

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年1月17日（14:00～16:01）

1月18日（9:00～13:01）

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（17日）
	田中和徳	財務副大臣（18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
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	鈴木公一郎

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは政策決定会合を開催する。本日と明日、二日間の会議だが、今日は執行部から金融経済情勢に関する説明を伺うこととしたいと思う。明日、金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、そして政策の決定等を議題としたいと思う。政府の方から財務省、勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。毎回申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々はそのことを充分踏まえてご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは早速議事に移る。金融経済情勢に関する執行部の説明ということで、最初は金融調節、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願います。

### 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

お手許の資料-1、2（追加）に基づいて説明させて頂く。図表1-1でまず無担O/Nレートだが、前回の決定会合以降、先週までは誘導目標近傍で安定的に推移していた。年末日の12月29日も0.275%と上昇幅は割合小幅にとどまっていたが、今週に入って月曜日15日の積み最終日には0.296%、新しい積み期に入った昨日16日には0.343%まで上昇している。この日は補完貸付が1兆2,680億円実行されている。経緯はまた後で纏め

て申し上げる。図表 1-2 で当座預金の保有状況をご覧頂くと、12 月の積み期も前半に準備預金の積みを前倒しに進捗させる、いわゆるフロント・ローディングのパターンが顕著であった。この点は図表 1-3 の積み期以降の当座預金残高のグラフで 12 月の積み期、黒い実線の上の白い部分の面積、つまり積み上の額が大きくなっていることにも現われている。その背景であるが、12 月の積み期の期初に当たる 12 月 16 日、17 日がちょうど前回決定会合の直前に当たり、当時、利上げの警戒感もそれなりに残っていたので、利上げのある場合に備えて多くの先が MPM の前に厚めの準備預金を積んで、金利が低いうちに積みを進捗させようという行動に出たことを挙げるができると思う。勿論 12 月はその他にも国債発行であるとか、年末日、いわゆるモノ日が続いていたので、当預の高めの水準が維持されたということである。このため、図表 1-2 の準備預金先の 12 月積み期の欄をご覧頂くと、5 兆 1,000 億円と所要に比べてやや厚めの着地になっている。それから 1 月の積み期に入った昨日 1 月 16 日は、当座預金の準預先のところをご覧頂くと、全体で 7.5 兆円とメガバンクを中心に大幅に積み上げられている。これは 12 月のメカニズムと同じように、利上げ警戒感がこの間高まってきていたので、MPM の前にできるだけ積みを進捗させようという銀行の行動が今回はさらに広範にみられたということである。さらに、昨日今日の動きはまた後で纏めてお話ししたいと思うが、この間、非準預先をご覧頂くと、こちらも随分増えてきている。これは特殊要因も入っており、不正会計処理の風評リスクに備えて一部の証券会社が手許を厚めにしていることが背景である。図表 1-3 で今度は短期金利の推移をご覧頂くと、黒い実線でお示した太い方の O/N コールレートは先程申し上げたように先週までは安定し、誘導目標近傍で推移していた。細い黒実線のユーロ円の金利は、12 月中旬以降、時に 0.4% を超えて上昇する局面がみられた。グレーの線で表わしたレポ・レートは同じ期間中、やや高止まったような感じである。ただ、レポ・レートについてはロンバート・レートの 0.4% がキャップになっている。一番右端にあるのが、MPM 二日目、18 日スタートのレポ・レートで水準的には 0.39%

である。それからこのグラフには現われていないが、MPM明け後、19日にスタートのレートは同じく昨日時点で0.56%と、1月利上げがほぼ前提とされた水準になっている。この資料の中には入っていないが、昨日から今日に掛けてのコール市場はやや大きな動きがあったので、口頭でご報告しておきたいと思う。昨日から新積み期に入った短期金融市場は、週末に掛けての一連の利上げ報道から利上げ警戒感が広がって、先程申し上げたようにメガバンクを中心に利上げ前に安いコストで準備預金の積みを進捗させておこうという行動に出てきた。このため、昨日16日は朝方からコールレートが0.33%位の高い水準で出合って始まった。9時20分にレート沈静化のための即日資金供給オペ8,000億円を実行したが、大半は邦銀が0.36%という高めの水準で取ってしまったので、要調達額をかなり持っていた外銀がクラウド・アウトされる形になり、これら外銀がコールを取り上がったため、レートはかえって上昇してしまった。午後にはこの日、2回目となる即日オペ8,000億円を追加実施した。やや細かい話になるが、このオペから応札限度額をオファー額の1/4に引き下げて少数の邦銀だけが集中して落札できないように運営を改めた。結果、外銀の落札も相応にあったが、それでもコール市場で調達しきれなかった外銀、外証がロンバートに駆け込んで、先程申し上げたように、この日は総額1兆2,680億円の補完貸付が実施されたということである。準備先の積みは先程申し上げたように7.5兆円と、都銀を中心に大きく積みが進捗し、進捗率という点からみると、これは1日で5.2%になる。単純な日割り進捗率は3.2%なので、それに比べるとかなり大幅に進んだということである。今日17日は昨夜来の利上げ見送りの報道が影響し、都銀の一部にみられていたようなコールやロンバートを取り上がってでも準備預金を積極的に積み上げたいという雰囲気は昨日程は強くない。多少落ち着いてきたが、なお警戒感が残っており、コールレートは今日も割と高めでスタートしている。朝方0.33%ないし0.34%といったところで出合いが始まっている。ただ、センチメントはレート低下方向と判断されたので、これを後押ししようという観点から今日も9時20分に1兆円の即日供給オペをオファー

した。ただ、思った程レートが下がらず、朝方の加重平均金利が0.329%という水準になった。従って、なおレートが高いという観点から、午後にもう一回、1兆円の追加供給オペを実施した。落札レートは多少下がってきているが、足切りが0.28%位なので、なお高めかという水準である。これが昨日、今日の動きである。

それでは先に進ませて頂き、無担コール市場の残高をご覧頂く。図表1-4の12月の残高だが、若干拡大している。この内訳が図表1-5で、これは旬毎の残高を示しているが、これをみて頂くとちょうど12月中旬位、あるいは下旬に掛けて外銀が調達を増やしていることがご覧頂けるかと思う。なぜかという、外銀は元々昨年と比べると、円資産を相当拡大しているの、彼等の要調達額自体が膨らんでいる。外銀は通常そうした調達はユーロ円市場、あるいは円転市場、ないしコール市場に分散して調達しているが、その中のユーロ円市場がクリスマス休暇に当たり、市場流動性が薄くなったことから、先程述べたようにレートが0.4%を超えて上昇した。外銀はこれを嫌ってコール市場での調達意欲を高めたのが、ここにお示ししているような市場規模の背景というふうに見ている。続いて図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。まず、資金供給サイドの方は、O/Nコールレートの上昇圧力が高まった局面では——この表でシャドーを示しているが——、即日の資金供給を行っている。年明け後に現われている特徴は、一つは本数が増えていること、もう一つはタームが短くなっていることである。典型的には本店の共通担保オペに現われているが、1月11日とか12日をご覧頂くと、両日とも二本ずつオファーをしており、タームは1週間から1か月と割と短めなものになっている。この背景としては、昨年未だ、利上げ期待が高まっており、長めのオペが打ちにくくなっているという事情がある。つまり、利上げ期待が強い中で長めのオペをオファーすると、どうしても応札が集中してオペレートが上昇してしまう。そういった傾向がある。その結果、レートの目線が切上がって、さらなる金利先高観を助長しがちになるという訳である。実際、年明け後、本店オペで唯一の2か月物となる1月9日のT+2、2か月の8,000億円、こち

らのオペをご覧頂くと応札倍率が 4.33 倍、落札レートが 0.5%に迫る動きをみせているのでやや高めといったことが言えると思う。金融市場局としては本来はオペ残の根雪となるような 2 か月超のオペをある程度打っておきたいところなのだが、レートの先高観を煽ることを回避するため、短めのオペで代替しロールしていく。これによって表面的な金利を低く抑える、そのような対応をしてきたところである。続いて図表 1-7 は当面の資金需給である。17 日以降月末までは国債発行などの財政要因を主因に 2.5 兆円の不足だが、少し目線を伸ばして、その先 2 月から 3 月を展望すると、大体 3 月の初め位までは不足基調が続く。このため、これを埋めていくための資金供給を行っていく必要があるが、金融調節の運営に当たっては市場動向をよくみながら、1 か月超の長めのオペをある程度の頻度で実施して根雪の部分の再構築を図っていきたいと思っている。以上が調節周りである。

続いて図表 2-1 以降で金融・為替市場の動きをみていきたいと思う。まず短期金融市場であるが、この期間の特徴というのは、各種報道を受けて利上げ期待が短いサイクルでスイングしたということである。この点をまず、(2) ターム物のレートの表でご覧頂く。FB の 3 か月物レートをご覧頂くと、前回の決定会合以降 12 月の下旬位までは利上げ観測の後退から 0.440%まで一旦レートが低下している。ただその後、27 日からは時事の報道などを契機に、今度は利上げ期待が盛り上がって、足許 16 日は 0.535%まで上昇している。このレートは一応 1 月の利上げを織り込んでいた水準だと思うが、決して市場参加者の期待が安定していた訳ではないと思う。新たな報道が出る度に右往左往しているといった感じがあった。金融機関のトレーディング部署の中には、こうした利上げ期待の高まりに応じてポジションを積み上げたが、その後の期待の収縮でロスカットを余儀なくされた先もあるので、こうしたプロセスが繰り返される中で、このところやや疲弊感を訴える声も聞こえてくる。これが現物市場の動きである。続いて図表 2-2。まず市場参加者の利上げ期待についてユーロ円金先のフォワード・レートからご覧頂くと (1) のグラフだが、黒線の直近

のカーブは形状的には前回決定会合以降、ほとんど変化はない。しかし、この期間中というのは先程申し上げた利上げ期待の変動が随分大きかった期間である。そこで時系列的な動きを(2)のグラフで追うと、12月半ば以降下旬までは消費・物価面で明確な改善がない限り利上げはないという見方が広がって、一旦先物は大きく低下した。ところが年末の時事であるとか、新年の読売報道を契機に再び利上げ期待が高まった。その後、メドレーレポートで一旦沈静化したのが、先週末に掛けて一連の報道で、またまた利上げ観測が台頭し、そうしたところに今度は昨夜から利上げ見送り報道と、目まぐるしい波動を繰り返している訳である。図表2-3(1)はOISレートだが、先物レートとこちらもほぼ同様な動きをしている。多少、要約的に大きな流れを掴んで申し上げると、グレーの棒でお示しした部分が12月26日時点——利上げ期待が後退したボトムのところなのだが——、その後、黒棒で示す水準まで復元してきている。昨日時点での1月利上げの見込みは約8割であった。昨日時点では3月までに0.5%に到達するという見方になっていたが、今申し上げた先物もOISも昨日からの利上げ見送り報道で今朝は結構ドタバタしており、今どのような状況にあるかということ、今日17日時点でOISレートは一挙に利上げの織り込みが1月についても2月についても大きく低下している。朝方は一時1月については2割を切るところまで低下して、オファーとビッドも大きく開いて取引が成立しないような状態になった。同じく金先も利上げが織り込まれてショート・ポジションが積み上げられたが、これがいわば、この報道で踏み上げられる形で金先レートが大きく低下している。これは午前中からの動きなのだが、昼前はそうは言っても少し落ち着いてきているようであり、直近のところの状況を申し上げますと、1月の織り込み度合いが3割、2月が6割、3月が9割とレートの的には多少戻ってきているが、なかなか出合いは付きにくい状態とみている。今のはOISの話であるが、次に(2)のグラフに関して、利上げのインターバルについてお話をすると、JGBフォワード・レートの形状からみると、今のところ市場では、約6か月毎の利上げインターバルが織り込まれているように見える。ただ、このイ

ンターバルについては1月に利上げが行われるかどうか、あるいはその際の日本銀行の情報発信によって左右される可能性があると考えている。つまり、仮に1月に利上げが行われれば、ほぼ半年毎の利上げといった見方が確認されて定着されていくことになると考えている。一方、利上げがなかった場合に予想される市場の反応は期待がばらける可能性があると考えている。つまり展望レポートのシナリオが維持される限り、多少指標が弱くても日銀が一定のペースで政策金利の調整を続けるだろうというふうに市場が考えれば、2月に向けてまた利上げの期待が高まっていくと考えられる。一方、指標が弱めである以上、調整はもっと緩やかになるはずだと市場が受止めれば、暫くは利上げはないかもしれないという観測が強まる可能性もあると考えている。いずれにしても日銀からの情報発信、各種報道に対して市場が非常に敏感な地合いが続いているという状況である。続いて図表2-4の長期金利であるが、10年債の足許は1.7%を切っている。イールド・カーブの変化幅を図表2-5に即してみると、まず白抜きの部分でお示ししているが、利上げ期待が後退した12月下旬までは投資家の買いも入って、この白抜きで示したように一旦低下した。その後、11月のCPIや家計調査など一連の計数は悪くはないと受止められ、過度の悲観論が解消してグレーの棒でお示したように上昇した。本日は、利上げ見送り報道から、一旦、相当買い戻しが進んだ。ただ、その後は、今度はまた売りも多少でてきているようであり、ネットで見ると1.7%を切るところまで低下した。一旦買われて、また多少売り戻されたという動きになっている。図表2-6の(1)で市場参加者が注目する債券利回りの変動要因についてのサーベイ結果をご覧頂くと、短期金利・金融政策に対する注目度が当然のことながら増している。(2)のグラフで変動要因別にご覧頂くと、特徴点の一つは、一番下の薄いグレーの線でお示した「債券需給が利回りの低下要因」とみる向きが幾分増加していることが指摘できると思う。これは需給面では生保など機関投資家がやや買い遅れており、そういった先の潜在投資需要が強いということ、それから2007年度の国債発行が抑制気味の計画になっていることなどがポジティブな要因として意



識されていることが背景だろうと思っている。図表 2-7、クレジット市場については(1)社債流通利回りの対国債スプレッド、(2)CDSのプレミアム、いずれも概ね横這いでタイトな状況が続いており、大きな変化はない。図表 2-8 は株式市場である。株価は前回の決定会合以降、上昇している。景況感の改善、収益の上方修正見通し、M&A 案件なども後押ししていると思う。相対的に上昇幅の大きかった欧米の株価へのキャッチアップという側面もあるかと思っている。年明け後は、新たな調整が入って、100 円を超す変動を繰り返しており、振れの大きな動きになっている。今日は朝方の利上げ見送り論で不透明性が増したということで一旦売られたが、下がったところで押し目買いが入って、今、ネットではプラスの領域に入ってきている。ただ、12 月中旬から足許までの上昇は、ややバランスが悪い面があるかと思っている。第一は、円安に依存した面が大きいということである。つまり、円安を通じた企業収益の増加期待が強くて、株価上昇のドライバーとしては自動車とかグローバルな輸出企業を中心とした大型優良銘柄にやや偏っているという感じを持っている。それから第二に——これは前からそうなのだが——、図表 2-9 でご覧頂くように、依然として外国人投資家頼みであるという点である。その外国人投資家は、この表にあるように 12 月は 1.4 兆円の大幅な買い越しになった。この結果、2006 年の累積買入総額は 5.5 兆円となった。これは去年の 10.3 兆円の約半分に相当する。この他、国内の投資家で多少目立つのは事業法人である。事業法人は 12 月の買い越しで 16 か月連続の買い越しとなっており、2006 年通年でも 2 兆円の買い越しになっている。恐らくこれには自社株買いであるとか、買収防衛目的の持ち合いの動きなども含まれているとみている。図表 2-10 は為替相場である。為替相場については前回決定会合の時、ドルは弱い円も弱いと申し上げたが、足許はいよいよ円だけが弱いという、独歩安の展開になっている。相場は引き続き金利差がテーマである。暫く円とともに弱かったドルなのだが、これは図表 2-11 のグラフの中に四角枠で囲んであるところに色々書いてあるが、特に 12 月の中旬位から割と強めの景気指標がでてきて、特に年明け後の雇用統計が良かったというこ

とで、当面のアメリカにおける利下げ期待がほぼこれで消滅した。従って、金利差というテーマのもとでは、これは円安ドル高要因になる。図表 2-10 のグラフ、あるいは表にあるようにドル/円については 2005 年 12 月以来になる 120 円台まで円安が進んでおり、足許は利上げ見送りの報道から、120 円台の後半までさらに円安が進む局面もみられた。マーケット情報によると、大体この先はほぼ 25 銭刻み位に、いわゆるオプションのバリアというものが並んでいて、これを破る毎に円安方向に弾みが付きやすい、そういう地合いになっているようである。ドルはユーロに対しても持ち直しており、足許では 1.29 ドル台まで上昇している。しかし、ユーロも弱い訳ではなく、ユーロについてもあと複数回利上げが見込まれているので、ユーロ/円という相場からみると円に対してユーロ高基調になっている。年初にはこのグラフにあるように 157.77 円までユーロ高が——これは既往ピークであるが——進んだが、足許は多少調整が入って 155 円の高値圏で推移している。図表 2-12 だが、今申し上げたように、円は主要通貨に対してのみならず、他の通貨に対しても全面安になっている。(1) ①のグラフでお示しするように名目の実効為替レートは 11 月末以降も下落を続けている。この期間の下落については、②のグラフにあるように斜線でお示ししているが、対アジア通貨の減価の寄与度が大きかったことが特徴である。そのアジア通貨は、(2) のグラフにあるように、昨年秋以降上昇基調を辿ってきているが、足許調整が入っているところである。このように、円の独歩安の様相になっているので、図表 2-13 (1-1) のグラフで円の IMM ポジションをご覧頂いても、12 月の初め位には一旦円のショート・ポジションは解消したが、それがまた積み上がってきている。グラフ (1-2) のユーロについては先高観が根強いので、高水準のロング・ポジションが維持されている。(2) のリスクリバーサルをご覧頂くと、ドルのプット・オーバー幅が縮小しており、ドルの先安観が後退している。金利差というテーマに基づいて円安圧力にはかなり根強いものがあるというふうに見ている。当分、円の金利が相対的に極めて低い水準にとどまるといふ見通しが市場では定着しているため、円サイドに円安トレンドを覆す

材料は今のところなかなか見出しにくいという感じである。全体をみると、市場は利上げ期待の目まぐるしい変動があつて、市場参加者がやや翻弄されている姿になっている。先行きの政策についての見方にもばらつきが出ており、昨日、今日みられているOIS、金先、あるいは債券の価格変動——つまり一旦買われてまた売られるというような変動——の中にも、そうした見方のばらつきが現われているのではないかと考えている。為替については今申し上げたように、かなり円安の圧力が蓄積された状態になっている。取り敢えず円サイドにはこれを覆すような材料は見当たらないと思うが、何らかの理由でボラティリティが上がったり、あるいは金利差ストーリーからインバランスにテーマが移る、そういった場合の円高には、特にこれまで円安で株価がどんどん上がってきたという経緯があるだけに、株価などへのコラテラル・ダメージが及ぶ可能性には留意していく必要があるのではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等あればどうぞ。

須田委員

利上げ観測を巡ってニュースが色々出た時のマーケットの反応、そのスピードについて、マーケット毎に違いはあるか。あるいは外国人と、そうではない人達という参加者によって反応に違いはあるか。

中曾金融市場局長

やはり短期の市場の方がドタバタ度が強い感じがする。中長期債というのは今日動いてはいるが、先の景気見通しや需給環境が安定しているので、比較的落ち着いている感じがする。短期市場の中で主体別にみると、やはり一番ドタバタ度が強いのは、短期資金繰りのオペレーションをやっているようなところである。これは昨日辺りまでは利上げを前提に積みを進捗させているので、そういったところが今日はあたふたしている感じが

ある。それからO I Sで言えば外国人投資家である。この辺に多少戸惑いがみられるかなと、そういった印象である。

野田委員

宜しいか。昨日のロンバート貸出についてだが、9月の中間期末日には、確か外銀は限られた数行であったと記憶しているが、昨日は何行位あったのか。

中曾金融市場局長

9月はおっしゃるように2社であった。昨日は7社、全部外国系の証券ないし銀行である。ご記憶かもしれないが、7月に利上げをした時は外証に加えて一つ大きな邦銀が出てきて、かなり派手なオペレーションをやった。今回もひょっとしたら出てくるかと思っていたが、今回は今のところはまだそういった動きはない。今日は先程申し上げたように、既にオペで2兆円の資金供給をしているので、かなり充足はしてきているし、多少利上げ観測も後退しているので、恐らく今日ロンバートが出るとしても極く極く僅かと思う。今のところ申し込みはきていないと聞いている。

西村委員

日本市場と海外市場——例えばアメリカの市場——とではセンシティブティにどういう違いがあるのか。

中曾金融市場局長

O I Sというのはほとんど外銀勢なので、海外市場のプロキシとしてみることができると思う。そうすると、先程も申し上げたが、かなりヘクティックな動きであった。朝方は一旦、急速に利上げ期待が収縮してO I Sのレートがかなり急降下した。オファー・ビッドも開いて取引そのものが成立しないような状態が続いていた。外国、国内とでは、やはり外国系のセンシティブティが高かった、あるいはドタバタ度が高かった、このよ

うな感じではないか。

岩田副総裁

一つ伺いたいのだが、積みの進捗率が大きく振れているということだと思うが、外国の場合でも似たようなことはあり得る訳だな。

中曽金融市場局長

然り。

岩田副総裁

連邦準備の場合でも上げるという時はやはり相当振れると思うのだが、何か特別の対応を採っているのか。

中曽金融市場局長

実は同じような問題を今抱えているのはFedなのである。Fedも積み期間の間にFOMC会合が入ってくる。ECBも先般まではそうであった。従って、ECBの場合はこれはなかなかやりにくいということで、積みの期間を政策理事会に合わせて動かしている。

岩田副総裁

金利の適用を。

中曽金融市場局長

然り。積みの期間をそれに合わせる。従って、積みの期間中に政策理事会があるような状態は回避している。それをモデルにして先般、バンク・オブ・イングランドも金融調節の仕方を改めているので、同じような問題を抱えるのは、我々とFedである。Fedのレートを見ても、結構利上げ観測が不安定な場合には、同じようにレートが跳ねているようなことがある。

岩田副総裁

将来の課題としては、やはり考えておいた方が良いか。

中曽金融市場局長

しかし、どうしようもないという面もある。

福間委員

資金繰りの問題だから。そこを読むのがディーラーの…。

野田委員

連休といったカレンダーとの関係もあるな。

稲葉理事

ある程度、金利変更が確実だという程度が強ければ強い程、積み進捗が進みながらそういう動きがくるということである。一方、それに対してオペレーションで事前に冷やしながらか対応することで、そんなに前広にやっても、そうメリットはないというようなことがあるとすると、そこは冷やすことができるかもしれない。いずれにしても、その期待の強さに依存すると思う。

中曽金融市場局長

とこの話をしたこともあるのだが、「仕方がない」という感じである。オペで冷やしに行くという感じでは必ずしもない。オーバーシュートを容認してしまうというような姿勢である。

岩田副総裁

むしろ金利の振れを容認するということか。

福間委員

然り。

須田委員

このところの為替の動きが少し気になる。円安についてはどういうふう  
に考えておいたら良いか。日本が黒字の問題を抱えていて、金利が上がる  
度に少しずつ為替レートが反応するという中で、アジアの通貨が円に対し  
て非常に高くなっている、その辺の保護主義とか、そういうポリティカル  
な問題も含めて為替の動きが少し心配なのだが、そこをどういうふう  
にみておけば良いのか。

中曾金融市場局長

難しいのだが、従来はリスク・リバーサルなどにも出ていたのだが、不  
均衡の問題、黒字の問題というものが消えてはいない訳なので、どこかで  
円高方向へ転換するのではないかと思われていた。だが、今はそういった  
見方自体が後退しており、専ら金利差ストーリーで相場が形成されるよう  
になっている。従って、一つのテーマでレートが形成されるようになって  
しまっているという意味の危うさというのが、まず指摘できると思う。そ  
れから、そういったことを前提にしてみると、やはり日本の金利の低さと  
いうのが際立つ形になってきている。これは今の金利ということも含めて、  
それから先行きの金利をみても、欧州はあと2回か3回位上げていくとい  
う形になっているので、金利差が開いていく、あるいは縮まらないとい  
うことになる、なかなかこれはしつこい円安ということになると思う。  
従って、インバランス、あるいはファンダメンタルズではない要因で相場  
形成がなされている。先行きどうも円安がさらに進みそうだとすること  
になると、アジア、あるいは欧州が、その辺を意識しているような感じを我々  
は聞くことはある。表立っての批判はまだ聞いていないが、例えば先般の  
B I Sなどの会議で私自身が直接                    などから聞いた話では、フランス  
の政治家などは置いておいても、輸出市場で競合する度合いが次第に高

まってきたているドイツの自動車産業などからはそろそろ悲鳴が、自分達の耳にも入ってきているということであった。

#### 水野委員

経常収支というのはほとんど変わっていないのだが、中身をみていくと日本の貿易収支はトレンドとしては黒字が減っている。短期的には原油価格の上昇によるものである。一方、所得収支においては、外債投資がリテール中心に行われていて、それが今度利子所得というかたちで増えていっている。リテール投資は根雪となり、解約されない。経常収支の黒字が大きいことを理由として円高に戻るというリスクは段々減ってきているのではないかと思う。経常収支の内訳としては、貿易黒字がトレンドとして少しずつ減少している中、高齢化によって輸入が増え、原油が今後さらに上昇する可能性を考慮すれば、貿易黒字は一段と減少するのではないかと思う。そうした場合、為替相場に与える影響としては、所得収支のところはあまり関係ないのかもしれない。それが理由に経常黒字が増えていっても円高圧力が直ちに高まるとは思えない。

#### 須田委員

現地に利益を留保し、再投資に回す傾向が強まっている。要するに日本に持ってきた方が良いと判断した時に弾力的に戻すのである。

#### 水野委員

というか、企業などではドルからドルに投資するという動きがもう出てきている。

#### 中曾金融市場局長

外・外で回ってしまうということである、フローが。



水野委員

然り。

中曽金融市場局長

そういった部分はあるかもしれない。ただ一方で、市場をみていると、対外投資の日本円へのレパトリエーション、あるいは企業の海外収益の日本への回金のようなものに恐らく依拠するであろう円買いのフローというのもあるようなので、そこはもう少しみていく必要があると思う。

水野委員

変わってきているなどというのは、レパトリの季節性が前より少なく出るような感じであること。

中曽金融市場局長

あとやはり円高の流れという点から言うと、一頃は割とみられて最近また復活してきている外国人の株式投資のフローというのが、どの位効くか効かないかである。彼等がヘッジするかしらないかというのも、円高、為替相場の一つの要素ではあるかもしれない。

岩田副総裁

所得収支について言うと、アメリカの所得収支がやはり赤字になってきている、将来も多分増えていく。一方、日本は所得収支の黒字が増えているのだが。

水野委員

ドル安要因もある。

岩田副総裁

アメリカはマイナスになるので、どこかでサステナビリティの問題が

生じるのではないかという議論は潜在的にはある。

福井議長

他に宜しいか。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

お手許の資料のうち本日は両方使わせて頂く。資料-3、1月12日付のもの、それから本日配った（追加分）1月17日付のものである。最初に米国の方は12日付の資料に沿って説明させて頂く。年末年始、最近発表された経済指標はアメリカの景気の軟着陸という見方を裏付けるものが多く、一方で、その分インフレ圧力がなかなか後退しないのではないかという懸念を強めるものであったというふうに総括できると思う。お手許の資料-3（参考計表）の図表4-2以下でそのような感じをグラフでお示したいと思う。図表4-2の（1）は実質個人消費である。足許は10月、11月の平均値を四半期換算して掲載しているが、ご覧のとおりここ2四半期連続して前期比伸び率を高めている姿がみて取れる。一つの大きな項目である（2）自動車販売は、これも年率換算1,700万台近傍でここ2~3か月推移している。長くみればこの辺はかなり落ち着いた動きとも言える。

