

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2007年2月20日（14:00～16:03）

2月21日（9:00～14:15）

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（20日）
	田中和徳	財務副大臣（21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	武田直己
企画局企画役	鈴木公一郎

## I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

それでは定刻なので、政策決定会合を開催する。今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺うことにする。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。宜しくどうぞお願いします。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々はそのことを十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入る。金融経済情勢に関する執行部説明のうち、最初に、金融調節、金融・為替市場の動向について、稲葉理事と中曽金融市場局長からお願いします。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

お手許の（追加）資料-1、2に沿ってご説明させて頂く。早速であるが、図表の1-1をお開き頂きたい。無担オーバーナイトコールレートであるが、前回の1月の決定会合に掛けて、利上げ観測が高まり、1月16日のレートが0.343%まで上昇したが、その後は誘導目標近傍まで低下して推移している。しかしこの積み期を通してみると、レートが下がりにくい地合いが続き、0.25%を上回る日が多かった。これには、外銀の調達額が一貫して強かったこととか、あるいは2月に入ってから、上旬の税揚げが終わった後、地銀大手のポジションが悪化して資金放出をやや抑制気味にしたことが背景にあるとみている。2月15日は積み最終日であるが、

ここは比較的平穩に越えた。0.26%であったが、この日に公表された10~12月のGDP速報が市場予想を上回ったことから、利上げ警戒感が台頭して、新しい積み期に入った2月16日には0.362%、週明けの19日には0.354%と、1月16日を上回る水準まで大幅に上昇していて、今日の午前中も、朝方であるが、0.366%とかなり高い水準で高止まっている。続いて、図表の1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂く。先週終わった1月の積み期をご覧頂くと、準預先の準備預金が5兆円であり、12月の積み期よりも圧縮されている。ただ積み期間中の振幅は、実際非常に大きかった。この点を図表の1-3、06/7月の積み期以降の当座預金残高のグラフでご覧頂くと、1月16日から始まった1月の積み期では——政策決定会合が18日にあったが——、ここまでは利上げ警戒感から大幅な積み上となった。決定会合以降は、各行とも積みの進捗を抑えるために急ブレーキを踏んだので、準預の水準が一挙に低下した。このグラフの右端になるが、始まったばかりであるけれども、2月16日からの新しい積み期の様子をお示ししている。ここでは、利上げ警戒感の台頭から再び準備預金の積みを前倒しにする動き——これは1月と同じパターンである——が広がり、昨日19日現在の準備預金が6.9兆円と大幅な積み上になっている。この辺りの経緯は、後でまた纏めてお話ししたいと思う。図表1-3の06/7月積み期以降の短期金利のグラフで、この間の短期金利の推移をご覧頂くと、黒い太線でお示ししたコールレート、それからグレーでお示ししたレポ・レートとも1月の積み期間中は、割合安定していたが、新しい積み期に入ると、利上げ警戒感の高まりから急速に上昇している。このグラフには入りきれていないが、決定会合以降、22日スタートのレポ・レートが、0.43%ないし0.45%という水準になっているので、ロンバートレートを超えた水準になっている。図表の1-4、それから1-5で無担保コール市場の規模をご覧頂くと、まず図表の1-4にあるように直近の1月の市場残高は拡大している。増加分は何かというと、図表1-5の旬毎の残高水準に現われているように、取引種類別としては主としてオーバーナイトなどの翌日物の増加によるものであるし、<取り手

別>にみた場合は、外銀の調達が増えたことが背景である。続いて図表の1-6、オペの実施状況である。この共通担保(本店)のオペの欄のシャドーでお示ししているように、まず1月の積み期の初めに利上げ観測が盛り上がったところでは、レートの上昇を抑える観点から即日の資金供給オペを連続してオファーした。冒頭申し上げたように、2月に入ってからレート上昇圧力の高い日が多かった訳であり、特に外銀が取り上がるような日には、即日の供給オペを実施している。さらに、新しい積み期に入った2月16日には、再び利上げ警戒感からオーバーナイトレートの上昇圧力が高まったので、レート上昇を抑制する観点から連日最大規模の即日の資金供給を行っているところである。図表の1-7は、新しい2月の積み期に入ってから動きを整理したものである。先程、申し上げたように、特にGDPの発表後、メガバンクを中心に利上げを警戒して準備預金の積みを進捗させるといった動きが再び広がってきている。このため、オーバーナイトレートは、16日には、0.362%になって、それ以降上昇圧力の強い状況が続いている。これに対しては、16日のオペでは、即日の資金供給オペ1兆6,000億円を供給している。それから19日にも2.1兆円供給をしている。この表には入っていないが、今日も似たような状況にあったので、朝方即日1.5兆円、それから先程8,000億円と、合計2.3兆円の即日の供給オペを行っている。これによってレートの沈静化を図っているが、資金を取りきれない外銀あるいは外証がコールを取り上がっているのでレートが高止まりしているという構図になっている。幾つかの先は補完貸付に向かっている、補完貸付の金額は、16日が1兆694億円、19日が4,467億円となっている。この結果、昨日の19日は、当座預金が10.5兆円、それから準備預金残高が6.9兆円、19日までの準備預金の積み進捗率は21.0%となっている。これを日数割進捗率の14.3%と比べると、7%ポイント程度、日数換算だと2日分高くなっている。1月にも同じような傾向がみられたが、1月で実際の積み進捗率と日数割進捗率の乖離が一番大きかったのは、1月18日であり、進捗率が13.7%、日数割が9.7%でギャップが4%であるから、今回の乖離幅は、既にこれを大幅に上回っている。

しかも、なお、政策決定まであと一日半余しているので、結局今回は積み期に入ってから政策決定に至るまでの期間が長い分、日数割進捗率からの乖離幅、言い換えれば積みの前倒し傾向の程度が大きくなっているといえるのではないかと思っている。こうしたことは、一応予想はしていたことであるが、政策決定が行われる明日の午前中までは継続すると思っている。金融市場の方は、これから申し上げるように、実は他の市場は利上げ観測が大きく盛り上がっている訳ではない。ただ、これとはやや対照的に、コール市場、特にオーバーナイト市場では、利上げを警戒した保険的な意味合いも込められた準備預金の積み姿勢の前傾化から連日白熱した状態が続いている。取引高も増加していて、これもこの中にお示ししていないが、例えば無担保コール市場では1月の平残が12兆円であったが、ここ数日は14兆円を超えている。以上が調節である。

次に、金融・為替市場の動きをみて参りたい。まず図表2-1の(2)ターム物レート等の推移であるが、短国レートをご覧頂くと、3か月物のFBは、1月の決定会合に向けて利上げ観測が盛り上がった16日には、0.535%まで上昇していたが、利上げ観測が剥落した後は、銀行勢のキャッシュ潰し的な運用もあり低下している。2月15日のGDP公表後、幾分上昇しているが、一番直近のところでも0.505%と、1月の水準には届いていない。次にデリバティブ市場が織り込んでいる利上げ期待について、図表2-2の(1)のグラフでユーロ円金先からみたフォワード・レート・カーブについてご覧頂くと、グラフの黒い線でお示した直近のカーブは、前回決定会合からほとんど動いていない。時系列的な動きを(2)のグラフでご覧頂くと、このグラフの右の方、レートが急降下しているところがある。ここが、1月の決定会合に掛けての利上げ観測が一気に剥落した箇所である。その後も、利上げ観測は、じわじわ後退していったが、2月15日にGDPが公表されると、グラフの一番右端になるが、僅かながら上昇している。図表の2-3(1)のOISのグラフでも同じようなパターンが観察される。すなわち、この黒い棒は、直近の2月19日時点の水準であるが、これが示すようにGDPの公表で利上げの可能性が幾分高まったと

市場は受止めているようである。ただ、それでも、この黒い棒が明確に0.5%に到達するのは、6月位であるので、利上げに対する相応の警戒感が出てきてはいるけれども、利上げ観測が劇的に高まっているという訳ではどうもないようである。このOISからみた利上げの確率は現在のところ6割程度になっている。しかしながら、もう一つの特徴は、1月に比べると今回はOISの取引量も相対的に薄くなっているという点である。つまり、今回、市場は割合に冷めていて、2月に利上げがあってもあるいは据え置かれても、どちらに転んでも大丈夫といったような金融機関のポジションになっているのではないか。この先の利上げのインターバルはどうかということ、JGBフォワード・レートに織り込まれた市場参加者の予想のグラフでみると、このグラフをみる限り、太い線と細い線の間隔がほぼ半年であるという展開から、概ね半年に1回程度のペースとの見方が今のところは維持されているように思われる。ただ、市場の話聞いてみると政策の先行きが読みにくくなったという声も聞くので、仮に政策金利が据え置かれた場合には、暫く利上げはないのではないかと、そういった見方が広がる可能性もあるように思われる。次に図表2-4 長期金利の推移をご覧ください、1月決定会合の後、低下した後上昇という動きになっているが、これは図表2-5の(1)のイールド・カーブの形状といった観点からみると、前回決定会合以降ほとんど動いていない。(2)のグラフでお示しするように、僅かながらステイプ化している程度であって、10年債でいえば概ね1.7%辺りでの動きになっている。強めであったGDPのイールド・カーブに与えた影響も大きなものではなかった。このように長期金利が比較的落ち着いている要因には幾つかあると思うが、第一は、物価見通しが落ち着いていること、特にCPIコアは目先0%近傍まで低下すると市場が予想していること。第二に、そうした中で日本銀行は利上げをしにくいのではないかと、あるいは仮に利上げに踏み切ったとしてもそのペースは緩やかであろうといった見方が多いこと。第三には、このところアメリカの長期金利が低下していることである。図表の2-6、市場参加者が注目する債券利回りの変動要因についてであるが、直近のサーベイ結

果をみると右端の棒にお示ししているように斜線の短期金利・金融政策に対する注目度が増している。それから(2)のグラフで変動要因別の影響をご覧頂くと、四角い印の折れ線——これが物価動向——、それからグレーの太い線——これが債券需給——が、いずれも利回り低下要因として認識されている点がお分かり頂けるかと思う。図表の2-7、クレジット市場だが、(1)にお示した社債の流通利回りの対国債スプレッド、それから(2)のグラフのCDSプレミアム、いずれも幾分タイト化しているとみている。これは企業業績が好調であること、それから長期金利が当分低位安定するであろうといった見方をベースに投資家がサーチ・フォー・イールドの姿勢を一段と強めていることが背景にあるとみている。以上が、クレジット市場である。続いて株価であるが、図表2-8(1)のグラフにお示しするように、前回決定会合以降、株価は上昇している。日経平均は、なかなかこれまで超えられなかった昨年初来の高値を突破して1万8,000円に接近しつつある。上昇の背景であるが、第一は、10~12月の企業業績の好調とこれを背景とした2006年度通期業績の上方修正に対する根強い期待があるということ。第二には、これと関係するが、この間の円安基調。第三としては、M&Aだとか業務提携の動きが幅広く出てきていること。第四には——これは(2)のグラフにもあるが——、アメリカの株価の堅調、といった点を指摘することができる。主体別の動向だが、図表2-9をご覧頂くと、外国人投資家の買い越しが続いている。1月の買い越しが1.5兆円で、12月をさらに上回った買い越し額になっている。これに対して、相変わらず本邦の投資家が売り越すパターンになっている。業種別の株価をご覧頂くと、円安局面では、グレーの太線の輸出関連株が上昇している。最近では、破線になるが、エネルギー・素材関連株が上昇している。細い線の内需関連株もキャッチアップしてきている。内需関連株の中では、特に不動産株に勢いがある。さらに最近では、太い線でお示しているが、足許では利上げ観測が出てきたことから金融株、特に銀行株が上げてきている。その右のグラフが、不動産関連指数の推移をお示したものである。まず、破線の方が今申し上げた不動産株であるが、先程申し

上げたように不動産株はかなり勢いがある。しかし、それよりもさらに勢いよく一貫して上昇してきているのが、黒い太線でお示したREITである。REITの好調については、好調な決算があることや、それを好感して外国人や投信の資金が流入していることが背景にあるとみている。ただ、極々直近をみると、少し反落している。これは一部のREITに収入の過大評価があったとして証券取引等監視委員会がFSAに対して行政処分を勧告していることが背景であるが、これが今後REIT全体にどのような影響を及ぼすかどうかは、もう少し見極めを要するのではないかと考えている。いずれにしても、REITは今までは非常に急ピッチに上げてきたということである。次に図表2-10、為替相場であるが、前回決定会合以降利上げ観測が剥落して——主要為替相場の推移等(1)のグラフの太い黒線がドル/円相場であるが——、暫くは円安傾向が続いていた。しかし、G7辺りから少し変化が出てきている。G7の声明文自体は円安問題がシングルアウトされなかったが、G7の後は長い目でみた場合のキャリートレードの収益性に対する慎重な見方というものも、徐々に出てきている。現象面では、G7後、当面の節目と思われた年初来円安の水準である122円20銭を超えて円安にならなかったのも、これを契機に円の買い戻しの動きが出てきている。さらに2月15日の本邦GDP統計の発表以降は、日本の利上げ警戒感が台頭してきたこともあり、円買いが後押しされているようである。このように、G7それからGDPという二つの「G」を経て、それまでの円安の流れにやや変化が出てきているのではないかと考えている。円は対ドルで極く足許では119円台、それから対ユーロでは一時156円、足許は直近で157円と上昇している。一方、ユーロについては、複数回の利上げが予想されていて金利先高観もあるもので、対ドルで強含んで推移している。図表の2-12をご覧くださいと、こういった状況の中で、キャリートレードにも一部変化が生じてきている。すなわち、(1)のグラフのうち左側のグラフがお示するように、1月の中、下旬に掛けては円を売って高金利通貨を買うという動きがかなりはっきりみて取れるが、特にGDP統計公表の後は、右側のグラフに表われているように、



ポンドなどを売って円を買い戻すといった動きが出てきている。実際、外為証拠金取引の推移をみると、ポンドを買った投資家に含み損が生じているというふうにも類推される。(2)のグラフでドル/円、ユーロ/円のインプライド・ボラティリティをご覧頂くと、なお現在の水準は——依然、歴史的には低い水準にあると言って良いと思うのだが——、グラフにあるように、極く足許では上昇して、8%に接近してきている。こうした状況から金利差とともにキャリートレードやボラティリティが足許やや不安定化していることが、足許の円の買い戻しに繋がっているようである。図表 2-13、円の IMM のポジションをご覧頂くと、(1-1)のグラフは直近が 2 月 13 日までしか入っていないので、ショート・ポジションはなお大きいですが、GDP 統計公表の後には、円高の動きからみて、このショート・ポジションはかなり縮小しているのではないかと思う。(2)のリスク・リバーサルをご覧頂くと、ドル/円については——直近の 2 月 19 日まで入っているが——、黒い線でお示しするように、かなりドル・プット・オーバー幅が深くなっている。以上申し上げたように、円高が少し進んでいるが、119 円近傍ではそれなりに輸入のドル買いも出ているようで、円高には歯止めが掛かっている。また、金利差については、依然大きなギャップが内外にあるから、そういうことを勘案すると一挙に大幅に円高が進むとも考えにくいと思う。実際、早晩また円安トレンドに復帰するとの見方も相応にあるようである。ただ、足許では円高に流れが傾き掛けているだけに円高方向への材料には反応しやすくなっているとみている。

以上、全体をサマライズすると、金融市場の中では、コール市場では盛り上がっているが、それ以外の市場では利上げの織り込みは半々程度といったところかと思う。従って、いずれにしても、政策決定の後には、ある程度市場が反応することが予想される。ただ、仮に利上げが決定される場合も、今後利上げのペースが緩やかで加速しないといった見方が維持されていれば、大きな相場変動を引き起こす可能性はそんなに大きくはないかと思っている。ただ、もっとも円相場については、足許円買い方向に目線が向いているので、利上げが円買いの材料となって一時的に円

が買い進められる可能性もあるのかなと思っている。その場合、それが高値圏にある株価、特に輸出関連株などの利食いを誘発する可能性もあるのではないかと思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。リスク・リバーサルでみるとむしろドル売りの方に  
出ているが、円の IMM のポジションでみるとまだ円ショートの方が大き  
くて、この先は円ショートはどっちに動きそうか。

中曽金融市場局長

この IMM のショートは 2 月 13 日までしかカバーしていない。

岩田副総裁

期間のずれなのだな。

中曽金融市場局長

期間のずれである。2 月 13 日までしかカバーしていないので、公表さ  
れた GDP 統計が反映されていない。バーナンキ議長証言とか GDP 統計  
の公表とかが反映されていないので、ショート・ポジションは恐らくこの  
後はもっと減っているのではないかと思う。従って、動きとしては、リス  
ク・リバーサルと整合的である。

岩田副総裁

円売りの方がピークアウトしているということだな。

須田委員

五分五分で織り込んでいるということで、利上げが行われた場合の反応をお話しして頂いたが、逆に利上げがなければ逆方向に動くと思って良いのか。

中曽金融市場局長

然り。特に為替は、利上げがなければ、恐らく円安であろう。要するに、またキャリートレードに目が向いていくのではないかと。ちょうど1月の金利据え置き後の反応と同じような動きになるのではないかとみている人達が多い。

須田委員

金利の方はどうか。

中曽金融市場局長

金利も要するに五分五分ということなので、動かしても、据え置いても、それなりに反応するだろう。ただ、恐らくその反応の度合いはいずれにしても大きくないのではないかと。

岩田副総裁

為替レートについて言うと、何か両方あるような気がする。もうアクションが採られたので後暫くはないのではないかと部分と、今おっしゃったような部分と。

中曽金融市場局長

為替は私も暫くはそんなことかなと思ったが、少し注目すべき現象が出てきている。というのは、ボラティリティが若干上がっている。それから円/ポンドのようなキャリー・ポジションには、今までにはみられなかったような明確な含み損が生じているので、仮にそういった個人の投資家がポ

ジションを巻戻した場合にはこれが基点となって円が買われる可能性もあるのではないか。だから今までのようなボラティリティも低い、金利差も大きいという環境が変化してきている。

岩田副総裁

そういう状況ではないのか。

中曽金融市場局長

然り。キャリーにとって望ましい環境が少しは変わってきているような気がする。

水野委員

あとはコミュニケであるな。期待値なのだな。将来の政策金利がどういうペースで上がるか。

中曽金融市場局長

むしろそこが大きいのではないか。

水野委員

どういうふうに我々がメッセージを出すか。

中曽金融市場局長

つまり 0.25%があるかないかは散々これまで織り込んだり外したりしたので、若干先程申し上げたが、恐らくむしろ今後は利上げがどういうペースになるのかが、市場における注目度としては相対的に大きいのではないかと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外の経済情勢である。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、今日お配りしてある（追加分）と書いてある薄い方を中心に説明させて頂く。図表1で、米国から説明に入る。第4四半期のGDPは事前推計値であり、12月の計数が一部入らないまま作られているが、前期比年率3.5%と景気のスローダウンがいわれている中ではややでき過ぎの数字かと思う。今月末に発表される予定の暫定推計値では、12月の卸売在庫の減少や貿易収支の赤字幅拡大などが反映されるので、この3.5%から約1%程度下方修正が見込まれている。いずれにしても、第4四半期の牽引役は個人消費である。前期比で見ると、実質1.1%の増加、年率換算の寄与度ではGDP3.5%のうち3.1%が個人消費で占めている。個人消費の年明け1月に入ってから動向だが、引き続きしっかりしていて、5行目の小売売上高、6行目の自動車販売、7行目の消費者コンフィデンス指数、この辺りの計数からしっかりしていることが確認されている。因みに、1月の小売が横這いとなっているが、これをいつものようにコアというか、自動車、ガソリンあるいは家庭での建設資材を除いたものでみると前月比+0.4%と、引き続きしっかりしている。住宅販売面では底入れの兆しが窺われているが、在庫調整の局面が続いて1月の住宅着工は年率換算で1,408千戸と約10年振りの低水準である。企業部門の動向をみると、企業の収益は引き続き堅調であり、そのもとで設備投資は減速しつつも増加傾向を維持しているものと私共は判断している。9行目の資本財受注がその先行指標であるが、第4四半期は前期比マイナスになっている一方、足許12月が前月比またプラスになっているとか、その他諸々のことから、このように判断している訳である。ISM景況感指数であるが、製造業はやや弱い動きとなっている。11月は指数が50を切りやや心配していたところ、その後12月は50を超えたが、また1月も50を切って49.3ということである。鉱工業生産の指数、これも

12月、1月と+0.5%、-0.5%とぎくしゃくしているが、この辺りの動き、あるいは1月の製造業稼働率の水準が79.6%というところからみて、製造業はやや弱い動きとみている。一方、非製造業であるが、ISM景況感指数にあるように、引き続き高い水準というか50を超えたところで堅調に推移している。次に雇用動向である。このところ統計の振れが大きくミスリーディングな感じがしていて、例えば11月の19万6,000人、あるいは12月の20万6,000人は、今回の1月の発表の際にそれぞれ4万人近く上方修正されている。そのように嵩上げされた水準からみると、1月の11万1,000人というのは増加幅がやや小幅化したようにみえるが、均してみると、判断としては労働需給は引き続きタイトとみている。失業率は、0.1%上がって4.6%となっているが、この4.5%近辺の水準そのものはタイトということになっている。ここには載っていないが、単位時間当たりの労働賃金も引き続き前年比4%台の高い伸びを続けている。18番の欄に労働生産性が出ているが、雇用統計の上方修正がこの労働生産性の統計にも近々反映される。3月に発表されるが、雇用者数が増え分母が増えたことで、労働生産性は下方に修正される見込みである。そうした労働生産性の低い伸びを考えると、ユニット・レーバー・コスト——ULC——の上昇がやはり懸念され、これも第4四半期2.8%という数字が取り敢えず置いてあるが、先程いった雇用者数の増加、労働生産性の低下という経路を通じて、このULCは上方に修正される見込みである。そういう意味でのインフレ圧力は引き続き警戒圏内にある。物価であるが、エネルギー価格の低下を通じて、総合でいうと落ち着いた動き、しかしCPIコアでみるとご覧のとおり12月は、前年比2.6%と水準的にはやや高めである。以上が米国である。図表2-1でユーロエリアをみると、第4四半期の実質GDPが発表されている。速報値だが前期比年率3.6%、現段階では需要項目別に内訳は発表されていない。類推するに、輸出、個人消費が牽引役となっていると思われる。輸出——7番目の項目であるが——は、言われているユーロ高にもかかわらずロシア、中国向けを中心に前期比大幅増加し、前期比5.2%という仕上がりになっている。個人消費は、回復

基調に加えて、ドイツにおけるVAT引き上げ前の駆け込み需要——これは自動車を中心——が寄与したものとみられる。小売売上——3番目である——は、前年比で第4四半期+1.5%、12月は+2.1%という数字になっている。新車登録台数は、同じく前年比で第4四半期+5.1%、12月単月で+12.0%となっている。年明け後のドイツにおけるVAT引き上げの影響であるが、自動車販売は当然反動減がみられる。ドイツの内訳は書いていないが、ユーロ全体で1月の自動車登録台数が前年比-2.7%と減少している。ただ、この下げ幅については、予想していた程大きくないと今のところはみている。それから、VATの物価への影響であるが、目下のところエネルギー価格の下落や1月のセールの安売りに相殺されているようであり、1月の消費者物価の前年比は+1.9%と、ここ3か月連続して同じ水準で推移している。先行きは、このVATの部分が必ず反映されてくるだろうというのが一般的な見方だが、取り敢えず1月は跳ね上がる分がなかったということである。それから、12番目の失業率だが、前月も申し上げたが、12月の7.5%は現行統計のもとでは過去最低を更新中である。次に、図表2-2 英国であるが、英国の第4四半期の実質GDP速報値は、前期比年率3.2%と一段と加速している。牽引役は、個人消費とみられている。4番目、生産であるが、北海油田での生産水準の低下などの要因を中心に弱い状況である。5番目の失業率は、ずっと3.0%できたが、10か月振りに動いて、1月は2.9%と小幅低下している。それからインフレーターゲットからの乖離が懸念されていたCPIであるが、1月は2.7%と前月に比べて低下した。この先、電気、ガス料金の引き下げが予定されているため、当面は危険水域に戻る可能性は低いとみられている。ただし、BOEでは、住宅価格の高い伸びが続いていることや賃上げ交渉の季節を控えて、インフレに対して引き続き警戒的なスタンスを崩していない。図表の3-1、中国である。中国の第4四半期の実質GDPは、前年比+10.4%と仕上がっている。固定資産投資は若干減速しているが、当期は18.7%と引き続き前年比2割に近い伸びを示している。さらに消費あるいは輸出も引き続き高い伸びを示している。この間、物価は、食料品の価格変動を映

じてCPIの前年比は、ここ2か月2%台に乗せている。なお、輸出好調に起因する国内過剰流動性の吸収策の一環として、人民銀行は先週預金準備率を1月に続いて2か月連続で引き上げている。昨年7月以降5回目であり、累積の引き上げ率でみると2.5%、水準的には準備率は現在10%である。NIEs、ASEANの方であるが、第4四半期のGDPの数字が出揃いつつあり、大勢としては引き続き年率5%程度の景気拡大が続いている姿と思っている。その中で台湾が若干減速気味の数字になっていて、図表3-2にあるように輸出部門が足を引っ張っているものとみられる。前回は申し上げたと思うが、輸出の第4四半期というのは、押し並べて増勢は鈍化する傾向にある。1月の数字が出ている韓国、台湾でみると前年比でみて若干持ち直したようになっていて、これは、旧正月が昨年1月にあった一方、今年は2月になった関係から、今年の1月は営業日数が多かったという要因で伸びている可能性が十分高いので、2月の数字をみて均して考える必要があるかと思っている。あと、NIEs、ASEANで金融面において若干触れると、年明け以降、こういった地域の外資の流入は特に変調は見受けられない。多くの国で為替及び株価は堅調に推移している。なお、タイにおいては昨年導入された資本流入規制を部分的に解除していて、いわゆる親子ローン、海外の親会社からタイにある現法子会社に送る資金送金についてはこの規制に掛からない、要するに、準備預金の規制の対象にならないということで以前のような取引に戻っている。以上が私の方からの説明である。

岩田副総裁

少し伺っても良いか。まず米国のGDPの改訂値の予想であるが——これも蓋を開けてみないと分からないが——、2.5%位になると。確かJPMorganは2%まで下振れるのではないかと予想しているという報道もあるが、それはどうか。多分卸売在庫の減少で0.75%とか、さらに輸出入で何か調整が……。



出沢国際局長

我々は、卸売在庫の減少が0.7%位であるが、貿易収支の赤字幅拡大で0.3%位ということで、取り敢えず1%の下方修正と考えている。

岩田副総裁

そうか。それから2番目はやはり生産性であるが——これも出てみないと分からないが——、どうもこれで見ると2006年は——今出ている数字だと2.1%であるが——2%を割ってしまうという感じなのか。

出沢国際局長

2005年、2006年の労働雇用者数の改訂幅が大幅であったことから推すと、この両年に亘って2005年からその程度の下方改訂の可能性はある。

岩田副総裁

1990年代半ば少し過ぎのところ位まで戻る。一時3%位まで上がったことがあるが、その位だと1996年、1997年のレベルまで戻る。それと少し関係があるが、それにもかかわらず、PPIはやや急速に落ちていて、それからCPIの方は緩やかではあるが落ちていて、コアPCEだと今はGDPベースで確か2.1%まで落ちてきた。それが私にとって少しパズリングである。つまり生産性の伸びは落ちていて、しかも失業率の方が4.6%と実はあまり変わっていない。直ぐに物価が下がるのはむしろ考えにくい状況のもとで、どうして物価は下がるのかなど。パズリングであるが。

出沢国際局長

PPIについては、輸送用機器——やはりアメリカ車を中心である——がCPIに跳ねる部分についても下がっていた記憶がある。取り敢えず思い付くのはそれだけである。

須田委員

アメリカの製造業の弱さであるが、在庫調整の影響が大きいという意味では前向きに捉えても良いのではないか。さらに調整が早く済む、という見方もある。

出沢国際局長

この製造業の中で産業別に分けると、自動車の影響が非常に大きい。自動車においては、昨年生産調整、在庫調整を克服し、調整が終わっているところは前向きに捉えて良い。しかし、直近の話では、クライスラーとかそういう部門があまり業況が芳しくないということで、自動車の在庫調整がある程度進んだにしろ、そういうものがプラスに跳ねてくるという感じではなく、むしろ全般的な販売それから生産動向というものが、この製造業の業況判断に効いてきているとみられる。

須田委員

アメリカの弱いところは住宅と自動車という言い方をよくする。その自動車の在庫がある程度需要に見合った水準に落ち、また生産が増えていくということだとすると、製造業の調整というのはそれ程大きなインパクトを持つものではなかったということの良いのか。

出沢国際局長

非常に議論は広がるかもしれないが、アメリカにおいては、雇用に占める製造業の割合は1割まで減っている。であるから、そこで色々な産業別の動きはあると思うが、それが景気全般に与える影響はそういう比率で考えた方が良くないかなということが一つ。それから自動車については、短期的なそういう在庫調整、生産調整を経ても、構造的にどうなっていくのか——アメリカの自動車産業という意味で——、これについてはなかなかポジティブな見方は取りにくいのではないかとと思われる。それからもう一つ弱いところの住宅建設絡みであるが、これも販売面は先程申し上げたよう

に底入れ感が出ているが、生産面、着工ベースの調整は少なくとも今年前半は続くというのが一般的な見方であるので、目先製造業全般へのプラスとしてリカバリー要因として出てくるのは期待しがたい。

#### 西村委員

せっかく図表4があるので、サブプライムローンの話を説明して頂きたい。

#### 出沢国際局長

きっかけは2月7日位だと思うが、「HSBCのサブプライムローン事業で延滞率が増加しており、それに見合った引当を積む」という報が流れて、ある種一気にこのサブプライムローン市場に目がいった。どうなっているかというファクト・ファインディングであるが、(1)の遅延率をご覧のとおり、サブプライムローン——細線であるが——は、2005年の中程頃から上昇気味になって、今は率にすると13%という水準にきている。それは過去に比べればまだ低いのだが、局面的には上がってきているということである。それで、このサブプライムローンが住宅ローン全体の中でどの位の割合を占めるかというのが(2)であり、少しデータが古くて恐縮であるが、大体全体の2割近くがサブプライムローンというコンディションで実行されており、この割合は増えているということである。ということで、色々と懸念材料になってきている訳である。また、BBB格のサブプライムローンを仕込んだ債券に対するCDS——クレジット・デリバティブ・スワップ——のプレミアムが急上昇している。これはバックにあるローンがいつ実行されたモーゲージか、組成のタイミングによって、近いところで組まれた程クオリティが悪いということで、このデリバティブ・スワップのプレミアムの上昇カーブはきつい。システミック・リスクという意味でみると、銀行が保有している住宅ローンの遅延あるいはデフォルトは、(1)の表に戻ると太い線が商業銀行保有のものであるが、引き続き若干登り坂にはなっているものの、1.5%~2%弱で、それ程懸念す

