

機 密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2006年12月18日（14:00～16:00）

12月19日（9:00～12:22）

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（ " ）<sup>(注)</sup>  
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（ " ）

（注）岩田委員は、経済対策閣僚会議に出席のため、19日9:00～9:23の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

財務省	勝栄二郎	大臣官房総括審議官（18日）
	田中和徳	財務副大臣（19日）
内閣府	浜野 潤	内閣府審議官

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	飯野裕二
政策委員会室企画役	執行謙二
企画局企画役	小田信之
企画局企画役	武田直己

## I. 開会

(14時00分開会)

### 福井議長

それでは政策決定会合を開催する。今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伺うことにする。明日は、いつものとおり金融経済情勢に関する討議、金融政策に関する討議そして決定ということとなる。政府から、財務省勝大臣官房総括審議官にお越し頂いた。内閣府から浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞお願いします。いつものとおり、会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。そのことを十分踏まえてご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

### 福井議長

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。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します。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

#### 中曾金融市場局長

お手許の（追加）資料に沿ってご説明申し上げます。図表1-1 無担O/Nコールレートだが、不足地合いが続いた12月初めまでは誘導目標を幾分上回る水準で推移している。11月末は0.271%、税揚げ日の12月4日には0.260%になった。しかし税揚げ日を越えるとコール市場の需給が緩んだので、一転して今度は誘導目標を下回って推移している。ただ、積みの最終日が接近した14日からは再び強含み、14日が0.283%、積みの最終日15日は0.267%となっている。続いて図表1-2で当座預金の保有状況をご覧頂くと、11月の積み期であるが、税揚げ日を挟んで、がらっと

変わった点が特徴である。つまり準備預金先が税揚げ日までは厚めの当座預金を維持していたが、税揚げを通過すると今度は早過ぎる進捗を調整するためかなり急激に残高を落としている。ただ、11月の積み期の最終日に当たる先週末の15日には、今度は再び大きく残高を積み上げている。例えば、都銀は3.6兆円、それから地銀でも1.2兆円。いずれも所要準備に比べて相当厚めに積んでいる。この背景であるが、新しい積み期になる12月積み期の最初の二日間がこの土日に当たったので、出だしのところで積みの進捗を稼いでおこうといった狙いがあったものと思う。加えて、金融機関の資金繰り担当にはなお12月の利上げに対する警戒感も残存しているので、金利が引き上げられる可能性に配慮して予防的に積みを進捗させておこうといった配慮もあったと思われる。いずれにしても最近みていると、金融機関——特にメガバンクであるが——では、資金需給や金利観に応じて当座預金をコントロールするテクニックがかなり備わってきたな、という印象を持っている。今申し上げたような金融機関の準備預金の積みの姿勢は、図表1-3にも表われている。7月積み期～11月積み期中の当座預金残高の表をご覧頂くと、税揚げまでは黒い実線の上の白い面積が大きいことに示されているように積み上で走っており、税揚げ後、積み最終日辺りまでは残り所要並かあるいは若干積み下で推移させていることが、お分かり頂けると思う。この間、7月積み期～11月積み期中の短期金利であるが、総じて落ち着いて推移していた。グラフの黒い線のオーバーナイト・コールレートは先程申し上げたように、誘導目標を挟んでの動きとなったし、グレーの線のレポレートも概ね0.3%前後で安定的に推移した。右端の方でコールレートとレポレートがいずれも一時的に跳ね上がっているのは積み最終日の要因である。図表1-4、図表1-5だが、無担コール市場の残高は大きな変化はなかった。続いて図表1-6でオペの実施状況をご覧頂く。税揚げ日までの不足を埋めるために税揚げ辺りまではかなりきめ細かい資金供給を行っている。供給手段としては、共通担保の本店オペ、それから国債買現先オペを中心に使った。この他全店オペや短国オペはほぼ週に1回程度の頻度で行ったが、表の三番目にあるCPの

買現先オペについては、1 か月間で1回のオファーにとどめた。この結果、残高も足許で3,000億円まで低下した。コール市場であるが、外銀で資金を取り上がってオーバーナイトレートの上昇圧力が強まるような局面では——本店オペのところにシャドーを付しているが——、即日の資金供給も実施した。ただ、資金需給に応じてある程度レートが変動することはむしろ自然と考え、無理やりにレートを押さえ込むことはなるべく控えるようにした。税揚げ後は、今度はコール市場の需給が緩んだので——表の(資金吸収オペ)のところでシャドーを付しているが——、即日の吸収オペも5回程実施している。また、吸収手段として、利上げ後初めてになるが、国債の売現先も活用した。このように緩い地合いが続いていた税揚げ後のコール市場であるが、先程申し上げたように15日の積み最終日になると一転して市場がタイト化した。この日は外銀も朝方からかなり取り上がっていたので、オーバーナイトレートが0.35%で始まった。このため——本店オペの12/15日のところにシャドーを付しているが——この日はレートの過熱を抑える観点から1兆円の即日供給オペを行った。図表1-7で当面の資金需給をご覧頂くと、12月18日以降月末までは財政要因を主因に7.7兆円の余剰見通しになっている。繰り返し申し上げているが、今月は資金需要のスイングが結構大きくて、ここまで税揚げ、積みの最終と通過してきたが、この先も山谷が控えている。つまり、20日には国債の償還——大体13兆円位の大量償還があるとみているが——が予定されているし、25日は国債の発行日になる。さらに年末日は外銀の決算に当たるので、外銀の調達圧力が高まる可能性もあるのではないかと考えている。従って、調節の運用面では市場動向をよく点検していきながら、必要があれば即日の資金供給を交えながら対応していきたいと思っている。続いて、金融・為替市場の動向をみていく。図表2-1をご覧頂く。図表に入る前に、金融市場のこの間の概略を申し上げますと、景気指標あるいは日銀の情報発信を受けた利上げ期待観測の高まりや後退を反映した動きに市場が反応した。先週金曜日の短観は市場では強めの内容と受止められている。それでは金融市場の動きについて、(2)の表でまず現物市場の動きを短国

レート、F Bの3か月もので追ってみる。元々F B市場は1月の利上げを織り込んでいたので、11月の半ば以降0.45%前後で推移していた。12月6日以降、今度は12月の利上げを織り込み始めて、8日には0.520%まで上昇した。ただ、その後、週明け後11日以降は急速に12月の利上げ観測が萎んだので、足許ではちょうど以前の水準である0.45%位の水準に戻っている。以上が現物市場であるが、続いて図表2-2以降で、市場での利上げ観測などについてデリバティブ市場を中心に追っていく。まず、(1)のグラフはユーロ円金利先物からみたフォワード・レート・カーブであるが、グレーの線で示した前回決定会合以降から足許の黒実線まで僅かながら低下している。この間の金先レートの動きを時系列的にみたのが(2)のグラフだが、12月の初めに利上げ観測が高まった時に、12月限、3月限ともに幾分上昇し、その後直ぐに反落している。ただ、先週金曜日の短観の内容は強めと受止められたことから黒い太線の3月限は幾分上昇している。一方で12月限の方は下がったままである。従って、利上げがあるとしたら来年1月以降との見方がここに表われていると言えるのではないかと思う。図表2-3のO I Sもほぼ今の金先と整合的な動きがみられる。すなわち、図表2-3の(1)のグラフのグレーの棒は12月8日時点の水準を示しているが、このグラフのちょうど06/12月のところをご覧頂くと、12月の利上げの織り込みがかなり進んだことがご覧頂けると思う。ただその後、12月の利上げの観測が急速に剥落したので、足許では隣の黒い棒であるが、ぐっと下がって12月の利上げ観測は大きく後退している。ただ、短観の後、一旦は収縮しかけていた1月以降の利上げ観測が相応に戻ってきているので、黒い棒の推移をご覧頂くとわかるように、3月にはオーバーナイトレートが0.5%を越していくといった姿がこの市場では想定されている。続いて、利上げのペースについての市場の期待を探っていくが、(2)のグラフをみて頂きたい。細い線はJ G Bの3か月物フォワード・レートが0.75%を上回る時点、太い線は1%を上回る時点をグラフ化したものである。折れ線が上に向かう程利上げのタイミングが遠ざかり、かつ細い線と太い線の間隔が利上げのインターバルを示す、といった

解釈ができる訳であり、今、二つの線の間隔が約半年、180日位になっている。以上から、次回の利上げが1月から3月位のどこかで、その後の利上げのペースが約半年に1回程度となる、というのが市場での平均的な見方の方である。次に図表2-4の長期金利だが、前回決定会合以降、低下傾向にあった。この間アメリカの長期金利が低下したこと、あるいは日本のCPI、GDP改訂値、機械受注といった景気指標、物価指標が市場予想比下振れたことが要因であるが、短観が出た後幾分上の方に戻っているので、今日辺りは10年債で1.68%位まで少し戻ってきている。図表2-5(2)イールド・カーブの変化幅をみると、長期ゾーンの方が低下しているのがご覧頂ける。この関連で(3)のグラフをご覧頂くと、10年先スタート10年物というかなり長いフォワード・レートであるが、右の拡大図にあるように足許やや低下している。これについては長期的な成長率、あるいは物価に対する見方が幾分慎重化している可能性があるのではないかとみている。続いて、図表2-6市場参加者が注目する債券利回り変動要因について、直近のサーベイ結果をご覧頂くと、黒で示した景気動向に関する注目度が増している。さらに(2)のグラフをご覧頂くと、市場参加者の注目する変動要因は幾つかあるが、その多くが足許では下を向ってきているのが特徴である。中でも黒い四角の折れ線グラフである物価動向が、最近では金利の低下要因として意識されるようになってきているのが一つの特徴であろう。図表2-7のクレジット市場であるが、(1)のグラフで示した社債流通利回りの対国債スプレッド(残存5年)、それから(2)のCDSプレミアム、ともに横這い圏内の動きになっている。企業収益が好調で、ファンダメンタルズが良好であるので、クレジットものに対する投資は引き続き堅調とみている。次に図表2-8で株式だが、株式市場は前回決定会合以降——シャドーを付したところが前回決定会合以降の動きであるが——、暫く、11月下旬位までは軟調に推移していたが、その後は上昇に転じている。この間、景況感が今一つであったにもかかわらず、アメリカの株上昇にも後押しされたほか、金曜日の短観も支援材料になり、日経平均は今日17,000円にかなり接近してきている。株価上昇

の背景については、やはり外国人投資家の買い再開を要因として指摘できるのではないかと思う。図表 2-9 の主体別売買動向の外国人のところをご覧頂くと、11月の最終週が3,200億円、12月の初めの週が5,900億円と買い越し超幅を拡大してきていることが確認できると思う。市場では外国人投資家が最近物色しているのは優良銘柄以外にも業績改善が見込めてこれまでやや出遅れ感のあった中小型株ではないかという話が聞かれているし、また暫く鳴りを潜めていたリアルマネーの買いといった話も聞かれるようになってきている。ただ、マクロの景況感が劇的に改善をしている訳ではないので、今のような買いのペースが持続可能なのかどうか、もう少し時間を掛けて確認する必要があるのではないかと思っている。それから外国人以外では事業法人の11月が3,600億円と少し拡大しているが、中身をみると11月中に幾つかの大企業が自社株買いを行ったことが一つの背景になっている。続いて図表 2-10 の為替相場の動きである。一言で言えば、ドルが弱い円はもっと弱い、という展開になっている。ドルについてはアメリカの景気減速を示す指標が11月末から12月初めに掛けて出た時に、ドルが一時的に売り込まれて——グラフで言うと黒い太線のドル/円相場であるが——、表にあるように12月5日に114円台までドル安・円高が進んだ。しかし、ここでドル安・円高がストップして、その後は再び為替市場での中心的なテーマが金利差になっている。円についてその文脈で申し上げると、「12月利上げは見送り」ということになったので、円は売られがちとなり、足許では118円を挟む動きになっている。そうした中で強さが目立つのはユーロである。ユーロについては景況感の底堅さを背景としたさらなる利上げ期待が一つ、もう一つは、外準運用の多様化が引き続き言及されており、これもユーロ買いを誘っている。結果、ユーロ/円相場は先週で155円台と既往ピークの水準をつけ、足許も154円台と高値圏で推移している。今申し上げたように円はユーロに対して特に弱いのだが、ユーロだけではなく円はほぼ全通貨に対して軟調に推移している。このため、図表 2-12 の (1) のグラフで示した名目実効為替相場では、足許では円がもっとも弱い通貨になっている。円以外のアジア通貨も

強含んでおり、(2) のグラフで、アジア 10 か国を対象としたアジア通貨インデックスをみても秋以降上昇トレンドを辿っている。多くのアジア新興諸国でファンダメンタルズの良さなどを背景に海外から株式市場へ資金が流入していることがこれらの国の通貨高に寄与しているとみている。IMMポジションだが、まず図表 2-13 (1-1) のグラフで円についてみて頂くと、一頃まではかなり円のショートポジションが高水準だったが、これが足許ではかなり解消してきている。投機筋が円をショートしていないとすると、足許の円安はなぜ進んでいるのか、誰が円を売っているのかということになるが、幾つか背景があって、第一はこの時期毎年みられることでもあるのだが、年末決算期を控えたアメリカの企業の海外拠点から米国本土への送金の一つである。第二は、恐らくボーナス支給を見込んで外貨建ての商品に運用する投信の設定が結構盛んに行われている。それから第三に、銀行が為替ポジションをどちらかと言うとショート気味に傾けているという要因も指摘できるのではないかと思う。次に、ユーロの IMMポジションを (1-2) でみて頂くと、ユーロについては先高観が根強いので足許では既往のピークのロング・ポジションになっている。最後に (2) リスクリバーサルグラフをご覧頂くと、足許ではドル高・円安が進んでいるので、黒い太線で示しているがドルのプット・オーバー幅は縮小している。為替市場では、なかなか円買いの材料が見当たらないということで、現在の内外金利差を前提とすると急激な円高は進みにくい地合いとなっていると考えている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があったらどうぞ。

須田委員

今は円買い材料が見当たらないとの説明があったが、輸入業者はどういう行動を今のところとっているのか。



中曾金融市場局長

輸入も輸出もそうであるが、どこかの水準で大量に待ち構えているというよりは、割りと淡々と輸出、輸入業者とも為替予約を入れてきている。勿論、レンジは多少その時々によって異なるが、今であれば例えば116円、117円辺りになると輸入業者のドル買いが出てくる。逆に118円位になると輸出業者のドル売りが出てくる、という感じである。

須田委員

これだけではないにしても、当面はそういったレンジ相場的になるのか。

中曾金融市場局長

少なくとも暫くはこんな感じになるのではないか。

須田委員

もう一点伺いたい。図表2-5でフォワード・レートで結構下がったのは成長率とかインフレ率の変化とおっしゃったが、これは何かニュースで動いているのか。ここは結構落ち方が……。

中曾金融市場局長

ここは拡大図でみているので大きくみえてしまうのだが、長い時系列でみるとあまり大したことがない。従って可能性ということで、もう少しよくみってみる必要がある。

須田委員

何かニュースに反応したということはないのか。

中曾金融市場局長

一つはCPIに反応しているようである。

福井議長

他に宜しいか。それでは海外の経済情勢について、堀井理事と出沢国際局長から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

出沢国際局長

席上配付資料のうち、（追加分）と書かれた新しい計数の載った資料で説明させて頂く。先週末アメリカで幾つか指標の発表があり、この分がアップデートされている。まず、図表1、アメリカから始める。GDPは11月末に改訂され、1.6%から2.2%に上方修正されている。ただ、修正の要因は在庫と純輸出であるため、景気判断のうえでは特に影響はないとみている。次にバランス調整が進行している住宅市場は、10月の住宅着工が年率で148万6,000戸と前月対比で15%の減少、前年2005年平均との対比では約4分の3の水準まで落ち込んでいる。一方で、販売は一応下げ止まった模様であるし、在庫も頭を打った感じがある。調整がある意味では正しく進んでいるとの評価ができると思う。住宅投資減少の雇用や生産への影響だが、図表4で少し細かくみてみたい。(1)は雇用者数増減を業種別に分けたものである。一番右側が10月、11月の平均値の前期比対比である。黒く塗ってある部分は建設業であるが、その部分が10月、11月ではマイナスに寄与していることがみえる。因みに、ドットは製造業だが、自動車の減産の影響等がここに出ているものと思われる。また、(2) 鉱工業生産は、これも業種別で黒い部分が建設資材であるが、一番右側の柱の10月、11月の平均は前月対比マイナスとなっている。こちらも同じくマイナスに寄与しているのが自動車で、10月、11月の均した前期比はマイナスになっている。また、図表1にお戻り頂く。こうした住宅市場での調整が進む一方で、個人消費は引き続き堅調に推移している。5. 小売売上高であるが、11月の前月比は1.0%の増加、前年比でも6.0%の伸びとなっている。なお、いわゆるクリスマス商戦は、これまでのところ堅調という話が私共のニューヨーク事務所からも伝わってきている。米国経

済のスローダウンが言われているが、その中で個人消費が堅調に推移している理由として、ガソリン価格の下落、株価の上伸、そしてタイト気味な労働市場などが市場では指摘されている。続いて生産周りの計数をみると、11. I S M製造業の指数の11月は49.5%と50%台を僅かながらも割り込んでいる。鉱工業生産指数は、9月に下げた後、10月、11月は横這い圏内の動きにあるが、9月の下げがちょっと大きかったので10月、11月の平均を7~9月前期比でみると-0.1%となっている。また、製造業稼働率11月は80.3%と前月比横這いで推移している。総じて生産は弱含みの動きと評価している。しかしながらI S M非製造業の指数は、引き続き高めの水準で推移している。米国経済全体としては、ソフトランディングを展望したスローダウンの動きに引き続きあるとみている。因みに米国経済における製造業のウエイトは、G D Pでみても雇用者数でみても全産業の1割まで低下してきている。この間、設備投資関連市場であるが、9. 非国防財資本財受注の10月は前月比-4.9%となった。この内訳をみるとコンピュータ、電子機器の減少に引っ張られている。これは前月の増加の反動という面もあるため、今後の動きと均して評価していきたいと思っている。物価面では、17. C P Iコアはここ2か月幾分落ち着いた動きをみせており、10月の前月比0.1%に続いて11月は前月比横這いになっている。ただ、前年比は依然として2%台後半に高止まっている。また、雇用面からくる物価圧力も引き続き高く、11月の時間当たり賃金は前年比でみて4%を超える水準——正確に言うると4.1%であるが——、になっている。従って、政策当局のインフレ圧力に対する警戒感は依然として解除されていない。因みに先行きの政策金利に対する市場の見方は、1月の利下げの確率はゼロ、3月は10%と、一頃に比べるとかなり利下げに対する期待は低下している。続いて、欧州に移らせて頂く。図表2である。ユーロも11月末に実質G D Pの7~9月が改訂されて2.1%と、数字面では前期の4%に比べてかなり伸び率が鈍化した形になっているが、基調としては引き続き個人消費、設備投資、輸出を柱にしっかりした景気回復歩調を辿っている。ソフトデータであるが、5. 消費者コンフィデンスの一番新しいところ、

11月をみると一応緩やかながらも引き続き改善傾向にある。また、12.失業率も今までだらだらと改善していたが、気が付いたら10月は7.7%とユーロ発足以来の低水準まで改善している。以前は2001年4月に7.7%と同じ水準の失業率があった。それからドイツの来年のVAT引き上げに絡む駆け込み需要について一例を紹介する。11月の4.新車登録台数は前年比4.5%増となっている。これは、ドイツで新車販売が前年比2割増となったことがユーロ全体に寄与している。この間11月の14.CPIの前年比は、+1.9%と9月、10月に比べて上昇率が若干高まっている。これは前年9月、10月のエネルギー価格高の裏の効果が、11月から剥げてきたものである。因みに、来年1月以降、ドイツのVAT引き上げの効果もこのCPIに影響が出てくる。今のところの見込みでは、ユーロ全体で0.3%、ドイツ国内では1%台半ば位までその影響は出るのではないかと試算されている。続いてアジアに移らせて頂く。図表3-1、まず中国であるが、2.工業生産、3.消費財小売売上総額、5.輸出は高い伸びを続けている。また、夏場以降伸び率の鈍化がみられた4.固定資産投資は、前月の前年比17.1%から11月は再び25.1%と伸び率を高めている。この間、8.M2、9.人民元貸出、といったマネタリーサイドも引き続き高い伸びを示している。中国では、12月7日に中央経済工作会议——これは、共産党中央委員会と国务院の共催だが——が開催されて、2006年のレビュー、2007年の経済政策における重点施策が議論された。その中で、量より質の経済への転化が謳われていて、今後それがどのように実行に移されていくかが注目される。次にNIEs、ASEANであるが、2.(1)の表で7~9月のGDP統計が出揃った。一部、フィリピンについて2Q、3Qと少し凸凹あるが、これを除くと、押しなべて緩やかな景気拡大基調が確認できる。図表3-2(2-1)輸出であるが、10月は前月比マイナスないしは横這いという弱い数字が続いている。前月比マイナス先が多いが、イスラム、ヒンズーの宗教的な祭日が前年に比べて10月に繰り上がっているという要因もあるので、その影響が今後どう出るか一応注目したいと思う。今のところ実態的に10月の輸出が落ちているという話は聞いていない。

韓国については、秋の祭日が——ロングホリデーが——、今年は10月にずれ込んでいるため落ちたと前回申し上げた。確かに11月入り後、輸出は再び増加基調に戻っている。台湾については、10月マイナスの後、11月は一応プラスに転じているが、戻り方が少し弱いので引き続き要注目である。最後に、NIEs、ASEANにおける通貨、株価の動向について若干触れたい。資料-3(参考計表)(追加分)の図表5をご覧ください。金融市場局からも話があったが、通貨面では、(3)のタイバーツの上昇が際立っていて、当局は短期資金の流入抑制策を打出している。現在は1ドル=35バーツであるが、1997年のカレンシークライシスの時に1ドル=25バーツというペッグの水準から離れていった、その直後の水準である。ある意味で、昔の1ドル=25バーツに戻りつつあるという強さかもしれない。株価であるが、NIEs、ASEANは先程申したように経済も全般的に好調であることに加えて、海外から投資資金が入ってきており、多くの先で既往最高値を更新している。年初来の上げ幅も大きく、例えばインドネシアでは、5割近く、シンガポール、香港、フィリピン、マレーシア等も2、3割の上昇率を示している。因みに中国は、年初来約倍増の高い上昇率になっている。以上、私の方からの説明を終わる。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

水野委員

時間の関係でコメントがなかったのだと思うが、イギリスはまだ引締め方向か。

出沢国際局長

やはり気になるのが地価の動向で、まだスタンスは緩めていないと伝えられている。市場の動向をみても、ユーロの長期金利よりスターリング・ポンドの長期金利の上げ方は早く、水準的に高いのもそういう理由から

だと思う。

#### 野田委員

今後のさらなる利上げがあるということも含めて、これまでの利上げの累積的な影響は、この数字をみる限りそんなには出てきていないとみて良いか。

#### 出沢国際局長

私共がみる限り、野田委員が言われた金利高による影響が、設備投資などに出ているとは認められない。むしろドイツは投資意欲が強まっている。ただ、政治のノイズがここへきて高まってきており、特にフランスは来年大統領選挙を控えていることもあって、フランス財務省筋の大臣、あるいは上の方、大統領もそうだが、牽制球を盛んに投げていると伝えられている。

#### 堀井理事

金利を通じたユーロ高の影響についてだが、先週もドイツの中央銀行と話したところ彼等は非常に強気である。要するにドイツの輸出企業の他国との競争の度合いは然程でもない。これに対してフランスの中央銀行は、少し不透明というか、まだマイナス要因が表には出ていないが、これから出るのではないかとの懸念もあるという言い方をしている。どちらにしてもまだ不透明だ。

#### 岩田副総裁

一点だけ宜しいか。アメリカの物価が思ったよりも早く円滑に下がっている感じがするが、単位労働費用——このところ雇用者報酬など数字が動いてしまっているが——との関係でみるとどのような感じか。

## 出沢国際局長

労働のウエイジからくる、あるいは生産からくる統計はご案内のとおり振れているので、はっきりしたことは言えない。色々で見方はあるのだが、コアのCPIで前月比0.2%が続いていると、これはいけないとなる。0.2%と0.1%が程良く混ざる位であれば何とか良いか。万が一、0.1%の数が少し多く、あるいはこのように0.0%のようになると、インフレ圧力は景気のスローダウンに合わせて後退しているという評価ができてウェルカムであるという見方である。ではこの0.0%の背景だが、内訳をみると自動車の2007年モデルの値下げ、アメリカ車を中心とした値引き競争がある。一方、サービス部門は引き続き強い。サービス部門はご案内のとおり、ウエイジから引っ張られてくる。足許の労働需給がタイトであるためにウエイジが高止まり、そこからくるインフレ圧力はなかなか後退しない。これは11月の0.0%の中にもみえる話である。市場のこの数字に対する反応にも金利先安感は全然出なかった。従って、0.0%ではあるが、今回の数字はそれ程楽観して良いのかについて市場も含めて引き続き分析を進めているところである。

