

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（ ” ）^{（注）}
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曽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）

中曽金融市場局長

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考えている。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、ドルが弱いが円はもっと弱い、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。

中曽金融市場局長

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。

中曽金融市場局長

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……。

中曽金融市場局長

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、もう少しよくみても必要がある。

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。

中曽金融市場局長

一つは C P I 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、前年比でみても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