

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2005年11月17日（14:00～15:40）

11月18日（9:00～12:41）

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）

中原 眞（ " ）

春 英彦（ " ）

福間年勝（ " ）

水野温氏（ " ）

西村清彦（ " ）

政府からの出席者：

財務省 杉本和行 大臣官房総括審議官（17日）

赤羽一嘉 財務副大臣（18日）

内閣府 中城吉郎 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事

白川方明

理事

山本 晃

企画局長

山口廣秀

企画局企画役

内田眞一

金融市場局長

中曾 宏

調査統計局長

早川英男

調査統計局参事役

門間一夫

国際局長

堀井昭成

（事務局）

政策委員会室長

中山泰男

政策委員会室審議役

神津多可思

政策委員会室企画役

村上憲司

企画局企画役

神山一成

企画局企画役

武田直己

## I. 開会

福井議長

それでは定刻であるので、金融政策決定会合を開催する。

(14時00分開会)

会合は今日と明日の二日間である。今日は、金融経済情勢に関する執行部の説明を伺って、色々と議論をさせて頂きたいと思う。政府の方から、財務省の杉本総括審議官、内閣府の中城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。いつものとおりであるが、会合中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府から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。早速、議題に入る。金融経済情勢に関する執行部説明ということで、金融調節、金融・為替市場動向について、白川理事と中曾金融市場局長からお願いします。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお配りしてある資料-1、2(追加)に即してご説明していく。早速、図表1-1である。まず日銀当座預金残高の推移であるが、前回決定会合以降31兆円ないし34兆円の割合広いレンジで推移をしている。短期金融市場の方は落ち着いた地合いを保っていて、オーバーナイト・コールレートは1/1,000%で推移している。続いて図表1-2、日銀当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、都銀の残高が19兆円と結構大きくなっている。この背景の一つであるが、都銀がコール市場で試験的に調達をした資金を当預に滞留させているということである。前回の決定会合で一部の外銀がラインチェックのためコール市場で取引を再開する動きを見せているというご説明をしたが、そうしたいわば量的緩和解除に備えたラインチェックであるとか、コール市場での資金調達先を新たに開拓しようとする動き

が外銀やメガバンクにも見られるようになってきている。それから最近では一部の地銀にも広がっているように見える。このため、無担保コール市場残高であるが、最近では8兆円を上回る日が続いている。続いて図表1-3で資金需給をご覧頂く。月初に交付税の支払いがあったので、11月に入ってから余剰地合いで推移している。しかし、この後、下旬の国債発行から12月の初めの税揚げに掛けては一転して大幅な不足となる。従って、調節運営面ではこれを埋めるための資金供給を行うと同時に、足許の余剰資金を吸収するための吸収オペを併用している。そうしたもとのオペの実施状況を、図表1-4でご覧頂く。まず全体像であるが、前回決定会合以降も国債買現先、それから短国、そしてCPの買現先については週1本のペースを維持している。手形オペについては、週2本のペースでオフアしているが、内訳的にはタームの短い本店手形オペの頻度を相対的に上げている。その手形オペであるが、現在、1~3月中にエンドを設定している。さすがに本数が増えてきているので、オペ先に満腹感が強くなってきているため、応札レートの方は段々下がってきている。足許では本店、全店オペとも、落札決定レートは1/1,000%となっている。さらにシャドーの掛かった11月16日の本店オペは、8月以来となる札割れになっている。この札割れについては、また後で述べるが、一連の政府要人の発言を契機に量的緩和の早期解除観測が後退したことも影響したとみている。国債買現先であるが、こちらは1月エンドで相対的にタームが短いため資金需要が弱い。このため札割れが頻発している。それから短国買入であるが、こちらは6か月あるいは1YTBの金利が高止まっているので、比較的応札は集めやすい。この間、どちらかと言うと古いFBの在庫処分的な動きもあるので、最近のオペでは2倍を上回る応札倍率を確保できている。続いて、資金吸収サイドである。図表1-5（資金吸収オペ）になるが、こちらにお示ししているように、吸収は手形売出の他、国債売現先、短国売却といった手段を併用している。タームは2週間から1か月と比較的長いタームで実施しているが、資金余剰感の強さを反映し、このところ落札レートは、11月2日の売手を除いて1/1,000%になっている。

図表 1-6、それから図表 1-7、こちらで全体をサマライズすると、図表 1-6 の 1. のグラフ、それから図表 1-7 の 3.、①のグラフでお示しているように、この間手形オペを中心として供給オペの期間短縮を図ってきているが、これに伴って図表 1-7 の②と③のグラフにあるように、応札倍率は次第に低下している。これに伴い、落札金利も次第に低下をしてきている。足許では、先程申し上げたように国債現先オペの札割れが多くなっている。本店手形買入オペも札割れを始めるなど、やや不確実性が増してきたことは否定できないように思う。しかし、色々工夫をしながら、12月の初めの資金不足期についても、何とか当預ターゲットを維持したいと考えている。続いて金融・為替市場の動きである。図表 2-1、まず金融・為替市場の動き全体である。展望レポートの反応であるが、内容的にはほぼ予想されたものであるという冷静な受止め方であって、市場に特段の反応は見られなかった。続いて各市場の動きを見ていく。まずターム物のレートについてである。(2) の表で短国レートのところをご覧いただきたいのだが、こちら 3 か月までは 1/1,000% で潰れきっているが、6 か月から先についてはレートが高くなっている。そういった構図に変化はない。昨日行われた F B の 3 か月の入札でも、オペで調達した資金の運用に困った一部のメガバンクが直接入札に入ってくるなど、旺盛な需要を背景にして、引き続き平均落札価格は 100 円となっている。続いて次の図表 2-2、金先のカーブである。(1) の金先カーブをご覧頂くと、前回決定会合以降、破線から黒太線まで僅かながら低下している。低下のきっかけになったのは、一連の政府要人の発言である。金先市場に現われた市場の反応を解釈すると、新年度に入った後に量的緩和の解除、それから第 4 四半期辺りに 0.25% 程度の利上げといった標準的なシナリオは変わっていないようである。一部にあった年度内にも早期に解除、それから段階的に利上げという早期利上げ観測は後退したとみている。続いて図表 2-4、長期金利の動きにいく。長期金利は前回決定会合以降、やや低下している。ただ、時系列的には多少の動きがあったので、これを図表 2-5 の (2) のイールド・カーブの変化幅のところでご覧頂きたいと思う。まず、シャドーを付した

棒で示されるように、前回決定会合以降、11月7日までは中短期ゾーンが売られて長期・超長期が買われる、いわゆるベア・フラット化が進んだ。11月8日に行われた5年債の入札が好調だったことをきっかけに、このベア・フラット化が一旦止まった。さらにその後、週初来の政府要人の発言を受けて、全ゾーンに亘って足許まで金利が低下したのが、この白抜きの棒で表されている部分である。ただ、日本経済のファンダメンタルズは不変であるので、金利観が大きく低下方向へ傾いた訳ではないと思っている。つまり、足許の長期金利の低下は、これまでの金利先高観からショート・ポジションを膨らませていた特に外国人勢が、要人発言などを受けて堪えきれなくなって一旦買い戻しに向ったポジション調整的な部分が大きいと思っている。ただ、いずれにしても政策変更の思惑に振られやすい状態となっている。この点について、少し行きつ戻りつになってしまうのだが、図表2-5の一番上のグラフである。金利の先行きの不確実性に関する市場の見方を表す指標として、スワップションのプレミアムから導出される期間別のボラティリティ指数というのをご覧頂く。これを見ると各ゾーンとも最近では上昇しているのだが、グラフの左側、長い時系列の中で見ると、長期ゾーンの上昇は比較的限定的である。これに対して黒い太線やその上の細かい線、つまり1年とか2年の短いゾーンは、かなり高い数字となっている。こうしたことから、特に短いゾーンでは、金融政策変更の思惑に振れやすくなっているということが見て取れるのではないかと考えている。続いて図表2-7である。こちらで市場参加者が注目する債券利回りの変動要因に関する直近のサーベイ結果をご覧頂くと、一番右端の棒に表されているように、最近では当然のことであるが、物価、それから短期金利・金融政策が金利上昇要因としての注目度を増してきている。続いて図表2-8、クレジット市場の動きである。クレジット市場については前回決定会合でご説明したように、三洋電機の経営の先行きに関する不安から(1)のグラフで見るとBaa格社債の対国債スプレッドが拡大しているし、(2)のグラフで見ると日本のCDSプレミアムが開いたままの状態となっている。ただ、極く最近に至って同社については、増資計画

であるとか、子会社の三洋クレジットの売却計画が報道されているので、これが好感されてスプレッド、プレミアムともこのところは縮小方向にある。ただ、いずれにしてもこうした動きは電機セクターの中にとどまっていて、市場全体への波及は今のところ見られない。続いて図表 2-9、株価である。株価については前回決定会合以降、上昇している。日経平均は 14,000 円に回復しているばかりではなく、さらに本日は IT バブルのピークからボトムまでの下落幅の半値戻しとして節目だった 14,200 円を突破しているので、やや弾みが付いた形になっているのではないかと思う。上昇の牽引力となっているのは、内需関連株である。輸出株も円安になっているので強いが、特に内需関連株が期間中は強かった。この点については、図表 2-11 の (3) NT 倍率というのがある。これをご覧頂く。ここでお示ししている NT 倍率という指標は、単純に日経平均の株価指数を TOPIX で割った数字であるが、(3) ①の表にあるように、TOPIX は日経平均に比べて内需関連株のウエイトが高くなっている。そこで、この NT 倍率の推移を②のグラフでご覧頂くと、夏場以降特にそうであるが低下傾向にある。つまり、TOPIX の伸びが日経平均の伸びを上回っているということであって、こうした点にも内需関連株が相対的に堅調であるということが現われている。続いて、少し行きつ戻りつになるのだが、図表 2-10 (1) の主体別の売買動向をご覧頂くと、海外投資家が引き続き買い越し基調になっている。それから 10 月は、個人が、4 月以来の買い越しに転じている。1,161 億円の買い越しに転じている。(2) のグラフにあるが、個人投資家の取引が活発であることを背景に出来高も膨らんできていて、日次ベースでご覧頂くと、ちょうど先週の 11 月 8 日であるが、既往ピークとなる 45 億株を記録している。このように株取引が堅調を維持している一つの背景は、やはり企業業績の好調ということの一つ挙げることができると思うのだが、こちらは図表 2-11 の (1) の右側にお示ししてある。これまでの企業の上期の業績発表の集計分から見ると——まだ日本の場合は途中ラップなのであるが——、この黒い三角印の折れ線でお示ししているが、2005 年度の収益見通しは上方修正を重ねて

いる。(2) グラフであるが、日本のPERは、このところかなり上昇してきている。次に図表2-12であるが、ここではJ-REITの動きについて若干見ておきたいと思う。(1)のグラフに表われているように、夏場以降破線のTOPIXが上昇する一方、J-REIT指数は下落ないしは横這いで推移している。いわば調整局面にあるということである。(3)の表でご覧頂くのは、この7月以降に上場した銘柄のリストであるが、このうちシャドーを掛けたものは5銘柄あるのだが、これが上場初値が公募価格割れとなった銘柄である。このように調整局面が続いている背景としては、第一には、利益確定売りが挙げられる。それから第二には、株価がこのような上昇しているので、投資対象としてのREITの魅力が相対的に薄れているということも言える。第三に、特に最近新規参入している、いわゆる独立系ファンドは、大手のいわゆるディベロッパー系に比べて優良物件を入手できるチャンネルがどうも限られているようであって、その辺りを眺めて投資家の選別が強まっていることも指摘できるのではないかと思っている。因みに、このシャドーを掛けた5つの銘柄は全部いわゆる独立系ファンドである。図表2-13、為替市場の動きである。こちらは引き続きドル高円安である。ドル/円については、背景としては以下の点を指摘できると思う。第一は日米金利差拡大見通し。それから第二は日本の投資家が引き続き投信であるとか外為証拠金取引を通じて流出していること。三番目は日本の貿易収支の黒字幅が縮小してきているということ。四番目には外国人であるが、対日株式投資を続けている外国人投資家が新規株式投資ならびにその既存投資分についてもヘッジを掛け始めていること、こういう点が指摘できるかと思う。このためドル/円は、昨日辺りで119円台まで円安が進んでいる。ただ、今日の午後に入ってからであるが、人民元切上げの思惑が少し広がっているようであって、118円に戻っている。ユーロについては、雇用創出法に絡むユーロ売りドル買いもあって、1.16ドル台までユーロ安が進んでいる。このようにドル/円についてはドル高円安が進んでいるのだが、いわゆる円のクロス・レートで見ても円安が進んでいる。その辺りを図表2-15、(2)のグラフでご覧頂く。

(2) ②であるが、円はいわゆるハイ・イールド・カレンシーに対しても下落傾向を辿っているし、(3) アジア通貨に対してもこのところ軟調に推移している。(1) のドルと円の名目実効為替相場は——黒太線で示しているが——、これも下落傾向が続いていることがご覧頂けるかと思う。最後の図表 2-16 である。以上のような状況のもとで、(1-1) のグラフにお示しするように、IMMのショート・ポジションは積み上がったままである。超低金利通貨の円のファンディング・カレンシーとしての側面が一段と濃厚になっているとも言えると思う。こうした点を眺めて、この積み上がったポジションが一挙に巻き戻されるリスクがあるのではないかという指摘もあるところである。ただ、イベント・リスクを別にすれば、なかなか円買いになる材料が、少なくとも目先は見当たらない。むしろ昨日公表された9月の対米証券投資が、予想比上振れであったということもあって、足許ではドル高支援材料が増えているので、当面はドル堅調地合いが続くのではないかとみている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等あれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。スワップションのボラティリティが少し上がっているという話があった。図表 2-4 の左下を見ると、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティも上がっているようだが、同じ原因と考えて良いか。

中曽金融市場局長

然り。基本的には同じことだと思う。

岩田副総裁

外銀が国債などのショート・ポジションを持っているので、それをヘッ



ジするためにスワップのマーケットとか、あるいはデリバティブを用いているということか。

中曾金融市場局長

然り。

岩田副総裁

それでやや年限毎にばらつきがあるということか。

中曾金融市場局長

スワップションのボラティリティ指数はややゾーンを細かく見られるというところがあるが、基本的な背景はおっしゃったとおりである。

須田委員

為替レートについては、円安も含め世界的にドルからみればドル高が進んでいる。その一方で一時間かれなくなっていた経常収支の問題については、最近になってグリーンSPAN議長をはじめ、言及されることが多くなってきたような気がするが、この問題が再び市場の関心を集めるということは、今のところはあまりないということか。

中曾金融市場局長

それは常に意識されている。そのショート・ポジションがどこかでまたひっくり返る幾つかの要因の中には、まずおっしゃったアメリカのインバランスの問題が一つある。あとよく言われているのは、アメリカの政策金利の引き上げが一旦ポーズと言うか、打ち止め感が出てきたような場合、あるいは日本の円金利がいよいよ上がるのではないかと、そういった観測が出てくる時ということが一応言われてはいる。けれども、そういったことが為替市場でまたトピックになる可能性があるのはある程度先になると思われるので、当面はやはりドル高材料の方が注目を集めていると

いうことだと思う。

福井議長

宜しいか。続いて海外経済情勢を堀井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）

堀井国際局長

それでは本日配布したお手許の資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。2. 実質可処分所得から 4. 家計貯蓄率の最新計数は、前回会合で説明した第3四半期のGDPに含まれているので飛ばして、6. 自動車販売を見ると、10月はそれまでの大幅値引き販売の反動とガソリン高を受けて年率1,519万台と大きく減少した。このため5. 小売売上高を見ても10月は前月比-0.1%となった。しかし、自動車の影響を除いてみると、実はこの数字が+0.9%と比較的販売地合いはしっかりしている。次に9. 非国防資本財受注にある企業の設備投資関連指標も、均してみるとしっかりと増加基調を続けている。10. 財・サービス貿易収支の貿易赤字は、9月に既往最大の赤字を記録したが、これには航空機メーカーでのストライキ絡みの輸出の一時的な落ち込みと、それから石油製品の緊急輸入といったものが響いている。供給サイドに目を転じて12. 鉱工業生産は、9月にはストライキによる生産減に加えてハリケーンに伴うエネルギー生産の減退から、全体では減少しているが、これらを除くと堅調な増加基調になる。現に11. ISMは、製造業、非製造業ともに10月も高い水準となった。15. 非農業部門の雇用者数であるが、これもハリケーンの影響から9月減少の後、10月も少ない増加にとどまっている。しかし、14. 失業率は同月低下したし、これと同じ家計調査ベースでの就業者は比較的しっかりした増加となっている。物価面では、16. PPIはエネルギー高から10月も依然前年比+5.9%と高めではあるが、しかしコアのベース——こ

こには載せていないが——は、+1.9%と水準を切り下げている。また、17. C P Iを見ると、全体の前年比は9月の+4.7%、それから10月の+4.3%と、エネルギー価格に振られた動きとなっているが、コアでは前年比+2%程度が続いている。以上、アメリカ経済に関しては、ハリケーンなどの影響で計数は振れているが、それらを割り引くと着実な景気拡大基調を辿っており、そのもとでインフレは基調的には緩やかな上昇になっていると考えている。次に図表2である。ユーロエリアの主要経済指標を見ると、1. 実質GDPに第3四半期の実質GDP成長率が出ている。年率で前期比+2.6%と、前の四半期から成長率が高まっている。これまで不振が目立っていたドイツであるが、ドイツも+2.5%と高めの成長となった。輸出と設備投資がリードした一方、個人消費は停滞した模様である。その後、10月に関するデータは然程ない訳であるが、11. に製造業PMIがある。これも52.7と水準を切上げている。図表3-1の1. で中国に関する10月の計数を見たいと思う。ここ数か月基調に変化は見られない。2. 工業生産、3. 消費財小売、4. 固定資産投資、5. 直接投資は、いずれもこのところの前年比の伸びを続けている。なお、実行ベースの振れは主に前年の反動によるものである。6. 輸出、7. 輸入とも同様の伸びを続けている。この間、物価面では、8. CPIは10月に幾分伸びを高めたが、これは前年の食料品価格の振れの反動である。実勢としては、このところ1%内外の上昇を続けている。次に図表3-2で、NIEs、ASEAN諸国である。(2-1) 輸出が最近月のところでマイナスとなっているところもあるが、いずれもその前月の反動によるものであって、均してみても輸出は増加基調にある。(3) の生産も概ね堅調な増加を示している。それから図表3-3の(6)でCPIを見たいと思う。エネルギー価格の直接・間接的影響と、それから食料品の値上がりといったものから、多くの国で前年比の上昇率が高まっている訳であるが、その中で韓国と台湾の上げ幅が10月には縮まっている。これは去年台風の襲来で食料品が値上がりした反動によるものである。次に図表4でアメリカの金融指標を見たいと思う。(1) 長期金利は前回会合以降、横這い圏内の動きとなっていたが、昨日は低下

している。(5) F F先物金利から先行きの金融政策に関する市場の予測を占うと、12月13日のFOMCで25bpの利上げ実施が100%の確率で織り込まれていて、来年1月末の25bpの利上げについても9割方織り込まれている。バーナンキ新議長のもとで最初のFOMCとなる3月28日についても、これで4.75%になるという確率が6割強織り込まれている。この間、(2)株価については、原油価格の低下、それから企業の決算を好感して上昇している。前回決定会合時にウォールストリートにあった嫌なムードというのはこのところ薄らいできている。図表5であるが、欧州の金融指標である。(2)株価はアメリカと同様に原油価格の低下、それから企業の好決算を受けて上昇している。この間、長期金利は強めの経済指標に反応して一旦上昇した訳であるが、昨日、イングランド銀行のインフレーション・レポートが発表されたのを受けて、イギリスの長期金利が大幅に低下し、つられてドイツの長期金利も低下している。ただし、(5)の先物市場である。ここからECBの金融政策に関する市場の予想を占うと、12月初めの理事会、あるいは1月の利上げというものが相当程度織り込まれている。さらにその後、来年全般に掛けて追加の利上げといった観測も強まっている。なお、エマージング市場に関しては、原油価格の低下を受けて、大方の国について株、債券、それから通貨といったものが安定した動きとなっている。話題として申し上げたいものとしては、中国株が鳥インフルエンザの懸念に振られる展開となっている。それからインドネシアであるが、これまでの緊急経済対策と金融引締めというものを受けて、さすがに株価は下落しているが、通貨は安定を取り戻している。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。結局、ハリケーンでアメリカの雇用は幾ら減ったと

考えて良いのか。失業率は変わっていない。むしろ、低下気味である。

堀井国際局長

今、申し上げたように、エスタブリッシュメント・サーベイ 15. 非農業部門雇用者数のペイロールの方でいくと、10 何万という数字になっていくのだが…。

岩田副総裁

20 万位か。

堀井国際局長

然り。20 万弱である。ところが、14. 失業率を今少し申し上げたが、このハウスホールド・サーベイのベースだと、10 月の就業者の伸びが 20 万を超えている。だから、一部にセルフ・エンプロイドに回っているということである。家計調査とペイロールのギャップというのは、去年から度々本席でも議論になって、振り返ってみると結構当てにならないと言いながら、その家計調査が振れを伴いながらも実勢をそれなりに表わしてきたのかなと思う。その背後には、これもこの 1 年来議論になっているのだが、やはりそのコントラクト・ワーカーズとか、セルフ・エンプロイドと言ったものが拡大しているということがあるのだと思う。そういった点からみると、家計調査のベースでいくと、実は然程でもなかったのかなという気がしている。

須田委員

先程、ウォールストリートにあった嫌なムードが薄らいできているとの話があった。一方で、アメリカ経済を巡っては住宅価格をはじめ、リスクがかつてよりも少し高まったかもしれないというようなところがあったが、その点については元に戻ったということか。

堀井国際局長

住宅は、引き続きモーゲージの金利も上がり2年振り位の水準になってきている。さらに、もう後0.5%位上がってくると、さらに数年戻らないとない位の水準となる。また、この前2回申し上げているアネクドータルな話は引き続き広がっているので、ここのところはジワジワとやはりバブル的な要素が、何と云うかディフレクトと云うか、少し縮んできている可能性は高まっているのだと思う。その点はあまり変わらないのだが、やはり前回不安の理由になっていた、あとの二つに変化があった。一つは、例のCIA絡みで、大統領副補佐官ならびに副大統領補佐官への疑惑というのが取り敢えず一幕終わったということ。連日のようにCNNで報道されるような状態が治まったのが一つ。それからもう一つ何と云っても、バーナンキ新議長が決まり、コンファメーション・ヒアリングもなされて、サプライズが然程ないと言いか、安定していると今のところ受止められているということ、この二つが安心材料と言いか、取り敢えずその不確定要因が小さくなったと市場はみているのだと思う。

福井議長

宜しいか。

福間委員

それにしても米国の景気は強いな。リスク要因が、本当にリスク要因のまま終わったような感じである。

堀井国際局長

それから一つ申し忘れたが、大事なものは原油価格がここへきてかなり低下してきているということが最大のリスク要因を小さくしているということだと思う。これについて、ただ別途少し長めのメモも取り纏めているのだが、その期末と言いか年末に掛けてWTI絡みのフューチャーズのみならず、オプションの期日もそろそろ迎えているため、新しいポジション

を取りにくいという中で、手仕舞いが進み、相場が一旦加熱したのが冷えてきたという側面もある。これはまた期が新たになってくると、市場のことであるからどうなるか分からないという、いわゆる不安要因は潜在しているのだが、そういうオイル価格の下落というのが、取り敢えずアメリカ経済の不安を消して、実際の経済活動の強さが改めてクローズアップされているという展開である。

福間委員

原油価格の下落については、投機筋が底値を探るためショート・ポジションを拡大させていることが背景にあり、基調が変わったかどうかという判断はまだできないと思われる。

堀井国際局長

注意して見ていきたいと思う。

福井議長

暖冬か暖冬でないかというのは、アメリカはどちらを向いているのか、今は。

堀井国際局長

一応、暖冬の方を向いていると言われている。これも天候であるので……。

福井議長

分からないか。

福間委員

一昨日から寒くなってきた。勝負は1月、2月である。

堀井国際局長

然り。ニューヨーク、ボストン、クリーブランド、あのベルトのところはまさに1月、2月であるから。

岩田副総裁

一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

自動車販売はやはり少し落ちていて、これはアメリカの鋳工業生産とかGDPに波及するところが大きいと思う。販売が落ちて、それで生産が落ちるということがこれからも暫く続くだろうか。第4四半期から年初に掛けては厳しいというところだろうか。

堀井国際局長

先々週であったか、GMが例のレッド・タッグ・セールスをまた始めた。

岩田副総裁

また新しいのを始めたのか。

堀井国際局長

平均的には5,000ドル、一番高いものだと1万ドルの実質値引きまでである。昨日、フォードが、少し程度が少ないのだが、追随して値引きの発表をした。従って、またぞろインセンティブがどうなってくるかと。

岩田副総裁

小型車か。



堀井国際局長

いや、全部である。あの物凄く大きいSUVの5万ドル位するもので大体1万ドル、2割位値引きするということである。

岩田副総裁

経営が成り立つのかな。

堀井国際局長

それもあって、実は昨日はニューヨークでGMの株が売られている。一つはデルファイの話もあるのだが、やはりこのセールスが少し幾らなんでもやり過ぎというふうな話も出ている。この辺は、昨日、今日の話であるので、もう少し様子を見ないと何とも申し上げられないところである。

