

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年10月31日（9:00～12:44）

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	田中和徳	財務副大臣
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	稲葉延雄
理事	堀井昭成
理事	井戸清人
企画局長	雨宮正佳
企画局企画役	内田真一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	前田栄治
国際局長	出沢敏雄

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	武田直己
企画局企画役	鈴木公一郎

I. 開会

(9時00分開会)

福井議長

政策決定会合を開催する。今日は一日会議なので通例とはアジェンダが異なっている。最初に金融経済情勢及び展望レポートについての執行部説明を伺う。あとは金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、それから金融市場調節方針についての決定、展望レポートの基本的見解の取り纏めと決定である。展望レポートの公表を予定していることを踏まえて今日も効率的な議事運営へのご協力をお願いしたいと思っている。政府の方から財務省田中副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。委員及び政府からご出席の方々におかれてはそのことを踏まえてご発言頂ければ幸いです。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは議事に入る。最初は金融経済情勢及び展望レポートについての執行部説明だが、まず金融調節、金融・為替市場の動向について稲葉理事と中曾金融市場局長から願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それではお手許の追加資料に基づいてご説明する。図表1-1である。まず無担O/Nコールレートの推移だが、前回決定会合以降あまり変化はないが、この間総じて0.25%を挟む狭い範囲で推移している。多少細かい点になるが、10月20日は国債発行日であり、この日に向けて前もって

厚めの資金供給を行ってきたこともあり、この日は当座預金残高が10兆円、準備預金が6兆円台とやや高め残高になっている。この影響もあって、準備預金の積みがこの後進捗したので、20日以降のオーバーナイトレートは0.25%を下回る日が度々生じている。続いて図表1-2の表で当座預金の主体別の保有状況をご覧頂くと、足許までの10月の積み期は都銀が3.1兆円と所要準備の2.9兆円に比べてやや高めになっている。これはメガバンクの一部において、今月は預貸の振れに対応して、保守的な資金繰り運営をしているほか、これまでキャッシュ潰し的に積み上げてきたFB、あるいはTBを売却しているため、手許現金が潤沢になっていることが背景とみている。このため、全体として準備預金の積みが10月中はやや前倒しで進捗した。こうしたことを反映して図表1-3の当座預金残高のグラフだが、黒い実線の1日当たりの残り所要を上回る白い面積で表わした準備預金の部分、つまり積み上げ幅は先週末まではやや高めに推移している。この間、短期金利のグラフにもあるが、短期金融市場のレートは全体として大変安定している。黒い線のコールレート(O/N)は先程申し上げたように0.25%近傍で落ち着いているし、グレーの線でお示したレポレートも概ね0.30%~0.31%で推移して安定している。メガバンクがFB、あるいはTBのポジションを軽くしているので、これを買取る証券会社の在庫はかなり膨らんでいる。このことからするとレポレートは本来もう少し上昇しても不思議ではないが、メガバンクはこの間、レポ市場への資金放出を積極化しているのも市場全体として上手く資金が循環する機能が働いたとみている。また、証券会社が共通担保オペなどでやや長めの資金を積極的に調達していることも足許のレポレート安定に寄与している。続いて図表1-4、図表1-5でコール市場の規模をご覧頂く。図表1-4にあるように、10月の市場規模はやや縮小している。図表1-5の旬毎の推移からみると、〈取り手別〉のグラフに現われているように、このところ外銀は調達額がやや減っている。外銀は円の調達ソースをユーロ円、あるいはDD取引——ダイレクト・ディール——などに多様化していることが背景のようである。続いて図表1-6で最近のオペの実

施状況をご覧頂く。9月の中間期末に向けてオペは大分短期化して本数を増やしたので、オペの頻度を抑制するため、最近ではタームが1か月ないし2か月程度の長めのオペを増やしている。例えば、共通担保全店オペは全て2か月になっているし、本店オペも1ないし2か月の本数を増やしている。10月30日オファーの本店オペだが、これは今年初めての年末越えのオペである。去年の初めての年末越えのオペが3月3日だったので、それに比べると約8か月遅れと様変わりだが、足切りレートは0.32%と、従来の同じようなタームのオペと変わっていない。このため、今のところ目立った年末越えのプレミアムは観察されていない。国債買現先オペについては、このところレポレートが落ち着いているので、多少本数を落としている。10月中は、先程述べたように準備預金の積みがやや前倒しになったので、進捗を抑えるという観点から、4回に亘って即日の吸収オペを実施している。図表1-7で当面の資金需給だが、10月は本日も含めて1.8兆円の不足となる。この先は11月も資金不足基調になる見通しである。さらにその後は——毎年なのだが——、12月初めに税揚げが控えているので、これから年間でも最も資金不足の深い時期を迎える。調節面ではこの不足を埋めていくための供給オペを続けていくことになるが、2か月程度のやや長めのオペを織り交ぜながら、なるべく市場での自然なレート形成を促していきたい。続いて図表2-1以降で金融・為替市場の動向をみていく。まず、(2)の表でターム物のレートの推移についてご覧頂くと、短国レートでは利上げの時期が早まる可能性が意識されている。これに伴ってメガバンクが、これまでキャッシュ潰し的に運用していたFB、TBを売却した結果、これまで買われ過ぎていた反動もあるが、例えばFBの3か月物だと足許は0.36%、TBの6Mが0.4%台と、いずれも前回決定会合に比べると幾分強含んでいる。利上げのタイミングに関する市場の期待について、図表2-2(2)のグラフ、ユーロ円先物レートの推移でご覧頂くと、10月中に上昇した後、足許でガクンと落ちている。上昇の背景としては、短観などの景気指標、それから福井議長、副総裁の会見、さくらレポート、こういった材料が重なって利上げ期待が徐々に高まってきた

ということである。それが足許で急速に低下しているのはCPI要因である。つまり9月のコアCPIが予想比下振れたこともあるが、それに加えてソフトバンクの影響がある。つまり、ソフトバンクの値下げ計画がCPIの更なる水準訂正であるとか、あるいは携帯電話料金の競争的な引き下げを招く可能性があるのではないかと、そういったCPIの先行きに対する不確実性が増したとみる市場関係者が増えたということである。この結果、

(1) のグラフでご覧頂くように、前回決定会合以降、通してみると結局、フォワード・レート・カーブは結果的にほとんど動いておらず全く重なっている。それから(3)のグラフのOISでさらにみてみると、時間の経過とともに利上げ時期はむしろ後退した姿がみえる。直近時の期待を示す黒い棒でご覧頂くと、オーバーナイトのレートがフルに0.5%を越してくるのは来年の4月以降となっている。ただ、12月をみて頂くと黒い棒でも0.3%位はあるので、年内の利上げの可能性が完全に排除されている訳ではない。長期金利の動きを図表2-3でみていく。長期金利についても同じようなパターンになっている。つまり、上がって下がるという変動を辿っており、結局10年債でみると足許が1.72%なので、ほぼ前回決定会合時並の水準になっている。時系列的なイールド・カーブの変化を図表2-4(2)のグラフでご覧頂くと、前回決定会合以降、10月23日までは白抜きの棒で示してあるが、利上げ時期が早まる可能性が意識されて上昇している。その後月末まで、今度はCPIの先行きはあまり上昇しないのではないかとといった見方であるとか、あるいはアメリカの長期金利の低下などの影響もあって——これはグレーの棒で示してあるが——、一転して低下している。そして黒い実線が通期の変化幅だが、これをご覧頂くと、1年のように極く極く短いゾーンでは利上げの早期化期待がなにがしか残っていることが窺える。一方、長い方、特に20年のように超長期ゾーンではむしろ若干低下しているので、少しでも金利が上昇してくれば買いたいといった年金などの投資需要が根強く残存することが示唆されているとみている。図表2-5で市場参加者が注目する債券利回りの変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、(1)のグラフ06/10月の棒

に示されているように、短期金利・金融政策に対する注目度が展望レポートを控えていることもあって増加している。図表 2-6 でクレジット市場についてみると、社債流通利回りの対国スプレッド、あるいはCDSのプレミアムは概ね横這いで推移している。基本的に投資家の投資需要は根強い状態が続いていると判断している。次に図表 2-7 は株価である。(1) のグラフでシャドーを付してあるところが前回決定会合以降の動きだが、これは上昇を続けた後、先週末から昨日に掛けて反落している。特に昨日はアメリカのGDPの予想比下振れから大きく下落しており、結局、前回決定会合以降の上昇分を全て吐き出す形で、日経平均は昨日の終値が16,351円と、前回決定会合時の水準まで戻ってしまっている。これは(2)あるいは(3)のグラフで示しているNYダウ、FT、あるいはDAX、その他多くのアジア株式市場が年初来ピークを更新してきたことに比べると、やはり日本株はモメンタムを欠いている状態になっている。その背景だが、図表 2-8 の表、主体別売買動向でご覧頂くと、買い越し主体がやはり外国人に限られているという相変わらずの構図になっている。だが、その外国人に相場を押し上げる勢いは今はない。他の市場ではグローバル投資家が株価を押し上げているのに日本はなぜということになるが、外国人投資家は日本の景気・物価動向の先行きについて不確実性を払拭し切れていない、どうもそういったことのようなのである。特にグローバル投資家は春先のリスク・リダクションの時は日本株を特にオーバーウエイトにしていたので、その分、かなり傷も深かったということではないか。であるから、日本株に対する本格的な投資再開は慎重にならざるを得ない、そういった事情があると思われる。彼等としては日本の景気・物価の上昇トレンドを確認してからということだと思っている。マクロの物価、景気動向以外には個別企業の中間決算も重要な要素だが、どうもグローバル投資家は既に円安による利益の嵩上げ効果を相当程度織り込んでしまっているため、余程の好決算でないとポジティブサプライズにならない、買いにくいといったこともあるようである。一方、個人投資家はずっと売り越しがこのところ続いている。個人投資家の投資姿勢のバロメーターと言われている新興

市場をグラフでお示ししている。反転の兆しもあるようにもみえるが、本当に上昇トレンドに復したかどうか、まだもう少し見極める必要があると思っている。図表 2-9 は為替相場。為替相場について、前回決定会合以降ドル／円相場は 120 円台をトライする、そういったことを申し上げたが、結局、120 円台乗せは実現せず、むしろ 10 月 25 日、アメリカの FOMC のステートメントが思ったよりホーキッシュでなかったことや、あるいは先週 27 日のアメリカの GDP の予想比下振れといったことからドル高のモメンタムが失われており、足許ではドル高センチメントに一服感が出ているといった状態だと思う。このため、(1) のグラフ、あるいは〈参考〉にあるが足許ではドル／円は 117 円台まで円高ドル安に戻している。一方、ユーロは強めの景気指標が続いている。図表 2-10 (2) のグラフの中の書き込みにも入れてあるが、先週 ECB のトリシェ総裁が来年の利上げを示唆したとも受止められる発言をされておられるので、円やドルに対してユーロは強含みで推移している。先週は 150 円台で推移していた。足許は若干円高、149 円に戻っているが、基本的にユーロは利上げ期待の強い通貨として三つの主要通貨の中では一番上昇しやすい地合いになっている。図表 2-11、図表 2-12 をご覧頂くが、為替相場は依然として全体としては金利差相場が続いていると言って良いと思う。従って、例えば図表 2-12 の (1-1) IMM ポジション、円のショートポジションをご覧頂くと、なお既往のピーク水準にある。ショートポジションは高い水準が続いている。ただし、よくよくみていくと、どうもこれまでのキャリートレードをどんどん積み上げていくということに少し変化がもたらされてきているのではないか。つまり、例えば CTA——商品取引顧問業者など——など投機筋自体は相変わらず円のショートポジションを維持しているが、投資家の姿勢に少し変化がみられる。例えばこれは図表にはご用意していないが、外為証拠金取引などをみると、円売りポンド買いのようなポジションでは、ポンドは円に対して十分上昇したとの見方からポジションを一旦閉じて利食いをして益出しをする動きが出てきている。それからグローバル投資家については、単純なキャリーよりも、より大きなリターンを期待で

きるコモディティとかエマージング株への投資がここへきて再び拡大する動きがみられる。これは図表 2-11 にお示ししているが、各グラフにあるように、このところエマージング株であるとか、特に 10 月に入ってからだが、一部のコモディティが上昇に転じてきている。ドル高一服という点では、図表 2-12 (2) のリスクリバーサルグラフをご覧頂くと、黒線でお示したドルのプット・オーバー幅——これまでずっと縮小傾向を辿り、ドル先高感があった——が、足許ではやや一服して、プット・オーバー幅は横這いに転じている。このように為替相場は、従来の金利差に加えて、グローバル投資家のリスク許容度の変化、あるいはそれに応じた投資対象の多様化に伴う資金フローにも左右されるようになってきている。全体としての金融・為替市場だが、以上申し上げてきたように、内外の景気指標にセンシティブな地合いになっている。特に C P I に対しては市場の目線が集まる傾向が残っており、それが金融市場におけるレートや期待の形成にかなり色濃く影響を与えているように窺える。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

須田委員

グローバル投資家はリスク・リダクションの時期にアメリカの債券ないしは優良株に結構シフトしたということがあった訳だが、そこはそのままか。

中曾金融市場局長

基本的にはそのままである。一部では、アメリカの景気に対して強気になってソフトランディングの自信を深めたことを受けて、少しリスク許容度が上がった分がコモディティ投資に溢れ出るといった動きもみられている。

福井議長

宜しいか。それでは海外経済情勢に関して堀井理事と出沢国際局長から
願います。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

お配りした資料のうち、資料-3（参考計表）（追加分）に沿って説明する。前回会合以降に公表された経済指標の中で主要なものは二つ、アメリカと中国のGDPかと思う。今日はそこに絞って説明させて頂く。図表4に米国の実質GDPの棒グラフと表が書いてある。それに沿って申し上げる。(2) 計数だが実質GDPは第3四半期が前期比年率+1.6%と増勢は一段と鈍化している。この+1.6%は(1)の棒グラフでご覧頂くと、ちょうど2003年の第1四半期に+1.2%と低いものがあるが、それに次ぐ低い伸びである。このGDP伸び率+1.6%という計数は大方の予想を幾分下回ったものであった。従って、市場では先行きの利下げ予想が再び台頭し、長期金利も低下している。株価も景気の先行き懸念から上げ一服となっている。GDPの内訳をみる。マイナスに寄与しているものは住宅投資と外需である。住宅投資については、これまで住宅着工件数の減少からほぼ予想されていた線ではあったが、減少幅は寄与度ベースで-1.1%ポイントとかなり大幅なものになっている。ネット外需だが、輸出の伸びはご覧のとおり第2四半期+6.2%、第3四半期+6.5%と、それなりに伸びているが、輸入の第2四半期+1.4%の後、第3四半期は+7.8%と輸出の伸びを上回る輸入ということで、貿易収支の赤字幅が拡大している。このため、寄与度ベースでみると-0.6%ポイントの押し下げ要因になっている。一方、プラスへの寄与だが、個人消費と設備投資である。個人消費は自動車、家電製品などの耐久消費財が予想以上に好調だったことが全体を押し上げており、寄与度ベースでみると+2.1%ポイントと、2005年通年の+2.4%に近い水準で堅調さを維持している。設備投資だが、構造物建設

——ショッピングセンターあるいは工場の上物だが——に加えて情報関連投資も盛り返してきている。寄与度は+0.9%ポイントと堅調を継続している。以上米国の景気動向をGDP統計で統括したが、今まで月次で報告してきたものと同じ線で動いていることが確認されたと判断している。物価の動向をGDPデフレーターでみておきたい。(2)の表の個人消費デフレーター(総合)、(コア)という項目がある。総合でみると第3四半期の前期比年率の上昇率は+2.5%とその前の第2四半期+4.0%に比べて、かなり伸び率は鈍化している。これはエネルギー価格の最近の下落を反映したものである。しかしながら、コアは伸び率が若干鈍化したとは言え、第3四半期は引き続き2%台の伸びにとどまっており、Fedもメンションしているように、インフレ圧力が後退したとは言いがたい状況にあると思う。図表3-1をご覧頂きたい。1.は中国の経済指標である。中国の第3四半期の実質GDPは前年比+10.4%と前期に比べて幾分伸びは鈍化しているが、基調としては引き続き二桁台の高い成長ということになる。4.固定資産投資の当期だが、これはこのところ伸び率が幾分鈍化しており、第3四半期の前年比は+24%という数字である。月次の動きだが7月+27.1%、8月の+21.6%、9月の+23.3%と若干凸凹はあるが、幾分鈍化している気配も窺われなくはない。しかし、投資のペースとしては依然として前年比2割を超える高い水準となっている。中国は以上だが、図表2あるいは図表3のところに欧州、あるいはNIEs、ASEANの経済指標を掲載している。この2週間あまりの間に幾つか計数は出ているが、いずれも前回会合時の状況判断を変えるものではないので細かいところは省略させて頂く。一言で申し上げれば、欧州は順調に景気回復軌道にあり、また、アジアも押し並べてみれば景気拡大を継続している。この間、いずれの地域も物価はエネルギー価格の下落を映じて総じて落ち着いた動きにある。取り敢えず私の方からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。自動車の減産なのだが、第3四半期に相当落ちたと思うが、第4四半期も同じような基調で下がるとお考えになるか。

