

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年9月7日（14:00～16:18）

9月8日（9:00～12:32）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官（7日）
	赤羽一嘉	財務副大臣（8日）
内閣府	藤岡文七	政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	稲葉延雄
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 開会

(14時00分開会)

福井議長

宜しいか。それでは定刻なので決定会合を開催する。本日と明日の二日間の会合である。今日は金融経済情勢に関する執行部説明を行いたいと思う。明日、一連の討議の後、政策決定というプロセスを経たいと思っている。政府の方から財務省、勝総括審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いする。内閣府からは藤岡政策統括官にお越し頂いた。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。それを前提に各位お話頂ければと思う。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速議題に入る。金融経済情勢に関する執行部説明である。最初は金融調節、金融・為替市場の動向について稲葉理事と中曾金融市場局長からお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の（追加）分に沿ってご説明申し上げます。まず図表1-1である。無担O/Nコールレートだが、前回決定会合以降、概ね誘導目標水準の0.25%前後で推移している。勿論、乖離した日もあった。例えば、8月15日は7月積み期の最終日であったが、大方の準預先が積みを前倒しにしていたので、所要準備をほぼ積み終えていた。このため資金余剰感が強まって0.22%というところまで低下した。一方、期末日の8月31日は月末要因が幾分強まって0.26%になった。ただ、全体を通じて変動幅は収斂してきており、市場の地合いは全体に落ち着いているとみている。

これは、利上げ後 2 回目の準備預金の積み期に入っているので、市場参加者の習熟度が増してきたということも寄与していると思っている。当座預金残高の推移をご覧頂くと、変動はあるが徐々に切下がってきており、足許では 7 兆円台まで低下している。また、そのうちの準備預金は概ね 5 兆円台で推移してきたが、昨日は 4 兆円台までペースダウンしてきている。図表 1-2 の当座預金の主体別保有状況をご覧頂くと、まず都銀だが、7 月の積み期については、前半は前倒しで積んでいたが、後半に進捗ペースを調整したので、結局 7 月積み期は 2 兆 9,800 億円と、ほぼ所要準備並みの水準で着地している。8 月に入っても、概ね所要準備並みになっている。全体に前の積み期に見られたような、準備預金の積みを前倒しにするという保守的なフロント・ローディングの度合いは薄らいできているとみている。これに対して地銀とか地銀Ⅱは、依然、超過準備を抱えた姿になっている。それから非準預先の当預残高については、一頃 2 兆円、1 兆円あったが、足許は 5,000 億円台と趨勢的に圧縮されてきている。次に図表 1-3 で、当座預金残高と 1 日当たりの残り所要準備の推移をお示ししたグラフである。準預先を白い部分でお示ししているが、前の積み期は、準備預金をさらに前倒しで積んだため、実線で示した残りの所要準備が積み最終日に向けて減少している。これに対して 8 月の積み期に入ると、この残り所要準備はほぼ水平で推移しており、これを上回る白い部分、いわゆる積み上の部分が、これも前の積み期に比べると大分小さくなっている。全体に資金繰りの習熟度が増して、準備預金の進捗が平準化しているという訳であり、このことがレートの安定にも寄与しているとみている。もう一方のグラフは、コールレートと G C レポ・レートの推移を示したものである。まずレポ・レートの方だが、大体このところ安定しており、スポットネクストで概ね 0.30% 前後で推移している。この背景としては、金融調節面で、引き続き先日付のオペで先行的に十分な資金を供給したということ。もう一つは、次の利上げが当分ないだろうということで、市場参加者の間で F B などに対する投資家の需要が強くなり、証券会社の在庫が軽くなったということ。さらにメガバンクなどの資金の出し手が、レポでの運用姿

勢を以前よりは積極化させたというような点を挙げるができると思う。一方、コールレートの方は、先程お話ししたように落ち着いた動きになっているが、この点は日々の加重平均値だけではなくて、日中の動きについても当てはまる。この点を図表 1-4 のグラフでご覧頂くと、この棒グラフでお示ししているのは、午前と午後のコールレートの乖離幅の推移である。前積み期までは日中変動は、日によっては 10bp を超えるようなこともあったが、最近では大体 2bp 位まで縮小している。外銀のオーバーナイト要調達額は、日によってはまだ大きな額になることもあるのだが、以前のように朝方から闇雲に取り上がるということはなくなってきている。ただ、一頃より縮んではいるが、外銀の取りレートの方が邦銀より高めという構図は変わっておらず、この格差は依然 2bp ないし 5bp 程度の乖離が残っている。続いて、図表 1-5 は無担コール市場残高である。これから見て取れるように、8 月は若干残高が減少している。この点、図表 1-6 でコールのうちで中心になる翌日物などの旬毎の動きを追ってみる。〈取り手別〉のグラフを見ると、外銀の取りが幾分縮小している。これは外銀が先程申し上げたようにやや高めのコールレートを取らされているので、これを嫌って要調達額の一部を DD であるとか、あるいはユーロ円にシフトして調達コストを多様化させているといったことが、一つの背景ではないかと思っている。図表 1-7 で、最近のオペの実施状況をご覧頂く。全体として、引き続き肌理細かい調節運営を行ってきたところである。具体的には、共通担保の全店オペと短国の買入れは、ほぼ週 1 回のペースでオファーした。一方、本店共通担保オペと国債買現先については、市場の状況に応じてスタート日とか、金額、ターム、頻度を柔軟に調整してオファーを行った。ただ、即日の供給オペについては、8 月の積み期以降、申し上げたように市場でのレートの形成が安定化してきていることも踏まえて、頻度を落としている。シャドーを付したのが即日オペなのだが、7 月積み期はここには全部は入っていないのだが、11 回に及んでいる。これに対して、8 月の積み期はこれまでのところ 3 回の実施にとどまっている。即日オペのうち 8 月 14 日の全店分は、東京の広域停電があった日なので多

少性格が違う。この日は、朝の時点ではまだ停電の原因がはっきりとしておらず、一部の金融機関が調達不安を訴えてきたので、金額は思い切って1兆円、それから幅広く行き渡るようにということで全店、それからタイミングは通常よりも10分早い9時10分にオファーした。共通担保オペは、8月8日の分から9月末期末越えの資金の供給を始めている。これが最初のオペである。因みに、去年は初めての9月末越えのオペが2月2日であるから今年も6か月位遅い。オペレートは、0.35%が落札決定レートである。期内のオペレートは大体0.3%位なので、この差が期末のプレミアムになる。この後のオペを見ても、大体4bpないし5bp程度のプレミアムで、落ち着いた地合いにある。図表1-8に移り、当面の資金需給の動向をご覧頂く。7日以降、月中は8,000億円の不足。国債発行などの財政要因を主因に不足基調である。こういった基調が10月位まで続く訳だが、こうした中での当面の金融調節運営方針としては、金融機関の資金繰り運営も相応に習熟度を増してきているので、無論、金融市場動向をよく見ながらではあるが、なるべく市場における自然なレート形成を促していきたいと考えている。図表2-1以下で金融・為替市場の動きを見ていく。まず(2)ターム物レート等の推移だが、短国レートのところをご覧頂くと、FB3Mは概ね横這いである。一方、TB6M、1Yはレートが低下している。これは、CPIの基準改定に伴う低下幅が予想外に大きかったことなどから、次回の利上げ時期が遠のくという見方が市場で広まったことが背景である。そうした利上げ時期の後退観測から、図表2-2(1)のグラフだが、ユーロ円金先のカーブも、前回の決定会合時の破線から足許の黒い実線までかなりはっきりとシフトしている。では、予想される利上げのタイミングがどの位後ずれしたかといえ、これは(2)のオーバーナイト・インデックスのグラフをご覧頂くと、割とはっきり出ている。三つの棒があるが、白い棒がちょうどCPI発表前の8月24日時点でのレートである。黒い棒が直近の9月6日のレートを示している。白い棒でご覧頂くと、2007年の1月位にオーバーナイトレートが0.5%になっている。これに対して黒い棒が0.5%を超えるのは来年の3月とか4月なので、CPI基準改定

以降、利上げのタイミングは約2か月程度後ずれしたことになる。CPIの発表直後には、このずれは3か月位、1四半期位あったので、足許では利上げの時期の見方が少し前の方に戻ってきているということも言えると思う。続いて、図表2-3は長期金利の動きである。長期金利の推移のグラフをご覧頂くと、前回決定会合以降、長期金利は低下しているが、多少詳しく時系列で見ると、元々日本の利上げはゆっくりしたものになるというような見方がある中、8月の中旬は、まずアメリカに目が向いていた。つまり米国の景気指標、例えば住宅着工件数などが予想比下振れしていたので、アメリカの長期金利の低下に目が向いて、その影響を受けた。その後、下旬になると、今度は日本のCPI、あるいは鉱工業生産指数が予想比下振れたということから、一段と低下して、10年債は一時1.7%を割り込む水準まで低下した訳である。ゾーン別の低下幅は、図表2-4(2)のグラフでご覧頂くと、シャドーで示したように、CPIの改定を受けて、次回利上げ期待が後退した8月下旬以降は、中短期のゾーンを中心に低下したことがお分かり頂けるかと思う。図表ではお示ししていないのだが、金融機関等の動きも金利の低下に効いている。例えばメガバンクが、この間に短期債の積み増しをしたことが短期ゾーンの低下に寄与していると思っている。また、ファンド系、あるいはCTAなどの外国人の投資家は、金利の上昇期待から債券の先物でかなりショート・ポジションを積み上げていた形跡がある。ところが、CPIの数字が彼等にとっては予想外に下振れたためショート・カバーに走ったことが中期ゾーンの低下に寄与したとみている。次に、図表2-5(1)のサーベイで、市場参加者が注目する債券の利回りの変動要因をご覧頂くと、右端の棒に現われているように、黒い部分の景気動向、あるいは太い斜線の物価動向に対する注目度が増してきている。そして(2)のグラフからは、細い実線で示しているが、海外金利は引き続き金利低下要因として受止められていることがご確認頂けるかと思う。以上見てきたように、CPIの基準改定を契機に、各種指標から見る限り次回の利上げ期待は後退し、金利がかなり大きく低下している。ただ、これは先程も少し申し上げたが、外国人勢のショート・カバー

などによって多少誇張されている面があるようにも思う。実際、ヒアリングなどによる定性的な情報であるとか、あるいは各種アンケート調査などの結果を見ると、年内の利上げの可能性は排除できないと言っている人が、依然 2 割とか 3 割程度はいる。実際、9 月 4 日の法人企業統計のように割合強い景気指標が出た時には、長期金利は確かに反応している。それから 9 月 5 日には 10 年債の入札があったが、これは大変不振であった。非常に大きくテールが流れたことにも、やや債券相場が行き過ぎだというような市場センチメントが現われていると思っている。いずれにしても、債券市場は、引き続き景気、物価指標、金融政策の見通しといった情報に敏感な状況が続いているとみている。図表 2-6、クレジット市場の方は、企業の財務状況が引き続き良好のため、社債のスプレッド、あるいは CDS のプレミアム、いずれも横這い圏内の動きとなっている。続いて図表 2-7 は株式相場である。株価は、前回決定会合以降、振れはあるが方向としては上昇してきている。国内には、良好な景気指標、例えば企業業績などの下支え要因もあるのだが、やはりアメリカの株価からデカップルしきれないでいる。すなわち、(2) のグラフにあるように、米国株価の動きをトレースする姿になっている。アメリカのソフトランディング・シナリオが強まると買われる一方で、インフレ懸念が高まると売られるといったパターンである。昨日も、アメリカで単位労働コスト——これは確報値だった訳だが——の上昇幅が市場予想を上回ったので、インフレ懸念が高まって米国で売られた。これを受けて、今朝方の東京市場でも輸出株を中心に相当売られ、16,000 円を切っているところである。続いて、主体別の動きを図表 2-8 でご覧頂く。外国人投資家は、FOMC の後の 8 月 14 日の週は買い越し、その後の週は売り越し。この表の中にはまだ入っていないが、極く足許ではまた買い越しと、結構出入りが大きな動きになっているようである。一方、個人投資家は、売り越し基調がずっと続いている。この個人の動きを受けて、信用取引の動向のグラフでお示しするように、信用買残はかなり整理が進んできている。このことは、買い余力が復元しているとも言える訳なのだが、積極的に個人投資家が買い向うところまでセンチ

メントは回復していないとみている。図表 2-9 をご覧頂くと、今申し上げたように、個人あるいは外国人は、いずれも安定した買い主体にならない。そういった意味で、株式市場の売買高はなかなか伸びない。従って、株価上昇のモメンタムも付きにくい状況になっていると思う。であるから、株価についても、アメリカ景気のソフトランディング、あるいは日本のファンダメンタルズを裏付けるような指標が、この後続いて出てくるかどうか、といったことが外国人あるいは個人の投資を引き出すポイントになるとみている。為替市場に移る。図表 2-10 だが、為替市場は、引き続き金利差がテーマだと思っている。日本の利上げ期待が後退したので、内外金利差が直ぐには縮小しないという見方が市場で広がっており、ドル円相場は、(1) のグラフで黒い太線、あるいは〈参考〉の表でご覧頂くように、一時 117 円台まで円安が進んだ訳である。ただ、その後はポジション調整の円買いから、足許は 116 円台まで少し円高方向に戻っている。一方、ユーロは利上げの継続が見込まれている。それからユーロは、段々金利が付いてくるとリザーブ・カレンシーとしての魅力が高まってくるので、結構中銀筋の買いも入っているということを知っている。従って、ユーロと円を比べてみると、ユーロの方の強さが目立つということであり、〈参考〉でご覧頂くように、ユーロ円相場は、一時ユーロ発足以来のユーロ高となる 150 円台まで到達している。このように、円は、金利上昇スピードの最も遅い通貨として、(2) のグラフにあるように、名目実効為替相場でかなり円安になっている。次に図表 2-12 である。このようになぜ金利差に目が向くのかということについては、一つには円のボラティリティが低下していることが背景にあると思っている。ドル/円ボラティリティのグラフが示すように、インプライドで見てもヒストリカルで見ても、かなりボラティリティが低下してきている。このことが、金利が最も低い円に対して売り圧力が掛かりやすくなっていると思っている。その他主要通貨の対円相場のグラフにお示しするように、円は主要通貨に対してほとんど押し並べて軟調に推移している。このようにボラティリティが全体として低い状況のもとでは、短期金利水準と通貨騰落率のグラフにお示しするように、

金利の低い通貨程売られやすくなるという関係が成り立っているように思う。このように、円に売り圧力が掛かりやすくなっているので、図表2-13、(1-1)のグラフでIMMのポジションをご覧頂くと、ショート・ポジションは、ちょうどこの一番右端が8月29日の時点で既往ピークの大きさである。そこまで積み上がっている。ただ、足許は若干調整が入っているのでは、これよりは足許では少し軽くなっていると思われるが、いずれにしても非常に高いショート・ポジションの水準である。ユーロも、(1-2)のグラフにあるように、歴史的に見ても、ロング・ポジションが依然高い水準にある。恐らく当面は、ボラティリティが低い状況にある限りは、金利差をテーマに円に売り圧力が掛かりやすい状態が続くと思っている。ただ、円もユーロも、ポジションはかなり一方に偏っているのでは、何かきっかけがあれば調整が入りやすい地合いにはなっているということだと思ふ。では、何がその円の流れを変えるきっかけと意識されているかということ、やはり日本の景気・物価動向、それからこれに伴う利上げのタイミングについての見方であると思ふ。であるから、為替市場でも、やはり景気・物価、金融政策の行方に関する情報に、非常に敏感な状況が続いているということが言えると思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があればどうぞ。

須田委員

為替が、今安定的に動いている要因として景気の話がされたが、G7を迎えるという中で貿易不均衡問題、あるいは人民元の問題などはどこかへ飛んで行ってしまったのか。あるいは、そういった点はマーケットとしてはもう想定していないから、何かが起こったらそれがサプライズになり得るのか。

中曾金融市場局長

後でまた出沢国際局長からもお話があるかもしれないが、まず人民元の方は、一応意識はされている。この間、対ドル相場はジワジワと上がってきており、累積的に見ても去年から2%以上元高ドル安になっているので、人民元高＝円高というような連想が意識されている。また、何かドラスティックに制度改変が近々あるかどうかというのも、噂はずっと燻っており、これは、相当ディスカウントはされてきているが、確かに一つの要因にはなるかと思う。それからもう一つのG7要因も、当局の為替のスタッフに色々と聞いてみると、一応、前回の学習効果があるのではないかとの意見であった。つまり、先日は、不均衡問題が出てきても、結果としてその後円が売られた。一旦円高になったが、その後また戻ってしまったという経緯も、彼等は一応学習効果的に認識しているので、多少不均衡の問題が取り上げられることになっても、それが大きなきっかけにはなかなかならないのかもしれない。やはり今市場が一番関心があるのは、円の金利が、どういうタイミングでどういうペースで上がっていくのかというところであり、注目されている中では大きな点ではないかと思う。

岩田副総裁

最後の点は、日本の場合はそうなのだが、ユーロの方は、逆にある意味で買われ過ぎているというか、ロング・ポジションである。例えば、ユーロの景気が思ったよりも強くなかったために、金利を上げる予定になっていたものを途中でストップしてしまうとか、思っていたよりも上がらないというようなことが起こった場合、それも巻き戻しの要因になるのではないかと思うのだが。

中曾金融市場局長

然り。ユーロはそうだと思う。ユーロは、あとまだ2回位の利上げはかなり高い確率で織り込まれている。それから昨日辺りも、ウェバー独連銀総裁辺りは「さらに来年も上がるかもしれない」というようなことを言っ

ているので、実はそうではない、そこまでは景気が強くないというようなことになると、やはりこれはロング・ポジションの巻き戻しの一つの大きなきっかけにはなるのではないかと思う。

岩田副総裁

それから、キャリートレードとの関係では、このポジションはどのように見たら良いのか。

中曾金融市場局長

キャリートレードは、引き続き色々調べているところなので、纏めてお答えをするのは、もう少しお時間を頂きたいが、やはりこれは一つの現われだと思っている。

岩田副総裁

円安が持続する方が、都合が良い訳だな。キャリートレードがしやすい。

中曾金融市場局長

然り。実際に今週末にあるB I Sなどの資料が今手許に届いてきているが、かなり広範に円のファンディング・カレンシーとしての役割がまた増しているというようなことが言及されているので、キャリートレードの拡大と整合的な姿になっているのではないかと思う。外銀などの円の資産を全部トレースできる訳ではないが、彼等が運用しているものを見ると、足許では、T B、F B、2年債などの短期債。それから株式、交付税特会向けの貸付けといったものも増えてきている。従って、円資産として運用している部分の増加もあるのではないか。そういったものを含めて、割とキャリートレードは広範に行われている形跡がある。そういったことがこのI M Mポジションにも整合的に現われているのではないかと思う。

須田委員

調節についてである。先程、去年の9月越えオペは2月からであったということであるが、オペの残存期間が、かなり短くなっているのだろうと思う。その短さというのは、かつてのゼロ金利時代など、以前と比べたらまだやはり長いのか、それとも短いのか。

中曽金融市場局長

タームの巻き戻し自体は、かなり進んできていると思う。市場の構造変化も生じており、かつてと同じようなやり方が良いとも限らないので、なるべく新しい状況に合わせたやり方をとりたいと思っている。平均的なタームを見ると恐らくかなり短くなっている。一方で、どんどん短くすれば良いということでもないと思う。資金需給面での不足幅というのは、年間を通じてある程度出てくるので、そういった部分については、根雪的にコアな長いオペ——2か月程度と思っているのだが——を使って長めの資金は供給する。長めといっても、かつての10か月などのように長くはなく、2か月位のものを使うようにしている。そのうえでもう少し短いものでファインチューニング的な調節をしていくということを基本方針にしている。

野田委員

同じくコール市場に関してメガバンクの資金の出し振りが少し変わってきたということだが、もう少し詳しい説明をお願いしたい。

中曽金融市場局長

特に、レポとの関係で少し変化が出てきたと思っている。つまり、前積み期位は、コールとレポの間の裁定がなかなか働きにくい部分があった。例えばメガが、レポに先日付で出して、それをコールのオーバーナイトで調達するというようなオペレーションをメガバンクが行えば、本来裁定が働くはずだった。しかし、少なくとも前積み期は、先に運用を固めてしまっ

て、当日になってオーバーナイトでファイナンスできるかどうか自信がない、つまり、コール市場のアベイラビリティに今一つ信用が置けないというようなことを言う人達が割と多かったが、そういった部分が結構薄れてきていると思う。この結果、レポで放出して、コールでファイナンスするというようなオペレーションが大分出てきている。それがレポ市場の安定に繋がっているという面もあると思う。ただ、コール市場については、最早出し手がどんどん広がるというような感じではなくなっていると思う。このため、市場規模も少し伸び悩んでおり、一時的には減っているというような状況だと思う。今の金利水準を前提にすると、規模的には恐らく良いところまできているのではないかと思っている。

野田委員

ただ、それは金利が動けばまた少し変わってくる。

中曾金融市場局長

金利が動けば、新しい出し手が、参入するインセンティブが増す部分もあるのではないかと思う。

福井議長

他にないか、宜しいか。それでは次に、海外の経済情勢について出沢国際局長から願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

お手許の図表一覧に沿ってご説明させて頂く。まず米国の状況から申し上げる。図表1-1である。1. 実質GDPだが、シャドーの掛かっているところは、8月30日に改訂があった。今までは+2.5%という数字が書いてあったが、今回+2.9%に上方修正されている。ただし、注目されていた住宅投資については、下方修正されており、寄与度ベースで見ると、

-0.4%だったものが-0.6%と押し下げ要因として拡大している。その住宅着工のところから説明に入りたいと思う。8. 住宅着工である。7月の住宅着工数は179万5,000戸で、これは前月の184万戸、あるいは第2四半期のアベレージの大体188万戸に比べて、漸減しているという姿であり、昨年平均に比べると約1割減の水準である。これは住宅着工の統計だけだが、私共の手許にある他の関連指標、例えば新築一戸建て住宅販売件数、あるいは住宅の販売在庫、住宅建築業者の景況感指数、モーゲージの借入れ申し込み状況、住宅着工許可件数など、住宅投資の同時ないしは先行指標は、どれを見ても当面の調整局面の継続を窺わせるものばかりである。一方、住宅市場の地合いを示す住宅価格の動向だが、この表に載せてはいないが、4~6月の指数が一昨日発表されている。それによると、上昇率は鈍化しているが、なお前年比+10%台の水準にある。1~3月の前年比の伸び率が+13%強だったと思うので、数字面は伸び率鈍化ということになる。これまでのところは、一部で懸念されていたような、バブルバースト的な住宅価格の急落というような状況にはないとみている。次に、こうした住宅投資の調整局面における個人消費の動向を見たいと思う。3. 実質個人消費から7. 消費者コンフィデンスをみってみる。3. 実質個人消費は、そのものズバリを見ると7月は前月比+0.5%の増加である。住宅投資の減少に比べると、一応対照的で、それなりの水準である。ただし、5. 小売売上高、6. 自動車販売、7. 消費者コンフィデンス指数等々を見ると、私共の判断としては、個人消費の基調は増勢鈍化との見方が妥当だと思っている。企業部門の動向に目を移す。9. 非国防資本財受注の7月は前月比+1.6%、前年比でも+14.0%というように非常に高い数字が出ている。月々の振れがあるので均してみても、企業の設備投資動向は依然として堅調という判断になっている。こうした企業の設備投資が堅調という背景には、一つは生産、あるいはもう一つには企業の収益ということがあると思うが、11. I S M以下の生産のところをご覧頂きたい。11. I S M、業況判断的なものであるが、8月が出ており製造業は54.5と、50がブレイクイーブンなので、それより上のところで安定して推移している。それから

先程入った数字だが、非製造業の指数は 57.0 と発表されている。これも水準的には結構高いところにある。12. 鉱工業生産そのものだが、7 月前月比で +0.4%、前年比で見ても +5.0%、あるいは 13. 製造業稼働率は、7 月 81.0% と、いずれも生産が高い水準で動いているという姿を表わしていると思う。次に雇用である。14. 失業率は 8 月で 4.7% の水準となり、このところ大体同じレベルで推移している。労働需給は、雇用の評価として引締まり気味ということになると思うが、15. 非農業部門雇用者数の前月比増加幅は、8 月で 128,000 人の増加と、一頃の水準に比べれば落ちているが、前月並のところまで推移している。内訳を見ると、やはり小売業や製造業は前から下がっているが、増えているところは医療・サービス部門ということである。最後に物価関連である。16. P P I、17. C P I である。16. P P I、生産者物価のところでは、7 月は前月比 +0.1%、前年比 +4.2% ということで、あまり大きな動きはなく若干状況は改善という姿に見えなくもない。17. C P I だが、総合で見ると前月比が +0.4%、これは 6 月に比べると上昇幅は増加している。ただし前年比で見ると、+4.1% で 6 月の前年比より伸び率は小幅である。その内訳としてのコアは、前月比 +0.2%、前年比 +2.7% となっている。この四つの数字を並べると、色々区々になっているのだが、私共としては、どちらかと言うと物価は引き続き上昇気味とみている。ただし、このデータが公表された 8 月半ばにおける市場筋の受止め方は少し違っていた。市場の予想対比低めであったことから、今まで懸念されていたインフレ圧力について、若干楽観的に見る向きが多かったようであり、これを材料に、市場でも株式、あるいは債券も上げたし、F e d の利上げ再開観測の後退という見方が一般的に広がっていった。しかし、昨日労働生産性のデータが公表されている。18. 非農業部門労働生産性だが、4~6 月の +1.1% が +1.6% に上方改訂されている。前年比で見ると +2.4% が +2.5% である。これ自身は、物価との関係ではフェイラブルなものだが、これと同時に発表された労働コストは、実は冒頭申し上げた GDP の 4~6 月改訂時に、1~3 月から遡って需要サイドではなく、所得サイド、雇用者所得サイドの統計の見直しが

行われている。その時点で、第1四半期の個人所得は上方修正されているので、これは労働コストの上昇であるから、いわゆるユニット・レーバークストという観点でいけば悪材料であり、やはり物価との関係でも悪材料だということはある程度予想していた。市場も予想していた。ただ、最終的に発表されたユニット・レーバークストが、予想比かなり上昇したということが材料視されて、インフレ圧力に対する見方が今までの楽観論から、慎重な方に少し動いた。それが昨日の株式、あるいは債券市場に影響している。数字で少し申し上げると、1~3月のユニット・レーバークストというのは結局前年比+3.6%の上昇、4~6月は+5.0%の上昇という具合に伸びているので、これは間違いなくインフレ圧力要因としてカウントしなくてはならないというのが市場の見方である。ただし、このインプリケーションとしては、仕上がっている過去のCPIの数字が動いている訳でもないし、要するにCPIを構成する色々なコストからCPIに至る計算式というか、ある種ブラックボックスのところがある訳だが、その中の仕組みが少し変わったなということなので、その変わった仕組みが引き続き続くのであれば、同じようなユニット・レーバークストの水準訂正されたものが入っても、CPIの数字には影響が出ないという筋合いのものだとみている。であるから、市場自身が今まで少し楽観的だったものを自己修正したという面もある。後程も出てくるかもしれないが、いわゆるFedの政策変更に対する市場の見方をプロバビリティで現わしたものの、つまり次回のFOMCでの利上げ、あるいは年末まで展望した利上げの確率は、従前と同じ1割前後のところまで推移している。そういう意味で、少し市場の受止め方としては区々な面もあるが、昨日起きたことは以上のようなことである。米国を総括すると、生産、設備投資は、企業部門のGDPを映じてこれまでのところ堅調だが、住宅投資は引き続き減少傾向にあり、個人消費も増勢鈍化の方向という具合に纏められると思う。次に、ユーロエリアに移る。図表2-1である。前回会合以降、実質GDPの数字が改訂されている。4~6月は、全体で+3.6%の増加となっている。これは、6年振りの高い伸び率である。因みに、1~3月の計数も+3.2%に改訂され

