上回る底堅い内容となった。在庫の上振れに押し上げられた一方、個人消費がマイナスとなるなど、昨日の説明のように単純には喜べない面もあるが、米国経済が減速する中でも純輸出は堅調に伸びており、設備投資も底堅く推移するなど、緩やかな景気拡大というこれまでの判断に沿ったものと評価できると思う。

その中で、内需の柱である個人消費については、前期比 -0.7% と大幅なマイナスとなった。これは、家計調査の動きを反映したことや、天候要因の影響もあり、今後明らかになる指標等で確認する必要があるが、個人消費の実勢はそれ程落ち込んでいない可能性が高いように思える。また、緩やかとはいえ賃金も改善を続けていることや、この冬のボーナスが鉄鋼、非鉄など主要企業では過去最高となることなどを勘案すると、先行き個人消費がさらに落ち込んでいく可能性は低いのではないかと思う。10月の消費動向調査でも、消費者態度指数は、暮し向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断など全ての項目で前月比改善している。

その他の指標をみると、9月の機械受注は前月比 -7.4% と市場予想を下回り、7~9月も、4~6月の鉄鋼業・運輸業の集中受注による高い伸びの反動や、昨日もご説明があったが、設備投資とは結び付かない携帯電話の大幅減少により、大きなマイナスとなった。一方、10~12月の機械受注見通しは、前期比 $+5.7\%$ と一進一退の状況となっている。設備投資の先行きについても、今後の指標による確認は必要だが、若干の減速はあっても堅調に推移する可能性が高いと思う。その他、現在発表のピークを迎えている企業の中間決算は、通期予想の上方修正については慎重だが、日経新聞による11月5日時点の集計で経常利益が前年比 $+16.5\%$ と、電機や商社を中心に好調な内容となっている。10月下旬の景気ウォッチャー調査も、天候の影響で秋物の消費が弱めだったものの、旅行などのサービスが好調だったことから、現状判断、先行き判断とも前月比横這いとなり、3か月連続で50を上回った。

以上から、景気判断については、国内経済は、足許の指標は若干まだら模様で、海外では米国経済や原油価格、国内では個人消費やIT在庫、そして機械受注の動向など、警戒が必要な状況ではあるが、総じてみれば、10月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思う。今月の基本的見解については、先行きの表現を含め執行部提案に異存はないが、ただ、先程も若干ご説明があったが、個人消費の現状について、「基調的」という

表現でこの振れを吸収することで良いかどうか、後程、皆様のご意見も伺いたい。

もう一点だけ簡単にコメントさせて頂くが、電力10社と都市ガス大手4社は、10月末、燃料費調整制度に基づく来年1~3月の料金を発表した。今回の調整は原油価格がピークとなった7~9月の燃料費をベースとしたものであるため、標準家庭の1か月当りの料金は、総じてみれば、10~12月に比べれば1%強の上昇となるが、前年同期、つまり今年の1~3月に比べると、4月以降に各社のトータルの原価引き下げによる値下げが行われていることもあって、1%弱の下落となる見込みである。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回の決定会合までの間に発表された指標を踏まえると、前回会合で議論した我々の基調判断を変える必要はないと考える。ただし、このところ強弱双方の数字が混在しているのも確かであり、今後の指標の出方やその内容についてはよく吟味していく必要がある。

まず海外経済だが、米国経済は当面、潜在成長率を幾分下回って推移した後、来年には潜在成長率近傍の成長パスに戻っていくという標準シナリオを維持することで良いのではないかと考える。実際、住宅投資の減少にもかかわらず個人消費の鈍化テンポは緩やかなうえ、設備投資は増加傾向を続けている。住宅投資についても最悪期は過ぎたとの声も出ている。これまでのところ、ソフトランディングを示唆するような材料が増えているように思う。欧州では景気回復の動きが確かなものになっているほか、中国も内外需ともに力強い景気拡大を続けている。また、NIEs、ASEAN諸国も一部で原油高の影響を受けつつも、全体として緩やかな景気拡大が続くとみられている。このように世界経済全体としては地域的な広が

りを伴って拡大が続いている。

国内だが、まず輸出は今申し上げたような海外情勢を背景に増加傾向にある。設備投資については、7～9月の機械受注が減少した。これは大幅に増加した4～6月の反動のほか、携帯電話の発注減が寄与している模様である。これまでのところ設備投資の増加を支える幾つかの条件、つまり好調な企業収益、緩和的な金融環境、内外の需要の増加といった情勢が変調をきたしている訳ではない。9月短観以降、公表された設備投資調査をみても、例えば中小公庫のアンケートでは、中小製造業の設備投資は幅広い業種で増加計画となり、4年連続の増加が見込まれている。設備投資についてはこのように、目下のところあまり懸念材料はないように思う。

幾分心配なのが個人消費の動向である。もう皆さん触れられたが、7～9月のGDP統計上の個人消費前期比は-0.7%と大幅な減少となった。これは実勢以上に弱かった家計調査を反映した部分が大きいと思うが、その他の指標をみても7～9月期の個人消費は弱めであった。天候不順という一時的な要因も寄与していたと思うが、より基調的には、やはり賃金の弱さが響いているのではないか。この先、企業部門の好調さが個人消費のより明確な増加に繋がっていくのかどうか、しっかりみていきたいと思う。

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みれば出荷とバランスの取れた状態にある。先行きも企業ヒアリングによると10～12月前期比+1%の生産増が見込まれているようである。ただし、電子部品・デバイスについてはゲーム機や携帯電話向けで意図せざる在庫積み上がりの動きもみられている。現時点ではIT関連財の需要は海外向けを中心に堅調であり、在庫調整の動きが広範化するとは考えにくい。米国におけるクリスマス商戦など、今後の需要動向を注意してみていきたいと思う。

雇用面をみると、有効求人倍率が緩やかに上昇し、完全失業率は緩やかな低下傾向を辿るなど、労働需給が引締まり傾向を続けている。賃金面では、鉄鋼大手では来春6年振りの賃上げに踏み切るとの新聞報道があった。こうした動きが現実のものとなっていくのかどうか、どの程度の広がりを

持っていくのか、非常に大切なポイントではないかと思う。

物価面では、国内企業物価は原油価格の反落から、当面上昇テンポが鈍っていくとみられる。消費者物価は、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押し上げ要因もある一方で、石油製品のプラス寄与が低下していくということであり、この先、前年比で+0.2%～+0.3%という低空飛行から抜け出していくのかどうか、微妙な局面にある。引き続き今申し上げたような特殊要因に加えて、第一に需給ギャップが需要超過に進むことの影響がどの程度現われてくるのか、第二にユニット・レバー・コストのマイナス幅がどの程度のテンポで縮小していくのかといった点をよく見極めていく必要があると思う。

最後に金融面の動向だが、貸出の増勢に一服感が窺われる。ただ、この点はこれまでのところ、企業の資金需要の回復が運転資金中心であり、設備投資もキャッシュ・フローの範囲内で推移しているという実勢を反映した動きと思われる。その意味で資金需要や貸出の動きも経済の緩やかな回復に見合った増加とみておけば良いのではないか。一方で、金融機関の貸出態度や直接市場における発行条件などの金融環境は良好であり、企業金融が緩和的な状況で推移しているとの評価は変える必要がないと考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず、皆さんがお触れにならなかった点を幾つか補足したいと思う。一つは原油価格である。原油価格に関する今の市場のコンセンサスは、2007年のWTIが64ドルと今より上がっていき、2008年には52ドルへと下がるというものである。しかしながら、長期価格は43ドルと言われており、ファンダメンタル・プライスはやはり40ドル台ではないかと私も思っている。短期的な見通しに影響を与えるのは在庫の状況であるが、在庫は

今割合高い水準にあるので、これは価格安定要因である。また、ニューマナーがまだ入りつづけるかどうかはもう一つのポイントかと思う。私はニューマナーは、夏にある種のパブルの様相が自ら崩壊したと思っているので、そう簡単には入らないとみている。というのは、先物市場をみるとまだコンタンゴの状況であり、ロールオーバーしていくと収益はマイナスになってしまうという。そうした状況に持続性があるとは思われないので、どちらかと言うとジオポリティカル・リスクが無ければ安定化する方向でいく可能性の方が強い。今位の水準でいく可能性の方がむしろ強いのではないかと思っている。このことはアメリカのインフレの強さにインプリケーションがある。最近のPPIの数字はかなり急速に低下しているが、今回のFOMCの議事録でもメンバーがインフレ懸念を共有していたことが報告されている。ここで、石油価格が安定するという事は、インフレ懸念に対しては良い材料だと思う。その一方で、先程野田委員がご指摘になったように単位労働費用は前年比+5.3%、雇用コストでも前年比+3.3%とのお話があったが、伸びが高まっている。ただ、ユニット・レーバ・コストでみるのか、雇用コストでみるのかによって、2%程の差があるので、労働生産性との関係でどの位物価圧力となるのかが問題かと思う。労働生産性について、私はFedのスタッフが今潜在成長率を2.75%位に引き下げたと理解している。潜在成長率が2.75%ということは、労働生産性で考えると2%程度に下がってきている。労働投入の分のプラスがあるので、その位になっている可能性がある。一方、日本の労働生産性は、私は前から申し上げているが、2%位になっている可能性がある。場合によると2%から2.5%へと少しずつ上がっている可能性もあることを前にも申し上げたが、この結果、日米の労働生産性がもしかすると、どこかでクロスするかとも思っている。これは実は対外不均衡などにおいて、長い目でみるとインプリケーションのある話だと思う。いずれにしても労働生産性の伸びが2%位あるとして、失業率は先程野田委員からご指摘があったように4.4%である。

との立ち話で聞いた話では、アメリカのサクリフェイス・レシオ——これは1%物価を下げるのに、何%

GDPギャップが変化したり、失業率が上がらなくてはならないか——は、4だとおっしゃっていたので、1%下げようと思えば4% GDPギャップが拡大し、2%失業率が上がらなくてはならない。今必要なのは物価上昇率を0.5%程度下げることだと思うが、そのためには失業率を1%上げなくてはならない。だが、一気に1%上げるということは不可能なので、時間を掛けて5%を上回る失業率が少し長い期間、2年位続くというようなことがないと、なかなかコアのインフレが収まらないのではないか。フィリップスカーブがフラットになっていると、失業率が低下しても物価が上昇しにくいいためゴルディロックス経済で楽しめるが、逆に物価を下げようとする場合にはなかなか収まらないというところに今のアメリカが直面している問題があると思っている。以上はアメリカのインフレについてだが、その他実態面でみると、GDPの第3四半期の数字は少し私が思ったよりも強かった。自動車生産が予想外に増加したのだが、これは1台当たりの実質単価が、——どうも説明が難しいのだが——トラックの生産価格の下落があって増加した。その結果、実質生産と実質の在庫投資が増加して、GDPの落ち込みが0.5%位少なくなったが本来ならば0.5%位低かったと思う。自動車業界の減産は10月は業界で10.1%。うち米系3社は18%減少、一方、日系は4.1%増加しており減産していない。このことは、選挙で共和党がかなり負けたので、対米との貿易摩擦の面ではかなり厳しい材料になり得ると思っている。それから住宅投資は急速にマイナスになっているが、あるシミュレーションによると住宅価格が10%下落するとアメリカの成長率は1%下がり、世界経済にも0.5%位マイナスになるということで、やはり住宅価格がどの位下がるかは、下振れリスクとして考えておく必要があるのではないか。以上がアメリカだが、次に日本について申し上げる。成長率は明らかに皆さんのご指摘のとおりで、外需と在庫で寄与が0.7%ポイントあり、それを引き算すると前期比-0.2%である。国内の最終民間需要、最終であるから在庫を除くとちょうど個人消費の寄与度が-0.4%ポイント、設備投資は寄与度+0.4%ポイントでちょうどゼロであり、国内の最終の民間需要はゼロである。アメリカ経済は、これは

