

4 . 金融政策決定会合議事要旨

(平成 17 年 10 月 11、12 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 10 月 11 日 (14:00 ~ 15:52)
10 月 12 日 (9:00 ~ 12:17)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (11 日)
	上田 勇	財務副大臣 (12 日)
内閣府	浜野 潤	政策統括官 (経済財政運営担当) (11 日)
	齋藤 潤	大臣官房審議官 (経済財政運営担当) (12 日)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	白塚重典
企画局企画役	武田直己 (12 日)

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(9月7、8日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、中間期末日に当たる9月30日を含め、31~34兆円台で推移した。この間、オペへの応札状況も順調に推移し、オペ期間は幾分短期化している。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、概ねゼロ%近傍で推移した。ターム物レートは、景況感の改善や市場が予想する量的緩和継続期間の短期化を受けて幾分上昇した。

株価は、景気回復期待の高まりを背景に上昇し、日経平均株価は、2001年5月以来の水準となる13千円台半ばで推移している。

長期金利は、景況感の改善を受けて、足もとは1.5%程度まで上昇している。

円の対米ドル相場は、日米金利差拡大見通しが強まったことを背景に下落し、最近では、114円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国では、家計支出や設備投資を中心に潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。コア・インフレ率は、緩やかながらも着実な上昇傾向にある。この間、8月末以降、相次いで襲来したハリケーンの影響が、家計支出や消費者コンフィデンス指標などに一部表れ始めている。

ユーロエリアでは、ユーロ安もあって輸出や生産が持ち直しているが、景気は停滞の域を脱していない。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。また、輸入の前年比伸び率は、このところ復調している。NIEs、ASEAN諸国・地域も、一部の国でエネルギー高の影響がみられているものの、総じてみれば緩やかな景気拡大を維持している。

米欧の金融資本市場をみると、インフレ懸念がより意識されるようになったことなどから、長期金利が上昇した。株価は、米国では一進一退となったが、ドイツや英国では上昇した。また、エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、通貨が米ドル高を受けて減価する中、株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、緩やかな増加を続けている。地域別には、これまでやや伸び悩んできた中国向けも持ち直しの動きが明確になっており、財別でみると、情報関連や自動車部品の増加がはっきりしてきている。先行きも、海外経済の拡大を背景に、増加を続けて

¹ 「日本銀行当座預金残高が30~35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

いくとみられる。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準で推移し、業況感も小幅の改善がみられる中、設備投資は増加を続けている。9月短観で2005年度の設備投資計画をみると、製造業大企業、非製造業大企業とも強い計画となっている。また、中小企業についても、幅広い業種で順調な上方修正がみられている。

生産は、実勢として緩やかな増加傾向を続けている。7～8月の鉱工業生産は、4～6月対比で小幅の減少となったが、鋼船や医薬品の統計的な振れによって下押しされているとみられるほか、9月の予測指数が大幅な増加となっており、7～9月全体では増加すると見込まれる。先行きも、海外経済の成長が続き、内需の回復基調がしっかりしていることを踏まえると、増加基調を続けるとみられる。

在庫については、長い目でみれば低水準ながら、このところ素材業種を中心にやや増加している。もっとも、9月短観におけるこれら業種の在庫判断DIの悪化は小幅であることからみても、調整は軽度にとまっているとみられる。また、電子部品・デバイスについては、7～8月の出荷が回復し、在庫調整の一巡が確認された。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が改善傾向を続ける中、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。先行きも、雇用過剰感が概ね払拭されていることや、企業収益が高水準を続けるとみられるもとの、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。全国百貨店売上高などの個別の指標をみると、6月まで総じて強めに推移した後、7月以降は幾分反動減がみられている。もっとも、消費者コンフィデンスは、引き続き総じて良好であり、先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、原油価格上昇の影響などから上昇している。先行きについても、原油高等を反映して、上昇を続けるとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。先行きは、需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけて、前年比ゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。そうしたもとの、民間銀行貸出は前年並みの水準となっている。

資本市場調達については、CP・社債とも良好な発行環境が続いており、CP・社債の発行残高は前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベース、マネーサプライ(M2 + CD)の伸び率は前年比1%台となっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国の景気が堅調な国内民間需要を中心に回復を続けており、先行きについても回復を続けていくとみられるとの認識で一致した。また、IT関連分野の調整が終了し、国内民間需要がしっかりとしていることから、回復の持続性は高いとの見方を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率近傍の拡大を続けるとの見方を共有した。ただし、多くの委員が、ハリケーンの襲来や原油価格の上昇長期化による影響から、先行きの不確実性が高まっている点には留意していくべきであると述べた。

米国経済について、多くの委員は、ハリケーンの影響が消費者コンフィデンスの悪化などにみられ始めているものの、先行きは復興需要が見込まれることもあり、減速は一時的なものにとどまる可能性が高いとの見方を示した。この間、一部の委員は、ハリケーンの原油生産・精製設備への影響が小さくなく、原油価格も高騰が続く可能性が高いため、先行きの不透明感が高まっていると付け加えた。何人かの委員は、米国経済は、既にユニット・レーパー・コストの前年比がプラスになっているなど、インフレ方向へのリスクが意識されるようになってきているとして、今後、インフレ予想の高まりに伴う長期金利の上昇等をきっかけに、住宅価格の調整や家計支出の悪化が生じることがないか、注意していく必要があると述べた。また、ある委員は、不動産価格上昇の過程で、家計の金融負債が増加しており、長期金利が上昇した場合の影響は大きくなっている可能性があるとして指摘した。

東アジア経済について、多くの委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いているとの認識を示した。もっとも、複数の委員は、中国経済は部門間・地域間の不均衡などの構造的な不安定化要因を抱えており、今後の動向には注意が必要であると述べた。また、ある委員は、ASEAN諸国では、IT分野の調整が一巡する中、多くの国で、輸出の増加が続いていると指摘した。

こうしたもとの、わが国の輸出は、これまでやや伸び悩んできた中国向けも持ち直しの動きが明確になるなど、緩やかな増加を続けており、先行きについても、海外経済が拡大を続ける中で、増加を続けていくとの認識が共有された。

国内民間需要について、委員は、しっかりとした動きが続いているとの見方で一致した。

企業部門について、委員は、設備投資は引き続き増加しており、先行きも、高水準の企業収益を背景に増加を続けると見込まれるとの認識を共有した。多くの委員は、短観を踏まえ、企業収益が原油価格の上昇を吸収しながら好調を続けており、そのもとの、設備投資も増加を続けるとの見方を示した。複数の委員は、設備投資計画が中小企業でも上方修正されており、設備投資増加の裾野の広がりが確認されたと述べた。

委員は、企業部門の好調は、家計部門にも着実に波及しているとの認識を共有した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者数、賃金がともに増加し、雇用者所得も全体として緩やかに増加を続けているとの認識を共有した。ある委員は、短観の雇用判断DIが企業規模を問わず不足超に転じていることからみて、雇用者所得の増加が先行きも続く可能性が高いとの見方を示した。個人消費について、多くの委員は、7、8月の統計の一部に6月までの好調の反動がみられているものの、消費者コンフィデンスは引き続き高水準であるなど、基調として底堅く推移しており、先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加を背景に着実な回復を続ける可能性が高いとの見方を示した。ひとりの委員は、こうした個人消費の動きには、資産効果も寄与しているとコメントした。

生産面について、多くの委員は、7～8月の鉱工業生産が4～6月対比で小幅の減少となったものの、鋼船や医薬品の統計的な振れなどを考慮すると、実勢として緩やかな増加傾向にあるとの見方を示した。この間、委員は、IT関連分野の出荷が7～8月では回復しており、調整一巡を統計上も確認できたとの認識を共有した。

以上のような議論を踏まえて、委員は、わが国の景気は、輸出が増加を続ける中、堅調な内需に支えられて、息の長い緩やかな回復が続くとの見方で一致した。もっとも、回復のテンポが緩やかであることもあって、高騰を続ける原油価格の動向やその世界経済への影響等、リス

ク要因についても、留意していく必要があるとの認識を共有した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、原油価格の高騰を受けて上昇しており、先行きも上昇を続けるとみられるとの認識を共有した。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、足もとは小幅のマイナスで推移しているものの、先行きについては、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想されるとの見方で一致した。

この間、ある委員は、デフレか否かの判断のために、家計が消費する対象となる消費財やサービスの価格を中心にみるなら、民間投資、政府支出、純輸出等を含むGDPデフレーターは必ずしも適当な指標ではない、仮にGDP統計でみるのであれば、家計最終消費支出デフレーターを使うべきであるが、その場合でも、連鎖方式化されたとはいえ、パーシェ指数としての下方バイアスがあり、パソコン等の価格下落を過大に反映する傾向がある点に留意する必要がある、と指摘した。別の委員は、物価情勢の判断に当たっては、消費者物価指数の上方バイアスも考慮した実勢ベースでみていくことが重要であるとコメントした。また、別のある委員は、デフレという言葉は多義的なので、注意して使う必要があると述べた。

地価の動向について、何人かの委員は、都道府県地価調査で、三大都市圏の住宅地・商業地の下落幅がはっきりと縮小しており、東京23区が15年振りにプラスに転じたことなどを指摘し、地価に底入れ感が窺われると述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。こうした中、何人かの委員は、マネーサプライがこのところ1%台後半の伸びとなっている点について、企業のキャッシュフローが潤沢であることに加え、資金調達手段の多様化が進んでいること、「貯蓄から投資への流れ」もみられること等を踏まえ、マネーサプライと名目成長率の関係が不安定化している状態が当面続くことと指摘し、やや低めのマネーサプライの伸びが、持続的な景気回復とも共存し得るとの見方を示した。

金融・資本市場の動向について、委員は、株価が大幅に上昇し、長期金利も若干上昇している動きについて、基本的には、景況感の改善を背景としたものであるとの見方を共有した。この間、何人かの委員は、株価の上昇には、総選挙の結果や企業業績の見通しの好調さを好感した外国人投資家の積極的な投資スタンスが影響していると指摘した。この点について、ある委員は、主として外国人投資家による株式先物買い・債券先物売りの動きもみられており、その動向を見守る必要があるとの見方を示した。また、複数の委員は、こうした株価上昇の背後で、信用取引が急増していることに注意しておく必要があると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価指数の前年比が小幅のマイナスで推移するもとでは、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるとの認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融システム不安が後退するもとで、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、早めの段階から出来るだけ市場における自由な金利形成を促していく必要があること等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。

これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続する

ことが適当であるとの見解を述べた。何人かの委員は、引き続きオペに対する応札状況が好調で、「札割れ」が減少しており、市場機能の維持に配慮しつつ、当座預金目標を維持していくことができるとの判断を示した。このうち複数の委員は、将来、金融機関の資金需要が一段と低下した場合、当座預金残高目標を慎重に減額していくことが必要となる可能性は否定できないが、市場での受け止められ方などを考慮すると、景気情勢を踏まえた注意深い検討が必要であると述べた。

この間、今後の金融政策運営に関する情報発信のあり方についても、議論が行われた。委員は、これまでの情報発信によって、市場参加者の間に、景気回復の持続性や、「2006年度にかけて」量的緩和政策の解除の可能性が高まっていくとの見方が浸透したとの認識を共有した。このうち一部の委員は、量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロ金利であることによる効果が中心になってきていることを踏まえると、政策の枠組みの変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではない点を、さらに丁寧に説明していくことが大切であるとコメントした。

また、多くの委員は、解除後の金融政策運営に関する情報発信に当たっては、金融市場における円滑な期待形成に配慮する一方、金融経済情勢の変化に応じた機動的な金融政策運営が可能となるようバランスをとっていくことが重要であると述べた。そのうえで、委員は、こうした点については、展望レポートに向けてしっかりと検討していく必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、情報発信に当たっては、決定会合での議論を経て共通の認識になっている内容を出発点とすべきであると述べた。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、景気は緩やかに回復しているが、消費者物価指数やGDPデフレーターがマイナスであるなど、デフレは依然として継続している。
また、原油価格は引き続き高い水準にあり、原油価格の動向が内外経済に与える影響については、注意深くみていく必要がある。
- 民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレからの脱却を確実に果たすことは、今後とも政府・日本銀行一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、その達成のために最大限の努力を払わなければならない状況に変わりはないと考えている。
したがって、日本銀行におかれては、今後とも経済・物価情勢について十分慎重に検討するとともに、デフレが継続する中、現状の量的緩和政策を堅持する姿勢に変更がないことを、引き続き国民や市場に丁寧に説明したいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、緩やかに回復している。しかしながら依然としてデフレの状況は続いており、その克服が引き続き政府の最重要政策課題である。
- マネーサプライ(M2 + CD)が実体経済の回復にもかかわらず前年比1%台の伸び率でしかないことについては、要因は様々指摘されているが、金融システム不安は既に解消したこと、特殊要因調整後の銀行貸出も漸くプラスになったこと等から銀行の信用創造機能の再活性化も期待できるようになってきたと考えられる。
- 日本銀行におかれては、デフレ克服には結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であることから、政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合的なものとなるよう、実効性のある金融政策を行われることを期待する。

なお、デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけでなくGDPデフレーターを含めて総合的に行うべきであると考えているが、消費者物価の現状及び先行きについても、物価形成メカニズムにおける原油価格上昇の影響やその他の特殊要因、統計のバイアス等を十分考慮して慎重な判断を行って頂きたいと考えている。そのうえで市場における適切な期待形成を促すことによりデフレからの脱却に寄与して頂くことを期待している。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を30～35兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、ひとりの委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「25～30兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場が2006年度にかけての量的緩和政策解除の方向性を織り込む中で、市場との対話を進めるため、出来るだけ自由な金利形成を促していく必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいては小幅の物価下落からの脱却をサポートすることは十分可能であること、から、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、金融機関の流動性に対する予備的需要が趨勢的に減退している状況に変化はなく、受身的に当座預金残高を引き下げることは自然な対応であること、量的緩和政策解除時の市場の安定を図るうえでは、解除の3条件を達成した後に、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であること、巨額な当座預金残高がターム物金利の上昇を抑制し、金利機能が働かない異常な状況が続くなど、目標額引き下げを先送るコストが存在すること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日(10月12日)中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は10月13日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合(9月7、8日)の議事要旨が全員一致で承認され、10月17日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2005年10月12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(賛成7反対2)。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以 上

(17 年 10 月 31 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 10 月 31 日 (9:00 ~ 12:46)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	上田 勇	財務副大臣
内閣府	浜野 潤	政策統括官 (経済財政運営担当)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	神山一成

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合(10月11、12日)で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は32～34兆円台で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもと、無担保コールレート翌日物(加重平均値)は、ゼロ%近傍で推移した。ターム物レートは、景況感の改善や市場が予想する量的緩和継続期間の短期化を受けて、年度末越えの金利を中心に上昇した。

株価は、景気回復期待が根強い一方、米国株価が一進一退の動きであったこと等もあって、日経平均株価は、ほぼ前回会合並みの13千円台前半で推移した。長期金利も総じて横這い圏内で推移した。

この間、円の為替相場は、日米金利差拡大見通しが続いていること等を背景に、115円台まで下落した。また、円の為替相場は、名目実効為替相場は下落傾向にある。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出と設備投資が共に着実な増加を続けているほか、雇用環境も着実な改善傾向にあるなど、景気拡大が続いている。こうした中、エネルギー価格の上昇から物価は足もと高い上昇率を示しており、基調的なインフレ率も緩やかに上昇している。東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域も、一部の国・地域で家計支出面等にエネルギー高の影響がみられているが、総じてみれば緩やかな景気拡大が持続している。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は幾分上昇した。株価は、米国では一進一退となったが、欧州では軟化した。また、エマージング金融市場では、多くの国・地域で、株価が軟化するともに、対米国債スプレッドが拡大した。

4．国内金融経済情勢

(1) 実体経済

7～9月の輸出をみると、これまでやや伸び悩んできた中国向けの持ち直しの動きが明確になったほか、情報関連の輸出がはつきりと増加しており、全体では、前期比+3.3%と伸びを高めた。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準で推移し、設備投資は増加を続けている。中小企業の設備投資に関し、中小企業金融公庫の調査結果(9月調査)をみると、設備投資を実施した企業の割合は、製造業・非製造業とも総じて高水準で推移している。

生産は、7～9月の鉱工業生産が前期比-0.3%となったが、鋼船等の統計的な振れとみられる動きがあること、10、11月の予測指数がかなり高めであることを勘案すれば、実勢として緩

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

やかな増加傾向が続いているとみられる。第3次産業活動指数をみると、7～8月は、4～6月対比で+0.3%と微増となった。

在庫は、電子部品・デバイス関連分野の調整一巡が確認された一方、素材業種等では増加がみられる。鉱工業全体では、低水準ながらもこのところやや増加している。

雇用・所得環境については、労働需給を反映する諸指標の改善傾向持続が確認された。個人消費をみると、弱めの動きが目立った夏場に比べ、9月の指標は、外食売上高、百貨店売上高をはじめ、幾分改善を示すものが多くみられている。

国内企業物価は、原油価格などの国際商品市況の上昇を背景に、上昇を続けている。消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、9月の前年比が-0.1%と小幅のマイナスとなっている。先行きは、需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけて、前年比ゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。そうしたもとで、民間銀行貸出は、前年比小幅の上昇となっている。