ている。以前は+2.5%であったと思う。従って、今から見ると、今年に入ってユーロエリアは、+3%台の久々に高い経済成長が続いているということである。構成国のメインであるドイツ、フランスのGDPも高い数字を示している。コンポーネントだが、強いて挙げればドイツの設備投資、あるいはフランスの個人消費が、ユーロ全体の高い経済成長率を構成していると分析されている。消費だが、5. 消費者コンフィデンスで、8月のDIは-8%である。これは流れで見ると改善の方向が続いていると読めるかと思う。それから7. 輸出だが、6月は前月比+0.3%、前年比+8.2%で、4~6月で括ってみると、前期比+1.5%、前年比+9.2%となり、堅調に増加していると読んでいる。続いて製造業の動向である。11. 製造業PMI、あるいは10. 鉱工業生産である。6月の鉱工業生産は、前月比-0.1%、前年比+4.3%となり、どちらで見るとかによるが基調としては引き続き順調に生産拡大しているとみて宜しいかと思う。11. 製造業PMIサーベイだが、これも+56.5%ということで、これまでの水準でほぼ横這いで推移している。要するに堅調ということである。12. 失業率は7.8%で、緩やかだが引き続き雇用環境は好転している。以上、ユーロエリアを纏めてみると、景気が好循環の局面に入ったように窺われるデータが出てきていると思う。輸出主導で始まった景気回復、生産増というものが、消費あるいは企業セクターの設備投資にも繋がっているということである。最後に、物価に関するところで、13. 生産者物価、14. 消費者物価である。14. 消費者物価は、8月は前年比+2.3%と、一応目途としている水準よりは上のところで推移しているが、大きくは振れていない。次に図表2-8でイギリスについて簡単に触れる。イギリスでも第2四半期のGDPが改訂されている。第2四半期は+3.1%と、これは逆に下方修正されているが、地合いとしては大きく変わるものではないとみている。2. 小売売上数量は、前月比ではワールドカップ、6月の反動減だとみている。前年比で見ると+4.0%ということで、GDPの伸び率に見合った消費の拡大回復という姿が窺われる。6. CPIは、前月は+2.5%までいって+2.0%のターゲットの上1.0%のゾーンの上限に近付いているということで心配し

ていたが、今月は若干それが下がって、前年比で+2.4%である。7. 住宅価格だが、これは逆にジリジリと上がっている。一応住宅ブームは、2004年の後半から金融政策の効果もあって抑えられたのだが、その後、自律反転、自律回復ということで、プラスのゾーンでまた価格の上昇が始まっている。続いて、図表3-1は東アジアである。1. 中国だが、この1か月に、生産、小売り、あるいは設備投資の動向等々が出ている。いずれもこれまでの流れと大体同じで、極めて高い拡大成長が続いている。その一方で、7. CPIは、7月は6月よりさらに下がって前年比僅か+1.0%の上昇である。要因は、分かっている限りだが、食料品関係のうち生鮮食品の値段が下落したことが効いているという報告になっている。金融サイドである。8. M2、及び9. 人民元貸出は、これも7月の前年比は、これまでの高いペースで伸び続けている。これまで、金融政策面で、過熱に何らかのブレーキを掛ける施策も打たれているが、7月の段階では、その影響はまだほとんど窺われていない。2. NIEs、ASEAN諸国に移る。このところ4~6月のGDPが相次いで出ている。タイも昨日出ており、第2四半期は前期比で+4.2%の増加、前年比でも+4.9%の伸びとなっている。従って、カッコ内の前年比をザッと見ると、一部跳ねているものもあるが、押し並べてNIEs、ASEANでは、年率+5%程度の経済成長が続いているという姿が出ている。内訳としての輸出やら生産を、図表3-2、3-3で簡単に申し上げる。8月中に出た計数等で、古いところは6月からだが、遡ってみると、この地域は特に申し上げるような変調は窺われていない。その中で敢えて若干アネクドタル的な説明をすると、(2-1)輸出のうち韓国だが、8月が前月比+5.5%、前年比+18.7%ということで6月、7月の生産・輸出減から立ち直っている。これは前月申し上げたと思うが、韓国の自動車業界のストライキが漸く終わって、生産、輸出と販売が正常に復したということである。図表3-3(4)総固定資本形成関連指標の台湾の部分が、第2四半期GDPベースで前期比-0.6%、あるいは前年比-4.2%、第1四半期は前年比-4.8%となっている。これは、台湾の台北から高雄までの新幹線工事が昨年末で一応敷設工事が終わり、今

年の10月末に営業運転を開始するという局面にある。それに絡んだ諸々の固定資本形成が2004年に駆け上がり、その水準で2005年は走り、それを基準に2006年の計数を見ると前年比がマイナスになるというものであり、通常の産業界における設備投資に変調をきたしたということではない。物価動向だが、(6)消費者物価指数である。一部にエネルギー高や景気拡大を背景にして、幾分高めの水準で推移しているところがあるが、方向としてはここに挙げている国は、いずれも押し並べて落ち着いた動きと評価できると思う。国際金融の動向に移る。図表4-1である。(2) <最近の動き>に、最近1か月の長期金利の推移があるが、なだらかに低下している。材料は途中で申し上げたように、インフレ圧力に関する見方、あるいは景気のスローダウンに対する見方ということから、金利先高観が後退、あるいは政策当局における利上げ再開後退の観測がベースになっている。図表4-2、先行きの金利観の(3)にインプライド・フォワード・レートのグラフがある。点線が前回の会合時近傍の状況であり、一番下の太い線が9月1日現在だが、平行に下の方に動いている。図表4-3は株価だが、これは(1)のグラフで、ザックリ言えば上げ基調である。材料としては、金利に対する先行きの見方及び(2)のグラフにあるアナリストのEPS、一株当たりの利益に対する見通しが、当面は15%前後のところていくであろう。その先はもう下り坂だが、2007年第1四半期は10%以上のところというように、先程少し申し上げたが、企業収益は堅調に推移していると評価されている。欧州の方の金融の状況だが、図表5-1である。(2)長期金利<最近の動き>は、概観するとアメリカの金利の動き方と同じである。材料としても同じようなことが言われている。図表5-2だが、(2)インプライド・フォワード・レートである。点線が前回、実線が9月1日である。足許のスタートのところはあまり変わらないが、先については幾分シフトダウンした感じである。ECBが、金利について強いコメントを出しているので、短期の利上げのスケジュールについて特に見方が変わった訳ではないが、ただ、ユーロ単独では金利が決まらない。要するにグローバルの中で決まるので、その大枠の一つであるアメリカの金

利見通しが下方にシフトしているため、従来程のピッチでは上げられないのではなかろうかという見方が、このフォワード・レートの方シフトの背景となっている。図表 5-3 は株価である。(1) <最近の動き>を達観すると、アメリカの株価の動きを映じたということだが、その中で敢えて点線の英国のところの上がり方が弱いように見える。これはロンドン市場における原油関連株のウエイトが高いため、昨今の原油価格の反落が石油関連株へマイナスの影響として出ているということが一つある。そのほか細かい話では、イギリス企業が保有しているチリの銅鉱山のストライキというのが、一時的には株安要因として全体の地合いを悪くしたということがある。取り敢えず、以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

野田委員

米国の住宅価格の話の中で、発表された計数というのは多分 OFHEO のものだと思うが、その他の統計では価格は先程おっしゃられたようなパーセンテージのところにとどまらず、もっと下がっているというデータもある。ややプリミティブな質問であるかとは思いますが、両者の関連はどうみれば宜しいのか。

出沢国際局長

結論を先に申し上げると、バランスの取れた見方としてはこの OFHEO の統計が良いということになっている。それから後で分析をする場合にも、地域別、あるいは州別になっているので細かいところが見られる。例えば、4~6 月に 1~3 月対比でマイナスの数字を付けている州が五つ程ある。しかし、0.0 幾つなどという類のものであるから、フラットになったということだと思う。その他のところを見ると押し並べてまだプラスであり、前年比、前期比増加いずれを見ても、その地合いというのは先程全国

で申し上げた数字の前年比+10.3%といったところに収斂している。カバレッジ、あるいはデータの収集方法、モーゲージローンを借りると必ず出てくるといった一般性から見て、取り敢えずこれをアンカーとしてみるのが宜しいかなと私も思っている。勿論、例外的に個別の事情で、非常にラグジュリアスなものが大きく値崩れして困っている人が出ているといったことはアネクドータルにはあるが、住宅価格の上昇は鈍化しており、それはある意味では多くの人々が期待していた範囲で動いている。であるから、このOFHEOの数字が出た時の市場の反応は、ある意味ホッとしたと言うか、住宅投資がコラプスするというリスクというのは取り敢えず遠のいたのかな、という安心がみて取れる。直接全てお答えしてあるかどうか分からないが、関連して補足する話としては以上である。

野田委員

以前の説明では、市場はもう少し落ち込むかもしれないと考えていたということだったが、それに比べるとマイルドだったということか。

出沢国際局長

然り。先行きを見ると、先程も少し触れたが、先行指標で弱い数字が出ているから、多くの見方は、その後の7~9月もあるいは恐らく年内の10~12月も、前年比で見ると伸び率は引き続き縮小していくだろう、というところでは同じである。

須田委員

ユニット・レーバー・コストなのだが、ノンファームだと確かにこれだけ上がっているのだが、ノンフィナンシャルを見るとそれ程上がっていないのではないか。つまり、賃金の上昇というのは、結構フィナンシャル・セクターが上昇していて、ノンフィナンシャルで見たらそれ程上昇していないから、これをインフレ圧力としてはそれ程強くみる必要はないのではないか、という指摘を結構あちこちで聞くのだが、その辺の見方はどうか。

出沢国際局長

まさしく須田委員の言われたような感じも結構あるということを感じて、先程も少し申し上げたが、Fedの今後の金利運営についての市場の見方をプロバビリティで現わしたものは、結局昨日1日終わってもこれまでと変わっていない。市場筋では、それぞれポジションもあるので、債券、株式の中には、狼狽売りとは言わないが、ワッと出た人達はいるということであるから、須田委員のご指摘のとおり、よりアナリティカルにみれば、ここだけを取り上げて騒ぐ必要はないという話も多分出てきているのだと思う。

岩田副総裁

それに関係するのだが、賃金は今5%~6%上がっていて、収益の方は、先程のEPSなどで見ても10%位上がっている訳である。そうすると名目GDPが相当高くなり、+7%~+8%というような数字になるとすると、GDPデフレーターはせいぜい+3%~+4%だとして控除すれば、成長率は実質で+4%近い。パー・マン・アワーでマンパワーも若干増えているから、それを引いても生産性は実は相当高くて、その結果、ユニット・レーバ・コストはあまり上がらないということになる。先程須田委員のお話にもあったが、これは、グリーンSPAN前議長の時からずっと問題にしているのだが、両者の乖離が凄く大きいのである。日本でも一時あったのだが、賃金の伸びと収益の伸びを足すと、名目GDPと合うはずなのだが、ウエイテッド・アベレッジで幾ら計算しても合わないのだから、どうしてこう合わないのだろうと言ったことがあるのだが、アメリカも今少しそういう感じがある。名目GDPと、賃金の伸びや収益から考えられるものとの間に何かずれが起こっていて、特にノンファイナンシャル・コーポレート・セクターの数字をみると、どうも名目GDPは+8%以上あるような感じなのである。それから物価上昇率を引いても、実質でも相当高い数字になって、その結果、ノンファーム・ビジネスのプロダクト・ベースで測っ

たものより、生産性はかなり高いということになる。この点についてマーケットも、消化しきれないというか、どこまでユニット・レーバークストが持続的に物価上昇圧力になっているのかということについて、なかなか確信が持ち切れない。コアのPCEなどは思ったようには上がっていない訳であるが、その評価が難しい。1年位前からずっとそのことを問題にしているのだが、先行きを考える時に、どちらを信じて良いのか分からない。

出沢国際局長

ユニット・レーバークストはあくまでも説明変数であり、我々のターゲットはCPIのところであるから、そこがここで遡及されていたりすると、全部崩れてしまうが、今起きているのは、その分からないと思われているブラックボックスの中に引き続きブラックボックス的なところがあるな、ということが改めて確認されたような話だと思う。私共も色々分析しているが、限りもあるので。

須田委員

今の岩田副総裁の話についてであるが、生産性の方が違うのか、あるいは、やはり賃金の方が、凄く高いオプションとかボーナスとか、そういうものが入っているからなのか。

岩田副総裁

両方あると思う。雇用者報酬の方は、確証はないがストック・オプションの分があって、第1四半期は特に強かったと思っている。だが、生産性も同様にずっと私にとってはパズルであった。どちらが本当なのか。

西村委員

収益の場合も、カバレッジが違う。特に収益の場合に気を付けなくてはならないのは、特にアメリカの場合はセルフ・エンプロイドが非常に増え

ているから、その部分をどの位カウントするかに依存するので、今のは少しオーバー・エスティメイトなような気がする。それから、先程のハウス・プライスについて私の専門であることもあり、少し付け加えると、要するにOFHEOの指数は、これはカール・ケースとロバート・シラー計数と同様の手法を使っている。これは要するにいわゆるリピート・セールスというもので、モーゲージでは同じ物件がリピートしてセールされるデータをとることができるが、その情報を使って、価格変化を推計したものである。こういう数字を作ると、スムージングが起こることもあるが、どの位になっているのかよく分からない。だが、少し過去の数字に引きずられる可能性はある。それに対してNAR——National Association of Realtors——は、どのように作っているのか正確には知らないが、作り方からすれば単純な平均だと思う。そうすると、異常値に非常に引っ張られる。それからその時期の地域での分布の形状に凄く影響されるので、その部分がかなり大きく出てくると思う。その意味で、全体としての傾向を見るとすればOFHEOの数字を見るのが一番正確だということになるが、スムージングが強く出過ぎる可能性もあるので、その部分は注意してみなくてはならないということである。

岩田副総裁

それに関連して、図表1-4(8)というのは二つ出ている訳だな。今おっしゃったのはどちらか。点線の方がシラー計数か、それとも実線か。

西村委員

これは両方ともOFHEOであるから、要するにリファイナンスを除いて実際にトランザクションが起こった計数と、それからリファイナンスで数字が変わった計数と二つある訳である。

岩田副総裁

その分を調整したものか。両方ともシラー計数か。

西村委員

然り。ケース・シラーのやり方である。

出沢国際局長

実際にトレーディング・ディールがあったという意味では、点線の方になる。

岩田副総裁

セールスが本当にあったという意味だな。

西村委員

オリジナルの数字がこれである。

須田委員

アメリカの長期金利と株についてであるが、金利が下がる時にインフレ圧力が退いているとか、あるいは景気がスローダウンしていると先程おっしゃったが、株の方は、景気がスローダウンしているのであればなぜ上がるのか。企業収益が堅調だと言っても、想定比上振れている訳ではない。そういう中で株が高くなっているということと、金利が下がっているということ、この両方を上手く説明できるのかというところが、少しパズルなのだが。

出沢国際局長

色々説はあると思うが、恐らく株式市場は、ホライズンが短い。図表4-3(2)のグラフにあるようなアナリストのEPSの成長率見通しというようなタイムホライズンのところで、それ程悪い材料が見えなければ、取り敢えず買うのだろう。ベースとしては、金利の点について、従来よりは金利が上がっていく可能性が少なくなったかなという見方で、安心の買

いが入ったということではないか。須田委員が言われたように、株式について強いて言えば、7月14日から比べれば8月25日の見通しというのは上方修正されているし、それから8月中というのはほとんど動かないということの良いと思う。その水準自身の評価が堅調という評価が動かない中で、金利環境だけが、つまり金利の見通しだけが変わったことを材料に、株も買われたというストーリーになるかと思う。

須田委員

そうすると一応説明できるということか。要するに、どこかでどちらかが調整するということはないのか。

出沢国際局長

綱引きが激しく起きていているというよりは、景気がスローダウンするというのは、2007年末位まで展望した多くの人のホライズンだと思う。例えば、株であれば、皆さん多分もっと手前の収益見通ししかしていない。であるから、景気のスローダウンと、一株当たりの収益見通しについては、コンパティブルなところがあるということである。

水野委員

逆だと言う人もいる。株はソフトランディング・シナリオを見ていて、債券の方は目先の住宅投資の落ち込みを気にしているという解釈である。ハードランディング・シナリオというかスタグフレーション、ミニスタグフレーション・シナリオが一応消えた、というのがメインシナリオだと言っても良いと思う。株式市場ではそうした見方をする向きが多分多くて、そうした向きは7月の物価が落ち着いていることを材料としているという意味では短視眼的であるかもしれない。債券市場ではどちらかと言うと住宅投資の動きに影響されているなど感じる。

出沢国際局長

2回材料がある。最初に物価関連指標が出て、それでFedの金利の問題について少し余裕が出てきて、それからハウジング・プライスが出たところで、それ程複雑ではなさそうだとみたのではないか。

水野委員

であるから株価も楽観的になった。整合的な説明がいつもできるとは限らない。株価が上がっているということは多分ハードランディングでないということまでしか言えないと思う。インフレを嫌うというのは株式市場の特徴であり、足許下がったのは、やはりユニット・レーバー・コストが影響したのである。金融政策運営の観点からは、以上のようなシナリオの方が説明として良いかなと思う。

西村委員

最近、エネルギー価格が下がってきている。それで国際局のシナリオによれば、帰属家賃は、実際の家賃からガス代等を控除して計算するため、エネルギー価格が下がるというのは、いわばマイナスのマイナスになるので、帰属家賃は逆説的に上昇するという。その辺のところはどうか。

出沢国際局長

色々な統計の推移を見ながら、その仮説が正しいかどうか検証していきたいと思う。

水野委員

短期的には、原油がどんどん上がってくるシナリオが消えて、短期金利が上がって長期金利もつれて上がってくるリスクは消えた訳であるから、マーケットの反応としてフェイバーだった訳である。ただ、ゴルディロックス経済とよく言われるが、インフレの見方が今後どういうふうに変わっていくかが非常に注目点であることはやはり間違いないと思う。Fedが

どうするかということも当然、その結果としてはあると思うが、やはりそれなりに債券市場は反応しないが株式市場は反応したということを見ると、やはりインフレ圧力は懸念要因であると思われる。

福間委員

先程からの議論については、企業収益等をグローバルに捉えれば説明が付くのではないか。たまたま台湾が最近公表した海外受注は好調で、輸出動向とは乖離があるが、これは私がいつもここで議論しているように、海外生産拠点での生産が伸びているためである。何も我田引水ではないのだが、やはり企業収益という場合にドメスティックで捉えるのか、あるいはグローバルベースで捉えるのか、は区別しなければならない。今アメリカは、海外収益が全体の5割を超え出した訳である。日本の企業も恐らくちょっとした企業は5割を超えているし、トヨタとか商社などは、もう7割とか8割とかが海外である。であるから国内といってもあまり関係がない。やはりその部分に気を付けないといけない。先程の台湾の指標についても、海外受注が伸びているのに、輸出と乖離が起きている。こういうことは、収益や設備投資など色々なところで起こっているので、厳密にみていかないといけない。先程から出ている議論も、多少その部分もあるのではないかなと思っている。

岩田副総裁

それは明らかにある。所得ベースで測ったものと、アウトプットというか、生産ベースで測ったものとはギャップが生じて当然である。

水野委員

もし、ストック・オプションを含めた収益や一人当たりの報酬であったら上がるのは当然である。連結ベースで上がっている訳だから。15%、16%というEPSの成長率で名目GDP+7%弱のアメリカ経済を説明できない。日本もそうである。名目GDPの成長率は+1.数%であり、企業収益

はもっと高い。

福間委員

然り。であるから、今日本株のP E Rも昔に比べると非常にリーズナブルである。これは、収益をグローバルベースで捉えている影響が少しあるかと思っていたが、やはり多少あるか。

岩田副総裁

あると思う。

水野委員

I M Fによる世界全体の実質G D P成長率見通しは今+5.1%であったか。世界的に少し上方修正している。来年が+4.9%であるから、そういった成長率を見ていると、ブルーチップで日本とアメリカの企業はそんなに業績が落ちるといふ感じはしないな、という読みはあると思う。ブルーチップ企業の事業は相手が世界全体であるから。

福間委員

もう一つ。国際的な資金フローの中で、商品ファンド、あるいはその先の集めたヘッジファンドかもしれないが、いずれにしても商品価格が、あれだけ棒上げになったものだから、相当カネが入ってしまった。それが、今度は債券に入っている訳である。商品ファンドを買って債券売りをしていたのが、今やリバースをやっている。債券買いの商品売りである。これも恐らくもう今月一杯でポジション調整はかなり進み、スタビライジング・ポイントに出てくるのではないかなと思っている。今商品市場で困っているのは、市場が非常に薄いことである。要するに、敗戦処理に足を引っ張られている人が多い。国際商品市況は、C R Bインデックスが非常に短期間のうちに365から325位まで大幅に下落した訳であるが、これによって商品ファンドに流入していたカネのフローをどういう具合にみていれ

ば良いのか、ということである。

水野委員

補足すると、7月の商品ヘッジファンドは、過去最悪のパフォーマンスである。

福間委員

いや、8月もである。

水野委員

8月もこのような状況であるから同じであろう。まだ数字は固まっていないが。ただ、どこかへ行っているという議論はある。それがもし債券であれば、少し需給要因で説明できないかもしれないという議論は成り立つ。株と債券は、実は同じところを見ているのかもしれない、分からないが。

福間委員

債券には帰ってきている。必ずあの人達はオルタナティブというかヘッジングするから。アウトライトで商品を張る人はあまりヘッジファンドにはいない。ああいう暴れん坊が出てくると、少し皆棒立ちになってしまう現象が、おっしゃるように6月、7月、8月と3か月間見られている。

福井議長

さて、他に宜しいか。それでは国内の経済情勢について、井戸理事と早川調査統計局長から願います。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは資料-4（参考計表）をご覧頂き、ご説明したいと思う。いつものように最初は図表5である。輸出入のグラフがあるが、ご覧のとおり

輸出の方は、引き続き順調に増加しているという感じである。輸入の方は、これまで緩やかに増加していたが7月は少し減っている。ただ、これは一時的な数字の振れであろうと理解している。では、図表6をご覧くださいと思う。実質輸出は、第2四半期前期比+1.3%とやや伸びを低めた後、7月は4~6月対比で+2.2%の増加ということになっている。(1)で地域別をご覧くださいと、まずアメリカは、先月6月は結構大幅に減少したため、アメリカの減速の影響ではないかなどという議論も色々あったが、ご覧のとおり7月は結構大きくリバウンドしたので、7月の4~6月対比は+1.6%ということ着実に増えている。ただ、(2)で自動車関連のところをご覧くださいとお分かりだと思うが、自動車関連の輸出は今年の秋から今年の1~3月に掛けて大きく伸びた後、さすがに伸び率は鈍化している。これはあくまでも供給サイドで能力が立ち上がったところで、輸出が急に増えているので、これはどんどん増えていくという性質のものでも必ずしもない。

(1)地域別で見て、ヨーロッパ向けの輸出は引き続き着実に増えている。それから第2四半期の伸び率は、ほぼなくなってしまった東アジアも、7月は少し増加している。ご覧のとおりNIEsはまだ相変わらず伸びが低いのだが、何とかどんどん落ちていく感じではないし、4~6月にマイナスであったASEANは、若干リバウンドしている。これとの関連では、

(2)情報関連をご覧くださいののだが、ご承知のように4~6月の輸出が減少し、少し気になっていた訳だが、7月にリバウンドしている。実はNIEs向けは、必ずしもあまりリバウンドしないのだが、全体としてはリバウンドしている。さらに、(1)地域別のその他の地域がやはりかなり高い伸びになっている。第2四半期は、なぜか非常に低い伸びになったので、どうしたことかと思っただが、結局やはり第2四半期がたまたまそうであったということであり、ご承知のようにラテンアメリカ、東欧、ロシア、中東、インド、こういった地域を含んでいる訳であり、こういったところ向けの輸出が、着実というか、かなりのスピードで膨れている。このことは、例えば(2)財別で見ると、資本財・部品のところが中心なので、この辺のところはかなり堅調に増えているということとも関連していると

思っている。図表 12 は為替レートである。先程も中曾金融市場局長から紹介があったように、足許はまたしても円は円安気味の水準になっている。従って、(1) で物価の動きを調整した実質実効レートでご覧頂くと、春先に 1 回かなり円安に突っ込んだ後、G 7 の頃には一旦円高方向に戻ったが、足許は再び円安方向という動きである。海外経済を見ると、アメリカ経済の動向等がやや気になるが、世界全体としては相変わらず高い成長を続けているし、為替面から見ても、輸出についてはサポートティブな環境が続いているということである。図表 13 は輸入サイドである。ご覧のとおり、7 月の 4~6 月対比が -2% になっている。(2) 財別を見て頂いても、ほぼ押し並べてマイナスが多くて、なかなか説明に窮してしまうのだが、あくまで一時的なものではないかと思っている。というのも例えば、元々食料品というのは振れが大きいし、素原材料、中間財辺りは、日本の生産が増加基調を続ける限り、こちらが減少を続ける訳にはなかなかいかない性質のものである。最後に情報関連は、4~6 月に一旦ほぼ伸びがゼロになって、輸出と合わせて気になる動きだったのだが、こちらの方は若干リバウンドしている。そう考えると、ここはあくまで食料品及び素原材料、中間財がたまたまこの月は弱かったと理解しておくべきではないかと思っている。

図表 14 は設備投資だが、法人季報が発表されている。法人季報の設備投資は、私共が断層修正を行った結果がここに書いてある。これでいくと、1~3 月が +10.6% という非常に高い伸びの後、4~6 月は横這いである。勿論、均してみれば堅調という評価で良いかと思っている。ただ、少し気になるのは、最近断層修正をした方がむしろ振れが大きくなっている。断層修正をしないと、例えば 10~12 月は +0.3% で、1~3 月が +6.5%、4~6 月が +5.7% と、こちらの方が安定しているため、何のために断層修正しているかという感じはある。正直言って、若干回答率が趨勢的にダウンしてきているので、サンプルが少ないところを無理に修正すると、かえって振れをつくってしまうというリスクがあるのかもしれないと思っている。いずれにしても、全体として堅調には間違いはないと思う。図表 15 をご覧頂くと、(1) 製造業大企業の設備投資は着実に増えているし、

(2) 製造業中堅中小企業に関しても振れはあるが、例えば第1四半期は物凄く伸びて、第2四半期が横這いのようにになっているが、それを均してみればかなりの勢いで伸びていると思う。(3) 非製造業大企業も、同様に足許は若干マイナスになっているが、これも基調は増加と理解して欲しい。なかなか読みにくいのが(4) 非製造業中堅中小企業である。計算してみると、このように上がったたり下がったりということになってしまっているが、恐らく基調としては、これ程毎回上がったたり下がったりしているというよりは、緩やかな増加ではあるが、その増勢はそれ程強くないと理解すべきではないかと思っている。図表14で法人季報以外の設備投資関連指標について一言申し上げておくと、〈先行指標等〉のうち資本財出荷については、4~6月9.7%の増加の後、7月は4~6月対比+2.3%と堅調である。建築着工床面積の方も、このところ前期比の伸び率はやや鈍化しているが、何分にもそれまでに随分上がって高水準にいたので、基調としてはしっかりしているのご理解頂ければと思っている。それから図表18は企業収益である。こちらについても法人季報があるので、ご覧頂きたいと思う。全規模全産業で見ると、売上高経常利益率は概ね+4%である。ご覧頂くとお分かりのとおり、細かな振れは無視して頂くと、利益率は決してどんどん上がっている訳ではない。むしろ高水準横這いに近い動きだと思っ
て欲しい。ただ、ご承知のように、売上高の伸び率が相当大きくなってきているので、利益率が横這い、微増であれば、利益額の方は前年比10%位現に増えているということである。さらに少し細かいところを図表19で見ると、業種別規模別の動きをご覧頂くと、やはり(1)、(3)の大企業に関しては高水準横這いと申し上げたように、やはりまだ依然として右上がりが続いているという感じである。それに対して中小企業の方は、(2)製造業が一旦大きく落ちてまた上がっているとか、(4)非製造業は足許第2四半期まで3四半期落ちていたとか、ここはあまり信頼しなくて良いと思う。断層や季節調整の関係で荒れていると思う。ただ、そうは言っても、恐らく大企業に比べて中小企業の利益は、どうも頭打ち感が強いという感じはあるのではないかと思っている。想像される理由が、製造業と非製造