## 須田委員

CPIとあとPCEか。そのPCEのコアで医療サービスの扱いが違っていることが最近指摘されている。すなわち、医療サービスの価格について、払う側と受取る側、その間に政府のサービスが入るかどうかでギャップがあり、そこでまだ分からないという話もあるのだが——そういう指数の細かい話はどうかとは思うのだが——そういった議論が本当にあるのか。もう一つは先程、来年3月の利下げの織り込み方が10%程度まで落ちたとの話があったが、Fedは、先日のステートメントで「少し足許がミックストだ」と発言をしたことにより、少しハト派的だとの評価が出る一方で、最近の強い指数をみながら長期金利は少し上がっており、マーケットが少しインフレを考えるようになった結果、両者が歩み寄っているのではないかと指摘もある。その辺の距離感をどのようにみているか。

やはりまだまだギャップがあると捉えていた方が良いのか、少し近付いているとみていた方が良いのか。

#### 出沢国際局長

お答えになるかどうか分からないが、この1か月間、前回のMPM以降の金利の推移をみると、11月後半にドンと金利先安感が進み、12月入り後に出てきたデータを見てそれが修正され、結局、振り返ってみるとこの1か月間ほぼ横這いであった。この横這いについては、Fedのスタンスそのものは当然金利を動かしていないので不動であったという見方があって、そのラインを軸に市場が行ったりきたりしただけである。昔、BOEの総裁がマラドーナ理論というのを出したが、まさにそれに似た現象がアメリカでも起きているように思える。これで、Fedと市場の見方は収斂したとみるか、あるいはこの後また別の材料で市場の方が離れていくのかは何とも言えない。足許の接近だけみれば両者歩み寄ったというところかもしれないが、ニューヨーク事務所電などからみると、この前のFOMCのディスクリプションは、確かにおっしゃられたとおり2箇所位、住宅投資はサブスタンス的に減ったとか、ミックスト・データが出たなどと、経済の弱さの面も無視しない書き振りになっているが、インフレに対する警戒感があることは変わっていない、ということが事務所ベースのヒアリングなどでは伝わってきている。どの程度本当にFed当局が歩み寄っているのかは分からず、むしろ市場の方が大きく動いて近寄ったような雰囲気がある。

#### 堀井理事

出沢国際局長の話に若干補足すると、週末Fedの幹部と電話で話したのだが、結論から申し上げますと、まだギャップは感じている。そもそも長期金利は今お話しに出たように、この数日という単位では動いているのだがその幅は0.1である。4.5%から4.6%に上がったただけであって、まだかなりの逆イールドになっているのでFedの幹部としてはまだ居心地



が定まらないというか、そういう感じを持っている。これが第一点。それから岩田副総裁のご質問で、確かに生産性が上方改訂されて、U L Cの伸びが前にみていたより低くなったことは事実なのだが、今ある系列で少し長い目でみると、2002年、2003年、2004年位はU L Cの変化はずっとゼロなのである。2005年位で2%位に前年比というか年率で上がってきて、2006年に入ってからさらに少し上がり、3%位まできている。四半期によっては前年比で4%位出てくる時があるが、平均3%ということで、長い目でみると、2004年、2005年、2006年と着実に水準は切上がってきていると思う。GDPの改訂前に比べれば少しは伸びが低くなったことによる安心は、ある程度あるのだが、大枠としては、やはり切上がってくるのは間違いない。これは、今出沢国際局長が事務方の話として発言したが、そういった基礎になる見方だと思う。

#### 出沢国際局長

須田委員のご質問の最初の方にまだ答えていないが、今説明できる材料を持っていないので、調べたところでご報告する。

#### 西村委員

イタリアの状況を少し教えて欲しい。ユーロでこれだけ上がると、相当厳しいと思うのだがどうか。ドイツとフランスばかりでイタリアの話がないので。

#### 堀井理事

イタリアも数字面はそうなのだが、の幹部から聞くと、一番ひどい時よりはなんとなくホッとした感じがしている。若干でもヨーロッパ全体の成長の恩恵を受けている感じがある。半年位前はもう全く駄目であるとのことであった。その時は産業構造がイタリアは全然駄目である、結局、中国などと直接競合するものばかりでもう駄目である、だがユーロは大丈夫だし私達は頑張る、とよく分からないことを気合いで語ってい

た覚えがある。もっとも最近は何分色々なところ、特に北部は勿論なのだが電子機械や計算機、また、かなり苦しいとは思っていた自動車関連でも少し良くなってきているとの感じを持っている。ただし、ヨーロッパ全体の中で大きく割り負けしている現状はそのとおりである。そうした中、先程のドイツとフランスの当局者の金利ないし通貨に対する見方を申し上げたのだが、イタリアについてはフランスよりもひどく抗議というか、政治サイドからの文句が出ると思っているが、これが不思議で今のところ然程出ていないという状況である。

#### 出沢国際局長

イタリアに関して、資料にはないが頭の中に入っていることで申し上げますと、先程のユーロ全体の失業率だが、実はイタリアはその全体の動きにはビハインドではない。むしろ、予想以上にイタリアの失業率の改善は進んでいる。輸出という産業に限ってみれば、明らかに負けている面はあるが、産業構造全体の緩やかなる構造改善というか、色々打ってきた施策面での効果があるのかどうかはわからないが、失業、労働需給に関してみればフランス、ドイツに劣後していないという意外な事実がある。

#### 福井議長

宜しいか。それではコーヒーブレイクに入りたい。55分までとする。

(14時50分中断、14時55分再開)

#### 福井議長

宜しいか。では会議を再開する。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）と、本日お手許にお配りしている短観関係の（追加図表）を用いてご説明したい。最初に（参考計表）の図表1をご覧頂きたい。まずGDP統計だが、皆さんご承知のとおり第3四半期の2次QEが出て、成長率が前期比+0.5%から+0.2%に下方修正されている。これは後程申し上げる法人季報において設備投資は前期比でみると低かったこと、及び在庫投資も若干下方修正が行われていることによる。それ自体はそれ程大きな変化ではないが、これもご承知と思うが、先般2005年度のGDP統計の確報化に伴って、過去に遡って計数が大きく修正されている。2005年度の成長率は+3.3%から+2.4%へと、下方改訂としては非常に大きな改訂になった。この結果、2005年度から2006年度への下駄も下方修正されているため、前回1次QE時点では、例えば展望レポートの中央値+2.4%はかなり低いハードルだと申し上げたが、これが全く変わってしまい、年率5%近くで成長していかないと実現できないという相当高いハードルに変わってしまった。

図表5は輸出入の動きだが、ご覧のとおり第3四半期まで輸出は順調に増えて、第4四半期はひと月であるが、横這いである。図表6で前期比をご覧頂くと、第3四半期が3.0%増の後、10月はそれに対して0.6%の減少である。(1)で地域別にみて頂くと、今回減速の影響が注目されている米国向けについては、確かに前期比0.3%と自動車を中心に伸びが鈍化はしているが、これまでかなり高い伸びで推移してきた後、必ずしも減少になっている訳ではないので、然程大きな影響が出ている感じはしていない。むしろ10月が微減になっているのは、地域別に申し上げるとヨーロッパとその他地域である。景気という観点からみると、あまり心配していない地域のマイナスなので、多分一時的な要因である可能性が高いと思っている。(2)の財別をご覧頂いても同じであり、マイナスが目立っているのは資本財部品である。最近、この資本財部品とその他地域、新興諸国向けの連動性が強まっており、例えば今月の場合は、船舶が大幅に減少したのが

その他地域向けの輸出減、それから資本財の輸出減に現われている。逆に、やや心配していた情報関連については、10月も順調に伸びている。ただ、一点気に掛かるところを申し上げますと、地域別でN I E s 向けがやはり10月も伸び悩んでいる感じであり、(2)の財別でみると中間財の減少にはN I E s 向けのデジタル素材の伸びが鈍化していることも影響しているようである。韓国、台湾でI T関連の大幅な調整が行われているという話は聞かないが、必ずしも本調子でないという感じもする。

次に企業部門について短観以外の数字をみて参りたい。図表14で法人季報の設備投資だが、ご覧のとおり(1)製造業大企業の設備投資は順調に増えている。それから(2)製造業中堅中小企業及び(3)非製造業大企業の設備投資も振れを伴いながらも上昇基調を辿っている。その一方で、(4)非製造業中堅中小企業がはっきりしない動きであると感じている。先程も申し上げたように、これは前期比でみると振れの部分も含めて足許7~9月は少し弱めだったので、これがG D P統計における設備投資の下方修正に繋がったということである。図表15(1)資本財出荷はご覧のとおり7~9月は若干減少したが、10月は再び高い伸びになっている。一方、図表16で先行指標関係をみておくと、機械受注は7~9月に大きく減少した後、10月はほぼ横這いであり、少し頭打ち感が出ている。それから(2)建築着工床面積についても10月単月はともかくとして、7~9月辺りでも非製造業を中心に幾分頭打ち感が出ていた。この点は後程短観の設備投資計画で少し確認したい。一方、図表18だが、企業収益は堅調である。大企業は非製造業等で若干振れはあるが堅調に収益率が上がっているほか、中堅中小企業についても、1~3月、4~6月辺りは若干利益率が落ちたものの——恐らく交易条件の悪化等が反映されているのではないかと思ったのだが、7~9月は交易条件の改善にしては少し早いのだが——、計数上は改善している。以上を踏まえたうえで資料-4(追加図表)をご覧頂きたい。図表2は経常利益だが、ご覧のとおり短観では全ての部門で増益が続いており、さらに前回対比でも上方修正であった。ただし、ここに上期下期は書いてないが、上期が大幅に上方修正される一方、下期は若干な

りとも下方修正という姿であった。この点について大企業、特に上場企業に関しては、実績の下振れを嫌がるということもあって、恐らくかなりコンサーバティブな先行き見通しを作っている可能性が高いが、中小でも若干そういう傾向があった。そういう意味ではなにがしか先行きに対する不透明感を感じていることも考えられる。図表3をご覧頂き、業況判断も同様の動きである。私共は製造業大企業は多分良くなるだろうが、非製造業や中小企業に関してはもう少し足踏みかと思っていたのだが、個人消費が伸び悩んでいる割にはこの辺も総じて改善したのが今回の特徴である。一方で先行きについては全ての部門が悪化を見込んでおり、この点に関しては先程収益について申し上げたのと同じような、ある種の慎重さ、ないし不透明感のようなものが現われていると考えられる。図表4は設備投資計画だが、まず(1)の大企業はいつものように12月短観ではほとんど計画に変更がなかった。一方、(2)の中小企業についてみると、今回の上方修正は比較的大幅であった。この結果、製造業、非製造業ともに着地で全体で10%増になった2004年度と2005年度の間を走っているが、製造業は強かった2004年度に近付いていて、非製造業は強かった2005年度に近付いている結果、ここに書いてはいないが、中小企業全産業でみると2005年、2004年よりも少し高めの現時点での計画になっている。従って、設備投資先行指標は幾分頭打ち感があったものの、短観をみると設備投資の流れに大きな変化があるとは思えない。ただ、敢えて申し上げますと、半期のデータをみると、大企業の設備投資の進捗は今年に限った話ではないが、やや遅れ気味であるので、その辺がひょっとすると機械受注などの動きに関連があるのかもしれないと感じている。図表5で雇用の過不足については、ご覧のとおり一段と不足幅が拡大している。国内需給環境については、図表6にあるように、例えば(2)の短観でみた設備、雇用の加重平均のDIは雇用を中心に不足超幅が拡大している。その一方で、価格判断は仕入れ価格の上昇が一服してきていることもあり、これまで順調にマイナス幅が縮小していた販売価格判断は少し頭打ちという動きであった。

以上、短観を踏まえてもう一度(参考計表)に戻って頂く。図表20だ

が、個人消費関連の指標は全体としては相変わらず冴えないというか、伸び悩みが続いているという判断である。例えば、乗用車は、カローラの新車効果が期待されていたが、それ自体は結構売れているものの、他のものが売れないため11月はマイナス幅こそ小さくなってきたが、7~9月対比ではまだマイナスの基調を抜け切っていない。家電販売についても、このところ頭打ち感が出ている。ひょっとすると、この商業販売ベースの家電販売は他の統計と比べて弱過ぎるのかもしれないが、パソコン等の伸び悩みが反映されていると考えられる。その他、百貨店、スーパー等についても8月、9月は天候の回復に伴って少し改善したのだが、10月はかなり暖かかったため衣料品が売れなかったということである。逆にコンビニは天気が良かったのでむしろ良かったと、区々である。その他、サービス関係は総じて堅調だが、全体を眺めてみるとやはり伸び悩みと思っている。そうした中で一つだけ違う動きをしているのが家計調査の消費水準指数であり、ご承知のとおり7~9月に前期比3%減少の後、10月はその3%を丸々取り戻した姿になっている。この動きは図表21(1)の太い黒線をご覧頂きたい。私は消費自体がこのような動きをしているとは思わないが、逆に言えば、これが第3四半期のGDPにおける消費の減少をかなり説明しているファクターであるので、仮に11月、12月のこのような数字が続くと、全体としては伸び悩みであっても、GDPベースの個人消費は結構高い伸びになる可能性はあり得る。図表26は住宅投資である。住宅投資はこのところ大体年率130万戸位で緩やかな増加である。ただし、これまでは貸家と分譲が全体を引っ張ってきたと申し上げたのだが、足許は分譲に頭打ち感が出ている。これは首都圏で用地取得難が供給面の制約になり始めていることが影響している。その一方で、貸家が増えていて、貸家中心の増加である。

次に図表28で鉱工業生産だが、ご承知のとおり10月は結構大きく増加して、11月、12月の予測指数を信じるとすれば、前期比3.7%という非常に高い伸びになる。ただし、私共はこのような高い伸び——私共の予測指数が弱かった時もあまり弱気にならなかったのだが、今回、予測指数が

大幅上方修正されても——を丸ごと信じるというつもりはなくて、10～12月の生産もこれまでとあまり変わらない1%強位の増加であろうと思っている。今回の特徴は改めて申し上げるまでもなく、図表30の在庫循環をご覧頂くと、(1) 鉱工業全体では引き続き問題ない。若干10月の数字が上に上がっている感じはするが、これは去年の10月に自動車の船待ち在庫が落ちてその反動が出ているだけであり、特段気にすべき動きではない。(3)の素材関係については、むしろ第4象限をかなり潜っている状態にある。そうした中であって、問題は(2)電子部品・デバイスであり、ご覧のとおり10月は9月からさらに在庫が増加し、かなりバランスが悪い姿になっている。この足許の在庫の増加については先般来申し上げているように、一つは国内の携帯電話——これはナンバーポータビリティに絡んだ動き——及び一部のゲーム機の生産の遅れ等に伴うある種の後ろ向きの在庫がかなり影響していることに加えて、恐らくもう一つの別のゲーム機に絡んだ在庫の積み増し、あるいはデジタルカメラの新製品等の前向きの在庫とが重なってかなり在庫が増えていると理解している。ただ、どうしても理解しにくいのは、図表28(3)生産予測指数の修正状況をご覧頂きたいが、10月の予測指数が大幅に——グレーのところだが——下方修正され、11月の予測指数が大幅に上方修正されている点である。9月時点に行われた10月の下方修正については、先程申し上げたゲームや携帯電話が効いているとは思うのだが、それだけで本当に説明できるかということ、やや疑問であった。その一方、10月に行われた11月の上方修正については、はっきり言って確たる背景が見当たらない。予測の修正が非常に大規模に行われているものの、その背景が分かりにくい。私共は在庫の状況については単に出荷在庫の動きだけではなく、予測指数の動きと組み合わせて判断することになっているので、正直言って不可解な動きだと思っている。

図表31は雇用関連である。雇用関連のうち有効求人倍率は10月は1.06倍と、このところ若干頭打ち感が出ている。ただ、先程ご覧頂いたように短観ではむしろ雇用の不足感は拡大している状態なので、特に雇用情勢が

ここで緩み始めた訳ではないと思っている。ただ一方で、新規求人の動きが、10月単月の前月比はともかく、前年比などでみて段々伸び率が鈍化してきているのも事実である。〈労働力調査〉に関しては、失業率は10月は4.1%であった。雇用者数は+0.8%と、ここふた月ばかりこれまでに比べて低めではある。ただし、先般もご説明したとおり今年の9月、10月が2%近い高い伸びになっていたのであり、〈毎月勤労統計〉の常用労働者数は10月の確報で1.3%が1.4%に上方修正されているので、大体1%台前半から半ば位の雇用の増加が続いているとご覧頂ければと思う。毎勤統計の賃金については、ほとんど変化がない。所定内給与は微減程度、所定外給与は若干の増加といった状態が続いている。この結果、図表34の雇用者所得についても(1)のグラフをご覧頂くとほぼ一直線である。すなわち、あまり加速も減速もせず雇用者所得がゆっくりと増え続けているということである。(2)で前年比をご覧頂いても同様に大体1%台前半から半ば位で伸びている。ただし、いつも申し上げているように最近は一人当たりの賃金の増加がほとんどみえなくなっていて、ほとんど人数の増加で雇用者所得が増えているということである。

物価関係について図表37の輸入物価をご覧頂きたい。(2)にあるように、11月の3か月前比はこれまでの上昇から一気に下落に転じた。グラフでご覧頂ければお分かりのとおりグレーの部分の原油価格の下落が大きく効いている。原油の市況は最近ほぼ下げ止まってきているが、3か月前比でみるとこの辺りが一番マイナスの大きい時期になるかと思っている。図表39の国内企業物価についても前年比が2.7%まで低下し、3か月前比だとちょうど11月はゼロという状態である。この内訳をご覧頂くとグラフにあるように、これまでずっと押し上げに効いていた点々の為替・海外市況連動型と書いてある部分、すなわち石油と非鉄がこの時点では3か月前比で結構下落になっている。ただ一方で、ご覧のとおり鉄鋼・建材関連やその他の素材は上がっている。恐らく目先は、もうひと月ばかりこの3か月前比でみて為替・海外市況連動型がマイナス方向に突っ込むので、一時的に3か月前比でマイナスを付けた後、再び今の原油市況等を



前提にすると横這い、ないし再びプラスの方に戻っていく、このような動きを想定している。図表 42 は消費者物価だが、消費者物価の 10 月は除く生鮮で前年比 0.1%まで下がってしまった。何とか 0.2%をキープできるのではないかと思ったのだが、0.1%になってしまったのは申し上げるまでもなく (2) 石油製品のプラス寄与が縮小していることに加えて、ここ 2 か月ばかり家賃が少しマイナスに効いていることが影響している。次に図表 43 をご覧頂き、特殊要因を除いた系列をご覧頂きたい。ご覧のとおり今年の年初からこの夏場位まではどちらかと言うと着実に特殊要因を除いたベースでマイナスが小さくなってきたが、このところ少しそれが横這ってしまっている。先程申し上げた家賃の動きがあるにせよ、このところやや改善が芳しくない。ただし、図表 44 をみると、東京は割と順調であり、ずっとマイナスだったものが先月+0.1%になり、11 月は+0.2%になった。勿論、11 月に+0.2%になったのは今年の携帯電話のマイナス寄与が剥落したこと、また東京は元々石油製品の寄与が小さいので、このマイナスの縮小が小さかったということが影響していると思っている。最後に図表 45 に市街地価格指数が出ているが、ご承知のとおり 6 大都市では商業地、住宅地ともかなり目立った上昇になってきている。

以上申し上げたように、全体の印象はまず第一に、今回の短観が示しているように、景気拡大のメカニズムそのものに大きな変化はないと思っている。メカニズムというのは改めて申し上げるまでもなく、世界経済の成長に伴って輸出が増え、生産が増え、企業収益が増え、そのことが雇用・賃金を通じて家計部門に波及していくという流れであり、それ自体には変化はない。むしろ一番の入り口を製造業の収益と考えると、これまでは数量の増加と為替の円安が増益要因で、それに対して交易条件の悪化がマイナス要因だったが、足許恐らく最初の二つのプラス要因は保たれている中で、交易条件の悪化のマイナスが取れてきているので、エネルギーの流入という意味では高まることはあったとしても、特に弱くなっている感じはしない。ただ、それにもかかわらず全体の景気にはあまり勢いがついていく感じは窺えない。企業収益は恐らく実勢では一段と上方修正されている

と思うのだが、それが必ずしも直ちに設備投資のさらなる上振れに繋がっていないことは短観の、例えば大企業の投資の進捗状況、あるいは機械受注等からも窺われることである。また、家計部門についてはなかなか難しいが、恐らく緩やかな所得の増加ということをも所与としても心持ち支出が弱めではないか、このような印象を持っている。最後に厄介なのは、足許のデータに少しイレギュラーなものが増えていて実勢を掴みにくい状態にあることである。典型の一つは——これはいつもと言えいつものことだが——消費であり、もう一つは先程も申し上げた生産統計の中で特に電子部品の在庫の部分である。普段このようなことはあの統計では起こらないのだが、非常に読みにくい珍しい動きが起こっている。短観を参考にすると、個人消費については、足許各種のDIからみて若干弱め伸び悩みではあるが、GDP統計が示している程急に悪くなったという事実は多分なさそうである。それから電子部品も、電気機械のDIや在庫判断など色々と総合すると、足許なにかの調整は起こっている。しかしながら、恐らく世界的なIT調整のような大規模な調整が起こっている訳ではなさそうだという意味で、大体我々の従来の理解と整合的だと思っている。ただ、やや事態が読みにくいということには変わりがない。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ。

水野委員

短観の企業利益を改めてみると、売上収益計画は増収増益の方向に修正されてきている。下期は少し仮置きのように感じるが、上期をみると、経常利益は大企業だと13%上方修正になっている。全産業の全規模ベースでみていくと2004年度が20.3%、2005年度が12.3%である。また、本2006年度の上期は12.8%で、これはでき上がると二桁、10%超位になるかと個人的には思っている。景気が拡大してもう何年もなっているのに、

これだけ企業業績が良いということは、最近モメンタムは加速していないものの、持続性はあるのではないかという気がしている。その辺りは如何か。

早川調査統計局長

そうかもしれない。正直言って、色々なデータが変わってしまったこともあって、私共は元々GDPも去年が3%台成長であることを前提に、いわば潜在成長率に向けて緩やかに減速するようなことを考えていたが、新しい数字を前提にすると、2%程度ですっと行くという感じである。企業収益も、去年までは二桁増益だが、今年からは一桁も前半、半ば位というのが私達の以前のイメージだったものが、どうもこのまま行くと二桁増益の可能性が高いのだと思う。そういう意味では不思議な経済というか、ずっと同じような状態で、コンスタントに行ってしまうそうに取り敢えずみえるということで、少しその辺のイメージをもう一回、ユニット・レーバ・コストから何から全部変わっているので、少し頭の中を組み直して考えなくてはならないと思う。おっしゃるように、2002年、2003年、2004年、2005年、2006年と本当に二桁増益が続いた。

水野委員

然り。純利益も、多分特損がなくなったせいだと思うが、大幅に増えている。

早川調査統計局長

然り。

水野委員

これをみていると企業部門は相当キャッシュが余っていると感じる。

早川調査統計局長

それが私共が考えるべき一つのポイントである。先程申し上げたように、恐らく足許の企業収益は、下期については弱気なことを言っているが、本音ベースでは上振れているのだと思う。一方で、投資は必ずしもここへきて上方修正していなくて、元々の強気の投資計画を淡々とやっていると思う。従って、企業部門の貯蓄超過幅が拡大している。これは金融機構局等による、資金需要が足許やや伸び悩んでいるという説明と整合的なので、多分そうしたことが起こっている。まさにそこで余ったキャッシュを企業がこれからどう使おうと思っているかが一つのポイントだと思う。色々な考え方があると思うが、一つは恐らく今年の投資計画には反映されないが、来年以降の引き続きコンスタントな投資の伸びが続いていく要因になり得る。あと一つはひょっとすると、M&Aや、そういう方向に…。

水野委員

自社株買いとか。

早川調査統計局長

然り。自社株買いなど、そうした方向に使う可能性はあると思う。キャッシュが溜まっているということは買いやすく、買われやすくなる。自分は持っているから買いやすい一方で、持っているから狙われやすいという意味で、M&Aが起こりやすい環境であるが、そういった動きが今後どう出てくるか。実際に最近、またM&A話が増えているが、キャッシュをどう使っているかは注目点だと思う。

水野委員

もう一点だけ。雇用人員判断DIについて、業種別にみると、-35 から-40 というSEのように著しく不足超過幅が大きい業種がある。これら業種では人手不足というよりも、きつともう人がいないという感じなのであろう。

早川調査統計局長

金を出せば直ぐ出てくるものではない面もあると思う。ただ、賃金に関し、細かい話だが、今回の12月短観で興味深かったのは、中小企業の新卒が今年は下方修正で、来年は上方修正されていた。これは多分今年採れなかったので、来年採ろうと思っているということで、賃金の変化の前触れのように考えられる。