（3）消費者コンフィデンスもご覧のとおり比較的高水準のところまで横這い、ないしは若干ピックアップしているということである。（1）個人消費の数字は11月までだが小売統計は12月も出ている。これは名目だが、これをみても足許まで第4四半期の消費が強かったということであるし、クリスマス商戦も伝えられるところでは堅調だったというようなことを聞いている。図表4-3の③は住宅投資関連である。（2）は新築一戸建ての販売と在庫だが、明らかに販売は下げ止まった感じが窺えるかと思う。これに伴い在庫調整の方もある程度順調に進んでいるという姿になっている。勿論、まだ在庫水準としては過剰なので、住宅投資は当分減勢を続け

るであろう。(1)のグラフは月々振れがあるので、直近の11月の数字は若干ピックアップしているが、もう少し様子を見ないと本当に下げ止まったかどうかは見極めがたいかと思っている。図表4-4の④、(1)は設備投資関連で非国防資本財の推移である。若干下り坂のようにはみえるが、水準的には年率10%に近いところで推移している。これまで申し上げてきたと思うが、設備投資は引き続き堅調ということである。前月若干触れた製造業の判断である(2)企業コンフィデンス(ISM指数)だが、前回製造業では50というラインを下回ったということで若干気になっていたが、直近12月の製造業ISM指数は再び50を若干だが上回ってきている。非製造業は引き続き高い水準で推移している。図表4-5の⑤は雇用の状況である。直近2か月続いて前月からの増加数が15万人~16万人台で推移しているということである。こうした労働需給のタイト感を映じて、時間当たりの賃金——図中の太線である——は小幅ながら上昇している。次に図表5-2である。こうした景気の動向というか経済統計の発表をみて、市場の政策金利の先行きに対する見方がこの1か月間若干変わってきている。(1)のグラフは太線が1月11日現在の先行きを展望した政策金利、FFレートの見通しだが、ご覧のとおり先行き2007年の前半は——年前半と言って良いかと思うが——、ほぼ横這いで動くだろうという見方が強まってきている。以上がアメリカであり、欧州の方は(追加分)の資料で簡単にご説明したい。図表2-1で、シャドーの掛かっているところがこの1か月間に発表された統計である。全体として申し上げれば、引き続き景気回復という流れに変化はない。2006年のドイツの実質GDPが、第4四半期は発表されていないものの、年間の数字が+2.7%と出ている。また、12.失業率は、前月も触れたが、順調に低下している。直近11月の計数は7.6%、これはユーロというエリアの統計を作った1991年以降最低の水準である。次に図表2-2はイギリスである。イギリスのところで申し上げたいのは7.住宅価格である。統計には色々と種類があるが、ここで引用しているNationwide指数では、+10.5%とまた二桁台の伸びに戻ってきている。それから6.CPIは+3.0%という統計が

昨晚出ている。この+3.0%はご案内のとおりBOEが導入しているインフレーションターゲット 2.0%からの乖離の上限値である。この+3.0%にヒットしたのはBOEが金融政策の独立性を得て、今のインフレーションターゲットによる金融政策を導入して以来初めてである。CPIがこの上限を若干でも超えると、BOE総裁は公開書簡により状況の説明及び政策の対応、及びその対応の効果について大蔵大臣に対し報告する義務が生じる。その意味で来月以降、この物価の動向が注目される場所である。BOEはご案内のとおり先週、こうした物価動向も踏まえて市場の事前予想に反して政策金利を0.25%引き上げた。その結果、水準は5.25%と米国のFF介入レート、政策金利と並んでいる。次にアジアである。アジアも、中国の力強い景気拡大及びNIEs、ASEANの緩やかな景気拡大という流れに大きな変化はない。ただ、前回も少し申し上げたが、NIEs、ASEANの足許の輸出の増勢に一服感が窺われている。また(参考計表)に戻り図表8-4の(1)をご覧頂くと、これはNIEsとASEANの輸出について、私共が季節調整をかけ、IT、非ITというカテゴリーをある定義により作った統計であるが、一番右端の棒の部分は直近10月、11月を均した四半期平均の数字である。前期比でマイナスに入っている。財別にみるとIT、非ITともにマイナスの方向である。(2)および(3)は前年比で国別、あるいはITだけを抜き出している。前年比では勿論、ご覧のとおり引き続き高い伸びである。全体では1割を超えているし、ITのところも10%は切ったがポジティブなので、大きく下がったということではなく、増勢一服というのが私共の当面の見方である。全体への影響は他の生産や小売や設備投資動向など、こういうものと照らしてみているので、輸出のこの部分だけが先程言ったようにアジア全体の流れに大きな変化をもたらしているということではないと、当面判断している。中国に関する統計は主だったものが直近出ていない。輸出だけが出ているが、このNIEs、ASEANと対照的に引き続き高い伸びを示している。なお、中国では貿易黒字の拡大及び当局の市場介入の結果として、過剰流動性の問題に悩まされている。年明け早々に人民銀行は預金準備率を0.5%引き上げ

た。これは昨年初来4度目である。硬直的な為替相場制度の矛盾が次第に累積してきているということかと思う。アジアではタイについて若干申し上げる。昨年12月の外資流入規制に続いて、年明けの9日には外国人の関わる事業会社に対する規制も強化された。この間、年末には爆弾テロも起きた。タイでは、政治情勢に関して不確実性が次第に高まってきている訳だが、当然、日系企業をはじめ外国資本は警戒的になってきて、今後のタイに対する直接投資の面での影響というところは懸念される。取り敢えず私からの報告は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

英国の消費者物価が3%になって、今段々上がっているのだが、インフレに対する期待はどうか。インフレ期待が上がっているのかどうか。以前からキング総裁は「もし、これを超えてしまったらかなりきつい」という話をしていて。あと同時に住宅価格がせつかくソフトランディングしたと思ったらまた上がった。金融政策との関連はどういうふうに考えるべきか。

出沢国際局長

前者の問題については、今回BOEが予想外に早めに引き上げたという背景の一つには、この物価そのものもあるが、1月、2月に山場を迎える賃上げの交渉に影響を及ぼしたいということがあると言われている。CPIがターゲットなのだが、賃上げ交渉で実際に使われている指標というのは他にもう一つあってRPIというものなのだが、これはハウジング、住居に関わるコストも入ったものである。これは実は4.4%位まで高まってきているので、これがかなり影響するのだろう。須田委員が言われたインフレ期待に対する沈静化ということが問題になっており、それに対応した政策と言われている。それからハウジングそのものだが、全般的というよ

りこのところ目に余るのは東京もそうだが、良い物件に対する金持ちの購入がまた増えてきている。その金持ちというのは実はシティで働いているバンカーで、冬場の巨額なボーナスからきていると言われている。であるから、武井欧州統括役からこの前支店長会議で報告があったとおり、良いところの物件を中心に上がっているということである。ただ、3年前辺り、住宅バブルが言われていた時代は二桁、20%の伸びであった。その当時に比べればまだそれ程警戒感は強まっていないが、気にはなり始めたというところである。因みにハリファックスのデータだとまだ一桁である。

福井議長

BOEの公開書簡というのは、上限を1回でも飛び出したら即出すものなのか。

出沢国際局長

統計が発表されて2時間以内である。

福井議長

2時間以内か。

出沢国際局長

BOEの総裁は議会の財政委員会にそうコミットしている。ただこれは、事前にそういう統計が入る仕組みになっているので、2時間で書き上げるという意味ではない。

福間委員

今の話にあったようなことが背景にあるのであれば、0.25%程度の利上げではとてもではないが収まらないと思うが、その辺はどうみているか。

出沢国際局長

市場は2~3か月のインターバルでもう次の5.5%があるだろうと。仮に来月CPIが3.1%以上になれば対策を打たなくてはならないことになっている。1月に早めに打ったという言い方もあるが、もう一つ打つ理由というか、正当性は高まるので、そういうことが取り敢えず考えられる政策手段である。

野田委員

先程おっしゃったBOEが賃上げ交渉に影響を及ぼしたいというのは、牽制効果という意味か。

出沢国際局長

然り。

労働者側のインフレ期待を少しでも静めたいという。

西村委員

失業率は低いということで、あまりこちらの方は問題ではないという判断か。

出沢国際局長

少しこれは難しい。

西村委員

この前のMPCの票が割れた理由は経済活動が弱くなるからという主張をブランチフラワー委員などが行ったためという話を聞いていたのだが、今回は割れたのか割れていないのかよく分からないが、その辺のところはどういうような見方か。

出沢国際局長

これは別の委員の最近のスピーチの中で言われていたことだが、レバフォースを含む色々なリソースの面でタイト感が強まっているということにもなっている。レバフォースの分析には、いわゆる移民がどの位寄与しているのかが重要で、消費サイドと労働供給というサプライサイドと両面あるが、その分析は非常に重要だが思うようにできていないと嘆いている。

福井議長

宜しいか。それではここで大変短くて恐縮だが3時3分までコーヒープレイクを取りたい。

(14時56分中断、15時03分再開)

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

### 3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

早川調査統計局長

それでは、お手許にある資料-4の(参考計表)と、本日お配りしている資料-4の(追加図表)二つを使ってご説明させて頂く。それでは最初に資料-4の(参考計表)のうち、図表2をご覧頂きたい。公共投資について(1)をご覧頂くと、公共工事の出来高は、去年の春位から大きく減少して、それが足許横這いからちょっと増え始めているというのをご覧頂けると思う。これは、GDPベースの公共投資とほぼ平行に動くという性質のものである。GDPはここ2四半期位少し低い伸びになっていて、よく個人消費、個人消費と言われるが、実は、この公共投資がこの2四半期結構大きなマイナス寄与だったというのが影響しており、恐らくは



10～12月辺りからこれが横這いないし若干のプラスになる可能性があるのではないかと思っている。実際、請負統計は暫く前から横這いで、10～12月はそこそこのプラスで着地している。

次に、輸出入を図表4のグラフでご覧頂きたい。ご覧のとおり、輸出は四半期毎に伸び率の加速、減速を伴いつつ着実に増えている。輸入サイドはこのところちょっと頭打ち感があるが、これは暫く前から指摘しているような、素原材料、中間財辺りでこれまでの原材料価格上昇による節約みたいなものが進んでいるという印象を持っている。輸出の内訳について、まず先に数字で確認すると、第3四半期の輸出は前期比3%増加の後、足許10～11月は0.7%の増加である。若干スピードには波があるが、全体として着実に増えているということである。図表5(1)で地域別にご覧頂くと、米国が足許微減になっている。ただ7～9月は3%以上増えているので、全体としては若干減速しながらも増加基調にあるということかと思う。これまで米国向け輸出については、ほとんどアメリカの減速の影響がみられていないと申し上げたが、最近は細かくみると、割と小さめの建設機械辺りに若干影響があるということで、当然といえば当然だが、そうした影響がみられ始めている。ヨーロッパについても足許横這いであるが、やはり増加基調にあると思っている。アジアについてはご覧のとおり、全体としては割とステディに増えているという感じだが、内訳をご覧頂くと、実は中国向けが相当高い伸びを続けている。ASEAN4はマイナスなのだが、前の四半期6%も増えているので、ちょっと振れを伴いつつという感じである。そうした中であってNIEs向け輸出だけがここ3四半期連続でやや弱めの動きになっているのが特徴かと思っている。(2)の財別をご覧頂くと、足許資本財・部品が若干減少しているが、その他、すなわち新興国向けの例えば船舶辺りが若干落ちていることの影響であり、基調的には高い伸びを続けていると思っている。自動車も順調であり、消費財もステディに伸びている。一番注目していたところの情報関連だが、ご覧のとおり第2四半期に若干減少の後、第3四半期は2.8%増、足許は5.4%増加ということで、実は結構順調に伸びているという感じである。細かい

ことを申し上げますと、情報関連財は、足許をみると中国向けが大きく伸びていて、その一方でN I E s 向けが少し弱い、こんな動きになっている。その点、図表 8 で確認させて頂きたい。ご覧のとおり、情報関連輸出が全体として再び伸びを高めている。(2) の世界半導体出荷をご覧頂いても、全く同じように第 2 四半期に若干弱い動きがあったが、第 3 四半期にまずまずの伸びになり、10、11 月もW S T S の予想を若干上回るテンポで増加しているので、世界全体の I T 需要に関してはまずまず堅調に増加しているとみて良いと思っている。図表 10 の為替レートは、先程、中曾金融市場局長から詳しい話があったが、ご確認頂くと、実質実効レートでみて足許 99.3 という数字になっている。30 年前の数字と比べて、100 より上か下かに、どのような意味があるのだという問題は別にして、かなりの円安になっていることがお分かり頂けると思う。併せて、(2) の地域別をご覧頂くと、対米はほぼステディなのだが、実は先程これも中曾金融市場局長から話があったとおり、対ユーロだけではなくて、実は足許は対アジア通貨向けの減価が結構目立っているということである。先程申し上げたような、その域内での貿易の動きについて、為替レートのことも影響しているのかどうか、まだ詳らかにしないが、少しみていく必要があると思っている。

図表 16 の企業収益に関しては、先般の短観でも増益基調が確認されていて、その時点では、「足許は数量の増加、それから円安に加えて交易条件が改善になってくるので、恐らく企業収益は今後さらに上方修正になるだろう」ということを申し上げた訳だが、実際、証券会社の調査では、足許 2006 年というよりは、2007 年のところで最近上方修正が行われているようであるということである。(2) の中小企業についても、②の中小公庫の数字については、ここ暫く水準としてはまずまずの、少しだけ改善がみられ始めている。それから、①の国民公庫が——なぜこんなに改善しているのかよく分からない面もあるが——、取り敢えずこちらもそんなに悪くはないということだけ申し上げておきたいと思う。ここで(追加図表) をご覧頂きたいと思う。図表 12、設備投資関連指標の資本財出荷は、11 月

は若干微減になっているが、10、11月でみると7～9月対比2.7%の増加ということである。四半期毎の振れが結構大きいのが、全体としてみると堅調に増加していると思っている。先行指標関係では機械受注がある。11月は前月比3.8%の増加になり、この結果として10、11月で前期比1.7%増と、一応プラスには出たということである。ただし、7～9月が結構大きなマイナスになっているので、それはとても埋め合わせできる感じにはなっていない。具体的には図表14のグラフをご覧頂くと分かりやすいと思うが、なかなか難しい。4～6月が大きく伸びた反動で7～9月が落ちた面もあるが、それに対して若干の増加にとどまっているという感じである。動きをご覧頂くと、7～9月に大きく減少した非製造業で若干リバウンドがみられている一方で、足許製造業がややここ2四半期位頭打ち感が出ているということである。一方、建築着工については、元々振れが大きいのが、11月が結構増加したので、結果的には10、11月は7～9月対比微減程度、全体としてみればご覧のとおり高水準横這いという動きになっていると申し上げれば良いかと思っている。

また(参考計表)にもう一度お戻り頂いて、次に個人消費関係を申し上げたい。今回は、グラフでご覧頂きたいと思う。図表18の(2)耐久消費財であるが、このうち自動車は軽自動車を含むベースでみると、最近は下げ止まりないし極く足許は少し増えている感じもなくはない訳だが、逆に軽自動車を抜いてみると、やはり全体として弱い地合いが続いているというふうに思っている。一方、家電販売は一頃少し頭打ち傾向だったが、11月で結構リバウンドした。これは、相変わらずパソコンがVistaの発売を前に売れていない訳だが、これまでもデジタル家電の好調に加えて、11月は携帯とかゲームが少し売れ始めて、その筋が押し上げているのではないかと思う。この統計には、実は内訳はないが、他の材料と考え合わせると、そうではないかと考えている。図表19(3)、百貨店、スーパー、コンビニエンスストアは、ご覧のとおり、全体として鳴かず飛ばずの状態が続いている。どちらかというところ、やっぱり天候要因で上がったたり下がったりしていることが多いという感じであり、11月は暖かかった割には百

貨店が頑張った感じがあるが、12月は再び悪い数字が出そうだというふうに聞いている。(4)のサービス消費だが、サービス消費はご覧のとおり旅行取扱額が振れを伴いつつも堅調な動きである。外食はこれまで非常に高い伸びを続けてきた訳だが、足許だけみると、どうも飲酒運転抑止キャンペーンの影響が若干出ていると言われており、足許のところだけ弱い数字が出ているということである。図表18の(1)は、以上ご覧頂いたような感じである。例えば、小売業販売額でみると、夏場から秋口に掛けてちょっと弱い動きがあった後、少しそれに対して戻しているという感じになっている。これに対して、家計調査の消費水準指数は——方向が同じと言えば同じだが——激しい減少の後、10月、11月とリバウンドしている。やっぱり、この辺の動きは、他のデータと重ねてみると統計上の攪乱である可能性が高いというふうに思っている。図表20の(3)について一言申し上げたいと思う。以上の結果、私共の計算している消費包括指数でみると、足許去年の第3四半期 $-0.4\%$ の後 $+0.7\%$ という数字になっている。第3四半期のマイナス幅がCCIだとちょっと小さめであるので、恐らくは10月、11月のデータからみると、その増加は $+0.7\%$ よりもちょっと大きめではないかと思っている。内閣府の消費総合指数でみると、 $0.7\%$ 減少の後、 $1.0\%$ の増加だったのではないかと思う。図表22の住宅は、11月は136万戸位ということでやや高い数字になった。ただ、これは多分少しでき過ぎである。というのは、元々振れの大きい分譲が、たまたまこの月に関しては結構大きいものが纏まったために、こういう数字になっているという感じであり、恐らくそれを考慮すると、このところ130万戸強位のところで緩やかに増加しているのではないかと考えている。

図表24の生産は一昨日確報が出て数字が変わっている。10、11月の生産の増加は $+2.3\%$ 、出荷が $+1.5\%$ 、在庫が $+2.3\%$ の増加である。予測指数12月の数字を考慮すると、10~12月の生産は $2.6\%$ の増加ということになる。私共のヒアリングの感触でも、これまで10~12月の生産は $+1\%$ 強位と申し上げていたが、どうも $+2\%$ 位はいくのではないかと思っている。この点、図表25の(2)をご覧頂きたい。第4四半期は、この縦

横の網掛けの輸送機械が私共が思ったよりも作っている。在庫も持ちながら作っている感じであり、その結果として全体で生産は+2%強位になるのではないかと思っている。ただ、逆にいうと、足許第1四半期のところで少し自動車の生産が減少することが見込まれているので、それを考慮すると第1四半期の生産の増加は、比較的小さなものになる可能性が高い。従って2四半期均してみると、1%強位、これまで申し上げていることとそんなに変わらない動きであるというふうにご覧頂ければと思っている。なお、ポイントになる在庫について、図表27をご覧頂きたい。前から申し上げているとおり、(1) 鉱工業全体で見れば、在庫循環は依然として45度線よりも下のレベルにあり、バランスのとれた状態にある。足許10、11月が少し上の方に上がっているのは、先程申し上げた輸送機械のところで実は船待ちも含めて、少し在庫を持っているということであるが、特に後ろ向きという性質のものではない。(3)のその他生産財に関しては、かなり在庫の少ない状態が続いているということである。そうした中であって、注目の(2)電子部品・デバイスは、11月の統計で起こったことは、生産が微増、出荷がそこそこ増加して、在庫が少し減ったという姿である。依然として、まだ在庫の水準は高いので、当面1~3月の生産には恐らくドラッグになってくるというふうには考えているが、先程申し上げたような世界的なIT需要の動き等々と考え合わせると、広範な在庫調整が行われるリスクというのはいささか小さいのではないかというふうに思っている。

それから、図表28の雇用関係については、有効求人倍率は11月は1.06と10月対比横這いであった。ご覧のとおり、このところ新規求人の伸びが少し鈍化していることが特徴であるが、この点に関しては、実は求人が減っているのは専ら南関東であり、これは東京を中心に労働局サイドが、派遣業者の求人等について適正化の措置をとっていて、これが求人の減少に影響しているということであるので、労働需要の変化というよりは、そういった影響が強いというふうに考えている。〈労働力調査〉に関しては、ご覧のとおり失業率は11月4.0%まで低下した。四半期で見ると、全て

4.1%で、このところ失業率は横這いという感じで、その背景をみると、やはり、このところやや労働参加率が上がっている感じがみられる。労働力人口を前年比でご覧頂いても、前期比でご覧頂いても、振れているが少し労働参加率が上がっている。その労働参加率の上昇を雇用の増加で吸収して失業率横這いという動きである。足許の11月辺りは労働参加率の上がり方が結構大きいものであるから、どこかで労働参加率が——この統計は上がったか下がったかするので——下がると失業率が4%を割れる可能性もあるというふうに考えている。最後に〈毎月勤労統計〉だが、毎月勤労統計の常用労働者数はこのところ1.3~1.4%の増加で安定している。賃金サイドをみると、11月は所定内給与のマイナス幅が大きくなっていて、今月に限っていうと少し弱い。この点、気にならない訳ではないが、過去にも30人以上が、速報で弱い時には、確報で上方改訂されることが何回もあり、今月も厚労省によれば、どうも速報時点の集まりがよくないということであるので、私は上方改訂されるのではないかと——そもそもここで急に落ちる理屈があまりないので——、恐らくは上方改訂になるのではないかと期待している。この結果の雇用者所得である。図表31をご覧頂くと、(1)の季調済のグラフでみると本当にほぼ直線に上がっている状態、(2)の前年比でも、割とステディで1%台半ば位の雇用者所得の伸びになっている。ただし、その中身は一人当たりの賃金より専ら人数で稼いでいるということである。これからいよいよ賃金決定の季節に入っていく段階であるので、これから注目していくべき局面であるが、ご承知のとおり経営者サイドは非常に慎重なことを言っているが、他方で、ベースアップというよりは初任給についてだが、メガバンクが初任給をかなり大きく上げるという話も出ている。やはりこうした動きは、いわゆる労働需給から——当たり前のことだが——、賃金は独立ではありえないということの一つの表われであり、言ってみればそういう労働需給の動きが賃金に表われてくるテンポをどれ位にみるか、というのがやはり鍵だと思っている。

もう一回（追加図表）にお進み頂きたい。図表32だが、CGPIが昨

日発表になっていて、12月単月は前月比0.0%であった。図表33で国際商品市況をご覧頂くと、(2)の原油価格が、去年の秋口から下がって、去年の年末に掛けては暫く安定していた訳だが、この年明けからまた大きく下落している。ドバイは先週末に一時50ドルを割れるという形になっていた。それから、非鉄についてはご覧のとおり、全般には高水準横這いという感じであるが、銅は下がっている。これを踏まえて、図表36で国内企業物価の数字を確認させて頂くとご覧のとおり(2)の3か月前比でみて、12月は0.3%の下落になった。11月の下落という少し前の下落の影響がここで出てきているということである。下のグラフでご覧頂ければ一目瞭然であって、下落要因はほとんど専らこの点々のところ、すなわち、石油関連とそれから非鉄、とりわけ銅である。それに加えて足許少し弱い要因としては、これまでずっと上がっていた斜め斜線の素材の上昇率が下がっている。これは、化学である。化学は、どちらかというとなフサが弱い割には強いという感じなのだが、さすがに上昇率で見れば石油が下がっている状況であるから、上昇テンポは鈍化しているということである。一方、鉄鋼等は相変わらずまだ上がっている。それに加えて、機械類もご覧のとおり下落が極く小さくなっている。当面、目先の1月は横這い位ではないかと思っているが、2月以降は足許の原油相場あるいは非鉄相場がどういうふうに動いていくか次第であって、原油が現在の水準でいくと2月以降のC G P Iもまた3か月前比で下落が起こることかかと思っている。最後に消費者物価である。(参考計表)の図表39、11月の全国C P Iは前年比で+0.2%の上昇になった。中身をご覧頂くと、(2)にあるように石油製品の上昇寄与がこのところ毎月小さくなってきている訳だが、(3)のところでは一般サービスがこれまでのマイナス寄与から一気にプラス寄与に転化した。これは改めて申し上げるまでもなく、携帯電話のマイナス寄与が取れたということであり、実は一般サービスは携帯電話を除いてみるとこれまでもプラスだったのだが、携帯電話の影響でマイナスのようにならずとみえていたということである。恐らく12月は、このまま0.2%か0.1%か微妙という位な感じではないかと思っている。この点、図表40

をご覧頂きたい。時々ご覧頂いている特殊要因を除いたCPIを下二桁まで出させて頂いた。下二桁まで出させて頂くと、ご覧のとおり実は去年の1月が-0.55%であり、去年の11月が-0.07%である。実は家賃まで抜くと、足許本当にゼロ%という感じである。1年間で0.5%マイナスが縮んだ。ただ携帯電話の分を差し引くと0.3%幾つ縮んだという感じであるので、見方によるが、大まかにいうと2、3か月に0.1%位マイナスが小さくなっているという動きである。ただやっかいなのは、毎月ステディに0.幾つ動いていくのではなく、2、3か月に1回ずつ0.1%ないし0.2%ヒクッと動いてまた暫くお休みするというのがこの動きであり、何度も申し上げているとおり、ヒクッとくるのが何月かというのは事前には分からないというのがこの動きの特徴である。この点、先行きを考えてみると、いわゆるこの石油製品を中心とする特殊要因のプラスが、足許0.2%ちょっとある。原油価格が去年の年末位の水準であれば、1~3月一杯0.1%ちょっと位プラスが残っていくという感じだったが、足許例えばドバイを50ドルで計算すると、このプラス寄与がほぼ2月、3月は消える感じになる。ということは、先程申し上げたように特殊要因を除いたベースが、ちゃんともう1回近い将来に上がってくれば別にどうということはない訳であるが、この数字が何か月間か横這うこともこれまでもあったし、それと原油相場——まだ全然分からないが——がこのまま現在の水準で推移していくと、2月、3月辺りのCPIの前年比は、結構際どいところに行く可能性があるということを申し上げておきたいと思う。

以上申し上げたように、足許ここひと月位の数字を踏まえて申し上げると、景気サイドに関しては、やや気掛かりだった要因が少しずつ晴れつつあるという感じに思っている。纏めて申し上げると、まず個人消費は——元々振れではないかと思っていたが、何分にもあまりにも弱い家計調査もあって何かどこかでおかしいことが起こっているのではないかというふうにみてきた訳だが——、ご覧頂いたように、やはり特に大きな変化はない。勿論ベースラインは——賃金の上昇率が低くて個人消費の伸び率が極く緩やかなものだというベースラインは——変わっていないが、足許のい



わゆる 7~9 月を中心とする個人消費の弱さは、一時的要因プラス統計の攪乱、この二つの結果ではないかという感じがはっきりしてきているというふうに思っている。二点目は I T 関連であって、I T 関連については、勿論、まだ現在も在庫水準は高いので、当面生産の増加に対してドラッグになっていくということは間違いないと思っているが、11 月単月の数字が良かったことに加えて、この数字がおかしな形になってからもう何か月か経っている訳であり、各種のマイクロ情報をずっと追い掛けている限りは、どうも調整が広範化している様子は依然としてみられないということであるので、多分そんなに大きな調整は起こりそうにないということである。最後に、アメリカ経済が、クリスマス商戦も含めて個人消費はますます堅調に推移しているということが改めて確認されつつあり、特に I T 関連では——実はアメリカのクリスマス商戦でデジタル家電が駄目だったりすると結構やっかいであるというふうに我々も思っていた訳だが——、値段は随分下がったという話は聞いているが、数量は出たということである。従って、どうもこれをきっかけとした I T 在庫調整というのは起こりそうにないということであり、現時点で全てがクリアされたという感じではないが、総じて良くなっているというふうに申し上げることはできている。むしろやっかいなのは、足許は先程申し上げたように、年明けから、原油価格が下落していて、これがいわゆる暖冬を背景とした一時的なものなのか、もう少し続くものなのか、現時点では見極めようがない状況にあるということである。ただし、申し上げたように、それが仮に続くと仮定すると、基本的に交易条件の好転であったり、日本経済にとってマイナスの話ではないということであるので、いわゆる当面 C P I プラス基調と言っている分には特に問題ないと思っているが、2 月、3 月辺りの C P I について、実際にひと月ひと月の数字ということでは、結構微妙な数字になり得る状況になっているということをお知らせしておきたいと思う。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ。

野田委員

原油価格がドバイで当初想定に比べて大体 10 ドル下がっている。厳密に言うと色々あるとは思いますが、これがそのまま続いた場合、我が国は 2007 年度の GDP でみてどの位の恩恵を享受することとなるのか。多分 0.0 幾つといった極めて細かい数字になるとは思いますが……。