出沢国際局長

第4四半期も続くと聞いている。アメリカ車を中心にだが。

岩田副総裁

そうか。

福井議長

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

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは国内経済指標は今まさに月末で続々と出ている最中なので、少し説明がバラバラになるが、最初にお配りした資料、今朝程お配りした資料、ただ今お配りした資料の順で少し時間を頂いてご説明していきたい。最初に資料-4（参考計表）、最初にお配りしているものをご覧頂きたい。図表1で公共投資について一言申し上げておきたい。〈公共工事出来高金額〉をご覧頂くと、前期比でみて4~6月は大きなマイナスの後、7月、8月も結構大きなマイナスになっている。実は予算で考えればこのような大きなマイナスがずっと続くはずはなくて、実際に〈公共工事請負金額〉でみると、4~6月位から前期比で下げ止まってきている訳だが、恐らくこの7~9月のQEの計算上はこういった数字が計算されるので、4~6月に続いて公共投資がGDPの足を引っ張る可能性が高い。次に図表4は輸出入である。輸出はこれまで申し上げてきたとおり順調に伸びている。一方、

輸入サイドはこれまで少し頭打ち感があったが、9月は少し取り戻して緩やかな増加を維持している。図表5は輸出の内訳だが、ご覧のとおり9月は前月比-2.5%になったが、7~9月で見ると前期比3%増と、まずまずの伸びを続けている。地域別にみても各地域押し並べて増えているということであり、敢えて申し上げれば、米国経済の減速にもかかわらず、米国向け輸出は増えているほか、その他新興国向けの輸出が第2四半期は減速したが、第3四半期は再び高い伸びになっている。(2)の財別も押し並べて増加だが、敢えてコメントすれば、第2四半期は弱かった情報関連が第3四半期は増加していること、及び資本財・部品が第2四半期は少し弱かったが第3四半期は再び伸びを高めた。これは先程の新興国向け輸出の伸びと符合のあった動きである。図表9は輸入サイドであり、先程申し上げたとおり9月の輸入が3%増えたので、7~9月も何とか+0.7%ということで緩やかな増加基調は維持している。ただし、前から申し上げているように、原材料の節約等で素原材料の輸入の伸び等は比較的抑制されたものになっている。次に、雇用統計のうち毎勤統計の確報が出ていたので、その点だけ申し上げたい。毎勤の確報はいつものようにそれ程大きな変化はないが、図表13をご覧頂きたい。夏季賞与が先般申し上げた段階では6~8月で1.4%増と少し伸びが低かったが、8月の確報が上方改定されて1.7%増になった。この結果、何とか去年の夏、冬並みの伸びであるという言い方が一応できるということで着地した。最後に図表19、企業向けサービス価格、CSP Iもご覧頂きたい。ご覧のように総平均でみると8月、9月と2か月連続で前年比プラスになった。ただし、これは外国貨物の値上がりによるものであるので、海外要因を除くと総平均(除く海外要因)にあるように8月がゼロ%、9月が-0.1%であり、なかなかプラスとまでは言えないが、一応下げ止まりは段々はっきりしてきたように思う。一つ特徴的なのは、不動産が9月に遂にプラスに転じたことである。さらに諸サービスもマイナス幅が段々縮小してゼロに近付いてきているのがご覧頂けると思う。ただし一方で、広告辺りは依然として結構大きめのマイナスになっており、この辺には企業の経費節減の動きが依然として根強く現

われているということである。

次に(追加図表その1)、今朝程お配りしているものに移って頂きたい。図表1、鉱工業生産が昨日出た。ご案内のとおり9月の数字は生産が0.7%減、出荷が2.6%減、在庫が1%増と、少し悪いバランスの数字が出たが、7~9月で均してみると生産は1%の増加と、私共がみていたよりも少し弱い、増加基調は続けている。出荷が0.6%の増加と、少し低めだが、実は前の四半期で出荷が伸びていることと合わせてみれば出荷も順調に増えている。在庫の増加があるが、ちょうど4~6月の減少分が戻っただけなので、少なくとも全体としてみる限り特に大きな問題があるという姿ではない。ただし全体としての在庫循環は、生産、出荷が前年比約5%増、在庫の伸びがほとんどゼロということで全く問題ないが、図表4(2)の電子部品・デバイスをご覧頂くと、これまでは45度線を僅かに跨いだ位であったが、今回はかなりはっきりと在庫が増加している。しかも先月までは、生産が増え、出荷が増え、在庫が増えるという感じだったが、今月については生産、出荷がほぼ横這いの中で在庫が増えている。図表2をご覧頂くと、電子部品・デバイスはこれまでは実現率、修正率ともそんなに悪くなかった。ところが今回は(3)のグラフをご覧頂くと、10月のところのグレーがかなり下に出ているが、実は10月の予測修正率で電子部品・デバイスはかなり大きなマイナス修正が行われた。そのこともあって、(2)のグラフの生産の寄与度をご覧頂くと、7~9月では電子部品・デバイスが結構プラスになっているが、これが10月、11月のところでマイナスに転じている。従って、電子部品・デバイスの動きは、前月までは明らかに数字上恐らくそんなに心配ないという感じだったが、今月の数字がやや心配な感じがする。正直言って現時点でのミクロ情報からは何か悪い情報は入っていない。ご承知のように支店長会議でもあのような感じであった。かつ、足許の商品市況をみてもDRAM、フラッシュメモリー、いずれも随分上がった後、少し反落している程度。液晶は実は上がっているような感じで、これもまた合わない。アジア方面からも今何か調整が起こっているという情報はないので、少しやや困惑しているが、可能性として現在考

えられるのはややドメスティックな要因で、一つはナンバーポータビリティに伴う携帯の動き。これはナンバーポータビリティで携帯が少なくとも9月まで売れなかったことと同時に、逆にナンバーポータビリティを期待して随分各社が新機種を投入しているので、それで作り過ぎた可能性、こういったことが考えられる。もう一つは細かい話だが、P S 3が基幹部品の生産のボトルネックによって、どうも前から言っていたことに比べると、当初の出荷台数が相当小さくなりそうな感じである。多分そうすると、これまで作っていたものが当面使えない状態になる可能性がある。そういうことが影響していることも考えられるが、いずれにしても昨日出た数字なので、現在まだ正確な把握はできていない。これまでのように、ただ大丈夫であるということではない形で正確に情報を集めてみたいと思っている。図表6は消費者物価である。全国の消費者物価は9月、前年比0.2%と上昇率が低下してしまった。予測されたことではあったが、やはりそうってしまった。原因は二つあって、まず(2)のグラフのグレーで示している石油製品の上昇率が低下している。これは実は今年下がったというよりは、去年の9月に上がっていたため、前年比でみると上昇率が低下したということである。それからもう一つ、(3)一般サービスで、家賃が9月は下がっていたということである。これも実は東京等あちこちで下がっていたので起こるかな、と思っていたらやはり起こった。一方、図表8で東京の消費者物価をご覧頂くと、東京は9月までのゼロから10月は+0.1%と、少し上昇率が高まった。ここで影響しているのは、一つは(3)一般サービスのところで、なぜか9月まで落ちていた家賃が10月は下がらなくなったという、よく分からない話だが、ありがちなことが起こっている。それともう一つは(2)の財のグラフで被服辺りが上昇率を高めている。あるいは耐久消費財の下落率が低下している。ただし、若干気になるのは(1)のグラフの公共料金のところで、今月は例の医療費の自己負担分が増加しているが、どうも医療費の自己負担分のC P Iへの影響は私共が計算したよりも若干小さめであった。その一方で、これは予測されていることではあるが、電力、ガスの料金が前年比でみると実は10月は上

昇幅が低下するものだから、その影響でむしろ縮小している。先行きについて考えると、10月はいずれにしても医療費の自己負担分が出てくること、それから11月には携帯電話の下落の裏が出てくるので、前年比としては上昇幅が拡大していく方向に取り敢えず予想している。ただし、アネクトートでは最近も色々値上げの動きが出ているが、その割にはなかなかCPIには出てこないということがあり、方々ご承知のように原油価格がやはり比較的低いところで落ち着いてきているので、例えば11月頃にはガソリン価格も上昇寄与が縮小していく可能性が高いとみている。従って、CPIの上昇幅は拡大方向ではあるが、その足取りは結構重いとご覧頂く必要があると思っている。最後に、色々言われていた携帯電話の話だが、

の例の値下げという話は、もう既に今日報道が出ていたので、あまりご説明する必要はないと思うが、実態的にはかなり過大広告であって、そんなに実は安くなっていないというのが恐らく正しい認識かと思っている。現に今日出ていたように、むしろ今度のナンバーポータビリティで今のところ勝っているのはauという結果になっている。従って、

の値下げがプライス・ウォーを引き起こして各社が値下げしてCPIがマイナスになるようなことはまずないと考えているし、

の影響自体は比較的小さいとの判断である。ただし、これも最後の最後は
の値下げがどれだけ影響するかは、総務省がどう数字を織り込むか次第であるので、事前に0.0幾つということを確認に申し上げることは困難である。

最後に、ただ今お配りした雇用関係については特段大きな変化はない。有効求人倍率は今月も1.08倍で横這いであった。新規求人の伸びが少し鈍化しているところが気にはなるが、基本的には大きな変化はないと申し上げて良いと思う。それから<労働力調査>は、これも完全失業率が4.2%と、0.1%上がったが、これもこのところ4.1%~4.2%で大体行ったりきたりなので、特段大きな変化はないと判断している。一見、雇用者数が8月までの+1.5%から9月は+0.7%とかなり落ちた感じがするが、これには前年が8月までは確か0.3%~0.4%の伸びであったものが、9月に一気

に+1.9%に跳ね上がったので、その裏が出ている。季調指数がどれだけ信頼できるかという問題はあるが、いずれにしてもここで急に雇用者数の伸びが落ちた訳ではないので、雇用関係については基本的に従来からの改善基調が続いているとの判断で良いかと思っている。一方、図表2は個人消費である。個人消費に関しては、販売統計は相変わらずパツとしないが、長梅雨の7月をボトムに総じて改善傾向ということかと思っている。詳しくご説明しないが、例えば家電、百貨店、スーパーいずれも四半期で括ると7~9月はプラスになっている。コンビニはマイナスだが、これも煙草の反動があった7月をボトムに改善傾向になっている。サービス関係は旅行が8月、それから外食は8月、9月と改善しているということで、一応天候要因の悪影響が抜けてきて少し良くなっていると思っているが、困ったのは今朝程出た家計調査であり、正直言って我が目を疑うような数字と申し上げるほかない。消費支出の例えば9月の前年比は実質6%減と、もうとてもではないが説明不能な動きになっている。このため、7~9月で括って頂くと前期比2.9%減というとんでもない数字が出ている。まだ分からないが、先程みたら中身的には住宅とか車関係が落ちているので、ここまで丸ごとSNAに反映されることは恐らくないと思うが、それにしてもこういう数字が出ているので、来月発表されるGDP統計については結構大きなマイナス要因として寄与する可能性がある。なお、一方で個人消費は11月QEの段階でCPIの影響が過去に遡って計算される。先日新聞で報道があったように、結構大きめにデフレーターは下方改定、リアルは上方改定が行われる予定である。先日私共が手許で試算したよりも影響は少し大きい。これはテレビ等のウエイトがCPIのウエイトよりもSNA上のウエイトが相当大きいことが、内閣府から発表されているので、私共が前にみていたよりも結構大きな上方改定が過去に遡って起きる結果、7~9月ではなくて年度などにはそういう影響が出てくることになると思っている。

数字をあまりにもバラバラご説明してしまったので、最後に少しだけ纏めさせて頂くと、今日、展望レポートをご議論頂くが、そういう展望レポー

ト的な、やや大局的な見方をすれば、経済の見方の状況に大きな変化はない。むしろ現時点では確定できないが、仮にアメリカのソフトランディングの可能性が高まっているのであれば、最大の下方リスクが小さくなった、あるいは原油についても世界経済と原油のある種の自動安定化効果のようなものがどうも働いていそうだとということも分かってきている。元々、内生についてはそれ程下方リスクがある訳ではないので、リスクバランスとしては大局的にみれば、むしろ少し良い方向に行く可能性がある。他方で目先の話をすると、まずGDPは個人消費及び先程申し上げた公共投資、さらに設備投資についても実は4～6月に比べると弱い数字が出そうなので、外需の増加はあるがかなり弱い数字が出る可能性が高いこと。生産は現時点では情報不足で確たることは申し上げられないが、少なくとも電子部品・デバイスもこれまでの押し上げ効果が剥落すると、目先生産の振れ方は比較的小さなものになる可能性が高いということ。三番目に消費者物価についても、これから上昇方向にはあるにせよ、その足取りはかなり重いということ、になるので、ある種大局的にみた経済の姿と目先の数字面みたいなものに乖離が出てくる局面があるということではないかと思う。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

一つ宜しいか。最後の設備投資のところだが、資本財出荷の7～9月の数字は出ているか。

早川調査統計局長

出ている。

岩田副総裁

前期比でマイナスか。

早川調査統計局長

-1.4%である。

岩田副総裁

-1.4%か。

早川調査統計局長

然り。4~6月が+9.7%に対して、7~9月は-1.4%である。実は去年から資本財出荷、あるいは業種で言うと一般機械が第1四半期と第3四半期にマイナスになり、第2四半期と第4四半期にプラスになるというのがほぼ定着している。多分、一般機械は現在フル生産状態であるので、3月とか9月のようにウエイトの高い月で稼働率を上げられないのでマイナスが出てしまう。その一方で、第2四半期、第4四半期のような比較的軽い月はむしろプラスになる。季調後の季節性が出てしまうということなので、弱いというよりはそういうことであると理解しているが、それにしてもSNA上の季節調整がIIPと大きく異ならない限りそれも影響する。

岩田副総裁

先程公共投資がやはり弱いという話だが、過去をみると公共工事のマイナス幅と実質GDPとは割合関係が深い。そのままそれに近いものが出るとのことだと0.3%位マイナスになってくる。そうすると輸出で稼いだものがキャンセルアウトされてしまって、あとは内需だけということになる。内需でプラスになりそうなのは住宅だが——もしかしたら、これも分からないが——、押し並べて全部マイナスになる可能性もあるのではないか。

早川調査統計局長

正直言ってまずQEは低いと思うし、それから仮に稼ぐものがあるとしても、第一にそれは純輸出、これは文句なくプラスである。それからまだこれも現時点では分からないが、場合によっては在庫。

岩田副総裁

在庫はまあ増えているから。

早川調査統計局長

仮に純輸出と在庫で稼いだにしても決して中身的には……。例えば第2四半期の数字は弱かったものの中身は良かったが、第3四半期は仮に数字はそんなにひどくならないにしても中身は決して……。しかも申し上げているように、個人消費に関しては家計調査だと前年比6%減となっており、その実勢というのは本当かと。

岩田副総裁

だが、全体でマイナスになることはないか。

早川調査統計局長

十分あり得る。先程申し上げたように住宅の影響や車の影響などを除いていかななくてはならないので、この時点ではまだ何も言えないが、ただ、この数字をみる限り、個人消費のウエイトを考えれば、全体でマイナスになることが「ない」と今の時点で言うのは難しい。

