

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2003年10月 9日（13:59～15:55）
10月10日（9:00～13:54）

開催場所：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（ ” ）
植田和男（審議委員）
田谷禎三（ ” ）
須田美矢子（ ” ）
中原 眞（ ” ）
春 英彦（ ” ）
福間年勝（ ” ）

政府からの出席者：

財務省 津田廣喜 大臣官房総括審議官
（9日、10日 12:27～13:54）
石井啓一 財務副大臣（10日 9:00～12:21）
内閣府 中城吉郎 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
企画室審議役	前原康宏（10日）
企画室審議役	山口廣秀
企画室参事役	櫛田誠希
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	秋山勝貞
政策委員会室審議役	武井敏一
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室企画第2課長	吉岡伸泰（10日 9:00～9:13）
企画室調査役	加藤 毅
企画室調査役	清水誠一
金融市場局調査役	坂本哲也（10日 9:00～9:13）

I. 開会

福井議長

それでは金融政策決定会合を開催する。

(午後 1 時 59 分開会)

今回は今日と明日の二日間の日程だが、議事進行は、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を聞き議論する。明日は国債現先オペの期間延長についての執行部説明。そしてこの件については決定案件として取り扱う。その後、金融経済情勢に関する討議、日銀の対外的な説明手段に関する執行部説明、当面の政策運営等に関する討議、政府からも意見を頂戴し、議案の取り纏め、採決と移りたい。加えて、金融経済月報の検討、9月11日及び12日開催分の政策決定会合の議事要旨の承認。明日は大体そのようなことを予定している。本日は政府から財務省より津田総括審議官に、内閣府からは中城政策統括官にお越し頂いている。有り難うございます。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録することが前提となっている。委員及び政府から出席されている出席者について、そのことを踏まえて発言願いたい。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

では、早速議事に移る。金融経済情勢に関する執行部の説明。各説明毎に質疑応答を行いたい。最初に金融調節、それから金融・為替市場の動向について白川理事と中曾金融市場局長に願います。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料-1、2)

中曾金融市場局長

では、お手許の追加資料1、2に沿って説明する。早速だが、図表1-1、金融調節の実績の推移で調節関係の説明から始める。今回は期末日前後の

動きを中心に報告する。結論的に述べると平穏な期末日となった。すなわち、日銀当座預金残高について見ると、前回決定会合以降、概ね 29 兆円台で推移してきた。9 月 30 日には、財政資金の払いから資金需給は大幅な余剰になったが、期越え資金の放出の消極化という期末特有の傾向はそれなりに観察されたところである。このため、念のため短期金融市場の安定に万全を期す観点から、なお書きを発動する形で期末日スタートの吸収オペを見送ったところである。この結果 9 月 30 日の当座預金残高は 34.5 兆円と、既往ピークの水準となった。ただ、後で述べるように金融市場の地合いは総じて落ち着いていたので、翌日以降は売手により余剰資金を吸収した。10 月 1 日はこの結果、30.9 兆円。それから 10 月 2 日には税揚げ日であったので 29.6 兆円とターゲット内に復帰して、なお書きの発動期間は、結果的に 2 営業日に止まったところである。指標レートの無担オーバーナイトの方だが、30 日は 0.013%まで上昇した。図表 1-2、9 月末の状況で直近の過去の期末日との比較を示している。2. 短期レートの推移で無担コール (O/N) レートのグラフだが、0.013%というのは、過去と比べてみると、例えば今年の 3 月末が 0.021%、昨年 9 月が 0.067%だったことに比べても低かったと言える。同様に、GCレポ (S/N) レートのグラフであるが、これについても今年の 9 月は相対的に低かったと言える。図表 1-1、金融調節の実績の推移のうち補完貸付は、9 月 30 日、80 億円とこれは利用実績としては非常に小さい。これは一部証券会社の利用だが、この 80 億円という数字はまた、過去と比べて見ると今年の 3 月末日の貸付残高が 1,271 億円、昨年 9 月末日が 1,530 億円であったので、これから比べても様変わりということが言える。このように、期末日のコール市場をはじめとする市場が非常に落ち着いていた理由として、三点程指摘できるのではないかと思う。第一に、当預残高は元々 30 兆円弱という高い水準が維持されていたので資金余剰感が強い状態にあったということである。第二に、8 月下旬以降だが、手形の買いオペを中心に期越え資金の供給を積極化していたことが挙げられる。このため、金融機関の期越え資金手当てがある程度前倒し的に進捗していたと考えられる。それから