早川調査統計局長

手許に乗数表を持っていないので。たぶん皆さんにお配りしている乗数表どおりであるが。

野田委員

あれでみると虫眼鏡でみないといけない位かなり小さい数字となる。

早川調査統計局長

それ程 GDP が大きく持ち上がるという感じではないと思うが、いずれにしても企業収益はそれなりにプラス効果が出るし、全体としてはプラス方向に効く。むしろ変な話ではあるが、恐らく GDP デフレーターという世界でみると、10～12 月に結構マイナスが縮んで、仮にドバイ 50 ドルで計算すると 1～3 月はほぼプラス転化であろう。だから、多分 CPI と逆転するのである、遠くない将来。仕掛けは非常に明らかであり、別におかしくもなんともないがそう思う。内需デフレーターをみると、明らかに原油価格が下がると CPI が若干下がるが、いわゆる固定資本形成に関するデフレーターは、機械類、例えば一般機械は割りと強いし、鉄鋼が強いものだから、資本形成デフレーターは強いのだろうと引き続き思う。ただ、単純に外需デフレーターのところをひっくり返ると、足許既に内需デフレーターはプラスになっているから割りとそうくるかなと思っている。

野田委員

それはGDP上も効くという意味か。

早川調査統計局長

リアルの寄与度はそれ程大きくない。原油が5ドル、10ドル動いた位でリアルの成長率が物凄く上がるということはないが、名目成長率は上がる。

水野委員

あと当たり前であるが、世界経済のコンサーンに毎年必ず原油が挙げられるという面も…。

早川調査統計局長

そういう意味では今の局面で言えば、やはりアメリカがラッキーだと思う。

水野委員

それからあとアジア。

早川調査統計局長

勿論そうである。アメリカとアジアがラッキーであるが、アメリカはとりわけご承知のように成長率がやはり第4四半期が結構高いのではないかとされていて、そうだとするとインフレギャップが全然縮まないのではないかという議論が出てくる局面である。そこに彼らにとっては原油価格が下がってくれると、ただ消費があまり強くなってしまおうと厄介だと思うが、そういう感じの展開である。

水野委員

景気にとっては良いことだな。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

今の点であるが、ドバイとWTIの差というのはあったか。

早川調査統計局長

あった。

岩田副総裁

どの位差があったか。

早川調査統計局長

これは動くのだが、最近2ドル、3ドルの間位である。だから今日このWTIだと今日のドバイマーケットでまた50ドルを若干割れている可能性もある。

岩田副総裁

可能性もあると。

早川調査統計局長

そういう感じである。これだと49ドル幾らか位に多分なっていると思う。

岩田副総裁

去年の今頃というのは。

早川調査統計局長

今は前年比でもうマイナスである。

岩田副総裁

10%位マイナスか。

早川調査統計局長

現在のWTIのレベルは20か月振り位の水準なので。

岩田副総裁

10%位落ちているのではないか。

早川調査統計局長

下がってきている。勿論、ややこしいのは円安が進むとその分少しまた変わるが。

岩田副総裁

そこは変わるな。これは緩衝材になっていたな。

水野委員

日本銀行が原油について話すと、CPIの話になってしまうので大変だな、と外部からよく言われる。

早川調査統計局長

変な話なのだが。

水野委員

原油が下がるということは世界経済にとって良い話で、皆幸せになるの

だが。

岩田副総裁

それから 10 月の予測の時点では確か 67 ドル位で考えていたのが今は 50 ドルということは 17 ドル位……。当時考えていた予想というか、前提は 65 ドルか、67 ドルではなくて。

早川調査統計局長

ドバイで 65 ドル位みた。

野田委員

67.5 ドルではないのか。

岩田副総裁

67.5 だな。

早川調査統計局長

それは通関ベースだから。ドバイで 65 ドル位みた。であるから、ドバイで今 50 ドル位だと 15 ドル位下がっている。

岩田副総裁

15 ドル位だな。

須田委員

為替が。

岩田副総裁

為替がその分変わってしまう、若干だが。

早川調査統計局長

若干だが。

岩田副総裁

117 円位か。

野田委員

115 円。

岩田副総裁

115 円か。そうすると 5 円分位だな。

早川調査統計局長

それは比較にならない。

岩田副総裁

別のことで良いか。参加率と失業率について、参加率が若干上がっているという話があったが——失業率は下がったのだが——、このうち女性の動きはどうなっているか。参加率は女性が上がっているのか。それとも男性、女性ともに上がっているのか。

早川調査統計局長

これは実は毎月毎月相当動きが激しいのでよく分からないのだが、いずれにしても普通に考えると、日本の労働供給の自然成長率みたいなのは前から申し上げているように若干のマイナス位である。それに対して、足許の数字をご覧頂くと、このところ労働供給は増えている感じなので、その分は明らかに労働参加率の上昇ということが起こっているはずである。毎月物凄く動いているので。

岩田副総裁

失業率は女性の方が低いな。

福間委員

消費者コンフィデンスについては、日本とアメリカは好対照であるが、この原因は一体どこにあるのか。

早川調査統計局長

日本の消費者コンフィデンスについて正直に申し上げると、我々は「一応みている」という状態に近い。消費者コンフィデンスはそれなりに重要だと思っているが、ではこの消費者コンフィデンスといわれるものと貯蓄率に綺麗な関係があるかという、日本の場合必ずしもそうではない。図表 21 にご覧頂くように、足許はばらけてもいる。我々はこれはどれか一本をみるものではないと思って一応三つ位みているのだが、足許結構激しくばらけており、この消費者コンフィデンスがどういう感じで動いているのか、ちょっとよく分かりにくい感じがする。アメリカは、実際に消費者コンフィデンスの動きが貯蓄率とそれなりのリンクがあるので、そういう意味ではあれをみることによって、例えば足許の個人消費を占ううえではそこそこの有用な情報であるが、日本において例えば消費関数にこれを加えてもほとんど何も出ない。一応消費者は何となく良いらしいとか悪いらしいとかいう意味ではみているが。

福間委員

しかし、米国にとっては二つのメインインダストリーである自動車とハウジングが相当根底を揺さ振られたような感じがあるが、この消費者コンフィデンスの表には、その影響がほとんど表われていないな。

早川調査統計局長

やはりこれもよく言われる話であるが、結局アメリカの消費者コンフィ



デンスはやはりガソリンの値段なのだな。

西村委員

アメリカの消費者コンフィデンスは幾つかの実証研究があつて私も調べたが、幾つかの数字でかなり説明ができてしまう。そのうちの一つがガソリンで、もう一つが所得の伸びだと思う。日本の消費者コンフィデンスはよく分からないことで決まっているので、これは聞き方の問題かもしれない。

早川調査統計局長

あてものの消費関数、要するに理論に基づかないあてものの消費関数みたいなものを作るのであれば、消費者コンフィデンスを入れるより日本は有効求人倍率を入れてあげた方が綺麗に入る。多分有効求人倍率は、有効求人倍率自体が説明している、有効求人倍率自体が持っている色々な情報に何か意味がある。

福井議長

アンケートの仕方はアメリカと同じか。

早川調査統計局長

アンケートの調査票は一個ずつみていないので分からない。

西村委員

ミシガンのサーベイは非常にきちんとやったサーベイで、やはり調べているデータのセット、蓄積も全然違う。日本の場合は本行の生活意識に関するアンケート調査が結構良いと言われる位の程度の内容しかないし、生活意識に関するアンケート調査も10年程度の歴史しかないようなものであるから、やはりまだ統計としては発展途上であるということだと思う。昔はこのようなものはみる必要はなくて、所得だけみていれば良かったと

ということもあるので。

#### 岩田副総裁

それと関係があるが、消費性向は、夏頃少し弱まったのではないか。家計調査は明らかに弱まっているが、何か良いプロキシはないか。賃金の伸びが鈍化しただけではなくて消費性向の方も少し落ちたので、両方で消費が弱くなったのではないかという議論があるのだが。そこはどう思うか。

#### 早川調査統計局長

いつも申し上げているベースラインが緩やかだという話は別にして、7～9月に弱かった話について言うと、一時的要因と家計調査の統計的な攪乱の両方が効いていて、その両方がそれぞれどの位ずつ効いているかというのは少し難しい。消費性向というのは計算上家計調査が落ちると落ちてしまうという無意味なことは別にすると、ではベースラインも全く影響が何もなかったのかというと、そうは思えない。それはやはり消費財総供給をみてもそういう感じはあるし、例えば、第3次産業活動指数とか色々なものをみても、やはり少し弱い。そういう意味では何も家計調査だけのせいではなくて、逆に言うとまだ全産業活動指数は10月しか出ていないが大きくリバウンドしているので、そういう意味では恐らくなにかが7～9月はやはり実勢も少し弱かった。それは多分天候があつてみたり、色々な新製品の問題があつたりということだと思う。それを家計調査が増幅してしまったということが多分ある。であるから、所得サイドがほぼステディだと仮定すると、7～9月は消費性向が少し下がった。非常に定性的な言い方だが……。

#### 西村委員

反対の結果もある。家計消費状況調査をみると、消費支出は7～9月が凄く高い。が、状況調査は所得を聞いていないからその理由は分からない。それからやはり地域的な問題もあるのかもしれない。最近みていると、今

回の支店長会議で少々強い話があったが、それを除けば、報道等では地方は弱くて東京の方は強いということが出ている。地域の差が全体として消費が伸び悩んでいるという形で出ているのかもしれない。

野田委員

7～9月についていえば、6月に掛けての新興株の下落の影響をあげる人がいるほか、ワールド・カップの反動という人もあり、要因を挙げれば沢山あるのだが、どこまでそれをみていくのかというとなかなか難しい。

早川調査統計局長

本当につまらないことを言うと、消費財総供給でみると、やはり煙草の駆け込みと反動というのが実は馬鹿にならないとみている。

野田委員

それは聞いている。

早川調査統計局長

ということで、消費というのはいつもそうだが、包括的な統計が存在しないのに何か色々な統計を眺めながら想像するという感じである。あくまで家計調査だけの問題というよりは、やはり実勢も少し弱くて少しは戻っていると。それを家計調査が増幅してあのような姿を出しているというのが多分一番現実に近いのではないかと思う。

福間委員

ボーナスなどは、マクロ的にみれば、貯蓄、消費のいずれかに回りやすいといった傾向はあるのか。

早川調査統計局長

普通の考え方は仮に所得の種類で言うと、定期所得の部分が一番恒常所

得の性質に近くて、従ってこれは一番に消費される。ボーナスはそれに比べるとどちらかというより貯蓄に回りやすいというふうに考えられていて、資産所得からの限界消費性向はとても低いというのが恐らく日本の常識だったと思う。先般もご議論があったように、例えば一昨年後半の株価上昇の時というのは、新興株が上がって新興株でやっていた人達というのがいわゆるデー・トレーダー諸君である。そうすると、従来の日本の株の資産効果というのはどちらかと言うと資産家の方達がいわゆる売買しないで未実現益で持っているようなのが中心だったので、そこからの消費性向というのがとても低いというのが極めて常識的なのだが、あそこで行っていたデー・トレーダー諸君はほとんど実現益にしてしまうし、そこからの消費性向というのは意外にあったかもしれないと今になって思う。例えば一昨年の終わり位の消費の強さみたいなものにはそういうのがあったかもしれなくて、そう考えれば例えば去年の7~9月辺りの弱さにはその反動というのがあったのかもしれない。これは何の証拠もないが。

#### 野田委員

無いものねだりになってしまうかもしれないが、米州の統括役がおっしゃったように、ネット販売は日本でもアメリカを追い掛けるような形で物凄く増えているという話だが、どうか。

#### 早川調査統計局長

これは実は家計消費状況調査というところでも把握されていて、やはり伸びている。どうしても日本の場合は、ダイヤモンドサイドの統計は家計調査になってしまうし、一方で、サプライサイドの統計は結局全部積み上げていってもなかなか全体を把握しにくいので、結局今申し上げたように、あちこちみながら全体を眺め渡すとこのようなことではないかというような理解にならざるを得ない。

西村委員

ヤフーのオークションはかなりの部分がプロである。本来ならばあれは小売の中に入らなければいけない。あれは無視できない取引量である。それが入っていない。どれ位になるかというのはちょっとした試算なのだが大きな金額を示しているものもある。まさかここまではないだろうと思うが……。そして非常に強い勢いで伸びている。さらにアマゾンが今プラットフォームを作り掛けていてそれが結構良い状況になってきているのでこれはかなり大きな形になると思う。問題は今の統計の取り方は業界団体ができないと統計が取れないのでなかなかどうすれば良いか……。

早川調査統計局長

逆に言うと、家電などは以前あった業界団体が無くなってしまったために今とても苦勞しているという、そういう状態もある。

西村委員

NEBA——日本電気大型店協会——がそうである。

野田委員

通販は入っていないのか。

西村委員

通販は入っている。

早川調査統計局長

そういう意味では、やはり本当は例えばGDPベースの家計消費の推計の仕方について、そろそろデータがたまってきたので家計消費状況調査の支出総額を使う。支出総額にはウエイトがないので家計調査の品目ウエイトで按分して、デフレーションをかけて積み上げれば恐らく現在のやり方よりは安定的な系列が得られる。これは今回の7～9月だけだと良いが、

今後ともこういうことが起こらない保証が全くないというのが問題だと私は思う。今の7~9月の議論をするだけではなくて。

野田委員

家計消費状況調査の方が我々の実感には近いというふうに直感的には感じる。

早川調査統計局長

しかし、あれは統計上出ていないのをおみせしている。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長からお願いする。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価のご説明を申し上げます。事前にお配り申し上げている資料-5の(参考計表)に基づいてご説明申し上げます。図表1、総括表で民間部門の総資金調達であるが、一番上の数字をご覧頂くと11月前年比0.2%の後、12月0.4%と若干小幅上昇である。内訳をみると、プラス要因とマイナス要因があり、プラス要因は銀行・信金・外銀計の貸出寄与度が11月の1.9%から12月2.2%と、0.3%ポイント上昇、それに対してマイナス要因は、直接市場調達であり、-0.3%から-0.4%となっている。このようにプラスマイナス要因あって、プラスの貸出の方が勝って全体はプラスになったということであるので、この後、貸出と直接市場を別々にご説明申し上げます。貸出の動向であるが、図表2で民間銀行貸出、銀行貸出残高について特殊要因調整後の12月の数字をご覧頂くと、2.8%ということで、11月の2.2%から0.6%ポイント上昇しているが、これもご説明申し上げているとおり、某携帯電話会社の買収資金の二重計上とい

う問題があり、その寄与が 0.4%あるので 2.8%からそれを差し引いて実力を考えると——他にも幾つか特殊要因があるが——、2.4%ということである。ただ、そう考えても、10月 2.0%、11月 2.2%、12月実質 2.4%ということで、都市再生機構の要因がなくなった 10月以降、少しずつ数字が高くなっているような気がするのだが、これについては、まだ実態は調査中である。マイクロベースでは強弱両方の材料があり、銀行のヒアリングでは、運転資金にまた少し動意がみられるというか、幾分強まっているのではないか、ということを行っているところもメガバンク中心にある。そうしたプラス材料がある一方、ここでも何度かご議論頂いているとおり、企業サイドからみると原材料市況の低下等により収益あるいは資金繰り状況はむしろ良くなっており、企業ヒアリングではむしろ運転資金需要は若干沈静化している。このようにプラスマイナス両方の材料があるので、もう暫くデータの蓄積を待って基調は判断したいというふうに考えている。今申し上げた材料のうち、企業サイドの資金繰りについては、この間良くなっているというデータが出ているので、それをご覧頂くために、図表 6、企業金融関連指標の〈資金繰りDI〉であるが、これは 12月短観で元々極く小幅、全産業でみて 7%ポイントから 8%ポイントに若干好転、その背景は中小企業のマイナスが縮んだということであったが、その後、中小公庫、商工中金の調査も全部出揃い、やはり大体ヒアリング調査で得た情報と同じことが裏付けられた。7~9月と比べると資金繰りは、やはり好転しているということであった。この間、〈金融機関の貸出態度〉は、ほぼ緩い超で横這いで推移しているので、全体として貸出を巡る環境は非常に良好であり、かつ資金需要については運転資金的には少し沈静化しているかもしれないというような状況である。以上が貸出を巡る状況である。約定平均金利が出ているので、図表 4、〈貸出金利〉のところでご説明申し上げます。11月が新しい数字であり、短期からご覧頂くと、交付税特会の特殊要因を除くベース 1.825%ということで、10月の 1.854%と比較して若干低下しているが、大体 1.8%台という感じである。これは今年の 1~3月から比べると市場金利が大体 30bp 上がったことと、ほぼ対応した

動きであり、この7月以降の金利引き上げは、業態毎に区々ではあるが、これ位がほぼ一段落かなという見方が多いようである。長期金利は、1.711%の後1.701%と横這いであり、大きな動きはない。それからもう一つ総資金調達のマイナス要因の直接市場について、図表10の資本市場調達関連指標である。こちらは引き続き調達環境は非常に良いが、数字はちょっと芳しくない感じが少しずつ目立ってきたという展開になっている。まず調達環境の方だが、〈国内公募社債の発行額〉の社債のグロスの発行額をご覧頂くと、凸凹あるが、四半期でご覧頂いた方が良いと思うが、大体毎四半期4,000億円ずつコンスタントにグロスでは発行が出ているということであるし、〈CP・社債の発行コスト〉のスプレッドで発行環境をご覧頂いても、総じて良い状況が続いている。特に、これは前月も申し上げたが、長期債、社債のスプレッドは、発行市場においてはタイト化が進んでいて、環境の良さを物語っていると思う。今月はAAAが出なかったのも、例えば、Aでご覧頂くと、10月0.41%の後、0.35%、0.33%と縮まっているという状況であるので、環境は非常に良いが、図表11でご覧頂くと、(2)のCP発行残高、これはもう昨年春、量的緩和終了前後に嫌気して3兆円程ストンと落ちた後、横這いの残高で推移しているが、前年比という意味ではどんどん落ちているということであるし、(3)の社債の発行残高は——これは、償還も入れたネットの残高であるが——、一時3%まで高まった後、段々落ちてきているという状況である。社債で何が起きているのかというのは、まだ調査中であるが、三つ位理由があるかなと思っている。一つは、この1年間で明確になったことであるが、この資金需要の復調の基本は設備資金ではなくて、やはり運転資金中心であったということが明らかになっているので、社債がネットでどんどん増えるというような資金需要の出方ではないという基調があると思う。その上、実は今年前半、長期金利が上がりそうだとすることで、若干駆け込みの社債発行があったことが剥落しているというのが二つ目の要因。三番目としては、これは業種別の非常に特殊な要因であるが、この1年間で明確に社債発行残高が落ちている業界として実は消費者金融業界がある。日本の



社債市場というのは圧倒的に、もう4割近くは電力で、その後その他金融というのは8%位のウエイトがあるマーケットであり、上限規制の関係で業容見直しに着手しているということで調達を減らしているというような要因もありそうである。こうした格好で社債の前年比が少し落ちているということだろうと思う。このように直接市場の調達はむしろマイナスが続いている訳であるが、全体としての環境は非常に良好な状況が続いているということだろうと思う。マネー関連指標であるが、図表15である。〈マネタリーベース〉は若干数字の凸凹はあるが、大体前年比-20%の落ち込みが続いているという状況には変わりはない。〈マネーサプライ〉も最近の傾向が12月も続いていて、11月前年比0.7%の後、12月0.8%ということで0.1%ポイント上昇した。中身的にはこの前と同じであり、いわゆる資金シフトがちょっと一段落している一方で、定期預金中心に金が集まっているというか、集めているということである。準通貨をご覧頂くと、11月0.9%の後、12月1.7%、CDも3.5%の後5.1%という格好で金利が付きだしたものの中心に少し金が戻っているという格好でマネーサプライの伸び率が少しずつ上がっているという状況が続いている。最後に、倒産等も出ているが、ほとんど状況は変わっていないのでインフレ予想だけ新しい数字を申し上げると、図表21であるが、(1) 私共の生活意識に関するアンケート調査で先行きのインフレ率については、直近調査でかなり大きく数字が下がったということである。〈1年後のインフレ率〉で申し上げると、直近の調査はこの太実線の平均値で3.5%、その下の細実線中央値2.0%といったところであり、こういう傾向は似たような調査で、消費動向調査等をもってもやはり消費者のインフレ予想は今年の春から夏に掛けてかなり上がった後、今また戻り出しているということだろうと思う。それから、(2) エコノミストのCPI見通し調査は、今回から来年あるいは再来年度というか2008年度のアンケートが始まっており、直近1月調査の太実線が2009年の第1四半期まで伸びている部分が新しいデータである。年度平均の数字を申し上げると、2006年度は0.2%、2007年度が0.4%、2008年度が0.7%という数字であるので、先程早川調査統計

局長がおっしゃっていた四半期0.1%ずつというのをそのまま反映したエコノミストの予測になっているという感じである。(3)の物価連動債からみたインフレ予想等のデータは、ほとんど変わっていない。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があれば。宜しいか。本日の議事はこれで終了とする。明日は午前9時から再開するので宜しくお願いする。毎回申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいというふうに思う。以上で閉会とする。

(16時01分中断、18日9時00分再開)

福井議長

宜しいか。それでは決定会合第二日目を開催する。それでは金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決という順に進めたいと思う。その他に金融経済月報の決定、議事要旨の承認という議題が予定されている。政府の方からは、財務省田中財務副大臣、内閣府浜野内閣府審議官にお越し頂いた。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。そのことを前提にご発言頂ければと思っている。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

早速議題に入るが、金融経済情勢に関する討議である。まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の基本的見解の案について執行部から簡単にご説明頂く。基本的見解の中に織り込むことを予定している展望レポートの中間評価も併せて説明して頂きたい。

## 前田調査統計局参事役

それではA3の比較表に沿ってご説明させて頂く。まず経済と物価のところだが、この資料をお配りした後に国内企業物価が公表され、国内企業物価について若干表現を修正させて頂ければと考えている。まずその点について申し上げる。中程、若干下のところだが物価のところ「国内企業物価は、」とあるが、ここには前月の表現をそのまま書かせて頂いている。

「原油価格の反落が影響し、足もとでは3か月前比でみて横ばいとなっている。」としているが、12月の国内企業物価が公表されて、3か月前対比で-0.3%ということになっているし、最近原油価格だけでなく銅や亜鉛辺りも下落しているということも踏まえて、次のように変えさせて頂ければと思う。「原油価格の反落」というところがあるが、ここを「国際商品市況の反落」と。「国際商品市況の反落が影響し、足もとでは3か月前比でみて」、ここはそのままだが、その後「弱含んでいる。」。「足もとでは3か月前比でみて弱含んでいる。」とさせて頂ければと思っている。加えて、国内企業物価の先行き、2行下のところだが、ここも「原油価格反落の影響がなお残ることから、」というところが、前月までの判断であったが、当月は「国際商品市況の反落の影響から、」というふうにさせて頂きたい。

「目先、弱含みないし横ばいで推移するとみられる。」というところは前月と同様である。これは私共の感触としては1月が3か月前比でみて横這い、ないしは若干のマイナス。2月も少しマイナスという感じであるので、判断は前月と同じとさせて頂ければと思う。その他の部分だが、基本的には前月から変更していない。前月は短観月であったので、業況感の表現を加えたが、当月はそれを削除している。あと、前月は「やや伸び悩みつつも」という表現を加えさせて頂いた個人消費だが、この1か月、改善を示す動きも少し出ているが、足許の評価としては、なお前月と同様、「やや伸び悩みつつも増加基調にある。」というのが適当ではないかというふうに思っているので、このようにさせて頂いている。私からは以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面だが、実態的な変更はない。市況について資料を提出させて頂いてから少し動きがあったので、二点修正させて頂ければと思う。一つは長期金利が少し下がって、これであると前月とほぼ横這いという評価になるかと思う。もう一つは株価が上昇した。その二つを踏まえて、下から2行目の「長期金利は上昇している」の「長期金利」というところに「株価」と入れて頂き、下側の「株価」というところに「長期金利」と入れて頂きたいと思う。

続いて中間評価である。ご議論を頂く観点から選択肢方式で示させて頂いているが、執行部としてどのように考えているかということだけ参考まで申し上げる。景気については「②」、国内企業物価については「③」、消費者物価については「②」が適当ではないかというふうに、執行部としては考えている。以上である。

福井議長

内容、文章については討議の後でしっかり議論したいと思うが、取り敢えず今の執行部からの説明について何か質問があればどうぞ。

野田委員

CGPIの先行きの表現について、「横ばい」というのは残るのか。

前田調査統計局参事役

一応残している。というのも1月の数字がまだ出ていないので分からないのだが、3か月前比で見ると-0.1%位かなということで、そういう場合、場合によってはゼロになる可能性もあるので、一応残させて頂いてはいる。

福井議長

今おっしゃったのは先行きについてだな。

野田委員

然り。先行きのところである。

福井議長

他に宜しいか。それでは今の紙は暫く脇に置いて頂いて、金融経済情勢の討議に移りたいと思う。

#### 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

各委員からご意見の表明を頂きたいと思う。このラウンドでは最近の金融経済情勢について、それから今執行部からも説明があったが、昨年10月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しの中間評価についての両方に触れて頂きたいと思う。お一方5分ずつ位ということで発言をお願いしたい。今日は野田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、須田委員の順でお願いしたいと思う。まず野田委員からお願いする。

野田委員

申し上げる。前回会合以降明らかになった経済指標や諸情報から、我が国経済は、企業部門の好調に引っ張られる形で引き続き緩やかな拡大基調を辿っているとの判断が適当であると思う。

その企業部門だが、11月の機械受注は前月比+3.8%と、設備投資は基調として引き続き増加方向で進んでいくことを示唆するものであった。また、11月の鉱工業生産統計をみても、生産、出荷は上昇基調を続けており、既往ピークを更新中である。在庫は輸送機械の一時的な増加を主因に、前月比増加率は若干上昇したが、電子部品・デバイスが4月以来の前月比減少となり、これまでの在庫の積み上がりに取り敢えず歯止めが掛かった。

内外の年末商戦でIT関連財を含む家電類や新商品の売れ行きが好調であったと伝えられることによって後付けされるように、これまでの在庫増のある程度は、同商戦を睨んだ前向きな在庫積上げであった可能性が高く、懸念されていた在庫調整圧力は低下に向かう蓋然性が高まったと言えよう。以上のように企業部門は12月の短観で示された好調さが改めて確認できたと考える。

一方、家計部門だが、タイトな雇用環境とは裏腹の賃金情勢には変化がなかったが、個人消費について言えば、充分ではないものの、夏場の不振から持ち直してきたことは明らかである。すなわち、家計調査における消費支出の実質は10月、11月の2か月連続で前月比プラス、7～9月比では+2.8%となり、7～9月の落ち込み-2.8%を取り戻し、11月単月では前年比で-0.7%まで回復している。鉱工業生産統計などを基に輸入を含めた国内向けの財の出荷動向を示す鉱工業総供給指数をみても、その消費財は11月単月で前月比+2.7%と、10月に続いて上昇し、10月、11月平均では前の7～9月期比+1.8%となり、2005年中の平均はもとより、2006年の4～6月期をも上回る水準まで回復している。旅行取扱額も10月、11月平均で前期比+2.7%。前年10～11月比では+4.4%と明確な回復振りを示している。また、年末・正月商戦は、マスコミ報道のほか、支店長会議の報告にもあったように、まだら模様ながら総じて言えばまずまずの結果であったのではないかと判断できる。以上のようなデータ、情報は少なくとも個人消費の夏場の落ち込みが、統計上も実態上も、天候不順を含む幾つかの特殊な要因が重なった、あくまでも一時的なものであったことを確認させるに足り、力強さには欠けるかもしれないが、先行きも回復基調を辿っていくことを示唆するものであったと判断している。

次に我が国経済の先行きである。これも緩やかな拡大基調を辿るとの見方を維持することが適当であると考え。海外経済は各国のこれまでの金融政策の引締め効果の浸透もあり、2007年は2006年対比では幾分減速するものの、全体では4%台半ばの拡大が続くというのが有力であり、一時的に米国の減速の影響は及ぶかもしれないが、我が国を取り巻く輸出環境