る状況ではない。それから、最近の数字でサブプライムローンの全体に占める割合は残高ベースで1割程度と言われている。次に、イベントについての評価であるが、新規参入してきた外銀のアメリカにおけるサブプライムローン・マーケットというところで、ややプルーデンスに問題があるような営業の咎が出ているのではなかろうか。古くからやっている米国のそういう会社というか銀行では、それ程件数として増えている話ではないのではないか。ということで、一時騒がれたが、取り敢えず当局もあるいは市場筋も割合この辺を冷静にみている。

西村委員

証券化して買っているところで——ヘッジファンドが買っていると思うが——、大きな問題が生じるということはほとんどないという感じなのか。それともその辺りでかなり突っ込んでいるところはあるのか。

出沢国際局長

はっきりとは分からない、というのが答えであるが、バンキングシステムがどうなっているかということがコアとなるが、この外に洩れているのがいわゆるヘッジファンド、ノンバンクであり、そこで持たれているものにデフォルトが起こる可能性があるということには引き続き警戒はしている。ただ、数字がないもので、これ以上分からないということである。

福井議長

台湾では何が起こりつつあるのか。ファクトリーがメインランドチャイナに移っているということなのか、あるいは台湾そのものの輸出企業の競争力に陰りが出ているのか。

出沢国際局長

メインランドへの移行については以前に少し説明をしたと思う。ただし、今回は恐らくITの中でも弱い部分を扱っている企業、産業群が今若干生

産調整をしていると言われており、設備投資も若干弱い。なお、これはIT全般に亘る調整かというところではなく、韓国、日本と色々扱っている品目が違うので一概には言えなくて、たまたま台湾が扱っている競争力が弱いところが今影響を受けていると言われている。

福井議長

例えばどのようなものか。

出沢国際局長

液晶の中でも付加価値の少ない小さなものと言われている。

西村委員

台湾の政治的リスクは。

出沢国際局長

それも色々イベントは出てきているので気にはしているが、直接産業にあるいは個人消費に影響が出ていることは認められない。少なくとも消費は弱くない。今変化が起きているのは、企業部門の設備投資及び輸出に絡んだところの需要である。

野田委員

韓国にはウォン高の影響は出ているのか。

出沢国際局長

韓国銀行の見通しでは、今後出てくる。具体的には、2007年、今年の経常収支のバランスはニュートラルになる。要するに純輸出がGDPに寄与しない構成になっている。従って、GDP全体も2006年は5%で仕上がったが、今年は4%台の前半にスローダウンするという見通しになっており、これはウォン高の影響と言われている。

野田委員

2007年に成長がスローダウンすることになっているのか。

出沢国際局長

然り。

須田委員

先程の台湾の話であるが、日本が競争力を強めて日本に負けたという話を聞いたが……。

堀井理事

野田委員のご質問の若干補足であるが、出沢国際局長の言うとおりに、韓国については5%から4.4%とか4.3%に多分下がるという見通しをおいている。ただし、そう言いながら、それは潜在成長率を大きく下回るものではなくて潜在成長率並みということであるから、景気停滞感が強く出て韓国銀行が警戒感を強めているということでは必ずしもない。

福井議長

宜しいか。コーヒーショートブレイクとする。15時ちょうどから再開する。

(14時55分中断、15時00分再開)

宜しいか。それでは、国内経済情勢、井戸理事と早川局長からお願いする。

### 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、まず資料-4の（参考計表）に基づいてご説明したいと思う。先程お配りしている追加の図表は後程使わせて頂きたい。最初に、図表1で先週公表されたGDP統計をみると、10～12月期は前期比で1.2%、年率4.8%と高い成長となった。勿論、4～6月、7～9月が結構低い成長であったので、三つ均して年率にすると、実は2.1%である。そういう意味では、相も変わらず日本のGDP統計はボラティリティが大きいのが、平均するとこれまで申し上げている大体2%程度の成長軌道を走っているということが改めて確認できる結果であった。（2）で中身を見ると、一番大きいのは個人消費の振れであり、7～9月のマイナス幅はむしろ一段と拡大して-1.1%となった後、10～12月期は+1.1%とかなり大きく変動しているが、この辺の内訳はまた後程少し詳しくご説明する。ここで公的固定資本形成と書かれている公共投資が、4～6月、7～9月と結構大きなマイナスの後、10～12月でプラスに転じるだろうと申し上げていたが、これも少なからず影響しているということである。この結果、一応1～3月が0%成長だと2006年度の仕上がりは2.0%となる。恐らく第1四半期の成長率は下がると思うが、前期比0.3%までだと、2.0%の仕上がり、0.4%を超えると2.1%の仕上がりということで、多分この限界の着地の可能性が一番高いと考えている。この間、デフレーターは、全体でみると4～6月-1.1%、7～9月-0.7%、10～12月-0.5%と着実にマイナスが縮小しているが、内需デフレーターについてみると4～6月-0.2%の後、7～9月には一旦+0.2%になったが、10～12月は-0.1%になってしまった。恐らく1～3月は、原油価格が下がっているから、GDPデフレーター全体はさらにマイナスが縮小してかなり0%に近いところまでいくと思うが、内需デフレーターは逆にガソリン価格の下落、それから正確には分からないが野菜が暖冬で安いという話もあるので多分マイナスが残るのではないかと考えている。

図表5で輸出入をご覧頂くと、輸出は着実な増加を続けていて、輸入は

緩やかな伸びないしは極く足許はやや横這いに近い動きである。図表 6 で実質輸出をみると、第 3 四半期が 3.0%と比較的高い伸びの後、第 4 四半期は 1.1%の増加であった。地域別にみると、米国向けがさすがに少し減速している。これは、自動車輸出がさすがに伸び率としては少し減速してきていることに加えて、米国向けの減速の要因を一生懸命探すと小型建設機械辺りに少し窺える。いずれにしても、高い伸びの後であるから、基本的には減速しつつも増加基調の範囲内と思っている。ヨーロッパ向けも増加している。東アジア向けの輸出についてはややコントラストがついていて、ご覧のとおり N I E s 向けの輸出が相変わらずやや低調の一方で中国向けの輸出が高い伸びになっている。(2) の財別の動きをご覧頂いても、基本的には押し並べて増加している。一点、資本財・部品のところにマイナスの符号がついているが、伸び率は実はここが一番高いが、四半期の振れが大きいという特徴があり、特に最近新興国——(1) 地域別でいうと「その他」になってしまうが——向けの大型の資本財の振れが大きくなっているために四半期の振れが少し大きいということである。例えば 10~12 月だと、確か船が影響していると思っている。他方で、情報関連が第 4 四半期 6.3%増と非常に高い伸びになっているが、これはちょっと割り引いてみて頂きたい。すなわち、どうも 11 月、12 月に発売された新型のゲーム機は、アセンブリを中国でやっているようである。従って、日本から部品が中国に纏めて出て、そこで組み立てられるため、ちょっと数字を押し上げていると思う。いずれにしても、今申し上げたような状況で世界経済は比較的順調な拡大を続けている。為替レートのことを考えても、輸出については増加基調を続ける可能性が高いと思っている。

図表 13 をご覧頂きたい。設備投資であるが、資本財出荷については、ご覧のとおり 10~12 月前期比 1.9%の増加であり、四半期の振れが結構大きくなっているが、いずれにしても振れを伴いつつ増加していて、この辺が先程の GDP の設備投資の増加にも反映されている。他方、先行系列をご覧頂くと機械受注は 10~12 月 2.0%の増加、建築着工は 0.9%の増加であった。この点、図表の 15 をご覧頂きたい。機械受注は、10~12 月 2.0%



の増加、それから1~3月も2%程度の増加が見込まれているが、何分7~9月が結構大きく落ちているので、このところやや伸びが鈍化している感じがする。ただ、これには非製造業の落ち込みが結構大きく影響していて、ここには前々から申し上げているように携帯電話の影響も少なからず効いているので、全体としては恐らく減速しつつあるものの、増加基調にあると思っている。一方、建築着工については、ご覧のとおり月々の振れが凄く大きいですが、四半期でみて頂くと高水準横這いの動きかと思っている。図表の18、企業収益について申し上げます。ご承知のとおり、現在、上場企業では10~12月の収益発表が大体峠を越えつつあるといった感じかかと思っている。これについて申し上げますと、先だって、2月上旬時点での日経新聞の調査によれば、上場企業の4月~12月までの経常利益の前年比は14%増、ただし相も変わらず企業は先行きについて慎重であって、通期の収益の増加は6%台と、そうであれば1~3月は一体どれだけマイナスになるのだという感じだが、いずれにしてもそういうことが言われている。そうした中であって、図表18の(1)にあるように、証券会社の予想では、やはり企業の慎重な予測にもかかわらず、ある程度高い増益率を織り込んでいたので、足許あるいは来年度も含めて収益予想が上方修正されてきている。(2)の中小企業については、大きな変化はない。総じて改善基調だが、どちらかというところ、このところ中堅製造業を中心とする中小公庫のところ、頭打ち感がある一方で、零細、非製造業中心の国民公庫の方がなぜか少し良いという感じが先だってから続いている。

次は、色々ややこしい個人消費であるが、ちょっとグラフをご覧頂きながら少しずつみて参りたい。まず、最初に図表20の(1)であるが、大きな振れを作り出しているのは家計調査であって、これが7~9月大きく落ちこんだ後、10月、11月と大きくリバウンドして、GDPにもそれなりに影響している訳である。他方、例えば小売業販売額は確かに物の販売は7~9月ちょっと弱かった感じはするが、その後10~12月に少し戻っている位でそんなに大きな振れではない。また、家計調査に近い概念の家計消費状況調査を実質化してみると、ご覧のとおり比較的安定していて、少な

くとも、大変大きな振れが7~9月、10~12月にあったという感じはしない。(2)の耐久消費財をご覧頂く。ややコントラストがついていて、家電販売は10月位まで低調だったが、11月、12月位でかなり伸びてきた。これは、やはり携帯電話とかゲーム機の新製品の発売及び薄型テレビ等の好調によるものと思われる。他方で、不調なのは車であり、軽自動車を除くとずっと不調が続いていて、1月もまた大きく落ち込んだ。次は、百貨店、スーパー等であるが、ご覧のとおり、総じて冴えない状態が続いていて、特に7~9月大きく落ち込んだというよりは総じて冴えない状態が続いているという感じであり、(3)小売店販売の12月は暖冬で衣料品が売れなかったために百貨店、スーパーが悪かった。ただし、実は昨日この系列ではないが、百貨店協会ベースの百貨店売上高が公表になり、前年比0%であった。前年比0%というと、そんなに良くないように見えるが、実は去年の1月は厳冬で凄く良かった月なので、季調後を計算すると前月比5%増、10~12月対比でも3%増位の増加になっていて、実は1月は割とセールが売れたということだったようである。取り敢えず、昨日そういうデータが出ている。サービス消費については、従来から申し上げているとおり、振れを伴いつつも増加基調を辿っている。ただし、一頃好調だった外食は、さすがに飲酒運転禁止強化の影響が出ているような気もする。以上のとおり、個人消費は基本的には振れを伴いつつも緩やかな増加基調にあると思っているが、10~12月の振れについては、一つは家計調査、もう一つは図表22の(2)の財のサイドからみても、7~9月に一旦落ち込んで10~12月にリバウンドしているように見える。ここにも、先程申し上げたタバコ、それから携帯電話、ゲーム機の影響がみられている。つまり、統計の振れといわゆる天候要因とか新製品の販売のタイミングといった実勢としての一時的な振れが複合して、こういう動きになっていると考えている。図表25の住宅投資であるが、ご覧のとおりクォーター・バイ・クォーターでみると結構振れているのだが、均してみると、このところ130万戸台に乗せてきているので、こちらも振れを伴いつつ緩やかに増加しているとの判断かと思っている。

図表 26 の生産であるが、10～12 月の生産は前期比で 2.6%増と我々が予想したより随分高い伸びになった。勿論、出荷サイドも 1.6%、まずまず増えているが、何分生産の増加が大きいことから 10～12 月に限ってみると在庫が前期比 3.6%と結構大きく増えた姿となっている。この点、図表 29 在庫循環図をご覧頂きたいが、全体としてみると鉱工業全体にあるように依然として 45 度線の下側にはあるが、第 4 四半期は 45 度線にかなり近いところだった。実は、業種別にみると、(5) のその他生産財、素材関係については、相変わらず在庫バランスの良い状態が続いている。その一方で、(4) の電子部品・デバイスが相も変わらず冴えない状態にあって、11 月一旦良くなったようにみえたけれども、12 月もう一回悪化した。基本的には、従来から申し上げている国内の携帯電話が中心である。最近是国内だけではなくて携帯電話の世界市場は伸びているのだが、低級品が売れているために日本メーカーが得意とするところは今一つという感じもあって、その辺の在庫も若干多いというふうに聞いている。そういう意味では、携帯電話中心にやっぱり在庫調整圧力がある。ただし、世界マーケット全体としての IT 需要は伸びているので、広範囲の調整が起こる感じではない。実はこの 10～12 月というか特に 12 月について大きな影響を与えたのはそこではなく、(3) の耐久消費財のところ、もう少し具体的にいうと車である。10～12 月の在庫の増加の大半は、輸送機械の在庫の増加であった。その点については、輸出は相変わらず好調であるが、国内販売が今一つな中において 10～12 月結構作り込んだために在庫が少し増えているのである。彼らの在庫調整は素早いので、恐らく長期間に亘って在庫調整が行われることはないと思うが、逆にその分だけ目先 1～3 月に関しては、生産の抑制要因になると考えている。この結果、図表 27 でご覧頂くと、生産は 10～12 月に大きく伸びた後、1～3 月は減少が予想されている。予測指数を単純に計算すると、-1.8%と結構大きい。何か月か前に 10～12 月の生産の伸びが 4%台と、とんでもない時にその他の寄与度がプラスに突き出ている、この部分は無視して頂きたいと申し上げたと思う。実際、その他の寄与は事後的にはほぼ消えた。今回はその他がマイナスに大きく

寄与しているので、この分は割り引いて頂きたい。これは、非常に技術的であるが、ウエイトとか季調のずれみたいなものであるので無視して頂ければ、1~3月は小幅の生産の減少であって、その主体はグラフにあるように10~12月の生産を押し上げていた電子部品・デバイスと輸送機械の在庫が増えて生産が抑制されるためである。ただ、10~12月と1~3月を合わせると我々の評価では前期比1%位ではないかと思っていて、そうだとすると実はなんのことはない1~3月から7~9月までと同じようなペースで、その辺の数字がややぎくしゃくすると考えている。

ここで大変恐縮であるが、本日お配りしている（追加図表）をご覧頂きたい。雇用関連であるが、労働需給関係については特段新しい話はない。有効求人倍率は、12月1.08に少し上がったが、このところ横這い圏内になっている。新規求人の前年比の伸びが基調としては下がっているが、これには例の東京労働局を中心とする不正求人抑制キャンペーンの影響がかなり出ているので、実勢としては恐らく人手不足感がまだ強まるのではないかと思っている。労働力調査について申し上げますと、完全失業率は12月4.1%、四半期でみても4~6月、7~9月、10~12月とずっと4.1%であり、このところ改善基調とはいいつつ下げ止まり感がある。ただし、中身を見て頂くと、雇用者数の伸びは毎月振れてはいるが割と高い伸びを続けていて、就業者数も伸びている。要するに労働力人口が——前から申し上げたように放っておくと日本は15歳~65歳の人口が減っているから——減っていきそうなところを労働参加率の上昇によって——恐らくは労働市場の環境改善のもとでの労働参加率の上昇によって——労働力人口がこのところ少し上がってきているので、いわば失業率でみると下げ止まる状況ではないかと思っている。この点、特に新しい話はないが、少し詳しい説明が必要なのは毎勤統計であり、毎勤統計のうち人数の方は従来から全く変化していない。一方で賃金の方だが、ご覧のとおり所定内給与については、去年の初めからゼロ%近傍になっていたが、この11月、12月と前年比-0.8%になった。この経緯を若干細かくご説明すると、去年の頭からゼロ%近傍になっていた最大の理由は、29人以下のところの事

業所が去年の1月の恐らくはサンプル替え要因によって去年一年間ずっとマイナスを続けてきて、これが足を引っ張っていたことが一つある。所定内給与がずっとゼロ%近傍だったのが、去年の夏位から少しマイナス幅を拡大し足許ではマイナスが結構大きい訳で、これはそういう標本要因ではない。むしろ30人以上のところ、何らかの変化が起こっているということであり、現時点で我々として二つの要因を考えている。一つは、実は団塊の世代の退職の要因である。先だって前田調査統計局参事役がご説明したが、あれはあまりにも沢山仮定を置いた推計なので、要するにどうということかという、団塊の世代の2007年問題とは言うものの、本当は1946年10~12月位から出生者数が増えている、従って実は2006年10~12月位から恐らく退職が増えているというものである。賃金の前年比に対しては、前年と比べての退職者数の増減が影響するために、実はむしろ去年の10~12月から今年の4~6月位が一番影響が大きくなるのではないかとみている。人数で見ると今年からずっと高水準が続くが、前年差で見るとむしろ今年の後半には、前年差は小さくなってしまいうので、前年差が大きくなるこの時期が恐らくは影響していると考えられるという点である。それからもう一つが恐らく公務員ではないかと思われることが、図表2にお示ししている。公務員については二つあり、一つは都市部の公務員の給与を上げて地方を引き下げるという話がある。これは、国家公務員で見ると全体ではちょうど影響のないゼロになるが、地方公務員の数が圧倒的に多いため、地方公務員がこれに準拠するとなると、基本的にマイナスになるということである。これに加えて、地方独自で実はかなり公務員給与のカットをやっていて、例えば北海道の10%カットというのがあるが、そういうのが起こっていると思われる。そのことが恐らくは影響しているのではないかと思っている。実際に(2)の業種別の給与で特徴的な動きを見ると、①の卸売小売は、去年、卸売業の給与が凄く伸びていて、その反動もあって今年に入って伸び率が下がっている。それから、④のサービスはよく分からない。物凄くリバウンドしている。去年の裏みみたいな要因が凄く出ていて、秋位までは前年が凄く伸びていたのですと落ちていて、

足許逆にちょっと戻っているような感じになっている。こうした中であつて、明らかにこのところずっとマイナスに効いてきているのが、②の教育学習と③の医療福祉、とりわけ教育学習のところは相当な勢いでマイナスになってきている。これは一番公務員比率の高い業種であり、ちょっと細かくみるといわゆる純粋な公務員、例えば霞ヶ関のお役人はこの毎勤統計に入っていないが、学校とか病院とかいうのは全部この毎勤統計に入ってくるので、この辺が影響しているのではないかと思われる。次に図表 3 ボーナスに関しては速報で凄く悪かったのでやや焦ったが、一応確報で少しだけ良くなった。この結果、11~12月の冬季賞与の前年比は+0.9%である。速報の+0.1%と比べればまあ良くなったな、ということであるが、それでも例えば去年、一昨年>+1.8%と比べるとやっぱり下がっている。この点を(3)でご覧頂くと、やはり製造業は相変わらずちゃんと増えているが、落ちたところをみると、運輸とかそれから金融保険——金融保険は、去年証券のボーナスが凄く多かったことの反動であるが——、他にやはりこちらでも教育学習が足を引っ張っている感じがある。そういう意味では、先程の団塊とか公務員の問題というのは、恐らく必ずしも所定内給与だけでなくこの辺にも影響している可能性があると考えている。ただ、いずれにしても、一応確報でボーナスが上方改訂された結果、図表 4 のグラフは——速報段階では一番右端がカクンと落ちていたが——必ずしもそんなにみっともなくはない姿に一応なった。

(参考計表)にお戻り頂いて、図表 36、物価面に移りたい。商品市況については、ご承知のとおり原油に関しては、去年の秋口に下がって年末まで下がってきた後、1月にまたもう一回落ちたが、2月に入って少し戻している。ちょっと、ぎくしゃくした動きになっている。最近は、WTIで58ドル程度、ドバイで55ドル程度の動きかと思っている。一方、非鉄相場については、アルミとかニッケルとか結構強いのもあるが、銅がやはり大きく下落している。これを反映して図表 39、国内企業物価——C G P I——であるが、去年の夏位まで前年比でみて+3%台後半にあったものが足許前年比+2.2%まで下がってきているし、3か月前比でみるとこ

こ2か月-0.3%と弱含みになっている。中身は明解であり、要は非鉄と石油が足を引っ張っており、特に最近では実は石油よりも非鉄の方がマイナス寄与が大きい。3か月前比でみると、そんな感じの動きである。ただ、一方でそれ以外はそんなに弱い訳でもなくて、鉄鋼絡みは、まだ上がっているし、素材（その他）は、例えば化学は石油が下がっている割には強いという感じの動きになっているので、どちらかというところ専らその輸入物価に影響された動きと思っている。図表41、CSP Iの12月は前年比で0.0%になった。このCSP Iの基調を作り出しているのは、諸サービスである。すなわち、労働集約的な部分のマイナスが最近ではほぼなくなっていることと、不動産のマイナスがほぼなくなっていることで、全体としてゼロ%近傍になっている。ただ、月次では、このところ広告が結構落ちるので、まだマイナスが時々出るという感じだが、例えば12月みたいに広告が少し大人しくなってくるとゼロ%位になる。大体こんな動きかと思っている。図表42、CPIについては、ご承知のとおり12月のCPI除く生鮮の前年比は0.1%になった。主因は改めて申し上げるまでもなく、財の中で石油製品のプラス幅が下がってきていることである。図表43で、いつもの特殊要因を除いたベースでご覧頂く。11月一旦ほぼゼロ%近くまで行ったが、12月は少しマイナス幅が拡大してしまった。細かいことを申し上げますと、一つは家賃のマイナスがやっぱり拡大したことと、例えば航空料金の割引適用日数が12月ちょっと多かった——これも一過性の要因であるが——といった影響がここに表われているということである。先行きであるが、1月は恐らく0.1%か0.0%か、そんな感じの動きだと思っているが、2月、3月は実は先程申し上げた1月の原油価格低下の影響が石油製品のところに現われてくる。この結果、2月、3月は、前年比0.0%ないしは0.1%位のマイナスがつく可能性が否定できないと思っている。勿論4月以降は恐らく足許のドバイの反発の動きとか、恐らく何がしかのサービス価格の上昇があるので、マイナスの状態がずっと続くとは思っていないが、取り敢えず目先はそういう動きがあり得るということは十分念頭に置いて頂きたい。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。

岩田副総裁

宜しいか。最後の消費者物価であるが、2、3月が厳しいという話があったが、他のマーケットの方からは、8、9月も結構厳しいという話を聞く。その時の石油の寄与度というか——今アベイラブルなデータでということしかないが——、ドバイの価格はこれからどう動くとみているのか。

早川調査統計局長

これを例えば——前提次第であるが——直近の最も近い値、例えばドバイを55ドルでみて、為替を120円位でみてどうなるかと申し上げると、8、9月はマイナス寄与が0.2%強ある。

岩田副総裁

—0.2%強か。

早川調査統計局長

0.2%強ある。従って、先程申し上げたように、2、3月が厳しい後、恐らくその間はもう少し良いが、やはり次の厳しい局面が8、9月に出てくるということである。その後は前年に原油が下がっていたので楽になってくるが、そういう意味では8、9月についてはやはりそれまでに実力コアがある程度上がってこないともう一回スレスレのところへ直面する。そういう意味では、この2箇所、目先2、3月と8、9月が数字としては一番スレスレ、場合によってはマイナスがつく局面としてお考え頂きたい。

岩田副総裁

もう一点ある。図表43の実力コアに関してだが、動きが調子よく上がっ



ていく時と横になってしまう時とあってなかなか説明が難しい。勿論家賃かもしれないし、他に諸々あるかもしれないが、多少合理性のある説明を探そうとすると、私には二つ位思い付くことがある。一つは、グローバルにみて価格が基本的には上がっていくような局面で、企業物価指数などが上がっているような局面というのは上がりやすい環境にある。最近の企業物価指数などの動きをみると、あるところでピークアウトしてしまって、今は中間財、素原材料、最終財などが皆マイナスになってしまっているが、それ以前の2004年辺りだとまあまあ上流からの上昇圧力がどこかで醸成されて、それが一番末端のところまで波及するようなメカニズムが多少あったような気がする。輸入物価もこれと同じで、そういうものが背後には影響しているのかなという気持ちの一つ。それともう一つは、やはり雇用者所得あるいは賃金が、例えばマイナスだったのがプラスになるとか、プラスでもプラス幅が拡大するとか——これは水準ではなくてコアの変化幅であるが——、恐らく賃金の上昇率みたいなものが——これも凄く緩やかでそれ程きついものではないとは思いますが——、物価の上げやすい環境みたいなものとして背後にあるのではないか。従って、消費者物価の上げ下げというか、スピードに関して——私は平均的には1%ギャップが縮まると0.4%位上昇圧力となると3年以上ずっと言ってきて今もそれは捨てていないのだが——、先行き少しマイナスが目立つような局面になってくるので、その時に今述べたような物価が上がりやすい局面に乗っかってくれると全てハッピーということであるが、どうも賃金の方をみるとゼロ位になってしまいそうだ。特に公共部門などの賃金がどうも直ぐには上がりそうもない。それからもう一つは、企業物価指数の方が3か月前比だともうマイナスになっていて、来年度はとりわけ連鎖指数では恐らくマイナスではないかと私は思う。そういうのを考え合わせると、実力コアが上手くサージしてくる局面に乗っかると私も非常にハッピーなのだが、なかなか厳しいなと思っている。

#### 早川調査統計局長

おっしゃるとおりの面はある。この図表 43 を単純にみて頂ければお分かりのとおりで、細実線が実力コアと呼んでいるものであるが、これもやはり順調に上がるどころと止まってしまう時があって、平均的にみると多くの年は割と——ここ最近よく申し上げるように——3、4 か月で 0.1%位上がるような感じの動きなので、例えば 2003 年——これは暦年でみるか年度でみるかによるが——、2004 年、それから 2006 年も一端下がったところからそこそこ上がってきているが、実は情けなかったのは 2005 年である。2005 年だけみると、実はほとんど目立った改善がみられていない。勿論 2、3 か月単位でみると色々休んだり上がったたりした訳だが、やや長めにみてもそういうことであった。従って、おっしゃるとおり、これから 2005 年みたいなのがきてしまうと非常に困ったことになるのであり、正直言って我々はこの時々上がったたりお休みしてしまうことの背景に何かあるのかよく分からない。これはギャップでは完全に説明できない。景気の動きとは完全に合わない。おっしゃるような面があるかもしれないが、例えば 2005 年は実は賃金が割と良かった年である。では、なぜこの時期にきちんと上がらずにお休みしてしまったのか、というのを事後的に振り返ってもなかなか思い付かない。従って、標準的には過去のトレンドでみて上がっていくと考えるほかないのだが、おっしゃるようなことが起こるリスクはやはり常にあるとお考え頂く必要はあると思う。私も一番こわいのは、足許がこういう状態のままで、原油価格とかの不確実性を除いても、2005 年みたいなことが半年、1 年続いてしまうということがあり得るということである。

#### 野田委員

刈り込みの数字の見方であるが、刈り込まれているものというのは、今の振れを大きくしているものであるとみてよいか。

早川調査統計局長

刈り込みはご覧頂くように、このところ安定的にプラスになっている。多分、デジタル家電が下の方で刈り込まれているのだと思う。上の方で、例えば、極く最近はともかく一頃ずっと石油とかの類が刈り込まれたと思うが、デジタル家電が結構刈り込まれている可能性があって、今回ご承知のように、基準改定のところで影響が相当大きく出ているので、その辺が刈り込まれるとそれなりに影響が大きい。前から申し上げているように、理屈に合わなくはない。というのは、要するに上がっている方の原油とか、下がっている方のデジタル家電とかは、サプライ要因である。であるから、割と両端にいるのはサプライサイドで価格が決まっているものが多いので、それを引くのは一応考え方としてはあり得ると思うし、刈り込みでみればそういう数字になるということである。

水野委員

サービス価格が上がっていないということであるが、企業向けサービス価格の総平均（除く海外要因）は大体横這い、あるいは小幅マイナスである。図表 44 の一般サービスのところで、企業サービスの細かいところ、実勢賃料などが今一つ捕捉できていない。実勢、アネクドータルでみているもの、すなわちなかなか企業向けサービスの家賃などで拾われてこない部分とのギャップについては、時間にややラグがあるという話を聞いたが、サービス価格の動きをフォローしたり先行きを予想していくうえで、何かもう少し良い指標はないのか。

早川調査統計局長

やはり基本的には限界部分の賃金が重要であることは間違いない。

水野委員

そこは一つだな。

早川調査統計局長

例えば外食などが上がっているのは、明らかにアルバイト料の上昇が文句なく効いてきているので、その辺の影響が大きいと思う。それに比べるとそうではないサービスの類というのはあまり上がりにくい。C S P Iの建物サービス、掃除とかは割と上がりにくい。やはり労働需給の違いがそれなりにあるということである。

水野委員

そういう意味で、一番今足を引っ張っているのは広告だな。

早川調査統計局長

それは少し別要因である。

水野委員

別要因か。消費者金融の自粛などもあるし、テレビの視聴率が下がっている傾向が…。

早川調査統計局長

これは少し別である。広告は正直言って2000年基準ということもあって、インターネット広告のウエイトがほとんど入っていない。従って、インターネット広告は結構良いのだが、既存のテレビとか新聞がもの凄く悪いので、素直にそのまま出ている。

水野委員

では年次改定待ちだな。

早川調査統計局長

それは、勿論これからやらせて頂く。

#### 福間委員

今オフィスビルの賃料が、相当上がっている。特に、東京のクラスAのビルは、空室率が1%台にまで低下し、10月辺りから毎月坪単価が1万円位ずつ上がっている印象さえあるが、新しいビルの賃料は企業向けサービス価格には反映されないのだな。それともう一つは、今までフリーレントできて、今年から来年に掛けてフリーレント期間が切れるものは、統計上、どのように取扱うのか。