業で若干違って、製造業は恐らく主として交易条件の悪化であると思っている。すなわち、原材料価格の上昇を完全に製品に転嫁できない企業が、やはり中小企業には多いために、売上は増えているのだがなかなか利益がそこまでついてこないという感じが、中小の製造業に多分あると思われる。一方、中小の非製造業に関して申し上げますと、恐らくこちらでも交易条件要因はあると思う。ただ、それと同時に中小非製造業は、恐らく直面する需要そのものが決して強くないということではないかと思っている。例えばCSP Iなどをご覧頂いても、大企業が儲かってもなかなか経費支出を増やさないとこの事実があり、一方、賃金所得の伸びも極く極く緩やかなので、個人消費もそう沢山伸びる訳ではない。これに公共投資の減少まであるので、恐らく中小非製造業が直面する需要はそれ程強くない。多分そういった、それぞれの理由によって、やはり大企業と中小企業の差が幾分出ているということではないかと思っている。それから先程少しご議論があったので、ついでにもう一つ申し上げておくと、法人季報の利益には例の上場企業の利益と違って、基本的には連結ではなく、単体ベースになっているので、要するに国内ベースでも利益が増えていると理解して頂くことができる。ただ、一方で、例えばこの図表19の(1)製造業大企業のところをみると、営業利益率の上がり方と経常利益率の上がり方が乖離している。前にも申し上げたと思うが、経常利益率には、海外で儲けた分を配当などの形でリアライズしている。リアライズしたものは単体にも出てくるので、その乖離の部分にはやはり先程の連結、単体問題というのがなにがしか反映しているのご理解頂ければと思う。

図表21は個人消費である。相変わらず冴えない動きが続いている。車はご承知のとおり8月は7月対比でリバウンドしたが、7月、8月で見ると相変わらずまだマイナスが続いている。家電販売も7月の4~6月対比、プラスにはなっているが一頃と比べると依然として伸びは鈍化している。百貨店、スーパーも同様だが、百貨店は4~6月で落ちたのに対して横這い。それからスーパーは、4~6月は野菜の値上がりで一旦上がったのだが、またこれは7月に落ちてしまったという感じである。さらに申し上げ

ると、コンビニは6月、煙草の値上げの前の駆け込みで結構増えたが、7月は大きな反動減が発生しているため、サービスは、実はまあまあなのだが、販売統計は総じて冴えない。さらに申し上げると、家計調査については、サンプル要因によって所得が弱いために消費が弱いと、私はこれまではずっと申し上げたのだが、7月に限って言うとなぜか所得は物凄く良くなったが、消費性向が信じられない位落ちた。これは過去30年あまりでこのような数字はない位落ちたということで、はっきり言って理解に窮するような動きが続いている。ただ、一点だけ申し上げておきたいのは、去年の12月の家計調査が出た時をご記憶だろうか。あの時、実は消費は強かったのである。ところが所得は凄く落ちていた。消費性向が上昇して12月の消費は良かったのだが、ひよっとするとこれは所得の弱い標本が入ったのだとすると、1~3月以降は家計調査が弱いかもしれないというふうに申し上げて現に弱かったので、甘く考えれば、所得の強い標本が入ったのであれば、8月以降少し良いかもしれない。分からないが。以上のようなことがあるので、図表24(1)で販売統計合成指数をご覧頂いても足許弱いし、消費財総供給は1~3月結構伸びて、4~6月は横這いだったのだが、7月に限って言うとは、これは車の減少と煙草の反動減のようなものも効いていて、結構大きな下落になっている。個人消費は、特にこの7月時点で切ってみると、かなり弱い数字になっている。ただ、若干申し上げておきたいのは、7月で切ってみるのは、一番多分悪いところを見ている可能性が高いと思う。天候要因からしても、ご承知のように7月一杯、西日本は大雨であったので、恐らく各種販売統計は、8月は7月よりはましだと思っている。その他細かいことを申し上げれば、各種販売統計で今ちょうど製品の端境期に入っている。車は、主な新車が投入されるのは9月、10月であるし、実は携帯電話もナンバーポータビリティのために新商品の投入が8月の後半であった。それからゲームなどもご承知のとおりという状況もあるので、少し足許やや弱めのところを見過ぎているかもしれないが、足許だと少なくとも弱い。図表26は住宅である。住宅も7月に限ってみると結構減った。これまでずっと上がってきて年率で130万戸

位までできていたものが、7月単月で見ると約120万戸になったということなのだが、図表27をご覧頂ければもうお分かりのとおり、その理由は一重に太いグレー線に分譲住宅である。分譲住宅というのは元々大型案件が入るとドンと増え、何もないとガクンと落ちる性質がある。3か月纏めればもう少し良くなると思うが、7月単月で見ているので結構大きな減少になったと理解している。従って、基本的には数字の振れだと理解しているが、一点だけ気になる話は、デベロッパーの話を知ると特に東京圏なのだが、適地がなくなってきている。要するに土地の玉がなかなか手に入らないので、要は供給要因から建てにくいという話が出てきているので、もしそういう要因が効いているのだとすると単月ではない可能性もあるので、少しその辺は念頭に置いて頂きたいと思う。

図表28の生産は、ご存知のとおり、7月は前月比-0.9%になった。予測指数が+2.2%という数字であったので、随分弱かったというような印象をマーケットに与えたようだが、我々は必ずしもそこまで弱いとは理解していない。というのは、例えば図表29(3)に例の実現率、修正率のグラフが書いてある訳だが、一番右端のところの実現率とか修正率が物凄く弱いという訳ではないのである。従って、実は7月の予測と出てきた数字の乖離は、予測指数の下方修正ではなく、予測指数に入っていない品目の生産が大きく減少したということが大きいのである。予測指数に入っていない品目に、実は結構ひと月ひと月大きく暴れるものが入っていて、その影響が大きいと考えている。図表28に戻り、例えば7月の生産前期比は、7月の4~6月対比はちょうどゼロだが、これを予測指数同士で見ると、7月の4~6月対比は+1.7%という数字になっている。それから8月、9月の予測指数を伸ばした数字が、全体では+2.3%になるが、これは予測指数だけで行くと+4.0%というような数字であるので、少しそういうテクニカルな理由が影響していると理解して頂きたいと思う。さらに申し上げると、出荷は、確かに4~6月対比-0.3%だが、4~6月が2%強大きく伸びているので、全体としてみれば出荷は順調に増えているし、在庫は4~6月が-1.1%の後、7月も-1.0%ということで、全体の balan

スは決して悪くないということである。因みに私共のミクロ調査から出てきている7~9月の生産に関して申し上げますと、一応現時点でも+1%台の半ば、後半ということで、先月申し上げた数字からあまり大きくは変化していない。煙草の分を下方修正したのが主因で若干下方修正しているが、そのような感じである。図表31は在庫循環図だが、ご覧のとおり(1) 鉱工業全体で見れば生産、出荷が前年比約5%増える中、在庫の前年比がほぼゼロということなので、まずまず良い形になっている。それから(3)の素材関係に関しては、素材の在庫は前年比でマイナスなので、これはまた全く問題のない姿である。注目されるのは、やはり(2) 電子部品・デバイスである。電子部品・デバイスに関しては、4~6月は、前期比で見ると生産減、出荷減、在庫増ということで少し悪い形である。それに比べて7月は、生産増、出荷増、だが在庫も増えたということである。そうした中で、前年比で見ると45度線を若干突っ掛けているという感じである。数字面は45度線を突っ掛けた感じになっているが、在庫自身は確かに若干の積み上がりがあるのは間違いないが、積み増しの部分も含まれているので、この在庫の増えたものも全面的に在庫調整圧力とみる必要はないのではないかと思っている。実際、一頃気になっていた東アジアでの在庫の状況に関してみると、海外事務所辺りから入ってきている情報では、やはり調整はそれなりに順調に進捗しているということであり、また、商品市況をみても液晶パネルにしてもDRAMにしても、それぞれ市況はやや上がるような状況になっているので、現時点でこのグラフだけを見て、在庫調整圧力が幅広く発生しているということはないと考えている。ただ、同時に供給能力もかなり増えてきているので、今後例えばアメリカのクリスマス商戦が不振であるというような話になれば、またストーリーが変わってくるので引き続き注意してみたい必要があると思っている。

図表32は雇用関連だが、〈職業安定業務統計〉は毎月、毎月求人倍率が0.01倍ずつ上がり続けるという、不思議に安定した動きになっているし、新規求人も前年比の伸び率は幾分減衰しながらも増加が続いている。〈労働力調査〉はひと月、ひと月を見ると少しずつ動く。例えば今月に関

して申し上げますと、雇用者数の伸び率は先月に比べて下がった。しかしながら、先月増えた労働力人口が今月は減ったために、その残差的な意味での失業は、今月はむしろ減っているという感じである。若干の振れはあるが、おおまかに言うと、労働力人口は大体横這い、微増位の中にあって、雇用者数が増え続けているので、いわば自営家族がずっと減り続けながらも、失業率は極く僅かに緩やかに低下していくというのがトレンドだと理解している。〈毎月勤労統計〉に関しては、常用労働者数はこのところ前年比1%位で増えている。7月も+1.1%であった。一方、残念だったのは賃金であり、賃金は従来から、特に所定内給与のところでは1月にやや弱い標本が入ったので、7月辺りはもう1回標本の調整で上がってくれるのではないかと期待していたのだが、残念ながらその期待は実現しなかった。元々1月に入った標本が出て行く訳ではないので、新しい標本が強くない限り良くなるのだが、残念ながら甘い考えは実現しなかったということである。それに加えてボーナスのところも、6月は実は確報で上方修正されて結構良い数字になったのだが、逆に7月だけみると特別給与は前年比-0.4%ということだったので、これは6月、7月を合わせて見ると図表36にお示ししているが+1.3%である。去年の夏、冬が+1.7%、+1.8%というところだったので、それに比べると少し低い数字になっている。

物価関係は、C G P Iは当月出ていないので、商品市況だけ極く簡単に見ていくと、図表38である。国際商品市況は特徴的なのは、(2)原油は足許下がっている。要するに7月、8月と一時既往ピークを更新するような動きだったのだが、足許結構な勢いで下がっている。やはり地政学的リスクが、皆が心配していたよりは、少なくともレバノン情勢等も上手くいっているという感じが結構影響しているように思う。その一方で、非鉄関係に関しては、確かに5月高値と比べると低いのだが、意外と高水準で推移しているという感じである。図表40、国内商品市況は、石油がまだ大きく落ちる状況にはなっていないので、高水準で推移している。最後に図表44で問題の消費者物価指数だが、改めて申し上げるまでもなく、これまで除く生鮮食品が前年比+0.5%~+0.6%であったものが、かなり大

きく基準改定によって下方修正され、足許+0.2%になっている。どうい
うことが起こったか。細かい指数については数字が出た当日にご説明した
ので、今日はそれを繰り返さない。むしろ次の図表 45 にグラフが書いて
あるが、エッセンスはこういうことである。要するに、今回CPIの基準
改定によって新指数と旧指数の乖離が1月から7月までの平均で0.5%ポ
イントあった訳である。この0.5%ポイントは二つのグループに分けて考
えることができる。第1のグループは、いわゆる基準改定そのものの影響
ということであり、具体的に申し上げるとウエイトの変化によるもの。そ
れから指数のリセット、要するに指数レベルを100に戻すことによる影響。
それから三番目が品目の入れ替え。一部新しい品目を入れ、古い品目を落
とすという影響で、この辺は事前にこういうことをやるということが開示
されていた訳だが、この影響は合計で0.3%弱であった。ということは、
私共の事前の計算とほとんど一緒であった。

西村委員

今の話はコアの話である。

早川調査統計局長

それ以外に、いわゆる品目指数の作り方の変更というものがある。典型
的に言えば、携帯電話の通話料だが、それ以外にも例えば家賃であるとか、
まだまだ実は細かいところで一杯色々なことが行われている。これが合計
で0.2%強マイナス方向に影響しているということであり、全体で0.5%
ということである。

西村委員

それはコアではなくて全体の話だな。

早川調査統計局長

然り。大切なのは二つの性質が違うということなのである。特に、先行

きを考えた場合に。要するに、基準改定そのものの影響というのは、先行きも基本的には残っていく。これはどういうことかと言うと、例えばパソコンの下落率であるとか、薄型テレビの下落率を一定だと仮定すれば、先行きもずっと残っていく。ただし、細かく言うと減衰しながら残っていく。これは指数レベルの低下効果がラスパイレスだと小さくなっていくため、例えば2006年度だけではなく2007年度も減衰しながらも影響は残っていくような性質ということである。その一方で、先程の指数の作り方を変えたものに関してみれば、実はどこかの時点で去年下がったところに当たるとそこで消えるという性質を持つ。ご存知のように、その0.2%強で一番大きいのは圧倒的に携帯電話の通信料であり、これは去年の11月のところで下がっているので、今年の11月までいくとそれが消えることになる。そういう意味では、片方は根雪的な性質のものであり、もう一つはどちらかという今まで特殊要因と呼んでいるものにむしろ近い性質を持っているということである。従って、今申し上げたように、根っこの部分はあまり予想外ではなかったのだが、やや新特殊要因的なものが結構大規模に出てきたとご理解頂きたいと思っている。従って、図表46で特殊要因調整後というものを書いているが、これがどこまで意味があるのか、なかなか分からなくなっている。要するに、携帯電話を特殊要因に入れるという手もあるのだが、これを入れると、家賃はどうしようかとか、パック旅行費をどうしようかという変な話になって、収拾がつかなくなるので、古い定義のまま計算した。そうすると当たり前だが-0.3%になっている。仮に、携帯電話の通信料だけを特殊要因に放り込むと、マイナスが0.1%に化けるので、そういう意味では、どう認識するかによって数字がかなり変わるということである。最後に目先の話だが、目先8月は、ガソリンの値段が上がるので、前年比は現在の+0.2%か、恐らくは+0.3%という感じがあるが、逆に9月は去年ガソリンが上がっているの、むしろ石油製品の上昇率が低下する可能性もある。従って、目先8月、9月に関しては、あまり現状と大きくは変わらないと思って頂きたい。ただ、10月、11月に関しては、恐らく例の医療費の自己負担分と、それから先程の携帯の剥

落が起こってくるので、方向としては、少し上昇率は上がっていくと理解している。

ということで、これから私共は 10 月展望レポートに向けての作業に入っていく訳だが、以上申し上げたように、今後の作業の中心になってくるのは、一つはあくまで数字の話として、先程の基準改定を実際にどれ位考えていくかというのが作業としてはあるが、これはあくまで数字の話である。そういう意味ではやや考えなくてはならないと思っているのは、経済全体の成長に関してみると、恐らく 4 月展望レポートで見ていたものとそんなに違わないと基本的には思っている。ただ、その一方で 2~3 か月前からずっと申し上げていることではあるが、やはり企業部門が思ったよりも強い。家計部門はやや思ったより弱い。従って、展望レポート時点で使った言葉を使うと「成熟化」が、想定よりもやや遅れ気味であるということは、時が経つにつれて段々否定しがたくなっているという印象がある。従って、今後はその「成熟化」の遅れのようなものが、一体どういう要因によってもたらされているのか。そしてまた、そのことが先行きの経済・物価の姿を考えていくうえでどういう意味を持つのか。この辺を一つの中心的なテーマとして考えていきたい。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問、ご意見等があればお願いします。

西村委員

一点コメントと、それから一点質問である。コメントは住宅に関してである。住宅に関しては、玉がないということは確かに皆言うのだが、そもそもカネさえ出せば玉が出てくるので、要するに高過ぎるということなのである。どういうことかということ、いわゆる旧価格・新価格問題である。デベロッパーは、どちらかということコストにプラスした価格でやるのである。そのため、今市場に出ているものは、はっきり言って非常に割安である。これは旧価格である。これから仕入れて約 1 年から 1 年半を掛けて建

てるものが新価格になるが、旧価格、新価格ではかなりの値段の差がある。デベロッパーは、今新価格で出した時にどの位の需要があるかという点に関しては、今非常に心配している状況である。という訳で、これは分からないのだが、今回手当てをあまりしなかったという背景には、そういう気迷いがあるのかもしれない。その意味で、今度9月から10月に掛けての新価格で出てくるものが、どの位の客付きがあるかということに多分全面的に依存するので、全体として、早川調査統計局長が言ったことはそのとおりだと思う。やはり暫くみてみないと分からないということがあるが、今言ったように単純にモノがないから売れないというのではなくて、どちらかと言うと今言ったような状況である。それから、次はこれからのことに本当に絡むのだが、この前聞いて結局分からなかったと言われたのもう一度調べて欲しいと思うのは、毎月勤労統計の所定内給与の部分である。これはどう考えても理解できない。ただ、私が15年位前に色々なところで話をして、それぞれの反応を聞いたところによると、大体皆さん1990年頃は、「あと15年待つて欲しい。そうすれば年配の人が退職するので改善する」という話をしていた。それが大体ほぼ今の時期にあたる。とすると、一人当たりの所定内給与の構成がやはり変わっているのではないかという気がする。逆に言えば、賃金がもし上がっていたとしても、実は賃金支払い額はそれ程上がらないという可能性が出てくる。その意味で、我々が少し読み違える可能性があり、大変なのはよく分かるので、どうしたら良いのかと問われると困るのだが、何か考えて分析して欲しいという気がする。私もやろうと思うのだが、非常に難しいテーマなのでなかなかできないのだが、今後恐らく非常に重要になると思う。以上である。

岩田副総裁

今の点に関連してなのだが、法人企業統計季報の人件費は総額なので、雇用者所得に当たるものであるが、確か+3.5%であるから、この計算方法でやっている部分の半分位な訳である。であるから少しギャップがあるのかなと思う。

早川調査統計局長

例えばSNAの雇用者所得というのは、ご承知のように、人数の方を労調の方から持ってきて、賃金の方を毎勤の方から持ってくるので、私共がいつもここに書いている雇用者所得より高く+2%位の数字が出ている訳である。その辺は比較的良い線かなと基本的に思っている。また、西村委員から言われている問題は、おっしゃるとおり我々の内部でも、一体何なのだろうということで、3か月前か6か月前かに、気になって一所懸命調べた。いわゆる入れ替わり効果のようなものが効いているのではないかという気がするが、一所懸命調べた割にはそれ程コンクルーシブな結論が出なかった。何枚もグラフをご説明してよく分からないというのも馬鹿馬鹿しいので皆さんにご説明してないだけである。手許には実は色々なことをやったものがあるので、もしご興味があれば担当者を行かせて直接ご説明してもやぶさかではないのだが、一杯分析してみたが、結局最終的にはそんなに大きくないと思うという程度で、しかもそれ程コンクルーシブな結論は得られていないというのが実は現状である。作業をしていない訳ではない。正直言って、なかなか難しいなと思っている。

須田委員

2002年か2003年に、人口構成が変わった時に賃金がどうなるかということ进行分析してもらった時は、見事に2007年位にドンと落ちるという結果であった。

早川調査統計局長

そもそも足許2006年の説明はなかなか苦しいのである。2006年は、今年60歳になる人が非常に少ない。来年からガクッと増える。従って、今年の賃金の弱さを、そのファクターで説明するのは元々難しい。ただし、2007年以降、そのマイナス効果がどれだけ出てくるかということ色々と計算したら、それ程でもないというのが手許の一応の計算結果である。

今年は、実は一番人数が少ないのである。

岩田副総裁

退職金の支払いは、どのように分類されているのか。

早川調査統計局長

退職金の支払いは、毎勤には出てこない。

岩田副総裁

先程の法人季報統計には入っているか。

早川調査統計局長

入っているだろう。それからSNAも入る。

春委員

「成熟化」が遅れているため、企業収益は順調なのに個人消費はあまり良くないということだが、そうした中で、賃金や雇用者所得の動きがどうなっているのか教えて欲しい。

早川調査統計局長

展望レポートの時から現在に至るまで、あまりずれのことを強調してこなかったのは、物凄く違うとも思っていないからである。元々、「成熟化」と言いながら、我々が頭の中で描いていた賃金の増え方は、それ程大きなものではないので、沢山外したという気持ちはやはりあまりないのである。確かに賃金は、ほんの少し想定よりも低い、人数はほんの少し想定よりも高い、雇用者所得で見ると、我々が以前から考えているものとそれ程違わないのである。一方で、企業収益の方は、さすがに足許の4~6月の数字などを見ていると、やはり結構強いなという印象があるため、コントラストで見ると、やはりもう少し本当は差が縮んでいくべきものが縮ん

でないのではないかという感じがある。従って、半年経ってみて今のような状況だとすると、やはりなにがしか「成熟化」の遅れみたいなことを意識せざるを得ないということで今考えている。それ程凄く所得が弱いということでは、実はない。元々所得は大して見ていないから、それに比べて少し弱い位である。一方で、企業収益がやはりそこそこ強いものだから、比べてみると、もう少し縮むはずだったのにといい位の感じである。

春委員

企業収益が強くなっている割には、所得が増えていないということは言えるのか。

早川調査統計局長

然り。それはそう思う。やはり元々、ご記憶だと思うが企業収益というのはこれまで二桁増だったが、今年は一桁になっていくというイメージがあったと思う。家計の方は、そんなに大きくは増えないがジワジワと上がってくるだろうという位に思っていたのに対して、少なくとも走り出しを見ていると、企業収益の伸びはまだ二桁のようである。一方で、家計所得はジワジワと上がってきているのかな、どちらなのかな、位の感じなものだから、少しそこは差が出ている。凄く波及が遅いなどと物凄く強調すると、ややミスリーディングだと思っている。

春委員

そうした状況が景気の持続性に与える影響はどうか。

早川調査統計局長

持続性が心配になる程ではない。

春委員

むしろ持続性が高まるという見方はできないか。

早川調査統計局長

上手くいけば、そういうように繋がっていく。海外経済がサポータティブな状況が続くのであれば、企業部門が溜め込んでいる状況というのは、それ程悪いことではない。逆に言うと、企業部門に沢山溜まっているなかで、例えば海外景気が後退した時には、その企業部門が悪化してしまうという問題がある。世の中が上手く回っている限り、企業部門のところで溜め込んでいるということ自体は、むしろ景気の持続性に関しては悪くないかもしれないが、輸出にショックがきた時に、家計部門が強くなっていないと、それはそれで問題である。必ずしも一概にどちらが良いとは言い切れない。

春委員

別の話になるが、先程の断層修正の話がよく分からない。この2次QEの設備投資には、どういう影響が出るのか。

早川調査統計局長

その点は申し遅れた。実は極く最近では、以前は断層修正した数字の方が2次QEを当てるには良かったのだが、最近では、必ずしもパフォーマンスが良くない。従って、確かに私共の断層修正は弱いのだが、現時点で我々は法人季報によって2次QEの設備投資が下方修正されるとは考えていない。ただ、公共投資は多分下方修正なので、そのことも全体と考えて、恐らく民間が言っているとおり、それ程大きな変化はないと思う。

岩田副総裁

別の点で宜しいか。個人消費について、家計調査は悪くてGDP統計はそれ程悪くないというギャップがあるが、もう一つ総務省で、高額商品が中心の消費状況調査というのがある。あれはまだそんなに悪くない。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

そうした調査と家計調査などとのギャップをやや感じる。販売統計とも少しギャップを感じている。例えば包括指数などには、そういうものが入っているのか。

早川調査統計局長

入れている。

岩田副総裁

入っていてこれなのか。

早川調査統計局長

現時点は、残念ながら7月は、材料が揃っていないので、まだ包括指数などは計算できない。であるから、現時点では上の二つの販売合成指数と消費財総供給の、しかも7月単月分だけがあって、この単月分から見ると結構ミゼラブルな数字になっているが、本当にここまで心配する必要があるかという、多分そうではないだろうと思っている。包括指数で見ると、結局いつも大体横這いなし微増位になってしまって、GDPも微増になってくるのは、そういう消費状況調査とか色々なものを入れているからである。

岩田副総裁

ただ、今回は供給指数が少し悪い。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

何か理由はあるのか。これは多分ビジネスと家計の分け方が難しいのだと思うが。

早川調査統計局長

然り。7月ひと月の数字としては、車が弱かったということと、先程の煙草が大きな反動減になっていることが、結構影響していると思っている。ただ、今後供給サイドも、例えば特サビなどが出てくれば、今我々が聞いている範囲では、例えば旅行や外食周りを含めてそう悪くないので、色々なものが出てくればこのような数字にはならないと思う。7月の今我々が持っている数字だけ見ると、増加基調というより結構悲惨な数字なのだが、それは多分もう少しデータが溜まっていけば、そのようなことはないと思う。

水野委員

基本的に鉱工業生産指数の消費財の出荷を使うということか。

早川調査統計局長

然り。従って、実際にはやはり耐久財の車と、非耐久財の煙草が結構効いている。

水野委員

それはそういう説明ができる訳だな。

岩田副総裁

中国向け輸出なのだが、伸び率としては鈍化というか減速している。中国の輸入構造が変わっているのか、あるいは日本企業が中国向け輸出で遅れを取り始めているのか、その辺がよく分からない。前期比の伸びなどを

みている、少しずつ弱くなっているという感じがある。

早川調査統計局長

然り。以前のいわゆる踊り場の時に、中国向け輸出がマイナスになってしまったが、それと比べると少なくとも第2四半期まではそれ程でもない。特に前年比で見れば今まで高かった。7月が確かに前期比+1.5%になってはいるが、逆に言えば7月ひと月だけの話なので、果して本当に弱いのかどうか。中国向け輸出が弱いという話は、企業からはあまり聞こえてこない。前の踊り場の時でさえ、日本企業はあまり中国向け輸出を心配しなかった。今は、ほとんどそういう話は聞いていないので、この数字をそれ程心配することはない。むしろ、やはり先程の話ではないが、アメリカの状況の理解そのものが難しいため、先行きを考えるのも難しい。それがどうなってくるかというのが、やはり山ではないかと思う。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。消費者物価指数なのだが、今回改定幅が結構大きかったのだが、チェーン・インデックスにしていれば、もう少し小幅で済んだような気もするが、チェーン・インデックスをそもそも総務省は今出しているのか。

早川調査統計局長

否。今回からである。

岩田副総裁

今回から毎月出るのか。

早川調査統計局長

然り。参考系列として。

西村委員

正確に言うと、この月は同じなので、この次からになる。実際上使えるようになるのは、要するに最初の数か月、6か月であったか。6か月は要するにウエイトが変わらないのである。

その辺りから少しずつらしていく形で遡って改定されるため、少しややこしいことになる。

早川調査統計局長

しかも、先程申し上げたように、今回の基準改定の段差が主にそういうウエイトやリセットによって発生してきているのであれば、そもそもチェーンを見ていくことによって、こういう段差を防げる訳なのだが、いわゆる基準改定効果の0.3%弱のうち、ウエイト、リセットの効果というのは0.1%位しかない。むしろ0.1%がウエイト、リセットで0.2%が品目の入れ替えである。その0.2%が指数の変更なので、チェーンによって片付けられるのは最初の0.1%部分だけなのである。勿論、考え方としてはアメリカがPCEで見るように参考系列のチェーンを見れば、少しは事態が改善する訳だが、0.5%のうち0.1%なので、わざわざそういうものをプレーアップして、それで0.1%かという問題がある。あとは技術的にはご存知だと思うが、チェーン・インデックスというのは、いわゆる指数が上下すると具合が悪い。例えば、エネルギー価格が実は問題なのである。たまたま2000年から2005年の間は年平均でチェーンする限り、毎年毎年上がったので、ノープロブレムだったのだが、例えば2005年から2010年の間に、オイル価格が途中まで上がって、途中から下がるということになると、変なバイアスを作り出してしまう。勿論、チェーンはそれなりに意味を持つが、事態が物凄く改善するかということかどうかと思う。

西村委員

やはり少し言わせて頂く。実は今回のCPIで、連鎖が低く済んだのは一つの特殊事情があった。それは、エネルギー価格は凄く上がったが、エ

エネルギーに対する支出は落ちなかったためである。本来ならば非常に大きく剥落する部分が然程出てこなかった。これはエネルギー価格のある種特殊な性質によるのだが、これが例えばこの前と同じような状況だったとすると、かなり大きく動いたはずである。色々なことが一杯入っているので何とも言いがたいのだが、ドリフト——今早川調査統計局長が言ったことをドリフトと呼ぶのだが——に関しては、月次では明らかに減茶苦茶なことが起こるので、これはもうやらないということが決まっている。年次でやった場合には、先程言ったように、1年間でエネルギー価格のようなことがどの位起こるかということの蓋然性に依存する。それと連鎖にしない問題を、どのように勘案するかというチョイスの問題になる。それからもう一つは、今世界的に連鎖に移行している。日本だけ、しかもGDPのデフレータ、GDP統計が年次連鎖に移ったので、やはり連鎖的な考えの方が私は良いのではないかと思う。ただし、先程早川調査統計局長が正確に説明したように、ドリフトなどの問題がある。しかも直ぐには利用可能ではない、というような問題があるので、我々がこれから考える時には、そういうことを考えていかななくてはならないということだと思う。