前に申し上げたが、住宅で1%位足を引っ張られても年率で2.5%位成長する力があって、基礎体力の面では日米間にまだ相当ギャップが残っているのではないかと思う。すなわち、生産性では日本はアメリカにかなり追い付いて、アメリカの方がむしろ少しスローダウンしてきたのだが、需要の面では弱いアメリカと比べても特に国内の民間需要が弱い。とりわけ、皆さんご指摘のように個人消費が我々が期待していた程は上手く伸びていないということが言えると思う。今回のGDPの数字について、私は第2次速報では恐らく設備投資で若干の下方修正があり得ると——これは勿論、法人企業統計季報の結果にもよるが——思っている。従って、あとは在庫と輸出ということなので、第3四半期の実力はゼロだと、つまり、そのように考えた方が素直ではないかと思っている。また、それから個人消費がどうして弱かったかだが、実質の雇用者報酬が所得統計をみると前期比で-0.1%と足を引っ張っている。マイナスである。所得自体が-0.1%、一方、名目の雇用者報酬はゼロ%であり、この差が実は重要であって、個人消費デフレーターが前期比では0.1%プラスになっている。前年同期比だとまだマイナスだが、前期比で見ると少しずつプラスの方向に向っており、ある時点ではプラスに変わっていくと思っている。問題は、生産性がトレンドとして上がっているにもかかわらず、賃金がなかなか追い付いてこないことかと思う。どこまで労働市場がタイトになった場合に賃金が反応し始めるのか、タイミングが今少し遅れ気味かなと思っている。次に生産面については、第4四半期の予測が1%程度プラスになるのではないかとのお話も水野委員からあったが、今の予測の数字をみると、私は第4四半期はゼロ横這いと考えた方が良いと思っている。9月の先行指標はピークから既に5%低下しており、前回の踊り場の低下幅、3.8%を上回っている。これはあまり無視できない。先行DIも既に3か月連続で50%を割れているが、10月も割れると思う。一致指標も私は50%割れになる局面がこの先に訪れると思っている。ここが景気の判断で難しいところで、勿論製造業だけで経済が決まっている訳ではないが、その判断で下方修正が今後あり得ることはどこか念頭に置いておくべきだと思う。こ

の鉱工業生産の横這い状態をもたらすのは、言うまでもなくIT部門であり、私は大まかには早川調査統計局長の見方に賛成だが、幾つか注意すべき点はまだあると思っている。一つは半導体の中身を見るとDRAMは非常に好調であり、9月に5割以上伸びている。その代わりMPUは前年比で6%減少、NANDフラッシュメモリーは弱含みながらも12%位プラスであり、半導体の中身を見ると、強弱両方が共存している。また、液晶をみると在庫は増加だが、携帯電話用の中小型液晶素子だけが増えているのではなく、大型の液晶素子がむしろ中心になっているということであり、液晶について私は個人的には2007年1月位が底になる、それまでは厳しいと思っている。このように、液晶、半導体の内容は少し区々であり、弱いものもあることは注意すべきだと思う。携帯電話については、台数の伸びについてむしろ上方修正だが、ただ、低価格機種が伸びていて、しかもその価格が下がっているということであり、部品の価格も恐らく2006年、2007年に低下する可能性もある。これは日本だけではなくて、ノキア、モトローラ等をもみても同様であり、製品価格が既にノキアの場合も9%下落している。従って、供給過剰になるリスクをグローバルに孕んでおり、必ずしもローカルな問題だけではないと思っている。ただ、今回の調整局面をみると企業の景況感はいまだこれまでのところ変化はない。在庫は情報関連生産財、半導体等が中心で、情報関連資本財に波及していない。また、半導体の内部で強弱両方存在していることを考えると、前回よりも落ち込みが小さい。それから韓国、台湾についてだが、電子部品・デバイスは日本と同じ状況にあって、前年比マイナスになっている。台湾では携帯電話の部品の売り上げは10月に-2.2%、半導体前工程ファウンドリーの販売も前月比-0.5%と3か月連続でマイナスである。LCDのパネルメーカーは一応順調だが、10月後半から価格がかなり大幅に下がっている。11月半ばからは在庫懸念によって需給が再び悪化する可能性もあると思っている。アメリカの半導体製造装置のBBレシオは前回申し上げたように1だが、出荷・在庫比率はピークアウトしており、今ゼロの状況である。従って、国内だけを見ていると危ないと思っている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

まず、執行部の基本的見解については、特段異論はない。以下では、当面の注目点について、ポイントを絞って申し上げる。もう皆さんおっしゃったことばかりで簡単に申し上げるが、米国については、昨日のFOMCのミニッツも、ポイントはどちらかと言うと経済が落ちることよりは、ユニット・レーバ・コストが前年比+5.3%と1982年12月以降最高のレベルに達している中、むしろ経済が本当にインフレを沈静化するちょうど良い程度にスローダウンしてくれるかどうかを心配している。消費はご承知のように色々な数字が出ているが、弱いものではない。所得環境が非常に良い。勿論、賃金の問題もあるが、アメリカの個人投資家については、401Kの浸透もあって資産効果等が非常に大きいから、消費もなかなか強い。落ちる死角がないというような格好になっており、どちらかと言うと、経済成長がスローダウンしてくれるかどうか。ゴールドマンサックスが昨日、米国経済の成長ペースを+2%と発表した。そのように景気にとっては弱い材料が出た方が株が上がってしまうなど、インフレが沈静化してくれるところまで上手く成長が落ちてくれるだろうか、マーケットも少しその辺を気にし始めているようである。アメリカはそのような状態であり、従って短期的には、どちらかと言うと物価動向がポイントになっている。欧州は昨日の執行部の説明にもあったように、見通しを上方修正している。中国をはじめとする東アジア及び他のエマージング諸国では高い成長が続いている。このうち、インドネシアが11月7日、ブラジルが10月18日に政策金利を下げているが、これは通貨高とインフレが沈静化したことに対応したものであり、非常に経済に自信を示す動きとなっている。

こうした中、オーストラリア準備銀行は先日11月8日に利上げ決定をした声明文の中で、「米国経済は減速しているが、世界経済は他の地域で

拡大している」として、同国経済が中国などアジアとの相互依存関係などに支えられているとの見方を示唆している。予ねてより申し上げており、日本の輸出もこうした環境は共通で、フラット・エコノミーと言うかどうか知らないが、とにかくグローバル経済が一体的に動いている中で、円安による国際競争力の高まりもあって好調を続けている。

グローバルな株式市場は、米国のダウ指数が企業業績の好調やM&Aに絡んだ株買いから既往最高値を更新し、インド、インドネシアなどアジア諸国やメキシコの株価も、高い経済成長や企業収益の好調から既往最高値を付けるなど、世界同時株高がみられている。株高は、企業のほか、資産効果を通じて家計のマインドにも好影響を与えるだけに、今後の動きは注目したいと思う。

次に、日本の景気情勢だが、皆さんおっしゃったようなことで、いざなぎ景気を超えている状況にあるが、前回のいざなぎ景気と比べると、前回は民需、官需、両方ともに旺盛であったが、今回は民需主導である。企業はバブル期の教訓を踏まえ、リスク・マネジメントに一段と意を払いながらの事業拡大、守りと攻めを同時にやりながら収益拡大を図っていくということで、景気の自律性や持続性はあるが、市場規律が働くもとの事業拡大であり、全体的な経済の成長という点では然程高いものは期待できないことも理解しておく必要があると思う。従って、今我々が挙げたような数字が良い、企業の収益が非常に良いと言うのは、日本経済から発生した所得というよりはグローバル経済からとってくる、グローバル収益が良いということである。トヨタにしても、あるいは総合商社にしてもそういう部分があって、日本経済に足を置いた部分はやはりそれぞれ国内は芳しくないと言われるように、少し収益構造が変わっている。企業収益好調＝日本経済好調というよりは、グローバル経済が好調であることがまず重要で、その次に勿論日本経済が好調なことが良い訳である。そういう具合に主要企業では収益構造が変わっている。そうした企業とあくまでも国内をベースにやっている企業、大企業と中小企業とでは、色々と違う部分も発生している。従って、経済予測においても、企業がよいから成長も高いという

1960年、1970年、1980年位に持っていた感覚は少し修正する必要もある。これはすでにご案内のことであると思うが、改めて申し上げたいと思う。

設備投資は、もう皆さんがおっしゃったとおりだが、機械受注が反動があったとしても、やはり大きく伸びが鈍化している部分は認めておく必要があると思う。これはいつも言っている資本市場からの規律が強い、あるいは投資採算を厳しく見定めているという面もあるが、もう一つは受注サイドが、これも時々申し上げることだが、人手不足なのである。大きなプラントや工場などの設備投資は、人手、技術者不足は致命的であり、受注を後ろにずらすことで、部分的なボトルネックが生じている状況を反映している。特にプラントやエンジニアリングの会社等はそうである。こうした中であって、展望レポートのリスクシナリオに掲げたような設備投資の過熱が生じるリスクはやや減じてきていると考えている。

個人消費については、もう皆さんおっしゃられたので、それ以上申し上げることはないが、先程申し上げたように、収益状況が、あるいは収益構造が日本の企業の顔をしながら色々と内容が違ってしまうということであって、企業が単に渋くなっただけではないということも認識しておく必要がある。また、今日の日経のトップ記事ではないが、ボーナス自体は過去最高を出していることを踏まえると、ベスト・エフォートで出していることは速報の数字から分かるような気がする。問題は昨日も少し申し上げたが、去年の10～12月に極めて特殊と言うか、日経平均株価も3割位上昇するなど、キャピタル・ゲインを生んだ経済であった。それに加えて消費に直結した新興市場が非常に活況を呈した訳だが、今や東証マザーズは半分以下であり、資産効果が剥落したところか、逆資産効果が働いていることに加えて、もう皆さんおっしゃったような天候要因もあると思う。

ITについては、岩田副総裁と執行部から色々と話があったが、私も産業界の人から個別に聞いているとあまり弱気を言わないので、少しミスリードされているかもしれないが、大きな調整が入る懸念は引き続き高くないのではないかと考えている。次に不動産市場だが、都心部では10月

末のオフィス空室率が低下して3%を割って、賃料が15か月連続で上昇している。旺盛な建設需要を反映して、建設鋼材の引き合いが強く、値段も上がっている。先日の金融機構局の説明にもあったが、ノンリコース・プロパティ・ローンも、先行する銀行の中には現在のレベルをみて利食っている先もあるとのことで、必ずしも強気一辺倒ではなく、広く言えばこの辺まで価格が上がってくるとボース・ウェイの相場観が出てきたのかと私はみている。ただし、資産価格の妥当性については、収益還元法やREIT価格の動向等により引き続き注意深くみていく必要はあると思う。