資本市場調達については、CP・社債とも良好な発行環境が続いており、発行残高は前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースは、伸びを高め、10月は前年比2%台後半で推移している。また、マネーサプライ(M2+CD)も、9月は、前年比2%程度と伸び率が上昇した。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

最近の経済情勢について、委員は、わが国の景気は堅調な国内民間需要を中心に回復を続けており、こうした動きは、これまでの情勢判断に沿った動きとなっている、との認識で一致した。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大を続けているとの見方を共有した。

米国経済に関し、何人かの委員は、ハリケーンの影響が懸念されたが、7～9月のGDP成長率をみる限り、国内民間需要を中心に拡大を続けていることが確認できたと述べた。その上で、何人かの委員は、原油高の持続や消費者物価の上昇について触れ、市場においてインフレに対する警戒感や、原油高の影響を意識した景気減速懸念が根強いことを指摘した。また、複数の委員は、上昇を続けてきた不動産価格について、足もと伸び率が低下しており、今後の動向や経済に与える影響を注意深くみていく必要があると述べた。

中国経済について、複数の委員は、7～9月の実質GDP成長率が9%を超えるなど、引き続き高い成長を続けているとの見方を示した。ひとりの委員は、景気の再加速とインフレ圧力の高まりに注意が必要な状況となっていると付け加えた。

こうした海外経済のもとで、わが国の輸出は、これまで伸び悩んできた中国向けや情報関連の輸出が持ち直しており、全体として回復傾向が明確になっているとの評価を何人かの委員が行った。

内需面では、複数の委員は、企業収益の好調が設備投資の拡大を促す姿が続いていると述べた。個人消費について、何人かの委員は、夏場にかけてやや弱めの指標が続いたが、サービス

関連や百貨店売上高など改善を示す指標がみられており、雇用・所得環境が改善する中、引き続き底堅く推移しているとの見方を示した。

生産については、何人かの委員が、7～9月の鉱工業生産は前期比-0.3%となったが、統計的な振れの影響があること、先行きも10、11月の予測指数の高い伸びからみて、多少下振れても増加を続けると期待できること等から、横這い圏内ないしは実勢として緩やかな増加傾向にあると評価できると述べた。IT関連分野の生産に関しては、何人かの委員が在庫調整の一巡を背景に増加に転じていると指摘した。ただし、複数の委員は、IT関連分野の生産の回復テンポは過去に比べ緩やかであること、一部製品の価格がやや軟調であること、IT関連の在庫循環は非IT関連の在庫循環より周期が短くなっている可能性があること等を指摘し、今後の展開を注意深く確認していきたいと述べた。

国内企業物価に関し、何人かの委員は、原油をはじめとする内外商品市況の上昇の影響などから上昇を続けている、と述べた。消費者物価については、多くの委員が、9月の全国（除く生鮮食品）は-0.1%と小幅のマイナスとなったが、米価格や電気・電話料金の押し下げ寄与が縮小し、年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じるとの予想に変化はないとの認識を示した。ひとりの委員は、人件費の上昇によるユニット・レバー・コストの低下幅の縮小が物価下落圧力を減じている点に注目していると付言した。

この間、複数の委員は、支店長会議や10月20日に公表した「地域経済報告」について、地域経済は格差を残しつつも、ほとんどの地域で回復基調にあることを確認できたと述べた。

また、ひとりの委員は、わが国の不動産価格の動向について、海外とは逆に下落から上昇への転換点にあるとの認識を示し、今後の推移を丁寧に確認していきたいと述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。

金融資本市場について、何人かの委員は、株価が底堅く推移する中で、長期金利は、国内の経済物価情勢に対する見方がやや強化していることを受けて幾分上昇していると述べた。為替については、何人かの委員が日米金利差の拡大を受けて、ドル高・円安の動きがみられていることを指摘した。

3. 経済・物価情勢の展望

経済・物価情勢の先行き見通しについて、委員は、2006年度にかけての経済は「潜在成長率を幾分上回るペースで、息の長い成長を続ける」との見方を共有した。

委員は、こうした見通しの背景として次のような認識を示した。

第1に、海外経済は潜在成長率近傍の成長が続く蓋然性が高いとみられるもとで、輸出は増加を続けると予想されること。第2に、原油高を織り込んだ上でも、企業収益は高水準となる見通しであり、設備投資も過剰設備・過剰債務の調整が概ね終了する中で、引き続き増加が予想されること。第3に、こうした企業部門の好調が、雇用・賃金面、配当の増加や株価の上昇などを通じて家計部門にも波及するとみられること。第4に、極めて緩和的な金融環境が民間需要を後押しするとみられること、が指摘された。

その上で、緩やかながら息の長い回復が続くとみられることについては、引き続き慎重な企業行動が大枠維持されるもとで、回復のペースは緩やかとなる一方、ストック面での過剰な積み上がりは回避されると期待できること、が背景にあるとの認識で一致した。

物価面では、国内企業物価は、原油をはじめとする内外商品市況にも左右されるが、2005年度はやや大幅な上昇となり、2006年度は、そのテンポが鈍化するものの、上昇を続けるとみられるとの認識で一致した。

消費者物価に関し、多くの委員は、経済の需給バランスが緩やかな改善を続け、雇用不足感も高まる中、ユニット・レーバ・コストからの下押し圧力が減じていくもとの、2005年度の前年比はゼロ%近傍、2006年度はプラスになるとみられると述べた。ひとりの委員は、来年夏の基準改定に言及し、現時点でその影響は明らかではないが、パソコン等が新たに採用された2000年基準改定時に比べると影響は小さいと予想されるとの見方を示した。

以上の見通しに関する上振れ・下振れ要因として、多くの委員は、原油価格の動向、米国をはじめとする海外経済の動向、国内民間需要の動向、の3点を指摘した。また、物価の先行きについての上振れ・下振れ要因を示していくことが必要であるとした上で、物価固有の要因として、原油価格をはじめとする国際商品市況の不確実性、経済の需給改善のもとのインフレ心理の上昇、規制緩和の影響等による企業間競争の強まり、といった点が挙げられると述べた。

原油価格について、ひとりの委員は、今回の高騰の主たる原因は、世界的な需要増であり原油高と世界経済の拡大は両立するとの意見を述べた。複数の委員は、供給面の制約が強まる可能性も否定できないと述べ、物価上昇のもとの景気停滞という状況に陥らないかは注意深く確認していく必要があると指摘した。また、何人かの委員は、今後も高騰が続けば、全般的な消費者物価の上昇やインフレ心理の台頭と、そのもとの金利の上昇等を通じて、内外経済に悪影響が及ぶことが懸念されると述べた。

米国経済について、何人かの委員は、原油高による家計所得の圧迫とこれによる消費者コンフィデンスの低下、これまで上昇を続けてきた住宅価格の変化等により、堅調な家計支出が下振れるリスクには注意が必要と述べた。何人かの委員は、原油価格高騰やユニット・レーバ・コスト上昇の影響から、インフレ方向のリスクが高まっていると指摘し、これが米国金融市場や国際的な資金フローに与える影響についても注意深くみていく必要があると述べた。また、ある委員は、中国経済について、エネルギーなどの供給制約や鳥インフルエンザの影響も注視しておく必要があると述べた。

以上の経済・物価情勢の見通しのもとで、委員は、金融政策運営について、先行きの政策運営に関する基本的な考え方を展望レポートにおいて丁寧²に説明することが重要であるとの認識を共有した。

まず、量的緩和政策の効果は次第に短期金利がゼロであることによる効果が中心となってきており、政策の枠組み変更自体は、政策効果について非連続的な変化を伴うものではないこと。第2に、枠組み変更の時期を迎える可能性は2006年度にかけて高まっていくとみられること。第3に、枠組み変更の際、当座預金残高の削減にあたり、市場の状況を十分に点検しながら行う必要があること。第4に、枠組み変更後のプロセスを概念整理した上で、全体として余裕をもって対応できる可能性が高いと考えていること、といった点が挙げられた。最後の点について、ひとりの委員は、政策変更自体はタイミングを捉えて適切に実施することにより、その後のプロセスは、その分「余裕をもって対応できる」ことになると付言した。

また、多くの委員は、市場の金利形成が経済・物価情勢に応じて円滑に行われるよう、金融経済情勢に関する判断や政策運営の基本的な考え方を丁寧²に説明し、期待の安定化に努めることが重要であると述べた。このうちひとりの委員は、市場金利は先行きの経済物価見通しや政策運営の予想によって変動するため、円滑な金利形成のためには、政策運営のタイミングを誤らないことが何よりも大事であると指摘した。また、何人かの委員は、情報発信によって、完全に期待を安定化できるわけではなく、この点に誤解が生まれないようにすることが大事であると述べた。この間、ひとりの委員は、何らかの形で物価安定のアンカーを示していくことも考えられるとの意見を述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、消費者物価指数の前年比が小幅のマイナスで推移するもとでは、「約束」の条件に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、出来るだけ市場における自由な金利形成を促しておく必要があること等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。

これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。ひとりの委員は、引き続きオペに対する応札状況が好調であることから、市場機能の維持に配慮しつつ、当座預金残高目標を維持していくことができるとの判断を示した。

この間、ある委員は、「約束」の条件充足の判断について、一昨年10月に行った「約束」の明確化は、あくまで「消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上」ということを分かりやすく記述したものであると指摘した上で、第1の条件と第2の条件は相互に密接に関連しており、別々に議論することは意味がなく、これらが達成されたかどうかは、あくまでも一体として判断すべきであること、その上で、なお量的緩和政策を続けるべき理由があるかどうかを点検し、最終的には消費者物価の前年比が安定的にゼロ%以上であることの確認が大事であるとの意見を述べた。別の委員は、消費者物価指数のもつ上方バイアスをどう勘案するかも一つのポイントであると指摘した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 本日公表の展望レポートは、日本銀行が18年度の経済・物価に対する見通しを示される機会であり、特に消費者物価の見通しや金融政策運営の記述については、量的緩和政策継続のコミットメントとの関係で市場からも注目されている。
- こうした中で、第1に、17年度及び18年度の実質GDPや消費者物価指数についての政策委員の見通しが本年4月に比べ上方修正されるとしても、わが国経済の現状は、物価動向等をみるとデフレが依然として継続しており、展望レポートにもあるとおり、原油価格や海外経済の動向といったリスク要因については、引き続き十分注意深くみていく必要がある。
- 第2に、今後の金融政策運営のあり方について、確実にデフレから脱却するため、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをしていただくことが必要と考えている。
また、本日の展望レポートの公表を契機に、日本銀行の今後の金融政策に関する様々な憶測が生じ易い状況が発生するおそれがあることから、デフレ脱却に向け、現状の量的緩和政策を粘り強く継続するというメッセージを、市場や国民に丁寧に伝えていただきたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状は緩やかに回復している。しかしながらデフレは続いており、その克服が引き続き政府の重要政策課題である。
- 今後の経済情勢について息の長い成長を続けると予測されているが、原油価格の動向が

わが国の企業収益、物価や家計部門へ波及するおそれも小さくないことは重く受けとめる必要。

デフレの判断は、消費者物価だけでなくGDPデフレーターを含めて総合的に行うべきであるが、GDPデフレーターはまだマイナスが続いている。消費者物価も、原油価格上昇の影響や特殊要因、統計のバイアス等を十分考慮し慎重な判断を行っていただきたい。

マネーサプライは、実体経済の回復にもかかわらず低い伸びでしかないが、金融システム不安は既に解消し、特殊要因調整後の銀行貸出も漸くプラスになったこと等から、信用創造機能の再活性化も期待できる。

デフレ克服にはマネーサプライの増加が不可欠である。政府のデフレ脱却への取り組みや経済の展望と整合性を取りつつ、結果としてマネーサプライの増加に繋がるような実効性のある金融政策運営を期待する。

- その上で、望ましい物価水準及びそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討いただき、市場における適切な期待形成を促進し、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与されることを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を30～35兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、ひとりの委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。また、別の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「25～30兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

水野委員からは、「日本銀行当座預金残高が25～30兆円程度となるよう金融市場調節を行う。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめる形で、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場が量的緩和政策解除の方向性を徐々に織り込む中で、市場機能の回復を図るため、出来るだけ自由な金利形成を促す必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいては小幅の物価下落からの脱却をサポートすることは十分可能であることから、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、金融機関の流動性に対する予備的需要が趨勢的に減退している状況に変化はなく、受身的に当座預金残高を引き下げることが自然な対応であること、量的緩和政策の解除自体は適切なタイミングで行うべきであるが、解除時の市場の安定を図るうえでは、条件を達成した後に当座預金残高を短期間で引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて残高の修正に着手することが適当であること、巨額な当座預金残高がターム物金利の上昇を抑制し、金利機能が働かない異常な状況が続くなど、目標額引き下げを先送るコストが存在すること、から反対した。

．「経済・物価情勢の展望」の決定

次に、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。なお、背景説明を含む全文は、11月1日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、福間委員、水野委員、西村委員

反対：なし

以上

(別添)

2005年10月31日

日本銀行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成7反対2)。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以上

(17 年 11 月 17、18 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 11 月 17 日 (14:00 ~ 15:40)
11 月 18 日 (9:00 ~ 12:41)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (17 日)
	赤羽 一嘉	財務副大臣 (18 日)
内閣府	中城 吉郎	審議官

(執行部からの報告者)

理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	神山一成
企画局企画役	武田直己

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（10月31日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、31～34兆円台で推移した。総じてみれば、オペへの応札状況は順調であったが、足もとでは「札割れ」がみられるようになっている。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、ゼロ％近傍で推移している。ターム物金利（3か月物）は、ユーロ円レート、短国レートとも、低位で安定的に推移している。

株価は、米国株価の反発やわが国企業の好調な業績発表を受けて、上昇しており、日経平均株価は、2001年5月以来の水準となる14千円台を回復している。

長期金利は、米国の長期金利やわが国の株価の上昇を受けて、1.6％前後まで強含んだ後、米国の長期金利が幾分低下したことや、政府要人の発言から海外勢等が債券の買戻しを行ったことなどを背景に、軟化し、1.5％前後での動きとなっている。

円の対米ドル相場は、日米金利差拡大見通しが強まったことを背景に下落し、2003年8月以来の水準である119円前後の動きとなっている。円はほとんどの主要交易相手国の通貨に対して下落しており、名目実効為替相場の水準は大幅に切り下がっている。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出と設備投資がともに増加を続けているなど、着実な景気拡大が続いている。エネルギー価格の上昇から物価は一時的に高い上昇率を示しており、基調的なインフレ率も緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、ユーロ安に支えられて輸出や生産が持ち直しているが、景気はなお停滞気味である。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、一部の国・地域で家計支出面等にエネルギー高の影響がみられているが、総じてみれば緩やかな景気拡大を維持している。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、インフレに対する懸念が根強いもとで、上昇基調にあったが、原油価格が幾分軟化したこともあって、足もとでは小幅低下している。株価は、上昇している。エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小している。

4．国内金融経済情勢

（1）実体経済

7～9月の実質GDP（1次速報）は、4期連続でプラス成長となった。年前半の伸びが高

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

かったことなどを踏まえると、やや強めの数字である。

輸出は、海外経済の拡大を背景に、緩やかな増加を続けている。これまでやや伸び悩んできた中国向けや情報関連の持ち直しの動きが明確になっており、先行きも、海外経済の拡大を背景に、増加を続けていくとみられる。

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準で推移するも、設備投資は引き続き増加している。ただし、7～9月のGDPベースの設備投資は実勢よりもやや強めに出ており、2次速報段階で下方修正される可能性がある。

生産は、振れを伴いつつ、増加傾向にある。7～9月の鉱工業生産は、4～6月に続き、前期比で小幅の減少となったが、これには、鋼船や医薬品の統計的な振れも影響している。先行きは、海外経済の成長が続き、内需の回復がしっかりしていることを踏まえると、増加基調を続けるとみられる。

在庫については、長い目でみれば低水準ながら、このところ素材業種を中心にやや増加している。もっとも、素材でも、IT関連向けや自動車向けなどの高付加価値品については、引き続き良好な需給環境にあり、在庫調整圧力はさほど大きくはないと判断される。

雇用・所得環境をみると、労働需給を反映する諸指標が改善傾向を続ける中、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。先行きも、雇用過剰感が概ね払拭されており、企業収益が高水準を続けるとみられるも、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。財の消費は高い伸びとなった前半の反動がみられたが、サービスの消費は堅調な動きが続いている。そうしたも、GDPベースの個人消費は前期に続き増加した。消費者コンフィデンスは、引き続き総じて良好である。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に、上昇を続けている。先行きについても、当面は上昇を続けるとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、小幅のマイナスとなっている。先行きは、需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけて、前年比ゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。そうしたも、民間銀行貸出は前年を上回る水準となってきている。