岩田副総裁

分かった。

福井議長

他に宜しいか。それでは金融環境について稲葉理事と雨宮企画局長、お

願いする。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

雨宮企画局長

では金融環境についてご説明する。資料は事前に配っている資料-5のうち(参考計表)である。前回決定会合以降出た数字はほとんどなく、ローンサーベイが一つ出ているので、今日はローンサーベイ関係、要は間接金融の動向と、それから10月の直接金融の動向、の二点だけをご説明する。まず図表7をご覧頂き、(2)のグラフが今申し上げたローンサーベイ——銀行に対するアンケート調査のうち、まず資金需要がどうかを聞いた資金需要DI——である。右側をご覧頂くと大分ギクシャクしている。分かりやすいのは点線であり、これは個人向けだが、今年の前半、金利が上がりそうだということで色々駆け込み需要的なものが若干あったが、これが一服してきているということで少し増加傾向が鈍ってきている。企業の方は引き続き、中小企業が第2四半期に増加幅が減少した後、また戻るといって格好になっている一方、大企業は逆に第2四半期にプラス幅が拡大した後、第3四半期は若干縮まるというギクシャクとした動きだが、全体として増加幅は少しずつ縮まるということである。これはアンケートとしては「3か月前と比べてさらに資金需要が増加しているか」という聞き方なので、堅調ではあっても、増加し続けるということはなかなかない訳であり、これは毎回の決定会合でもご説明しているとおり貸出しが全体で2%強位のところで巡航的な感じになってきたことと恐らく整合的な格好で、増加の勢いは段々落ち着いてきていると思っている。図表9が同じくローンサーベイでみた金融機関の貸出運営スタンスである。(1)貸出運営スタンス、これも今申し上げたこととほぼ同じようなことが起きており、全体としてDIは積極化超という方向で動いているので、積極化の方向だが、これも「3か月前と比べてさらに積極化しているか」という聞き方なので、その積極化超幅は段々落ち着いてきている。恐らく、今回やや特徴的な動きになったと思われるのは(2)の利鞘設定であり、利鞘設定は細実線が

格付上位先、点線が格付中位先であり、これは逆目盛りなのでマイナスということは、引き続き利鞘は縮小を見込んでおり、引き続き貸出競争はやや前傾しているということであるが、この太実線の格付下位先だけをみると足許は下の方に凹んでおり、利鞘を拡大したいという意向が若干出ていることが、この間の金融環境で金利が上がり出したということを受けた変化点かなと思われる。ただし、全体としては引き続き貸出運営スタンス、利鞘設定とも極めて緩和的な環境にあることには大きな変わりはない。以上が間接金融の新しいデータである。あとは一つだけ直接金融の動向を一言だけ話させて頂くと、図表 10 をご覧頂きたい。前回の決定会合時点では、社債や転社の発行額の数字は若干小さめだが、この後大型案件があるので戻るだろうと申し上げたが、結果的に 10 月の社債の発行額をご覧頂くと速報値で 2,600 億円、恐らく 10 月を締めると 3,000 億円弱になるだろうから、発行自身は引き続き順調であると考えて良いかと思われる。さらに、エクイティファイナンス関係の表をご覧頂くと、10 月の転換社債発行額は 2,121 億円、株式調達額は 2,367 億円と、引き続き両方とも調達は活発だし、この後、11 月も既にこれは発表された案件だが、転社で新日鉄が 3,000 億円と、極めて大規模な調達、さらに株式関係でイオンが 2,000 億円と、これも非常に大きな調達を計画しているので、直接金融を巡る環境はこうした発行地合い、それから説明は省略させて頂くが、スプレッド等の地合いをみても引き続き好調かなと思われる。以上簡単だが、この 2 週間で出たデータという意味では、間接金融一つ、直接金融一つということで、全体として緩和的な状況が続いているということである。以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。宜しいか。それでは経済・物価情勢の展望について同じく稲葉理事と雨宮企画局長に願います。

5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

雨宮企画局長

それでは経済・物価情勢の展望、展望レポートについて、委員方からご提出頂いた数字と見通しの計数——今配っているものであるが——と、これを基に文章編をどういうふうに入れさせて頂いたかという二点をご説明させて頂く。まずお配りした数字——ご提出頂いた見通しの数字——からご説明申し上げます。まず、委員方の全員の見通しから数字を申し上げると、実質GDPから申し上げますと、2006年度が+2.2%~+2.5%、2007年度が+1.9%~+2.6%。国内企業物価指数が2006年度+2.9%~+3.5%、2007年度が+1.0%~+1.7%とこちらは上方修正になっている。次にCPI（除く生鮮）であるが、2006年度が+0.2%~+0.3%、2007年度が+0.4%~+0.6%とやや若干の下方修正になっている。この全員の見通しから最大値と最小値を一個ずつ除いて作った大勢見通しがある。また同じ順番でご覧頂くと、実質GDPが、大勢見通し2006年度が+2.4%~+2.5%、中央値が+2.4%、2007年度が+2.0%~+2.4%、中央値が+2.1%。国内企業物価指数2006年度が+2.9%~+3.0%、中央値+3.0%、2007年度が+1.1%~+1.3%、中央値+1.3%。CPI2006年度が+0.2%~+0.3%、中央値+0.3%、2007年度が+0.4%~+0.5%、中央値+0.5%ということである。4月時点の見通し対比という観点で中央値だけの比較を少しご覧頂くと、まず実質GDPの2006年度は+2.4%で変わらず、2007年度は4月時点の見通し+2.0%に対して、0.1ではあるが、0.1%の幅で上方修正。国内企業物価指数は2006年度、2007年度ともに、特に2006年度はやや大きく上方修正となった。CPIであるが、4月と比べると2006年度が+0.6%から+0.3%、2007年度が+0.8%から+0.5%であるので、両方とも0.3%ずつの下方修正である。

この数字を受けて、事前にお配りした展望の文章編で空欄だったところを埋めさせて頂いているのでそれをご説明申し上げます。今朝方配付している「経済・物価情勢の展望（案）」をご覧頂きたい。完成させた文章が全部で5箇所ある。まず1頁目（経済・物価情勢の見通し）の第2パラグラ

フの先行きのところの4行目からであるが、「成長率の水準は、」以降の文章が挿入したところで、これを読ませて頂くと、「2006年度は2%台半ば、2007年度は2%台前半と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い。」。この2%台半ばというのが今申し上げた+2.4%のイメージ、2007年度の2%前半というのが+2.1%の中央値というイメージである。次に、物価関係で文章を完成させて頂いたのが、3頁の一番上のパラグラフ、これは国内企業物価指数であるが、「上昇基調を続けるとみられる。」という文章をここで完結させて頂いた。これは先程の中央値でいくと、今年度が+3.0%、来年度が+1.3%のイメージである。その下のCPIであるが、「先行き」以下からの2行に少し文章を入れさせて頂いている。「先行き、前年比のプラス幅は次第に拡大し、2006年度は0%台前半、2007年度は0%台半ばの伸び率となると予想される。」。この0%台前半が+0.3%のイメージ、0%台半ばが+0.5%のイメージである。それから、3頁の一番下の欄外の脚注であるが、これは例のCPIの改定について触れたところであるが、今回頂いた数字を基に一番下の1行半の「今回の見通しは」の後、「2000年基準で示した前回の見通しと比べ、基調的な判断としては変わりはない。」という文章で完結させて頂いた。あと一箇所であるが、細かいが、5頁（金融政策運営）で、先行きの物価の見通しを第1の柱の中で触れた部分であるが、（金融政策運営）から二つ目のパラグラフ「まず、」から始まるパラグラフの下から3行目「2007年度にかけて」の後であるが、「前年比プラス幅が次第に拡大していくと予想される。」という部分を入れさせて頂いた。以上である。後は、今日最後にご了承頂ければ、背景説明はこれに応じてまた修正させて頂きたいと考えている。説明は以上である。

福井議長

内容についてはまた後でしっかり議論するが、取り敢えず今の説明について質問があればどうぞ。数字の1枚紙は恐縮であるが、後で回収をさせて頂くのでどこかに紛れ込まないように。それでは、この後は切れ目を見

付けることが難しいかもしれないので、少し早いがここでコーヒーブレイクを入れさせて頂く。10時15分から再開する。

(10時05分中断、10時15分再開)

Ⅲ. 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

福井議長

宜しいか。それでは会議を再開する。金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する討議に移りたい。議論の進め方であるが、今日は金融経済情勢、展望レポート、それから次回決定会合までの金融市場調節方針の三つの点について、恐縮であるがワンラウンドで説明頂きたい。従って、お一人7分程度を目途にご発言を頂きたい。今日は福間委員、西村委員、須田委員、野田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁の順でお願いします。後で討議をしたい。それでは最初に福間委員からお願いします。

福間委員

まず、今回の展望レポートの執行部案については、先行きの見通しも含めて最近のMPMでの議論に沿ったものであり、特段異論はない。以下では、当面の注目点について、ポイントを絞って申し上げたい。

第一に、海外景気のうち米国については、7～9月の実質GDPは住宅投資の大幅な減少を主因として前年比+1.6%と3年半振りの低い伸びとなって、2四半期連続で潜在成長率を下回り、景気減速が一層明確化してきている。もっとも、住宅投資の減少のGDP成長率への寄与度は-1.1%ポイントと、バーナンキFRB議長が先日の講演で示していたもの——彼は-1%程度と講演で言っているが——、とほぼ同程度であり予想の範囲内にとどまっている。一方、個人消費については、自動車販売は燃費の悪い国産車などでは芳しくないものの、消費活動全般としては、雇用・所得環境が良好なもとでガソリン価格の下落にも下支えされ、底堅い動きをみせている。企業部門については、伝統的な重厚長大産業がハリケーンの復

興需要や、新興工業国の旺盛なインフラ建設、工業化に絡む設備機械の輸出・現地生産の好調を受け高い収益を確保するなど、主要500社で前年同期比+17%と13四半期連続の増益の見込みであり、設備投資も堅調である。こうした個人消費、設備投資の堅調を背景として、GDP統計でも、住宅投資とネット輸出を除いた成長率は7~9月が+3.2%と4~6月の+2.8%を上回っている。先日のFOMC声明文でも「先行きの景気は緩やかなペースで拡大する」との見通しが示されているとおり、また、これまでこの場で議論してきたように、ソフトランディング・シナリオに特に変更はないと思う。こうした中、グローバルな株式市場では、重厚長大産業のウエイトの高いダウが既往最高値を更新し、それにつれてインド、インドネシアなどのアジア諸国や、メキシコの株価も既往最高値を付けるなど、世界同時株高が現出している。足許は連騰の後だけに、米国GDPの弱めの数字をきっかけにグローバルな株価に技術的な調整が多少入っているが、株高は企業・家計のマインド面を通じて景気に好影響を与えるため、今後の動向には注目したいと思っている。この間、中国をはじめとするアジアについては、域内の内需が強いため、米国景気が多少減速しても影響は限定的にとどまるとこれまでも申し上げてきたが、先週のロンドンのエコノミスト誌では、“America drops, Asia shops”と題して、同じ趣旨の意見が掲載されていることをみても、こうした認識はかなり広がってきているように思われる。

第二に、国際商品市況については、原油価格の約2割の下落は、企業収益や個人消費への好影響を通じて消費国の景気を下支えしているほか、この程度であれば産油国への経済的打撃も然程深刻ではないとみられる。一方、CRB指数が、夏場から今月初に掛けて下落した後、ニッケル、アルミなどの非鉄や、トウモロコシ、大豆などの穀物の高騰を受けてこのところ反発してきている。こうした中、米国の物価は、FOMC声明文にもあるとおり、労働・設備などの資源利用率が高水準にあるもとの、9月のコアCPIは前年比+2.9%と約11年振りの水準にまで上昇し、昨日の9月コアPCEも前年比+2.4%と前月に引続き高い伸びを示すなど、イン

フレ圧力は持続しており、今後とも国際商品市況の動きも踏まえつつ、注視していく必要がある。

我が国の景気は、支店長会議でも確認されたとおり、若干の地域差は伴いつつも、全体としては引き続きオン・ザ・ライト・トラックで推移している。すなわち、企業部門については上期決算の中間ラップをみると、一部には業績予想を後退させる企業もみられるものの、総じてみれば、円安もあって輸出をはじめグローバルな収益拡大により、良好である。もっとも、多くの企業は、期初予想を上回る上期決算を受けても通期決算を上方修正しておらず、相変わらず保守的な姿勢を堅持している。こうしたもとの設備投資も堅調であり、短観で確認された非製造業の増勢に加え、中小公庫調査によれば、中小製造業の2006年度設備投資も省エネ目的などから4年連続で増加する見通しであるなど、一段の裾野の広がりがみられている。ただし、企業は投資効率を厳しく見定める慎重さも保っているため、過熱するリスクは今のところ大きくないと考えている。家計部門については、所得環境をみると、企業がグローバル競争のもとで所定内賃金を引き上げづらい状況が続いているが、最近の労働需給逼迫を受けてベースアップに踏み切る動きも一部にはみられ始めている。また、所定外賃金は増加を続け、冬季賞与も前年比+2.8%と、夏季賞与に続いてますますの伸びを示している。こうしたもとの、最近の個人消費関連指標は、天候不順の影響から弱めの動きになった7月頃までに比べれば改善しており、企業部門から家計部門への波及が緩やかながら続いていることを裏付けている。

物価面では、日経商品指数17種は、先程も申し上げたように非鉄などの上昇や円安もあって1990年5月以来16年振りの水準にまで上昇している。こうした中、企業サービス価格指数は、運輸での燃料価格高の転嫁や、日本版SOX法対応に絡むSEの人件費引き上げ、不動産における東京圏でのオフィス需要の引締まりを背景とした事務所賃貸料引き上げなど、約8年半振りにプラスとなった前月に引き続き小幅上昇しており、川上の物価上昇が緩やかながら広がりつつあることを裏付けている。川下の消費者物価については、需給ギャップがプラスとなり、ユニット・レーバー・コス

トのマイナス幅が縮小しつつある中、プラス基調には変化はないとみられる。

金融面では、10月の「主要銀行貸出動向アンケート調査」をみると、企業向け、個人向けともに、資金需要判断は7月調査に比べてやや低下したほか、中小公庫の調査でも資金繰りDIが若干好転しており、緩和的な状況を裏付けている。

このように景気・物価は、ほぼ想定に沿って動いており、金融政策運営については、引き続きゆっくりと対応できる状況に変化はない。このため、次回までの金融政策運営方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%前後で推移するよう促す、との方針を堅持することが適当と考える。

長短金利は、次回利上げ時期が早まるとの思惑を背景に一旦は上昇したが、本邦の9月のコアCPIの低い伸びや、米国GDPの弱い数字もあって、現在ではやや水準を切下げ落ち着いている。このため、今後の金融政策については、これまでどおり予断を持たず、景気・物価の状況をデータ・ディペンデントに判断していくことが適当と考える。

今回の景気拡大期間は、当月でいざなぎ景気に並んでいるが、インフレなき持続的成長は、中央銀行にとっては勿論、企業にとっては持続的収益拡大、政府にとってはインフレリスク・プレミアムの抑制による利払い負担軽減や持続的歳入拡大に繋がるという点で意義が大きく、三者が共有できる目標でもある。英国では現在に至るまでの15年間、米国では10年間に亘ってインフレなき持続的成長を実現し、その果実を享受している。日本についても、現状に満足することなく、物価安定のもとでの景気拡大を長続きさせることが重要である。その際、注意すべきは、資産インフレを生じさせないことである。前回は申し上げたとおり、景気拡大の期間が長くなれば、いずれ物価に加えて資産価格にも影響が出る可能性もあるため、これらの動向を総合的にウォッチしていく必要がある。今直ちに警戒を要する状況ではないが、今回の展望レポートでも触れているとおり、「第二の柱」に基づき丁寧に点検していくことが適当である。以上である。

福井議長

次は西村委員から願います。

西村委員

展望レポートについては、基本的見解について大筋として違和感はない。それから次回までの金融政策運営方針であるが、現状維持で宜しいと思う。

以下では四点程に絞って私の考えを述べたいと思う。

第一点は展望レポート見通し計数対象のCPI、CGPIについてである。前回はこれを連鎖指数にするかどうかについて、プロズとコンズを慎重に考慮して考えることになった。その際の議論を踏まえ、私なりに比較考量した結果、結論を申し上げますと、今回の展望レポートは従来どおりとし、次回以後CGPIの基準改定が終わり、CPI連鎖指数への理解が進んだ時点で、十分な事前説明のもとで参考計数対象をそれぞれ連鎖指数に変更するのが望ましいと思っている。プロズを先に申し上げますと、以前に述べたように指数に存在するバイアスのうち、そもそも排除可能な要素は排除した方が宜しい訳である。連鎖指数でないことから生じるバイアスについては、連鎖指数の採用で排除することができる。GDP統計も既に連鎖指数となっていることも考慮すると、連鎖指数にするのが望ましいと考えられる。米国FRBの年二度の議会報告にあるFOMCのメンバーの予測対象も連鎖指数であるGDPとPCEデフレーターである。次にコンズとしては、まずいわゆるドリフトの問題がある。例えば、ガソリン価格がある年に4倍となり、次の年に元に戻ったとすると、現行の指数では戻った年には元に戻るが、連鎖指数では元に戻らない。また、現行指数は発表されたものが最終計数であるが、連鎖指数はウエイトの確定がずれるので、ある時期まではまず暫定指数が発表され、後で確定指数が出るという形になる。そしてCPI連鎖指数が月次で利用可能になるのは——今年は連鎖指数と現行指数が同じであるので——、実質上来年以降になる。連鎖指数の性格を国民がまだ十分に理解していないというのが現状であることを