金融・資本市場については、債券金利は、レンジ内とはいえ乱高下しており、経済指標が不透明感を与えていることもあって、景況感が定まっていなように窺える。株式市場では、昨年とは異なりポジティブ・サプライズとなるような業績発表が少ないこと、多くの企業が予想を上回る上期決算を受けても通期決算を上方修正しないことが下期の業績への漠たる不安を招き、PERも割高なままとなっているため、TOPIXが今年の5月以来、初めて7日続落という局面が先般も起こったように、力強さにはもう一つ欠けるという状況である。以上である。

福井議長

一通り各委員のご見解を表明して頂いた。前回の会合以降、まだ経過した日数は比較的少ないが、GDP統計を含めて7~9月の指標が出揃ったというタイミングになっていると思う。従って、ポイントは一番新しい展望レポートで示したラインに沿って、経済・物価が動いているかどうか、あるいは動き続けるかというところだと思う。各委員のご見解は色々とニュアンス、内容の相違があるが、一言で言えば今回の判断については、引き続き展望レポートのラインから逸れている訳ではないということだったと思うし、執行部の今示している基本的見解についても、基本的にはその内容をサポートするものであったと思う。世界経済について色々ご意見があったが、アメリカは明確にスローダウンを続けているが、世界

経済全体としてはこれまでのところそれを他の地域がオフセットしており、世界経済の拡大ペースは変わっていないとのご指摘があったと思う。また米国自身について、我々はダウンサイド、アップサイドの両リスクをバランスよくみていこうというスタンスですつときているが、マーケットなどではダウンサイド・リスクの方に注目を寄せがちである。この点を見ると、これまでのところ、減速が過度に進んでダウンサイド・リスクが本当に顕現化するという感じについては、むしろ若干薄らいできている。この面から行くとソフトランディング・シナリオが強まっているようにみえるということだが、一方、アップサイド・リスクの方はどうか。生産性の動きから、雇用コスト、ユニット・レーバー・コストの上昇、最終的に潜在成長能力のあり得べき低下というところまで念頭に置いた場合、インフレ・リスクが完全に減速過程で吸収されるかどうかは未確定だという点を注目すべきとのご意見があった。その点については岩田副総裁から原油価格の要因が上手くいけばファンダメンタルなインフレ圧力を多少減殺する方向に働く可能性があるが、それがどの程度のものとなるかは、まだよく分からないとのご指摘があった。引き続き我々はアップサイド、ダウンサイド、米国経済についての両サイドをバランスをとって注視していかなくてはならないということではないかと思う。原油価格は今WTIベースで60ドル/バーレル近辺をウロウロしている状況であり、目先再び急騰という雰囲気は比較的少ないということだが、しかし、この先どう動くかについては引き続き不確定要因の方が多い、そうみておいた方が良いのではないかということであった。

日本経済については先程申し上げたとおり、今月の基本的見解で纏めようとしている方向だと思うが、外需は引き続き堅調である。米国のスローダウンがあり、事実米国向けの自動車関連の輸出の伸びは鈍化しているが、米国向け全体としては然程経済減速の影響を受けていない状況のようであるし、その他情報関連の輸出についても、これは米国向けに限らないが——4～6月にはNIEs域内における部分的な生産調整の影響を若干受けたということだが——、7～9月には再び増加しているということで、

輸出は引き続き従来のペースで増加している。国内民間需要の方は設備投資について、一言で言えば、前回の短観と統合的な動きで増加しているというご意見だったと思う。機械受注の出方等をどう読むか、また、今後実際にどういう動きが出てくるかという点には注目しなくてはならない。前回の機械受注については携帯電話要因その他一時的な要因がかなり大きいということであろうが、設備投資の減速トレンドに繋がるエレメントが幾らかは入っているかもしれないということで、我々の基本シナリオも設備投資は今後は緩やかにスピードが落ちていくということであるから、それとコンシステントな範囲内の動きであるかどうかをこれからよくみていかななくてはならない。問題の個人消費、これは非常にある意味でパズリングである。色々な統計と家計調査、GDPの消費の部分、我々が個々に得るアネクドタルな色々な情報、実感、それぞれがあまりしっくりしない、突合しにくいという状況なので判断が難しいところだが、基本は雇用情勢が引き続きタイトな方向に動いている。そして賃金についてもボーナスまで含めて考えると、やはり緩やかな上昇傾向にあるので、所得の裏付けという点については、非常にスローペースながら、徐々にできあがっていく方向ではないか。そのうえで消費がどの位力強く展開されるかは、まだ未知数の部分が多い。しかし、いずれにしても我々は消費について、非常に華々しい増加を展望している訳ではないので、モデレートな増加予測が、本当にそのまま実現するかどうか読みにくい状況は今後とも続くであろう、こういうことではなかったかと思う。所定内賃金の上がり方が最終的にポイントということだが、失業率が仮に今後4%を割っていったような場合に、所定内賃金の上昇速度に加速度が付くかどうか、技術進歩の中で労働力のミスマッチが起こっているということもある。4%を割って失業率が下がっていった時に、完全雇用失業率というのかどうか知らないが、そのラインが比較的近くて、賃金上昇が加速するのか、それとも労働力にミスマッチがあると言われながらも、ベーシックな失業率はそんなに上がっておらず、賃金上昇に加速が付くまでにまだ時間が掛かるのかという点も、少し分析する必要があるのではないかと個人的に思っている。また、

供給面の生産、出荷、在庫周りは、特に先月の数字が若干パズリングであった。携帯電話要因とか新型ゲーム機関連のイレギュラリティが入っているとのことだが、仮に入っても多少ショートランにはこれは尾を引くという説明が調査統計局からあった。加えて米国のクリスマス商戦等がどうなるか、それが悪い方向に出ると多少調整が広範化する可能性もあり、よくみていく必要があるということだと思う。IT関連について世界的に大きな調整の波が起こる訳ではない、現に起こっていないということだが、幾ばくか注意してみるようにとの岩田副総裁からのご指摘もあった。そのとおりだと思っている。目下のところ、生産、所得、支出の好循環、この動きに格段の乱れが生じていないことは確認できたのではないかと思う。物価は皆様方のご指摘のとおり、国内企業物価は原油価格の反落の影響、それが指数に現われる時間はもう少し続くということなので、目先は上昇テンポが鈍化していくだろうと思う。また、消費者物価は引き続き小幅の動きが続くだろう。だが、須田委員がご指摘のとおり、体温はゆっくり温もってくるというご感触を皆さんお持ちなのではないかと思った。金融環境は引き続き緩和的な環境を提供し続けられているということかと思う。強いて纏めればそのようなところかと思うが、幾つか重要なご指摘があった。消費に関連しては冒頭に西村委員から、高齢化に伴う消費のアンダーライン・トレンドに幾らか変化が出始めているのではないかとの問題提起があった。もし各委員からご意見があれば、ちょっと西村委員との間で議論して頂きたいと思う。私自身は西村委員の話聞いていて、確かに高齢化に伴う消費の動きは特徴的・構造的な変化を持ち始めている可能性があるかと予てより思っているが、景況判断の時に比較的短期に消費が強いか弱いかを判断する時までこれが材料になるかどうかは一つ疑問であるし、ややロングランにみた場合にも、展望レポートで示している基本的なシナリオにどれ位強くこれが影響するものであるか、これら二点についての厳密な議論をせず、急にこちらに深入りし過ぎるのもどうかという気もしており、非常に難しい問題提起であったという印象を持った。短期的には、消費に絡む一番新しい情報で、冬のボーナスに関する最初の情報が比較的

強いという指標が出ていたが、最初のこうした情報の出方は、最終的なボーナスの締め括りとしてどれ位エンカレッジな情報であるか、もし調査統計局長のご意見があれば聞かせてもらえると有効ではないか。重ねて福間委員からご指摘のあった、去年は新興市場を含む株式市場でキャピタル・ゲインが生じて、今年はその逆であるため、マイナスのウェルス・エフェクトが消費にも働いているのではないか、またそれはどの程度かという点について、多少調査統計局で話ができるのであればお願いしたい。その他色々あったと思うが、取り敢えず私がお話を聞いていてそのようなことを感じた。

西村委員

基本的見解について、私は足許というよりは比較的これから先の、特に企業の見通しに対応する消費の部分ということで捉えるべきではないかと考えている。実際、消費状況調査をみても消費が減っている訳ではなく、消費の伸びが若干落ちてきたということなので、足許の景気判断というよりは長期の、特に投資を含めたところの影響ということで私は申し上げている。リザベーションを持つのはそういう意味である。ただ、短期的にみた場合でも、所得が伸びるとそのまま前と同じような形で消費が伸びると考えるのは少し危険ではないかということで、その部分に関しても少しリザベーションがある。反対をしているのではなく、リザベーションをしているのはそういうことである。というのは、基本的見解がこの形で出ると、何か恐ろしく我々が強気であるような印象を与えてしまうのを非常に心配しており、きちんとみていることを示す方が良いのではないかと考えている。もう一つ、私が強調したいのは、最後にライフサイクル仮説の話をしたが、要するに高齢者が事実上色々な資産を持っているが、その資産が実は流動化できない状況にある。例えば一番典型的な比較は日本と米国のホームエクイティ・ローンの違いである。アメリカはホームエクイティ・ローンのウエイトが非常に大きい訳だが——それが大き過ぎて問題になっている訳だが——、日本の場合は存在していない、つまり、キャッ

シュ・プアーでストック・リッチという人達が沢山いるということが、やはり何らかの問題を日本経済に与えているのではないか。この点に関しての構造改革というのは、例えばリバース・モーゲージをやる、それから例えばリバース・モーゲージと特別養護老人ホームのようなものを組み合わせるような、新しい商品の開発などが本当は必要なのではないか。このケースの場合は金融、医療、介護といったものを含めた複合的な商品開発になるので、なかなか難しいが、これをやらないと私は本源的な回復はやはりできないのではないかと思う。つまり、構造改革がまだ半ばであることが、消費の沈滞をもたらしているのではないかということを示し上げたかったのである。

岩田副総裁

その関係で少し宜しいか。今のはどちらかと言うと高齢化して資産を持っている方を前提とした話だと思うが、格差社会というのは歳を取った時に資産がある人と全然ない人との差が際立ってくる。一生の最終決算がそこに集約されて、上手くいった人とあまり上手くいかない人との差である。上手くいかない人はやはり資産もないしお金もない。生活保護世帯が1995年は全世帯の中で1.4%であったが、それが今は2.1%まで上がっている。その理由を尋ねると、貯金がもう全部なくなってしまって金融資産がゼロになってしまっている。生活保護費の見直し議論において、歳出カットで2.5兆円位という数字が出ているのではないかと思うが、さらにカットするかどうかという時に自宅を持っている人を除くべきかどうかも問題になっている。この部分は、マイナス、影の部分というか、忘れてはならない部分である。また、今回の消費者金融の色々な改革でも——改正か改悪か本当のところはやや不明だが——、総量規制がかなり出る。もしかするとそういうもので食い繋いでいる人もいるはずだが、ある推計によると信用残高が総量規制で3割位減る、すなわち2~3兆円位はまた減るとも言われており——金融界にとってもこれは一応インパクトのある話だと思うが——、消費者金融を利用している人達は借入を本当にそのま