CP・社債の発行環境は良好な状況にあり、CP・社債の発行残高は前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比3%程度となっており、マネーサプライ(M2+C D)の伸び率は前年比2%程度となっている。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、景気は、踊り場を脱した後も加速はみられないが、内外需がともに増加するかたちで、着実に回復を続けているとの認識で一致した。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も潜在成長率近傍の拡大を続けるとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、家計支出・設備投資が着実な増加を続ける中で、生産は緩やかな増加傾向にあり、雇用環境も改善しているとの認識で一致した。ハリケーンの影響について、多くの委員は、直近の経済指標をみる限り、当初みていたほど大きくはないと指摘した。この間、何人かの委員は、ハリケーンの影響や石油製品価格の高止まりの影響などから消費者コンフィデンスが悪化しており、個人消費は一時的に減速する可能性があるとの見方を示した。これに対して、別の複数の委員は、小売販売額は、自動車販売を除けば、堅調な動きを続けており、個人消費が減速に転じる蓋然性は必ずしも高くはないと指摘した。これらの委員は、いずれにしてもクリスマス商戦の動向が注目されるとの点で一致した。住宅価格について、複数の委員は、都市部では上昇鈍化を指摘するミクロ情報も聞かれており、ソフトランディングに向かいつつあるとの見方を示した。複数の委員は、原油価格の騰勢一服を好感して、株価は持ち直す動きとなっていると指摘した。また、何人かの委員は、先行きの物価の不透明感は引き続き強いいため、インフレ懸念の高まりをきっかけに、米国の緩和的な金融環境に変調が現れるようなことはないか、引き続き、注意深くみていく必要があるとした。

東アジア経済について、委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いており、NIEsおよびASEAN諸国・地域では輸出の増加から回復が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、来年度にかけての中国の生産力拡大が、今後、素材分野の世界需給に与える影響について懸念を示した。何人かの委員は、このところ、幾つかの国・地域で鳥インフルエンザの流行への警戒感が強まっており、仮に人から人への感染が広がるような事態になれば、景気に大きな影響が及ぶ可能性があるとの見方を示した。

わが国経済についてみると、輸出は、緩やかな増加が続いており、先行きについても、海外経済が拡大を続ける中で、増加を続けていく可能性が高いとの認識が共有された。

国内民間需要について、委員は、しっかりとした動きが続いているとの見方で一致した。

企業部門について、委員は、設備投資は増加を続けており、先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加するとの見方を共有した。複数の委員は、中小企業金融公庫の中小製造業設備投資動向調査で2005年度設備投資の修正計画が3年連続の増加となっており、設備投資増加の裾野の広がりが確認されたと述べた。先行きについて、多くの委員は、企業の中間決算は企業収益が原油価格の高騰を吸収しながら好調を続けていることを示しており、設備投資の持続性はかなり高いとの見方を示した。一人の委員は、円安傾向が続いているもとで、設備投資の国内回帰の動きが強まる可能性があるとして指摘した。

委員は、企業部門の好調は、家計部門にも着実に波及しているとの認識を共有した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者数、賃金がともに増加し、雇用者所得も全体として緩やかに増加を続けているとの認識を共有した。先行きについて、多くの委員は、冬季賞与の増加が見込まれるほか、株価上昇、配当増など雇用者所得以外のルートも通じて、家計は企業部門の好調の影響を享受していく見通しであると述べた。個人消費について、委員は、7～9月の財消費は年前半の好調の反動がみられたものの、サービス消費は総じて堅調であり、消費者コンフィデンスは引き続き高水準であることを合わせてみると、基調は底堅く推移しているとの判断を共有した。自動車販売がやや伸び悩んでいることについて、何人かの委員は、目立った新車投入がなかったことが影響していると指摘した。先行きについても、個人消費は、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高いとの見方で一致した。複数の委員は、消費動向調査の結果が示すように、先行きの物価に対する家計の見方が幾分上振れているとすれば、物価下落から耐久財消費を先送りする傾向が後退して、個人消費が上振れる可能性もあるとコメントした。住宅投資について、複数の委員は、足もとの強含みの動きに

は地価が下げ止まってきていることも影響しているのではないかとの見方を示した。

生産について、委員は、実勢として緩やかな増加傾向にあり、先行きも増加基調をたどるとの見方を共有した。何人かの委員は、先行き10～12月は増加の見通しであるが、素材の在庫調整や、米国クリスマス商戦の動向などの不確定要因もあり、注意深くみていく必要があるとコメントした。

以上のような議論を踏まえて、委員は、わが国の景気は、回復のテンポが緩やかである中で、原油価格の動向やその経済・物価への影響といったリスク要因に引き続き留意していく必要があるが、輸出が増加を続け、内需も堅調なことから、息の長い緩やかな回復が続く可能性が高いとの見方で一致した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの認識を共有した。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、足もとは小幅のマイナスで推移しているものの、先行きについては、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、米価格の下落や電気・電話料金引き下げの影響が弱まることなどから、年末頃にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じていくと予想されるとの見方で一致した。その上で、原油価格が幾分軟化していることや、複数の電力会社が来年4月からの料金引き下げを明らかにしていることに関連して、展望レポートの物価見通しについての議論があった。原油価格の動きについて、一人の委員は、これが基調的なものかどうかしっかりと見極めていく必要があるとした。多くの委員は、展望レポートの公表後、為替レートが円安化してきており、また、需給ギャップが改善し、ユニット・レーバー・コストの低下幅が縮小していることを考えれば、消費者物価は基調としてプラス方向に向けての動きを続けるという判断を変える必要はないと述べた。複数の委員は、展望レポートの見通しでは潜在成長率を1%程度と想定しているが、これが仮に上昇しているとするれば、需給ギャップやユニット・レーバー・コストの動き等を通じて物価の先行き見通しにも影響する可能性があるとして指摘した。この間、委員は、物価情勢の判断に当たっては、個々の物価指数の持つ特性を踏まえて、適切に評価していく姿勢が重要であるとの考え方を共有した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。民間銀行貸出が特殊要因を調整した計数でみて前年比プラスの動きとなっていることについて、委員は、金融機関の貸出姿勢が緩和してきていることや、民間の資金需要の減少テンポが緩やかになっていることを反映しているとの見方で一致した。複数の委員は、プラスとなった貸出が今後どのように推移していくのかを含め、今後の金融機関の行動に注目していきたいと述べた。そのうち一人の委員は、家計の資産保有の対象が貯蓄型からリスク選好型にも広がっているなど、貸出の動きだけでなくマネーフロー全体の変化を捉えていく必要もあるとコメントした。

金融・資本市場の動向について、委員は、展望レポート公表後の金融市場の動きは、総じて落ち着いたものであったとの認識を共有した。その上で、多くの委員は、株価が上昇する一方、為替レートは各主要国通貨との対比で円安の動きとなっており、市場では、わが国の景気の底堅さが共有される中で、内外金利格差の拡大がより強く意識されるようになっていくと述べた。一人の委員は、今後、米国金利上昇の打ち止め感が強まってくるなどすれば、円高への反転もありうると述べた。ある委員は、株価の上昇は、株式益回りの低下を通じて、これまで大幅なマイナスで推移してきたイールド・スプレッド（＝長期金利－株式益回り）に変化をもたらすものであり、投資家の感じる株式保有に伴うリスクが低下してきている可能性があるとの見方を示した。何人かの委員は、物価見通しの改善により実質金利が低下していることが、株高や円安の進行をもたらしている面があり、金融の緩和度合いは足もとで一段と高まっている可能性があるとして指摘した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、「約束」に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、出来るだけ市場における自由な金利形成を促しておく必要があること等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。一人の委員は、「札割れ」が再びみられ始めているが、現状は、様々な工夫を凝らすことにより、市場機能の維持に配慮しつつ、当座預金目標を維持していくことが出来るとの見方を示した。

また、今後の金融政策運営に関する情報発信のあり方などについても、議論が行われた。委員は、先日公表した展望レポートにおいて十分な記述を行ったこともあり、少なくとも市場参加者の間では、景気回復の持続性は高まっていること、消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、年末にかけてゼロ%ないし若干のプラスに転じた後、プラス基調が定着していくと考えられること、そうしたもとの、現在の金融政策の枠組みを変更する可能性は、「2006年度にかけて」高まっていくこと、などの日本銀行の見方はかなり浸透してきているとの認識を共有した。

その上で、何人かの委員は、市場参加者以外の人々も含めて考えると、政策の枠組みの変更やその後の政策運営に関する日本銀行の考え方は十分に浸透している訳ではないのではないかと指摘した。各委員は、展望レポートで記述した政策の枠組みの変更の意味合い等について幅広く理解を深めるためにも、政策の枠組みの変更自体は政策効果について非連続的な変化を伴うものではなく、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくのであれば、政策の枠組みの変更後も緩和的な金融環境を維持出来る可能性が高いこと、いずれにしても、日本銀行が物価安定のもとの持続的成長の実現に向けて取り組んでいく姿勢に何ら変わりはないこと、などのポイントを引き続き丁寧に説明していく必要があると述べた。

この間、複数の委員は、経済・物価の先行き見通しにアンカーを提供し、日本銀行の政策意図を分かりやすく伝えていく観点から、金融政策が目指すべき物価上昇率として望ましい物価上昇率を示すことは検討に値するとコメントした。これに対し、何人かの委員は、望ましい物価上昇率はあくまで中長期的に目指すべきものであり、そのことが国民に十分に理解されることが不可欠であること、物価安定のもとの持続的成長に向けての途上にある現在は、中長期的に望ましいと考えられる物価上昇率を示すことが困難であること、わが国では、低い物価上昇率が続いてきており、経済主体の意思決定もある程度低い物価上昇率を前提に決定されている可能性があること、などを指摘した。委員は、いずれにしても、今後の金融政策運営についての情報発信に際しては、政策運営の透明性向上と、先行きの政策運営の柔軟性・機動性確保の両者のバランスを念頭に置くことが大切であるという点で一致した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、先日公表された平成17年7～9月期GDP速報においても、消費や設備投資の増加がみられるなど、景気は緩やかに回復しているが、物価動向をみるとデフレは依然として継続している。

- 民間主導の景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却することは、政府・日本銀行が一体となって取り組むべき最も重要な政策課題であり、これを確実なものとするためには、金融政策運営のあり方について、原油価格や海外経済の動向等のリスク要因をはじめ経済・物価情勢について慎重かつ総合的にみていくとともに、金融市場および金利全般に対して十分な目配りをして頂くことが必要と考えている。
- また、デフレがなお継続している現下の経済情勢においては、その克服に向けてしっかりと腰を据えて取り組むことが必要であり、日本銀行におかれては、現状の量的緩和政策を粘り強く継続することを、市場や国民に丁寧にご説明願いたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、緩やかに回復している。しかし、GDPデフレーターは30四半期連続のマイナスとなるなど、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は、引き続き政府・日本銀行一体となって取り組むべき重要政策課題である。
- デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけではなく、GDPデフレーターを含めて総合的に行うべきであり、日本銀行が量的緩和政策解除の必要条件としている消費者物価の現状および先行きについても、物価形成メカニズムにおける原油価格上昇の影響やその他の特殊要因、統計のバイアス等を十分考慮し、判断を行って頂きたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性をとり、平成18年度デフレ脱却に向けて実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。その上で、望ましい物価水準およびそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与することを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を30～35兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、二人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員・水野委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が27～32兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、政策の枠組み変更やその後の金融政策運営に関する基本的な考え方は、展望レポートでの記述に違和感がないとした上で、市場機能の回復を図るため、出来るだけ自由な金利形成を促す必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、景気回復ひいては小幅の物価下落からの脱却をサポートすることは十分可能であること、から、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、量的緩和政策解除時の市場の安定を図る上では、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であること、解除のショックを可能な限り小さくするためには、金利を通じた市場との対話を可能な環境を整えていった方が良く、目標額引き下げを先送りすると、為替円安を加速させたり、グローバルな資産インフレを引き起こしているとの批判が強まる可能性があること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（11月18日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は11月21日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月11、12日）の議事要旨が全員一致で承認され、11月24日に公表することとされた。

以上

(別 添)

2005年11月18日
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(賛成7反対2)。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以 上

(17 年 12 月 15、16 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2005 年 12 月 15 日 (14:01 ~ 16:00)
12 月 16 日 (9:00 ~ 12:27)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (15 日)
	赤羽 一嘉	財務副大臣 (16 日)
内閣府	中城 吉郎	審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局参事役	鮎瀬典夫 (16 日 9:00 ~ 9:19)
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫 (16 日)
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	山田泰弘 (16 日 9:00 ~ 9:19)
企画局企画役	正木一博
企画局企画役	武田直己
金融市場局参事役	衛藤公洋 (16 日 9:00 ~ 9:19)

金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（11月17日、18日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、30～34兆円台で推移した。

2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、ゼロ%近傍で推移している。ターム物金利は、ユーロ円レート、短国レートとも、低位で安定的に推移している。

株価は、わが国企業の業績発表や米国株価の上昇などを受けて上昇し、最近では、日経平均株価は15千円台前半で推移している。

長期金利は、米国金利の低下などを背景に低下した後、わが国経済指標の予想比上振れや株価の上昇などを受けて上昇し、最近では1.5%台前半で推移している。

円対米ドル相場は、米国経済指標の予想比上振れや日米金利差拡大見通しなどを背景に120円台まで下落した後、海外投資家による円の買い戻しの動きがみられたことなどから上昇し、最近では116～119円台で推移している。やや長い目でみると、円は、米ドル、ユーロ、アジア諸国の通貨など幅広い通貨に対して下落基調で推移している。

3. 海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出、設備投資がともに着実な増加を続けているほか、雇用環境も改善しているなど、景気拡大が続いている。この間、既往のエネルギー価格の上昇から物価は一時的に高い上昇率を示しているが、基調的なインフレ率は緩やかに上昇している。

ユーロエリアでは、景気はなお停滞気味ではあるが、ユーロ安もあって輸出や生産が持ち直すなど、景気回復に向けた動きが徐々に強まりつつある。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、一部の国・地域で家計支出面等にエネルギー高の影響がみられているが、総じてみれば緩やかな景気拡大を続けている。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、金融政策運営の先行き見通しや経済指標の発表が材料視される中、振れのやや大きい展開となった。株価は、原油相場の騰勢一服や良好な企業業績等を背景に、上昇した。エマージング金融資本市場では、多くの国・地域で、通貨や株価が上昇した。

4. 国内金融経済情勢

(1) 実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。米国向けや東アジア向けが増加を続けているほか、EU向けも増加の動きが徐々にはっきりしてきている。先行きについても、海外経済が拡大を続けるもとで、輸出は増加を続けていくとみられる。

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

企業部門の動向をみると、企業収益が高水準で推移するもとの、設備投資は引き続き増加している。12月短観によると、経常利益は、業種・企業規模を問わず、高水準を維持している。また、企業の業況感も、収益対比では幾分慎重な傾向は変わっていないが、業種・企業規模を問わず緩やかな改善が続いている。設備投資計画も幅広く上方修正されており、全体では3年連続の増加となる見通しである。また、雇用人員、設備に関する過剰感も払拭されている。

生産は、振れを伴いつつ、増加傾向にある。10月の鉱工業生産は、電子部品・デバイスや一般機械などを中心に7～9月に比べ増加した。先行きについては、海外経済の成長が続き、内需の回復がしっかりしていることを踏まえると、増加基調を続けるとみられる。

在庫については、素材業種で幾分高めとなっているが、IT関連や自動車関連などの高付加価値品については、引き続き良好な需給環境にあり、素材関連の在庫調整の影響は限定的と判断される。

雇用・所得環境をみると、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかに増加している。雇用環境の改善が続く中、労働参加率にもやや上向きの動きがみられる。先行きについても、雇用過剰感が払拭されており、企業収益が高水準を続けるとみられるもとの、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、底堅く推移している。乗用車新車登録台数は、7月以降弱い動きとなっている一方、家電販売は順調な増加が続いている。サービス消費では、外食売上高などが堅調な動きを続けている。消費者コンフィデンスは、総じて高水準で推移している。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に上昇を続けており、先行きについても、当面は上昇を続けるとみられる。輸入財を含めた企業物価を需要段階別にみると、最終財価格の前年比がプラスに転じており、やがて消費者物価にも影響が及んでくると考えられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、これまで小幅のマイナスを続けてきたが、10月は前年比ゼロ%となった。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、若干のプラスに転じていくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。そうしたもとの、民間銀行貸出は前年を上回る水準となってきている。

CP・社債の発行環境は良好な状況にあり、CP・社債の発行残高は前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比1%台となっており、マネーサプライ(M2+CD)の伸び率は前年比2%程度となっている。

・資産担保証券買入等の時限措置の終了について

1. 執行部からの提案内容

今年度末までの時限措置として実施している資産担保証券の買入および資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格基準の緩和について、予定通り2006年3月31日をもって終了する旨を公表するとともに、所要の経過措置を講じることとしたい。

2. 委員会の検討・採決

採決の結果、上記提案が全員一致で決定された。なお、複数の委員から、今後とも執行部において

は、クレジット市場の発展に向けた関係者の取組みを支援していくことに努めて欲しいとの意見が出された。

金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、内外需のバランスがとれ、裾野を広げるかたちで着実に回復を続けているとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も拡大を続けるとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、家計支出、設備投資が着実な増加を続ける中で、生産、雇用とも改善傾向を取り戻しており、着実に拡大しているとの認識で一致した。複数の委員は、クリスマス商戦も序盤は前年を上回る伸びとなっているようであるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、今のところ住宅価格に急速な調整が生じる兆しはみられないが、引き続き、住宅価格の動向とそれが景気に与える影響には注意が必要であると述べた。一人の委員は、住宅価格の伸びが鈍化し、住宅購入件数も横這いとなっていると指摘し、今後金利上昇の効果が浸透するにつれて、住宅需要の停滞感が生じてくる可能性もあるとコメントした。