考えてみれば、現状で性急に見通し対象を連鎖指数に変更するのは混乱をもたらす可能性がある。従って、連鎖指数の理解が進むのを見計らって速やかに移行するのが望ましいと考えている。

第二に、物価情勢について私の考えを述べたいと思う。足許は上がりにくい状況が依然として続いていることは既に年央より申し上げておりである。実際、9月のCPIの品目別の変化をみると、今月はマイナス方向に転じた品目数がプラス方向に転じた品目数をとうとう上回ってしまった。コアCPIの上昇率も9月は小数点二桁までみると0.18%、切上げで0.2%になったに過ぎない。10月については、診療代が若干上昇し、帰属家賃も非木造が下げを止めて若干プラス方向に寄与するとは考えられるものの——特に東京においてはそういう動きがきちんと出ているが——、エネルギー価格関連の伸び率が約11bp位下がる可能性が高いし、全体としてみるならば、今のところ強い押し上げ要因は少なく、さらに弱含む可能性は十分に考えておく必要があるように思う。しかし、足許半年から1年を越えて、来年度以降には上昇圧力が掛かる兆候がみられる。一方で、国内では賃金上昇の萌芽が、来年度に掛けてみられる可能性が高いようである。他方、国外をみると、特に中国に物価上昇の芽がみられることには注意する必要があると思う。低コスト国である中国からの輸入が世界的価格安定に寄与してきたことは否定できない。しかし、中国では沿岸部で出稼ぎ労働者の賃金上昇が始まり、調和社会を目指す党の方針からすると、賃金上昇の傾向は続く可能性が高いと思われる。これが日本を含め世界的な価格安定のトレンドに影響を及ぼす可能性がある。因みに、中国では、中国風のスタグフレーション——つまり一方で設備投資過剰が顕在化し、高成長が鈍化し、他方、賃金上昇が加速し、物価に上昇圧力が掛かるという状況——に、来年党大会以後陥る可能性に注意する必要があると思う。中国の動きは資源需要への影響を通じて、資源国の経済に影響が及ぶ。その意味で2007年度央以降は、世界経済のダウンサイドへの動きに十分な注意が必要であると考えられる。

第三に、国際的な流動性の動きについても、十分な考慮を働かせる必要

があると考え。日本の著しい低金利は、国内の動き、そして海外での動きにそれぞれ独特の影響をもたらしているように思われる。国内では日本経済が緩やかな拡大局面に達し、病み上がりの状態から脱するにつれて、国内投資家の極端なホームバイアスが解消してきたこと、為替市場のボラティリティが目立って縮小してきたことを背景に、内外金利格差から国内投資家の対外債券投資が安定的に増加している。国内投資家のホームバイアスが何故この時点で急速に解消したか、その真の要因を解明することは非常に難しいと思う。その難しさは、そもそも日本経済が危機的な状況にあった時に、キャピタル・フライトが起こらず逆にホームバイアスが強まったようにみえたことを説明するのが難しいことと、ちょうど裏返しである。今後どこかの時点で日本投資家ポートフォリオの対外投資の飽和が起こり、安定した純増が見込めなくなることが起こると思われるが、その時期の予想は極めて難しいと言わざるを得ない。当座はホームバイアスが解消過程にあり、その結果として安定した対外債券投資フローが、為替市場の円安傾向とボラティリティの減少を生んでいるように見え、それがまた対外債券投資の安定したフローをサポートしている形になっているように見える。この時点での評価は難しいが、対外債券投資は短期のキャリートレードであるため今後急速な巻き戻しが起こると考えるのは、若干行き過ぎではないかと考える。海外の資産市場では、また円をファンディング・カレンシーにして様々な取引がヘッジファンド等によって行われている。日本の超低金利がこれらのファンドの裁定取引や投機を支えていると考えられ、現在の国際金融市場における流動性の源になっているように見える。この点についても、十分な国際的な留意が必要であると考え。

第四に、資産市場——先程福間委員から指摘があったが——、特に不動産市場について、現況と今後の推移について私の考えを述べたい。結論を先に申し上げると、非常に微妙な時期に差し掛かっていると考えている。足許の不動産市場は明確に二極化している。一方で、ピンからキリという言葉になぞらえて、いわゆるピン物件と言われるものがあるが、ピン物件は相変わらず調子が良くて、億ションを現金で追加で買い増す人が出てい

る。他方で、最終需要者の側には、現在特に買い急ぐ傾向はなく価格上昇も従来の下落からの反転という程度である。このセグメントでは現在のところ取り立てて価格上昇を云々するような状況ではない。今後は、全般的に価格上昇が加速する傾向が出てくる可能性が高いと考えられる。業界では、今年前半の価格を旧価格と言うのに対し、直近の新価格は1割増しと言われている。さらには、新々価格というような2割増し物件も出始めている。山手線のあるターミナル駅の外側の丘の上の物件では、近辺では際立って単価が高く、新々価格であるが、経団連銘柄と言われるように上場会社の役員部長クラスの引きが強いというふうに使われている。このように、ピンあるいはピン近の物件は、現在旧価格から新価格への移行、つまり値上げは比較的スムーズに行きつつある。この傾向が広がり、価格上昇が次第に広範囲に織り込まれる可能性はみておく必要があると思う。このようにアップサイド・リスクがあるように見えるが、同時に目先を越えて将来をみると、ダウンサイド・リスクも次第に現われている。まず、買取屋といった業者については、金融庁の適切なプルーデンス政策によるデューデリジェンスの効果で、余裕資金がバブル時期のように流れ込んでくる状況ではない。逆に締め気味の状態にある。さらに、J-REITにも同様の影響が出ている。ある住宅ファンドの出口で入札をしたところ、今まで高値で買っていたJ-REITが途中で脱落したり、入札でも低い額でとどまるケースが出てきている。さらに、外資が——特に欧州系の外資であるが——このところアジアの他地域との比較で日本の不動産市場から軸足を次第に抜きつつある傾向が出てきていることがある。理由は、他のアジアの急成長国に比べて経済成長率が低いこと、アジアの急成長国で投資ストックが次第に十分になりつつあることのようなのである。この業界では「最後の3年」という言葉が既に1年前位から囁かれており、外資からの人材の流出も始まっているようである。こうした傾向がここまで好調のオフィス需要にも影響を及ぼす可能性については、十分注意しなければならないと思う。以上である。

福井議長

須田委員から願います。

須田委員

前回会合以降公表された輸出、消費などの指標をみると、我が国の景気は、緩やかに拡大している、という総括判断を変えなければならないようなものはなかったと認識している。ただ、昨日公表の鉱工業生産指数は足許・先行きとも弱めの数字だった。中でも注目している電子部品・デバイスの生産のマイナス転、出荷の伸び率の大幅低下、在庫の増加幅の拡大については、海外の需要や価格動向には大きな変化が看取されないだけに、国内で何か起こっていないか気になるところである。もっとも、この点については、これから本格化する新型ゲーム機商戦や携帯電話のナンバーポータビリティに合わせた新製品の大量投入などの影響をまずは見極める必要があると思っている。一方、物価については、企業向けサービス価格指数が、2か月連続で前年比プラスとなっているほか、消費者物価指数(除く生鮮食品、全国)の前年比もプラスで推移している。

次に、展望レポートの基本的見解についてであるが、執行部案に違和感はない。ただ、量的なイメージには少し違いがあるので、その点を中心に意見を述べておきたいと思う。

まず、米国経済については、住宅市場の減速を主因に第3四半期の実質成長率は1%台半ばとなった。次第に目線が低くなり、また、消費と設備投資が堅調であったこともあって大きなショックという程ではなかったが、米国経済の減速は当初の予想よりも強めとなったことは確かである。先行きについては、FOMC議事録によると、2007年には住宅の調整圧力が弱まって成長率が高まり、2008年に掛けてほぼ潜在成長率に近いペースで景気が拡大するとの明るい見通しが示されている。確かに、住宅価格はまだ上昇しているし、ガソリン価格の低下、株高、金利の低下、賃金の上昇というフォローの風もあり、住宅市場調整の影響が個人消費に大きな陰を落とすような状況にはなっていないが、先行きについてここまで言え

る自信はない。先日の支店長会議では米国の住宅市場について、「来年のどこかでボトムを打つだろう、という以上のことは何とも言えない」というのが連銀幹部の共通の答えとのことだったが、私もそのように思う。なお、潜在成長率が3%強から2%台後半まで下がっているとのことであるので、この明るいシナリオが実現したとしても、数字上、今年から来年に掛けての米国経済成長率は下振れると想定している。勿論それ以上に下振れるリスクもある。住宅価格はどこまで調整するか分からず、その調整の深さ如何では消費にかなりの影響が及ぶ可能性もある。この場合、米国景気の減速の影響は、貿易や企業収益を通して、日本をはじめ海外経済へ及び、その影響を無視することはできない。米国の予想以上の減速部分をその他地域で埋めることは難しいだろう。いずれにせよ、我が国の輸出の前提となる海外経済の拡大については、4月の想定に比べ弱めであると考えている。なお、F e dが米国の潜在成長率が下がったと判断していることもあり、足許の成長率の低さやインフレ率の高さを巡ってF e dと市場の間で温度差があるように思う。確かに、コーン副議長の講演などから多少なりともインフレ・リスクに関心が戻り、利下げ一辺倒の市場の見方は修正されたように思うが、なおギャップがあるように思う。こうしたギャップが表面化した場合、長期金利の急騰のような金融市場の反応等を通じて、米国経済や世界経済に悪影響が及び、ひいては我が国の輸出や生産、海外需要を見込んで計画している設備投資に悪影響を及ぼすリスクがあると思っている。

第二に、国内の雇用・所得環境についてであるが、背景説明に「2007年度にかけて、所定内給与の上昇を伴いつつ、雇用者所得の増加ペースが幾分速まってくると予想される」とある。私としてはこの部分については慎重である。企業はこれまでの努力が奏効し、最高益を計上するような状況にある。本年度についても原油価格の反落、予想外の円安により、増益が期待できる。ただ、企業の人件費抑制姿勢が依然として強く、賞与の増額は認めても、所定内給与についてはなかなか浮上してこない。そもそも、企業は能力給の割合を高めているため、先行き、平均的に所定内給与が明

確に上昇することはなかなか難しいかもしれない。所定内給与増が能力次第ということならそれを恒久所得の変化を示すものとして扱う意味もなくなるかもしれない。労働需給の逼迫から賃金が増えるという点についても、先日の支店長会議のお話を伺う限り、なお地域や業種など色んなところにスラックがあると思われるため、マクロの賃金を明確な形で押し上げるようになるには時間が掛かるのではないかと思う。

このように企業の高収益の家計への波及を、賃金を通じて期待することはあまりできないが、配当や株高という波及ルートもあるし、消費は今後も堅調に推移すると考えている。ただ、個人消費が日本の経済成長の牽引力となる程の力強さは当面は期待できないと思う。

他方、設備投資は、海外における収益機会の増大を意識しつつ、設備増強に努めているが、維持・更新投資、省力化・省エネ・安全投資なども考えると、来年度も積極的な設備投資姿勢が堅持され、設備投資の伸びがあまり低下しない可能性もあると思っている。この場合、2007年度中には企業から家計部門へのウエイトのシフトがあまり明確に起こらないことになるが、私はこの可能性はかなりあるのではと思っている。

第三に、消費者物価についてであるが、需給ギャップに対する物価の感応度が従来に比べて低下している可能性が考慮に入れられているが、私はそれに加えて、賃金の上昇も控えめにみているので、ユニット・レーバークストのプラス化も後ずれすると想定している。ただ、物価上昇を品目的にみれば、振れを伴いつつも長い目でみれば広がりがあるように思うほか、地域的な広がりも看取される。物価の反応にはタイムラグがあるので、需給ギャップの需要超過のもと、少しずつ過去の分の影響が累積されてくるのではないかとみている。

最後に、金融政策運営についてであるが、私は今回示した標準シナリオの蓋然性が高いと判断できるのであれば、現在市場が織り込んでいると想定される利上げペースよりも早いペースで金利を調整して良いと考えている。ただ、先程述べた米国経済、賃金、物価など、どれをとっても不確実要素をかなり含んでいる。また、物価については下振れリスクの

方を意識しているので、現状では金利の調整は市場が織り込んだと想定されるペースでリスクを取りつつ遅れずに行うのが適当だと思っている。ただし、標準シナリオの蓋然性がかなり高いと判断される場合に比べて金利調整が遅れるので、それがもたらすリスクも気になるところである。従って、「第2の柱」で「例えば、仮に」という前置きが付いているが、「低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」と指摘している点は、極めて重要な視点だと思っている。大量の円ショートポジションの組成、設備や不動産投資の過熱など注意深くみていく必要があると思っている。

最後に、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、現状維持で良いと思う。以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

まず、金融経済情勢であるが、足許の景気動向は前回会合時と変わらず、引き続き緩やかな拡大基調を辿っていると思う。

国内は、暫く不況であった個人消費が9月は回復を示す指標が幾つか出た。もっとも、依然として力強さには欠けており、なお注視していく必要がある。企業部門は、昨日の9月の鉱工業生産こそ前月比若干のマイナスとなったが、予想の範囲内であるとともに、引き続き上昇傾向を辿っていることは間違いなく、全体としてみれば生産・出荷・在庫のバランスも悪くない。また、海外経済も、この後述べる米国経済を含めて、これまでの判断を変えるものではない。

ところで、その米国経済であるが、先週末発表された7~9月のGDP事前推計値は前期比+1.6%増にまで落ち込んだ。懸念されていたとおり

住宅投資の落ち込みが主因で、前期比年率-17.4%と1991年以来の下げ幅で、寄与度も-1.12%ポイントと、ともに予想以上の下振れ幅だった。それでも、市場では、景気先行きのソフトランディングのシナリオは然程後退していないようである。その理由として、一つに、先のFOMC声明文でGDP急落の予防線が張られていたこと、二つに、個人消費は逆に改善をみていること、三つに、企業部門が引き続き高いレベルで堅調を維持していること、四つに、肝心の住宅部門も新築の着工・販売面で底打ち感が出始めているとの見方が一部に出ていること、などが挙げられると思う。デフレーターも前期の+3.3%から+1.8%へと大幅に低下したが、これは主として原油やガソリン価格の下落によるところが大きいとみられる。前回のFOMCでFedは物価上昇要因からコモディティとエネルギーの要因をわざわざ外したが、Fedが引き続き警戒する根源的なインフレ圧力が低下したとみるのは早計であろう。Fedのインフレ警戒モードは変わらず、当面は様子見を続けるとみられるが、仮にもインフレ圧力の抑制が後手に回った場合、長期金利の上昇を招き、1990年の住宅不況時にみられたように住宅市場の低迷に拍車がかかるといったリスク・シナリオも一応は想定しておく必要があるように思う。また、先行きのアメリカの景気動向に関連して、足許の我が国鉱工業生産統計において、電子部品・デバイスの在庫実績の大幅増加と先行きの急速な減産修正というやや意外な動きがみられていることから、今後の商戦の行方を含めたアメリカの個人消費動向への注目度が再び高まっていることも付け加えておきたいと思う。

次に、展望レポートについてであるが、執行部案は基本的にこれまでのこの会合での議論、あるいは市場に発信してきたことと平仄が合っており、異論はない。以下、若干思うところを幾つか述べたいと思う。まず、レポートの前提、あるいはメカニズムである雇用・所得環境と家計の支出行動に関してである。明らかな労働需給の引締まりのもとで、コア賃金が上昇しない主たる理由に、企業の人件費抑制姿勢が挙げられている。先日、鉄鋼大手が、「小幅ながら中高年従業員を中心に、6年振りの賃上げを行う」

との報道があったが、これが事実だとすると、執行部案における「労働市場の需給が着実に引締まってきていることを踏まえると、いずれは（賃金の）上昇が明確になる可能性が高い」という記述に少しサポータティブな材料である。