ま消費しているはずなので、個人消費にもそれなりのインパクトが出てくるのではないかと思う。従って、高齢化社会という場合に、豊かに資産を持っている人と全然持っていない人とで違っていて、そちらのマイナスの影の部分も同時に考えておく必要があるのではないかと思う。

西村委員

全くそのとおりである。住宅を持っている人は一応ストックを持っているので、それはまた別に考えなくてはならないが、格差社会になっていることは確かなので、全体を含めてどういう形の資源の再配分が必要かは真剣に考えなくてはならない点は私も全く同感である。

福井議長

日本で今高齢になっている人は、比較的若い時期に住宅投資のウエイトが高くて、そこに資産を固定化し過ぎている傾向が強いということと言えるのか。

西村委員

日本は他の国と比べたら明らかにそうである。

福井議長

そうするとそこが流動化できないと消費しにくいということか。

西村委員

然り。ホームエクイティ・ローンが全くないので、それで消費をすることはできない。

岩田副総裁

補足させて頂くとアメリカは個人消費のGDPに占める割合が過去は68%位なのである。今回の局面は71%に上がっていて、アメリカの個人

消費が世界経済を引っ張っていると言うと変だが、そういう姿になっている。その増えた理由はまさにこのキャッシュ・ウィズドローワルと言うか、資産の値上がりをキャッシュに変えられたことによる消費である。その結果、個人貯蓄率はもうマイナスのままという姿になっている。日本は逆にそこが全然ないものだから、高齢化の要因で貯蓄率はもう 2.8%まで下がっていて、マクロの数字としてみたらもう良いところまで下がってしまって、私はむしろアンダーシュート気味なのではないかとさえ思っている。

西村委員

ただ、アメリカと日本の根本的な違いは、アメリカのホームエクイティのウィズドローワルというのは、事実上、若い人がやっている。将来所得が上がることを前提としてホームエクイティのウィズドローワルをやっているのである。日本の場合は逆に、将来の所得が上がるとは思われない人達が、今までの資産を流動化して自分達に使うということであるから、全くアメリカと同じシステムを日本へ持ってきて上手くいくかという、必ずしもそうではない。この点やはり、これからのメガバンクも——漸く不良債権を回復したところであるから——、インジェニュイティというかイノベーションがまさに必要な時期なのではないかと私は考えている。

福井議長

アメリカの場合でもリバース・モーゲージとか……。

西村委員

アメリカではリバース・モーゲージというのはあまりない。

福井議長

では、エクイティ・ウィズドローワルで先行して消費してしまう。

西村委員

先行消費である。

福井議長

ロンジェビティというのは平均であって、個々の人をみれば予想以上に遥かに長生きするかもしれない。この場合、リバース・モーゲージでも途中でもう消費し尽くしてしまうといったことも……。

西村委員

それはトンチン債の昔の議論とも関係する。

福井議長

そういうリスクは顕現化していないのか。

西村委員

それはある。逆に完全に民間だけでできるかという、恐らくできないだろう。例えば地震保険があるが、この地震保険は保険と名が付いているが実は保険ではなく、事実上、国が補償している。同じようにこういったリバース・モーゲージに関しても……。

福井議長

最後のリスクを取る人がいると。

西村委員

それはある。これはフランスで一番長生きした小母さんの話であるが、その人はリバース・モーゲージをやっていたのだが、それを買った人が、小母さんがあまりに長生きをしたものだからマイナスになってしまったということである。いずれにしろ若い人が買う場合、基本的には購入したリバース・モーゲージのネットワークがマイナスになってしまう可能性が

あるから、それを何らかの形で補填するようなシステムがどうしても必要ではないかと思う。

福間委員

リバース・モーゲージに似たものは、かつて日本もやった訳であろう。あれが結局、金融機関に対する不信を起こして、レンダーズ・ライアビリティで大分訴訟が起きている。結局、商品作りが悪いのである。

西村委員

然り。

福間委員

あのままの形でやったとしても私は借りる人はいないと思う。近所で皆みているから。

西村委員

公的機関がやったケースというのは武蔵野市もあるが、上手くいかなかった。従って金融だけでやろうというのは恐らく誤りで、色々複合的な、例えば特養といったものを加えた複合的な商品設計をしないと恐らく駄目だろう。

野田委員

おっしゃるとおりである。私も銀行にいた時に、商品開発においてかなり突っ込んだ研究をしたが、今まさに西村委員がおっしゃったように銀行業界単独ではなかなか実現が難しかった。長期に亘る商品となることから、モーゲージや保険の概念も入れたりしてはしてみたが、複雑なリスクが複合的に内包されていたため、結局のところ、業界全体としての商品設計には至らなかったというのが10年位前の事実としてある。また、ホームエクイティ・ローンについては、実はバブル期の地価が高騰している段階でそれ

に似た商品が物凄くあった。しかし、バブルの崩壊とともに、個人のバランスシートが傷み、それに伴って銀行の個人部門のバランスシートが傷むという現象が起こったので、それ以来、糞に懲りて膾を吹いてやめている。今の状況は当時と似通っており、また復活するような環境になってきているが、あまりにもその糞が熱かったものだから、まだ懲り過ぎている状態にあるのだと思う。ホームエクイティ・ローンに似た商品というのは、モーゲージの担保価格の範囲内であれば用途を問わない汎用性の高いローンのことであり、これは、極度以内であれば良い、極度を超えた利息分だけでも返してくれれば良い、というような、かなり乱暴な——今アメリカにも少し似たような商品が出ているが——商品である。私は最近の状況については承知していないが、こうした商品が再び増えていないかといった点については今まで以上に業界の動きをみていく必要があると思う。ただ、どうしても日本の場合は、金融当局、金融庁もバブルが再来するのではないかという、かなり警戒的な目で商品開発を睨んでいるので、金融機関としてもこうした商品への取組みに対するヘジテイトはかなりあると思う。

須田委員

アメリカの今の不動産絡みの部分を見てみると、前はホームエクイティ・ローンがどれだけ可能かということが消費に影響を与えるのではないかという話が多かったが、今はそういった話はあまり聞かない。つまり、流動性制約にある人がそんなにいないということである。色々な金融商品の出現で、資産を評価して流動性を確保することは今の世の中であればできると思うので、トータルの資産が一体どれだけあるか、それを時価評価したら幾らになるのかが、主として今の消費に影響を与えてくるのだと、最近のアメリカの例をみてそのように思う。ただ、所得分配の問題、つまり所得に格差があるという点がマクロの消費にどのような影響を与えるのかということについては、キャッシュによって制約を受けている人がいる場合には、どれだけキャッシュを手にするかが消費に影響してくるので、そうした場合には所得分配の格差の問題が消費に関わってくると思う。

従って、全体でみたら流動性制約にある人がどれだけいるかで、ある程度消費が影響を受けるのではないかと私は考えている。

福井議長

住宅市場のクーリング・オフを非常に早い段階でB I Sで議論した時も、アメリカの説明ではウィズドローワルしても全部消費に回っている訳ではないし、結構色々な金融商品等の投資に回っていて、流動性保全是想像以上にできているのだという話はあった。調査統計局で、先程のボーナスの印象とか逆資産効果などについてもコメントがあれば。

早川調査統計局長

あまり申し上げることはない。ボーナスについては本日報道があったが、結局、書いてあることは水準が過去最高という話であって、伸び率自体は実はそんなに高い伸びではない。従って、この話をもってこの冬のボーナスに従来以上に期待できるかと言われれば、必ずしもそうではない。やはり結果をみていかざるを得ない。特に中小企業などについては調査からは何も分からないので、みていく必要がある。

また、資産効果、逆資産効果は正直言って非常に捉えにくいものである。一番分かりやすいのは百貨店辺りでの高額品の動きであるが、それについては去年の今頃は相当いった。従って、それはそれなりに押し上げた感じがする。それに比べると、今年は春頃、株が少し下がった頃もまだまだ大丈夫だったが、段々高額品の動きは鈍くなってきているので、やはりおっしゃるような面はあると思う。ただ、問題はそれがマクロでどれ位影響しているかという話になると、これはなかなかよく分からない感じがしている。次に、ただ今ご議論されていた高齢化云々ということに関して申し上げますと、長期の話は色々あって、勿論理論どおりであれば人間は最後は全部使い切るという話になって、キャピタル・マーケットが完璧であればそういう動きになっていく。日本など人口がむしろ減っていくような経済では、キャピタル・マーケットが完全であれば貯蓄率がマイナスであっても

全くおかしくないし、日本の貯蓄率が下がっていることは、実はそんなにおかしなことではない。ただ、西村委員からご指摘があったように、実際にはキャッシュ制約は相当効いている。そういう意味ではむしろ注目されるのは、あまりきちんと我々はカウントしていないが、来年以降、いわゆる例の団塊世代の退職は、それなりの退職金というキャッシュを伴ってくる。その部分について、我々は基本的には消費しないという前提で考えているが、果して実際はどうか。大半は残すのだろうが、やはり一回位派手に海外旅行をしてやろうか位の話は当然あるかもしれない。そういうものは実はあまりアディションとして計算していないので、例えば来年以降は目先としてはそういうことが注目点だと思っている。以上である。

野田委員

西村委員がおっしゃった所得と消費の相関性が落ちているという点は多分事実であると思う。今回の調査統計局の想定も私がみる限りにおいては、所得の伸び、可処分所得の伸びと消費の伸びとの相関性は、それぞれ少しずつではあるが落ちているという結果になっているのではないかとみているが如何か。

早川調査統計局長

基本的にはそういうことかと思っている。大まかに言うと二つあって、一つはそもそも理屈どおり資本市場が上手くワークしていれば、少なくとも短期の所得と短期の消費が同じように動く理屈はあまりない。日本においても資本市場は昔と比べれば段々発達してきているし、皆が持っている金融資産のストックも増えてきているから、少なくとも短期的な所得の変動でそのまま消費が動くような関係——昔は結構そうだったが——は、段々緩くなっているのは当然だと思うし、言うまでもなく日本の場合は次第にリタイアードのウエイトが高まってきているから、この面も足許の雇用者所得の動きと消費との関係をルーズにするものに当然なっているということかと思う。とりわけ、日本の場合は特に消費統計サイドにノイズ

が入っているから余計に短期的には不安定になる。ただ、大きな流れとして考えると例えば足許の所得の動きが今後も続いていくのであれば、それは当然消費に反映されてくるはずなので、流れとして考えれば確かに足許、所得の伸びが鈍いが、労働需給の状況等々を考えると、どんどん伸びないまでも所得がどこかでガクッと落ちると皆が考えていることは多分ないだろう。従って、意味不明に消費がどこかでガクッと落ちるのは余程何か特別なことを考えない限りあまりないのではないかと思っている。

福井議長

他に論点はないか。

福間委員

西村委員が高齢化の問題をおっしゃったが、社会保障についての不透明感が、消費行動を少し抑制している部分はあるのではないか。その辺は如何か。年金とか医療とか介護とか。

西村委員

それは非常に長い経済の分析があつて、まだ決着は着いていないが、影響はしているということ、将来に不確実性が残るため今のディスセービングを起こしてはいないことは確かだと思う。昔、金さん銀さんが100歳になってお金を貰った時に何をするかと言われたら、「将来に向けて貯金をする」と語った有名な話があつたが、そういう部分はどうしてもあることは確かだと思う。今のところ社会保障もさることながら、医療保険、医療の伸びの方が遥かに大きいので、この医療がどうなるかに関して、介護保険も含めて——それがやはり一番大きなものになるが——、ある程度の目途がつけば、それなりの良い影響は当然出てくると思う。