東アジア経済について、委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いており、NIEsおよびASEAN諸国・地域では緩やかな景気拡大が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、中国では生産能力の増強が進んでいるが、先行きこれが供給過剰につながることにならないか目配りしていく必要があると指摘した。

世界経済のリスク要因について、何人かの委員は、原油高の動向には引き続き注意が必要であると述べた。また、一人の委員は、世界的なインフレ圧力の高まりを背景に、各国当局が利上げに動いているが、これが経済に与える影響については注視していく必要があると指摘した。

わが国経済について、委員は、輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見解で一致した。

国内民間需要については、委員は、過剰債務などの構造的な調整圧力がほぼ払拭されるもとで、しつかりとした動きが続いているとの見方を共有した。

企業部門について、委員は、設備投資は増加を続けており、先行きについても、内外需要の増加や高水準の企業収益が続くもとで、引き続き増加する可能性が高いとの見方で一致した。多くの委員が、12月短観の今年度設備投資計画が非製造業、中小企業まで含めて幅広く増加していることや、設備の過剰感が払拭されていることなどを踏まえると、今後とも設備投資は増大を続けるとみられると述べた。

委員は、企業部門の好調は、家計部門にも着実に波及しているとの認識を共有した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者数、賃金とともに増加し、雇用者所得も緩やかに増加を続けているとの見解で一致した。何人かの委員は、所定内給与が前年を上回って増加していることに加え、アンケート調査等によれば、冬季賞与も夏季賞与以上の伸びになったとみられると指摘した。また、複数の委員は、来春の労使交渉で好業績企業を中心に賃上げが合意される可能性があるが、これが実現すれば、ユニット・レーバー・コストの低下圧力が一段と和らぐことを通じて、物価にも影響が及ぶ可能性があるとして述べた。一人の委員は、短観の雇用人員判断や新卒採用計画にもみられるように、企業は人手不足感を強めており、これまでの「人減らし」から「人への投資」という新たなモメンタムが鮮明化してきていると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用・所得環境の改善を背景に、着実な拡大を続ける可能性が高いとの認識を共有した。ある委員は、7月以降乗用車新車登録台数は弱い動きが続いているが、家電販売は好調であり、サービス消費も増加傾向にあると指摘した。また、何人かの委員は、高級車販売が比較的良好であることや、宝飾品など高額商品の販売が良好であることを指摘し、株価上昇などの資産効果の影響もあるのではないかと述べた。この間、別の複数の委員は、今後の税制改正が消費に与える影響に留意する必要があるが、企業部門の好調は、賃金の上昇等を通じて、家計部門に着実に波及しており、消費の底堅さに当面変化はないとの見方を示した。

住宅投資について、何人かの委員は、引き続き底堅く推移するとの見方を示した。一人の委員は、仮に耐震強度偽装問題が広がりを持った場合には、好調な住宅投資に何らかの影響が及ぶ可能性についても留意する必要があると指摘した。

生産について、委員は、実勢として緩やかな増加傾向にあり、先行きについても、そうした傾向をたどるとの見方を共有した。複数の委員は、鉱工業全体の出荷と在庫のバランスをみると、これまで続いていた在庫調整に一区切りがついたとの見方を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高や円安などを背景に上昇を続けており、先行きについても、上昇を続けるとの認識を共有した。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、これまで小幅のマイナスで推移してきたが、10月は前年比ゼロ%となっており、先行きについては、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、若干のプラスに転じていくとの見方で一致した。

中長期的な物価の動向に関して、複数の委員は、短期的な振れはあるにせよ、物価の基調としては、需給バランスが改善していること、賃金が増加方向にあること、人々の物価見通しも改善していることを踏まえると、上昇を続けるとみられると述べた。ある委員は、潜在成長率が足もと高まっているとすれば、予想したほどには需給ギャップが縮小していかない可能性もあるのではないかとコメントした。これに対して、別の一人の委員は、生産性の上昇は、家計や企業の長期的な所得見通しの改善を通じて、需要の増加につながる面もあり、必ずしも物価の低下圧力となる訳ではないと指摘した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。何人かの委員は、経済・物価を巡る環境が好転する中で、実質金利が低下し、株高、為替円安が進行するなど、金融環境の緩和度合いは実態的に強まっているとの認識を示した。

金融・資本市場の動向について、多くの委員は、最近の株式市場や為替市場の動向には、わが国経済が改善する中で、わが国投資家のリスクテイク能力・リスク選好の高まりや、内外金利差を巡る思惑が影響しているとの見方を示した。このうち一人の委員は、わが国の超低金利が長期化するとの予想が過度に強まれば、為替市場等における価格形成が不安定になる可能性も否定できないと指摘した。また、別の委員は、株式市場において投資家のリスクに対する認識がやや楽観的になっているのではないかと指摘した。この間、複数の委員は、最近の株価の上昇は、企業収益の上方修正などを受けたものであり、資産バブルというような状況ではないとの見方を示した。別のある委員は、そうした見方に同意しつつも、一般物価が安定していても、景気が力強さを増す中で、超緩和的な金融環境が継続すれば、資産価格の大幅な上昇を招きやすくなり、そのような状況になれば、リスク、リターンバランスを欠いた投資が増加し、経済の過熱とその後の反動が生じる可能性があることには留意する必要があると述べた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、「約束」に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、出来るだけ市場における自由な金利形成を促しておく必要があること等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。

また、金融政策運営を巡る情報発信などに関して、議論が行われた。複数の委員は、市場では、金融政策の枠組み変更時期や、枠組み変更後の金融政策運営のあり方について、様々な憶測や見解が聞かれているが、日本銀行の基本的な考え方は展望レポートに記載したとおりであり、そうした考え方を丁寧に説明するとともに、経済・物価情勢を丹念に分析し、適切な政策運営を行うことが重要であると述べた。これに関連し、一人の委員は、金融市場関係者に加え、企業関係者や国民においても、量的緩和政策の解除が経済に非連続的な変化をもたらすものではないという点について理解が十分に浸透するように、丁寧な説明を続けていく必要があると述べた。また、何人かの委員は、先行きの政策金利の経路は、もとより今後の経済・物価情勢次第であるが、状況如何にかかわらず超金融緩和が長く続くとの思惑が市場で強まっている可能性があるのではないかと認識を示した。

さらに、金融政策運営との関係で各種の物価指標をどう扱うかについて、意見が出された。何人かの委員は、「物価の安定」の度合いを測る指標は国民に理解されやすいものでなければならず、「国民経済の健全な発展」も、結局は国民一人一人の経済的な厚生の上昇を意味していることから、消費者が消費する商品・サービスを対象とした物価指数を念頭に金融政策を行うことが適当であると述べた。また、消費者物価の動向を判断する上で、総合指標を見るべきか、一時的な要因を除いたコアベースの指標を見るべきかについて、ある委員は、一時的な変動要因を除くことで基調が見やすくなる一方、その結果として、消費者物価全体に占めるウェイトがあまりに小さくなると、全体の動きが見えなくなるという問題もあると指摘した。また、多くの委員は、一時的な変動を除くという観点からは、エネルギー価格を除外するか否かも論点となり得るが、このところのエネルギー価格の上昇はエマージング諸国の需要増に起因するところが大きく、必ずしも一時的な要因とは言えないため、これを除外して見ることは適当ではないとの見方を示した。一人の委員は、GDPデフレーターを点検する場合には、GDP統計の改訂の際に、同デフレーターは何度かつ大幅に改訂される可能性があることも十分踏まえる必要があると指摘した。

この間、一人の委員は、経済・物価の先行き見通しにアンカーを提供し、市場における安定的な期待形成に資する観点から、日本銀行が望ましい物価上昇率を示すことを検討すべきとの見解を示した。これに対して、ある委員は、インフレーション・ターゲティングとは中長期的に物価目標値の実現を目指すものであるが、こうした点が十分理解されないまま導入されれば、金融政策の機動性を犠牲にする面があるほか、目標を高いところに設定すれば、期待インフレ率やリスク・プレミアムの上昇を通じて、長期金利が上昇する可能性もあると指摘した。また、別の一人の委員は、インフレーション・ターゲティングと言っても、諸外国で実施されている内容にはかなり幅があり、金融政策の透明性向上のための枠組みについては、わが国の実情に合わせて考えていく必要があると指摘した。さらに、複数の委員は、わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長に至る途上にあり、経済・物価の形成メカニズムが変化しているため、現段階で中長期的に望ましい物価上昇率を見極め、公表することは難しいとの見解を示した。

．政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、先日公表された平成 17 年 7～9 月期 GDP 2 次速報においても、消費や設備投資の増加がみられるなど、民需主導の緩やかな景気回復が続いている。一方、物価動向をみるとデフレは依然として継続している。
- 景気回復を持続的なものとし、デフレから脱却を果たすことは、政府・日本銀行が一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。これを確実なものとするためには、金融政策運営において、原油価格の動向等のリスク要因をはじめ経済・物価情勢について慎重かつ総合的にみていくとともに、金融市場および金利全般に対して十分な目配りをして頂くことが必要と考えている。
- また、デフレがなおも継続している現下の状況においては、その克服に向けて手を緩めることなく取り組むことが必要であり、日本銀行におかれては、現状の量的緩和政策を粘り強く継続することを、市場や国民に丁寧にご説明願いたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、緩やかに回復している。しかし、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は、引き続き政府・日本銀行一体となって取り組むべき重要政策課題である。
- 政府は、12 月 19 日に「平成 18 年度経済見通しと経済財政運営の基本的態度」を公表するが、18 年度も、民間需要中心の緩やかな回復を続ける中、物価については、政府・日本銀行が一体となった取り組みを行うことによりデフレ脱却の展望が開けると見込んでいる。
- デフレの状況を判断するに当たっては、消費者物価だけではなく、GDP デフレーターを含めて総合的に行うべきであり、日本銀行が量的緩和と政策解除の必要条件としている消費者物価の現状および先行きについても、物価形成メカニズムにおける原油価格上昇の影響やその他の特殊要因、統計のバイアス等を十分考慮し、慎重な判断を行って頂きたいと考えている。
- 日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性をとり、平成 18 年度デフレ脱却に向けて実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。その上で、望ましい物価水準およびそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与することを期待する。

．採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を 30～35 兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適切である、との考え方を示した。

これに対し、二人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員・水野委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合

には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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1のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場機能の回復を図るため、出来るだけ自由な金利形成を促す必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、物価安定のもとでの持続的な景気回復をサポートすることは十分可能であることから、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、量的緩和政策解除時の市場の安定を図る上では、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適切であること、解除のショックを可能な限り小さくするためには、金利を通じた市場との対話が可能な環境を整えていった方が良く、当座預金残高目標の引き下げを先送りすると、為替円安の加速やグローバルな資産インフレを引き起こす一因であるとの批判が強まる可能性があること、政策の枠組みの変更は政策委員会が自らの判断によって粛々と決定するとのシグナルを金融市場に送る効果が期待できること、から反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（12月16日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は12月19日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（10月31日）および前回会合（11月17日、18日）の議事要旨が全員一致で承認され、12月21日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2006年1月～6月における金融政策決定会合等の日程が別添2のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添 1)

2005年12月16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（賛成7反対2）。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以 上

(別添2)

2005年12月16日
日本銀行

金融政策決定会合等の日程(2006年1月～6月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2006年1月	1月19日<木>・20日<金>	1月20日<金>	(3月14日<火>)
2月	2月8日<水>・9日<木>	2月9日<木>	(3月14日<火>)
3月	3月8日<水>・9日<木>	3月9日<木>	(4月14日<金>)
4月	4月10日<月>・11日<火> 4月28日<金>	4月11日<火>	(5月24日<水>) (6月20日<火>)
5月	5月18日<木>・19日<金>	5月19日<金>	(6月20日<火>)
6月	6月14日<水>・15日<木>	6月15日<木>	未定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として15時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14時)に公表(英訳については2営業日後の16時30分に公表)。

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2006年4月)」の「基本的見解」は、4月28日<金>15時(背景説明を含む全文は5月1日<月>14時)に公表の予定。

以上

(18 年 1 月 19、20 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2006 年 1 月 19 日 (14:00 ~ 15:48)
1 月 20 日 (9:00 ~ 12:50)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(") (注)
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

(注) 岩田委員は、月例経済報告等に関する関係閣僚会議に出席のため、
1 月 19 日 14 : 00 ~ 15 : 12 の間、会議を欠席した。

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (19 日)
	赤羽 一嘉	財務副大臣 (20 日)
内閣府	浜野 潤	政策統括官 (経済財政運営担当) (19 日)
	中城 吉郎	内閣府審議官 (20 日)

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	正木一博

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2005年12月15日、16日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、31～34兆円台で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、年末越え金利が小幅上昇したものの、概ねゼロ%近傍で推移した。ターム物金利は、ユーロ円レート、短国レートとも、低位で安定的に推移している。

株価は、景気回復期待の高まりなどを背景に1月中旬にかけて大幅に上昇した後、一部企業に関する報道をきっかけに下落し、最近では、日経平均株価は15千円台後半で推移している。

長期金利は、概ね横這い圏内の動きとなり、最近では1.4%台後半で推移している。

円の対米ドル相場は、本邦投資家等によるドル買いから年末にかけて下落した後、米国の金融政策に対する思惑などから上昇し、最近では114～115円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資を中心に潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。この間、既往のエネルギー高から物価は一時的に高い上昇率を示しているが、基調的なインフレ率は緩やかな上昇となっている。

ユーロエリアでは、景気はなお停滞気味ではあるが、ユーロ安もあって輸出や生産が持ち直すなど、景気回復に向けた動きが徐々に強まっている。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、エネルギー高の影響が部分的に顕在化しているが、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、インフレ関連指標の落ち着きや、米国における利上げ打ち止め観測の強まりなどを背景に低下した。株価は、企業の好決算に対する期待感等を背景に上昇した。エマージング金融資本市場では、ほとんどの国・地域で、通貨や株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

4．国内金融経済情勢

（1）実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。昨年央まで伸び悩んでいた中国向けは、7～9月に大幅に増加した後、10～11月も情報関連や自動車関連を中心に堅調な増加となった。先行きについても、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続けるもとで、輸出は増加を続けていくとみられる。

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

企業部門の動向をみると、設備投資は増加を続けている。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続くもとで、引き続き増加すると予想される。

生産は、昨年央まで統計上の振れもあって一進一退を繰り返してきたが、足もとは増加の動きが再び明確になってきている。業種別には、電子部品・デバイスが大幅な増加となっているほか、一般機械や輸送機械も増加している。先行きについては、海外経済の成長が続き、内需の回復基盤がしっかりしていることから、増加基調を続けるとみられる。

在庫については、素材業種で幾分高めとなっているが、高付加価値品では引き続き需給が引き締まっており、素材関連の在庫調整の影響は限定的と考えられる。

雇用・所得環境をみると、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が出てきていることや、企業収益が高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、指標ごとのばらつきはやや大きいですが、底堅く推移している。乗用車新車登録台数は弱い動きが続いている一方、家電販売は順調な増加が続いているほか、全国百貨店売上高も底堅く推移している。サービス消費では、外食売上高などが堅調な動きを続けている。一方、旅行取扱額は、均してみれば横這い圏内の動きとなっている。この間、消費者コンフィデンスは改善している。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に上昇を続けている。先行きについても、当面は国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、11月は前年比+0.1%と若干のプラスに転じている。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、プラス基調になっていくと予想される。

この間、支店長会議や「地域経済報告」（さくらレポート）では、依然として地域間格差を伴いつつも、景気回復が地方にも波及している点が確認された。

（２）金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。また、民間の資金需要は減少テンポがかなり緩やかになってきている。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加幅が拡大しており、ＣＰ・社債の発行残高も前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比１％台となっており、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は前年比２％程度の伸びで推移している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

１．経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国経済は、内外需がともに増加を続ける中で、着実に回復を続けているとの認識を共有した。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、今後も拡大を続けるとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、家計支出、設備投資を中心に着実な拡大を続けており、先行きも潜在成長率近傍の拡大を続ける可能性が高いとの見方を示した。複数の委員は、個人

消費について、クリスマス商戦は前年に比べてやや高めの伸びとなったようであると述べた。何人かの委員は、イールドカーブがほぼフラットになっていることを指摘し、金融市場では、FRBによる利上げが終盤を迎えているとの見方が広がっていると指摘した。この点に関連して、一人の委員は、労働・設備などの資源利用率が高水準で推移していることや、国際商品市況が高騰を続けていることなどを踏まえると、インフレ懸念は引き続き存在しているのではないかと述べた。

この間、ある委員は、自動車関連の生産が減速していることや、住宅投資の伸びが鈍化していることを指摘し、2005年第4四半期の米国の経済成長率は幾分鈍化する可能性が高いとの見方を示した。この委員は、住宅価格の動向は、資産効果などを通じて個人消費にも影響を及ぼすため、長期金利の動向ともあわせ、今後注意してみていく必要があると述べた。