はおしなべて良好な状況が続く、つまり、良くも悪くも外需が我が国経済を牽引するという構図は変わらないと考えるのが適当である。

最大のリスク要因である米国経済だが、12月の小売売上高は前月比+0.9%と、これまでのところ今回のクリスマス商戦が予想以上に堅調であると判断されることから、住宅部門の落ち込みが景気全体に波及するかどうかをみるうえでの、一つの重要なチェックポイントをクリアしたと言えよう。企業部門ではISM景況感指数が製造業で12月は再び50超を回復、非製造業も依然高い水準を保ったほか、雇用統計も予想を大きく上回るなど、減速どころか加速を示唆する統計が続いた。インフレ警戒モードの緩和を許容するデータには乏しいものがあるが、米国経済のソフトランディングへのパスは、年明け後相応に拡がったことは確かである。昨日発表のページブックでも、この辺りのことが確認された。

次に国内の個人消費の見通しについて改めて申し述べる。賃金については、暮れの経団連の報告を前年分とクロスチェックしてみると、企業全体一律の賃上げは論外であるにしても、個社別の賃上げは前年以上に容認するというニュアンスが滲んでおり、一方、労組側にも要求姿勢の建て直しが窺えるが、基本的には経営側の慎重なスタンスが維持され、所定内賃金の目立った改善は期待しがたいと思う。しかしながら、一層タイト化することが見込まれる労働需給を背景に雇用者数は引き続き1%を上回るペースで増加する可能性が高いこと、また、パートタイム労働者の賃金が夏場以降再び目立った増加を示していることなど、個人消費の基調を形成する要素は劇的な変化はないものの底堅く、着実に改善していくものとみられる。

以上、縷々述べたとおり10月の展望レポートにおける先行きの景気判断のメカニズムや前提を、大筋において変更する必要性はないことが改めて確認されたことから、我が国経済は想定したメインシナリオに沿った形で緩やかに拡大していくものと判断している。

次に物価について申し添える。足許の消費者物価はメインシナリオ比、幾分下振れているが、個人的には原油価格の反落という要因を除けば、こ

れまで私の想定どおりである。今後は既に述べた前提に立つと、需給ギャップは僅かずつではあるが、次第に需要超幅を拡大していくとともに、ユニット・レーバー・コストもプラス方向に推移していくことが見込まれることから、変動の激しい原油価格の影響を受ける石油製品や、一時的な特殊要因を除いて観測されるところの、いわゆる物価の根源的な上昇圧力というものは着実に高まっていくものとみている。

最後だが、展望レポートの中間評価について申し上げる。以上、申し述べてきたことを踏まえて、執行部の番号で申し上げると「②」、「③」、「②」が妥当であると考えている次第である。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

前回のMPM以降、僅か1か月の間にもかかわらず、日本銀行の金融政策を取り巻く環境は大きく変化したと思う。第一に、米国経済の下振れ懸念が大きく後退したことである。第二に、株高と円安が進行する中、追加利上げ観測にもかかわらず長期金利が落ち着いており、金融環境は1か月前に比べて緩和的な状況になっている。昨年12月の円の実質実効為替レート速報値ベースは11月の101.8から100.6へと低下し、プラザ合意のあった1985年9月の94.8以来の円安水準となっている。過去1か月をみると、円相場は対アジア通貨でも円安が加速しており、日本銀行として円の独歩安に留意する必要があると思う。第三に、最近公表された個人消費関連指標、消費者物価、生産など、まずまずの内容であった。個人消費の最悪期は昨年10月であったように思う。個人消費は緩やかな増加基調という判断で宜しいかと思う。これらは前回のMPM時点に比べて、経済・物価情勢が決定的に改善したことを示している訳ではないが、米国経済がソフトランディングする可能性が高まった点は心強く、控え目にみても、先行きの景気の下振れリスクは後退したと判断できる。



グローバルにみると 2007 年前半の焦点は米国の景気動向である。個人的には、米国経済のソフトランディングが確認され、年後半に掛けて潜在成長率近辺の実質 GDP 成長率に回帰する可能性が展望できる状況になってきたと考えている。

昨年 12 月 12 日開催の FOMC 議事要旨をみると、米国景気は想定を若干上回る減速をみせていることが示されている。ただ、FOMC 以降の経済指標をみると、米国経済のソフトランディング・シナリオをサポートするものが少なくない。特に昨年 12 月の ISM 製造業景況感指数は 51.4 と 11 月 49.5 から再び 50 を超えてきた。米国の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 16.7 万人、失業率は 4.5% となっている。アメリカは大体 10 万人を超えれば堅調という数字だと判断して良いと思う。それから三番目として、12 月の小売売上は前月比 +0.9%、除く自動車で見ると前月比 +1.0% と、米国のクリスマス商戦はまだ中間評価に過ぎないものの、値引き販売による集客力アップの効果もあって、底堅く推移していることが判明したことなどから、金融市場では 1~3 月期の FRB の利下げ観測は大幅に後退している。11 月期の総労働投入時間——これは雇用者数×週平均労働時間だが——は、前期比 +2.2% と 7~9 月期の同 +1.1% から大きく回復している。労働生産性の伸び率にもよるが、10~12 月期の実質 GDP は前期比年率 3% 程度が今コンセンサスになっていると思う。いずれにしても 7~9 月期の +2% を上回る公算が高まってきた。

個人的には、今年のサプライズ・シナリオとして米国景気の上振れリスク、一方、ユーロ圏の景気の下振れリスクに注意しておく必要があると思っている。早ければ 1~3 月期中に米国経済の上振れシナリオ、FRB の——年後半になると思うが——追加利上げ観測が浮上する可能性があると思う。さらに 1 年半~2 年程度という中期的な我が国の経済見通しを考えると、経済のグローバル化の影響、財政再建に伴う国民負担率の上昇という二つのポイントを念頭に置く必要があると考えている。

我が国の潜在成長率は現在 1.5% 前後と見込まれる。過去 4 年間平均の財政緊縮による実質 GDP 押し下げ効果が 0.9% 程度もある中で、2003 年

度から 2006 年度までの 4 年間、実質 2.0%程度のほぼ等速で成長が続いているのは、企業部門が好調な世界経済の恩恵を受けているためである。

今回の景気回復局面は、いわゆる三つの過剰問題を克服した企業部門がリードしている。高い技術力をベースに経済のグローバル化の潮流に上手く対応できた企業は史上最高益を更新している。世界経済が 2004 年から実質 5%成長を続けていることもあり、我が国経済は輸出と設備投資がリードする形で、息の長い景気拡大を続けている。

こうした企業、特に製造業の設備投資が積極化している背景には、第一に人口減少などから国内販売の将来性に大きく期待できない中、海外販売は新興成長国や中東諸国を含めた将来性が高い地域的な広がりが見込まれるという、長期的な予測見通しから、グローバルな製品の供給体制の再編に動いていること、第二にグローバルな競争激化に伴い新製品の販売価格の下落スピードが高まっていることや、技術進歩の早い IT 関連投資の占める比率が上昇していることから、投資サイクルが短期化しているため、新規の設備投資を続けざるを得ないことがある。

グローバルに環境・資源の問題への関心が高まる中、本邦企業の比較優位性が当分続くことによって、企業部門は好調を持続する可能性が高いのではないかと考えている。

企業はグローバルな競争激化に対応するため、必要な投資は積極的に行っているが、一方で所定内賃金をはじめ、諸コストを極力抑制するという経営戦略をとっている。賃金交渉における企業サイドの立場が労働者よりも構造的・制度的に強くなったため、失業率がさらに低下しても所定内賃金はなかなか上昇しない可能性が高いと思われる。こうした総人件費抑制の姿勢を強める企業行動に加えて、財政再建に伴う国民負担率の上昇は、可処分所得の伸び悩みをもたらし、個人消費の回復を弱める要因である。しかし、企業がバブル崩壊後の試練を経て強くなり、家計の消費行動も選択的消費というか、メリハリを付けたものに変化してきている。株価も底入れし、貯蓄から投資へのシフトもあって配当など勤労所得以外の所得によって国民負担の増加による可処分所得の目減りを多少なりとも補う構

図になってきている。この流れが確実なものになっていくかどうか注目したいと思う。

このように家計部門は目立った回復には至らず、生産・所得・支出の循環や企業部門・家計部門のバランスは理想的な姿とまではいかない可能性はあるが、今後も企業部門の好調さを背景に息の長い景気拡大を続けるのではないかと考えている。

最後になるが、1月の金融経済月報の景気・物価情勢については、執行部の判断で違和感がない。また、中間評価の選択肢についても、執行部の判断で宜しいかと思う。すなわち、景気見通しは「②」、企業物価指数は「③」、消費者物価指数については「②」である。もっとも、仮に中間評価で生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されていると言及した場合、金融市場は、「金融政策も含めて10月の展望レポートで示したシナリオどおりとの意思表示をした」と受止めると思われる。今回のMPMで、「個人消費の先行きをもう少し見極めたい」との理由から、政策金利の引き上げを見送った場合、一部の市場参加者からは言行不一致との批判が出る可能性がある。そのため、中間評価の文面と政策判断の整合性を踏まえて、本日の議論を進める必要があると思っている。以上である。

福井議長

次に春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。新しい年に入って最初の会合だが、前回会合以降の経済指標は、内外とも概ね底堅く、先行きの不透明感は、前回会合前よりも総じて後退しているように感じられる。

まず海外、米国についてみると、クリスマス商戦もまずまずの結果となったようである。企業部門をみても、12月のISM製造業指数、非製造業指数とも堅調であった。12月の雇用統計も改善した。減速していた住宅投資も11月は下げ止まりの兆しが窺われている。今月号のブルー

チップでも 2007 年の成長率予想は前月比横這いとなっており、年初から緩やかに加速して、第 4 四半期に潜在成長率近傍の+3%に戻る見通しが維持されているほか、2008 年の成長率も+3%と想定されている。米国経済は、住宅投資の動向やインフレ指標などに注意が必要だが、引き続きソフトランディングの方向と考えて良いと思う。

米国以外の地域をみても、欧州は、ドイツにおける付加価値税率引き上げの影響はあるが、基本的には企業部門と家計部門、内外需のバランスの取れた成長を続けている。また、中国も高成長を続けており、N I E s、A S E A N も緩やかな拡大を続けるなど、海外経済は全体として順調に拡大しているようである。

この間、原油価格は、暖冬や在庫の増加などを背景に、前回会合以降下落しており、W T I、ドバイとも 50 ドル近傍の水準まで、ピーク比 30% 以上下落している。今後、中長期的には B R I C s の成長などによる需要増の傾向は変わらない中で、先週末から米国中西部などに寒波が到来しているようだが、米国の気温や原油在庫の状況、地政学リスクなどの影響、さらには O P E C の減産の動向なども含めて、先行きの原油価格の動向は注意が必要と思う。

国内でも、前回会合以降、どちらかと言うと底堅い指標が多かったように思う。特に企業部門については、引き続き電子部品・デバイスの在庫に注意が必要であろうが、輸出・生産・設備投資とも総じて順調に拡大しており、先行きも堅調に推移していく可能性が高いと考える。

また、7~9 月に減速した個人消費関連についても、10 月以降の指標は総じて改善がみられている。家計調査の消費水準指数、実質消費支出は、ともに 10 月、11 月の平均が 7~9 月対比持ち直しているほか、軽を含む乗用車・家電販売なども改善している。外食や旅行などのサービス消費も引き続き底堅く推移している。

一方で、12 月下旬の景気ウォッチャー調査は、暖冬による冬物商品の不振や所得伸び悩みによる先行きの消費停滞懸念などから、現状判断は前月比横這い、先行き判断は 3 か月連続の悪化となり、いずれも 2 か月連続

で50を下回った。12月の生活意識に関するアンケート調査でも、将来の支出増には慎重さを増している感じがあった。また、昨日公表の12月の消費動向調査の消費者態度指数も、原数値は前月比、前年同月比とも低下している。一方、季節調整後では9月比幾分上昇しているという状況である。

個人消費は、先行き、賃金の改善や配当収入の増加に支えられて、緩やかに増加していく可能性が高いと思うが、消費者の景況感や消費意欲の回復が遅れている可能性もあると思う。

雇用・所得については、労働需給や雇用は引き続き底堅く推移している一方で、賃金は、所定外給与や特別給与は増加しているものの、所定内給与はなお前年比若干のマイナスにとどまっている。企業業績の好調を受けて、今もお話が出ていたが労組は今春闘での賃上げ要求姿勢を強めており、人手不足感や技術・技能強化ニーズの強まりもあって、今後は所定内賃金も緩やかに増加していく可能性が高いと考えられるが、企業の賃金政策がどのように変わっていくか、注目が必要と思う。

物価面では、11月のコアCPIが、前年比+0.2%と拡大したほか、12月の東京地区のコアCPIも、同+0.2%と11月と同じ水準となった。一方、12月の国内企業物価指数は、石油製品や非鉄金属の上昇一服から、前年比上昇幅の縮小傾向が続いている。需給ギャップやユニット・レーバ・コストなど基調的な物価変動圧力の高まりを勘案すると、コアCPIは、先行きは緩やかに上昇幅を拡大していく可能性が高いと考えられるが、昨日のご報告のように特殊要因を除く部分の改善は極めて緩やかであり、このところ下落している原油価格等の影響もあるので、注意が必要と思う。

以上を踏まえると、日本経済は、今年度前半は、天候要因など一時的な要因もあって1%近傍という低めの成長で推移したが、年度後半及び来年度に掛けては、「内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続ける」とした10月展望レポートの見通しに沿って、再び2%程度の成長軌道に復しつつある可能性が高いと

思われる。先日のさくらレポートや支店長会議での報告内容をも、地域差はあるが、全体として景気の緩やかな拡大を裏付ける内容であったと思う。

先行きのリスク要因としては、海外については、引き続き米国経済と原油価格、国内については、IT在庫調整の動向などに注意が必要なほか、好調な企業部門から家計部門への波及が進まず、個人消費の回復が遅れる可能性や、消費回復の遅れや原油価格下落によるコアCPIプラス幅縮小の可能性にも注意が必要と考える。

今月の基本的見解には、先行きの表現を含め執行部のご提案に異存はない。展望レポートの中間評価は、景気については執行部ご提案のように「②」、国内企業物価は「③」、消費者物価は「②」とすることが適切と考える。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

今回のポイントは展望レポートの中間評価であるので、まずその前提として昨年10月以降の経済・物価情勢について、その背後にある景気拡大のメカニズムはどうなっているか、という観点から点検しておきたいと思う。

まず海外経済だが、米国では住宅投資の大幅な減少が続く一方で、雇用者所得の増加や原油価格の低下に支えられて、個人消費の減速は比較的緩やかになっている。注目されたクリスマス商戦についても、まずまずの伸びとなった模様である。拡大、縮小の分水嶺となる50を下回っていたISM製造業指数も12月は再び50を上回った。勿論、住宅市場の調整はまだ終わっていない一方、コアインフレ率は引き続き高めであるので、引き続き上下両サイドのリスクに注意する必要があるが、総じてみれば米国経済のソフトランディングの蓋然性は高まってきているように思う。欧州で

はしっかりとした景気回復の動きが続いている。中国も内外需ともに力強い景気拡大を続けている。世界経済全体としては、地域的な広がりを伴って拡大を続けているということだと思ふ。

こうしたもとで我が国の輸出は増加を続けている。米国向けはさすがに自動車関連を中心に伸びがやや鈍化しつつあるが、引き続き堅調に推移している。情報関連でNIEs向けがやや弱い訳だが、世界のIT関連需要は堅調であり、中国向けを中心に増加している。全体としては輸出は先行きも増加を続けるとみて良いと思ふ。

次に内需だが、12月短観の結果をみても、企業部門は引き続き好調であり、設備投資は先行きも増加傾向が続く公算が大きいと思ふ。問題の個人部門だが、まず雇用・所得環境をみると、雇用者数は前年比+1%強の伸びとなっており、労働需給は着実にタイト化している。一方、賃金の伸びは低いものにとどまっており、特に所定内給与の伸びはマイナスが続いている。グローバルな競争を意識した企業経営を考えると、所定内給与を巡る状況が大きく変化することは期待しがたいかもしれない。ただ、その一方で企業から家計への波及ルートが閉ざされているかのような見方も適切ではないと思ふ。このところ所定内給与の動向に注目が集まり過ぎるきらいがあるが、実際には、より多様なルート、つまり雇用者数の増加、パート・派遣の賃金上昇、ボーナスの増加、さらには株式の配当増加といった幾つかのルートを通じて波及は徐々に進んでいると考える。実際、雇用者所得全体をみれば、1%台の伸びが確保されている。消費性向が落ち込むようなことがない限り、こうした所得の伸びに応じて、個人消費が増加していくというメカニズムは維持されているはずである。確かにこの半年程の間、個人消費が伸び悩み気味であることは事実であり、その原因を詳細に点検した訳だが、この点に関する我々の仮説、つまり新商品導入前の買い控え、天候要因といった一時的要因、さらには統計面の振れなどの影響が大きいのではないかという見方を補強する材料は次第に増えつつあるのでないかと考える。10月、11月の家計調査はリバウンドしたし、買い控えの影響が顕著であった携帯電話やゲーム機の販売も復調しつつ

ある。従って、個人消費については、足許までは幾分弱いものの、先行きについては雇用・所得環境の改善が進むもとで増加基調を維持するというシナリオを維持することで良いと思う。ただ、あとのセッションでも触れたいと思うが、この点について、より確信を持って判断するためにはもう少しデータの蓄積を待って10~12月期の全体像をみたい。

生産は内外需の増加を背景に増加を続けている。在庫面をみても全体として在庫と出荷のバランスが概ね取れた状態である。電子部品・デバイスでは、在庫の積み上がりが続いているが、足許は生産調整と出荷増から、出荷・在庫バランスの悪化に歯止めが掛かりつつあるように窺われる。

以上の動きを纏めると、海外経済の拡大を背景とした輸出の増加を基点とする生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変化はないと判断される。10月展望レポートの見通しに比べると、これまでのところ天候要因等、一時的な下押し要因もあって、個人消費を中心に幾分下振れて推移しているが、先行きについては見通しに概ね沿って推移すると予想される。

次に物価情勢だが、国内企業物価は原油価格反落の影響などを背景に、展望レポートの見通しに比べて幾分下振れるものとみられる。コアの消費者物価についても、見通しに比べて、これまでのところ原油価格反落の影響もあって幾分下振れている。原油相場の動向と、それが消費者物価に与える影響については注意深くみていく必要があるが、重要な点は来年度までを展望して、物価形成の基本的なメカニズム、すなわち、需給ギャップやユニット・レーバ・コストと物価の関係をどう判断していくかということかと思う。消費者物価の先行きについては、需給ギャップが需要超過方向で推移し、ユニット・レーバ・コストからの下押し圧力が減じていくもとで、短期的な振れはあるにせよ、大きな流れとしては見通しに概ね沿って前年比プラス幅が極く緩やかながら拡大していくと予想される。

中間評価については、経済・物価とも執行部案どおりで良いと思う。以上である。



福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

今回の決定会合は中間レビューということなので、これについての私の見解を述べたいと思う。まず、既に多くの方が指摘されたように、経済拡大の基本的なメカニズムは損なわれていないと思う。しかしながら、企業部門から家計部門への景気拡大の波及は充分円滑とは言えず、遅れ気味であると思う。7月レビューの時点で既に我々は、家計部門はやや弱め、企業部門はやや強めという判断をした。私の判断では、その後の展開として、家計部門は弱めというのが現実化した。その一方で、企業部門はやや強めというのは、差し当たって特別目立って強めになっているということではない。これは機械受注等でも現われている、やや頭打ち傾向、あるいは、企業が投資及び賃金に関して非常に慎重姿勢を貫いているということが影響しているかと思うが、上振れリスクは目立ったものとはなっていないと思う。このことを成長率で換算してみると——成長率はGDPの確報によって2006年度の発射台が0.3%低下して、+1.3%から+1%へ下がったということも考慮しても——、個人消費を中心にやや下振れているのではないかというのが私の見立てである。勿論、これからあと半年分のデータがあるので、本当に下振れるのかというのは不確実性を伴っている。第4四半期の成長率については、まず個人消費は第3四半期が落ち過ぎたので、その戻りがあって1%程度戻る可能性もある。設備投資も恐らくプラス、純輸出も若干のプラスの可能性があり、住宅投資もプラスの可能性があるので、数字で見ると、現在民間の予測では前期比0.5%程度だが、かなりこれを上回る可能性が強いと思う。1%ということも考えられない訳ではないと思う。では、この2007年第1四半期はどうなるのか。仮に前期比で+0.5%——年率で2%——、つまり、第4四半期+1%、2007年第1四半期+0.5%といういわば最善のシナリオで今後半年動いた時、その時に果たしてどうなのかということが問題だと思う。そうした成長率を実

は少し計算したのだが、その場合、2006年度は+2%である。これはゲタの部分の0.3%を我々の中央値である+2.4%から引くと+2.1%ということになり、今後最善のシナリオでいったとしても、ややそれに届かないというのが私の見立てである。従って、中間レビューについて、成長率で考えれば、やはりやや幾分下振れているというふうに考える「②」の考え方が宜しいのではないかと思う。物価については、企業物価指数は足許をみても、商品市況等の影響によってやや下振れているし、先行きも明らかにやや下振れていくのではないかと思う。このため、二番目の企業物価指数について言えば、やはり「③」の「見通しに比べて幾分下振れる」というふうに考えている。この間勿論、原油価格が大きく動いたので、この影響をどのように考えるかということなのだが、原油価格は10月の時点では通関でいうと67ドル、ドバイ原油だと65ドルを仮定していた。足許をみると、ドバイは今日は51ドルか52ドルというようなところになっており、約15ドル低下している。ドバイだと65ドルで推移するだろうと思っていたところが現実には15ドル程度低いところにきているということである。コアの消費者物価指数は5ドル低下すると0.05%——これはウエイト等を考えればこういうことになるという大まかな計算だが——引き下げられる。そうすると10月予測と比べて0.15%位これから出てくる数字は下振れがあるということかと思う。私は前にも、この原油価格について申し述べたことがあるが、ファンダメンタル・プライスというのは実は42ドル~43ドルであるという可能性もある。寒波等もあるが、マーケットは、価格のどこが底かというのをいくところまで試すというところがあるので45ドル位まで勿論いくこともあり得る。その場合には先行き0.2%位下押しの圧力が加わるということになる。今我々のコアCPIは0.2%なので、その場合にはゼロになってしまう。場合によっては微減ということもあり得るといことが現在見込まれている。これが私が見込んでいる姿である。一方で、消費者物価指数は、エネルギーとか一時的要因を引いた実力コアでみると、1月以来改善がみられていて、携帯電話等を除いて考えても0.2%位改善している。実力コアは、過去、2003年、2004年、2005

年と、大体 0.2%程度改善している。成長率も過去大体 2%で推移してきた、それで大体 0.2%ずつ改善してきた。そうしたラインに乗っかっていると思う。先行きなのだが、一つ重要なのはやはり GDP ギャップである。GDP ギャップについては、潜在成長率を幾らとみるかというところがなかなか難しいと思う。我々が潜在成長率を +1.5%~+2%とみているとして、私自身は潜在成長率は +2%に近いと考えており、仮に 2%に近いとすれば、今我々の成長率予測はほとんど +2%なので、あまり縮まらないということになるかと思う。しかしながら、潜在成長率を 1.5%だと考えると、0.2%位押し上げになる。この場合、コア CPI に関する我々の中心の予測は 2006 年度 +0.3%、2007 年度 +0.5%であるので 0.2%位上昇するという我々の見通しも変ではないということになる。しかしながら潜在成長率の推定というのは多くの不確実性があり、どちらに近いのかということ、+2%に近いのか、+1.5%に近いのか、それによって物価上昇圧力というのは動き得るということはやはり考慮しておく必要があると思う。それから物価指数で政府の方々は GDP デフレーターが重要だということをおっしゃっておられるが、しかしこの GDP デフレーターは内需デフレーターが既に第 3 四半期に 0.2%上昇している。従って、交易条件——輸出物価と輸入物価の比率だが——、この悪化が止まれば、実は内需デフレーターに GDP デフレーターも追い付いてくるという話になっており、早川調査統計局長が昨日おっしゃったとおりだが、私も簡単な計算を試してみた。輸出入物価と輸出入のデフレーターとはかなり差があるが、仮にその変化の大きさが比例関係にあるというふうに考えると、輸入物価の方は第 1 四半期は 23.5%上昇したが、第 4 四半期には 9.3%の上昇で、その上昇率はほぼ 4 割位のところにきている。輸入のデフレーターにこの比例関係を当てはめると、デフレーターは第 1 四半期に 15.8%上昇しているので、6%程度になる。一方、現在、輸出デフレーターの上昇率は 4.5%なので、これを考えると 2007 年第 1 四半期にはほぼ輸出入のデフレーターの上昇率が同じ位になることは充分あり得る。そうすると GDP デフレーターは内需デフレーターの上昇率に追い付くということが充分あり得るということかと思う。とい

うことで、先行き 1~3 月等を考えると、コアの消費者物価指数は GDP デフレーターと動きが逆さまになるというか、そのような姿があり得るのではないかと考えている。以上を踏まえ、三番目の判断については、「これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れているが、先行きは、『見通し』に概ね沿って」とあるが、私も「概ね」であり、GDP ギャップがどの位強く上がっていくかという論点はあるが、「概ね」ならば宜しいのではないかと判断をしているところである。あと二点程付け加えたいのだが、一つはアメリカの景気である。私は前回、第 4 四半期は 2% 位成長すると申し上げたのだが、皆さんお触れになったように、消費が思ったよりも強いことである。私が注目しているのは雇用者数が思ったよりも強いことである。労働投入の伸びは実は第 4 四半期に前期比 0.5% と私の予想を大きく上回っている。労働生産性の伸びが第 3 四半期は弱かった——+0.2% だった——のだが、これと同じとみても、労働投入の伸びと労働生産性の伸びを足したものが GDP の成長率になるので、成長率は +0.7% になってしまうのである。いや、なってしまうというか、良いことなのだが。そうすると年率 +2.8% ということになって、私の事前の予想はやや過小評価であったということだと思ふ。勿論、先行きについては同様の不確実性を抱えながら、ということかと思ふ。それから日本の個人消費について、先程野田委員からかなり回復基調が明確ではないかというお話があったので、私は若干それに対してコメントしたいと思ふ。一つは注目されておられる鉱工業生産の供給面からの指数である。確かに 10~12 月はやや改善しているのだが、その水準というのは 2006 年春先の時と比べて、まだその水準を回復していないのである。これは実は今日出ていた消費者態度指数も同じなのだが、季節調整でみて確かに少し戻ってきている感じがあるが、しかし春先の水準まで完全に回復しているかというところ、少しまだそこまではいっていない、それよりも少し低い水準のところ動いている。それからセンチメントで言うと、やはり景気ウォッチャー調査が 10 月、11 月は前年と比べて -1.6 ポイント低い。あるいは百貨店販売等の数字も決して初売り以降は捗々しくないということもよくみる必要

がある、つまり、やや強めと弱めと両方が混在しているというのが私の今の消費についての見立てである。従って、私はどちらかと言えばこれから先少しずつ良くなる数字が出てくるというふうには予想しているのだが、しかし今既にそうなっていると言うにはやや早い、もう少しデータの蓄積をみるべきだというふうに思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

海外景気については、これまで申し上げた線と変わらず、全体としては拡大を続けている。米国景気は、住宅・自動車市場の減速も、総じてみれば限定的なものにとどまっており、ソフトランディングの可能性が一段と高まったとの見方が大勢化している。株式市場はダウの方も昨日こそ小幅安となったものの、これまで連日、既往最高値を更新していることは、これを裏付けている一つの証左だと思う。こうした中、労働需給の引締まりが続いており、FOMC議事要旨でも示されたとおり、コアインフレへの警戒感は根強く存在している。

日本の景気については、輸出は、海外景気の拡大や円の独歩安を受けて好調を続けている。設備投資についても、輸出を含めた旺盛なグローバル需要への供給体制を整備する動きなどを受け、堅調である。もともと、景気は輸出依存の度合いを一段と強めており、内需不振の印象は否めない。