ところで、日本経団連は昨年12月の「経営労働政策委員会報告」の中で、経営側のスタンスとして「国際的に既にトップレベルにある賃金水準をこれ以上引き上げることはできないとの判断に至る企業が大多数を占めるものと思われる」と発表し、この7月には、「賃金水準の底上げを意味する賃金改善を実施しなかった企業が大部分を占めるとともに、業績は賞与・一時金に反映して従業員に報いるという考え方が定着した」と総括している。足許までの所定内給与の足取りは、まさにこれを反映したものとなっている一方、ボーナスはここ2期連続で冬期が前年比+1.8%、夏期が+1.7%と、企業収益の伸びには大きく及ばない状況である。業績重視、人件費削減を狙いとした、いわゆる成果主義に基づく賃金制度の採用が、昨年2005年の初頭で、千人以上の企業で既に71%に達するという調査結果がある。これは、コア賃金の固定化、上方硬直化が制度として確立してきていることを示すものと考えられる。一方、中小企業は、このような制度とは関係なく、一般的に収益面から労働者への配分を増やす余裕は少ないと考えられる。

他方、雇用者数であるが、これは執行部案のとおり、1%程度の増加は続ける可能性が高いとみている。労働力の補給源としては、一つに家族を含む自営業からの流入、二つに高齢者のリテインないし復帰、三つに失業者の減少などが考えられる。特に都市・地方間などのいわゆるミスマッチは需給のタイト化が厳しくなるにつれて徐々に解消されてくるのではないかと、すなわち、潜在的に存在していると考えられる労働力のスラックが顕在化してくるのではないかと考えられる。

一方、消費であるが、今回の景気拡大期間中、消費マインドは緩やかながらも上昇傾向にあるが、2006年に入って横這いないしは低下傾向にあることが気になる。また、消費マインドには明らかに所得間格差がみられ、

これが消費の二極化を押し広げている。雇用者数の増加は中低所得者層の増加によって支えられるとみられるので、この層の消費マインドの低下は、雇用者所得の増加がそのまま消費全体の増加に反映されにくいという分析に繋がる。もっとも、消費性向については、執行部案でも相当慎重にみていることは認識している。

以上、纏めてみると、雇用者所得の増加は、その大宗は引き続き雇用者数の増加に依存するところが大きく、コア賃金の改定は、大手メーカーの動きがブレークスルーとなって産業や年齢層、特に若中年層に広がることを大いに期待はするものの、これについては制度の巻き戻しを伴うものであることから、伸び悩みが続く可能性が高く、従って、雇用者所得の伸びは、慎重な見方の執行部案よりもさらに下振れるリスクがあるのではないかと考えている。

次に、海外経済のリスク要因について触れてみたいと思う。最大のリスク要因は、米国経済の下振れである。住宅市場の調整が個人消費全般に及び、それが企業部門のアブソーバーとしての能力を超えて進んだ場合、米国経済が一挙に減速するリスクは、可能性は低いものの、依然として残っている。言うまでもないが、対米向け輸出のウエイトは 22%強と依然として国別でトップであり、中国をはじめとする東アジア経由分を合わせると、我が国の外需を支える最重要国である。米国経済の減速の度合いによっては、米国以外の国・地域はバリエーションになるどころか、増幅器になりかねない点にも注意を要する。我が国経済の回復が始まった 2002 年度第 1 四半期以降、足許 2006 年度第 1 四半期までの実質 GDP の増加額での累積寄与度をみると、民間設備投資が 40%ポイント、純輸出が 24%ポイントと両者合わせたいわば企業部門が 64%ポイントであるのに対し、個人消費は 38%ポイントにとどまっている。民間設備投資も外需に引っ張られてきたことを考えると、引き続き我が国経済の死命は、外需、就中、米国経済が握っているということは、自明のこととはいえ改めて指摘しておきたい。

次に、物価について触れたい。執行部案にも言及されているとおり、実

体経済と物価の間の相関に不確実性が存在している。特に下振れについてもっと明瞭に申し上げれば、実体経済が順調に拡大を続けても、なかなか物価が上昇しないというリスクがある。量的緩和政策の解除、さらには前回展望レポート以降、我々日銀はフォワード・ルッキングなスタンスを強調し続けてきているが、市場は相変わらず遅行指標であるところの物価指標に強くスティックしている。こうした認識の違いは、今後、日銀が金融政策運営に関する情報発信を市場に向けて行っていくうえで、非常に重要なポイントになってくると考える。そこでは、我々が考えている実体経済の成長パスをより丁寧に説明していくことが、益々重要になってくることは言うまでもないが、物価についても、厳密な切り分けは難しいとしても、実体経済の動きに伴う長期的かつ基調的な変化と、エネルギーを含めた一時的な要因による変化とを分別しつつ、将来に亘る実体経済との関わり具合を、これまで以上に分かり易くかつ強調する形で説明していくことも重要になると考える。

展望レポートの最後に、先行きの金融政策の運営方針について述べたいと思う。家計のインフレ期待は、幾つかのサーベイにもみられるとおり、このところ高まっている。インフレ期待の高まりは、エネルギー価格の上昇が比較的長期に亘って続いてきたことによるところが大きいと考えられる。従って、景気回復によるパイの増加が家計に本格的に行き渡り始める前に、エネルギー価格の低下が浸透した場合には、漸く高まりかけてきている家計のインフレ期待が急速に後退していくことが予想される。今回、展望レポート案における「極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行う」というスタンスは、4月の展望レポートにおけるスタンスと基本的には変わるものではないことをなお発信し続けたいと考える。

最後に、次回会合までの金融市場調節運営方針であるが、以上述べて参ったことも踏まえると、現状維持とすることで良いと考える。私からは以上である。

福井議長

次は水野委員からお願いします。

水野委員

まず、経済・物価情勢については、先程調査統計局から話があったが全体的に違和感はなかった。当面の金融政策運営方針については、現状維持で良いと思う。

債券市場では、足許のコアCPIの動きに相変わらず一喜一憂しているが、個人的には、将来のコアCPIの前年比上昇率を予想するうえで重要である、賃金動向、サービス価格、原油価格の動向に注目している。金融政策の先行きについては、予断を持たずに経済データをじっくりみながら、適切に判断していきたいと思う。個人的には、4月の展望レポートの中間評価を行った7月時点との比較でみると、企業業績の改善、それから設備投資計画の上方修正を受けて、景気拡大の持続性については若干自信を深めている。その一方で、今一つ盛り上がり欠ける個人消費関連指標、それから前年比上昇率がゼロ近辺で推移する所定内賃金はインフレ圧力の高まりを示唆していないと判断される。その意味で、個人的には、追加利上げのタイミングについて年内かどうかなど、タイミングについて特にこだわりはなくデータをみて考えていくべきだと思う。

本日は、「上げ潮政策」とも呼ばれる安倍政権の経済政策運営と金融政策運営の関係を中心にコメントしたいと思う。安倍政権は、「経済成長率の強化」を目指し、その柱として「イノベーション&オープン」を掲げている。「経済成長力の強化」は、「潜在成長率の上昇」と言い換えることができる。一国経済の生活水準を決定するのは、労働者一人当たりの産出量である労働生産性である。労働生産性を持続的に高めるためには、資本蓄積と技術進歩が必要となる。財源の目途がつけば、減価償却制度の見直しなど企業向け減税措置は検討する意味があると思う。

イノベーションによる生産性向上を目指すマクロ経済運営は、民間主導による効率的な経済資源の配分を促す。イノベーションには、技術革新と

社会制度改革の二つがあるが、基本的には、民間が主であり、政府が従の関係にあると思う。経済全体の生産性を高めるためには、構造改革を進め、規制を撤廃し、経済への公的介入をできるだけ小さくし、民間の経済活動を活性化する環境整備を目指すことが適切だと思う。具体的には、競争原理や市場メカニズムを活用して企業の参入と退出を促し、経済資源を成長性・将来性の低い企業やビジネスから解放し、成長の期待できる企業へとシフトさせること、それから規制改革等で競争を促すことで、製造業に比べて生産性が低いサービス業の生産性を高めること、三番目として、生産性上昇率が低い規制業種、成長の期待できない中小企業・零細企業に対する保護政策の縮小・廃止を進めていくこと、それから労働市場の効率化、人材の流動化・多様化によって、生産性の低い分野から高い分野に労働者をシフトさせること、経営者も事業の選択と集中を徹底し、必要ならば不採算分野からの撤退やM&Aを実施すること、が適切と思われる。個人的には、安倍政権が目指すマクロ経済政策運営の目標は適切であると評価している。ただ、政府は、「自らが掲げる経済政策がどのような経路で経済成長率を上昇させるのか、その具体的なステップはどのようなものか」について、国民に十分説明していく説明責任があるように思う。例えば、以下のような点を説明する必要があるように思う。まず一点目として、我が国のような成熟経済では、潜在成長率を引き上げるために相当の時間とエネルギーを要することである。また、高齢化や労働人口の減少など人口動態的な要因は、長期的には潜在成長率を押し下げる方向に働くことである。二点目として、我が国は、国内需要を上回る供給能力がある、その結果として、巨額な経常収支黒字を抱えている。そのことは、生産性が上昇しても、内需主導で経済成長率が上昇する展開にならない可能性を示唆している。三番目として、経済的な格差拡大は、我が国だけの現象ではなく、先進国ではある程度の差こそあれ、拡大する傾向にあるということである。努力した人や企業が報われるような抜本的な税制改正を含め、資本主義的な発想で経済政策を行わないと、強い企業や優秀な人材が海外へ流出し、国力は低下するリスクがあること。それから、ヒト、モノ、資本、情報い

いわゆる経営資源が瞬時に世界を移動するスピード経済の中、自由貿易を促進するオープンな国づくりを進める過程では、我が国の国際競争力を高めるため、海外からの直接投資を増加させるインフラ整備や社会制度設計を行う必要があること。国際競争が激化する中、資本集約的な産業は先進国に残るものの、労働集約的な産業は賃金水準の低い国や地域にシフトしやすいこと。国・地方自治体ともに、財政の持続可能性を取り戻すため、徹底した歳出削減や社会保障の見直しを進めて小さな政府を目指す中、新経済政策への移行プロセスは、多くの国民にとって相当の痛みを伴う可能性があること、ということである。

他方、いざなぎ景気と並ぶ長期間に亘る景気回復にもかかわらず、景気回復を実感できないことが大きいことから、小泉政権末期から世間やメディアの関心はいわゆる経済的格差問題に向かい始めている。安倍政権はイノベーション&オープンをベースとする経済成長戦略を打出しているが、経済成長重視の理念は、格差解消についての処方箋について曖昧である。個人的には安倍政権が目指す経済成長戦略は、地域間格差や所得格差が拡大するリスクがあると考えている。財界の一部からは、都市と地方の経済格差の処方箋として、幹線道路・新幹線整備による物流ルートなど公共事業拡大に理解を示す声が出てきた。安倍政権は、個人間の格差の固定化を回避するため、再チャレンジ支援策を掲げているが、具体的な施策が出てくるまで国民の不安は解消されないと思う。地域間格差、所得格差を即座に是正するための保護主義的な政策発動をとることは、経済合理的ではなく、経済成長力の強化という本来の目標と整合性がとれないと思う。特に、小泉政権による公共事業削減路線を引き継いだ安倍政権にとって、地域間格差の是正を目的に公共事業拡大を打ち出すことは政策的に矛盾があると思う。

いずれにせよ、新政権のマクロ経済政策が格差是正に繋がるのは、イノベーションによって潜在成長率が高まって、経済全体のパイが膨らんだ後ということである。

さて、金融市場では、新政権がイノベーションによる生産性向上など成

長重視の姿勢をみせる中、日本銀行の金融政策にどのような影響があるのかという点に関心があるようである。言うまでもなく、日本銀行の金融政策の目的は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することである。この目的を達成するために、日本銀行は適切な金融政策運営に努めている。金融政策は、基本的には景気循環の局面に応じて変化することが適切である。すなわち、金融政策はデフレ克服、持続的な景気回復、景気循環の振幅の縮小について一定の役割を果せるとは思うが、所得分配機能はない。ただ、個人的な見解であるが、地域間・個人間の経済格差が広がる傾向がある中、金融政策変更の影響が各経済主体に与える影響がさらに異なってくるため、さらにきめ細かい情報収集が必要となると考えている。また、少し長めの議論をすれば、人口動態的な要因も考慮する必要がある。恐らく高齢化社会になってくると、消費が抑制されて、将来に備えた貯蓄、あるいは金融資産への投資が盛んに行われるようになるため、資産価格を視野に入れる必要も出てくるのではないかと思う。仮に、イノベーションによる生産性向上によって潜在成長率が高まれば、短期的に経済成長率が多少高まっても、当面は辛抱強く緩和的な金融環境を維持することができることを意味する。一方で、生産性上昇によって潜在成長率が上昇する場合には、その過程において設備投資に過熱感が出る可能性があること、いわゆる中立的な金利水準が上昇することから、中長期的には、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことが適切であるということになる。

最後に、展望レポートについて、若干コメントする。まず、執行部から出して頂いたドラフトであるが、全体として大きな違和感はない。そのうえでコメントを一言申し上げる。一つ目であるが、米国の住宅市場の減速や消費者物価の基準改定を受けても、4月の展望レポートで示した経済・物価情勢の見通しを大きく修正する必要はないと判断しているとのメッセージを上手く伝えた方が良いと思う。第二については、安倍政権は、イノベーション&オープンなど経済成長重視の理念を掲げる一方、日本銀行は、持続的な景気拡大を目指して金融政策運営に努めている。今回の展望

レポートでも、「仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、金融行動・投資活動などを通じて、中長期的にみて、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」とのフレーズを盛り込むという提案については意味があると思う。第三に、今回の景気拡大は、派手さはないものの相当長期化する可能性を指摘しておいた方がよいことである。すなわち、4月時点の予想に比べて、経済の成熟化の時期が遅れると同時に、米国の住宅市場減速は7~9月期が最悪期であると見込まれるが、もしそうなれば、我が国の実質GDP成長率は今年やや低めになる可能性がある一方で、来年度の成長率はむしろ今年度と遜色のない数字となる可能性があると思う。以上である。

福井議長

春委員から願います。

春委員

それでは申し上げます。まず、金融経済情勢であるが、前回会合以降の動きをみると、まず米国については、7~9月の実質GDPが住宅投資の大幅な鈍化を主因に予想を上回る減速となった。一方、個人消費は伸びを高めており、ガソリン価格の下落や株価上昇を背景に、消費者マインドの改善も続いている。企業部門も、設備投資は前期を大幅に上回った。9月の生産は自動車等の減産を背景に弱めとなったようだが、先程もお話が出ていたが、トムソンフィナンシャルの主要500社の7~9月決算については、毎週発表する都度、前年比の数字を上方修正するというような状況が続いている。コアCPIの上昇が続くなど、依然としてインフレ懸念は残っているが、米国経済は、基本的にはソフトランディングの方向と考えて良いと思う。今後は住宅投資やインフレ指標のほか、来月以降本格化するクリスマス商戦の動きなどに注目が必要と思う。

米国以外の地域は、中国の7~9月GDPが引き続き二桁の高い成長と

なるなど、総じて好調を持続しており、5%前後というIMFの世界経済見通しに沿った動きとなっている。

この間、原油価格は、WTIで60ドル近傍、ドバイで50ドル台後半の水準で、横ばい圏内の動きが進んでいる。OPECは、緊急会合を開いて約2年振りの減産を決め、減産幅も事前の予想を上回る日量120万バレルとしたが、市場ではその実効性に疑問ありとされており、原油相場への影響はこれまでのところ限定的となっている。先行きは、上昇・下落双方のリスクがあるので、引き続き注意が必要と思う。

国内では、輸出は堅調な増加、生産も9月はマイナスであるが総じてみれば増加傾向が続いており、個人消費も9月の百貨店売上高がついに6か月振りに前年比プラスとなるなど、持ち直しが続いている。景気は緩やかな拡大を続けていると思う。これから発表が本格化する中間決算も、通期予想の修正には慎重なようだが、好調が予想されている。また、雇用所得関連では、経団連が現時点で集計した大企業の冬のボーナスが4年連続で前年比プラスとなっている。先日のさくらレポートや支店長会議でも、各地の景気は、地域間の格差はあるものの、北海道を含め全ての地域で緩やかに回復ないし拡大しているとの報告だった。

物価面では、9月の全国コアCPIは前年比+0.2%と伸び率は低下したが、4か月連続で前年比プラスとなった。10月の東京地区のコアCPIは被服及び履物の寄与度上昇もあって、7年振りのプラスに転じたが、10月以降の全国もプラス基調を維持する可能性が高いのではないかと考えている。

次に、展望レポートについて申し上げますと、執行部の原案に異論はない。日本経済は、前回展望レポートの見通しと比べると、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めとなっているが、地域間の格差を残しながらも内外需がともに増加をしながら緩やかな拡大を続けている。先行きについても、海外経済が全体として拡大を続ける中で、企業部門から家計部門への波及が進み、基本的に潜在成長率に向けて徐々にペースダウンしながら緩やかな拡大が続き、その中でコアCPIは前年比のプラス幅を次第に拡大して