福間委員

中国のこの統計には在庫はないのか。在庫の統計が欲しいような気がするのだが。在庫がないとどの程度タイドアップしているかよく分からない。

堀井国際局長

個別品目ではそれぞれあるし、点検資料に一部載せているが、一旦かなりの分が落ちて、また少しピックアップしている。

福井議長

それでは国内の経済情勢を山本理事と早川調査統計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

それでは資料-4（参考計表）をご覧頂きたい。実は計数は、前回の会

合でほとんど消化してしまったので、本日はその後出たデータを中心にご説明したいと思う。まず、その後出たデータの代表は、言うまでもなく図表1、GDP統計であり、これも皆さんご承知のとおり第3四半期の成長率は前期比で+0.4%、年率+1.7%というものであった。1~3月、4~6月は相当高い成長であったので、それとの対比でみると減速ではあるが仮にこのまま10~12月、1~3月が横這いだとすると、2.4%成長で2005年度が仕上がるということである。中身を見ていくと、まず個人消費が若干のプラスである。これは前回申し上げたと思う。財消費で見ると結構反動が出ているのだが、サービス消費が強い。ややテクニカルなことを申し上げますと、実は株式の出来高が非常に大きいこともこれに反映される仕掛けになっており、そのこともあって個人消費はプラスである。それから設備投資が、これは9月に資本財出荷がかなり大きく減少しているのだが、これは8月までの生産動態統計から計算するために、この時点では若干ながらプラスということである。さらに申し上げれば、住宅投資がこのところやや貸家、分譲を中心に上がっていると申し上げたことが、GDP統計にも反映されている。さらにはずっと減っていた公共投資も、この四半期に限って見ると少し上がっているということで、内需が総じて小幅ではあるがプラスであったということである。一方、純輸出はマイナスで一見違和感があるのだが、これは輸出サイドは前期比+2.7%なので、大体普段申し上げている実質輸出の動きとほとんど変わらない。これは、輸入サイドにサービス輸入、具体的には保険なのだが、保険がかなり大きく計上されたために、この四半期は輸入が押し上げられて純輸出がマイナスになった。逆に言うと、これは多分、来四半期は剥げ落ちるので、来四半期は逆に輸入の低下要因、従ってGDPは多分押し上げ要因に働くと考えている。横這いで+2.4%であるので、先だって発表したばかりの展望レポートとの関係でみると、ややお釣りがきてしまう感じではあるが、ただ今申し上げたように設備投資に関しては、これは法人季報が出るので何とも言えないのだが、供給面だけ考えると9月の数字はもっと弱いから、蓋然性としてはここが少し下方修正される可能性があって、そうであれば概ね整合的な

数字であろうと考えている。この間、GDPデフレーター——グラフに書いていないが——は、ご承知のとおり 4~6 月の前年比-0.9%から、7~9 月は前年比-1.1%へとマイナス幅が若干ながら拡大した。ただ、これは言うまでもなく原油価格の上昇によって外需デフレーターが低下しているということであり、内需デフレーターで見ると前年比-0.3%で4~6月と同じ、あるいはまたCPIと比べてもそんなに変わらない。CPIは7~9月は-0.1%なのであまり変わっていない。

それから貿易統計は既にご紹介してあって、7~9月は中国向け輸出、あるいはまた財別で見ると情報関連とか資本財輸出が増えたということをご申し上げてある。図表 12 をご覧頂きたい。普段あまりご説明していないのだが、実はそうこうしているうちに為替レートは結構円安が進んできた。しかもこれは対ドル、あるいは対ユーロだけではなくて対アジア通貨でも円安が進んでいる。従って、この結果実効レートの円安が進んでいる。これに加えて、確かに日本も、CGPIは例えば前年比で見て2%弱上昇している訳だが、諸外国のPPIの上昇率はそれよりも高いということなので、実質為替レートで考えると円安要因ということになる。合わせて申し上げれば、実質実効為替レートでみると掛け算のようなものだから、かなり大きく円安方向になっているということである。(1)のグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、1998年の安値を抜いた。現在1990年春の水準とほぼ並んでいて、これは実質実効為替レートで約15年振りの円安である。これは計算するとあと少しで1990年を抜くので、これを抜くと——あまり意味はないと思うが——、計算上は1985年の終わりのプラザ合意直後のところまで戻るといった位の円安になっている。現状、私共が企業に聞いていて、円安だから輸出が増えているといった話はまだあまり聞いていない。ただ、ご覧のように足許のところでは結構急速に円安化しているので、やや先まで考えるとこの辺が輸出入の方になにがしかの影響を及ぼしてくる可能性があるということかと思っている。

図表 14、設備投資関連では先行指標が二つ出ている。機械受注は皆さんご承知のとおり 9 月単月では前月比で-10%と結構大きく減少した

が、これを7～9月で括ってみると前期比2.1%の増加であり、機械受注にしては比較的なめらかに安定的に増加しているという感じである。脚注に「機械受注の2005/10～12月の見通し」が書いてあり、民需(除く船舶・電力)で+6.2%、製造業は+1.3%、非製造業は+10%の増加となっている。正直に言って、この非製造業の10%の増加は電子通信機械が大きいので、携帯電話ではないかと思っている。従って、この全体として6.2%の増加というのが仮に実現しても、丸ごと設備投資ではないのではないかと思っている。ただ、携帯電話であれ、設備投資には出ないが、逆に生産統計辺りには結構大きな影響を及ぼすので、そういう意味では鉱工業生産の10～12月の高い予測指数との関係でみると、一部そういうことが起こっているらしいということが分かる。一方、建築着工については、9月もかなり大きく落ちていた結果、7～9月全体で括っても10%の減少ということで結構大きく落ちた。ただ、これは元々相当振れの大きい計数であり、かつ水準が結構高いものだから、これをもって建設投資が下向きになったとは思っていない。これは図表16のグラフで確認して頂くとご覧のとおり、(1)機械受注は本当に機械受注にしては珍しく安定的に上を向いているという感じ。その一方で(2)建築着工床面積は、建築着工らしく随分また沢山暴れていて、確かに右端は落ちているが、これが全体として下向きの兆候では多分ないのではないか、このように思っている。図表17で、中小公庫の中小製造業の設備投資計画が発表されている。これは元々標本数が相当多くて、そこそこ信頼できる統計だと考えられている。それで見ると(2)をご覧のとおり、当初の計画は-8%だった訳だが、足許は+11%へとかなり大きな上方修正になっている。(1)でこの調査と短観、あるいは法人季報の動きを比べて頂くと、細かく見ると結構ずれてはいるが大きな流れとしてはそれなりに信頼できるということかと思っている。とりわけ足許1～2年の話について言うと、法人季報だけ変な動きをしていて、これはあまり本当らしくないなという感じであり、むしろ短観とか中小公庫辺りが多分実勢に近いのではないかと考えている。そう考えると次回の短観において、まだ9月短観では製造業の設備投資額はマイ

ナスだったのだが、これが中小公庫のところまで上がってくるかどうかはともかくとして、多分それなりの上方修正が行われる可能性が高いとお考え頂いて結構だと思う。それから図表 18 の企業収益だが、これは民間調査機関の経常利益見通し>の野村証券、大和総研の数字をご覧頂きたいのだが、ご覧のとおり足許のところ 2005 年度、2006 年度ともに総じて上方修正が行われているということだが、これはまだ 9 月時点の数字なのであまり目立った動きになっていない。むしろ今、中間決算の発表が大体終盤戦に入ってきていて、先だって日経新聞が中間集計をしたのでご記憶だと思うが、起きていることは期初計画に比べて結構上方修正になっているということだと思っている。従って、これもあと一月で短観が出てくる訳だが、恐らく短観においても前回、上期上げて、下期下げて、あまり変化がなかったのだが、今回はもう少し上方修正になってくるかと思っている。ただ、勿論、場合によっては想定為替レートはあまり動かさないで、数字を動かさないという可能性もあるが、多分、なにがしか上方修正されるだろう。さらに企業収益の環境について申し上げておくと、物価に関して申し上げれば、今起きているのは原油安、そして為替円安なので、物価についてはこれは実は綱引き要因になってくる訳だが、企業収益には全てプラス要因なので、これが反映されればそこそこ大きな増益要因になり得るということである。

図表 20 は個人消費である。個人消費は新しい統計はあまりない。出ているのは乗用車販売と都内百貨店だけであり、少し気になるのはやはり乗用車販売である。乗用車販売は、4~6 月は結構強かった後、7~9 月が反動減になっていて、自動車各社は 7~9 月反動減だったにもかかわらず、上期で均してみれば結構良いというような評価をしていたのだが、10 月も少し落ち込んだ数字になっている。従って、少しメーカーもこれはまずいなという感じを持っている様子であり、恐らく 11 月、12 月辺りは少し販売促進を掛けようというようになっているのだが、何分、あまり新車がないものだから頑張るにもなかなか手掛かりがないので、果してそれで本当に伸びてくるかどうか少し気になる。それ以外では本当に都内百貨店が少

し弱かったという数字が出ているだけなのだが、一応、ヒアリングの感触を申し上げておくと、やはり10月は総じて悪かったようである。ご記憶のようにそもそも気温が相当に高かったということと、それから週末毎に全部雨が降ったということがあって、どうも百貨店などに言わせるとこれは駄目だったということのようである。ただ、11月はまだ途中だが、今聞くと寒くなって週末も晴れているため良くなっているというのが、取り敢えず、今我々が聞いている印象である。

それから図表27の生産統計については確報だけなので、ほんの少々上方修正になったとだけ申し上げておく。それから図表31、雇用関連である。雇用関連では〈職業安定業務統計〉、〈労働力調査〉は既に消化済みなので、新しい数字は〈毎月勤労統計〉のみである。関心事は先般申し上げたように、労働力調査の9月の雇用者数が半端でない増加になっていたために、これが一体どういうことかということだったのだが、ご覧のとおり毎勤統計の常用労働者数は前年比+0.5%とピクリとも動かなかった。勿論、カバレッジが違うから一概には申し上げられないが、やはりこういった違いをみると労働力調査の雇用者数が+1.9%というのは幾ら何でも統計の振れによる部分が大きいと考えるべきだと思っている。一方、賃金に関しては、ほとんど動きがない。ご覧のとおり所定内給与は僅かなプラスであり、全体として雇用者所得が1%強位で、ほぼこれまでのトレンドで動いている。

最後に物価関連である。物価はC G P Iが出ているので、その関係するところを申し上げる。図表36、国際商品市況は皆さんご案内のとおりである。原油価格はこのところ8月末のピークからそこそこ下がってきている感じである。しかしながら、これは全部が下がっている訳ではなく、(3)にあるように非鉄の相場は相当上がっているので、国際商品市況全般としてみると高止まりといった感じかと思っている。図表38、国内の商品市況を見ても大体同じような感じである。(1)にある石油関連はC重油はまだ上がっているのだが、その一方でガソリンがややだぶついていて下がっているために、気持ち下がっているという感じである。鋼材などについて

は、大体もう下げているという感じでもないのだが、頭が重い感じはある。その一方で、非鉄などが相当上がっているのが現状であり、これも全体としてみれば高水準横這いである。この結果、図表 39、国内企業物価、C G P I だが、10 月は電力の夏季電力の影響を除いてみて、前月比+0.4% ということで結構大きく上がった。この結果、3 か月前比で見ても 9 月同様、0.8% の上昇となっている。グラフをご覧頂くとお分かりのとおり 3 か月前比で見ると石油関係の上昇寄与というのは、むしろ幾分なりとも縮小してきている訳だが、斜線、これは化学などが大きいのだが、そうした素材類の上昇がまだ続いていて、全体として高水準ということである。一点申し上げておくと、やはり今年は 4 月が単月で見ると結構大きな上昇だったのだが、また今度 10 月に結構大きな上昇が出ている。これは石油製品のように毎月毎月動くものもあるが、化学関係などを含めて 3 か月とか半年で値決めがあるために、どうしても 4 月とか 10 月といった期初月のところに少し大きな動きが出やすい。逆に言うと、原油価格が足許下がってきていること、いわば段差の月を乗り越えたので、今後、前月比で見るとこのように 0.4% 上昇などということは起こらない。従って、恐らく 3 か月前比は上昇は続くが、上昇率は幾分鈍化してくる、このような方向であろうかと思っている。

計数のご説明は以上だが、新しい数字は出ていないが C P I について少しだけ追加的に申し上げておく。まず、全体の環境だが、ただ今申し上げたように原油価格が下がっていて、それからなにがしかガソリンがだぶついているために、ガソリンの上昇幅が一頃見たより少し足許弱そうな気がしている。ただし、マクロ環境を考えると、大まかに言って原油価格が、一頃ドバイで 55 ドル位で見ていたのが 50 ドル位なので、1 割弱の低下。一方で、為替が 110 円位で考えていたのが 118~119 円なので、これは 1 割弱の上昇ということになる。ということは、通常考えるとこれは為替の影響の方が大きいと考えられる。ただし、石油は何月頃に幾つ位動くというのが分かるのだが、為替は何月に幾つということが分からなくて、1 年、2 年するとそれなりの影響が出てくるという性質のものなので、マクロ環境

としてみると足許、原油が下がって円安なのだが、どちらかと言うと、やや長い目でみれば消費者物価をやや押し上げる方向に出てくるということが今起こっているということかと思っている。二番目は、ご承知のように電力会社から電力料金の引き下げが発表されて、これは私共はついこの間申し上げたばかりなので、いずれあるがもっと先だと思っていたら意外に早かったということであり、この結果、恐らくは来年のCPIについて0.1%内外の影響を及ぼす可能性があるかと思っている。ただ、他方でどうもマーケットエコノミスト、具体的に言ってしまうと、みずほ証券の上野氏がレポートを書いて結構騒ぎになっているようなので一言申し上げておく。彼が集めているのは、どちらかと言うと上がるものは大体無視して下がるものを 全部大きめに拾ってきたということであるので、あのように大規模に特殊要因が次々とマイナス方向に出てくるということではない。前から申し上げているとおり、可能性としては医療制度改革がどう出るか。これは先般、実は引き上げ方向、すなわち自己負担の引き上げが大体決まった。これは10月から前年比で0.04%位押し上げる訳だが、あとはこれに対して診療報酬の引き下げがどの位になるか。先般報道されていた言い値——いわゆる財務省の言い値だろうか——が通れば、マイナス幅の方が少し大きいのだが、これがどうなるかは今後ということであるし、携帯電話が新規参入の結果どうなるかということも前から申し上げているが、これも上野氏が言うような3割ダウンなどということは多分ないと思う。要するに、既にインカムベントの3社が値下げをしない限りCPIに反映されない仕掛けになっていて、例のADSLの時はソフトバンクが大胆な値下げをしてきたが、恐らくこれで物凄い値下げをするとまたソフトバンクは多分千億単位の赤字を出さなければならないということで、財務的にはそのようなことができる状況ではないというのが常識的であろうかと思う。

細かい話になったが、あのレポートを見て、そんなに「え、こんなことか。」と思わずに頂いて結構である。むしろ、私が今景気・物価全般をみて、特に展望レポート公表後の色々なものを見て思っているのは、先般も



少し申し上げたと思うが、やはり潜在成長率が 이슈になってきそうだということである。それはどういうことかと言うと、今年の4月の展望レポートの時は、私共の数字である+1.3%、+1.6%というのに対して、世間からは日銀は強気だと随分言われた訳だが、実は今はもう展望レポートの数字は決して民間の平均よりも強気ではない訳である。特に内閣府の集計値で見るとほぼ同じなのだが、新聞とか通信社報道等でいわゆる比較的名の知れたエコノミストの数字を見ると、もう今年は+2.5%近く、来年も+2%台という方がむしろ普通になってきているという感じなのである。その一方で、物価に関してみると来年CPIで+0.3%~+0.4%という見方が多くて、勿論それにはこういった特殊要因だの基準改定だのという話も当然あるかもしれないが、一人一人が必ずしも潜在成長率を明示的に言っている訳ではないので、よく分からないのだが、部分的に出てくる数字を見ていると最近潜在成長率が+1.5%とか、場合によっては+2%という人が出てきていると思う。恐らく半年前は我々の数字をもって強気だと言ったのだから絶対にそのようなことは思っていなかったはずなのだが、半年の間にどうも潜在成長率が上がってしまったらしいということが起こっていて、これは少し真面目に考えなくてはならないと思っている。特に2006年に関しては、所詮、まだ大した差ではないので、そんなに大したことはないが、来年春、例えば2007年度ということを考えて、例えば潜在成長率を+1%と考える限り、普通に考えると成長率は段々そちらに向って降りていく。一方、そうであっても物価上昇率は段々上がっていくというのは常識である。ただ一方で、仮に潜在成長率が+2%だと思っている人にとってみれば、2007年度も+2%成長であり、物価は然程上がってこないというシナリオがあり得て、そうなってくると民間との間のコミュニケーションに関して色々な問題が出て来得るということなので、この場で全部ご説明はできないが、少しまた時間を頂きながら色々ご相談、ご説明させて頂きたい。このように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

西村委員

一点、クラリファイなのだが、半導体市況は最近の動きが小さくてあまり見えない。DRAMエクステンジとか秋葉原の価格を見ているとかなり下がってきているのだが、これはどのように考えるのか。あまり動いていないように見えるのだが。

早川調査統計局長

まず第一に、これはなかなか動かない。小さくしか見えないので相当拡大して見ないと見えない位の変化である。それからもう一つは、図表10、(2)のグラフは、これでも右端は少し下がっているのである。こんなに大きなスケールで書くと見えない位になってしまう。さらにもう一つは、厄介なのはDRAM市況というところで採られているものを日本のメーカーが作っているかという、これはほとんど作っていないというのが実態である。これも固有名詞を言ってしまうが、日本でDRAMを作っているのは、ほとんどエルピーダだけなのだが、エルピーダもいわゆるここで市況として採られているようなものはほとんど作っていない。一方で最近、フラッシュメモリの市況などを見ているのだが、フラッシュの市況は上がっている訳ではないが、このDRAMのように下がっている感じではない。確かにDRAMが下がっているのは事実であり、それは一方においてサムスンの歩留まりが相当良くなってきているということがあり、他方で需要の方は伸びてはいるがそんなに強烈に伸びてはいないためにやや需給は緩んでいるということだと思っている。これを見て、直接日本の例えば電子部品の生産とか収益とかにダイレクトに響いてくるというものでもなさそうである。ただ、これは前から申し上げているとおり、いわゆるITサイクルというのは厄介で、先般、岩田副総裁がおっしゃったのだったか正確に覚えていないが、大きいサイクルと小さいサイクルがあっ

て、要するに昔から言われる4年サイクル位の大きいサイクルというのはやはりこれはこれであって、それに加えて小さなインベントリー・サイクルが加わってくるといった感じが例えば起こっている訳である。先だってまでの在庫の調整は終了したが、4年サイクルはまだ当面上昇局面に入る時期ではないので、例えば来年辺りまで含めてITがどんどん伸びていくという局面にはまだ入っていないということである。であるから前に申し上げているような1年単位のインベントリー・サイクルと大体4年位の昔からのシリコン・サイクルは少し分けて考えて頂く必要がある。

西村委員

あと、2000年問題のものがあって、いわゆるシリコン・サイクルとは違うが、かなり大きな影響を及ぼしている。

早川調査統計局長

ちょうどたまたま2000年問題は、その2000年と3年、4年後の買い替えがあって、またしてもシリコン・サイクルっぽくなっている訳である。

須田委員

実質実効為替レートについてである。変動レート制に移行した時が100であるから、30年以上経過した今をみると、たった6.6%の円高にしかになっていないということになるが、このレートを換算する際、物価は何を採っているのか。PPIなのか。

早川調査統計局長

基本的にはPPIである。私は1990年以來の円安と言うのも、これを抜けると20年振りであるなどというのも何か嫌な気がしている。これはやはりPPIですずっと繋いでいるから20年、30年の単位で言った場合に、いわゆる物価指数のデフレーションの仕方が適切かどうかというのはよく分からないので、取り敢えずこれでやっているということである。し

かも、ウエイトも例えば、これだと恐らく最近、2000年位を基準にして多分、貿易相手のウエイトを作っている訳だが、それはずっと前であればウエイトは全然違うから、一本が同じものをずっと30年繋いでいるかどうかというのは疑わしいと思って欲しい。であるから、日経平均の何年振りというのと同じで、どれ位意味があるかあまり分からない。実は日経平均の銘柄も変わってしまっている。

西村委員

因みに、これは連鎖はやはり無理か。

早川調査統計局長

取り敢えずやっていない。

水野委員

もう一つ宜しいか。物価のトレンドを見ていくということが、これからは大事なのだが、物価統計の安定性について、CPIは色々議論が尽くされていると思うが、最近政府からよくGDPデフレータの話が出てきている。GDPデフレータの統計の癖や安定性について、あるいはマーケットと対話するに当たって使い勝手が良いのかどうかについて、何かサジェスションがあったら教えて欲しい。

早川調査統計局長

西村委員の方が詳しいかもしれないが、一応私が答える。先程申し上げたように、例えば足許マイナスが拡大している訳だが、これはほぼ専ら外需デフレータである。外需デフレータであっても、これは交易条件が悪化しているということを捉えている訳であって、それはそれで勿論重要な数字だと思っている。ただ、難しいのはこの数字を使って、特に一般の人達とコミュニケーションするのは相当難しいと思っている。例えば今の外需デフレータが典型だが、これから仮に足許少し原油は下がっているが、またこ

のまま横這いとか、さらに下がっていくと何が起こるかという、元々内需デフレーターは小さなマイナスなので、これは原油が下がった結果としてGDPデフレーターが上がってくるということになり、そうすると「原油が下がったのでインフレーションナリーである」という説明は、普通の人には相当分かりにくいと思う。二番目に言われることは、いわゆるIT関連の需要であり、これはチェーン化したので前よりは随分良くなったが、それでも、例えばIT需要、IT投資が増える、あるいはIT消費が増えると、これはGDPデフレーターはどちらかと言うと下がる方向に行く。従って、例えば「IT景気が盛り上がっているのでデフレなのである」という説明になってしまい、これも説明が相当しにくい。さらに先行き、実は私共も少し考えているのだが、今三位一体改革の中で公務員給与、とりわけ地方公務員の給与の引き下げが話題になっている訳である。これは前にお話ししたと思うが、これを行うと政府消費デフレーターが下がる。そうするとこれは例えば「構造改革を行ったのでデフレなのである」ということになる訳である。従って、前にも申し上げたようにこのGDPデフレーターがなぜ上がったのか、なぜ下がったのか、理由を全部知っている人の間で使い、議論するためには重要な統計だと思うが、そういうことを必ずしもちゃんと説明しないで普通の人に対してGDPデフレーターで、デフレだとかデフレでないとか言うのは、これはかなりコンフュージョンを招くと思っている。

岩田副総裁

少し関連があるのだが、個人消費デフレーターが、エネルギー関係でどの位影響されているかということ調べたことはあるか。

早川調査統計局長

内訳が出ていないのでできない。

西村委員

できない。こちらでは。向こうに行かないと。

岩田副総裁

不可能か。

早川調査統計局長

多分、中城内閣府審議官のところから中身を教えてもらわない限り、内訳は出ていないので分からない。推計しろと言えば、計算してみればできなくはないかもしれないが、こちらで一所懸命計算するのもどうかと思う。

岩田副総裁

アメリカだとコアのCPIとコアのPCEとが両方ある。

早川調査統計局長

PCEはしかも月次で出しているから。

岩田副総裁

両者の差が大体0.5%だと言われている。日本も実力ベースのコアコアCPIの前年比はほとんどゼロで、足許の個人消費デフレーターは-0.5%位なのだが、エネルギー価格の変動に影響されて上がっている可能性があるとするれば、0.5%よりも両者の差は少し大きいかもしれない。

早川調査統計局長

はっきり言ってよく分からない。

水野委員

確かに説明しにくいというのが一番問題かもしれない。

早川調査統計局長

いわゆる内需デフレーターであるとか、あるいは個人消費デフレーターというのは、まだそれはそれで比較的分かりやすい。例えば個人消費デフレーターで先程のIT問題などがあるのだが、それでもまだ分かりやすい。ただ、GDPデフレーターというのは、これはなかなか先程の公務員給与を下げて下がったなどというのは、なかなか厳しいと思う。

岩田副総裁

CPIとPCEとでは、やはりPCEの方がカバレッジが広いと考えて良いのか。

西村委員

広いと言うよりも対象が違うのである。

早川調査統計局長

個人消費の概念が違うし、例えば、いわゆるCPIというのは家計調査ベースなので、単身世帯などを含まないベースで基本は作られているのである。その結果として恐らく、例えば耐久財のウエイトなども、我々が計算した感じでいくと個人消費デフレーターよりもCPIの方が少ないかなという感じがある。

西村委員

耐久財に関してはCPIはどうしても小さくなる。

早川調査統計局長

小さく出る。

西村委員

小さく出ざるを得ないというところがある。

岩田副総裁

別統計を使う訳だが、それも個人か会社かなど、分類が難しい。

春委員

GDPデフレーターが1%以上マイナスだからデフレが続いているではないか、と言われた時に、これはコンフュージョンであるという説明ではもたないのではないか。

早川調査統計局長

確かにそれは交易条件の悪化というのも一つのデフレの一側面であるから、間違いだと言うつもりはないが。

春委員

間違いとは言えないということか。

早川調査統計局長

ただ、これで説明をし続けると、では原油価格が下がった時にもっと上がって、原油が下がったのでインフレであると言うことになる。つまみ食いの的に使うと相当後で困ったことになりがちであると思っている。