東アジア経済について、委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いているとの認識を共有した。一人の委員は、中国経済はこれまでのところ順調に拡大しているが、人民元改革の動向や、過剰設備が先行き経済に与える影響については、引き続き注意してみていく必要があると指摘した。

世界経済のリスク要因について、何人かの委員は、地政学的なリスクや需給のタイト化に対する懸念を背景に原油価格がここに来て再び上昇していることを指摘し、これがインフレ心理やひいては経済活動に与える影響については、引き続き十分な注意が必要であると述べた。

わが国経済について、委員は、輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きについても、増加を続けていく可能性が高いとの見解で一致した。この点、一人の委員は、昨年央まで伸び悩んでいた中国向けは、夏場に大幅に増加した後、10～11月も引き続き堅調に推移しており、増加基調が明確になってきたと評価できると述べた。

国内民間需要について、委員は、企業部門の好調が家計部門に波及するもとの、設備投資、個人消費ともに着実に増加しているとの見方を共有した。

企業部門について、委員は、設備投資は増加を続けており、先行きについても、設備の過剰感が概ね払拭され、高水準の企業収益が続くもとの、引き続き増加する可能性が高いとの見方で一致した。一人の委員は、企業の設備投資は、これまで補修・改修が中心であったが、最近では、慎重さを保ちながらも能力増強投資に踏み切る新たなモメンタムが広がりつつあると述べた。この委員は、その背景として、企業経営者が中長期的な収益拡大を経営目標として重視し始めているもとの、先行投資の有無が将来の競争力の較差につながるとの危機感が芽生え始めていることがあるとの見方を示した。

雇用・所得面について、委員は、雇用者数、賃金がともに増加し、雇用者所得も緩やかに増加を続けているとの認識を共有した。一人の委員は、雇用環境が改善するもとの、求職意欲も強まりつつあり、労働参加率の下げ止まりが明確になってきていると述べた。何人かの委員は、アンケート調査等によれば、大企業の冬季賞与は、夏季賞与以上の伸びになったとみられると指摘した。また、複数の委員は、今春の労使交渉において、好業績企業を中心に賃上げが合意される可能性を指摘し、こうした動きが広がっていけば、企業収益の雇用者所得への波及が一段と強まっていくことが期待されると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移しており、先行きについても、雇用・所得環境の改善を背景に、着実な拡大を続ける可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、乗用車新車登録台数は弱めの動きが続いているものの、家電販売は好調であるほか、年末年始の百貨店売上げも、宝飾品などの高級品を中心に好調であったことを指摘した。この間、一人の委員は、サービス関連消費の捕捉には統計上の限界があり、個人消費の実勢は、現在我々がみている各種の統計が示す以上に強い可能性があるとして述べた。また、別の一人の委員は、2004年度の家計貯蓄率が2.8%にまで低下したことや、配当所得が利子所得を上回ったことを指摘し、これ

らが消費の堅調を下支えしている可能性があるとの見方を示した。さらに別の委員は、株価の上昇に伴う資産効果などを背景に、消費マインドが高まっていることも、好調な消費の背景となっていると述べた。

生産について、委員は、内外の需要が着実に増加するもとで、増加の動きが明確になってきているとの認識を共有した。複数の委員は、鉱工業生産がIT関連分野中心に4か月連続の増加となっていることを指摘し、これまで需要面に比べて回復が遅れ気味であった生産面でも、回復の動きが明確になってきたと述べた。これらの委員は、企業ヒアリングなどを踏まえると、先行きについても、生産の増加が続くと見込まれると付け加えた。この間、一人の委員は、素材関連で在庫調整の動きが続いている点には注意を要するとの見方を示した。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に上昇を続けており、先行きについても、上昇を続けるとの認識を共有した。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、11月は+0.1%と若干のプラスに転じており、先行きについても、景気回復に伴って需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、プラス基調になっていくとの見方で一致した。

やや長い目でみた物価の先行きに関して、何人かの委員は、需給バランスが改善していくことや、賃金が上昇方向にある中でユニット・レーバー・コストからの下押し圧力が減じていくことを踏まえると、一時的な要因に伴う短期的な変動はあるにせよ、消費者物価の前年比プラス基調が定着していくとの見方を示した。この点に関し、一人の委員は、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」や内閣府の「消費動向調査」において、1年後に物価が上昇すると見込む割合が概ね半数となってきていることを指摘し、人々の物価に対する見方は数年前に比べて大きく変化していると述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。

ある委員は、銀行貸出の増加幅が拡大していることを指摘し、貸出金利が依然として低下基調にあることを踏まえると、銀行の貸出姿勢の積極化という供給面の要因が少なからず影響していると考えられると述べたうえで、企業の資金需要の面でも、設備投資が増加を続け、配当や自社株買いも増加するなど動意が窺われつつあるとの見方を示した。この委員は、企業の資金調達コストが総じて低位で推移するもとで、景気回復に伴って企業の投資収益率は大幅に上昇しており、企業金融の緩和度合いは一段と強まっていると続けた。別の複数の委員も、物価情勢の改善に伴い実質金利が低下していることや、景気回復に伴って景気中立的な均衡金利が上昇していることなどを踏まえると、量的緩和政策の金融緩和効果は、導入以降、足もとで最も強力になっていると述べた。

このところの株価について、何人かの委員は、一部企業に対する証券取引法違反容疑の影響もあって、個人投資家の売買などで活況が続いていた新興市場を中心にやや大幅に下落しているが、わが国の景気が着実に回復を続け、企業収益も引き続き好調が見込まれていることを踏まえると、株式市場を巡る基本的な環境に大きな変化が生じている訳ではないとの見方を示した。複数の委員は、昨年央以降の株価上昇は、基本的には企業収益の好調を背景とするものであるが、最近の上昇はあまりに急ピッチであり、今回の件が調整のひとつのきっかけとなった面があると指摘した。別の複数の委員は、超緩和的な金融環境が資産価格の行き過ぎた上昇につながるリスクについて懸念を示した。今後の株価の動向について、何人かの委員は、今回の件が投資家心理や東京市場に対する信認に与える影響を含め、注意してみていく必要があると述べた。

3. 中間評価

以上のような経済・物価・金融面の情勢認識を踏まえ、10月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」との関係では、景気は、内外需がともに着実な増加を続ける中で、「見通し」に比べて幾分上振れて推移すると予想される、国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半の円安を背景に、「見通し」に比べて幾分上振れるものと見込まれる、消費者物価は、概ね「見通し」に沿って推移すると予想される、との見方が共有された。何人かの委員は、わが国の景気は、回復に加速感がついている訳ではないが、内需と外需、企業部門と家計部門のバランスが取れた形となっており、ショックに対する耐性が高まっているとの見方を示した。

当面の注目すべきリスク要因として、多くの委員は、このところ再び上昇している原油価格の動向がインフレ予想や長期金利、ひいては米国をはじめとする海外経済に与える影響を指摘した。そのうえで、上振れ・下振れ要因については、引き続き10月の展望レポートで示した3つの要因に注目していくことが適当であるとの認識を共有した。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、「約束」に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるという認識を共有した。

その上で、複数の委員は、金融機関が資金繰り上必要とする流動性需要が趨勢的に減少していることや、将来の量的緩和政策の解除を円滑に行うためには、出来るだけ市場における自由な金利形成を促しておく必要があること等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。これに対して、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を述べた。

何人かの委員は、消費者物価指数の前年比がプラスに転じるもとの、金融政策の枠組みの変更時期やその後の政策運営に対する市場の関心が一段と高まっていると述べた。この点につき、委員は、量的緩和政策の解除は、今後の経済・物価情勢を丹念に点検したうえで、予断を持つことなく、あくまで「消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上」と言えるかどうかという基準に沿って適切に判断していくとの認識を共有した。

枠組み変更後の金融政策運営に関する情報発信についても、議論が行われた。ある委員は、この点に関する基本的な考え方は、既に展望レポートで示したように、概念的には、極めて低い短期金利の水準を経て、次第に経済・物価情勢に見合った金利水準に調整していくというプロセスを経ること、経済がバランスのとれた持続的な成長過程を辿る中であって物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、全体として余裕をもって進められる可能性が高いということであると述べた。そのうえで、量的緩和政策の枠組みの変更という先例のない状況のもとで、金融市場において経済・物価情勢に応じた円滑な価格形成を促していくためにはどのような具体策が考えられるのかという観点から、今後、さらに議論を深めていく必要があるとの見方を示した。この点に関し、何人かの委員は、フォワード・ルッキングな姿勢が重要であることを強調した。

この間、一人の委員は、量的緩和政策の下では、消費者物価指数を基準とするコミットメントが物価の先行きに対するアンカーとして機能してきたと評価したうえで、金利政策に移行する際には、望ましい物価上昇率を示すことにより、これに代わる新たなアンカーを設定することが必要であるとの見解を示した。これに対して、別の一人の委員は、現在、わが国経済は、物価が需給ギャップに反応しにくいという90年代後半以降の経済構造からの転換点にあり、このように経済構造に関する不透明性が高い状況下において、不確実な知識に基づいて長期的な

物価安定の数値目標を徒に拙速に示すことは、政策運営の透明性向上につながらないだけでなく、場合によっては金融政策に対する信認に悪影響を及ぼすことにもなりかねないと指摘し、数値目標の設定は中長期的な検討課題とすべきであると述べた。これに対し、先の委員は、経済構造の不確実性は常に存在しているとしたうえで、各国の中央銀行も、同様の問題に直面しながら政策運営の透明性を高める努力を行っているとは指摘した。別の一人の委員は、いわゆるインフレーション・ターゲティングは、本来、中長期的な観点から物価目標値の実現を目指すものであるが、現状では、足もとの物価指数に金融政策運営を機械的に連動させる枠組みであると誤解されるリスクが小さくないことを踏まえ、当面は、数値目標を設定することなく、政策運営の透明性を高める方法を模索する方が賢明であるとの見解を示した。さらに別の委員は、物価安定の数値目標の設定に当たっては、物価指数の選択も重要な論点になると指摘した。

こうした議論を通じ、枠組み変更後の情報発信のあり方について、委員は、今後も検討を続けていくこと、その際、政策運営の透明性向上と柔軟性・機動性の確保の適切なバランスを確保することが重要であることについて、認識を共有した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 平成 18 年度予算は、歳出改革路線を堅持・強化した姿となっており、財政健全化に向けた歩みをさらに進め、歳出・歳入一体改革の議論の土台固めを行うことが出来たと考えている。具体的には、医療制度改革、三位一体の改革、公務員総人件費など、様々な改革の成果を反映し、2年連続で一般歳出について前年度の水準以下に抑制するとともに、歳入面では、定率減税について、経済状況の改善を踏まえ廃止することとしている。このように、歳出・歳入両面における取り組みの結果、新規国債発行予定額は 30 兆円を下回るものとなり、一般会計の基礎的財政収支も3年連続で改善した。
- 一方、政府経済見通しにおいては、わが国経済は緩やかな回復を続けており、18 年度には、デフレ脱却の展望が開けるものとしている。
- しかしながら、これは政府・日本銀行一体となった取り組みを前提とするものであり、現状では、デフレ脱却に向け、引き続き最大限の努力が必要である。このことから、日本銀行におかれては、金融政策運営に当たって、経済・物価情勢について慎重かつ総合的にみていくとともに、金融市場及び金利全般に対して十分な目配りをしながら、手を緩めることなくデフレ克服に取り組んで頂きたいと考えている。また、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないよう、金融政策の考え方を市場や国民に丁寧にご説明願いたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、緩やかに回復している。しかし、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は引き続き政府・日本銀行一体となって取り組むべき重要政策課題である。
- 政府は、本日、「平成 18 年度経済見通しと経済財政運営の基本的態度」及び「構造改革と経済財政の中期展望 2005 年度改定」を閣議決定した。中期的には民間需要主導の持続的な成長と両立するような安定的な物価上昇率を定着させることがマクロ経済財政運営の基礎となるが、平成 18 年度には、政府・日本銀行が一体となった取り組みを行うことにより、デフレ脱却の展望が開けると見込んでいる。
- なお、実際の脱却の判断は、消費者物価のみならず、GDPデフレーター等、種々の物価統計をみるとともに、原油価格の高騰等の特殊要因を除いた物価の基調や需給ギャップ

等の背景を総合的に考慮して、慎重に行うことが必要である。

- 日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性をとり、デフレ脱却の重要性に鑑み、実効性のある金融政策運営を行って頂くよう期待する。その上で、望ましい物価水準およびそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示を検討頂き、市場における適切な期待形成を促進することにより、物価安定のもとでの持続的な経済成長と、デフレからの脱却に寄与することを期待する。

採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を 30～35 兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、二人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35 兆円程度」から「27～32 兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員・水野委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場機能の回復を図るため、出来るだけ自由な金利形成を促す必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、金融政策が効果を発揮するにはある程度の時間を要すること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、物価安定のもとでの持続的な景気回復をサポートすることは十分可能であることから、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢を慎重に見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、量的緩和政策解除時の市場の安定を図る上では、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であること、解除のショックを可能な限り小さくするためには、金利を通じた市場との対話が可能な環境を整えていった方が良いこと、当座預金残高目標の引き下げに早めに着手することにより、量的緩和政策解除後の金融政策の正常化のプロセスを連続的に進めやすくなること、当座預金残高目標を引き下げることで、資産インフレのリスクに対して日本銀行としても配慮しているというアナウンスメント効果を期待できることから、反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（1月20日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は1月23日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前回会合（12月15日、16日）の議事要旨が全員一致で承認され、1月25日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2006年1月20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（賛成7反対2）。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以 上

(18 年 2 月 8、9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2006 年 2 月 8 日 (14:00 ~ 15:37)
2 月 9 日 (9:00 ~ 12:14)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	福間年勝	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (8 日)
	赤羽 一嘉	財務副大臣 (9 日)
内閣府	中城 吉郎	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
企画局長	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	白塚重典
企画局企画役	加藤 毅

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（1月19日、20日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、31～34兆円台で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、ゼロ％近傍で推移している。ターム物金利も、総じて低位で安定的に推移している。

株価は、一部企業の業績発表や景気回復期待の高まりを背景に上昇し、最近では、日経平均株価は16千円台後半で推移している。

長期金利は、米国金利の上昇や堅調なわが国経済指標などをを受けて上昇し、最近では1.5％台後半で推移している。

円の為替相場は、全般的に堅調な米国経済指標を受けた海外投資家によるドル買いなどから下落し、足許は117～118円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資を中心に潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。この間、既往のエネルギー高から物価は一時的に高い上昇率を示しているが、基調的なインフレ率は緩やかな上昇となっている。

ユーロエリアでは、景気はなお停滞気味ながら、ユーロ安もあって輸出や生産が持ち直すなど、景気回復に向けた動きが徐々に強まっている。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、エネルギー高の影響が部分的に顕在化しているが、総じてみれば緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、市場予想比強めの経済指標の公表などをを受けて上昇した。株価は、米国ではもみ合いの展開となったが、欧州では上昇した。エマージング金融資本市場では、ほとんどの国・地域で、通貨や株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

4．国内金融経済情勢

（1）実体経済

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。米国向けは、着実な増加を続けており、10～12月については、自動車関連を中心に高い伸びとなっている。昨年央まで伸び悩んでいた中国向けは、7～9月に大幅に増加した後、10～12月も情報関連や自動車関連を中心に堅

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

調な増加となっている。先行きの輸出についても、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続けるもとの、増加を続けていくとみられる。

企業部門の動向をみると、設備投資は引き続き増加している。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると予想される。

家計部門に関し、雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が改善傾向を続ける中、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が出てきていることや、企業収益が高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、指標ごとのばらつきは引き続きみられるが、全体としては底堅く推移している。乗用車の新車登録台数は、昨年後半以降弱い動きが続いてきたが、1月は小型車等を中心に反発した。また、家電販売が順調な増加を続けているほか、全国百貨店売上高も底堅い動きを続けている。一方、旅行取扱額は、均してみれば横這い圏内の動きとなっている。この間、消費者コンフィデンスは改善傾向にある。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、着実な回復を続ける可能性が高い。

生産は、昨年央まで統計上の振れもあって一進一退を繰り返してきたが、秋口以降は増加が続いている。10～12月の生産を業種別にみると、電子部品・デバイスが大幅な増加となっているほか、一般機械や輸送機械も増加している。先行きについては、海外経済の成長が続き、内需の回復基盤もしっかりしていることから、増加基調を続けると考えられる。

在庫については、素材業種の一部等で高めとなっているが、全体としては概ね出荷とバランスしている。

国内企業物価は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に、上昇を続けている。先行きも、当面は国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、10月がゼロ%となった後、11月、12月は前年比+0.1%と若干のプラスで推移している。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、プラス基調になっていくと予想される。