#### 早川調査統計局長

フリーレントが切れれば、一応上昇になる。

#### 福間委員

それはなる訳だな。

#### 早川調査統計局長

フリーレントが入るとグンと落ちることになっていたのに、フリーレントが剥げていくと上昇になっていく。二つあって、一つはおっしゃるとおり、今上がっているのはやはり東京の都市圏内のクラスAと言われるところであるが、我々の統計についてはやはり地方だってあるし、地方ではそれ程上がっている訳ではないので、恐らく東京のクラスAだけみるともう完全に過大評価だと思う。ただ一方で、我々の統計作成上少し厄介なのは、おっしゃるとおり、我々は既存賃料ばかりみているので、新しい良いものを捉えきれない分だけ恐らく福間委員が考えられる実勢よりは幾分弱めに出てしまっているという感じではないか。であるから、多分実勢は我々のものよりほんの少し強い、ただし、クラスAとかよりはやはりかなり弱いというのが日本全体の实勢だと思う。

#### 野田委員

フリーレントで申し上げると、過去に例の不動産の2003年問題という

のがあり、当時、あれが相当効いたが、現在はもうかなり剥げているのか。

福間委員

否。まだ剥げていない。

野田委員

私の経験では相当剥げていると思っていたのだが、まだ剥げていないのか。1年間もフリーレントしたから、2003年の時は相当苦労した。

福間委員

2003年度のものはない。2004年、2005年もやっているからな。

野田委員

2005年位までやっていた。

福間委員

今年辺りから本格的に外れる。

早川調査統計局長

我々が取っている対象はどちらかというと、本当にひどいボロビルはない。一方で本当に新しいものもとれていないので、幾分そういう意味では上にも下にもおとなしい位の感じになっているのが実態である。我々が取っている標本の特性だと思う。

水野委員

だから、企業向けサービス価格の不動産賃貸料でいうと、東京だけがプラスになっている。名古屋、大阪は全然だめで……。

西村委員

名古屋は上がっているが。

早川調査統計局長

名古屋駅周辺は上がっている。

水野委員

かなり実感とは違う。クラスAと。

早川調査統計局長

であるから、どうしても皆さんは、やはりいわゆる新しい良いビルが頭に入りがちであって、それとの比較で見るとかなり弱い。良いところだけみると、やはり実勢と少しずれると思う。

福間委員

だが、1960年代のビルなどは、今一斉に建て替えようとしている。経団連、日経、全農が移転する大手町の再開発などは、その典型である。非常に新しい概念が出てきたなと思うのは、当初は共同開発で一緒に入居すると言っていたが、セキュリティの面から混合ビルにしたくないということで、セパレートビルにするなど付加価値向上を強く意識している。

早川調査統計局長

皆大手町勢は言っている。要するに丸の内がすっかり新しくなってしまったので、大手町は凄く古いなと思っている。

野田委員

また3年したら変わるな。

#### 福間委員

それともう一つ。GDPの4.8%はウエルカムであるが、改定ショックのようなことは今回は起きないか。

#### 早川調査統計局長

正直言って、常に法人季報があるのでこれが厄介であるが、今法人季報がない段階で手許で分かっているのは、サービス貿易の関係で外需が若干下方修正になると思う。その一方で、公共投資は12月が強かったので、こちらが上方改定になると思う。従って、現時点では、分かっている情報はほぼ相殺されていて、いよいよ法人季報勝負ということである。法人季報でみると、勿論設備投資もあるが、結構今回ややこしいと思われるのが在庫である。在庫が今回マイナスだったのだが、起こっていることは7～9月期に積み上がった電機の流通在庫の減少である。メーカー段階での車の在庫の増加が綱引きして、一応速報ではマイナスでカウントされた訳であるが、これが確報でどちらに転ぶかはなかなか誰も分からない。勿論在庫で数字が増えても減っても本当は関係ないのだが、見掛けというのが一応あるので。

#### 西村委員

仕掛品がどうなっているのか、というのが結構大きい。プラスにいきそうな気がするが、分からない。

#### 水野委員

あまり私は細かくみていないが、アメリカでは国内民間最終需要をみていると大体わかるが、今回公的固定資本が相当いたずらしているような感じだが、これや在庫を除いて過去をみるとトレンドがみえてくるのか、こないのか。



早川調査統計局長

やはり日本の場合は、移動平均を掛けないことには仕方がない。何と言っても、個人消費のところには家計調査、それから、設備投資のところには法人季報が入っていて、これらが暴れる限りにおいて在庫だとかで実勢がみえる程良い統計ではない。だから、3 四半期掛けると何とかちょうど2.1%位になる訳である。

水野委員

だからちょうどぴったり、0.3%が……。

早川調査統計局長

だからそれも今回1.2%が出たから良かったので、その前はなかなかその数字にはならなかった訳である。これはいつも福井議長から言われるが、このGDP統計については、国内ではこれは家計調査だったな、ということでそれなりに仕方がないという雰囲気になるが、国際会議となると本当に身動きが取れなくなる。

岩田副総裁

その個人消費の見方であるが、第3 四半期が前年比だと-0.3%で、第4 四半期が+0.6%位である。雇用者所得の伸びは、第4 四半期が名目で+1.1%である。だから、所得の伸びに消費が前年比ベースでみると追いついていない。ということは、逆に言うと、雇用者所得から消費性向を眺めた場合、むしろやや消費性向が弱い方に動いてしまっている。個人消費の伸びが0.6%というのは、雇用者の伸びがこの時は1%か1%少しあるので、そうすると雇用者の伸びの半分位しかない——これは前年比だが——という意味では、前年比でみるとそれ程強い数字ではないのではないかと。

早川調査統計局長

やはり個人消費は元々極く緩やかな増加基調にあるので、実際に所得対比でみても決して強いとは言えないと思う。勿論クォーターで振れてしまっている問題はあるが、例えば10～12月の雇用者報酬は——毎月勤労統計の速報を使って取っているのだから——上方改訂される。ひょっとすると、もし我々が理解しているように所定内給与の伸びの鈍化が団塊世代の退職によるものだとすると、退職金がQE段階では十分捕捉されていないので、そういう意味ではそちらの面からも雇用者報酬は過小推計されている可能性がある。そう考えると、やはり所得対比でみても決して強くないというのは、おっしゃるとおりだと思う。

野田委員

今の雇用者所得は1.4%ではないのか。

早川調査統計局長

確か1.1%である。

野田委員

1.4%と思うが。

早川調査統計局長

岩田副総裁がおっしゃっているのは、GDP統計の中の名目雇用者報酬である。

岩田副総裁

これはプロキシなので。最初の数字はGDPで。

早川調査統計局長

その後で先程申し上げた12月の確報が出たので、その分は恐らく上方

改訂されるのではないかと思っている。

福井議長

宜しいか。それでは最後に金融環境である。稲葉理事、雨宮企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは、金融環境、資料-5の(参考計表)からご説明させて頂く。この2か月位のクレジット毎の計数に、あまり大きな変化はない。ほぼこの前のトレンドを追従するような数字ばかりである。まずクレジット全体の動きを図表1、民間部門総資金調達でご覧頂くと、前年比で12月0.4%の後、1月0.4%と横這いであった。中身については、若干の移動があるが、例えば、銀行・信金・外銀計の貸出2.2%の後2.1%とちょっと縮まったように見えるが、これは主に外銀の交付税特会向けのデュウが到来したことで落ちているものであり、主たる内容としてはほぼ横這いのご理解頂きたい。実際に主要業態の貸出を図表2、(1)でご覧頂くと、12月2.8%の後、1月2.8%と横這いであった。何度も申し上げているが、この2.8%のうち携帯電話会社向け貸出の特殊要因が0.4%効いているので、実力としては2.4%が2か月続いているということである。全体としては横這いだが、中身をみると、都銀の方が若干伸び率を高めながら地銀の方が若干伸び率を下げているということで、前者が後者のシェアを食っている。だが、全体としては横這いということである。図表3(2)で、今回新しく出た昨年12月末の企業向け貸出の内訳をご覧頂くと、まず<企業規模別>の大企業のところで凸凹しているのは、最近の貸出の特殊要因——具体的には春から夏の都市再生機構の裏及び最近の携帯電話会社のダブル計上——が効いている訳だが、それを除くと大企業向けはむしろ若干のマイナスである。一番右端がちょうどゼロとなっているが、これを調整すると-1.6%となり、規模別にみると大企業がマイナスで、中堅中小がプラ

スという姿となっている。〈業種別〉をご覧頂くと、これは製造業、非製造業とも若干のプラスということで、業種別にはほぼ万遍なくプラスになっているのが特徴である。それから〈資金使途別〉であるが、これもこれまでとほぼ同様であり、細実線の運転資金がかなりのプラスなのに対して、設備資金は引き続きマイナスであるので、ここ数か月の特徴がこの12月末の数字でも確認できたと思われる。全体としては中小企業の運転資金中心にそこそこの伸びが続いているが、どんどん借入れが増える地合いではないと思われる。図表4で、約定平均金利等、貸出金利の新しい数字が出ている。これもほぼ横這い圏内の動きであった。12月の数字で、新規の短期約定平均金利（除く交付税特会）をご覧頂くと、1.783%ということで、恐らく金利引き上げ後の短プラ引き上げ交渉が1.8%前後で横這いになっているようであり、この11、12月も1.8%前後の横這いの動きからは、貸出金利の引き上げもそろそろこの辺で一段落という格好のようである。それから、この間の貸出の背景にある資金需要や貸出態度の動きであるが、図表7(2)が主要銀行の貸出動向のアンケート調査の新しく出た数字である。まずアンケートで資金需要のDIをご覧頂くと、DIとしては引き続きプラス超であるので、資金需要は増加しているという判断なのだが、その増加のテンポは昨年の後半以降少しづつ弱まっていて、勢いは落ち着きつつある。全体としては、この貸出が2%強で安定的に推移していることと整合的な判断なのかな、と考えている。図表8、図表9で、金融機関の貸出運営スタンス、供給サイドの動きをみると、図表8の(2)にあるとおり、中小公庫、国民公庫等のアンケートDIも相当緩い超のところではほぼ横這いの動きが続いている。図表9、金融機関の貸出運営スタンスの主要銀行アンケート調査の結果であるが、(1)の貸出運営スタンス、これも一応プラスの数字であるので、積極化方向ではないが、積極化の程度というのは段々大きくなってきているという意味では、資金需要の動きと同じような動きである。若干特徴的なのは、(2)で利鞘設定をご覧頂くと——上方向が利鞘の縮小、下方向が利鞘の拡大を表わしている——、格付けの上位・中位先は引き続き利鞘は縮小するという見方なのに

対して、格付け下位先についてはマイナスに出ている、むしろクレジットは厳格に運営したいという金融機関の気持ちが出ているということである。しかし、なかなかこの気持ちを実現しにくい状況にあるのは、貸出金利のスプレッドの赤字にみられるところである。それから、図表 10 が直接市場の動向であるが、これもあまり大きな変化はない。全体としては、良い環境が続いているようである。〈国内公募社債の発行額〉の社債発行が 1 月も 3,870 億円、1 月としてはかなり盛況であったし、〈CP・社債の発行コスト〉でスプレッドをご覧頂くと、1 月は 12 月お休みの後、AA 格の発行もあったが、また若干タイト化して 0.14% ということであるので、引き続き発行市場における社債は非常に人気がある状況が続いている。エクイティファイナンスは数字が小さいようにみえるが、1 月には季節要因があつて、転換社債 250 億円に対する昨年 1 月は 300 億円であったし、株式の発行額も 1,300 億円と小さいが、昨年が 1,000 億円であることを踏まえれば、環境としては引き続き好調ということである。以上が、クレジットの状況である。マネーの状況もこれまで数か月のトレンドとあまり変化はない。マネタリーベースは全体として 20% の減少が続いており、1 月 -21.1% であつた。若干動きがあるのはマネーサプライであり、1 月は 1.0% と 11 月以降徐々にではあるがむしろ伸びを若干高めつつある。中身としては、準通貨が 0.9%、1.6%、2.2% とあるとおり、金利をつけて定期預金を集めているのがこの背景にある。以上が、マネーである。最後に、図表 21 でインフレ予想関係の数字を若干申し上げる。物価上昇予想で若干新しい数字が出ている。(2) のエコノミストの CPI 見通し、ESP フォーキャストであるが、直近の調査では、やはり最近の足許の CPI を映じて下の方に動いている。年度を纏めた数字を申し上げると、今年度の出来上がりが、最後の第 1 四半期の予想を加えて 0.1%、2007 年度の平均が 0.3%、2008 年度の平均が 0.6% という見通しである。そうはいつでも徐々に上がっていくということであるし、〈コンセンサスフォーキャスト〉に拠れば——これは、あの 20 機関の平均であるが——、例えば 5 年、3 年については若干むしろ下がっているようにみえるが、10

年先については大体 1. 数%のところ徐徐に上がっていくというふうになっている。こうしたイメージとちょっと違ってきているのが (3) の物価連動国債の利回りから算出した平均的なインフレーションの見方であるが、ご覧頂くとおり昨年の秋口から少しずつ下がっていて、足許は 0.4% ちょっとまで下がっている。物価連動国債の残高が 5 兆円を超えて 5.5 兆円になっているほか、去年あった色々な会計処理の問題もほぼ解決はしつつあるが、未だやはり外国人のシェアが 6 割ということもあり、これを解釈するには、まだ留保が必要と思われる。最後、図表 22 でいつもの金利と実体経済の比較に、GDP が出たので改訂を加えているが、全体のイメージはほとんど変更ない。GDP 10~12 月が高く出たもので、トレンドの成長率が上がっている。従って、実質コールレートとトレンドの成長率の差も、前にお示ししていた表よりもマイナス幅が大きくなっている。足許の 10~12 月だけ取ると CPI の上昇率が 7~9 月から 10~12 月に縮まったものであるから、実質金利が気持ち高くなるという格好でへこんでいるが、全体としては非常に緩和的な状況が続いているのは、新しいデータでも変更はない。以上である。

岩田副総裁

インフレの見通しで一つだけ宜しいか。CPI の ESP フォーキャストで、確か新聞などに報道されていたが、下位 8 機関、上位 8 機関の平均を取っていると。下位の方は第 3 四半期かどうか分からないが少しマイナスになると、その場合には 0.1% 位だというふうに考えて良いか。

雨宮企画局長

下位と上位ごとに細かい数字を持っている訳ではないのだが……。

岩田副総裁

私もどこか持っていたのだが……。

雨宮企画局長

下位は0.1%である。例えば前月と比べて0.1%位下方修正になっている。従って、ある程度は、例えば1か月前の数字は2007年度は0.4%、2008年度は0.7%だったので、少しずつ下方修正されている。

岩田副総裁

少しずつ下方修正されている。ゆっくりとされている。

稲葉理事

大体皆同じ位である。

福井議長

他に宜しいか。以上で本日の案件は終了した。明日であるが、午前9時に会議を再開する。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願い申し上げる。以上で閉会とする。

(16時03分中断、21日9時00分再開)

福井議長

それでは定刻なので政策決定会合第二日目を開催する。今日は第二日目なので、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、採決といういつものアジェンダで進めたいと思う。その他に金融経済月報基本的見解の決定、議事要旨1月17日、18日両日開催分の承認という議題が用意されている。政府の方から財務省田中財務副大臣にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。内閣府は浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府出席者はそのことを踏まえ、発言頂ければ幸いである。宜しくお願いする。

### 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。金融経済情勢に関する討議だが、まず議論の前提として事前にお配りしてあるA3の資料だが、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きたいと思う。

前田調査統計局参事役

それではご説明する。まず実体経済と物価のところだが、当月は数か所修正させて頂ければと考えている。まず公共投資だが、前月までは「減少傾向にある。」ということであったが、その基調自体は変わらないが10～12月のGDPで公共投資が増えた。恐らくこの1～3月も少し増えるという感じがあるので、「公共投資は、足もと幾分増加しているが、基調としては減少傾向にある。」と変えさせて頂ければと思っている。続いて個人消費だが、個人消費についてはここ数か月「やや伸び悩みつつも増加基調にある」という表現であった。ただ、この1か月で出た指標をみると、GDPは7～9月マイナスの後、10～12月リバウンドということであるし、それ以外の需要統計、あるいは販売統計を含めた供給統計をみても7～9月は弱めの動きとなった後、10～12月は改善の動きがみられるということなので、「やや伸び悩みつつも」という表現を取って、当月は、個人消費は「振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある。」とさせて頂ければと思っている。この「振れを伴いつつも」というのは、マイナスもあればプラスもあるが、均してみれば緩やかではあるが増加基調であるということである。これまで「緩やかな」という表現を付けていなかったが、元々雇用者所得が緩やかな増加を続ける下での増加基調なので、「緩やか」というイメージを持っていた訳だが、なかなか「緩やかな」を付けないと対外的に誤解があるかなということと、やはり一頃に比べれば家計部門の伸びは少し緩やかという認識もあるので、「緩やかな」という表現を付けさせて頂いた。



物価だが、まず現状のところの消費者物価だが、前月までは「プラス基調で推移している。」とあったが、当月は「小幅のプラスで推移している。」としている。これは、ここ数か月、前年比のプラス幅が少し落ちてきたことと、目先数か月はゼロないしは場合によっては若干のマイナスもあることが予想されるので現状を淡々と表現する方が適切ということで、「小幅のプラス」に変えている。先行きについては、国内企業物価、消費者物価とも若干変更している。国内企業物価については、前月は「弱含みないし横ばい」という表現であったが、1月の数字等が明らかになって、当面目先は横這いという感じではなくて、どちらかというところと小幅のマイナスという可能性の方が高いので、「横ばい」を取って「弱含み」だけで「推移」ということにさせて頂いている。最後に消費者物価だが、当月は「目先、原油価格反落の影響などからゼロ近傍となる可能性があるが、基調としては、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス傾向を続けていくと予想される。」とさせて頂いている。これまでは後半部分だけであったが、目先、数か月間ゼロないしは若干のマイナスがある可能性があるので、そこを表現して、このような書き振りとさせて頂ければと思っている。私の方からは以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面だが、一点。マネーサプライについてちょうど1.0になったので「前年比1%程度の伸びとなっている。」に表現を変えさせて頂いている。なお、為替・資本市場だが、株価は上昇、それから長期金利はほぼ横這いということで間違いのないと思うが、円／ドル相場は前回会合当時は121円台であった。従って119円台であれば円高、120円台であれば横這いというイメージだと思う。際どいところだが、もう少しこれは時間をみたらうえで変更があればお願いしたい。

#### 福井議長

内容及び表現については、後でまたしっかり議論をしたいと思う。ただ

今の説明についてご質問等があればどうぞ。宜しいか。

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

##### 1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢についての討議に移る。各委員から、いつものとおり意見表明をお願いしたいと思う。恐縮だが、お一方5分ずつでお願いしたい。今日は水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、須田委員、そして野田委員、こういう順でお願いできればと思う。最初に水野委員から願います。

水野委員

まず、2月の金融経済月報の景気・物価情勢、基本的見解については、執行部の判断で違和感はない。前回のMPM以降の金融政策を取り巻く環境について言及したい。第一に債券市場の売買高が急激に減少したことである。その背景として、日本銀行の金融政策運営の予測可能性が低下したことが指摘されている。第二に、米国経済の下振れ懸念がさらに後退すると同時に、ユーロ圏経済、中国・インドを含むアジア経済が好調を維持していることである。第三に、G7財務大臣・中央銀行総裁会議で、我が国の景気拡大の持続性について、参加各国の間で認識が共有されたことである。どちらかといえば、デフレのリスクよりも緩やかな景気拡大を指摘する見通しが支持されたことは、今後の金融政策運営の自由度を高めると見込まれる。第四に、過去の統計とはいえ、昨年10～12月期の実質GDP統計が前期比+1.2%、年率+4.8%と高い伸びをみせたことである。これは7～9月期の個人消費の落ち込みが一時的なもので、振れを均してみれば、日本経済が年率+2%程度の成長軌道上にあることを確認できたことを示唆している。第五に円の独歩安進行と長期金利安定が持続すると同時に、G7後は日経平均株価が昨年来の高値を更新するなど、金融環境は1月に比べてさらに緩和的な状況になっていることである。G7声明では円

安への懸念は直接言及されなかったものの、ユーログループから円安進行への不快感が事前にかなり表明された。年初から対アジア通貨でも円安進行が加速している。我々としても円相場の独歩安、世界的な資産価格上昇などを捉えて、グローバルな資本市場の安定にも配慮すべきであるとの声が高まっていることは無視できなくなってきたと思う。

家計部門をみると、雇用者所得は、雇用者数の増加から緩やかな増加基調を維持したが、一人当たり賃金は、賃金水準の高い団塊世代の退職や地方公務員の給与削減の影響も加わって、弱い動きが続いている。ただ、個人消費については、衣料品は暖冬の影響から冴えない動きとなっているが、旅行・外食などサービス消費関連支出が堅調に推移したほか、家電販売も新製品投入効果もあって、今年度下期からはっきりと増加している。

金融市場では、過去1か月に公表された個人消費関連指標は強弱ただらであったことから、前回のMPM以降に公表された経済統計では追加利上げの決定にはならないとみているようである。しかし、改めて言うまでもなく、我々は展望レポートで示した経済のメカニズムに修正を迫るかどうかという視点で個々の経済指標をウオッチしている。その意味では我が国経済は前回のMPMで議論して賛成多数で決定した中間評価に沿った展開をみせていると判断できる。

債券市場では、仮に2月のMPMでも展望レポートで示した追加利上げのメカニズムが変化していないと言いつつ、利上げが見送られた場合、追加利上げは数か月先になるとの見方が蔓延し、短期金融市場ではイーールド・カーブ全体で金利が急低下する一方、債券市場では、日本銀行は事実上、フォワード・ルッキングな金融政策運営を取り止め、足許の経済データを重視する政策運営に変化したと受止められ、短期債しか安心して買い増せないとの声が多い。また、円安と株高が同時進行した場合、国債イーールド・カーブはベア・スティープ化する可能性が高いとみられている。

さて、米国だが、雇用と個人消費に関する見方がさらに楽観的になってきている。1月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比11.1万人増と、市場予想の15万人程度の増加を下回った。ただ、今回はベンチマー

ク調整が行われた結果、昨年12月の雇用者数の水準は93.3万人と異例な規模の上方修正が行われている。昨年の月平均雇用者数の増加テンポは前月比+15.3万人から同+18.7万人へと3.4万人押し上げられた。アメリカの潜在成長率は低下しているということだとすると、10万人～15万人程度で十分潜在成長率に沿った増加数と思われる。今回の数字は米国の労働需給がタイトな状況にあること、そしてユニット・レーバー・コストは上振れする可能性が高そうなことを示唆している。1月の小売売上高は前月比横這いと、12月の同+1.2%の反動はほとんどみられない。自動車、ガソリン、建築資材を除くいわゆるコアの小売売上高をみても、前月比+0.4%となり、非常に高い伸びとなった12月の同+1.0%程ではないが、引き続き堅調な伸びを示した。住宅投資の減少が個人消費に与える影響が懸念されてきた訳だが、株価が堅調に推移していることもあり、米国経済のソフトランディング・シナリオが実現する蓋然性は高まったと思う。

米国の住宅投資について若干申し上げたいと思う。住宅投資の減少により、2006年後半の実質GDP前期比年率が約1%ポイント押し下げられ、今年1～3月期も住宅投資はGDPにマイナス寄与すると見込まれている。しかし、過去の住宅関連指標のパターンをみると、住宅着工件数は住宅投資の先行指標の底打ちから3か月程度遅行する傾向がある。今回は住宅投資の先行指標とみられるMBAの住宅購入目的モーゲージ申請指数は昨年10月を底に反発し、住宅建設業者の景況感である住宅市場指数——NAHB Market Index——も好転している。一致指標とみられる中古住宅販売は昨年9月、新築住宅販売は8月に底入れし、新築住宅販売は昨年7月に一旦底打ちしているが、暖冬要因によって実態以上に押し上げられているため、今回の底打ち時期は早過ぎる感じがある。その意味で1月の住宅着工件数が年率140.8万戸と昨年12月の164.2万戸から大幅に減少したが、暖冬という特殊要因から昨年11月、12月の着工件数が増加したことの反動の面がある。住宅着工許可件数は同156.8万戸と、昨年9月以降160万戸程度で安定したことから、今年前半は米国の実質GDP成長を押し下げる要因であるという、これまでの見方に修正を迫るもので

はないと思う。一方で、バーナンキFRB議長は先週、半期議会報告で「インフレ懸念はまだ完全に払拭できる状況ではない」と指摘している。実際、2007年10～12月期のコアPCEデフレータのFRB予想は前年同期比+2.0%～+2.25%と前回7月と同じ数字となっており、年末までに居心地の良い水準までインフレ率が低下するかどうか不透明であることを示唆している。FRBの雰囲気を知るうえで参考になると言われているイエレン・サンフランシスコ連銀総裁も2月7日の講演で「住宅と自動車を除けば米国経済は極めて健全である」とコメントしている。FRBは昨年8月のFOMC以降、政策金利を据え置いているが、米国経済が安定した成長パスに復帰してきたことから、金融市場の利下げ期待は後退し、FRBと市場の景気認識のギャップを縮小させることに成功したといえる。

米国経済は極めてビナインな状況にあり、FRBが当分の間、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標を現行の5.25%に据え置く可能性が高い。ユーロ圏経済は原油価格下落の影響からインフレ率が安定すると同時に、実質GDP成長率は昨年の2.7%に続き、今年も2.4%程度と高い成長率が見込まれていることから、グローバルに債券・株式市場に好環境を提供すると思う。これは日本銀行の金融政策運営の自由度を高める要因と判断される。以上である。

福井議長

次は春委員からお願いします。

春委員

前回会合以降、2月15日公表の10～12月GDPを含めて12月までの指標が出揃い、一部年明け後の指標も明らかとなった。賃金・消費・物価について弱めの指標がみられているが、景気については7～9月の下振れが一時的なものであり、緩やかな拡大を続けていることが確認されたように思う。

まず海外だが、米国についてみると、10～12月の実質GDPは、今後

下方修正される可能性はあるとのことだったが、前期比年率+3.5%と市場予想を上回る強めの動きとなった。年明け後の指標をみても消費者マインドは堅調に推移しており、小売販売も底堅い動きとなっている。企業部門をみてもISM景況感指数は、製造業は一進一退だが、非製造業は高水準を維持している。1月の雇用統計も改善傾向が続いている。今月号のブルーチップは2007年の成長率予想が前月比上方修正され、年後半に掛けて緩やかに加速していく見通しが維持されているほか、2008年の成長率も前月と同じ3.0%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みて良いと思う。

米国以外の地域をみても、欧州では10~12月の実質GDPがユーロ圏で前期比年率+3.6%、英国も+3.2%と高めの伸びとなった。懸念されていたドイツにおける付加価値税率引き上げの影響もこれまでのところ限定的なようである。中国も2006年が4年連続の二桁成長を記録するなど高成長を続けており、NIEs、ASEANも緩やかな拡大を続けるなど、海外経済は引き続き順調に拡大している。

この間、原油価格は寒波による暖房需要の増加や、米国の戦略備蓄の積み上げ、ナイジェリアにおける政情不安、さらにOPECの追加減産などを背景に前月会合以降上昇し、WTIで50ドル台後半、ドバイで50ドル台半ばの水準まで戻っている。先行き米国の気温や原油在庫の状況、地政学的リスクなどによって相場が動く展開が予想されるが、引き続き注目していきたい。

国内では10~12月の実質GDPが前期比年率+4.8%と、市場予想を大きく上回る改善となり、7~9月の減速は一時的なものであり、年度を通して潜在成長率を幾分上回る2%前後の成長となる可能性が大きいことを示している。また、焦点であった個人消費についても、前期比+1.1%の増加と、7~9月の-1.1%から持ち直して4~6月の水準に戻っている。

それ以外の指標をみると、企業部門については引き続き底堅い動きが多かったように思う。輸出は10~12月を均してみれば堅調な伸びとなった。

生産も12月は引き続き増加し、出荷や在庫とのバランスも概ね取れている。その中で12月の電子部品・デバイスの在庫は再び増加しており、調整が広範化する可能性は小さいと思うが、注目していきたいと思う。また、企業収益も10～12月の企業決算は、原油安や円安などもあって、総じて好調な内容となっている。日経新聞の集計によると、全体として保守的とされている2007年3月期の予想連結経常利益も4期連続の最高益更新である。設備投資の先行指標も10～12月で均してみると、携帯電話による影響があるとのことであったが、機械受注も建築着工床面積もいずれも小幅ながら増加しており、高水準でなお上昇傾向にある設備稼働率をみても、設備投資は先行きも底堅く推移すると考えられる。

一方、雇用・所得関連では有効求人倍率、失業率など労働需給面の指標は引き続きタイトであり、雇用者数の増加も続いているが、賃金は昨日のご報告では足許、団塊世代の退職や地方公務員の給与削減などもあって、所定内給与を中心になお弱めの動きを続けている。足許の春闘では組合側の強気の姿勢も目立っており、人手不足感や技術・技能強化ニーズの高まりの中で、企業の賃金政策がどう変わっていくか注目したい。

個人消費関連では、12月の家計調査は前月比減少となる一方で、よりサンプルの多い家計消費状況調査は前月比増加となった。12月の小売販売も百貨店やスーパーの売上げは暖冬の影響もあって冴えない動きとなったが、耐久消費財はまずまずの動きであった。サービス消費は底堅い動きとなっている。また、年明け後に行われた消費動向調査によると、消費者態度指数は前年の水準は下回ったが、前月比では改善している。消費については弱めの指標もみられており、注意が必要だが、10～12月のGDP統計でひとまず持ち直し傾向がはっきりし、雇用者所得や株式配当の増加などから、先行きも緩やかに増加基調を辿るものと考えられる。1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を背景に、現状判断は3か月連続で50を下回ったが、先行き判断は消費者の購買意欲の改善を背景に再び50の水準を回復した。

物価面では12月の全国コアCPIが前年比+0.1%と石油製品の伸び

鈍化等から上昇幅が縮小した。原油価格の影響や携帯電話の新料金プラン、そして賃金、消費の伸び悩みを踏まえると、先行き全国のコアCPI前年比がゼロまたはマイナスに転じる可能性は否定できないが、製造業の設備稼働率や失業率など、資源の稼働率は着実に上昇しており、物価は基調としては緩やかに上昇していく可能性が高いと思う。

景気の先行きについては、海外では米国経済や原油価格、国内では賃金、個人消費、IT在庫の動向などに注意が必要だが、緩やかな拡大が続くとみて良いと思う。今月の基本的見解については先行きの表現を含め、執行部の提案に異存はない。私からは以上である。

福井議長

次は武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

前回会合以降、GDPを含め昨年第4四半期のデータが出揃ったほか、本年入り後の情報も幾つか公表された。今回はこれらも含め、これまで蓄積された様々な指標や情報を総合的に点検し、先行き日本経済が物価安定のもとで拡大を続けていくかどうか、その蓋然性を吟味することがポイントであると考えます。