岩田副総裁

もう一つ関連して、携帯電話料金の要因が今度の11月で剥落する。同時に、今ご指摘があったように10月にナンバーポータビリティの導入があるため、サービス競争によって価格が下がるだろうという話もある。そういうことは起こるのか。

早川調査統計局長

今のところ、まだ何もそういうプランが発表されていないので分からない。ナンバーポータビリティが始まってから出てくるかもしれないが、現在アナウンスされているのは、ナンバーポータビリティ導入時点では、携帯の高機能機種が発表されて、それによって従来できなかったサービスが行われるという事実はあるが、従来型の値下げが行われるという発表はま

だ出ていない。勿論、今後出てくるかもしれないし、何もポータビリティの後からでも値下げはできる。例えば負けた会社が値下げしてくるという可能性もないとは言えないので、そこはまだ予断を持つことはできない。現時点では何も出ていない。

西村委員

あと一点だけ。もう一つ携帯に関して申し上げますと、ここでは説明していないのだが、幾つかのプランでモデル式を作るのだが、モデル式を作る時の元となる価格を、一番安い価格に設定した。これもかなり影響しているはずである。

福井議長

それでは最後に金融環境について、稲葉理事と雨宮企画局長から願います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

それでは金融環境、事前にお配りしている資料-5の(参考計表)に基づいて説明させて頂く。実は、貸出とマネーの数字が全く出ていない。明日の朝公表という段取りであるので、今日はいつものクレジットとマネーの話ができない。明日の朝、これらの数字をご報告するが、それ以外の企業の資金需要や貸出金利等の動向についてご説明申し上げます。まず、図表2であるが、これが明日出る銀行貸出である。若干数字の予習だけさせて頂くと、一番直近の数字の7月+2.9%に続く数字が明日出る訳だが、これは何度も申し上げているとおり、昨年都市再生機構の財融からのシフトが2.5兆円程度となり、これが寄与度で0.6%位ある。7~9月に掛けてこの反動が出てくるとみているので、多分伸び率が下がるであろうとみている。下がった場合は、この貸出の増加幅は拡大している、という表現なので、見直す必要があるかどうか、明日またお諮りしたいと考えている。こ

これは明日出る訳であるが、むしろ中身の数字として新たなデータを図表3で申し上げる。前回の決定会合にぎりぎり間に合った、(2)の<企業規模別>、<業種別>の貸出を見ると、大・中堅中小、製造・非製造、ほぼ満遍なく伸びているということであったが、今回は<資金使途別>で、運転資金と設備資金というところをご覧頂くと、特徴がくっきり出ているのは、細実線が運転資金であり、前年比プラスに転化している訳だが、残高としての設備資金はまだ前年比マイナスであるので、貸出が出ている内容としては、まだ残高としては運転資金中心であるということが見て取れる。この点は資金需要サイドからも、今回出た法人季報で後付けができて、図表7(1)のグラフの資金需要が、今回出た法人季報で伸ばした企業部門の資金過不足である。一番右の方をご覧頂き、この折れ線グラフで示す全体としての資金不足幅は、昨年末位から徐々に資金不足方向に入ってきているが、顕著な特徴として挙げられるのは、一つはこの灰色に塗ってあるプラスの部分——キャッシュ・フロー—設備投資——で、設備投資とキャッシュ・フローを見比べた限りでは、いわばキャッシュ・フローの中に設備投資がまだまだ十分収まっているという状況である。ただし、マイナスの方に出っ張っているのは、大きく言うと横線のある運転資金の増減と、それと濃い点々が付いている配当金の支払い、こうした運転資金や配当金の支払いでもって主に資金不足が発生しているというのが今の特徴点である。それから、貸出金利の動向について簡単に触れる。図表4の<貸出金利>の短プラ、長プラの状況であるが、短プラはご承知のとおり8月1.625%に引き上げられて、今各行浸透を図っている段階である。その下の長期プライムであるが、8月2.50%であるが、今日午後2時に9月は、2.30%と発表された。長期プライムレート自身は、7月の2.65%から2.50%、2.30%とむしろ下がっている状況である。約定平均金利も新たに出ているが、これは短プラが入る前の7月までのデータであるが、数字のイメージとしては、この間の市場金利の上昇を反映して、やはり少しずつ上昇傾向が見えてきたかなという数字である。短期の7月は1.451%と、前月の1.354%から若干の上昇。長期も1.655%で、前月から若干の上昇

ということである。ただし、この後長期金利がこういう状況であるので、全体として貸出金利は非常に低い水準の中で、ドンドン上がるという状況ではないように思われる。それから、直接金融市場の状況を簡単にコメントさせて頂く。図表 10 の資本市場調達関連指標である。一番上の社債の発行額であるが、7月は社債の発行が、やはりゼロ金利解除の関係で長期金利がどうなるか、やや様子見気運があったということで低下したが、長期金利の収まりどころを見出したことで、8月に入ってまた復活している。やはり全体として社債の起債環境は好調であると思われる。それから<エクイティファイナンスの状況>の株式調達額であるが、4、5月に株価が下落した時にやはり増資環境が悪化して、特に6月辺りは大分増資が低調だった訳であるが、7、8月に若干戻っている。やや大口案件で特殊なものもあるので、ディスカウントする必要はあると思うが、7月は4,200億円で、8月は1,500億円と小さいが、普通は夏休みであまり出ない時なので、昨年と比べてかなり増えている。大手企業について言えば、増資の環境も好転・改善しているように思われる。以上が、資本市場の調達関連指標である。図表 15 に飛んで頂き、マネーのうち8月の数字が出ているのは、一番上の<マネタリーベース>だけであり、-20.2%である。前から分かっていた数字であるが、幾分強いなという感じがしたのは、その下の日銀券の発行高である。6月、7月と+0.9%、+0.7%ときたあと、8月+1.1%となった。この+1.1%をどう評価するかは難しいところであるが、データは載せていないが、法人預金については、利子の付かない預金から利子の付く預金への動きが大分始まっていることと比べると、銀行券は割と底堅い伸びが続いているなという感じである。これが、法人、個人の金利感応度の違いということに由来するのかなどか。これはもう少し時間をかけて判断していきたいと考えている。最後に、図表 21 のCPIの改定後のインフレ予想と実質金利の金融環境の話であるが、(3)が物価連動国債からみたインフレ予想である。これは動きがあるのでコメントだけしておく。一番右側をご覧頂くと3本並んでいるが、3本の真中の細実線が物価インデックス債の国債利回り、一番上の灰色の線が普通の10年国債

の利回りなので、この細実線から灰色を引いた太実線が一応理屈のうえではインフレ予想になるはずである。ここで段差をもって落ちているのは、何が起きているかと言うと、物価連動債の利回り自身はCPIの改定後も変わらずということで安定していた。それに対して普通の名目のストレートボンドの利回りの方が急低下したので、引き算したインフレ期待も急低下したという格好である。ただこれは再三申し上げているとおり、このインデックスボンドからインフレ予想をどう導出するかということについては、まだ市場規模等とも含めて検証されていないので、ここから直ちに結論を導出するのは慎重であるべきだと考えている。従って、むしろ当分見たいのは、上の方にある家計や人々の物価上昇予想はどうかということなのだが、残念ながらこれはまだデータが出ていない。(1)の例えば、私共の「生活意識に関するアンケート調査」は次の結果公表が10月16日であり、展望レポートまでには大体この辺も揃うので、またご報告申し上げたいと考えている。それから、実質金利と金融環境ということで、図表22が全体としての金融環境であるが、まず(1)の実質金利と実質GDP成長率のトレンドの表は、実質金利の方は当然のことながら、CPIの改定でシェイプが変わっている。この太実線の実質金利、単純にここでは実質コールレートからCPI(除く生鮮)の前年比を引き算しているもので、06年度に入ったらほぼゼロで動いている訳である。それに対して、今までお示ししていたのはオーバーナイトがゼロで、CPIが大体+0.5%、+0.6%であるので、実質金利も-0.5%、-0.6%で下に突っ込んでいたのだが、これがほぼ実質金利マイナスということでなくてゼロ近辺にシェイプが変わった。ただし、これまでこの表では、実質金利がマイナスかプラスかという評価よりも、実体経済の成長率や収益性と比べて緩和効果はどうか、という格好で議論をしてきたが、〈実質コールレートと実質GDP成長率のトレンドの差〉でもご覧頂くとおり、大幅な緩和が続いているという動きは変わらない。今回法人季報で出た(2)が、金利負担とROAとの関係で、要は企業からみた金融緩和の程度を測るものであるが、これも新しい2Qのデータが出たが、引き続きむしろ緩和の程度は

若干ではあるが大きくなるという格好である。駆け足になったが、以上である。

福井議長

質問等があれば。宜しいか。それでは今日の議題は終了とする。明日は午前 9 時から再開するので宜しく願います。いつも申し上げているが、決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方には厳正な機密管理をくれぐれもお願いしたいと思う。以上で閉会とする。

(16 時 18 分中断、8 日 9 時 00 分再開)

福井議長

宜しいか。決定会合第二日目を開催する。政府の方からは、財務省赤羽副大臣にお越し頂いた。内閣府は、昨日に続いて藤岡政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。今日は、金融経済情勢に関する討議、それから金融政策の運営に関する討議、その後議案の取り纏め、採決というプロセスを予定している。そのほか、金融経済月報基本的見解の決定、8 月 10 日、11 日開催分の議事要旨の承認。それからもう一つ、今年の 10 月から明年 3 月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認というアジェンダにさせて頂く。宜しく願いたいと思う。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は、全て記録させて頂く。委員及び政府からのご出席の方々、そのことを十分踏まえてご発言頂ければと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは、早速議題に入る。最初に金融経済情勢に関する討議ということで、まず議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の案について、執行部から簡単にコメントして欲しい。

前田調査統計局参事役

それでは、まず実体経済と物価のところについてご説明する。当月は変更している箇所は1箇所であり、住宅投資のところである。これは7月の住宅着工戸数が121万戸と、4~6月の130万戸から大きめの減少となった。私共は、これは一時的な分譲の振れと考えているが、実際の減少が大きかったので「振れを伴いつつ」という表現を加えており、基調判断自体は「緩やかに増加している」ということで変えてはいない。その他は変えてはいないが、二点だけコメントさせて頂きたいと思う。一点は個人消費だが、これは足許の数字、特に7月の販売統計が弱めとなっており、若干気になるところではあるが、私共は7月の数字は弱めに出過ぎていると考えており、天候要因や煙草の反動減など、一時的と思われる要因が少し重なったということで、弱めに出過ぎていると考えている。8月の販売については、ヒアリングからは百貨店販売など持ち直しているという話も聞いているし、サービス消費については、例えば夏休みの旅行などについてはかなり良いというようなミクロ情報も聞いているので、基調判断は前月と同じで良いと考えている。もう一点、消費者物価だが、これは先月まで「プラス基調で推移している。」としていたが、据え置いている。当月は基準改定によって0.4%~0.5%程下方修正されているが、元々「プラス基調」というのは幅のある表現であるし、今年に入ってから前年比の改善傾向が続いているという点では変化がなく、前年比も6月、7月と2か月連続でプラス。8月の東京などから見る限りプラスであることはほぼ確実ということなので、前月どおりの判断で良いかと考えている。私からは以上である。

内田企画局企画役

続いて金融面だが、まず前提として今朝程出た貸出とマネーの数字についてご説明する。貸出は、1. 貸出動向をご覧頂くと銀行計とあるが、これがいわゆる償却要因等の修正前の数字である。8月は+1.9%で、7月の+2.2%から0.3%ポイント下落した。2. CPだが、8月を見て頂くと

-14.1%となっている。続いて次頁は、特殊要因調整後の数字だが、前年比+2.7%ということで、7月の+2.9%から0.2%ポイントの下落である。因みに、この下落の寄与のほとんどは、都市再生機構の要因の剥落によるものである。都市再生機構の要因だけで+0.27%あるので、0.2%ポイントの下落はほとんどそれで説明しきれるので、実勢には変化はないという判断で宜しいかと思う。もう一つはマネーの方だが、横長のマネーサプライ速報に8月の数字があるが、M2+CDは+0.5%と、前月と同じ数字である。因みに、広義流動性の方は+1.8%から+2.0%と、いずれも大きな動きではない。マネーサプライについては、まだ十分分析ができていないが、法人預金がかなり落ちているということは、前月に引き続き起こっている。それから先程申し上げたとおり、貸出の実勢はほとんど変わっていない。この二つを考えると、前月同様シフト要因が大きいのではないかとこの時点では考えている。以上を踏まえ、月報の表現だが、一点修正させて頂ければと思っている。3行目を見て頂くと、「民間銀行貸出は増加幅が拡大している。」と書いているが、増加幅は拡大とは言えないので、「幅が拡大」という4文字を落とし、「増加している。」とさせて頂ければと思う。それからCP・社債のところだが、先程申し上げたとおりCPは-14.1%だが、社債が+3.2%なので合わせて見た残高の前年比は-0.1%となり、前月が0.0%であったのでほとんど変わっていない。従って、これは「前年並みの水準」ということで維持させて頂ければと思う。マネーサプライも、同じ「0%台」ということで維持できると思っている。なお、最後の「為替・資本市場」だが、念のため前回の水準を上げると、長期金利が1.8%台半ばで、1.84%といった数字である。それから日経平均が15,500円台、円ドル相場が115円台であったので、少し株が下がると、「横這い」という表現になる可能性がある。これは後程市況を見たうえで、またご相談申し上げたい。

福井議長

内容、表現については、また討議の後検討するが、取り敢えず今の執行

部のご説明に関して何かご質問があればどうぞ。宜しいか。

IV. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは、金融経済情勢に関する討議を行いたいと思う。まず各委員から意見表明をお願いしたいと思う。お一方5分ずつ位ということで、今日は武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員、春委員の順でお願いできればと思っている。最初に武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

前回から今回の決定会合までに公表された経済指標を見ると、経済・物価情勢は、引き続き展望レポートに概ね沿った展開を示していると思う。企業部門がやや強く、家計部門がやや弱いという傾向が幾分現われている訳だが、生産、所得、支出の好循環は続いており、全体としてみれば、想定範囲内にあると考える。

まず海外経済だが、米国では堅調な企業収益を背景に、設備投資、生産が増加を続ける一方、家計支出や雇用面では増勢が鈍っている。住宅投資は、緩やかに減少を続けており、先行き減速ペースが強まる可能性もある。全体として、景気拡大テンポの鈍化がはっきりしてきたということかと思う。一方、コアCPIや個人消費デフレーターは引き続き上昇しており、インフレ・リスクが払拭されるには至っていない。今後の展開については、景気のソフトランディングに伴ってインフレ圧力も徐々に緩和されていくという標準シナリオを維持するということで良いように思うが、景気の下振れ、あるいはインフレの加速といったリスクには、引き続き注意することが必要であると考えている。

欧州では、輸出、生産が増加を続けているほか、設備投資もはっきりとした増加を示している。また、企業部門の好調さが家計にも波及しつつあ

るなど、景気回復の動きが確かなものになっている。東アジアでは、中国が力強い経済成長を続けている。NIEs、ASEAN諸国では、エネルギー高の影響が見られる地域も一部にあるが、総じて緩やかな景気拡大が続いているというふうに思われる。以上を纏めると、米国経済に不透明な要素は残るが、世界経済全体としては、地域的な広がりを伴って拡大が続いている、と評価できると思う。

次に国内だが、輸出は、海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きも増加基調を辿るとみられる。また、設備投資は、内外需の増加や高水準の企業収益を背景に堅調に増加を続けている。この点は、今週発表された法人企業統計によっても裏付けられたと思う。先行指標の機械受注統計なども高い伸びを示しており、設備投資は先行きも堅調に推移するとみられる。

雇用面を見ると、有効求人倍率が緩やかに上昇し、完全失業率は下落傾向を辿るなど、労働需給は引締まり傾向を続けている。雇用者数は、新卒採用の増加もあり、フルタイム労働者を含め着実に増加している。また、所定外労働時間は、高水準でなお増加傾向にある。このように人手不足感が強まる方向にあるが、一方で賃金の上昇は緩やかであり、特に所定内給与は弱含みで推移している。これには新卒採用等の影響も考えられるが、基本的には企業の人件費抑制スタンスが根強いことを現わしていると考えられる。先行きについては、雇用が増加を続け、労働需給は一段とタイト化する中で、いずれは賃金面にも上昇圧力が出てくると思うが、もう少し見極めたいと思う。

次に個人消費だが、雇用者所得の伸びが今後も続くと予想されることから、増加基調を続ける可能性が高いと思う。足許は、百貨店売上高、スーパー売上高、コンビニ売上高など弱めの指標が目につく一方で、家電販売やサービス関連支出などは良好ということである。消費指標に濃淡があるのはやや気になるところだが、現時点での判断としては、天候不順、株価下落の心理的影響など一時的な要因に左右された可能性が考えられる。堅調な企業部門の影響が、雇用環境等を通じて家計支出にどう波及してくる

かは、今後も注意深くみていきたいと思う。

堅調な最終需要に支えられて、生産も全体として増加を続けている。直近の鉱工業生産統計をみると、足許の生産は横這いとどまっているが、振れが大きい品目のマイナス寄与が目立つことや、先行きの予測指数が堅調であることを踏まえると、増加基調という判断を維持して良いと思う。また、在庫の水準は全体として出荷とバランスの取れた状態にある。こうした中で、生産は先行きも内外需の増加を反映して、増加基調を辿るとみられる。

次に物価面だが、コアの消費者物価は、基準改定後の計数で見て7月には2か月連続で前年比+0.2%となり、プラス基調で推移している。先行きについても、当面は石油製品のプラス寄与が続くほか、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移すると見込まれることもあり、プラス基調の推移が続くと考えられる。

消費者物価指数の基準改定について少し触れておきたいと思う。前年比の遡及改定幅が、本年入り後の平均で-0.5%程度ということで、事前の予想に比べて大幅な下方改定となった。この改定の諸要因については、昨日調査統計局長の方から詳しく話したが、一つはパソコンなどの価格下落幅の大きい品目における指数算式上のリセット効果。それから薄型テレビなどの価格下落幅が大きい品目の採用ということであり、これは概ね事前の予想の範囲内であったということである。一方、移動体通信料や帰属家賃などの既存品目に対する指数計算方法の変更の影響が0.2%程度を占めているということだが、市場でも事前予想に織り込みきれておらず、サプライズとして受止められたということかと思う。ただ、このサプライズに相当する改定部分は、指数の変化時点から1年を経過すると前年比への影響が剥落するという性質を持っているので、いわば特殊要因に近いのではないかというような指摘もあった。移動体通信料は本年の11月には、もう剥落するということである。また、先程述べたようにマクロ的な需給ギャップなど、物価を取り巻く環境が変化した訳でもない。従って、今回の基準改定をもって、物価の基調判断を修正する必要があるとは思わない

ということが結論である。以上である。

福井議長

岩田副総裁から願います。

岩田副総裁

それでは四点程申し上げたいと思う。一つ目は、アメリカのソフトランディングの可能性である。従来から私は、ソフトランディングは可能だと思っているのだが、このところ出てきた数字が、どう評価されるのかということについて、まずコメントしたいと思う。マーケットのシグナルを見ると、市場金利は逆イールドとなっている。最近のニューヨーク連銀のスタディで、二人のエコノミストが過去6回の景気後退局面と逆イールドの関係を調べている。3か月物と10年物とを使った場合に、景気後退の可能性を予測するうえで最も当てはまりが良いようである。その手法を使って景気後退確率を測って、3割以上の景気後退確率が出た場合には、過去6回全てリセッションになっている。足許はどうかというと28%か29%でぎりぎりのところになっている。このペーパーを読むと、過去については極めて当てはまりが良く、6回全部当てはまったが、先行きについては、何とも言えないという結論になっている。しかしながら、現在の逆イールドについては、やはりマーケットが、先行きの景気について、やや減速を重視しているということを示しているのではないかと思う。ペーパーによると、1994年、1995年のリセッションがなかった時よりも、景気後退確率は高いが、2000年よりは低いという形になっている。それからもう一つ商品相場について、このところピークアウト感があるが、これも過去の景気後退との関連でみると——半分位しかこの確率は当たっていないが——、52週の平均を足許の価格が下回るとリセッションとなっている。半分位しか当たっていないので、これは当たるかどうか分からないが、市場価格は、今少し下回り始めたということかと思う。その一方で、エネルギー価格が下がったので、景気がまた盛り返すであろうと逆に読む人もい

る。その結果、インフレが再燃し、金利の高騰と株価の下落が同時に起こる。この両方のシナリオがあって、マーケットの見方はその間を揺れ動いている状況かと思う。前から申し上げているように、このソフトランディングがどの位上手くいくかどうかということは、基本的には、労働生産性あるいはユニット・レーバ・コストの動きをどう見るかということかと思う。私は1年位前から労働生産性については、二つのメジャーがあってどちらを見るのが良いのかと考えてきた。

が来られた時にも伺ったのだが、
が、1990年代半ばに生産性向上があったのではないかということに気付いたのは、やはり賃金の伸びと収益の伸びの両方を考え、生産性が低いままというのはコンシステントでないというところから、革命が起こっていると推測したと聞いている。それで、今回の場合はどうかということで、米国には二つのメジャーがあるので見てみる。まず、非農業部門の生産性を見ると、第1四半期、第2四半期が、+2.7%、+2.5%と、これは昨日ご説明のあったとおりである。+2.5%というのは決して悪い数字ではなく、減速しているものでもない。バーナンキ議長が言うように、生産性の伸びは良く維持されている。その一方で、非金融法人部門、これは言ってみると法人企業統計季報をもう少し拡大したようなものであるが、こちらで見た場合の労働生産性は、第1四半期、第2四半期は、+5.5%、+4.8%という極めて高い伸びが維持されている。その一方で、雇用者報酬は、どういうメジャーを取っても、現在の段階では大体加速している。第1四半期が+13.7%、第2四半期に+6.6%という伸びである。特に第1四半期の盛り上がりは、ストック・オプションの影響があったのではないかと推測しているが、確証はない。この結果、単位労働費用は、非農業部門で見ると、第1四半期、第2四半期が、+3.6%、+5%と、昨日ご説明のあったとおりで非常に加速している。これだとインフレは加速していくのかなというようにしか読めないのだが、もう一方の非金融法人部門の単位労働費用は、第1四半期、第2四半期、それぞれ+0.7%、+2.6%である。+2.6%であれば確かに加速はしているが、それ程慌てる程ではないという姿になっている。そこで、

どちらの動きを重視するかということが今問われているのだと思う。足許出た物価は、やや減速の感じがあって、どちらかと言うと生産性はやはり高いのかな、というように今のところはみえるが、先行きどうなるかということが少し分からないという状況かと思う。それから生産性の伸びがこの先鈍化するのではないかという懸念がある。前回私は、IT関連について、価格下落傾向がなくなっているというようなことを申し上げた。しかし、色々な方に伺うと、エジソンがフィラメントなどを発明したのは1890年代で、1900年は電力革命の時代と言われたのだが、その効果がフルに出たのは1920年位で、それまでに20年位掛かっているということである。IT革命の出発点がいつかという議論はあるが、まだ長続きする可能性があるのではないかと思っている。ということで纏めて言うと、私はどちらかと言えば生産性は、よく維持されるのではないかと思う。ただ、インフレが持続するリスクは続いている。なにしろ個人消費のデフレ率は、総合で+4.1%もあって、コアの方が+2.8%。つまり二次波及がアメリカの場合はもう相当出ているということには要注意である。もう一方で、实体经济の方を見ると、住宅価格の方は、昨日ご報告があったように+10%位であるが、昨日議論になったシラー、ケース氏の最近のウォール・ストリートの記事を見ると、「先物市場を見るとバックワーデーションになっている」、「来年の5月位には住宅価格はマイナスになるだろう、-5%位になっているのではないか」ということを言っておられる。価格はそれ程には下がらないのではないかと思っているのだが、こうした予想をみると、もしかすると、価格も相当大幅に下がる可能性もあると思う。そして今少し問題になっているのは、オプションのARMというか、変動金利住宅ローンである。オプションが付いていて最初は凄く金利が低いように思うのだが、住宅価格の下落によってエクイティ部分がなくなってしまうと途端に支払い部分が倍増、3倍増して困ってしまった、という記事がビジネスウィークに載っている。ということで、住宅投資の落ち込みが深くなる可能性がある。そしてもう一つ、これはあまり注目されていないが、第3四半期の自動車の生産計画が、軽自動車を中心に予想よ

りも下振れている。第3四半期は2.5%位成長するだろうと思っていたが、この両方があると、やや下振れのリスクが出ていると思っている。これが一点目である。二点目はIT部門である。IT部門については、昨日早川調査統計局長からご説明があったが、日本の在庫循環局面から見ると45度線の少し上になっている。1年前からそうなるだろうと私は言っていて、時期も大体合ったのではないかと予想していたとおりに思っている。同時に韓国、台湾の電子部品、あるいは半導体、これをもても日本とほとんど同じ在庫循環上の45度線の少し上に出てきている。日本、韓国、台湾は、図で書くとほとんど同じところにいる。勿論アネクドータルには、韓国、台湾はもう一巡の調整という説もあるのだが、まだ統計的にはそれは確証されていないと思う。アジア向けの情報関連財は若干伸びて持ち直しているのだが、これはASEAN向けである。アメリカで、情報関連財の受注についてやや持ち直しの数字が出ている。これも単月の振れかどうかまだ分からないが、そういったものがASEAN向けの輸出持ち直しに効いている可能性もある。アメリカの半導体の製造装置のBBレシオは1.06と、なお1を上回っているので、この面は前回とはやや違う点かと思っている。また、液晶については、差し当たり小康状態にあるが、2007年春は再び超過供給になる可能性があると思っている。少し長めに見ると、液晶テレビは2006年の4,500万台から北京オリンピックのある2008年には1億台になるという位、販売の伸びの可能性は相当あるのだが、部分的にはやはり供給過剰のリスクを抱えながら動いていると思う。例えば、バックライトの部分である冷陰極管というのを見ると、台湾メーカーが生産を相当増やしてきたため、供給過剰の可能性はある。冷陰極管の価格は、既に第1四半期以降下落基調になっている。半導体出荷額は、7月は前年同月比8.2%増加した。DRAMは3割増加で非常に調子が良い。日本も、エルピーダなどはDRAMに非常に特化しているので調子が良いということだが、その一方でMPUの販売額は、前年同月比3割減少となっている。2006年は10%減少と予測されている。インテルが相当厳しいリストラをやっているが、それはこうしたことを反映していると思っている。も

う一つのNANDフラッシュメモリも、前年同月比で1%減少しており、前月比だと15%急減している。半導体については、DRAMは良いがその他は決して芳しい状況とは言えないと思う。全体としてIT部門を評価すると、これも前から申し上げているとおりののだが、これまでの出荷の伸びが前回の場合よりも小幅であること、在庫の積み増しも前向きの部分があること、さらにもう一つ、非IT部門の生産・出荷が2004年の場合よりもしっかりしていることから、IT部門で調整があったとしても、前回の調整よりも小さく、他部門への波及は限定的だと思っている。以上がIT部門である。最後に、消費者物価について申し上げたいと思う。消費者物価の改定があった。実体経済の方は先程武藤副総裁からご説明があったように、4月の展望レポートのとおり正に動いている。やや設備投資は強いかもしれないが、資本ストックで見ると伸び率は+1.6%とか、+1.7%で、バブルの時期は年5%~6%伸びているので、決してマクロとして過大だとは思っていない。一方で、物価の方は、改定後の姿を見ると、やはり予想していたよりもやや下振れである。特に実力コアでみると-0.3%であり、前年からマイナス幅があまり変わっていないということなので、やや下振れかなと。ただ、このことについて、2003年10月に示した第一、第二条件が満たされていないのではないかとしようにおっしゃる方もいるのだが、そうではないと思う。2か月程-0.1%になったが、全体としての基調はプラスであるほか、足許7月までみて全体としてはプラスだし、先行きもやはりデフレには戻らないと言うか、むしろプラス基調が少しずつ積み上がっていくという状況なので、第一、第二条件は、やはり満たされていたのではないかと思う。重要なことは、今後の先行きのトレンドをどう見るかということだと思う。2006年度について直接言うとなら、実は従来+0.4%あったゲタが、+0.1%になってしまうということがあるので、やや機械的に言えば従来の中央値である+0.6%が、+0.3%程度になる可能性が強いのではないかと思う。それから一方で、先行きを少し見ると、移動体の電話料とか、高齢者の医療費自己負担増加というようなことを考えると、むしろこれはプラスの方向で働く可能性がある。そ