西村委員

宜しいか。雇用関係で職安統計が落ちてきているということだが、最近——先程の水野委員の話と関係するが——、職安を通さないものが相当増えていると思う。かなり厳しいところ、SEなどは多分職安を通さないで動くと思うので、こうした動きもあって少し実態に合わなくなっているのかという気がするが、その辺は如何か。

早川調査統計局長

最近みていないが、他の統計もあるのでみてみたいと思う。確かに職安経由などというものは極く一部しか捉えていないのではないかと云われるが、その割には、景気ウォッチャーではないが理由はともかく、少なくとも過去のパフォーマンスが非常に良いので、我々はいつもこの統計をみている。ただし、一点申し上げておかななくてはならないのは、例えば新規求人は、景気動向指数では先行系列に入るが、新規求人がどんどん伸びなくてはならないのかは結構微妙である。すなわち、雇用者数の伸び率は一定であり、雇用者数の伸び率がどんどん高まっていく訳ではない。その場合、仮にマッチ率、要するに求人を出して当たる率が一定だとすると、求人水準がキープされていけば雇用はそれなりに増えるのである。どちらかという先行系列というのは、これも典型だが、加速度原理のようなものを測っているものが多い。例えば、株価前年比、商品市況の前年比、機械受注などである。これらは全部何かの二次微分のような数字であって、

従って、加速度原理のようなものが強く働いていない経済だと、経済が等速成長のようなものになっていく、あるいはスピードが鈍化するところだと、先行系列はガンガン上がるものではないと基本的に思った方が良い。

#### 野田委員

宜しいか。短観に戻るが、先程、先行きの業況判断が悪化しているとおっしゃった。先日説明があったヒゲの付いているグラフ、図などをみると、水準はともかくとして、これだけ成長が長期間に及んでくると、先行きについてこの位慎重になるのは、ある種自然ではないかとみているが、その辺はどう理解しているか。

#### 早川調査統計局長

基本的にそういう傾向はある。従って、収益についても先行きは手堅く、D I も先行き慎重にみるという傾向はある。ただ、今回は幾分大きかった印象はあるという位である。あの数字のまま、悪くなるとは考えていない。最近のヒゲパターンをみて頂ければ、そこは明瞭だと思っている。今回、足許が大きめに良くなっているせいもあるが、先行きはやや大きめに下に潜っている感じもする。

#### 岩田副総裁

二点程宜しいか。一つは設備投資について、(参考計表) 図表 16 の (2) 建築着工床面積だが、機械受注などと同じで少し下向いて頭打ちというか、特に非製造業が——製造業の方は一時的な振れかもしれないのだが——やや傾向として落ちている感じが出ているが、これはどう解釈したら良いか。もう一つは、ここには出ていないが、消費状況調査というのがあり、第 3 四半期はそんなに悪くなかったと思うのだが、足許はどういう方向か。

#### 早川調査統計局長

まず建着だが、実は我々も気にしていたところである。このところずっと

と、特に非製造業において頭打ち感があるので、気にはしていた。色々調べてみると、例えば小売業の建着が少し弱めである。ところが投資計画を聞いてみると、小売業の投資計画はそれ程弱くない。これはどういうことかということ、一つは最近改装に結構力を入れていることがある。例えば百貨店は、今軒並み改装をしている。これは建着に立たないのである。大きく増設するのではない限り。

水野委員

だが増床工事は……。

早川調査統計局長

増床は立つが。要するに三越のように綺麗にしているだけでは。それからもう一つは、最近ショッピングセンターのような大きなものがたまにポツンポツンと出る傾向がある。毎月毎月増えるというよりは、何か月に1回大きなものがドンと出るので、少し月々の振れが大きくなっている感じがしている。ただ、おっしゃるとおり建着の頭打ち感というのは我々も気にしており、今回の短観で非製造業が弱くなるのではないかと思っただが、そうでもなかった。それから、消費状況調査だが今手許に計数を持っていないが、7~9月も10月もほとんど横這い圏内で推移しているということである。敢えて言うと10月は少し弱めであった。そういう意味では、他の販売指標と同じような動きになっている。若干補足しておくと、消費状況調査は標本数が家計調査よりも大きいですが、一番大きな違いは中身を詳しく聞かないということ。例えば、秋刀魚一本、挽肉200グラムなどと書かなくても良くて、1か月に幾ら使ったかと、ビッグアイテムに幾ら使ったかだけを書けば良いのである。大まかに言えば、あなたの今月の収入と、それから先月末の貯蓄残高と今月末の貯蓄残高が分かれば、あなたの今月の支出は分かるな、それを書いて欲しいという作りになっている統計である。いってみれば割と普通の人でも答える気さえあれば答えられる統計である。

西村委員

私は覚えているので正確に言うと、9月に家計調査が非常に下がった時に逆に非常に上がったのである。動きが逆になって、10月は今度は逆に……。

岩田副総裁

少し下がったか。

西村委員

少し下がり、家計調査が上がったという形。全体を合わせると消費状況調査の方がプラスで推移している。それに対して家計調査は非常に大きくマイナスで推移している。

水野委員

土地投資額は短観をみていると、去年の今頃の時期と比べると今年はかなり強そうな仕上がりになりそうであるが、なぜ建着はこうなのか。

早川調査統計局長

ご指摘のとおりである。正直言って細かいところをみると実は設備投資周りも必ずしも数字がピタッと合わない感じがある。先程の消費や電子部品程ではないが、例えば大企業の設備投資の進捗状況なども短観で見ると遅れ気味という感じがあるが、法人季報だと結構進捗しているように見えるのである。そうしたずれがあるし、まさに建着が少し弱いので心配していたら短観はそれ程でもなかった。このように、全てのデータが同じ方向を向いてくれていないということがあり、色々細かくみていくと実勢が読みにくく、足して2で割る位で理解しておこうなどという気持ちが正直言って結構ある。



水野委員

だが、方向が違う。下を向いているものもあれば上を向いているものがあるというような……。

早川調査統計局長

データというものは元々そういうものだが、ここ2か月～3か月は、普通と比べてもひどいと思う。

水野委員

そうだな。

早川調査統計局長

そういう意味ではデータにやや霧が掛かってしまっており、実勢がピシッと見定めにくいというのが事実である。

水野委員

これは度を超えているな。

早川調査統計局長

はっきり申し上げて、ひどい。あまりみえやすいと私達の商売がなくなってしまうが、ここまでひどいと解説するのも結構難しい。これは珍しいことである。こうした状況下、民間のエコノミストでも色々なことを言う人が出てきてしまうのも、どこにウエイトを置いてストーリーを作るかによって随分変わってしまうので致し方ないと思う。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。GDPギャップが基本的には稼働率で決まるという話がある。すなわち平均の稼働率、トレンドとしての稼働率と現実の稼働率との大小関係でマイナスになったりプラスになったりする訳である。恐

らく労働の稼働率についてはトレンドの平均をどうみることが実は凄く難しく、労働供給のビヘイビアとか、あるいはパートの比率をどの位構造要因とみるかといった点がある。資本ストックの方は企業の経営者に聞いて、それが不足気味だとかをかなり正しく把握して反映していると思うが、雇用に関しては、需要側はもうタイトだと思うと言っているが、供給側からみたらまだまだそんなにタイトではないということがあるので、この両面をみないと凄く危ない。従って、短観だけをみるとタイトさの度合いを見誤ってしまい、その結果、賃金や物価は短観をみていけば上がるはずなのに、どうして上がらないのだということになってしまう。そうしたことがあるような気がするのだが。

#### 早川調査統計局長

全くおっしゃるとおりだと思う。ここで細かい議論をすると時間が掛かってしまうのだが——多分皆さんにご説明したと思うが——、GDPギャップの測り方として我々のやり方が基本的に間違っているとは思っていないが、ただ、どういうやり方をするにせよ、資本や労働の潜在供給量を決めないとGDPギャップは測りようがない。特に労働の潜在供給量については、我々は色々なところにフィルターを沢山掛けて、それとの乖離でみているのだが、フィルターというのは自ずと過去の循環を拾ってしまう傾向がある。例えば、労働参加率なども、過去の不況の中で下がった分をフィルターで拾ってしまうと、労働のタイトさを過大評価する傾向がある。従って、我々の推計値についても特に労働面が、ややGDPギャップを過大方向に評価している可能性があると考えている。では、どうしてもと言われても、とにかくフィルターなどを掛けざるを得ないので致し方ないのだが、今おっしゃったことを頭に置いて、特に足許の賃金の動きなどをみると、そういう可能性は考えた方が良くと思う。単純に短観の議論はおっしゃるとおり企業サイドの一方的な見方であろう。もし仮に企業サイドとのミスマッチが一定であれば別に企業サイドの見方と家計サイドの見方は平行に動いているので全然構わないのだが、そうでないとする

と、そこにギャップが生じる可能性はあると思う。

西村委員

もう一点。短観の場合は一企業一票である。こちらに出ているのはウエイテッドになるので、その区別を間違えると大変なことになる。それだけは頭に置いておきたい。

早川調査統計局長

勿論おっしゃるとおりである。ただ、短観における一企業一票というのは、小さい企業を過大に代表させている感じなのである。従って、どちらかと言うとやや弱めに出るように仕掛けてはあるつもりなのだが。

野田委員

そうであっても強いということか。

早川調査統計局長

短観よりもっと下の企業もあり得るということである。個人企業のようなものもあり得るということである。

岩田副総裁

網羅していない分があるから。

福井議長

それではもう一つ。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

お手許の資料-5 金融環境の現状評価の(参考計表)に基づいてご説明

する。図表1で民間部門総資金調達の前年比をみると、前年比で全体の合計が10月の0.2%から11月速報で0.3%とほぼ横這いの動きとなっている。この0.1%ポイントの上昇は、主に銀行部門の貸出が1.8%から1.9%に上がったことがその主因である。そこで貸出の中身だが、図表2民間銀行貸出の(1)をみると、11月は2.2%ということで10月の2.1%から0.1%ポイントの上方修正、伸びを高めている格好である。この間、例の都市再生機構の凸凹があったが、この4~6月以降均してみると——先程、等速経済という言葉があったけれども——、結局、民間銀行貸出は昨年からマイナスを結構なピッチで縮めてきて、この春先に2%位になった後は、2%強の実勢ですっと等速の伸びが続いている。もう1点だけ付け加えておくと、先程都市再生機構の凸凹と申し上げたが、この後12月に入るとご承知のとおりソフトバンクの調達——ボーダフォン買収資金の調達関係のリファイナンス分——が統計上、平残ベースで言うと0.4%位これに乗ってくるので、今後この数字を読む時には、それ位を頭の中で差し引いてご議論させて頂くことになる。次に図表3の(2)で業種別貸出統計の新しいデータが出ていたのでご覧いただきたい。新しいデータといっても9月末であるので、足許より2か月前なのだが、都市再生機構の凸凹が終わった後の実勢という意味では、足許こんなところで理解しておけば良いのではないかと数字である。まず、〈企業規模別〉で企業向け貸出内訳の規模別をみると、太線の中堅中小企業が昨年からプラスに転じていて、今9月末で2.9%のプラスへ転じている。それに対して細実線の大企業、この細実線の尖がっている部分が例の都市再生機構の凸凹であり、これがなくなった段階で今9月末は-4.0%である。結局現段階では、大企業向けの貸出はまだかなり前年比マイナスであることがみて取れる。ただし、昨年の初めはこれが-10%だったので、-10%が少しずつ縮まりながら-4%にきたというのが実勢だったということである。〈業種別〉は製造業、非製造業に分けてもほとんど凸凹がなく、大体1%強で伸びている。太実線の非製造業の尖がっている部分が、その都市再生機構要因であるが、これがなくなった後、製造業、非製造業とも同じ位の伸びで

あり——ここにはお示ししていないが——、製造業、非製造業の内訳をブレイクダウンしても大体同じ伸びである。〈資金使途別〉の運転設備であるが、これも尖がっている部分がなくなっているが、結果的に今運転資金の前年比は大体2%位であるので、運転資金中心に伸びている。一方、残高ベースでみると、設備資金は-2%であるので、全体としての貸出の変化は運転資金の変化という絵になっている。それから図表4で貸出金利の動向である。10月までの新規貸出約定平均金利が出ているが、10月の数字をご覧頂くと、除く交付税特会向けでは短期で1.854%とやや高めに出ている感じがするが、いずれにせよ、短プラ引き上げ後4か月経って、短期金利の上昇は、ほぼ一段落かというイメージである。この1.854%——1.8%程度の水準——の評価であるけれども、今年の1~3月が1.57%辺りであったので、これと比べると約0.28%ポイントの上昇である。この間、市場金利、例えば3か月物TIBORが大体30bp強上昇していることを踏まえると、この間の貸出金利の動きはほぼ市場金利に沿っており、ただスプレッドで負けている分が凹んでいる、という出来上がり方である。同じことは長期金利にも言えて、1.711%というのは、この間の市場金利の上昇にスプレッドで負けている分を引くと、大体この程度のレベルになる。こうした貸出金利の引き上げにより、若干企業からみた近況の貸出態度に変化があるようにみられた時もあったが、結果的にはあまり変わっていなかったというのが次の図表6である。図表6の〈金融機関の貸出態度〉で短観の数字が出ているので、この数字のその後の新しい数字を申し上げますと、全国短観で7~9月14%ポイントとなっている後の新しい数字が15%ポイントであった。大企業の24%ポイントとなっている部分が25%ポイント、中小企業の9%が10~12月は10%である。確かに4~6月の段階では、大企業で若干この緩いとみる割合が減ったようにみえた。これが多少金利引き上げ交渉と絡んでいるのかなという感じがしたし、今でも他のデータからみるとそうしたことは窺われるのだが、達観してみれば、企業からみた金融機関の貸出態度の緩さも、この間はほぼ横這いで動いているといったところではないか。また、その裏側にある企業の資金繰り

DIをご覧頂くと全国短観で7~9月まで資金繰りDIが緩い超の+7であったが、この後出た10~12月は+8であり、緩い超もほぼ横這いで動いている。それでは、先程来話題になっている企業のキャッシュの使い方についてだが、残念ながらデータはまだ出ていないので、図表7の(1)法人季報で新しく計算し直した資金余剰と資金不足をみると、何分7~9月の第3四半期までであるので、これまで出ていた傾向——つまり運転資金と配当金中心に段々資金不足方向になっているという傾向——は、あまり変わっていない。以上が間接金融の状況である。直接金融の状況について触れると、図表10の〈国内公募社債の発行額〉でまず社債の発行額だが、非常に活況を呈していて11月で6,760億円と大きな数字になっている。大体こういう時には、大玉があるのだが11月については特になく、かなり多くの企業で社債の発行が行われたということで、発行環境は非常に順調なようである。〈CP・社債の発行コスト〉で、社債発行のスプレッドをご覧頂くと、AAA格辺りでは量的緩和が終り、段々とこのスプレッドが拡大してきて9月には+0.20%位までいった訳だが、その後また+0.18%ないし+0.16%とタイトになってきているし、同じ傾向はAA格のイールドでも窺われるということで、やはり社債に対する人気あるいは消化環境は引き続き非常に好調であるようである。エクイティファイナンスも同様で、転社の発行額は3,434億円、株式調達額は2,797億円とどちらも良好な環境が続いている。実はこのエクイティファイナンス部門では、11月の最大のイシューはあおぞら銀行の8年振りの売り出しで、3,800億円近くあった。価格は少し下がったのだが、市場では問題なく消化され、そのため転社・株式も順調に消化されているということである。次に、クレジット、マネー関連指標である。図表15の〈マネタリーベース〉をご覧頂くと、11月のマネタリーベースの伸びは引き続き-20%台の-22.3%となった。次に〈マネーサプライ〉は、前月から、この半年間あるいは1年程みられたいわゆる資金シフトに若干一服感が窺われると申し上げたが、この11月も伸び率は若干であるが上昇し0.7%である。その下の瞬間風速、季調済の3か月前対比をご覧頂くと、9月0.5%の後、10月2.8%、

11月3.8%と、若干マネーサプライ対象資産である預金にお金に戻っていることがみて取れるかと思う。中身は当然定期預金であって、準通貨の部分が、9月まで-0.1%であったものが、10月は1999年11月以来7年振りに+0.4%とプラスを付けた後、若干であるけれども11月は+0.9%とプラス幅を拡大している。このイメージを図でご覧頂くと、図表18(1)のグラフがM2+CD前年比の要因分解であり、その他要因——これが大体資金シフトである——が、この1年ばかりマイナス幅、下押し幅が拡大し、その後、ここ数か月気持ち縮んでいることがみて取れるかと思う。それから、図表19企業倒産関連指標であるが、ほとんど計数の変化はない。資料をお配りした後、最新11月の数字が入っているが、倒産件数は、10月の1,166件から11月は1,091件、前年比-2.1%であり、ほぼ1,000件台の等速が続いていることに変化はない。それから、インフレ予想関係であるが、新しいデータとしては、図表21(2)の<ESPフォーキャスト調査>で12月調査が出ており、これをご覧頂くと、太実線で少しずつ下の方に来ている。この12月調査で年度を平均した数字を申し上げますと、今年度が0.21%、来年度が0.40%という見通しになっている。同じように、(3)物価連動国債からみたインフレ予想であるが、先程金融市場局長のセッションで、フォワードレートについてご質問があったけれども、同じような動きになっていて、CPIの時に0.8%から0.6%位に下がって、足許弱めの市場に反応してまた下がって、大体太実線の方で、0.5%程度で推移している。最後に図表22(1)、(2)で金融緩和状況のチェックである。GDPと法人季報がそれぞれ新しく出ているので新しいデータをお示しするが、基本的な傾向は変わっていない。(1)が実質短期金利と成長率のギャップであるが、<実質コールレートと実質GDP成長率のトレンドの差>でご覧頂くと、ほぼ同じ位の大幅な緩和地合いが続いている。(2)が法人季報から計算した企業のROAと支払金利の差であるが、こちらはむしろ企業の収益好調を反映してこの差、緩和ギャップは、足許7~9月までのデータではあるが、さらに拡大している。私からは以上である。

福井議長

ご質問等あればどうぞ。

岩田副総裁

では二点程宜しいか。一点はインフレ予想だが、図表 21 の生活意識に関するアンケート調査では、先行きかなり上がるというままだが、内閣府の消費動向調査の物価予想では、どうも一度上がったのが下がってきているという話を聞く。この点はどのように評価されておられるか。もう一点はテクニカルだが、図表 22 の GDP は改訂前の GDP か。

雨宮企画局長

改訂後である。

岩田副総裁

改訂後か。改訂後でこのように上がって、大体 2%……。

雨宮企画局長

これはフィルターを掛けてトレンドを引いてやっているから、2%なのである。

岩田副総裁

そうか、分かった。

雨宮企画局長

前半のインフレ予想についてだが、今手許に数字を持っていないが、消費動向調査で将来のインフレ予想を聞いていて、ちょうど今年の春から夏に掛けて一旦物価の先行きが上昇するという回答がかなりジャンプして増えた。ただし、ご指摘のとおり足許はまた戻り始めている。恐らくこれ



はガソリン価格など原油関係に反応しているということだが、しかし実際は将来物価が上がると答えた人の数は、例えば去年や今年の初めと比べると引き続きかなり高い水準にある。従って、当然レベル感は違うし、微細にみるとこのカーブ、四半期に一度しか採っていないのでカーブは違うし、また、内閣府の消費動向調査は足許下がり出したという違いはあるが、今年の春、あるいは去年と比べると、家計の持っている価格上昇期待がかなり変わってきているという事実にはあまり変わりはないと理解している。

春委員

日銀券の発行高はこのところ大分増えているようだが、これは年末要因か。

雨宮企画局長

足許は年末要因である。12月のでき上がりを毎日チェックしてやっているが、前年比で見ると大体1%弱。

春委員

年末になると1%位増えるのか。

雨宮企画局長

然り。

春委員

7,000億円とか、8,000億円ということか。

雨宮企画局長

去年の残高との比較である。前年比だと大体今0.9%位という状況である。

春委員

それは当然あるのだが。

雨宮企画局長

日銀券の発行高の増加は年末要因によることであり、恐らくこれが今大きな変化が起きていることを反映しているとはみていない。

春委員

年末近くになるとまだもう少し増えるということだな。

雨宮企画局長

勿論である。むしろ銀行券はどんどん年末に向かって増え続けて……。

稲葉理事

然り。最終週に。

雨宮企画局長

年越しのキャッシュの需要があるので、年が明けるとドッと戻ってくる感じである。

福井議長

宜しいか。

水野委員

非常によく分からないのだが、地公体向けの貸出については、今後、スプレッドが現在よりも拡大する方向に行くのか、または貸出が減っていく方向に行くのか。どういう方向なのか。政治的なものも加味して考えるとどうか。

雨宮企画局長

それは、地方債に関する制度設計がどうなるか次第だが、実際に金融機関へのヒアリングでも、今地方銀行自身、方向感というか、制度設計が掴めないという状況だろうと思う。彼等の計画としては恐らく量とスプレッド両方を拡大したいのだろうが、その一方で、要するに量もこれ以上出せないで、スプレッドは大きくしたいということではないか。

水野委員

地方銀行としてはスプレッドを拡大させたいという気持ちはあろう。社債のスプレッドも開く方向なので。

雨宮企画局長

今まさに制度に関する議論の帰趨を待っているところであり、あまり方向感を掴めていないということだろう。

水野委員

あまり地公体に厳しい法制度ができてしまうと発行できなくなってしまう。

稲葉理事

地公体がそういう法制度の整備とは別のことに乗り出すリスクというのがあるのではないかと、地銀クラスは思っているが、それもどうなるかわからない。従って、この段階でスプレッドをどうしようかと少し思い悩んでいるところである。

水野委員

手前の段階なのだな。

福井議長

他に宜しいか。それでは今日の議事はこれで終了する。明日は午前9時に再開する。いつも申し上げているが厳正な機密管理、これは決定会合への信認確保の観点からこの場の皆様方にはくれぐれもお願いしたいと思う。以上で閉会とする。また明日、宜しく願います。

(16時00分中断、19日9時00分再開)

福井議長

決定会合第二日目を開催する。今日は金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、議案の取り纏め、採決というプロセスが予定されており、その他に金融経済月報の基本的見解の決定、議事要旨の承認、明年1月から6月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認、これがアジェンダである。今、岩田副総裁が経済対策閣僚会議に出席されており、20分程度遅参される予定である。予めご承知置き頂きたい。政府から財務省田中副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府からは昨日に引き続き浜野内閣府審議官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録させて頂く。そのことを前提にご発言願えればと思う。

### Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

福井議長

それでは早速議事に移るが、最初は金融経済情勢に関する討議である。まず、議論の前提として事前にお配りしている金融経済月報の案について執行部から簡単にご説明頂く。

前田調査統計局参事役

それではまず、実体経済、物価からご説明させて頂く。実体経済、物価についてはアンダーラインが今回4箇所引いてある。ひとつずつご説明す

る。まず「業況感も良好な水準で推移する中、」とあるが、当月は短観が公表になったので、この箇所を付け加えさせて頂いている。表現は10月の短観が出た時の表現と全く同じである。二番目が個人消費である。前月までは「増加基調にある。」としていたが、当月は「やや伸び悩みつつも増加基調にある。」と案として変えさせて頂いている。当箇所は前月もご議論頂いたが、前月時点では8月、9月辺りの個人消費の指標が少し良くなってきている感じがあるが、その後、1か月間に発表された様々な販売統計については、冴えないものがまた多かったということである。このように少し個人消費は回復力に乏しい状況が若干長引いている感じがある。個人消費については、緩やかな所得増加のもとで増加しているという、基調判断自体に変化はないとは考えられるが、少し回復力が乏しい状況が長引いていることを踏まえて、「やや伸び悩みつつも」という表現を案として加えさせて頂いている。物価に移り、国内企業物価である。前月までは「上昇テンポが鈍化している。」としていたが、当月は「足もとでは3か月前比でみて横ばいとなっている。」と変更させて頂いている。これは11月の企業物価が3か月前比でゼロになったことを踏まえて変更している。これは以前もご議論があったかと思うが、単に「横這いとなっている」とした場合には、前年比との混乱があらうかと思われるので、今回は「3か月前比でみて」という表現を加えさせて頂いている。国内企業物価の先行きだが、私共としては12月が3か月前比でみて若干マイナスになると考えているので、「原油価格反落の影響がなお残ることから、目先、弱含みなし横ばいで推移するとみられる。」とさせて頂いている。上の方で「3か月前比でみて」という表現を加えているので、ここは敢えて「3か月前比でみて」という表現を加えなくても分かるであろうということで、この箇所には「3か月前比でみて」という表現は加えないこととさせて頂いている。以上である。

内田企画局企画役

金融面だが、実態的な変更はない。貸出などの月次の計数、あるいは短

観などの四半期の計数を踏まえても引き続き金融面は緩和的な状況が続いていると判断できている。変更点は市況のみだが、一点、資料をお配りした後、若干円が戻ったので、この場で変更させて頂ければと思う。今円は円高の方向で書いてあるが、「横ばい」という表現にさせて頂きたいと思う。具体的には「為替・資本市場では」の後、「円の対ドル相場および」を削る。その後、「株価は前月と比べ上昇しているが、」の後に「円の対ドル相場および」を付け加える。「円の対ドル相場および長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」。もう一度読上げる。「為替・資本市場では、株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場および長期金利は前月と概ね同じ水準となっている。」以上である。