まず海外経済だが、米国では住宅投資の大幅減少の傾向が続いているが、これまでのところ、この調整が他のセクターに広範な影響を与えるには至っていない。雇用者所得の増加などを背景に個人消費は堅調に推移している。先行きについては引き続きアップサイド、ダウンサイド双方のリスクに注意が必要だが、総じて米国経済のソフトランディングの可能性が高まっていると考える。欧州ではしっかりとした景気回復の動きが続いているほか、中国も内外需ともに力強い拡大を続けているなど、世界経済全体としては地域的な広がりを伴って拡大が続いている。

次に日本経済だが、まず輸出は今述べたような海外経済情勢を背景に増加を続けていく可能性が高いと考える。企業部門は引き続き好調である。



収益は高水準で推移しており、民間調査によると 2007 年度も増益が続く見込みである。設備投資は高水準の収益や内外の堅調な需要を背景に、先行きも増加基調が続くものとみられる。

家計部門については、雇用者数が着実に増加を続けている一方、賃金は伸び悩んでいる。これにはグローバルな競争を意識した企業が人件費抑制の姿勢を崩していないほか、ここにきて団塊の世代の退職増加などの影響が現われているようである。このような世代交代という構造要因が目先、賃金の伸びを押し下げる点には注意が必要である。しかしながら、生産年齢人口が頭打ちとなる中で労働需給のタイト化が進んでいることから、先行き賃金上昇圧力は次第に高まっていくと考えられる。実際、民間調査によると、来年度に賃上げを予定している企業の割合は今年度よりも増加している模様である。また、雇用者所得全体をみると、雇用者数の拡大を主因に緩やかな増加を続けている。所定内給与が弱いとはいえ、企業部門から家計部門への波及は、雇用者数の増加、パート派遣の賃金上昇、株式配当の増加などの様々なルートを通じて、緩やかながらも徐々に進んでいるとみて良いのではないかと考える。

個人消費については、我々はこれまで昨年夏以降の伸び悩みの背景を探ってきた。これまでの指標は全体として我々のこれまでの仮説、つまり、天候要因、新商品投入前の買い控えといった一時的要因や統計の振れなどの影響が大きかったとの見方を裏付けるものであったと考える。昨年第 4 四半期の GDP 個人消費は前期比年率 +4.4% と増加した。百貨店販売などの販売統計は暖冬の影響で引き続き弱めとなっているが、デジタル家電、ゲーム機、携帯電話などの家電販売は増加しており、これまでの伸び悩みが買い控えの影響であったことを示している。

次に生産だが、昨年第 4 四半期に大きな伸びを記録した後に、足許第 1 四半期は若干のマイナスになる公算が大きいと考えられる。また、これらを均してみると、四半期に 1% 強、年率にして 4% 強の増加が続いているとみてよさそうである。電子部品・デバイスでは、在庫の積み上がりが続いており、引き続き注意が必要だが、この面では米国を含めた世界需要が

堅調であることは好材料であると言えると思う。

以上、生産・所得・支出の好循環のメカニズムに変調はなく、日本経済は先行きも我々の見通しに概ね沿って推移するとみられる。昨年第4四半期の実質GDPは前期比年率+4.8%と高めの伸びを示した。全体として潜在成長率を上回る年率2%程度の成長を続ける蓋然性は高まっていると考える。

次に物価だが、国内企業物価は原油価格反落の影響などを背景に、目先弱含みで推移する可能性が高いと思う。コアの消費者物価については、原油価格反落の影響もあって、12月の前年比は11月から低下した。当面、既往の原油価格低下や携帯電話の低料金プランの導入の影響などから、前年比ゼロ近傍、場合によっては若干のマイナスとなる可能性がある。その先も夏場までは今年の原油価格上昇の裏が出るために、消費者物価は低空飛行が続く公算が大きいと考える。

ただ、重要なことは物価形成の基本的なメカニズムがどうなるかを見極めていくことである。この点、先程述べたような2%程度の経済成長、言い換えれば、潜在成長率を上回る成長が続くということであれば、需給ギャップは需要超過方向で推移し、先行きの消費者物価は基調としては緩やかに上昇していくはずである。因みに実力コアベースのCPIは昨年1年間で0.4%ポイント上昇した。今後需給ギャップが明確にプラスとなる中で、この程度、あるいはそれを若干上回る程度の上昇は期待できると考える。その意味で、先般のGDP統計により、2%成長路線が確認されたことは、フォワード・ルッキングな観点から物価動向を判断するうえでも重要な材料になるのではないかと考える。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは、新たな政策枠組みのもとでフォワード・ルッキングな立場か

ら今の日本経済の状況、特に前回の会合以来どこに変化があったかという点を中心にお話ししたいと思う。一つは海外面だが、アメリカのGDPは確かに当初出た時は高いのだが、結果的には私が以前から申し上げていた+2%~+2.5%程度という、当初の予定どおりの姿で動いているのではないかと思う。勿論、物価がやや私が予想していたよりも早く下がっているため、この点については不透明性が少し減少しているかもしれない。ただ、先行きは依然として生産性がどうも落ちているようなので、まだインフレの問題は残っていて、そんなに事態は変わっていないというのが私の認識である。それから国内で私が注目しているのは——前回会合から出たものでGDPは既に皆さんがお話しになったので——、賃金、個人消費、それから物価が先行きどうなるかということであり、今回の会合の一番大きな点ではないかと思う。まず、コアの消費者物価の先行きがどうなるのかということだが、私は従来、コアの消費者物価指数が、今、武藤副総裁がおっしゃられたように、今年度の4~6月期か7~9月期かその辺でプラスになるという気持ちをずっと抱いていた。ところがどうもそうではなくて——私は週末それを一所懸命考え抜いたら自分でも信じられなくなって一晩眠れなかったので風邪を引いてしまったが——、全てをひっくり返すことになると思っている。足許は恐らく1月は0~0.1%、2月は-0.1%~ゼロということなのだが、実力コアが2007年度はどうなるかという、今2006年度の実力コアが——年度ベースで2006年度を平均してみると——-0.3%である。この間、2%~2.1%の成長をすることによって、需給ギャップは改善する。仮に潜在成長率を1.7%とすると差し引き0.4%で、それに0.4——この数字を私はずっと使っているのだが——を掛けると0.16%上昇することになる。ところが、出発点の2006年度が-0.3%なので引き算すると-0.14%ということになる。つまり、年度平均でみる限り、実力コアがどうしてもプラスにならないというのが私の結論である。これは先行きの話であり、足許でも過去でもない。それから二番目として、エネルギー・特殊要因は12月には0.3%ポイントの押し上げ要因であった。エネルギーだけでは0.2%ポイントのプラス寄与であった。しかし、

これが昨日早川調査統計局長の方から話があったように 2 月には恐らくゼロの寄与になり、9 月には $-0.2\%$ ポイントの寄与になるということである。その間、私のみるところ、実力コアはマイナスのままである。しかも、特殊要因はむしろマイナスの方向で動いていく。結果はどうみても弱い、マイナス基調で動く。ゼロのこともあるかもしれないが、基本はマイナスではないかと思う。コアの消費者物価指数の変化率は、実力コアの消費者物価の変化率とエネルギー・特殊要因の寄与度に分解される訳である。このいずれもがマイナスのままであるとすると、第 1 四半期から第 3 四半期までマイナス基調と考える方が自然だと思う。その先、第 4 四半期と 2008 年第 1 四半期にエネルギー・特殊要因がどう動くかということだが、ある民間金融機関の推計だと、これもマイナスのまま—— $0.5\%$ 弱位、いや  $0.2\% \sim 0.3\%$ 弱か——、その辺のマイナスが続くということである。私がこれを思いついた時に眠れなくなり、これは本当かなと何遍も頭の中で計算し直したのだが、結論が変わらない。勿論、原油価格が再び 70 ドル、80 ドルに向けてもう一回上がっていくことがあるとすれば、このエネルギー・特殊要因がプラス寄与になるので、実力コアの分を押しつけていけることになると思う。今、武藤副総裁から 2006 年に入ってからコア CPI あるいは実力でも  $0.4\%$ 改善しているという話があった。ところがそれは重大な問題があつて、これを我々はいつも原数値でみているが、季節調整を掛けると実はマイナストレンドで動いている。 $-0.4\%$ である。これは必要なら回覧しても良いのだが、総務省の出している統計で原数値と季節調整値の両方がある。であるから 2006 年に入って  $0.4\%$ 改善しているというのは、実は符号が逆さまであるということが第一点である。それから第二番目は、名目の賃金の上昇率が 2 か月連続でかなり大幅のマイナスになった。所定内給与の方は既に 8 か月連続でマイナスできている。この先を考えても昨日丁寧な説明が早川調査統計局長からあつたが、公共部門の  $5\%$ 人件費削減等の影響でかなり所定内給与はマイナスが続く。そうすると、やはり賃金の伸びはほとんど期待できない。つまり雇用者の数の伸びだけが、恐らく個人消費の伸びということになってしまう。従って、

我々、少なくとも私自身は 2007 年度の個人消費は 2%程度伸びるという前提で 2.1%の成長率を考えていた訳だが、それがそうでないとすると、成長率も 0.3%程度下振れせざるを得ないと思う。0.3%下振れすると何が起こるか。実はGDPギャップの変化が、その分だけなくなってしまう。今でも 0.4%程度なのが、ほとんど消失してしまう。そうすると実力コアの改善も見込めない。また、特殊要因の方はマイナスのままであることが私は非常に気掛かりで、勿論 4 月には今話があったように初任給あるいはパートの賃上げ等があるかもしれない。しかし、10 月の時点では予測に実は組み込まれていなかった名目賃金の下落という要因がどのようなインパクトを与えるのか、これは成長率、個人消費、コア消費者物価指数、全てマイナスの方向に私は働くと思う。三番目は鉱工業生産だが、恐らく 1~3 月期は若干マイナスであろう。私は他の方と比べるとDIの動きやCIの動きをよくみている。これをみると、1月の先行DIで3か月連続の50%割れが予想されている。一致DIの50%割れも予想される場所である。これはどういうシグナルを我々に送っているかということだが、実は先行DI指数が2か月連続して50%を割れると、景気転換の可能性が45%の確率である。それは既に12月で確認されている。二つ目の信号としては、先行DIが3か月連続して、かつ一致DIが50%割れということが起こる——これは恐らく1月に確認されると思う——と、マーケットでは踊り場リスクという警戒感が出てくると思われる。第三番目の信号は、先行DIが3か月連続、一致DIが2か月連続して50%を割れることである。これは2月までにそういうことが確認される可能性がある。そうするとDI上では景気の山の確認作業を開始することになる。ヒストリカルDIは、1年間経たないと分からない。1年後になって、実はもう既にピークであったということが分かるリスクがある。私は2004年、2005年の時もそれに似たようなことを言って、あの時は上手く逃れたのだが、潜在的にはこのリスクもあると思う。従って、サイクリカルには、軽度の踊り場という局面——今もう2月で、数字上確認されるのは1か月、2か月遅くなるが——の可能性はあると思う。そういった情勢に、今の日本は置

かれているということである。GDPの数字は第4四半期+1.2%——私の事前予測では+1%とっていたが——と少し良いのだが、輸出と個人消費が前期落ち込んだ分、今期少し上がったただけなので、私にとっては新たなニュースは全くない。むしろ前年比でみると昨日申し上げたが、第4四半期の個人消費も0.6%の増加にとどまっている。これは雇用者数の増加以下である。従って、決して消費は健全な、我々が想定していたパスに戻っている訳ではない。その後、12月、1月、色々な指標が出たが、個人消費関連は強弱両方あるが、それは12月、我々が点検した事態と何ら変更がないと思う。少し長くなってすまない。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

まず、海外景気についてはG7でも確認されたとおり、拡大を続けており、特に追加的に申し上げることはない。

我が国の景気については、これまで懸念された個人消費は、GDP、家計調査等により、夏から秋に掛けての落ち込みは一時的なもので、その後は反動が生じていることが確認できた。百貨店売上高、外食売上高、景気ウォッチャー指数、消費者態度指数、日経消費予測指数等々が、今回は少し冴えなかったものが、今回会合までに公表された1月の数字は小幅改善していることをみても、消費はなお力強さにはやや欠けるものの、回復基調を続けていると言えると思う。こうした点が、エビデンスをもって確認できたことから、ここまで待った甲斐があったと思っている。

また、前回会合では、消費には構造要因も影響しているのではないかと申し上げたが、その後今次会合までに、例えばグローバル化や労働分配率については、経団連・連合のトップ会談等から企業が国際競争を意識して一律の賃上げには相当に慎重であることや、一方、組合側もそうした状況を十分に認識し、賃上げ要求に抑制を効かせていることが広く世間にも示

されたと思っている。このほか、格差や少子高齢化等々の問題も、様々な場で議論が繰り広げられるようになってきている。こうした議論を通じて、企業部門から家計部門への波及には時間が掛かり、消費は経済成長を加速させる程には強くないことと同時に、一方では消費の基調は崩れておらず、2%程度の経済成長を支える内需の一翼を引き続き担っていることについては、世間とも認識を共有できつつあるかと思う。

企業部門については、輸出は海外景気の拡大を受けて、引き続き好調である。こうした中、生産も増勢を続け、12月の設備稼働率は109.3と目安となっている102を大きく上回り、バブル期並みの水準となっている。

10~12月の企業業績も、原油反落による交易条件の改善、さらには円安も手伝い、輸出企業並びにグローバル企業を中心に連結ベースでは良好である。こうした中、設備投資については、半導体等の一部では、足許の調整を受けて投資計画を縮小・延期する動きもみられている。もっとも、製造業全体では、人手不足や設備のヴィンテージの長期化に伴う生産能力不足といった環境が続くもとの、設備投資は引き続き過熱感なく増加している。

この間、東京都心では、ビジネス効率の向上——具体的には場所の利便性やセキュリティ、耐震性能、空調等——に繋がる付加価値の高いオフィスビルへの需要が逼迫しており、現在進行中のものも含めて大規模開発が約90件予定されていると伝えられている。暫くは、ビル建設ラッシュが続くとみられる。こうした中、オフィス賃料は昨年末からさらに上昇し、一部では坪単価70,000円とバブル期以来の水準にまで達している。もっとも、今のところ、こうした動きは実需の裏付けがあるとみられるほか、企業は、不動産を保有する場合には、設備投資でもそうであったようにROEを見極めつつ、極めて慎重に行っている。

また、REITも、昨年末以降、上げ足を速めているが、ファンド資金の流入増により、これらの投資家のイールド・コンシャスな投資姿勢の影響が強まっていることから、収益還元法に基づく価格形成が促されているほか、金融庁などの当局によるコンプライアンス体制の監視・処分等の適

切な対応もみられている。このように、不動産の活況は、今のところ、強く警戒を要する状況ではないが、企業・家計のマインド面への影響とも相俟って、景気のサポート材料となってきたことには留意しておく必要があると思う。

物価面では、グローバル競争やIT革新によるデジタル製品の性能対比での価格急低下といった粘着性のある構造的な抑制要因が、引き続き働いている。こうした中、原油・銅などの反落もあって、企業物価指数、CPIともに、伸びは緩やかにとどまっている。

もともと、雇用・設備需給が一段とタイト化しつつあり、ユニット・レーバ・コストのマイナス幅も縮小傾向にあるもとの、物価の緩やかなプラス基調には変化はなく、景気悪化に伴う物価下落が生じていた局面とは状況が全く異なっている。こうした中、先行きの物価押し上げ要因が忍び寄ってきていることも、忘れる訳にはいかないと思う。

すなわち、第一に、素材価格については、最近の市況欄では連日書かれているが、鉄が自動車向けを中心とする高付加価値品のヒモ付き需要に加え、東京のビル建設ラッシュにより需要が一段と逼迫している。鉄の設備能力ネックにより、これ以上の増産が難しい中、輸出玉を抑えて国内に回し始めているが、不足感は解消されず、建設用鋼材については、プライスリーダーである東京製鐵が異形棒鋼の販売価格を4か月連続で引き上げる等、非常に早いペースで値上げが相次いでいる。また、すず、鉛、アルミニウム等の非鉄も、国際価格に連動して上昇している。こうした中、国内の素材価格の動向を示す日経商品指数17種は、このところほぼ一貫して上昇を続け、1985年以来の最高水準にまで達している。

第二に、これまで日本の物価の抑制要因となってきた中国についても、最低賃金や公共料金の値上げ、さらには輸出増徴税の還付率の引き下げないし撤廃の影響により、中国からの素材・機械等の輸出価格が上昇に転じている。

第三に、円安ユーロ高の継続により、欧州からの輸入品価格は着実に上昇している。



なお、景気・物価については以上のとおりだが、執行部の基本的見解には違和感はない。

金融・資本市場については、債券市場では、2006年度の現物並びに先物国債売買高の合計が前年比2割～3割増となって、史上初の1京円台に達し、本年1月も同程度のペースで伸びているなど、活況が続いている。また、株式市場では、日経平均株価が世界の株高と連動しながら2000年5月以来の水準にまで上昇し、東証一部売買代金が10日連続で3兆円超となる局面もみられ、東証一部時価総額は570兆円と1990年初めの水準まで上昇している。例えば大手の証券、航空会社の粉飾決算や金融機関のコンプライアンスに係わる不祥事といった、本来なら株式市場には極めてセンシティブな問題をこなしながら株価が上昇するエネルギーは相当なものである、と認識して良いのではないかと思う。現在までのところ、低PER、高配当利回り、高ROE銘柄等の循環物色的な動きが中心で、過熱しているとは言えないが、極めて活況であることは間違いない。

また、特に内需型産業では、人口減による市場成熟化の見通しのもとで企業再編ニーズが高まり、M&Aによる効率化を目指す動きも一段と活発化し、株高に寄与している。こうした中、一部には、グリーンメイラー的な動きも目に付くようになっている。

2005年の後半にみられたように、株高によるキャピタル・ゲインは、配当増加とともに資産効果を通じて消費を支えるため、この面からの今後の動きも注視したいと思う。以上である。

福井議長

西村委員、お願いします。

西村委員

まず1月以降の経済データがどのような新しい情報をもたらしたかを経済情勢と物価情勢に分けて検討し、その後で基本的見解についての私の考えを述べたいと思う。

まず経済情勢だが、さらに足許と先行きに分けて考える必要があると思う。足許の経済情勢だが、生産をみると、鉱工業生産指数は1~3月若干の下振れを示唆している。調査統計局ヒアリングでも自動車や半導体周りで1~3月の調整が示唆されている。しかしながら、在庫調整の谷が浅い可能性は十分に高いと思われる。

次に投資と消費についてみると、投資については均してみれば見通しどおりの高水準の高原状態で投資が続いており、変調はみられない。これに対し、消費については需要側ではサンプルの取り方に若干の問題があるものの、GDP統計の基礎となっている家計調査は12月も弱さを示している。しかしながら、同時にサンプル数の多い家計消費状況調査では、逆に底堅い伸びを示している。

センチメントをみると、景気との感応性が高い景気ウォッチャー調査では足許1~3月期の下振れを示唆しているが、先行き年央に向けては改善を示唆する結果となっている。従って、足許1~3月期の経済活動は総合してみると1月会合の判断どおり、若干下振れており、心持ち踊り場的な状況であると判断されると思う。この点でDIの状況は非常に重要な情報であり、岩田副総裁と私は似たような見方を持っている。ただし、DIは方向を示すが強さを示す訳ではないので、その意味でいうならば確かに若干踊り場的な状況、場合によっては後退局面に現在あるかもしれないという可能性もかなりあると思っているが、その下押しの程度はあまり大きなものではないと私は判断している。これは今までDIに基づく景気拡大期間についての判断がいざなぎ景気の期間を超えるという話があったが、その実感がないのとちょうど裏返しの状況で、下押しをする場合においてもあまり大きな実感のある下押しには多分ならないのではないかという気がしている。

次に先行きの話に入る。しかしながら、その先、年央から2008年に掛けて、つまり次回4月展望レポートで対象とする先行きを見通すならば、前回10月展望レポートでの見通しが若干後ずれする形で実現する可能性が高いというふうに思う。以下では、私のこの判断の根拠を述べたいと思

う。また、この点については、執行部において4月展望レポートに向けた準備が既になされていると思う。そこで、後程、早川調査統計局長から現在の時点の見通しについて意見を聞きたいと思っている。

まずGDP1次QEの結果は、7～9月期の消費の弱さが一時的かつデータの綾である可能性を強く示唆し、トレンドとして消費は底堅いことが確認されたと考えている。1月の時点で消費の先行き見通しに掛かっていた霧は晴れつつあると言えると思う。特に耐久消費財——先程春委員から指摘があったが——及び一部のIT関連半耐久財——今はこれはゲーム機だが——の消費が底堅いことが確認され、消費が将来腰折れする可能性はかなり減退したと考えている。次に米国景気はクリスマス商戦が比較的堅調であり、住宅市場減速の影響が米国景気を牽引する消費に悪影響を及ぼす可能性は差し当たり大きく後退したと思う。前回会合時にあった米国経済、特に米国消費の先行きに掛かる霧も晴れつつあると考えられる。また、昨日の国際局、調査統計局の報告から、その他の世界経済についても現在のところ先行きの見通しは好調を維持していることが確認されたと思う。

次に物価情勢、特に消費者物価の動きについて述べたい。これも足許と年央から2008年に掛けてに分けて述べたいと思う。

足許だが、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12月全国生鮮を除くコアCPIの対前年上昇率予想は0.1147%、つまり0.1%であると申し上げた。結果は0.0923%、つまり0.1%と11月同様ほぼ的中した。ただ、12月に比べて1月は特殊要因というか考えなくてはならないことがある。それはどういうことかという、季節性がある、12月に比べて1月そして2月と物価水準は下がる。そこで、この季節性をどういうふうに評価するかが問題なのだが、今12月と同じ仮定だが、この季節性を勘案して1月の全国CPIを予想すると、0.1136%つまり0.1%ということになる。ただし、11月、12月と異なり、実はこの数字よりも若干高めになる可能性もある。というのは、東京を含めて1月速報値の利用が可能な地域は全国のほぼ1/3に当たるが、そこでの実現コアCPIは実は0.217%になっている。他の地域が同

じ傾向を持つとすると、1月全国CPIコアは若干この0.1%よりも高い0.2%になる可能性も残されているというふうに思っている。

しかしながら、2月以降はやはり問題が生じる。2月以降を1月予想の延長と2月初めの全国ガソリン・灯油価格の水準、そしてソフトバンクの新料金がCPIにフルに反映されるという仮定のもとで大胆に予想すると、-0.073%つまり-0.1%に低下する。さらに、その後の推移を予想すると、ゼロ%近傍のマイナス側に振れを伴いながら推移する可能性は否定できないと思う。

しかしながら、これに対して労働市場の今後を見通し、足許数か月を超えて年央から2008年までを展望するならば、経済の拡大に従い賃金コストが上昇し、それがやがて物価上昇圧力となる基本的なメカニズムが次第に働いてくる蓋然性は依然として高いと思われる。しかし、そのメカニズムの発現が今のところかなり後ずれしている、と判断せざるを得ない。

それから特に賃金について補足したいと思うが、調査統計局が歴史的に所定内給与を非常に重要視しているために、そのマイナスがかなりプレーアップされた形になっているが、最近の給与形態の変化——これは世界的なものだが——をみるところ、所定内給与だけに注目するのは若干やはり問題ではないかと思っている。所定外給与の一部であるとか賞与といったものを含めた形で考えなくてはならないと思っている。特に例えば米国などの動きが日本に対して一つの示唆を与えるとするならば、米国においては様々な形の給与の形態が生じて、それが実は賃金の動きにかなり大きな振れを生じさせているが、それと同じようなことが日本でもこれから起こりつつある可能性があるので、その点は考えなくてはならない。特に賞与部分が事実上恒常所得の一部という形で入ることになっていくとするならば、やはり物価、賃金所得の上昇は、決してマイナスではなくてやはりプラス傾向であると考えるのが正しいのではないかと思う。この点については今後、分析をしなくてはならないので、この時点で何らかのポジションを取ることはできないと思っている。

さらにサービス価格をみると、上昇の芽も感じられる。住居費をみると、

大都市圏の非木造共同住宅の新規家賃はこの数か月明確に上昇に転じている。これは数字があるが——R R P I インデックスというのだが——首都圏と関西圏がそうである。それについては明確な数字が出ている。名古屋に関してははっきりした数字はないが、色々なアネクをみるとかなり上がっていると考えられる。これが継続家賃、そして帰属家賃に現われることは間違いないと考えられる。その他聞き取り調査からも外食や小売りの客単価の上昇がみられ、価格上昇の前振りとも思われる情報もみられる。ただし、それがまだC P I 上では価格上昇のモメンタムとしては現われていないのが現在の状況だと思う。今度は逆に公共料金の下げというようなものが——これは予め分かるものであるから——かなり大きく出ているということが、分かっている。そこで岩田副総裁との見方の微妙な差異なのだが、非常に弱いということについては同じなのだが、私は岩田副総裁程弱くはみていないという、これはなかなか難しいのだが、私は物価に関して本来は長期の予測はあまりしない方が安全だという……。

岩田副総裁

3か月位か。

西村委員

3か月位は予測できるが、それ以降に関しては——日本の物価の今までの傾向だが——、かなり階段関数的にガクガクと上がるケースが多いので——フィリップスカーブをみてもそうなのだが——、滑らかに上がっていくというよりはどこかの時点でかなり大きなモメンタムが出てくる形になると思う。その意味では予測というよりは、これはアートの世界に近くなるので、なかなか難しいのだが、そういう状況である。

以上の点から総合判断をすると、足許はやはり弱含んでいるというふうに考えている。しかし、先行きに関しては、経済情勢に関しては十分強く回復するだろうというふうに考えている。物価情勢については、回復の蓋然性は非常に高いと思うのだが、かなり後ずれした形になるというふう

考えている。このような情勢判断から、調査統計局の基本的見解の文面をみると、私にはかなりの違和感がある。違和感があるというのは大きな齟齬があるということではなくて、文章の持つ雰囲気には違和感があると言った方が正確なのだが、基本的見解そのものについては、その意味では大きな差は恐らくないと思う。個人消費については、「底堅く推移している」という形で書くのが的確ではないかと思っている。それから生産については、「増加を続けている」の前に「若干の振れを伴いつつも」を加える。つまり、足許、恐らくDI的にみた場合に景気に若干踊り場、若しくは場合によっては方向だけをみているので、若干の景気後退という状況にみえるかもしれないので、それについても我々はきちんと理解しているのだということを表わすために、それを入れるべきではないかと思う。それから物価のところだが、前半部分はそれで良いのだが、「基調としては」以降のところ、「基調としては」をやめて「その後は」とし、それ以降は同じで「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、」、それで「プラス傾向を続けていく」という前に「振れを伴いつつも」という形で若干8月の段階で再び少し弱くなる可能性はかなり高いものである、その傾向も考えているということをはっきりしたい、と思っている。ただし、プラス傾向を続けていく、長期的に2008年に向けてプラス傾向がはっきりしていくという見方については、私はそれに賛成したいと思っている。以上である。

福井議長

須田委員からお願いする。

須田委員

前回会合において、私は展望レポートで示された先行きのシナリオにある程度の確信をもって述べてきたが、現時点でもその判断に変わりはない。また、月報の基本的見解の執行部案についても特に違和感はない。以下では、そのような判断をするに当たって重要だと思われるポイントを幾

つか指摘しておきたいと思う。

まず米国経済についてであるが、最近の住宅市場については、住宅着工件数には暖冬要因もあって振れがみられるものの、販売の下げ止まりやモーゲージ申請件数の上昇など、低金利や良好な所得環境を背景に、安定化の兆しが見受けられる。生産については、1月にISM製造業景況感指数が再び50割れとなったが、在庫指数の低下が主因であるので、現時点ではこれを在庫調整が進展していると前向きに捉えている。10～12月期の実質GDPはでき過ぎでかなり下方改定となる可能性があり、米国経済の減速はまだ続いているが、住宅や自動車の調整を経て再び潜在成長率近傍へ向けて増勢を取り戻すというシナリオの蓋然性が高まっていると思われる。

なお、下振れリスクはなくなっていないが、その蓋然性が低下するにつれて、インフレリスクの方が気になってきている。今後ユニット・レーバ・コストの上方改定が見込まれるし、原油価格の先行きも不透明である。インフレ圧力の高まりに対してFedの対応が遅れる、あるいは、住宅市場に脆弱性が残る中で、再利上げに踏み切るような事態になれば、結果的に景気のスイングを拡大させることにもなりかねない。

また、引き続きIT在庫調整の影響を注視している。グローバルな電子部品の需給の緩みや世界の携帯電話需要の下方修正が見受けられる一方で、国内の携帯電話市場では旧モデルの在庫が膨らんでいるとの情報もある。Vista搭載のパソコンの売れ行きも今一つのようなものである。このところの生産能力指数の大幅上昇を踏まえると、万が一需要を読み間違えていた場合の在庫調整リスクは大いに気になるところである。デジタル家電の需要が好調を継続していることから、現在のところ春先までには在庫調整が終了するとの見通しを変える必要はないと思っているが、場合によっては、1～3月期の生産調整の度合いが想定に比べ大きくなる可能性も無視できない。今後、そのような事態が生じないか、注意深くチェックしていく必要があると思っている。

次に家計部門の動向についてであるが、個人消費については、昨年夏場の落ち込みが、天候不順、携帯電話やパソコンの新商品販売前の買い控え、たばこ税の引き上げに伴う駆け込みの反動、家計調査のサンプル要因などによる一時的な振れであり、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というこれまでの基調判断を変更する必要はないことが確認された。消費を財別にみると、天候不順要因の影響を大きく受けた非耐久財については、少子高齢化社会のもとでの下方トレンドに加え暖冬要因もあって、夏場の落ち込みを十分取り戻してはいないが、その他の財、とりわけ耐久財の反動は大きく、個人消費は基調として意外にしっかりしているように思う。今年に入っても、暖冬による冬物商品の伸び悩みの声は景気ウォッチャー調査などからも聞こえてくるが、日本百貨店協会による1月の全国百貨店売上高は、強かった昨年同月のレベルまで戻った。良好な雇用環境、株高、配当増、ガソリン価格の低下などが今後消費のサポート材料になると思われる。