れから 2006 年前半における実力コアの消費者物価の動きを見ると、新基準で見た方が、上昇テンポは少し大きいということである。いずれにしても日本の場合、実力コアで見ると -0.3% ということなので、アメリカとは異なって、二次波及はまだ極めて限定的と考えて良いのではないかと思う。そういうことで、先行きのコア消費者物価指数の伸びは、成長経路に変更がなければ、2006 年度は $+0.3\%$ 位である。2007 年度については、私の今のところの見込みは $+0.5\% \sim +0.8\%$ であり、一時的に下がった分は次第に剥落していくということも考え合わせると、機械的に 0.3% 下げるといふようには必ずしもならないと思っている。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

景気情勢は、執行部の基本的見解に特に異論はない。敢えて当月の特徴点を挙げるとすると、第一は海外経済である。アジアをはじめとして引き続き力強い成長を続けており、欧州は、2007 年以降は既往利上げやユーロ高、あるいはドイツの間接税引き上げ——イタリアも同様だが——の影響などから、緩やかな減速が見込まれるが、足許は昨日も 8 月の鉱工業生産が前年比 4.7% アップ、4~6 月 GDP が 0.9% 増と 6 年振りの高成長というように景気は堅調である。米国については、もう皆さんおっしゃられたように、減速は見られるものの潜在成長率をやや下回る水準での成長が続いている。住宅市場はほぼ全域で減速し、家計支出は既往利上げの累積的効果やガソリン高の影響もあって伸びを鈍化させている一方、設備投資は総じて良好な企業収益のもと堅調を続け、輸出も海外景気の拡大を受けて増加しており、減速の影響をある程度緩和している。また、ページブックは、五つの地域で景気が減速している一方、他の 7 地区はほぼこれまでどおりの成長が続いていると報告している。このように現時点では、一部指摘されるようなハードランディングのエビデンスが揃っていない。これ

までの想定どおりソフトランディングに向うということで良いのではないかと思うが、今後丹念に見たいと思っている。第二番目は国際商品である。これは先月も触れた訳だが、レバノンでの大規模な戦闘停止など地政学的リスクの目先の緊迫度が薄れたことや、米国景気に先行きのスローダウンが見込まれること、メキシコ湾で大油田が発見されたこと、さらには米国のガソリン需要期を過ぎつつあるなど、とにかくマーケットはロングで走っていたものだから、そういう極めて実物経済には良い要因を悲観と取ってポジションの調整に入り、CRBインデックス、あるいはニューヨーク原油先物、ともに5か月振りの安値まで今のところ調整している。こうした中、米国の物価については、市場の一部で景気減速やエネルギー価格の上昇一服などから、インフレ圧力が緩和していくとの期待も出ている。また、ページブックでは、グローバルな競争のもとで、企業が価格支配力を持ちづらい影響もあってか、エネルギー・原材料価格高を消費者に転嫁することが難しいと指摘されている。これは日本でも同じようなことが言われている。もっとも、前回会合でネガティブ・ショックであると言ったように、これまで物価抑制要因として考えていたユニット・レーバークラスコストが、4～6月は前期比+4.9%に上方改訂されて伸びの高まりが示されている。また、時間当たり平均賃金も高止まりしているほか、来年に掛けて最低賃金を引き上げる州が増加するという動きもあり、物価動向については、もう少し時間を掛けてみていく必要があると思う。第三に、我が国の景気情勢だが、息の長い成長を続けている状況に変化はないが、企業部門から家計部門への波及は今のところ、当初予想された程には進んでいない。すなわち、企業部門は円の独歩安もあって、収益が全般に良好だが、こうしたもとで設備投資は、法人季報でも改めて確認されたとおり堅調である。特に最近では、非製造業において電力等が製造業の投資増額に誘発される形で投資に踏み切っているほか、ホテル、卸小売等で景気拡大に伴う自律的な投資も見られ、投資の裾野はほぼ全ての業種にまで着実に広がっていることが特徴である。非製造業は、製造業に比べて国内での投資のウエイトが高いこともあり、今後の景気の持続性を支える要因とし

て、注目していく必要があるかと思う。一方、個人消費は、基調は変わっていないものの、指標は引き続きやや芳しくない。今まで皆さんがおっしゃったように、天候要因など色々ある訳だが、アメリカによく似ていることで、6月にも少し言ったかもしれないが、企業がグローバル競争により、価格支配力を持ちづらい環境のもと、収益確保のためにはコスト圧縮で対応せざるを得ず、賃上げについても労働市場での需給がタイトな一部職種を除いて抑制的にしてきた結果、労働分配率が低下し、家計所得の伸びが緩やかにとどまっていることが影響しているとみられる。こうした中、ガソリン高もあって、他の商品への支出が抑えられていると思われる。生産面では、7月鉱工業生産指数は前月比でマイナスではあったが、8月、9月は予測指数も合わせてみれば上昇基調は変わっていないということで、ITについても今までご説明があったように、あるいはこれまでも述べたように、大きな在庫調整が生じる可能性は高くないと申し上げたが、その辺は同じである。もっとも、今後も米国のクリスマス商戦の動向には注意したいと思う。物価面では、景気拡大のもとで需給ギャップは引き続きプラスで推移している。こうした中、労働需給も着実に引締めつつあり、契約社員などの非正規雇用の形での採用が難しくなっているため、採用形態を非正規から正規雇用に切り替える動きが広がっているなど、企業は、これまでのように賃金を抑制しづらくなっている。また、大都市圏では、8月末の東京都心のオフィス空室率が14年振りに3%割れとなるなど、オフィス需要が逼迫する中で、一部の大型ビルで数年前に契約した定期借家の賃料を、契約更新に際し、10~50%引き上げる動き等——新聞等でも報道されているが——が見られている。さらに原材料価格のこれまでの上昇を販売価格に転嫁する動きは幅広い商品で緩やかながら浸透しつつある。こうした環境下、CPIの基準改定幅が市場予想よりは大きかったものの、緩やかなプラス基調には変化がないと予想している。金融資本市場では、米国景気の減速やインフレ圧力の緩和期待、欧州の2007年以降の景気減速観測の台頭、さらには商品市場からの投機資金の流入などを背景として、米欧の長期金利は低下している。日本の長期金利はこれにつれたほか、C

P I の改定値、7月の鉱工業生産指数の予想比低めの数字により次回の利上げ時期が遠のいたとの市場の観測もあって、一時1.6%にまでやや急速に低下し、一部に不安心理も台頭した。もっとも、その後ポジション調整も漸次進む中、金利は若干戻し、落ち着いた動きになっている。こうした中、株式市場では米国のユニット・レーバー・コストの上昇等でインフレ懸念が根強く見られ、あるいは直ちではないにしても、金融引締めが再度行われるのではないかというような不安が出て、このところ米国の株価が落ちている。これにつれて、本邦株価が落ちているが、ただ、先程も少し執行部の方から説明があったように、前回のMPMに比べれば日本の場合は高いし、また今月末の中間決算を前に業績上方修正も相当程度出ると思われるなど業績面からの下支えもあり、株価は基調としては堅調に推移すると思っている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

金融経済情勢について、基本的見解をマクロ的に見ると大きな違和感はない。以下では、前回以降に現われた新しい経済統計のうち、第一に消費者物価指数の17年基準改定の精査と評価、第二に鉱工業生産指数、特にIT関連産業の動き、第三に、簡単にだが、供給側消費関連指標の動きについて、と論点を絞って私の考えを述べたいと思う。まず、CPI基準改定の影響である。17年基準CPI総合は、平成18年1~6月平均で見て、平成12年基準に比べて0.52%ポイント低下した。以下でその内訳を精査したいと思う。思い出して頂きたいのは3月のMPMで申し上げたように、平成12年基準CPIには小さくなったとは言え、上方へのバイアスが——正確なことは確実には言えないのだが——大体0.5%ポイント程度存在したと考えるのが自然であるという点である。今回のCPI基準改定では、まず連鎖指数でないということから生じるバイアス、これは大体

0.11%ポイントだが、これが消滅したと考えられる。さらにその他のバイアス、残りが大体 0.42%位だが、これもほぼ消滅したと考えて良いのではないかと思う。ここで言うその他のバイアスは、新商品を取り入れていないことなどから生じるバイアスである。具体的に申し上げると、いわゆる新商品バイアスに対応するものは、薄型テレビ、DVDレコーダー、録画用DVDを代表とする品目の大幅な改廃で、大体 0.15%ポイント近く下方修正がなされ、ほぼ解消されたのではないかと思う。加えて移動体電話料金体系が、従来の距離依存、量比例料金体系から、技術向上によるフラットな料金体系に移ったという効果も的確に捉えられ、同様な料金体系の変更があったパック旅行代金とあわせて、0.12%強の下方修正に繋がっている。さらにその他の基本品目においても、市町村ウエイトの変化で、都市部の影響をよりの確に把握ができるようになり、帰属家賃を中心に 0.14%近くの下方向修正として捉えられている。依然として、ラスパイレス型指数算定式から生じる若干の上方バイアスは残っているとは考えられるが、逆にヘドニック法採用指数に内在する品質過剰調整からくる下方バイアスも考えられる。両者は相殺されるということを見ると、現在のよう家計調査を基礎として作るという原則のもとで考える限り、今回の基準改定でCPIのバイアスは十分に小さくなったと考えるのが自然だと思う。次に、この結果が、我々の従来からのCPIの動きに対する見方に修正を迫り、金融政策に影響を及ぼすかどうかについて私の意見を述べたいと思う。私は3月のMPMで同程度のバイアスを既に指摘している。この程度のCPIのバイアスの存在は、そもそも考慮に入れて前回の政策変更がなされていると私は理解している。「ゆっくりと調整を進める」という表現の裏にはこの理解があるはずであると思う。従って、2005年基準改定の結果は、従来の見方と整合的であり、基本的なシナリオに変更を迫るものではないと思う。さらに今般のCPI基準改定は、今後の政策運営に関して幾つかの含意を持つ。それは政策運営についての議論の際に明らかにしたいと思う。以上、CPIで価格の加重平均を取る場合に、原則として家計調査の支出ウエイトを取るという現行方式を前提として議論し

た。しかしながら、これは極めて難しい問題だが、この家計調査の支出ウエイトを取るという方式を今後も続けていって良いかどうかという問題は、避けて通れない問題だと思う。特に、最近の家計調査結果の動きが、例えば所得の動きをとってみても、必ずしも的確な代表性を有していないのではないかという疑念は生じ得るところがある。特に、C P Iは支出加重平均なので高支出層が重要になるが、家計調査のこの部分の代表性には疑問なしとは言えない。今後、関係当局においてこの点の精査、改良が必要ではないかと考える。次に、I T関連の電子部品・デバイスの在庫の動きについて申し上げたいと思う。電子部品・デバイスは、振れが極めて大きく、かつ2000年から2001年のいわゆるI Tバブルとその崩壊期には全体の在庫の動きと高い相関を示した。そのために電子部品・デバイスの動きは、特に注目を集めている。そして今般、足許の動きを見ていると、出荷伸び率が頭打ちになり、在庫伸び率が出荷伸び率を上回る事態となり、過去の後退局面、ソフトパッチの局面の始まりと非常に近い推移を示している。これがI T関連を大きなリスクと考える基になっていると思う。I T関連そのものに関しての見通しについては、先程、岩田副総裁がおっしゃったことで尽きていると思う。さらに私が付け加えたいのは、過去の動きとの違いということである。まず変動は相変わらずあるものの、そもそも変動幅が過去に比べると小さくなってきているということがある。さらにもう一つ重要な点は、他の産業との相関の仕方も2000年、2001年頃とは大きく違い、相関が低下し、例えばその他の生産財で見ると、相関は最近では逆相関のように見えることもある。この点については、去年の12月に調査統計局が既に指摘していることだが、末端価格面から見ても、最近DRAMの価格はかなり上昇しているので、在庫の増加は必ずしも意図しない在庫増という性格ではないかもしれないということを示している。以上を勘案すると、電子部品・デバイスの動きは、大きなリスク・ファクターであることには間違いはないが、過度に反応することなく他産業との相関を慎重に見極めながら、マクロの判断をすべきではないかと思っている。最後に、消費が展望レポート想定比下振れしているように見える

点である。これは前回、前々回に指摘し、その原因を探ったので、今回は単にテイクノートだけにとどめたいと思う。しかし、消費の弱い傾向は、足許新たに発表される指標についても同様に出ている。特に、以前しっかりしていた供給側の数字が今般かなり弱めに現われてきたのは、調査統計局は統計の綾であるという意見で、私もその可能性がかなり強いと思うが、しかしウォッチャー調査などを見ると、なにがしか裏に実態があるかもしれないので、この実態を十分注視する必要があると思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

我が国の景気動向については、前回の金融政策決定会合以降、各需要項目等に多少の強弱は見られるものの、中間評価を踏まえた展望レポートの標準シナリオを概ねトレースしていると捉えている。まず、個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加のもとで、増加基調を辿るとみている。ただ、足許消費関連指標は天候不順の影響もあって冴えない。また、賃金の見方については、元々私は慎重であるのだが、このところ、所定内給与、夏季賞与など弱めの動きとなっている。この背景には、サンプル要因のほか、原材料価格の上昇といったコストアップを理由に、企業サイドに根強い人件費抑制スタンスがあると思われる。実際、労働分配率もまだ下げ止まったとは言えない。こうした中、物価上昇予想の高まりが、消費者コンフィデンスになにがしか影響を与えている可能性もある。もっとも、商工中金の中小企業月次景況観測 8 月調査では、小売業の売上高が、8 月見込みと 9 月予測の両方でプラスに転じるといった明るい兆しも見られる。足許の個人消費のもたつきの主因が天候要因によるものかどうかを見極めるために、天候が回復した 8 月以降の関連指標をしっかりと点検したいと思っている。設備投資については、今のところ過熱を心配する程ではないが、法人季報から、製造業は大企業も中堅中小企業も強さを確認できた。

非製造業では大企業は振れを伴いつつも強さが確認できるが、中堅中小企業は底堅いものの今一つの状況である。好収益をあげている製造業大企業が、自らの設備投資は行うものの、原材料高や海外景気の不透明感を理由に、賃金やサービス等への支出に抑制的なスタンスを継続しているため、好収益が非製造業・中堅中小企業に波及していかないのかもしれない。今回の短観等において、波及が見られるのかどうかを確認したいと考えている。鉱工業生産指数については、前月比マイナスとなったが、振れの大きな項目が減少した影響であり、予測指数の対象に限れば、前月比プラスであった。また、今後の生産は、ヒアリングベースも含めてプラスとなることが見込まれているので、緩やかな景気の拡大を続けるという判断を変えるようなものではない。また、消費者物価指数改定の影響についてだが、改定幅については、品目指数の作り方にかなり変更があり、その分下振れた。この主因は、移動電話通信料だが、この下振れは一時的でしかなく、これについては11月には剥落するとのことである。いずれにしても、達観すれば前年比の動き方は新旧の指数とも似たような形状であり、また物価上昇の広がりにも変化はない。物差しは変わったが、前年比はプラス基調で推移していることに変わりはないということである。ただし、先行きについては、このところの弱めの賃金の影響が気になるところである。

最後にリスク要因に言及しておきたいと思うが、まず米国景気についてである。米国の経済成長の減速自体は織り込んでいるが、先日公表された非農業部門雇用者増は、それに見合った減速を示していると言えるかもしれない。もっとも、最近のエコノミストの成長率の予想を見ると、徐々に下方修正がなされており、気が付けば2007年中は潜在成長率を下回ったままのものが多くなっている。こうした予想が当初想定していた標準シナリオの範囲内にとどまれば良いのだが、大きく落ち込む蓋然性はかなり低いとしても、引き続き下振れていくリスクは高まっているように思う。下振れ要因の一つが住宅市場である。直近のページブックでは、住宅関連指標が販売・着工・在庫・価格など押しなべて弱くなっていることや、住宅関連商品販売の伸び悩みが指摘されているが、住宅価格の変化を通じた消

費への影響が、最も気になっている。

先日の米連邦住宅公社監督局が発表した4～6月の住宅価格の上昇率は低下したとはいえ、なお前年比+10.1%であったので、そのこと自体は懸念する必要はないと思っている。また、住宅投資は減速しているが、非居住用建設支出は堅調な増加を続けている。従って、目先の米国景気について、懸念を強めている訳ではない。足許では、所得環境が改善していること、家計への影響が大きいガソリン価格が低下しつつあること、長期金利が低下しておりローンの返済負担が大きく増加するような事態は回避できていること、不動産とともに資産効果が期待できる株価は、今春の調整後概ね堅調に推移していることなども踏まえると、住宅価格上昇率が減速する程度の調整であるならば、消費の落ち込みもそれ程大きくならないと考えられる。ただ、足許住宅価格の調整スピードはかなり速く、ソフトランディングするのかどうか定かではないので、住宅関連指標全般について、今後も注視していきたいと思う。

もう一つの要因が、金融政策を巡る不確実性である。市場では、8月のFOMCでのFFレートの据え置き決定と議事要旨の内容から、再利上げはなく、あるとすれば利下げという見方に偏っている。そして、これまでの金融引締めによる景気のオーバーキルがないかどうか、景気の減速の度合いを見極める方向だけを見ているように思われる。ところが、足許のインフレ率は、CPIコアでも、PCEデフレータコアでも、前年比2%を超えてジリジリと上昇しており、インフレ圧力の高まりに注意を払う必要がないとは言えないと思う。昨日も話題になったように、ユニット・レーバークストの上昇率は割り引いて考えるとしても、高まっていることは確かであり、現在想定しているような成長減速で、コアインフレ率の抑制が可能となるのか定かではない。原油価格の再高騰の可能性もある。従って、インフレ抑制のための利上げ再開もあり得ると思うが、仮にそうなった場合、市場の見方が逆方向に偏っているだけに、バーナンキ議長を始めFedの信認が傷つけられ、市場が混乱するリスクがあると思う。市場の見方が偏っているだけに、そのリスクは無視できない。いずれにしても、

米国については、現時点で標準シナリオを変更せねばならないような状況ではないが、リスクの状況については十分に注意を払っておきたいと思う。

I T関連分野の調整リスクについては、ワールドカップ需要の読み違いに端を発した韓国、台湾の液晶パネル等の調整はほぼ終了しているとの話が聞かれるほか、I T関連輸出が回復し、海外の電子部品の市況には下げ止まりの動きが見られており、夏前に看取されていたI T関連分野の調整は、順調に収束に向かっているように見受けられる。こうした中、足許、メーカーでは年末や新年に掛けて登場する新型ゲーム機や新型OS向けに、部品等の生産を前傾化しているとのことである。クリスマス商戦等で強気の需要予測が外れた場合、足許の作り込みが将来の在庫の山になってしまいかねない。今後とも電子部品・デバイスの生産・出荷・在庫については、丹念にチェックする必要があると思っている。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

金融経済月報の基本的見解における景気判断については、基本的に執行部案に異論はない。内需を見ると、家計部門が、良好な雇用環境程には消費面での力強さに欠ける展開を続けているものの、企業部門は、法人季報で確認されたように好調な企業収益を背景とした設備投資に主導される形で拡大を続けているほか、外需も、米国景気は、鈍化の兆しを見せつつあるとはいえ、想定内の動きにとどまっており、堅調さを維持している。全体的にみれば、「わが国の景気は緩やかに拡大している」との基調判断を維持することが適当だと考える。先行きについても、現時点で「緩やかな拡大」との判断を変える必要はないと考える。ただし、リスク要因としては、前回この場でも申し上げたが、四点挙げておきたいと思う。すなわち、米国経済の底割れリスク、I Tデジタル関連財の在庫調整リスク、国内企業の設備投資上振れリスク、もう一つはやや足許一服感はあるものの、

引き続き原油価格の上昇リスクということである。これらのリスクについては、来月の展望レポートに向けて詳細な検討を行っていくことになると思うが、今日は、前回以降の動きで若干気が付いたところで触れておきたいと思う。まず、米国経済については、4～6月期の実質GDP成長率改定値、及び7月の雇用統計は、「米国の経済成長率が今後徐々に低下し、最終的には潜在成長率近傍か、もう少し下の+2%台に至る」という、市場のコンセンサスをサポートする内容であり、先般のFRBの利上げ休止の判断とも整合的と言える。現時点では、私が期待しているソフトランディング・シナリオの想定内と考えて良いと思う。しかしながら、GDPでの住宅投資が、前期比9.8%の減少と予想以上に下振れた点は、やはり気掛かりである。この住宅市場の減速について、販売価格の面からもう少し敷衍したいと思う。OFHEOの住宅価格で見れば、4～6月期の前年比伸び率は未だ二桁の水準を維持しており、それ自体は予想の範囲内であるということは昨日の国際局長の説明のとおりだが、別にみると、例えば米商務省発表の新築住宅販売価格、あるいは不動産業者協会——NAR——発表の中古住宅販売価格の中央値は、OFHEOとのサンプルの違いはあるものの、第2四半期では前年割れ直前の価格水準まで下落しており、予想以上に下落ペースは早いと感じている。前年比で価格下落を示している地域は、まだ一部に限定されているようだが、住宅価格がそもそも住宅着工や在庫の動向からみると、いわゆる遅行的であり、これまでの着工・販売の減少、あるいは特に顕著な在庫の急増振りからみると、今後住宅価格が地域を広げて前年割れに転じる可能性は高まっているともみえる。そうすると、過去数年に亘って増加してきたホーム・エクイティ・ローンのいわゆるマイナスの資産効果というものが増幅される懸念があるだけに、個人消費に及ぼす影響は大きいということは申すまでもない。いずれにせよ、この住宅価格の動向は、別のインフレ・リスクの見極め等々と並んで、今後とも最大の注目点であると考えている。

次に、ITデジタル関連財の生産調整リスクについても、引き続き注意が必要である。先月も申し上げたとおりだが、情報通信やデジタル家電に

関連した品目で構成したITデジタル関連財全体の生産・出荷・在庫の動向をみると、半導体素子・部品、あるいは集積回路、電子部品といった中間財を中心に、依然として在庫水準の高さが気になるところである。先般の北京事務所からのレポートでは、中国の日系IT関連企業の需給見通しは総じて楽観的であると報告されていたほか、市場の見方にも、そうした在庫増を秋口に予想されるゲーム機や携帯電話などの新製品需要向けの前向きな在庫増とする向きがある。しかし、ITデジタル関連財における最終消費財の生産は、私のみるところ少し減少が続いていること、今後最大の市場である米国の需要後退の懸念が消えないこと、あるいは先行指標である半導体製造装置の受注高が、水準は引き続き高いとはいいながら、足許の伸びに鈍化が見られ始めていること等々を踏まえて、かつ、これまでの供給能力拡大のペースの速さを併せて考えると、マイクロでのコーシャス・オプティミズムが合成の誤謬を生じかねないとは言えず、やはり私としては先行きの需給改善については引き続き慎重にみておくことが必要と考えている。

法人季報が発表されたので、設備投資についても一言申し上げたいと思う。法人季報での設備投資は、前年比16.6%の増加と前期をさらに上回る伸びを示した。業種別では既に高水準である鉄鋼、化学を除く全ての業種で前年比プラスとなったほか、企業規模別でも、これまでやや遅れていた中小企業が3割近い伸びを記録するなど、その裾野の広がりが確認されたとも言える。もっとも、企業の景況感に関する各種アンケート調査の結果を見ると、大企業、中小企業ともこれまでの強気一辺倒の景況感に、若干ながらではあるが、翳りも窺われるように見える。こうした企業経営者のマインド面での変化と、企業業績の見通し、設備投資計画との関連については、次回の短観の結果も踏まえて、改めて丹念な検証を行う必要があると考えている。

リスク要因とはいいがたいが、これと合わせてずっと気になっているのが個人消費の動きである。雇用環境は、労働需給のタイト化を背景に、パートから正社員へのシフト、時間給の上昇など、着実に改善していることは

間違いないのだが、その割にはいつまで経ってもマクロ統計面での消費の改善が明確には確認できないということがある。先般の法人季報でも、これまで底を打っていたように見えた企業の労働分配率が再び低下に転じている。日本経団連のアンケート調査でも、企業経営者の大半は定期昇給のみ、あるいは定期昇給の廃止による成果、業績主義による賃金決定が望ましいという慎重な考え方を変えていない。当面は、所定内賃金の底上げも期待しがたいところがある。個人消費は、足許堅調との判断を変えるには及ばないが、景気拡大が企業部門から家計部門に波及し、両者のバランスが取れた成長パスに至るには、まだかなりの時間が必要になるのではないかと懸念している。

最後に物価情勢について申し上げる。先般発表された消費者物価指数の基準年次改定による影響は、当初想定した以上に下振れる結果となったが、その後の調査統計局、あるいは各方面からの説明を聞き、私なりにその内容は理解したつもりである。市場の一部では、量的緩和政策解除後に一時的に前年比マイナスになっていたということをもって、批判する向きもあるようだが、消費者物価指数の基準年次改定はあくまで統計にまつわる技術的なものであり、その背景にある実体経済には何ら変化があった訳ではない。また、政策判断はその時々で把握可能な情報に基づいて、総合的かつフォワード・ルッキングな観点で行われるべきであるとすれば、こうした数字の水準如何もさることながら、あくまでも今後のトレンドに重きを置いた基調的な判断がなされるべきであり、これまでもそうされてきたものと認識している。実際に改定後の数字を用いて、現在の物価水準を改めて丹念に検証する必要があるが、目下のところこれまでの判断を変える必要はないと考えている。以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

私からは、国内の経済指標、アメリカの景気、それからマーケットと三つ位の話をしたと思う。国内経済についてだが、結論から言うと、現時点では、金融経済情勢に関する本行の判断を修正する必要はないと考えている。その理由を、前回決定会合以降に発表された主な指標に対するコメントをしながら説明したいと思う。前回からの統計は、強弱まだらであったという印象だが、見掛け上弱かった指標としては生産、毎月勤労統計。強かった指標としては、法人季報が挙げられる。まず生産だが、7月は前月比 -0.9% と市場予想を下回った。ただ、前年比をみると生産は $+5.1\%$ 、出荷が $+5.2\%$ と好調を維持し、在庫も $+0.5\%$ と、4~6月期の平均である $+1.8\%$ から伸び率が低下しており、鉱工業全体としては、慎重な在庫管理が行われていると思う。電子部品・デバイスの生産がやはり前年比 $+3.8\%$ 、7月の情報関連の輸出が $+4.0\%$ とどちらも増加しているし、東アジア向けのIT関連の在庫調整が進捗しているという報道もある。それらから、生産は増加基調を続けると判断して良いと思う。次に毎月勤労統計だが、雇用者所得は緩やかな増加を続けているが、毎月勤労統計をベースに、その内容、内訳を見ると、雇用増加要因が主因で、所得要因が冴えない状況が続いている。皆さんがもう触れられているが、7月は所定内賃金、現金給与総額とも大幅マイナスと低調な数字であった。一方、7月の常用雇用者数は前年同月比 $+1.1\%$ と、雇用者数については着実に増加している。また、一般労働者が同 $+1.6\%$ と伸び率が加速する一方、パートタイムの労働者は、同 -0.6% と7か月振りにマイナスとなった。ボーナスについては、6~7月平均では $+1.2\%$ と、今年の夏のボーナスの伸びがやや期待外れであったことが示唆されている。これまでのところ賃金上昇率は極めて緩やかなものとなっていることは、コアCPIインフレ率の上昇テンポが緩やかなものになる可能性を示唆している。しかし、非正規から正規雇用への巻き戻しが発生していること、元々非正規雇用については、その割合が高いサービス分野などでは労働需給はさらにタイト化することによって賃金が一段と上昇し、サービス価格への転嫁が必要になる可能