福井議長

内容及び表現については、また後で詳しく議論するが、取り敢えず今の説明について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に移りたいと思う。このラウンドでは、金融経済情勢について、お一方5分ずつ位という目処でご発言頂きたいと思う。今日は須田委員、野田委員、水野委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、西村委員の順でお願いしたいと思う。それでは須田委員から願います。

須田委員

トップバッターは内外経済金融の全体像に言及すると良いのかもしれないが、時間の制約があるので、昨日の執行部の説明や月報の基本的見解に違和感がないということで済ませさせて頂き、以下では、その判断のもとで、展望レポートの標準シナリオで想定されたメカニズムの確からしさが

高まっているかどうかという視点から、幾つかポイントを絞って意見を述べておきたいと思う。

まず、海外経済が拡大を続けるという前提に関してもっとも気になるのは、米国経済である。前回決定会合以降に公表された経済指標は住宅着工の大幅下振れ、ISM製造業指数の50割れ、非農業部門の雇用者数の上振れ、小売売上高の大幅上振れなど、まだら模様となっており、米国経済の現状・先行きについての不透明感が現時点で小さくなったと言い切る自信はない。まず、住宅市場発のハードランディング・シナリオのリスクはかなり小さくなっていると思っている。雇用・賃金、石油製品価格、金利・株価など、消費を巡る環境が非常に良く、住宅市場の落ち込みが資産効果を通じて消費に大きなダメージを与えるリスクを然程懸念する必要はないと思っている。ただ、足許、住宅市場の調整は大きく、また来年の住宅業界の先行き見通しは、住宅着工や中古住宅価格など下方修正されていることなどから、調整期間が想定よりも長引く可能性はあると思っている。また、生産周りでは、自動車の減産や住宅の調整の直接の波及効果などから、当面、生産が弱含む可能性もある。他方、ユニット・レーバー・コストの高止まりや潜在成長率の低下などから、インフレ率をコンフォート・ゾーンに戻していくのにどの程度の経済減速が必要か定かではなく、減速が不十分でインフレが高止まり、金融政策の変更が遅れるリスクもある。当面は下振れリスクがより気になっているので、今後の消費の強さを見極めるために、クリスマス商戦、住宅関連指標など様々なデータを蓄積し分析して、ソフトランディングのシナリオの蓋然性について次回決定会合でもう少し判断を進めることができればと思っている。

海外経済が拡大するとの前提のもとでは、日本経済についての標準シナリオの蓋然性は高いと思っている。懸案の大企業から中小企業への波及も今回の短観で確認できた。ただ、もう少し分析や確認をしておいた方が良いと思うことが幾つかある。一つは、GDP成長率の確報に伴う改訂の影響である。もう一つは、賃金と消費の弱さについてである。

まず、2005年度GDP成長率の大幅下方改訂の影響については、展望レ

ポートの想定メカニズムは不変であっても、表面の姿は、潜在成長率近傍へ徐々に減速という形ではなく、成長率は安定的に推移というような形に表現を変えなければならないかもしれない。また、成長率の見通しの数字はゲタが下方修正されるので下がる。さらに、物価の見通しを考えるうえでの重要な要素である潜在成長率やユニット・レーバー・コストについても、ユニット・レーバー・コストは上方修正され、潜在成長率は少し下方修正される可能性がある。なお、調査統計局では生産要素の稼働率をもとに需給ギャップを求めているので、今回の改訂が直接需給ギャップに影響を与えることはない。しかし、このところ消費者物価は想定どおりに変化していないので、昨日の議論にもあったが稼働率についてもう一度考える必要があるのかもしれないし、原因はフィリップス曲線の傾きが寝ていることにあるのかもしれない。新たな統計のもとで需給ギャップがどうなるのか、調査統計局の分析結果を待つしかないが、いずれにせよ、これまで指摘してきたように、需給ギャップの大きさについては幅をもって捉えておくことが必要である。そして、短観の需給判断D Iや販売価格判断D Iが順調にマイナス幅を縮小させてきていることや、設備・雇用判断D Iの加重平均がプラス幅を拡大させつつあること等を踏まえると、今回の景気回復・拡大に伴う需給の引締まりが、着実に物価を押し上げる方向に作用し続けているという基本的な解釈に揺らぎはない。いずれにしても、この改訂は市場との対話を複雑にする可能性があると思っている。

次に、賃金の弱さについては、企業の固定費抑制姿勢、団塊の世代と若年層との交代、あるいは規模別には中小企業、性別では女性、業種別には医療福祉や情報通信など、賃金の低い層の雇用が拡大していることが挙げられるが、これらはここ1年の賃金の弱さを説明する理由としては十分ではない。私は原油価格の上昇の影響も無視できないと考えている。つまり、原油価格の上昇は日本から産油国への所得移転を意味するが、それを企業が家計で負担する必要がある。原油価格の上昇にもかかわらず企業収益が堅調だということは、結果的には家計の方が石油製品などの価格上昇や賃金抑制という形で所得移転分を負担したと言えるのではないかと。そうだと



したら、このようなコストプッシュ要因がなくなれば賃金への抑制姿勢は、少しは和らぐのではと思っている。

夏以降の消費の弱さについては、石油製品だけでなく生鮮食品の価格高騰による実質所得ないしはマインドの悪化、天候不順、新商品販売前の買い控え、家計調査のサンプル要因、などによる一時的な落ち込みだと捉えている。実際、新型携帯電話や新型ゲーム機の販売の出足は好調と伺っているし、10月の家計調査、消費総合指数は、いずれも上昇している。冬のボーナスが前年を上回る見込みであることを踏まえると、10～12月に関しては、消費はやや強めの数字になる可能性もある。雇用者所得対比でみた消費の弱さは一時的であるとの見方を年末商戦などから確認したいと思っている。

なお、年末商戦の行方は、IT関連在庫の調整の深さを測るうえでも重要である。10月の鉱工業生産指数では、電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスは悪化した。さらに、生産が増加していることから、万が一需要を読み間違えていた場合の在庫調整リスクが相当程度高まった格好となっている。マイクロヒアリングによれば、デジタル家電、ゲーム機、携帯電話の新機種の新機種の売れ行きは好調のようだし、IT関連の輸出、世界半導体出荷、関連株価、市況などをみると、グローバル市場は堅調を継続しているので、今後世界経済が変調をきたさない限り、そう遠くないうちに在庫調整は進むという考えに変更はない。もっとも、在庫調整リスクの観点から、このところの積極的な増投資を背景に、2006年入り後、電子部品・デバイスの生産能力が大幅に拡大していることは気になる。この点からも内外の年末商戦などをチェックし、先行き、IT関連在庫の調整リスクの程度についてもしっかりと把握したいと思う。以上である。

福井議長

次は野田委員から願います。

## 野田委員

申し上げる。景気は足許、先行きとも引き続き緩やかな拡大基調を辿るとの判断を継続することが適当であると判断している。

7～9月期の実質GDP成長率は、1次速報の前期比+0.5%から+0.2%へと大きく下方修正された。個人消費、設備投資、在庫投資が軒並み下方修正され、国内民間需要の前期比変化幅は2004年10～12月期以来のマイナスに転じた。天候要因等があるとはいえ、個人消費のマイナスが大きく響いており、全体としては景気は一時的に停滞気味であったということは否めないと思う。しかしながら、先日の12月短観を含めて、その他の指標を総合的にみる限り、企業部門に引っ張られる形で、景気全体は明らかに拡大基調にあることを示していると言える。法人季報では、7～9月期売上高は前年比+7.3%、利益は+15.5%と堅調で、設備投資も+12.0%と底堅いものがある。

12月短観でみると、今年度は全産業・全規模の売上高で+3.6%の増収、経常利益は+4.7%の増益とともに9月調査から上方修正された。それでもなお、この数字は、先行きに対して企業が慎重過ぎる姿勢を崩していないことをも示している。売上高の上期前年同期比+4.7%に比べて、下期の見込みは現況からは想定しにくい伸び率、いわば半減の+2.5%としており、収益も上期の伸び率+12.8%からは及びもつかない-2.2%の減益を見込んでいる。やや小さくなったとはいえ、なお余りある想定為替レートののりしろや、価格判断DIでも示されている交易条件の改善を考慮すると、下期も二桁ないしはそれに近い増益という上方修正の余地は十分にあると考えている。

次に設備投資計画であるが、規模別では、中小企業の上方修正幅がバブル崩壊以降で最も大きく、また、製造業よりも非製造業の伸び率が加速し、修正率も大きい点、さらには大局を示すところの業況判断DIは、全産業・大企業が1ポイントの改善に対して、中小企業が3ポイント、非製造業では大企業・中小企業ともに2ポイント改善した点は、景気拡大の裾野が広がってきたことを示すものとして特に注目している。

一方、家計部門であるが、前回会合以降発表された主な指標をみても「増加基調にはあるが、その伸びは力強さに欠ける」という判断が適当であろうと思う。10月の商業販売統計をみると、大型小売店の販売実績は前年比、前月比ともにマイナスになるなど、はかばかしくない結果であった。

しかしながら、小売業販売額が実額ベースで前月比+0.8%のプラスとなったこと、11月の消費動向調査における消費者態度指数が3か月連続で前年を、また2か月連続で前月を上回るなど、足許では、底打ち、あるいは改善の予兆を示唆するものも出ている。また、短観の小売業の業況判断DIの先行き変化幅が、大企業では横這い、中小企業で3ポイントの改善ともなっている。いずれにせよ、年末に掛けての個人消費の行方には大いに注目したいところである。

次に物価について少し申し上げる。石油製品の押し上げ要因が8月をピークに徐々に剥落する中で、コアCPIは伸び率こそ鈍化したものの、プラスを維持している。一方、東京都区部をみると、コアから石油製品と公共料金と移動体通信、この三つを除いた基調と考えている部分は、9月から再びマイナス幅を縮小させており、10月には漸くプラスに転じ、11月も若干ではあるが、プラス幅が拡大している。全国の11月は、これらの動きを踏まえると、石油製品の下落と移動体通信の押し下げ要因の剥落が相打ちになると見込まれる中で、プラス幅は維持ないし若干拡大するものとみている。短観の価格判断DIにおける足踏みにもみられるように、物価が上がりにくい状況に変わりはないが、需給ギャップが需要超過方向で推移していくと考えられる中で、消費者物価もプラス基調を続けていくという判断の変更を迫るものではない。

以下、米国とITデジタル関連財のリスク要因について簡単に触れておきたいと思う。

まず、米国であるが、12月のFOMCでは、4回連続で利上げが見送られたが、その声明文からはスタンスの変化は窺われない。その後、小売売上高や鉱工業生産が上振れる一方で、コアCPIが前月比横這いとなり、インフレ圧力の緩和を示唆するなど、ソフトランディングに向けてのポジ

タイプなデータが続いている。ただ、これだけをもってFedにとってソフトランディングへのナローパスが大きく広がったとみるのは未だ早計であろうと思う。

次に、ITデジタル関連財であるが、10月の鉱工業生産指数をみると、生産財、つまり電子部品・デバイスにおいて生産が大きく上昇した一方、出荷が減少し、その結果在庫は一段と上昇した。在庫調整の不安は解消されていない。その主な原因は、携帯電話とゲーム機にあるとみられるが、特に携帯電話の旧モデルの膨大な在庫がやや深刻である。ナンバーポータビリティ前の買い控えもあり、最終商品である端末機のメーカーからの受注が減少し、これが電子部品・デバイスのメーカーにとって予期せざる在庫増となっているものとみられる。新モデルに対する需要が今後のポイントであり、その動向を、その他ITデジタル消費財の年末商戦の行方と併せて注視したいと思う。なお、短観の業種別の業況判断DIの中で、電機の大企業が、足許、先行きともに3ポイント悪化しているが、悪化幅は前回の踊り場の2004年～2005年に比較して、現状極めて小幅にとどまっており、当電機業界全体としての在庫調整圧力は然程大きくないことを示唆しているのではないかとみている。私からは以上である。

(9時23分 岩田副総裁入室)

福井議長

水野委員からお願いする。

水野委員

12月の金融経済月報の基本的見解については、執行部の判断に違和感はない。

日銀短観12月調査であるが、企業部門の好調さを再確認する内容になった。大企業製造業の業況判断DIは+25と前回比1ポイントの改善、3期連続の改善であるが、大企業非製造業は+22と同+2ポイントの改善

となった。大企業非製造業の業況判断D Iは1991年11月以来の水準である。先行きの業況判断D Iはそれぞれ3ポイント、2ポイントの悪化が製造業、非製造業に見込まれているが、「悪い」と回答した企業数はどちらも1ポイントむしろ減っている。すなわち、来年3月に掛けて業況が悪化するというよりも、先行きに慎重な企業経営者の姿勢が出ている、という短観が持つ統計の癖と言える。他方、中小企業の業況判断D Iは製造業が+10と前环比4ポイントの改善、非製造業が-6と同2ポイントの改善となった。中小企業製造業は1991年8月以来の水準まで回復した。細部をみると、市場の評価よりも強めの内容であった短観だと思っている。第一に、売上・収益計画は増収増益方向に上方修正され、経常利益、純利益もかなり上方修正された。特別損益の負の影響が軽くなり、経常収益がそのまま純利益に結び付いていることが読み取れる。大企業製造業の売上高は前年度比+4.7%、修正率+1.0%ポイントだった。内訳は、国内が同+2.5%、修正率-0.1%ポイントと下方修正される一方、輸出は前年度比+10%、修正率+4.0%ポイントと、円安進行と好調な外需に支えられた企業収益回復であることを印象付けた。大企業製造業の経常利益と当期純利益はそれぞれ+5.1%ポイント、+8.0%ポイントの上方修正だった。上期はそれぞれ+13.0%、+20.6%と大幅に上方修正されている。下期の経常利益は-0.6%、修正率は-1.8%と減益が見込まれているが、将来的に上方修正される可能性が高く、最終的には経常利益は二桁増益になると思う。第二に、例年ならば、12月短観では尻すぼみ傾向にある設備投資計画が底堅く、特に中堅企業を除き、非製造業では、この時期には珍しく上方修正されている。設備投資計画は全体的に上期が下方修正される一方、下期が上方修正されており、設備投資の減速感を示唆した機械受注統計とは異なり、設備投資のトレンドは強いことが示されている。第三に、雇用判断D Iをみると、企業規模や業種にかかわらず、足許と先行きの両方で人手不足感がさらに強まっていることが確認された。第四に、雇用人員判断と生産・営業用設備判断D Iとも不足傾向が続き、需給ギャップは需要超過方向にあることが確認された。第五に、全規模全産業の土地投資額は前年度比

+10.9%、修正率+16.8%ポイントとプラスに転じた。昨年12月の短観では、9月調査比+28.9%という大幅な上方修正にもかかわらず、12月時点の土地投資額は-20.8%にとどまっていた。今回の数字をみると、最終的に2006年度の土地投資額は非常に強い数字になることが予想される。

さて、10月の鉱工業生産指数は、季調済前月比+1.6%と9月の-0.7%から反発した。10月の7~9月対比も+1.8%と増加している。調査統計局の企業ヒアリングによれば、10~12月期も、生産は前期比+1%程度の増加が続く計画となっている。11月、12月の生産予測指数をもとに、10~12月期の前期比伸び率を計算すると、+3.7%と非常に強い数字になるが、11月の生産統計の公表時に、恐らく11月の実現率、12月の予測修正率ともにマイナスとなって、結果的に企業ヒアリングに近い数字になると期待される。電子部品・デバイスの在庫増加は、国内携帯電話とゲーム機器向けの生産調整という一時的な要因によるところが大きいのではないかと判断される。また、米国のクリスマス商戦の出足はますます好調なようである。大幅な値下げ販売の効果が出ているとの指摘もあるが、液晶テレビやプラズマテレビが売れ筋商品になっていることは出荷が増加していることになる。我が国のIT関連企業の出荷・在庫バランスの改善に繋がる要因と見込まれる。

米国経済についてコメントしたいと思う。実質GDP成長率は、来年前半まで潜在成長率を下回ることが予想されるが、ソフトランディング・シナリオとなる蓋然性がさらに高まってきている。住宅投資は来年前半に掛けて減少が続くことが予想されるが、米国経済の見通しにとって重要なポイントは、住宅市場動向そのものではなく、住宅市場の減速が個人消費にどこまで悪影響を与えるかである。この点に関しては、少なくとも、最近の中古住宅価格の下落によって個人消費が大きく減速したことは統計上確認できない。また、以下のように、景気が堅調に推移するとの見通しをサポートする経済指標が少なくない。第一に、雇用情勢が大方の予想以上に底堅いことである。過去4か月の非農業部門雇用者数は、8月が前月比+23万人、9月が+20万3千人、10月が+7万9千人、11

月が+13万2千人と、過去4か月の平均をみると、+16万1千人、過去3か月の平均でも+13.8万人となっている。第二に、家計の所得が良好なことである。7~9月期の可処分所得は前期比+0.9%、前年同期比+3.9%となっている。11月の時間当たり賃金は10月の前年同月比+3.9%から再び直近ピークの同+4.1%に戻った。第三に、消費者マインドが改善傾向をみせていることである。第四に、住宅の販売件数に底打ち感がみえることである。第五に、住宅価格下落が家計の住宅購入意欲を刺激していることである。全米抵当貸付銀行協会(MBA—Mortgage Bankers Association—)が発表した12月8日までの1週間の購入目的モーゲージ申請指数は前週比+8.7%と11か月振りの高水準となった。同指数は過去6週間のうち5週間で上昇している。第六に、11月の小売売上高は前月比+1.0%、自動車を除いたベースでも+1.1%、自動車とガソリンを除くベースだと+0.9%であるから、いずれにしても強かったという評価で良いと思うし、11月の小売売上高は全体では、前年同月比+6.4%と市場予想を上回った。また、建設資材の売上高は+1.8%と非常に強い伸びを示している。

こうした点を踏まえると、個人的には、住宅市場の減速感が強まった8~9月時点に比べると、米国経済の先行き不透明感は小さくなったと考えている。

日米の経済統計は強弱まだらではっきりしたトレンドが確認しにくい状況である。ただ、景気減速の主因が、米国経済は住宅市場の調整、我が国は将来の国民負担率の増加に対する漠然とした不安を受けた個人消費の伸び悩みならば、景気の先行きに過度に悲観的になる必要はないように思う。少なくとも、日米ともに債券・株式指標は堅調であり、金融市場は「インフレなき持続的な景気回復」をメインシナリオにおいているようにみえる。

過去数か月の金融市場をみると、潤沢な流動性及び多くの資産クラスのボラティリティの低下を受けて、株高、長期金利低下、クレジット・スプレッド縮小という展開が続いている。金融市場がビナインな状況にあるこ

とは望ましいことであるが、新年が始まると、新規のリスク・マネーが流入するため、金融市場のセンチメントやトレンドが急変することが少なくない。例えば、市場参加者が各資産クラスのリスクを過小評価している可能性、短期的な収益を追求するあまり、サーチ・フォー・イールドの動きが強まり過ぎる可能性、低ボラティリティを受けて、いわゆるキャリー・トレードが人気化する可能性には注意する必要がある。また、最近の金融市場は、グローバルに潤沢な流動性によって安定がもたらされている面がある。そのため、欧米主要国の中央銀行は、巨大化するクレジット・デリバティブ市場の最終的なリスクは誰がとっているのか、商業用不動産への資金流入が一段と拡大していないか、一案件当たりの規模が巨大化しているプライベート・エクイティ・ファンド市場で予想外な混乱が生じることがないのか、などにも関心を持っているようである。以上である。

#### 福井議長

春委員から願います。

#### 春委員

申し上げる。前回会合以降、景気拡大の長さがいざなぎ景気を越えて、企業収益、生産、雇用等企业活動は引き続き堅調であり、先週発表の短観も底堅い内容となったが、7～9月の2次QEの大幅下方修正をはじめ、コアCPI、機械受注、景気ウォッチャー調査などの下振れもあり、総じてみれば、緩やかな景気拡大の中で、経済指標は明暗入り混じった状態が続いている。

まず海外について、米国をみると、住宅投資の減速が続いているほか、製造業のISM指数が3年振りに50を割ったことから、一時景気の先行きに対する懸念が広がったが、11月の雇用統計は底堅い内容となり、市場の景況感は持ち直している。注目のクリスマス商戦についても、出足は好調のようで、消費は引き続き底堅く推移しているとみてよいと思う。今月号のブルーチップは、2007年の成長率予想が若干下方修正されている



が、年初から緩やかに加速して、第4四半期には潜在成長率近傍に戻る見通しは変わっておらず、米国経済は、引き続きソフトランディングの方向と考えて良いと思う。今後もクリスマス商戦や住宅投資の動向、インフレ指標などに注目していきたい。

米国以外の地域をみると、欧州、中国、NIEs、ASEANとも、米国の減速の一方で、全体として順調に拡大しているようだ。

原油価格については、前回会合前後に56ドル台まで低下したWTIは、その後上昇して60ドルを超える水準で推移している。その中でOPECは12月14日、10月20日に決定した11月1日からの120万バレルの減産——実際は50万バレル程度の減産にとどまっているとみられているようだが——続いて、2007年2月1日からの50万バレルの減産を決定し、高水準の価格を維持する姿勢を明確にした。先行きも、北米の気温や地政学リスクなどで振れやすい状況が続くため、引き続き上下双方のリスクに注意してみていくことが必要と思う。

国内では、12月短観において、業況判断が改善を示し、売上・収益や設備投資計画も総じて前回調査比上振れた。特に中小企業の業況判断が予想以上に改善を示し、設備投資の上方修正幅も強めだった。また、大企業・中小企業総じて、雇用や設備の不足感は拡大傾向が続いている。やや先行きの業況判断が慎重になっている点や、消費関連業種の業況判断が悪化し、全体としての販売価格判断が上昇幅を縮小ないし下落幅を拡大していることなどを注意してみていく必要はあるが、全体として企業部門の底堅さを改めて確認する内容であったと評価できると思う。

その他の指標をみると、10月の輸出は幾分弱めであったが、生産は出荷や在庫とのバランスのとれた形で市場予想を上回る改善を示した。予測指数を前提とすると、10～12月は5四半期連続の増加となる可能性が高い状況となる。何人かの方がお触れになったが、その中で、電子部品・デバイスの在庫は引き続き増加傾向にあり、引き続き注意が必要と思う。また、7～9月の法人季報では、企業収益は中堅中小企業を含め改善していたが、設備投資が製造業大企業は堅調な伸びを示したものの、全体として

は前期比減少となり、この結果、7～9月の2次QEは大幅に下方修正された。10月の機械受注も前月比プラスにはなったが、市場予想を下回り弱めの動きとなった。

弱めの販売統計が多い個人消費については、最近、若干前向きの指標もみられている。10月の家計調査を前月比でみると、実質消費支出、消費水準指数と、いずれも振れの大きい統計であるが、大きく改善している。内閣府の10月の消費総合指数も7～9月対比改善となっている。11月の消費動向調査も、10月調査に続き、消費者態度指数が暮らし向き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断など全ての項目で前月比改善している。足許の年末商戦も出足好調と報じられており、消費の実態については、11月の指標や今後の年末商戦の推移に注目したい。

また、個人消費に繋がる賃金は、引き続き極めて緩やかな改善にとどまっているが、日経新聞の調査によると、冬のボーナスは一人当たりの支給額が4年連続の増加で過去最高を更新したとのことであり、また、来春の賃上げ交渉も、鉄鋼や造船重機が6年振りに値上げに踏み切る予定となっており、電機も2年連続の賃上げ要求の方針を打出している。リクルート社の調査によれば、2007年3月の新卒採用が計画未達となった企業は、40%を越えているとされている。人手不足感や技術、技能強化ニーズの強まりを背景に、変わりつつある企業の賃金政策の動向を注目していきたい。

景気判断については、国内経済は、10月展望レポートの見通しに沿って緩やかに拡大しており、先行きも緩やかな拡大を続ける可能性が大きいと考えるが、足許の指標は明暗入り混じっており、いわば想定近傍でのやや低めのレンジで推移している可能性も否定できない。足許の弱めの指標の中に天候要因等による一時的な下振れや、統計のバイアスあるいは振れによるものがどの程度含まれているのか、今暫く見極めが必要と思う。また、米国経済や原油価格、IT在庫や設備投資の動向などにも引き続き注意が必要と思う。今月の基本的見解については、先行きの表現を含めて執行部の提案に異存はない。