いく可能性が高いと考える。こうした中、リスク要因としては、引き続き海外経済や原油価格、IT在庫調整、企業投資行動の積極化、さらには下げ止まりから上昇に転じつつある地価の動向などに留意が必要かと思うが、足許の状況をみる限りは、下振れリスクは4月対比では幾分後退しているように思う。こうした見通しを、二つの柱に基づいて点検すると、まず、第1の柱については、現時点で想定される先行き2007年度に掛ける経済・物価の最も可能性の高いと判断される見通しは、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく方向と判断して良いと思う。第2の柱については、緩和的な金融環境が続く中であって、上振れリスクが高まっている訳でないが、一方で下振れリスクは後退しており、全体として双方のリスクを注意深くみていく方向へ着実に変化しているように思う。

以上を踏まえて、今後の金融政策運営については、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行っていくというメッセージを継続していくことが適切と思う。

最後に、当面の政策運営スタンスであるが、次回会合までの政策運営方針は、引き続き0.25%の極めて低い政策金利を継続し、持続的で息の長い景気拡大のプロセスをサポートしていくことが適切と考える。無担保オーバーナイト・コールレートは、市場局におけるきめ細かいオペの実施もあって、前回会合後、0.25%近傍の水準で推移している。今後も引き続き市場の安定と市場機能の回復に配慮した調節運営をお願いしたい。

9月のコアCPI前年比が+0.2%と4か月連続のプラスになったことや、生活意識調査等における消費者の物価上昇予想が定着しつつあることから、これまでの極めて低い政策金利の持つ緩和効果は徐々に浸透しているように考える。市場においては2007年3月の政策金利0.5%は織り込まれた状況——先週まではほぼフルであったが、今日の数字をみると相当程度であるが——にあり、マスコミ等の関心は年内の利上げの可能性に集まっている。経済物価情勢が緩やかに変化する中で、金利水準の調整をことさら急ぐ理由はないと思うが、「経済・物価情勢の変化に応じて徐々に

金利水準の調整を行う」とのメッセージに沿って、次回以降の決定会合においては十分な議論を尽くして、早過ぎず遅過ぎずのタイミングを適切に判断していきたい。私としては、今後金利水準の調整を進めるうえで、基本的にコアCPIの動向とともに、先行きGDPギャップやユニット・レーバークストの動きに繋がる設備稼働率や労働需給等の動きなどをみながら、先行きの景気・物価に関するリスクバランスの変化と、極めて低い金利水準の持つ緩和効果を評価していくことが基本と考える。

なお、一点、これまで徐々に調整するという方針について、「ゆっくり、小刻みに」と説明してきた場合がある。この「ゆっくり」という表現は、やや長い目でみて、景気物価情勢の変化が緩やかであることを踏まえたものであるが、マーケットやマスコミはやや「次回の政策変更時期」と絡めて解釈しがちな面がある。今回、展望レポートの公表を機にそうした傾向が強まる恐れもあるので、「ゆっくり」という表現をする場合は、あくまで長い目でみた政策運営の考え方である、という点を説明していくことが必要ではないかと思う。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

展望レポートについて述べる前に、最初に、前回会合以降に公表された計数等を踏まえて、経済・金融情勢について幾つか触れておきたい。

まず、海外経済であるが、米国の第3四半期の実質GDPは前期比年率+1.6%となり、第2四半期の+2.6%からさらに伸びが鈍化した。住宅投資は減少しているが、設備投資や個人消費の伸びはしっかりとしており、今のところ米国経済はソフトランディングに向けた調整が続くとの評価で良いと思う。海外経済全体としては、引き続き地域的な広がりを伴いながら拡大を続けていくとみられる。こうした海外経済の拡大を背景に、我が国の輸出は増加を続けている。通関統計をみても、7~9月の輸出は堅

調な伸びを示した。

次に、国内経済については、前回会合後、鉱工業指数、労働力調査などの9月の計数が公表されている。全体としてみると、我が国の景気は緩やかに拡大しているというこれまでの判断に沿った動きと評価できる。個人消費についても、この間に公表された9月の販売統計は持ち直しており、夏場の弱めの数字には天候要因も影響していたことを示していると思う。

物価面については、9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）の前年比は+0.2%とプラス基調で推移している。同時に公表された10月の東京の速報は前年比が+0.1%と9月から0.1%ポイント上昇した。これらは消費者物価の基調、すなわち、第一にプラス基調を続けていること、第二に、しかし上がり方はゆっくりしたものであるとの判断を裏付けるものであったと言える。

次に、展望レポートについて幾つか申し上げたいと思う。まず、経済の現状判断については、4月の展望レポートにおける見通しと比べると、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱いというふうにみられるが、全体としてみると、概ね4月時点の見通しに沿った展開をしていると考える。先行きについては、2006年度から2007年度に掛けて、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで息の長い拡大を続けるという見方で良いと思う。4月見通し時点からこれまでの動きをみると、企業の人件費抑制姿勢が根強いことなどを背景に所定内給与が前年並みと弱めであり、また個人消費の伸びが緩慢である点など、企業部門から家計部門への波及テンポが4月見通しよりも遅めとの印象がある。しかし、2007年度までを見通せば、今述べた展望は4月時点と基本的に変わらないということだろうと思う。

こうした経済の見通しのもとで、物価を巡る環境も物価上昇を促す方向に進んでいくと考えられる。すなわち、需給ギャップは需要超過幅を緩やかに拡大していくとみられる。また、賃金が緩やかに上昇していく中で、いずれユニット・レーバークストの下押し圧力は減少し上昇に転じていくとみられる。物価指数に即してみると、国内企業物価は国際商品市況な

どを背景に、前回の見通し対比上振れており、先行きの基調としては上昇を続けるとみて良いと思う。消費者物価はプラス基調になる。先行きの上昇率については、後で述べるように、不確実性があるが、前年比のプラス幅は次第に拡大するとみている。

次に、景気の見通しの上振れ・下振れ要因であるが、海外経済の動向と企業の投資行動の二つに整理できると思う。

米国ではソフトランディングの可能性が高まっているとはいえ、景気下振れとインフレの両面のリスクが依然存在する。中国では固定資産投資の高い伸びが続いており、主として上振れリスクが存在する。また、原油価格は一頃に比べて落ち着きを取り戻しているが、原油などの原材料の供給懸念が完全に払拭された訳ではなく、国際商品市況の動向が世界経済・金融市場に影響を及ぼすリスクが続いている。

二点目の企業動向についてであるが、現時点では過熱感はないということだと思ふ。しかし、極めて緩和的な金融環境のもとで、企業が楽観的な見通しに基づいて投資を一段と積極化する場合には、一時的に成長率が大きく上振れる一方、その後に調整が行われる可能性がある点を引き続き挙げておくことが適当であると思ふ。

なお、4月見通し時点からの変化として、大都市の地価がはっきりと上昇に転じたことが挙げられる。全体として地価の行き過ぎた上昇を懸念する状況ではないが、資産価格の動向は、企業や家計のマインドやバランスシートの変化などを通じて、その支出行動に影響を及ぼし得るものである。緩和的な金融環境の影響といった点も含めて、資産価格の動向については今後も注意を払っていくことが必要であり、展望レポートでもこの点を指摘しておくことが適当だと考える。

物価見通しについては、第一に需給ギャップの影響、第二に原油などの商品市況の動向、第三に潜在成長率の影響を、上振れ・下振れ双方の要因として挙げるができる。ただし、賃金の上昇が緩やかである点を踏まえると、景気が成熟化していく中でもユニット・レーバ・コストが低下を続け、物価が上がりにくい状態が続く可能性にも言及しておくことが必

要だと思う。

以上を踏まえて、先行きの金融政策運営を考えるうえでの二つの柱を点検すると、次のようになるのではないかと思う。まず、第一の柱としては、我が国経済は物価の安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと判断できる。第二の柱としては、基本的には前回の評価の延長線上で考えることが可能であるが、アップサイド、ダウンサイドとも少し具体的に書き込むことができるようになってきているように思う。まずアップサイドでは、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみて経済活動や物価の振幅が大きくなってしまいう可能性が挙げられる。そうした可能性として経済・物価の実体から離れて低金利が続くという期待が定着した場合、金融機関の行動や金融資本市場の反応などを介して金融行動の行き過ぎをもたらすといったメカニズムを指摘することが適当である。一方、ダウンサイドとしては、海外経済の予想外の減速や賃金の伸び悩み、原油等の商品市況の動きによって経済・物価の下振れが生じて景気拡大や物価の上昇が足踏みする可能性がある。ただし、金融システムの安定が回復し、3つの過剰が解消されている現状からは、デフレスパイラルにまで至るリスクは小さいとの評価は前回と同じで良いと思う。

以上の点検を踏まえて、当面の金融政策運営については、前回展望レポートにおける基本的な考え方を維持し、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行うことになるとの方針を示すことが適当だと考える。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営については、以上のような経済・物価情勢の判断のもとで、現状の調節方針を続けることで良いと考える。以上である。

福井議長

最後になったが岩田副総裁、願います。

岩田副総裁

それではまず、前回の決定会合からその後幾らか指標が出たので、それについてのコメントを三、四点申し上げた後で展望レポート、それから政策運営について申し上げたいと思う。一つはやはりアメリカのGDPの数字である。私は前回の決定会合でマクロ・エコノミック・アドバイザーの予測によれば+1%であると申し上げた。結果は+1.6%になった。中身をよくみると、実は在庫の部分の減り方が、マクロ・エコノミック・アドバイザーが予想していたよりも0.5%ポイント程少なかったもので、その分ちょうど嵩上げになって+1.6%となったというのがおおまかな姿である。このことは何を意味しているかと言うと、第3四半期に出なかった分が第4四半期に出る格好で、第4四半期に在庫のマイナスが続く可能性がある。あるいは、2次速報の段階で在庫の数字が変わって、結果的には+1%に近いところになるという、二つの可能性があると思う。私はもしかすると二番目の可能性が強いかなど思っている。実は、自動車の生産について、国民所得統計上の扱いと現実の自動車生産の符号が反対——第3四半期はどういう訳か2割位で±逆さまな符号が付いている——となった結果、在庫の速度が大きく違ってしまったということが言われている。であるから、こここのところの整理が付けば第3四半期の数字は自ら直ってくると思っている。国内の最終需要をみると、寄与度を足し算してみると、大体+2.5%位で動いている。政府支出もアメリカの場合プラスなので——+0.4%とか+0.5%——、その姿で動いていて第4四半期も基本的にその姿は変わらないと思う。ただ、今申し上げた在庫であるとか、あるいは純輸出、経常赤字がどの位膨らむか、そこ如何でもって少し2%を超えたり、あるいは2%を下回ったりという姿で第4四半期も推移するのではないかと思う。住宅は相変わらず第4四半期は1%位マイナスだと思う。最終的に出てくる数字は純輸出と在庫の塩梅如何だが、+2%位になる可能性が高いのではないかと思う。これはマクロ・エコノミック・アドバイザーではなくて私の予測である。アドバイザーはもう少し高い+2.7%と予測している。私は、その後の調整については、住宅投資のマイナス幅が

-1%よりも段々縮まってくるので、民間の最終需要としてはプラス幅が拡大してくる姿で次第に全体として3%近いところにソフトランドしていくのかと思う。物価の方はまだ明らかにコンフォート・ゾーンを上回っているが、コアのPCE等は順調な動きではないかと思っている。

二番目のコメントはITについてである。今回は在庫がかなり急増して、前回よりもどうも在庫の積み上げが急である。私は1年以上前からずっと調整が起こる、だが、前回よりは小さいであろうと言っていたが、在庫だけみると前回より大きい姿になっている。中身はどうか、私をはっきりとは分からないが、半導体の製造装置のBBレシオをみると、まだ全体としては9月の段階だと1.08となっており、アメリカもまだ1すれすれのところにあって、前回よりは良い。このように、BBレシオでみる限りは、激しい落ち込みが直ちに予想される姿にはなっていない。ただ、液晶については、価格は少し下げ止まりの感じがあるが、液晶分野だけで出荷在庫比率をみると、実は昨年の後半から緩やかに出荷・在庫比率が悪化しており、それがさらに目立ってきた。場合によると、それにつれて他の分野にも波及するという姿が少し出始めているのかなと思う。そういうことで、電子部品・デバイスについて言うと、私は今もなお、前回よりは小幅で済むと思っはいるが、前からずっと申し上げていたとおり、やはり無視できないものになってきた。鉱工業生産は、この電子部品が相当引っ張ってきたので、電子部品・デバイスの在庫がこれだけ溜まると、恐らく第4四半期、続く第1四半期はやはりマイナスで足を引っ張ると思う。そうすると鉱工業生産は恐らく横這い、ゼロか、あるいはもしかするとマイナスになるという、つまり、踊り場感が第4四半期から第1四半期に掛けて強まってくる可能性がある。それと、実はタイミングがあまり良くないと思うが、先程早川調査統計局長から話があったように、第3四半期のGDPでどうも設備投資がたまたま下振れというか、実際はもう少しプラスに寄与するところがもしかするとマイナスになってしまうかもしれない。そうすると、出てくるGDPは良くて横這い——純輸出と公共投資は外生的な性格があるとして、政府の消費支出と在庫は何とかプラスとは思うが

消費、設備投資、住宅はどうも総合指数でみる限りマイナス——という姿の数字が11月14日に出てしまうと、やはり下振れしているという懸念——日本の景気は大丈夫だろうかというような懸念——がどうも出て、そこでセンチメントがやや下向いてしまうことを私は心配している。設備投資が仮に前期と同じような伸びを示せば、マイナスではなくて、第2四半期と同じような+1%程度の伸びになると思うが、今日の話にあったように資本財の出荷が-1.4%という、あまりプラスは期待しにくいということではないかと思う。以上が成長率とITについてである。

もう一点は物価の動きだが、原油価格がWTIで60ドルを割るような段階になっており、大体こういう水準で年末まで推移すると、エネルギーのプラスの寄与度が——今は+0.4%ポイント位押し上げている訳だが——、年末には0.2%ポイント位になってしまうのではないかと思う。その一方で、携帯電話の要因が今度は逆に11月以降は+0.15%と言われている。番号継続制でソフトバンクがアグレッシブにやったと言われており、その効果は恐らく0.01%位であろう。しかし3社が値下げ競争に加わると0.05%である。従って、携帯電話要因で0.15%戻ると言われているところが、値下げ競争もあって0.1%位プラスで戻す、それと原油の下げが差し当たりはバランスし合って、私の感じだと年末迄0.2%位で動くかなと。その後どうなるかは、まさにGDPギャップであるとか、賃金の上昇であるとか、あるいはサービス価格であるとか、いわゆる実力コアの部分でマイナスの幅を次第に縮小させ段々ゼロに近付いてくるスピードに掛かっていると思う。ややタイトロープになってきたなという感じもするが、そこが早く追い付いてきてくれないとなかなか苦しい局面もあり得るということかと思う。ということで、足許やや少し下振れの数字が出ているが、展望レポートで示されている姿は概ね4月とほぼ同じと考えている。因みに、個人的には4月の時にもう少し強い予測値を出していたが今回若干下げているので、結果として平均に近付いた格好になった。そういう中で展望レポートはこういうことで結構だと思うが、マーケットに対してはやはりこういう見方をしているということをしっかり伝えることが必要

である。従って、政策スタンスも変わっていないということを言うことが必要な時ではないかと思う。

最後に最適な金融政策運営に関して申し上げる。先程の須田委員の話は、メインシナリオの背後に暗黙に置いている金利パス——本当は一人一人違うはずだが、仮に共通に近いものが半年に+0.25%位だとして、これを仮に「ゆっくり」というか、展望レポートで言っているような速度だとした場合——について、「メインシナリオどおりであれば、金利をもっと早めに上げていくことが最適金利パスである」というものだったかと思う。それから野田委員からは物価のパスであるとか、こういったことについてもっと念入りな説明が必要ではないかという話があった。ある民間のエコノミストで「日本銀行はインフレーション・レポートを出すべきである。ただし、私はインフレ目標政策には絶対反対である」という方がいるが、政策なしにレポートだけあるのも少し整合性を欠いていると思うが、もう少しその点を丁寧に説明すること自体は——別にその名前をインフレーション・レポートと言わなくても——、やはりコミュニケーション上必要な部分であると思う。現在、アメリカではコーン副議長がヘッドでコミュニケーション・ポリシーの話をしている訳だが、そこで一つ話題になりそうなものが、スタッフの予測、つまり、私が前々から言っているオプティマル・ポリシー・プロジェクションである。これは、7年～8年位の長いスパンを取って、経済の姿とそこにおけるいわばオプティマルな金利のパスがどのようなものかを示すというエクササイズ——全部ではないのだろうが、例えば、先行き7年～8年位までのインフレについて示す——である。それはターゲットとは言わないのだが、その図をみればある意味では明瞭で、7年～8年でこの辺りのところに収束していくということを念頭に置いて政策運営をしているのだな、というインプリケーションが例えば出てくる訳である。これはスタッフの予測と言わなくても、ある期間、少し長い期間の物価の見通しというようなもの示すことによって、実はコミュニケーションを改善することもあるかと思う。それからもっと別のこととしては、スタッフがどう考えているのか、そしてFOMCのメン