性が強まっている。そういうことが十分考えられる。また、現時点で労働需給がタイト化しても賃金の伸びが弱いというのは、時間的なラグに過ぎない可能性もあるので、今後の動きについてはよく見ていくことが必要であると思う。一方、4~6月期の法人企業統計だが、企業部門の堅調さが再確認されたと言って良いと思う。全産業の売上高は、季調済前期比で+3.1%、1~3月期が+1.5%であるから上昇である。前年比では+8.6%、1~3月の+5.0%から上昇と、かなり高い数字だったと思う。この背景には、為替円安が増収要因になっていると考えられる。経常利益については、全産業ベースで、季調済前期比で+6.1%、前年同期比では+10.1%と高い伸びになった。設備投資は、ソフトウェアを除くベースだが+18.4%と1~3月期の+13.6%を上回り、キャッシュ・フローが潤沢な中、設備投資の増勢は当分持続する公算が高いという判断になると思う。調査統計局による設備投資計画に関するマイクロヒアリングでも、マクロの設備投資関連の経済指標の強さと整合性が取れている。4月の展望レポートでは、景気が次第に成熟化していくことを前提とすると、設備投資が徐々に減速していくことを標準シナリオにしたが、これまでの設備投資関連指標を見る限り、三つの過剰を解消するため、設備廃棄に動いた企業の設備投資意欲は相当強いと見込まれる。景気循環における成熟化のタイミングはまだ相当先であると考えすることは、十分可能ではないかと思う。すなわち、資本ストックの調整局面に入る蓋然性は高くない、とのシナリオも検討に値するように思っている。名目GDPに占める民間企業設備投資を見ると、今年4~6月期は+16.3%と2002年4~6月期の+13.5%を底に上昇傾向にある。同比率は過去のピークである1990年度の+21%に迫る可能性もあると思っている。いずれにせよ、設備投資が二桁増を続け、企業部門の好調さが家計部門になかなか波及しない中、景気が成熟段階に入った例はなく、米国では、景気拡大が1990年代だが100か月に及んだ例もある。我が国では、資産バブル崩壊後の苦い経験という教訓もあって、企業は総人件費抑制の姿勢を変えず、家計部門は選択的な支出行動を続けると思う。その結果、派手さはないが景気回復の持続性が高くなる可能性は高いと思

う。すなわち、世界経済が底堅い拡大を続けるという留保条件は付くが、我が国も身の丈に合った成長過程を続けられれば、そのような長期間に亘る景気拡大に繋がる可能性も否定できないと思う。次に、米国の経済指標についてコメントしたいと思う。皆さんが既にお話しているが、米国の住宅価格低下の影響とインフレ圧力の評価について申し上げたいと思う。米連邦住宅公社監督局、OFHEOが5日に発表した4~6月期の住宅価格指数は、前期比で+1.17%、前年比では+10.05%となり、1~3月期のそれぞれ+2.2%、+12.7%から鈍化した。住宅事情は急激な冷え込みを見せ、米国の新築、中古の住宅価格の前年比上昇率は低下しているが、住宅投資ブームの際に投機的な購入もあったと見られる高額物件の価格調整は自然だと思う。過去数年間に居住目的で住宅を購入した一般の米国市民は実需による住宅購入であるため、短期的な住宅価格動向によって、住宅を買い替えるとは思えない。9月6日に発表されたページブックを見ると、四つの地区連銀から高価格帯の住宅需要が特に弱いと報告されている。ただ、最近の中古住宅価格の下落による逆資産効果によって、家計の支出行動が大きく減速したことは統計上確認できない。米国では、過去数年の家計部門のキャピタル・ゲインは、金融資産と住宅資産でほぼ均等に配分されると思うが、米国の家計部門は住宅資産のキャピタル・ゲインの鈍化や含み益の減少が仮にあっても、金融資産の含み益の増加をもって、逆資産効果が個人消費にポジティブに作用する状況が続くと予想される。さらに、資産残高が大幅に増加する一方、家計の負債残高の伸び率は緩やかにとどまっている。最近の長期金利と原油価格の低下も個人消費を支える要因だと思う。FRBの想定内の動きとは言え、住宅投資がさらに減速する見通しである中、9月20日、そして10月24日、25日のFOMCでは、政策金利が据え置かれ、様子見の姿勢を維持しやすい環境にあると思う。しかし、米国経済はスラックがあまりなく、人やモノの需給が逼迫して原油価格はピークアウトしつつあるものの、国際商品市況が高止まりしているため、インフレが発生しやすい環境にあると思う。過去数か月に亘り、インフレ関連指標の上振れに直面した中で、単月でインフレ指標が市

場予想を下回っても——これは 8 月公表の C P I がそうだったが——F R B はインフレへの警戒感を弱めることはないと思う。今後半年以内に F R B が利下げに踏み切るのではないかと、という市場の一部の見方はいずれ修正されてくるように思う。個人的には、ベンチマーク調整に伴う賃金・給与所得の改定を受けた単位当たり労働コスト上昇、上方修正に注目している。すなわち、1~3 月期と 4~6 月期の時間当たり報酬は、それぞれ速報の前期比年率 +6.9% と +5.4% から +13.7% と +6.6% に上方修正されているため、その結果、単位当たり労働コスト——これは時間当たり報酬を労働生産性で割ったものだが——、1~3 月期は年率で +9.0%、4~6 月期は年率 +4.9% に上方修正された。時間当たり報酬の大幅増加は個人消費の押し上げ要因である一方、単位当たりコストについては、潜在的なインフレ要因である。一方、原油の先物価格は、今年の最高値はどうやら 7 月の 1 バレル 78.4 ドルになりそうである。7 月の商品ファンドの運用成績は過去最悪だったそうであるし、8 月もパッとしないことは容易に想像できる。W T I は 7 日、一時 66 ドル台まで下落した後、1 バレル 67.32 ドルで——そこにボードがあるが——引けている。新興成長国のエネルギー需要の強さに変化はないため、基本的には来年に掛けて 1 バレル 70 ドル前後で推移すると予想されるが、投機筋のリスク許容度が低下しているため、イランからの原油の禁輸であるとか、米国でのハリケーン被害の甚大化、拡大などが無い場合、一時的には原油先物相場がさらに下落する可能性もあると思う。原油価格高騰が、米国の個人消費を減速させるリスクは相当後退したと思われる。8 月 8 日開催の F O M C 議事要旨が、F R B はインフレ警戒の姿勢を緩めていないことを示唆しているにもかかわらず、米国債相場は堅調を続けている。この背景には、最近のインフレ指標の落ち着きや住宅関連投資の悪化を受けて、F R B は当分の間政策金利を据え置いて様子見の姿勢を取れる余裕が出てきたとの見方の強まりがあると思う。米国では、つい最近までインフレ・リスクの高まりと景気減速の二つが同時に発生する、いわゆるスタグフレーション・リスクが警戒されていたが、新たに二つのシナリオが浮上してきていると思う。第一は、

米国景気失速の可能性である。第二は経済が極端に良くも悪くもならない、インフレなき景気回復を意味するゴルディロックス経済への期待である。ゴルディロックス経済が仮に実現するならば、インフレ懸念の後退から長期金利が低下する一方、景気回復への期待から株価が上昇するため、米国景気楽観論が復活する可能性があると思う。もっとも、最近の米国経済の動向は、我が国の債券市場と株式市場では若干異なった受止め方をされていると思う。債券市場は、米国の長期金利低下が内外投資家のショート・カバーを誘い、一時的に10年債利回りが+1.6%まで低下した。ただし、現状の水準はやや行き過ぎとの直感をもつ市場参加者が増えており、足許では金利低下は一服している。一方、株式市場での受止め方は少し異なり、米国における景気減速感の強まりというよりも、インフレ懸念の後退、スタグフレーション懸念の後退というところが注目されて、内外投資家から日本株をもう一度物色しようという動きが見えると思う。株式相場は基本的には堅調な地合いが予想されると思っている。以上である。

福井議長

最後になったが、春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。前回会合以降、市場はCPIの基準改定に大きく反応した。その他にも幾分弱めの指標もあったが、緩やかな景気拡大が続いているという点では大きな変化はないと思っている。

まず海外、米国について見ると、懸念材料としては、住宅市場の減速、雇用統計の低めの伸びが挙げられる。この間コアCPIは、緩やかに伸びを高めており、ユニット・レーバ・コストの上昇もあってインフレ懸念は収まっていない。一方で、企業部門は収益、設備投資、生産、いずれを見ても堅調であり、家計部門も7月の個人消費は幾分持ち直している。8月のブルーチップの予測を見ると、来年の第4四半期には+3%成長に戻るとい見通しとなっており、米国経済は減速をしてはいるが、FRBによ

る利上げ休止などもあり、基本的にはソフトランディングの方向に向かっていると考えて良いと思う。住宅市場や個人消費、インフレ指標の動きなどを見ていくことが必要と思う。

一方、欧州は、企業部門の堅調に加えて、雇用情勢の改善を背景にこのところ家計部門も回復しており、全体として回復の足取りがしっかりしてきている。また、中国も固定資産投資が引き続き高い伸びを示しているほか、輸出、生産、個人消費も増加するなど、高成長を続けており、先行きも当面は高水準の成長が続く可能性が高いと思う。

この間、原油価格は、前回会合前のピークから約 10%、概ね 4 月平均の水準まで低下している。米国ではガソリン価格が 1 ガロン 3 ドルを下回った。ドライビング・シーズンの終了やハリケーン被害の回避、そしてイランの核問題など地政学的リスクの一服——一服という言葉が適切かどうか分からないが——などから在庫水準が注目されて、当面、下値を試す段階という言い方もされている。ただ、今後も価格の振れやすい状況には変わらないので、来週 11 日の O P E C 総会の動きなども含め、引き続き警戒的に見ていくことが必要だと思う。

次に、国内では輸出が増加を続けているほか、生産も 7 月は前月比マイナスとなったが、予測指数を見れば、増勢が維持されており、調査統計局のヒアリング結果を見ても、7~9 月、10~12 月とも堅調である。ただ、電子部品・デバイスの在庫が幾分積み上がっている点は要注意と思う。企業収益、設備投資については、上場企業の 4~6 月決算や、4~6 月の法人企業統計でも、製造業、非製造業揃って引き続き底堅い動きを示している。個人消費については、雇用関係指標は引き続き堅調であり、これまでの消費財総供給やサービス消費の状況、さらには各種のアネクドータルな話として、通信販売の好調さや I T 高額商品に関する調査結果などから見て、基調としては底堅く推移していると思われるが、一方で、天候不順の影響もあって販売統計は引き続き弱めであり、家計調査も、1 月以来減少を続けている。8 月下旬の景気ウォッチャー調査は今日発表だが、これまでは数か月悪化傾向を示していた。ご出産に伴う経済効果の試算なども行われ

ているが、好調な企業部門から家計の所得への波及が捗々しくない状況にあるので、個人消費の動向については注意が必要と思う。7月の景気動向指数は、一致指数は83.3%と高い水準となり、4か月連続で50%を上回ったが、先行指標は10か月振りに50%を下回った。8月以降の指数を注意して見ていきたいと思う。

物価面では、基準改定が公表されて、7月の全国コアCPIの前年比は、携帯電話料金等の計算方式の変更によってこれまでの予想を下回った。今回の基準改定によって物価上昇のペースは、これまで思っていたより緩やかであることが示されたと思っている。先行きについては、携帯電話料金の特殊要因は11月にも剥落する可能性があり、需給ギャップのプラス基調が続いていることなどを考えると、コアCPIの前年比プラス幅は、下振れてはいるが、今後プラス基調で推移する可能性が高いことには変わらないと思う。

以上から景気判断については、国内経済は、米国経済や原油価格、そして個人消費やIT関連など不透明要因はあるが、概ね4月展望レポートの標準シナリオに沿って緩やかな拡大を続けており、先行きも緩やかな拡大を続けていくと考えられる。物価面についても、今回の基準改定で前年比のプラス幅は下振れしているが、先行きプラス基調を続けるとの見通しに変わりはなく、今月の基本的見解については先行きの表現も含め、執行部の提案に異存はない。以上である。

福井議長

以上で、各委員のご見解をひとつおとり拝聴した。今回の情勢判断のポイントは、前回に続いてその後の指標を踏まえながら、経済や物価の情勢見通し、これが展望レポートや中間評価のシナリオに沿った展開を続けているかどうかのポイントだが、皆様方のご意見は、多少ニュアンスの差はあるにせよ、大方、引き続きこのシナリオに沿った展開が続いているということで見解の不一致はなかったのかなと思う。海外経済は、米国の景気拡大テンポが鈍化しているが、世界全体として見ると地域的な広がりに伴っ

て、なお拡大が続いている。アジア、あるいは欧州経済の最近の順調な伸びということまで含めて考えると、そういうことが言えるということであつたと思う。アメリカについては、引き続きリスク・ファクターと言うか、今後の動きを慎重に見なくてはならないということだが、これまでの動きを見る限りは、住宅市場のクーリング・オフがきっかけとなって拡大テンポは鈍化しているが、経済全体としては、なお底堅い景気拡大が続いていて、ソフトランディング・シナリオから、早や逸れ始めているというような感じではない。そういうご見解であつたかなと思う。一方、インフレ圧力はなお潜在的に根強いが、それも緩和の兆しがないでもない。しかし、なお注意が必要だということであつたと思う。景気減速が行き過ぎないか、特にこれは住宅市場のクーリング・オフ、就中、住宅価格の突っ込みがどこまでいくか、どういふように見るのだという点が非常に重要なポイントである。アメリカから色々得られる情報も、今のところ我々にとって決定的というようなものになかなか乏しいので、よく注意しなくてはならない。一方、インフレとの関係では、生産性の伸び、あるいはユニット・レーバ・コストの動きというものが、どれ位今後のアメリカのインフレ圧力に影響を及ぼすかということ、やはりもう少し正確に探っていく必要があると思う。私は、明日からB I Sに行くが、今回はバーナンキ議長はいらっしゃらず、ドン・コーン副議長がいらっしゃると思うので、この辺のところはしっかり議論してきたいと思う。今日は、中国経済について各委員あまりお触れにならなかったのだが、我々の理解は、中国は内外需の強い拡大を背景に、引き続き成長テンポが一段と高まっている。中国を訪れた多くの人に必ず私はヒアリングしているが、「行った感じはオーバーヒートだ。だが、証拠がない」というようなことを言う人が非常に多い。中国人民銀行は、準備率の引き上げとか、マイルドな利上げというようなことを実施しているが、それがどういふトランスミッション・メカニズムを通じて調整効果を及ぼしているのか、なかなか把握しにくい経済となっている。この辺も、もしB I Sで良い話が出れば聞きたいと思っているが、中国自体において急な成長減速というようなりスクの顕現

化があるのかどうかというのはなかなか分かりにくい。むしろアメリカの経済のスローダウンが行き過ぎた時に、中国がそれを増幅するというような形でリスクを大きくする可能性があるということをやはり考えておく必要があるのかと、個人的には少し思っている。原油価格は、かなりピークに近いところにきたという感じも最近出ているが、引き続き今後の展開はまだ不透明なところの方が多いいということだと思ふ。国内の方も、皆様方のニュアンスは、企業部門はやや強め。家計部門はやや弱めではあるが、トータルでは、ほぼシナリオどおりの動きということであつたかなと思ふ。設備投資が強いという人もいるが、資本ストックの伸び方等からみて、今、行き過ぎという感じは多分ない。これからの動きを正確に計測していく必要がある。個人部門、家計部門については、所得面の波及がどうも我々の想定よりも少し弱いかなという感じがあるということなのだが、今の個人消費の冴えない指標というのが、それとどのように絡んでいるのか天候要因ということが本当に大きいのか、あるいは販売統計などが正確に現していないのか。百貨店の外商などの話を聞いていると、販売統計の感じとは全然違うというようにおっしゃる人もいる訳で、この辺の判断を今後もう少し正確に見ていかななくてはならない。須田委員がおっしゃったように、もし賃金への波及が弱いということであれば、今後の我々の物価の読み方にも多少影響する面があるかもしれない。その一番基本のところを、これからしっかりフォローしなくてはならないかなという感じである。なお、供給面の方は、生産、出荷、在庫のところは概ね想定どおりであり、出荷と在庫のバランスも欲を言えばきりが無いということだが、概ねバランスの取れた動きにソファナーなっている。これからもそうなりそうだ、ということでご意見が揃っていたかなと思ふ。その中で電子部品・デバイス、IT関連、これは予想どおりある種の調整がきているということだが、予想どおり比較的順調に調整が進んでいる面もある。過剰在庫から急に悪い影響をもたらすなど、多少調整の波が大きくなっても、他の産業との相関度が下がっているとすれば、吸収可能というような面があるとのこと指摘もあつた。そうした点も含めながら、あまり安心しないで引き続き注意深く

みていく、多分こういうことではないかと思う。総括すると、経済は、企業部門はやや強め、家計部門はやや弱めの傾向が窺われないでもないが、全体としては、依然として内需と外需、企業部門と家計部門がバランスの取れた形で成長を続けている、緩やかに拡大しているという判断に至ることだと思う。そして先行きも、生産、所得、支出の好循環が続くもとの緩やかな拡大を続けるものとみられる、という判断を、取り敢えず維持することができるのではないかということだと思う。物価の方は、CPIだが、基準の改定があり、事前の想定より数字面では大幅な改定があった。しかし、改定の中身については調査統計局、西村委員、その他詳しい解説があって、我々の理解は揃ったということだと思う。つまり、本来の基準改定の部分だけをみると、事前の想定どおりであり、追加的に指数計算方法の変更があった部分がアディショナルな下方改定をもたらしている。この部分は多分に一過性の性格を持ったものだということだとすると、基準改定は我々の想定どおりであるということで、実勢判断として新基準で見ても消費者物価は今年入り後、緩やかな持ち直し傾向にあり、このところプラス基調で推移している。先行きもプラス基調で推移していくとの見方を変える必要はないのではないか。そもそも技術的な改定であり、背景にある実体経済は、物価の見方が変わらない以上、これに大きくとらわれることはない、ということではなかったかと思う。金融環境の方は、米国の金融政策を巡る様々な思惑を引き続き市場はキャリーしている。従って、債券市場を見ても、あるいは株式市場、為替市場を見ても、時に不規則な動きがみられるということだと思う。無論ある期間を取ってみると、結局あまり大きく動いていないというようにもみえるが、しかし、仔細に見ると長期金利が少し下がり、逆に株価が上がるという動きがある。このことが、世界経済全体、あるいはアメリカ経済や日本経済を取り上げた時にコンシステントかどうか、ということやはり常に頭に置いて点検を続けていかななくてはならない。これも週末のBISで、きっと議論の種になると思う。多くの総裁が関心を持っていると聞いている。なお、マネーサプライの伸び率は引き続き低いのだが、貸出は順調に伸びているので、緩

和的な金融環境が維持されている状況に、何か変化があるということの意味するものではないというように理解できるかと思う。皆様方のご意見に、私自身が思っていることも若干入れて纏めると概ねそのようなことになるのではないかと思うが、引き続き追加的にコメントを頂きたいと思う。

福間委員

先程須田委員は、賃金が下がっているというような意味のことをおっしゃったか。

須田委員

然り。足許下がっている。

福間委員

それは今の話だが、労働需給のタイトさというのは、民間の人からみると益々大変になってきたという感覚である。需給は非常にタイトである。何社かそういう会社に私はたまたま当たったのだが、今までであればフリーターとかアルバイトでやっていたものが限界にきて、早いところは3~4年前から、契約社員として5年なり7年なり採ってやるようなシステムに変えたのだが、今年の4月までは、募集したら募集したとおりの人数が採れた。ところが今はもう、今の段階で6割とか7割しか採れない。なぜかという、採用されるサイドが、正規社員としてでない、というセレクションを非常に強めてきているためである。統計上は昨日少し議論があったような要因も少しあるのではないかと思うのだが、今実際に市場で起きていることというのは、むしろマグマが少し溜まっている、あるいは下がるものを抑えているということがあるのだろうと思う。特に、団塊世代の問題があるから2007年度というのは相当企業も構えて動いている。それ程に今のところは、家計部門へのシフトはもう少し上手くいくかなと思った面から見れば、確かに言われるとおりののだが、ただ、ファンダメンタル・フォース、そちらの方の流れは、少し変わってきているのではな

いかという感じがしている。

福井議長

企業経営者の立場を推測すると、労働需給が全般にタイトになり人手不足になると、やはり結局、賃金政策というのが必要な人を雇うために重要性を増してくる。それはそうなのだが、一時的な雇用からパーマネントな雇用への切り替えが今かなり起こっている中で、この切り替えのプロセスが続く間は、逆にパーマネントな雇用について、賃金はなるべく上げたくないという気持ちがより強く働くということがある。そういうプレッシャーもやはり効いているのかなと思う。

福間委員

それはやはり雇用される方の立場からすれば、非正規よりは正規が良いからこそ、今まで何倍もきていた人がパタッとこなくなってしまった。やはり社会保障とか、FRINGE・ベネフィット面で大分違うから。それでも企業は、コストを多少アップしてでも採ろうという動きが出てきている。

野田委員

確かに限界的に切り替わるところ、入れ替わるところというのは、それなりに魅力のある賃金帯に上げていくという面があるのだが、言葉は悪いが釣った魚に餌はなかなかやらないということであり、おっしゃるように、全体的にはなかなか底上げ感が見られない。全体の景況感あるいは労働市場の逼迫度から見て、マクロで感じている程にはなかなか数字に現われてこないというのは、やはりどうもそこに原因がある。そういう意味では、中間層の消費が案外伸びていないのではないかという辺りとも、リンケージがあるのではないかなと感じている。

福井議長

然り。配当なども出ているので、高額商品というのは結構売れているそ

うである。

水野委員

統計のラグがある。賃金が弱い、だから物価が上がらないとみるのも一つの見方であり、これも実際現実かもしれない。一つのシナリオである。もう一つは、時間が経てば、先程福間委員がおっしゃったが非正規から正規への巻き戻しが終われば、最後は賃金を引き上げないと人は採れない。物価も上がっていく。特に、サービス業はそういう傾向が強いという話だと思う。人もそうなのだが、オフィス賃料というのは、実際に不動産会社の話を聞いていると、かなり強気である。そういう意味では、マイクロヒアリングでは、全体的に人手不足というのは色々なところで色々な形で耳にする。

福井議長

私は、企業部門がやや強いニュアンス、家計部門はやや弱いニュアンスというように皆さんの感じを纏めさせて頂いたが、これをあまり強く言い過ぎるとかえって誤解を招く面がある。何かが分離したような状況になっているというよりは、やはり上手くミックスされて経済は動いていると思うし、雇用が順調に増えているということは、賃金と切断した状態が続くということではないと思うので、あまりこれを強調し過ぎると外の人に誤解を与える。

福間委員

それは社会主義である。

野田委員

我々が想定していたものと比べて遅れているということであって、世の中の感覚、市場の感覚とは少し違うかもしれない。

福井議長

然り。

須田委員

マクロの先程の賃金の話なのだが、限界的には例えばアルバイトの賃金はどんどん上がっている、あるいは派遣も上がっているというのだが、一つは前から話題になっている、高い給料の団塊の世代が辞めて若い人と代わっていくとすれば、マクロで給与は下がるし、それから今働く側も必ずしも正規雇用が良いというのではなくて、働くうえでの自由が欲しいということで、フルタイムの非正規が凄く増えている。そうすると常用労働者で測ってみた平均賃金というのは、また下がっていくということになるので、マクロで賃金が増えたか減ったかということが、物価に直接どう関わるかということ、私自身も非常に判断が難しいと思っている。アメリカなどで賃金の上昇というのは、スキルド・レイバーばかりどんどん上がって、アンスキルド・レイバーは低いままである。それらを平均で見た時に、それと消費との関係、その結果としての物価との関係がどうなるか、必ずしも明らかではない。今後、景気回復が持続すれば、最終的には当然賃金に跳ねると思っているのだが、二極化などの構造問題の影響で、平均的な姿としてはなかなか賃金が上がらない。そのもとで実際に物価も上がらないということかもしれない。一つには、私もなかなか分かっていないのだが、外国人労働者の影響があろう。やはり3Kに関しては、賃金を上げて労働力が確保できないため、結局安い賃金で中国人等に研修生として働いてもらうということが、実際起こっているようだ。このように、賃金を高くしても働いてもらえないというミスマッチもある訳で、そうした様々な背景のもとで、結果的に賃金が今はまだ上がらないということが起こっているのだと思う。

福間委員

私は少し風力計のような形で、アネクドータルな話をしたのが、結局は

マクロで分かりにくいから言った訳である。契約社員を120名採っている会社が、今年の4月までは楽に採れたという。ところが今なお、来年の採用が埋まらないと言って大騒動している。これは他の同種の企業に聞いても、どうも同じようなことが起きているということである。やはり流れが変わってきている。そう大袈裟に言うつもりはないが、やはりファンダメンタル・フォースは、逆には動いていない。やはり市場メカニズムで動かざるを得ないということだと思う。企業も、いつまでも抑えつけておけば良いということでは無理だ、という現象が出てきているということを示したかった。

水野委員

雇用に対する安心感が出てきているので、サービス市場のようなところが伸びているのだと思う。であるから、給与はともかく雇用に対する安心感が戻ったというのは凄く大きいなと思う。また、女性の労働力が増えている。これは統計上も出てきているし、新卒の学生は売り手市場のため、生意気になっており、就職氷河期が懐かしいというような声も聞こえてくる。福井議長がおっしゃった企業部門と家計部門への波及の話なのだが、分析に当たっては、常にどちらもあり得るという前提で進めるべきだが、対外的に、あまり企業と家計の関係が分断しているかのように説明をすることについては、やはり気を付けなくてはならないと思う。

岩田副総裁

別の点で一つ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

西村委員から、消費者物価指数の上方バイアスが0.5%という話があっ

た。

西村委員

前回のMPMで言ったことで、別段それが正しいなどと言っている訳ではない。

岩田副総裁

そのインプリケーションなのだが、仮にそうだとすると、他の事情が一定で物差しが0.5%下がったということならば、先行きの見通しについても他の事情が一定であれば、そのままスライドダウンする。そうすると、例えば今年度どうなのかと言うとオートマチックに0.5%下げてしまうと、今は+0.6%なので平均では+0.1%ということになる。しかし、0.5%のスライドダウンは少し大幅過ぎるのではないかと思うのだが、そこはどうか。

西村委員

もしかすると誤解があるかもしれないのだが、真の指数と、発表されている指数とは違う話である。ここで私が言っているのは真の指数なのである。真の指数に一番近い理想指数と言うか、スーパータイプな指数と言った方が良いのだが。

岩田副総裁

新基準と真の指数との間はどういう違いがあるのか。

西村委員

次のラウンドで話そうと思っていたのだが、新基準と真の指数との間のバイアスは一旦縮小した後、これからまた少しずつ色々な形で拡大していくので、それも含めて今後の次のオーバーホールに向けての動きを我々はやはり見ていかななくてはならない。バイアスの具体的水準は今後も変わっ

てくるので私はこの水準に関しては一切言わない方が良いと思う。ただ、物価安定の理解からすれば、我々は物価安定の理解を定義した時に、毎回毎回のMPMでバイアスの水準の想定を改めるものではなくて、やはり中長期的な物価安定の理解は、中長期的なバイアスの平均を見ながらやっていると考えた方が恐らく良いと思っていたし、多分そういう形になったのだと思う。そういうことから考えれば、中長期的な理解というのは変える必要もないし、我々がここで考えているバイアスの話というのは、我々が考えていけば良い話であって、それを外に出す時には、やはりあくまでも一番分かりやすいコアのCPIという形で出していくというのが一番望ましいやり方だと私は思っている。もう一つは、これも言おうと思ったのだが、平成12年基準と平成17年基準は、指数の動きはこれから随分変わる。もう既に変わっているが、かなり動きが違ってくるので、それも含めて我々はこれから精査していかなくてはならないということになる。