一点だけ土地価格についてコメントさせて頂くと、9月末の市街地価格指数は、全国全用途平均で前年比-3.5%と3月末に比べて下落幅が縮小した。また、6大都市圏の全用途平均は3月末比+8.1%と、15年振りに前年比プラスに転じた3月末からさらにプラス幅を拡大した。基本的に地価は全体として下げ止まりから上昇に転じつつある局面で、価格形成も基本的に収益還元法に基づき合理的なものとの評価が妥当と思うが、2006年度首都圏マンション発売戸数が減少しており、この原因は地価上昇を待って売値を吊り上げるための売り惜しみが原因という調査報告もある。今後も引き続き緩和的な金融政策の刺激効果がどのように現われてくるのか、注意してみたい。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁からお願いします。

武藤副総裁

今回の決定会合までの間に発表された指標をみると、個人消費や物価関連で弱めの指標もみられた。1月の中間評価では、こうした動きも含めて展望レポートで示した経済・物価の基本的なメカニズムに即して、総括的な判断を示すことになると思われるが、今回はそのための幾つかのチェックポイントを整理しておきたいと思う。

まず、海外経済だが、米国経済では住宅投資の大幅な減少が続く一方、雇用者所得の増加などに支えられて個人消費の減速は比較的緩やかである。注目されるクリスマス商戦の出足はまずまずの様相である。現段階では、米国経済は当面潜在成長率を幾分下回って推移した後に、来年中には潜在成長率近傍の成長パスに戻っていくとみておいて良いと思うが、住宅投資の落ち込みの帰趨がなおみえていないこと、このところISM指数の低下にみられるように、製造業の企業活動の増勢が鈍化していることなど、気になる動きもある。物価面のアップサイド・リスクを含めて、引き続き両サイドのリスクに注意を払っていく必要があると思う。欧州では景気回

復の動きが確かなものになっているし、中国も内外需ともに力強い景気拡大を続けている。世界経済全体としては地域的な広がりを伴って拡大が続いているという判断で宜しいかと思う。

国内に目を転じると、企業部門では中間決算や短観の結果をみても、収益が高水準で推移しており、そうしたもとで設備投資は増加基調にある。このところ機械受注や法人季報など、振れの大きな指標が目立っているが、短観の計画をみる限り、設備投資はしっかりとしている。高水準の企業収益、世界経済の拡大、それから緩和的な金融環境といった好環境が続いていることを考えると、先行きも設備投資は増加を続けるとみている。

一方、個人消費だが、増加基調を続けているものの、夏以降、やや伸び悩み感がある。家電販売やサービス消費は総じて増加傾向を維持している一方、自動車販売や小売関連の指標は冴えない動きをしている。弱めの販売統計には天候要因、たばこ増税の反動、新製品投入の端境期といった一時的な要因もあるが、賃金の伸び悩み、秋口までの株価の上昇一服といった要因もある程度影響しているのではないかとみられる。基本的には雇用・所得環境が好転するもとで、個人消費は増加基調を維持すると考えられるが、こうした点も含めて今後の動向を注意深くみていく必要があると思う。

生産だが、内外需の増加を背景に増加を続けている。在庫面をみても、全体としては在庫と出荷のバランスが概ね取れた状態にあるということである。ただ、電子部品・デバイスではバランスが悪くなっている。現時点では、これは携帯電話、ゲーム機など国内の一部における要因によるものとみられる。目下のところ海外向けを中心に需要は総じて堅調であるため、調整が深刻化する可能性は低いとみているが、米国のクリスマス商戦の帰趨はこの点からも大事なチェックポイントであると考えられる。

雇用・所得環境をみると、雇用者数は着実に増加している一方で、賃金の伸びは低いものにとどまっている。これはグローバルな競争を意識して、企業経営者が固定費的な性格の強い所定内給与の引き上げに慎重な姿勢を維持していることが背景にあるようである。こうした企業経営のスタイ

ルが直ちに变化することはなかなか期待しがたいように思うが、一方で、雇用者数の増加、パート派遣の賃金上昇、ボーナスの増加、あるいは株式の配当増加といった幾つかのルートを通じて企業から家計への波及が少しずつ進んでいることも事実であると思う。家計の所得環境と消費者マインド、これは非常に重要なポイントだが、こうした波及ルートの多様化も含めて点検していく必要があるのではないかと思う。

物価面では、国内企業物価は原油価格の反落から目先弱含み、ないし横這いで推移するとみられる。消費者物価、生鮮食料品を除いた全国消費者物価は前年比で+0.2%前後という低水準から、徐々にプラス幅を拡大していくという展望が得られるかどうか、見極めが重要な局面になっている。11月の計数については、携帯電話通信料のマイナス寄与剥落が押し上げ要因となる一方で、石油製品のプラス寄与が引き続き低下していくという強弱双方の要因があるということである。

もっとも、より重要な点は足許の指数面の動きというよりも、来年度までを展望して物価形成の基本的なメカニズム、すなわち需給ギャップやユニット・レーバ・コストと物価との関係をどう判断するかということである。先日のGDP統計の改定によって、2005年度以降のユニット・レーバ・コストの低下幅は従来の計算値より小さかったということが判明したということである。こうした点を含めて、設備や労働といった資源の稼働状況と、それが物価に与える影響について、どのように整理するのか、次回の中間評価に向けて議論を深めていく必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お疲れ様であった。

岩田副総裁

それでは、GDP統計改定及び12月の短観の発表があったので、それを踏まえて足許の評価をしたいと思う。GDP統計の改定によって経済の

実態が変わる訳ではないが、足許を含めて過去の歴史、経済史はある意味で書き換えられたといっても良いと思う。そうしたことを前提として、現在の経済情勢を理解する必要があると思う。勿論、今出ている数字も来年末になると確報になって、また動くかもしれないので、その意味では、ある幅を持ってこれを理解しなければならないと思うが、歴史は書き換えられているということも同時に前提にしておくてはならないと思う。そして今回、いわば 2002 年以來の景気の拡大局面だとあるが、スローダウンという意味では 3 回目と言えるのではないかと思う。今回、個人消費を中心とした成長率の下振れ、あるいは潜在成長率や GDP ギャップの下振れがどの程度あるのか、とりわけ個人消費の伸び悩みがいつ解消されるのかという点が一つの論点かと思う。それからもう一つは、石油価格を中心に下振れているコア消費者物価指数がトレンドとしての上昇傾向を示すようになるのはいつなのだろうか、また、前年割れになるリスクはどの程度あるのか、ということを含めて評価することが必要なのではないかと思う。12 月短観においては、日本経済の拡大のエンジンである企業部門は健全であることはみて取ることができたかと思う——これは水野委員から詳しくご説明があった——。しかしながら、残念なことに、個人消費関連について先行き回復の兆候をみて取るところまでは行かなかった。そこで現在、日本経済が直面するリスクは初夏以降伸び悩んでいる個人消費が再び回復軌道に乗るのはいつか、そのタイミングと回復の強さであると考えられる。個人消費の動向はコア消費者物価指数の行方を左右する要因でもあるため、その先行きの評価は重要であると思う。さらに付加的には、アメリカ経済の減速の行方と IT 部門調整が下方リスク要因になるかと思う。他方で、現在強い伸びを示している設備投資だが、これを資本ストックの伸び率に置き換えてみると、必ずしも過大ではないのではないかと思っている。また、土地価格もマクロ経済の観点からすると、これは個別情報ではかなり価格が急騰している部分も見当たるが、マクロ的にみる限り、均衡水準への回復過程の範囲にあるのではないかと思う。そうしたことを考えると、日本経済をみると、上方リスク要因というのは現在のところ少な

くとも強い形では存在していないと思う。下振れ幅の評価だが、まず我々が10月末に発表した現在のシナリオと比べて成長率がどの程度下振れているのかを考える必要があるのではないかと思う。2005年度の成長率が大幅に下方修正された。この結果、2006年度の出発点が0.3%ポイント——下駄と呼ばれているが——下振れている。2006年度中の経済の動向だけを考えるとということだと、この下振れ分は自動的に、あるいは機械的に下方修正すべき性格のものだと思う。最近発表された民間機関による予測の多くも、この部分を機械的に下げていると理解している。従って、実態面でみた成長率の下振れの程度は、我々の中央値見通し+2.4%から0.3%を引いた+2.1%をさらにどの位下回りそうなのかというところで考えていくべきではないかと思う。足許の民間機関の2006年度の成長率予測は平均+1.9%となっている。仮に今後2四半期、前期比で0.5%、年率で2%——そんなに悪い数字ではないと思うが——成長するとしても、実は+1.8%ということである。こうした市場の予測などを前提にして考えると、経済の実態の面でも若干の下振れが生じていると言えるのではないかと思う。2007年度の成長率については、今後の個人消費の動向によるところが大きいのだが、現時点で変更する格別の材料はないように思う。GDPギャップについては、設備投資の下方修正によって、資本ストックの伸びが影響を受けるはずである。しかしながら、資本ストックに置き換えると非常にその影響は微細なので、ほとんど無視しても良いかと思う。GDPギャップの水準がマイナスになるのかどうかという論点については、資本ストックと労働投入に関するトレンドとしての平均稼働率と現実の稼働率の差に依存していると言える。労働投入の方は資本ストックと異なり、家計部門の労働供給行動、例えば労働参加率等に大きく依存しているので、短観における人員不足のみをもって直ちにマクロ経済的にみても現実の稼働率が平均稼働率を上回っていると結論することには、やや問題があると思う。アメリカでもコーン副議長が、アメリカ経済についてだが、コーポレート・マネージャーの判断とマクロ経済的にみたレーバ・マーケットのスラックというのは違うことがあり得る、そこは注意すべきであ

るということを述べたことがある。とりわけ、女性や中高年層の労働参加率がトレンドとしてどのように変化していくのか、また、労働時間低下についてパート比率の変化をどこまで構造要因とみるのか、景気循環要因とみるのか読みにくいところがある。予想以上に労働供給や労働時間が景気感応的、かつ弾力的であり、企業経営者による人手不足の判断基準で考えるよりも、労働の平均稼働率は高いところにあるとすると、例えば3.8%という構造的失業率で示されるよりも、労働市場には、なおスラックが残っている可能性がある。そうしたことが仮にあるとすると、足許のGDPギャップが水準としてもマイナスということもあり得るということは、考慮しておいた方が良いと思う。2001年以降、雇用のみが増加し、賃金の上昇が遅れるという乖離が生じている。これはかつてあまりなかったことだと私は思うが、その乖離が現在も解消されていないことも労働市場におけるスラックの存在を示しているように思われる。労働市場においては、一方でミスマッチの拡大がある訳だが、その一方で労働供給がもう少し弾力的に行われる余地も残っているのではないかと思う。ミスマッチの例としては、いわゆる充足率は+20%でバブル期間を下回る程のところになっているが、失業率はバブル期よりも2%高い。これは企業が求めている質の高い、生産性の高い人材と供給側のミスマッチが大きいことを示唆しているように思う。また、中卒、高卒、大卒の3年以内の離職率が七五三と呼ばれるように、7割、5割、3割と高まっている——大卒でも3年以内に3割が辞めてしまう——こともミスマッチ拡大を示唆しているように思う。以上がGDPギャップだが、GDPギャップの水準に関する計測について不確実性が残るにしても、コア消費者物価指数の先行きを評価するうえで、より重要なのはGDPギャップの変化分であり、これはこれまで3年間ずっと同じことを言ってきた訳だが、今もその重要性は変わっていないと思う。現実の成長率と潜在成長率の差が問題である。潜在成長率を下回る成長率が続くと、物価上昇率に下押し圧力が加わることになる。仮に潜在成長率が2%近傍——私はずっとそういうふうにこれまで考えてきた訳だが——、石油価格も現状横這いとすると、コアCPIは個人消費の



伸び悩みが今後暫く続くことを想定するとゼロ%近傍——近傍というのはマイナスもあり得る——で推移ということが想定されるのではないかと思う。逆に潜在成長率が1.5%近傍であればコア消費者物価指数は2007年度の成長率が2%で不変であるとすれば、若干の下振れはあるにしても、これまでのシナリオどおり上方トレンドを辿ることが見込めるのではないかと思う。今回のGDP統計改定によって潜在成長率も幾らか下方修正される可能性がある。勿論、労働市場の Slack がもう少し大きいとすると、それで相殺し合うということも私はあり得ると思っている。いずれにしても、6月以降の実力ベースのコア消費者物価指数が-0.3%程度で横這いになっているのは、やはり個人消費の伸び悩みが響いているのではないかと思っている。従って、今後、コアの消費者物価指数が上方トレンドに復帰するかどうかということは、個人消費がいつ回復軌道に乗ってくるかということで、非常に読みにくい局面にあるのではないかと考えている。それでは、個人消費の伸び悩みの要因はどこにあるかということ、基本的にはやはり賃金の伸び悩みにあると思う。賃金がなぜ伸び悩んでいるか考えてみると、まず第一に、ITバブルの崩壊後、企業は主として人員削減ではなく賃金削減、特に基本給引き下げで対応した。このことがなお後遺症として残っている可能性がある。二番目に、所定内賃金の中のパートタイマーの賃金は増加しているものの、一般労働者——パートは除くが派遣労働者は入る——の所定内賃金は高い年齢層の退職が2006年第3四半期から増加し始めており、従業員の年齢構成の変化によって今後3年~4年に亘り1%程度、賃金の伸びを抑制するとみられる。この年齢構成変化が賃金に与える効果は業種別には素材、建設、陸運で顕著であるように思われる。三番目に、雇用の増加が大きいのは医療、福祉関連サービスである。そこでの労働生産性の水準は低く、かつ伸びが小さいことを考慮すると、こうした分野が中心で雇用が増大するということは経済全体の実質賃金上昇率を抑制する要因になると考えられる。他方で2003年から2005年に掛けて正社員は61万人減少し、パート、契約社員は44万人増加した。2006年に入ってから9月までに24万人正社員が増加している。最近やや頭

打ち感があるものの、常用雇用の増加というのは続いている。こうしたことを背景に賃金が安定して増加していくことが先行きは期待できると思う。さらに退職金の支払いは2004年度に9.9兆円であったが、2007年度には15兆円以上になると予測される。配当の支払いの増加とともに通常の賃金とは別の経路で企業部門から家計部門への所得の流れを太くし、個人消費にはプラス要因として働くと考えられる。個人消費の動向だが、12月の短観の小売や対個人サービスのD Iは足許やや悪化し、先行きも改善傾向は明確とは言えない。また、自動車販売も新車効果も薄れており、不振である。景気ウォッチャー調査も11月に前年比1.9%下落した。12月期の消費が冴えないことを示唆している。また、先行き1月から定率減税が完全廃止されることも可処分所得の引き下げ要因として働くことになる。10月の第三次産業活動指数は前月比2.1%増加した。企業サービス関連が好調だが、個人サービス、飲食、宿泊はやや減少し、小売の伸びも小幅であった。他方で11月消費者態度指数が春以降の下落から底打ちしていること、11月の商工中金の中小小売業の景況判断指数も改善を続けており、消費状況調査も10月に反落したもののこの間、緩やかな伸びを示していたことをみると、決してGDP統計で見られるような個人消費の悪化は示されていないと思う。GDPベースの個人消費は10月家計調査の消費持ち直しもあって、第4四半期には持ち直す可能性が高いものの、なお個人消費の先行きについては不透明性が高いと言える。次にIT部門だが、10月の北米半導体製造装置BBレシオは0.95倍に低下した。この北米のBBレシオと日本の半導体生産及びIT関連輸出額には正の相関関係がある。1倍割れは8月以降3か月連続である。過去を振り返ると1倍割れ後、日本の半導体のボトムは6か月後である。勿論、前回よりも今回のシリコンサイクルの波は小さく、かつ半導体の種類の間でばらつきが大きいのだが、過去の経験則が当てはまるとすれば、シリコンサイクルとしてみると来年の2月ないし3月がボトムということがあり得ると思う。また、韓国、台湾ともに電子部品などIT関連出荷在庫バランスは引き続き低下傾向にある。台湾では電子機器の受注が減速している。シンガポール

ではエレクトロニクス関連生産が低下している。前年比 14.3%減少である。また、アメリカの半導体出荷は 2006 年 3 月以降前年比でマイナスになっている。11 月の製造業 I S M も 50 割れとなった。45 が景気後退の危険ラインであるとされている。アメリカの製造業出荷、在庫バランスも 11 月に -5% と悪化している。自動車部門を除いても出荷、在庫バランスは低下している。アメリカの製造業は出荷、在庫バランスから判断すると軽度の調整局面に入ったように見える。アメリカの I S M 製造業の 50 割れ、韓国、台湾、シンガポールの電子部品関連の動きとも相俟って、第 4 四半期から来年に掛けて日本の輸出が減速傾向となる可能性がある。他方でアメリカの非製造業 I S M は 58.9 へと回復し、個人消費が健在であることを示唆している。アメリカ経済における住宅投資の調整過程がいつまで続くのか不確実性があるのに対して、コア消費者物価指数については、原因はやや不明であるが——中古車の価格、あるいは医薬品の価格が大幅に下がったせいだという説もある——、調整過程が F R B のシナリオよりもやや速やかに進行しているように思う。前年比 2.6% 上昇だが、3 か月前比年率、6 か月前比年率は 1.6%、2.3% とコンフォート・ゾーン——コアの消費者物価指数ではコンフォート・ゾーンが 1.5%~2.5%、コアの P C E では 1%~2% とされているが——へと、どうやら射程に入ったことは明るい材料かと思う。以上の要因を様々併せて考えてみると、個人消費については先行き好転することは予想される。しかしながら、そのタイミングはいつか、また、その回復力の強さはどの位あるのか、現時点では不透明感が強く、足許では成長率、コア消費者物価指数には幾分下振れリスクが生じているように思われる。以上である。

福井議長

福間委員から願います。

福間委員

もう皆さんが言われたので、同じようなことになって恐縮であるが、ま

ず、海外景気のうち米国景気については、皆さんおっしゃるように私もソフトランディングの可能性が一段と高まってきているのではないかと思う。すなわち、住宅市場の減速は続いているが、住宅ローン申請件数など一部には下げ止まりを窺わせる指標もみられている。ニューヨークの高級フラットは下の方にビットがかなり入っていて、今まで買えなかった人が新たな申請人として登場してきているということで、ニューヨークの人々は意外に強気である。また、個人消費については、自動車販売は芳しくないものの、全体としては、雇用拡大・所得増加、ガソリン価格低下、株価上昇に下支えされている。クリスマス商戦も暖冬を反映して衣料品ではやや弱い動きもみられているが、総じて出足は堅調である。企業部門は、ISM製造業指数が3年半振りに50を下回ったものの、ベージュブックでは「製造業の活動は増勢にある」と評価しているほか、非製造業については2か月連続で指数が改善している。この間、雇用面では、雇用統計等を見ても、非農業部門就業者数がサービス業を中心に増加を続けているなど、労働需給は引締まりが続いている。こうしたもとで、ユニット・レーバークストは、下方改訂後でも高めの前年比伸び率を示すなど、コアインフレの圧力は残存している。

このほか、欧州では、年明け以降については、当初ドイツ、イタリアでの間接税引き上げの影響が懸念されていたが、最近になってECBによる成長率見通しのリバイズアップや、ドイツZEW指数の11か月振りの改善などにみられるように、堅調な見通しが増えている。また、BRICsなどのエマージング諸国の景気も引き続き好調である。このように、海外景気全体としては拡大を続けており、こうしたもとでグローバルな株価も米国やアジアなどで既往最高値を更新するなど好調を続けている。

日本の景気について、まずセクター別にみると、企業部門の業況は、皆さんからお話があり、あるいは短観で示されたとおりに、先行きは不透明感等から悪化を見込みつつも、足許は交易条件の改善もあって、中小企業も含めて緩やかに回復している。もっとも、地方での金融経済懇談会等でも皆さんお感じになっていると思うが、グローバル展開から取り残された地

方の中小企業の業況感は極めて厳しいものがある。従って、やはり大企業と中小企業、グローバル企業とそうでない企業との間で、かなり格差が出てきているなど感じている。

設備投資については、短観では、中小企業を中心に 2006 年度計画が上方修正されるなど堅調な動きがみられるが、7~9 月の GDP や法人季報、10 月機械受注等では伸びが鈍化しており、この傾向は経済同友会の調査でも同じである。省エネ、省力化や、設備不足感の強まりなどを背景として中長期的な設備投資需要は引き続き根強いとみられているが、企業は、グローバルな設備投資や需要の動向も踏まえつつ、資本効率を慎重に見極めていたり、設備機械・プラントメーカー等で人手不足から、納期遅延、不良製品発生等のリスクを回避するためにもこれ以上の受注には慎重であることなどの影響が出ている。

家計部門については、雇用・所得環境をみると、労働需給の引締まりが続くもとで、雇用者数は増加し、企業から従業員への還元も、成果主義に基づく賞与等により相応に行われている。もっとも、企業は、グローバル競争のもとで固定的な人件費は抑制せざるを得ず、所定内給与については前年比ゼロ近傍で推移している。

こうしたもとで、個人消費は、7~9 月 GDP に続いて、短観においても小売、対個人サービス、飲食店・宿泊といった業種の業況判断でも確認されているとおり、依然として回復感が弱い状況が続いている。また、先行きも、暖冬がネガティブに働く可能性もある点には留意が必要ではないかと思っている。家計部門への波及は、先程武藤副総裁がおっしゃったように賃金以外にも配当等にルートが多様化しているが、いずれにしても時間を要するというので、昔のように企業収益が上がるから直ちに従業員に還元するというよりは、中長期的な競争力も考えたうえでの給与体系になっている。

以上でみたように、輸出、生産の好調が、企業部門の堅調に繋がり、労働・設備需給の引締まりが続くという、景気拡大のメカニズムは維持されている。もっとも、今回の景気拡大は民需主導であり、牽引役となってい

るグローバル企業は、バブル期の教訓を踏まえ、リスク・マネジメントに一段と意を払いながら事業を拡大しているだけに、景気拡大ペースは緩やかなものにとどまっている。このため、地方や中小企業、家計部門への波及にも、ある程度時間が掛かることはやむを得ないかと思う。それだけに、今後とも長期に亘り物価安定のもとで、持続的な経済成長を目指していく必要がある。こうした中で、GDP統計では、これまで内需を支えてきた個人消費の前期比マイナスや、設備投資の伸び率鈍化を背景として、四半期ベースの前期比伸び率が期を追って縮小している。これを踏まえれば、景気は、トラックを外れたとまでは思わないが、少なくとも私が当初想定していたよりは低い水準で推移していると現在思っている。

なお、執行部の基本的見解については、先程も言ったように基本的なメカニズムも変わっていないし、特に異論はない。皆さんがおっしゃったように1月の中間評価に向けて、個人消費、設備投資の動きが一時的なものであり、今後はむしろ反動増が見込めるのか、それとも水準が変わってきているのかを中心に、虚心坦懐に情勢を点検していく必要があるかと思う。

この間、IT関連財は、私もどちらかと言うと強気にみていたが、最近の生産高、在庫をみると、これ以上の強気は少し危険であり、また、短観でも電気機械の海外製商品需給判断の予測が小幅ながら悪化していることから、この点は注視していかなければいけないと思っている。

物価面では、国際商品市況はCRB指数が底堅く推移しているほか、労働、設備等の需給がタイトで、ユニット・レーバー・コストのマイナス幅も縮小しつつあるとみられることから、物価上昇圧力は続いている。もっとも、グローバル競争のもとで企業は、1990年代の中頃から「コスト引き下げは人より早く、販売価格の引き上げは人より遅く」という行動を徹底しており、これが根強い物価抑制要因として働いている。こうした中、企業物価指数は、石油製品、非鉄金属等の下落もあって前年比伸び率が縮小しているほか、CPIについても前年比プラス幅が縮小している。

金融・資本市場では、株式市場においては、日経平均株価が中間決算における企業の保守的な通期見通し等を背景に一旦下落したものの、世界的

な株高のもとでの割安感や、証券税制における軽減措置の延長決定も手伝って買い戻しの動きが誘発され、5月以来7か月振りの水準にまで上昇している。債券市場や短期金融市場では、12月初めに経済指標が芳しくないにもかかわらず、次回利上げ時期を巡る思惑が台頭し、金利が一旦上昇した。今回は、ユーロ円金先にとどまらず、実需取引が主体で通常は金融政策変更の織り込みが一番遅いF B、T B等のキャッシュ取引まで12月会合での利上げを強く織り込んだことから、市場では「利上げの織り込みは、最終段階にまで至った」という見方が大勢であった。しかし、その後、弱めの経済指標等を受けて、12月会合での利上げ期待は急速に後退し、結果的には市場金利は乱高下した。以上である。

福井議長

西村委員、最後になったがお願いします。

西村委員

金融経済情勢について、基本的見解に大きな違和感はない。ただし、既に今までも強調しているが、私は需給ギャップはプラスではあるものの、非常にゼロに近い近傍にあると今も考えており、需要と供給の能力の双方が緩やかに成長するという形で拡大していると解釈している。その他の点について、重要な点は皆さんが既に取り上げていらっしゃるので、今回は最近の経済データの解釈に重点を絞って付け加えたいと思う。結論を先に申し上げると、特に目先のデータの解釈には、現在、従来以上に慎重な判断が求められていると思う。