西村委員

デフレの定義に全面的に依存してしまう。

早川調査統計局長

然り。

西村委員

定義をまたGDPの中でやってしまうと混乱を招く。



早川調査統計局長

付加価値デフレーターであるので、そのようなものとして考えないと。

福井議長

宜しいか。金融環境について白川理事と山口企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

山口企画局長

それではいつものとおりだが、資料-5(参考計表・その2)で説明する。図表1、まず(1)銀行貸出である。10月は前年比+0.9%であり、8月、9月、10月と順調にプラス幅が拡大してきている。9月までは都市再生機構向けの貸出が相当寄与しているということを申し上げてきた。10月についても+0.9%の中には当然入っている訳だが、9月から10月に掛けての坂においては企業向けの貸出の増加がかなり効いている。業態別に見ると、都銀等は前年比-0.9%であり、9月対比マイナス幅が縮小している。それから地銀・地銀Ⅱについてはプラス幅の拡大の度合いは小さいが、それでもプラス幅拡大基調が続いている。地銀と地銀Ⅱの内訳を見てみると、地銀はプラス幅が縮小する一方で、地銀Ⅱについては今までのマイナスからプラスに転嫁している。これは、昨年西日本と福岡シティの合併があって、その影響が1年間続いた訳だが、10月からはそれが消えたということである。特に何か大きな変化があってこういう動きになっている訳ではない。いずれにしても、銀行貸出の前年比はこのような形でプラス幅が拡大し、はっきりと水面上に顔を出したと言って良い状況になってきている。次に(2)総資金調達だが、10月は前年比-0.2%で、ほぼ水面すれすれのところまで戻ってきている。これまで銀行貸出の前年比マイナス幅の縮小ペースに比べると、民間部門の総資金調達のマイナス幅の縮小ペースは、やや鈍いと申し上げてきたが、この10月辺りを見ると、銀行・信金・外銀計が寄与度としてプラスになってきているし、直接市場調

達、つまりCP・社債もプラス寄与を高めている。資金調達のルートが広がる中で、民間部門の資金調達全体についてもマイナス幅の縮小ペースがそこそこのものになってきている。次に図表2である。(1)のグラフは借入主体別に見たものだが、これまで申し上げてきたとおり、濃いめのシャドーが掛かった部分のマイナス幅の縮小ペースがこのところ目立っている。これが全体の借入れの前年比を押し上げる方向に作用している。(2)のグラフはそれを企業規模、業種、資金用途別に作成したものである。まず、〈企業規模別〉でご覧頂くと、大企業、中堅中小企業ともに上向きである。勿論、都市再生機構向けの貸出が分類上大企業に含まれているので、その分を割り引いてみる必要があるが、それを割り引いても企業規模の如何を問わず上向きになってきているとみて良いのではないかと。〈業種別〉だが、製造業、非製造業、それから非製造業のうちの不動産と分けてみたものである。ご覧のように、製造業——細かい実線だが——はジワジワとマイナス幅が縮小してきている。それから非製造業についても、多少振れはあるが、上向きの感じがトレンドとしてきっちり読み取れる。内訳の不動産業については、以前に申し上げたとおり、某銀行が2004年以降アパート・ローンを不動産業向けとしてカウントするようになり、それが多少攪乱要因になっているが、基調としては、明らかにプラス方向での動きになってきている。次に〈資金用途別〉だが、運転資金、設備資金をストックベースで見ても、それぞれマイナス幅が縮小している。新規の設備資金についても、都市再生機構向けの貸出によって、多少攪乱されているところがあるが、流れとしては設備、運転を問わず、最近は上向きの状況になってきている。若干付言しておく、先々金利が上がるかもしれないといった金利観から、やや長めの固定の借入を愛好する動きも出てきており、この辺りも貸出全体を押し上げるなにかの要因になっているとみている。次に図表3である。(1)はCP・社債の信用スプレッドだが、特に変化はない。非常に低いところで張り付いている。従って、発行環境は良好とみておいて頂ければと思う。(2)の公募社債の発行額については、10月は下期初でもあり、そこそこの地合いが継続している。BBB格の発行

額も、かなりの振れはあるが、堅調地合いが続いている。なお、公募社債の発行についても、金利先高観に基づいて、社債の償還期よりも多少前倒しで発行するといった動きが、極く一部ではあるが見られるようである。次に図表4、発行残高であるが、(3)の折れ線グラフがCPと社債を合わせたものである。ご覧のように、今年の春以降、前年比伸び率が高まるという動きが続いている。直近の10月に掛けて少し下向きの感じがあるが、特に基調が変わったということではないと思う。内訳を見ると、社債が寄与度を高めつつあるし、CPも——黒いシャドーの部分だが——寄与度を高めているという状況である。なお、CPについては、やや特殊な動きとして、この夏場から10月に掛けてみずほが公的資金の返済のためにCPを発行したということがあり、この分で少し嵩上げされている面がある。ただ、基調としては、今申し上げたようにCPも社債も寄与度を高める中で、CP・社債を合わせた発行残高はジワジワと前年比を伸ばしているという状況である。それから(4)エクイティだが、転換社債についてはこれまで申し上げてきたとおりである。9月は国内で設備資金見合いの転換社債の発行が見られ、2,000億円程度の発行量にまで膨らんだ訳だが、10月はその反動もあって低調ということである。それから株式は、ご承知のような株式市況が続く中、堅調地合いが続いている。次に図表5、(1)コミットメント・ラインと(2)私募債の動きを示すグラフである。まず、コミットメント・ラインについては、半期末毎に増加する傾向がこれまでも見られた訳だが、この9月も契約額が増加している。前年対比で見て増加ペースが速まっているということではないが、コンスタントに契約が増え続けている。私募債についても状況は同じである。私募債の引受残高は、前年差で2兆円位の増加ペースが維持されている。このように貸出、コミットメント・ライン、CP、公募社債、私募債などが全体にジワジワと増えるという状況が続いている。図表6は(1)企業から見ての金融機関の貸出態度判断DI、(2)資金繰り判断DIについての中小公庫の調査結果である。特段大きな変化はない。次に図表7である。(1)はマネタリーベースである。前回の会合で10月の途中ラップをご説明したが、結果的には

ほぼご説明どおりの着地となった。マネタリーベース全体としては、前年比 3%弱である。この間、銀行券については 9 月+2.6%の後、10 月は +2.9%であり、+2%台後半の前年比が続いている。日銀当預は前年比 +3.1%である。この春先から夏場までの札割れ局面で資金供給オペが長期化し、その結果として 10 月はオペレーションの期落ちが少なかった。それが効く形で日銀当預の伸びがやや高まったということである。それから (2) 銀行券については、昨年 11 月から新しいお札が発行された訳だが、直近はどうかと言うと、11 月 10 日から 16 日までの 7 日間の移動平均で+1.2%である。11 月に入って早々はほぼ前年並みのところまで落ちたが、そこから少しずつ伸び率が回復してきている。月中の着地については十分読み切れないが、一応+1%位になるのではないかとみている。(3) マネーサプライだが、10 月は 9 月対比でほとんど動きがない。+2.0%である。9 月については、交付税の支払い時期が従来の月末から月初に変わった。その結果として、地方公共団体の公金預金が月中平残としては嵩上げされた。それが 9 月の M2 + CD を押し上げたということであるが、10 月については、冒頭申し上げた銀行貸出の増加がプラス方向で効いており、それが寄与する形で、9 月とほぼ同じ伸び率が維持された。以上が計数についての説明だが、冒頭申し上げたような貸出の動き、それから民間部門総資金調達動き、これらが今回の特徴的な変化だと思っている。私からは以上である。

福井議長

如何か。

福間委員

資金需要が非常にはっきり見えるようになってきた。不動産はよく言われている形が出ている訳だが、M&Aに関する資金需要はどのように評価できるのか。第三者割り当て増資をやっている発行会社は資金を取ると、それを返済に回すのであろう。あるいは、運転資金に使う。

山口企画局長

然り。

福間委員

だが、そうではなくてM&Aになると、買収される方にはあまり関係がない。買収サイドの方は一部では金を借りるかもしれないが、基本的にはキャッシュ・フローがあるから株を買うのだろう。先程の運転資金や設備資金についての資金需要が増えているという説明は、これはこれで非常に分かりやすいが、不動産関連とM&Aに関する資金需要についてはどういう整理をしたら良いのか。

山口企画局長

今年の春頃にM&Aがかなり増えてきていることを確認し、それが資金調達にどう繋がっているかということを一応調べたことがある。実は明確には分からなかったが、ある程度の資金調達、例えば借入需要あるいは転社による調達などに繋がっている可能性が高く、また、買い手側においてそうした資金需要が発生している可能性があるということであった。最近改めてその点をチェックしたということではないが、多分、流れとしてはそうした動きが続いているのではないかと思っている。それから不動産業向けの貸出については、M&Aとダイレクトに繋がりはあるとは思っていない。

福間委員

アパート・ローンとかプロパティ・ローンとかREITとかそういう関連の。

山口企画局長

そうした形で貸出が行われているということであろう。

#### 福間委員

非常にM&Aのレベルが高くなっている。レベルというのは1ディールの金額である。M&Aについては、昔はこう言っては何だがお祭りにやっていたが、今は企業戦略の中で定着してきており、本業の転換を行う場合にもグリーン・フィールドでやるよりは買った方が時間・費用の面で有利ということがある。また、今年出てくるのは業界の再編成など、本気のM&Aである。

#### 山口企画局長

エクイティ・ファイナンスの中にそうしたM&A絡みの第三者割り当て増資とか公募増資などが入ってきているのは事実だと思う。そういう意味では企業のそうした方向での積極姿勢が、かなり目に付くようになってきている。ただ、おっしゃるようにエクイティで調達した資金を借入の返済に回しているといった動きもあり、M&A絡みと言っても全てがM&A絡みの調達ということではないように思う。

#### 福間委員

何となく実感として需要が増えてきた。アネクドータルに言っても増えてきたなという感じは私も持っていて、この数字は本当に最近では珍しくはっきり出ている。

#### 山口企画局長

ただ、実勢としては、都市再生機構向けを除いてみなくてはならない。都市再生機構の分だけで0.6%位は効いている。

#### 福間委員

だが、今までに比べればはっきりしてきた。

福井議長

0.6%というのは何に対して0.6%か。

山口企画局長

図表1、(1)の銀行貸出残高の10月の前年比+0.9%のうちの0.6%である。

福井議長

このことか。

須田委員

不動産業の分類を変えた銀行があるということもある。

山口企画局長

然り。

須田委員

今回の銀行貸出統計についても、不動産業の貸出がプラスになったということに注目した記事が見られるが、図表4の(2)企業向け貸出の内訳の〈業種別〉のグラフの点線の部分のうち、ある銀行が分類を変更したというのはいつの話か。

山口企画局長

先程申し上げたが2004年に入ってから伸びていくプロセスである。

須田委員

ではこれは全部が…。

山口企画局長

いや、勿論全部ではない。不動産業向けの中に都市再生機構向けもカウントされている。都市再生機構は非製造業に分類され、そのうちの不動産業に含まれている。

水野委員

これからまた上がってくるかもしれないのか。

山口企画局長

再生機構がか。

水野委員

いや、不動産向けというのは。

山口企画局長

それはそうだろうと思う。基調として不動産業向けの貸出が増えているのは事実である。

水野委員

質問なのだが、資金調達手段の多様化という点について、今は資金がジャブジャブな状況で銀行が企業にとって非常にやさしい貸出態度を採っている。ただ、銀行に冷たくされたことも忘れないで欲しいとよく話しているのだが、その中で企業が色々な資金調達手段——例えば社債、私募債やコミットメント・ライン——を用意している。そういう点では企業に政策が変更される、あるいは金利が上がった時に備えて、銀行との関係で企業サイドの方から見て少し見直す動きというのが出てきているのだろうか。我々からすると今非常に金融を緩めている。それが正常化に向っていく過程の中で企業と銀行との関係で、銀行もこんなにいつまでも金を貸してくれない可能性もある。そういう中で社債にいたりエクイティ調



達を行う等ファイナンスの手段を多様化していく動きというのは凄く気にして見ている。その辺の動きというのは何か個別のヒアリングなどでも何か感じるところはあるか。

山口企画局長

それはまさにおっしゃるとおりなのではないか。企業としては間接金融だけではなく、直接金融も指向しているし、コミットメント・ラインのように万が一の時にいつでも借りられるようなラインを設定して、クレジットクランチの時のような苦い経験を繰り返さないよう手当てをしておく、そんなことも頭に置きながら多様な資金調達ルートの確保に相当気を使っている。

水野委員

それは我々の政策と絡めてそういうことを意識されているのか、あるいは銀行がかなり冷たくなる可能性もあるので…。

山口企画局長

我々の政策と絡めてというと…。

水野委員

例えば金融政策が今はこういう状況で、政策効果として金融機関も貸出競争がでてきている部分も多少ある。銀行貸出については恐らくポジティブに動いていると思う。金融政策が多少正常化していく中で将来長い目でみて資金調達手段を多様化していこうという動きなのか。我々の政策と絡めての動きなのか、それとは全く関係なく、ただ資金調達が多様化しているのか。ここにきて何か変化が出ているのかどうか。半年位見て。

山口企画局長

最近ということで申し上げますと、多様化の動きがよりはっきりしてきた

ことは事実だと思う。企業自身が多様化のメリットを認識するようになってきている。全体としての調達コストを下げるという観点もあるし、アベイラビリティをしっかりと確保しておくということもあると思う。企業行動は、この半年位を見てもそういう方向にはっきりと動き出しているように思う。勿論、企業の姿勢としては以前からそうした方向を模索していたはずであるが、それが、資金需要が出る中で調達コストをきちっと比較しながら、実際の数字となって現われるようになってきたのはやはり最近のことではないかと思う。

水野委員

調達コストが多少高くても銀行から借りた方が良いのだが、それでも多様化しておいた方が良いと考えているのかなと思うが。

山口企画局長

やはり彼等は調達コストの比較をきっちりやったうえで有利なものを選んで、これが実態だと思う。例えば貸出と社債であればどちらが有利かということドライに考えて、社債が有利であれば社債を発行する。

水野委員

いや、私が民間にいる時にやっていたのは、今は銀行から借りた方が良いのだが、ただ、社債を発行していく、あるいは20年債・30年債といった長期固定の社債を発行していった方がロングタームにみたら有利である。そういう金利も目先のことではなくて長い目でみて資金調達手段を多様化しよう、あるいは長い年限の社債も多様化しようということであって、あまり目先のコストだけを考えているようだとあまり金融環境の変化に対する備えが十分ではない。

山口企画局長

いや、コストの中には、ロングタームで考えた銀行との関係、あるいは

証券会社との関係、そういったものをトータルに織り込んで計算しているはずであり、そのうえで何が有利かということを経営側は判断している。それから銀行側もそうした長い顧客関係を意識しながら、顧客を取り込むべきかどうかを判断している。そのような関係の中であって、企業サイドは調達のルートを多様化しておきたいとの意識をより強く持つようになっていくということであろう。

水野委員

そこはそういう理解で良いか。

山口企画局長

然り。

福井議長

如何か。他に宜しいか。それでは今日の予定していた議事は終了した。明日は午前9時に再開をする。なお、最後に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したいと思う。本日は閉会したいと思う。

(15時40分中断、18日9時再開)

福井議長

それでは定刻であるので政策決定会合第二日目を開催する。今日は政府の方から財務省赤羽副大臣、内閣府は昨日に続いて中城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。今日は金融経済情勢に関する討議、それから当面の金融政策運営に関する討議を経て、議案の取り纏め、採決に移りたいと思う。その他、金融経済月報の検討、議事要旨の承認が議題に挙がっている。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提にご発言頂ければというふうに思う。早

速、金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議に移りたいと思うが、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報案について執行部から簡単に説明をお願いしたいと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

#### 門間調査統計局参事役

それでは大きな横長の紙でご説明する。前月の月報以降、この1か月あまりで出てきた経済指標は、7~9月のGDP統計を含めて前月の「わが国の景気は、回復を続けている。」という判断と概ね整合的だったと考えている。従って、今月も冒頭の表現は据え置きにさせて頂きたいと思う。

「わが国の景気は、回復を続けている。」ということである。この表現は9月からであるので、今月で3か月目ということになる。次に各論であるが、各論も基本的に大きな変更点はない。2行目のところ、前月は「業況感にも小幅の改善がみられる中、」という表現があつて、それを削除しているが、前月は業況感を表す短観という指標があつて、今月はなかったということだけであるので、特段の判断の変更ということではない。それからそのパラグラフの下の方であるが、住宅投資、ここについては、上向きの変化が前月に比べると多少基調的なものと判断できるようになってきているのではないかと、という感じを込めているつもりである。前々月までは「横這い圏内」と申し上げてきたが、前月は「このところ増加の動きがみられる。」というふうにして、今月は「このところ」というのを取って「強含みの動きとなっている。」ということである。次に先行きであるが、ご覧のように先行きの総論・各論とも一切変更点はない。「先行きについても、景気は回復を続けていくとみられる。」ということである。すなわち以下の説明についても、この1か月間で変更を要するような材料は出てこなかったという判断をしている。次に物価であるが、まず物価の現状の国内企業物価であるが、「国際商品市況高や円安などを背景に、上昇を続けている。」ということである。上昇という意味では前月と同じであるが、前月は「原油価格上昇の影響などから」と書いてあるが、その後原

油は反落気味、しかし非鉄がかなり上昇して国際商品市況全体としては高止まっている、かつ円安が進行しているということであるので、このように変更させて頂きたいと思う。それから消費者物価については、変更はない。物価の先行きのところ、国内企業物価は、ただ今申し上げた現状の変更と同様に要因のところを変更している。同じような変更である。消費者物価については、先行きについても変更点はない。実体経済、物価は以上である。

#### 内田企画局企画役

続いて金融面であるが、何点か変えさせて頂いている。まず、実体評価に関わる変更としては、3行目から4行目に掛けての民間の資金需要、それから民間銀行貸出の部分である。先に民間銀行貸出の方を上げると、前月まで「前年並みの水準」という評価をしていたが、昨日ご説明したとおり今は前年比で+0.9%ということであるので、「前年を上回る水準となっていており、」という表現に変えている。また貸出以外、資本市場調達あるいは政府系からの借入れといったことを含めて、民間の総資金調達ベースで考えてもマイナス幅がかなり縮小してきているので、その一つ前の「民間の資金需要は」というところも、「減少テンポがかなり緩やかになっている。」という表現にしている。今までは「幾分緩やかになってきている。」という表現であった。多少強めるということである。また後は数字の変更が主なものであるが、マネタリーベースについて「1%台」から「3%程度」、マネーサプライについて同じく「1%台」から「2%程度」と数字を変えている。さらに銀行券の部分であるが、既に出ている10月の数字は「3%程度」ということで若干伸びを高めているが、11月入り後、昨年改刷があった裏が出るということが確実に分かっているので、この点を11月の月報の段階で中間段階ではあるが書いておいた方が良いでしょうということで、「10月は前年比3%程度の伸び率となったが、11月入り後は前年の改刷の影響から伸びが鈍化している。」と書いた。最後に為替・資本市場であるが、こちら「株価は上昇」、「円の対ドル相場は下落」、「長期

金利は前月と概ね同じ水準」とさせて頂いている。なお、前々回の月報を決定した当時の株価が13,400円台、円／ドル相場が114円台ということであるので、こちらは、この表現のまま大丈夫だと思うが、長期金利は1.535%というレベルであったので、今日の様子によっては、あるいは低下ということになるかもしれない。以上である。

福井議長

このペーパーには後程討議の後また戻ってくるが、取り敢えずただ今のご説明に対してご質問があったらおっしゃって頂きたい。内容、表現とも後でもう一度議論をきちんとさせて頂く。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

それでは討議に移りたいと思う。金融経済情勢に関する討議と政策運営に関する討議に今日は二つに分けて行いたいと思うが、最初に金融経済情勢に関する討議、各委員方からご発言を頂きたいと思う。大体お一方5分ずつ位ということで、ここのところ毎回申し上げているが、極力時間厳守ということをお願いしたいと思う。今日は、須田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、中原委員の順でお願いしたいと思う。最初に須田委員からお願いする。

須田委員

我が国の経済は7～9月期の実質GDP成長率の1次速報でも確認できたとおり、外需と内需という二つのエンジンは順調に稼動しており、「わが国の景気は、回復を続けている」という現状判断で良いと思う。また、先行きについても景気は回復を続けていくとみられ、展望レポートの見通しを順調に辿っているとみている。

まず、世界の景気を牽引している米国については、ハリケーンによって

甚大な被害を被った米国経済も現時点でみる限り、当初に心配していた程に傷は深くないようである。実際、ISM非製造業指数が60台に復したほか、新規失業保険申請件数もハリケーン前の水準に戻った。落ち込んだ自動車販売が先行きどうなるか気になるが、それを除くと小売売上高も好調を維持している。足許、原油価格が低下しており、ガソリン等エネルギー価格の高騰が和らぎ始めているのも追い風となっている。住宅ローンの承認件数の低下などから、住宅ブームはピークアウトの兆候が見られるが、現時点ではソフトランディングの方向に進んでいるように思われる。もっともコアベースの物価は緩やかに上昇しているほか、時間当たりの賃金も緩やかに伸び率を高めている。原油価格の動向も定かではない。FOMCの声明は、インフレ圧力や長期のインフレ期待の上昇について、依然として警戒感を滲ませている。インフレ期待の上昇による長期金利の大幅な上昇は、住宅価格への影響や金融資本市場を通じて世界経済に大きな影響を与えることになるので、インフレ期待の高まりは依然として懸念材料である。また、消費者コンフィデンスは落ち込んだままであるし、これから本番のクリスマス商戦の出来如何では、来年初にIT関連のミニ調整が生じる可能性もあるほか、これまでの利上げの累積効果がなにごとに顕現化する可能性もある。今後とも米国を中心に海外景気の動向を注視していきたいと思う。なお、前回も申し上げたが、鳥インフルエンザの広がりとその影響にも留意しておく必要がある。

内需に目を転じると、総務省「個人企業経済調査」から、持続的な景気回復が中小企業まで波及しつつある姿が確認できる。10～12月の業況見通しは大幅な改善が見込まれており、特に飲食店・宿泊業、卸売・小売業の改善が顕著である。設備投資については、上期の企業収益は上方修正となり、原油反落と円安というプラスの材料も加わって、引き続き上昇すると見込まれている。また、中小企業金融公庫「中小製造業設備投資動向調査」を見ると、今年度計画は3年連続の増加となっており、業種内訳を見ても内需関連、加工型、素材型のバランスも良く、設備投資の裾野が着実に広がっているように思う。目的では、「新製品の生産、新規事業への進

出、研究開発」が増加しており、企業の前向きな姿勢が見て取れる。

消費については、海外旅行が弱めとなっているほか、自動車販売は反動減となっているが、雇用・賃金環境の改善や株価上昇のもと、サービスを含めた個人消費は着実な回復を続けている。今後も緩やかな上昇を想定しているが、デフレ期待後退による上振れも意識している。消費動向調査によると、物価が一年後に上昇すると予想している家計が5割を超え、低下を予測する家計は5.3%にとどまっている。デフレ期待は消費を後ずれさせるとしばしば言われてきたが、インフレ期待の高まりは消費を増加するように働く可能性がある。また、物価の上昇は金融資産よりも実物資産選好をもたらし、住宅投資や家具などの需要を増やす可能性がある。

住宅投資は既に強含みとなっているが、この背景には、土地の下げ止まり傾向や中古マンション価格上昇が散見されること、低金利でローンが借りやすくなっていること、運用難の資金が不動産投資に向っていることなどがある。実際、建築したものの売れ行きが悪い場合、不動産ファンドに一棟売りして不動産ファンドが賃貸に回すという例が見られるとの話も聞かれる。不動産ファンドという受け皿があるため、ディベロッパーが安心して建てているという面があるように思う。世帯数の増加など住宅の潜在的需要はあるので、今後も強含みで推移する可能性があるとみている。

最後に生鮮食品を除く消費者物価については、電気代や固定電話通話料の引き下げの影響等から前年比では小幅のマイナスが続いている。もっとも、特殊要因といわれるものを除いたベースで見ると、引き続きゼロ近傍の動きとなっている。展望レポートとの関係で言えば、足許原油価格は下方に、為替レートは円安に振れているが、今のところ両者の影響が相殺し合っているとみている。なお、エコノミストの中には規制緩和や財政改革による新たな特殊要因を足し上げて物価の動向を押し量ろうとする姿が見受けられる。しかし、それらがプラス要因なのかマイナス要因なのか、またどの程度の大きさになるのか、それらの具体的内容が明らかになるまでは分からない。物価の先行きを考えるうえでは、これらミクロ要因を大胆な予測のもとで積み上げるのではなく、マクロ経済変数との関係にもつ



と関心を持つべきだと思う。その観点からの現在の私の関心事は、昨日の早川調査統計局長も言及されたように、こここのところ3年に亘って2%程度の成長を続けてきて、潜在成長率が上昇しているのではないかという点である。この場合、需要増をどうみるかで物価に与える影響は違ってくる。この点をどう考えたら良いか、これから真剣に考えていきたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

景気の現状についてであるが、前回の決定会合以降に公表された景気・経済指標は多くないが、7～9月期で見ると、実質GDP、それから生産、機械受注、どれを見ても4～6月期程強くなく、景気回復モメンタムは巡航速度に落ち着いてきたと評価できると思う。7～9月期の我が国経済を支えた要因は大きく分けて二つあると思う。第一は海外経済の拡大を背景とした輸出回復の持続である。中国向けや情報関連の輸出持ち直しを背景に、7～9月期の実質輸出は前期比+3.3%となった。4～6月期は+1.5%であるから、緩やかな増加傾向が確認されたと言えると思う。第二は株価・地価など、資産価格の上昇と円安の進行である。米国の株式相場は最近、再び上昇傾向を見せ始めている。外為市場では円安傾向が顕著となり、円の実質実効為替レートは、1990年4月以来の円安水準に達している。どちらも我が国の株式相場を押し上げる要因と期待できる。株式売買の活況を主因に金融サービス業は強い動きを見せている。我が国経済は企業収益の改善と株価の上昇を受けて好循環に入ってきたとみている。今後も景気回復傾向が続くと見込まれる。株高は金融機関と非金融企業部門のいずれについても財務体質を強化することに寄与する。企業は縮小均衡モードから脱却し、選択と集中を徹底させつつも、新規投資や雇用拡大に踏み切る動きを見せている。一方、家計部門は雇用不安の後退、賃金の下げ止