他方、ここへきて気になるのが最近の賃金の増勢鈍化である。ここ数か月間賃金が伸び悩んでいる背景としては、昨日の説明にもあったように、地方公務員の給与削減、団塊世代の引退とそれに伴う新規採用による補充が挙げられる。実際、家計調査をみると、平成18年の勤労者世帯の可処分所得は前年比実質横這いであるが、そのうちの官公庁職員世帯の可処分所得は実質-6.9%と、過去5年の時系列でもっともマイナス幅が大きくなっている。また、賃金引き上げ等の実態に関する調査から民間企業の一人当たり平均賃金の改定率をみてみると、平成18年中の改定率は過去5年の時系列でもっとも高く、企業規模にかかわらず+1%台半ばとなっている。地方公務員の人件費削減が今後も続く中、地方公務員の給与が雇用者報酬のベースでは10%を占めていることを考えると、計算上、マクロの所得面に結構効いてくる可能性があることに留意しておくことが必要である。民間の給与に限れば、人手不足感が強まるもとの、春闘賃上げや新規採用増、初任給引き上げの声が聞かれるし、来年度に賃上げする



企業の割合が増加するとのサーベイ結果などもあり、来年度には賃金の上昇が期待できるのではないかと考えている。

最後に、物価を巡る環境についてである。CPI（除く生鮮食品）の前年比は、目先は、原油価格調整や携帯電話の新料金プラン導入等の影響から、ゼロ近傍で推移すると思われるが、場合によってはマイナスになるかもしれない。しかし、原油価格の調整については、世界経済が今後も拡大を続けるという想定のもとでは、いつまでも続くとは考えにくく、実際ある程度値を戻している。より重要なのは、やや長い目で見た物価の基調である。足許、需給ギャップがプラス方向で推移していく中、潜在成長率よりも高い2%程度の成長が実現できているし、今後もその程度の成長が見込まれている。従って、今後、マクロ的な需給ギャップのプラス幅が徐々に拡大するもとの、基調として消費者物価の前年比はプラスで推移していくと思われる。物価上昇圧力が次第に高まりつつあることは、短観の設備・雇用判断DIからも確認できるが、製造業の設備稼働率の5年連続上昇とか、14年振りに年平均で有効求人倍率が1倍を超えたといったようなところにもその片鱗がみられる。なお、今後ユニット・レーバー・コストが下げ止まり上昇していく蓋然性は、公務員を除いて考えればより高いといえ、物価を巡る環境は改善方向にあるとみている。以上である。

福井議長

最後になったが、野田委員お願いする。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済諸指標や諸情報から、我が国経済は、引き続き緩やかな拡大を辿っているとの判断が適当である。また、先行きについて、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとの、展望レポートの見通しに概ね沿って推移すると予想されるとの見方——これは、前回会合でも共有されたものであるが——に対する確信をよ

り深めた。この理由を申し上げますと、第一に、今次景気回復・拡大の支えであり、また好循環のメカニズムの起点でもある輸出の推進力となっている海外経済については、引き続き全体として順調に拡大していく蓋然性が一段と高まったことである。まず、米国経済であるが、主力エンジンの個人消費は1月の小売売上高がヘッドラインでは前月比ほぼ横這いではあるが、振れの大きい自動車関連を除くと0.3%増と実質個人所得の向上など消費を巡る良好な環境を映じて、堅調な地合いを保っており、消費者コンフィデンスにも引き続き高い水準として現われている。企業部門は、ISM景況感指数にみられるように、製造業の先行きにやや慎重な見方がみえているが、ウエイトの大きい非製造業の指数は昨年5月以来の高水準となっており、これらを総じてみると、先行きについて大きく不安視する材料はないだろうと考えている。また、1月のFOMCの声明文は、経済のソフトランディング・シナリオの蓋然性、それとインフレ圧力の沈静化に対するFRBのコンフィデンスの高まりを窺わせるものであったとみている。ただ、この間もFRBの高官からは、インフレ警戒的なトーンを落とさない発言が相次いで、また先般のバーナンキ議長の議会証言でも、インフレリスクへの警戒感を維持した。その一方で、先週末発表の1月の住宅着工件数が再び悪化したことは、FOMCが1月の声明文で住宅市場の安定化に言及しながらもそれをテンタティブと断ったことを裏付けるものであった。このように米国経済の上振れ・下振れ両方向のリスクは縮小してはいるながらも、なお払拭された訳ではないということは付言しておく必要はあると思う。また、欧州経済も、2006年第4四半期の実質GDPは年率+3.6%と前期比プラス幅を拡大し、2006年通年でも+2.7%と2000年以来の伸びを示すなど概ね順調であり、先行きも増勢は若干鈍化しつつも、なおバランスのとれた回復が継続するとみている。中国経済もこれまでの高い成長を支えてきた構造に大きな変化はみられず、その他のアジア諸国をはじめエマージング諸国をみても拡大基調に大きな変調をもたらすような兆候は窺えない。

次に、我が国経済であるが、まず企業部門は、12月の鉱工業生産指数

により、第4四半期の生産指数が前期比+2.6%増と、2006年中の最大の伸びとなったことに示されるとおり、引き続き順調であり、目先は、電子部品・デバイス、あるいは自動車関連での減産が見込まれているものの、先行きについては、これまでと同様に、全体として外需に引っ張られる形で増勢を辿るとみるのが自然であろう。設備投資は、高い水準を更新してきた機械受注がさすがに一服感をみせているが、これもグローバルな競争力の維持あるいは交易条件悪化の底打ちを後ろ盾として、時間軸を少し延ばしてみれば、増加基調を辿るとの判断が適切と考えている。

ところで、個人消費であるが、前回会合後発表された指標を踏まえると、夏場の低迷は一時的なものであったことが改めて確認され、先行きについても所得のスローな増加に見合った程度の増加基調が続くと見込まれ、2%前後の経済のなだらかな成長を支えるのには十分であるという意味で、個人消費の腰は決して弱くないという見方に変わりはない。

少し詳しくみてみたい。家計調査の実質消費支出指数を水準でみると、12月は低下したものの、10、11月の上昇を受けて、第4四半期は第2四半期近辺の水準まで持ち直した。第4四半期中も深刻な天候不順が続いたが、この時期が年内で天候要因の影響を最も受けやすいことを考えると、個人消費のモメンタムは思いのほか堅調であったとも考えられる。また、供給サイドでは、鉱工業生産内訳表で消費財の国内出荷水準をみると、四半期ごとの指数では、第4四半期は再び上昇して、2001年第2四半期以来の水準まで回復している。さらに、鉱工業総供給表で輸入も含めた消費財全体の供給水準をみると、第2四半期で102.0、第3四半期で100.4、第4四半期には102.9と再び上昇しており、特に第4四半期の102.9という水準はデータの把握可能な1983年第1四半期以降のピークを記録しているところである。これらの指数の回復の中身をみても、天候不順の影響を受けやすい非耐久消費財が足許も冴えない状況である一方、相対的に天候の影響を受けにくい耐久消費財の回復が全体を引き上げる形となっており、第4四半期の個人消費の回復が必ずしも単に第3四半期の落ち込みの反動だけによるものではないと考えられる。

最後に、物価について申し述べる。12月のコアCPIは前月からプラス幅を縮小させ、前年比+0.1%となり、特殊要因調整後でもマイナス幅はやや拡大した。第1四半期のコアCPIの前年比はゼロ%近傍あるいはゼロ%を若干下回る水準まで下がるとの予想もあるが、そうであってもこれは振れの大きい原油価格下落の影響が主因であり、物価を根源的に押し下げるというデフレ圧力に直接繋がるものではないとみている。第4四半期のGDP速報値からも、2006年度の実質経済成長率は、2005年度までの3年間とほぼ同じペース、すなわち、潜在成長率を上回る年率2%そこそこと安定的に推移していることが確認されており、先行きについても、これまで縷々申し述べたように、緩やかな拡大が見込まれるのであれば、マクロ的な需給ギャップは需要超過方向で推移し、引き続き物価の根源的な上昇圧力は少しずつ強まっていくという、これまでの中長期的な見方を継続することが適当であり、短期的な下振れだけで物価に対する長期的な判断をここで変えることは些か早計であると考えている。

なお、執行部の基本的見解に基本的には異論はない。私からは以上である。

#### 福井議長

以上で各委員からのご見解の表明を承った。前回の会合以降、内外において様々な指標や情報が公表され、10~12月期のデータは全部揃った。1月についても若干のデータが出てきているという段階だが、申すまでもなく、今回の会合での情勢判断のポイントは、こうした情報、データを踏まえて、我が国経済が今後とも生産・所得・支出の好循環のメカニズムを維持していくという展望の蓋然性について、しっかりと判断するといったところにあると思う。各委員のご意見を拝聴して、こういう纏め方が良いかどうか分からないが、岩田副総裁とその他の委員の間にはかなり大きな見解の開きがあったという印象を受けた。岩田副総裁以外の各委員についても、それぞれやはり微妙に判断の差は含まれていると思うが、足許、経済・物価情勢をみると、やや弱含みに推移している。しかし、長い目でみると、

経済は我々の思っているシナリオどおり動くであろう。物価についても足許、あるいは当面、やや弱含みの動きになるにしても、長い目でみればやはり経済の成長及び需給の変化を反映して、緩やかな上昇傾向を辿るだろう。これはベースとして実質2%絡みの安定的な成長ということを前提にして、あるいは念頭に置いてということではなかったかと思うが、岩田副総裁のご見解は足許の弱含みの度合いというものをもう少し深くご覧になっている。そして先に繋げてみると、本当に実質2%ラインというところでいけるかどうかというところに若干の懸念を持っておられ、そのことが物価の判断にも繋がっている。そう受取らせて頂いた。ただ、世界経済については各委員、そんなに大きな認識の差はなかったのかなと思う。米国でソフトランディングの可能性が少し高まっているということを含め、全体として世界経済についての不透明感が幾ばくか和らいでいる。このことは、G7でも「世界経済はよりバランスの取れた形で堅調な拡大が続く」という認識であったということと平仄があっていると思う。米国については、岩田副総裁からご指摘のあったとおり、第4四半期の3.5%という成長率がオーバーステイトされているだろうと。実際には2.5%ないしそれ以下のところで歩いていると言ったらおかしいが、成長しており、可能性としてこれが緩やかに上昇していくと、皆さんみておられると思う。住宅投資は引き続き減少しているが、住宅販売指標等の底打ち感は少し出てきているということで、先行き、住宅投資の減少幅は縮小していくという予想が持てるようになってきている訳だが、在庫水準はまだ高い訳であるし、これから調整されていく過程で、本当に米国経済は住宅市場の調整の影響から、遮断された形で最後までいくかどうかは、まだ明確には読み切れない面が残っていると思われる。勿論、ダウンサイド・リスクが残っているし、一方で生産性が下がって、ユニット・レーバ・コストが上がっていくという経済のベースのところをもう少ししっかりみていくならば、インフレリスクについても今回の経済の調整過程で完全に吸収しきれんかどうか、まだ答えが出ていないということで、ダウンサイド、アップサイド両方のリスクに引き続き注目していく必要がある。ただし、現状でみる限

りソフトランディングの可能性が過去に比べて、やはり幾ばくか高まってきているという、このようなご認識であったかと思う。ユーロエリア、中国、NIEs、ASEAN等についても委員によってはお触れ頂いた。ユーロエリア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個人消費の回復に繋がって、今しっかりとした景気回復が続いている。ドイツのVATの引き上げについても、あまり攪乱的な影響はないという見方が出てきている状況だと思う。中国は、内外需とも力強い拡大が続いている。固定資産投資はやや減速したとみられなくもないが、引き続き極めて高い伸びを続けていることは間違いなく、中国经济については引き続き上振れリスクに注意が必要である。それからNIEs、ASEAN諸国、あるいは地域全体としては、5%絡みの緩やかな景気拡大が続いているという状況かと思う。昨日の執行部からの報告では、台湾について輸出に若干翳りがあるという話も混ざっていた。原油価格の先行きは引き続き読みにくい状況である。この指標ボードでご覧になってもWTIは60ドルを少し下回っており、どちらの方向にいくのかというのは分からないので、先行きの経済をみる場合に非常に重要な要因なのだが、今のところ何とも読み切れない。我々は先行きをみる場合には、今位の相場を中心に上下かなり幅を持ってみていかななくてはならないのかなと思う。日本経済だが、今のよう海外経済環境と密接な連関を持って動いており、その関連で特に輸出については、海外経済の拡大を背景に増加を続けている。先行きも増加を続けるとみられる状況であろうと思う。仔細にみると建設機械の減少など、米国向け輸出について、米国の景気減速の影響が若干はみられるということだが、全体として日本の輸出は増加基調であることは間違いなさそうである。その他、情報関連の輸出について、NIEs向けがデジタル関連を中心に依然少し弱めということだが、世界的な需要の増加基調を背景にすると、全体としては夏場以降増加に転じてきている、このような感じではないかと思っている。大事なものは国内民間需要、設備投資、個人消費だが、設備投資が増加を続けていて、先行きも高収益を背景にかなり増加していくという予想については、皆様方のご意見にそんなに大きな差はなかった

かなと思う。GDPベースの設備投資は10~12月期で前期比+2.2%と、4期連続の増加ということである。先行指標である機械受注は——これはいつも振れの大きな統計で読みにくいのだが——、10~12月期に前期比+2.0%の増加となっており、一頃に比べてやや減速しているという印象もあるが、増加基調を続けていることは間違いないと思う。問題の個人消費だが、昨年第4四半期のGDP統計のプラス、その他多くのデータを総合して皆様方からご判断を頂戴した。大勢の意見は振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある、元々個人消費について贅沢を希望している訳ではない、という意味でみると、その感じで今動いているというのが皆さん方の大方のご意見であったかと思う。所得の増え方が区々で消費が所得と完全に見合っただけ動いているかどうかはなかなか判断が難しいのだが、少なくとも全体を総合した雇用者所得の緩やかな増加を背景に、消費も増加基調を辿っている。かなり振れは伴っているが、こういったところが正確なところかなと思う。現状でも暖冬による悪影響がどうもあるようであり、百貨店、スーパーの売上高にはそれが現われているということだが、1月入り後は初売り、あるいはクリアランスセールは盛況だったという話が入っており、かれこれとり混ぜてみなくてはならない。耐久消費財も自動車をみると、かなり減少している。しかし、一方で家電販売は薄型テレビやゲーム機が好調、あるいは携帯電話も新製品投入後は増加に転じているということで、みる角度によってかなり違うのだが、サービス関連の支出の増加まで含めて考えると、個人消費は先程皆様のご意見として纏めさせて頂いたような感じで今動いているという感じである。住宅投資についても、振れを伴いつつ緩やかに増加ということではないかと思う。雇用や所得環境について、皆様方から詳しくご報告があった。少なくとも雇用者数は着実に増加している——年率4%位ずつというふうなことではないかと思う——が、雇用者所得となると、先程申し上げたとおり、所定内給与の伸びがより弱い。むしろ減っていることが中身として重要な位置を占めているために、雇用者所得全体としては緩やかな増加にとどまっている。所定内給与については、団塊の世代の退職が始まっていることや地方公務員の給与

水準の調整の影響がかなり響いているということなので、少し一過性のものというよりはやや時間が掛かる問題だと認識しておかなければならないということであったと思う。勿論、一番大きな背景は企業の固定費抑制スタンスが根強いことだと思うし、働く側でもやはり引き続き賃金よりも雇用の安定という姿勢が続いていることが大きなバックグラウンドだろうと思われる。ただ、先行き長い目で見た場合には、経済成長が順調に続き、労働需給がさらにタイト化していくことが確かであれば、所定内給与について全く影響がないと考えるのは、むしろ不自然であろうと思われるということではないか。供給サイドの動き、生産・出荷・在庫のところだが、一言で言えば生産は四半期に1%、年率で4%強の増加が続いている。10~12月期には自動車の増産等で少し波を打って、この1~3月はその反動が出るということだが、均してみると四半期に1%という比較的安定した生産のペースは、出荷とほぼ見合っている。従って、大きな在庫調整を呼び起こすものではなさそうだという認識は皆様方からもあったと思う。その中で電子部品・デバイスについての高めの在庫水準の調整が急速には進んでいないということが、一つの要注意点であったかと思う。物価情勢については、国内企業物価は国際商品市況反落が直接影響しており、足許では3か月前比弱含んでいる。先行きについても、当面は弱含みで推移する可能性が高いと思う。消費者物価指数について、皆様方から詳しいご議論があった。現状は前年比小幅のプラスとなっているが、原油価格の動向などによっては目先ゼロ%近傍で推移する、場合によっては若干のマイナスに落ち込む可能性があると思う。消費者物価指数についても、足許の動きとやや長い目でみて成長の持続、需給の引締め基調ということをバックに考えて、先行きまで見通しながら判断を固めていかななくてはならないと思うが、足許暫くはやや弱含む。しかし、先行き長い目でみるとシナリオどおり安定的な成長が続き、需給のタイト化がゆっくり進めば、基調として消費者物価指数も緩やかな上昇傾向を示していくだろうというのが大方の見方だったと思う。この点については、岩田副総裁からかなり異なった見方、基調的な弱さという点をやや浮き彫りにしたご判断が示され



たということである。金融環境については、銀行貸出が増えているし、昨日執行部からご報告があったとおりCP・社債の発行環境も良好、中長期の金利も落ち着いているということであり、企業にとっては非常にアコモディティブな環境が続いている。加えて、株価が堅調に推移している。福間委員からも、まだ決して非常にスペキュラティブに動いているという訳ではないが、かなり高水準にまできているというご指摘があった。それから、為替相場は若干円高方向に修正されているが、今日辺りまた120円台と円安に戻っており、このところ少し時間の幅を広げてみると円安基調で推移している感じである。実質実効レートでみても引き続きプラザ合意後の最安値圏にあることは、皆様方がご認識のとおりである。情勢判断について皆様のご意見を纏めながら、私の見解も皆様方の多数意見の中に織り込みつつ申し上げたつもりである。幾らか討議をしなければならない点があると思うが、西村委員から「もし可能ならば2008年まで睨んだ感触があるか」と、早川調査統計局長に特別なご注文があったので、もし何かあればまずそれを。

#### 早川調査統計局長

何分にも展望レポートはまだ2か月先なので、担当者は既に作業を始めているが、局としてはまだ本格的に議論を始めている段階ではない。従って、本当は現時点でお話しできることはないとお断りすべきなのだろうが、お許し願える雰囲気ではないということなので、勿論、私個人の大体のイメージはない訳ではない。従って、勿論これから分析をし、データも出てくるし、前提も変わってくるので、これから2か月後、またストーリーはなにがしか変わっているかもしれないが、現時点での私のイメージを——これもまた今後変わり得るということをお含みのうえで——敢えて申し上げればこのような感じかと思う。

まず、成長率の方だが、非常にラフに考えて、2007年度も2008年度も2%程度の成長が続くということが一番の基本ラインにしたいと考えている。実は、景気拡張期間は60か月を過ぎたので、2007年度、2008年度は

景気拡張局面に入って6年目、7年目という数字になる。従って、そういった6年目、7年目と考えれば、常識的には基本を潜在成長率並みに置く、すなわち、潜在成長率を+1.5%~+1.6%と我々はみているので、それを基本に置くことかと思う。ではその潜在成長率に対してどうかということを考えるポイントは、大きく考えて次の二点。第一に世界経済だが、このところずっと高成長を続けていて、今後先行きも恐らく米国経済は遠くない将来にソフトランディングしていくことを前提にすれば、2007年、2008年も世界経済は比較的高い成長を続ける可能性が高いだろうと思う。従って、為替レート的大幅な円高がどこかで起こると想定しない限りにおいて、輸出を起点とする景気拡大のメカニズムは続くと考えるのが自然だろうということである。それから二点目は金融環境だが、今後2年間を考えれば利上げがなにがしか行われると思われるが、これも現在市場が予想しているようなテンポであれば、2008年まで含めて、いわゆる実質金利は自然利子率を下回る、比較的是っきりと下回る状態が続くということになる。従って、この面からも景気については刺激効果が働くであろうと考えられる。勿論、財政面からのマイナス要因は続くと思うが、これが例えば定率減税の効いている現在と比べて、さらに大きくなるかということと必ずしもそうではないかもしれないと考えると、恐らく $1.5\% + \alpha$ と見込むのが自然であり、その $\alpha$ についてこれまでの動きから考えて0.5%位を見込むことは決して無理ではないというのが自然ではないかと思っている。昨日、確か雨宮企画局長からの報告の中で例のESPフォーキャストという内閣府の外郭団体がやっているフォーキャストがあったが、これをみると2月調査で2007年度の成長率が2.0%、2008年度が2.3%になっている。これは私が申し上げた2008年度の予想よりは少し強いが、民間の見方とも大きな齟齬はないということだと思う。それからもう一つ。今度は物価の方である。CGPIは、正直言って原油価格を何ドルに置いて非鉄価格を幾らに置くかで勝負が決まってしまうので、それはギリギリになるまでなかなか決められないが、一応物価についてCPIのイメージで考えさせて頂く。年末位に、2007年のイメージとして+0.4%位のイメージをお話

ししたことがあると思う。それ以降の変化だが、実は原油価格は一旦下がったが、足許少し反発している。従って、仮にこの現在の数字、ドバイで55ドル、為替を120円位で計算すると、4月以降の石油製品の値段というのは大体前に申し上げたのと同じレベルになる。ただし、先程の携帯電話の影響等があるので、それが最大0.1%位押し下げるとすると、一応現時点で考えている中心値は+0.3%位になる。西村委員が「CPIについて長期の予想はしない方が良い」とおっしゃりながら聞かれるのはあんまりかなと思うが、敢えて申し上げれば、これまで私共は大体実力コアというのは3か月～4か月で0.1%位上がっていくというイメージで考えているので、それでいけば2008年度は+0.6%とか+0.7%とか、そのような界限の数字になってくるかと思う。これについても先程のESPフォーキャストだと、2007年度が0.3%、2008年度が0.6%という数字になっているので、これも大体世の中の見方と大きくは異ならないということかと思う。少しこれとの関連もあって、二点だけコメントをさせて頂きたい。二点だけこれまでのご議論について……。

福井議長

今のESPフォーキャストというのはフィスカル・イヤーか、カレンダー・イヤーか。

早川調査統計局長

フィスカル・イヤーである。我々と同じベースである。二点だけ少し付け加えさせて頂く。

一つは先程来、例のDIの話があった。確かにDIでみると1月以降、DIは50割れの可能性がかなり高いと思っている。何分にも12月の生産水準が非常に高いために、3か月前比でみると1月はほぼマイナスの可能性が結構高くて、2月、3月辺りも場合によってはやはり。従って、3か月連続で50割れという可能性もなくはないと思っている。ただ、いわゆる以前の踊り場との対比をみてみると、我々の図表でみると例えば輸出入

なども2004年の後半から2005年の頭に関しては完全に横這いになっている。それから生産も同時期はほぼ横這いか、しばしば四半期ベースでマイナスを付けているという状態である。今回予想されているのは恐らく第4四半期に随分伸びた生産が第1四半期に少し落ちる位なので、それ程深刻に景気後退リスクを捉える必要はないと思っている。ご記憶だろうか、前回の時にはちゃんとIT調整という理由があって、そのもとで輸出が止まり、生産も止まった。であるから危険であると思ったからこそ、当時の月報の表現は「基調として回復を続けている」とした。あれは事後的に短期間の景気後退が認定されても頑張るつもりで「基調として」という言葉を入れたのだが、現時点で少なくともそういう理由として何か明確なものはなく、単に車が12月に頑張って生産し過ぎてしまったとか、確かにマイナーなIT調整が若干はあるが、というふうに考えている。

それから二点目である。確かに今後4月の展望レポートに向けて作業をしていくうえでは、やはり賃金の伸びが思ったよりも弱いことをどう織り込んでいくかが一つのポイントになってくると思う。従って、これも実際に数字にどうこうということではなくて、一応どういう理屈なのかについて申し上げる。例えば消費に与える影響、それから物価に与える影響を理論的にはどう考えるかということをお願いする。まず、いわゆる所定内給与は思ったよりも弱い数字が出てきた。主要な原因は、恐らく団塊の世代の退職問題と公務員の問題であると取り敢えず考えている。まずは団塊の世代の退職について消費サイドから言うと、理屈からすれば、消費にも物価にも然程影響を与えないはずだと思う。要するに個々の人達は自分がいつ退職するか事前に十分認識しているので、実際に辞めた時に恒常所得がそこで落ちる訳ではない。さらにご記憶だろうか、前回の消費論文で「アメリカでは退職した後で消費が落ちるという現象が観察されているが、日本ではそういうことはあまりない」ということも一応確認している。しかも、毎勤統計では捕捉されていない退職金も払われているはずだということである。それから物価サイドについても、これは限界費用に何ら影響を与えるものではないと考えられるので、理屈からすれば物価に

もそんなに影響が出ないということである。一方、地方公務員の方はどうかというと、物価サイドでは恐らく基本的に関係ないと考えて良いが、所得サイドをみると彼等は予見していなかった賃金のカット、削減であると考え、何がしかの所得の期待に対する変化があつて、それが若干個人消費に影響を与えることが一応理屈だと思ふ。勿論、現実は全て理屈どおりという訳ではないので、その点は考慮する必要があるが、一応、そのように整理しておけば良いかと考えている。取り敢えず、まずはお答えとしては以上である。

#### 岩田副総裁

宜しいか。私だけ少し突出しているような感じなので、念のために図表を一枚配らせて頂くが、総務省がいつも定期的に配っている消費者物価指数の動きである。これをご覧頂くと、総合、生鮮食品を除く総合、それから持家の帰属家賃を除く総合、食料及びエネルギーを除く総合とあるが、食料及びエネルギーを除く総合が、どちらかと言うと我々の実力コアに近いところだと思ふ。これをご覧頂くと、新指数が発表されている16年12月からしかない。その基点から原数値でご覧頂きたい。16年12月から上がっているだろうか。私には下がっているように見える。特に食料及びエネルギーを除く総合では100.3が99.6と、エネルギーの影響を除いた原数値でこれ程下がっている。これは、下げ幅で言うと0.7%位の下げ幅である。通常、我々がみているのは、2006年12月までは旧指数の動きであり、2006年以降は新指数とみる訳である。2006年初と年末とを比べると、生鮮食品を除く総合は99.7が100.1と少し上がっているが、例えば食料及びエネルギーを除くと、99.2が99.6になっている。原数値でみてそうだということをまずご確認頂きたい。次に、季節調整済みの方をご覧頂き、念のために食料及びエネルギーを除く総合——これはエネルギーを除いて自力の物価上昇の強さを示しているのだが——をみると、99.7が99.4になっている。つまり0.3%か0.4%実は下がっている。季節調整値でみる限り99.7が99.4にむしろ傾向的に下がってしまっている。それから生

鮮食品を除く総合についても、ほとんど 2006 年を通じて、実は何の変化もない。ということで、この間の物価に対する見方であるが、民間では先程ESPフォーキャストで平均すると 0.3%というご報告があったが、私としては、下位 8 機関の見方——昨日の議論では、第 3 四半期に若干マイナスになる想定をしたものだと +0.1 であると——よりもさらに厳しくみていて、マイナスの可能性もあるというふうにみている。その根拠の一つは、このようにトレンドとしてみて、例えば食料及びエネルギーを除く総合で 2004 年の 12 月が 100.5 であったのが、2006 年の 12 月には 99.4 と 1% 強低下傾向を示していることにある。上昇ではない。これは原数値でみて頂いても、100.3 が 99.6 に下がっている。つまりこの間の物価の動きに対する評価に凄く不幸なことが起こって、途中で指数改訂があったので、実はトレンドが凄く見えにくくなっている。つまり旧指数できたものが、途中で変ってしまった。しかも新指数に入ったものに実は品目の入れ替えがかなりあって、耐久消費財等の落ち込みが大きい。そうすると、前は上昇傾向にあったものがむしろ下降傾向であったという問題を孕んでいる。食料及びエネルギーを除く物価を季節調整値でみても、あるいは原数値でみても、むしろ下がり気味にもかかわらず、成長率はこの間もまたこの先も高いのである。早川調査統計局長からご説明があったように、+2%を超えている。+2%を超えている中で、下がっているのである。それをどういうふうにするのか。私はどうしてこういうことに気が付かなかったのかと思ったが、やはりどうしてこういうことを気にするようになったかという、第 3 四半期の内需のデフレーターが——私は必ずプラスが維持されると思っていたら——、マイナスになってしまったからである。どこが間違っただろうと一所懸命探していったら、こういうところまで戻ったのである。先行きについても、私は決して楽観できない。むしろマイナスの方向に振れていくというのが今の基調としての傾向である、と思っている。物価指数が変わってしまったがために、過去の GDP ギャップに対する反応などが恐らく非常に変わっている可能性がある。過去の旧指数でみれば GDP ギャップが 1%動くと 0.4%動くことをずっと信じて、新しい指

数でも全部使えると思ってそういう計算を行ってきたが、残念ながら新しい指数になってから、そういうことがもはや通用していない。長いヒストリカル・シリーズができないと、基調としての物価の動きを判断するのは極めて難しいと思う。差し当たり利用可能な数字で申し上げれば、今程度の成長率であると、実力のコアは+0.15%位しか上がる力がない。足許は-0.2%である。エネルギーはこれから0.2%下がる。これでどうしてプラスになるのか私には全く理解できない。

#### 須田委員

少し宜しいか。物価をどうみるかということについてだが、我々は物価を中長期的な理解という観点、つまり総合でみている。その時に基本的な基調はどうやってみたら良いかと言った時には、今回出ているような刈り込みかあるいは今我々が使っているコアが挙げられる。この食料品及びエネルギーを除く総合は全体に占めるウェイトが小さいし、それから景気感応的な食料品を除いているということに問題があると言われてきているものであるから、そもそもトレンドを表わすものとしてはあまり相応しくないということを分かったうえで分析しているので、直ぐこの動きからトレンドを導き出すということは少し慎重にされた方が良くと思う。

#### 岩田副総裁

生鮮食品を除く消費者物価と両方を申し上げている。つまり、我々の実力ベースの消費者物価も、これも季調済みで新しい指数で全部計算して頂くと、そのことがもっと明瞭になると思う。残念ながら我々がいつもみているのは2006年以降の新しい価格指数であり、それ以前はみっていないので、それ以前を伸ばしてみたら——それ以前を戻してみたらと言おうか——、私は違ったように見える可能性があると思う。