福井議長

他に宜しいか。それではコーヒブレイクにしたいと思う。11時5分

まで休憩する。

(10時52分中断、11時05分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。会議を再開したいと思う。次は金融政策である。次回政策決定会合までの金融市場調節方針について、改めて各委員からご意見を拝聴したいと思う。西村委員からお願いします。

西村委員

次回までの金融政策運営方針であるが、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大幅な変更を迫るものではないので、現状維持が望ましいと考える。

このところ、発表される経済データの強弱の振れが著しく、足許の実態、そして将来の動きに関する不確実性が高まっている。従って、金融政策運営は微妙な舵取りを迫られていると思う。これは日本に限らず、米国や欧州においても全く同じ状況である。従って、現在のところは、今後の推移を極めて慎重に見極めることが必要であり、そのような情報発信をするのが望ましいと考える。

最後に、第二の柱に関連する、最近の資産価格の動きについて先程福間委員からご指摘があったが、それについて私の考えを述べたいと思う。商業用ストックは、オフィスビルで地域的に限定され、かつ高品質ビルに限定的ではあるが、一昨年から需要が加速する局面があったことは事実である。因みに、この動きには、日本の投資家というよりは、米国系投資銀行が重要な役割を果たしたことは特筆される。さらに、現在一部の投資銀行はまだ相当な強気を維持し、巨額の資金を調達しつつある。居住用ストックという点では、23区の品質調整済マンション価格指数は、2003年を底にゆっくりながら加速的に回復している。販売現場でも、大手でもここ

10 数年になく活況というところが多い。ただ、これらは底を打った後の回復の過程であり、今後急速な投資行動の活発化が差し迫っているとは考えにくいと思う。その理由を三点程挙げる。

第一に、商業系は、オフィスビルのキャップレートの低下が著しいということであるが、これは国際的な動きであり、米国・欧州でも同様な動きがある。米国でも、特にカリフォルニアの関連の商業ではキャップレートが大体3%ポイント落ちたと言われている位の大きなものである。これは、グローバル・リスク・アペタイトの変化、サーチ・フォー・イールドの一種の不動産版と言えるのではないかと思う。従って、日本の著しい金融緩和の状況にのみ依存したと考えるのは正しくないと思う。

第二に、パブリック・エクイティやJ-REITのうち、一部住宅系を中心に拡大に限界がみえてきている。従って、今後も加速度的に需要が増加していくことは考えにくいと思う。金融庁の不動産融資に対するデュレディリジェンスの要求で、いわばまっとうな融資態度が金融機関及び関連のノンバンクにみられるからである。恐らくパブリック・エクイティやJ-REITの破綻、あるいは買収といったことが今後起こってくる可能性は高いと考えている。

第三に、住宅系販売の現場では、著しい金融緩和から引締め気味にいくと考えて、買い急ぐ動きはまだみられていない。というのも、動きが良くて値上りも著しいのはどちらかという和高額物件であり、これらを買う顧客にとって、金利の多少の動きは他の要素、物件の質などに比べると重要度が小さいからである。

以上から、資産市場の動きについては、確かに微妙ではあるが、ことさら第二の柱から、金融政策の変更が必要な状況であるとは思えない。しかし、今後の推移は極めて慎重に見守っておく必要があると考える。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回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。昨日の積み最終日を除くと、前後の幅も以前に比べれば小さくなっており、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ようなことはかなり少なくなってきたように思う。これは、ゼロ金利解除以降の金融市場局の丁寧な調節が奏効しているとともに、外資系を含めた短期金融市場の参加者において、市場での効率的な資金運用や市場のイベントや慣行に対する認識が徐々に深まってきていることの証左ではないかと思っている。

さて、こうした中、今後の問題になりそうなのが、経済・物価及び金融政策の先行きに対する市場参加者の見方の振れだと思う。一昨日の 7~9 月の実質 GDP 成長率が公表されるまでは、鉱工業生産指数、家計調査、機械受注、景気ウォッチャー調査等、最近公表された景気指標について事前予想比弱めなものが多かったことから市場における利上げ予想はかなり後退していた。因みに、OIS 金利からみた政策変更の織り込み度合いを試算すると、実際、年末までに政策変更があるという見方は、10 月中旬に 5 割弱あったが、その後の弱い指標の発表を受けて低下し、先週末の機械受注公表後は 3 割程度になったが、実質 GDP 成長率の公表後は再び 5 割近くまで戻した。指標が出る度に、ある時期に政策変更があるとの見方が 1 日で 10%~20%程度振れることも珍しくない。このように市場参加者の見方は、景気物価指標次第でかなり振れるようになっている。

こうした中、金融政策の変更について、政治要因を持ち出して利上げ時期を後ずれさせる見方がある一方、日本銀行のスタンスは「まず利上げありき」とみてその観点から利上げ時期を探る向きもある。また、元ボードメンバーが「経済・物価が展望レポートどおりならば、来年 1~3 月までに利上げができなければおかしいとの見方を示した」と報じられているが、本当にそうおっしゃったのであれば極めて残念である。その時々の経済・

物価の判断を無視して政策変更の時期を特定するようなこうした見方に対しては、そういう考え方が間違いであることを地道に説いていくしかないかもしれない。このような見方があると、金利を通じて市場と対話をして経済・物価情勢についての見方の収束は望めず、スムーズな金利調整が難しくなる。我々が行うべきことは、3月に決定した金融政策の新たな枠組みに従って、標準シナリオのメカニズムの実現可能性についてしっかりと継続的に検討することである。そして標準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の上にあると評価されている場合には、標準シナリオが実現される蓋然性が高いと判断され、市場と標準シナリオを概ね共有できる場合には、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準が調整されることも市場と共有されることになる。その場合、政策変更時期についてもピンポイントでなく大まかに共有できるようになるのではないかと期待している。

ところで、私共の金融政策の理念は、日本銀行法で「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定められているが、これを大前提として構築した新しい金融政策の枠組みは、先頃、経済財政諮問会議で示されたマクロ経済運営に関する基本的な視点と何ら矛盾するところはなく、この新しい枠組みに従って、金融政策を行うこと自体に政府との齟齬はないと思う。また、景気認識についても政府と私共の間にはずれはないと思っている。実際、先日の経済財政諮問会議でも、マクロ経済の動向について政府と私共の間に概ね共通の認識があったと整理されている。あとはそれを実現するための具体的な手段の問題である。これについては、この金融政策決定会合における決定に委ねられているので、間違わないように慎重に行いたいと常に肝に銘じている。

最後に次回決定会合までの金融政策運営方針である。先程も触れたとおり、我が国では強弱の景気指標に市場参加者が右往左往している感があり、市場参加者と私共との間の経済・物価情勢の見方になおギャップが存在している。このギャップの背景にある米国の経済・物価情勢、Fedの政策

スタンスやそれに対する市場の見方、IT関連分野の調整の内容・深度等を含め、標準シナリオをトレースしているかどうかについて、もう少し見極め、市場参加者の見方とのずれを検証する必要があると思っている。従って、今回は現状維持で良いと思っている。ただ、次回の政策決定会合以降、展望レポートで示した標準シナリオをトレースしているという判断を今以上の確信を持ってできるのであれば、実質的な緩和度合いがバブル期以上に強まっている状況下、政策変更については躊躇なく検討すべきだと考えている。勿論、先程申し上げたとおり、「まず利上げありき」ではない。政策変更の時期について決して予断を持ってはいない。私が申し上げたいことは、ある程度リスクをとって早めに政策変更を行えば、より一層の市場機能の回復が望めるとともに、その後の金融政策の変更も余裕をもって対応でき、長期金利の跳ね上がりも抑制できるということである。その結果として、政府も私共も願って止まない息の長い景気の拡大を実現することができると考えている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

まず、前回会合で決定した展望レポートに対する市場の評価について触れたいと思う。一つには、基本的に4月のレポートのメインシナリオを継承する内容であったこと、今一つは、政策委員の大勢見通しの中央値が市場の事前予想に近似していたこと、などから、総じてサプライズなく受け入れられたものとみている。ただ、これまでのところ、幾つかの点で、我々と市場の一部との間に、なにがしかのギャップが存在しているようにも思える。一つは、賃金の上昇が明確になる可能性が高く、好調な企業部門から家計部門への波及が進んでいくという点、今一つは、第二の柱における経済・物価情勢と金融政策との関係における上振れリスクについての記述、すなわち、「例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて…云々」とい

うくだりである。一つめの点については、先程も多くの委員のご発言もあったし、私は前回会合でもコメントしたので今回は触れない。二つめについては、背景として、展望レポートの発表と前後して、例えば鉱工業生産統計であるとか、家計調査、あるいは機械受注統計など、少なくともヘッドラインでは市場予想を下回る弱めの指標の発表が続き、市場参加者が景気の先行きに対して若干不透明感を抱き始めていたことが、「日本銀行のメッセージは、自らの早期利上げ期待を強く出し過ぎているのではないか」との印象を深める方向に作用したこともあるように思う。その後、7~9月期のGDP統計の発表を受けた巻き戻しの動きもみられたが、市場参加者の一部には、引き続きこうした見方を根強く持っている向きがあるのも事実であると思う。

ただ、この第二の柱におけるこの記述は、今後益々重要になってくると考えられるフォワード・ルッキングな態度、あるいは姿勢というものをクリアに表現することを、例を示すことによって狙ったものであると理解している。もっとも、このフォワード・ルッキングな態度、あるいは姿勢というものは定量的に説明することが難しいだけに、これを強調することは、ややもすれば、日本銀行のこじつけとか、あるいは我田引水と誤解してとられ易いことに繋がるという難しさ、あるいは危うさを内包している。

今後の市場とのコミュニケーションにおいては、このフォワード・ルッキングということが総合的な政策判断をするうえでの一つの重要なスタンド・ポイントとして如何に大切であるかを、市場に正しく植え付け、根付かせることに粘り強く注力していく必要があると考えている次第である。

先程の情勢判断でも申したとおり、前回以降発表された諸指標を仔細に眺めたうえで、総合的に判断した場合、目下のところ、展望レポートの第一の柱のメインシナリオが基調として大きく揺らぐような情勢ではないが、なお、今後発表される経済指標などのデータを虚心坦懐に検証することにより、こうした判断が一段とコンフィデントなものになるかどうかを判断していく時間的な余裕を我々は依然として有していると考えている。

加えて、私としては、展望レポートで掲げているリスク要因の一つである米国の景気・物価情勢の先行きをみるうえでの第一関門である年末商戦の動向、ひいてはIT関連財の在庫の動向もある程度は見極めたいと考えている。

以上から、次回会合までの金融市場調節の運営方針については、現状維持とすることが適当であると考えている。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

まず、当面の金融調節方針については、現状維持で宜しいかと思う。我々は、今回の展望レポートで、4月に示した経済・物価情勢の見通しに全体として概ね沿って推移しており、先行きの経済のメカニズムについても総じて変化がないことを示した。すなわち、年末に掛けて、個々の指標が弱い数字になったとしても、それが一時的な振れによるものであり、日本銀行の経済・物価情勢の見通しが実現する蓋然性は引き続き高いと判断されるのであれば、徐々に金利水準の調整を行うことが適切である。経済・物価情勢にかかわらず、金利水準の調整に必要以上に慎重なスタンスを続けることはフォワード・ルッキングな金融政策と矛盾することになりかねない。