すなわち、企業部門をみると、グローバル企業は好調であり、今期は連結ベースでは3社に1社が最高益となる見通し——これは日経の集計だが——もみられる一方、内需型産業——食品や小売や建設——は、未だにリストラに苦しんでおり、二極化が鮮明となっている。

また、家計部門については、雇用・所得環境をみると、労働需給の引締まりが続くもとで、雇用者数は増加し、企業から従業員への還元も、成果主義に基づく賞与等により相応に行われている。一方、企業は、固定費上

昇に繋がる所定内賃金の引き上げには慎重姿勢を続けており、所得の伸びは緩やかにとどまっている。こうした中、ここへきて様々な場で、連合と経団連等、労使間で労働分配率を巡る議論が活発に行われるようになってきているが、来春闘では、組合側は2006年度を上回る幅の賃上げを求める方針の先が増えているのに対し、経営者側は国際競争の激化を理由に、賃上げへの慎重姿勢を崩していない。このように、労働分配率の改善には、なお時間を要すると思われる。この間、家計の配当収入は、先般公表された国民経済計算において、既に2005年度で7.4兆円と前年度比5割増加していることから確認できるように、企業から家計への移転も複線化、多様化しているということが言えると思う。

こうしたもとで、前回まで懸念していた個人消費については、家計調査が11月は2か月連続で前月比プラスとなり、夏から秋に掛けての落ち込みは天候要因等による一時的なものであったことがほぼ確認されつつある。ただし、同統計は振れが大きいいため、反動増を確認するためには、12月の計数もみておく必要があるかと思う。また、その他の指標をみると、今まで何人かの方が触れられたように、11月の小売業販売額、外食売上高は前年比マイナスとなっており、コンフィデンス指数についても、12月の消費者態度指数及び日経消費予測指数はマイナス、景気ウォッチャー指数は2か月連続の50割れといったように芳しくないものが多い。このように、消費の力強さを裏付けるハード・エビデンスは、前回以降に公表された関連指標が少ないこともあって、なおやや不足していると言わざるを得ないと思っている。

以上で申し上げたように、景気の現状は、10月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しに比べて、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって、個人消費を中心に幾分下振れて推移している。先行きについては、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、景気は、やや弱含む可能性は依然孕みつつも、見通しに「概ね」沿って推移すると予想される。執行部の基本的見解で示された景気、国内企業物価、消費者物価についての見方は、それぞれ「②」、「③」、「②」が

妥当であると思う。

今回の景気回復のペースが非常に緩やかで、企業部門から家計部門への波及等が、これだけ遅れていることについては、従来の回復期と同じメカニズムのもとでの循環的な動きとして捉えることは、さすがに難しくなっているのではないかと思っている。むしろ、構造的、あるいは社会的要因等もハードルとなっている部分もあるのではないか。景気がこれらを克服しながら回復していかざるを得ないために、時間を要しているとみる方が自然であると思う。こうした観点からは、今後の注目点は、グローバル化、労働分配率——人手不足と賃金と企業収益の関係——、団塊の世代の退職、少子高齢化、二極化——特に企業間、都会と地方——、財政再建、これは極めてビジュアルに夕張の問題がクローズアップされてきているので、これも非常にコンフィデンスに対して悪い影響を与えているし、社会保障についてのサステナビリティに不安が出てきていることも消費者コンフィデンスに影響しているのではないか。こういうこともあるので、今までであれば当然消費も上がってきて良いところが、非常にふらついているということが言えるのではないかと思う。

また、いつも申し上げていることではあるが、緩やかな成長のもとで、その効果を家計や地方、中小企業にまで波及させていくためには、物価安定のもとでの成長をできるだけ長く持続させることを目指す必要がある。

物価面では、国内企業物価については、素材で、いつかも申し上げたが鉄は東京におけるビル建設ラッシュならびにグローバルに展開する自動車メーカーの紐付き需要等から店売りは極めて需給が逼迫し、値段も上がっている。同じく素材である化学品も、日本を含めたアジアのメーカーのプラントが皆ビンテージも非常に長くなっており、プラント故障が非常に多いということで、供給不足を受けて価格が上昇するといった動きがみられている。もっとも、この間、原油ならびにその関連商品の価格は、かつてない急反落をしており、このため、国内企業物価は、見通しに比べ、幾分下振れるものと見込まれる。

CPIについては、雇用・設備需給がタイトなもとで、ユニット・レー

バー・コストは前年比マイナス幅を縮小しつつあるとみられる。もっとも、企業が、グローバルな競争により販売価格を引き上げづらい状況が続いており、物価の伸びは緩やかにとどまっている。見通しとの比較では、これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れている。先行きは、見通しに概ね沿って推移すると予想されるが、原油価格の動向如何では、CPIがゼロかマイナスになる可能性も排除できないと思われる。

地価動向については、都心の一部ではややバブル的な取引も散見されるが、今のところ、全体としてみれば収益還元法に基づいて実勢に見合った価格形成が行われている。また、昨年末に金融庁が主要行・証券会社向け監督方針で、不動産投融資のリスク管理強化を促すなど、当局による適切な対応もみられている。

最後に金融・資本市場では、グローバルな株価は、各国の良好な経済ファンダメンタルズや、堅調な企業収益を背景として、好調を続けている。こうした中、日経平均株価は、国際的にみてやや出遅れ感もあって昨年初来の高値圏で推移している。債券市場や短期金融市場では、一部指標の改善等を受けて、今次会合での利上げを一旦はほぼ織り込んだが、一部報道をきっかけに、利上げ期待は後退している。この間、原油など国際商品価格の急落については、各種ファンド及びオイル・ダラーが、オルタナティブ投資として、為替、株式、債券、商品といった様々な金融資産に投資しているため、今回の国際商品価格の急落が他市場へ影響もあるべく注視しておく必要があるかと思う。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

10月展望レポートの中間評価について、まずお話ししたいと思う。景気は私の見立てでは、景気・物価ともに足許は見通しに比べて幾分下振れている。先行きは足許の下振れの後、水準の切下がったところから見通し



に概ね沿って推移すると予想している。従って、執行部案「②」、「③」、「②」に違和感はない。ただし、先行きについて二点程注意が必要であるというふうに考えている。第一に景気拡大のメカニズムには大きな変化はない、概ね変化はないと考えられるが、その展開が後ずれしているということである。第二に景気拡大の勢いについて、不確実性が12月時点と比べて若干の低下はあったが、依然として存在しているということである。

以下、判断の根拠を明らかにしたいと思う。景気については既に多くの委員から発言があったとおり、昨年後半に懸念された米国経済は底堅い動きをし、世界経済としても高成長に変調はみられない。国内では電子部品・デバイスにおける在庫調整も深刻な影響が起こっている可能性は低下している。設備投資は歴史的な高い水準を保ち、慎重な投資態度と相俟って高位安定といって良い状態にある。以上は足許、そして先行きの見通しともに展望レポートに概ね沿っているというふうに考えられる。見通しの足許下振れ並びに展望レポートの見通しの後ずれの主要因は、これも既に多くの委員が指摘されたように、国内総生産の57%を占める民間最終消費支出、特に個人消費に力強さがまだ現われていないということにある。個人消費想定比下振れの要因として天候要因等の一時的要因があることは確かである。さらに前々回及び前回会合で指摘した統計作成上の問題があるが、それには触れない。それだけならば一時的要因が解消されれば、先行きの所得の増加に従い、しっかりした回復がみられることになる。

そこで、先行きの判断材料をみってみる。感度が比較的高いと言われている景気ウォッチャー調査家計動向関連先行き判断DIをみると、昨年9月以降、ほぼ横這い、強いて言えば若干の下降傾向がみられる。特に将来を見据えた耐久財消費として重要な自動車販売は、軽自動車を除いた新車登録台数ベースで既往最低水準にある。実質家電販売も、一昨年までの高い増加ペースに12月は戻したものの、大きく低下している。実質家電販売では、実質化するデフレーターがパソコン等の品質調整——そもそもこれが本当に実態に合っているかどうかは疑問の余地があるが——のため、大幅に下落していることを考えると、名目ベースでの伸び悩みは明白である。

サービス消費では旅行取扱額、外食産業売上額ともに足許、変動幅が大きくなり、トレンドが読みにくくなっている。最後に昨週の支店長会議の初売り好調という支店長報告が新聞報道等で報道されて、先程野田委員と岩田副総裁の間でやりとりがあったが、実は私は多くは歳末商戦等の昨年後半の不振に比べると若干の好調という程度のニュアンスであると判断している。このように考えると、先行き景気拡大のエンジンが現在好調の設備投資から個人消費にスムーズに移行するのか、先行きの消費については依然として不確実性が残っており、その精査が必要であるというふうに考えている。

次に物価情勢、特に消費者物価の動きについて述べたいと思う。11月の生鮮食料品を除く総合全国は0.2%上昇となり、10月の0.1%上昇から若干伸びを増した。既に指摘されたとおりだが、これは過去の移動電話通信料低下の影響の剥落がガソリン・灯油価格低下の影響を若干上回ったためである。これに対し、その他の商品サービス価格の全体としてのトレンドには大きな変化はなく、方向としてはプラス方向ではあるが、その上昇の度合いは亀の歩みの如くである。11月は10月に比べてプラス方向変化品目数がマイナス方向変化品目数を超える程度が、若干減少した。しかし、指数全体に及ぼす影響はほとんど変化はない。

展望レポート消費者物価見通しのメインシナリオは、エネルギー関連価格上昇のモメンタムは次第に剥落していくが、それをエネルギー関連以外の価格が、需給ギャップが需要超過に転じていることによって上昇して埋め合わせするというものであった。既に8月のMPMで私は指摘しているが、実はエネルギー関連以外の価格上昇は昨年後半は想定比弱かったと言わざるを得ない。これが足許想定比下振れの主な要因である。

次に月末に発表される12月生鮮食料品を除く全国消費者物価指数について述べたいと思う。前回MPMで東京都区部速報値と石油情報センターのガソリン・灯油価格情報を用いた11月の全国CPIの予想をしたが、その時は0.19%、正確には0.1929%と申し上げた。結果は0.19%、正確には0.1921%であった。これと同じ仮定で12月の全国CPIを予想する

と、0.1147%、つまり0.1%ということになる。

この予想の基となる仮定——これは仮定が重要なのだが——は、簡単に言うと都区部速報で分かる物価はそれを使い、家賃や薄型テレビ等は都区部の動きとほぼ同じとし、ガソリン・灯油は石油情報センターの当該月全国データを使い、その他は前月比変わらずというものである。11月予想の当てはまりが非常に良かったということは、簡単に言うとガソリン・灯油、家賃、薄型テレビ等を除くと、前月とほとんど平均物価が変化しなかったということを示す。つまり、上昇のモメンタムは現在も非常に弱いという形になる。この状況が続き、かつ、ガソリン・灯油の価格低下が続くのであれば、足許の数か月、生鮮食料品を除く物価指数の上昇率は場合によってはゼロ%や若干のマイナスになるということはあると考えなくてはならないと思う。

しかし、労働市場の今後を見通し、足許数か月を超えてみるならば、経済の拡大に従って、賃金コストが上昇し、それがやがて物価上昇への圧力になるという基本的なメカニズムが次第に働いてくる蓋然性がなくなったというふうにはとても思えない。しかし、そのメカニズムの発現が今のところ後ずれしており、かつ今後の推移にも従来より不確実性が増しているという事実は否定できないというふうに思う。以上である。

福井議長

最後になったが須田委員、お願いします。

須田委員

我が国の景気動向についてだが、指数改訂による技術的な数値の調整はあるものの、10月の展望レポートの見通しに概ね沿った動きであると評価している。懸念された個人消費に関しては、私としては、夏場の下振れは後程述べる特殊要因を背景とする一時的な振れであり、基調そのものに変化はないと判断している。従って、月報における展望レポートの中間評価の記述としては、景気については「①」、物価については原油価格反落

の影響があるので、国内企業物価については「③」、消費者物価については「②」が良いと思っている。

上振れ・下振れ要因については10月に挙げた3項目で変わりはない。以下ではそのうち、海外経済、とりわけ米国経済と我が国の物価の先行きに対する考え方、さらには前回会合で確認したいと申し上げた個人消費とIT関連の在庫調整について、前回会合以降公表された指標も踏まえ、簡単に整理してみたいと思う。

まず、米国経済についてだが、直近のデータが揃うにつれ、ソフトランディングとなる蓋然性が高まっているように思う。

前回決定会合の時点では、住宅着工大幅下振れ、ISM製造業指数の50割れなど弱い数字を受けて、市場では利下げ観測が幾分強まった。米国経済に対する弱気の見方がFOMCメンバーにも芽生えていたことが12月会合の議事要旨からも窺える。米国はソフトランディングする蓋然性が高いと考えていたものの、米国の調整が住宅市場やその周辺でとまるとみるかどうか、もう少し見極める必要性を感じていた。この間、消費者信頼感指数、小売売上高、クリスマス商戦、雇用、住宅販売などソフトランディングのサポート材料が多く出た。ISM製造業景況感指数も12月は再び50台を回復した。所得の増加や原油価格の低下効果が消費を下支えするも、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、小さくなっており、ソフトランディング・シナリオの蓋然性が高まっているとみている。また、市場でも、FRBが利下げに踏み切るとの見方は、足許急速に後退している。現時点では、足許は原油反落の効果があるものの、雇用の強さ、賃金の上昇などから、インフレ圧力とFedの出方が気になっている。

ただし、住宅市場の調整はまだ終息した訳ではない。中古一戸建て価格指数は依然として歴史的に高い水準にあるし、家計部門への影響はむしろ年明け以降本格化するとの見方もある。引き続き予断を持たずに注視していきたいと思っている。

個人消費については、昨年7～9月の落ち込みは、家計調査のサンプル

バイアス、天候不順、携帯電話やパソコンの新製品投入前の買い控え、という三つの特殊要因が大きく影響しており、あくまで一時的な下振れである可能性が高いと前回会合で指摘した。その後の消費関連指標をみると、家計調査はトレンド・ラインまで戻し、POSデータによれば12月も大型テレビ、デジカメ、ゲーム機など好調で、そうした見方が正しかったという思いを強くしている。10～12月の実質民間最終消費支出は、7～9月の反動や原油価格低下による実質所得増の影響も見込まれ、かなり強めとなると思われる。半年を均してみれば、雇用者所得の伸びに見合った緩やかな増加基調とのこれまでの基調判断に変更を加える必要はないと考えている。

次に、電子部品・デバイスを巡る出荷・在庫バランスの悪化だが、生産の拡大が出荷・在庫バランスの悪化と同時に起きていたことや、生産能力指数が上昇していることから、万が一、需要を読み違えていた場合の在庫調整リスクが相当程度高まっているという認識に変化はない。ただし、世界半導体出荷が安定的な伸びを続けるなど、グローバルな市場環境は良好な状態にあって、電子部品・デバイスの輸出は増加基調を継続しているし、電気機器や情報通信機器の最終製品の出荷は、総じて堅調に推移している。こうしたことから、今回のIT調整がローカルなものである可能性が高く、世界経済が変調をきたさない限り、そう遠くないうちにIT在庫の調整は進捗していくと捉えておきたいと思っている。

最後に物価である。企業物価指数は、石油・石炭製品の下振れや非鉄金属に頭打ち感がみられるなど、足許伸び率が鈍化している。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)についても、前年比プラス幅が小幅な状態が続いている。しかし、それらの中身を品目毎に分解してみると、既往の原油や非鉄価格の上昇を転嫁する動きが中間財や最終財にまで広範化しつつあることや、消費者物価においても、前年を上回る品目数が着実に増加を続けていることが確認できる。

確かに、原油価格の調整が足許物価指数の押し下げに寄与しているのは事実である。しかし、世界経済が今後も拡大を続けるという想定のもとで

は、いつまでも原油価格が低下を続けるとは想定されないし、相対価格の変化が一般物価に与える影響は一時的であるとの認識が一般的である。原油価格の下方調整は、産油国から消費国への所得のトランスファーをもたらし、企業収益の増加や可処分所得の実質的な増加に繋がって、実体経済にはプラスの効果が発揮される。

なお、前回、GDPの大幅改訂を受けて、今後の物価の先行きトレンドを想定する上で、需給ギャップやユニット・レーバー・コストへの影響が気になっていたが、その影響は大したことはないということが確認できたと思っている。私からは以上である。

#### 福井議長

以上で一通り各委員のご意見を出して頂いた。まず展望レポートに対する中間評価だが、各委員のご意見は須田委員を除き、この符号で言えば「②」、「③」、「②」ということであつたと思う。須田委員は「①」とおっしゃったな。「①」、「③」、「②」と。従って、後段の「③」、「②」は皆さん一致していて、最初のところに「①」がお一人おられたということであつたと思う。それから中身の議論だが、世界経済に対する認識について、皆さんそんなに大きな差はなかったのかなというふうに思っている。一言で言えば、米国の景気拡大テンポは鈍化しているけれども、世界経済全体としてみれば地域的な広がりをもって拡大が続いており、このトレンドは当面続くのではないかということであつたと思う。そして、その中で米国経済については、一頃に比べるとソフトランディング・シナリオの蓋然性が幾らか高まってきている、こういう点でもあまり大きなご認識の差はなかったのかと。ただし、手放しでその判断を受止められるかどうかという点になると、まだ住宅市場調整が終わった訳ではなく、その帰趨には今後とも注意する必要がある。一方、物価面での動き、消費者物価のコアの指数が引き続きやや高止まりしているということもあるので、両面のリスク要因に引き続き注意をしていく必要がある。概ねそのようなことであつたと思うし、ユーロエリアの動き、あるいは中国を含むアジアの動きについ

ても、皆様方の中で意見の相違はそんなになかったのかなというふうに思う。ユーロエリアについては、これまでの生産の増加と企業収益の改善が設備投資や——強弱の差はあるが——個人消費の回復にも繋がっていて、ユーロエリア全体としてはしっかりとした景気回復が続いている。ドイツにおける付加価値税引き上げの攪乱的な影響がどの位あるかという問題はまだ若干残っていると思うが、総じてみればそういうふうに言える。アジアの方は中国が内外需ともに力強い拡大を続けてきており、引き続き固定資産投資——これはやや減速したようにも見えるが——が引き続き高い伸びということで、むしろ成長率上振れリスクに注意が必要であるということであり、中国人民銀行は預金準備率の追加的引き上げ等で対処しているという状況である。NIEs、ASEAN諸国、その辺りの地域でみると、輸出の増勢にやや一服感が窺われる地域があるという点はあるが、その他、総じて緩やかな景気拡大が続いているという状況に変わりはないということかと思う。なお、原油価格が北米の暖冬などの影響で、このところかなり急速に下がっているというようなことで、今のところ今後の動きは必ずしも明確には読めない。岩田副総裁がおっしゃるとおり均衡価格に向かってスムーズに進んでいくのか、また再びなにかの要因で上がったたり、あるいは上下に振れるというふうにボラティルな動きを示すことになるのか、まだ今のところはそこを読み取る材料はないということではないかと思う。国内の経済について多少皆様方のご意見にニュアンスの差はあるが、基本的に日本経済の拡大のメカニズムが損なわれているというご判断ではなかった、生産・所得・支出の我が国の循環メカニズムが引き続き着実に作動しているし、将来に引き伸ばしてこれをみることもできるだろうという点で一致していたというふうに思う。中でも外需、内需の動きを分けてみると、外需については今申し上げたような世界経済の環境の中で、日本企業はしっかりグローバル展開を遂げ、さらに伸ばし、その中で収益を上げ続けているという状況なので、そうした企業活動との関連もあって、輸出が順調に伸びているということだと思う。非常に細かくみると、米国向けの輸出について自動車関連が若干鈍化しているとか、ある

いは小型の機械の輸出が減少しているというようなことがみられるとか、情報関連についてNIEs向けのデジタル素材の輸出がやや弱めとかいうふうなことは見受けられる訳だが、世界のIT関連需要は総じて堅調であるという背景のもとで、そういう部分的現象が起こっているということなので、輸出については総じて問題がないというようなご認識であったと思う。内需の方も、特にこの企業部門に関しては従来のご認識を修正するものはない。企業収益が好調で設備投資が増加を続けている。前回、年末の短観で確認された中身を裏付けるような指標がその後も出ているということであったと思う。内需のもう一つの柱である個人消費について、前回の月報以降、我々はやや伸び悩み気味だが増加基調を続けている、との判断を掲げた訳だが、基本的にはこの判断で皆さんのご意見にそんなに大きな差はなかったのではないかと。むしろ昨年末以降、新しく出てきた幾つかの消費関連の指標をみると、昨年の消費の落ち込みがやや目立った時期について言うと、幾つかの特殊要因がやや強めに作動していたということが次第に確認されるようになってきているということだと思ふ。その上で、そもそも個人消費の増加基調が今後も続いていくという点について、足許出てくる指標の中には引き続き弱めのものもあるということなので、そうした強弱両方の指標を読み込みながら、先行きの増加基調について確信が持てるとしても、それがどの程度の確信と言えるのかということについて、皆様方のご意見にニュアンスの差があったのではないかとというふうに受止めさせて頂いた。それから鉱工業生産、あるいは出荷・在庫、サプライサイドからの動きだが、鉱工業生産は指数で見ると多少のアップダウンがあるのだが、総じて一貫した着実な増加を続けている。これは内外需要の増加を背景とするものだというふうにも見て良いと思ふし、在庫も全体としては概ね出荷とバランスした状態にある。注目を続けている電子部品・デバイス関連の在庫は引き続きやや高めの水準だが、前月の指標などをみると、出荷・在庫のバランスの悪化に歯止めが掛かりつつあることを窺わせる方向性が、多少出ているということではないかとというふうに思う。雇用・所得環境については、雇用は順調に増えている。有効求人倍率は引



き続き1倍を超えている。完全失業率も11月には4%ちょうどまで下がったということである。所得の伸び方については、所定内給与の伸びが抑制され続けているという問題点を引き続き引きずっているが、その他パートタイマー、あるいは賞与の動き等を含め、基本的には雇用者数の増加に支えられて雇用者所得は1%台の伸びを続けている。家計部門にはその他配当収入等、他のルートからの所得還元もあるということなので、企業部門の好調さが多様なルートで極めて緩やかだが、家計部門に還元され続け、それがやはり家計の支出を背後から支えているという構図には変わりがない。その強さとか先行きの動きをどうみるかというところで、難しい判断があり、皆様方の現状における判断にも多少差が存在するというのではないかというふうに思う。今申し上げたようなことは先般の支店長会議で各地の支店長が報告されたこと、あるいはさくらレポートの中身に盛り込まれたことと整合的ではないか。地域的なばらつきは依然としてあるし、各支店長もやはり、企業部門の動きと家計部門の動きの相違ということはかなりクリアに指摘し、あるいは意識して発言しておられたというふうに思っている。物価情勢では、国内企業物価の動きについて皆様方の認識は一致していたというふうに思う。消費者物価指数については、原油価格の変化に伴う石油関連製品の市況の変化というふうなものが消費者物価指数（除く生鮮食品）のベースでみても影響を及ぼしつつあるということだが、エネルギーを除く——これは何と言おうか、実力としてのコアというのか——、そこのところの高まり方について、かなり確信が持てるのか、さらに十分に点検していく必要があるのか、この点について皆様方の意見に多少ニュアンスの差があったというふうに思っている。洩らしたところがあるかもしれないが、皆さんのおっしゃったところはそのようなところで、消費の見方、消費者物価指数の見方等について改めてご議論頂きたいと思う。もう一つ皆様方のご意見を伺いながらと思うのは、根底的な構図のようなところなのだが、景気が成熟すると主役が設備投資から個人消費に大きく振り変わるというようなことであるのかどうなのか、この問題が根底にあるような気が私はした。当然、設備投資から個人消費にウエイ

トのシフトが起こるといことは否定し得ないにしても、それがどの程度のもものと意識するのか。過去の景気と同じパターンで主役の交替があると考えるべきなのか、むしろグローバル化の中で企業がさらなる展開を遂げ、世界のマーケットシェアを取りながら収益を上げていく、その中で国内の経営をしっかりと固めながら前進するという場合に、やはり家計部門への還元というのは過去と同じパターンで行われたいということなのか。日本の場合には、財政再建に伴う個人部門への負担増という要素もある——水野委員が先程ご指摘になったが——、そこまで含めて我々は今後、経済の先々をフォワード・ルッキングにみていく時に設備投資と個人消費のバランス感覚というものを少し揃えながら観測していく必要があるのかなというふうに私は感じながら伺った。それは正しい認識かどうかは分からないが、その点も含めて少し議論して頂ければ有り難いというふうに思う。

#### 水野委員

全く同感であり、そもそも潜在成長率は+1.5%~+2%ということで、設備投資がこれだけ強くて、消費が弱いというのだが、消費に対する期待値はやはり少し目線を下げなくてはならないのかなと思っている。消費の回復を確かめたいという意見があったのだが、過去の期待値を基準にすると、いつまで経っても確かめられないという可能性もある。これは多分、私は何回か色々なところで言っているが、やはりまず企業の経営姿勢、それから国民負担率の増加、人口動態——これは少子高齢化である——、それから地方の景気を考えた場合には公共投資削減、これはかなり地方の景況感に影響が出ていると思う。その中で支店長方が地方で日本銀行の金融経済月報を使って説明する時に消費の話が一番説明しにくいと言う。緩やかな増加基調と表現すると、緩やかな増加などといったものはあるのか、などと言われる地方がある訳である。ここについてはある意味で構造的な言葉というのは軽々に使うものではないと思うが、やはり過去のパターンにあまり捕らわれ過ぎない方が良いのではないかという問題提起を福井議長はされたと思う。そこはある程度事実として、いつまで経っても遅れ

ている、それは事実としてはあるのだが、では、これから待てば本当に良くなるのかという議論は、これは私はモメンタムの話も含めて実はあまり皆さんと考えているところに違いはないのではないかという感じを受けた。楽観論、悲観論、コーシャスオプティミズム、慎重論という、そのような幅があったと思うのだが、実はどこになったら良いのかというところについては、やはりある程度目線を揃えていかないと評価基準が明らかではない。無論集約は簡単ではないと思うが。

#### 福井議長

個人消費を色々な角度から観測する指標が、必ずしも方向性が揃って出てこないとか、方向性が揃っているとしても、その程度の差が物凄く大きいとか、といった時に、場合によっては個人消費へのウエイトのシフトが遅れているという判断が正当だということになると思うのだが、よりロングランにみて遅れているかどうかという点については、ロングランなゴールの高さの設定の仕方によって随分違うのではないかとも思う訳で、なかなか難しい問題である。展望レポートでフォワード・ルッキングに物事処理していくという場合には、ロングランに一体どのような設備投資と個人消費のバランス——労働分配率も一つの着目点かもしれないが——を想定していくのかという基本的な問題がやはり出てきているように私は思っている。

#### 須田委員

宜しいか。私が皆さんと少し今回、展望レポートの評価が違うのはまさにその点であり、賃金は上がらない、雇用者所得は人数で増えるのであって、その緩やかな雇用者所得の回復に見合った程度しか消費は起こらないのだということが元々の、ずっと私が維持してきたスタンスである。従って、目線が低いから戻っているとも思うし、変わらないというふうな判断もできるということだと思っている。投資から消費に段々変わってウエイトを持っていくという点についても、どちらかと言うと、やはり設備投資

が非常に強かったからそれが落ちていって、結果的にGDPのウェイトでみれば消費の方が高いというようなことになるかもしれないが、やはり何と言っても、高齢化社会、あるいは人口が減る中では特に非耐久財に関して消費が増えていくという姿は想定しづらいということがある。サービスは増えていくのだろうが、サービスの統計はないので、なかなかそこがまた指標に出てこないという難しさがあると思う。私は後で申し上げようと思ったのだが、月報においても素直に足許ずっと「伸び悩み」なのだが、強調しているのは「増加基調」というところだということに思っている。その受止められ方があまりにも異なり、何だかもう消費が凄く弱いと。それでこの消費回復を待っていくのであれば、もう何か月経っても出てこないのだから、政策もずっと後ずれするという、そういう受止められ方をされてしまったことに対しては凄く違和感があり、また、今回驚いたところでもある。そういうこともあって、私はここを強調してしまうと益々我々が消費の弱さを強調したのではないかというふうに言われ兼ねないということもあって、判断としては今までどおりであるということであるし、月報についても、たった1か月だがこのような受止め方をされるのであれば、もう「伸び悩みつつも」というのは取ってしまった方が良いというふうに思っている。現状をどう評価するかという時も、やはり外部の方が目線がもっと高いのかなということを経済の報道等を見て感じた。