既に指摘されたように、米国経済は、リバース・ソフトランディングのシナリオどおりの展開となっている。先週金曜日発表のコアC P Iも新車・中古車価格の低下、航空運賃の低下、アパレル価格の低下が前月同様に続き、加えて教育通信費——これはパソコンのことだと思うが——が低下したために、季節調整済前月比が予想比下振れした。また、クリスマス商戦関連消費のデータも概して底堅いと言える。しかし、コアC P I上昇

率低下をもたらしたこうした新車価格低下や航空運賃の低下、アパレル低下といったものが、今後も継続して起こることは考えにくいと思う。これに対して帰属家賃が主体の住居費は前期比で騰勢が戻り、医療費も若干騰勢が鈍った程度である。米国物価の情勢は単月では評価しづらいので慎重な判断が必要であると思う。消費だが、クリスマス商戦が現在サンクスギビングからアフタークリスマスまでと長くなると同時に、消費がクリスマス直前に集中し、さらにギフトカードの普及からアフタークリスマスの売上が大きくなる、という傾向が出ている。このため季節性が過去のパターンから大きく変化している。過去パターンから導出された季節性に基づいた現在の季節調整済計数が、実態とは離れていく傾向があるので、特に週単位の季節調整済消費データの解釈は非常に注意が必要だと思う。

次に、日本経済だがここもまた、経済情勢が、特に4半期のGDP統計の変化率の現状判断と予測に大きな不確実性が生じている。

まず、一部GDP構成要素で——これは米国と同じなのだが——、季節性が過去のパターンから変化してきているようにみえる。これは一般機械の生産パターンに典型的にみられることだが、季節調整前の数値をみると、一般機械の生産は安定化しつつある。これは一般機械で生産余力が次第になくなり、ほぼ目一杯の生産を行っているという、先程の福間委員のお話と整合的であるし、ヒアリング情報と整合的である。しかし季節調整は、過去に生産余力が十分に存在し、企業行動的に1~3月に生産を増やすという誘因があった頃のデータに強く依存して決まっているようであり、このため、このところ1~3月と7~9月に季節調整済でみると生産が低下し、逆に10~12月と4~6月に上昇するというパターンがみられている。実際、これが今後も続くとすると、10~12月は民間企業設備が強く出る可能性がある。ただし、IT関連財の在庫調整の動きもみていく必要があるので、単純には言えないが、少なくともデータの技術的な面ではそうした点が出てきている。さらに7~9月期の消費では、前回もお話したが、振れの大きい家計調査での大きな前期比マイナスが民間最終消費支出の前期比マイナスに寄与した。前回申し上げたとおり、これは家計調査のサンプル要



因の振れである可能性が大きいとすると、その揺り戻しがあり得る。実際、10月の家計調査ではマイナス幅が大幅に縮小した。単月ではまだ分からないので今後の推移をみていきたいと思う。もし揺り戻しが起こるとすると、10～12月の実質GDPの成長率のQEが強くなる可能性がある。ただ、短観では事実上11月末までの情報であるが、小売は若干軟化を続けているので、この影響がどこまで出るのかを今後のデータの出方をみながら判断する必要があると思う。

以上の点は、もう一度確認だが、経済情勢の現状判断と将来予測について、今後の生産統計、消費統計の推移を従来以上に慎重に見極める必要があるということを示唆していると思う。

最後に、物価情勢について付け加えたいと思う。10月全国コアCPIはガソリン価格の落ち着きから前年同月比で+0.11%と——これは私の計算だが——上昇幅を縮小させた。しかしながら、523品目のうちプラス方向変化品目数は219でマイナス方向変化品目の164を上回り、全体としてみるならプラス方向への変化が続いていることが確認された。9月はこれが逆転したのだが、10月は再び元に戻っている。しかし、その変化は非常にゆっくりとしたものであることは否めない。11月全国コアCPIだが、これはある程度予測が可能なので、それをお話する。全国共通価格は東京11月のデータから分かる。ガソリン価格は従来からほぼ全国と同じ動きをする石油情報センターの11月の全国平均価格の変化と同じと仮定し、灯油は石油情報センターの11月全国平均価格に若干の調整を掛け——これは、石油情報センターの全国平均価格はCPIの全国平均価格よりもゆっくりと変化をするという傾向があるので、その調整を掛けている——、さらに薄型テレビ、パソコン、家賃の変化はほぼ東京と同じとして、かつ、その他の価格は10月で同じであるとすると、大体0.19%、約0.2%の上昇ということになる。その他の価格でのゆっくりとした物価上昇の傾向が11月も続いているとするならば、これより若干高くなる可能性がある。ただし、不確実な要素は家賃である。平成18年に評価替があり、固定資産税評価額は地方では下がった。家賃改定は固定資産税変化を反映す

ることが多く——これは裁判所の判決の影響なのだが——、このため年央から地方家賃が下落となった可能性がある。この場合は、下落が暫く続くと考えられる。これに対して、マンションの新規賃料は都市部で明らかに回復傾向にある。この二つの綱引きの行方が11月CPI及びその後のCPIの動きを左右すると考えられる。地方賃料下落の影響はやがて剥落し、恐らくそれ程遠くないうちに家賃の下落は反転すると考えられるが、時期についての不確実性は高いと思う。その他、実は季節性の問題について少しテクニカルな要素があるのだが、これはもし必要であれば討議の時に説明したいと思う。以上である。

#### 福井議長

これで皆様方の見解表明は一巡した訳である。前回会合以降、短観あるいはGDP統計——2次速報であるが——などの指標が公表された。この会合における情勢判断のポイントは、やはりこうした新しい指標を踏まえて、展望レポートで示した経済・物価の見通しについてしっかり再点検する、こういうことではないかと思う。内外の経済は相互に関連しているが、まず世界経済全体については、皆様方のご意見にそれ程大きな違いはなかったと思う。米国の景気拡大テンポが鈍化しているが、世界全体としてみれば地域的な広がりをもって拡大は続いている。ユーロエリア、中国、その他NIEs、ASEAN諸国等も含めて考えると、そういうことだったと思う。米国については、設備投資は増加を続けているが、住宅投資は引き続き減少を続けている。ただ幸いなことに、個人消費に強いマイナスの影響を及ぼすという状況とはならずこれまで推移している。クリスマス商戦については、まだ最終的な判断をするには時期尚早だが、スタート時点で見ると、比較的堅調な販売を予想する向きが多いということであったと思う。住宅投資から全体への影響は比較的少ないという感じではあったとしても、やはり仔細にみると、生産や雇用者数の増加も緩やかに鈍化してきている。ISM指数の50ポイント割れもなにかその象徴的な動きということである。今後この過程がさらにどう推移していくか、

本当に最終的にソフトランディング・シナリオの枠内で推移しきるものかどうか、それから須田委員からもご指摘があったが、時間的にも多少長い距離感を持ってこのプロセスが進んでいく可能性もあるということで、今後とも注意してみていかなければならない。一方、米国の物価面では、原油価格の下落の影響等もあって、消費者物価の総合指数でみる限り、多少弱めに推移しているということであるが、消費者物価指数のコア指数については足許横這い圏内の動きということで、インフレ圧力の吸収という点については、引き続きなにがしかリスク要因を孕んで推移していくとみるべきであったかと思っている。原油価格は、50ドル台半ばに一旦近づいた後、また少し戻ってきて最近では60ドルを若干上回るところで推移しているが、OPECによる追加減産観測の強まりなどもある。今後の動きには引き続き不確定要因が多いとカウントしておくべきだろうと思う。国内経済の方であるが、全体としては引き続き緩やかに拡大している、今後も息の長い拡大が続くであろうという点ではあらかじめ皆様方のご意見に相違がなかった。そして、企業部門の好調さが、極めて緩やかながら家計部門に還元され続け、基本的にはこれが消費のバックグラウンドを形成し続けるであろうと、この基本的なメカニズムに変化はないという点についても、ご意見の相違がなかったかなと思う。ただ、最近のGDP統計の改訂値をみると、少なくとも7~9月期に関する限りはやや減速ぎみの動きを示した。コンポーネントをみても、設備投資、個人消費と重要な項目が比較的弱めであったということであると思う。しかし、この辺をその後に出た短観で見ると、企業部門はすこぶる好調さを維持している。大企業製造業だけでなく、中小企業においてもむしろ裾野を広げる形で企業部門の好調さが続いている。収益、設備投資等の指標、アンケートの答えにそのことは明確に出ているということであった。従って、7~9月期のGDP統計を読む時も、問題は設備投資よりもむしろ個人消費がやや伸び悩みの動きとなっていることをどう正確に理解するか、これを今後につなげてどのように理解するかというところに段々ポイントが絞られてきているのではないかと思う。勿論、個人消費の伸び悩みについては様々な理由が指

摘されているが、将来に繋げて考える場合には、やはり賃金の動向との関連を十分理解していく必要があるというご指摘であったと思う。また、重ねてこれから議論して頂きたいと思っているが、企業部門のベネフィットが家計部門にどういうふうに還元されるかという点がある。還元ルートは様々な形で多様化している。賃金の中でも、時間外の支払い、ボーナスの支払い、あるいはパートタイマー・契約社員への賃金の支払い増、それから賃金のカテゴリー以外でも配当、さらには退職金の増加というふうに広がっているということである。勿論、所定内賃金の今後の動きは非常に重要であるが、こうした点についても少し視野を広げて評価を加えていく必要があるというご指摘があったかと思う。その他、生産・出荷・在庫、供給面の動きは全体としては引き続きバランスの取れた回転をしている。ただし、電子部品・デバイス関係の在庫の積み上がりについて、どこまで楽観的な見方ができるのか、これについては引き続き明確な判断を若干保留するという感じであったかと思う。この点は個人消費の推移とも非常に関連しているし、企業の生産態度とも関連している。個人消費はこれからどうなるか、それから企業のIT部門において、全面的に生産が強いという訳ではないが、品目によってはかなり前傾姿勢で生産を続けているというところもあるので、そこをつぶさに点検していく必要があるということではなかったかと思う。なお、GDP統計については、1次速報の0.5%から2次速報で0.2%に下方修正されたということだけではなく、2005年度、過去に遡って、成長率が修正されたという点も、今後の我々のシナリオ、あるいは経済のイメージというものを持っていく場合に重要な影響を与える。我々は今まで2005年度は高い成長であり、それが潜在成長能力に向けて緩やかに下がっていくと、こういうイメージを持っていたが、潜在成長能力をある程度上回っていても、極めて緩やかに低い成長率でずっと横這っていくのか、その辺りのイメージはどの辺で置き換えるのかという問題が一つあると思う。また、そもそも潜在成長能力のレベル、需給ギャップ、ユニット・レーバ・コストといった経済・物価の基調判断をしていくうえで一番重要なポイントについて、もう少し深入りした分析を次回政

策決定会合までの間には行って、この辺の認識を我々として相当程度シェアしなければならない、こういうことではなかったかと思う。そうした作業の結果が、最終的な物価の基調についてのこれからの見方に関わってくるということだと思う。CPIそのものは10月、+0.1%という数字であったが、当面様々な特殊要因も加わり、この指標そのものは振れるだろうと思う。ただ、一番大事なことは基調判断であって、先程も申し上げたような作業をもう少し進めたうえできちんと我々のものを固めていくということだと思う。しかし、これまでのところ我々が持っているイメージは、やはり「日本経済は緩やかに拡大を続けている」、需給も短観等でみる限りは「さらに引締まりの方向」ということであるので、「CPIも基本的にプラス基調で推移するだろう」、こういう判断には大きく間違いはないのではないかということかと思う。今日はたくさん議論が出たので洩らした点もあるかと思うが、加えると、米国、それから日本でもかなり強弱織り交ざったデータが出てくるようになってきている。これは経済が微妙な局面を推移しているということの表われでもあるし、同時に西村委員からご指摘のあったとおり、統計そのもの持っているノイズがこういう時には特に強く表に出がちだということであるので、やはり専門的な知識を投入しながら統計を読んでいく必要があるということではないかと思う。米国経済についてもソフトランディング・シナリオの可能性が幾らか強まったとみて良いのではないかという水野委員のご意見と、いや、もう少し慎重にみた方が良いのではないというご意見、多少ニュアンスの違いがあった。国内の消費についても、特に所得の裏付けとの関連で、やはり皆さん方のご意見、ニュアンスの相違というのがあるのかなという感じがしたし、物価については、需給ギャップの現状及び先行きについて、そもそも計測上の問題がある訳だが、認識の中身においてもなにがしか差があるのかもしれないと思いながら聞いていた。改めて皆さんで議論して頂ければと思う。

## 水野委員

少し追加であるが、GDPの2006年度上期については公的資本形成が非常に大きいマイナスになっている。数字を申し上げると、4～6月が寄与度 $-0.3\%$ ポイント、7～9月が $-0.2\%$ ポイントであるから、公的資本形成だけで今年度上期の実質GDPを年率にすると $1\%$ 押し下げた。従って、いわゆるイメージとしては $2\%$ パス、勿論、緊縮財政路線が継続し、公共投資の進捗が遅れていることもあるので、基本的には $2\%$ ペース位でいっているということで、そうすると政府の見通しはそれ程大きくずれていないという感じがする。あと、アメリカについてであるが、ソフトランディングの定義について、市場とFedの中とで少し違うと思う。Fedは、潜在成長率が $3\%$ を若干下回る $2.75\%$ だとすると、 $2\% \sim 2.5\%$ で暫くいった方がむしろ物価の安定に繋がるとみていると思われるが、市場は $2\%$ の前半だと弱いという話なのでそこで利下げ期待がなかなか消えないのではないかなという気がする。従って、今はFedからすると非常にコンフォタブルな状況で、このところそうであるが、物価は非常に安定していて、消費は強い訳であるから、株価が上がるのは当たり前みたいな形になっているので、まさに市場はソフトランディング路線で動いているとFedはみている。一方、マーケットでのソフトランディングの定義からはどちらかというところ経済指標の割りに株は強いなというふうにみているのではないかな。この点、若干温度差があるなという感じがする。我々も議論の中にそういう温度差があるが……。

## 野田委員

今のご意見であるが、市場が定義しているソフトランディングという意味では少し先がみえてきたのではないかな。少なくとも私は、やはりインフレ圧力が根強く残っているという意味で、Fedにとってソフトランディングのパスが広がった訳ではないであろうということを申し上げた。ただ、市場の見方というのは皆さんおっしゃるように、ややソフトランディングという方向で楽観的にみている。

水野委員

ただ、物価が落ち着いていないという感じだな、完全には。

野田委員

物価のまさに根源的なところはまだ非常に危うい状態にあり、基調として未だはっきりしたものはみえていないという意味で申し上げた。

福井議長

これは調査統計局に対する皆さんからの共通の質問になるかと思うが、需給ギャップというものをより正確にみていく時に、労働需給のミスマッチとか、あるいは参入率の変化、デモグラフィなども背景にあるかもしれないが、そのようなことも織り込みながら作業を精緻化させることはどの程度可能なのか。

早川調査統計局長

多分そのように推計方法を手加減することはなかなか難しいと思う。要するに、昨日も岩田副総裁からご議論があったが、恐らく一番問題になるのは、労働供給の潜在量みたいなものをどう考えるかだと思う。その中で、やや細かいことを言うと、二つあって、一つは労働時間の問題と、もう一つが労働参加率の問題だと思っている。労働時間に関しては、どこがポイントかという、例のここ数年間に上がったパート比率の上昇を、どの程度構造要因と捉えるか、循環要因と捉えるかという問題である。どちらかに決めざるを得ない。0.5とかはあり得なくはないが、決めざるを得ない。そうすると、本当は両方入っていると思う。ただ現在我々は構造要因として捉えており、パートが正規化することによる労働時間の伸びみたいなものを需給ギャップの改善方向として捉えているので、これがやや過大評価になっている可能性が高いと思っている。逆に、これを全部循環要因とみなすのはやや非常識であって、例えば、今企業の経営者にパート比率を

「1990年代半ば前半の数字に戻すことがあり得るか」と聞いたら、「あり得ない」と答えるに決まっている。ただ逆に言うと、我々が全部構造要因と捉えてしまった分は、労働時間のところでやや過大評価を行っている。二点目は、労働参加率の問題であるが、労働参加率についてはかなり最近では精緻にやっている。ある意味では、年齢、階層別、男女別に労働参加率のトレンドをとって、それとの乖離をもっていわばギャップと捉えているので、以前のように全人口を一本にして直線トレンドでみるというやり方と比べれば、相当精緻にやっているつもりである。それでも、これは全く潜在成長率の議論と同じで、いわゆるフィルターを掛けるとフィルターの右端問題、すなわち、一番右の端は新しくデータが入ってきて変わっていくということがある。潜在成長率がなぜ分からないかというと、それはTFPのトレンドが分かりにくくて、データが、例えば半年、1年溜まると過去のトレンドが本当はこうだったと。労働参加率も同様に、例えば、1年、2年データを延ばした時に労働参加率のトレンドが変わってくるので、その部分で例えば今、過去の労働参加率を過小評価していれば、労働供給のギャップがいわば過大評価になっている可能性がある。従って、潜在成長率について本当の値を知ろうとすると何年か経たないと分からないのと同じような性格の問題であるので、再推計することでデータがきちっと出るという性質のものではない。ただ、今申し上げた二点、少なくとも労働時間と労働参加率のところで、なにがしか過大評価している可能性があるということはやはり頭に置くと、随分大きなプラスのギャップがある訳ではないと、先程ご指摘があったが、そういう認識は持った方が良く思っている。それから、もう一点申し上げておくと、先程岩田副総裁からあった労働供給が弾力的になっている可能性というのは何を意味するかというと、ゼロという線の意味が薄くなっているということである。要するに労働供給が完全に垂直のカーブであれば、はっきりと「ここがゼロだ」という線が引けるが、エラスティックになっているということは実を言うとどこがゼロかということがぼやけているということであるので、それを考えてもやはりそういう計測の不確実性のようなものは大きいと



いう認識が必要かと思う。

福井議長

賃金に絡んで、賃金の上昇はなぜ鈍いかという皆さんの議論の中で、かねてより経営姿勢においてコストコントロール意識が非常にしっかりしていること、それから働いている人達の年齢構成が変わってきていること、これらは共通項だと思うが、須田委員が今日おっしゃったのは原油価格上昇が家計部門にフル転嫁されていて家計が全部被っているのではないかと。これは今まで議論していなかったな。

早川調査統計局長

それはいわば、一番最初の企業がコストに対して非常に厳しい姿勢を取っているということの一つの表われであって、これはどこまで言い訳なのかという点はあるが、例えば、今企業に言わせるとそういう答えなのである。一つは、例えば日本の賃金のレベルはやはり高いという議論は当然出てくる。それから企業収益はこんなに儲かっているのではないかという議論に対しては、しかしまだコスト上昇圧力があるのではという議論が出てくる。やはりそういう企業がコストに対して非常に厳しい姿勢をとっていて、その時の彼らの説明として、そうした答えが出てくることはある。確かに、もう少し真面目にとるのであれば、そののところについて安心感が出てくれば、もう少しは、例えば将来の賃上げについて、従来よりはソフトになってくる可能性があるが、それもあくまで全体が厳しい中での一つだと思う。

福井議長

あと野田委員と福間委員との間でIT関連の在庫について、あるいは在庫調整の可能性についての評価が違っているようにも聞こえたし、同じようにも聞こえたのだが。野田委員は電機業界の業況判断がマイナスになっているが小幅だと、そういう点を聞くと少し楽観的かなと。一方、福間委

員は今までは楽観的だったが心配になってきたと。どこがどういうふうに違っているのか。

#### 福間委員

恐らく着地は同じようなところだろうと思うのだが、私は当初楽観していたが、電子部品について、ここ2か月間は在庫も生産も減茶苦茶に増えている状況を、正直に虚心坦懐にみて、現実に合わせて少し修正を掛けたということである。当初楽観していたのは、私の希望的観測もあったかなと思うが、携帯電話等の部品メーカーの人に個別に聞くと、「うちはそんな見込み生産はやっていない」と話していたことも一つの理由であった。ところが、店売りとか販売店とか、セットメーカーの方からみていると、部品メーカーは、見込み生産をやらざるを得ないということが分かってきた。例えば、携帯電話のあるセットメーカーは僅か数日前に、しかも大量に発注してくるため、部品メーカーとしては、発注があってから作るのではなく、予め用意しておかないといけないということがある。ただ、部品メーカーに個別に会うと、「見込み生産がなかったとは言えないが、今までのパターンと変わったからそういうことになった」ということで、決して過剰生産ではなく、自分達の生産のやり方は間違っていないと今でも言う。しかし、あれだけマクロの数字がはっきり出ると、当初の見方は修正せざるを得ない。官庁などに聞いても、関係者に個別に聞いた話とマクロの数字とが合わないということで、頭を痛めていた。

#### 福井議長

昔、半導体の波は物凄く大きなスケールで起こって、今はパソコンとか携帯とかスケールは小さくなっているけどやはり起こっていると。

#### 福間委員

然り。

## 野田委員

携帯電話は、キャリアーから組み立てメーカーに対する発注までの期間が物凄く短くなっている。一方、部品メーカーでは、今福間委員がおっしゃったように、組み立てメーカーからの発注が一度に大量に来る時があるので、そうは言ってもある程度見込み生産をやっておかないと、直ぐには対応できない。そういう意味で、特に携帯電話においては、間違いなく見込み違いによる予期せぬ在庫増が起こったということだと思う。それから、福間委員のおっしゃったことに関連するが、個別企業では、「自分のところは大丈夫だ」というふうに皆さんおっしゃっているが、業界全体としては、その合成の誤謬がいつか起こるかもしれないというリスクはやはり否定できない。ただ、短観でみる限りにおいては、少なくとも従来に比べて企業は自分の見込みに対してある程度自信を持っているという点は、前回の落差に比べて今回の落差が極めて小さいところに現われているのだとみている。

## 福間委員

賃金について今日は大分話が出たが、極めてテクニカルなことを申し上げると、2002年以降、会計制度が従来の単体決算から連結決算へと変更されたことも影響している。すなわち、今でも単体決算と言うか、親会社だけでみるとあんなに儲かっている訳ではない。グローバルな収益を集めてあのような莫大な利益になってきている訳だが、大体商社とか自動車メーカーにみられるように、国際展開を進めればそれだけ親会社と連結ベースの決算の開きが大きくなっている。会社によって違うが、大まかに言えば、連結決算に応じてボーナスを出すのが、定例給与は単体ファクターを入れるので、定例給与は、ほとんど伸びない格好になっている。もう一つ、成果主義を入れるに当たって、これは本行もそうであるので、総務人事局はご存知であろうが、ハイ方式と言って、入行して約10年位は、給与カーブが立っているが、それ以降はパフォーマンスベースになるという形態に変わっている。このため、成果がなかったら、給与は横這いとなる。

こうした給与体系を導入している先が増えているので、これが給与の伸びを抑えている面もあろう。ただ終身雇用とか年功賃金とかOJTといった日本的なシステムから急に離れようとしているため、これに代わるシステムを作らなくてはいけないものだから、もう大騒動が起きている。それで最初に出てきたのが契約社員という雇用形態で、5年程度の契約社員で少なくともその会社のDNAもある程度理解してくれるような人を増やさなくてはいけないということになった。さらに、ここにきて、品質管理にしてもリスク管理にしても、正規社員を増やさざるを得なくなってきた。ただ、それによって給料が高くなるかと言うと、今給与の体系が物凄く多様化していて、例えば歩合で入ってくる人達がかかなり増えているため、そう簡単な話にはならない。先程もあったように、やはり多様化してきているということが、今のこの問題を一層理解しにくくしているのだろうと思う。

武藤副総裁

その所定内給与の話については、経営者の意識であるとか年齢構成であるとかという理由は、そう簡単には変えられない部分であるな。

福間委員

然り。

武藤副総裁

恐らく年単位で時間の掛かる問題だと思うが、所定内給与が消費に大きな影響を及ぼすというふうに見ると、なかなかそういう展開が期待できない。一方、所定内給与ばかりだけではなくて、その他の先程から言っているような配当を含めた広い家計への波及ルートを考えられるのかどうか、かなりポイントになるのではないかという気がするのだが…。

#### 水野委員

そのとおりで、法人企業統計 7~9 月で人件費が前年比+4.4%で伸びていて、人件費を払っていないという評価は誤っているとも言われている。それに、所定内給与というのは、計算上、団塊の世代が退職するこの数年間は上がらない。新卒を幾ら採っても給与は5分の1位なので。そうすると、そこだけみていると我々のロジックはどこかで破綻してしまう。所定内給与は大事ではあるが、それだけを言っていると、いつまでもそうよくならないという評価になる。

#### 武藤副総裁

それをマクロの需給環境だけで、いずれ上がるだろうということでは、なかなか決め手がない。

#### 水野委員

従って、所定内給与は勿論みるが、「全体的に波及している」という、それだけで説明しようとしていると苦しいかなというのは全く同じである。まさにアメリカで言う資産効果については、日本の場合は株を持っている人はあまりにも少ないので、配当を得てそれで消費を増やす人は非常に少ないと思う、私の周りを見ても。そういう意味ではアメリカみたいなアプローチというのは長い目でみるとあるのだと思うが、今まで年金制度等が変わってきたため、将来的には個人の株式保有が拡大して、資産効果を享受する層も増えるかもしれない。従って、資産効果に関して、月報等では、言葉としては入れても良いと思うが、それがあから家計は大丈夫という表現を入れるのは少し早いと思う。