海外投資家からは、最近「日本銀行はフォワード・ルッキングな金融政策運営を行うことを3月の新しい枠組みで宣言したのであるから、経済・物価情勢が全体として概ね見通しに沿って推移するならば、金利の正常化を粛々と行うべきである」との意見を頂戴することが少なくない。確かに、日本銀行は3月に新しい枠組みを打出した以上、金融政策運営の正常化のプロセスの初期段階で、金利水準の調整に必要以上に慎重なスタンスを続けることは、フォワード・ルッキングな金融政策運営と矛盾し、その結果、金融政策に対する信認が低下するリスクがある。今後、金利水準の調整を

どのように行っていくかは悩ましい問題である。ただ、これまで何となくでき上がってきた市場との対話のリズムを考えた場合、展望レポートで示したメカニズムについての判断を維持するのであれば、10月の展望レポートの中間評価を行う1月の金融政策決定会合までに、金利水準の調整を行うべきである。しかし、仮に、経済・物価情勢の見通しからの乖離が無視できない程大きいと判断される場合、トレンドに変化はないと片意地を張るよりも、1月の中間レビューで見通しを下方修正し、正直にどの部分が見通しで示した想定と異なっているのかを明らかにすべきであると思う。私は、4月の展望レポートの中間評価を行った7月時点との比較でみると、企業収益の改善、設備投資計画の上方修正を受けて、景気拡大の持続性については自信を深めている。7~9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比-11.1%と大幅に減少したが、主因は機械投資にカウントするのがそもそもおかしい携帯電話が22.9%減となったためである。資本財出荷も-1.4%と前期比で弱めだったが、4~6月期の+9.7%の反動といえ、設備投資の基調は堅調と判断される。その一方で、今一つ冴えない個人消費関連指標、前年同月比はゼロ近辺で推移している所定内貸金はインフレ圧力の高まりを示唆していないと判断している。また、ゼロ金利解除後、地方銀行は貸出金利引き上げに向けて企業を説得することに難航しているように、資金需要は高まっていない。10月の特殊要因調整後の銀行貸出は、全業態に亘って特殊要因が特にないにもかかわらず、前年同月比+2.1%と9月の+2.3%から鈍化した。都銀は9月+0.9%、10月は+0.7%、地銀は9月+4.0%、10月+3.8%、第二地銀は9月+3.9%、10月3.0%ということである。地方では総じて高齢化や人口減少のスピードが速いため、都市と地方の経済格差は拡大しているようにみえる。国内市場参加者からは、インフレ圧力が高まる兆しがみえない中、金融政策の正常化を急ぐ必要はないとの声が多く聞かれる。7~9月期の実質GDPは市場にとってポジティブ・サプライズになったが、まだまだ日本銀行と市場の景況感のギャップは大きいと思う。仮に、1月までに政策金利の引き上げに踏み切るならば、足許の経済・物価情勢が強弱まだらでも、先行

きを見通した場合に展望レポートの見通しに沿って推移していくことにある程度自信を持てることが必要条件になると思う。もっとも、所定内賃金やコアCPIの前年比上昇率が上昇トレンドを辿るなど、個人消費のモメンタムが大幅に回復することを示す経済データが十分に集まっていないことが想定される。そのため、金利調整に踏み切るならば、持続的な景気拡大を実現するためには金利の正常化が適切であり、総合判断によって追加利上げを決定したというロジックでいくしかないと思う。例えば、デフレに逆戻りするようなことはない、個人消費の回復は緩やかではあるが増加していくという見通しを変える程の弱さではない、労働需給が逼迫する中、所定内給与を含め、名目賃金はいずれ上昇圧力が掛かってくると見込まれる、日銀当座預金残高は所要準備とほぼ同じ水準で推移するなど短期金融市場の機能は相当回復してきたこと、などである。

なお、日本銀行は持続的な景気拡大を目指して金融政策運営に努めている。10月の展望レポートにも、「例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」というフレーズが盛り込まれている。この部分は、2007年度末までを視野に入ればそのとおりだと思うが、足許の低金利は経済・物価情勢と著しく乖離しているとは言えないと思う。言い換えると、繰り返しになるが、各種の経済指標を丹念に点検し、日本銀行と市場の経済・物価情勢の判断の乖離がある程度縮小してから、緩やかに金利調整を行う姿勢が適切だと思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

次回会合までの政策運営方針は、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。

無担保オーバーナイトコールレートは、昨日の報告のように、市場参加者の習熟度向上や市場局におけるきめ細かいオペの実施もあって、前回会合後、0.25%近傍の水準で推移している。年末越えのオペも実施されたが、落札レートに大きな変化はなく、年末越え資金需要も今のところ落ち着いているようだ。今後も、引き続き市場の安定と市場機能の回復に配慮した調節運営をお願いしたいと思う。

なお、市場において2007年3月までの追加利上げがほぼ織り込まれる中、マスコミ等では、引き続きそのタイミングについて関心が集まっている。私としては、景気が緩やかな拡大を続ける中、基本的には、経済・物価の下振れリスクが後退し、異例の超低金利の調整を一步進める環境が整う方向へ、着実に向かっていると考えている。一方で、経済・物価情勢の変化は緩やかであり、金利水準の調整をことさら急ぐ必要もない。

今後、二つの柱に基づく点検を行いながら、「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行う」とのメッセージに沿って、次回以降の決定会合において十分な議論を尽くし、早過ぎず遅過ぎずのタイミングを適切に判断していきたいと思う。判断に当たっては、足許のコアCPIや12月短観、あるいは米国のクリスマス商戦の動向、あるいは市場金利等に現われる市場参加者の見方も踏まえながら、先行きの景気・物価に対するリスクバランスの変化と、極めて低い金利水準の持つ金融緩和効果を丹念に点検して評価していくことが基本と考えている。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

次回会合までの金融政策運営については、現状維持が適当と考える。先

行き金融政策運営についても、我々の基本的な考え方を変える必要はないと思う。これまでのところ、経済・物価情勢は我々の見通しに概ね沿って展開している。今後も、展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行っていくことが適当である。

なお、市場やマスコミでは、予想されている政策変更時期が射程に入ってくるにつれて、どうしても年内か、あるいは1月かといった具体的なタイミングに関心を集中させてくることになるが、我々としては、具体的な政策変更時期については何ら予断を持っておらず、あくまで、経済・物価情勢次第であることを引き続きしっかり説明していく必要があると思う。

そのうえで、個別の指標については、展望レポートで示した将来の見通しに対してどのような意味を持つのかという観点から、冷静に判断して、先行きの見極めがつけば、適切なタイミングで対応していくのが基本的な考え方だと思う。この考え方に立って、当面重要なチェックポイントは、次の三点かと思う。

第一は、米国のソフトランディング・シナリオが、どの程度確実性を増すのかという点が挙げられる。ここはクリスマス商戦の動向が大事な判断材料の一つではないかと思う。第二は、国内で消費及びその背後にある賃金の動き、生産と在庫、機械受注など、前半の議論に出ている最近の弱めの指標があるが、それが一時的なものなのか、これらの指標の背後にある動きについて、業界マイクロヒアリングなども踏まえて、一つ一つ点検していくことが必要だと思う。第三は、物価の動向である。この物価の動向については、足許の細かな動きに促われるというよりは、来年度に掛けてゆっくりとプラス幅が拡大していくという、我々の見通しが確認されるかどうかポイントではないかと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは、まず政策運営については、現状維持ということで変更の必要はないということである。私共は「新しい政策の枠組みに基づいて金融政策運営をする」ということを3月に宣言して、これまで量的緩和も解除し、ゼロ金利も解除し、次はどうか問われているのだと思うが、私はやはり、新しいフレームワークに常に忠実にというか、まだその中身が十分に理解されていないところがあり、あるいは我々自身も十分には理解していない部分もあるかもしれない、あるいはコンセンサスが十分ではないというようなどころまで含めて、よく話を煮詰めていく必要があるのではないかと思う。私の理解では、新しい政策の枠組みは物価安定の理解のもとで、二つの柱に基づいて点検するというのが原則であって、物価安定の理解を抜きにしてしまうのはやはりおかしい。すなわち、中長期的には0~2%で、中央値1%の前後で分散しているというのが私共が3月の時点で確認したことであって、簡単に言えば、多数説では1%位、中長期的にはそういうところに行くことが望ましいと理解して良いのではないかと、これは勿論ご異論があるかもしれないが、マジョリティとしてはそうではないかと私は少なくとも理解している。そうした観点で今の物価の状況を眺めてみると、2007年度が0.5%なので、その後がどうなるのかがフォワード・ルッキング上も実は重要なことで、0.5%までいったがその後また0%の方に戻ってくるということだと、本当の意味でフォワード・ルッキングでなくなってしまう。そこをどう担保するかが一つ重要な点だと思っている。企業物価指数を例えば今みても、10月前年同月比で+2.8%であるが連鎖指数でみると+1.4%である。3か月前比でみると、普通の指数では+0.2%上昇しているが、連鎖指数でみると0%である。私は、この先連鎖指数でみるとマイナスになっていく可能性がかなりあると思う。これは勿論石油価格とか色々な要因があるが、そういう可能性も孕んでいると思う。コアCPIについて言うと、私はガソリン価格の引き下げと携帯電話などでオフセットして、+0.2%位で差し当たりいくと思うが、もう少し長い目でみると、生産性と賃金との関係でみた場合、生産性は2%~2.5%

にもしかするとシフトアップするかもしれない。しかし賃金の方はまだ十分には追いついてこないで、単位労働費用でみると、前年比でまだマイナスの状況が続いていく。そのうち、国内需要デフレーター等をもってもプラスになってきているので、基調として少しずつ上がっていくことは間違いのないと思うが、その速度について、ある種の不確実性は残っていると思っている。それから、物価安定の理解を考える場合に、今の予測期間が、例えば今の時点だと2007年度の3月までと1年4か月程度が射程であるが、中長期の理解とのリンケージを付けるにはやや短か過ぎるような印象も持っている。例えば年が越えてみると、実は1年分程度の予測をしているということで、少なくとも2年位のホライズンは持っていないと危ないのではないか。そして、タイムホライズンを2年位持っているだけでなく、さらにその予測のホライズンを越えた先について、どこまで外に言うかは別にして、第二の柱のリスクの点検についてある程度定量的な内部作業の蓄積がそれなりに必要だと思っている。そういうことで、ここ半年位ずっとオプティマル・ポリシー・プロジェクションの話を引き張り出しては申し上げているのだが、5、6年のタイムホライズンで、第二の柱の辺りのリスクが本当にどの位あるのかについて、できる限りの情報を収集するといった試みを蓄積することは、どうしても私からみると必要な気がする。従って、金融政策運営を考えるうえで、フォワード・ルッキングというのは単に1年ちょっとをみているのではなくて、その先もきちんと踏まえながら、ということが前提条件だというのが一つ。二つ目は、第一の柱でいうと、これは皆さんがご指摘のとおりで、アメリカのソフトランディング、あるいはIT調整、場合によるとオイル価格もあるかもしれない、さらには、今少し下振れている個人消費の行方がどうなるのか、正常の姿に戻るのか、この辺をきちんと確認する必要があるのではないかと思う。アメリカについては、私はソフトランディングの可能性の方が高いと思っている。というのは、足許のフェデラル・ファンド・レートが実質だと2.8%であるが、過去の長い平均は2.4%なので、ほとんど平均に近くて、金融環境は厳しい引締めということではない。1995年、2000年の時は3.8%、5%