第三だが、株価が堅調に推移しており、金融機関の経営不安というものが影を潜めたということである。この点は、大手行の資金の抱え込みであるとか取り急ぎが見られなかった要因として、やはり大きかったと考えている。次に図表 1-3、日銀当座預金の保有状況を見ると、都長銀の方が若干拡大している。これは一部都銀が手持ちの中短期債券のヘッジの目的もあって8月下旬以降、日銀オペに積極的に応札したり、あるいは預金の方が思いのほか集まってしまったということもあり、結果、手許資金が積み上がったことによるものを反映している。外銀については、円転コストのマイナス幅が期末の一時期を除いて総じて落ち着いていたということもあり、4兆円台の後半ということで、割合、一頃よりは低い水準で推移している。それから郵政公社だが、これについては前回決定会合以降、財政融資資金預託金の利払いがあった9月末日を除いて概ね2兆円台で推移している。次に、図表 1-4、最近のオペ結果の推移である。先程述べたように、8月下旬以降、私共としては、期越え資金の方の供給を積極化してきた訳である。オペレートについての動きを見ると、総じて言えば、9月半ばにはやや高止まっていたのが、月末に掛けては低下してきたということが言えると思う。例えば国債買現先のところを見ると、18日オファー分が平均落札金利が0.024%ということであった。この時点では、金融機関の期末資金手当てが進行途上であったことから、やや高めのレートとなったが、資金繰りに目途がつくにつれ落ち着き始め、期越えの最終オファーとなった9月26日のオペレートは平均ベースで0.008%と大きく低下している。一方、吸収サイドだが、9月中は為替介入も頻繁に行われたので、こういったことから売手による肌理細かい吸収オペを行ったところである。9月18日だが、この日にはエンドの異なる2本の期越えとなる売手オペをオファーした。これは期越えの売手の実施時期としては、昨年よりも1営業日早いタイミングであった。この時点においては、資金の取り手が期末資金の調達途上だったということもあり、日銀が余剰資金を吸収したということから、市場にややタイト感が出たところである。このように、平均レートで見ると、この日のレートは0.018~0.019%とい

うところまで跳ね上がった訳である。しかし、これで何が起きたかということだが、金利裁定を通じて実は、レポ・レートがこの日上昇した。これが先程述べたように、やや当預を積み上げていたような一部大手行のレポ資金の放出意欲を刺激して、市場ベースで資金が回るチャンネルが機能するといった局面が見られた訳である。その後、私共としては、期越えの売手は多少控えたが、資金調達が進捗したと判断した 24 日に再開した。9 月 24 日、1M の 8,000 億円、以下、25、26 日オファーの 3 本分が、これは期越えの売手である。レートの方については、26 日には平均落札ベースで 0.015% まで低下している。月末日には市場の方はほぼ落ち着きを取り戻したので、30 日オファー、10 月 1 日スタートの売手は大手行を中心に積極的な応札があり、レートの方は再び 0.001% となった。このように、資金余剰感の強さが確認できたので、10 月 1 日にはエンドの異なる 2 本の即日の売手オペ、合計 2 兆円を実行した。レートはいずれも 0.001% となり、期末要因の消滅が売手レート面でもこの時点で確認されたところである。次に資産担保証券の買入状況について、図表 1-5 を見て欲しい。このように、前回決定会合までの買入実績は 2 回、累計買入額は 1,000 億円だが、この間、審査ベースでは 10 月初めに追加的に 2 件程、ABC P のプログラムが買入適格になった。この表には間に合わなかったが、本日、第 3 回目となる ABC P の買入オペを実施し、500 億円の買い入れを実施した。ABS については 10 億円と少額だが、9 月 16 日に初めての買い入れを行ったところである。この ABS はリース料債権を裏付け資産とするものであり、発行額 200 億円と比較的小規模の案件である。本行の買い入れが相対的に少額だったのは、最終投資家への販売が好調だったためである。図表 2-1、短期金利の推移、以下金融・為替市場の動向について見ていく。まず、(2) ターム物レート等の推移では、短国は 9 月の中旬から下旬に掛けて期末を睨んだ投資家の買い控えから、幾分強含んだが、その後月末に掛けては低下している。ユーロ円金先は、これも一時的に高止まりはしていたが、量的緩和政策が当面堅持されることが確認されたといった見方から徐々に落ち着いてきている。これに伴って、図表 2-3、