#### 野田委員

ただ、株式だけではなく、投資信託なども含めて広く考えると、やはり資産は増えている訳であるから、そういう意味での押し上げ効果というのは、家計の構造も変わっている中では、数年前に比べるとかなりあるので

はないかと思う。

水野委員

然り。前はゼロだったからな。

野田委員

それから、先程、賃金に関して福間委員から年功序列型についての話が出たが、大きく言えば成果主義などを取り入れて賃金の上昇を抑えたということは、ある意味では、従来からある年功序列型の賃金体系をある程度実質的に確保するためでもあったと言える。すなわち、実態をみれば、50歳近い中高年者の給与が下がったかということと本当はそれ程下がっていない訳であり、その人達の給与を維持するために、新しいところでは契約社員や、今福間委員がおっしゃったような形に転換することで、穴を埋めてきたということは紛れのない事実だと思う。すでに始まっている団塊の世代、50歳以上の層の引退が進めば賃金圧力が相当小さくなることから、少し甘い見方かもしれないが、所定内給与とか何とかという議論は別として、賃金全体としてみた場合、経営者の分配に対する考え方、言い換えれば従業員向けの財布のひもが緩むという可能性はあるのではないかと、やや楽観的にみている。

福井議長

元々それ程賃金が急増するというのは我々のシナリオには入っていない。ユニット・レーバ・コストが一夜明けたら急激に上がるというシナリオではない。極めてモデレートに雇用者所得が増えて、それに比例して消費が増えれば良いというものなので、所得の増え方に比例して本当に消費が伸びているかどうかということをやはり厳密に点検しなくてはならないというのが一つのポイントだと思う。それからもう一つはやはり、水野委員だったかがおっしゃった、先行きの国民負担率の増加というののがかなり重しになり始めているかどうかということ。

#### 水野委員

実際地方に行くとそういう話がある。例えば10月から高齢者の医療費が上がったが、これは結構3倍になると大きい、地方になると。

#### 岩田副総裁

おっしゃるとおりである。あとやはり政府部門が歳出削減で人件費を今後5%減らすと言っているのは、凄いアナウンスメント効果があって、多分中小企業とかは、政府もカットしているのだったら賃金を上げるなんてとんでもないと、日本はどうもそういう風土があって、そうすると非常に上がりにくい。それは私の理解では、ある種のフィスカルドラッグ、財政を再建しなくてはいけないことに伴う何と言うかマクロ的なインプリケーションの一つだと思う。

#### 須田委員

宜しいか。賃金を考える時に平均で考えていることが多い訳だが、構造が変わっている。先般公表された「平成18年毎勤統計特別調査」では、例えば、1人から4人規模の事業所の7月の賃金は、平均で前年比-0.1%と出たが、男女別にみると、男は+0.6%、女も+0.4%と両方ともプラスである。それが相対的に水準の低い女性の比率が上昇することによって平均するとマイナス-0.1%になっている。そこでもし限界消費性向が男女で違えばトータルの消費支出は全然違う姿になってしまう。その平均ということが持つ意味をもう一回考えていく必要があるなということ、この統計をみながら感じた。それから、賃金については、やはり初任給が上がるとそれに引き連れて上がっていくと聞く。今度の4月の初任給がどれだけ上がるかということが結構その先の所定内賃金には影響するということと、加えて最低賃金が上がるということで、非正規雇用の限界的なところも上がっていくだろうという話も出ていた。いずれにしても、特定の1人の人間でみたら、3月31日から4月1日になれば通常は1.7%位は給料

が上がって、そしてそのうち 0.1%位がベースアップということであり、平均で上がっていないと言ったら、皆賃金が上がっていないという感覚があるかもしれないが、個人レベルではきちんと上がっている。そうした問題をマクロで、議論するうえではもう少し認識しておくことが必要かなと思っている。

#### 福井議長

もう一つ、倒産件数というのは全国のマクロの数字でみるとあまり変化がなく、むしろ落ち着いているような感じだが、地方に行くとやはり結構小口の倒産件数が増えている。負債金額は小さいが、件数は増えている。倒産件数が増えているということは事業主で所得を失う人が増えているということであり、こういったことはやはり最終的には消費に影響しているかなと思う。

#### 野田委員

地方で話を聞くのは、やはり建設と小売だ。ただ、その自営業の部分は減っているが、一方で、雇用者数は増えており、自営業の減少をかなり吸収してきているといえる。今の労働者数を全体としてみた場合、この自営業の部分が供給源となっていることは、統計的にみても明らかであると思う。自営業の減少は一時的に消費の足を引っ張ると思うが、長い目でみれば、構造的にはどこかで吸収されてくるものであるという見方をしても良いのではないかと思う。

#### 水野委員

ただ、日本の場合は定義を変えなくてはいけないかもしれないが、生産年齢人口自体は減ってくる訳である、もう減っている訳である。だから日本は65歳まで働けて70歳にすべきだとの議論もあるが、そういう意味ではデモグラフィック・ファクターというのはやはり馬鹿にできなくなっているのは確かである。出生率はまだ下がる、というのが政府の見通しで



——正直に今回は出したと思うが——、非常にこれは頭が痛い話である。労働市場の構造変化を自然に促してしまうという点で。

#### 岩田副総裁

野田委員と須田委員のおっしゃったことについて、例えば、全要素生産性を産業別でみると、建設業というのはずっとマイナスである。非製造業の生産性の足をずっと引っ張っているのは実は建設業である。だが、その建設業は倒産も多いが、どんどん新しいのも入ってくるので、結果としてあまり変わっていない。生産性はちっとも上がらない。生産性の水準が低いので、従って実質賃金が低い。それから、サービスで勿論雇用が増えていますが——女性のサービスとかが多いが——、そこはやはり生産性が低い。全要素生産性でも物凄く低い伸びで、労働生産性でも1%未満である。一方、製造業は割合上手くいっている。生産性が高くて実質賃金も上がる。従って、労働分配率も相当低いところまで下がったのでもうこの辺で下げ止まりかなと思うのだが、非製造業の方は高いところである意味で止まっていて、従ってそういうところは常に人件費を削減していないと生産性が上がらないものだから、プロフィットが稼げないということで常に賃金を抑えざるを得ない、石油も上がればやはり抑えざるを得ないと、どうもそういう形になっている。こうした状況が大きく変わるためには非製造業でもう一回生産性が上がるのを待たなくてはいけないことになるが、そうすると物凄いファンダメンタルな問題になってしまう。部分的には、小売などでも随分生産性が高いやり方でやっているところ、海外にも出ていけるような力を付けているところもあって、再編成の時代にあると思っているが、非製造業全体としてみると、生産性の低い先とのギャップが大きくて、それが頭を押さえているような気がする。

#### 西村委員

今の点であるが、建設とそれから小売の両方に分けて説明すると、小売は今岩田副総裁がおっしゃったことが事実起きている。何が起きているか

と言うと、今大企業の整理があまりにも進んで、中小に対して物を供給しないということが実は起きていて、中小はこれから恐らくどんどん減っていくしかないのではないかとということである。短観をみても、大企業と中小との間に極端な差が出ている。恐らく非常に大きな構造変化が今小売の世界では起きていて、これは今までは小売の世界で起きているということはママパストアがなくなるという形で起きると思ったのだが、今はそうではなくて、中小スーパーが淘汰されるという形で起きている。それが、業況感に物凄く大きな影響を与えていると言えると思うが、建設業に関しては、建設業は確かに今のところは全要素生産性が低いのだが、実は全要素生産性が非常に高かった時期が一回あって、これはバブルの時である。つまり生産性を測る時に少しそのところは気を付けなくてはいけなくて、高いものが売れた時代がどうしても生産性が高く出てくる。同じことが金融でもあり、1980年代の後半に関しては日本の金融業の生産性というのはダントツに良かった。その後奈落に落ちたのではあるが。その点では、景気変動の影響、特に大きな景気変動の影響というのは注意しなければいけないと思う。ただ、建設業に関しては、構造的な問題は、小売の場合は確かに問屋の淘汰という形で明確に構造改革が進むのだが、建設業は進まない。これがどういう形で自由な市場経済の中で進んでいくのかを我々は十分注意しなくてはいけないと思う。特に地方経済は建設業で成立しているというのが非常に大きいので。これについてはオーダーリーにかつ生産性が上がるような形で解決していく方策をこれから考えなくてはいけないというのが一番大きな問題だと思う。

#### 水野委員

私の身内に建設業が多いのだが、地方では本当にそういうことが起きている。最近大手に聞いても、地方へも準大手が出てきてパイを食い合っている。従って民間で競争が激しいという話であるが、大手の方でも、例えばマンションを作り、三菱地所や三井不動産などは非常に収益が高いが、どこのゼネコンを使うかという決定権をまさに彼らが持っている。また、

ゼネコンの特殊技能で差別化できる案件がなくなってきたため、大手の建設会社は非常に収益性が落ちてきているなど感じる。だから本当に何かブレイクスルーするような技術革新があれば良いが、今は建設業界は、大手も含めて厳しくなっている。

福井議長

宜しいか。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。ITのことについて色々ご意見があったので、一言申し上げる。私はずっと一人で異説を唱え続けているような感じもあるが、確かにITというのは凄くダイナミックに動いている産業なので捉え方が非常に難しいと思う。みる角度によって色々な様相が出ているということだと思う。私の理解だと、今年春頃に中国で在庫が溜まり、これも色々な理由があると思うが、それが一応春で片付いて、それで一段落というムードが一度出て、アジアはこれでおしまいという話も聞いたことがある。ただ、その後オリンピックに向けて液晶とかを作り過ぎてしまって——これは台湾メーカーなどは明らかにそうだが——、それがやはり溜まってしまった結果、価格が悪くなっているというのがあった。それもそろそろダイジェストしているかなという話も聞くのだが、同時に日本に目を転じてみると、色々話があったように、携帯などを中心に、一つは10月下旬に導入されたナンバーポータビリティという制度に伴う契約者の数について、皆好きなように凄く計算をしている訳である。7%増えれば659万人新たに増えるとか、そのうちこれだけ増えればこれだけ出るはずだとか、色々な計算をして、それをもとに生産してしまったり、しかし足許と実績とがずれてくると在庫が溜まってしまうというようなことがある。それから、もう一つはパソコンの販売が傾向的に少し弱い。しかも、Windows Vistaのリリースというのがあるって、それまでは買い控えするということがなかなか売れない。そうすると、どうしてもそこも溜まりや

すくなっている。家電でみると、携帯の動向が凄くみえにくいのと、DVDやパソコンもやはり販売があまり思わしくない。その一方でパネルのTVが凄く売れている。数量は売れているが価格競争が激しすぎて、採算がどこまで合うのかなという感じだと思う。このように、色々な複合的な要素が絡み合いながら、今の在庫積み上げ局面みたいなところまで来たのではないかと思っている。

福井議長

それではここでコーヒーブレイクを20分までとる。

(11時09分中断、11時20分再開)

福井議長

では宜しいか。会議を再開する。

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

次は当面の金融政策運営に関する討議である。次回決定会合までの金融政策運営方針について、改めてお一方5分ずつ位発言して頂きたいと思う。まず、須田委員からお願いします。

須田委員

最近の短期金融市場の動向をみると、無担コール市場の機能が高まり、金融機関の日銀当預の操作可能性も高まってきている。従って、この観点から新たな金利調整を躊躇する理由はないと思っている。

このような状況のもと、短期金融市場では、政策変更が最大の取引材料となった。公表される経済指標の強弱に反応する形で、利上げの織り込み方がその都度変化してきた。例えば、11月29日の鉱工業生産指数の予想比上振れ後、OIS市場では年内利上げを4割方織り込んだが、翌日公表

された消費者物価指数の予想比下振れや米国のISM製造業指数の50割れにより、米国経済の減速が及ぼす悪影響が意識され、約3割まで利上げ観測が後退した。このように、市場が足許の景気指標を自ら評価し、物価安定のもとでの持続的成長パスにのっていると我々が評価している標準シナリオと市場の想定するシナリオが収斂すれば、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準を調整していくという当面の金融政策のスタンスは既に示されているので、金利変更時期について直接的な言及をしないで、市場は上手く利上げ時期を織り込んでくれるのではないかと考えてきた。こうした経済・物価情勢の見方を通じた市場との対話が、今年3月に決定された「新たな金融政策運営の枠組み」の基礎だと考えている。しかし、12月入り後は、経済指標というよりは、本行関係者の発言や報道が大きな影響を与えた。つまり、ボードメンバーの発言が利上げに前向きと受止められると、年内利上げとの見方が強まり、OIS市場は6割までそれを織り込む形となった。その後、7~9月の2次QEの下振れや10月機械受注、11月景気ウォッチャー調査の弱さに反応することはなく、年内利上げ観測はさらに7割まで織り込まれた後、ご承知のように、日銀幹部報道で急速に利上げ観測が後退した。15日の12月短観の内容は強いとの評価があったが、OIS市場では年内利上げ見送りではほぼコンセンサスにとられたままであった。その後のアメリカの小売などの強めの指標にも年内利上げ観測が高まることは全くなかった。

このように、経済・物価情勢とは全く別の次元で、本行関係者の直接的なメッセージにより、市場が右往左往した感は否めない。こうした事態は、市場の金利形成から得られるはずの貴重な情報を歪めるばかりでなく、我々が「新たな金融政策運営の枠組み」で目指す市場との対話方法とはかなりかけ離れたものであり、金融政策のクレディビリティを失うことにも繋がりがねない。

我々は、市場が政策変更を織り込めば無条件に政策変更をするという、単純なフォーミュラを想定している訳ではない。その織り込む過程、中身が重要である。今回の経験によって、私自身、市場との対話の難しさが身

に沁みたが、我々も対話力を高める努力をする一方で、市場側も日本銀行からの情報発信について、ヘッドラインに受動的に反応するのではなく、自らの責任でその発信された情報を判断し、またしっかりと分析を深め織り込み度合いを調整していく力を高めることが必要だと思っている。

言うまでもないが、金融政策はその効果が出るまでに時間が掛かるので、フォワード・ルッキングを行うことが必要である。出てきた指標それぞれについて、それが先行きの経済にどのような影響を与えるのかを判断し、それをもとに金融政策を変化させていくことになる。しかし、日本銀行の金融政策については、過去のコミットメントの経験からまだ多くの人は抜け出ていないし、日本銀行の経済・物価見通しに対する信頼もまだ十分だと言えないので、先行き経済・物価情勢についてかなりの程度確信を持っていたとしても、足許弱い指標がある中で政策変更した場合、きちんとそれを説明して分かってもらうのは大変な作業だと思う。この意味からもフォワード・ルッキングとはいえ、当面の政策変更についてはコアCPIの足許の動きが下げ止まるとか、消費の反転がより確かなものになるなど、足許の経済についても誰にも分かるような改善の兆しが認められることが望ましいように思う。

また先程述べたように、GDPの改訂によって成長率の数値が下方修正される可能性が高いことも標準シナリオの評価において対外説明を難しくする可能性がある。まずは標準シナリオにおいて重視すべきは波及メカニズムだということをしっかりと説明していくことが大切だと思う。

最後に、次回決定会合までの金融政策運営方針についてである。前回の決定会合において私は、経済・物価情勢が、展望レポートで示した標準シナリオをトレースしているという判断をより確信を持ってできるのであれば、政策変更について躊躇なく検討すべきと申し上げたが、先程述べたように、現時点では前回決定会合時点よりも確信が持てるとは言いきれない。従って、次回会合までの金融政策運営方針については現状維持が良いと思っている。ただし、次回会合も今回と同じ姿勢で臨むつもりである。今後の金利調整については予断を持ってはいないし、利上げを急いでいる

訳ではないが、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長パスに乗っているという判断を市場と共有でき、かつ利上げのタイミングについても呼吸があった時には、躊躇することなく政策変更を検討するつもりである。私からは以上である。

福井議長

野田委員から願います。

野田委員

次回決定会合までの金融政策運営方針は、現状を維持することが適当だと考えている。実体経済と物価の情勢は先程も述べたとおりだが、繰り返すと、景気は先行きも緩やかな拡大を辿り、物価は目先横這い圏内で推移するものの、マクロ的な需給ギャップが拡大していくと見込まれる中で、根源的な物価の上昇圧力は僅かずつではあるが強まっていくものと考えている。家計部門は、足許までタイト感を増す雇用環境とは裏腹に、力強さに欠ける賃金情勢が変わらないということもあって、好調な企業部門に比べて、やや弱めという構図が続いてきているが、それでも我々が10月の展望レポートで徐々に金利水準の調整を行うとした標準シナリオの想定範囲を逸脱するものではないとみている。このように、実体経済の厚みと政策金利のギャップについては、前回7月のゼロ金利解除以降も、トレンドとして着実にその乖離幅を拡大してきていると言える。つまり、金融環境については、その緩和度合いが着実に増加しているということを改めて認識しておきたいと思う。一方、市場に目を向けると前回会合以降、市場では次の利上げ時期についての関心が急速に高まり、文字どおりミックストの指標と我々政策委員の発信に過敏に反応してきたが、市場が示唆する年内利上げの観測は、8日のGDP2次速報及び機械受注統計発表以降、急速に後退した。この間、株価は利上げ観測が高まる中であっても着実に上昇してきているほか、長期金利も若干の振れは伴いつつも総じて1.6%台で安定的に推移してきている。今後市場は、先の短観で示された景気の

回復感、あるいは資源の一段の逼迫感を、新たに加わるデータや情報を加味しながら咀嚼するとともに、我々の経済・物価情勢に対する見方、あるいは展望レポートにおける金融政策の運営の考え方を反芻することにより、金利調整時期の観測は徐々に一点に収束してくるものとみている。次回決定会合では10月の展望レポートのレビューを行うこととなるが、ここでは我々がこれまで想定してきた経済・物価のメカニズムに、あるいはその前提に変更を加える必要があるのかどうかという点が重要なポイントであると考えますが、同時に並行して今後発表される諸データ、諸指標を引き続き虚心坦懐に検証するとともに、アメリカのクリスマス商戦、国内の年末商戦などに関する最新情報や、これから本格化してくる来年の賃金改定に関する定性的な情報、さらには市場の動向などについても、これまでも増して丁寧に収集、モニターしていく必要があるのではないかと考えている。私からは以上である。

福井議長

水野委員から願います。

水野委員

まず、当面の金融調節方針については現状維持で宜しいかと思う。我々は、今回10月の展望レポートで4月に示した経済・物価情勢の見通しに全体としては概ね沿っており、先行きの経済のメカニズムについても総じて変化がないことを示した。足許の経済指標をみると、強弱まだらというか、景気のトレンドがみにくい状況にある。しかし、個々の指標が弱い数字になったとしても、それが一時的な振れによるものであり、日本銀行の経済・物価情勢の見通しが実現する蓋然性は引き続き高いと判断されるのであれば、金利水準の調整に必要以上に慎重なスタンスを続けることは、フォワード・ルッキングな金融政策と矛盾することになりかねない。

さて、3月に公表した「新しい金融政策運営の枠組み」は、多くの市場参加者は、日本銀行が金融政策の正常化を段階的に進めることを事実上宣



言したものと受止めている。ただ、政策委員会の中では、その意識が今ひとつシェアできていないように思う。

量的緩和政策はデフレ・スパイラルに陥るリスクがあった際に採用された異例な金融政策の枠組みであった。そのため、個人的には3月の量的緩和解除、7月のゼロ金利解除は、金融政策の正常化に向けた一歩であり、現在もその初期段階に過ぎないと考えている。米国において債券市場や株式市場が総じてみると安定的に推移してきた背景には、景気のダウンサイド・リスクが仮に高まった場合でも、金融政策の機動性が確保されていることへの利下げ余地があるということへの安心感があるとの指摘もある。政策金利がいわゆる中立金利の近傍か、それよりも高いところにあるアメリカ、ヨーロッパと、将来的に低金利の副作用を警戒する必要がある0.25%という極めて低い水準にある我が国の現状では、追加利上げに踏み切るかどうかのハードルは異なることが自然だと思う。

仮に遠くない将来、日本銀行が政策金利の調整に向けて踏み切るには、先行きを見通した場合に展望レポートの見通しに沿って推移していくことにある程度自信を持てることが必要である。最近の経済指標は、冴えないものが少なくないが、全ての経済指標が力強いものにならないければ、政策金利を引き上げることができない訳ではない。緩やかな景気拡大のもとでは、経済・物価指標が強弱まだらになることは致し方ない面がある。来年1~3月期に公表される経済指標も強弱まだらとなる可能性が高く、景気の上振れを示唆する強い経済指標が発表される公算は高くないと思われる。前回の決定会合でも申し上げたが、次回1月の決定会合までに金利調整に踏み切るならば、持続的な景気回復を実現するためには、金利の正常化が適切であり、総合判断によって追加利上げを決定したというロジックでいくしかないと思っている。

これまで何となくできあがっていた市場との対話のリズムを考えた場合に、10月の展望レポートの中間評価を行う1月の金融政策決定会合までに、金利水準の調整を行うべきだと思う。

仮に、展望レポートで示した経済のメカニズムに変更がないという見解

を表明する一方、いつまでも経済指標を丹念に点検する姿勢を継続することは、1月までに政策金利を引き上げると一旦織り込んだ市場参加者の期待を裏切ることになる。それは、これまで辛うじて維持されていた展望レポートをベースとした市場との対話のパターンが崩れることを意味する。市場にサプライズを与えることをあまり気にしないイングランド銀行はともかく、FRBやECBが過度な金融緩和を修正する過程をみても、公式には経済データ次第と言いつつも、市場参加者に金融政策変更のスケジュールやパターンについて、予めヒントめいたものを与えているため、金融市場は政策変更を冷静に受止めることができている。一方、中央銀行と金融市場の間にあつたリズムが一旦崩れると、その修復作業は困難を極める。すなわち、コミュニケーション・ポリシーの観点からも、今回か次のどちらかで政策金利の調整を行うことに賛成である。

勿論、景気のベクトルが右肩下がりになる、すなわち、景気が踊り場に入った後に景気後退局面に入る蓋然性は高いと判断されるような状況判断、あるいは、経済・物価情勢の見通しからの乖離が無視できない程大きい場合は、トレンドに変化はないと片意地を張るよりも、金融政策は現状維持が適切である。そして、1月の中間レビューで見通しを下方修正し、正直にどの部分が見通しで示した想定と異なっているのかを明らかにすべきである。

ただ、現時点ではそのような状況にはないと思っている。また、企業部門の収益環境が極めて好調な中、デフレに逆戻りすることはない。個人消費は緩やかな回復にとどまっているが、増加していくという見通しを変える程の弱さではない。労働需給が逼迫する中、所定内給与を含め名目賃金はいずれ上昇圧力が掛かってくると見込まれる。日銀当座預金残高は所要準備とほぼ同じ水準で推移するなど、短期金融市場の機能は相当回復してきたことなどについては、市場参加者と日本銀行である程度シェアできる見解ではないかと思ってみている。もしそうならば、個人消費と物価の見通しは我々の想定の下限近くで推移しているものの、我々が10月の展望レポートで示したメインシナリオの前提と経済のメカニズムは変化して

いないとの見方を維持しても、金融市場は大きな違和感を持たないと思われる。

仮に本日の決定会合で現状維持を決定したならば、金融市場の一部では、日本銀行が展望レポートに沿った緩やかな景気拡大が持続していると判断しているのならば、なぜ12月ではなく、来年1月以降まで政策変更を見送る必要があるのかという声が出てくる可能性はある。これについては、前回までのボードメンバーの決定会合や金融経済懇談会等での発言をみると、それぞれウエイトの置き方が異なるものの、米国経済、個人消費、賃金、消費者物価の先行き不透明感を懸念しており、もう少しデータをみてから政策変更について最終判断をしたいという印象を受けた。従って、福井議長は本日記者会見を行うと思うが、経済指標にもう少し明るいものが出てくる、あるいは先行き自信が持てれば今回の決定会合で政策変更をしても大きな問題はないという意見もあった、あるいは、企業部門が好調な一方、家計部門の回復が若干遅れている中、もう少し経済指標をみていきたいという声の方が有力であった、などのような説明をして頂ければ宜しいのではないかと思う。

最後に、やや長めの話として、人口動態の変化についてコメントしたいと思う。報道によれば、厚生労働省は年内に公表する新しい将来推計人口で、長期的にみた合計特殊出生率を従来の1.39程度から1.2前後とするそうである。我が国の総人口は2005年、昨年から減少に転じた。我が国は、主要国の中でも平均余齢が最も高く、合計特殊出生率は2005年は1.26と最も低いグループである。韓国は1.08とさらに低いのだが、現役世代の負担感を示す従属人口比率——14歳以下と65歳以上が総人口に占める割合——は最も高いグループに属している。総人口は、政府の当初見通しよりも2年早く、2005年から減少に転じている。少子・高齢化など人口動態的な要因が大きな転換点にある我が国において、全要素生産性を引き上げない限り、潜在成長率は低下していく。また、人口高齢化に伴う家計の消費・貯蓄行動の変化、金融資産に対する投資リスクの許容度の変化、労働市場における熟練労働者不足など、人口動態の変化は中長期的のみな