岩田副総裁

今回の改定で二つポイントがあって、一つは、物価上昇率の水準そのものがシフトダウンするという話と、それから動きである。分かっているのは1月から7月までなのだが、今年に入ってから動きは新基準の方が、どちらかと言うと上方トレンドがより明瞭である。一番強い例で言うと、例えばコアの普通のCPIは1月が新基準では -0.1% で、今足許は $+0.2\%$ なので、この間 0.3% のプラスである。ところが旧基準だと1月は $+0.5\%$ で、足許は $+0.6\%$ だったので、 0.1% しか動いていない。同じことを実力のコアで見ると、旧基準では、1月も足許も $+0.2\%$ で、何も変わっていないのだが、今度の新基準だと -0.6% から -0.3% となり、これも $+0.3\%$ 、トレンドとしては少し上向きとなっている。旧基準では、 $+0.5\%$ 位のところでブラブラとしていたのが、今度の新基準では、需給の関係に多少センシティブになっているのかどうか、その辺はよく吟味しなくてはならないのだが、トレンドとして上がっていく部分は幾らか新基準の方がより強い。

西村委員

それもこの次に言おうと思っていた。

福井議長

これはまた後のセッションにしよう。いずれにせよ我々は、これからは新基準と付き合っていくことになる訳である。では一応、前半の討議は締め括りとして、コーヒブレイクを取りたいと思う。

(10時56分中断、11時07分再開)

2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは後半の議論を再開したいと思う。金融政策の運営について、改めてお一方5分以内でお願いできればと思う。まず、武藤副総裁からお願いする。

武藤副総裁

先程申し上げたような経済・物価情勢を踏まえると、次回会合までの金融政策運営については、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%前後で推移するよう促す、という調節方針を維持することが適切であると思う。

前回会合以降、この無担保コールレート(オーバーナイト物)は、加重平均値で見れば0.25%を挟んで数bpの範囲で推移してきており、金利コントロールが順調になされてきたということだと思う。この背景には、本行が引き続き機動的にオペを実施してきたことの他に、短期金融市場における調達面での不安感が和らいだこともあるのではないかと思う。言い方を換えれば、市場参加者が徐々に金利のある世界に慣れてきたということだと思う。こうした中で、GCレポ・レートも前月に比べて安定して、0.3%

前後で推移する日が多かったように思う。この水準は、補完貸付の適用レート 0.4%をある程度余裕を持って下回るレベルであるということで、補完貸付の利用は限定的であった。

先行きの金融政策運営については、経済・物価情勢の展開が、展望レポートに沿ったものであれば、政策運営も展望レポートに沿って進めることが可能であり、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に政策金利を調整するという従来の考え方を維持することが適当だと思ふ。

CPIの基準改定後、もう既に色々議論があったが、市場では、この金融政策運営を巡る思惑の中で、指数改定の影響に今注目が集中していると思う。この点については、三点申し上げたいと思うが、どうやってこれをしっかりと日本銀行として我々の考え方を説明していくかという観点からは、第一に、CPIの前年比がプラス基調で推移するという実勢判断に変化がある訳ではない、というのが一つだと思ふ。それから、第二番目に、改定幅が予想以上であったということではある訳だが、先程申し上げたとおり移動体通信料などの影響が今後剥落していくということを考えれば、フォワード・ルッキングな政策運営において重要な、CPIの先行き見通しとの関連では、我々の予想とほとんど変わりはないということだと思ふ。さらに第三番目に、政策運営は、この消費者物価指数だけで決める訳ではなくて、その他の景気、物価指標やその背後にある経済の動きなどを踏まえて、総合的に判断していくということだと思ふ。これらの点をしっかりと説明していくことが重要であると思ふ。

最後に、本日公表されたマネーサプライ統計について一言申し上げたいと思ふが、M2 + CDの8月の前年比は、前月に続いて+0.5%であった。このところ銀行貸出が伸びる一方で、マネーサプライの伸びが低下しており、若干の議論がある訳であるが、この理由は、預金以外の金融資産の収益率が高まり、金融システムが安定する中で、銀行預金からその他の金融資産へのシフトが続いているためと考えられる。重要なのは、こうしたマネーサプライの推移は、緩やかな物価上昇や経済の持続的成長と両立し得る動きであるということである。この点についても、先程の点と併せて、

引き続き説明していくことが大切だと思う。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、金融政策運営については、変更の必要はない。現在は、アメリカ経済の行方及びアメリカの金融政策の行方、それから物価指数の改定、それらの評価をきちんとし、今後どういう推移になっていくのかということをよく検討、見極めることが求められていると思う。ただ、将来の金融政策運営を考える場合には、二つ程注視する点があると思う。一つはアメリカの政策運営、もう一つは金利について、マーケットがどのように受取っているか、という点である。最初のアメリカの金融政策運営であるが、今回の8月8日の中止は、の言葉を借りると、ホーキッシュなポーズだということである。ダビッシュなポーズではなくて、ホーキッシュだということは、先行きまだ金利が上がる可能性がある。しかしながら、債券マーケットは反対に受取っていて、来年位にはむしろ金利が下がっていくとみており、少しずれがあるのかなと思う。今日イエレン氏の講演について報道があったが、イエレン氏はインフレについて、ポーズをしたことは正しかった、なぜならオーバーキルのリスクがかなりあったと思っていたということらしい。なお、サンフランシスコ連銀のエコノミストであるジョン・ウィリアムズ氏が、インフレがどの位定着しているかという点について、総合でみたPCEが+4%などという水準のインフレが定着したということでは必ずしもないというスタディを出されたようであり、いずれコンフォート・ゾーンに戻ってくるのではないかと同時におっしゃったようである。しかしながら、途中の過程では、インフレ率は足許は少し良い数字になっているが、また少し上がる可能性も孕みながらということかと思う。それから同時に、今回のFOMCの声明文を見ると、注目されるのはコミュニケーション・ポリシーについ

て、10月にまた議論するという事になっている。以前、ファーガソン氏が1999年にこれをやって、一応の成果を出したというが、今回は何になるか。文章を読むと、「エコノミック・オブジェクティブズについて議論する」、そして、「その進捗状態についての評価を表現することが重要である」と、相当突っ込んだ言い方かなと思っているが、私の解釈では前から申し上げているオペティマル・ポリシー・プロジェクトの中で、インフレーション・オブジェクティブという言葉を使ったり、あるいはアウトプットのオブジェクティブというようなことを考えながら、実は政策運営をやっているのではないか。スペンソン教授によれば「インフレーション・フォーキャスト・ターゲティングをアメリカは実態上やっている」ということであるが、私もそのように思っている。そのラインに沿って、現実の政策運営をやっているが、それをどこまで外に言ったら良いのかというところのその範囲をどうするかということが今問題になってきているのだろうと思っている。やはり個人的に関心があるのは、インフレについてどういうオブジェクティブを置くか、例えば、今みたいにコアでいくのか、我々みたいに総合で中長期を置くのかといった点である。総合になる可能性もない訳ではないと思っているが、いずれにしても、オブジェクティブとの関係で、どのように金融政策運営をするのか、というところが一つのポイントかと思っている。

それからもう一つは金利であるが、この間長期金利についてイールド・カーブが幾らか動いている。ただ、前にも申し上げたが、政策金利と長期金利10年ものは、過去平均を採ると1.5%位のスプレッドがあって、大体その範囲内で足許も動いている。多少それから上にいくこともあるし、下にいくこともあるという姿なので、特に今違和感があるという訳ではない。ただ、途中の経過では、前にも申し上げたが、中短期が若干上がるイナバウアー化が今少し逆に戻っていることかと思う。しかしながら、全体としての姿は落ち着いた形ではないかというように思っている。以上である。

福井議長

それでは福間委員からお願いします。

福間委員

前半パートでみたとおり、景気・物価の基調、言い換えれば、ファンダメンタルズのフォースには大きな変化はない状況である。また金融・資本市場も、概ね落ち着いている。このため、次回までの金融政策運営方針としては、現状の無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%前後で推移するよう促す、という方針を堅持することが適当と思う。

コール、レポなどの短期金融市場の金利は、本行が市場の予想より早めに9月期末越えの資金供給オペを実施したことで安心感が広がったこともあり、誘導目標金利近傍の狭いレンジで、極めて落ち着いて推移している。こうした中、市場参加者の間でも、従来行っていた短資経由の取引に加えて、DD取引を開始するなど、資金調達・運用のチャンネルを拡充する取組みも見られるようになってきている。このように7月の利上げの効果は、徐々ながら着実に浸透してきている。こうした中、昨日の執行部説明にもあったように、市場参加者の資金繰りに対する習熟度も徐々に増してきている。もっとも、今積み期にも頻度が低下したとはいえ、即日資金供給オペが必要となるなど、市場をベースとした資金繰りは、まだ必ずしも円滑とは言えない部分も残っている。また、市場機能の回復も途上にあり、クレジット・ラインの整備や有担保取引の活発化など、市場機能の一段の回復に資する関係者の対応には、なお相応の時間を要するとみられる。本行としては、引き続き関係者の対応を粘り強く促し、必要な支援を行うとともに、金融調節面でも、市場の自律的な取引を極力促していくことが適切であると思う。

現在は量的緩和政策、ゼロ金利政策といったクライシスに対応した金融政策から脱し、市場では、景気・物価情勢を反映した、より自然体の価格形成が行われるようになりつつある。従って、今後の金融政策は、いつも申し上げているように、景気・物価の動向次第であり、具体的な政策変更

時期などについては、予断を持たずに指標や、それを織り込んだ市場の動きをも踏まえて判断していくことが適当であると考えている。以上である。

福井議長

西村委員から願います。

西村委員

次回までの金融政策運営方針であるが、前回決定会合から今回までに利用可能になった金融経済情勢データは、大筋として従来の変更を迫るものではない。また、政策変更の効果が浸透するまでには依然として時間が必要であるということを勘案すれば、現状維持が望ましいと思う。

今後の政策の方向であるが、まず将来の物価情勢の判断について消費者物価の基準改定がもたらした情報の含意をみてみることにしたいと思う。その後で今後の政策運営についての私の考え方を述べさせて頂く。

第一に、前回のMPMで、私はエネルギー関連を除くと需要超過局面での物価上昇圧力はまだ兆し程度で、物価見通しは展望レポート時点比下振れの可能性がある」と指摘した。今般改定の影響を品目別に仔細にみると、下押しの傾向は強く、前回の指摘を補強する結果になっている。これは実は基準改定で、競争の激しい都市圏のウエイトが高まったことと符合している。そのことは、物価上昇圧力が足許弱いということを示唆するとともに、今後都市圏での競争の状況が、益々消費者物価に影響をもたらすことを意味している。恐らく財については、今後も物価上昇圧力を抑える方向に働くと考えられる。実際に財については、そういうものが今回の基準改定で明確に出ている。ただし、都市圏の重要性が高まったということは逆方向に働く可能性もある。というのは、サービスは都市圏にはより重要であり、もしサービス価格の上昇が目立ってきた場合には、従来よりもその上昇が全体の物価指数を及ぼす影響が大きく出てくるということになる。今のところ財価格の下方修正が勝っているが、都市圏サービスの動きは、将来を見通す場合には十分に留意しなければいけないと思う。

第二に、今般下方修正が大きくなった理由は、移動電話通信料であるが、その含意について述べたいと思う。昨年 11 月のドミナントな会社の高頻度通話を大幅に安くするという料金体系の変更が、ちょうどモデル式の変更と重なって大幅な下落となった。このモデル式の変更の時には、それぞれのモデル中で最も安い料金を採るということも入れているので、さらにそれがかなり強く出たという形になっている。これはいわば先程も申し上げた技術変化を料金体系に反映させたという性格で、確かに一過性の変化であり、影響は今年 11 月には消えると思う。従って、これを新しい特殊要因として考え、影響をディスカウントしたくなるのだが、それは若干危険であるということをおきたいと思う。例えば、今年 10 月にもう既にご案内のように番号ポータビリティを可能にする規制変更がある。従って、それに対応する料金体系の変更が起きるかもしれない。このように急速に技術革新、規制変更が進むネットワーク技術に基づいた財サービスは、様々な一過性な価格変化が起こる。それが今後も続くと考えておいた方が宜しいと思う。従って、一旦消滅したように見える上方バイアスであるが、基準改定による新商品導入や品目改廃等がなされた後は、次の基準までは次第に増加していくということを頭に入れておく必要がある。それから、先程岩田副総裁とのやり取りで出たが、基準の価格の動きがかなり大きく違ってくる。その違いは、一つは先程申し上げたように都市圏の比重が大きくなるということと、それから二番目は、やはりこういった新商品的なものが、まだ出ていないが今後出てきた場合に、特に中間見直しのところで入ってくる。そういったものを含めて、今後この種のことがもうないということではなくて、また起こる可能性があるということは考えておかないといけないと思う。

それから第三に、上方バイアスのうち、そもそも排除可能な要素は、私は排除した方が良くと思う。金融経済情勢で述べたように、連鎖指数でないことから生じるバイアスは、連鎖指数の採用で排除することが可能である。既にCGPIも連鎖指数を参考指数として発表しており、CPIも今後連鎖指数を参考として発表する。GDP統計も連鎖指数となっている。

従って、これは現在私の意見であるが、10月展望レポートでは参考として公表する政策委員のCPIもCGPIも、連鎖指数への移行を検討した方が良いのではないかと思う。ただし、昨日も問題になったように、ドリフトの問題というような、かなりテクニカルな問題があるので、これをどのような形でマーケットと対話していくかという問題もあるので、十分な説明が必要であるということ言うまでもない。

それから、第四に、今般のCPIの改定結果というのは、連鎖指数に移行してもそれだけでは不十分である、ということを示している。新商品や新価格体系等の情報について、やはり今後も我々としても積極的に収集し対処していく必要があるのではないかと思う。この点で、CPI作成当局のアカウントビリティを高める必要があると思う。勿論これは、言うはやすく行うは難しの典型であるが、統計作成当局間の協力等が喫緊の課題であると思う。この点について、今度新しい統計委員会だったと思うが、統計の司令塔ができるということで非常に期待している。このように消費者物価指数、平成17年基準改定に含まれる将来に関する情報は、従来の政策の基本判断と整合的であると私は考えている。そして、そもそもゆっくりと調整を進めていくという判断はそういうところから出てきたのであり、その判断を強化するものだということを再度確認したいと思う。

最後に、今般のCPI基準改定に対する反応を含め、市場とのコミュニケーションについて、若干コメントしたいと思う。市場は日本銀行内の情報を含め、様々な情報から政策金利期待を形成する。若干テクニカルになるが、情報理論の基礎である、いわゆるシグナル・エクストラクション・セオリー——情報抽出理論であるが——、これらによれば最適に形成される期待は、これらの情報の加重平均となる。個々の情報のウエイトはその情報源の信頼度に依存する。信頼度の低い情報は、最適期待形成におけるウエイトが小さくなり、この意味で信頼度の低い情報源は、事実上市場から淘汰される。しかしながら、全ての情報源について正確な信頼度が最初から分かっている訳ではないので、信頼性の低い情報も、何らかの理由で信頼できる情報と間違われる可能性は排除できない。その場合は信頼でき

ない情報源が期待形成で大きなウェイトを持ち、市場の期待形成が望ましくない方向に流れてしまう可能性がある。しかし、時間が経ち、十分なトラッキング・レコードが蓄積されれば、人々の学習を通じて、信頼性の低い情報のウェイトはどんどん小さくなっていく。CPI基準改定発表後の市場の反応についても同じことが言える訳で、学習プロセスの一環と考えるのが自然ではないかと思う。さらに、我々には見えない動きに反応している場合もあり得る。従って、CPI基準改定に、我々は経済の基本的な動きの新しい情報が入っているとは思っていないが、場合によってはそういうことも市場は考えている可能性もあるので、この当初の——過剰な反応に見えるが——、その中にある動きについては十分な注意が必要であろうと思う。市場で問題なのは、オーバーリアクションではなくて、コンプレクシーである。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回決定会合以降の短期金融市場については、比較的落ち着いた動きとなっている。この間の市場調節については、即日オペを減らすなど、市場機能を少しでも回復すべく、工夫をされているとのことであるが、このような意識を持って、今後もオペ運営をやって頂きたいと思う。なお、経済・物価情勢については、4月の展望レポートに概ね沿った動きと考えているが、市場機能の回復度合いや、経済・物価情勢をめぐるリスク要因をもう少し見極める必要があると思うので、次回決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持が適当だと思う。

以下、金融政策を巡り気になっている点を幾つか指摘しておきたいと思う。まずは、市場と日本銀行の認識のギャップについてである。先日のCPIの基準改定による下振れは、「中長期的な物価安定の理解」の真ん中の値である1%とのギャップを拡大させる結果となったため、利上げは遠

のいたと市場に判断させる材料となったようである。さらに、債券市場では、このCPIショックを機に、長期金利のレンジが切下がった感がある。これについては、米国の景気減速を映じて米国の長期金利が低下し、その影響を受けていたところにCPIショックがあり、これがきっかけとなってレンジが切下がったという解釈が一般的なようである。しかし、このような金融政策についての判断には誤解があると思っている。まず、我々の新しい政策の枠組みのもとでは、フォワード・ルッキングに総合判断で政策を運営していくということであるので、物価を測る一つの物差しが変わったから政策の見通しが変わるということは本来あり得ない。また、私共の提示した中長期的な物価安定の理解の数値は0～+2%で、「委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた」としたが、+1%がターゲットということではないし、+1%以下は中長期的にみて物価安定ではないと理解している訳でもない。また、中長期的なものであるからといって、中心値についての記述も、いつまでも変わらないということではない。ボードメンバーは、指数のバイアスやのりしろ、それから国民の物価観に基づき数字を出しているが、見通し時に中長期的な観点から、それらについて変化したと判断すれば、またメンバーが入れ替わっていれば、数字は変化し得る。0～+2%の部分が変化する可能性は当面小さいとみているが、見通しの時期に各メンバーの中心値の位置は変わるかもしれない。金融政策の先行きを、この+1%を基準に判断することのないよう、我々の新しい枠組みについては、まだまだしっかりと説明していく必要がある。そうである。政策の枠組みの解釈についてではなく、物価や経済についての見方が我々と異なり、その結果、政策変更についての考え方にギャップが生じている場合には、経済・物価動向についての我々の考え方を十分に説明し、これについて市場とのギャップを縮めることが大切である。私共が口先で市場に介入し、政策や金利などについて、市場の認識を直接変えさせることは絶対に避けなければならない。それは市場との対話ではない。今日の総裁の会見では、市場に現在織り込まれている政策変更についての見方についてのコメントが求められているようであるが、我々の物価・経

済についての見方を示すにとどめ、今後公表される景気指標や実体経済の動きを踏まえて市場とのギャップが解消していくのを忍耐強く待つことが大切だと思っている。なお、利上げ後退を見込んで、円をファンディング通貨にした取引が活発化しているようである。政策変更リスクを無視したこのような取引の積み上がりは、後の巻き戻しのコストを大きくするので、金融政策についても、経済・物価情勢が標準シナリオに沿った動きであれば、徐々に金利を調整していくことに変更はないことを、しっかりと示しておくことが必要だと思う。今は同じ言い方を繰り返すことが大事だと思っている。

次に、消費者物価のコア概念についてである。総務省は消費者物価の基準改定と同時に、新たに総合除く食料及びエネルギーという米国型の物価指数も公式統計に格上げした。OECDは早速それを用いて、それがしっかりとプラスの領域に入るまで日銀は利上げを待った方が良い、との見解を示している。我々は、中長期的な物価安定の理解を求める際には、消費者物価の総合指数を用いることにしたが、そのトレンドを求めるためには、スタッフの分析から、除く生鮮食品というこれまでのコア概念か刈り込み指数が望ましいという結論を一応得ている。また、現在のエネルギー価格の上昇は、供給ショックというよりは、中国をはじめ新興国の高い成長による需要増による面が大きいので、新興国の台頭によるエネルギー価格の上昇は考慮に入れず、それによる競争激化に伴うディスインフレーション効果のみを物価指数に組み入れることは片落ちではないかとの意見も広がりを見せている。インフレ期待に関係する物価指数という意味では、エネルギーを含めた指数も重要だと言わざるを得ない。いずれにせよ、物価の動向を把握するためには、様々な物価指数を見ていく必要がある。先程も申し上げたように、一つの物価指数で金融政策を論じることは避けなければいけない。

最後に、マネーを巡る動きについてである。先程武藤副総裁もおっしゃったが、同じことである。この間のマネー関連指標であるが、マネタリーベースの8月中平残はたんす預金の現金にはまだ動意がみられない

ものの、日銀当座預金残高の大幅な減少により、 -20.2% となっている。マネタリーベースはしばしばマーケットの売買材料として使われるが、この減少は想定された動きであって、懸念には及ばない。また、マネーサプライを見ると、7、8月には $+0.5\%$ とゼロ%台となっている。こうした低い上昇率の背景には、預金からFB・TBなどM2+CD対象外資産への資金シフトの増加等があるが、金融システムが危機を脱し、金利がある世界に戻った状況では、自然な動きであると思う。なお、民間資金調達が増えるとマネーサプライが増えるが、企業の事業計画などをもとに、今年度のキャッシュ・フローを試算すると、設備投資や運転資金の増加が続くとみられることから、今年度は全産業ベースでも、有利子負債は増加に転じる可能性が高いという調査統計局の分析を手にしたところである。経済活動が次第に前向きになるに連れて、マネーサプライの上昇率も高まる可能性はある。いずれにせよ、当面このような低い上昇率が続いたとしても、十分に緩和的な状況は維持され、物価を含め我々の標準シナリオの達成に制約になるということではないということを確認しておきたいと思う。以上である。

福井議長

野田委員、願います。

野田委員

次回会合までの金融調節運営方針については、現在の方針を継続することが適当だと考える。先程申し上げたように、現在の我が国経済は、引き続き展望レポートで想定した標準シナリオに概ね沿った成長パスを辿っていると考える。これも先に取り上げたリスク要因についても、ここに来てその蓋然性が特段高まっているとみている訳ではないが、先行き我が国企業の設備投資のさらなる積極化による上振れリスクを仮に勘案したとしても、なお米国経済のハードランディング・リスク、あるいはITデジタル関連財の調整リスクといった、我が国経済にとってマイナスに働くり

スクについては、引き続き暫く身構えておく必要があるだろうと考えており、現状では引き続き慎重にこれらのリスクを見極めることが求められる状況であろうと考える。また、先程から色々議論がある物価情勢であるが、これについては、来月の展望レポートでは今回の改定を踏まえたうえで、改めて先行きの見通しについて検討する必要はある。ただ、今回の消費者物価指数の基準年次改定はあくまでも技術的な問題であり、実体経済には何ら変化が生じている訳ではない。そのトレンドについても変化はないということから、これまでの見通しを今直ちに修正しなければならないというものではないと考えている。こうした点を考え併せれば、当面は現在の金融調節運営スタンスを維持することが適当であると考えている。

また、短期金融市場については、7月のゼロ金利解除後は、当初こそややボラティルであったが、解除後二期目となる現在の積み期に入り、総じて落ち着いてきたと感じている。これは、金融市場局の肌理細かなオペレーションの努力があることは勿論であるが、それに加えて短期金融市場の参加者、特にメガバンクや外銀で資金繰りのノウハウが向上し、取引回復に向けた市場の手当てが順調に進んできたこと、すなわち、長年に亘るゼロ金利下で劣化し、後退していた市場機能がかなりのところまで回復してきている、それに伴い市場に対する信頼度も回復してきているということの証ではないかとみている。この面からも、現在の金融調節運営スタンスを維持することが適当であると考えている。

最後に、政策運営に関する情報発信に関して、一言申し上げたいと思う。先月の消費者物価指数の基準年次改定をきっかけに、市場では年内の追加利上げは難しいとの観測が急速に高まり、長期金利は一時1.6%ちょうど近辺まで低下した。個人的にはこうした市場の反応はやや行き過ぎであったとみているが、実際にその後の市場では、日米経済指標の改善やこれを受けた本邦株価の上昇、さらには10年債の入札不調などを材料に、足許では1.7%台まで水準を戻しているところである。本日の決定会合後の記者会見では、政策と関連してこうした長期金利を中心とする市場の動きに対する日銀の考え方に関する質問が予想される。これまでの議論を踏まえ

ると、消費者物価指数の下方改定を、早期利上げ観測の後退に直接結び付けたという市場と日銀との間には確かにギャップが存在すると考えられる。しかしながら、これをこのまま対外的に発言すると、内外株価が堅調に推移する中で早期追加利上げ観測を後退させた市場にとっては、タカ派的な発言と受止められかねず、長期金利の反騰を招くことが懸念される。市場が消費者物価指数の改定内容とか、あるいは金融政策に及ぼす影響を、自ら少しずつ消化し、金利水準を調整し始めているとみられる現状においては、市場に敬意を表すという訳ではないが、市場と日銀との間のギャップをことさらに強調し、チューニングを図るような発信は控えることが適切ではないかと考えている。併せて、日銀の物価についての考え方に全く変わりはないこと、それに基づく経済・物価情勢に対する判断というものを過不足なく伝えつつ、今後の政策運営方針についても、これまでの考え方に変更がないということ、同じ言葉で、ある意味で愚直に伝えていくということが重要であろうと思う。予断を排し、その時々々の経済・物価情勢を丹念に点検しながら、金融政策決定会合でその都度その都度決定していくということ、改めて強調すべきであると考えている。以上である。

福井議長

水野委員、お願いします。

水野委員

当面の金融政策方針については、現状維持、すなわち、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%に据え置くことに賛成である。

総務省が8月25日に発表した消費者物価の基準改定を受けて、市場における日本銀行の金融政策運営の見方が変化したと思う。金融政策運営において、CPIの前年比上昇率については、絶対水準ではなくトレンドに注目していくことが重要である。今回の消費者物価指数の基準改定によって、コアCPIの前年比上昇率自体は下方修正されたものの、コアCPIの前年比上昇率は徐々に高まっていくというトレンドには変化はないと

思う。本行は、今年3月に公表した「新たな金融政策運営の枠組み」において、中長期的なインフレ見通しの重要性が増しているとの姿勢を打ち出している。また、今後の金融政策運営は経済指標をみながら行う訳であるが、これは、コアCPIインフレ率を偏重せず、あらゆる経済・物価指標を注視することを意味すること、先をみて早めに政策を微調整するというフォワード・ルッキングな金融政策運営を行ううえでは、コアCPIの前年比上昇率の足許の絶対水準よりも、トレンド的な動きがポイントとなると思う。今回の基準改定を受けた日本銀行の物価情勢全体の判断には変化はないため、金融政策に関する基本姿勢を変える必要はない、と判断していることを丁寧に情報発信していくべきかと思う。

今回の消費者物価の基準改定を受けて、金融市場では、日本銀行はこれまで実質金利の低さを追加利上げを正当化する根拠としてきたとみられている。そして、新基準ではコアCPIインフレ率は+0.2%であり、実質金利はほぼゼロになるため、実質金利の議論を利上げの支援材料として使いにくくなっているのではないかという見方が一部にある。しかし、そのような見方は必ずしも正しくないと思う。幾つか理由があるが、第一には、実質短期金利はマイナスかプラスかが重要なのではなく、実質成長率のトレンドなどとの相対的な関係でみておく必要がある。このギャップは依然として大きい点について指摘しておきたいと思う。第二に、消費者の期待インフレ率は、7月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年同月比上昇率+0.2%、旧基準では+0.6%であるが、どちらでみてもいわゆる家計がみる期待インフレ率よりは、かなり低い数字になっているということである。第三は、CPI上昇率については、先程も言ったが絶対水準ではなく、そのトレンドに注目していくことが重要であるということ、第四は、経済に構造的なデフレ圧力が掛かるような局面では、実質短期金利をマイナス、あるいはゼロ近辺に放置していても、期待インフレ率上昇や資産インフレ懸念が高まる可能性は高くないが、実質成長率が上昇トレンドを辿るならば、短期金利はプラス方向に徐々に修正していく金融政策運営が適切であるということからである。