岩田副総裁

その点宜しいか。

福井議長

私が問題提起をしてしまったものだから責任上もう一つだけ言わせて頂くが、何と言おうか、二極化現象とグローバル化の中での企業経営、労働分配率という話を混同して物を言うつもりは全くないのだが、国内での景況感の形成ということになると、やはりグローバル化で勝利を収める企業、それとの連関で所得の還元を受けられる人と、それと無縁と言ったら

おかしいが、そこからは距離感のある人というのがいて、多分、頭数を数えると距離感のある人が増える傾向にあるのではないか。そうすると、グローバル展開まで含めて我々がマクロの判断を持った時に、国内だけに限って言うと、その判断に少し付いていけない人の頭数も増える。従って、国内の景況感是我々のマクロの分析よりも意外にバルナラブルな部分があるのかなという点には、やはり注意しなくてはならないというふうに思う。であるから、いつも何か景気ウォッチャー調査とのギャップであるとか、色々なことが今後恒常的に出てくる可能性があるのではないか。ここは従来からあった問題なのだろうが、一層目立っている問題ではないかとも思う。

岩田副総裁

宜しいか。消費がどの位ノーマルな水準から下方に推移しているか、逸れているかという点は凄く重要だと思っている。仮に潜在成長率というか、ノーマルな成長率が2%程度と考えると、それに見合った消費というのが大体実質で2%伸びていくというのが、普通の姿、自然体だと私は思う。そういう観点から、例えば過去のパフォーマンスというのはどうだったかという、例えば2005年度、最終消費というのは1.9%、その前は1.3%というような伸びになっている。例えば2005年は前期比だと0.8%、0.9%、0.6%、0.5%であり、前期比で言うと0.5%位個人消費が伸びているのが、私は普通の姿だと思う。ところが、2006年に入ってから、前期比で言うと-0.1%、+0.5%、-0.9%と明らかに…。

福井議長

カレンダー・イヤーで言うっておられるのか。

岩田副総裁

カレンダー・イヤーでも年度に直しても良いのだが。例えば年度で言うと2004年度は1.3%、2005年度は1.9%なのである。だが、足許をみて

も明らかに 2006 年というのは——これは年度でもどちらでも良いのだが——明らかに下振れしているのである。0.5%というラインから下に逸れているのである。であるから、何が正常な姿なのかと言え、私から言わせれば、実質消費は前期比で言えば 0.5%位伸びているというのは全く普通の姿で、やはりそれよりも下に逸れたら、これはやはり下振れしている。そういう意味では、2006 年に入ってから明らかに私は下振れしていると思う。それからもう一つ、資本ストックの伸びもやはり私はある種定常な状態であれば 2%位伸びると思っている。資本ストックの伸びで、である。これを設備投資の伸びに直すと、私の計算は大体 5%なのだが、年に 5%位伸びていくというのが大体正常な姿である。現実の設備投資はというと、2003 年度、2004 年度、2005 年度と 6.1%、6.2%、5.8%と、こう伸びてきているのである。少しは鈍化しているが、まだ高いのである。設備投資は私の基準に照らすと少し高めで推移しているのである。私は大体 5%のところを段々収束していく可能性があると思うが、だがそれが 2007 年度にそうなるのか、2008 年度にそうなるのか、私は分からない。また、長い期間 5%位でいくという可能性も決して排除できないというふうに思っている。これは勿論、減耗率をどの位にみるかということによって相当差が出るが、調査統計局の推計値は 9.5%位なので、それをベースに考えるとそのようなことになると思う。そういう時に分配率との関係をどのように考えるべきか。アメリカをみても日本をみても、実は企業部門の利潤のシェアというのは、ここ 2 年～3 年物凄く上がっている。急上昇して名目 GDP の 12%である。かつてないような急上昇である。同じことが日本とアメリカで起こっている訳である。ではアメリカは消費は伸びないのかと言うと、そのようなことはない。労働分配率は両国ともやはり下がっているのだが、アメリカの消費が落ちるかと言うと、そのようなことはないのである。私は、そこは生産性の問題であり、強い経済であれば労働分配率は下がりながらも消費はちゃんと伸びると思う。以上である。

福井議長

企業が技術進歩を追い掛ける速度が上がり、資本の減耗率が上がれば、設備投資は従来パターンよりは高めに推移するか。

岩田副総裁

高めでもおかしくはない。

福井議長

おかしくないな。一方、何と言うのか、その時労働分配率が下がり続けるかどうかは分からないが、やはりどちらかと言うと下がり続ける可能性が幾らかあるな。

岩田副総裁

そう思う。

福井議長

その場合、アメリカと日本で消費が違うというのは、これはまた少し別の話であつたりもするので、もう一つ説明がいるのだろう。アメリカと同じようにその時は消費が伸びると言えるのかどうか。

岩田副総裁

伸び率で言うと、アメリカは3%~4%伸びている。日本はどうして1%以下なのかというのは、結局そこは生産性の違いだと思う。

福井議長

生産性の違いか。

岩田副総裁

然り。

水野委員

あとは貯蓄行動である。

岩田副総裁

勿論、貯蓄もある。アメリカはマイナス、まだ-1%でやっている訳である。

西村委員

その場合、貯蓄と言った時、経済学的に考えればキャピタル・ゲインも入れて貯蓄を考えるから、それを考えると、アメリカの貯蓄はそんなに低い訳ではない。日本のキャピタル・ゲインはほとんどゼロから今までマイナスであったということが消費に極めて大きな影響を及ぼしたということは考えている。であるから、今の話で、生産性から直接消費に行くというよりは、生産性が上がるということによって、それに対応する希少な資源である家計が持っている様々な資産が上がった。それが逆に言えば、将来に亘る資産効果、恒常所得の効果という形で全体として上がってきたということが一番クリアな形で説明しやすい仕方だと思う。日本の場合はそれがまだ依然として逆の状態が続いているというのが大きな問題だろうと思う。

水野委員

ソーシャル・インカムは賃金所得から段々、配当その他色々な多様な所得に変わっている。要は、賃金が伸びるかどうかではなくて消費がどうなるかということが我々の議論なので、あまり所定内賃金でやるのは良くないというのはこれまでの反省を込めて思っているのだが、この部分は計算上はなかなか上がらないなという感じがある一方、逆に配当性向を企業は高めてきているとか、家計の貯蓄から投資へということが少しずつだが進んできているということがある。これらを考えると、将来アメリカのよう



にまでいくとは思わないが、近付いていくという姿は一つある。あと、潜在成長率が2%というのは、調査統計局によると今1.5%程度と言っているものが、本当は上がってくれば良いのだが、少子高齢化が日本が一番早く進んでいるから、上がらない可能性もある訳で、むしろ下がってくるかもしれない。その中で消費というのは、やはりなかなか強くならない。最後にもう一点だけ、設備投資というのは、バブルの時の数字を出して申し訳ないが、名目GDPに対して20%であったので、まだまだ上がる可能性もある。それを国内でやらないところに問題があるのではないか。以上である。

野田委員

消費に関連して、アメリカとの違いについて私も少し申し上げたい。日本の消費が盛り上がらないのは、将来への漠然とした不安というものがああり、この点は、あまり議論されていないのではないかと思う。これは前に少し議論され掛かり、そのままとなったが、やはり年金問題や少子高齢化といった日本特有の問題が消費者マインドを抑えているとみられ、その点はアメリカとの比較において、少し説明をしておくべきではないかと思う。

水野委員

あとは財政である。

野田委員

財政だな。

水野委員

減税をしている面と増税をしている面があるが、事実上増税である。各国民の負担が……。

#### 野田委員

個人増税である。

#### 水野委員

個人増税。あと住宅価格の上昇も、これは西村委員も言われた広い意味での資産効果だが、ホーム・エクイティ・ローンを通じて消費に回っているということは確かで、ホーム・エクイティ・ローンがどうなるかということも相当エコノミストは議論している。今まではそれで食っていた、消費が上がっていた部分があるということの裏返しの話なので、この辺も実は検討課題なのである。日本の銀行融資をみていく際に。以上である。

#### 福間委員

生産性については、恐らく今から日本も上がってくるのだろう。というのは企業経営の端くれをやってみた経験からいえば、1990年代の初期はとにかく人を減らせということであった。人を不足状態に置くと、ERPやBPRなどをやらない限りは仕事ができず、IT化が進むため、敢えて人手不足の状態にしたのである。これが企業が損益分岐点を落としてきた一つの大きなポイントであり、こうしたことが日本全体で起こったのだと思う。だが、雇用のミスマッチもあり、あるいは労働力不足もあり、雇用希望者が少ない、あるいはディスカレッジド・ワーカーもなかなか帰ってこないというような状況の中で、雇用不足が深刻になってしまった。そうした中であっても、企業としては生きなければならないから、先程おっしゃったように、外の労働力を利用することもあるが、やはり国内のマザー工場にハートの部分を残すために、IT化を進めて生産性を上げないと、結局対応できないという段階にまで恐らく今から入っていくのだろう。こうしたことから、今からまさに本格的な生産性アップが始まるのではないかと思っている。もう一つは、地方の問題である。これは地方の方も均衡ある国土の発展などというのはもうない時代であるという感覚は勿論

今はお持ちなのだが、大体5年も景気が良くて、あるいは企業収益が史上最高という中で、過去のパターンから言ったら3年位待てば我々のところに波及してくると思ったら何年待っても全然こない。これに対しての苛立ちが物凄く大きい。これはもう、他のボードメンバーの方々も地方に出られてお話しされた時に必ず地元から出てくる話なのだが、結局トヨタを呼んでくるか、工場誘致でもやらないともう駄目なのだという事になっている。ただ、今の企業は非常にしっかりしているから、これをやっても人を現地で養成して立ち上げるというよりは、初期の段階は他の工場から習熟した技術者を移してやっていこうとする。このため、地元にとっては、直ちに雇用効果がないということを経方からは最近知り始めている。いずれにしても長期的には効果が期待できるということで、企業の誘致活動というのは非常に盛んな訳だが、やはり今の地方の苛立ちというのはどうもそういう格好であり、皆が悪いのであれば良いが、新聞をみると何か景気は非常に良い、企業は大企業が毎年毎年史上最高益だとなってしまうと、このギャップは何か、一体我々はどうしたのだということになる。私はあるところで講演をしたら、とにかく色々と苦言を頂戴した。

野田委員

私もそうであった。

福間委員

やはり地方とのギャップ、苛立ちなのだと思う。

福井議長

それは先程私が申し上げたマクロでみた我々の景気判断と、それからやはり国内の景況感の脆弱性というものが……。

福間委員

残念ながら。

福井議長

それは新しい構図だというふうに思っている。

福間委員

私もそう思っている。

福井議長

景況感が付いてこないのがおかしいと思っていると、いつまでも付いてこない。これについての判断は非常に難しい。

野田委員

宜しいか。多分、福井議長と福間委員は同じようなことをおっしゃっているのだと思うが、今の日本経済を消費も含めて牽引しているものとして我々がみているのは、やはり製造業、大企業である。よく「二八」と言われるが、日本経済は、ウエイトの小さい一つのセクターで全体のかなりの部分を引っ張っているという姿になっているのだと思っている。地方においても、その点ははっきりしており、グローバル化が進んでいる中央の出先は極めて好調であるが、そうでないところ、すなわちグローバルから距離を置かれているところはやはり弱い。そういう「二八」の原理のようなものが段々と日本経済全体にも浸透してきているというような判断、見方で宜しいのではないかと思う。そうすると、ポイントは、生産性も「二八」の「二」の部分では物凄く向上しているが、非製造業も含めてその他のところの生産性の向上は、かなり遅れているということにある。これはもう明らかであって、全体としては、なお生産性の向上がまだまだ足りないのだと思う。その「二」の部分についても——先程の福間委員の話では息の長い成長という中で改善されていくしかないということだろうが——、何か政策努力でその分配を少し変えていくことなどによって、それ以外のところ、非製造業ないしは「八」の部分に対する何らかの政策を実施する必

要がどうしても出てくるのではないかと思う。

#### 水野委員

海外投資家と最近よく話をしている、去年日本投資に対してディスアポイントメントであった、そこで一つ分かったといわれる。何がとて言えば、日本で収益力が低い理由の一つには、やはり公的部門が大きいことがあると。ここを縮小していくという方向性が、目にみえるかみえないかは別として、小泉政権と安倍政権の差として、やはり公的部門縮小の議論が少し後退しているのではないかということがある。確かに郵政民営化とか政策金融の話、これは実はサービスゾーンで一番収益力が高い金融サービスのところである。ここは郵政民営化とまさにバッティングしてしまうのである。ここは実は痛みを伴うので、政治家もなかなか「はい、そうです」とはいかない。ただ、ペインフルなプロセスだがこの部分を少しずつやっていかないといけない。サービスセクターにおける生産性上昇は、多分賃金が比較的高いサービス業で雇用が増えるということに伴いながら生産性が上がってくると考えるところが、金融サービス業の遅れというのは物凄く大きな問題であると思っている。

#### 福井議長

もう一つ物価、CPIに関して、西村委員の分析ではエネルギーを除いてファンダメンタルズの部分の項目をずっと点検するとあまり上がっていない、このような話であった。こういう議論が適切かどうかという点。また、アメリカもヨーロッパも日本も成長率は大体2%ラインに揃ってきていて、失業率は日本が一番低くて、別に消費がどんどん落ち込んでいる訳でもない。だが、なぜ日本のCPIだけが一番底辺の部分の部分が全く動かないのか。そこのところは如何か。

#### 西村委員

一つは帰属家賃である。HICPには家賃が入っていないので違うが、

アメリカの計数と日本との比較の場合には家賃の動きがかなり大きな違いがある。日本の場合は2006年の最初だけは家賃が伸びたがあとは一貫してかなり低い状態がずっと続いている。それ以前も家賃はずっと伸びていたのだが、それが一旦落ち始めて、それからほとんど落ちた状態がずっと続いているということが一つの大きな違いである。それから価格行動、価格の設定行動が日本と他の国ではかなり違うのではないかと思う。これは金融研究所の色々なデータがあり——ただし、データの取り方はどちらかと言うとアドホックに取っているので、日米及び欧州との差というのはまだ分からないのだが——、かなり価格の行動、特に価格を上げることに對して消費者が逃げてしまうのではないかというフィア—というか、恐れが日本は非常に強いということがある。経済学的に考えれば、それぞれの企業間で需要の価格弾力性が非常に大きいということになるが、そういったことが価格行動に影響を及ぼしている。それからもう一つはロールモデルである。これは経済学者としてあまり言うことではないのかもしれないが、日本企業のロールモデルはトヨタである。トヨタでは基本的に上がったコストは全部コストダウン努力で吸収する。とにかくコストダウンである。常にコストダウンをやるというトヨタ生産方式が日本のロールモデルになっているということが、価格転嫁が起こらないということに繋がる。あれはもう、プライス・トゥ・マーケットというか、そういう影響が非常に強くて、コストは下げるものである、コストは価格に応じて下げるものであるということが、日本の輸出産業の大きな成長力の源泉になった。そのトヨタ方式が成立しないようなサービス業など、今一所懸命トヨタ方式をやろうとしているが、そうしていないところではなかなかそれが上手くいかないということがあるのではないかというふうに思う。この点については、やはり今後金融研究所を含めて、我々は調べ分析していかななくてはならないものではないかというふうに思っている。

須田委員

物価について、欧米との違いはサービスの上昇率がメインで、財につい

ては今チェックしてみると、グローバルに同じような動き方をしており、かなり低い動きである。であるから、サービスがどれだけ上昇していくかと言った時には、日本の場合は統計の問題ということが凄くネックになってきていると思う。それからもう一つ、サービスが上がるためにはやはり賃金が上がらなくてはならないのであるから、賃金の弱さがサービスの価格の上昇の弱さにも反映されているということである。あとは最近、どの程度かは分からないが、フィリップス・カーブがフラット化しているという議論がある。アメリカもフィリップス・カーブが寝ているのであれば、なかなかインフレ率は下がらない。やはり日本は低いからそこから動かない。

福井議長

上がらないと。

須田委員

もしフィリップス・カーブがフラット化しているということが少なくとも短期的には正しいということであるならば、ちょうどフィリップス・カーブのフラットの部分が物価安定の真中にある国はハッピーなのだが、その上と下にある国ではなかなか物価が動かないという状態がこのまま続いていく可能性もあるのではないかというふうに思う。

岩田副総裁

宜しいか、一点だけ補足的に。ある民間のシンクタンクが女性が主に使っている商品やサービスを対象とした女性CPIというものを算出している。

福井議長

女性のマーケット・バスケットか。

岩田副総裁

然り。これは少し少ない 48 品目なのだが、エステ、化粧品、婦人服、調理食品、家事代行業。

福井議長

家事の代行業か。

岩田副総裁

然り。そうしたサービスが今あるのである。

須田委員

掃除をやってくれるとか。

岩田副総裁

色々と。そういうものを 48 品目。これをみると実は今 1%位上昇している。男性はまだデフレだが女性はインフレというか、快適ゾーンで——私からみて快適ゾーンで——生活している。

福井議長

では男性のバスケットは-1%とか。

岩田副総裁

まあ、そういうことであろう。残ったものが男性だとすればだが。ただ、私が思うのは、重要なのはやはり失業率である。女性の失業率というのは四半期に平均すると今 3.8%である。一方、男性は 4.3%である。つまりレーバ・マーケットはやはり女性にとってカンファタブルなのである。雇用の安定というのは、日本の場合には消費に対して非常に大きな影響を与える。職を探そうと思えば割合見付けられるとか、そういうことがやはり支出行動にも現われているのではないかと思う。であるから、今の失業



率は漸く 4%なのだが、これが私のみるところ 3.8%などというところに下りてくると、やはり男性の方にも恩恵は及んできて、もう少し安心して使おうかということは可能性としてはあると思っている。

福井議長

今までの議論を聞いておられて井戸理事、早川調査統計局長から何か我々にコメントを頂ければと思うが。

早川調査統計局長

話が広範に及んでいるので、どの点について申し上げて良いか難しいのだが、一つ大きな話としては個人消費のベースラインのような議論が当然ある。その点に関しては先程岩田副総裁はある種のステディ・ステートのような議論をされたのだが、これはやはりステディ・ステートは少しやり過ぎではないかと思っている。というのは、おっしゃるとおりステディ・ステートであれば成長率が+2%の時は当然消費も+2%である訳である。今ステディ・ステートからの乖離をもたらす要因というのはプラス方向にもマイナス方向にも幾つかあって、実はマイナス方向で今効いている主な変数は二つだと思っている。一つは労働分配率。労働分配率が下がり続ける、どこまで下がるかという問題。少なくとも過去何年間かははっきり下がったということが一つ。それからもう一つは、実は財政負担である。財政のプライマリー・バランスを毎年 0.何%改善させている分はほとんど家計の負担でやっているから、それは当然その分落ちる。逆にプラス要因はデモグラフィであり、やはりエイジング化が進む限り貯蓄率というのはトレンド的には下がる。これらが、それぞれ綱引きして動いているというのが基本的な認識である。であるから、今年について言うと確かに数字が弱いし、それは7~9月の家計調査の話を別にしても、財政負担でみると実は今年というのは定率減税の廃止が始まった年なので、賃金サイドの上昇があまりみえてこないとすれば、むしろ伸び率で計算すると若干落ちておかしくはないというような感じである。であるから普通に考えると

+2%はやはり苦しいと私は思う。

岩田副総裁

+1.5%~+2.0%位で良いのではないかと、潜在成長率もその位の幅が。

福井議長

幅があるから。

早川調査統計局長

あともう一つは、先程皆さんがご議論されている中で、これは非常に忘れられやすい変数なのだが、人口という変数は常に考えた方が良く、例えばアメリカと日本の話などは典型的なものである。暫く前はアメリカの潜在成長は4%近いと言われていた時代があって、その頃、日本は1%位だと言っていたのである。人口増加率はアメリカが+1%で日本はゼロである。であるから、当時はそれでも3対1でかなり差があるなという感じがあった。仮に今アメリカが2.75%だとすると、1%引いて+1.75%。日本は+1.5%位だとすると、この辺りになってくるとどこまでシグニフィカントな差があるかということで、やはり人口は結構大きく、重要な点と思っている。あともう一つ大事な議論として、皆さんからいわゆる企業から家計へのバトンタッチが遅れているという議論があったが、おっしゃるとおり少なくとも去年の春時点では我々はもう少し早いバトンタッチも考えていた。去年の秋時点である程度その目線は少し下げたつもりだが——そこから一段と下がっているかということはクエスチョンなのだが——、おっしゃるとおりであって、かつ、それとはまた別の話として先般のGDPの改訂で+3%成長が+2.4%になってしまったということと併せて考えると、益々今回の景気というのは、何と言うのか時計の速さを相当遅く回転させているような感じの印象を持っている。私達は以前は2005年度が+3%であったので、ここから割とスッと落ちていって、2008年位は実は結構循環的には厳しいという印象を持っていたのだが、今の展開をみる

と、何かズルズルと——この春には 2008 年度を考えるのだが——、大差ない状態が続いてもおかしくないという姿になっていく。そのような姿をみると物事の進む速度のようなものも、少し修正して考えていく必要が当然ある。これは不思議なのだがミクロの世界では実はそんなに時計のスピードが遅くなっていないのである。ミクロの世界、個々の企業などでは、物凄く元気なところが落ちる速度は凄く早いのだが、マクロで合成した世界は非常に時計の針が遅くなっているという感じを持っている。例えばこれから今年の春、2008 年度を考えていく時には、以前はこう上がって下がって行って、潜在成長率に辿り付くとそこから後はそのままか、むしろ引っ込んでしまうという感じであったが、何となく同じような状態が続き得る。益々不思議であり、これは一体どういうことか理解しがたい。なぜこういうことが起こっているのかまだ綺麗には分からない。そのような印象を持っている。全てをカバーはできないがそのようなところである。

福井議長

ミクロでみて早い、マクロでみてゆっくりという、言ってみれば心臓の鼓動の早い亀のようなもので、亀が居眠りしなければ良いということだが。

西村委員

宜しいか。その点については、国際的に、アメリカの数字にも日本の数字にも色々と表われていて、私が過去にやった実証分析にもあるのだが、基本的には分散がどうなっているかということなのである。産業間の分散と産業内の分散をみると、産業内の分散は非常に大きくなっている。つまり、各企業は物凄い勢いで自分を変えていかない限り退出という状態になる。ところが産業間の分散は小さくなっていく。ということは、大数の法則が動き始めているということでもある。要するに国際化が進みグローバル化の影響があり、かつ IT 化も進み色々なところで色々な動きがある時に、それに対して少しずつ自分達を変えていかなければならない。他方各産業には似たインパクトがあるので、産業間の変動というのは非常

に小さくなってきている。その二つが両方重なって今起きている。二極化というのは実はそういう部分があって、マクロで見ると比較的ビナインなのだが、ミクロで見ると凄く悪いということが結構沢山あるということが一つ大きな問題であるというふうに思う。それからもう一つ、消費が弱いというのは、単に消費が弱いということだけではなくて、将来の消費が弱いかということがやはり重要な点なのである。今の日本の景気は、私もあまり認めたくはないがやはり外需頼みであることは認めざるを得ない。特に投資そのものもかなり外需に影響した投資をしているという形になる。これを生産性を上げてという形でやっていった場合に、将来どこに売のだという話が出てくる。やはり消費の問題というのは、今の足許の消費の問題というよりは将来の消費の問題、つまり日本でちゃんと売れるということの人々に説得する、もしくは、そういうように人々が考えるようになるという、そういうことが重要だと思っている。今消費が弱いと私が言っていることは、今の足許の消費が弱いということは勿論そうだが、それだけではなくて将来の消費について確信を持てる状況にないということである。つまり、将来消費が強くて日本の経済に自信が持てるというところまでいっているのかどうかということについて、なかなか確信が持てないということである。確信というのは最後まで持てる訳ではないが、やはりある程度の確信がないと我々もなかなか動きにくいということだというふうに思っている。

福井議長

その将来の強さというのがどの位意識されているかということが、もう一つあるな。

西村委員

然り。足許というよりは。足許ははっきり言って終わったことである。

福井議長

だが、将来の高さが。目線をどれ位高いところに置いておけるかという問題。

須田委員

今の西村委員の話に一つだけ付け加えておくと、個人所得の共分散も落ちていて、それで全体でみたら安定というのは、産業でもそうだが、個人所得についてもそういう特徴があり、この理由・背景についても結構研究の対象になっているようである。であるから、それは日本だけの問題ではなくて、海外でもみられることである。

福井議長

宜しいか、それではここでコーヒーブレイクを取りたいと思う。11時20分まで10分間とする。

(11時09分中断、11時20分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。次は当面の金融政策運営に関する討議で、改めて各委員からご意見の表明を頂きたい。先程と同じ順序で一方5分ずつ位ということでお願いします。野田委員からお願いします。

野田委員

申し上げる。前半の経済・金融情勢で述べたとおり、我が国経済は、内外需とも底固く推移し、生産・所得・支出の好循環というメカニズムが維持されるもとの、展望レポートに示したシナリオに大筋沿った形で、緩やかな拡大が続くと予想される。

特に、前回会合では、金融経済月報の基本的見解において、個人消費について、弱めの指標がみられていることから、その判断を「やや伸び悩みつつも増加基調」と修正し、「今後発表される指標や様々な情報をもう少し見極めていく必要がある」という認識を共有した。この個人消費に関して言えば、前半でも述べたことに尽きるが、改めて申し上げますと、一言で言えば、夏場の低迷は一時的なものであることが確認され、今後、当面はモメンタムは強くないかもしれないが、メインシナリオに概ね沿った着実な増加が予想されると判断しているところである。実質GDPが、結果として、第1、第2四半期は想定比伸び悩んだことから、金融政策金利と実質GDPトレンド成長率との差であるマイナス幅、すなわち、金融緩和の程度は、7月の最初の利上げにより、概ねフラットに推移してきていることが観測されているが、今後はメインシナリオに従えば、そのマイナス幅は着実に拡大していくことが見込まれる。こうした中で、今後も現行の政策金利水準を維持すれば、金融政策面からの刺激効果は徐々に強まることとなる結果、将来、経済・物価の振幅が大きくなるリスクも高まっていくことになる。

ここで資産価格の動きをみると、株価は1万7,000円台を回復し、地価は3大都市圏での上昇が目立ってきている。これまでのところ、これらはリターン、すなわち、企業収益と不動産投資収益の改善を反映したものであり、懸念しなければならない水準とは言えない。

一方、インフレ期待が落ち着いており、かつ、金融の極めて緩和的な状況が続いている中で、足許円安が進行している点には、大いに注意が必要であると考えます。円の実質実効レートは歴史的な安値にあり、IMMにおける円のショート・ポジションも、年末に掛けて一旦解消に向かったものの、年初から再び再利上げが市場に織り込まれていく過程にあっても、再びショート・ポジションが膨らみ続け、足許では、昨年10月のピークに迫る勢いにある。こうした円キャリー取引を含めた新たな円売りが更なる円安を生み、その円安が一段の円売りを招く、すなわち、ファンダメンタルズから乖離した円安の自己増殖が生じているとすれば、今後、市場に過

大な円のショート・ポジションがさらに蓄積されるリスクは高まっていると考える。現状の内外金利差を考えれば、円安の流れを直ちに变えることは難しいということは言うまでもないが、何らかのストレス、つまり、市場の予想を超えた円買い・ドル売り材料が発生してきた場合には、この行き過ぎた円安が、急激かつ大幅な円高を生じさせ、輸出環境の悪化を通じて、マクロ経済、ひいては我々の標準シナリオの蓋然性に小さからぬ影響を及ぼすリスクが生じかねないことを考えると、政策金利の調整、すなわち、金利の引き上げは、「砂漠に水」ではないことはもとより、「旱天の慈雨」でもなく、いわば「頂門の一針」として効果を有するものであり、この実施について猶予は許されないと考える。