（2）金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。また、民間の資金需要は下げ止まりつつある。こうしたもとの、民間銀行貸出は増加幅が拡大しており、CP・社債の発行残高も前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比1%台で推移しており、マネーサプライ（M2+C D）は前年比2%程度の伸びで推移している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、着実に回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、外需と内需、企業部門と家計部門などがバランスのとれた回復を続けており、こうした姿が先行きも続くことが期待できるとの見方を述べた。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、家計支出や設備投資を中心に着実な拡大を続けており、先行きも潜在成長率近傍の拡大を続ける可能性が高いとの認識を示した。何人かの委員は、10～12月の実質GDP成長率が年率+1.1%と低めの伸びとなったことについて、前期に高い伸びとなった乗用車販売の反動減による個人消費の落ち込み、ハリケーン被害に伴うエネルギー輸入の増加などの一時的な要因や、在庫の増加が予想外に少なかったことが影響したと指摘し、足許の需要動向や雇用環境が改善を続けていることからみて、景気拡大のモメンタムに変調はないとの判断を示した。その上で、何人かの委員は、米国経済の拡大テンポをみていく上では、住宅投資の動向を注意深く確認していく必要があると付け加えた。

米国の物価動向に関しては、何人かの委員が、食品・エネルギーを除くコア消費者物価について、需給改善や労働生産性の低下によるユニット・レーバ・コストの上昇などを背景に緩やかに上昇していると指摘した。複数の委員は、こうした経済・物価動向のもとで、1月のFOMCにおいて25bpsの利上げが行われたことに触れ、市場関係者の間でも、ほぼ中立的な金利水準に近付きつつあるとの見方が強まっており、今後の米国の金融政策運営が注目されるとの見方を示した。別の委員は、市場では、インフレ懸念がある一方、住宅投資の減退懸念もあり、先行きの金融政策運営に不透明感が広がっていると述べた。

東アジア経済について、委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域も総じてみれば緩やかな景気拡大が続いているとの認識を共有した。また、複数の委員は、ユーロエリアでも、ユーロ安による輸出や生産の持ち直しなどから、企業部門を中心に回復に向けた勢いが徐々に強まっていると述べた。

この間、何人かの委員は、世界経済のリスク要因として、引き続き原油をはじめとする国際商品市況の上昇やこれに伴うインフレ心理の高まりについて注意が必要であると述べた。また、ある委員は、中長期的なリスク要因として、グローバル・インバランスの問題は引き続き注意が必要であると付け加えた。

わが国経済について、委員は、輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの見解で一致した。何人かの委員は、昨年央まで伸び悩んでいた中国向けも、夏場に大幅に増加した後、10～12月も着実に増加しており、増加基調が明確になっていると評価した。また、ある委員は、円の実質実効為替レートが1985年以来の円安水準となっていることも輸出の増加傾向を支えることが期待されると指摘した。

国内民間需要について、委員は、企業部門の好調が家計部門に波及し、それが個人消費の増加を通じ企業部門に還流する前向きの循環が働いており、内需拡大による回復の自律性が高まっていることが確認できるとの認識を共有した。

企業部門について、委員は、設備投資は業種・規模を問わず増加を続けており、先行きについても、設備の過剰感が払拭され、高水準の企業収益が続く中で、引き続き増加する可能性が高いとの見方で一致した。ある委員は、企業収益について、かつての増益はリストラ効果を中心とした減収増益であったが、ここ数年の増益の多くは増収増益であり、企業活動の活発化が窺われると敷衍した。

雇用・所得面について、委員は、有効求人倍率が13年ぶりに1倍台を回復するなど、労働需給が改善を続け、企業に人手不足感も表れている中で、雇用者数、賃金がともに増加し、雇用者所得も緩やかに増加を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、冬季賞与が昨冬・昨夏並みの伸びとなり、所定内給与も一般労働者の賃金上昇を主因に緩やかに増加していることを指摘し、こうした動きが広がっていけば、企業収益の雇用者所得への波及が一段と強まるとみられると述べた。

個人消費について、委員は、底堅く推移していると評価した。先行きについても、雇用・所得環境が改善を続け、消費者コンフィデンスも改善傾向にある中で、着実な回復を続ける可能

性が高いとの見方で一致した。ある委員は、消費の底堅さには資産効果も働いているとの見方を示した。一人の委員は、自動車販売の動向や先行きの家計負担の増加等の影響はしっかりと確認していく必要があると付け加えた。

生産について、委員は、内外の需要が着実に増加するもとの増加を続けており、先行きも予測指数や企業ヒアリングなどを踏まえると、増加が続くと見込まれるとの見方を述べた。多くの委員は、生産は、これまでは一時的な要因の影響もあって、需要動向に比べて回復が遅れ気味であったが、電子部品・デバイスや輸送機械等を中心に、回復の動きが明確になってきたと付け加えた。何人かの委員は、出荷も高めの伸びとなっていることを指摘した上で、在庫も、素材関連は軽度の調整局面にあるが、電子部品・デバイスが回復局面にあるなど、鉱工業全体で見れば、概ね出荷とのバランスがとれる状況であるとの見方を示した。

この間、何人かの委員は、米国におけるIT関連分野の労働時間の増加ペースの減速や北米半導体のBBレシオ（受注額を出荷額で割った指数）が1以下に止まっていること等を指摘し、先行きのIT関連分野の生産については、注意深くみていく必要があると指摘した。

物価面について、多くの委員は、国際商品市況について、原油が地政学的リスクを主な背景に高値圏で推移し、非鉄金属等も上昇を続けていることを指摘した。ある委員は、国際商品市況の高騰には、世界的な過剰流動性も影響している可能性があるとして付け加えた。国内企業物価について、委員は、国際商品市況高や昨年後半における円安などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの見方で一致した。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）について、多くの委員は、10月の前年比がゼロ%となった後、11月、12月は前年比+0.1%と若干のプラスが続いたことに言及した。その上で、何人かの委員は、石油製品や電気・電話料金等の特殊要因を除いたベースは、今のところ前年比ほぼゼロ%程度となっていると指摘した。また、別の委員は、コストの一部を最終財価格に転嫁する動きもみられており、消費者の予想インフレ率が高まるもとでは、こうした動きがさらに広がる可能性があるとして指摘した。

先行き1～3月の物価動向について、委員は、1月の東京の消費者物価（除く生鮮食品）が前年比+0.1%であったことから、1月の全国の前年比は、はっきりとしたプラスになると見込まれると述べ、その後も、需給環境の緩やかな改善が続く中、電話料金引き下げの影響が剥落していくこともあって、はっきりとしたプラスになるとの見方で一致した。さらに、その先の物価動向について、何人かの委員は、一時的な要因に伴う短期的な変動はあるにせよ、需給バランスが改善していくことや、賃金が増加方向にある中でユニット・レーバ・コストからの下押し圧力が減っていくことを踏まえると、消費者物価の前年比プラス基調が定着していくとの見方を示した。この間、何人かの委員は、サービス関連の価格が下落から緩やかな上昇に転じていることを指摘した上で、今後、春の価格改定期に賃金引き上げを反映させる動きが出てくるのか注目していきたいと付け加えた。また、別の委員は、4月以降の電気料金は、燃料費調整による引き上げの影響もあって、前年を下回る可能性は低いとの見通しを示した。

一人の委員は、不動産市場の動向に言及し、全般的に上昇しているわけではないが、一部地域では地価・マンション価格共に上昇していると述べ、その動向を注意深くみていきたいと述べた。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。

何人かの委員は、銀行貸出の増加幅が拡大しており、貸出の改善傾向が続いていることを指摘した。このうち一人の委員は、銀行の貸出姿勢が積極化し、貸出金利も低下基調にあることを踏まえると、量・金利の両面から企業の資金調達環境が好転しており、こうした中で、民間総資金調達がほぼ前年並みに回復し、民間の資金需要は下げ止まりつつあるとの見方を述べた。

株価について、何人かの委員は、一部企業に対する証券取引法絡みの事件の影響から一時的に下落したが、その後16千円台まで回復していることに触れ、高水準の企業収益や景気の着実な回復という株式市場を巡る基本的な環境に変化がないことを市場が確認していることの表われとの見方を示した。

長期金利について、複数の委員は、景気の回復に加え、米国長期金利の上昇等もあって、前回会合時に比べ上昇していると述べた。その上で、ある委員は、やや短い年限の金利のボラティリティが高まっていると付け加えた。

・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

当面の金融政策運営について、委員は、「約束」に沿って、量的緩和政策の枠組みを継続することが適当であるという認識を共有した。

委員は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比が10月以降、3ヶ月連続でゼロ%以上となったが、なお小幅のプラスであることから、「安定的にゼロ%以上」となったとは言えず、引き続き、消費者物価指数やその背後にある経済の動きを点検していく必要があるとの認識で一致した。また、枠組みの変更は、あくまで2001年3月に公表した消費者物価指数に基づく約束の基準に沿って、適切に判断していくことが改めて確認された。その上で、何人かの委員は、今後公表される消費者物価指数は、はっきりとしたプラスとなることが予想されるので、「安定的にゼロ%以上となった」と言えるかどうかの判断が、今後これまでに重要な局面になってくると述べた。

こうしたもとの、大方の委員は、「なお書き」を含めて、現在の金融市場調節方針を継続することが適当であるとの見解を示した。これに対して、複数の委員は、景気回復が明確になる中、異例な金融緩和策を継続することは、資源配分に歪みを生じ实体经济に悪影響を与える可能性があることや、解除後には当座預金残高を漸進的に引き下げる方針である旨を今の段階から明確にする趣旨等から、現時点で当座預金残高目標を減額することが適当であるとの見解を示した。

会合では、金融政策の枠組み変更後の政策運営の考え方についても議論が行われた。

基本的な考え方としては、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持していける可能性が高いとの認識が、委員の間で改めて確認された。一人の委員は、解除後も緩和的な金融環境が続くという意味で、政策は連続線上にあることの市場の理解をさらに求めていくことが大切と述べた。

その上で、多くの委員は、枠組み変更時において、金融政策運営の透明性をどのように確保していくか、引き続き検討していく必要があると述べた。

ある委員は、そうした検討に当たっては、望ましい物価上昇率や先行きの金融政策運営に関する基本的な考え方を示すことが考え得ると述べた。別の委員は、再びデフレに戻らない程度の物価上昇率を示すことで、経済・物価の先行き見通しにアンカーを提供することができ、市場における安定的な期待形成にも資するのではないかと見解を示した。複数の委員は、いわゆるインフレーション・ターゲティングについて、本来は、中長期的に物価目標値の実現を目指すものであり、経済情勢等に応じて柔軟な政策運営を行うことが出来る枠組みとして位置付けられているが、この点の理解がわが国で十分浸透しているか疑問があると述べた。ある委員は、わが国では、過去の経験からも、国民の予想物価上昇率は低く、インフレに対する拒否反応が強いことを意識することが大事であると述べた。別の複数の委員は、望ましい物価上昇率について何らかの数値を示していくのであれば、その際に、政策運営の機動性と柔軟性が確保できるかどうか、という点も踏まえつつ、検討していくことが大事であると述べた。

こうした議論を通じ、委員は、金融政策運営の透明性確保のための具体的な方法は、今後、諸外国の例も参考にしながら検討していく必要があるが、基本は、金融経済情勢に関する判断と政策運営に関する考え方を丁寧に説明していくことである、その上で、フォワード・ルッキングな視点を組み込んでいく、その際には、透明性と柔軟性のバランスの取れたものとする事が重要である、との認識を共有した。

・政府からの出席者の発言

会合では、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、1月27日に公表された12月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）においても、11月に続き、極めて小幅ながら前年同月比プラスとなり、デフレ脱却に向けた改善がみられるものの、GDPデフレーターなど他の物価関連統計を含め、物価についての基調やその背景を総合的に考慮すると、デフレ状況は、緩やかながら、依然として続いているものと考えられる。
- 景気回復を持続的なものとするとともに、デフレからの脱却を果たすことは、政府・日銀が一体となって取り組むべき最も重要な政策課題である。これを確実なものとするため、金融政策運営において、デフレ克服に向けて手を緩めることなく取り組んでいただくとともに、経済・物価情勢について総合的に考慮し、慎重な判断をしていただきたいと考えている。
- また、金融当局として、金融市場および金利全般に対して十分な目配りをしていただくとともに、金融政策の先行きに関する憶測で市場が不安定になることのないよう、金融政策の考え方を市場や国民に丁寧に説明願いたいと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については、緩やかに回復している。しかしながら、依然としてデフレの状況は続いており、その克服は引き続き政府・日銀一体となって取り組むべき重要政策課題である。
- 平成18年度には、デフレ脱却の展望が開けると見込んでいるが、実際の脱却の判断は、消費者物価のみならず、GDPデフレーター等、種々の物価統計をみるとともに、原油価格の高騰等の特殊要因を除いた物価の基調や需給ギャップ等の背景を総合的に考慮して、慎重に行うことが必要である。また、中期的には民間需要主導の持続的な成長と両立するような安定的な物価上昇率を定着させることがマクロ経済財政運営の基礎となる。
- 日本銀行におかれては、政府の経済の展望と整合性を取り、デフレ脱却の重要性に鑑み、実効性のある金融政策運営を行っていただくよう期待する。その上で、望ましい物価水準およびそこに至る通過点の考え方を含めた今後の道筋の提示をご検討いただき、市場における適切な期待形成を促進することにより、デフレからの脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長に寄与されることを期待する。

・採決

以上の議論を踏まえ、多くの委員は、当面の金融市場調節方針については、当座預金残高目標を30～35兆円程度とする現在の調節方針について、「なお書き」を含め、現状を維持することが適当である、との考え方を示した。

これに対し、二人の委員は、当座預金残高目標を現行の「30～35兆円程度」から「27～32

兆円程度」に引き下げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

福間委員・水野委員からは、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、「日本銀行当座預金残高が 27～32 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：福間委員、水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

日本銀行当座預金残高が 30～35 兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、西村委員

反対：福間委員、水野委員

福間委員は、市場機能の回復を図るため、自由な金利形成を促す必要があること、金融政策運営の機動性・柔軟性を高めるため、資金供給オペの短期化を図っていく必要があること、金融政策が効果を発揮するにはある程度の時間を要すること、「約束」に沿ってゼロ金利を継続することにより、物価安定のもとでの持続的な景気回復をサポートすることは十分可能であることから、量的緩和政策の枠組みの維持に支障を及ぼさない範囲で、経済金融情勢、市場の状況を見極めながら漸進的・段階的に当座預金残高目標を削減していくべきであるとして、反対した。

水野委員は、量的緩和政策解除時の市場の安定を図る上では、当座預金残高を短期間で集中して引き下げるのではなく、市場の実勢に合わせて修正に着手することが適当であること、解除のショックを可能な限り小さくするためには、金利を通じた市場との対話が可能な環境を整えていった方が良く、当座預金残高目標を引き

下げることにより、資産インフレのリスクに対する日本銀行の配慮を示すことが期待できること、当座預金残高目標の小幅引き下げにより解除後の引き下げを漸進的に行う方針を明らかにできることから、反対した。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（2月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は2月10日に、それぞれ公表することとされた。

以 上

(別 添)

2006年2月9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(賛成7反対2)。

日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。

なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。

以 上

(18 年 3 月 8、9 日開催分)

(開催要領)

1 . 開催日時 : 2006 年 3 月 8 日 (14:00 ~ 15:50)
3 月 9 日 (9:00 ~ 14:07)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	福井俊彦	(総 裁)
	武藤敏郎	(副 総 裁)
	岩田一政	(")
	須田美矢子	(審議委員)
	中原 眞	(")
	春 英彦	(")
	水野温氏	(")
	西村清彦	(")

本会合を欠席した福間年勝 (審議委員) から、政策委員
会議事規則第 4 条第 2 項に基づき、議長を通じて、本会合
に付議される事項について、書面により意見が提出された。

4 . 政府からの出席者 :

財務省	杉本 和行	大臣官房総括審議官 (8 日)
	赤羽 一嘉	財務副大臣 (9 日)
内閣府	中城 吉郎	内閣府審議官

(執行部からの報告者)

理事	平野英治
理事	白川方明
理事	山本 晃
理事 (企画局長)	山口廣秀
企画局企画役	内田眞一 (8日 9日9:00~11:50、12:00~14:07)
金融市場局長	中曾 宏
調査統計局長	早川英男
調査統計局参事役	門間一夫
国際局長	堀井昭成

(事務局)

政策委員会室長	中山泰男
政策委員会室審議役	神津多可思
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅 (8日 9日9:00~11:50、12:09~14:07)
企画局企画役	武田直己

・金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（2月8日、9日）で決定された方針¹に従って運営した。この結果、当座預金残高は、30～34兆円台で推移した。

2．金融・為替市場動向

短期金融市場では、無担保コールレート翌日物（加重平均値）は、ゼロ%近傍で推移している。ターム物金利は、上昇した。

株価は、金融政策変更に対する思惑などを材料に下落し、最近では、日経平均株価は15,000円台後半で推移している。

長期金利は、概ね横這い圏内の動きとなり、最近では1.6%台前半で推移している。

円の為替相場は、金融政策変更に対する思惑を背景とした円買いなどから上昇した後、海外投資家によるドル買いがみられたことなどから下落し、最近では116～117円台で推移している。