まりに加え、配当所得・保有株式の含み益の増加など資産効果を享受し始めている。金融経済情勢の変化はマネーフローにも現われている。バブル崩壊後、我が国の資金の流れは、非金融企業部門の経済活動が鈍化する中、公的部門に資金が流入する構造が続いてきた。しかし、非金融企業部門がいわゆる三つの過剰問題の解決に目途を付けたことから、マネーフローは重要な転換点を迎つつあるように思われる。具体的には以下の三点が指摘できる。

第一に、貯蓄超過部門である企業部門と家計部門の資金余剰度合いが最近弱まりつつある。非金融企業部門では、設備投資や雇用を拡大する動きが広がり始めている。また、家計部門では、住宅ローンの残高増加が顕著に見られる。このような動きを反映して、特殊要因を除いたベースの銀行貸出は3か月連続で前年比プラスに転じてきている。

第二に、今年4月のペイオフ解禁以降、家計の金融資産の構成に変化が見える。デフレ脱却の兆しも見えることから、銀行預金・郵便貯金・個人向け国債を中心にする貯蓄型志向から株式投信・外貨預金・不動産投信など高い収益、リターンを求めたリスク選好型に転じる動きが見える。

第三に、預金超過の主体である家計、非金融法人部門ともに銀行預金を減らす傾向が見えると同時に、量的緩和政策の枠組みが変更されるとの見方から、民間金融機関の金余り度合いが低下する可能性が出てきている。こうした状況を踏まえて今後のマネーフローを展望すると、家計部門のインフレ期待や金利感応度は高まってきており、個人の金融資産が預金からリスク性資産にシフトする動きが続く公算が高いこと、慎重な企業行動に変化の兆しが見え始めたことから、民間金融機関の大幅な預金超過の構造が意外に早く修正される可能性が出てきたことがポイントとして挙げられると思う。メガバンクや有力地銀がコア預金の概念を活用して残存5年までの国債を満期保有勘定で購入しているが、相当保守的に対応する傾向が強まっていると思われる。これまで国債大量発行時代の中で長期金利が極めて安定した背景には、預金超過の民間金融機関が銀行貸出から国債、FB・TBへの資金シフトを進めてきたこと、財投改革に伴い日本郵

政公社に財政運用資金から巨額の運用資金が返済されてきたこと、個人向け国債の販売が予想以上に好調であったことなどが指摘できる。マネーフローの変化によって、政策の枠組み変更が長期金利に与える変化が潜在的には大きくなっている可能性について注意して見て行きたいと思う。長期金利の動向に関して言えば、債券市場が財政再建に関する一連の議論を冷ややかに見ていると思う。この背景には消費税率引き上げや公務員改革の実現に向けたハードルは高く、「2010年代初頭にプライマリー・バランスを均衡させる」という政府の目標を達成するイメージがまだ描けていないためである。債券市場は財政再建を実現した主要先進国のほぼ全てで景気回復による自然増収の寄与度が、増税や歳出削減よりも大きかったという経験則を意識している。万が一、政策金融機関の整理・統廃合、三位一体改革、公務員改革の目途が立たずに増税の議論のみが進んだ場合、将来的に財政緊縮路線の継続を評価するのではなく、財政規律の不足や財政再建の持続性に対する不安など、財政のリスク・プレミアムが長期金利に上乗せされる可能性が否定できない。金融政策のリスク・プレミアムは、金融政策が転換すると比較的速やかに縮小するが、財政のリスク・プレミアムは一旦上乗せされると長期化する可能性が高いという特徴がある。我々は政府とともにこの点を意識していく必要があると思う。なお、仮に金融市場が、政治的な理由から量的緩和政策の解除が先送りされるリスクが高いと判断すれば、実質短期金利でみれば金融政策はさらに景気刺激的になる訳であるから、円安・株高が進行しやすくなる。そしていずれ国債イールド・カーブにベア・スティープ圧力が高まってくると思われる。以上である。

福井議長

次は春委員から願います。

春委員

前回会合以降、短い期間であったが、総じて景気の底堅い回復を示す指標が続く中で、原油安と円安と株高が進んだ。長期金利は、前半は上昇、後

半は下落という動きとなった。

個別に見ると、まず海外については、米国はハリケーンや航空大手のストライキ、あるいは自動車販売の不振などによる振れはあるが、総じて底堅い指標が続いている。10月のISM指数は、製造業が高水準を維持したほか、非製造業も大幅な改善となった。雇用関係では、新規失業保険申請者数が概ねハリケーン前の水準に戻っている。全体としてみれば米国経済は着実な拡大を続けていると考えられる。ブルーチップの11月のコンセンサス予想も、2005年度、2006年度とも10月予想比横這いと堅調さを維持している。その中で減速感の出ている住宅市場の動向やガソリン・暖房費高止まりによる消費への影響、インフレ・リスクなどの不透明要因を注意してみていく必要があるだろう。当面、本格化しているクリスマス商戦の動向などに注目したい。

中国については、10月の輸出が伸び率を拡大させているほか、固定資産投資も高水準を維持している。7～9月の高成長が10月以降も持続していると思われるが、在庫調整や投資抑制の動き、さらには、これは中国だけのことではないが、鳥インフルエンザの影響といった不透明要因も含め、先行きを注意してみたい。

この間、原油価格は、足許はIEAが2006年の世界需要見通しを引き下げたことや、米国の気温が予想比やや高めで推移していることもあって低下している。最近の国際局のレポートで総括的に整理されているが、今後の米国の気温等によっては再び高騰する可能性もあるほか、産油国・消費国それぞれに価格メカニズムに沿った前向きな動きが見られているものの、産油国やメジャーの慎重な設備投資スタンスが続いていて、原油高の基調的な構図も続いているので、引き続き警戒的に見ていく必要があると思う。

次に、国内でも総じて底堅い指標が相次いでいる。先週末発表された7～9月の1次QEは、2次QEで下方修正の可能性があるとのことだが、内需の伸びから市場予想を上回る成長となった。個人消費は前期に比べ伸び率が鈍化した、3四半期連続のプラスを維持している。設備投資は、前

期の反動もあって小幅の伸びにとどまったが、企業の投資意欲は引き続き堅調を維持しているように思う。中小公庫の10月の調査でも、2005年度計画は前回調査比大幅に上方修正されている。9月の住宅着工も高水準を維持している。発表が本格化している企業の間接決算も、素材産業、内需関連産業など幅広い業種で過去最高だった前年を上回り、好調に推移している。雇用・所得関連でも、9月の毎勤統計は常用労働者数が引き続き前年を上回り、雇用者所得も増加を続けている。この冬のボーナスについての民間予測を見ても、2年連続の増加となっている。また、10月下旬実施の景気ウォッチャー調査でも、現状判断DIは、気温が高めで秋冬物衣料が伸び悩んだことや原油価格上昇から、若干低下したが、横這いを示す50を6か月連続で上回っている。先行き判断DIは、消費・購買意欲の高まりから逆に上昇して、7か月連続で50を上回っている。景気の底堅さを示すものと評価できると思う。

以上から景気判断について、国内経済は原油価格や海外経済などの不透明要因を抱えつつも、10月の展望レポートの見通しに沿って回復を続けていると考えられる。今月の基本的見解についても、執行部の提案通り、先行きを含めて基本的に10月の判断を維持することで良いと思う。

簡単に二点コメントさせて頂くが、まず第一点は、東京電力を含む電力4社が使用済み燃料の再処理、いわゆるバックエンド費用の積み立て制度の変更に伴って、来年4月からの値下げを相次いで表明した。タイミングは私が考えていたより早かったが、値下げ幅として報道された4%は公表されたものではなく、制度変更に伴う値下げ幅は1%程度である。この他にコストカットの成果を反映させて値下げ幅を決定することになるが、その内容が公表されるのは来年2月末頃になる見込みである。

第二点は日経平均株価であるが、景気回復期待を背景に11月4日に14,000円台を回復し、その後も——今日も大変好調のようであるが——、年初来高値更新を続けている。主体別に見ると、売買シェアで3割近くまで拡大している個人が、10月に6か月振りに買い越しに転じている。企業収益の好調などを背景にした増復配による配当利回りの上昇

や、ペイオフ解禁による運用分散化の動き、さらにこれは必ずしも直接的に影響を及ぼすものではないかもしれないが、銀行の証券仲介業参入や郵政公社による投信窓販開始などの動きが、今後個人の株式投資にどのような影響を与えるか期待を持って見ていきたい。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

前回の決定会合からあまり日が経っていないので公表された指標は多くないが、総じてこれまでの景気判断に沿ったものであったと考える。

まず海外経済であるが、米国では家計支出、設備投資が着実な増加を続ける中で、生産は緩やかな増加傾向にあり、雇用環境も改善している。10月の消費者物価コアは前月比+0.2%と幾分伸びを高めた。原油価格の騰勢一服や企業業績の好調を好感して、株価は持ち直す動きとなっているが、インフレ懸念の高まりをきっかけに、米国の緩和的な金融環境に変調が現われることはないか、この点引き続き注意深く見ていく必要がある。東アジアをみると、NIEs、ASEAN諸国地域では、一部の国・地域でエネルギー高の影響が顕在化しているが、総じてみれば輸出を中心に緩やかな景気拡大が続いている。中国では内外需とも力強い拡大を続けており、伸び悩んでいた輸入も復調しつつある。

次に我が国経済であるが、7~9月の実質GDPは4期連続でプラス成長となった。1~3月、4~6月の伸びが高かったことなどを併せて考えると、7~9月の年率+1.7%という数字はむしろやや強めの数字で、市場予想対比でも若干の上振れであった。やや詳しく中身を見てみると、輸出は、前期まで伸び悩んでいた中国向けや情報関連も持ち直してきて、7~9月ははっきりとした増加となった。7~9月の生産は鋼船や医療品における統計的な振れの影響もあって、前期に続き微減となった。先行き10~12月は増加の見通しであるが、素材の在庫調整、IT関連分野の最終需

要の不透明感などもあって、この点は注意深く見ていく必要がある。雇用面は改善傾向が続いている。毎月勤労統計の一般労働者数は安定した増加を続けている。賃金が増加していることと併せて、雇用者所得も緩やかではあるが着実に増加している。個人消費は底堅く推移していると考えられる。7～9月は年前半に高い伸びを示したことの反動減が出たが、減少自体は比較的小幅にとどまり、それ程大きな落ち込みとはならなかった。個人消費の動向は天候の影響に左右されやすいなど、なお不安定な面も残しているが、先行きは雇用者所得の緩やかな増加を背景に着実な増加を続ける可能性が高いと考える。

以上を纏めると、景気は踊り場を脱した後加速している訳ではないが、内外需がともに増加する形で着実に回復を続けていると判断される。先行きも「潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続ける」という展望レポートの見通しに沿って推移するとみられる。

次に物価動向であるが、国内企業物価を3か月前比で見ると、10月は+0.8%と国際商品市況高や円安などを背景に上昇を続けている。先行きについても当面は海外市況高や円安の影響などから上昇を続けるとみられる。消費者物価については、米価格のマイナス寄与が剥落し、電気・電話料金のマイナス寄与が縮小していくということから、年末に掛けてプラスに転ずる見通しである。1～3月には比較的しっかりしたプラスになると見込まれる。東京電力など複数の電力会社が来年4月からの料金引き下げを決定したが、その中身は今春委員からもご紹介があったとおり必ずしも全てが明らかになっている訳ではない。需給ギャップや賃金など、物価を巡る環境は好転していて、消費者物価は、基調としてプラス方向に向けての動きを続けるという判断を変える必要はないと考える。

金融市場では、景況感の改善を受けて株価が上昇し、4年半振りの14,000円台前半の動きとなっている。一方、円/ドルレートは円安の動きとなっている。これには米国の利上げ継続が強く意識される一方で、我が国では量的緩和政策の解除があるとしてもその後の利上げは緩やかなものにとどまるために、日米間の金利格差は引き続き拡大するであろうと

いう見方が優勢であることが影響していると思う。円安は、我が国経済または物価の先行きを上振れさせる要因であり、企業収益への影響も含めて今後の動きを見ていきたいと思う。

次に民間銀行貸出であるが、特殊要因を調整した計数で見て、8月以降前月比プラスの動きとなっている。これは金融機関の貸出姿勢が緩和していることに加えて、民間の資金需要の減少テンポが緩やかになっていることを反映しているとみられる。漸くプラスとなった貸出がどのように推移していくのか注目していきたいと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

私は原油価格の動向についてのコメントをしたいと思います。その角度から景気と物価の話をしたいと思う。

まず、原油価格であるが、WTIも一頃と比べるとやや低下傾向にある。原油のファンダメンタル・プライスをどう考えるか検討が行われるべきだと思っている。極端な議論はピーク・オイル論と呼ばれているもので、2004年に原油生産はピークになってしまうというのがそもそもの問題提起であった。恐らくそれは誤りだろうと思うが、IEAの標準的見通しによると、——これもどの位埋蔵量があるかは原油価格や技術に依存するので何とも言えないのだが——標準シナリオは原油生産のピークは2030年と言われている。いずれにしても枯渇性資源だということは間違いなく、枯渇性資源であるとすれば、その実質価格はある理論によると——これは昔30年代に有名な論文があるのだが——自然実質成長率、あるいは自然利子率と言うべきか、世界の实質利子率で増えていっておかしくない。それに従って計算をしてみると、1970年代の初めで1ドル、2ドルというレベルで、世界の实質成長率は平均で4%、5%として、それに物価の上昇率を加味して計算すると、30ドルか40ドル位にしかならない。WTIはそ



れよりも 10 ドル位高いとしても 40~50 ドル位である。OPEC もこういう計算、つまり実質利子率に合わせて原油の実質価格が上昇し、そこからインフレで目減りして幾らかということをやっているはずである。価格が上昇しても原油生産に対する投資が出てこないことについて、勿論ポリティカルな理由とか規制とか色々なことが言われるが、一つの理由は、今は 60 ドルだからもっと投資すべきだと言われても、理論値は 30 ドルか 40 ドルかもしれないと言われるとメジャーも躊躇してしまうということだろう。もう一つ影響が見えにくいのが代替オイルの生産である。オイル・サンドなどの代替オイルの生産が原油価格の上昇により採算に合ってきており、カナダ辺りでは生産が相当増えてきている。これをどう加味するのか。オイル・サンドもいずれは尽きてしまうので、期間は延びるかもしれないが枯渇することは間違いない。纏めてみると、ファンダメンタル・プライスはやはり WTI で考えても 40~50 ドルと考えたほうが良い。ただし、現実の原油価格は経済動向、つまり需要やインフレ率で動くので、短期的にはファンダメンタルズから振れがあると考えた方が良いと思っている。

そこで気になることは、アメリカの成長率が原油価格上昇の影響とハリケーンの影響を受けることである。第 4 四半期の成長率は、前日、堀井国際局長から +3% 位というのがブルーチップの平均予測だという話があり、私も大体それ位になると思っている。ただ国内需要、特に個人消費は相当落ちると思っている。原油価格が少し下がってきているのでその分持ち直しているが、かなり弱い。個人消費と設備投資を両方合わせても 2% 程度で、残りは在庫で稼ぐという姿になるだろう。自動車の販売が落ちているので、恐らく在庫はまた増える。このように、アメリカの成長率は第 4 四半期に一時的に減速する可能性がある。さらに暖冬になれば原油の需要は明らかに減少する方向であり、両方の要因が重なればファンダメンタル・プライスに近づくということもあり得ると思う。このように、原油価格には下振れ・上振れどちらもあると思うが、今の時点で考えると、アメリカの景気をみると、あるいは下がる方向かなと思う。中国の景気はあま

り変わらないと認識している。

もう一つのアメリカ経済の問題は、インフレ期待がどの位高まるかである。期待インフレ率の指標は二つ三つあり、ミシガン大学のサーベイによれば消費者は短期的にはインフレ率は4%以上上がると期待していて、足許もそうになっている。だが経済専門家の中長期的なインフレ期待はほとんどブレていない。それからインデックス・ボンドからみた期待インフレ率も2.7%位で若干上がっているのだが、中長期的な意味での連邦準備に対するクレディビリティは、ほとんど失われていないと思う。ただ、原油価格が期待インフレ率を上回って上がっていることのインパクトをどう考えるか。これも色々な計測方法があるが、ある分析によれば、全体の物価上昇率が期待インフレ率を上回る時の効果と比べて1/10位に止まるという計測結果もあるし、それも期間を変えるとあまり効かないという分析もあって、原油価格が期待成長率を上回って上昇した分がどの位期待インフレ率に影響を与えるかということについて、エンピリカル・エビデンスは今の時点ではまだ不十分かなと思う。これは日本についても、よく検討すべき問題であって、実証を深める余地がある論点だと思っている。

最後に三点目として、日本の物価動向について述べたい。現在、物価をどうみるかということについて、マーケット、あるいは政府、政治の方面とコミュニケーションの問題が出ている。そこでどう説得するかを考えると、我々はコアCPIというメジャーでインフレを測っている。それが十分に説得的かどうか話が中心に横たわっているように思う。原油価格を除き、かつ制度要因も除いたもの、私は実力ベースのコアCPIと呼んでいるが、実力ベースのコアCPIではもう既に3か月位ゼロとなっている。先行きもこれは少しずつ改善するという見通しを持ちながら議論している。では、欧米のエコノミストは何をみているか。ファイナンシャル・タイムズも同じであるが、いわゆる欧米流のコア、つまり制度要因は全然考慮せず、生鮮食品と石油だけを除くベースで議論している。ここに一つの論点があると思っている。つまり、仮に第4四半期に普通のコア、今使っている生鮮食品だけを除くベースで+0.2%になったとしても、実力ベー

スのコアCPIは恐らくそれより低い。実力ベースは足許でもゼロだから、+0.1%位の若干のプラスになることはあり得る。ただ、CPIから生鮮食品とエネルギーを除くベースで考えると、足許では0.3%程石油が押し上げている部分があるから恐らくまだマイナスだろうと思う。そこがやはり一つ論点として横たわっている気がする。第1四半期についても同じで、私共は年度平均の中央値で+0.5%という数字を出しているが、その中の石油の寄与がどの位あるのか、また実力ベースで見てどうなのか、あるいは欧米基準で見てどうなのか、この辺をしっかりと議論することが大事ではないかと思う。量的緩和政策はデフレ脱却のために採ったフレームワークなので、デフレ脱却に向けてどこまで進歩があった時にそれを変更するのかがやはり大きな論点だと思っている。先程須田委員から生産性について話があったが、私もずっと生産性の動向や潜在成長率を非常に気にしている。事務方には「何%なのか」と随分しつこく聞いたので、うんざりしてしまったかもしれないが、潜在成長率はGDPギャップを測るうえでも、またユニット・レーバ・コストを測るうえでも非常にクルーシャルである。労働生産性の伸びが仮に潜在成長率並み——1.2%だと個人的に思っているが——であるとすれば、ユニット・レーバ・コストは名目賃金の伸びと生産性の伸びの差であるので、賃金が1.2%以上増えないとプラスにはなり得ない。仮に足許は給与だけ取ると0.5%位、ボーナスが1%少しと出ているから、0.5~1%位の間で賃金は動いていて、生産性の伸びはそれよりも上だとみていたほうが良い。さらに2%まで労働生産性の伸びがあるとすれば単位労働費用がプラスのところへ行くまでには大分時間が掛かる。安定的に物価がプラスになるには、単位労働費用がプラス位になっていることは非常に重要だと思う。以上である。

福井議長

次は福間委員から願います。

## 福間委員

まず、基本的見解については執行部案で特段の違和感はない。内外経済については、10月の展望レポートのシナリオに概ね沿って景気拡大を続けている。海外経済のうち米国経済については、昨日の執行部説明にもあったように最近の経済指標を見ると非常に快調である。ハリケーンの被災地域においては、建材不足とか労働力不足から人手確保の問題と賃金上昇が生じている。復興工事がやや遅れており、そういう面では復興需要が後ずれすると見込まれている。これら被災地域以外の地域でも10月の名目賃金前月比は+0.5%アップと、2003年2月以来の高い伸びを示している。また、雇用のミスマッチ等も手伝い、求人難も見られ、昨日発表のジョブ・レス・クレームは30万人と7か月振りの水準になる等、雇用状況の変化も窺われている。そういう中で昨日の「住宅建設許可件数6.7%落ち込み」ということは、むしろマーケットとしてはややスローダウンが上手くいくのではないかという形で、歓迎ムードとは言わないがほとんど気にしなくなってきた。もう一つのリスク要因である石油については、ハリケーン・プレミアムがなくなって、かつガソリンの価格効果による需要減退も手伝い、一時に比べ下落している。当面は投機筋もショート・ポジションを拡大しているように、下値確認の動きであり、いまだ基調の変化とは即断できないが、本格的な冬場を迎え気候条件の変化とともに今後その動向を注意したいと思っている。

一方、我が国の景気情勢については、展望レポートの標準シナリオに沿って内需・外需のバランスが取れた形で、オン・ザ・ライト・トラックでの回復を続けている。これまでの決算発表に見られるように、上期決算については、11月17日時点でのブルームバーグ調査では、経常利益の前年同期比が全産業で6.2%アップとその堅調さが確認され、年間についても全産業で増益予想となっている。ただ、年間については、円安が十分繰り入れられていない可能性もあり、予想を上回ることも期待される。一方、ここへきて原材料価格の上昇から、減益決算を発表するところもあるが、それに加えて人件費高騰から減益を言う企業も出てきた。これは廉売

店、スーパー、あるいは典型的にはコールセンターなどであるが、この春頃に比べて5、6%、時間当たりの時給が上がっているという話であり、最近では人材派遣業から人材紹介業というものが出ているそうであるが、紹介業というのはパートとか、契約社員のいわばハンティング・ビジネスのような形で企業に紹介するというサービスである。その位、このクラスの労働が不足してきているということである。こうした企業業績の好調を背景に設備投資も堅調に推移しており、企業の工場建設については、円安も手伝って海外立地ではなく、国内立地でも十分競争力が付いてきたことから、一部の企業では国内復帰の動きが見られている。また、史上最高の収益を続ける企業が多い中、今日においてはコーポレートガバナンスが厳しく問われる状況下、株主に対しては連結純利益に対し配当性向を公約することにより配当を増やす一方、それに応じて従業員についても成果主義に基づき特別賞与を増加させる企業が多くなっており、冬季賞与がバブル期を上回る企業も散見されている。これに加えて企業の積極的な採用姿勢もあり、雇用・所得環境が一段と改善している。個人消費は財のみならず、サービス支出を中心に金融資産効果もあり底堅く推移している。先行きについては、このような企業収益の好調が設備投資を促すとともに、雇用・所得改善を通じて企業部門の好調が家計にも波及し、個人消費の回復をもたらし、それがさらに設備投資を拡大するという、いわゆる景気拡大のメカニズムが定着しつつある。景気は底堅さ、ロバストを増しており、多少のショックであれば吸収できるレジリエンスさえも付けてきており、息の長い景気回復を続けていくものと期待している。物価面については、原油価格は56ドル近辺まで下落しているものの、国内企業物価は非鉄金属を中心とした国際商品市況の高騰や円独歩安の影響もあり、上昇基調を続けている。こうした中、化学製品においてはこれまで見送られていたナフサ等の原料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きも一部には見られるが、安価な輸入品との競合もあり、値上げはなかなか厳しいものとなっている。また、汎用鋼材については、市況が軟化傾向を続ける中、国内高炉メーカーは減産を継続し市況対策を講じている。企業の経営姿勢は過去見

られたようなシェアの確保のために、量に重点を置くことから、今では質、利益への確保の方に変化しており、その意味では様変わりしている状況である。従って、稼働率が落ちても値段は崩さないというような形の経営を今は行っているということである。一方、中国のミルは、政府の指導にもかかわらず過剰生産を続けており、引き続き原料である石炭・鉄鉱石についてほぼ同じレベルの数量で輸入しているが、その結果、製品は明らかに過剰となっている。ただし、日本、アジア市場には然程流入していない。この点が実は業界筋にとっては謎であって、相当の在庫があるのではないかという観測をしている。一方、コア消費者物価については、現状展望レポートの見通しに沿って推移している。金融資本市場では、我が国が超緩和的金融環境のもとでゼロ金利政策を継続する一方、米国では、インフレ対策から金利を引き上げていることから、内外金利差は一段と拡大し、個人の対外証券投資の急増、円独歩安の進展、輸入物価の上昇、株価の大幅上昇等を見込んでM&A、不動産を中心とした資金需要の高まり等市場メカニズムに即した動きが行われている。市場は景気の実態の強さと現在の超金融緩和的な金融政策の隙間をついた動きをしている面もある。こうした状況下、企業では株高、低金利、円安、豊富なキャッシュ・フローに加え、金融機関の積極的な貸出等からファイナンシャル・コンディションが一段と改善している。なお、11月15日のバーナンキ次期FRB議長の議会証言については、昨日も少し申し上げたが、市場ではグリーンズパン議長以上にインフレ・ファイターであるとして取り敢えず評価し、債券高となっている。また、一昨日発表された対米証券投資は2,020億ドルと巨額な資金が流入しており、債券の上昇とドルの強まりを裏付けている。