#### 西村委員

私は岩田副総裁の言っていることにはかなりの部分賛成しているのだ

が、季節調整の部分については、これは非常にテンタティブなものであり、私はどうしても賛成できない。どうしてかという、この新しい数字のデータは遡っては使えない、存在していないのである。従って、何らかの形で前のデータに係数を掛けて調整し、前のものを遡ってこの数字を出しているはずなのである。そういうことから考えると、これは木に竹を継いだ数字で出てきた季節調整済みであるので、これから蓄積していくに従って、次第に季節調整済みの数字のデータというのは信頼性が増していくが、今の段階でこれを使うのは非常に危険であると思う。それから生鮮食料品を除く総合をみる限りにおいては、上がりにくいということに関しては前から申し上げているとおり全く同感であるが、平成16年12月と平成18年12月の100.2と100.1という数字は、ほぼ同じだと考えるのが正確だと思う。これをみれば分かるが、原数値には大きな季節性があるので、本当はその季節性を取らなくてはならないのだが、今の作り方では事実上季節性を取ることができない。従って、今の段階では、私としてはベストエフォートだと考えるならば、やはり前年同期比でやるしかないのではないかと思う。ただし、そこでこれがどういう方向に行くかということに関しては、岩田副総裁と私との間でやはり見解の相違がある。私は調査統計局、岩田副総裁が前提とするフィリップスカーブが安定的であるという見解は採っていないので、それよりはどちらかと言うと積み上げ方式で考えていくという形でやっている。そうしないと日本のフィリップスカーブには悪名高き不安定性があるので——ただ、対外的に説明する時に必要なツールであり、そういう形で説明するというのは良いと思うのだが——、それに過度に影響された形で私はやっていない。私はどちらかという、品目別の動き——特に重要なのは家賃の動きであるし、その他のサービス価格はかなりプレディクタブルな動きをする——から想定している。それから内需デフレーターとCPIの差は実はかなりの部分は内需デフレーターのウェイトの問題である。このウェイトの問題はどこにあるかという、内需デフレーターでは今回の改訂以降、IT関連の比重が非常に大きくなった。これは産業連関表の内容を踏まえたテクニカルといえればテクニカルな調



整なのだが、それによってCPIの家計支出のデータに比べると随分IT関連の比重が高くなっている。IT関連の比重に対してご案内のように液晶やパソコンの影響が非常に強いものだから、やはり非常にマイナスに出がちだ。従って、前の内需デフレーターとCPIの動きと改訂後の内需デフレーターとCPIの動きはかなり違った動きをするという形になるので、その点では少し岩田副総裁の考え方には必ずしも賛同できないところがあるということである。

#### 福井議長

物価指数をヘッドラインでみるか、あるいは色々分解したものでみるかというのは色々なご議論があって、インフレ期待に与える影響が一番強いのはどれか、経済のトレンドを判断するのにどれが一番ツールとして便利が良いかなど、色々使い分けがあるのだと思う。今、岩田副総裁からお示しのあったものは、恐らくトレンドを示すものということになってくるのだと思うが、経済全体の需給がタイトな方向に進んでいる時に、この指数が下がっているのと、需給が緩んでいてそうなっているという場合とでは、読み方が随分違ってくるのではないか。特に価格維持寿命が今の時代では非常に短いIT関連がかなりの影響力を及ぼす形で物価指数が下がる、こういう場合の経済へのインプリケーションは、一直線にデフレ的とは言えないのではないかという気もするのだが。つまりバックグラウンドと対比した時の理解の仕方について、もう少し岩田副総裁からコメントがあった方が良くと思うが。

#### 岩田副総裁

私もこの新しい価格指数になって、どういうふうに価格が基調として動いているかがとてもみえづらくなっており、何となく継ぎはぎをせずずっと上方トレンドでいって、経済全体の需給がタイトになれば、物価が上がるのが当然だと思っていた。2003年、2004年、2005年と3年間2.2%成長している間に前年比-0.8%からゼロ%位まで少なくとも過去は動い

ていた。刈り込み指数だと実はこれが-0.6%からゼロ%位である。0.6%縮んだとみるのか、0.8%縮んだとみるのか分からないが、いずれにしても傾向としてはこの間、明らかに縮んだということは言えると思う。仮にこの旧指数に基づいてずっと予測をするのであれば、同じ傾向を伸ばしてもあまり間違いはない。ただ、その傾向を同じように伸ばしても、やはりマイナスを脱しないというのが私の見解である。私自身はこの2003年、2004年、2005年と必ず物価が上がる、需給がタイトになるから上がると一人で言っていて、実は一人で1年位前にもうプラスになるといって恥をかいたことがある。ただし、これはIT部門の調整が3四半期続いたので、その分遅れはしたものの1年後にはちゃんとプラスになったので、どうやら面子は保たれた。今もその延長でずっと私は考えてきた訳だが、現実の物価の動きがどうも変なのである。こうやってみると、総合・除く生鮮食品というもので何となくピークアウトしている。それでどうもおかしい、おかしいと思って——勿論、これにはエネルギーの影響もあるが——、新しい指数の少し古いところから眺めてみたら、実は決して上がっていない。新しい指数については、私の解釈では新しい品目が相当入って、そのためにGDPギャップに対する感応度や何かが過去の指数とは相当変わってきてしまっている可能性がある。どちらかという、申し訳ないのだが、より需給ギャップに対して非感応的な方向に新しい指数はできているのではないかと思う。以上である。

福井議長

もし早川調査統計局長から今の点について、何かあるようならば。

早川調査統計局長

最後に岩田副総裁がおっしゃった点はあるのである。要するに新しい統計において需給ギャップと物価との関係はほとんど観察されていないので、そのところで何か変化が起こっている可能性はある。それはおっしゃるとおりである。ただ、やはり幾つか議論が混乱していると思っ

ており、例えば、実はこれは別に指数レベルをみようと前年比をみようと、基本的に何か違う情報がここに入っている訳ではない。別に上がっていないとおっしゃるが、例えば当たり前だが、除く生鮮の1年前と現在の数字を原指数でみようと、季調後指数でみようと、実は0.1%上がっているのであって同じことである。一方で、除く食料・エネルギーというのは元々前年比が0.3%~0.4%下がっているから、2年間経てば0.7%位下がるのであって、それは要するに上方トレンドを持っているというのは、前年比の値が上方に上がってきているのであって、別に指数レベルとしてみれば、ゼロであれば指数レベルは横這いであり、前年比がマイナスであれば指数レベルは下がっていくのである。指数レベルが下がっているから前年比のマイナス幅が拡大していくというのは、全く一次微分と二次微分の間違いに過ぎない。それからもう一点、先程の除く実力コアが今年度に入って平均が-0.3%というのはかなりミスリーディングだと思う。実際に図表43をご覧頂ければ、第2四半期は-0.42%、第3四半期は-0.18%、第4四半期は-0.22%である。確かに平均を取れば四捨五入して-0.3%になるということだが、まず第一点に、その場合は今年の1~3月についても-0.3%位のマイナスを仮定しているということである。実際に足許の数値は11月、12月、これを合わせて平均で多分私は実力-0.1%位だと思うが、従って、全く改善がなくても1~3月は-0.1%であって、-0.3%ではないということが第一点。それから二点目に、しかも過去第2四半期、第3四半期、第4四半期のうちの多くの月においては、例の携帯電話の0.15%が入っているから、従って1~3月についても携帯電話の分を入れて、-0.3%だと仮定すると今年度-0.3%であるということであり、それは元々坂が付いているものを平均値を取って一番端は前の平均と同じにするという計算をしているので、多分それはかなり……。

岩田副総裁

今の点だけすまない。-0.6%、-0.4%、-0.3%か。

早川調査統計局長

否。

岩田副総裁

今の平均だが、最初は $-0.6\%$ であろう。コアの実力の…。

早川調査統計局長

実力コアであるから…。

岩田副総裁

マイナス幾らか。

早川調査統計局長

第2四半期は $-0.4\%$ 。

岩田副総裁

第2四半期は $-0.4\%$ か。

早川調査統計局長

然り。第3四半期は $-0.2\%$ 、第4四半期は $-0.2\%$ である。であるから、  
確かにおっしゃるように、これを平均すれば…。

岩田副総裁

$-0.3\%$ だな。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

それで2007年の第1四半期を $-0.1\%$ にしても、やはり変わらないのではないか。

早川調査統計局長

その場合は四捨五入で $-0.2\%$ になるはずである。

岩田副総裁

9を4で割るのか。そうだな、 $-0.2\%$ だな。

早川調査統計局長

$-0.2\%$ になるはずであり、繰り返しになるが少なくとも第2四半期、第3四半期、第4四半期のところには例の携帯電話の分も突っ込んだ計算になっているので、そういう意味ではそれを平均して先を伸ばすというのは多分やり過ぎであろうと思う。

岩田副総裁

それでは $-0.2\%$ でも私は構わない。

早川調査統計局長

どちらかというとは私は、昨日議論があったが2005年のように何か停滞してしまう可能性がないとは言えないとか、いわゆる景気に対する感応度が新しい指数でどう変っているかは分からないというのは、おっしゃるとおりである。従って、先行きについて不確実性があるって、不幸な場合は結構低迷する可能性があるということはおっしゃるとおりである。ただ、先程の数字の読み方については、あくまで数字の話なので少しくラリファイしておきたいと思う。

福井議長

その他にもし論点があればどうぞ。

西村委員

あとは賃金の話なのだが、地方公務員の件は、実際、家計調査及び家計消費状況調査をみても、いわゆる都市圏と——都市圏というのは大都市、中都市であり——、それから地方圏——地方圏は小都市、その他町村だが——では、かなり明解な違いがある。地方圏は非常に振れを伴いながら一旦2005年に上がって、それから下がっている。

福井議長

地方公務員か。

西村委員

それはどういうことかという、要するに地方の減退というのは、地方公務員との関係と同じことであり、地方でこの問題が生じているということをお我々はやはり考えておく必要があることを申し上げておきたい。つまり、金融政策を考える時には我々はどうしてもマクロ一本で考えざるを得ないが、しかし背景としては同時に都市圏と地方圏の違いも考えなくてはならないということである。特に消費については都市圏と地方圏では違いが出てくる。そして、家計調査の全国の動きは、実は地方圏の動きによってほとんど決まっている。これは家計調査も家計消費状況調査も同じだが、都市圏については比較的安定している。正確に申し上げますと家計調査ではマイナスだが比較的安定している。また、家計消費状況調査は少し数字を切り上げる形で上がっている。それに対して、地方圏は両方とも非常に大きな振れを伴いながら、現在のところは逆U字型で下がってきている。少し上がってくるような下げ止まりの傾向もみられるが、全体としてはそういう状況にあるということである。実はこのことも同時にCPIにも影響が出てくるので、なかなか方程式は非常に複雑になって、このような方程

式は解きたくないというのが正直なところだが、難しい状況にあることは確かである。

水野委員

少し宜しいか。私はあまり専門ではないのだが——どなたかがおっしゃるかと思っていたが——、BBレシオ、半導体製造装置の販売は最近受注が凄く伸びてきている。この3か月の移動平均をみると1.32倍位であり、昨年12月の1.18倍からまたポンと上がっているので、アメリカの市場でも今年はIT関連株が総合株価インデックスをアウトパフォームするのではないかとされているのはこの辺の動きと整合性が出ているのではないかと思う。電子部品・デバイスの話をした時に日本の携帯電話問題に加えて、世界の携帯電話の需要のところで若干やや慎重な議論が今日は多かったような気がするが、逆にBBレシオのような話は電子部品・デバイスのような……。

岩田副総裁

それは北米のか。

水野委員

然り。これは岩田副総裁の方が全く詳しいので。

岩田副総裁

これまで3か月位1割れをしたのである。それがひと月戻った。であるから、私はそれをみてボトムは2月か3月であろうとずっと言っている訳である。1割れになったことの影響が半年近く遅れて出るので、1を割れた時期の効果が出てボトムアウトするのは、私は2月か3月であると前から申し上げている。であるから、私は凄く悲観している訳ではないが、差し当たり出てくる数字は、やはり下の方に向いたものしか出てこないということである。それが悪くすると、他の部門にも同様の在庫の調整が少し

広がったりするかもしれない。そうすると先程西村委員からもご指摘があったように、ある意味で景気後退というのは、鉱工業生産の動きなどを幾つか複合して、どこがピークであったか数を勘定して何割いけばと、ヒストリカルD Iで非常に機械的に判断する。1年経たないと分からないが、そういうリスクも孕みながら動いている。我々が、本当に悪いなどということはないだろうと思ったとしても、それは非常に機械的な話なので——私も月例経済報告の担当をやっていたので、私の判断をどうしてD Iが覆すのだと時々不愉快な思いをしていたが——、ある程度それは仕方がないのである。アメリカは三つの指標でもって、もう自動的に景気後退の日付が…。

西村委員

それは違う。

岩田副総裁

違うのか、その組み合わせもあるが。

西村委員

アメリカの場合は四半期GDPが2四半期連続してマイナス成長というのが一般的な景気後退を判断するルール・オブ・サムである。しかしながら最終的にはNBERが非常に複雑な形で、素人にはブラック・ボックスにみえる形で決定する。

水野委員

岩田副総裁のところでもクラリファイしておきたいのは、今回私の理解では3回目の踊り場の可能性がある。

岩田副総裁

そうだな。



水野委員

1回目、2回目と比べると比較的浅いのではないかというのが私の理解であり、そこはシェアできるか。

岩田副総裁

そこは同じである。であるから1回目と2回目の中間であるというのが私の…。

水野委員

それから2000年の時のような世界的なIT調整にはならない、なっていないということが良いか。

岩田副総裁

それはならない。それはもう最初から、私はここ1年半位ずっと同じことを申し上げている。

水野委員

そういう意味では、いわゆる定義上後退とされる可能性は否定できない。

岩田副総裁

それは分からない。

水野委員

バイ・デフィニションはあるかもしれないが、だが…。

岩田副総裁

であるから、それは非常に機械的な話なので、そういうリスクも孕みながら、ということだと思う。

水野委員

ただ、景気の調整の負荷というのは、前2回の踊り場よりは軽いであろうということは……。

岩田副総裁

実態は前回よりも軽い。

水野委員

そう思う。

岩田副総裁

だが、最初の回——2002年、2003年——よりは少し重い。

水野委員

それは全くシェアする。

福井議長

それでは一応討論はこれで締め括らせて頂く。暫くコーヒーブレイクということで11時25分再開とする。

(11時14分中断、11時25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。当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思う。いつものとおり、お一方大体5分ずつ位でご発言頂きたい。水野委員から願います。

水野委員

前回のMPM以降、日本銀行の金融政策運営に関する市場の見方及び金融市場の状況は、良い意味でも、悪い意味でも、私が前回コメントさせて頂いたとおりの展開になっているのではないかと思う。

まず、良い意味という点では、前回のMPM以降に公表された経済指標は、強弱まだらであるが、前回賛成多数で合意をみた展望レポートの中間評価に沿った展開になっていることである。10～12月期のGDP統計も、過去の統計とは言えるが、7～9月の消費の落ち込みを主因とする景気の変調が天候要因など一時的要因による面が大きいという見方をサポートしているという意味では、良かったと思う。

一方、悪い意味ではというのは、大小四つ程あるが、第一に——これは私が危惧していた一つであるが——、ボードメンバーの情報発信に対する市場参加者の感応度が低下してきたということである。この背景には、金融市場で「日銀は何をベースに金融政策を行っているのか分からなくなった」という声が出るなど、「新たな金融政策運営の枠組み」で示したフォワード・ルッキングな政策判断に基づき、緩やかに金融調節するというロジックがやや齟齬をきたしているのではないかと受止められたということである。それから、政治的な圧力が何かしらあったのではないかと、という見方が広がったためだと思う。

第二に、金融政策の予測可能性が低下したため、我が国の債券市場で現物債の売買取引が減少した——ややしかけている——ことである。市場の流動性が乏しいため、東京市場で大きくポジションを傾けていた投機筋もポジションを縮小していると言っている。

第三に、1月に利上げを見送ったため、2月のG7会議で日本サイドは外為市場における円独歩安を容認しているのではないかと誤解をされ、ユーロ・グループからユーロ高・円安進行に対する不快感が表面化したということ。

それから四番目として、昨年12月と今年1月のMPM後の総裁の記者会見で、実際ここで議論が出たからそういう発言になられたかと思うが、

個人消費とCPIの先行きを懸念しているとのメッセージと受止められてしまったため、民間エコノミストの間では、個別の個人消費データをみながら「このデータは利上げをサポートするが、こちらはサポートしない」という星取表が作られて、非常に不毛な議論が散見されることである。

私の理解が正しければ、前回の決定会合では、経済・物価情勢の判断について、ボードメンバーの認識が微妙に違ったとはいえ、最終的には、中間評価に盛り込まれたように「先行きまでみれば、10月時点の見通しに概ね沿って推移する可能性が高い」という総括がなされたと思う。金融市場は中間評価の判断を出発点にしているので、1月はともかく1月から遠くない将来に政策金利を調整しなければ、経済・物価情勢の見通しと政策判断は整合性が取れないと受止めているようである。

私は前回の決定会合で、「本日のMPMで、市場に植え付けた金融政策運営における市場の見方は今後容易に変わらないものとなることをリスクとして強く認識する必要があると思う」、あるいは「金利引き上げのタイミングは、1月とそれ以降では、金融政策の判断材料、もっと言えば金融政策決定プロセスに対する市場の見方に大きな違いが生じる」と発言した。一例を挙げさせて頂くと、いわゆるプロの市場参加者——素人のメディア関係者は除くが——からは、「先日の須田委員、それから春委員の金融経済懇談会で説明された新たな金融政策運営の枠組み及びフォワード・ルッキングな金融政策運営については、まさに我々市場参加者が理解している内容である。しかし、利上げを2月以降に先送りした理由が未だによく分からないため、両委員のコメントを受けても投資家として動きようがない」という声が聞こえてくる。今回も政策変更を見送った場合には、展望レポート及びその中間評価に対する信認が著しく損なわれることになるのではないだろうか。個人的な見解であるが、仮に2月も見送った場合、余程投資家の腹に落ちる説明をしない限り、金利機能を通じた市場との対話は事実上破綻し、我々の情報発信に対する短期金融市場及び債券市場の反応はさらに冷淡なものになると予想される。その場合、二つの問題があると思うので指摘させて頂く。

第一は、金利マーケットのボラティリティを急上昇させる覚悟がない限り、今回も約 5 割か 6 割位 O I S のマーケットでは利上げをみている——ふわっと織り込んでいる——ようであるが、将来的に追加利上げを織り込ませることには相当リスクがあるということである。

第二に、展望レポートの経済・物価見通しの大勢見通しを我々は作成しているが、それに不都合が生じる可能性があることである。どういう意味かということ、我々は、昨年 4 月の展望レポートから、各政策委員が「政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、見通しを作成する」という手法に変更した。日本銀行と金融市場の対話が上手く成立しなくなった場合には、O I S 市場など短期金融市場、あるいは先物市場が織り込んでいる今後 2 年間の利上げの回数は漠然とした回数に過ぎないため、そのような市場金利の予想を前提として各政策委員が経済・物価見通しを纏めても、市場参加者にとって付加価値がないというふうになってしまう。

一方、今回追加利上げが決まっても、「1 月に利上げを見送った判断との違いは何か」、「日本銀行は事実上、バックワード・ルッキングに転換した」とややひどい言い方ではあるが、揶揄される可能性はあると思う。このように受止められる原因は、12 月の MPM 後の総裁記者会見で、現状維持の理由として、消費者物価指数の弱さを理由に挙げたことがあると思う。市場参加者の声を代弁すれば、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行うと説明したにもかかわらず、実際の決定はあたかも足許の経済指標にかなり依存しているのではないかというイメージを植え付けてしまったということは、やや戦術的には失敗だったかなという気がする。

当面、コア C P I の上昇率がゼロ近傍で推移すると予想される中、利上げの必要性を明快かつ誰からも納得を得られるように説明することは難しいと思う。ただし、これは緩やかな景気拡大のもとでは、今後も常に付きまとう問題である。我々はその大変な作業を避けるべきではないし、避けることはできないと思っている。そういう意味では今回も前回と同様、25bp の政策金利の引き上げ、0.5% に無担保コールレート（オーバーナイ

ト物) を上げることに賛成する。

日本銀行のコミュニケーション・ポリシーのあり方を考える場合、やや長めの話になってくるが、金融市場は金融政策に関する完全な情報を持っていないという点を忘れるべきではないと思う。いわゆるBOJウォッチャーという仕事をされている方は、情報の非対称性の中で、政策変更の時期を予想することを求められている。我々としては、利上げ時期に関する憶測が先行することを嫌がるがあまり、金融政策の予測可能性を高める情報発信をあまりに避けることは適切ではないと思う。言い換えると、「ノイズを含めて金融市場である」という心構えが必要ではないであろうか。個人的には、民間エコノミストが、個々の経済データに一喜一憂するのではなく、「現在は景気サイクルの局面でどこにあるのか」など大局にたった議論が展開されることが出来る環境を作ること、あるいはそういう情報発信が必要だと思う。

また、日本銀行の金融政策の予測可能性が低下してくることは弊害が多いことをボードメンバーでできればシェアし、もっとシンプルかつ一貫性のあるメッセージを出すために、もう少し意見集約ができないかと思っている。個人的には、量的緩和を解除したロジックという原点に戻って、新たに入手するデータを丹念に点検することは勿論重要であるが、金融政策運営はフォワード・ルッキングに行うこと、金融システムが正常化し、デフレ・スパイラルに陥るリスクがない中、徐々に金利機能を復活させるという意味で、金融政策の正常化を大きな意味で目指していることを再確認することが重要だと思う。当面の市場との対話では、もう一度「フォワード・ルッキングな政策運営」と「金融政策の大きな意味での正常化」の二つをキーワードに政策運営を行う姿勢を繰り返し表明することが重要ではないかと思う。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

## 春委員

次回会合までの金融市場調節方針としては、今水野委員からご提案があったものと同じだが、無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標を、0.50%前後に引き上げることが適当と考える。

このタイミングで金利水準の調整を行うことが適切と考える理由を、三点申し上げる。

まず第一は、前回会合後明らかとなった指標も加えて、先行きの経済・物価について点検すると、2006年度前半の減速から10～12月の回復によって、2006年度及び2007年度は2%前後の成長に回復し、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改めて判断することができる。中でも消費については、弱めの指標もみられているが、ひとまず10～12月の持ち直し傾向が明らかとなり、先行きも、雇用者所得や株式配当の増加などから、緩やかな増加傾向を辿るものと考えられる。

また、第二として、当面インフレリスクは小さく、利上げを急ぐ状況にはないと思うが、一方で、先行き緩やかな景気拡大が予想されるにもかかわらず、現行の政策金利水準を維持すると、最近の為替相場に現われつつあるように低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するリスクがある。

さらに、第三として、市場における今回会合での利上げ予想の織り込みは5割を超えており、相当程度利上げが予想されている状況かと思う。

以上から、先行きの賃金、消費、物価の見通し等、微妙な面はあるが、この段階で昨年7月以来維持してきた0.25%という政策金利について、引き続き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、最小限度の調整を行う条件は整ったと考えて良いと思う。

関連して、まだ早いかもしれないが、今回利上げを仮に実施とした場合、補完貸付の金利については、市場機能の回復を促す観点から、スプレッドを現状の0.15%から0.25%に拡大し、0.75%とすることが適当と考える。

また、補完貸付の利用日数の臨時措置については当面継続することとし、

また、長期国債の買入れについても、引き続きこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことが良いと考える。

今後も、不安定な状況が続くことが考えられるが、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。

若干コメントさせて頂くと、まず、本日、現状維持または利上げのいずれの案で決定されるにせよ、先行きの金融政策については、引き続き2本の柱による経済・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。

また、今回利上げを実施する場合には、今回の利上げが引締めを意図するものではなく、極めて低い政策金利の継続によって、物価安定のもとでの持続的な成長を目指すものであり、また、今後継続的あるいはスケジュール的な利上げを行う考えは全くないとの情報発信を行っていくことが必要と考える。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

先程も申し上げたとおり、これまで明らかになった指標や情報を総合的に点検すると、我々の基本的な見通しを補強するものが多かったということである。この点、改めて四点整理したいと思う。

まず第一点は、米国経済のソフトランディングの蓋然性が高まっており、海外経済についての不透明感は和らいでいることである。輸出の増加を起点とする企業部門の好調は今後も続くと判断される。第二点は、個人消費について、昨年夏場以降の足踏みは天候不順などの一時的な要因による面が大きく、先行きは雇用者所得の増加を基に緩やかな増加基調を辿るとみられることである。第三点は、これらを纏めると、日本経済は潜在成長率



を幾分上回る2%程度の成長を続けていく蓋然性が高いことである。第四点は、消費者物価については、原油価格の動向などによって、目先は前年比ゼロ近傍で推移する可能性があるが、より重要な物価を巡る環境、すなわちマクロ的な需給環境から判断すると、基調としては上昇していくと考えられることである。以上を踏まえると、経済・物価の基調を形成するメカニズムに変調は生じていない、先行き1~2年を展望すると、物価安定のもとで経済は持続的な成長を続ける蓋然性は高まっているということだと思う。

以上のように経済・物価が見通しに概ね沿って改善していくことが展望できる中で、現行の政策金利水準を維持すると、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくとみられる。仮に経済・物価情勢から乖離した低金利が長く続くといった期待が定着すれば、行き過ぎた金融経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生ずるリスクが高まる。この場合、長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長が妨げられる可能性があるということだと思う。

以上を我々の基本方針、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こと」という考え方に照らしてみると、私はここで金利調整を行う環境が整ったと考える。従って、当面の金融市場調節方針について、無担保コールレート翌日物を0.5%前後で推移するよう促す、と変更することが適当だと考える。これに併せて、春委員からもあったが、補完貸付の適用金利を現行の0.4%から0.75%に引き上げることが適当だと考える。補完貸付金利と無担保コールレートの誘導目標のスプレッドを如何に設定するかは難しい問題であるが、昨年7月のゼロ金利解除以降、短期金融市場の機能は徐々に回復してきている点を踏まえると、これまでより幾分大きめの0.25%のスプレッドとしてもレートコントロールに支障は生じないと考える。一方、長期国債の買入れであるが、金融市場調節運営や本行のバランスシートの状況を踏まえると、当面現行のペースで継続していくことで良いと思う。

先行きの政策運営の考え方についてであるが、これまでの我々の考え方

は、「経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行っていく」ということであるが、この方針を維持する——先行きにおいても維持する——ことが適当である。

最後に、以上のような政策判断の背景にある基本的な考え方について幾つか補足をしたいと思う。第一に、この判断は1~2年先の経済や物価の姿を展望したうえで、フォワード・ルッキングな視点に基づくものであることである。言い換えると、目先、消費者物価が弱含みに推移し、場合によってはマイナスになることは、我々としては十分念頭においたうえで、その先を展望して決断するものであることであり、この点十分一般の理解を得るよう努める必要があると考える。

第二に、このフォワード・ルッキングな決断は、これまで入手し、蓄積してきた全ての経済データや情報を総合的に検討して行っているということである。政策変更に当たっては常に——特に今回はということもあるが——、前月に比べて当月の経済指標はどう変わったのかという問題設定が多くあるが、政策判断は前月と当月の間をぶつ切りに分断して当月のその指標の変化だけを考えて行う訳ではなくて、全体を総合的にみるのだということが大事だと考える。

第三に、我々が行っている金利の調整は、決して日本経済の成長を抑えるものではなく、逆に経済の振幅を小さなものとして、持続的な成長を確実なものとするために行うということである。金利の引き上げイコールタイトニングという認識も一部にはあるが、そういうことではないということであり、この点は昨年来一貫して採ってきた考え方であり、引き続き十分説明していくことが重要である。もう一つ、先程情報発信のコミュニケーション・ポリシーについて水野委員からお話があった。シンプルかつ一貫性ある発信が必要だと。全くそのとおりであるが、もう一つ、できる限り検証可能な形での発信ということを付け加えたいと思う。私からは以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

まず金融政策運営だが、現在の据え置きが望ましいと思う。理由は先程の説明でずっと申し上げたとおりだが、特に賃金及び個人消費の弱めの動きが払拭されていない状況にあること。それから、IT部門を中心に生産面で、軽度ではあるが踊り場となる可能性があること。それから二番目には、物価上昇率の先行きに不透明感が極めて強いことである。これは随分議論させて頂いて、私は生産的な議論であったと思っているが、とりわけ名目賃金が安定的に前年比プラスの環境ではないもとの、物価が安定的に上昇していくというメカニズムはやや考えにくいと思う。それから、先行き半年以上、少なくとも9月位まで見渡すと、どうも前年比マイナス基調というか、ゼロないし若干のマイナスで推移する可能性が高いと思う。そういうもとの、これはコミュニケーション上の問題だが、我々が対外的に説明している物価上昇率の見通しは、2007年度+0.5%ということしか言っていない。足許は半年程度マイナスで推移した場合に、その説明責任が月毎に重くなっていく。それからもう一点は、今は実力のコアは-0.2%であるが、過去の経緯を振り返ると、量的緩和を解除した時には、コアのCPIも実力コアのCPIも両方ともプラスになったことを確認したうえで量的緩和を解除した。それは先行きマイナスになることはない、ということを行ったうえで量的緩和を解除し、そしてゼロ金利を解除した。ところが、不幸なことに指数の改定が間に入って、それがやや当初思ったよりも大幅であるという状況にある。今コアのCPIは特殊要因というか、エネルギー等で押し上げられている分が明らかであって、実力でみるとまだマイナスの領域である。そして、現在予見されるようなGDPの成長率であれば、プラスになることを——我々が予測している2007年度の範囲では——十分安心して予見できるほどの材料を持っていないと思っている。勿論、新たなフレームワークは決してある時点までにゼロ以上になら

なくてはならないとか、そういうことを約束している枠組みではない。しかも、足許幾らになるまで、ということ約束するものではない。ただ、中長期の物価安定の理解を共有しながら、中長期には0~2%というところに行くことを念頭に置きながら政策をやっていくということなので、私はこの政策枠組みに極めて忠実であるとすれば、少なくともプラスの方向に動くということが予測期間内にある程度はつきり見通せるということは、どうしても必要だと思う。これが理由だが、付け加えさせて頂くと、私もマイナスの期間が短期的と言うか、非常に限定的で2か月~3か月で終わるということであれば、そういうことは決して気にするものではない。ただし、やや長めでみても、なかなかプラスにならないということ。それから、仮に我々が2008年度の姿——今日、早川調査統計局長からお話しがあったが——を持っていて、そこではプラスにきちっといくと。私の認識では恐らく2008年度が+0.3%とプラスの方向に動くのだが、それは実は2年遅れというスケジュールで動いていくのではないかという認識を今の時点で持っている。であるから、長い目でみれば、少しずつプラスになると思うが、今我々が持っている数字は2007年度までの数字しか外に出していない。しかも、2007年度の数字がかなりの下振れである。私はマーケットのコンセンサスも近いうちに+0.1%になって、結果はマイナスのリスクも孕みながら、ということがあり得べき、ありそうな姿ではないかと思っている。以上の観点をもう一回整理してみると、私は、基本的には経済や物価の先行きについてリスクがどの位あるかという第一の柱に関して、そんなに皆さんと違う意見を持っている訳ではない。もっとも、賃金が若干弱いので個人消費は思っていたよりも少し弱めになる可能性があると思っている。しかし、物価の方は、これは私自身も自己反省を込めてなのだが、見通しが本当に甘かったと。私もボーティングをしているので、過去にしたことに対して自分が少し間違っていたなと深く反省している。