以上、当面の金融市場調節方針については、金利引き上げ、すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するように促す、と変更することが適当と考える。

なお、物価情勢については、今後のエネルギー価格が足許のように大きく振幅することが見込まれることから、ヘッドライン、あるいはコアCPIは、上下振れのある展開となる可能性が高いところであるが、先程も申し述べたように、これらの一時的な変動要因を除いて観測される物価の根源的な上昇圧力は次第に高まっていくものと見込んでいる。展望レポートの物価情勢の見通しが、市場金利に織り込まれている金利観を参考にして策定しているのであれば、中長期的にみて、今回必要と考えている金利の調整を行ったとしても、それは物価に対して想定比中立的であると考えている。

最後に、市場とのコミュニケーションの観点から申し添える。金融市場をみると、ブラックアウト後の昨日17日の動きは別として、それまでは、前回会合後の本行からの発信を踏まえ、内外からの新しいデータ、情報を市場なりに合理的に咀嚼し、我々のフォワード・ルッキングな政策運営の考え方を改めて反芻することにより、今回会合での0.25%の引き上げを80%程度まで比較的スムーズに織り込んできたものとみている。足許は、利上げの可能性を肯定しないレベルまで巻き戻しており、この状況で利上

げを実施することは、市場のある程度の動揺は覚悟しなければならないと考えている。また、12月に利上げを見送ったこととその主たる理由が個人消費と消費者物価であったことから、市場の中では、日銀が予ねてから強調していたフォワード・ルッキングのスタンスを自己否定し、バックワード・ルッキングの政策運営に転換したのではないかとの誤解が沸いているという論評を少なからず目にする。仮に今回も利上げを見送った場合、次回会合前に発表が予定されている10～12月期の1次QEが、個人消費の回復、設備投資の堅調、純輸出の増加などを反映して大幅に伸び率が改善するものと、既に広く予想されているだけに、こうした市場の誤解をいたずらにアクセラレートすることになりはしないかと大いに懸念しているところである。私からは以上である。

福井議長

次は水野委員から願います。

水野委員

当面の金融調節方針としては、野田委員と同じで、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%前後で推移するよう促す、すなわち、25bpの政策金利の引き上げが適切だと思う。また、短期金融市場の機能が相当回復してきたことから、別途議論されると思うが、補完貸付金利は0.75%に設定することが適切だと思っている。

以上の判断の理由として、第一に、国内外の経済情勢を点検した結果、先行きについても、緩やかとはいえ展望レポートで示した拡大基調を辿る可能性が高いこと、第二に、そうした経済情勢のもとで、中期的な観点からは物価も徐々に上昇していくことが見込まれること、第三に、そのような経済・物価情勢が想定されることが確認できた際には金融政策の正常化を進めることが自然であり、逆に正常化を進めない場合には、金融政策予想の不確実性を一層高めることとなり、金融市場における投資や調達行動に過度な歪みをもたらすことが懸念されることを述べておく。



第三の点について関連して若干補足させて頂くと、金融市場において、経済指標のみならず、政府要人の発言やマスコミ報道によって大きな振れが生じているのは、金融政策の正常化を行う初期の局面におけるレトリックに不慣れである点も大きいのではないかと思う。私は、そうした状況をマーケットの自助努力によって改善すべきとの考え方を基本的に支持するが、日本銀行としてもヒントを与える工夫が必要ではないかと考えている。具体的には、政策スタンスを示すツール、メッセージ、何らかのものを確立して、そのツールを用いながら政策変更感覚について時間的な感覚——当然ある程度の幅は存在し得るが——を与えることはできないか、ということである。そのリズムは金融市場に冷静さを与えることに繋がる。今回1月は展望レポートの中間レビューを行うタイミングに当たる。市場との対話を円滑に進めていくためには、展望レポート及びこの中間レビューというタイミングを活かしていくことも大事ではないかと思う。

市場との対話という観点からは、16日時点では短期金融市場では25bpの利上げを8割方織り込んでいた。これが16日夜から17日に掛けての報道によって、17日時点では3割程度まで低下し、今朝は20%程度まで低下している。市場に大きな混乱が生じた。こうした報道がどのような情報ソースに基づいてなされたものかは不明であるが、日本銀行の政策決定プロセスに信頼を置いていた市場関係者に不信感を招いていることは非常に残念に思う。

利上げのタイミングについて、25bpの上げ幅を前提とすると、我が国に与える影響としては1月に実施するのか、2月に実施するのか、ほとんど違いはないと思う。しかし、経済・物価情勢の判断が概ね展望レポートの範囲内にあるにもかかわらず利上げを2月以降に先送りすれば、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行うと宣言してきた日本銀行の信認が低下するリスクが懸念される。

具体的には、個人消費統計や物価統計も足許の実績だけをみれば、今回利上げに踏み切らざるを得ない程の強い数字ではないとも言える。今後発表される10～12月期の実質GDPは強い数字になる可能性が高い。こう

した状況で、利上げを2月以降まで先延ばしすると、先程野田委員もおっしゃられていたが、我々が過去の統計であるGDPなどその他統計の実績のみを理由に利上げに踏み切る訳ではないにもかかわらず、「過去の統計に捉われて1月の利上げを見送った姿勢は、フォワード・ルッキングな金融政策とは言えない」、あるいは「日本銀行は足許の経済指標に一喜一憂しながら、政策判断している」という誤解に基づく批判を受け、マーケットの金融政策に対する見方が一層混乱するリスクが挙げられる。また、今回利上げを見送った場合、外為市場における円独歩安を容認したと誤解される可能性も念頭に置く必要がある。昨日も利上げ見送り報道を受けて円安が加速している。経済と金融のグローバル化が進展する中、我々の金融政策運営においてグローバルな視点は益々重要となってきている。個人的には、外為市場における円独歩安の進行を間接的に牽制する意味でも今回追加利上げに踏み切る意味があると思っている。

最後に、利上げのタイミングの議論は別として、今後の政策運営を討議するうえでも、政策委員会としては、展望レポートで想定している金融政策の修正について、どこまで金利の正常化というロジックを意識したものであるか、あるいは金利を徐々に調整するという表現を引き続き用いていくのか、という点について議論をもう少し深めておくことが重要ではないかと思う。この正常化という議論は、市場参加者は展望レポートの最後の部分にある表現についてボードメンバーの皆さんが正常化をやっていくという趣旨だというふうに理解していることである。

その他、金利の正常化を続けるには、いわゆる中立金利の水準についても、内部である程度、意見を交換していく必要があるのではないかなと思う。勿論、人口動態の変化など経済が構造変化をする中、潜在成長率が今後どのように変化するかについて予断を持つべきでないため、相当幅を持ってみる必要がある点は承知している。ただ、フォワード・ルッキングに金融政策運営を進めるうえでは、必要な議論ではないのではないかと思う。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

申し上げます。次回会合までの政策運営方針については、ただ今お二人から利上げの提案があったが、私としては、引き続き 0.25%の極めて低い金利を継続することが適当と考える。

7月の利上げ後初となった年末越えの市場は、市場参加者の習熟度の向上や市場局におけるきめ細かいオペの実施もあって、無事通過することができたが、昨日ご報告があったように、今週になって利上げを巡る報道によって市場の利上げ予測が大きく振れ、市場も大きく動揺した。今後も引き続き市場の状況に応じて、市場の安定と市場機能回復に配慮した調節運営をお願いしたいと思う。

若干コメントさせて頂くと、先程申し上げた金融経済情勢及び中間評価をもとに先行きの金融政策について私なりに点検をした。

まず、標準シナリオについては、2006年度前半の減速はあるが、2006年度後半及び2007年度は2%の成長に回復し、物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿る可能性が高いと判断することができる。従って、より長期的な観点を踏まえた金融政策上のリスク点検という観点から、昨年7月以降維持してきた0.25%という極めて低い政策金利について、最小限度の調整を行う環境は概ね整いつつあると考える。

一方、2006年度前半に減速した景気が2007年度に掛けて2%に戻る前提条件である消費の回復の可能性などについて、もう少し時間を掛けて確認する余裕はあるように考える。

市場では、一時8割程度までに高まった今回会合における利上げの織り込みが、一連の報道をきっかけに足許急速に低下し、昨日の状況で3割程度となっているようだが、私としては、もう少し時間を掛けて消費の動向を含め先行きに繋がる景気の強さを見極めたうえ、2月以降適切なタイミングで政策金利の調整を行うことが適切と考える。

従って、今回は現状維持とすると同時に、市場等に過度の金利据え置き期待が生じないように、情報発信を行っていくことが重要と考える。

本日の会合で現状維持または利上げのいずれの案が決定されるにせよ、先行きの金融政策については、引き続き「二本柱」による経済・物価情勢の丹念な点検に基づいて運営していくこととし、対外的には引き続き、「当面は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」とのメッセージを発信していくことが適当と考える。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

先程のセッションでも申し上げたとおり、経済・物価情勢はこれまでのところ幾分下振れて推移しているが、現段階で経済・物価の調整を形成するメカニズムに変調は生じておらず、先行きの経済・物価情勢は概ね見通しに沿って展開する可能性が高いと考える。

振り返ってみると、昨年秋口以降弱めの指標が重なった時期があった。現在焦点となっている個人消費だけでなく、一頃は機械受注がマイナスになるとか、10～12月期の生産予測指数が横這いになるといったデータが出た時もあった。我々はこうした動きを一つ一つ慎重に点検してきた訳であるが、幸いその後は我々の基本的な見通しを補強する材料が徐々に増えてきているように思う。

従って、金融政策運営の基本的な考え方、つまり、「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」という方針に照らしてみれば、金利調整を行う環境が次第に整いつつある、現状において整ったということではないが、そういう方向で動いているというふうには考えている訳である。ただ、政策判断を行うためには、先行きの経済・物価の展望について、もう少し確信を深める材料を持ちたいと考える。政策は勿論フォ

ワード・ルッキングに行く必要があるということは言うまでもないが、だからこそ、経済・物価の展望の前提となる基本的なメカニズムの検証には十分抜かりないようにする必要があるということである。従って、次回会合までの金融政策運営としては、現在の金融調節方針を維持したうえで、さらに情勢を点検していくことが適当であると判断する。

そこで、次に政策判断を補強するための追加的なチェックポイントは何かということが問題になると思う。この点についてはまず申し上げておきたいのが、世の中はどうしても日本銀行がどの指標に着目しているのかということに関心が集まりがちであるということである。勿論、情勢判断を行ううえで、その時々に着目点があるのは当然かもしれないが、我々としてはそこから経済・物価全体の将来図を判断しようとしている訳であり、世の中に関心が特定の指標に過度に集まらないようにする必要があると考える。そうした留保を念頭においたうえで、当面のチェックポイントを私なりに整理すると、以下のようになると思う。

まず、国内経済については、一つは企業部門についてあまり今までの議論で心配は少ないということであるが、やはりIT在庫の動向や12月の生産増加の後の反動が大きくなるかどうか、こういう点は確認しておく必要はあるだろうと思う。

二つ目は、個人消費については、10～12月全体の指標、あるいは新年に入ってからミクロの情報などから、これまで述べてきたような一時的な要因や統計要因が剥落した後、緩やかであれ、回復感を伴ったものになっているかどうか、それをみる必要があるだろうと思う。

消費者物価については、11月に特殊要因を除くベースで前年比のマイナス幅が縮小したのは朗報であるが、まだ1か月の動きであり、もう少し情勢を点検したい。その際、CPIそのものの動きも大事ではあるが、やはり重点は、需給ギャップやユニット・レーバー・コストの今後の展望をどうみるかということであろう。

また、海外経済については、大きな問題だと思わないが、米国経済のソフトランディング・シナリオの蓋然性である。ポストクリスマス商戦を含

めたクリスマス販売全体の包括的な情報というものをみてみたいということである。

なお、最後にコミュニケーション・ポリシーについて一言触れておきたい。新年入り以降、日本銀行からの公式な情報発信がほとんどなかったにもかかわらず、短期市場において政策変更の織り込みが大きく進んだ。こうした事態をどう考えるのか。コミュニケーションのあり方を考えるうえで、一つの課題を投げ掛けているように思う。またこのような状況で、今回、仮に現状維持ということになると、市場の期待形成が二つの極端な方向に大きくスイングする惧れがある。一つは、当分金利変更はないだろうという方向、もう一つは、2月には必ず行うだろうという方向である。これからの我々の発信の仕方にもよる訳であるが、市場の読みはなかなか難しいと思うが、個人的には2月織り込みが進む可能性が大きいのではないかと思う。勿論、自然な情勢判断の結果、我々と市場の見方が揃っていくというのであれば、これは大変望ましいことであるが、早い段階から市場はまた100%決め打ちになるということは避けるべきである。この点では我々の基本原則、つまり、「金融政策運営はあくまで毎回の決定会合で議論を尽くして判断するものであり、予め決められたスケジュールはない」という考え方に即して、適切な情報発信に努めることが適当であると考えられる。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

政策運営についてだが、私は水野委員がおっしゃられたように中間レビューを踏まえてどう運営するかということが一つのポイントだと思っている。中間レビューで我々はどういう判断をしたのかということだと思う。シナリオは全くそのとおりで動いているという認識の須田委員は例外だが、その他の方は一時的であるにせよ下振れしているという認識を持つ

ている。それに加え——ここはもう一つ違いが生まれる源だと思っているが——、我々の物価安定の理解がゼロから+2%と言ったが、限りなくゼロが望ましいと思っている方と、+1%程度が望ましいと思っている方と、もう少し高くて良いと思っている方と、そこは違いが当然あって、まだ残っている訳である。私からみて凄く分かりやすいのは、「今回の中間レビューで下振れは一切ない」、「物価はゼロ%がベストである」という方であれば、私はその人は少なくともロジカルには極めて一貫している、コンシステントであると思う。その意味では須田委員は最もコンシステントな方だと思う。その他のお二人は、中間レビューでは一時的な下振れはあるが、先行きが良いので宜しいのではないかと、というご判断かと思うのである。ただ、私はやはり——ここからは私の意見になるが——、まさにフォワード・ルッキングなのだが、一時的に下振れして、それが完全に解消したというふうに断定して良いのか、というところが一番クリティカルなところで、先程私が述べた点の一番のポイントはそこにある。そちらに向かう動きは何か現われている、しかしながら完全に解消したというところまでいっているのか、というところと強弱両方の数字が例えば消費でいうと出ている。特にセンチメントは必ずしも十全ではないというのが、私の現状に対する率直な見方であり、かつ、それは先行きのモメンタムである。先行きの経済が我々の想定している姿にどの位の強さで戻っていくのかの判断は、やはり非常にクリティカルである。これは物価についても全く同様であり、下振れしている。私も先行きは「概ね」見通しに沿っていくというふうに思っているが、今出ている材料は、どちらかと言えば先行きについても、下振れのリスクの方が大きいというふうに思っている。私も金利の望ましいパスというのは常に考えており、予測をする時は常にその裏側で望ましい金利の調整速度、そういうものを常に念頭に置いている。この席上でもかつて申し上げたが、半年に1回位というのは恐らく私が考えている最適なものに近いと申し上げた。そうすると7月にやり、もう1月なのでこれは順番だと、ちょうどメカニカルにいうとそうである。しかしながら、経済はメカニカルに動く訳ではなく、基調として増加、あるいは拡大してい

るとしても、そこには変動がある訳である。一時的な変動というのがあって、今回やはり軽微ではあるが、三度目の減速局面、その減速局面から今抜け出そうとしていると私も判断するが、しかし完全に抜け切ったのかというと、そこはそういう判断をするにはまだやはり不十分ではなかろうか。物価の方で言えば、やはりそのところ、特に先行きゼロ%に近づく可能性があるという、そういうことがある時に金利を上げるということはどういうことなのか、ということだと思う。引き上げなかったことの弊害について色々議論があったので、私も対抗上反対の理論を出すとする。マーケットの中には物価上昇率が1~3月に恐らくゼロに近付いていくという予測をしているところがあって、その中で上げたということは、「あ、日本銀行はゼロから+2%の物価上昇率を目差すと言っているが、本心はゼロ%なのだ」となる。先行きどの位きちんと上がっていくかということについて、どの位説得力のある材料を我々が出せるか。説得力があるような材料が出せればそれで説得できるかもしれない。しかしながら、残念なことに私は今出ている数字はそこまで充分ではないというふうに考えている。経済の拡大のメカニズムが働いてはいるのだが、家計部門への波及という意味ではやや後ずれが起こっている。後ずれが起こるのであれば、私は当初考えていた最適な金利のパスも幾らか後ずれさせるのは、これはまさに最適な金融政策の運営であって、決してそれがおかしい金融政策をやっているということでは全くないと思っている。纏めて言えば、先行きの経済の拡大のモメンタム、コア消費者物価の上昇トレンドをしっかりと確認しながら金利調整を行っていく、ということを説明することが重要であると思う。もう一点、説明責任について。一部に100%金利を引き上げるはずだという予想をしていたところがあって、今日の日経新聞にも少し出ているが、「引き上げを今回断念したので、日本銀行の信認が失われてレイムダック化し、民主主義国家としての信認が傷付けられたのではないか」、そこまでお書きになっているところがあって、私は凄く不幸なことだと思う。先程武藤副総裁の方からあったが、この間、公式の説明というのはほとんどない訳である。年頭に武藤副総裁からあったが、オフィシャ



ルに出ているもので利上げを絶対にするとか、強くそういうことをおっしゃっている方はオフィシャルなところでは、少なくとも私は知らない。私も聞かれれば常にニュートラルに答えている。どういうオフレコであっても常にそのように答えている。記者がおいでになる場合には、「上方リスクがある」、「どの位確信が先行き持てるのか」、「そこは人によって違うのではないか」、ということしか申し上げていない。本心はもう少し違うところがあるのだが、申し上げていない。これは前にも申し上げたのだが、メディアに接する場合、少なくとも景気判断のところは少しずつニュアンスが違うので、その違いが滲み出るのは私は良いと思うが、政策に関すること、利上げを提案したいとか、アジェンダに載るとか、そういうことまで含めて事前に言うことはオフ・ザ・レコードでも回避すべきだと私は思う。それをやり出すと、前にも何遍も言ったが場外乱闘になってしまう。場外乱闘をしたら決定会合は成り立たなくなると思う。決定会合を維持するためには、そういうことはやはり回避すべきだろうと思う。この間のメディアの報道というのは、いわば憶測報道、もしかするとオフ・ザ・レコードの色々な接触での集積で、ほとんど利上げするはずだという論調が罷り通っている。であるから私からみると物凄く不愉快で、私は常に中立的なことしか言っていないのに、「どうして皆さんそう思うのか」と何遍も聞いても、「いや、市場は皆さん強いことを言っている」という、そういう答えしか出てこない。これはとても不幸なことだと思う。マーケットの期待と言ったが、マーケットにも色々なマーケットの方がいて、ファンダメンタルに基づいてビヘイブする方と、ノイズに踊らされて取引するノイズのトレーダーと両方おいでになって、私のみるところ——これは私の個人的解釈だが——、ノイズ・レポート、ノイズ・ヘッドラインに踊らされたノイズ・トレーダーが創ったマーケットの期待というものが人為的に私は形成されたように思う。それに対して政界が物凄く強く反応する。とても不幸である。これは、水野委員がおっしゃったこととはやや違う意味で、やはり改善すべき点があると私は思う。私は、やはり政策の決定に関することについてはオフ・ザ・レコードにおいても慎重であるべきだと

思う。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

今後、景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、民間支出のウェイトは、企業部門から家計部門へとシフトしていくと考えられるため、持続的成長のためには、個人消費の動向が鍵となる。しかし、前半パートでみたとおり、これまでのところ、個人消費については、力強さを示すハード・エビデンスがなお不足している感は否めない。

これまでも、本行は政策判断をデータ・ディペンデントに行っていくと説明してきている訳だが、やや不透明感のある現在の局面においては、個人消費を含めた景気の基調について、限られたデータをもとに推定するのではなく、10～12月GDPや12月家計調査等の指標により、しっかりと確認したうえで、成長の芽を摘まぬよう、慎重に対応していくことが望ましいと思う。フォワード・ルッキングについては、いつかも申し上げたが、足許の分析において手前の経済、あるいは物価を無視して、これを飛び越えて先のスペキュレートをするというのは、ディーリングルームであればやるに値することとしてやっていたが、やはり一国の政策金利を動かす場合には、それなりに刻々と出てくる経済指標、あるいは様々な情報、データを先に繋げながらきちんと分析するということが必要ではないかと思っている。また、こうしたデータ重視の姿勢が、今後さらに金利の正常化を進めるうえでも、市場との対話の糸口になり説明責任を果たすことにも繋がると思われる。

物価も落ち着いており、情勢を見極めるだけの時間的余裕はまだある。むしろ、前半パートでも述べたとおり、CPIがゼロかマイナスになる可能性も出てきている。本行は量的緩和政策下で、CPIが基調的にゼロ%以上であると判断できること等を同政策継続のコミットメントの条件と

していただけない、市場等ではC P Iが理由の如何を問わずゼロ以下の水準に下落すると、デフレへの後戻りと誤解する向きも出てくると思う。先行きの金利水準調整へのパブリック・アクセプタンスを増すためには、こうした懸念に対して、以下の二点をしっかりと説明しておく必要があると思う。

第一に、石油急落の影響如何では、先々のC P Iがマイナスになる可能性もあるが、現在は景気回復に伴い、労働・設備需給がタイト化し、ユニット・レーバークストのマイナス幅も縮小しつつあるもとの、C P Iの緩やかなプラス基調に変化はなく、景気悪化に伴う物価下落が生じていた局面とは状況が異なるという点である。第二には——これは先程須田委員も触れていたが——、原油下落は決して日本経済にとってネガティブな材料ではなく、むしろこれまでの原油高により日本を含む消費国から産油国に移転された所得が、消費国に一部戻ってくるプラス効果が見込めるということである。企業は、交易条件改善により収益が支えられ、特にこれまで原油高を十分に転嫁できなかった中小企業では、採算悪化が緩和される効果が大きいと思われる。家計も実質所得が向上する効果が期待できる。

こうした説明は、できれば政策変更先立つタイミングで行い、市場に十分に理解を浸透させておいた方が良く思う。これは、当たり前のことであるが、どうも今回の利上げに絡んだ新聞の報道振りをみると、しっかり浸透させていかないと将来困るのではないかと考えている。

この間、市場の今次会合における利上げ期待は後退している。こうしたことを踏まえると、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考える。現在の金融政策運営方針をさらに継続することで、超低金利や内外金利差を背景とする円安が長く続くという期待が定着すれば、いずれは、企業や、ひいては日本経済を変動に脆弱な体質にしてしまう恐れもある。また、現時点では顕現化していないものの、資産インフレのほか、実需の伴わないグリーンメイラー的なM&Aなど、形を変えた財テクバブルを醸成するリスクも意識しておく必要がある。こ

うしたことから、持続的成長を実現していくためには、経済・物価情勢の変化に応じて、適切なタイミングを見極めて、徐々に金利水準の調整を行うことが望ましいという考えには変わりはない。

このように今後の金融政策運営については、次のステップは視野に入りつつあるが、消費、CPIを巡る不透明感も残っているだけに、これらを中心に景気・物価指標を丁寧に分析し、市場との対話を十分に図りつつ、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。また、幸いにも、それを行う時間もまだ残されていると思う。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

展望レポート見通しの中間評価は、足許若干の下振れ、その後下振れたところからの見通しは定性的に従来の見通しを維持ということで、つまり後ずれ、というのが私の判断である。また後ずれの程度について、不確実性は依然として残っている。展望レポートの金融政策運営方針、すなわち、「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」という基本方針に従えば、経済・物価情勢の判断が足許下振れ、先行き後ずれの程度がまだ不確実である以上、現時点では慎重な判断が相応しいと考える。従って、次回までの金融政策運営方針は現状維持が望ましいと思う。

今後であるが、金融政策運営方針については、予ねてから申し上げているとおりに、第一に、足許ではなく将来の物価の動き、第二に、経済活動の勢い、つまり、投資や耐久財消費の限界収益の水準であるが、これに依存する。既に金融経済情勢のところで述べたように、足許の生鮮食料品を除く消費者物価上昇率は、石油関連価格低下で低く推移し、場合によっては、若干のマイナスになる可能性もあり得るが、フォワード・ルッキングに次年度、次々年度をみれば、石油関連価格が落ち着きを取り戻すととも

にプラス基調が続くということに変化はないものと思う。しかしながら、急速に物価が上昇するような局面は考えにくいと思う。とするならば、金利水準の調整は、経済活動の勢いが十分に持続していくかに依存しているというふうを考える。昨年末に比べれば、この点に関する大きな懸念は和らいでいるというふうには思うが、今後出てくる情報をしっかりと検討し、適切な政策判断を行うべきであろうと思う。

もう一度基本に戻って、金融政策運営についての私の考え方を述べたいと思う。特に、第一に、金融政策運営方針に当たっての「フォワード・ルッキングな姿勢で臨む」という昨年3月会合合意の意味と、展望レポートにある「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」という文言の意味である。昨年3月会合議事要旨をみると、「金融政策運営に当たっては、政策の効果波及にラグがあることを踏まえ、フォワード・ルッキングな姿勢で臨むことが重要である」とある。そこで、フォワード・ルッキングということは、金融政策の効果にはラグがあり、かつそのラグは一定はしていないので、それを勘案して、次年度、次々年度を通じて、第一の柱として、「経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通し」を検討し、さらに、第二の柱として、「より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストも意識しながら、リスクを点検する」ということになると思う。その際に利用可能な情報は、当然ながら足許までの情報である。従って、フォワード・ルッキングの意味するところは、足許までの情報から将来変化の情報を抽出し、それを金融政策運営の立場から検討する、ということに他ならない。従って、利用可能な足許までの情報を最大限に利用し、二つの柱から将来変化の慎重な分析を行うのがフォワード・ルッキングの意味である。しかしながら、足許で利用可能な情報は既に過去の情報なのだから、それに拘泥せずの場合によっては無視しても良いというのがフォワード・ルッキングな態度である、というような解釈を金融市場でそのまま見受けることがある。最近耳にする、消費や物価は遅行指標だから、足許のそうした変化に拘るような金融政策運営はフォワード・ルッキングではない、という議論などはその亜種

である。しかし、これが真のフォワード・ルッキングな金融政策運営とは全く異なることを明白にしておきたいと思う。情報を無視するものは情報に躓くことになる。

次に、展望レポートの「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」という点である。この点は、少なくとも私は誤解のないような情報発信を努めてきたと思うが、結果として「経済・物価情勢の変化に応じて」という部分が抜け落ちてしまって、日本銀行の姿勢として

「徐々に金利水準の調整を行う」という部分が強調され、さらには上述したフォワード・ルッキングについての解釈と相俟って、足許の経済・物価情勢の変動にぶれることなく、メジャー・ペースに近い形で金利水準の調整を目指している、という思い込みがこのところ内外の市場関係者やマスコミに刷り込まれてしまっているように思える。しかし、展望レポートで明確にされているように、「徐々に金利水準の調整を行う」のは、「経済・物価情勢の変化に応じて」である。従って、経済・物価情勢の仔細な検討が極めて重要であることは言うまでもない。決まったスケジュールで政策変更が検討されるのではない。経済・物価情勢に応じて、政策変更が検討されるのである。このことは政策委員会メンバーの度重なる情報発信にもかかわらず浸透しなかったのは極めて遺憾だと思っている。

このように、コミュニケーション・ポリシーの立場からみると、直近の私を含めた日本銀行のコミュニケーション・ポリシーに不十分な点があったことは否定できないと思う。私の先の金融経済懇談会でのマスコミ対応も不十分であったことは大いに反省しなければならないと思っている。しかしながら、根本的に、なぜ「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」という展望レポートの表現で、「経済・物価情勢の変化に応じて」の部分が内外市場関係者、マスコミの解釈の中で抜け落ちてしまったのか、私は依然として腑に落ちない点がある。どのようにすれば有効なコミュニケーション・ポリシーが可能か、今後の検討課題としたいと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、須田委員から願います。