なお、最後に世界経済の下振れリスクとして、なかなか今回言いにくいのだが、東アジアや欧州で広がりを見せている鳥インフルエンザ等の問題がある。一昨日も中国において人への感染が2例確認されている。こうした中、各国におけるアクション・プログラムの策定やグローバルな対応への動きが見られるが——APECでこれに関して議論されていると報道されているが——、世界的に不安感が広がっている状況下、被害発生に関

する情報開示の一段の強化が期待される。この間、日本では鳥インフルエンザの発生が確認された中国、タイからの生鶏肉の輸入は禁止されたことを受けて、現状輸入量の9割はブラジル産に切り替えられている。国内のプロイラー業者においては、リスク分散の観点から生産農場を国内で複数地域に分割するというような対策を取っている。また、海外においては、飼料原料の需要減少が見込まれるため、大豆粕の価格軟化も見られることがある。経済的な影響としては、今申し上げたようなところであるが、今後、人から人への感染が万一拡大すると、世界経済への影響も大きくなるという面では、リスク要因としてその動向を注意したいと思う。以上である。

#### 福井議長

次は西村委員から願います。

#### 西村委員

前回会合からの推移をみると、海外経済情勢は全体として想定の範囲内で強含みで推移していると思う。海外資産市場の動きについても短期的に大きく崩れるような兆候はない。これに対して足許の日本経済はこれまた想定範囲内であるが、若干力強さを欠いているところが見られる。以下では、その中で将来を予測する場合にポイントとなる二つの論点に絞って意見を述べたいと思う。

第一に、一部消費に弱含みのところがあるものの、底堅さが目立っているが、それと同時に所得階層別に興味あるパターンが出てきているように見える点である。耐久財消費としてその大宗をなす自動車であるが、10月の乗用車登録台数は前年同月比95%と期待外れであった。業界第一位では昨年の新車投入の裏が出たという事情や、第二位ではキャンペーン終了の影響で前年割れになったということが効いているという事情もあるようであるが、相対としてミニバン系も弱く、4~6月のモメンタムがなくなっているというふうと思う。今後、新車の販売が続く効果に期待した

いところである。他方、高所得者向けの高級車の販売が好調である。業界第一位が導入した新しいブランドでは発売 1 か月間の受注台数が月販目標の 2 倍近い数字になったということであるし、高級輸入車の 2 大ブランドも前年同月比では 107%と 117%と好調である。消費の底堅さは自動車では高所得者が牽引する形になっている。消費の底堅さは他方、サービスの底堅さからも出ている。そのうち株式市場の活況による手数料については、水野委員が既にご指摘されたとおりであるが、娯楽・サービスが良いということが出ている。特にそのうちフィットネスクラブとパチンコホールが牽引している。四半期 GDP の基礎統計である特定サービス業動態統計を見ると、パチンコホールは調査業種のうちの最大の規模で、2 番目の遊園地・テーマパークの 2 倍であるが、それが 7~9 月に前年同期比で 10% 近い売上増を示している。統計実査上、非常に難しい業界ではあるのだが、その高い数字は瞠目される。このように自動車では高所得者に動意はみられ、娯楽・サービスではその他の層にも広がりがある形で、消費が底堅く推移しているように思う。今後、消費者の所得が賃金、資産所得の双方で増加傾向を維持するならば、所得が総需要を牽引する姿が期待できると思う。なお、サービス消費の底堅さに若干のパズルがあるとするならば、それは葬儀屋の売上高が底堅いということである。葬式が増加したとは思えないが、データとしては葬儀屋の売上高がサービス商品の底堅さの一要因となっているというのはなかなか面白いところではある。

第二に、須田委員も言及されたが、インフレ期待に動意があるということについて、指摘したいというふうに思う。内閣府の消費動向調査は 6,720 世帯に対して一年後の物価予想見通しを聞いている。その結果を見ると、9 月を境にかなり明確な変化が見られる。一年後の物価見通しを見ると、一年後も物価が変わらないと回答する世帯が 8 月までは大体 40~43% でほぼ一定の状況であった。ところが 9 月と 10 月はそれぞれ 29%、35% と目立って減少している。これに対して 2% 以上上昇するという回答は、8 月まではほぼ 14~15% で安定していたものが、22%~23% に増加している。金融政策を考える際の一つの重要な指標は、実質利子率の水準である。そ



これは名目金利から今年から来年に掛けての期待インフレ率を引いたものである。昨年から今年に掛けての実際のインフレ率は、この期待インフレ率を予測する際の重要な情報ではあるが、期待インフレ率そのものではない。期待インフレ率についての情報は様々な形で得ることができるが、内閣府の消費動向調査は、その中でも最も消費者に近い直近の情報をタイムリーにもたらす重要な統計であるというふうに考えている。そこに動意が見られるということは十分留意すべきだろうというふうに思う。それから、このインフレ率の期待であるが、期待の大きさは若干色々問題があるが、期待の方向、つまり上がるか下がるかという方向に関して、欧米の様々な実態調査を見ていてもかなり正確に一年後を把握しているという実証研究がある。その意味でも、まだ日本では蓄積がないため、これから気を付けて見ていかなければいけないのだが、十分注意しなければいけないものだというふうに思っている。さらに、実際こういったことをサポートするようなアネクドータル・エビデンスが幾つかあって、先だって回ってきた資料によれば、コンビニエンスストアで、最近になって販売現場では、客単価を10円は上げられる余地がありそうだとの声が聞かれたということがあった。こうした声が聞かれること自体、去年まではあまりなかったということである。まだ感触の段階であるから、今後の推移を注意深く見守らなければならないのであるが、重要な変化の始まりという可能性もあるので、十分注意する必要があるかと思っている。念のために付け加えると、内閣府の消費動向調査は本行の「生活意識に関するアンケート調査」で不正が指摘された新情報センターの委託調査である。しかも9月であるが、内閣府ご自身の調査の結果として不正はなかったとされており、その計数に信ずるに足りるとして発表されているので、この調査を信じたいと思う。

最後に岩田副総裁がおっしゃったことについて、少し補足をしたいというふうに思う。一つの数字だけで判断をするのは避けた方が良いのだが、岩田副総裁にもしかしたら少し誤解があるかもしれないと思ったのが、欧米では「フレッシュフード」だけではなくて「フード」を除いてい

る。「フレッシュフード」と「フード」では若干違う。簡単に言えば、日本の米価格などは欧米では抜かれるので、そこが少し若干の違いがあるかと思う。それから我々が見るべき指数で何を抜くかというのは、まず最初に、基本的に短期変動する、元に戻るものは抜いた方が良く、ということはある。それは特にデータが連鎖になっているケースの場合、アメリカのデータは連鎖になっているので——PCEであるが——それは抜かなければいけないのであるが、そうすると問題は短期的に上がってまた戻るといようなものかどうかの判断に依存する訳である。エネルギーは、アメリカでは基本的には物凄く動きが激しくて、上がったたり下がったりするものであるから、そういう意味で抜くということである。それからフード、特にフレッシュフードは、天候などに依存するので、こういったものに依存した形でインフレ率が変化してしまうのはまずいので抜かなければいけない。しかし、問題は現在のエネルギーのように、これが長期的に持続するものであるならば、これはやはり入れて考えるべきだということになる。そうすると、この判断が非常に難しいのだが、難しいと言って避ける訳にはいかないで、これを含めて我々として、今後慎重に検討していかなければいけないのではないかと考えている。二番目の生産性に関してであるが、これは少し日本のデータに問題があり、これについて一点だけ指摘しておきたいのだが、日本は労働生産性のデータが四半期では出ない。これは実は我々の判断上は問題であって、暦年ベースでは発表されてはいないが、作ることは可能であるが、四半期ベースでは作れないということがあって、それが若干色々な問題がある。今後はこういった面についても、内閣府と連携を深めながらデータを作っていくということが経済政策上非常に重要な意味を持つのではないかと考えている。以上である。

福井議長

最後になったが中原委員から願います。

## 中原委員

前回会合以降、情勢判断を変えるような材料はあまりなかったように思う。グローバル経済をみると、原油価格がやや軟化し、欧米・アジアを通じて景気の改善傾向が続いている訳であるが、各国の金融政策当局によるインフレ警戒感はそのトーンを強めており、今後さらなる金利上昇がジワジワと続く様相である。先行きのリスク要因も基本的に変化はないが、新しいイベント・リスク、例えば、鳥インフルエンザの問題、フランス・欧州の暴動の問題、投機化する非鉄金属市況の中で種々のスキャンダル・ルーマーが出ているような問題、あるいはブッシュ政権の支持率の大幅低下等々、経済以外の諸情勢が市場やコンフィデンスを通じて景気に影響を与えるリスクにも注意が必要な状況になってきたと思う。

米国については、ハリケーンの直接的影響は薄れてきた。景気のマクロ計数は総じて持ち直しの方向にあり、またハリケーンの災害復興による財政負担も当初想定された程は大きくないという予想になったが、雇用と消費に弱さと先行きの不透明感が残っているのも事実だと思う。また、住宅についても、アネクドタルな話にとどまらず、減速を物語る指標が幾つか出始めていることから、米国経済は基本的に減速の過程にあり、モメンタムに強さは感じられない。この中で改善が続く労働生産性、総じて落ち着いている期待インフレ率、引き続くドル高、などの要因にもかかわらず、Fedのインフレ警戒のトーンは非常に強いものがある。利上げ継続のスタンスははっきりしていると言える。マイナスの貯蓄率、史上最高の経常収支赤字、予想より改善したとは言え、高水準が続く財政赤字等々のマクロのインバランスの改善には目途が立っていないという背景に加えて、国内エネルギー価格の高止まりが構造的問題の様相を深める中で、企業による価格の転嫁圧力がさらにここにきて高まっているという認識があるのかと思う。欧州はここへきて景況改善の傾向が明らかになってきたようである。ECB高官のインフレ警戒感はさらに強まっているようであるが、市場では12月に予想されている利上げには疑問の声がかなり出ているようであり、先行きの回復傾向の強まりには必ずしも自信が持てない

という状況だと思う。

中国は相変わらずの高水準の成長が続いている。特に、輸出や固定資産投資は減速の気配が見られないし、海外からの直接投資も高い水準である。再び為替調整の可能性を探る見方も出ているようである。来年度以降、中国における生産力の拡大が既に始まっている素材関連産業の生産調整を更に加速させ、この面で先進国の景気に影響を与えていくリスクは懸念されるところである。

一方、我が国の経済であるが、輸出・生産など川上部門の指標は堅調である一方、消費は自動車販売など若干弱めの数字が散見されている。ただし、基調としては引き続き内需は底堅い動き、加えて輸出の回復が第3四半期を通じて確認されたとの判断で良いと思う。もっとも、先程申し上げた素材分野での調整は一部にそろそろ終了という声が聞かれる一方で、アネクドタルな話としてはむしろ今までの鉄鋼中心から、石化製品、繊維原料などにも広がっているという話も聞く。今後注意して見ていく必要があると思う。7~9月期のGDP速報は、これまでの「潜在成長率をやや上回る緩やかな成長」という判断に修正を加えるものではないとポジティブに解釈ができる一方、二次速報段階での下方修正の可能性が高いとみられることや、2期連続しての減速からやや要注意と捉える見方もあり得るかと思う。物価については、なお多くの不透明要因があり、展望レポートの予想は一つのシナリオに過ぎない。また、CPIに掛かる表面的な現定義での数字のみならず、実態をもってデフレ的な状況なのかどうかを判断していく必要があると思う。

金融資本市場においては、前回以降大きな基調的な変化はない。長期金利は行ってこいの展開であったが、金融政策運営に過度にフォーカスしたマーケットであることに加えて、来年度の国債発行計画に関する思惑が影響しているのかもしれない。株式市場では、チャートポイントを抜けて、ブル優勢ということであるが、2006年度における企業業績にまだそれ程自信が持てる状況ではない中で、バリュエーションから見てもこれ以上の上値追いはなかなか理解しにくいと思っている。結局、世界的に極めて高い水

準にある流動性やオイルマネーが本来的な株価のバリュエーションよりはむしろファンダメンタルズの先行きの変化率の大きさを評価し、消去法的に日本に向っているという見方かもしれない。株価の先見性というものがもしあるとすれば、それを期待したいところではある。為替はドルの全面高だが、金融政策の方向性のタイミングのズレがキャリー・トレードや個人金融資産の外貨シフトの形で資本流出を加速しているほか、貿易黒字の着実な縮小も寄与していると思われる。データで見ると、米国への証券投資流入も極めて好調である。また、3,500億ドルに達するとみられているホームランド・インベストメント・アクトに基づく資本還流も為替面から無視できないようである。もっとも、この要因は来年度消えていくということは注意しておきたいと思う。今後の米国金融政策の方向性と日欧のそれとがどのように市場において反応し合うのか、円のショート・ポジションはエネルギーを溜め始めている訳であって、中期的には反転するリスクに注意する必要があると思う。以上である。

#### 福井議長

以上で一通りご意見を拝聴した。前回の会合以降、それ程日が経っていない。従って、その間明らかになった情報量というのはそれ程多くないということであるが、今後の景気の持続性をどうみるか、そして物価について当面の動き、あるいはCPIがプラスになった後のその先の見通しというようなことも含めて、かなり皆様のご意見でカバーして頂いたような気がした。世界経済については、展望レポートの線に乗って引き続き着実な拡大を続けているというご意見だったと思う。この先も潜在成長率近傍の拡大を続けるだろうと、一言で言えばそういうことになる。アメリカについては原油高、さらには相次ぐハリケーンという嵐に見舞われた訳であるが、それを潜り抜けてみると概ね事前の想定通りの姿で経済が動いているというご指摘であったと思う。第3四半期のGDP統計、前期比年率3.8%ということに典型的にそれが出ている。そして基調的なインフレ率は緩やかな上昇を示しているが、インフレ期待の高まりを急激に誘発する

という状況にはなっていないと、こういうことだったと思う。今後については、災害対策による支えが減衰する中で、消費者マインドの落ち込みがどれ位回復し、米国経済がよりしっかりした形で潜在成長率並の回復軌道に乗っていくかどうか注目する、こういうことではなかったかと思う。東アジアの方、NIEs、ASEAN、特にタイや韓国などについて、エネルギー高による実質購買力の毀損の影響が若干見られるようであるが、中国を含め、アジアは全体として緩やかな景気拡大ということで括れると思う。ユーロエリアについては、あまり話はなかったが、最近の指標では輸出や生産が少し持ち直している。第3四半期のGDP統計にも少し反映されているということであるが、総じてみる限り、ユーロエリアの景気の動きにあまり大きな変化はなく、敢えて一言で括れば、引き続きやや停滞気味に推移しているということかと思う。原油価格そのものは、この1か月あまりやや軟化していて、結局、米国ハリケーン襲来前の水準にまでほぼ戻ったということだが、改めて今後の経済を考える時には、最終的な落ち着きどころと言うか、岩田副総裁がおっしゃったようなファンダメンタルズに基づく原油価格の水準、これを皆が探り当てようと努力する過程に入ったのだろうと思う。国際金融市場の動きを見ても、総じてあまり大きな変化はない。強いて言えば、インフレ・リスク云々、あるいはインフレ期待の帰趨云々といったことから、欧米では、水準に大きな変化はないのだが、長期金利の振れが少し大きくなっていることがあろう。加えて、鳥インフルエンザの影響、これは全く不確定要因であるが新たなリスクとして注目すると、こういうことだろうと思う。国内の方も展望レポートの線に沿って着実に景気回復の足取りが続いている。7~9月期の実質GDP速報、年率+1.7%という数字については、2四半期減速という点が気になるという中原委員のご意見もあったが、4期連続のプラス成長を繋げてみると、着実な景気拡大を示しているという見方が多いということかと思う。それを支えている需要の面も外需・内需のバランスが引き続き比較的上手く取れているということであるし、見通しとしても輸出は海外経済の拡大基調を背景とすれば、今後とも緩やかに増加を続けてい

く。一方、国内民間需要の方は、設備投資、個人消費とも概ね想定通り。特に設備投資の方は高水準の企業収益を背景として、今後も増加を続ける可能性が強い。収益については、短観以降であれば、最近では日経新聞の調査等もあって、引き続き連結ベースで企業収益のレベルがかなり高いというデータが出ている。個人消費について、西村委員から興味深いアネクドタルなデータのご紹介もあったが、全体として引き続き底堅く推移している。様々な現象はあるが、バックグラウンドとしてはやはり雇用者所得の緩やかな増加ということが大きな背景になっているということだと思ふ。鉱工業生産の回復振りは極めて緩やかだが、調査統計局のヒアリング情報等によると、10~12月期も若干の増加が予想されるという状況である。経済活動全体も、極めて緩やかながら着実な回復振りを示している。金融市場の方もあまり変化はないのだが、執行部からの報告や、武藤副総裁のご意見にもあったように、やはり銀行貸出がプラスに転じ、プラス幅が拡大を始めているという状況、これについては新しい大きな変化だろうと思ふ。株価が上昇し長期金利はあまり大きな変化がないということであるが、為替相場はかなり円安に進んでいる、この点についてのインプリケーションを今後どう読むか、やはりよく考えていかなければいけない。為替を見ながら金融政策をやる訳ではないのだが、やはり経済の実態にあった金利設定になっているか、先行きの経路はどうかというところを読み取る一つの材料にはなり得る訳で、今後の動きは注目していかなければいけないと思ふ。それから物価については、国際商品市況の上昇と今の円安が加わって、企業物価段階では上昇している。消費者物価の方は、事前の予想通り目下動いていると、今後のデータの出方をよく分析していこうということであるが、岩田副総裁、西村委員からは、物価指数を読み取る場合のバックグラウンドをどういうふうに正確に判断していくかについての有益なご指摘があった。そこはよく見ていかなければいけない。最も基本的なところでは、生産性、あるいは潜在成長能力がどう変わっているかということが、本当に正確に突き止められれば一番正確な判断ができるのだが、生産性の四半期データがないという状況などもあって、ここをど

うやって判断するかが難しい問題だということであった。全部纏められたがどうか分からないが、一応私が皆様のご意見を伺い、私の考えも入れての纏めというのはそのようなところになると思う。もう一つは、水野委員から、市場は金利に対して次第に感応度を高めていると。それに家計が金利感応度を高めて、またリスク・プレミアムが出やすい状況になってきているというご指摘があった。これからの金融政策運営に絡む大変重要なポイントだと思う。

水野委員

前回も少し思ったのだが、この9人の中で意外と景気判断の差があるのではないかと思う。

福井議長

皆さんの中で。

水野委員

私と西村委員は比較的楽観的であるが、中原委員は国内・米国ともやや慎重である。それから岩田副総裁は今日も米国は慎重ということで、皆揃っているかということ、展望レポートではレンジの中には入っているのだが、方向性は岩田副総裁の方は大分下の方向のようである。アメリカの景気が下に行くか横這いか上に行くか、上はちょっとないのだろうが、非常に大きなポイントになってくるのではないかと思う。

福井議長

然り。

水野委員

特に海外である。



福井議長

今、私が申し上げたとおり、例えばアメリカ中心に見た時に、ハリケーンが過ぎてみてガタっとなっているかと言うと、そうではない。しかし、中身に少し変化があるということで、これからどうなるかという点で少し見通しが分かれてくるかもしれない。

水野委員

然り。来年はやはり難しい。一本化する必要はないのだが。まだ必ずしもコンセンサスがなかないのかなという印象を受けた。

福井議長

インフレ期待についても、ヘッドライン・インフレーションはかなり上がっていて、インフレ期待を誘発しやすいのだが、コアのインフレ率は予想以上に安定していて、そういう意味では安心材料であるし、このところについて、やはり微妙な状況が続いているということであったと思う。

水野委員

他の中央銀行は比較的楽観的なのか。

福井議長

何に対してか。

水野委員

自分の経済に対して。例えばユーロ圏についてはどうか。

福井議長

ユーロ圏については、「あまり大きな変化がないね」という周りからの質問に対し、「非常に大きな変化が起こりそうだ」という答えが出てこない、そういう期間が非常に長く続いている。しかし、やはり少しずつは良

くなるのだという方向のデータが説明されることが多い。

水野委員

それはヨーロッパであるか。

福井議長

然り。しかし、経済の基調そのものをよりロバストにみる程の材料かという、必ずしもそうではないという印象を受ける。

水野委員

やや疑念があると言うか、慎重にみているということか。

福井議長

日本については、GDP統計が少し大きくクォーター・バイ・クォーターで振れる。非常に振れる印象がある。従って、海外の人の受取り方も非常に明るくなったり、急に変わったじゃないかという指摘があったりする。このところについて連続性を持たせて説明をするのに余計なコストが掛かっている。生産性の計測を、いわゆるクォーター・バイ・クォーターできちんとするという点について、日本以外の国ではどうなのか。

西村委員

アメリカはやっている。ヨーロッパはチェックしていないが、日本では確報ベースではできるのだが、確報ベースでは労働時間とそれから人数と両方発表しているので、これをきちんとちゃんと分けてやらなければいけないが、一応やることはできる。それを四半期ベースで分割するという点も正式にはやっていないが、それは可能である。

福井議長

どれ位か。時間的ラグは。

西村委員

時間的ラグは1年半から2年位……。

福井議長

そんなに掛かるのか。

西村委員

1年後に確報が出てから計算が可能になるので当該四半期からのラグは大体1年半位である。これをより早くするには予測が必要となる。その際の最大の問題は、私も調査当局にいたので分かるのだが、きちんとした時間と人数のベースを把握するのは非常に難しいということがある。うちでも問題になっているが、要するに毎勤統計と労調との動きが、凄く違うので、時間と人数を先に向けて予測する時に、下手をすると大きく間違える可能性があって、調査当局としてはやりたがらないということは全くそのとおりである。そこら辺のところは、今後はやはり何らかの形で内閣府経済社会研究所等も含めて、総務省、それから厚生労働省も関わるので、それも含めて検討してデータをインプルーブしないと、今後非常に大きな問題が生じるのだらうと私は思う。これはデータの問題として解決しなければいけない問題であると考えている。

福井議長

需給ギャップがかなり縮小した段階以降ということになると、需要の増加に対して物価がどれ位反応するか、逆推計ができる訳か。

西村委員

その関係が安定していればできるが、その関係が安定していないからそもそも問題になる訳で、安定しているかどうかを調べるためにもこの労働生産性のデータというのはどうしても必要になってくる訳である。

岩田副総裁

アメリカの生産性のデータには2種類ある。一つは自営業を除いたベースで、しかも所得の方から計る労働生産性、もう一つはアウト・プットのベースで、これは非農業部門のアウト・プットから測る一人当たり時間当たりの生産性である。一時期インカム・ベースは5%の伸びだった。収益がこれだけ上がっていて、また賃金も3~4%上がっていると、どう考えても非常に高い伸びになる。一方で、アウト・プット・ベースだと2%の伸びとなる。随分差があると思って

に聞いたら、

は「今、少し数字がずれているが、普通はそんなに開いていないのだ。」というようなことをおっしゃったのだが、今度出てきた数字は、アウト・プット・ベースで見て前期比4.1%だったので、割合収束してきた。生産性が高いということは、サプライ・サイドのショックが吸収されてしまう。だから短期的にはアメリカ経済の需要が弱くなると言ったことについて、先程少し私が悲観的ではないかと言われたが、アメリカ経済のファンダメンタルズについては、私は生産性が重要だと思っているので、非常に強いと思う。ただ、需要面で、原油価格の上昇により実質所得が目減りする結果、個人消費は1%位の伸びになる可能性がある。それから住宅投資が減速してくれば、家計の純資産の伸びが止まってしまふ。グリーンSPAN議長が書いたペーパーでは1年間で6,000億ドル増えたとされているものが止まるという大きなインパクトが需要面に出てくると思う。要するに、基本は非常に強いが、一時的には成長減速が起こり得る。しかしその後は第1四半期に政府支出が相当出てくるので、それがどの位需要の減少を相殺してファンダメンタルズに見合った成長経路に戻るのか、その調整プロセスには不透明性が残ると思うが、基本は強いと思う。なのでインフレ期待は——これは専門家の中長期予測が多分正しいのだと思うのだが——、あまり動いていないと思う。短期的には、家計のインフレ期待はガソリン代の上昇によって動いているという、そのような姿ではないかと思う。

日本の場合は、労働生産性の統計を作ったらどうかという議論は、恐らく内閣府では随分していると思うのだが、問題はやはりデータとカバレッジである。日本の場合、経済分析でやっているものは、製造業などの取りやすい数字を用いて、労働時間をこう採ればこう計れる、というものに過ぎない。経済全体で、特にサービス業の生産性が幾ら伸びているかを把握するのは相当大変な作業だろうと思う。

#### 西村委員

一点付け加えておきたいのは、アメリカが良いという話ではなくて、アメリカは物凄い勢いでデータの修正をする。だから、1年か2年経つと全然違う話になっているというケースが沢山ある。日本の調査当局はできるだけ出したものを変えることは避けたい——その割には急にしょっちゅう変えているが——、それに対して非常に慎重になっているということがある。だからアメリカの場合は、最終的に決着する数字と、実は政策を決めている時の数字というのは大きく違っているということが沢山ある。それから、岩田副総裁の話であるが、私はその点には聞きたくて聞いたら、やはりはかかなりネガティブであった、あの時は。だから、そこはやはり非常に難しいところだと思う。日本も私は色々なものからみて、TFPの成長とかそういうものからみて、かなり回復するのではないかとは思っているが、それもどの時期でどういう形で出てくるのかというのは分かりにくいということはある。だから、私は米国に関しては若干岩田副総裁よりは弱めで、日本に対しては少し強めというところである。