と非常に高い実質フェデラル・ファンド・レートであったので、それらに比べれば、モデレートなことをやっていると思う。ただ一方で、マーケットでは、今度の引き下げはいつかと、引き下げを期待しているが、これはなかなか難しく、私のみるところ、失業率が今 4.4%であるが、5%を超えるようなところまでいかないとなかなか下げられないのではないかと思う。この点は前回申し上げたが、暫くは現状据え置きでじっと冬ごもりして維持するという可能性が高いのではないかと思っている。

第三の点で、主なリスクは、1980年代半ばの日本の教訓——資産価格が物価安定のもとでもかなり上がってしまうという点——にある。先程、西村委員からREITはまだバブルというところまでいかないという話があったが、同時にまたREITでみると、今収益は4.5兆円あるが、日本の場合、有料オフィスビルの収益率と10年物国債の利回りの差がもう0.5%位になってきており、かなり圧縮されてきている。他の国は大体1.5%~3%程度ある訳で、やはり注意深く見守る必要はあると思う。もう一つの議論はキャリートレードの話で、円安が過度なのではないか。これは
もずっとローンを気にしているような感じがあるが、キャリートレードについて言うと——なかなかどの部分がというのが難しいが——、一つはヘッジファンドの一部と思うがやや投機的に円売りの方に賭けているところがある。また、個人が外為証拠金取引を相当やっているが、ただその対象は決してユーロではなくて——ユーロは高く、

も心配しているが——、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドという通貨国であるので対象が少しずれている。その一方で、オーストリアの円建て住宅ローンとか、中東あるいはアジアの一部でも円建ての借入需要が増えていて、仮にオーストリアの住宅バブルがあるとすると、そういうところを支援してしまう。国内の方を量的にみると、マネーサプライでも、銀行貸出についても額は漸くプラスになってきたところであり、量的に直ぐ心配する状況ではないが、諸外国のところまで考えると、決して無視できないと思う。ただ、私は現在の円安の基調は、一つは直接投資も影響していると思う。資本流出が4~9月期で7.6兆円ネットで出

ているが、日本に直接投資がもっと大量に入ってくることがあれば大分変わってくるだろうと思う。以上である。

福井議長

オーストラリアかオーストリアか。

岩田副総裁

オーストリアである。

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、景気・物価情勢は、ほぼ展望レポートの標準シナリオに沿って動いており、金融政策については引き続きゆっくりと対応できる状況に変化はない。このため、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。

短期金融市場では、7月のゼロ金利政策解除以降、クレジット・ラインの設定あるいは引き上げが徐々に進み、資金の出し手が厚みを増しているほか、これまでの短資経由の取引に加えてDD取引も拡大する等、資金取引が一段と円滑化している。また、コール取引とユーロ円、為替スワップ取引など市場間の健全な裁定も活発化している。このように、短期金融市場では、当初期待していた市場機能の回復がみられ、金融危機以前——と言ってもこれは1990年の近くである。1997、1998年はもうガタガタになっていたのものでその時ではなくてさらに前であるが——の正常な状態に近づいている。こうした変化もあって、ユーロ円金先3か月物やOISも、先々の景況感等をより円滑に織り込んだ金利水準を示して動くようになってきている。このため、今後、市場との対話をより建設的にしていくことが

期待できるのではないかと思われる。これは、過去何回かに亘って検討をしてきたことである。すなわち、市場が景況感等をユーロ円金先等に反映し、当方がこれを参考にしながらもこれに囚われることなく情勢を判断する。一方、当方から市場に対しても、展望レポート、議事要旨、記者会見等を通じて情報を発信し、市場がこれも踏まえた景況感をユーロ円金先等に織り込む。こうした対話を通じて、本行と市場との間の景況感を擦り合わせ、収斂させていくことにより、政策運営に掛かる市場の不透明感を軽減し、金利水準の調整をより円滑にすることができるのではないかと考えられる。この趣旨は、既に4月以降の展望レポートにおける経済・物価見通しの表の脚注でも触れられており、メディアを含む市場参加者の一部は、そうした認識を既に持っていると思われる先があるが——オフレコ辺りで会ってみると、全くそれとは関係がない「いつ利上げをやるのか」とナイーブなことを言う先もあり、「マーケットに聞いてみる、マーケットはどう言っているのだ」と突き返すのだが——、折に触れてユーロ円金先等の動向にも言及することによって、市場参加者の一段の理解浸透を図ることも有益ではないか。先程から何人かの委員がおっしゃるように、前回のMPMの後、外部から利上げのタイミングを問う声が非常に多かったので、市場との対話について、我々はここまで検討してきたことであるが、敢えて理解浸透を図ることが必要ではないかと思っている。インフレなき持続的成長を実現していくためには、本行としては、足許の経済指標をも咀嚼したうえで、フォワード・ルッキングな景況感を示し、これをもとに成長の芽を摘むことのないよう対応していく必要がある。これを踏まえれば、今後の金融政策運営に当たっては、今申し上げた市場との対話を十分に図りつつ、予断を持つことなく景気・物価指標を丁寧に分析し、慎重に今後の展開を眺めながら、忍耐強く判断していくことが適当であると思う。以上である。

福井議長

当面の政策運営について、各委員からご見解の表明を頂戴した。各委員

揃って、次回決定会合までの金融市場の調節方針については現状維持、無担保コールレート(オーバーナイト物)の金利を0.25%前後に誘導するという基本方針である。

バックグラウンドとしては、当面及びこの先見通せる経済・物価情勢を踏まえてということだと思うが、金融市場の動向を引き続きウォッチしていると、機能の回復が着実に進展している。市場参加者の資金調達動向、資金繰り動向、超過準備の持ち方、市場間の金利裁定の動き、そして、金融市場局における金利のコントロールの難易度、難しさも、次第に好ましい方向に向かっていると確認できるということだと思う。従って、市場とのコミュニケーションを密にし、今後は我々が新しく提示している金融政策の枠組みをフルに活用しながら、次の政策運営への正確な判断に結び付けていくことについて、市場との関係では、その条件がより整ってきているということではないかとのことご指摘であった。そのためにも、今後の情勢、市場に新しく出てくる指標や情報、変化というものを一つ一つ丹念に分析しながら、我々自身がより確信を持った判断を持ち、それを市場に伝えながら、コミュニケーションを濃密にしていくということだと思われ、岩田副総裁からご指摘のあったとおり、新しいフレームワークそのものについての理解の浸透、努力が引き続き必要である。我々自身の理解が十分かどうかというのは、これは皆さんでよく議論して頂かなければならないが、そういうことも含め、さらに努力が必要だと思う。いずれにしても、市場は目先のタイミング探りを益々熱心に我々に迫ってくると思うが、我々はやはり何らの予断をもって臨まない、この基本線は貫かなければならない。しかし、我々は自ら判断を固めていく責任があり、判断が固まった時には決断能力を持たなければならない、このこともしっかり踏まえて置かなければならないと思う。大体そんなところかと思うが、岩田副総裁のご発言で敢えて質問をさせて頂ければ、私は全面的に異論は無いが、少し聞いた印象としては、中長期的な物価安定の理解のもとで二つの柱できちんと点検しておく、これはそのとおりだと思うが、中央値が1%だと、CPIが1%という上昇率に近づいていくことが明確に確認されないと金利の調

整をしない、というふうな感じで少し私の耳には伝わったのだが。これだと皆さんとの間で色々な議論が起これるのではないか。つまり、CPIの上昇基調は明確に確認しなければいけないことは事実であるにしても、1%に近づくことが確実ということであれば一文も金利調整をしないということになっていくと、多分色々な議論が起これり得ると思うが、多分私の聞き間違いだと思うが。

岩田副総裁

私もこの点については何遍も言ったつもりだが。つまり、中長期で1%位ということ、物価の期待上昇率を中長期的に安定させるということが大きな眼目の一つで、それは言ってみると、インフレーション・ターゲティングが持っている一番良いメリットでもあると私は理解している。そういうものを常に念頭に置いているよ、と言うことは、我々が新しいフレームワークを実行する場合も考えるべきである。ただし、具体的なアクションをそれと結び付けることは、特にはしない。そういうことをはっきり言うことによって、むしろ現実のアクションは自由度が増す、というのが今度の枠組みについての私の理解である。もしそういう自由度が無いと本当に今度は縛られてしまう。具体的なアクションはフレキシブルにするべきだし、一方で中長期はそういったある種のアンカーを意識しているということも言いながら、政策運営をやっていくという、それが今回の枠組みのある意味では一番良いところである。皆さんとは、柔軟性と安定性というか透明性というか、そのバランスをどう取るかということで議論があって、言ってみれば一番良いバランスのところで一応合意ができたのかなと私は理解している。従って、中長期的な物価安定の理解と具体的なアクションをダイレクトに結び付ける必要はないが、しかしながら方向としてはそういう方向に常に行くように意識を持ちながら運営している、ということは同時に言わないと、逆に今度はクレディビリティが無くなって、アンカーを全然置くことができなくなってしまう。そこを全くセパレートしてしまうと。

西村委員

多分誤解がないと思うが、0%~2%というのはあくまでも分布であるし、1%というのはセントラル・テンデンスーということで、これを皆さんがそれぞれ理解をして、かつ逆に言えばコミッティとしてデモクラティックに運営する以上、それをリスペクトすることにしたのが今回のものであるから、1%が平均でそれを守らなければならないというような意味合いのものではないことと、また、その後これを変更する可能性もあることを明確にしているので、その辺のところは——これはなかなか市場に説明するのは難しいが——、時間を掛けてきちんと何度も何度も繰り返し説明しなくてはいけないと思っている。というのは、将来に関しての不確実性が非常に高まっているから、逆に言えば将来に対してあまりにも強いコミットメントをすることは非常に危険だと思う。また、先程岩田副総裁から最適政策の話があったが、動的な最適政策は二つの面がある。一つは今日と明日の調整をできるだけ最適にすることと、もう一つは目標を正しく設定する、という二つがある。今日と明日の政策をできるだけスムーズな形に調整していく点は、これは皆ほとんど反対することはないが、目標をどこにするかに関しては、これは長期的なモデルがどういうモデルになっているか、そのモデルをどの程度自分が信用するか、に全面的に依存する。そういう意味で非常に不確実性が高い。従って、特定のモデルなり何なりに付与された形で目標を設定することは極めて危険である。これは将来に関してファンダメンタルな不確実性がある状況のもとでは——ほとんどの人が賛成して頂けると思うが——、その点では非常に注意してやらなければいけない形になる。ただし、今日と明日若しくは今月と来月というところに関して、どういう状況でやっていくかは、比較的皆さん合意がし易いということで、逆に言えば金利政策というのはそういうものに恐らくなるのだと思う。その意味で、このフレームワークは極めてよくできたフレームワークだと私は考えている。