バーは実は少しずつ違うニュアンスで考えているというようなことも、混乱する場合もあると思うが、明瞭になる場合もあると思う。どちらかと言うと、恐らく日本銀行の出した物価安定の理解に近いような姿のものが最終的には出てくる可能性の方が強いと思う。私はインフレターゲット・ポリシーということについて理論的には賛成であり、これはきた時からずっと言っており、実は日本銀行も広い意味では量的緩和の時から広い意味のインフレターゲット・ポリシーをやっていると言いつけてきて、現在も、その意味では物価安定の理解も広い意味ではターゲット・ポリシーであると言っても良いと思う。ただし、イギリス型かと言われるればそれは違う。ECB型かと言われるたらそれも違うということなのだろうと思う。違うところで重要なポイントはどこにあるかと言うと、インフレターゲットを仮に2年後——あるいは3年後でも良いのだが——にだけ、インフレ率だけが目標値にピッタリ合えば良い——これを仮にピュア・インフレーション・ターゲット・ポリシーと言う——とすると、それはセカンド・ベスト・ポリシーである。いわゆるインフレターゲット目標というのは、政策としては最適ではなく、セカンド・ベストであるということと同時に何遍も申し上げてきたつもりだが、望ましいのは最適な金融政策をやることである。最適な金融政策とは、3年目の時だけにインフレ目標がピッタリ合うことではなく、実は少し中長期に考えて先行き全ての時点において一番望ましい政策金利はどこにあるのかということである。そしてそういうことを定義するためには、インフレ率が先行き望ましい上昇率からどの位乖離するのか、あるいはGDPギャップが望ましい水準からどの位乖離するのかを予測し、そのある種のウェイト・アベレージがイコール・ゼロになっている世界が最適である。そういうように政策運営をするのが、スタンダードな最適金融政策の理解だと思う。そういった理解で、今、メインシナリオで出ている姿はどう評価されるかということ为例え申し上げますと、インフレ率は2007年度に+0.5%になるとして、仮に望ましいインフレ率は+1%位だとすると、+0.5%から-1%で-0.5%ということになる。一方、需給ギャップの方は、足許

+0.5%にあるとすると恐らく+1%位になる。この+1%にある種のウエイトを掛けることになるが、そのウエイトは政策当局が物価とギャップの相対的なウエイトをどう評価するかで決まる。ある説では半分で良い、あるいは1/3で良い、1/10で良いとある。それとフィリップスカーブの傾き、これは言葉を変えるとサクリファイス・レシオと呼ばれているが、物価を1%上げるのにどの位失業率が、あるいはGDPギャップが変化しなくてはならないかということである。サクリファイス・レシオは、フィリップスカーブの傾きが+0.4であるということを使って——これは調査統計局に用意して頂いたのだが——、サクリファイス・レシオで言うと+2.5ということになる。仮に0.5のギャップウエイトを想定して2年後にGDPギャップは1%だとすると+1.25%である。その一方で物価の方は-0.5%なので、そうすると両者の和は+0.75%と若干のプラスになって、プラスというのはある意味でやや緩和的過ぎる——これは須田委員のおっしゃっていることになるが——という話になる。だが、例えばGDPギャップの計測は非常に誤差が大きくて1%位は無視すれば良いと言ったら、実は物価の方の-0.5%だけが残るので、今暗黙に考えている半年に0.25%上げていくのは実は引締め過ぎだということになる。つまり、この最適な金融政策というのは、あらゆる時点でそういうことがなるべくゼロに近くなるように運営するということである。因みに例示として申し上げると——長くなってすまないが、ただ須田委員が「望ましいと思われるパスと比べて」とおっしゃったので、こちらもやや丁寧に申し上げているのだが——、仮にウエイトとして0.5位をGDPギャップに与えた場合も、例えば今はデフレから出る移行期——今まで申し上げたことは移行期ということは何も考慮に入れていない話だが——だということを考えれば、それはある時、多少のオーバーシューティングを物価について認める——例えばゼロから+2%だと、+2%位になってもそれは許容範囲の話だと——というように仮に考えると、0.5のウエイトをGDPギャップに置いても、今考えている暗黙の金利のパスというのは最適に近いと言えるかと思う。長くなってすまない。

福井議長

以上で皆様方から3つのポイントについて、ご意見を頂戴した。簡単に私から整理をさせて頂くが、まずは当面の金融経済情勢について、我が国の景気は引き続き緩やかに拡大しているという基本認識について、皆さん意見に相違はなかったと考えられる。こうした判断を当面変更する必要はないとのご認識だったと思う。世界経済は引き続き地域的な広がりを持って拡大をしている。米国についても、先行きはまだ不確実性を残しているが、ソー・ファー、ソフトランディング・シナリオの範囲内で動いている。中国についても、成長率とか固定資本形成については若干伸び率の低下があるが、基本的には力強い成長が続いていると、こういうふうなことだったと思う。日本経済も、前回決定会合以降そう大きな変化はないし、世界経済との関連では輸出が引き続き順調に伸びている。細かくみれば、米国向け輸出について、自動車関連の伸びがやや鈍化しているが、全体としては引き続き堅調な伸びを維持している状況だと思う。国内も、設備、個人消費ともそう大きな変化はない。ただ、個人消費については、今日出た家計調査はややパズリングでありこれからよく分析しないとイケないかもしれないが、これまで出てきた売上高統計、7~9月の百貨店売上高が全国・都内ともプラスに転じたとの動きがあり、少なくとも天候不順がこれまでの消費の不冴えにある程度影響していた可能性が、かなり確認されたのではないかと思う。物価についても、前回会合時の基本的見解に沿った動きで、消費者物価指数の前年比は9月の計数は前年比+0.2%と少し下がった訳であるが、東京の10月の計数など勘案すると、物価のトレンドに大きな変化があるという判断には結び付かないのではないかと思う。金融・為替市場の動きについては色々変化はあるが、達観してみれば、株価、長期金利、為替レートとも前回会合以降、概ね横ばい圏内で推移していると括ることができるのかなと思っている。

経済・物価情勢の展望レポートであるが、これについてもその内容について各委員からサポータティブなご発言があった。前回の展望レポート以降、

今日までの動きを前回の展望レポート対比でみると、全体としても見通しに沿って推移してきている。仔細にみれば、企業部門は幾分強め、家計部門は幾分弱めというニュアンスは含みながらも、全体としては概ね見通しどおりに推移している。

新しい展望レポートの基本的な内容は、2007年度まで展望して、「内需と外需がともに増加する」、「企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続ける」、これがベーシックトーンである。そして、景気局面という意味では、拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準自体は、2007年度に掛けて、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速していく可能性が高い、ということではないかと思う。こうしたシナリオを支える要素、これは海外経済が拡大を続けること、企業部門の好調が続くこと、そして好調な企業部門から家計部門への波及が進んでいくこと、そして金利の調整は徐々にを行うにしても、緩和的な金融環境が基本的に続けられ、民間需要を引き続き後押しするということが骨組みになっている。そういうふうに記述されているという訳である。物価についても、国内企業物価、消費者物価について詳しい記述をした。国内企業物価は、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場の動き如何によってかなり変わり得る訳であるが、一応展望レポートの判断としては、2007年度に掛けても上昇基調を続けるということであるし、消費者物価指数——これは生鮮食品を除くベース——では、需給ギャップの需要超過幅が緩やかに拡大していくことや、ユニット・レーバー・コストも下げ止まりから若干の上昇に転じていくという見通しを前提にして、プラス幅は次第に拡大していくと予想したということである。リスク要因についての記述もかなり詳しく盛り込んだ訳であるが、4月以降というか、量的緩和解除以降の経済・物価の推移を点検し続けてきた結果、アップサイド・リスク、ダウンサイド・リスクともに従来の記述よりは、より明確に書けるようになってきたので、それに応じて今回は書いているということだと思う。引き続きダウンサイド・リスクとしては、海外サイドの要因を少しくローズアップしている。そして、アップサイド・リスクとしては、企業の投資行

動の一段の積極化ということをクリックアップしている。このうちダウンサイド・リスクは、アメリカ経済については、ソフトランディング・シナリオが全うできるのかどうかということがある。アメリカ経済については、一方で、インフレ・リスクも引き続きリスク要因としてみていく必要があるが、この時、アメリカ経済自体の潜在成長能力を少し下方修正しながら見始めているというところに複雑な部分がある。つまり、今後の成長経路と物価の経路をみるうえで、単純にソフトランディングを全うすればもとの成長率の高さになり、インフレ率・インフレ圧力もきちっと収まるのかということに対して、少し複雑な視点を入れながら分析していく必要があるのかなと思う。

それから、アップサイド・リスク、これは引き続き企業収益が高水準で、物価もプラス基調で推移していくとの前提であるので、金融政策面からの刺激効果が一段と強まる可能性がある。今回書いたのは、例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続する期待が定着するような場合に、様々な反応が、これは金融機関行動の面、金融市場の反応の面、それから企業の投資活動の面といずれも中長期的にみて、経済と物価の波が大きくなってしまいうリスクを意識する必要がある。単純に設備投資が強くなり過ぎるという面だけではなくて、金融の長期緩和に対する期待があまり定着し過ぎると、将来の波を大きくするリスクを少し幅広くみていく必要があるということ、今回明確に書いている。逆に、ダウンサイド・リスクとしては、物価の下落と景気悪化の悪循環も多少意識しながら書いているが、これまでの構造変化の進展をベースに、そうしたデフレスパイラルが発生するリスクは小さいということであるので、ダウンサイド・リスクについてはある程度限定的に書いている。

金融政策の運営方針については、基本的に4月の展望レポートで示した考え方を維持するという方針で書かれている。こういう方針について、皆様方から比較的サポートタイプなご意見があったかと思う。なお、幾つかご議論があった。まず、企業の人件費抑制姿勢が想像以上に根強いため、従って、企業部門から家計部門への好影響の波及が本当にシナリオどおりス

ムーズに進むかどうかという点は、さらに目を凝らしてみていかなければならないとのご指摘が何人かの委員からあった。これは、景気が拡大しても物価が上昇しないリスクということと裏腹であるので、経済の動きと物価の両面をみていくうえでも、非常に重要なポイントというご指摘であったと思う。それから、資産価格についても、これは不動産価格だけではなくて為替相場も含め、金融緩和との関係でここに注目を置く度合いは時の経過とともに強まっていくのではないかとこの明確なご指摘があった。それから、日本の場合には、潜在成長率が民間の努力と政府の努力で少しずつ上がっていく可能性があって、日本の場合にも、少しアメリカと方向が逆かもしれないが、成長及び物価の歩み方が複雑になってくるので、そこは正確に読み取らなくてはならないということかと思う。なお、春委員から、「ゆっくり」という言葉の使い方についてご忠告があって、これは量的緩和を脱却したタイミングで長い先を見通してゆっくりとやるということで、一回言ってしまうと、「ゆっくり」をやめると今度は「急いでやるのか」ということになるので大変難しいのだが、「ゆっくり」という場合はあくまで先々までみた長い尺度でゆっくりだと、こういう考え方で言っているのだということは明確に市場にも、あるいはプレスの方にも認識して頂く必要があると思う。そうしないと、時の経過とともに次までのタイミングが段々短くなって、何がゆっくりなのかということになるので、難しいが上手くここはやっていかなければならないと思う。なお、岩田副総裁から最適な金融政策運営経路について非常に重要なご指摘があって、これは前々から宿題になっているが、引き続き事務局の方でもう少し我々がきちんと議論できる材料を出してくれるのであれば歓迎したい。ある程度材料を出してきちんと勉強をする機会を持って頂ければ有り難いと私自身は思っている。こういったことが可能かどうかまた後でゆっくり聞かせて頂きたい。十分纏め切れないがそんなところかと思うが、どうぞ皆さん追加的にご意見を出して頂きたい。ITについて改めて在庫急増ということで、そこにインプリケーションがあるとすれば、今後のマグニチュードをきちんと把握していかなければならないとの重要なご指摘もあったので、

追加させて頂く。不動産市場について西村委員から非常に微妙な局面にきているから、警戒的であるべきとの話があったが。

西村委員

つまり、上に行くにも下に行くにも非常に微妙な時期だという意味で申し上げたもので、上方向、下方向、両方とも十分に考えていかななくてはならないということである。不動産市場という直ぐ、どちらかと言うと、特に一部の——東京の極く一部とか——ものが取り上げられがちだが、非常にまだ模様で動いているし、東京から地方に移るという話にしてもその移り方は非常に極端な形となっている。例えば具体的に言えば、岐阜県ではあまり上がっておらず下がっているが、岐阜のある一部だけは非常に上がっているということが出てきている。これがどういう状況のもとで裏にどういうロジックが働いているかということを見極めないと非常に危険だというのが私の判断である。お話したことは基本的には、以前のように不動産価格が上がるから買うということではもうないが、しかし、やはり上がる可能性のある物件、つまり、そこに収益性のあるものは皆、鵜の目鷹の目で探している状況である。従って、収益性が上がると思われそうなところに関しては非常に大きな金が入ってくるので、その時に先程、福井議長がおっしゃられたような過度の投資が行われると、それが将来に大きなフラクチュエーションをもたらすことがあり得るので、その点については注意しなければならないことをまず頭の中に入れておく必要がある。ただ、現状、それが広範に出ているかということ、先程申し上げたが、金融の方は非常にデューデリジェンスが効いてきているので、特段の状況にはない。それからもっと将来的にみると先程申し上げたように、中長期的にはアジアの中の日本の重要性は少し落ちてきているとみえるので、その面での逆方向の動きも十分に我々の中では考えなくてはならならず、それこそ、ここら辺でも私は「ゆっくり」というのが非常に重要だと思っており、ゆっくりと考えていかななくてはならないと思っている。先程の「ゆっくりと」ということだが、私は英語では”deliberately in calculated

manner” というふうに翻訳して説明している。特段そこにタイムスパンの意味がある訳ではないのだということを明確にしたいということで、こうしている。

福井議長

なお、当面の金融調節運営方針については、現状維持で皆さんのご意見が一致していたと思う。それから、金融政策の運営について須田委員からは、市場の織り込み方には非常に振れが出るが、経済の基調的判断からみて遅れを取らない金融政策、この判断をしっかりとやっていこうという話だったと思うし、よりベーシックに言うと、岩田副総裁のように最適な金融政策運営経路というのを持って、きちんと判断するべきだということに、二重に問題があると思う。後の方は少し宿題が残るが、前段の方については、確かに基調的な経済の動きに比べてマーケットが悲観的になるような短期的な材料が重なった時の反応と、我々の基調的判断とのギャップがもし生じた場合、これにどう対応するのかという問題はあると思う。大変難しいが、これは一体どうすれば良いのか、もしご意見があれば出して頂きたい。

福間委員

基本的にはやはり基調をみることではないか。例えば今回の会合前には、ユーロ円金利先物の金利が一旦は0.7%まで上昇し、利上げを織り込んだという状態になったが、その後先程のCPIの改定値や、アメリカのGDPを受けて、市場が相場観を変えて、結局、金利は、上がる前の元々のレベルに返っている。であるから、偶々、強いデータが出たからと言ってそれに飛び付くのではなく、他のデータも含めて落ち着いて判断しないといけない。また、市場が非常に先行した時もそれにつられて強気の判断をするのではなく、少しペイシエントにみることも必要なのである。市場というのは先走るし、過大評価するし、その中で基調の動きをピシッと掴んでおかないと政策のタイミングを間違ってしまう。