最後に、中央銀行にとって一番重要なことは何か、ということを一言付け加えさせて頂きたい。政治的な圧力やマスコミの色々な報道などがある

場合に、本当の意味での中央銀行のクレディビリティはどこにあるのか。それは経済に関する分析、現状と先行きについて、どの市場参加者よりも正しい見通しを常に提示することである。量的緩和の解除やあるいはゼロ金利の解除の時点までは、我々は非常に正しかった。恐らく他の市場参加者よりも正しい予測を行っていて、そういうバックがあつて初めて、この二つの出来事を成功裡にパススルーできたと思っている。ただ、今回の場合は、私は申し訳ないが、データが十分サポートしてくれていないと思う。コミュニケーション上も、これは後を引く重大な問題だと思う。つまり、マーケットには+0.5%だと言っておいて、金利を上げる。そして、結果はマイナスの方向に動いてくる。その巨大なギャップをマーケットとどのように対話していくのか、私はマービン・キング総裁の6月のスピーチを非常に感銘をもって読んだが、ここでは中央銀行は二つのタイプの情報を出す必要があると。一つは目標を明確にすること——オブジェクティブという言葉を使っているが——、私は0~2%ということをもう少し明確にした方が良く個人的には思っているが、目標を明確にすること。それから、もう一つは経済についての分析を提供すること。これは足許と先行きについての分析を丁寧に説明するという。しかし、三番目にキング総裁がおっしゃっているのは、マーケットに言つてはならない情報があり、それは次回金利を上げるか下げるか、そういう情報を流すことは間違いだと思う。つまり、中央銀行はまだ決めていないことは一番新しい情報に基づいて新たに判断を下すべきである。私は今回の決定会合はとても気持ちが良いのだが、つまり、憶測記事がほとんどなくて、とてもカンファタブルであつた。ヒントを事前に何か与えることをして、その後市場を欺く、マーケットに信じ込ませて、それをひっくり返すことは最悪の情報提供だと思う。不幸なことにマスコミはこの三番目の、我々が発信すべきでない情報だけを求めてきて、前の二つはほとんど気にしない。我々が出すべきは前の二つの情報であり、このボードメンバーの中でも三番目の情報だけをお出しになる方がいるとすれば非常に不幸だと思う。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

MPMを前に、市場が思惑で走って金利が大きく変動することは、ある程度致し方ないとしても、最近これが恒例化していることは、金融市場の安定やひいては経済活動にとっても好ましくない影響を与えていくものだと思う。前半パートでみたように、景気については、消費がやや力強さを欠いているものの、全体としては緩やかに拡大を続けていることをデータでしっかりと確認できており、さらには債券・株式市場あるいは東京の一極とは言いながらもオフィスビル建設の活況など、景気を一段と底堅くする要因も出てきている。また、物価についても、目先、原油・銅などの反落の影響から、CPIが前年比ゼロ%かマイナスになったとしても、景気悪化から生じる物価下落ではなく、むしろ交易条件改善等を通じて経済成長にプラスになることについても、理解が進んできていると思う。

これは、前回総裁が記者会見でも触れられたものについてアクセプタンスが広がっているのだ、と思う。こうした中、市場は、前回までとは異なり、OIS、ユーロ円金先や、キャッシュ、特に今回はキャッシュの金利に、景気・物価情勢を踏まえた自らの相場観を自然な形で反映させており、ポジションを一方向的に傾けない慎重さ——要するに確率が50:50などというのは私が一番好きな言葉なのだが——を持ちつつも、今次会合における利上げを概ね織り込んできている。このことは、非常に好ましいと思う。市場は鏡であり、我々としては非常にそれを参考にする訳であるから、先程からコミュニケーションの問題が出ているが、前月等の市場はやはりああいうものであったら、BOJの一部の人々の意見がマーケットに出ているだけのことであり、これでは自然な格好とはいえず——長く金融にタッチしている私も初めてであるが——、ああいった形でやったら我々が間違ってしまう。市場を殺してしまっている。今回の場合はほとんど自然な形で相場が形成されているということで、そういう面ではコミュニケー

ション・ポリシーが如何に我々にとっては不可欠かということである。私も、ちょうどボードメンバーに加わった約5年前に、どういうスピーチがベストなのかとある人に尋ねた時に、その人が実は岩田副総裁がお触れになったキング総裁の指摘した三番目の問題と同じことを私に話して下さいました。要するに、イールド・カーブなり市場を動かさない、これこそが良いスピーチなのである。市場を振り回してしまったら、これは我々が何のために市場に語り掛けているのか分からない。自分の政策をヒントするなどということは、市場のルールから言えばアウトローである。私は実はキング総裁がそこまで言ったことは知らなかったが、私も約5年前に先程の人から言われて、大変印象に残っている。そういうことで、今回は、市場の相場観を尊重して素直に織り込んでおりに動いて良いのではないか、と思っている。

先行きのインフレなき持続的成長の基盤を一層固めていくためには、現在の景気拡大を引き続き金融面から支える範囲内で、ある程度の金利引き上げは可能であるし、そうすることが、市場においてみられる金融政策に関わる不透明感の解消にも繋がるのではないかと思う。

ただし、ユーロ円金先の金利が強めのGDPを受けても0.02%程度あるいは0.03%程度の上昇しかなかったことが示しているように、現在の景気実態からはその先の利上げのタイミングを見通せる状況ではないと思われる。そのため、今後の金融政策については、予め何らかのスケジュール感を念頭に置くのではなく、先程、岩田副総裁あるいは西村委員からはコーシャスというか、健全なブレーキの掛かったご意見を頂いたが、そういうものが必要であることは私もある程度は分かる。であるからこそ、これまでどおり、経済・物価や金融・資本市場の動向等を、第一・第二の柱によりしっかりと点検しながら、先々の成長の芽を摘むことのないよう、慎重に検討していくことが適当である。また、こうした点を対外的にも改めてしっかりと説明することが必要であると思う。

ロンバートの扱いについては、また別途議論があると思うので、その時に申し上げたいと思う。

福井議長

金利は0.25%引き上げということか。

福間委員

そういうことである。市場が織り込んでいるとおりでである。

福井議長

次は西村委員からお願いします。

西村委員

前回会合における大勢の政策判断を私なりに解釈し、金融経済情勢判断で述べた1月会合後のデータの意味を吟味したうえで、次回会合までの金融政策運営方針についての私の判断を述べたいと思う。

前回会合で、政策委員会の大勢は、以下の二点から金融政策運営方針について現状維持の判断を下したと考えている。もし間違えていたら指摘して欲しい。

つまり第一に、経済物価情勢が10月展望レポート比足許で下振れしており、先行きは展望レポート見通しが後ずれする形で実現する蓋然性は高いが、第二に、1月会合までの経済データをみると、家計消費のトレンドや米国経済の行方に不確実性が高まり、かつ、後ずれの程度に霧が掛かっているため、さらなるデータの精査が必要であると判断し、政策を据え置いた、と私は解釈している。

これに対し、今回会合までに明らかになった主要な経済データを精査すると、家計消費のトレンドに変調はなく底堅く推移していることが確認され、また、米国経済のソフトランディングがほぼ確実となっている。いわば不確実性の霧が晴れ、リーズナブリー・サートウンになったといえると思う。

従って、経済情勢については若干足許が下振れてはいるが、10月展望



レポートの見通し時期を越え、今から先行き1～2年を展望した場合、若干の後ずれはあるものの、10月展望レポートの基本的メカニズムが実現される蓋然性が高いと判断するのが適当であると考え。これに対し、物価情勢は10月展望レポート比下振れの時期が暫く続く可能性が高いが、10月展望レポートの見通し時期を越え、今から先行き1～2年を展望した場合は、後ずれはするものの「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、基調としてプラス傾向を続けていく」という基本メカニズムに変化がないと判断するのが適当であると考え。

さて、経済情勢の好転に従い、将来の見通しが次第に明るくなるなら、資産や設備の目先だけではなく、中長期的将来までを展望した予想実質収益率、つまり貨幣価値の変動予想を除いた予想収益率も回復する。長期的な物価安定のもとでの息の長い経済発展をもたらすためには、将来を展望した予想実質収益率の回復に対応して、実質利子率——つまり名目利子率から期待物価上昇率を差し引いたもの——が適宜調整されることが望ましいと思われる。そのことが資源及び資金の市場を通じた効率的な配分に資することになり、安定した経済環境をもたらすからである。

このことは、現在、消費者物価上昇率がゼロ近傍にあったとしても、そして現在の期待物価上昇率がゼロ近傍であったとしても、経済情勢が好転し、かつ、その持続に十分な蓋然性を見込めるならば、経済情勢の好転に応じて徐々に金利を調整することが、長期的な物価安定のもとで息の長い経済発展を究極的にもたらすことになる。物価安定の理解で明確にされた姿は、中長期的な物価安定の姿であり、それを短期に達成する目標でないことは当初より明確にしてきたとおりである。経済が病み上がりの状況からの回復の過程にあるということは、経済情勢の好転も振れを伴いながら徐々に続くということであると同時に、物価情勢も振れを伴いながら徐々に好転すると考えるのが自然である。金融政策の効果には長い可変なラグがあるということを考えるならば、足許ではなく将来を見据えた判断がなされなければならないと考える。

それと同時に、長期の将来に亘る見通しの回復というのは、経済活動の

回復に従って徐々に達成されるということも考えなくてはならない。金利の調整は展望レポートで明確にしているように、経済・物価情勢に応じて徐々になされるということはいうまでもない。

以上のような分析から判断すると、次回までの金融政策運営方針は、無担保コールレート誘導水準を 25bp 引き上げ、0.50%前後とするのが適当であると考え。また、補完貸付の適用金利だが、短期市場の市場機能の回復も進展していることを考慮するならば、誘導水準+0.25%と幅を拡大するのが望ましいと考える。

今回もし政策変更がなされる場合には、コミュニケーション・ポリシーの立場から、政策変更のロジックを市場や報道機関に対して明確にしておく必要があると考える。特に重要な点は、第一に、足許を超え、その先を展望して基本的メカニズムを確認し、フォワード・ルッキングに政策がなされたことである。これは単に変更する議論だけではなくて、変更しないという議論についても、このフォワード・ルッキングな枠組みの中でなされたことは明確にしておく必要があると思う。第二に、物価は上がりずとも経済の好転があることを考えれば、希少な資源や資金の効率的な配分を達成するためには、政策金利を上げることが長期的な物価安定のもとで息の長い経済発展をもたらすことに資することになる点を明らかにすることである。この点は、先程、武藤副総裁が述べられた点と私は全く重なると考えている。コミュニケーション・ポリシーで無用な誤解を避けるためにも、今回は政策決定の公表文に、この二点を明確に書き込む必要があると私は考える。

前回の政策決定の際に、マスコミや市場の一部に利上げと現状維持の票の割れ方を指して、「フォワード・ルッキング派」と「足許データ重視派」、あるいは「バックワード・ルッキング派」という分類を流した向きがあるようであり、それが人口に膾炙して全く無用な誤解、思い込みを生じているようである。こうした分類を流した向きは、経済学の初歩、経済動学の基本におけるフォワード・ルッキング、バックワード・ルッキングという意味を理解する能力を著しく欠いているとしかいいようがない。

しかしながら、コミュニケーション・ポリシーの観点からするに、政策決定の際の公表文が不十分で、こうしたミスインフォメーションが流れてしまう余地を作ってしまったという点は反省しなくてはならない。今回の政策決定においては、こうした無用な誤解、曲解をできるだけなくすよう、努力する必要があると考える。その意味でも先に述べた二点を公表文に書き込む必要があると考えている。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合で私は、議事要旨に纏められているように、経済・物価の先行きシナリオにより確信が得られたこと、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資行動などを通じて、中長期的にみて経済・物価が大きく変動する可能性があること、三番目に安定的な成長を持続させるためには、金融政策の効果が現われるまでのタイムラグを踏まえると、問題が目に見えるようになる前に対応する必要があること、などから政策金利の誘導目標を0.5%程度へ引き上げることが適当としたが、現時点でもそのように考えている。

最近の短期金融市場をみると、10～12月のGDPが予想比大幅に上振れたこともあり、新しい積み期入り後、利上げに対する警戒感が強まった。OISでみた利上げの織り込み度合いも、GDP公表後は6割程度まで上昇したが、それまで政策変更を巡る報道が特段なされなかったこともあって、商いを伴いながら利上げの可能性を急速に織り込んでいる訳ではなかった。利上げがあるかどうか五分五分という状況のまま決定会合を迎えることになったのは、二回に亘る利上げ騒動で市場もマスコミも疲れ気味であるという面や、利上げするかどうかについての日本銀行からの情報発信が全くなかったことや、利上げの判断材料が読みにくくなったこともあるかもしれない。しかし私は、利上げがあるかどうか、マーケットが決め

付けられなかったのは、基本的には目先、物価が一時的にマイナスになるかもしれない状況のもとでフォワード・ルッキングの観点から利上げをすることの是非について、マーケットでも判断が分かれていたことにあるのではないか、と思っている。

私は一時的に物価が下落する可能性があっても、それが世界景気の持続的な拡大のもとでの原油価格の下方調整によって引き起こされる場合には、その日本経済に与えるコストは小さいと考えられるので、政策を考える場合にはこの点をあまり重視しない。大事なものは数字そのものではなく、それが実体経済に与える影響だからである。この場合、交易条件の改善を通じて、企業収益は押し上げられるとともに、実質可処分所得の増加に繋がるため、実体経済にはプラスの効果を及ぼすと考えられる。物価の前年比が小さなプラスかマイナスかそのこと自体で利上げの判断に大きな段差を付ける必要はないと思っている。

勿論、一時的であっても利上げ後に物価の前年比がマイナスになれば、批判は免れ得ないであろう。しかし、需給ギャップが需要超過になっているもとでの金利の調整は、潜在成長率を高めていくという政府の目標達成にも役立つというメリットもある。非常に低い金利でしか収益が上げられない生産活動に生産要素を配分しては、経済の効率性は高まらない。利上げが資源配分をより効率的な方向に導くのであればこのような付随効果も無視できない。

また、非常に低い金利は債権者から債務者へ所得のトランスファーをもたらしてきたが、利上げによって結果的にその流れを逆転させることも現時点では望ましい流れだと思っている。

金融政策はマクロ政策だが、結果的には所得分配効果や資源配分効果を持つことも否定できない。現在のような状況では、それら付随的な効果も経済全体にとってプラスの効果をもたらすと思っている。昨日の執行部説明によると、不動産株にかなり勢いがあるとか、REITの勢いはそれ以上ということであったが、公示地価がかなり上昇するとのリークと思われる記事や不動産ファンド投資加速などの指摘もみられ、非常に低い金利を

維持し続けると期待されると、投資が行き過ぎる可能性が次第に無視できなくなっているように思う。バブルを金融政策で潰すことは経済をオーバーキルする可能性があるので望ましくないし、できないと思うが、バブルの非常に小さい芽は金融政策の正常化を図っていく過程で、知らないうちに潰すことができるかもしれない。円ショート・ポジションを造成する円キャリー取引についても同様である。

なお、今回は利上げをするか、しないか、市場の見方は五分五分ということだが、このことは結果がどうなるうとも、市場にとっては一部サプライズが生じ、市場はその結果変動する可能性がある。為替レートを筆頭に、その反応がどうなるか定かではないが、決定会合後の市場の動きをしっかりとみていきたいと思う。今回は政策を事前に各市場に上手く織り込ませることができなかったため、市場との対話が上手くいっていないとの批判も出るであろう。しかし、対話の難しさは技術的な工夫で解決されるのではなく、結局、経済の先行きの見方が簡単であるかどうかにも依存する。ボードメンバーの意見が割れている時には、今回のような形も、対話のあり方として一つのあり方ではないかと思っている。

また過去二回の決定会合を巡る混乱をみて、日本銀行の信認が失われたという意見もみられたが、先程岩田副総裁がおっしゃったように、経済・物価の見通しをしっかりとやることと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を維持するためには不可欠である。今回も決定会合後、その決定の背後を巡って取材合戦が高まる可能性もある。三面記事のようなことが横行しないようにするためにも、今回の政策決定のロジックについて、これまでと一貫性を持った形で、これまで以上に丁寧な説明が必要になるとと思っている。私からは以上である。

福井議長

次は野田委員から願います。

## 野田委員

前半の経済・物価情勢で述べたことを個々には繰り返さないが、結論から申し上げますと、我が国経済は、海外経済が順調に拡大を続けていく中で、輸出を起点とする生産・所得・支出の好循環というメカニズムが維持されるもとで、展望レポートで示した標準シナリオに概ね沿った形で緩やかな拡大が続くという見通しに対する確信を、私は前回会合にも増して深めたところである。展望レポートの第一の柱で示したシナリオに沿って経済が推移する場合には、ゆっくりと金利水準の調整を行っていくという金融政策運営方針に則って、当面の金融市場調節方針については、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促す」と変更することが妥当であると考えている。我が国経済・物価の現状を考えれば、仮に今後も現行の政策金利水準を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は一段と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が高まってしまうと判断されるためである。これらについては、前回会合の判断と変わるものではない。先のG7後の会見では、市場が一方向に偏って行動することのもたらすリスクについて警鐘が鳴らされたが、先程来何人かの委員から出ている資産価格の状況、あるいは為替の状況などを踏まえると、我々は今や言葉よりも行動でフォワード・ルッキングなリスク管理の姿勢を示すべき時にきているのではないかと考えている。その他、補完貸付における基準貸付金利については、先程春委員、武藤副総裁がおっしゃられたことに変わりないので、それで結構である。また、先行きの金融政策の考え方についても、今後の発信としては従来の考え方と変わるものではないことを強調することが重要であろうと考える。私からは以上である。

## 福井議長

次回金融政策決定会合までの金融政策の運営について、各委員から見解をご表明頂いた。お一方を除き、その他の委員は全て、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というご意見で

あったと思う。私も同様の見解を持っている。その際、補完貸付について触れられた方と触れられなかった方といらっしゃるが、触れられた方は全て0.75%という水準にするというご意見であったかと思われる。私もそういう考えを持っている。会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとに今日判断する訳であるが、多数意見は、日本経済の先行きを展望した場合に、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高い、そういう判断だったと思う。それから物価の方は、消費者物価——生鮮食品を除く消費者物価——は、小幅の前年比プラスとなっている。原油価格の動向などによっては、目先ゼロ近傍で推移する可能性がある。場合によっては多少マイナスになる可能性もあるが、今後成長が緩やかながらも持続的に続き、設備や労働といった資源の稼働状況が高まっていくということであれば、そのもとで基調として上昇傾向を辿るであろうと、そういうご判断であったと思う。このような経済・物価情勢のいわば改善が展望できるということで、そうであれば現在の政策金利水準を維持した場合には金融政策面からの刺激効果が次第に強まっていく。仮に、低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融経済活動を通じて、資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長がむしろ阻害される可能性がある、そういうご見解だったと思う。経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際、金利水準の調整を行うことが適当である。ただし、今回行っても、極めて緩和的な金融環境は引き続き維持される。中長期的に物価安定を確保し、持続的な成長を実現していく、そのパスをサポートしていくことに十分貢献できると考えられるということであったと思う。それから、先行きの金融政策運営についても、多くの委員からご指摘があった。これまで示してきた我々の基本的な考え方を維持することで良い、というご指摘であったと思う。すなわち、引き続き極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行うことになる、こういうものであったと思う。補完貸付について、全ての委員がおっしゃった訳では

ないが、昨年7月以降、補完貸付の適用金利とコールレートの誘導目標水準とのスプレッドを0.15%にしている。これはそう決めた時の政策決定会合を思い起こして頂くと、コールレートの安定的なコントロールに最大限配慮しようというものであった。その後の短期金融市場の運営及び市場の状況をみていると、取引は大変活発化しているし、より効率的に資金の融通、金利形成が行われるようになってきている。こうした点を考えると、補完貸付の適用金利を0.75%とする、つまりスプレッドを0.25%に拡大しても、コールレートの安定的なコントロールに支障はない。むしろ市場の機能がより円滑に働くようになると考えられる。もしこのように決める場合には、基準貸付利率の変更は、7月の変更時と同様に公表後直ちに行うことが適当である。駆け込み需要の観点から、これは大事なポイントである。なお、長期国債の買入れについて、数人の委員からご指摘があった。長期国債の買入れについては、円滑な資金供給という金融市場調節上の必要性に基づいて実施しているものである。これは、再三確認してきた考え方である。こうした観点から先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことで良いのではないかというお考えであったと思う。

岩田副総裁のご意見については、単独のご意見なので敢えて私がリポートしないことでお許し頂きたいが、コミュニケーションのあり方についてもご意見があった。前回の決定会合までのコミュニケーションと今回の決定会合までのコミュニケーション、少なくともコミュニケーションの結果として出てきたマーケットやプレス、その他の反応については180度違う形となっている訳で、このことを我々は重要なテキストブックとしてさらに今後のより望ましいコミュニケーションのあり方というのを皆で考えていかななくてはならないと思う。今日も将来に向かって建設的なご意見を多数の委員から出して頂いたが、私自身が考えていることは、市場を通ずるコミュニケーションというのは政策運営をより透明にし効果をより高める、しかし、その前提として、市場はコミュニケーションの場であると同時に、我々自身がこれを鏡として使えるものでなければならないという



ことである。市場が鏡であるというのはどういうことかということ、市場の中における金利形成が市場参加者自らの経済・物価に対する情勢判断、先行き見通しが常にベースになっていなければならない。それに加えて、我々が発信する我々自身の経済や物価の見通し、これを市場が正しく理解し、こなしたうえで、自らの持てる材料に上乘せして、さらなる次の市場金利の形成を図る、それで初めて我々として利用可能な鏡になるのではないか。我々が次の政策を何らかの形で示唆することによってそれを単純に受け入れた市場というのは、我々自身にとって何ら鏡にならない。むしろ、誤った政策方向に行く可能性があると思う。そういう意味で、金利がゼロ金利を脱却し、経済指標が強弱入り乱れるという難しい局面でコミュニケーション・ポリシーがテストされたというふうに思う。前回の例、今回の例、二つのどちらが良いかは敢えて申さないが、テキストブックを十分に参照しながら、これからやっていかななくてはならない。忘れてはならないのは、市場は鏡であって、我々は次のアクションを示唆することによって、鏡を曇らしたりひび割れさせてはならないと、この点は私自身非常に強く意識している点である。この点も含めて政策本体の話等々、さらに議論して頂ければと思う。

#### 西村委員

少し宜しいか。恐らくこういう形の政策変更というのはこれから何度も起こってくるような形になると思うが、やはり政策変更のロジックについて、多分政策委員会の大勢がどうなっているのかということについて、ある程度の共通の理解がないとまずいのではないかと思う。勿論、反対される方に強要する訳ではないが。それはどういうことかということ、私がここで申し上げたことと、皆さんがおっしゃったこととはほとんど変わらないと思うが、一応念のために私はこういうふうに考えるということをして…。

#### 福井議長

これはもしそういう方向で議決していく場合には対外公表文という形

で詳しいコミュニケを作って出す訳で、その文章の中にシェアできる共通の考え方をしっかり入れなければならないと思っている。それをもとに議論して頂ければ良いかなと思っている。

#### 西村委員

私は基本的には——先程私が申し上げたのは少し学者っぽくて青臭いものだが、武藤副総裁がおっしゃったことと基本的には同じで——、重要なことは二つあり——三つであったが上の二つはほとんど同じなので——、一つはフォワード・ルッキングできちんとやっているということ、二番目は金利調整は成長を抑えるものではなくて息の長い成長をもたらすための基本的なものであることと考えている。そういう点から、物価上昇率がゼロ%という状況がもしあったとしても、我々としてはやらなくてはいけない時はやるのだ、ということは明確にしなくてはいけないと思っている。具体的な文言そのものはこの議論を聞いて、多分企画局の方で考えて頂けると思う。

#### 福井議長

今私が多数意見を纏めさせて頂いた際、私の考え方も入れて纏めのように申し上げた中に入れたつもりであるが、それをシェアして頂けるかどうかということか。

#### 西村委員

然り。あともう一点だけ言うと、説明できなかつたが、経済・物価情勢の好転に従って、資源や設備の中長期的な予想実質収益率は現在回復しつつあるという現状判断であるが、これは実は色々な意味で格差がある。大企業ではかなりの回復があり中小企業では回復が遅いのであるが、均してみれば、経済全体としてみればそういう判断であると私は考えている。とすると、長期的な物価安定のもとで息の長い経済発展をもたらすためには、つまり右と左というか、右手と左手がきちんと合わなくてはいけない訳で

あり、予想実質収益率の回復に従って、それに対応するコストである実質収益率は調整されることが必要である。そうでなければ先程から議論があるように、やはり何らかの形で資源及び資金の市場を通じた効率的な配分が歪む可能性があることがやはり大きな問題である、と思っている。

福井議長

その点も纏めで申し上げたつもりである。分かりやすく文面に入れられるかどうかということである。もし宜しければ、執行部に議案及び対外公表文案の作成を指示したいと思う。

さて、少し議長提案のような形で恐縮であるが、これまで調節方針の公表文に、賛成、反対の票数を明らかにすることはやってきたが、賛成委員、反対委員の名前については当日は出さない、議事要旨で明らかにすることが従来の扱いであった。外国では、例えば連銀などもそうだが、決定の日のステートメントに誰が賛成、反対と書いてある。実際日本でも今までの経験ではそこを知りたい、しかし発表していないということで多少色々な行き違いがあったし、伺ってみると各委員も自身の投票行動が議事要旨公表まで明らかになっていないので、その間の講演等での対応がややこしいというふうなご感触も頂戴している。議長提案のようで変であるが、この際、公表文に賛成委員の名前、反対委員の名前を明記したらどうか。透明性の向上、あるいは実際上の便宜から害がないのではないかと思うが、この点に賛同が得られるかどうか、案文を作る前提として少しお伺いしたい。ただ、仮にそうした場合でも、では自分は賛成委員として書かれている、反対委員として書かれているからといって、講演がそれだけ容易になるかということと多少私は疑問に思う部分もある。名前を明らかにした場合でも、講演等で議事の内容を説明する場合には現状の扱い、つまり議事要旨公表までは記者会見で私が説明した範囲内にこれをとどめて頂くということになるので、難しさはやはり残る訳である。名前が明らかになれば多少気分的には楽になるかというような問題であって、本質的に楽になるとは考えにくい、その点をよくご確認のうえ、ご承諾頂ければと思う。如

何か。

#### 岩田副総裁

結構である。多分私が最初のケースになると思うので、説明の仕方をどういうふうにしようかと考えているが、最初の例ということでなるべく模範例でスピーチと受け答えをやりたいと思う。それから、もう一点は、これまで決定は全て自分の意見だけでというとおかしいが、他の要因、例えばタイミングは政治的には今一番良いとか、そういうことを考えてやったことは一切ない。景気の判断についても一切ない。これは内閣府にいた時も全く同じである。凄く頑固なところがあって、選挙の時にも「景気は悪化している」という判断をやった位で、自分でも呆れるところがあるが、絶対に変えない。また、私は副総裁であり執行部の一員なので、日銀法22条との関係で問題があるのではないか、というお話があるが、これは私の理解ではボーティングのレベルでは執行部も審議委員も同じ一票で、同じように自らの意見に基づいて投票するという事だと思う。ただ、執行部なので今日決定されたことを全力をもって執行するという義務が一つ付け加わっているところが唯一の違いだ、と思っている。ということで、何とか良い例を残したい。それから、副総裁として反対したというエグザンプルを残すことで、「常に会合の前に、個人の意見ではなく団体に決めるのが全て良い」というコンセプトを打ち破ること自体に私は意味があると思っている。というのは、事前の色々な報道で、誰が言ったから執行部が片方に付くとか凄くおかしい情報が流れているので、そういう捉え方を打ち破るうえでも、私は意義があると思っている。

#### 福井議長

実は私は後からそれを申し上げようと思っていたのだが、私を含む執行部に属している三人は、このボードにいる限り他の審議委員の立場と同様、ワン・オブ・ゼム、独立の存在として自由に議論し、一つの結論を出すために創造的なディスカッションをする立場にある。これは前回の記者会見

でも明示した。ただし、執行部としては、これはやはりばらばらではいけない。執行部としては、堅く纏まっていきたいと思う。というのは、やはり出た結論というのは一つであって、これは総裁、副総裁に限らず他の政策委員の方々もそうなのだが、少数意見というのはアリバイではないのである。貴重な意見ではあるけれども今日は周りを説得できなかったというギルティもある訳であって、そういう意味では結論は尊重するということができれば、民主主義は成り立たないということになる。恐らくそういう共通原則でやっていけると思う。講演等の場合に大変難しさを背負われると思うが、そのヘディクのために風邪を悪くされることがないようにと思う。

それでは、執行部に議案と対外公表文案を作って頂きたいと思う。金融市場調節方針の変更のところ、基準貸付利率つまり補完貸付の金利の変更のこと、それから対外公表文ということになるが、岩田副総裁は反対意見の提案をなさるか、それとも議長提案に対する反対という立場を採られるかということ。

岩田副総裁

反対だけをすれば一回で済むのであれば、それで良い。反対理由は、その時に書くことはできるのか。

福井議長

反対理由は陳述をもう一度お願いします。

岩田副総裁

陳述するということが。それであれば、実効的には同じなので。特に私からの提案ということではなく、反対をすることにしたいと思う。

福井議長

それでは少し用意を執行部にお願いしたいと思うので、小憩をとりたい

と思う。できれば10分以内をお願いしたい。

田中財務副大臣

大変なのだな。10分以内でやるのは。

福井議長

10分以上掛かるか。

雨宮企画局長

ご議論が全部入っているかどうかもう一度チェックするので、最低5分、できれば10分以内にさせて頂きたい。

福井議長

拙速はいけないので、しっかりやってもらいたい。それでは小憩する。

(12時39分中断、12時49分再開)

雨宮企画局長

準備ができた。

福井議長

それではお配り頂きたい。

[事務局より議案配付]

宜しいか。執行部に読んで頂く前に、補完貸付の金利についての議論をもう一当たりしてからこれを渡した方が良いか。でないとやりにくいな。二枚目の紙を少しご覧頂きたい。「基準割引率および基準貸付利率の変更に  
関する件」ということで一応ここでは仮置きで新しい金利を0.75%とし