#### 福井議長

特定の指標に依存しないで判断できないか……。

#### 須田委員

生産性をみるためにはどうしてもある程度、時系列で見ていくというこ

とが必要である。従って、高い成長が続けば、少し生産性が上がっているかなというようにどうしても考えてしまうのである。先程の岩田副総裁がおっしゃった4%という数字については、ハリケーンの影響も入っていると思われるので、その数字だけでギャップが縮まったと考えるのは、数字をまともに取り過ぎると思う。そもそも振れる数字であると考えられるため、それで下がっているのではないかと私は思っている。

#### 福井議長

油の値段がハリケーンを挟んで行ってこいみたいになって、今のレベルにある一方、その他の非鉄・金属とかは上がっている。今の油のレベル、非鉄・金属のレベルは、世界の景気とコンシステントなところに揃ったということか。まだ、どちらかにちぐはぐなところがあるのか。

#### 福間委員

銅山の開発には非常にコストが掛かる。最近は自然災害も非常に多い。また、チリとかではストライキも多い。この結果、供給が増えず需給が非常に振れやすくなる。もう一つは、LMEの在庫が市場最低レベルにあり、そこにスペキュレーターが入ってくるという要因もある。LME在庫については非常に透明性が高く、これだけ金が余っていると、皆入ってくる。今仮需があって、仮需の部分が中国などにも一部あのような格好で出たのだろうと思う。であるから、今、サプライの方が増えているかということになると、新しい銅山を開発していないので、サプライは増えていない。これは先程、石油のことで岩田副総裁が言われ、以前私も指摘した点なのだが、どの位安定するだろうということがあって今のようでは怖くてできない。オイルにしても銅にしても、あるいは亜鉛にしても、過去、ユーフォリアになって開発を行い大損して潰れた会社、あるいは大損した経験は何回もあるので、開発コストが非常に高くなると皆慎重になってしまう。そうすると、実需筋がどうするかというと、マーケットに出ようとして、マーケットで投機集団と実需筋が一緒になってしまい、供給が増えない中、悪

循環が発生する。

福井議長

油と同じ問題であるな。

福間委員

然り。同じような問題がある。

福井議長

ファンダメンタル・プライスが確認できないと長期投資ができないという産油国の話を聞いていても、ファンダメンタル・プライスが基本的に今の値段よりはもう少し低いとは思うのだが、しかし、中国・インドが入った後の世界経済におけるファンダメンタル・プライスは、過去に計算したものより少し高いかもしれない。そこのところが……。

福間委員

今、石油にしても鉱山にしても、行われている開発は、既存の権利を持っていて既存に掘っている横で能力を拡張するようなものに限られている。

福井議長

アメリカと日本でともに自動車の動きが少し変わってきているのか、あるいは一時的な反動ということなのか、ここは少し確認を要するのではないか。先程、西村委員は強弱両方の話をおっしゃったように思う。高級車以外の普通の車は少し悲観的にご覧になっているということなのか。

西村委員

若干、ディスアポイントドと言うか、少し4～6月に楽観的なことを言ってしまったものであるから、反省しているが、もう少し行くと思った。ただ高級車の方は伸びている。アメリカは逆に小型車に完全にシフトして

いる。

福井議長

小型車であるな。

西村委員

全般的に見れば日本車に対する需要が増えている。やはりこれだけ油が上がった訳だから。あと、その他のところ、ロシアなどにおける日本車メーカー、特に業界第一位のやり方というのは、基本的にまず日本で生産して出して、目途が付いてから向こうで作る。逆に言えば、ある程度目途が付くと輸出が減るといふ形になるので、ここ暫くは輸出は良いと思うが、これがずっと続くということでは恐らくないと思う。ただ、海外子会社からの送金があるので、企業収益としては非常に良い形になると思う。

岩田副総裁

アメリカは危ないのではないかという気がしている。

福間委員

自動車であるな。

岩田副総裁

然り。

福井議長

アメリカの自動車会社であるな。

岩田副総裁

アメリカの実質可処分所得がどれ位維持できるかが重要だ。住宅投資が減速し、住宅価格が下がると、やはり多少弱くなると思う。日本車は売れ



でも、個人消費全体としてはやはり弱くなるという構造はあるように思う。

福井議長

アメリカの消費者コンフィデンスの低下というのは、専らガソリン価格によるものなのか。

岩田副総裁

ガソリンが一番効いているのではないかと思う。逆に言えば、ガソリン価格が下がってくれば、コンフィデンスが上がってきて、需要が戻ってくるタイミングも早くなるということだと思う。一点補足したいのだが、グリーンSPAN議長がおっしゃることは聞く人によって解釈が違うのだが、私の理解では、グリーンSPAN議長は1990年代の半ばの生産性ショックを最初に指摘した人である。あの時は当たったが、今回はどうかと思って聞いた。私の解釈では、はっきりは言わないが、高い方でみていると思う。ただ、短期的なインフレ心理に対しては非常に警戒的で、だから強く引締める。引締めてもファンダメンタルズは強いから大丈夫だと、そのようなロジックになっていると思う。これが、私の理解である。それから須田委員がおっしゃったハリケーンの影響は、やはり私は第3四半期の生産性を落とす方向に働いたと思う。勿論、雇用と両方あるが。

須田委員

日本の自動車販売が少し弱いのは、日本の自動車メーカーが輸出に注力している中で、日本の市場には新車投入がないことも原因と聞いている。日本のメーカーは、今は外の需要が強いから日本を向いていない。日本の自動車メーカーが国内で売ることによって一生懸命ではなかったという現われではないかと思う。

福井議長

力を入れていないと……。

須田委員

然り。そういったことも影響しているのではないかと思う。

福井議長

年間の自動車の国内販売見通しを下方修正している訳ではないか。

中原委員

自動車国内市場はほとんど儲かっていないと聞いている。

福井議長

儲かっていないのか。

中原委員

現状は小型車が不振だと聞いている。もっとも、今後は高級路線を強めることで利益率は大きく上がっていくと見込まれているようだ。

岩田副総裁

株価と円安について一言宜しいか。日本の株価、コナンドラムと言うか、長期金利のコナンドラムと言うのは…。

福井議長

株価の話ではないか。

岩田副総裁

いや、株のコナンドラムについて。一つコナンドラムだと全部コナンドラムになる、そういう話だと思う。つまり、アメリカの長期金利のコナンドラムというのは、名目GDPと比べて金利が低過ぎることである。100bpか150bp低いので、こういう状態がいつまでも続くはずない。日本でそう

ということが起こったのはバブルの時だけであるが、そういう状態がずっと続くのはどこかおかしい。主な要因はリスク・プレミアムが低過ぎることだと思われる。日本の場合、名目成長率は、足許前年比+1.8%である。去年は+0.8%で、その前も+0.8%。だから均してみれば+1%位である。それと比べて長期金利が+1.5%というのは、それ程コナンドラムでもない。名目GDPの対比ではコナンドラムだとは思わない。イールド・スプレッドという観点で見ると、長期金利が1.5%で、株式の益回りは、PERが20だとすれば5%になる。6~7%はあるのではないかと思うが、5%だとしてもマイナスになってしまう。

福井議長

イールド・スプレッドがマイナスになってしまう。

岩田副総裁

-3.5%になる。アメリカの長期金利は4.5%で、株式の益回りは5%程度であるから、イールド・スプレッドはほとんどマイナスとなり、これも異常なのだが、マイナス幅は日本と比べると小さい。日本は3.5%程度のマイナスが5~6年、あるいは7~8年続いている。このイールド・ギャップのコナンドラムは私はあると思っている。それがプラスに戻るとすれば、長期金利は5%より高くてもおかしくないということもあり得る。要するにもっと株価が上がってPERが下がって益回りが下がる。それで長期金利と見合うところに近付いてくるという可能性もあるだろう。そこは恐らく期待成長率とそれからリスク・プレミアムの二つの要因があるだろう。株式を持つことのリスク・プレミアムが少しずつ小さくなっていく。家計がリスクに対してもっと許容的になってきている可能性がある。もし債券と株価の間で裁定が効き始めるとすると、これは長く続いてきたパズルが解け始めていく可能性がある。

福井議長

今おっしゃったイールド・スプレッドは、日本の場合、神戸の震災以前、かなり長期的に3%位の形で安定していた。

岩田副総裁

然り。

福井議長

神戸の時に一回マイナスになって、でもびっくりして戻って、その後はマイナスが普通といった状況になっていった。

岩田副総裁

然り。グローバルには実質金利で見ると、そんなにパズルでもないと思っている。多少、差はあるが。そのような感じである。

福井議長

さて、宜しいか。それでは、少しコーヒーブレイクを取る。

(10時45分中断、10時55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。それでは後半の議論に入りたいと思う。次は金融政策の運営について、次回決定会合までの政策運営方針について、改めてお一方5分ずつ位の感じでご発言頂きたいと思う。まず、須田委員から願います。

須田委員

次回決定会合までの金融政策運営方針は現状維持で良いと思う。以下、コミュニケーション・ポリシーと量的緩和政策解除について意見を述

べておきたいと思う。展望レポートは、国内では冷静に受止められたが、海外勢の債券売りで長期金利は一時上昇した後、政府要人の発言を受けて低下した。現在、長期金利のボラティリティは上昇し、思惑に振れやすい地合いにある。従って、今後も様々な発言や経済指標の発表に伴って中期ゾーンを筆頭に金利が変動することが想定されるので、情報発信には気を付ける必要がある。先日、インフレーション・ターゲティング採用国のニュージーランドとオーストラリアに出張し、金融政策の予測可能性を高めるために声明文と戦略的な対話に注力をしていることを学んできたが、両国とも市場との対話においてワンボイスを原則にしていた。量的緩和政策の解除に向けて、現在まさにワンボイスが必要になる時だと思う。日本には日本のやり方があるので、文字通りワンボイスとする訳にはいかないが、全員が賛成した展望レポートで語ることでワンボイスが可能になる。勿論、それに個人的な解釈を加えると、ワンボイスにはならない。先日の議長の講演の受止められ方を見聞きするにつけ、ちょっとした言葉使い・言い回しの変更も控え、文字通り展望レポートを繰り返すことが必要だと思う。量的緩和政策の解除へ向けて市場の混乱や国民の誤解を回避するためだけでなく、私共の採り得る政策についての自由度や機動性を確保しておくためにも、当面、このような対話に限ることが良いのではないだろうか。今回の出張で「ボードメンバーの発信が正しく翻訳されているかどうか分からない」との声が聞かれた。先程、展望レポートについて海外勢からのみ反応があったと述べたが、展望レポートは公式に英語でも発信されたので、それが新しい情報となったということだと思う。海外勢からの売買が活発化しているもとの、翻訳ミスによる誤解を引き起こさず、英語でもワンボイスとするためにも展望レポート通りの発言を繰り返すことが必要だと思う。なお、足許ではコアCPI前年比はまだマイナスである。こういった状況下における金融政策についての対話の基本は、「約束に従って粘り強く量的緩和政策を続ける」ということであり、また今後とも予断を持たずに物価動向と物価決定要因の動きをしっかりと見ていくことだと思う。

さて、政府要人の発言を受けてマスコミは政府対日銀という構図を書き立てている。しかし、このような位置付けは間違っている。日本銀行の金融政策の目的は言うまでもなく物価安定である。現状ではそれを達成するためには景気回復を持続させることが必要である。コミットメントが達成され、量的緩和政策が解除されたとしても普通の金融緩和政策に戻っていただくだけである。解除後も金融緩和政策を粘り強く続け、景気回復を持続させる努力を通じて、政府の改革をサポートできると思っている。つまり、政府も日銀も同じ方向に向って歩んでいることに違いはない。コミットメントのために物価を消費者物価指数（除く生鮮食品）としていることについては、ゼロ金利政策下でデフレ懸念が払拭されるまで、との約束は明確でないと批判され、量的緩和政策導入当時に「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで」という約束を付けた時に、その条件がより明確になったと評価されたということであった。従って、量的緩和政策を解除するかどうかには当たっては、この「消費者物価指数（除く生鮮食品）」で判断するのが望ましいと考えている。そのもとで、「コミットメントが満たされたからといって、インフレ懸念が高まっていないのであれば、なぜ量的緩和政策を解除するのか」と聞かれることがある。しかし、金融政策はその効果が発揮されるまで1~2年掛かる。しかもコアCPI前年比が安定的にゼロ%以上という約束をより明確化する過程で、景気の遅行指数である物価の実現値をその約束の一要素としたので、この約束はビハインド・ザ・カーブの性格を備えていると言える。約束が満たされた後も現政策を維持し、ビハインド・ザ・カーブの程度が強まれば強まる程、後になって急激な金利調整が必要となり、遅過ぎず解除し、全体として余裕を持った対応が可能となる場合に比べて、むしろ長期金利が高くなってしまう点を国民に理解して頂く必要があると思う。また、金利の急激な調整は企業や国民にとっても混乱を生じさせかねないし、物価が上昇し、物価上昇の期待が高まっているのに量的緩和政策を採り続けると、資産バブルを引き起こしかねない。これまで個人や年金等の資産運用を犠牲にすることによって、景気回復をアシストしてきた

が、企業や銀行が好決算を実現している状況下で、なおそれを持続させることに対する国民の疑問は日々大きくなっている。そのうえ、物価上昇かつ増税路線では国民の不安は爆発しかねない。この点からも約束が満たされたら動き出し、金利のある世界に近付いていることを見せていくことが必要だと思う。なお、預金金利がほとんどない世界に嫌気が差した個人が高いインカムを求めて外国資産に目を向けるようになっている。それ自体は望んだことだが、景気や物価対比で見て金利を低く抑え過ぎると、その動きを余分に加速しかねない。1980年代前半は為替管理の自由化後、機関投資家が外債投資を積極化させ、円安、経常収支黒字拡大をもたらし、その後プラザ合意へと繋がった。今日、個人がついに動き出したと言えるが、それをゼロ金利でサポートし続けると、1980年代前半のように資本流出・円安が経常収支黒字を拡大させることになることも否定できない。円の独歩安に批判が集まり、経常収支不均衡に関心が向けられ、為替レート的大幅調整をもたらすことになったり、急激に金利上昇を余儀なくされた場合には国内だけでなくグローバルにもかなりの混乱を引き起こす可能性がある。このような後々の混乱を回避するためにも漸進主義で対応していくのが良いと考えている。改革は金利機能なしには仕上がらないし、このような対応は長い目でみて政府にとって望ましいものであると言える自信がある。私からは以上である。

福井議長

水野委員からお願いします。

水野委員

当面の金融調節方針だが、前回同様、当面、当座預金残高目標を25～30兆円程度に引き下げ、「なお書き」を付けない案を引き続き提案する。その理由は、量的緩和政策の解除時に当預残高を短期間で集中して引き下げることを所与とするのではなく、解除3条件が達成される前から市場の実勢に合わせてファインチューニングしていく方が良いこと。それから量

的緩和政策の枠組み変更が政策効果のみならず、金利形成についても非連続な変化を伴うものではないようにするためには、現在のような口頭での説明だけではなく、金利を通じた対話ができる環境を整えていった方がよいことである。また、量の調整を全く行わずに量的緩和政策を継続すれば、為替円安を加速させたり、グローバルな資産インフレを引き起こしているとの批判が海外の中央銀行から強まるという新たな問題も出てきた。金融市場が既に量的緩和解除は時間の問題と予想している中、当預残高目標を段階的に引き下げていけば、市場の金利観を反映したターム物金利や国債イールド・カーブに近づいていくと予想される。金融市場の一部では来春は金利先高観は今より強まっている可能性が高く、解除前に当預目標を下げておかないとTIBOR 3Mが0.5%を超えてしまうとの見方もある。金融政策の目標を量から金利に変更した直後の市場の混乱を最小限にとどめるうえでも、解除前に引き下げることを選択肢として排除しない方がよいと思う。展望レポートを受けて、今や量的緩和解除は既定路線という見方がコンセンサスになった。しかし、展望レポートについては、非常に丁寧な書き振りであったにもかかわらず、具体的な解除プロセスに関する市場参加者の解釈は様々である。短期金融市場では、来年春先に量的緩和政策を解除、7～9月期に25bpの利上げ、来年末までにさらに25bpの利上げがあると予想している向きが多いようである。一方、債券市場では展望レポートにある「極めて低い短期金利の水準を経て、」という部分をゼロ近傍の金利が半年～1年以上続くと解釈している向きが多いようである。中には枠組み変更後、ゼロ金利政策に復帰すると深読みしている——誤解をしているという——向きもある。このように金融市場が展望レポートを十分に消化できない背景には、金融市場と日銀が金利を通じた対話をいまだに実現できていないことがあると思う。福井議長は最近、「量的緩和政策は異常な政策である」と明確に発言されている。私も同感である。しかし、これ以上、市場と口頭だけの対応を続けていくと金融市場に刺激的な情報発信を迫られてしまうとたまらない。そういうリスクを議長に取らせてしまうのも申し訳ないという気持ちがある。そして日本銀行が



量的緩和解除に前のめりになっていると誤解され、政治的な抵抗も強まってくるリスクがある。量的緩和政策の解除プロセスは、当預残高目標を所要の準備に向けて引き下げることが含まれることは周知である現在、予め当預残高目標を慎重なペースで引き下げていく、漸進的に引き下げていくことによってターム物金利から必要な将来の金融政策に対する予測をもう少し読み取りやすくしていくことは意味があると思う。なお、日銀内部では量的緩和政策の枠組み変更までに様々な論点を整理しておく必要があると思うが、私はテクニカルな問題を含めて以下の問題を強く意識している。まず、金利ターゲットに復帰した後の当預残高目標の引き下げによるターム物金利の上昇圧力がどの程度になるのか、よく勉強しておく必要があると思う。個人的には当預残高が 15 兆円程度を下回るとターム物金利はかなり明確に上がってくると思う。10 兆円程度を下回るとロンバート借入措置を頻繁に活用する銀行が出てくると見込める。次に、金利ターゲットに復帰した後のオペ運営については慎重に検討を行う必要があると思う。言い換えると、債券相場における量的緩和政策の量の効果はどの程度大きいのかという問題でもある。福井議長が 11 月 11 日の講演で、「量的緩和政策の量の効果は極く短期の金利をほぼゼロにとどめるという、いわば文鎮としての効果は変わらない」とコメントしているが、私も同感である。債券市場は国債買入オペが減額されると債券相場が急落すると警戒しているが、短期国債の買入オペの頻度や規模を減らしてもターム物金利上昇圧力は掛かる。それがひいては長期金利に上昇圧力を掛けかねないと思う。であるから、短期国債買入オペも頻度と規模はともかくとして、継続せざるを得ないと思う。そして量的緩和解除後のオーバーナイト金利の引き上げペースとその背景説明の手法は、現在、市場関係者の最大の関心事になっているので、我々もある程度頭の体操を今からしておく必要があると思う。先程述べたように、短期金融市場では 25bp の利上げを予想している参加者が多いようである。個人的には量的緩和解除プロセスが終了したと解釈されるためには 10bp、15bp といって細かく刻んで引き上げるよりも、25bp という切りが良い引き上げ幅とした方が金融市場はか

えって安定すると思う。経済効果という観点でも 15bp と 25bp の違いはほとんどないし、外国人投資家の間では実質金利マイナスの状態を回避するためには、日本銀行は来年中に 50bp の利上げに踏み切る可能性も十分あり得ると、もう既にみている。金融政策の効果ではなく、量的緩和政策プロセスやポスト量的緩和政策に我々の議論がビハインド・ザ・カーブになることは問題ではないかと思っている。展望レポートは出したのだが、その後、議論をさらに詰めていく必要があると思う。量的緩和の解除の 3 条件の達成時期を考えると、政策枠組みの変更まで、なお数か月を要する。その数か月間の過ごし方は日本銀行にとっても重要である。まずは、ボードメンバーの間で出口政策についてコンセンサスを作る作業が必要だと思う。また、市場の期待形成の観点からは政府と日銀が対立する構図が強まっているとの印象が強まることは好ましくなく、大人の関係を保つ必要があること。一方で、量的緩和解除を一旦織り込ませておきながら、景気・物価見通しを修正する必要があるにもかかわらず、解除に消極的なトーンを出せば債券相場はかえって不安定化するリスクがあることを意識すべきだと思う。日本銀行が量的緩和解除に前のめりになっているとのメディアの論調、政府が問題視している GDP デフレーターの下落やマネーサプライの伸び率低迷について「日本銀行は議論をはぐらかしている」という政府からの批判は不愉快だが、日本銀行としては少なくとも 2006 年度まで、できれば 2007 年度までも見据えた中期的な景気・物価見通しについて自信を持っている姿勢を見せていくことが適切ではないかと思う。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

では申し上げる。次回会合までの政策運営方針については、「なお書き」を含めて現状維持として潤沢かつ機動的な資金供給に努めることが適当

と考える。景気回復と量的緩和解除の期待を背景に積極的であったオペに対する金融機関の応札姿勢は、このところ幾分弱含みに転じているようである。金融システム安定を背景とした金融機関の流動性資金需要の弱さも基調として続いているとみられるので、今後の金融機関の応札意欲の推移を注意深く見ていくことが必要と思う。引き続き市場機能の維持に配慮しながら当預残高目標の維持に努める調節をお願いしたい。

また、4月以降お二人の委員からご提案があり、ただ今も水野委員からご提案があった残高目標の引き下げについては、私としては引き続き選択肢の一つと認識はしているが、当面、金融機関の資金需要や景気・物価の状況から現状維持が適当と考える。

今回の展望レポートについては、相当丁寧に記述した金融政策運営に関する部分も含め、市場に大きな混乱もなく、概ね適切かつ冷静に受止められたと評価できると思う。今後は今回の展望レポートでボードメンバーの共通認識として挙げた幾つかのポイント、具体的には量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心になってきているため、量的緩和政策の枠組みの変更があっても、政策効果としては「非連続的な変化を伴うものではない」こと。展望レポートで示した見通しが実現していく限りは、枠組み変更のプロセスは「全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」こと。また、本行としては今後、経済・金融情勢に関する判断や金融政策に関する基本的な考え方を丁寧に説明していくことについて、理解を浸透させていくことが大切と思う。

また本行が、コアCPIが安定的にプラスになることを条件に量的緩和政策を解除するとしていることに対して、2006年4月以降コアCPIを下押しする要因が増加していることや、7～9月のGDPデフレータのマイナス幅が拡大していることなどを理由に、疑問視する意見や企業を対象とするアンケート結果なども出されている。これまでもコアCPIを指標とすることの妥当性や、2006年8月の基準年変更の影響、さらにはマネーサプライの金融政策における位置付けなどについて適切な情報発信がなされているように思うが、さらに今後は、コアCPIが安定的にプラスに

なった後も量的緩和政策を継続するとした場合のプラス・マイナスについて、それから昨日も話題になったが、GDPデフレータの内容や金融政策における位置付けなどについて、若干幅広い層を対象として意識しながら適切に情報発信していくことも大切ではないかと思う。以前から申し上げているが、丁寧な情報発信を行いながら、同時に情勢変化に応じた適切かつ機動的な政策対応の余地を確保するということが大切であり、今後この場で十分ご相談をしていきたいと思う。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

次回決定会合までの金融政策運営については、「なお書き」を含めて現在の調節方針を続けることで良いと思う。先程述べたように、消費者物価の前年比は年末に掛けてプラスに転ずる見通しである。そうしたもとで、量的緩和政策継続の約束に伴う時間軸効果は薄れていくことになるが、先日公表した展望レポートにおいて、先行きの金融政策運営の方向性を概念整理の形でかなり踏み込んで書いたもので、先行き、量的緩和政策を解除するとしても、それが政策の大きな転換を意味するものではないということについては、市場関係者の理解を得られるようになってきているのではないかと判断する。

一方で、展望レポートのポイントである「政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではない。」ということを書いたが、これを強調し過ぎると、それでは何のために量的緩和政策の解除を行うのかということが曖昧になってくるという問題があると思う。量的緩和政策の解除に何らかの疑問を呈する意見の中には、こうした印象が裏にあるのではないかと考えている。そうだとすれば、この点は我々としても冷静に受止めて考えていく必要があると思う。

そういう意味で改めて一、二点申し上げたいと思うが、まず第一に、現

在のように金融システム不安が後退するもとの、量的緩和政策の効果は短期金利がゼロであることによる効果が中心となってきた点は大體理解を得られると思う。ただ、長い目で見た場合に、このように次第に量の効果が小さくなっているというもとの、なお量を操作目標とした政策を行うということであれば、政策の狙いが不明となつて、結果として金融政策運営に関する透明性を低下させるという問題があるのではないかと、ひいては金融市場において経済・物価情勢に応じた円滑な金利形成を行うことを難しくしてしまう面があるのではないかと思う。それからもう一点は、長期に亘る量的緩和政策のもとの、短期金融市場の機能が弱まっていることも考えると、多額の当預残高を削減する際には、金融市場の状況を十分点検しながら行う必要があつて、これにはある程度の時間を必要とする可能性がある。展望レポートの第二のポイントは、「全体として、余裕をもって対応を進められる可能性が高い」ということを書いたが、その余裕というのが何を意味するのかというのは、勿論、現時点では踏み込むことはできないし、また、踏み込むことが適当とは思えない。もっとも、その余裕を持って対応するという実際の政策運営に当たって、今申し上げた二つの点をやはり頭に置いて適切に対応していくことが重要であり、そこまでは一応、念頭に置いて情報発信を行うことができるのではないかと思う。

いずれにしても我が国の経済は物価安定のもとの持続的な成長に向けて大切な局面にあり、展望レポートに記述してあるとおり量的緩和政策の解除は「先例のないもの」であるので、金融市場において経済・物価情勢に応じた価格形成が円滑に行われるように、今後も十分配慮していかなければならない。金融・経済情勢や金融政策運営に関する日本銀行の考え方を適切なタイミングで丁寧に説明して期待の安定化に努めていくことが重要であると考えます。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