らず、短期的にも経済活動や資産価格に影響を与えている。今後、金融政策の正常化を進める過程においても、中立金利を見直す必要性が出てくる可能性があることに留意する必要があると思っている。以上である。

福井議長

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% の極めて低い政策金利を継続していくことが適当と考える。

無担保オーバーナイト・コールレートは、前回会合後も、資金需給が大きく変動する中で、市場参加者の習熟度向上や肌理細かいオペの実施もあって、0.25% 近傍の水準で推移している。今後も年末を控え、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と思う。

なお、今回現状維持を適当と考える理由を三点申し上げる。

まず、第一の柱に基づく経済・物価の最も可能性の高いと判断される見通しの点検という観点からみて、足許の明暗入り混じる経済指標が、10月の展望レポートの標準シナリオの近傍でのやや低めのレンジで推移していることを示している可能性もあり、今暫く見極めが必要な状況と考えることが一つである。

次に、第二の柱に基づく、より長期的な視点を踏まえた金融政策運営上のリスク点検という観点からすれば、いずれ超低金利の調整の必要はあると考えているが、現段階ではもう少し時間を掛けて検討する余裕があると考えていることが二番目である。

三点目としては、市場における今回会合での利上げ予想の織り込みが、一旦7割程度まで上昇した後、現在足許では2割程度となっている。金融政策運営上、市場予想をどう考えるかというのは難しい問題と思うが、今回は市場予想に配慮し、現状維持とすることが適切と考える。

次回1月の会合は、展望レポート見通しの中間評価を予定しており、

様々な経済指標等をみながら、物価に影響を与える諸要因を含めて標準シナリオや先々のリスクをしっかりと点検し、改めて金利水準調整の適否を判断したい。

私としては、景気が緩やかな拡大を続ける中、金利水準の調整をことさら急ぐ必要はないものの、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していることが、より確かである——これは須田委員の表現をお借りしているのだが——のであれば、1月を含め適当なタイミングで異例の超低金利の調整を一步進めることが適当と考える。

本行としては、引き続き、予断を持つことなく、経済・物価情勢を丁寧に点検しながら、適切な金利水準の調整のタイミングを見極めていくという情報発信を行っていくことが重要と考える。私からは以上である。

福井議長

武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

次回会合までの金融政策運営については現状維持ということで宜しいかと思う。今後の政策運営の考え方だが、経済・物価情勢が展望レポートで示した見通しに沿って展開していくと見込まれるのであれば、経済・物価情勢の変化に応じて徐々に金利水準の調整を行っていく。この点は変わらないということだと思う。

現段階で重要なことは、経済・物価の基調を形成するメカニズムに変調がないかどうか丹念に点検していくということである。この点については、このところ、もう既にご指摘があったとおり、個人消費や消費者物価などの面で弱めの指標が出てきているが、これらが我々のシナリオに変更を迫るものかどうか、もう少し見極めていく必要があると思う。

フォワード・ルッキングな政策運営を行うということであるので、新たに利用可能となる情報も踏まえて経済・物価の展望の前提となる基本的なメカニズムの検証を抜かりがないようにやっていかななくてはならない。次

回決定会合では中間評価を行うので、その時までには指標を丹念に分析し、こうしたメカニズムを十分に点検していくということではないかと思う。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

まず金融政策面については現状維持ということで宜しいかと思う。今の日本経済が既に直面している、言ってみればリスクバランスを考えると、やや下振れ気味のファクターが出ているということだろうと思う。海外面について言うと、私は基本的には問題がないと思っているが、ただ、先程の議論でアメリカのソフトランディングについて、マーケットとFRBとの間で幾らか違いがあるというようなお話があったのだが、私も、随分減ったし縮小の方向だと思うが、今もまだその違いは残っていると思う。FRBは年の半ばから潜在成長率程度に戻っていくというシナリオを描いているのだが、住宅部門の調整というのは決して、そんなに短期間で終わるものではないという見方がマーケットにはどうも根強くあって、これがジクジクと後を引いて、結局、潜在成長率以下の2%で来年一杯いくのではなかろうかという見方がやはりまだマーケットではかなり強いと思う。私は連邦準備のシナリオの方でいけるのではないかと思っているが、仮にマーケットのシナリオどおりだとすると、世界の成長率にも幾らか影響があり得ると思っている。それから国内の景気は、車に例えるとエンジンは健在である。しかしながらタイヤに空気漏れが一か所か二か所か分からないが少し出ていて、少しガタガタしている。エンジンの力はきちんとあるから、この空気漏れが収まってくるとちゃんと元へ戻っていくと今のところ思っているのだが、現在の局面は特に個人消費が伸び悩んでいるということで、そこに何か目途が付けられれば、不透明感がもう少し晴れて、先行き元のような、我々が想定していたような経路で拡大していけるとい

うことに皆さんが確信を持てれば——私も含めてだが——、緩やかに金利を調整していくということなのだろうと思う。現在の時点では、そこまでの材料が残念ながらないと思っている。以上である。

福井議長

次は福間委員、お願いします。

福間委員

前半パートでみたとおり、景気拡大のメカニズムは維持されているものの、個人消費の前期比マイナスや設備投資の伸び率鈍化といった動きもみられるため、今後、物価安定のもとで持続的成長を続けていけるかどうかは今少し丹念に点検したいと思う。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を0.25%で維持するよう促すとの方針を維持することが適当だと思う。現在のような景気局面において、市場との対話には、とりわけ意を用いる必要がある。前回は申し上げたように、市場との対話においては、市場は景況感等を金利に反映し、当方がそれを参考にしながら、これにとらわれることなく情勢を判断し、情報発信を行う。こうしたプロセスを通じて市場と本行とのそれぞれが持つ景況感を丁寧に擦り合わせて収斂させていくことで、政策運営に係る市場の不透明感を軽減するという効果をもたらし、政策運営が円滑化することが期待できる。こうした効果が発揮されるためには、本行としてはまず、何よりも市場に聞くという謙虚な態度が必要であることは改めて申し上げることもないと思う。また、市場に示す景況感等については、市場におもねる必要はないが、足許の経済指標をデータ・ディペンデントに分析、判断しなくては説得力を持たず、市場が不安を抱いて金利の乱高下を招き、市場との対話、ひいては金融政策判断が難しくなってしまう恐れがあることは十分に留意することが必要であると思う。勿論、政策金利を中長期的に中立金利に戻していくことは、誰もが考えていることではあるが、それも経済情勢をしっかりと踏まえて、タイミング良く、かつ緩やかに行う必要がある

と思う。今後の金融政策運営としては、こうした点にも留意しつつ、予断を持つことなく、景気・物価指標を丁寧に分析し、慎重に今後の展開を眺めながら忍耐強く判断していくことが適当であると思う。以上である。

福井議長

西村委員、願います。

西村委員

このところ発表される経済データの強弱の振れが著しく、足許の実態、そして将来の動きに関する不確実性が高い状態にある。このため、データの精査をさらに推し進めて、米国や日本の今後のデータを見極める必要があると思う。次回までの金融政策決定方針は現状維持が望ましいと考えている。

既に述べたように、今後データの精査をさらに行う必要があるが、現時点での暫定的な現状把握と将来見通しについて述べたいと思う。

まず、第一の柱である。現状、2006年度について述べたいと思う。12月1日のGDP確報と8日の2次QEにより、GDP統計は過去に遡って大きく改訂された。これはご案内のとおりである。このデータに基づけば、経済情勢の観点からみると、10月展望レポートの見通しをかなり下回っているように見える。しかしながら、その差はそれ程大きくないという可能性も否定できない。実はこれは季節調整と絡むのだが、それでは若干その点についてお話ししたいと思う。GDP統計の季節調整だが、従来10～12月に前期比伸び率が大きくプラス、続く1～3月にその反動で大きくマイナス。その後4～6月に若干回復し、7～9月に10～12月を目差して次第に伸びを高めるという季節性がみられた。このパターンが最近崩れて10～12月の前期比伸び率の上昇幅、1～3月期落ち込み幅が大きく縮小して全体として振れが小さくなり、安定しているという状況になっている。このことは実は1次QEから2次QEに変わった今回、極めて明確に出た。従って、これによって季節調整のかけ方が変わって、そのため、実質民間



消費支出は今般の1次QEから2次QE改定で季節調整前の数値に大きな変化はなかったものの、季節調整後の数値が0.2%ポイントの大幅な下方修正になったと言われている。今般の変更の解釈としては従来のパターンであれば7~9月ではなく、12月に大きく生産が伸びる形で季節性があったということに対して、新しいデータでは変動幅が縮小し、10~12月に伸びるといふ部分が7~9月に前倒しになる形で季節性が変わったと考えられる。そのため、季節調整前の数字に変化がないとすると、新しい季節性のもとではもっと伸びなければならないのに伸びていないということで、季節調整済み計数は下方修正されたと考えられる。また、7~9月の家計調査の恐らく実勢比の下振れがさらにそれを倍化したという形になると思う。そのように考えると、実は7~9月の計数が投資も消費も実勢よりもかなり低く出ているという可能性を否定できない。従って、10~12月期に単純にテクニカルなことから反動増がもたらされる可能性がある。このため、判断は今後のデータの推移をみて慎重に行う必要があると考える。さらに、より一層注意しなくてはならないのは、参考計数として展望レポートに記載されている政策委員の実質GDP成長率の年度見通しは、年度末後直ぐの来年5月に発表されるQEの数字ではなくて、来年12月に発表される確報の数字を目差したものである——正確に言うとともに確々報の数字なのだが、そこまで言うと話が複雑になるので——、という点である。従って、この手のことを如何に説明するかは極めて難しいのだが、しかし、やらなければならないということである。それから物価情勢だが、これは途中で変わることはないので、見通しの範囲内、しかも下限で推移しているというふう考えるのが正確だと思う。それから、今後の情勢について2007年度は、経済情勢についてはデータを精査して見通し内の範囲にとどまっているかどうかを見極める必要があるが、現在のところの経済データ等が示す範囲においては、大きく現在の見通しを割るという可能性は小さいように思う。これは今後の精査だが、そういうふうな判断が正確ではないかと思う。同様に物価情勢も今後次第に上昇の芽がはっきりとしてくるという可能性を考えれば、同じように見通しを大き

く割るとは考えにくいと思う。しかしながら、いずれにせよ、不確実性が非常に大きい。しかもテクニカルな要因もかなり大きいものだから、今後のデータの精査を我々もしなくてはならないし、調査統計局にもお願いしたいと思う。

次に第二の柱だが、不動産市場の動きについて直近の状況を申し上げたいと思う。一言で申し上げますと、前月申し上げた状況が一步進んで、現在、踊り場という状況にあると考えられる。つまり、方向感が出にくくなっている。足許は総じて堅調だが、ピーク感が実は出ている。中小企業、個人が従来保有していた都心部の優良物件、土地、それから収益物件だが、これらについては、これまでピークアウトする前に売ってしまいたいとの考えから、思いもよらないような物件が市場に出ているというアネクドータル・エビデンスがある。さらに販売の現場では、これはあまり良い言葉ではないが、客層の質が悪くなったというふうに言われている。つまり、買いそうではない人が増えたということが販売の現場ではあるようである。現在のところは、マンション市場では、いわゆる新価格というのは3割程度だが、実はその価格の動きはあまり良くない。従って、販売現場ではほとんどが新価格になる来年前半の販売情勢を心配する向きがある。しかし、全体でみると需給環境はやはり供給不足が続いているので、事業継続のため無理して買うような業者買いが実は続いている。しかも、地価高騰という新聞報道、若しくは雑誌報道のために売主が強気である。このために若干実態とセンチメントの間に差が生じているような動きがある。そのため、いわゆる需要が今後も強いと考えられる高額物件については、業者転売が大きくなっているということがみられている。従って、不動産市場においては、踊り場感はあるのだが、この踊り場感がどういうことになるかということは今後慎重に推移を見守る必要があると考えている。以上である。

福井議長

以上で皆様のご意見を頂戴した。前回会合以降の短期金融市場では、一言で言えば非常に安定感を増し、市場機能も引き続き徐々に向上してき

ているということで、無担保コールレートの加重平均値が 0.25%前後で安定して推移している。肌理細かい調節をするという苦心が重なっているが、結果的に円滑な市場調整が行われているということで、全体として問題なく金利コントロールができている状況だと思われる。次回、金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、皆様方揃って現状維持ということであり、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ことであったと思う。既に今日はかなり時間を掛けて議論をした経済・物価情勢だが、これを踏まえると全体として生産、所得、支出のメカニズムは崩れていない。基本的なメカニズムは崩れていないと考えられるが、個人消費がやや伸び悩み気味であることや、消費者物価上昇率が高まっていない、そういったことなど、足許のデータは幾ばくか弱めのものが多い。従って、今後公表される指標や様々な情報を引き続き丹念に検討していくことが必要であり、そのことを正確に市場に伝えていく必要がある、というようなご意見であったと思う。簡潔に纏めればそういうことであったと思うが、さらに皆様の相互間で追加的なご意見があれば。

#### 福間委員

先程西村委員が言われたマンションの状況だが、私も最近はそのような話をよく聞くようになった。あれは売り惜しみではなく、値崩れを恐がっているのである。というのは、やはり層が高額になればなる程、転がし屋がいたのだが、それがもう限度にきているということで、少しマーケットが転換点にきているのではないかというようなことを言っている大手の人がいる。そういう見解は、なかなか個人的にしか言わないが、おっしゃるようなことは私も聞いている。

#### 春委員

調査機関の報告では売り惜しみというのが出ていたが。

福間委員

それはそうなのだが。それはもう春頃に言っていたのである。

西村委員

あれは少しセールス・トーク的なところが恐らくあると思う。ポジション・トーク。

福間委員

私も最初は売り惜しみであるという話を信じていたのだが。

西村委員

最近では記者が「売り惜しみをしているのだろう」と聞きにくるらしいのである。それで「はい」と言ったら「売り惜しみが原因である」と報道されてしまう問題が生じているようなので。

野田委員

大手は色々な意味で収益が物凄く良いものだから、慌てていないのである。

西村委員

然り。

野田委員

ただ、中小以下のマンション業者は少し慌ててきているという感じはあるのだろう。

福井議長

値上がり待ちの売り惜しみと言うよりは、長期的にみた需給の均衡ラインに近付いているということか。

#### 福間委員

マクロ的に言えばそうかもしれないが、やはり今の値段をできるだけ維持したいので、叩き売るつもりはまだないということではないか。ただ、実際はやはり需要が弱いのであろう。

#### 西村委員

需給関係で言った場合、この間須田委員から平均でみてはまずいというお話しがあったが、不動産市場は平均でみては何が何だか全く分からない状況で、もう本当にローカルなところで全部決まってきた。非常に強いところ、今後恐らくファンドが買ってくるだろうと思うようなところは依然として非常に強く、だが非常に場所的には限られている。その他のところは、そのおこぼれがありそうなところ、地域的に言えばたまプラーザなど、その辺のところは比較的良いのだが、それ以外のところは全く駄目で、町田などは全然駄目なようである。

#### 野田委員

ということは、二極分化が現われているということだな。

#### 西村委員

もう完璧な二極分化である。

#### 福井議長

西村委員がおっしゃった踊り場的という不動産市場の状況は、最近やや弱めの経済指標が出ているとか、これを先行きに繋げて景気の見方が少し下方修正されているということと連関しているのかどうか。あるいはそれに関係なく、何と言おうか、不動産市場内の長期的な需給からみて供給レベルがかなり高いものになってきているので、そういう現象が出てきているのか。

#### 西村委員

恐らくその両方があると思うが、後者の方が優っているというふうと思う。この業界はあまりマクロ的な観点を持たず、目の前というと本当に目の前のことに注力する業界である。フォワード・ルッキングというよりは本当に目の前、マイオピックに動くところなので。ただ、全体としてみるとディシプリンは非常に働いている。やはり金融庁のデュー・デリジェンスの強制などでディシプリンが働いているので、それがこういうところで上を抑えているが、その一方で、やはり下がったところから上がり始めているところであるから、その意味での需要は強い。ただし、買い手のエンド・ユーザー、特にファーストタイム・バイヤーというか、そういう方は特段今買い急いでいるような状況ではないので、長期的にみればあまり上がらない、そんなに上がらないであろう。今は良い物件を探しているという人が多いということである。

#### 須田委員

不動産業者にこれから少子高齢化でそのような需要があるのかと聞くと、そういう強気の方は「いやいや、二軒目を買うのだ」というふうな話をされる方が結構いる。

#### 西村委員

二軒目を買って頂ければ良いのだが。ただ、デモグラフィックのことから言えば二極化は完璧にデモグラフィックなことから起きている。従って、郊外が全く駄目で、都心、または郊外であったとしても駅が急行停車駅、そういうところだけが伸びている。具体的に言うと地方でも岐阜の目の前のほんのワンストリップだけがなくて、あとは全然駄目だというような状況が進んでいるから、今非常に見方が難しいという状況である。それでは、例えば不動産市場に流入はないかという、そうではなくて、例えばイギリスのファンドが新しく入ってきたといった動きもある。GSやMSなど

が大きなファンドを作って入るといふような話もあるし、そういう意味で考え方次第では成熟したマーケットになってきたかなという気がする。一方向に行くといふのはやはり異常なものなので、その意味では特に東京近辺の市場はかなり成熟した市場になってきているのではないかというふうに思う。皆さんにお聞きすると、非常に皆ばらばらのことをおっしゃるので、そういうことがある。

福井議長

日本全体では人口が減っている訳であるから、全国的にマーケットが大きくなっているという訳ではなく、むしろ小さくなっている。だが、都心回帰など、限定されたマーケットの中での需給関係が、なお非常にタイトな方向にいくかもしれない、ということだな。

西村委員

然り。

水野委員

あとは世帯数がまだ増えているので。

野田委員

然り。

福井議長

世帯数が増えているのか。

水野委員

人口は減っているが世帯数は増えているので、需要増加の余地がまだ幾分かあるということである。ただ、おっしゃるように都心回帰の動きはさらに強まるだろう。

野田委員

地方でも都市部のマンションはまだかなり活況である。これはやはり人口動態と違って、世帯数が少し増えているということが言えるためである。今後はその世帯数がどこまで増えるのかということが、マクロ的にはポイントになるのだろうと思う。

西村委員

従って、これを考える時には二極化をどこまで我々が考えるか、これは他のところも全部そうなのだが、我々は二極化の中でどこに軸足を置くかで、かなり大きな見方の違いが出てくる。

福井議長

先程水野委員から記者会見の時にこういう発言があったと言って下さって良いのだという話もあったのだが、これはなかなか難しく、決定会合の中での発言というのは、やはりまずは議事要旨に纏めて発表するというルールになっているので、私は一々こういう発言があったというふうにはピックアップすることはできないのではないかと思う。

水野委員

ニュアンスを出して頂ければ良い。

福井議長

そのニュアンスの出し方も非常に難しい。

福間委員

福井議長に任せれば良いのである。



福井議長

私はやはり、今後公表される指標や様々な情報を引き続き丹念に点検していき、基本のメカニズムが…。

水野委員

基本のメカニズムは崩れていないと。

福井議長

今日は崩れているという判断ではなかったもので、この線で引き続き点検をしていく。

水野委員

そこが多分大事だと思う。崩れていないというのが多分キーワードだと思う。

福井議長

宜しいか。それでは政府の方からのご発言を頂きたいと思う。まず田中財務副大臣からお願いします。

田中財務副大臣

我が国の経済の現状をみると、景気は回復を続けているものの、企業部門の好調さが家計部門に波及する経路がこのところ少し弱まっており、消費など、経済指標の一部に弱い動きがみられることから、引き続き留意する必要がある。また、物価については、持続的に下落する局面ではなくなっているものの、今後、原油価格の下落の影響等がなお残ると予想されることから、先行きについて、なお慎重にみていく必要がある。このような経済・物価情勢のもとでは、物価安定のもとでの持続的成長が実現されるよう、引き続き現在の金融市場調節方針のもとで、経済をしっかりと支えて頂きたいと考えている。また、市場全体の動向にも十分目配りして頂くと

ともに、今後の金融政策運営に関する思惑で市場が不安定になることのないよう、金融政策の先行きの考え方については、決定されている内容に沿って、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

それでは、内閣府の方からご説明をお願いします。

浜野内閣府審議官

経済の現状については、景気は消費に弱さがみられるものの、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。政府は「平成 19 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を本日公表したが、18 年度については、足許消費に弱さがみられ、企業部門の好調さの家計部門への波及が足踏みしている。19 年度においては、世界経済の着実な回復が続くもと、企業部門、家計部門ともに改善が続き、物価の安定のもとでの自律的、持続的な経済成長が実現すると見込んでいる。先行きの経済・物価については、上振れリスクよりもむしろ原油価格や世界経済の動向等が我が国経済へ与える影響や、企業部門から家計部門への波及等が今後の経済動向の鍵になると考えられ、そうした観点から下振れリスクには十分留意する必要があると考えている。政府・日本銀行は、マクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、物価安定のもとでの民間主導の持続的な成長のため、一体となった取り組みを行うことが重要である。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、政府の政策取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、市場の動向にも配慮しながら実効性のある金融政策運営に努め、経済活動や物価の下振れリスクを考慮して、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、各委員からご意見の表明があればどうぞお願いします。

水野委員

田中財務副大臣へということになると思うが、二つある。一つは、先程、政府の方から消費の弱さについて指摘されたが、定率減税は全廃ということが予定されている。法人税を減税することが将来の消費税率の引き上げ幅を大きくするのではないかという不安が日本の消費を悪くしているのではないか、という見方も市場にあるようである。消費について我々ができること、政策対応でできることというのは、かなり限られているのかなというのが我々と言うか個人的な見方である。それからもう一つ厄介な問題として、地域間格差という問題があると思うが、これもデモクラフィック・ファクターからみると少子高齢化がより進んでいる地方の方で経済がなかなか元気にならないということがあると思うので、この金融政策には所得分配機能がないということも分かって頂けたら良いな、というふうに思っている。

福井議長

他に如何か。それでは金融市場調節方針の議案の取り纏めに移りたいと思う。議長としては皆様方のご意見を踏まえて、金融市場調節方針としては現状維持に関する議案提出をしたいと思っているが、念のため他に議案提出の方はいらっしゃるか。それでは議長提案を執行部は用意して欲しい。

[事務局より議案配付]

それでは読上げをお願いします。

内田企画局企画役

議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.25%前後で推移するよう促す。以上。」である。別添、対外公表文である。「2006年12月19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。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

全員一致で可決をした。稲葉理事と中曾金融市場局長におかれては、今決定されたとおりの方針に則って市場調節を宜しく願います。

[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。次の議題に移る。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

金融経済月報、基本的見解の決定に移りたいと思う。冒頭、執行部からご説明のあったペーパーだが、今日の議論を踏まえて改めて、こういう文章で良いかどうかご検討頂きたいと思う。

西村委員

結構である。

福井議長

宜しいか。皆さん宜しいか。それではこれも決定案件なので。

[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

基本的見解については、全員一致で可決をした。今決めた基本的見解だが、これは即日公表、つまり今日の 15 時に公表の予定である。なお、その後ろに付ける背景説明だが、これは必要に応じて執行部で修文を施したうえ 12 月 20 日水曜日、14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（10 月 31 日、11 月 15～16 日開催分）の承認

VII. 2007 年 1 月～6 月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

福井議長

次に議事要旨の承認、それから明年 1 月から 6 月までの金融政策決定会合の開催予定日等の承認、この 2 件を一括ご審議頂きたいと思う。議事要旨は 10 月 31 日開催分と 11 月 15、16 日開催分の 2 件である。内容をそれぞれご確認頂いたかと思うが、改めて如何か。特にご意見、ご異議はないか。1 月～6 月の金融政策決定会合の開催予定日は今日ペーパーをお配りしているが、それについても中身を点検して頂いたか。宜しいか。それで

はこの2件を纏めて採決したいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（10月31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

[金融政策決定会合議事要旨（11月15～16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

[2007年1月～6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2本、それから日程等に関する件。3本とも賛成9、全員一致である。

福井議長

議事要旨、日程とも全員一致で可決をした。2件の議事要旨だが、12月22日の金曜日、14時に対外公表を予定している。それから政策決定会合の開催予定日等、つまり日程だが、これは本日の会合終了後、速やかに公



表の運びとさせていただきます。

## VIII. 閉会

福井議長

以上で本日の議題は終了した。次回は明年1月17日、18日の両日開催の予定である。繰り返し申し上げているが、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扱いである。議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認確保の観点から、この場にいらっしゃる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申し上げます。以上をもって閉会とするが、政策決定会合は本年分は完全に終了した。どうぞ皆様方良いお年を。

(12時22分閉会)

以 上