須田委員

まず、短期金融市場の動向であるが、先週末以降の新聞各社による観測記事によって市場は先月にもまして右往左往している状態である。「議決延期請求しない公算」と報道された16日には、コール市場では朝方からレートが強含み、即日オペ2本、国債買現先オペの、計2兆6千億円供給したにもかかわらず、結局、無担オーバーナイトレートは0.343%と、積み最終日だった前日に比べても大幅な上昇となった。2本目の即日オペでは応札限度額を4分の1に絞ったほか、タームリスクにより落札レートが切上がらないよう期間を短めにするといった、調節担当のテクニカルな配慮がなければ、もっとレートは上昇していたと思われる。この段階で、OISでは、1月の25bp利上げを8割方織り込んだ格好となった。しかし、同日夕刻から翌朝に掛けての利上げ見送り報道で、再び、政策変更に対する市場の見方が急速に後退し、OISでみた織り込み方は、3割程度にまで急落した。

前回会合時以降のこのような経緯から分かったことは、まず、市場が金利上昇を織り込む際には、オペによるレートコントロールが困難化するということである。市中銀行には、政策金利が引き上げられる前にできるだけ積みの進捗を進めようというインセンティブが生まれるので、オペに積極的に応札する先が増え、本当に資金の必要な先が高いレートで取り上がるリスクが発生する。調節を行う実務の観点からは、よりきめ細かなモニタリングと臨機応変な対応が必要となる。また、政策変更が意識され始めると、マスコミによるノイジーな報道が避けられないという点である。前回の会合でも指摘したが、市場が景気指標を自ら評価し、我々の標準シナリオと、市場が想定する平均的なシナリオが徐々に収斂し利上げ時期が織り込まれていくというのが、理想的な姿と言える。しかしながら、今月もそうであるが、現実はなかなかそうはいかないようである。通信社による

観測記事がやむことはあり得ないし、政策金利を読もうとする市場参加者にとっては、経済指標のみならず、政策当局に関する報道も極めて重要な情報の一つになる。根拠の薄い観測記事によって市場が右往左往するのは、政策当局にとって非常に煩わしいことではあるし、金融政策を行ううえでも非常に難しい舵取りを迫られることになるが、なかなか改善策は考えられず、今後もこのようなことが避けがたいことを前提にすべきなのかもしれない。

前々回の会合以降、私は、「経済物価情勢が、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より確信を持つてできるのであれば、政策変更について躊躇なく検討すべき」と申し上げて参った。今回の会合に臨むに当たり、様々な経済指標を丹念にかつ慎重に分析・検討した。その結果、個人消費関連指標は一時的に下振れたが、基調は崩れてはいないことを確認した。米国経済もソフトランディングする蓋然性が高まっている。在庫調整も一部商品のローカルな調整で終わる可能性が高そうである。こうした点を熟慮した結果、前回会合時よりは確信を深めて、我が国の景気は展望レポートの標準シナリオをトレースできていると言える。ところで、消費の弱さに注目が当たっているが、元々緩やかな雇用者所得の伸び程度の消費の伸びしか想定しておらず、実態として強い消費が出てこないシナリオどおりではないということではない。

なお、消費者物価については、足許物価が原油価格の調整を受けて一時的にマイナスになる可能性も意識しているが、僅かなプラスとマイナスの違いが経済に与えるコストは小さいとみている。原油価格下落によって消費者物価が一時的にマイナスとなっても、その減税効果を踏まえれば、实体经济にはむしろポジティブである。

他方、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、為替レートをはじめとした金融行動・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というリスクはかなり意識している。

ここで難しいのがフォワード・ルッキングな政策運営と、分かりやすい



対話の両立である。なるべく安定的な成長を持続させたいのなら、政策変更の理由が国民の目にみえるようになる前に政策を変更する必要がある。足許物価が弱いのになぜ金利を上げるのか、といった疑問が出ているが、政策は足許をみて行くと金融政策の効果が出るのに時間が掛かるので、結果的には成長率の変動を増幅させることになるであろう。従って、先行きのシナリオにある程度の確信が持てるのであれば、躊躇なく政策を変更すべきだと思っている。政策変更を可とするのにどの程度の確信を望むかは、人それぞれだと思う。私は現在このボードにおいて、先行きのシナリオについての認識の違いというよりは、それについての確信度合いの差が政策についての意見の差になって現われているように感じている。ただ、確信を得るのにあまりに時間を掛け過ぎると、国民との対話は容易になるもののバックワード・ルッキングだと言われかねない。

現在、市場との対話という点で、日本銀行は非常に難しい局面を迎えている。政策変更のタイミングが何によって影響されるのか、市場は日本銀行の明快な説明を求めている。それが確信度合いというようなことであるならば、国民にとって納得のいく説明は非常に難しいと思っている。ただ、私はフォワード・ルッキングな政策を行っているという認識が揺らぐようなことがあってはいけないと思っている。我々ボードがこれまで積み上げてきたロジックを崩さないことが、日本銀行としてのクレディビリティの維持に繋がると信じている。

次回会合までの金融政策運営方針については、政策金利の誘導目標を0.25%前後から0.5%前後へ引き上げることが適当であるというのが私の今回における結論である。以上である。

#### 福井議長

政策運営について、各委員から所見を明らかにして頂いた。皆さんのご意見を通してみると、経済・物価情勢はこれまでのところ幾分見通しを下回っていると、こういうふうに評価される委員が大勢であった。ただ、生産・所得・支出の好循環というメカニズムは崩れていない、この点はほぼ

全員一致していた。そして、先行きについての見通しは、「概ね」という言葉を付け加えれば、「概ね見通しに沿って展開する可能性が高い」という点について、委員の意見は一致していた。政策判断の前提としてはそういうふうに整理できるかと思うが、そのうえで、お三方の委員は、この際金利水準の調整を行うべきである、0.25%引き上げるべきであるというご見解であったと思う。一方、残りの委員はこのところ強弱様々な指標が出ていることから、今後公表される指標や様々な情報、データを引き続き丹念に点検し、情勢をさらに見極めることが適切だということであり、こうした見極めの結果、先行き経済・物価情勢が見通しに沿って展開していくと十分な確信が持てるのであればゆっくりと金利を調整していくことが適当である、不十分であるかもしれないが、一応皆さんの意見を整理すればそういうことであったというふうに思っている。なお、水野委員からはもう一つ政策金利を引き上げる場合には、ロンバート貸付の金利についても調整幅を0.35%にすべきだと…。

水野委員

0.75%と。

岩田副総裁

0.75%にすると。

野田委員

出来上りを0.75%にする。

岩田副総裁

0.4%から0.75%とする。

福井議長

だから調整幅を0.35%にすべきだと。スライドアップではなくて。そ

ういうふうなご意見があったというふうに思っている。意見が分かれている、つまり方向性についての認識の差はそうないけれども、須田委員のおっしゃったとおり、将来に向かっての確信度合いの差というのが微妙に存在しており、そこが今、政策判断の分かれ目になっているというふうに思う。それぞれのご意見をお聞きになって互いにもう少し意見を交わしてみて頂きたいと思う。

#### 野田委員

中間評価への賛否との関連で岩田副総裁は厳密な議論をされたが、個人的に10月の展望レポートを作成する時にはそれぞれの数字は勿論頭の中にあっただが、全体の総和として、最大公約数として展望レポートを出している。個人的な数字に従えば、それぞれ同じ「②」、「③」、「②」になるにしろ、あるいは「①」、「③」、「②」になるにしろ、それぞれ差がある訳であり、その「②」、「③」、「②」をオール・オア・ナッシング、イエスカノーかで選択するのであれば、岩田副総裁のような議論も可能であるが、実際には、それぞれいわゆるニュアンスの差があるということの一つ申し上げたい。もう一つは、ロンバート貸出については、仮に引き上げを別途提案する段階で改めて行うつもりでいたので敢えて触れなかったが、私も誘導金利の引き上げが行われた場合のロンバート金利は出来上がり0.75%、スライド幅は0.35%が適当であると思う。

#### 水野委員

宜しいか。先程も若干触れたが、どうも量的緩和を解除する時に、なぜ解除するのかという点について、同床異夢という言い過ぎかもしれないが、多少混在した認識で皆さんやられたということに、2、3回前の会合から気付き始めた。私自身は異例な政策から正常なというか金利を中心とする枠組みに戻る環境が整ったと、その時に金利はゼロなので、まず量を落としてゼロからスタートして、ある程度正常な金利というのは皆さんどこか頭に——議論はしていないが——イメージしながらそこにゆっくり

と調整していくという、いわゆるノーマライゼーション、金利の正常化という趣旨の人と、それから、データ・ディペンデントでデータが良いから解除したという人と両方いたということが、ここ2、3回の会合で私は分かってきた。私自身は量的緩和は異例、まさに異常と言うか、それからゼロ金利も異常で0.25%も我々にとっては非常に窮屈な政策であると思う。金融政策のフレキシビリティという意味では、日本はこれからは財政政策を使えない中で、ある程度景気の先行きに対して自信が持てれば調整しておかないと、長い目でみると低金利も合致しないのではないのかなというのが私の金融政策の根底の考え方である。フォワード・ルッキングだという政策の意味は、皆さんがおっしゃるとおり、「経済・物価情勢の調整に応じて」ということであるが、私はこの1か月間でかなり環境は変わったので、それぞれ3か月前に比べてどうかというのは何か変である。10月の展望レポートで、私からみるとあれ程強めの展望レポートに皆さん全員一致で承認していて、それで心配だと言っているが、私は消費については幾分ではなくてかなり弱いかなと思って成熟化理論に反対していたが、なぜここにきて急に弱気なのか、あれ程強気な数字を出している。大勢見通しについてそういうふうにはまず思う。それからこの1か月をとってみても、12月にやはり皆さんが懸念されていたアメリカのCPI、消費についても、若干かもしれないが多少不安は減ったということ、多分マーケットはみているのだと思う。先程野田委員がおっしゃったように、何もボードメンバーのオフレコやオンレコからの発信だけで動いている訳ではなくて、それなりの論理構成に基づいて動いている。皆さん真剣勝負なので、お金儲けだから、収益が掛かっているのも、そんな噂とかでは動かない。そういう意味では、マーケットで、もし80%利上げが織り込まれていることが書いてあるのだったら、これは特に執行部の方には情報発信をしてそこを冷やして頂くとか、そういう機会というのはやはり持つべきだったかなということ、私は感じてはいる。ここまで織り込ませておいて、それで無いのだよ、という話は、これはどうか…。

西村委員

「ここまで織り込ませておいて」とは、いったい誰が織り込ませたのか。

水野委員

マーケットが織り込んでしまうことを容認して…。

西村委員

容認したつもりはない。そこは明確にしておきたい。マーケットが勝手に織り込んだということか。

水野委員

勝手に織り込んだということで良い。それに対して違和感を感じた訳である、不快感というか。それに対して何かメッセージを発するチャンスはあった訳でそれをしなかったということはマーケットからするとそういう方向で良いのだなというふうにとられて仕方がない部分もあったかなという気がする。勿論1月に入ってお正月で忙しかったということもあると思うが、先程言ったように、ファンダメンタルズに若干の変化はあることはあるなんて全く根拠のないプライシングメカニズムが働いたというのは少し言い過ぎかなという感じはする。ノイズだけで金利形成がされたというのは少し違うのではないかと思う。

須田委員

今の、メッセージで執行部が何か出してしまうということに対しては私は反対である。そういつて織り込んだら、誰かが言ってくれるというふうには今度はマーケットが受取ってしまう。そこは黙っているということが私は対話を続けていく時には必要であると思う。ある程度経済自体に合わせて織り込んでもらうためには必至で我慢して、お互いが勉強していくということである。どうやって織り込むか、その能力を高めていくためには我慢しなくてはいけないというところ、あるいは勉強するというところ、そ

れはあるというふうに思う。

水野委員

少し言葉足らずだったが、ファンダメンタルズと合致していない動きともし判断するのであれば何か出した方が良くはないかと。もしファンダメンタルズと合致しなくてマーケットが勝手にやっているのだと思っただら放置する、それが選択肢だと思う。今日初めて皆さんがどう思われているか分かった。皆さん自分はそう思っていないのになと思いつながら、マーケットは各ケースをよくみていたなということも今日分かったと思う。そこはそれなりにマーケットでも色々と咀嚼されて、野田委員が言われたように自然な形成がされてきたのではないかと思う。何か12月が良くなっているということはそれは分からない。マーケットは常にスペキュレーションで動くので。

福間委員

そもそもMPMの前にポジションをスクエアリングする、あるいはマネージャブルな水準に落とすなんてディーラーの常識である。誰がみても政策金利を引き上げなければいけないという時には、市場の動きは、このようなものでは終わらない。

水野委員

だから、このようなもので済んで…。

福間委員

だから本行からメッセージを出すとか何とか言うと、結局手取り足取りになってしまって、マーケットではなくなる。損をした人達にはご苦労様だった、勉強して下さいと。MPMの前にポジションを傾けるのは少し危険である。

西村委員

それから先程水野委員がおっしゃった正常化論の最初のところだが、景気情勢が良いから量的緩和を解除したということではなくて、皆さん金利機能にまず任せようと、それが金利の正常化の第一歩であって、そして、それから経済・物価情勢に応じて、金利をその時点その時点の望ましい水準に上げて行こうということだった訳である。あの時点はゼロだったので、当然上がる方向は上にしかないのもそういう状況であったということであるから、私はあそこで皆さんの考えが違っていたとは思えない。同じだったのではないかというふうには思っている。

岩田副総裁

その点について少し補足させて頂くと、やはり量的緩和解除の前後に私が接した限りでもマーケットの関係者は色々な方がいて、これから量的緩和は正常化する、その際アメリカと同じように0.25%ずつ機械的に上げていくというふうに最初から思い込まれて、今もずっと思い込まれている方が私はいらぬと思う。正常化はそういうことだというふうに最初から決めてかかっておられて、それでポジションも全部作られて、それで「また梯子を外すのか」とか、そういうふうにおっしゃる方がいる。でも逆に言うと、決してアメリカ型の0.25%ずつ機械的になんてことはあり得ないということの説明が私は足りなかったと思う。正常化の中身で言うと、そのステップはやはり均衡点がシフトするというか、つまりデフレが長く続くような状態から正常な経済に向かって少しずつ動いていく訳である。その途中のプロセスというのは通常の場合よりもずっと不確実性が高い。本当に探り当てるのがなかなか難しいところがある。そのもとで金利を調整していくということなので、まさによくデータを吟味しながら大丈夫か、大丈夫かということ確かめながらやるというのが正常化の意味だと思う。方向性は明解に言っている訳である。ただそのスピードとか調整速度については、まさにそのデータの吟味次第だと思う。

## 野田委員

私は3月の時点ではこの場に居らず、外から拝見していた限りの感想めいたことを言えば、今おっしゃったような正常化というイメージが、お二方がご説明になったような形で正確に伝わっていたとは必ずしも思えない。ただ、私もここへきて色々皆さんのお話を伺って、なるほどそうかという思いはしたが…。そういう意味では岩田副総裁が最後におっしゃられたように、そこのところはもう一回議論をし、かつ外にもきちっとした機会を設けて正確に発信をしていくという努力は怠ってはいけないというふうに思う。

## 福井議長

そういう認識をボードメンバーできちんとシェアしていかないとならない。やはり個々の情報発信の間にギャップがあると、マーケットやプレスはどうしても自分達に都合の良い方の情報で走ることになりかねないというふうに思う。私もずっと記者会見を繰り返してきているが、一般の人々も金融政策はあまりにも金利が低いところから徐々にいわば正常化していくのだと感じており、私の頭の中にも正常化という意識は常識的にはあるが、ただこれはもう少し動的に捉えていく必要がある。つまり、経済とか物価情勢の変化に合わせてより良く金利機能が資源再配分機能を果たすという方向での正常化であり、実態判断抜きでの正常化というのはないというふうに思っている。従って、市場とかプレスにスケジュール感というものは与えないようにというのは注意しながらやってきたつもりである。カレンダーは関係ない、ということは何回も言ってきたつもりである。それから、データ・ディペンデントということとフォワード・ルッキング・アプローチ、この違いはもう何回か記者会見で言っていて、先々の指標が急に映像として映し出される訳ではないので、やはり足許に出てくるデータから先々へのインプリケーションを分析の結果として引き出していったって、かつ組み立てるのだ、という言い方をしている。そうしたことを十分記者会見で言っているのだが、記者はそういったことは



積極的に情報発信してくれないので、情報が中断されてしまっているのではないかという気がしている。どうすれば良いのか。やはりボードメンバーの発信がそれぞれ平仄が合っていないと、都合の良いところを捉えられてしまうというリスクがあるな、というふうに思う。それから、あまりにも次のタイミングを探るという意識が強い人達の数が多い中でのコミュニケーション・ポリシーということをやはり意識しておかなくてはいけない。情勢判断についての物の言い方と政策スタンスについての物の言い方を明確に分けるということは当然であるが、情勢判断に絡むことであつても、例えば、物価であるとか消費についての何か新しい指標が出た場合、その指標についてのコメントを求めてくる人は多分「あなたの政策スタンスはちょっと変わったか」ということを聞いている場合の方が非常に多いので、そこは迂闊に答えられないということである。余程注意深く答えないといけない。では何も言えないのかということになってしまうので、そうもいかないが、少なくとも明確にそれだけを意識している人に対する答え方というのは、やはりあるのではないかという気がしている。他に如何か。

#### 福間委員

須田委員と野田委員が言われた金利が低いことと円安の関係は、一つのポイントであるが、これを我々が真正面から取り上げると、金融政策は動きが取れなくなる。これは歴史が証明している。どこの国もそれでやられる訳である。一方では、昨日、金融市場局長からも欧州から懸念の声が上がりつつあると説明があつたように、また、米国についてもガイトナーNY連銀総裁が指摘したように、トラディショナルな不均衡の問題にもう一度目を向けるべきだという意見が出てきている。そうした微妙な局面でもあるので、為替と金利の関係について、本席で発言するのは構わないが、これを外で言うと相当のインパクトがあることには注意する必要がある。やはり日銀が伝統的に為替と金利には痛い目にあっていること——日銀に限らずブンデスバンクでもそうであるが——、この点は歴史の教訓とし

て学んで、日本経済のファンダメンタルズを良くすることで対応する以外は方法はないのではないか。

#### 岩田副総裁

全く同感で、実はそのことを前々回申し上げたが、凄く反対のご意見が多かった。つまり、円キャリーと円安の関係、あるいはもう少し言うと、金利差と為替レートの関係であるが、学会のドクトリンは金利平価説で、相手国の金利が高くて自国が低いと、将来自国通貨が増価するだろうという期待を持つのが普通だと。それで、インタレスト・レート・パリティと言う訳である。カバードの分とアンカバードの分と両方ある。実際に1985年の時点を振り返ると、日米間の金利格差は現在と同様である。長短金利両方とっても同じ位開いている。その時どういう議論があったかという、インタレスト・レート・パリティ、これは将来円高になるということを期待しているのだと、この金利格差がずっと続くということは円高がずっと続くと皆が期待しているのだと。そして現実には円高になった。240円から80円まで。そして今同じく金利差がある中で、不思議なことに皆円安がもっとひどくなるだろうというふうに期待している。それは私からみると非常に不思議である。この前ブラインダー氏が「インタレスト・レート・パリティほど現実に当てはまらないパリティはない」とスピーチしていて、どこまで信用して良いか分からないが、私はマーケットというのは、先程展望レポートに関連しても言ったが——トレーダーもそうだが——、ノイズ的に動かされる部分と、ファンダメンタルズをよくみてそのプライシングをどこか探り当てようという人と両方いて——私はジャーナリストにも両方いると思っているが——、結局マーケットが強靱だ、レジリエントだと言うのはそういうファンダメンタリストが最終的には決着をつけていくということだというふうに理解している。しばしば為替レートなどはフラジャイルになることもあり、十分レジリエントではないのだが、私は長い目でみれば、やはりマーケットは最終的にはファンダメンタルズの方に決まっていくというふうに思っている。であるから、足許ではなくて先

行き金利はどうかということが大事なので、それについては変えていない訳である。勿論、足許の調整のスピードは変わる訳であるが、そういうことが大事なのである。今金利を据え置くともっと円安になっていくだろうということで、ノイズ・トレーダーは、私からみると損を覚悟でどんどんやるのだと思う。でもそういうことは危険であるということは言っても良いかもしれない。つまり、これはオイルと全く同じだと思うが、オイルの先物市場で一時 78 ドルまで上がった。あの時はじわじわと上がった。これはプリンストンのシン教授が書いているが、こういう投機的なマーケットでしばしば観察されることは、上がる時は階段をのぼっていき、落ちるときはエレベータだと。現実は今エレベータで下がっている。為替レートもそういうリスクはある。じわじわ、じわじわ円安でいって、どこかでエレベータで落ちる。エスカレータで上がることになるかもしれないけれど。だからそれはリスクいなのである。今私からみると、円キャリートレードを一所懸命やっている人は非常にリスクいなポジションをとってやっている。損をしたい、損をしたいとやっている。

#### 西村委員

一点簡単に付け加えると、私は岩田副総裁のおっしゃるとおりだと思うが、もっと難しいのは、短期的にみればノイズ・トレーダーの方がパフォーマンスが良い。ラリー・サマーズ氏の有名な論文があるが、短期的というのと長期的というのとで、恐らく長期的にはファンダメンタリストが勝つのだが、皆さん短期的に動くので、それを我々がどう見極めるかというのは極めて難しい。

#### 野田委員

西村委員がおっしゃるとおりで、私も中長期的かつロジカルにはそういうことだろうと思うが、現実的にはそういう動きが利上げ以降動いているという現実も直視しなくてはいけないだろうという意味で申し上げた。私としては、その点は第二の柱を意識して申し上げたのだが、そこだけで利

上げが必要だということではなくて、やはり第一の柱と第二の柱の今申し上げたことを踏まえて引き上げが必要だということであり、そこだけを強調したかのようにみられたのは私としてはやや不本意である。また、対外的な説明として、第二の柱について為替のことを外に対してこと細かく説明していくことも極めてリスクというのは福間委員のおっしゃるとおりだと思う。

#### 須田委員

今野田委員がおっしゃったことはそのとおりだと思っているが、為替レートの問題は外に対して発信することは絶対避けなくてはならない。私が述べたのはまさに10月の展望レポートの文字そのまま、その時に金融行動というところには我々は当然為替レートも意識していたが、それをここだから出したという話で、外に対しては「金融行動、投資行動」というような言葉で言うしかないということだと思っている。為替レートは「水準の問題」をここで問題にすべきだと思わない。私はやはり為替レートが大きく変動するということが、それがもたらす企業収益等に与える影響を考えると問題で、ある程度長く今の低金利が継続するという期待が定着することによって、というようなことは起こらないようにしないといけないという思いである。

#### 水野委員

同じことである。今日総裁がどうご説明されるかによるが、今日の決定を受けた市場の見方、ある意味で今日植え付けた金融政策に対する市場の見方というのは、今後容易には変わらないと思う。そういう意味では非常に気を付けて説明して頂きたいと思う。我々としても、もしノーマライゼーションとか、あるいはフォワード・ルッキングという判断に対する市場の理解と我々の説明との間で多少抜けてしまっているロジックがあれば、そこはやはり補足していく必要があるかなということ非常に意識しているところである。ただ、中間レビューというのは私も展望レポート同

様非常に重要だと思っており、実はこの1年位、展望レポートの前から展望レポートについて色々ここでコメントしてきたが、皆さんはその直前にならないと言わなくて、もう少し大事に展望レポートに向けて議論をされていった方が良くないかなという感じがするし、中間レビューもやはり凄く大事である。そういう意味では中間レビューを軽視しているとみられるのはまたよくないし、展望レポート、中間レビューというサイクルでたまたまゼロ金利が解除されたので、その期待もあるということをお願いしたいと思う。

福井議長

宜しいか。政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず副大臣からお願いします。

田中財務副大臣

我が国の経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がこのところ少し弱まっており、消費など経済指標の一部に弱い動きがみられることから、引き続き留意する必要がある。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が続くと予想されることから、先行きについてはなお慎重にみていく必要がある。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充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展望レポートの中間評価に伴う経済・物価の見方と併せて、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します。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気回復が続いていると認識しているが、これまでも申し上げているとおり、所得の伸びが鈍化する中で、消費は概ね横這いとなっており、企業部門の好調さの家計部門への波及がこのところ少し弱まっている。物価の動向を総合的にみると、未だデフレを脱却していない。引き続き海外経済の動向などにみられるリスク要因を考慮しつつ、物価の動向について冷静に注意しながらみていく必要がある。先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ世界経済の動向と我が国経済に与える影響や企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵となると考えられ、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。物価の安定に向けた道筋については日本銀行においてしっかりと説明責任を果たして頂く必要があることから、今回の展望レポートの中間評価では、想定していた経済・物価情勢への見通しとの違いを含め明確にご説明頂くようお願いをする。政府は本日の経済財政諮問会議で新しい中期方針である「日本経済の進路と戦略」について諮問に対する答申を行い、来週、「平成19年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」とともに閣議決定する予定である。政府・日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長のため、一体となった取組みを行うことが重要である。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、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。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、委員の方々からご意見はあるか。宜し

いか。それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏め、並びに採決というプロセスに移りたいと思うが、議長としては皆様方の大勢意見を踏まえて、金融市場調節方針については現状維持に関する議案提出をしたいというふうに思っている。他に議案提出者がいらっしゃるかどうか、恐らく須田委員、水野委員、野田委員からご提案があるかなと思うが、宜しいか。それでは、それぞれの議案を作成してお配り頂きたいと思う。

[事務局より議案配付]

読み上げてみて欲しい。

内田企画局企画役

それでは須田委員・水野委員・野田委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。続いて、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。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。別添、対外公表文である。「2007年1月18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。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

須田委員・水野委員・野田委員の案から採決して頂きたい。

[須田委員・水野委員・野田委員の議案について事務局より  
決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

春審議委員

福間審議委員

西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。三委員共同提案分であるが、賛成3、反対6、  
反対多数である。

福井議長

反対多数ということになった。それでは議長案の方をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁



武藤副総裁  
岩田副総裁  
春審議委員  
福間審議委員  
西村審議委員  
反対：須田審議委員  
水野審議委員  
野田審議委員  
棄権：なし  
欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 6、反対 3、賛成多数である。反対は須田委員、水野委員、野田委員である。

福井議長

それでは賛成多数で議長案を可決した。なお、反対の委員の方、追加的にご見解の表明がもしあればどうぞ。宜しいか。それでは、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則って、適切な金融調節をお願いしたいというふうに思う。宜しくお願いする。政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

議長案が賛成多数で可決された。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。中

間評価の部分も含め、今までの討議及び決議を受けて、改めてこの文章をご覧頂きたいと思う。如何か。マーケットは良いな。中間評価については、多数意見が「②」、「③」、「②」と、須田委員が「①」、「③」、「②」ということで変わりはないか。

須田委員

同時に私は「消費」のところも「現状」も「伸び悩みつつ」というのは要らないと思っているが、それは少数意見である。

福井議長

これはどういった扱いにするか。須田委員の別途提案ということか。

須田委員

提案はしない。

福井議長

それでは採決を回して宜しいか。

[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

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：須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は須田委員である。

福井議長

賛成多数で原案を可決した。須田委員から追加的にご意見の表明があるようであればどうぞ。宜しいか。金融経済月報は今可決した基本的見解の部分については、即日公表、つまり今日の 15 時に公表を予定している。また、詳しい文章、背景説明は、必要に応じて執行部で修文を施したうえ 19 日金曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（12 月 18～19 日開催分）の承認

福井議長

それでは今日の最後の案件であるが、議事要旨、12 月 18、19 日開催分の承認を求める件である。既にお手元に配付済みでチェックをして頂いたと思うが、改めてご異議がないかどうか確認したいと思うが宜しいか。それでは決議を回して頂きたい。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨については全員一致で承認を頂戴した。この議事要旨であるが、1月23日火曜日の14時に対外公表を行う予定である。

VII. 閉会

福井議長

以上で本日予定していた議事は全て終了した。次回政策決定会合であるが、2月20日、21日の両日の開催予定となっている。宜しく願い申し上げます。なお、最後に機密保持の関係であるが、決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りということである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理を重ねてくれぐれもお願い申し上げます。以上で閉会とする。

(13時01分閉会)

以 上