須田委員

言うまでもないが、期待を安定させたいのは確かだが、それができるためにはターゲットである、ということが結構クリアになっていることが大事だろう。そういう意味では、ターゲットであって、しかも足許で政策をやる時はそれを無視して良いというのは少し矛盾している。また、昔よく岩田副総裁がオポチュニスティックに、もう少し短いタイムスパンでターゲットを徐々に動かしていけば良いという話をされていたが、それだと期待を安定させるという部分では不十分である。我々是可以ることなら0%~2%で期待を安定させたいというところは共有していると思うが、今私としてはそれが1%であると言えるほど厳密なことを我々が共有しているとは理解していない。モデルのことについては、西村委員がおっしゃるとおりである。前から言っているが、長い目でターゲットを定めてモデルで計算したら、そのターゲットに安定的に収束するように経済が動いてしまうから、そういうものを現実の経済を理解する時に重視していくのは、私としては非常に危険であると思う。調査統計局がやっているように、積み上げ計算とモデルとを上手く併せながらやっていくのなら良いが、長いところも全部積み上げが必要になるとしたら大変なことになる。モデルの結果はある程度参考にするのであれば、それは無いよりはある方がよいことは確かであるが、実際の政策をもっと長い目でやっていく時にモデル分析に依存することは少し難しいなと私自身は思っている。

岩田副総裁

今の須田委員からの点について。インフレーション・ターゲティングと我々のフレームワークについて、私からみてもっとも違うところは、3年後とか3年以内にそこまで必ずいかないといけないかどうかというところである。私はそこまでやる必要はなく、中長期なので、4、5年位のところでそれが達成できれば良いという考えである。また、ピンポイントかどうかという点についても、1%と言っているがそれは上に逸れることもあるし、多少下に逸れることもあるし、そういう意味での弾力性も持って

いるものだと——仮に1%が多数説だとしてだが——思う。そういう弾力性のあるものなので、その意味ではイギリスでやっているターゲティングとは明らかに違うということは明解なのではないか。最適な政策という時の最適というのも人によってまた色々議論があるかもしれないが、それは物価で言えばどの辺が良いのかとか、GDPギャップは、プラスマイナスあるが均してみればゼロ近傍に置いておくのが良いというのは多分異論はあまりないと思う。物価も本当の正しいインデックスがあればそれはゼロ近傍で良いのかもしれない。また、経済の色々な硬直性というものがなければ、あるいは今の日本みたいにデットがもの凄くなければとか、色々な条件を付けてくればゼロということがあり得ると思う。だが、そういうことを考えたうえで、今の日本の経済構造に照らせば私は1%~2%位を目処にやっていくのが良いと思っている。そういうものをある程度想定しないと最適な政策自体があり得なくなってしまう。どこに行くのかも全く分からないという話になってしまう。それをターゲットと呼ぶのか、それが悪ければオブジェクティブと呼んでも良いし、ゴールと言っても良いし、名前は全く問わないが、それを常に念頭においていなければ最適な政策はそもそもあり得ないと思う。

武藤副総裁

西村委員のおっしゃったことにあまり付け加えることもないが、少し重要な点なので、私の理解を申し上げたい。岩田副総裁のおっしゃった新しい問題提起は分からんではないが、しかし既に出来上がった枠組みの理解にはこの政策委員会としてコンセンサスがあると思う。そこがないということだと、政策委員会としては極めて無責任なことになってしまう。

一つは中長期的な物価安定の理解という言葉であって、おっしゃるとおり期限が付いていないことが非常に重要な事実であるが、もう一つはその位置付けとして「念頭に置く」ということである。この「念頭に置く」という言葉の意味は多少不明確だということがあるかもしれないが、少なくとも「目標にする」とか、「アンカーとして考える」ということではない。

なぜ「念頭に置く」という言葉を使ったのかは、あの当時の議論の中でそれがぎりぎり合意できるものということだったと思う。もう一つ、総裁の会見の時の答弁だったと思うが、「いわゆるインフレーション・ターゲットとか参照値と言われるものとは別物である、そういうものではない」と明言されている。さらにもう一つ、1%という意味は何かと言うと、1%が望ましいということではなくて、1%を中心に分布しているという、0%~2%の分布状況を示しただけの話だということである。この4点については多分ご異論ないだろうと思う。従って説明の仕方を変えてしまうと、現時点では非常に重要な意味を持つ可能性がある。1%という数字を望ましい水準に位置付けるとマーケットに大きな影響を与えかねないので、私はそういうことは言うべきでないと思う。西村委員の英語で綺麗に言うところでああいうことだと思うが、そう理解していくことがコンセンサスであるはずだ。今後の検討課題ということになれば岩田副総裁が色々示唆に富むことをおっしゃっていることは分かるが、現状のものは私が今申し上げたように理解されているということではないかと思うのだが。

春委員

今の点はまことにそのとおりで、特に四項目おっしゃったうちの、一と二と四は全くそのとおりだと思う。しかし、三つ目については、確かに、中長期的な物価安定の理解は、定義の仕方によってはターゲットや参照値とは異なり、そういう名前を付けないという意味ではそのとおりだと思うが、今各国がやろうとしているターゲットとか参照値とは、狙いとしているところが別ものだということと言わない方が良いのではないかと、私自身はそういう理解をしている。

福井議長

私はこの間の国会でも答えたが、諸外国の経験もフルに勉強したうえでその良いところは我々も取り入れていると、そういう言い方をしている。

春委員

否。武藤副総裁は多分違うということを言っているのではないか。

武藤副総裁

勿論、定義が必要なので、安易に言うことは適当ではないかもしれないが、厳密に言えばBOEのやっているインフレーション・ターゲティング、あるいはECBのやっている参照値というものではないと思う。

春委員

厳密に言えばという意味ではそのとおりだと思う。

福井議長

委員の間でこの新しいフレームワークについての理解に相違があるとは思われない。ただ、前回までも議論が出て今回もまた出た訳であるが、先行きの最適政策経路は何かということについての考えなしに政策はやっていけないことも事実だし、そのところをしっかりと勉強する、あるいはボードメンバーで議論できるだけの材料を出して欲しいと前回も企画局にお願いした。これは明確な宿題であるので、ぜひ一つ、勉強の種をもっと出して頂いてよく勉強させて頂きたいと思う。他に宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず田中財務副大臣からお願いする。

田中財務副大臣

我が国経済の現状をみると、景気は回復を続けており、7～9月期の実質GDP成長率は前期比0.5%となったものの、このうち内需は前期比0.1%にとどまり、消費はマイナスとなったほか、このところ経済指標の一部に弱い動きがみられるところである。また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等も予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。

ると思う。このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。また、市場全体の動向にも十分目配りをして頂くとともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、決定されている内容に沿って、市場や国民に丁寧にご説明を頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

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。先行きについては、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、国内民間需要に支えられた景気回復が続くと見込んでいるが、経済・物価情勢の上振れ・下振れ要因については、上振れリスクよりも、むしろ原油価格の動向が内外経済に与える影響や賃金の動向等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から、下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。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・日本銀行は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、先行きの金融政策運営について、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、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、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、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。また、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、先行きの金融政策の方向性について、丁寧に説明して頂くことをお願いする。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して各委員方からご意見があれば、どうぞ遠慮なく。宜しいか。それでは、議案の取り纏めに移りたいと思う。皆様方のご意見を踏まえて、議長としては、金融市場調節方針は現状維持ということで提案をさせて頂きたいと思う。念のため、他に議案提出ご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長提案を用意して頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて欲しい。

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。」。別添、公表文案である。「2006年11月16日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致または賛成○反対○)。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。大変恐縮であるが。

[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

全員一致で可決した。稲葉理事と金融市場局長におかれては、今決められたとおりの方針に沿って市場調節を宜しく願います。それでは政府の方を願います。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決をさせて頂いた。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次に、金融経済月報・基本的見解の決定に移りたいと思うが、会議の冒頭に執行部からご説明を受けた基本的見解の文章であるが、春委員から「基調」という言葉で良いかとのコメントが途中であったが。

春委員

然り。具体的な案を持っている訳ではないが。「基調」という言葉でも、それはそれで許容できる言葉でもあるので、それで良いのかもしれないが。

福井議長

具体的にこの文章でいうとどこの文面か。

春委員

現状のところ、「そのもとで個人消費は増加基調にある」という文面である。個人消費に基調として大きな変化があるという認識をしている訳ではないので、大きく内容が変わるような修正は望ましくないと思うが、やはり統計の結果として出てきた大きな変化を全く表現しないのもどうかと思う。月報の本文をみれば分かるのかもしれないが、取り敢えず今日公表されるのはこの基本的見解だけなので、何か適切な修正があればした方が良いという趣旨で申し上げた。

福井議長

なるほど。

須田委員

私はこのままで良いと思っているが、その理由は少し弱めの動きというのは既にこの前からあったので、もしやるのだったらもう少し前からやるのであって、今ここへきてこれを変えることの意味が、真意が伝わりにく

いなと思う。

福井議長

もし変えるとしたらどういうやり方があるのか。

西村委員

「概ね」とかそういうのを入れるのではないか。

福間委員

否。そうなると変わったことになる。

前田調査統計局参事役

須田委員がおっしゃったようにここにきてさらに弱まっている訳ではないので、もしここにきて弱まっているというのであれば、「足許弱め」といった表現を入れることはできるが、現実には弱かったのは7月位に特に弱かったのもので、そういう表現もなかなか難しいかもしれない。

春委員

「緩やかな」というのはどうか。

前田調査統計局参事役

「緩やかな」というのは入れることは可能ではあるが、若干その基調自体が少し緩くなったと捉えられる可能性がある。

春委員

そういうニュアンスを与えるということだと思う。

福間委員

マーケットが動くね、動いたって構わないが。おっしゃるように今月落

ちた訳ではない。これは月例であるからやはり少し変えにくいのではないかな。

春委員

皆様のご意見に従う。

野田委員

春委員がおっしゃったように「基調」というのは一定の期間の移動平均的な考え方だと思う。スムージングした後の考え方である。そうだとすると「基調として増加」に特に違和感を感じない。

西村委員

先程おっしゃった先行きに関してはこれで結構であるが、リザーベーションがあるので、その部分は議事要旨のところでリファーする形にしたいと思う。

福井議長

春委員如何か。このままで良いか。

春委員

結構である。

福井議長

ではここの理解は、夏場弱かったのがむしろ最近の動きとしては少し戻っているということまで含めて考えると、基調的变化を匂わせるようなものを今直ちには表現するとむしろ強く出過ぎないかなと、皆さんはそんな感じということだな。

岩田副総裁

雇用者所得のところで「緩やかな増加」というのが出ているので、緩やかな増加のもとで基調として増えているということだから、全体としてはやはり「緩やか」ということにはなっているのではないか。前月もそういうことであるが。

福井議長

他に宜しいか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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

全員一致で基本的見解を決定した。今決定した基本的見解の部分である

が、これは即日公表、今日の 15 時に公表を予定させて頂いている。また背景説明、詳しい文章であるが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ、17 日金曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（10 月 12～13 日開催分）の承認

福井議長

最後の議題であるが、議事要旨 10 月 12 日と 13 日両日開催分の議事要旨である。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、ご異議はあるか。それではこれについても採決をしたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

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ご承認を頂戴した。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は終了である。次回は、12月18日、19日開催予定である。少し申し遅れたが、今の議事要旨であるが、11月21日火曜日、14時に対外公表を予定している。次回の政策決定会合は12月18日、19日の両日である。なお、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ということである。議事要旨、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、この場の皆様方におかれては、くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思っている。以上で閉会する。

(12時20分閉会)

以 上