また、「FRBの利上げの見送りによって、日本銀行の追加利上げが困難になった」との見方も聞こえてくる。FRB内では一時的にせよ、成長重視者の声がインフレ抑制者より勝っているようである。金融市場は暫く前まで、米国経済がハードランディングするシナリオを警戒していた訳であるから、そのような見方はロジカルではなく、むしろ、「米国経済がソフトランディングする可能性が高まる中、日本銀行の金融政策の自由度は高まった」という議論の方が説得力があるように個人的には思う。日本銀行の金融政策運営における制約を、もっともらしく説明する向きの影響はそれなりに大きいように感じられる。金融政策運営はそれ程単純ではなく、他の主要国の金融政策運営や一部の経済統計の基準年次改定などから決定的な影響を受けることは低いことを、時間を掛けながら周知していくことが必要かもしれない。

我が国は、事前に関係者間で意見調整をして、できるだけ全員一致で物事を決定するコンセンサス重視社会・政治風土である。そのため、将来の経済・金融情勢を展望して、フォワード・ルッキングに政策を決定するメカニズムは馴染みにくい面があると思う。このようなコンセンサス社会において、先をみて早めに政策を微調整するというフォワード・ルッキングな金融政策運営を行うことは、極めてチャレンジングであるように最近思っている。また、金融市場は、経済実体から離れて常にオーバーシュートしやすいものである。中央銀行としては、この乖離度合いがどの程度か的確に測ることができるかどうか、これは我々のセンスも要求されている。変化の時代、スピードの経済と言われる中、景気・物価の先行き見通しをはじめ、諸々の不透明な経済・金融情勢を織り込む市場との対話は重要である。将来が不確実な故に、市場との対話は金融政策運営における有用なツールとなる。金融市場のオーバーシュートに歯止めを掛ける必要がある。特に我々の金融政策の考え方に対する理解が必ずしも正しくない時については、情報発信は一定のルールを守りながら行うことが適切ではないかと思っている。Fedをみていると、先週から来週に掛けてかなり多くのFOMCのメンバーが実際に講演を行っている。来週も議論を含め色々予

定されているようである。ちょうどFOMCから1か月経った辺りで、マーケットが一定の利上げ見送りの消化を終えたうえで情報発信をしていくという意味で、我々もCPIの改定を受けてマーケットが一定の消化をしている作業、先程野田委員が言われたが、その過程を経ながら頃合いを見ながら、少しずつ発信をしていくというのが望ましいのではないかなと思う。以上である。

福井議長

最後になったが、春委員から願います。

春委員

申し上げる。次回会合までの政策運営方針は、引き続き0.25%の調節方針を継続し、持続的で息の長い景気拡大のプロセスをサポートしていくことが適当と考える。市場では、昨日のご報告のように参加者の習熟度が向上して落ち着いた地合いが続いているとのことである。今後、中間期末を控えて、引き続き市場の状況をよくみながら、肌理細かい調節運営をお願いしたい。また、補完貸付の金利についても、補完貸付の利用が限定的なものにとどまっている状況から、0.4%を継続することで良いと思う。

新基準によって、CPIの前年比が予想より下振れたことを受けて、マスコミ等では今後の利上げ時期が遠のいたとの見方が広がっており、今日の記者会見に注目が集まっている。本行としては、基本的には利上げ時期について、従来同様予断を持たず、引き続き経済・物価情勢を総合的に勘案して、二本柱による点検に基づいて、フォワード・ルッキングに先行きの経済・物価情勢を予測しながら、ゆっくりと小刻みに金利の調整を進めていく姿勢に変わりはないということを発信していくことが適当と思う。私自身としては、新基準によるコアCPIの下振れが将来も続くのであれば、余裕を持って利上げの判断をしやすくなったと認識している。

二点、少し私なりのコメントをさせて頂いて、ご批判を頂ければと思うが、一つは、コアCPIが安定的にプラスになったことを確認して量的緩

和政策を解除した3月の決定について、一部に「新基準による数値が公表されるまで待つべきであった」との議論がある。私としては、まず政策判断の基準は、その時点で公表されている統計によるべきものであること、それからその時点で想定された新基準による下振れ幅を勘案しての決定でもあったこと、結果として新基準におけるコアCPIは想定を下回って5月までゼロ近辺であった訳であるが、6月、7月とプラスになって、今後もプラス基調を続けると考えられること、また、3月の決定以降市場は概ね平静に推移していることなどから、3月の決定はその後の7月のゼロ金利解除の決定を含めて、現時点では適切であったと評価できると思っている。

もう一点は、この間、8月のFOMCの議事要旨が発表されて、市場とのコミュニケーションをより円滑にするため、「経済目標」とその達成に向けた見通しの評価を如何に公表するか、10月の会合で協議する予定ということが明らかになった。英国の「ターゲット」、ECBの「定義」、それから本行の「理解」、米国の「オブジェクティブズ」と、呼び方は様々であるが、数値の公表によって透明性を高めるとともに、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策運営を行うことによって、機動性と両立させるという金融政策の枠組みが徐々に共通のものになりつつあるように受止めている。以上である。

福井議長

当面の金融政策運営に関して、各委員からご見解を頂戴した。一言で言えば、各委員とも次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針については現状維持ということであったと思う。私自身もそういう判断を持っている。現実の短期金融市場は、時間の経過とともに段々習熟度が上がってきており好ましいことだと思っているが、まだ完全ではないということなので、暫く余裕のある間に、市場の正常化、機能向上について、さらに努力していく必要があると思うところである。

一つは、西村委員から、次回の展望レポートから連鎖指数のCPIを

使ってはどうか、というご提案があった。この点について、直ぐに結論の出る話だとは思わないが、もし今直ぐ議論しておく必要があるようであれば、多少議論して頂きたいと思う。

もう一つは、今日の記者会見について、きちんとやれ、とこういうご指摘があった。CPIの改定があった訳だが、我々の共通の判断は、実体経済あるいは物価動向とも、我々の標準的なシナリオに概ね沿って動いているということであるので、金融政策のベーシック・スタンスも不変であると、これを軸に説明するということかと思っている。愚直にやれという部分だが、多分できると思っているのご安心頂きたいと思う。つまり今回はあまり余計な台詞を使うと、非常にバイアスを持って受止められる可能性が強いと私も思う。連鎖指数は、もし採用すると、ベースラインを戻す大きな修正が逐次消化されていくということは非常に明確になっている。しかしそれ以外のところが、必ずしも自動的に消化されない。また、これがどれ位一般的な共通の指数として理解されやすいものになるのか、という問題もあり得るかなと思う。そういうものでも良いのだというようにいくのかどうかとか、色々問題があると思う。取り敢えず、調査統計局は何か今の時点でコメントあるか。

早川調査統計局長

ほとんど昨日申し上げたとおりであり、考え方としては、例えばアメリカがPCEを見るのも、一つのそういったラスパイレスのバイアスを排除するという意識があるので、それはそれで意味のあることだと思っている。ただ何分にも今回CPIの改定でかなり段差が付いた後にこれをやると、それを意識したものと当然皆思う訳であるが、実は昨日も申し上げたように、今回の場合、0.5%のうち、いわば連鎖をみていれば防ぎえた部分というのは0.1%しかなくて、0.4%の部分は基本的には新しい品目の入れ替えとか、あるいはまた指数の変更によるものである。その0.1%のために、やや皆の見慣れない数字を入れることが、果してどこまでプラスになるかどうかということは議論の余地があるということと、少しテクニカル

なことを申し上げたが、西村委員の言葉で言えばドリフトと言ひ、連鎖指数というのは期間中に上がったたり下がったりする価格を入れると、実はドリフトによるバイアスが発生するという性格がある。

西村委員

正確に言うと、例えば、ある年に例えば石油価格が1だったとして、その次の年に2になって、それがまた1になった時に、今の指数であれば元に戻るが、新しい指数になると戻らない、それがいわゆるドリフトと呼ばれているものである。論理的にそれで構わないという考え方も当然あるが、直感的に合わないという人もいる。それをどうするかというのは大きな問題である。ただ、月次ではなくて年次にするので、恐らく大きな問題が出てくるのは、エネルギー価格の問題に多分全部集約されてしまうのだと思う。

早川調査統計局長

昨日も少し申し上げたように、恐らく生鮮食品などは元々入れてはいけない訳である。その意味ではまさにドリフトの元であるから。そうすると上がったたり下がったりするものというのは、実は後はエネルギーが一番の候補である。要するにパソコンなどは、下がる率は変わるかもしれないが方向はほとんど同じなので。そういうものなのだと。そうすると私の個人的な意見を申し上げますと、2005年基準というのは、その間にエネルギー価格がドリフトする確率はかなり高い時期ではないかと思うと、2005年の基準のところで、その連鎖をみるのが良いのかどうかという議論は十分ある。2000年基準はたまたま2000年から2005年の間、エネルギー価格が一貫して上昇したので、上昇率に変化はあったが、上がったたり下がったりはしていないので問題ないが、2005年から2010年の間にどこかで、エネルギー価格がピークを打って下がるようなことが仮にあるとすると、そういう問題を招き得る指数であるということは、少し技術的であるが一応ご理解頂いておいた方が良いでしょう。後は皆さんがそれでどうお考えになるか。た

だ、実際に影響するのはC P Iの0.1%位しかないので、数字として影響するのはC G P Iである。こちらの方はかなりシグニフィカントといった話である。

岩田副総裁

少し質問がある。アメリカの場合はチェーンをやっている訳であるが、本当かどうか分からないが、事実上の品目の入れ替えの範囲を少し広く取っているので、新製品の影響が非常に大きいというのだが。

西村委員

アメリカは基本的には価格情報の取り方も、サンプリング、要するにストキャスティック・サンプリングのやり方である。日本はI L Oのやり方でやっている所以、かなり根本的な違いがある。

早川調査統計局長

アメリカの場合は、品質が断続的に変化している。だから新製品が断続的に入ってくる。我が方は、基本的に同じやつをずっとみているので、そういう意味では、アメリカでよく言うバイアスというのは実は発生しにくい。

岩田副総裁

新製品のバイアスが発生しにくいということか。

早川調査統計局長

ただし、逆に言うと、どこかで急に入れると断層を持って変化するという性質のものである。

武藤副総裁

質問であるが、C P Iの連鎖指数というのは、今は発表されていないの

だな。

西村委員

今は発表しても意味がないので。

武藤副総裁

意味がないからな。それはいつから発表されるということになるのか。

西村委員

来年から。

武藤副総裁

来年から発表されることは決まっているのか。

西村委員

決まっているはずである。

早川調査統計局長

一応参考指数として出す、というように確か言われている。

武藤副総裁

それから今もお話があったように、当面は意味がない。0.1%とおっしゃったが、0.1%もない訳だな。

早川調査統計局長

ない。先程も申し上げたが、2000年基準で5年間掛かって0.1%しかなかった。

武藤副総裁

そこから先は、少し意見とも質問ともつかないが、世の中にどの程度認知されているかとか、やる意味がどの程度あるかということが、この日銀の展望レポートのような一般人向けの発信としては非常に重要だと思う。西村委員のおっしゃるような議論は、学問的には、あるいは正しいということなのかもしれないけれども、やはりそういう問題もあるので、少なくともいつからそれをやるかとかいうことは、また別途の問題があるのではないのかなという気がする。

西村委員

それはそのとおりである。私は検討して欲しいと言っているのであって、今これを導入——個人的には導入した方が良いと思っているが——することを提案するという話ではない。もう一つ考えなければいけないのは、国際的に全体が連鎖の方に向かっているので、何らかの形で連鎖にもっていかないと要らない腹を突かれるというところがある。それともう一つは、コンシステンシーの問題で、GDP統計は全部連鎖になっている。しかも年次の連鎖になっていて、コンシステントに作られていて、CPIとCGPIがラスパイレスでそのまま固定であるというのは、少し学者として些か座り心地が悪い。学者でなくても多分座り心地が悪いのではないかという気がする。ただし、今回例えばやるべきかどうか、ということはまた別な話なので、検討したけれどもやはり今回は見送って、この次若しくはもっと適当な時期にという形では十分考えられると思う。

早川調査統計局長

基本的には連鎖は、例えば私共のCGPIだと連鎖の発表はかなり遅れる。CPIの場合はウエイトが家計調査なのでもっと早いとは思いますが、例えば1月のCPIが出てくる段階で連鎖になることはあり得ないと思うので、実際には2月か3月頃のCPIが発表される段階で連鎖が登場するといったことになるのではないか。

西村委員

連鎖の登場はもっと後だな。6月か7月か、半年位は遅れると思う。

早川調査統計局長

要するにCPIのウエイトを確定したうえで、再計算をするという作業が必要なので、例えば来年から発表されたとしても1月から存在するものではなくて何か月か遅れて初めて出てくるような性質の数字であるということである。

須田委員

それは少し嫌だな。

西村委員

最初のもは、テナティブというか、要するに暫定数値という形で発表される訳である。

福井議長

今のはよく分からない。1月のCPIが今までのやつだと2月に出るけど、その連鎖指数は5か月位後になるのか。

早川調査統計局長

なぜかと言うと、今までの方法では、例えばこれから出てくるものは2005年ウエイトで固定されているので、価格さえあれば直ぐ計算できる訳である。ところが連鎖にするためには、例えば来年のCPI上昇率、2006年ウエイトでやらないといけないので、そうすると2006年の家計調査が全部出て、ウエイトが確定して、きちんと総務省でプログラムが間違っていないかチェックして、それから出てくる。

福井議長

それだと1年後になってしまうのではないか。

早川調査統計局長

否、そんなことはない。今年の数値が、例えば家計調査が来年の1月末位に確定して、それでウエイト表を作ってプログラムを回して、正しいことを確認すれば、物理的には2月か3月位には出るのではないかと思われる。そういう性質のものである。

西村委員

叩けば多分3月位に出てくる可能性はあるが、それなりに大変である。

早川調査統計局長

そういうものである。だから繰り返しになるが、理屈としてはアメリカがPCEを見ているのと同じような意味では整合性はあるし、それから基準改定時の段差もなにがしか縮小するというメリットはある一方で、日本の中でどれだけ馴染んでいるかとか、ドリフトの問題とか、先程の公表のラグの問題等のいわゆるコスト・ベネフィットを皆さんでお考え頂いたうえで判断するということかと思う。調査統計局としては、「出せ」と言われれば出せないものでもない。

武藤副総裁

それから、今のCGPIには連鎖指数があるが、我々は展望レポートでは、連鎖指数を採っていない。

早川調査統計局長

然り。というのは、CGPIの連鎖指数は思い切り遅れるのである。1年半以上遅れる。というのは、工業統計によってウエイトが確定するので、統計のウエイト確定が、例えばCPIよりもさらに1年位余分にかか

る。

武藤副総裁

CPIとCGPIは、そういう基礎的な考えは同じでなければおかしいのか、それとも区々になっても良いものか。

早川調査統計局長

それは割り切りだと思う。

福井議長

おっしゃるのは、CGPIは従来どおりで、CPIは連鎖指数でということか。

武藤副総裁

CPIから連鎖指数というのは、変ではないかと私は個人的に思う。

須田委員

それからもう一つ、それは修正されたりするのか。例えば、速報が出るとか。

西村委員

ウエイトが変わるので、当然であるがそこで遡って変える。

須田委員

どんどん変わっていくのか。

西村委員

例えば、彼らは少しずつしか作業しないので、多分6月位に出てくると思うが、そうなった時に遡って全部変える形に多分なると思う。暫定の指

数が出て、その後で変えると思う。それが非常に気持ち悪いということは、確かにそのとおりである。

野田委員

毎年そういうことが起こるのは気持ち悪いな。

岩田副総裁

よく分からないのだが、他の国は皆チェーンでやっていて、それ程遅れはない訳だな。だから問題は、ウエイトの決め方がリジット過ぎるのではないのか。

西村委員

何とも言いがたいが、非常に厳密にやっていることは確かである。それからもう一つ違うのは、例えばPCEなどを作るとしても季調とか何かが皆掛かったものが全部きて、BEAとかそういうところは、ただ計算すれば良いだけである。ところが、現在のケースの場合は、統計局が全部見て、SNAだとESRIでそこで再び季調を掛けたりという作業をするため、凄く時間が掛かるということは確かにそうだと思う。これは作り方だから仕方がないのだが。ただ、今度新しい委員会で、これは大変重要だから直ぐにやれ、とかいうことが起こると変わるかもしれないけれども、今の段階で、今のマンパワーでやると、直ぐやれというのはかわいそうかなという気はする。ただ論理的にみると、片方が連鎖になっていて、他のものが連鎖ではないものを同時に外に出すというのは、私は凄く気持ちが悪いという気がする。正直言って、時期的には今直ぐやらなくてはいけないということではない。でも反対に言えば、今やっても全然変化はないので関係はないが、ただ時間が先に行くに連れ、これはかなり大きな問題になって、次の2010年の基準改定のところになると、また大きな問題が出てくる可能性はある。

須田委員

大きいといっても0.1%だな。

西村委員

今回の場合は、ある意味特殊要因があった。通常は価格が上がれば需要が下がってウエイトも下がるので、固定ウエイトの場合はバイアスは大きくなる。今回はそうならず、逆になった。両方合わせると相殺してしまい、バイアスが逆に小さくなってしまったのである。

福井議長

ラグがどの位あるかよく分からないが、生のCPIでそれだけで政策判断する訳ではないから、それで十分政策判断できるのに、「連鎖の数字が出るまで少し待とうよ」というような極めてカウンター・プロダクティブなことが起こらないか。

西村委員

それはあくまでも我々の見通しだけであるから、そのようにはならない。

福井議長

今年はそうでも、現実に今政策変更するかどうかという時に、直近の連鎖の数字が出ていないことが、政策に影響することは非常にまずいということにはならないか。

西村委員

連鎖のテナティブな数字が出ているので、それを勿論使って考えるし、それから先程の話ではないが、固定計数も発表されているので、当然そういうのは総合的に判断して我々は決める訳である。ただ、外に出す時の数字が、いわば3つの数字がそれぞれコンシステントになるように出す方が良いのではないかということである。それから、中期的な議論になるので、

年末それから次の年というものになるので、その動きをみる時にどのように考えるかということに依存すると思う。だから、正直言って、私は色々なことを勘案して連鎖に行った方が良いと思うが、連鎖に行かないとダメだということではなくて、逆に連鎖に行くことの色々なコストも結構多いということはそのとおりである。これはやはり判断だと思う。私は私の判断があるが、皆さんの判断もあり、勿論総意に従う。

岩田副総裁

今お話を伺っていると、中長期の物価安定を決める時に、連鎖指数みたいなものを、つまりより理想というか、よりバイアスの少ないもので中長期なものは考えておいた方が良く、そういうことか。

西村委員

中長期だと全部の平均になってしまうので、時間平均みたいな形になる。しかもヘッドラインでやるので、連鎖も何も全体的なトレンドで十分な時間さえ取れば同じ動きをする。

武藤副総裁

5年間の間の後半におけるバイアスを除去した方が判断としては良いだろう、それは一般論としてはそういうことだと思うが、いずれにしても、まだ先の話ということか。

岩田副総裁

要するに今伺ったのは、我々の物価安定の理解ということで、0～+2%という数字を出していて、それが今回のこういう指数改定でそれを0.5%下げるのかということ、そうではないのだと思う。0～+2%というのは、ある意味ではより理想に近い、バイアスの少ない物価指数で考えて0～+2%である、というように我々は決めたのではないか、ということを確認めたかっただけである。

武藤副総裁

その 0～+2%というのが何だったかということは意外と難しいが、中長期的なものだとすれば、連鎖指数かどうかということは超越した理想的な数字というようなイメージではないかと私は思うが、どうであろう。

岩田副総裁

同じことを言っていると思うが、我々が考えているのはよりバイアスの少ない物価指数で測ったもので 0～+2%というように定義したのではないか。そういう意味では、西村委員のおっしゃったのは、連鎖指数のバイアスが仮に少ないとすれば、そちらの方向で考えるということか。

西村委員

私は中長期的な理解の時には、バイアスを入れた形で考えているので、その影響を含めた形で考えている。だが、中長期的理解を変える必要はないというのは全くそのとおりで、それはどうしてかと言うと、中長期的であるのでバイアスそのものも恐らく変化していくので、それも全部均したところで考えている訳であるので、変える必要は全くない。

福井議長

全てのバイアスを消せないのだから 0～+2%というのは、ある意味でバイアスを含んでいるということだな。バイアスが大きいか小さいかは別にして。

西村委員

時間平均でみているというそういう考え方である。だからこれは基本的には、最終的にはパブリック・リレーションズで、どちらが皆によく分かって頂けるか、誤解が少ないかということだと思う。

福井総裁

どちらが、余計な疑問を呼ばないかということ。

須田委員

政策判断を迅速にきちんとできるか。

福井議長

然り。あまりに厳密過ぎて、かえって政策判断の障害にならないかということ。

武藤副総裁

いずれにせよ、そのCPIの連鎖指数が世の中に発表されて、そういうものがあるということが認知される必要がある。日銀だけが先んじてというのは、如何に論理が正しくても少しそこは違うのではないかという気がする。

野田委員

それにはこれまでとはっきりどう違うのか、入れ替えた方が良いのか、といったことがもう少し明確になり、かつ有利性もはっきりしていないと、なかなか説得性はないであろう。大変申し訳ないが、今西村委員のお話を聞いている限りでは、変えなくてはいけないというところの説得性が私には強く伝わってこないというのが正直なところである。

福井議長

しかし、まだこれは勉強不足である。ボードメンバーが完全にコンピングでない限り、説明しろと言われてもできない。

野田委員

であるので、もう少し整理してプロコンをよく見ておきたい。そのうえ

で判断したい。

福井議長

西村委員のご意見は本当に有難い。これはきちんと勉強していきたいと思う。他に宜しいか。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。須田委員のご発言を聞いていて少し理解ができなかったことなのだが、つまり物価安定の理解で0～+2%、+1%を中心に散らばっているということを我々は言った訳であるが、その後展望レポートで2007年度に+0.8%という一応中央値を出して、基本的にはその姿でGDPの成長率なども合わせて、セットとして「これは我々の物価安定の理解と整合的なものだ」と判断を下したと思うが、それは良いのか。

須田委員

然り。

福井議長

それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。まず赤羽財務副大臣から願います。

赤羽財務副大臣

それでは発言させて頂く。我が国経済の現状をみると、景気は回復している。設備投資が堅調に推移するなど企業部門は好調であるが、天候不順などにより一部の消費関連統計に弱い動きもみられる。原油価格や海外経済の動向が与える影響等には留意する必要がある。一方、物価の動向を総合すると、デフレからの脱却が視野に入っている状況にあると言える。インフレの懸念が見られず、先般の基準改定により消費者物価指数の前年比上昇率が下方改定された現在の状況では、景気回復を持続的なものとする

ため、引き続き現在の金融市場調節方針を継続し、経済をしっかりと支えて頂くことが重要であると考えている。また、市場全般の動向にも十分目配りして頂きたいと考えている。金融政策の先行きの考え方について、憶測で市場が不安定になることのないよう、市場や国民に丁寧にご説明頂き、適切な期待形成を図って頂きたいと思う。

以上であるが、私自身の政策決定会合の参加は、恐らく今回が最後になる可能性が高いと思うので、これまでの御礼を兼ねて一言申し添えさせて頂きたいと思う。昨年11月より12回に亘り政策決定会合に出席させて頂き誠に有難うございました。特に3月の会合では量的緩和政策の解除、7月の会合ではゼロ金利政策の解除とまさに金融政策の歴史的転換に立ち会うことができたことは、このうえない光栄であり、また、毎回の会合での政策委員の先生方の真摯な議論に触れさせて頂いたことは、大変勉強になり貴重な経験にもなった。この場をお借りして心から感謝を申し上げたいと思う。ここで一点だけご検討願いたいことが実はある。私は財務省という組織全体を代表して一人出席をさせて頂いているが、会合中は、実態としては戻ってからの報告のために、議論のテイクノートにかなりの労力を割いているのが実態である。もう少し自由闊達に議論に参加させて頂けたらなという願いがある。色々難しい点があると思うが、政府側同行者の傍聴について、是非ともご検討頂くよう宜しくお願い申し上げる。最後に、私共政治家は、現場を歩き回ることが仕事の一つであるが、地方都市の経済の実態は、マクロの数字で現われた状況とまだまだかなり乖離があるものと言わざるを得ないというのが、私の正直な感想である。今後とも一日も早く多くの国民の皆様方に景気の回復を実感して頂けるような経済運営に全力を傾けていくことが私の使命と考えてこれからも精励してまい進していく。どうか各委員の先生方におかれても、ご健康にご留意頂き、金融政策の舵取りの程また宜しくお願い申し上げ、簡単ではあるが私からの御礼の感謝の言葉とさせて頂きたい。

福井議長

藤岡政策統括官からお願いします。

藤岡政策統括官

申し上げます。経済の現状をみると、景気は回復しているが、今後の物価動向については、注視していく必要がある。重点強化期間内におけるデフレからの脱却を確実なものとし、物価安定のもとでの、民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、政府の政策取組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から経済を支えて頂くことを要望する。先行きについては、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いとされている。金融政策運営についての不透明感を生じさせ、市場が不安定化することのないよう、市場や国民の経済に対する予測可能性を高めるため、経済・物価情勢の展望や、先行きの金融政策の方向性について、丁寧にご説明頂くことをお願いします。以上である。

福井議長

ただ今の政府からのご発言に対してコメントがあればどうぞ。宜しいか。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに入りたいと思う。議長としては、皆様方のご意見を踏まえ、金融市場調節方針は現状維持ということに議案の提出をしたいと思う。念のため、他に議案提出をご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長提案を用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

それでは議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。以上。」。別添、公表文案である。「2006年9月8日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致または賛成○反対○)。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。以上。」である。

福井議長

それでは採決に移る。

[政府からの出席者退室]

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。今決定されたように市場調節を宜しくお願いしたいと思う。かつ市場機能の向上について、引き続きそれを促すように努力をして頂きたいと思う。政府の方を呼んで欲しい。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決した。それでは次の議題である。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

それでは、次の議題である。金融経済月報の決定、基本的見解の決定である。討議の前に執行部から説明のあったペーパーであるが、討議と今の決定を踏まえてこの文章で如何か。改めてご覧頂きたいと思う。

内田企画局企画役

一点、市況で修正をお願いしたい。株価であるが、多少下がり、前回決定会合時 15,500 円台、今 15,900 円台とのことなので、3 百数十円の上昇のため、今までの経緯からすると横這いの評価になると思われる。従って、修正をお願いしたいと思う。具体的に申し上げると、最後から三行目であるが、「為替・資本市場では、」の後暫く飛び、「長期金利は前月と比べ」と「前月と比べ」を入れて頂き、「前月と比べ低下しているが、円の対ドル相場および株価は」と「および株価は」を入れて頂き、「および株価は

前月と概ね同じ水準となっている。」とする。もう一度読み上げるが、「為替・資本市場では、長期金利は前月と比べ低下しているが、円の対ドル相場および株価は前月と概ね同じ水準となっている。」。

福井議長

宜しいか。それでは今の修正後の文章で決議を採りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決させて頂いた。金融経済月報であるが、今の基本的見解の部分は、即日公表、今日の 15 時公表を予定している。また、背景説明は、必要に応じて執行部で修文を施したうえ、11 日、来週月曜日 14 時に

対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（8月10～11日開催分）の承認

VII. 2006年10月～2007年3月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認
福井議長

残る議題が二つある。一つは議事要旨、8月10日、11日開催分の議事要旨の承認である。もう一つは、2006年10月から明年3月までの金融政策決定会合開催予定日等の承認の件である。議事要旨については、既にお配りして、目を通して頂いたかと思う。それから、決定会合の開催予定日等は、お配りしているスケジュール表、これもご確認頂いたかなと思うが、ご異議がなければ併せて決議を採らせて頂きたいと思うが如何か。宜しいか。それでは両案併せて。

[金融政策決定会合議事要旨（8月10～11日開催分）について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2006年10月～2007年3月の金融政策決定会合の開催予定日等について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

議事要旨の件、それから開催予定日等に関する件ともに賛成9。全員一致である。

福井議長

両案とも全員一致で可決をした。このうち議事要旨の方だが、9月13日、来週水曜日14時に対外公表を予定している。それから日程の方は、今日のこの会合終了後、速やかに公表させて頂く。以上である。

VIII. 閉会

福井議長

今日の議案は全て終了した。次回は、10月12日、13日、両日開催予定である。宜しく願います。なお、いつも申し上げているが、決定会合に

おける議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りということである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って、情報を開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場の皆様方におかれては、くれぐれも厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上である。閉会とする。

(12時32分閉会)

以 上