まず金融政策運営については、現状維持というのが最も適当だと考えている。それから今、量の効果について色々なご意見が出たので、私自身の考えをお話ししたい。基本的には総裁がスピーチ等でおっしゃっているように、「ゼロ金利に文鎮を置く」という効果。これは多分ほとんど皆さんご異論はないと思う。加えて、私がずっと日銀にきてから、あるいはその前から、日本経済がデフレ均衡にあるとすれば、そこから抜け出るには時間軸効果だけでは不十分であると思っていた。仮に、一時的に自然利子率が下がっているだけであれば時間軸効果だけで対応できると思うが、そうでない場合には、何らか別の助けが必要である。それは広い意味で財政政策との協調が必要になると思っている。具体的に言うと、民間部門にとっての外部資産、これはマネタリーベースと国債だが、その和が、実質ベースで見てどの位伸びているかが重要である。名目で少なくともプラスになっているということが、これはデフレ均衡から出るうえの必要条件なのである。足許はその和は10%位伸びている。国債が新規で30兆円位出ているので、私が定義する実質残高効果は今も働いている。これ程国債が沢山出ているのでマネタリーベースが多少マイナスになっても、全体としてはプラスが維持できるのである。厳密に言えばそうなのだが、しかし、金融政策はデフレ均衡脱却に向けて何の役割も果たさないというのでは、不十分なことしかやっていないと言われかねないとは私は思っている。過去の政策をみると明らかに外部資産の伸びは名目で10%、20%と高いので、その政策が続く限り必ずデフレ均衡から出られると思う。ただ、財政政策が引締め方向に急に舵を切ってしまう場合には危ないと思っている。従って、デフレ均衡から出るためには、マネタリーベースの伸びはプラスの方が良いと思っている。もう少し言うと、当座預金を下げるのも、デフレ均衡から出られたことが分かれば良いと思っている。ただ、足許はいわば移行期なのである。ちょうどデフレ均衡から正常な均衡に向う移行期にあり、過去出したもののストックがどう動いてくるのか、複雑なダイナミクスがあるので、本当に適切なマネタリーベースとか、あるいは国債の発行

と両方含めた外部資産の伸びが幾らが望ましいかは非常に難しい。ただ、分かっていることは、デフレ均衡から出るうえではマネタリーベースの伸びはプラスであった方が良くと思う。これは今も変わらない。今もマネタリーベースの伸びは多少マイナスになってもリアル・バランス・エフェクトは働き続けているというふうに思っている。これが量についてである。

もう一つは、コアのCPIをどうみるかということについて。私共の約束は、コアのCPIが安定的にプラスになることが基本的な条件なので、それが確認できたのであれば、粛々と量的緩和は解除して良いのではないかと思っている。ただ、同時にリスク要因を考えなくてはならない。つまり、政府とも、あるいはマーケットとの対話でも一番重要なポイントは、本当の実力ベースで、量的緩和を止めてもデフレ脱却がちゃんとできるということがやはり皆さん知りたいと思っているところだろう。マーケットでも年明け後コアCPIがプラスになっても、夏を過ぎてしまうと、指数改定もあり、また特殊要因もあり、再びマイナスになってしまうのではないかという方がかなりの数いる。そのところは非常に重要だと私は思っている。そこは金利政策の運用の仕方がポイントだと思っている。展望レポートでは、そこは「物価・経済の情勢に応じて」と書いてあり、私もその限りでは全く反対ではないのだが、問題は、これもやや理論的な話になって恐縮だが、ゼロ金利のもとではアンカーがないのである。これまではゼロを上回るというところまでアンカーがあって、あとはなくなってしまふ。それはやはり非常に不幸なことだと思っていて、私は、実力ベースでコアのCPIが年度平均で+0.5%位を目指すべきと心の内では思っており、それは年度末には+1%位に届くということを含めて思っている。今度出した展望レポートでは、そこまでの見通しは出していない。石油が上がっていることの効果がかなり下支えしているので、石油価格が下がれば後戻りしてしまうリスクを抱えている。仮にゼロ金利から金利を上げていく時には、実力ベースで翌年の年度末位に1%というのが見えるということが大事だと思っている。政治家の方で「目標の独立性はない」という

ご意見を持つ人もいる。これは相当深刻な問題で、それでは量的緩和で、コアCPIでゼロを上回ると言っているが、これもオペレーションの中での目標になっているので違法かということにもなりかねないのだが、私は今の日本銀行法はそこまで日本銀行の手を縛ってはいないと思う。従って、オペレーションの中でアンカーを提供していくことは可能であるし、そうしていくべきであると思う。日本銀行は+1%位のところへ行きたいと思っているということは、心で幾ら思っているでも誰も理解してくれない。つまり、デフレ脱却について本当に意思を共有しているのかというところが、これからの対話で大事なポイントだと思っている。以上である。

福井議長

福間委員からお願いします。

福間委員

先日の展望レポートを通じ、本行が示した経済・物価情勢に対する見方や量的緩和政策の枠組みの変更の方向性については、大きなサプライズもなく一旦市場に織り込まれた。その後、様々な解除牽制発言を受け、イーロッド・カーブでは中短期ゾーンを中心に一時的にボラティリティが高まったが、その後、次第にボラティリティも収まってきており、長期金利、あるいはユーロ円先物金利も元のトレンド、あるいはレンジに回帰しているというふうに思っている。展望レポートにおいて金融政策の方向性に関し、そのプロセスも含め具体的に記載したことはマーケットも含め評価されている。その方向性に沿って金融政策を実行するには、いつも申し上げていることだが、できるだけ自由な金利形成を促し、市場機能の回復を図っていくこと、第二に金融政策の機動性、柔軟性を高めるため、資金供給オペの期間の短縮化を図っていくことである。これらのためには量的緩和政策の枠組みの維持、言わずもがなだが、所要準備を大幅に上回る当預残高とその結果としてのゼロ金利の維持に支障を及ぼさない範囲内で、経済・金融情勢を慎重に見極めながら、現在の巨額の当預残高をゆっくりと



時間を掛けて漸進的に一つ一つ階段を降りていくように削減していくことが適当だと思っている。ここで重要なことは、当預残高引き下げの結果として予想される不確実性、不透明性を理由にアクションを起こさなかった場合、展望レポートに沿って形成されたイールド・カーブに影響を与え、マーケットに不信感をもたらす恐れがあることである。それに加えて、コール市場の活発化に備えてのマネートレーダー等の人材養成、銀行間のクレジット・ラインの設定等、市場での具体的なインフラ作りの意欲がまた失せていく懸念である。言い換えれば、シャドー・ボクシングをやっただけではインフラ作りはできないということである。そのためにも、まずは残高目標を 27~32 兆円程度に引き下げ、なお書きについては、「なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから、資金需要が極めて弱いと判断される場合は、上記目標を下回ることがあり得る。」ということである。すなわち、これは現在の 30~35 兆円という当預残高のディレクティブのベース・キャンプを 27~32 兆円へ移し、その他の条件は現状通りとする。すなわち「なお書き」に「また書き」以下を加えるということである。現在程の巨額の当預残高は、デフレからの脱却という政策目標には過大と判断され、不要となった分の量を慎重に減らして、量的緩和政策の枠組みを維持するもとでゼロ金利が継続していけば、我が国が小幅ながら物価の下落する状態からの脱却をサポートすることができると思う。先程、須田委員がおっしゃったように、恐らく金融機関も史上最高の利益を今後発表していくと思うが、こうした中で、果して金融機関の流動性対策のための量の補完という説明ができるのかどうか。ただし、ゼロ金利については 10 年以上やってきた、あるいは量的緩和については 5 年近くやっている訳だが、そういうもののイナーシャを考えれば、やはりいつも言っているように、当預残高の削減はゆっくりと行う必要がある。この前の

を読むと、早くもアンカー論が出てきている。すなわち、キャリー・トレードに使われているので慎重にやって欲しいと。そういうこと

が出てくると段々動きが取れなくなって、1987年にちょうど金利を引き上げろという一部の動きがあったが、あの時もアンカー論が出てそのまま走ったことがある。やはりこのアンカー論、また、イナーシャというのは、本当に危険なことで、私は先程からの量の議論は分かるが——過去、この量的緩和の過程を声高に申し上げた自分が言うのもおかしいのだが——、いずれにしても流動性対策というのが大部分であったというのが私の理解である。時間軸というのは後から付けた理屈で、それはデフレ・スパイラル的なものがあったからそういう論理構成ができたということなのであり、あくまでもファンダメンタルズから出てきた理屈であると思っている。いずれにしても、量のインパクトの重要性はかなり減っており、どういった水準が適切かというのは、これはもうマーケットと探っていかなければならず模索する段階だと思っており、そのためこの案を約6か月に亘って申し上げている次第である。最後に、私はこの問題はここでは触れたくないのだが、敢えて触れておいた方が良いかということで個人的見解として申し上げますが、最近マスコミ等でよくリファーされる長国の1.2兆円については、私はこれは最後の調整だと思っている。と言うのは先入れ、後出しではないが、要するにこれは全ての諸条件が揃った後に調整することで十分ではないかと思っている。以上である。

福井議長

西村委員からお願いします。

西村委員

足許の金融経済情勢は前回の想定範囲内で推移しており、基調に変化は見られない。従って、次回までの金融政策運営方針については、「なお書き」を含め現状維持が適当であると考えている。ただ、二点程付け加えておきたい点がある。簡単に述べる。第一に、これはコミュニケーション・ポリシーのことだが、量的緩和解除の可能性に関する報道とそのリアクションについてである。量的緩和解除の必要条件を満たす可能性が2006年度に

掛けて高まっていることについては異論の余地はない。ただ、こうした客観的な指摘を量的緩和を今直ぐにでも解除したいという主観的な意思表示とわざとかどうか分らないが、誤解する向きがあるのは極めて残念だというふうに思う。また、量的緩和の解除が金利をゼロ近傍から速やかに引き上げる第一歩であるという誤解があるのも、また残念である。量的緩和解除の条件が満たされれば、それは既に時間軸が消えて事実上のコミットメントなしのゼロ金利政策になっているということである。量的緩和解除のその時に不要の量の部分を自然に落とすというだけに過ぎない。従って、量的緩和の解除はその意味で「不連続な政策変更ではない」という、既に明確にしている事実を以前にも増して粘り強く情報発信する必要があると考える。第二の点、これもコミュニケーション・ポリシーなのだが、もう少し概念的なことをお話ししたいと思う。第二の点は分かりやすさと伸縮性のトレード・オフである。経済政策で経済統計の単純な数字にコミットするのは分かりやすく、まぎれがない。しかしながら、経済状況は当然ながら絶えず変化する。政策をコミットした時点では考えられなかった状況が続出するのが、構造改革が進む今のような経済では極く自然な姿である。そして現在がどのような状況にあるかということすら、共通の理解を得ることは難しい場合が多いと思う。特に足許のデータというのは、実は数か月前のデータであり、数か月前のデータは、そのまた数か月前の経済を表わしているという形になるので、その種のずれというものを当然考えなければならない。そうすると非常に大きな見方のブレが生じる訳である。こうした場合、分かりやすい単純な数字に機械的にコミットすることは政策上重要な伸縮性を失うため、避けなければならないと考える。しかしながら、政策意図に対する誤解をなくし、無用なノイズを避けるということも極めて重要であるということである。状況に対する機動的な対処を可能にしつつ、無用な誤解を避けるような対話のフレームワークというものを今後作っていく努力は必要だろうと思う。しかし、こうしたフレームワークは外から一気に与えるというようなものではなく、今後、日本の構造改革が進み、経済構造が変化していく、そして安定化していくという中にお

いて、慎重に市場、マーケットや公衆、パブリックとの対話を通じて形作っていかねばならないと考えている。以上である。

福井議長

最後になったが、中原委員お願いします。

中原委員

引き続き現在の調節方針維持が適当と思う。今回の展望レポートについては、発表前に実体経済認識も含めて市場の見方がかなり収斂していたこともあり、また、展望レポートの中で量的緩和からの次のレジームへの移行のプロセス等について概念整理をし、比較的丁寧に説明を加えたということも加わって、金融資本市場に影響を与えることはほとんどなかったと判断している。しかしながら、その後の動きやメディア報道を見ると、勿論、これはメディアの報道スタンスに問題があるが、市場や政府・国会筋等には、日銀が実体経済に関わる十分な分析・論証や慎重な判断というプロセスを経ずして、とにかく量的緩和からの脱出を急いでいるという誤った印象を与えてしまった懸念がある。これは勿論、我々の本意ではない。私自身としても展望レポートで「2006年にかけて量的緩和解除の可能性が高まる」という表現、あるいは、予想数値として「2006年のCPIが0.5%程度のプラスになる蓋然性が高い」ということについては、勿論、今のところ異論はないが、現実に量的緩和から出られるかどうかとの判断は今後の実体経済の展開に応じて、機動的かつ弾力的に判断していくべき事項であろうと思っている。

量的緩和のレジーム変更の時期に関わる市場の見方が比較的収斂している現在の状況のもとで、今後は実体経済に関わる足許判断と先行きの見通しを冷静かつ客観的表現で淡々と説明し、量的緩和の解除については3条件に則してフォワード・ルッキングかつ総合的見地から判断していくという姿勢に徹することが必要と思う。

これは必ずしも先程須田委員のおっしゃったワンボイスという意味で

はない。量的緩和解除と実体経済の関係、量的緩和解除のプロセスの基本的な考え方、この二点について単純な言葉で説明するということであり、同じ展望レポートの表現の中で景気の見方とか政策の基本的枠組みについて見方が分かれるのは当然である。勿論、これはコンプライアンス・ルールの決め方の問題ではあるが、ボードがワンボイスであるべきというのは現実的には難しいと私は考えている。

量的緩和の解除時期に関する市場予想の収斂は、一方で期待の安定化でもあり、望ましいという見方もできるが、これはまたさらに状況が大きく変化した場合に、指標に無用のボラティリティの上昇をもたらすリスクを高めていることにもなる。今後の情報発信においては市場の予断を一方向にさらに強めることのないよう注意が必要だと思う。もう一点申し上げると、これまでの議論は量的緩和解除の蓋然性及びその時期を物価がプラスになる蓋然性とその時期にのみ結び付けて行われており、最も重要な判断が求められる量的緩和解除に関わる第三条件については、今のところ市場においても、また我々の間においてもコンセンサスがないという状況かと思う。加えて、実際に解除時期に臨んだ時に、例えば展望レポートで「極めて低い短期金利の水準を経て」という表現を出しているが、この状況の継続期間をどのように考え、どのような道具立てを使ってそれを市場に伝えていくのか、また、展望レポートで「余裕をもって対応できる」、あるいは「期待の安定化に努める」としているが、このために具体的にどのような方法や対話手法をもって、このスタンスについて市場の信認を確保するのか。今後、我々の重要な検討課題であろうかと思う。

私個人の意見としては、量的緩和政策解除に当たっては、望ましい物価上昇率を示すことが必要な選択であると思っている。CPIの物価情報としての不完全性はそのとおりであるが、今後の統計技術的な改善も踏まえて、少なくとも現在の如き経済構造のもとで量的緩和を比較的低めのCPIのもとで解除する方向に動く場合は、スモール・バット・ポジティブなCPIの伸び率を望ましい物価上昇率の下限として具体的に示すことをもって、金融政策の透明性を向上させ、期待を安定化させるためのツール

として利用することができるのではないかと考えている。以上である。

#### 福井議長

次回の政策決定会合までの間の金融政策の運営方針について、従前に引き続いて水野委員、福間委員からは量的目標値の段階的引き下げという具体的な提案があった。その他多数の委員は現在の諸情勢をバックグラウンドに置けば、今回も現状維持、量的目標値と「なお書き」とを合わせて現状維持というご意見であったと思う。展望レポート発表後の最初の決定会合を本日迎えている訳だが、展望レポートに対する市場の反応は、多少皆様方の間でニュアンスの差はあるかもしれないが、総じて落ち着いた反応を受けたという点で共通であったかと思う。2006年度に掛けて量的緩和政策の解除の可能性が高まっていくという点については比較的素直に受け入れられてきているのではないかと。それは今後のCPIの推移の見通しについて、我々と市場参加者との間で多く共有できる部分がある、不確かではあるが次第にその共有できる度合いが強まっているということではないかと思う。もう一つは、枠組みの変更自体はどの時点で行われようと、政策効果にその段階で突然大きな変化をもたらすものではない。この点についての認識もある程度市場と共有化されつつあるのではないかと。このことである。これは主として我々の方のコミュニケーション・ポリシーで、現在までにおいても既に消費者物価が上昇に転ずるという見込みが強まるもとでは時間軸効果が次第に薄れてきている、今後も薄れていくということであるので、量的緩和政策の実態が短期金利がゼロであるとそのこと自身に収斂していくということが、このこと自身は比較的容易に、あるいは説明を聞いて納得してという形で理解が進んでいるということではないかと思う。今後とも我々としては予断を持たず政策運営に臨み、冷静に判断していく。情勢に忠実に判断していく。遅からず早からず、ライト・タイミングを捉えるのだということを正確に市場に伝えていく必要があると思うし、さらに幾つかのご指摘が委員からもあった。「連続線上で」と言うフラットなのかというのは、少し皮肉な取り方だと思う。一つは機

が熟したのに解除しないといったことを続けると、どういうことが問題なのかを上手く説明できるのならば、それはした方が良くということだと思ふ。それから「連続線上」という言葉を私が最初に使った意味は、突然大きな変化がある訳ではないということである。つまり変化が全くないと言った訳ではなくて、当然変化はしていくが、しかし極めて緩やかな線形状の変化だということの説明したかったために言った訳である。そういう意味で、不連続でないのであれば解除の必要性はないのではないかというのは、少し意図的な曲解ではないかという気すらするのだが、その辺は勿論、そうではなくて純粹に間違っただけで理解された方もいらっしゃると思うので、きちんと説明していかなければならない気がする。いずれにしても我々自身が予断を持たない、そして予断を持っていると勘ぐられる余地を示さない、こういったコミュニケーション・ポリシーが必要である。それが須田委員のおっしゃるワンボイスということなのではないかと思うが、私自身もそういう姿勢でいくべきだと思っている。それから岩田副総裁、西村委員等が触れられたが、将来の我々のコミュニケーション・ポリシーにおける中身の部分、枠組み修正後、将来の物価について大まかにどのようなイメージを持って、つまり目的意識を持って政策運営をしていくのかという要素を全く欠いたままで上手くやっていけるかという問題である。さりとて特定の指標にスティックしてフレキシビリティを全く失ってしまうという政策でもいけないというご指摘がある。つまり透明性と言うか、我々の意図するところを正しく読み取ってもらうということと十分なフレキシビリティを保つということとの間のライトバランスをどう取っていくか。この一番重要な問題についてのご指摘があった訳で、私もそこは非常に重要な問題として意識している。我々が大まかに意図しているところを、全く感じ取らせないまま政策運営をやっていくことには、物凄く危険があると私自身も思っている。しかし、今のイグジットまでの間のように、特定の指標にスティックしてフレキシビリティを自ら縛るという段階ではなくなるのだろうと。この間のバランスをどう取るかという難しい問題が待ち受けていると思うが、その点も含めて、さらにご意見をお持ち

であればおっしゃって頂きたいと思う。中原委員はなにがしかのターゲットを置くべきといったご意見であったし、岩田副総裁のアンカーというのは何を意味するのか、そのところはまだ定義はこれからの問題だろうと思うが、そういった点も含めてもし追加的にご発言があればどうぞ。

#### 須田委員

先程少し申し上げたのだが、先日、インフレーション・ターゲティングの採用により政策の予見可能性が高まるのだろうと思ってインフレーション・ターゲティングを採用している国に話を聞きに行った。もっとも、実際には足許の物価がターゲットレンジの外に出ていたり、外に出ているのだが動かない、あるいはターゲットレンジ内にあるのだが動くというような場合においては、結局は市場と対話するためにはステートメントをどのように書くかに知恵を絞っている。ステートメントの書き方を含め、対外的にどのようにアナウンスするかについて凄く時間を掛け、かつどうやって戦略的に対話するかということに一番気を使っている。例えば、中央銀行内に広報の戦略チームを組成し、あるケースでは総裁の発言も含めて全ての情報発信についてその戦略チームで議論して決めた言い回し以外は使わないといったような徹底振りである。そこまでやらないとなかなか政策をどうするかということは正確に伝わらない。何かターゲットを導入すれば期待を安定化させることは簡単なことのように思われているかもしれない。長い期間では政策がどう動くかというのが伝わるかもしれないが、人々が求めているのは——特に日本の場合には次はどうするのか、その次はどうするのかといった具合に——、結構タイムスパンが短いのである。そういう場合に中長期的な目標により、市場が望んでいるような対話を行うことは難しいと思う。これからイグジットを経て政策が正常化するまでは、ある程度市場を導いていくということも私は必要だと思っているが、その時にターゲットが役に立つかどうかは疑問である。あるいは逆にそれに意味があるということであるならば、ある一部のマーケットの人達の期待はそちらに直ぐ移るかもしれないが、過去に引きずら



れている期待を持っている人と、マーケットのように直ぐにインフレ期待を変えてしまう人とが混在しているため、期待インフレ率は分散してしまう。こうしたことも考えると、先程の西村委員の発言ではないが、構造調整云々と色々なことが起こり、しかも今はたとえ目的を定めたとしても、ほとんどゼロ金利であるため、金利という手段がない中で、なかなか目標を達せられない時に一体どうやって実現していくのだということがもたらす信認の問題等もある。従って、少なくとも私自身はこういう問題について、どうやって考えていくかということは非常に大事なことであると思うが、何か一つの数値を公表することが手助けになるという状況であるかどうかということについては、相当深く考えなくてはならないと思っている。

#### 福井議長

理論立て、整理の仕方がこれで良いのか少し分からないのだが、私は二つに分けないと議論は進みにくいと思う。一つはインフレーション・ターゲティングのように、中長期的なあるべき姿、目標を設定すること。この場合には須田委員のおっしゃるとおり、中長期的な目標だということが理解されにくい日本の社会というものをよく考えなくてはならない。それを設けた途端に非常に短期間のうちに持てる玉を全部撃てという、言葉は悪いのだが政治的な利害に一致している限り全部玉を撃てということになりかねないリスク。この問題はきちんと整理しなくてはならない。それからもう一つはイグジットを出た後、ある期間のラティチュードを持って対応していけるという部分についてである。今は「余裕をもって」という言葉で十分理解されると思うが、イグジット後のことを考えると、その「余裕をもって」というのは何だか逆に分かりにくくなってしまっているので、そこはやはり我々が意識しているよりは比較的ショート・ランと言うと言葉はおかしいのだが、中長期的目標ではなく、「余裕をもって」対応できる期間の我々の物価観はどういったものなのかが大まかに分かるような印象を与える必要がないかどうか。物価について何らかの意識付けといったものがない状況で、ラティチュードというのをさらに補強していけるかどうか

かという、そういう問題ではないかと思う。そこを少し区分けして考える方が良いかどうか。区分けして考えた方が良いとすれば、詰めるべき論点というのはあるかなと思う。

中原委員

区分けして考える方が良いかどうかということか。

福井議長

そこは問題がある。

中原委員

私としては、両面から検討しなければならないと思う。前者は、経済学的な議論と政策に関する議論とがなかなか噛み合わない部分であるが、これは判断の問題であると思う。当然のことではあるが、そういう目標通りに、あるいは参照値通りにいかない時があり得る訳であり、結局は、そういう時の説明の態度や方法如何によるのではないか。世界的にみても、例えばバーナンキ次期議長の証言を見ても分かるように、かつてはインフレ目標というものがかなりきちんと実態通りに行われた時期もあったが、最近では、どの国でもインフレ目標という制度は弾力的に運用されるものと考え、かつ中長期的な枠組みの一つとしてみるという考え方が定着していると思う。私も先週、インフレ目標を導入しているバンク・オブ・コリアに行ったが、同行では、先般、インフレ率が下限に近いところにあつたにもかかわらず、金利の引き上げを行っている。この金利引き上げについては、中国の輸入品の問題のように、我々がこれまで「良いデフレ」、「悪いデフレ」という形で議論した際に考えたような色々な要素を考慮されたうえで決定されたものであり、単純な議論ではなかったということを、バンク・オブ・コリアのボードメンバーは何度も強調されていた。申し上げたかったのは、環境としては、インフレ目標は、中期的な枠組みの一つであり、弾力的に運用され得るものであるという考え方がかなり定着してきた

のではないかということである。

#### 岩田副総裁

須田委員がおっしゃったことで一つだけ補足したいと思う。ゼロ金利で有効な手段がないという点については、私が就任した時にも言われたことである。私は「ゼロ以上」から何らかの上限を設けた方が良いのではないかと最初に申し上げたのだが、その時は、「有効な手段がないのだから、そのようなことを議論する必要もない。」というご意見が強かったと思う。しかし、私のみるところ、この量的緩和政策というのは有効で、戦後初めて、デフレから出られるという良い例を作ったと思っている。ただ、量的緩和の枠組みは非常に不自由である。自分の手を縛り足を縛ることによってしか効果が生まれないという、そういう不自由な面を持っている。しかしそれは無効な政策だったかと言えば、私はそうではないと思っている。今もそうである。ゼロを上回るということをちゃんとやってアンカーを示したことが一つのポイントだと思う。これからも望ましいところに行くのであれば、やはりそういうことははっきりマーケットに言うべきであると思っている。