ているが、前回の討議の中でご意見を表明されなかった方、あるいは異論がある方等があったら願います。

水野委員

私はスプレッドで 25bp 以上と思っているので、0.75%で結構である。

野田委員

私もスプレッドについては漸進的に拡大することが望ましいと提案してきたが、今回はそういう意味では、一応切りの良い数字というとは少し語弊があるが、0.75%で結構である。

福間委員

スプレッド 0.25%は私にとってはマキシマムのところなので基本的には問題ない。ただ、実際に今矛盾が出ているかということ、確かに取引をみると、1月にしても2月にしても取引は平常日はほとんどない。ロンバートなんて借りている人はいない。要するに、例えば今月の場合、16日、19日、昨日と、今日も恐らくこれで借りている人がいると思うが、それはMPMの結果がどうなるか不確実性が高いので借りるというものであり、長い期間に亘ってぺたっと悪用しているという状況ではない。ロンバートのスプレッドを 0.25%に上げることは構わないが、一方では先程から言っているコミュニケーションをきちんとやることによって、できるだけ透明性を高めておかないと、そちらの要素から動く部分があるということを上申したかった。幅が 0.25%というのは私にとってはマックスであるが、これはこれで良いと思う。

福井議長

その透明性を上げると言った場合、次に何をするか、しないかを明らかにするという透明性ではないのだな。

福間委員

おっしゃるとおり、そういった透明性ではない。

福井議長

情勢判断が難しい時には、市場の判断も乱れ、従ってロンバートに頼る可能性というのは常に残ると言う……。

福間委員

誰かがどう言ったというのは、一番まずい。

水野委員

利上げ幅が 25bp だと皆思っているから良いが、将来もし変わる要素があればそれは注目されるだろうし、今後ないとはいえない。

福井議長

将来の金融政策としては、上げ幅自身が議論の対象になる。

水野委員

理論的にはあり得る。

須田委員

私も海外のスプレッドを考えると、将来的にはもっと拡大していく必要があると思っている。ただ、今のスプレッドでは、やはり政策変更時の混乱がどうしても生じるので、利上げ幅と同じだけの幅に拡大することは最低限必要ではないかと思っている。従って、0.35%上乗せして頂きたい。

福井議長

それでは、一応そういう議論を踏まえて、この議案について読み上げて頂きたい。



## 内田企画局企画役

いずれも議長案であるが、まず金融市場調節方針の決定からである。「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、「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件。案件。1. 日本銀行法第33条第1項第1号の手形の割引に係る基準となるべき割引率（以下「基準割引率」という。）および同項第2号の貸付けに係る基準となるべき貸付利率（以下「基準貸付利率」という。）を、下記のとおりとし、公表後直ちに実施すること。記。基準割引率および基準貸付利率年0.75%。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

最後に公表文案である。「2007年2月21日。日本銀行。金融市場調節方針の変更について。1. 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（公表後直ちに実施）を決定した（全員一致または賛成○反対○<sup>(注1)</sup>）。」である。（注1）に賛成委員のお名前、反対委員のお名前。「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. 補完貸付については、その適用金利である基準貸付利率<sup>(注2)</sup>を0.75%とすること（公表後直ちに実施）を決定した（全員一致または賛成○反対○<sup>(注3)</sup>）。」（注2）をみて頂くと、「日本銀行法第15条第1項第2号に規定する『基準となるべき貸付利率』。なお、同第1号の『基準となるべき割引率』も0.75%とする（手形割引の取り扱いは現在停止中）。」「なお、長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していく方針である。3. 会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとに、日本経済の先行きを展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、緩やかな拡大を続ける蓋然性が高いと判断した。すなわち、米

国経済など海外経済についての不透明感は和らいでいる。そのもとで、企業収益の好調と設備投資の増加が続くとみられる。個人消費については、昨年夏場の落ち込みは一時的であり、緩やかな増加基調にあると判断される。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）は、小幅の前年比プラスとなっており、原油価格の動向などによっては目先ゼロ近傍で推移する可能性がある。もっとも、より長い目で消費者物価の動きを見通すと、設備や労働といった資源の稼働状況は高まっており、今後も景気拡大が続くと考えられることから、基調として上昇していくと考えられる。4. 経済・物価情勢の改善が展望できることから、現在の政策金利を維持した場合、金融政策面からの刺激効果は次第に強まっていくと考えられる。このような状況のもとで、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、行き過ぎた金融・経済活動を通じて資金の流れや資源配分に歪みが生じ、息の長い成長が阻害される可能性がある。日本銀行としては、2つの『柱』による点検を踏まえた上で、経済・物価が今後とも望ましい経路を辿っていくためには、この際金利水準の調整を行うことが適当と判断した。この措置の後も、極めて緩和的な金融環境は維持され、中長期的に、物価安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するものと考えている。5. 先行きの金融政策運営については、引き続き、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことになると考えられる。以上。」。

福井議長

これについて、ご討議頂きたいと思う。

西村委員

私はこれで結構である。

福井議長

宜しいか。他の委員方は如何か。

水野委員

言葉で何かある訳ではないが、決定した背景として、「フォワード・ルッキングだ」という言葉を上手く入れられたら良いなと思う。西村委員はそういうことではなかったか。

西村委員

少しこういうのには馴染まないと思うので、できれば……。

水野委員

記者会見で……。

西村委員

記者会見で明確にお話し頂けるのが良いのではないか、と思う。

雨宮企画局長

あと具体的で申し訳ないが、最後の10分で入れた文章はまさしくそこであって、三番の「会合までに明らかになった内外の指標や情報をもとに、日本経済の先行きを展望すると」という部分とか、あるいはその三番の第二パラグラフの物価のところで、ご議論を踏まえて、足許は「ゼロ近傍」であると明確に盛り込んだ。その後、「もっとも、より長い目で消費者物価の動きを見通すと」というところで、今回の決定会合では既にその後まで議論してやったということは読めるような作りに先程したところである。

水野委員

なぜかという、フォワード・ルッキングという言葉はかなり皆さん意

識されて発言されていたので、活字にもしておいた方が良くかなと思ったので…。

福井議長

記者会見で明確にそこは指摘する。それでは、これで案文は固めさせて頂いて宜しいか。それでは、政府の方からご意見を拝聴したいと思う。

田中財務副大臣

ただ今、議長から政策金利の引き上げに関する議案が提出されたが、我が国の経済運営に当たって非常に重要な内容を含んでいるものである。そのため、私、財務副大臣と内閣府審議官は、議案への対応について両者の間で協議するとともに、必要に応じ、財務大臣及び経済財政政策担当大臣と連絡を取ることとさせて頂きたいと思うので、議長におかれては、我々が協議を終えるまでの間、会議を一時中断して頂ければ幸いである。協議が整い次第、速やかに会議の再開を要請させて頂くので、宜しくお願いする。

福井議長

それでは田中財務副大臣のお申し出に従い、一旦休憩とする。恐縮であるが、なるべく早くお願いします。

田中財務副大臣

然り。大至急で。

(13時01分中断、13時26分再開)

福井議長

それでは政府の方からご見解をお願いします。

#### 田中財務副大臣

先程、政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げる旨の議案が、議長より提出された。政府としては従来から申し上げているように、最近の経済・物価情勢に鑑みれば、景気回復を持続的なものとするため、経済を金融面から支えて頂きたいというのが基本的な考え方である。そのうえで、具体的な金融政策運営については日本銀行に委ねられており、政策変更については政策委員会のご判断にお任せしたいと考えている。日本銀行におかれては、今後とも政府の経済政策と整合的な、適切な金融政策の運営に努められることを期待している。以上である。

#### 福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

#### 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、消費は概ね横這いになっており、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。また、景気ウォッチャー調査の現状判断DIは横這いを示す50を3か月連続で下回り、景気動向指数の先行指数も2か月連続50%を下回っている。なお、2006年10～12月期の1次QEでも景気回復の動きが確認されたが、個人消費については、7～9月期と均すとほぼ横這いであり、依然として弱さがみられる。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。生鮮食品を除く総合でみた消費者物価について、再びマイナスとなる可能性も指摘されている。賃金や個人消費の動向と併せ、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、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、世界経済の動向等が我が国経済へ与える影響や、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。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、一体となった取り組みを行うことが重要である。先程、利上げに関する議長提案がなされたが、現在はデフレから脱却するかどうかの正念場であり、また消費も足許弱いという極めて重要な局面であることに鑑みれば、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことが重要であり、利上げを急ぐ局面ではないものとする。具体的な金融政策運営は、金融政策決定会合において政策委員の過半数をもって決せられるものであるが、こうした点を十分考慮して、慎重にご判断頂きたいと考える。また、日本銀行として、本日の決定に至った経済・物価情勢の認識及び日本銀行が考えられる物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たして頂きたいと思う。以上である。

福井議長

ただ今の政府からのご意見に対して各委員からご質問あるいはコメントがあればどうぞ。宜しいか。それでは議案の採決に入る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

金融市場調節方針の変更、基準貸付利率の変更、対外公表文の順番で一つずつ回すということ。

[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

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：岩田副総裁

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。「金融市場調節方針の決定に関する件」であるが、賛成8、反対1、賛成多数である。反対は岩田副総裁である。

福井議長

金融市場調節方針については、今お聞き及びのとおり8対1で可決した。

[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

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：岩田副総裁

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

続いて、「基準割引率および基準貸付利率の変更に関する件」の採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は岩田副総裁である。

福井議長

基準貸付利率についても 8 対 1 で可決した。

[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

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：岩田副総裁

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

『金融市場調節方針の変更について』の公表に関する件」の採決の結果について申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は岩田副総裁である。

福井議長

対外公表文についても 8 対 1 で可決した。稲葉理事と金融市場局長にお



かれては、今定められた新しい方針に則って、適切な市場調節を行って頂きたいと思う。宜しく願います。

岩田副総裁

反対理由を述べた方が宜しいか。

福井議長

願います。

岩田副総裁

それでは申し上げる。反対理由。賃金、個人消費の弱めの動きが払拭されておらず、IT部門を中心に生産面で、軽度ではあれ踊り場となる可能性が高いという状況のもとで、物価上昇率の先行きに不透明感が強い。物価の先行きについて、予測との乖離を展望レポートなどで丁寧に説明する必要があるということで反対である。

福井議長

明確に記録にとどめさせて頂く。それでは政府の方をお呼び頂きたい。

#### [政府からの出席者入室]

恐縮であった。金融市場調節方針、補完貸付への適用金利、それから対外公表文について、いずれも賛成多数で決定をさせて頂いた。政府の方から追加的にご発言があれば、願います。

田中財務副大臣

本日の会合において、政策金利の0.25%の引き上げが決定された。今般の金融政策の変更に伴い、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や長期国債の買入れなど、市場の関心が高い事項につ

いて、丁寧にご説明頂きたいと考えている。なお、本日の会合における政府側の対応については、議事要旨の公開を待たず、本日中に政府として公表せざるを得ないと考えているので、その旨ご了承下さるようお願いする。以上である。

福井議長

恐縮であった。浜野内閣府審議官からお願いする。

浜野内閣府審議官

議長案の採決の結果、賛成多数で利上げに踏み切ることが決定された。日本銀行として、本日の決定に至った経済・物価情勢の認識及び日本銀行が考えられる物価安定に向けた道筋について、しっかりと説明責任を果たして頂きたいと思う。また、日本銀行におかれては、今後とも、政府の政策取り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、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を維持することにより、責任を持って金融面からしっかり経済を支えて頂くことを強く要望する。本日の会合における内閣府の対応については、議事要旨の公開を待たず、本日中に公表する場合があるので、ご了承頂くようお願い申し上げます。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対して、ご質問あるいはコメント等あればどうぞ。宜しいか。

## V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議案であるが、金融経済月報の基本的見解である。本会議の冒頭に執行部から説明のあったものである。本日の議論を踏まえて、マ

ンスリーレポートの基本的見解についてこれで良いかどうか、改めて議論して頂きたい。その前に、先程の決定事項であるが、本会議終了後直ちに公表する扱いである。それでは、基本的見解についてご意見があればどうぞ。

内田企画局企画役

市況については原案どおりでお願いします。

須田委員

一点だけ。言葉の意味の使い方について、少し伺いたいのだが、公共投資では「基調として減少傾向」、それから物価のところも「基調としてプラス傾向」とあるが、その辺、「傾向」と「基調」とが両方並んでいるというところが……。

前田調査統計局参事役

正直、決まったルールがある訳ではない。過去、公共投資や輸出が時折「基調としては減少傾向にある」という表現を使わせて頂いているということである。「基調としては減少している」でも良いかと思うが、「している」というより「傾向にある」の方が少し表現が柔らかい。

須田委員

中身は同じか。

前田調査統計局参事役

あまりそこに大きな違いはない。あとはこれまでもそうだが、前月も「公共投資は減少傾向にある」としているが、これも一つのパラグラフで「基調」があまりにも沢山出るとやや読みにくいという面もあって、「傾向」を使っているという全体感の問題もあるので、絶対こうしなくては行けないとか決まりというものの特にはない。従って、ややくどいとか分かりにく

いということであつたら、修正することは可能である。

西村委員

宜しいか。私はこの基本的見解には反対する。既に説明をしたように、個人消費については「個人消費は、底堅く推移している」と私は書き直すべきだと考えるし、「生産も増加を続けている」は「生産も若干の振れを伴いつつも増加を続けている。」というふうに変えるべきだと考えている。そして、物価については、「基調としては」以降であるが、「基調としては」のところを「その後は」と変えて、その後「プラス傾向」のところは「振れを伴いつつもプラス傾向を続けていくと予想される。」と私は書き直すべきだと考える。

武藤副総裁

前の二つをもう一度言って頂けるか。

西村委員

「住宅投資は、振れを伴いつつも緩やかな増加基調にある。」という部分に関しては、「住宅投資」についてはそのまま結構である。個人消費については、「個人消費は、底堅く推移している。」とするということである。それから、生産については、「生産も増加を続けている。」という形になっているが、この「増加を続けている。」の前に「若干の振れを伴いつつも」というヘッジを入れる必要がある、と私は考える。

福井議長

今どこか。

武藤副総裁

四行目である。最後の行である。

福井議長

「若干の」。

西村委員

「若干の振れを伴いつつも」。

武藤副総裁

「増加を続けている。」。

水野委員

現状の方か。

西村委員

現状の方である。

福井議長

それから。

西村委員

物価の方は、二番目のパラグラフの三行目の「基調としては」というのを「その後は」というふうに取り替えて。

福井議長

「近傍となる可能性があるが、その後は」。

西村委員

「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、」そこに付け加えて、「振れを伴いつつもプラス傾向を続けていくと予想される。」。

福井議長

という修正提案だな。

西村委員

然り。

福井議長

如何か。今のような修正で現状判断がより正確になるかどうかだが。上からいく。「個人消費は、底堅く推移している。」。

岩田副総裁

宜しいのではないか。むしろ、その方が実感に合っているように思うが。

福井議長

あまり強弁していないという感じにはなる。

岩田副総裁

強弁していない。

福井議長

それで宜しいか。異議なしとさせて頂く。それから、「生産も若干の振れを伴いつつも」か。

西村委員

然り。「若干の振れを伴いつつも増加を続けている。」。これは「生産も」か「生産は」にするかは私はどちらでも良いが。

野田委員

「若干の振れ」というのは色々な指標で出てくる訳であり、ここでは一

本調子ではないということをおっしゃりたいのだろうが、「生産は増加を続けている。」というのが一般的な理解だと私は思うが。

水野委員

12月までの数字をみればそうかなと思って、先程「現状か」と聞いたのはそういう意味なのだが。

西村委員

これは2月なので、少なくとも現状といった場合、やはり1月と2月の足許を書かなくてはいけない。この場合は、足許をみるということだ。

春委員

今までそうだったか。

須田委員

否。現状は今ある……。

水野委員

今出ているデータで予測指数を……。

西村委員

過去のデータを我々はみる訳ではなくて、現状の足許のデータでこういう判断をするというのが私の考えであるから。そういうことを考えれば、1月が若干弱く出る可能性があるとするならば、そこに「若干の振れを伴いつつも」というのを私は入れるべきだと考える。

須田委員

ここの現状と言った時には、これまでは、既に出ているデータで……。

西村委員

GDPの話をしている訳ではなくて、ここは1月、2月、すなわち今足許がどういう状況にあるかについて政策委員会としてどう考えるかを述べている、と私は考えるので。そういう形からするならば、その点について私は明確にすべきだと考える。

福井議長

生産の数字の出方などは、順調にいつている時もマンスリーには振れがあるのは当然だな。しかし、今はその振れを均してみても、四半期ごとに1%、年率4%位というこのトレンドを否定するか否かという点を少し基本的に議論しないと、この表現をうっかり変えると……。

西村委員

簡単に申し上げると、D Iの動きを頭に入れて、場合によるとD Iの動きでは若干弱く出る可能性はあるので、それについての言及を私はしたい。

水野委員

それは先行きではないか。

西村委員

否。これは一致指数であるから足許の今の話である。

水野委員

分かるのだが。

西村委員

別段私に賛同されなくても結構であるが、経済学者の良心として私はそういうふう判断する。



水野委員

ただ、現状は今まで出ているデータで考えていると言っていたので、ということだけの話である。認識は全くシェアする。賛同する。

福井議長

もう一回また後に戻るとして、もう一つの提案の物価のところ、これは如何か。これはこれでも良いかなという感じがするが。「その後はマクロ的な」。

武藤副総裁

「その後」で良いのではないか。

福井議長

「いく中、」かな。

武藤副総裁

問題は「傾向」で良いかどうかだな。

福井議長

「振れを伴いつつも」。「基調」を消す訳か、これは。

西村委員

「基調」がないから「プラス基調を続けていく」。

福井議長

「プラス基調を続けていく」ということで、西村委員は如何か。

西村委員

結構である。

須田委員

その前に「基調」と言った時には「振れを伴いつつ」は入っているのではないか。

野田委員

振れはそもそも入っている。

武藤副総裁

そのままだがよいのではないか。

西村委員

それはそのとおりである。

岩田副総裁

「傾向」と「基調」が両方出ているから、うるさいのだな。片方で良いということだな。

福井議長

「その後は、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。」でよいな。

春委員

「目先」と「その後」はどの辺で境界があるのか。

西村委員

これは難しいのだが。「目先」というのは3か月ちょっとか。調査統計局ではどういうふうを考えているのか。

前田調査統計局参事役

一応「目先」は、せいぜい2、3か月というふうに使っていることが多い。これも絶対の決まりはない。

春委員

その後、ゼロ近傍になる可能性があるのか。

西村委員

8月辺りはゼロ近傍になる可能性があり得るので。それも含めた形で、それを…。

須田委員

元々の文章で、「基調としては」というのは目先を含めた表現である。なので、「目先」と「その後」としてしまうと…。

西村委員

私はそれで良いと思っている。

春委員

分けた方が良いということだな。

西村委員

コメントは難しいが、岩田副総裁と同じだが、やはり目先は非常に弱い。

須田委員

「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移する」では、今は、目先はそうでないということか。

西村委員

目先はゼロ近傍になる可能性があるということである。

須田委員

しかし、「マクロ的な需給ギャップが」という部分は…。

西村委員

今のところ、その部分の動きが明快な形で出ていないということである。

須田委員

それは少し…。

武藤副総裁

原作者の趣旨として、「目先」という言葉と「基調としては」という言葉では、「基調としては」には目先も含むものという意識で書いているのか。

前田調査統計局参事役

私共は目先みたくて、やはりゼロないしは若干マイナスになる可能性というのが一頃よりは高まっているということであるので、そこは明示的に書いた方が良いでしょうということを書いてあるが、そのアンダーライイングのトレンドとしては目先も一応含めて、ここでは「プラス傾向」という書き方になっているが、そういう気持ちである。

武藤副総裁

「足許はゼロ近傍」と言いながら、「基調としては」とその足許まで含めて主張するという積極的な意味合いはあるのか。

前田調査統計局参事役

そこは積極的な意味合いはないかもしれない。

武藤副総裁

当面はゼロ近傍だけれど、その先はと……。ただ、問題は、「その先は」と言った時に 8 月にまたゼロになるということについての意味合いをどう考えるかという課題は残る、ということだな。

前田調査統計局参事役

然り。

武藤副総裁

そこは「プラス基調」で読むのだな。

福井議長

「目先」と「その後」というふうに分けるから変になるのであって、先程決めた発表文のように、「目先はこうなる可能性がある。もっともより長い目で見通すところなる」と書いておくと矛盾がない。

西村委員

そのとおりである。

福井議長

このようにして頂けないか。

西村委員

分かった。

福井議長

いつまでが「目先」で何とかという議論になると、「基調」がそこで屈折するようになってしまう。「より長い目でみて」ということで。

須田委員

「その後」ではなくて。

内田企画局企画役

「より長い目でみると」。

福井議長

「目先、可能性がある。」と一回切らないといけないな。

春委員

切らなくても良いのではないか。

前田調査統計局参事役

「可能性があるが、より長い目でみると、マクロ的な」、「で推移していく中」、同じ表現にするか、「基調としては」という表現に。

武藤副総裁

「プラス基調」で。

前田調査統計局参事役

「プラス基調を続けていくと予想される。」。

武藤副総裁

それで良いのではないか。

福井議長

宜しいな。もう一度元に戻って、生産のところを。

前田調査統計局参事役

個人消費のところであるが、一応お知らせしておいた方が良くかと思うが、二つあって、一つは「底堅く推移している」という表現はほぼ1年前に使っていた表現である。そこから「増加基調」になったので、その表現に戻るということになる。それをご理解頂きたい。

岩田副総裁

1年半前か。

前田調査統計局参事役

1年前である。1年前の2月、3月頃まで「底堅く」を使っており、4月以降「増加基調」という表現に変えているので、そのところに戻るというような…。

岩田副総裁

「底堅く」とあるが、その時は消費は強かったのか。

前田調査統計局参事役

「底堅く」から「底堅さを増し」それから「増加基調」ということで、少しずつ…。

岩田副総裁

戻る訳だな。

前田調査統計局参事役

であるから、1年前に戻る。少し弱くなっている、ということになる。

野田委員

それで今回「緩やかな」という言葉を付けたのだな。

前田調査統計局参事役

場合によっては「底堅く」と言った場合に、「マイナスはない」というイメージを持たれた場合に、我々としては「マイナスもあるのだが、均してみれば緩やかな増加」ということであるので、そこは、語感、人によって感じるところが違うが。

福井議長

だが、今の実感から言ってそれ程おかしくはないな。

前田調査統計局参事役

それで結構である。

福井議長

無理に過去と比較して同じ言葉であっても。

前田調査統計局参事役

そういうようにみられる可能性があるということだけのご認識頂ければということと、もう一つは、仮に個人消費を切り離した場合に——細かい点で申し訳ないが——、住宅投資については全く前月——2007年1月をみて頂きたいが——と同じで、もし「個人消費は、底堅く推移している」とした場合には「住宅投資も、振れを伴いつつ緩やかに増加している。」と前月どおりで良いかと思う。

福井議長

それで生産だが。



須田委員

生産はこのままの方が良いと思うが。

福井議長

西村委員、生産はこのままではいけないか。

西村委員

私としては、ここは非常にクルーシヤルなところなので。他のところは良いが、やはりD I、C Iをみた時に…。

水野委員

私は先行きを入れた方が良く思っていたが。

西村委員

それは先行きではない。これはまさに足許の話なので。

岩田副総裁

2月なので。

水野委員

2月は現状だという。

西村委員

1～3月の話なので。

岩田副総裁

私は全然抵抗がないが、他の方は抵抗があるかな。

須田委員

私は抵抗がある。

早川調査統計局長

従来から——西村委員はそういうお考えだったかもしれないが——現状とは、常に出ているデータに基づく記述であって、1、2月の話を現状に入れるとなると、これを抜本的に変えないといけなくなる。後ろの方の背景説明も根こそぎ、現状のところを予想で全部書かざるを得ない。例えば、この各論の中では、生産は先行きとして1～3月はむしろ「減少する」と書いてある。

水野委員

それだけの理由なのである。

西村委員

現状という時は、まさに今データが出ている現状をみて、それに対しての評価をするというのが私の考えで、それと考えが違うというのであれば、そうであることを認識しておきたい。そうであるならば、私としては今の調査統計局長の説明はそれで説明がつく。とすると、私のこれからの現状の説明についての説明を少し変えなくてはいけない、という形になる。今までもそうだったということならば、少し見方が私と若干違っていたという形になるので、今のこのフォーマットを現状の形にすることにすれば、この形で私は結構である。

内田企画局企画役

先程の公表文との関係で、物価のところであるが、こちらで書いているのは比較的長いタームで書いている。展望レポートあるいは公表文は比較的長いタームで書いている一方、月報は通常先行き半年位をベースに書いているので、今まさに同じ表現をされるということであるとすれば、「目

先、ゼロ近傍、その先長い目でみれば」というところは、公表文で書いている「長い目」というのは1、2年みてという話である。月報では、1、2か月後の3月か4月というイメージになってしまうので。今まではそういう感じで書いているので、そこで若干文書としてのタイムスパンが違うことは認識して頂いたうえで変えて頂きたい。

福井議長

今回の情勢判断は、そこまでみて政策決定を判断した訳だな。

内田企画局企画役

そういう意味では、結果的に月報のタイムスパンがそれだけ長くなってしまふということになる。

福井議長

良いのではないか。形にこだわることはない。

須田委員

これからずっとそうするということか。

福井議長

否。マンスリーで短くショートサイトでみて判断できる時と、そうでない時がある。

野田委員

だから敢えてより長い目でみるということか。何も付けなければ、従来のタイムスパンでみるという訳か。

内田企画局企画役

そういうことになる。

水野委員

聞かれた時にどういうふうに説明するか、ということだけだと思うが。

内田企画局企画役

もう少し長いというイメージが出てくるだろうということだと思うが。それがシェアできるのであれば……。

福井議長

マンスリーに書くのは何か月先までなんて、限定的に定義している訳ではないから。

内田企画局企画役

今まではその程度だったということだ。

福井議長

それを含んだうえでどうか。

前田調査統計局参事役

少なくとも、我々が見通しを出している来年度いっぱい位までは、「より長い目でみると」のところに含まれているということだ。であるから、今回月報の範囲内では、来年度後半までみればというイメージかなと思う。

福井議長

対外公表文とわざと違う表現にするとしても、どこがどう違うかなど説明不能になってしまう。

内田企画局企画役

そういった意味で、もう一度確認である。個人消費について、こちらの

公表文では「緩やかな増加基調にある」という表現をしているが、先程の「底堅い」ということと、それから、先行きについて「引き続き増加していく可能性が高い。」とを併せて考えて、そのような表現でという理解で、ここは整合性が取れているという理解で宜しいか。

前田調査統計局参事役

須田委員から先程ご質問があった件は、どうするか。「基調としては減少傾向にある」という点だが。

須田委員

下はなくなった。

前田調査統計局参事役

下はなくなった。

野田委員

語感として「減少傾向」というのと、「プラス傾向」というのは少し違う。「プラス傾向」というのには私は最初から若干引っ掛かっていたが、「プラス基調」になってしまえば、上の「減少傾向」にはそれ程抵抗感はない。

須田委員

「基調として減少傾向」と言うとトレンドが…。

前田調査統計局参事役

「減少している。」ということで、私も全然構わない。「基調としては減少している。」ということで宜しいか。

福間委員

言葉の趣味である。

武藤副総裁

それで良いなら良いのではないか。

前田調査統計局参事役

「基調としては減少している。」ということで。

福井議長

それではもう一回修正後のものを読み上げて頂きたい。

前田調査統計局参事役

それでは、私の方から読み上げる。まず公共投資であるが、「公共投資は、足もと幾分増加しているが、基調としては減少している。」。続いて「また」の後であるが、前月と同じで「また、雇用者所得も緩やかな増加を続けており、そのもとで個人消費は、底堅く推移している。」である。「住宅投資も」のところは前月と同じということである。消費者物価であるが、「消費者物価の前年比は、目先、原油価格反落の影響などからゼロ近傍となる可能性があるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。」となる。

福井議長

宜しいか。それでは修文後の案文で採決をして頂きたい。

武藤副総裁

少し後で気が付いたのだが、「も」がやたら沢山出てくる。「公共投資は、足もと幾分増加しているが、基調としては減少している。」は良いが、「一

方、輸出は増加を続けており、企業収益が高水準で推移する中、設備投資も引き続き増加している。また、雇用者所得も緩やかな増加を続けるもとで」となっている。

福井議長

「雇用者所得は」で良いのではないか。

武藤副総裁

「は」で良いな。これは後から直して良いかどうか。

福井議長

「雇用者所得が」が良いか。

武藤副総裁

「が」が良いな。

中山政策委員会室長

では修正してもう一度。

福井議長

「雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで」で良いな。

中山政策委員会室長

「雇用者所得が緩やかな増加を続けており、そのもとで」というのが今の修文であるが。

福井議長

「雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで」の方が良い。

中山政策委員会室長

それでは、公共投資のパラグラフのところを念のため読む。「公共投資は、足もと幾分増加しているが、基調としては減少している。一方、輸出は増加を続けており、企業収益が高水準で推移する中、設備投資も引き続き増加している。また、」。ここから修文している。「雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとの、個人消費は、底堅く推移している。住宅投資も、振れを伴いつつ緩やかに増加している。このように、内外需要の増加が続く中で、生産も増加を続けている。」。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

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

「経済及び金融の情勢に関する基本的見解を決定する件」についての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

基本的見解については全員一致で可決した。この基本的見解の部分は、今日の15時、公表の予定としている。なお、背景説明については、必要に応じて執行部で修文を施したうえ、22日木曜日14時に対外公表を予定している。

#### VI. 議事要旨（1月17～18日開催分）の承認

福井議長

もう一つ議案がある。議事要旨の承認である。1月17日、18日開催分の承認であるが、お手許に配付済みで既に事前にチェックをして頂いたと思っている。異議がなければ持ち回りで採決したいと思うが、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

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致でご承認を頂戴した。この議事要旨は、26日月曜日14時に対外公表の予定である。

## VII. 閉会

福井議長

以上で、本日の議案は全て終了した。次回は、3月19日、20日の両日開催予定である。なお、いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りである。議論の内容と申したが、議論のプロセスも含めてであることを当然ご理解頂いていると思う。議事要旨、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。これはご自身の発言も含めてである。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々におかれては、くれぐれも厳正な機密管理をお願いする。最近の数回の政策決定会合については、一部こういうことがあったというふうな記事が事後的に出たりしているので、非常に遺憾なことだと思っている。そういうことがないように、是非機密厳守をお願いしたい。今日は時間をとって大変恐縮であった。以上で閉会とする。

(14時15分閉会)

以 上