福井議長

我々は冷静に分析することで基調判断を過たないようにしなければならない。市場は飛んだり跳ねたりするものだと思う。

福間委員

然り。

福井議長

飛んだり跳ねたりしながら、市場でもやはり基調判断をする。

福間委員

然り。彼等も少し時間をおけば基調、トレンド的なものは示してくれる訳である。

野田委員

私が先程申し上げた物価についても、基調的なところというのが少し軽視されていると思う。CPIの改定の時が最も如実だったが、多分、先日のCPIでも+0.1%、特殊要因で下がったということだけで思わず反応してしまうのはまさにそういうことなのだろう。やはり少し長いトレンドを、先程の岩田副総裁の話とも絡めれば、どうやってきちんと市場に発信していくか——私もまだ分からない部分が多いのだが——ということをよく考えておく必要がある。

須田委員

幾らフォワード・ルッキングだと言っても、おかしなことが生じてしまう。そこをどういうふうに説明していったら良いか、本当に悩ましい。

福井議長

だが、今の枠組みでいく限り今後ともずっと付きまとわれる悩みである。

これをきちんと対処していかないと、フレームワークの価値が出ないということになる。

福間委員

然り。

西村委員

その点で今回、連鎖の話もしたが、その裏にある基調ということを明確にすべきと思う。つまり、CPIは基調そのものではなく、一つの現われに過ぎないのであって、その裏にある、つまり、我々が物価安定の理解でみている基調を我々はみているのだということは、もう何度も何度も言わないと、また同じことが起きてしまう可能性がある。日本のCPIは今後もガタガタ動くことはほとんど間違いないので、その点についてはもう嫌な位マーケットに説明していく必要があるのではないかと思っている。

福間委員

裏にある基調を、例えば需給ギャップとかユニット・レーバー・コストなどに因数分解する、ということか。

西村委員

それは一つの分解の仕方である。

福間委員

市場とのコミュニケーションをしっかりと行うためには、具体的な説明をしていく必要があるだろう。

西村委員

基調を決めているのは色々な要素があるから、その色々な要素について多面的に説明していくことしか、恐らくないのだろうと思う。ただ、

マーケットは直ぐ「数字は幾つか」と聞くものだから、それに対してどう対処するか。

福間委員

マーケットは自分に都合の良いものをピックアップするから。

岩田副総裁

やはり私の印象だと、一つは世界経済。特にアメリカ経済が、4月の時点よりは今の方が不確実性は少なくなっていると思う。足許では落ち込みが深い。

福間委員

勿論そうである。

岩田副総裁

それから政策運営についても、暫くは今位で据え置く可能性が高いとより良く理解されているという意味では、みえやすくはなっているような気がする。アメリカの先行きについて、金融政策も含めて視界が少し晴れている部分があるのはプラスの点であろう。もう一つはやはり日本の場合で言うと、個人消費の動向がどの位テンポラリーなもので、いずれ基調としては戻ってくるということを——どの位説得的に言えるかという、それは最も切ないところのような気がするが——、ある程度きちんと言えるかがポイントとなる。CPIも消費が強くなければ、当然あとはなかなか上がらないということなので、そこがどうもキーポイントのような気がするのである。設備投資は、設備投資計画などから明らかに上向きなことはもう間違いなくて、年に均せば+8%とかその位で伸びてくることは、かなりクリアなことなのではないかと思う。そうするとやはり残りは、少し遅れがちな家計部門がいつキャッチアップしていくかということが、経済の基調もそうだし、物価の基調を考えるうえで重要ではないか。お話が

あったようにやはり基本的には労働市場はタイトになっているので、アネクドタルだが、東京付近だと派遣とか、パートの賃金が4%~5%も実は上がっている——全国平均にしてしまうと1%位しかパートでも上がっていないが——。ポイントとなるのは労働市場がどの位タイトになるかだが、失業率で今の4.1%だとまだ実は少し足りなくて、もう少し3.5%位まで下がらないと、と思っている。有効求人倍率の方が分析上は良いと思っているが、しかし、まだ隠れたスラックがある可能性もあるので、企業経営者はもう足りない、足りないという気持ちかもしれないが、実は雇われる方からすれば、まだやはり企業にゆとりがあるのではないかという、その辺のギャップがもう少しあるような気がする。

野田委員

私もそのスラックのところをもう少し強調したかったのだけれども、自信がないものだからさらっと申し上げたが、構造失業率というのはもう少し低いのかなと思っている。5%前後ということではなくて、3%の半ば位であってもおかしくはない。この間の支店長会議での話とか、支店の詳しいレポートなどをみると結構、労働の流動化が起こっているような気がする。今までは潜在的に固まっていた失業が少し溶けてきているような感じが読み取れたと思う。その辺をよくみていけたらと思う。

福井議長

ただ、技術進歩との対比で労働力のクオリティというか、ミスマッチもあるということなので、完全雇用の失業率の水準が上がっている可能性もある。

福間委員

むしろそれが頭が痛いのである。

福井議長

そこまで近付いていると。

野田委員

そういう意味では、生産性は、間違いなくと言うか、かなり落ちていくだろうが、それはやはり企業が我慢して吸収していく方向に働くのではないか。逼迫してきているというのはアネクドータルにはいる。

福井議長

少し深く勉強しなくてはならないポイントが幾つか整理できたと思う。

西村委員

今の点は私も非常に重要な点だと思っている。この前、支店長会議でも申し上げたが、一見、人数が足りないというふうに見えるようだが、本当に足りないのかということと、今足りないと言っているだけなのかということの、その差に注意する必要がある。本当に足りないということは基本的には設備と繋がった形で出てくるので、その意味での逼迫感というのは、勿論個々の点でそれこそ逼迫感はあるのだろうが、本当の意味での逼迫感があるかどうかということに対しては少し疑問に思っている。

福井議長

それでは議論は一応ここで締め括らせて頂く。ここで政府からのご発言を頂戴したい。田中財務副大臣、お願いする。

田中財務副大臣

我が国経済の現状をみると景気は回復している。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。インフレ懸念がみられない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、そして経済をしっかりと

支えて頂くことが重要であると考えている。本日決定される展望レポートについては、8月に行われた消費者物価指数の基準改定の影響等を踏まえ、日本銀行がどのような経済・物価の見通しを示されるのか、市場関係者の注目が集まっている。今後の金融政策運営に関する憶測で市場が不安定になることのないよう、経済・物価情勢の見方や、金融政策の先行きの考え方について、決定された内容に沿って市場や国民に丁寧にご説明頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

浜野内閣府審議官から願います。

浜野内閣府審議官

経済の現状をみると景気は回復しているが、海外経済の動向などが今後の物価動向に与える影響については注視していく必要がある。先行きについては、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、国内民間需要に支えられた景気回復が続くと見込んでおり、今回の展望レポートでも基本的に同様の見方が示されていると考えている。一方、展望レポートでも先行きの経済・物価情勢について上振れ・下振れ要因を挙げておられるが、設備投資の上振れリスクよりもむしろ原油価格の動向が内外経済に与える影響や賃金の動向等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から経済活動や物価の下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。重点強化期間内に物価の安定基調を確実なものとし、物価の安定のもとでの民間主導の持続的な成長を図るため、政府・日本銀行は一体となった取組みを行うことが重要である。政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」に基づき、構造改革を加速・深化させていく。日本銀行におかれては、先行きの金融政策運営について、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持するとされているが、政府の政策取組みや、経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら、実効性のある金融政策運営に努め、責任を持って金融面から

経済を支えて頂くことを要望する。以上である。

福井議長

ただ今の政府のご意見に対してご質問、ご意見、あるいはコメントがあればお願いします。宜しいか。それでは次に金融市場調節方針の議案の取り纏めを行いたい。議長としては皆様方のご意見も踏まえて現状維持に関する議案提出をしたいと思う。念のため、他に議案提出のご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長案である。

[事務局より議案配付]

それでは議案を読み上げて欲しい。

内田企画局企画役

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。」である。続いて別添の公表文案である。

「2006年10月31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

それでは採決に移りたい。大変恐縮である。

[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。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、今、定められたとおりの方針に則って、調節を然るべくお願いする。それでは政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。原案どおり可決をした。それでは次に展望レポート（基本的見解）の取り纏めに移りたい。

IV. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

福井議長

これまでの議論を踏まえて、展望レポートの見通し計数の再提出を各委員からお願いしたい。変更を行う方も行われなくても封筒に入れてお答えを出して頂きたい。

雨宮企画局長

ご提出頂いた数字の変更が何人かいらっしゃるもので、その集計作業をさせて頂きたい。

お待たせした。それではまず、再提出頂いた数字の細かいところだが、口頭で申し上げた方が宜しいか、お配りした方が良いか……。私が修正点だけ読み上げるので、その間にお配りする。数字の頁を参照して頂きたい。細かい0.1ずつの修正である。まず一番左上の実質GDPから申し上げる。実質GDPの2006年度が今お手許の数字は+2.4～+2.5になっているが、この+2.4が+2.3である。それからその下の2007年度である。今お手許の数字は+2.0～+2.4になっているが、この+2.0を+1.9に修正である。中央値は変わらない。

次に国内企業物価指数だが、今+2.9～+3.0になっている+3.0が+3.5に修正である。ただし、中央値の+3.0は変わらない。それから2007年度だが、+1.1～+1.3になっている+1.3が+1.5に変更である。これは実は中身で下げた委員がいらっしゃるもので、中央値はこの+1.3から+1.2に変更になる。CPIは変更ない。

それからその下の全員見通しは一点だけの修正であり、実質GDPの2007年度、+1.9～+2.6とあるが、この+1.9が+1.8に変わる。

もう一度数字を全部確認のために申し上げますと、まず大勢見通しだが、実質GDPの2006年度が+2.3～+2.5、中央値は+2.4。2007年度が+1.9～+2.4、中央値が+2.1。国内企業物価指数が+2.9～+3.5、中央値+3.0。2007年度+1.1～+1.5、中央値+1.2。消費者物価指数変わらずなので、読上げは省略させて頂く。一番下の全員見通しだが、実質GDP

Pの2006年度は変わらずで+2.2～+2.5。2007年度が+1.8～+2.6。国内企業物価指数と消費者物価指数は変わらず。変更は以上である。

福井議長

分かった。文章の方に影響はないのか。

雨宮企画局長

文章の方は影響ない。

春委員

企業物価指数の大勢見通しの上が上がって、中央値が下がるというのはどうということか。

雨宮企画局長

2007年度か。これは委員方の少し細かい数字なのだが、上を上げられた方と、中で変えられた委員がいらっしやった結果、順番に並べていってちょうど真中の枠が一個下がったということである。数名再提出された方がいらした。

岩田副総裁

2007年度の実質GDPが+1.9～+2.4になる訳だな。文章上は確か「2007年度は2%台前半」か。文章上そうになっているのは良いのか。0.1なので良いのか。

雨宮企画局長

一応+2.1の中央値のイメージで書いてあるので。

岩田副総裁

+2.1を前半と言うのか、2%程度と言うのか。

雨宮企画局長

元々大勢見通しは前の数字でも+2.0～+2.4、全員見通しは+1.9～+2.6ということであり、全員見通しまでいくと+1.9まで入っていた訳だが、一応表現として中央値が分かりやすいということで「2%台前半」とさせて頂いているが。

岩田副総裁

「前半」で良いか。+2.1であっても、「2%程度」位でも良いような気もするが。いや、でも+2.4までカバーしているから…。

武藤副総裁

+1.9を入れて+2.4もあるということだな。

岩田副総裁

然り。

武藤副総裁

であるから…。

岩田副総裁

程度がどこまで入るかということ。

武藤副総裁

然り。

岩田副総裁

「前半」というと1.9が入らないので、少し居心地が悪いが大丈夫か。「程度」というと、2.4はやはりかなりプラスだと思うのだが。

福井議長

「2%程度」か。

岩田副総裁

然り。「程度」にどこまで入れるかだが、例えば潜在成長率1%程度とは、1.5位まで入っているような状況だと思うので。

福井議長

如何か、皆さんのご意見に従う。

岩田副総裁

私はどちらかと言うと文章上、見方についてより強気になったというメッセージで受取られると少し嫌だなど。つまり上方修正しているというふうに入ると、やや先程のマーケットのセンチメントとのコミュニケーション上……。

水野委員

ただ、逆に市場が予想する利上げの回数を考えると——皆さんはどう思っているか分からないが——、4月末時点から2回は減っているはずなので、同じ見方だと本当は下方修正だという意見も市場にはある。

雨宮企画局長

成長率の表現は「程度」にすると前回と同じ。全く同じなのだが。

水野委員

ただ、織り込んである利上げの回数が……。

雨宮企画局長

時期が変わるから。

水野委員

より少なくて同じだという話なので、そちらの方が下方修正だという意味で結構効く。

須田委員

少し確認したいのだが、中央値について言うのではなくて、その幅がうんと広がったら、そういう言い方をするということか。

雨宮企画局長

然り。しかも別に大勢値か全員見通しかも、特に決めている訳ではないから、むしろそのメッセージとして、委員会の総意として伝えたい気持ちがこの「前半」だと強まってしまおうと考えるのか、それとも+1.9~+2.4というレンジを雰囲気として当てているのはどちらが良いかということだが。

岩田副総裁

前回のものは+1.8~+2.4だった訳だな。

稲葉理事

然り。

岩田副総裁

であるから0.1少し上になったので、言い方を「前半」というふうに言うのが良いかどうかである。それから勿論、中央値も0.1動いている訳だが。

稲葉理事

前回の方が「程度」と言うには収まりの良い数字の出方であったが、少しそれよりは上振れしている感じ。それをどう表現するか。

岩田副総裁

然り。それをそういうふうにした方が良いのかは…。

福井議長

では、どちらが良いかを順番に言ってもらって。「程度」か「前半」か。

福間委員

それを言う前に、1.9は何人いるか、教えてもらえるか。

福井議長

ばらつきか。

福間委員

ばらつきでも良い。

雨宮企画局長

今申し上げるが、仮に聞かれても外には言わないでもらいたいが。

福間委員

もうこうなったらばらつきで判断するしかないではないか。

福井議長

今の数字を踏まえて、どちらが良いかは、論理で決まるものではないので順次おっしゃって頂ければ。

春委員

「台前半」にするか、「程度」にするか。

福間委員

私は今の表現で良いと思う。念のためみせて欲しい。勘違いをすると困る。

岩田副総裁

1頁の真中辺りにあったと思う。

雨宮企画局長

1頁の第2パラグラフの下から2行目…。

春委員

今「2%台前半」とあるのを「2%程度」とするかどうかということか。

雨宮企画局長

然り。

福井議長

如何か。お決めになった方からおっしゃって頂きたい。

須田委員

前回はそうだったということか。

雨宮企画局長

前回は「程度」であった。ただし、前回は+1.8~+2.4であった。

福井議長

春委員、如何か。

春委員

「程度」の方が良い。

野田委員

「程度」で。

岩田副総裁

私が言い出したことでもあり、「程度」。

福井議長

それは勿論。

水野委員

私は「前半」で良いと思う。

福井議長

「前半」か。

西村委員

では、「程度」で。

福井議長

「程度」か。

西村委員

全くこれはどちらでも良いと言えどどちらでも良いのだが。

須田委員

多数に従う。

福井議長

福間委員、如何か。

福間委員

「半ば」と言うのには少し外れているかもしれない。ばらつきから言えば、「前半」だろうか。

福井議長

「前半」か。

福間委員

正直言って、数字的には。

西村委員

どちらでも良いかと思う。

福井議長

今どうなっているか。

福間委員

何対何になっているのか。

雨宮企画局長

今、4対2である。ただし、須田委員をどちらに勘定するかによる。

須田委員

私は多数決に従う。

武藤副総裁

私は「程度」が良いと思う。

福井議長

それではもう5対2になった。「程度」の方が多いだろう。

雨宮企画局長

では「程度」ということにする。

福井議長

須田委員と私は見解を表明しなかったということで。途中で多数になった。それではここは「程度」にしよう。岩田副総裁が提案して頂いたとおりである。他にないか。もしなければ、これは今の修正を施したうえで採決に付したいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

須田審議委員

春審議委員

福間審議委員

水野審議委員

西村審議委員

野田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

中山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で決定した。今決定した経済・物価情勢の展望（基本的見解）だが、本日 15 時に対外公表をする予定である。なお、背景説明を含む全文、詳しい文章は必要に応じて執行部で修文を施したうえ、11 月 1 日、水曜日、14 時に公表を予定している。公表時間まではただ今の決定内容を厳に出席者限りの扱いとするので宜しく願います。それから見通しの計数は大変恐縮だが要回収であるので回収させて頂く。

V. 閉会

福井議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回は 11 月 15 日、水曜日、16 日の木曜日の両日である。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、厳に出席者限りの扱いである。議事要旨及び議事録は一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる皆様方におかれては厳正な機密管理をくれぐれも願いたい。以上で閉会とする。

(12 時 44 分閉会)

以 上