#### 水野委員

多分ボードの中でその意見はシェアされていないと思う。マーケットの中でも。多分、アカデミックの世界では分かるのであろうが、精神論、宗教論に近くなってしまう。

#### 岩田副総裁

いや、宗教論では全くない。逆に言うと、では量的緩和というのはどういう効果があったかという、そこの判断である。

#### 水野委員

私の判断は金融システムの安定に非常に効果があって、株式を買い入れ

たこともその効果を増すことになった。今はその当時に比べると効果は小さくなってきたという総括は多分皆シェアできたから展望レポートに書いた訳で、もしそれが違うのであれば展望レポートにサインしてはならないのである、岩田副総裁は。

岩田副総裁

なぜか。

水野委員

量の効果は徐々に小さくなり、ゼロ金利の効果のみになってくる。

岩田副総裁

勿論そうである。それは量を増やすことにも金利を通じる効果と、それからリアル・バランスの効果と両方ある訳である。金利を通じる効果というのは、量を増やすことによって時間軸を補強しているのである。

水野委員

だが、量の効果が徐々になくなってくるのが量的緩和であろう。

岩田副総裁

それは時間軸の政策のフレームワーク自体が初めからそうなのである。安定的にコアCPIがゼロ以上になれば、それは止めると言っているのだから、時間軸効果がなくなるのは当然である。

中原委員

水野委員はそうおっしゃるが、私は岩田副総裁と同意見である。

須田委員

私は時間軸効果は認めている。ただ、このもとで、物価が上がるまで

——+1%、あるいは+0.5%でも良いが——に、一体どれだけの時間が掛かるかということである。時間軸効果は景気に効果があったと私は認めているし、時間軸効果というものがなければ、この量的緩和政策の効果は金融システム安定化のための効果しかなかったと今までのところでは私自身はそう思っている。従って、時間軸効果は認めているが、例えば今後物価がマイナスになるような時に、それでもずっとそれだけに依存していることで日銀の信認が維持されるのだろうかという気はしている。

岩田副総裁

私のポイントはまさにそこで、物価が再びマイナスになるような事態にならないために、ステップ・バイ・ステップで保険を掛けながら進んでいくというのが私の意見である。

須田委員

そのために、解除を判断する時にはそういうことを考えたうえで行うということだと思う。ただし、解除後は実際には予想外のことが起こっても仕方がないのである。

岩田副総裁

それは常にある。

須田委員

従って、そうした予想外の事象の全てについてその確率を潰していくべきだと言え、もう全く動けなくなるということになるため、ある程度のリスクは仕様がなと思っています。こうしたリスクを取ることにについて当然解除する際にはしっかり判断していくということが我々の仕事である。

岩田副総裁

勿論そうである。だが、突き詰めれば透明性とフレキシビリティのト

レード・オフの関係をどうするかがポイントである。インフレターゲットはコンストレイント・ディスクリション、すなわち制約付きの裁量である。それはオプティマルな政策でないかもしれない、ただ、その制約はどうして必要かと言えば、それは透明性の観点から必要なのである。

福井議長

自分は縛るが他人からは縛られない、これがフレキシビリティの醍醐味だと思う。であるからインフレ・ターゲットの話にしても、もう少し時間的距離の短いイメージの与え方にしても、フレキシビリティを縛られるという要素があってはならないということであろう。だが、何かそういうコミュニケーション・ポリシーの中の一つのコアがあった方がより有効ではないかという議論については、もう少し深める必要があるのではないかという気がする。

水野委員

総裁がおっしゃったことに少し加えさせて頂くと、多分、市場参加者、政治家といったオーディエンスの方がまだ成熟していないのである。その中で周りが日本銀行を縛りにくる訳である。そういう意味で言うと、我々が中長期的に1~2%とか、2~3%のインフレ率というように言ったとしても、周りは今月、来月の物価を指標として考えているのではないか。それからもう一つは、西村委員と全く同感なのだが、金融政策は所詮バックミラーを見ながら運転しているもので、我々はやはりベストと思うフォーキャストを出して政策を運営するのだから、その見通しを信じてくれないばもうそれで終わりなのである。一番重要なのは景気判断を間違えないということなのではないかという感じはする。それ以外はクレディビリティを上げる手段はないと思う。

福井議長

物価関連指標は、先程もどなたかがおっしゃったように遅行指標である。

であるからそれにスティックしているとバックミラーだけ見て、前を見ないで運転するような気がする。

水野委員

これはもう相当遅行である。

福井議長

おっしゃるとおりである。

岩田副総裁

遅行なので、まさに、ではどこに行きたいのか。目的地を持たないで行くのかというのが一番問題なのである。

水野委員

であるから、望ましい物価というのは、皆、それぞれ頭の中にあるのである。

岩田副総裁

頭の中にあって、それでは一人一人皆違うことで良いのか。

水野委員

ただ、それは一つの物価である訳ではなくて。

岩田副総裁

勿論、それは複数でみて良いのである。

水野委員

ただ、それを用いて透明性を高くするためには、どうやって共有するのか。

#### 岩田副総裁

であるから、例えば連邦準備の場合でも二つ数字を出している訳である。コアのCPIと、コアPCEと両方出している。その両方を見ている、ということもそれは勿論可能だと思う。

#### 水野委員

そういうやり方もあるかもしれない。ただ、もう一度言うと私は、我が国においてはオーディエンスの方に問題が凄くあるため、まだ検討課題以上のものではないかなと思っている。

#### 武藤副総裁

総裁が先程要約されたように、何らかのそういう目標を持つことに対して議論としてはオープンと言うか、引き続き検討するということなのだろうが、その際には、消費者物価がゼロ以上と言った時に行った判断とは違ったレベルで一体何を持って判断していくのかという、実はまた一味違った議論がある。我々は政策のツールとするような確たるデータを本当に適時適切に得られるのかということも含めて、純粋な理論として同時に運用可能性も含めて議論をする必要があるのではないかと私は思う。そのうえで西村委員がおっしゃったことが多分、私の理解が正しければ、何らかの対話のフレームワークがこの後必要になるということだと思う。それは何らかのフォワード・ルッキングな表現を含めて、対話をしていく必要がある。何も無いまま適時適切にやるというのでは不十分であり、それ以上のことが必要であるという意味でコンセンサスがあると思う。現時点で言えるのはそういうことなのではないのかと私は思っている。従って、何らかの対話のフレームワーク、特にフォワード・ルッキングな言葉を含めた対話のフレームワークが今後検討されるべきであることについては、重要なポイントであると思う。



福間委員

皆さん、ご意見を言われたので私も申し上げるが、2003年の10月に議論した時にも今のような議論をした訳である。3条件を作るといふ。物価がプラスの世界に入ってくると、何を目標にするかということ、それは当然必要な訳だが、今はまだ出ることを一所懸命やっている段階である。そこから先はいずれ検討しなければならないし、その勉強もしなくてはならない。私は皆さんがおっしゃるように金融政策というのはフォワード・ルッキングが必要であり、そうでなければ政策ではないと思うが、本当にそういう検討する時期がくれば良いなと今のところはまだ思っている。なかなかこなくて私はイライラしてしまう。検討はやはり、消費者物価指数がプラスになってからである。ただ、プラスになった時に検討する際のポイントとして一つあるのは、武藤副総裁が言われたことにも関連するのではないかと思うが、物価というものに対して日本人はゲルマン人と同じ位に非常にセンシティブであるということである。歴史的にみて日本の物価水準は非常に低いところで推移しており、インフレは悪ということで、必ず見返りをよこせとなってしまう。例えば預金金利を上げよということも含めて、所得政策にも関係してくる。やはりバーナンキ次期議長が言うように長期的にという表現がなかなか難しいのだろうと思う。近距離については我々は展望レポートで少なくとも対話をしていかなければ仕方がないと今のところ私は思っている。だが、プラスになったらもう一回議論することは必要だと思う。景況感が一致したのは、つい先月ではないか。

福井議長

これは段階を経ないと。一回の会合で全て一発で結論を求める話ではないものだから。

福間委員

然り。

## 中原委員

今福間委員がおっしゃったが、私も、一般の個人、家計がインフレに対して持っている観念は、日銀の行うアンケート結果にも出ているように、どちらかと言えば依然として望ましくないものであると思う。将来的にインフレ参照値、あるいはインフレターゲット政策を採るとした場合、こうした観念を如何に反映させるか、あるいは説明していくのかが一番難しい問題になってくるといった感じがしている。結局のところ、政治の世界から色々な意味での意見表明が行われることになってしまうのだろう。この議論を進めるに当たっては、相当時間が掛かると見込まれることから、我々としても、何らかの組織的な対応や公式的な検討を行わないと、こうした意見に対抗することが難しいのではないかという感じがしている。私が日銀にきてから5年間になるが、この問題は折に触れて出てくるものの、ほとんど進展していないのが実情である。それから、もう一つの論点としては、どこの国でやっている政策も、フォワード・ルッキングな立場でのインフレーション・ターゲティングであって、決してバックワード・ルッキングではない。この点は誤解がないようにしておかななくてはならない。それから、バンク・オブ・コリアでは3年毎にターゲット制度そのものを検討したうえで見直しているが、これは経済構造の変化に応じて望ましい物価上昇率も変更する必要があるとの考えに基づいたものである。すなわち、未来永劫同じターゲットで走るといったものではないというようなことも改めて認識を共有しておく必要があると思う。望ましい物価上昇率が理論的にもスモール・バット・ポジティブであるということに基づき、日銀としても市場、あるいは経済主体の信認が得られるような動きを採っていくべきではないかという気がしている。

## 福井議長

今、中原委員がおっしゃったように何かターゲット、ないしはインプリシットなオブジェクティブを持った場合、持つ時の意図はあくまでフォワード・ルッキングなのだが、そこに具体的な政策をあまり短期的に縛り

付け過ぎると、たちまちビハインド・ザ・カーブになってバックワード・ルッキングになってしまうという、ここの難しさではないかというふうに思う。

西村委員

一点だけ追加させて頂くと、今の話になかったのは、つまり我々の見ていく経済統計のデータの話なのだが、この経済統計のデータも今色々な形でインプルーブされているので、そういったものを含めながら、私も書いたが、外から一気に与えるものではなくて、やはり対話をしながらこれから少しずつそういったような方向に向けて新しいフレームワークを作っていくという形にしていくのが、私は一番良いのではないかと考えている。

福井議長

先程、福間委員のおっしゃった日本人のDNAに定着している物価観というのは、例えばCPIを採っても過去20年間平均してみると1%に満たないという位のレベルで定着している可能性がある。であるから、あまりアプリアリにポンと数字を与えた場合にはその間のギャップというのはいつの間にか政策的歪みに結び付く可能性がある訳である。その難しさというのは、やはりよく究明しておく必要がある。

須田委員

またギャップがあれば、グローバルにはそのギャップを一方向で為替が調整するということが自動的に出てくる。その点もまた問題である。

福井議長

然り。

岩田副総裁

為替だけではなくて、むしろ金利にも出てくる訳である。

福井議長

やはりフォワード・ルッキングに金利の調整が行われていないと必ず為替が調整する。これはもう明らかであるから。

水野委員

多分、インフレターゲットでやると長期金利は上がりやすいから、財務省的にはあまり乗らないと思うのである。

岩田副総裁

そこは私には物凄く異論があって、何の目標も持たないままで走るのか。

水野委員

いや、そうではなくて財務省は多分嫌ではないかと思っているだけなのだが。

岩田副総裁

それから水野委員がおっしゃったマーケットでは全くシェアされていないということについては、マーケットは多様でボイスも多様だと思う。むしろ、そういう目標がない方がおかしいという方もいる。水野委員が付き合っておられる方にはそういう声は出ていないかもしれないが。それから私の観点からすると、量的緩和というのは、ある意味では非常に縛りの強いターゲティングである。足許と先行き、両方を縛っており、こんなにリゴラスにやっている国は多分ない。他の国は先行きの見通しをターゲットにしている。

福井議長

それで私は異例な政策、ないし異常な政策と表現している。

中原委員

その言い方は「異例」にして頂けないか。「異常な政策」という言葉はかなりショッキングな響きを持つので。

福井議長

つい極端な表現を使ってしまうのだが。異例な政策だな。

須田委員

他の国がフォワード・ルッキングであると言えばそうなのであるが、ニュージーランドやオーストラリアで聞いたところ結局は足許の物価に相当引きずられているとのことである。従って、幾ら概念ではそういうふうに言っているとしても、現実はそのところで、情報発信の戦略をはじめ、どう対応するかということに相当苦労しているということを指摘しておきたい。

岩田副総裁

苦労は凄く分かるのだが、物価の安定というのは、日銀法第二条に「健全な経済の発展に資する」とはっきり書いてある。物価の安定が何%を指すかというのは、それは経済構造の変化に応じて変わるかもしれない。だが、それを内部でも持たなくて政策運営することは、私は物凄くリスクーだと思う。

中原委員

私は、須田委員がおっしゃった中央銀行が苦労すること自体が、政策の透明性を高めているということの意味しているのだと思う。そうであれば、苦労が大変だからやらないというのはどうかと思う。

福井議長

それでは、政府の代表の方からお願いしたい。まず赤羽副大臣から願

いする。

#### 赤羽財務副大臣

我が国経済の現状をみると、先日公表された平成17年7～9月期GDP速報においても、消費や設備投資の増加が見られるなど、景気は緩やかに回復しているが、物価動向をみるとデフレは依然として継続している。民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、政府・日銀が一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、これを確実なものとするためには、金融政策運営のあり方について、原油価格や海外経済の動向等のリスク要因をはじめ、経済・物価情勢について慎重かつ総合的にみていくとともに、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをして頂くことが必要と考えている。また、デフレがなお継続している現下の経済情勢においては、その克服に向けてしっかりと腰を据えて取り組むことが必要であり、日銀におかれては、現状の量的緩和政策を粘り強く継続することを、市場や国民に丁寧にご説明願いたいと考えている。以上である。

#### 福井議長

中城内閣府審議官から願います。

#### 中城内閣府審議官

景気の現状については、緩やかに回復しており、11月11日に公表した7～9月期の1次QEでも裏付けられた。しかしながら、GDPデフレーターは30四半期連続のマイナスとなるなど、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は、引き続き政府・日銀一体となって取り組むべき重要政策課題である。デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけでなく、GDPデフレーターを含めて総合的に行うべきだが、日本銀行が量的緩和政策解除の必要条件とされている消費者物価の現状及び先行きについても、物価形成メカニズムにおける原油価格上昇の影響やその他の

特殊要因、統計のバイアス等を十分考慮し、慎重な判断を行って頂きたいと考える。このような観点も踏まえ、日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性を取り、平成 18 年度デフレ脱却に向けて実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。そのうえで、望ましい物価水準及びそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与されることを期待する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対してコメントがあればどうぞ。GDPデフレーターというのはあまり国民に理解されていないと思う。専門家はよく分かるが。あれでデフレを判断せよと言うと、非常に感覚的に誤解を呼ばないか。油の値段が上がればデフレになるのだということになってしまう。

中城内閣府審議官

難しいのはやはり付加価値のデフレーターということだが、実際に輸入物価が上がったということがある意味ではデフレ的な要因な訳である。実質リアルにはそれだけ国内の所得が外国に移転するという意味では。

福井議長

インフレ要因でもある訳である。

中城内閣府審議官

然り。インフレ要因にもなるが。それがインフレになるかどうかというところは。GDPデフレーターが輸入物価が上がって下がるということは、ある意味では輸入物価が上昇した分が国内物価にまだパス・スルーしていないということである。パス・スルーすればGDPデフレーターは変わ

らないということだから、やはり国内の付加価値のデフレーターというのは一つのデフレの指標としては意味があるのだろうと私は思う。

福井議長

専門家としては理解できる。我々は十分そこをカウントしているのだが、そこだけを強調されると、国民のインフレ観というものを少し歪めないかという心配を私は個人的にはしている。

中城内閣府審議官

恐らく第3条件の中の考慮要素の一つがGDPデフレーターではないかと私は思う。

中原委員

ご発言の点については、日銀は既に量的緩和の中でCPIという指標を——問題はあるにせよ——使って5年経っているという事実がある訳である。GDPデフレーターとCPIの関係については、勿論、専門家の間では過去何年も議論されてきているが、議長がおっしゃったとおりなかなか理解されていないのも事実である。一般の家計や個人、あるいは企業経営者に理解されていないということは非常に重要な意味を持つと思う。当然ながら、日銀としても、GDPデフレーターとCPIの統計の持つ問題点について、理論的な考察として今後色々説明をしていく必要があると思うが、内閣府の方でこの点について、「いや、日銀が勝手にCPIと言っているのに過ぎないのだ。私達はGDPデフレーターで判断するのである」という態度を取られていては、民間の理解が進まないのではないかと思う。

「日銀のCPIはけしからん」という態度をお取りになるのではなくて、むしろ教育、啓蒙という点から、GDPデフレーターの持つ指標としての問題点とか意味とかを客観的にきちんと説明するような今後の対応を考えて頂く必要があるのではないかと思う。



#### 中城内閣府審議官

私共は「けしからん」などということは全く申し上げていないのであって、中原委員が言われるようにGDPデフレーターは分かりにくいのももう少し上手く説明せよというのはおっしゃるとおりである。私も先程言ったように「GDPデフレーターも含めて総合的に行うべきだが、」ということで、そういう配慮要素を申し上げたということである。

#### 武藤副総裁

GDPデフレーターが第3条件の中に入っているという言い方もあるし、物価全体を判断する時には色々な指標を見ると日本銀行は言っている。一応、CPIについて3条件を決めているが、最終判断の時には広く物価がどうか考える訳である。そういう時にGDPデフレーターも考慮の対象になるのは当然だと思うのだが、GDPデフレーターにある特性と言うのか、欠陥と言うと少し言葉は適当でないが、その特性を踏まえて、例えば短期的にみた時にはどうしてもCPIと乖離する傾向があるので、一体どちらを見たら良いのかというのは、そう簡単な問題ではなく、我々はそういうことも踏まえて、やはり最終的に結論を出すということであると思う。日本銀行としても、GDPデフレーターを見ないなどということは一言も言ったことはない。ただ、やはりそういう特性があるということをも十分頭に置いて判断しなければならないということだけは申し上げなくてはならないので、その点は是非ご理解を頂きたい。

#### 福井議長

CPIがプラスになればデフレ脱却宣言をするなどという、そういう単純な思考を我々が持っている訳ではないことはよくお分かりだと思う。私も毎回月例経済報告の関係閣僚会議に出させて頂いているが、实体经济の判断とか物価の認識について全くと言って良い位情勢判断に差がない訳である。従って、日銀だけがCPIでデフレ脱却宣言をし、政府はまだデフレだなどという、そういう変な事態を想定したくない訳である。ただ、異

例な金融政策というのはある時期にピリオドを打たないと将来に大きな禍根を残すから、そこは国民が一番分かりやすい指標で乗り切る。だが、引締めに入る訳ではないので、経済の足腰、そして物価の基底というものをより強くするために、我々は引き続き連続線上で十分カバーしていく。この部分については、もし異論がないのであればやはり政府も十分サポートして頂かないと、実態が合っているのに異論が出てくるというギャップを、日銀の方だけからでは防ぎにくいなというリスクを少し感じているのである。

#### 水野委員

それから量的緩和政策の解除が引締めでないことについては、為替が円安になり、実質金利もマイナスになってきている訳で、外国人投資家が見ると非常に緩和的な状況がさらに緩和的になるということであり、非連続どころか、より緩和的になるのだから「株を買って良い環境だね」などと言われる。そのような会話をよく聞くのだが、引締めかどうかという議論と、それから先程議長がおっしゃられたデフレかどうかという議論だが、そんなに単純な白黒できるものではない。

#### 西村委員

先程のデフレーターの話だが、もしそういうような形でデフレーターをお使いになるのであれば、輸入デフレーター、輸出デフレーター、それから投資のデフレーター、消費のデフレーター、そういったものを別々にお使いにならないと、非常に誤解を受けるということになるので、その辺についてはご理解頂きたいというふうに思う。そうでないとデータというのは、特にアグリゲートのデータというのは、解釈が難しいので、その点についてはご配慮をお願いしたい。

#### 福井議長

他に宜しいか。

#### 水野委員

本日せっかく副大臣がいらっしゃるの。政策を行っていく人間として財政・金融政策にかかわらず、経済政策運営全部について国民の理解を得ることが必要だと思うが、景気が良くなってそれでもデフレかもしれない、デフレだという判断で低金利を続けることは、実は国民は必ずしも喜んでいないと思う。低金利で不満があるという声もある。我々は債務者と債権者にとってフェアな政策を採らなければならないと思っており、確かに財政赤字が深刻な問題であることは理解しているが、財務省の国債管理政策ばかりに配慮していると長い目でみると資産インフレが起きてしまう。我々はどうせ結果責任を取らされるという覚悟を持っているが、国民の理解を得るという意味では、低金利を続けることで実は国民の理解を得られているかどうかというと、そんなに単純ではないということだと思っている。

#### 福井議長

それでは、金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては皆様方の多数意見を踏まえて現状維持に関する議案の提出をしたいと思うが、他に議案提出者、恐らく水野委員と福間委員から議案のご提出があると思うが。

#### 水野委員

福間委員の新しい提案、「なお書き」に「また書き」を付けられた。であるからこの案を聞いていて基本的な意見は共有しているということと、3～5兆円であれば特に問題はない。私にとっては相当少ない額なのだが、福間委員は下限割れを容認しているということで敢えて25兆円と27兆円とを分ける必要はないのかと思う。あとは市場へ送りたいメッセージというのは恐らくマーケットにおける量の効果を適切に調整すべきである、あるいは現在の副作用が生じた状況を放置すべきではないというこ

とだと思うので、福間委員が良ければ共同提案という形にさせて頂きたい。

福間委員

結構である。

福井議長

「なお書き」の部分は従来の提案と。

福間委員

30～35兆円というベース・キャンプを27～32兆円というふうに移した時も今ある条件をそのまま同じように使うということである。今までは私の提案には「また書き」がなかったのである。

福井議長

「なお書き」か。

福間委員

「また、」以下がなかったのである。

福井議長

「また書き」か。それを今回はお付けになるということ。そうすると……。

水野委員

27兆円と25兆円の違いというのは下限割れ容認なので誤差と言うか大きな違いはない。

福井議長

承知した。それではお二方の提案ということで。

水野委員

共同の案にして欲しい。

内田企画局企画役

お配りする案を直す時間がないので口頭で。

[事務局より議案配付]

福井議長

皆さん一応注意深くお読み頂きたい。後で違っているといけない。

水野委員

議長提案は変わっていないから。

福井議長

それでは執行部から読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それでは福間委員、水野委員案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」である。

続いて議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度とな

るよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。続いて別添、公表文案である。「2005年11月18日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは福間委員、水野委員案から願います。

[福間委員、水野委員の議案について事務局より決裁文書を回付、

各委員がサイン]

議決結果

賛成：福間審議委員

水野審議委員

反対：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁  
須田審議委員  
中原審議委員  
春審議委員  
西村審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

福間委員、水野委員、共同提案の採決の結果を申し上げる。賛成2、反対7。反対多数である。

福井議長

反対多数により否決された。それでは議長提案をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

西村審議委員

反対：福間審議委員

水野審議委員

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

議長提出分の採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2。賛成多数である。反対は福間委員と水野委員である。

福井議長

賛成多数で可決をさせて頂いた。反対意見は特に追加される必要ないか。それでは今決められた方針に沿って金融調節の方を執行部において宜しく願います。政府をお呼び頂きたい。

[政府からの出席者入室]

福井議長

議長案が賛成多数で可決された。

#### V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは次の議案に移る。金融経済月報の基本的見解の決定である。会議の冒頭に執行部からご説明を賜った文章だが、以上の討議を踏まえてこの文章をもう一回ご検討頂きたいと思う。ご意見があればおっしゃって頂きたい。

水野委員

「株価は上昇しているが、円の対ドル相場は下落している。」ということだが、普通ではあまりないから書くということか。

内田企画局企画役

特段そこまでの意図はない。



水野委員

フラットに書いた方が良くかなと。

内田企画局企画役

全くフラットである。

須田委員

長期金利の表現はどうするのか。

内田企画局企画役

長期金利はむしろ上がったので、このままで。1.53%位の感じである。

水野委員

これは前回というのは先月の月報ということか。

内田企画局企画役

前々回会合との対比である。

福井議長

このままで良いか。

水野委員

結構である。

福井議長

他に指摘はないか。

水野委員

前々回との比較であれば株は上昇というより急騰しているのではないか。

内田企画局企画役

そこは前回、あるいは前々回もご議論があったと思うがフラットに書くということに一応している。

福井議長

それではこれを採決に付して欲しい。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で基本的見解についてご了解頂いた。これは即日公表、つまり本日 15 時に公表する予定である。なお、背景説明は必要に応じて執行部で修文を施したうえで来週 21 日、月曜日 14 時に对外公表を予定させて頂いている。

#### VI. 議事要旨（10 月 11～12 日開催分）の承認

福井議長

最後の案件は議事要旨の承認である。去る 10 月 11 日、12 日両日開催分の議事要旨だが、お手許に既にお配りしてチェックして頂いたと思う。もしさらにご異議があればおっしゃって頂きたいと思うが宜しいか。それではこれも採決に付して欲しい。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

議事要旨は全員一致で可決させて頂いた。議事要旨は 11 月 24 日、木曜日 14 時に対外公表の予定である。

VII. 閉会

福井議長

以上をもって本日の議事は全部終了した。次回は 12 月 15 日、16 日両日の開催である。宜しく願います。いつも申し上げているが、機密保持の観点である。決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りである。議事要旨、それから議事録といった一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる全ての方々、是非厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上をもって閉会とする。

(12 時 41 分閉会)

以 上