3．海外金融経済情勢

米国経済は、家計支出や設備投資を中心に潜在成長率近傍の着実な景気拡大が続いている。

ユーロエリアでは、景気はなお停滞気味ながら、ユーロ安もあって輸出や生産が持ち直すなど、景気回復に向けた動きが徐々に強まっている。

東アジアをみると、中国では、内外需とも力強い拡大が続いている。NIEs、ASEAN諸国・地域では、エネルギー高の影響が部分的に顕在化しているが、総じて緩やかな景気拡大が続いている。

米欧の金融資本市場をみると、長期金利は、横這い圏内で推移した。株価は、米欧とも、概ね堅調に推移した。エマージング金融資本市場では、総じてみれば多くの国・地域で、通貨や株価が上昇し、対米国債スプレッドが縮小した。

4．国内金融経済情勢

（1）实体经济

輸出は、海外経済の拡大を背景に、増加を続けている。米国向けは、着実な増加を続けており、最近では、自動車関連を中心に高い伸びとなっている。EU向けやNIEs向けも緩やかな増加基調にある。先行きの輸出についても、海外経済が米国、東アジアを中心に拡大を続けるもとで、増加を続けていくとみられる。

企業部門の動向をみると、設備投資は引き続き増加している。先行きも、内外需要の増加や高水準の企業収益が続く見込みのもとで、引き続き増加すると予想される。

¹ 「日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。また、資金供給に対する金融機関の応札状況などから資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうるものとする。」

家計部門に関し、雇用・所得環境をみると、労働需給に関する諸指標が改善傾向を続ける中、雇用と賃金の改善を反映して、雇用者所得は緩やかな増加を続けている。先行きについても、雇用不足感が出てきていることや、企業収益が高水準を続けるとみられることなどから、雇用者所得は緩やかな増加を続ける可能性が高い。

個人消費は、底堅さを増している。乗用車の新車登録台数は、昨年後半に弱い動きを続けたが、本年入り後は持ち直している。また、家電販売が順調な増加を続けているほか、全国百貨店売上高も底堅く推移している。先行きの個人消費については、雇用者所得の緩やかな増加等を背景に、着実な増加を続ける可能性が高い。

生産は、内外需の増加を背景に、増加が続いている。1月の鉱工業生産は6ヶ月連続の増加となった。先行きについても、増加基調を続けると考えられる。在庫については、概ね出荷とバランスしている。

国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、上昇を続けている。先行きも、当面は国際商品市況高の影響などから、上昇を続けるとみられる。消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比は、11月、12月は+0.1%と若干のプラスで推移した後、1月は+0.5%とプラス幅が拡大した。先行きについては、需給環境の緩やかな改善が続く中、若干の振れを伴いつつもプラス基調で推移していくと予想される。

(2) 金融環境

企業金融を巡る環境は、総じて緩和の方向にある。民間銀行の貸出姿勢は緩和してきており、企業からみた金融機関の貸出態度も引き続き改善している。また、民間の資金需要は下げ止まりつつある。こうしたもとで、民間銀行貸出は増加幅が拡大しており、CP・社債の発行残高も前年を上回る水準で推移している。

マネタリーベースの伸び率は前年比2%程度となっており、マネーサプライ(M2+C D)も前年比1%台の伸びで推移している。

・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

1. 経済情勢

経済情勢について、委員は、わが国の景気は、着実に回復を続けているとの認識で一致した。多くの委員は、外需と内需、企業部門と家計部門がともに回復し、生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムが働く環境が整っており、先行きも息の長い回復が期待できるとの見方を述べた。

海外経済に関して、委員は、米国や東アジアを中心に拡大が続いており、先行きも拡大を続けるとの見方を共有した。

米国経済について、多くの委員は、家計支出や設備投資を中心に着実な拡大を続けており、先行きも潜在成長率近傍の拡大を続ける可能性が高いとの認識を示した。複数の委員は、住宅販売は減速しつつあると付け加えた。

東アジア経済について、委員は、中国では内外需ともに力強い拡大が続いており、NIEs、ASEAN諸国・地域も総じてみれば緩やかな景気拡大が続いているとの認識を共有した。

この間、何人かの委員は、世界経済のリスク要因として、原油をはじめとする国際商品市況の上昇やこれに伴うインフレ心理の高まり、米国における長期金利上昇の可能性などについて注意が必要であると述べた。また、ある委員は、中長期的なリスク要因として、グローバル・

インバランスが国際金融市場に及ぼし得る影響には引き続き注意が必要であると付け加えた。

わが国経済について、委員は、輸出は海外経済の拡大を背景に増加を続けており、先行きも、増加を続けていく可能性が高いとの見解で一致した。

国内民間需要について、委員は、高水準の企業収益を背景に設備投資は増加を続けているほか、企業部門の好調が家計部門に波及するも、個人消費は底堅さを増しているとの認識を共有した。

企業部門について、委員は、設備投資は増加を続けており、先行きについても、設備の過剰感が払拭され、高水準の企業収益が続く中で、引き続き増加する可能性が高いとの認識を共有した。何人かの委員は、法人企業統計の10～12月の設備投資は中堅中小企業を中心に減少したが、これは一時的な振れの面が大きいと考えられ、機械受注などの先行指標からみても、設備投資は増加基調をたどっているものと考えられると指摘した。この間、一人の委員は、企業の損益分岐点や労働分配率が上昇に転じる気配が窺われることなどから、今後の企業収益の動向については注意してみていく必要があると述べた。

雇用・所得面について、委員は、有効求人倍率が2ヶ月連続で1.0倍を超えるなど、労働需給が改善を続け、企業に人手不足感が表れている中で、雇用者数、賃金がともに増加し、雇用者所得も緩やかに増加を続けているとの認識を共有した。

個人消費について、委員は、底堅さを増しており、先行きについても、雇用・所得環境が改善を続け、消費者コンフィデンスも改善傾向にある中で、着実な回復を続ける可能性が高いとの見方で一致した。何人かの委員は、昨年後半に弱い動きを続けた新車登録台数も、本年入り後は、新車投入効果もあって持ち直していると指摘した。一人の委員は、GDPベースの個人消費は4四半期連続で増加していることに言及した。また、複数の委員は、高額商品の販売が好調であり、株価上昇等の資産効果が出ている可能性があるとして述べた。

生産について、委員は、内外需要の増加を背景に増加を続けており、先行きも予測指数や企業からの聞き取り調査の結果を踏まえると、増加が続くと見込まれるとの見方を述べた。

この間、複数の委員は、IT関連財の今後の生産動向はよくみていく必要があると述べた。

物価面について、委員は、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に上昇を続けており、先行きも上昇を続けるとの見方で一致した。複数の委員は、国際商品市況について、原油は地政学的リスクを主な背景に高値圏で推移しており、引き続き警戒感をもってみていく必要があると述べた。

消費者物価（全国、除く生鮮食品）について、各委員は、10月の前年比がゼロ%、11月、12月は前年比+0.1%と若干のプラスとなった後、1月は前年比+0.5%と比較的はっきりとしたプラスとなったことに言及した。その上で、多くの委員は、石油製品や電気・電話料金等の特殊要因を除いたベースでも、前年比+0.2%のプラスとなっていると指摘した。一人の委員は、2月の東京の消費者物価の前年比は1月からプラス幅を拡大していると指摘した。また、ある委員は、消費者物価の前年比を刈り込み平均でも、プラスになっていると述べた。さらに、別の委員は、財とサービス別にみた刈り込み平均は、サービスでプラス幅が拡大し、財についてもマイナス幅が縮小していると述べた。複数の委員は、消費者物価の前年比を品目毎にみると、11月以降、多くの品目でプラス方向への変化が定着しつつあると述べた。

先行きの消費者物価の動向について、多くの委員は、景気が着実に回復を続ける中、経済全体の需給ギャップは緩やかな改善がみられるほか、ユニット・レーバ・コストの動きをみても、生産性の上昇は続いているが、賃金も上昇に転じており、下押し圧力は減じていると述べた。また、ある委員は、家計や企業の物価見通しも上振れてきていると指摘した。別の委員は、ウェイトの大きい住居費で帰属家賃の上昇が明確化していることや、労働需給の引き締まりに伴い様々な財・サービス価格に上昇の動きが窺われていること、品質調整で大きく下げてきた

パソコンの下げ幅も縮小していることに言及した。大方の委員は、毎月の計数は、多少の振れも見込まれるが、物価環境の改善を前提とすれば、消費者物価指数の前年比はプラス基調が定着していくと判断できるとの認識を共有した。

2. 金融面の動向

金融面に関して、委員は、極めて緩和的な金融環境が続いているとの認識を共有した。

ある委員は、銀行貸出（特殊要因調整後）は、昨年夏にプラスに転じた後、増加幅を拡大してきていること、金融機関の貸出姿勢が積極化するもとの、民間の資金需要は下げ止まってきていることを指摘した上で、金融情勢面からも、景気回復の動きがよりしっかりしたものとなっていることが窺われると述べた。

株価について、何人かの委員は、このところ15,000円台後半で神経質な展開となっているが、高水準の企業収益や景気の着実な回復という株式市場を巡る基本的な環境に変化がないとの見方を示した。

長期金利について、何人かの委員は、1.6%前後と概ね横這い圏内の動きであるが、中期ゾーンまでの金利については、金融政策に関する思惑もあって、上昇していると指摘した。複数の委員は、量的緩和政策の解除はかなり市場に織り込まれていると付け加えた。

. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

1. 金融市場調節方針について

次に、当面の金融政策運営について検討が行われた。

大方の委員は、上述の経済・物価情勢に関する判断を踏まえると、2001年3月の量的緩和政策導入時に示した「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続ける」との「約束」の条件は満たされたと判断できると述べた。こうした判断を踏まえ、大方の委員は、当面の金融政策運営について、量的緩和政策という金融政策の枠組みを変更し、金利を操作目標とする政策に移行した上で、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ%で推移するように促すことが適当であるとの認識を共有した。これに関して、複数の委員は、当座預金残高が所要準備を上回るもとの、無担保コールレートは、基本的にゼロ%近辺で推移することが多いと考えられるが、短期金融市場の機能が十分に回復するまでの間は、決済の集中など何らかの理由で資金需給が逼迫する場合などに、摩擦的に金利が幾分上昇する可能性もあるとの見方を示し、金融市場調節方針としては「概ねゼロ%」という表現が適当であると述べた。

この間、一人の委員は、消費者物価のプラス基調が定着したと判断するにはもう少し時間をかけて分析すべきであるほか、期末の時期に量的緩和政策を解除することには市場の安定という面でリスクが残るなどの理由から、今回は解除を見送り、出来れば4月の展望レポート時、または早くとも4月第1回の会合で解除するべきであると述べた。

これに対して、複数の委員は、1、2ヶ月待ったとしても、「約束」の条件の充足について、新たな判断材料が加わるとは考え難いとの見解を示した。また、別の複数の委員は、量的緩和政策は、金融政策の機動性低下や市場機能の低下といった問題を内包する異例の政策であり、「約束」の条件が満たされたと判断される以上、早期に金利を操作目標とする政策に移行することが適当であると述べた。

2. 金融市場調節面の措置について

続いて、量的緩和政策を解除する場合の金融市場調節面の措置について、意見が出された。多くの委員は、量的緩和政策のもとで、長い間、金融機関は多額の日銀当座預金残高や資金供

給オペレーションを前提とした資金繰りを行ってきたことを踏まえると、当座預金残高を所要準備に向けて削減していく過程では、金融市場調節面の配慮が必要であると述べた。そうした観点から、多くの委員は、当座預金残高の削減は、数ヶ月程度を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めることが適当であると述べた。また、これらの委員は、補完貸付については、現行の適用金利（0.1%）を据え置いた上で、2003年3月以降実施している利用日数に関して上限を設けない臨時措置を当面継続することが適当であるとの見解を示した。さらに、多くの委員は、当座預金残高の削減は、短期の資金オペレーションで対応し、長期国債の買入れについては、先行きの本行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面はこれまでと同じ金額、頻度で実施していくことが適当であると述べた。

3. 金融政策運営の対外的説明について

会合では、量的緩和政策の変更後における金融政策運営の対外的説明についても議論が行われた。

多くの委員は、この先、金利政策のもとで、金融政策の柔軟性を損なわず、かつ透明性をしっかりと確保しながら、政策を運営し、対外的説明を行っていくためには、新しい枠組みが必要ではないかとの認識を示した。

そうした観点から、まず、多くの委員は、金融政策の目的である「物価の安定」に関する考え方を整理し、公表していくことが重要であるとの認識を示した。その上で、多くの委員は、金融政策に対する予測可能性を高めていくためには、日本銀行が経済・物価情勢を点検していく際にどのような基本的な視点をもっているのか、より明確に示していくとともに、そうした点検を踏まえて、当面の金融政策運営についてどのように考えているか整理し、対外的に示していくことが必要であるとの認識を示した。

物価の安定について、多くの委員は、2000年10月に日本銀行が示した「『物価の安定』についての考え方」にあるように、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と考えられると述べた。これらの委員は、物価の安定は中長期的に目指すべきものであること、金融政策運営に当たっては、政策の効果波及にラグがあることを踏まえ、フォワード・ルッキングな姿勢で臨むことが重要であることを強調した。また、多くの委員は、物価情勢を点検する際の具体的な指標としては、家計が消費する財・サービスを対象とし、国民に身近でかつ速報性も高い、消費者物価指数が基本となるとの見解を述べた。これについて、一人の委員は、コアベースの消費者物価と総合ベースの消費者物価のいずれでみるべきか明確化すべきではないかと指摘した。これに対して、何人かの委員は、コアベースの指標でみる意味は、短期的な変動要因を除去するところにあるが、中長期的には、短期的な変動は均されるため、基本的に両者を区別することには意味はなくなると考えられると指摘した。

多くの委員は、概念上の「物価の安定」は、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態と考えられるとした上で、デフレ・スパイラルに陥るリスクを回避する観点から、消費者物価指数の前年比でみて、若干のプラス（「のりしろ」）を許容したとしても、「物価の安定」の範囲内と言えると指摘した。これに関して、何人かの委員は、統計作成当局の努力もあって、わが国の消費者物価のバイアスは大きくないとみられると述べた。また、物価下落のリスクに備えた「のりしろ」について、一人の委員は、名目賃金の下方硬直性が小さくなっているとみられること、今後潜在成長率の上昇が期待できること、金融システムが安定を回復していることなどを考慮すると、必要な「のりしろ」は大きなものではないとの見方を示した。別の委員は、考慮すべきバイアスや必要な「のりしろ」について、それぞれに厳密な一つの数字で示すことは出来ないが、その存在を認めた上で、金融政策運営に当たって、物価安定と考える数値的なイメージを議論することが重要であると述べた。

多くの委員は、わが国のインフレ率が過去数十年間海外主要国よりも低かったことや、1990

年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきたことから、国民が物価の安定と考える物価上昇率はかなり低くなっている可能性があり、金融政策運営に当たってはそうした点にも留意する必要があると指摘した。

委員は、こうした議論を踏まえ、金融政策に当たって、「中長期的にみて物価が安定している」と理解する物価上昇率は、現時点では、海外主要国よりも低めになるとの見方を共有した。

さらに、こうした中長期的な物価安定の理解を、数値化し対外的に示していくべきかどうかについて、議論が行われた。一人の委員は、対外的に示す数値の位置付けについて、日本銀行という組織として一本化されたインフレ目標値や参照値、物価安定の数値的定義ではなく、各政策委員が、金融政策運営の判断に際し念頭に置く、物価安定の数値的な理解であることを共有できなければ、数値の公表には賛成できないと述べた。同委員は、こうした位置付けに誤解が生じると、金融政策運営の透明性の観点でも逆効果であると指摘した。何人かの委員は、物価の安定は、その時々物価形成メカニズムに応じて変化し得るものであり、現在のように経済構造の転換期にあっては、政策委員会として一つの数字にまとめたインフレ目標値や参照値、あるいは物価安定の数値的定義を示すことは難しく、各委員が物価安定と理解する数値的イメージについて議論し、その内容を公表していくことが、金融政策の透明性を確保する観点から有益であると述べた。委員は、数値的なイメージを公表する場合、数値に基づき機械的に政策運営を行うというのではなく、各政策委員が上述のような物価の安定についての基本的な考え方を踏まえ、かつ、各々の数値的なイメージを念頭に置いた上で、情勢判断を行い、金融政策を運営するものと位置付けられるという点を強調した。

こうした議論を経て、委員は、金融政策運営に当たって、各委員が「中長期的に物価が安定している」と理解する物価上昇率について、具体的な数値を含め、議論を行った。

複数の委員は、バイアスの存在や物価の継続的下落に陥らないための「のりしろ」を踏まえると、2%よりは低くとも、1%よりは高いくらいが適当であると述べた。何人かの委員は、国民が物価の安定と考える物価上昇率がかなり低くなっている可能性を踏まえた上で、バイアスの存在や「のりしろ」の必要性も勘案すると、1%程度を挟んだ範囲で考えるべきであると述べた。別の何人かの委員は、わが国のインフレ率は過去数十年間低く、国民が物価の安定と感じる水準も低いとみられることは重要であり、1%を下回る水準である程度の幅をもって考えるべきであると述べた。このうち一人の委員は、平均的な国民が物価安定と考える状態に対応する消費者物価上昇率は、指数のバイアスや国民の消費パターン分布を勘案すると、1%より若干低いレベルを中心とする範囲になると述べた。別の委員は、名目賃金の下方硬直性の低下等から必要な「のりしろ」は縮小しており、中心値は0%に近いプラスと考えられると述べた。

こうした議論を踏まえて、ある委員は、中長期的な物価安定の理解については、日本経済の構造変化が激しい中で、バイアス、「のりしろ」、国民が物価安定と考える物価上昇率、に関する見方やそのうち何を重視するかといった点で、委員の間で幅があるが、消費者物価指数の上昇率でみて、0~2%程度であれば、この範囲をカバーしており、各委員の理解と大きくは異ならないと考えられ、また、中心値については、一部に低めの委員がいたことから、大勢として、概ね1%の前後で分散していたと思うとの見方を示した。また、同委員は、こうした内容を公表していくことが考えられると述べた。別の委員も、そのような集約の仕方が適当であると述べた。何人かの委員は、今後、経済構造の変化に伴って物価形成メカニズムが変われば、物価の安定もそれに伴って変化し得る性格のものであるため、各政策委員が金融政策運営の判断に際し念頭に置く、中長期的な物価安定の理解については、原則1年程度で定期的にこれを見直していくことが適当であるとの認識を示した。

多くの委員は、金融政策運営の運営方針を決定する際には、経済・物価情勢の点検が大事であり、日本銀行がそうした点検を行う際の「柱」となる視点ないしポイントを対外的に明確化することが有益であると述べた。複数の委員は、今後の金融政策運営に当たっては、経済・物

物価情勢を総合的に判断してフォワード・ルッキングに政策を実施していくことになるが、その際、総合判断のポイントをよりシステマティックなかたちで示していく努力が重要であると述べた。

そうした観点から、多くの委員は、展望レポートで示している先行き1年から2年程度の経済・物価情勢について、最も蓋然性の高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかどうかという観点から点検していくことが重要であると述べた。

あわせて、多くの委員は、展望レポートの見通しは、先行き1年から2年の蓋然性の高い見通しであるので、それを超える長期的な経済・物価情勢に影響を与える要因や、見通しのとおりにならないリスクなど、金融政策に当たって重視すべき様々なリスクを点検していく必要があると指摘した。複数の委員は、そうしたリスクの例として、高インフレや、パブル、デフレ・スパイラルなど発生確率は必ずしも高くなくとも、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスクや、金融環境、資産価格、人々のインフレ予想など中長期的な経済・物価情勢に影響を与える要因が考えられると述べた。

また、多くの委員は、こうした2つの柱からの経済・物価情勢の点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、展望レポートなどで定期的に公表していくことが適当であるとの認識を示した。

複数の委員は、こうした、物価安定の明確化、2つの柱に基づく経済・物価情勢の判断、当面の金融政策運営の考え方の整理という枠組みは、わが国経済の現状を踏まえた上で、日本銀行として独自の透明性ある金融政策の枠組みを新たに構築するものであると述べた。

4. 当面の金融政策運営の考え方について

さらに、当面の金融政策運営の考え方について、意見が出された。ある委員は、1つ目の柱である先行き1年から2年の経済・物価情勢の点検については、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高いと述べた。また、同委員は、2つ目の柱であるより長期的な視点からのリスク要因の点検については、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べて好転しているもとで、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると、経済活動の振幅が大きくなるリスクには留意する必要があるとの認識を示した。他の委員も、こうした整理に同意した。

こうした点検を踏まえた上で、先行きの金融政策運営について、複数の委員は、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うこととなるが、この場合、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、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できるとの認識を示した。他の委員も、こうした見解に同意した。

議案の提出

以上の議論を踏まえ、議長から、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の3つの議案が提出された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

1. 金融市場調節の操作目標を、日本銀行当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更すること。
2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ%で推移するように促す。

3. 対外公表文は、別途決定すること。

「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案（議長案）

標題の件に関し、別紙（別添1参照）のとおり対外公表すること。

「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の公表に関する議案（議長案）

標題の件に関し、別紙（別添2参照）のとおり対外公表すること。

政府からの出席者の発言

議長が金融市場調節方針の変更および新たな金融政策運営の枠組みの導入についての議案を取りまとめたことを受け、財務省および内閣府の出席者より、議案への対応について政府部内の意見を調整し、また、必要に応じて財務大臣および経済財政政策担当大臣と連絡を取るため、会議の一時中断の申し出があった。議長はこれを承諾した（午後1時17分中断、午後1時46分再開）。

会議再開後、財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国経済の現状をみると、昨年10～12月期のGDP速報において、実質GDPが対前期比1.4%増になるなど景気は回復している。また、1月の消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率は0.5%となっており、これで4ヶ月連続のゼロ以上となるなど、物価の基調的な動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にあるものの、デフレ状況は少しずつ改善しているのではないかと考えられ、この改善を継続する必要がある。
- 先程、量的緩和政策を解除する旨の議案および新たな金融政策運営の枠組みに関する議案が議長より提出された。
- 政府としては、量的緩和政策の解除については、デフレ脱却に向け政府・日銀一体で粘り強く取り組む必要があることや、市場の安定にとりわけ配慮が必要な時期であることを十分考慮に入れた上で、ご判断頂きたいと考えている。
- 量的緩和政策が解除される場合には、实体经济との関係では、景況感に地域差がある中で、デフレ脱却を確実なものとするため、量的緩和解除後も、いわゆるゼロ金利の継続により、金融面から経済を十分に支えて頂くことが必要と考えている。また、市場の安定が確保されるような金融政策運営が必要と考えている。具体的には、量的緩和解除後、当座預金残高の縮減を市場の状況を見ながら慎重に行うなど、市場が不安定とならないよう適切な金融調節を実施すること、市場は憶測で動いて不安定になることもあるので、量的緩和解除後の金融政策の考え方や道筋について透明性を高めること、長期金利を含めた金利

全般に目配りしていく姿勢を明確にするとともに、長期国債の買入れ額については、現状を維持すること、が必要であると考えている。

- 本日の議論および先程の議案に照らせば、これらの点について、日本銀行にも認識を共有して頂けるものと理解したので、量的緩和政策の解除については、政策決定会合のご判断を尊重したいと思う。日本銀行におかれては、景気回復を持続的なものとし、デフレからの脱却を果たすことが重要な政策課題であることを踏まえ、逆戻りすることがないよう、責任を持って金融面から経済を支えて頂きたいと思う。引き続き、政府の経済政策と整合的な、適切な金融政策の運営に努められることを期待している。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 景気の現状については2月の月例経済報告で上方修正したように景気は回復していると判断している。しかしながら、物価の基調的な動向を総合してみると、依然として緩やかなデフレが続いている。したがって、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」「構造改革と経済財政の中期展望」「経済見通しと経済財政運営の基本的態度」といった閣議決定等で繰り返し表明している18年度でのデフレ脱却という政府目標の達成が極めて重要である。
- 日本銀行におかれては、量的緩和政策の解除の検討に当たっては、この政府の経済政策の基本方針との整合性を十分考慮頂き、引き続き政府・日銀一体となったデフレ脱却に向けた取り組みを行って頂くことを改めて強く要望する。また、量的緩和政策解除の場合には、これまでの金融政策の目安が消滅することから、市場や国民の経済に対する予測可能性を高め、期待を安定化させるという国民への説明責任を果たすため、今後の日銀としての金融政策の透明性のある枠組みを示して頂くことを期待する。

採決

このあと、議長から提出された3つの議案が、(1) 金融市場調節方針に関する議案、(2) 「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案、(3) 「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の公表に関する議案、の順に採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案(議長案)は、採決の結果、賛成7反対1で議決された。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、春委員、水野委員、西村委員

反対：中原委員

中原委員は、現状の景気判断においては、多数意見と基本的に相違はないものの、消費者物価指数の実績が安定的にプラスであると判断するには、もう少し検証する方が良く、先行き消費者物価がマイナスになることがないかどうかを判断するには展望レポートに準じた慎重な分析と検証が必要であること、今後4月にかけて公表される3月短観その他の指標が解除判断を行うに当たり重要と思われること、期末という市場にとって一つの節目である時期に解除を行うことのリスクが残る一方、これを4月に延期することのコストは殆どないと思われること、から反対した。

「金融市場調節方針の変更について」の公表に関する議案（議長案）は、採決の結果、全員一致で議決された。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の公表に関する議案（議長案）は、採決の結果、全員一致で議決された。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、中原委員、春委員、水野委員、西村委員

また、「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」で示された「『物価の安定』についての考え方」に関する背景説明の資料を執行部において作成し、3月10日に公表することが了承された。

上記採決の後、政府からの出席者は、景気回復を持続的なものとし、デフレからの脱却を果たすことが重要な政策課題であることを踏まえ、責任を持って金融面から経済を支えて頂くとともに、市場の安定化のためには、経済・物価の情勢や先行きの見方、デフレ脱却との関係等について、丁寧にご説明頂きたい、との趣旨の発言を行った。なお、政府からの出席者は、本日の政府側の対応については、本日中に公表する予定であると付け加えた。

・金融経済月報「基本的見解」の検討

当月の金融経済月報に掲載する「基本的見解」が検討され、採決に付された。採決の結果、「基本的見解」が全員一致で決定された。

この「基本的見解」は当日（3月9日）中に、また、これに背景説明を加えた「金融経済月報」は3月10日に、それぞれ公表することとされた。

・議事要旨の承認

前々回会合（1月19日、20日）および前回会合（2月8日、9日）の議事要旨が全員一致で承認され、3月14日に公表することとされた。

・先行き半年間の金融政策決定会合等の日程の承認

最後に、2006年4月～9月における金融政策決定会合等の日程が別添3のとおり承認され、即日公表することとされた。

以 上

(別添 1)

2006年3月9日
日 本 銀 行

金融市場調節方針の変更について

(金融市場調節方針の変更)

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高（以下、「当座預金残高」）から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、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（別添）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。

(金融市場調節面の措置)

当座預金残高については、所要準備額に向けて削減していくことになる。金融機関においては、量的緩和政策採用以降長期間にわたって、多額の当座預金残高や資金供給オペレーションを前提とした資金繰りが行われてきた。このため、当座預金残高の削減は、数か月程度の期間を目途としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら進めていく。当座預金残高の削減は、短期の資金オペレーションにより対応する。長期国債の買入れについては、先行きの日本銀行の資産・負債の状況などを踏まえつつ、当面は、これまでと同じ金額、頻度で実施していく。補完貸付については、適用金利を据え置くとともに、2003年3月以降、利用日数に関して上限を設けない臨時措置を実施しているが、この措置は当面継続する。

(経済・物価情勢の判断)

日本銀行は、2001年3月、物価の継続的な下落を防止し、持続的な成長のための基盤を整備する観点から、当座預金残高を主たる操作目標として潤沢な資金供給を行うとともに、この政策を消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで継続するとの明確な「約束」を行い、以後、この「約束」に沿って量的緩和政策を継続してきた。

現在、日本経済は着実に回復を続けている。輸出は、海外経済が拡大する中で増加しており、国内民間需要の面でも、高水準の企業収益を背景に設備投資は増加を続けている。企業部門の好調は家計部門に波及しており、個人消費は底堅さを増している。先行きも、息の長い回復が続くと予想される。

物価面では、消費者物価指数の前年比はプラスに転じている。この間、経済全体の需給ギャップは緩やかな改善が続いている。ユニット・レーバー・

コストの動きをみても、生産性の上昇は続いているが、賃金は増加に転じており、下押し圧力は基調として減少している。さらに、企業や家計の物価見通しも上振れてきている。こうしたもとで、消費者物価指数の前年比は、先行きプラス基調が定着していくとみられる。この結果、「約束」の条件は満たされたと判断した。

(当面の金融政策運営の考え方)

量的緩和政策の経済・物価に対する効果は、現在、短期金利がゼロであることによる効果が中心になっているため、今回の措置により非連続的な変化が生じるものではない。

先行きの経済・物価情勢については、物価安定のもとでの持続的成長を実現していく可能性が高いと評価できる。ただ、企業の収益率が改善し、物価情勢も一頃に比べ好転している状況下、金融政策面からの刺激効果が一段と強まり、中長期的にみると経済活動の振幅が大きくなるリスクには、留意する必要がある。

先行きの金融政策運営としては、無担保コールレートを概ねゼロ%とする期間を経た後、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に調整を行うことになる。この場合、前述のようなリスクが抑制されるのであれば、すなわち、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって、物価の上昇圧力が抑制された状況が続いていくと判断されるのであれば、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高いと考えている。

以 上

(別 添)

2 0 0 6 年 3 月 9 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（賛成 7 反対 1）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、概ねゼロ％で推移するよう促す。

以 上

(別添 2)

2006 年 3 月 9 日
日 本 銀 行

新たな金融政策運営の枠組みの導入について

日本銀行法は、金融政策の理念として、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定めている。日本銀行はこの理念に基づいて適切な金融政策運営に努めている。本日の政策委員会・金融政策決定会合では、新たな金融政策運営の枠組みを導入するとともに、改めて「物価の安定」についての考え方を整理することとした。

1. 新たな金融政策運営の枠組み

(1) 「物価の安定」についての明確化

日本銀行としての物価の安定についての基本的な考え方を整理するとともに、金融政策運営に当たり、現時点において、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）を示す（後述）。こうした考え方や理解を念頭に置いた上で、金融政策運営を行う。

(2) 2つの「柱」に基づく経済・物価情勢の点検

金融政策の運営方針を決定するに際し、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

第1の柱では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。

第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる。

(3) 当面の金融政策運営の考え方の整理

以上2つの「柱」に基づく点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表していく。

2. 「物価の安定」についての考え方

「物価の安定」とは、家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況である。

「物価の安定」は持続的な経済成長を実現するための不可欠の前提条件であり、日本銀行は適切な金融政策の運営を通じて「物価の安定」を達成することに責任を有している。その際、金融政策の効果が波及するには長い期間がかかること、また、様々なショックに伴う物価の短期的な変動をすべて吸収しようとする経済の変動がかえって大きくなることから、十分長い先行きの経済・物価の動向を予測しながら、中長期的にみて「物価の安定」を実現するように努めている。

物価情勢を点検していく際、物価指数としては、国民の実感に即した、家計が消費する財・サービスを対象とした指標が基本となる。中でも、統計の速報性の点などからみて、消費者物価指数が重要である。

「物価の安定」とは、概念的には、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。現状、わが国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる。物価下落と景気悪化の悪循環の可能性がある場合には、それを考慮する程度に応じて、若干の物価上昇を許容したとしても、金融政策運営において「物価の安定」と理解する範囲内にあると考えられる。

わが国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性がある。金融政策運営に当たっては、そうした点にも留意する必要がある。

本日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）について、議論を行った。上述の諸要因のいずれを重視するかで委員間の意見に幅はあったが、現時点では、海外主要国よりも低めという理解であった。消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。「中長期的な物価安定の理解」は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化し得る性格のものであるため、今後原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする。

以 上

(別添3)

2006年3月9日
日 本 銀 行

金融政策決定会合等の日程(2006年4月～9月)

	会合開催	金融経済月報 (基本的見解)公表	(議事要旨公表)
2006年4月	4月10日<月>・11日<火> 4月28日<金>	4月11日<火>	(5月24日<水>) (6月20日<火>)
5月	5月18日<木>・19日<金>	5月19日<金>	(6月20日<火>)
6月	6月14日<水>・15日<木>	6月15日<木>	(7月20日<木>)
7月	7月13日<木>・14日<金>	7月14日<金>	(8月16日<水>)
8月	8月10日<木>・11日<金>	8月11日<金>	(9月13日<水>)
9月	9月7日<木>・8日<金>	9月8日<金>	未 定

(注1) 金融経済月報の「基本的見解」は原則として15時に公表(ただし、決定会合の終了時間などによっては変更する場合がある)。

(注2) 金融経済月報の全文は「基本的見解」公表の翌営業日(14時)に公表(英訳については2営業日後の16時30分に公表)。

(注3) 「経済・物価情勢の展望(2006年4月)」の「基本的見解」は、4月28日<金>15時(背景説明を含む全文は5月1日<月>14時)に公表の予定。

以 上

「通貨及び金融の調節に関する報告書」

参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」
- (図表 2) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」「国際収支統計月報」
- (図表 3) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数統計」、国土交通省「建築着工統計」
- (図表 9) 東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」、内閣府「国民経済計算」、国土交通省「建築着工統計」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 日本銀行「販売統計合成指数」
- (図表 13) 経済産業省「鉱工業指数統計」「鉱工業総供給表」、財務省「外国貿易概況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 14) 内閣府「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 15) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」
- (図表 16) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」
- (図表 17) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 18) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等
- (図表 19) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 20) ブルームバーグ社

- (図表 21) 日本銀行「準備預金積立て状況等」等
- (図表 22) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 23) 東京金融先物取引所
- (図表 24) 日本相互証券
- (図表 25) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 26) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 27) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 28) 日本銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」等
- (図表 30) 日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 32) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、「国際収支統計月報」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、「起債情報」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 33) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 34) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 35) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 36) 日本銀行「マネタリーベース」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 37) 日本銀行「マネーサプライ」