ユーロ円金利先物から見たフォワード・レート・カーブでは、ユーロ円金先から導かれるフォワード・レートも9月初めのピーク時にはかなり上方にシフトしていた訳だが、直近では、太実線まで低下してきており、先高感は一頃よりは後退している。図表2-4、長期金利の推移だが、これについてはまず、全体を概観すると9月の初めに掛けて上昇し、10年債では9月2日に1.665%を付けている。その後は中旬に掛けて低下している。低下の背景というのは、第一に量的緩和ポジションスタンスの堅持が確認されたとの見方が広がったこと、第二には、銀行のヘッジ・オペレーションが一巡したこと、それから、第三には、年金、生保といった先の押し目買いが出てきたということだと思う。その後は様子見姿勢が多少強まって揉み合い状態になっていたが、昨日辺りからは債券高が進んだ。それから本日は5年債の入札が行われ、結果が今入ってきているが、比較的好調な入札結果であった。応札倍率が3.14倍である。邦銀とか生損保の最終投資家も落札をしている。割合これは好調な結果だったと思うが、こういったこともあって、さらに債券も買い進まれている様である。10年債で1.29%回り、5年債で0.55%回りで取引をされていた。次に図表2-5、イールド・カーブの変化等で(1)イールド・カーブの変化幅について見ると、シャド一部分が示しているように、前回決定会合以降、9月22日頃までは全ゾーンで低下している。その後、白抜き棒が示すように、投資家の様子見姿勢が強まったので、長期、超長期ゾーンを中心に上昇している。本日、長期金利の変動については金融市場局でも多面的に捉える必要があると考え、若干の分析を行ったところである。分析のチェックポイントとしては、第一に、国債の年限間の裁定関係が働いているかどうか、つまり、中短期債と長期債の間で、その裁定関係が働いているかどうかという点。第二に、市場間、つまり国債市場、それからスワップ市場、ユーロ円金先市場、こういった市場の間の裁定関係が働いているかどうか。こういった点について焦点を当てて分析を行ってみたところである。(3)国債のイールド・カーブから見た年限間の裁定状況では、国債の年限間の裁定を見ている。これは、イールド・カーブ・モデルから導出される理論値と、実際

に観測されるイールド・カーブとの乖離幅を数値化したグラフである。見方としては、この乖離幅、グラフの折れ線が上方にいく程乖離幅が大きい。すなわち年限間の裁定関係が弱まっていることを示すものだが、これを見ると、確かに今次局面、つまり6月以降だが、裁定関係が弱まっている。ただ、レベル的には量的緩和導入以降の平均値と比べても、あるいは上限、下限というレンジ内に収まっているという点から見ても、大きな変動、大きな異常が起きているということではないと判断できるのではないかと思う。次に、図表2-6、フォワード・レートの動向で、第二のチェックポイントである金先、スワップ市場間の裁定関係について見ていきたい。これを観察するうえで、ここでは時間軸の長さの影響を最も受ける1年後の1年物金利、フォワード・レートをそれぞれの市場について推計してみた。

(2) 市場間の裁定状況がそうした推計された各市場のフォワード・レートを時系列的に並べたものである。今次変動局面では、各レート共、大きく上昇した後、足許では低下してきている様子が見て取れる訳である。

(フォワード・レート格差)のグラフでは、市場間の裁定関係を見るために、レート格差を取ってある。2003年6月以降の動きを見ると、金先とスワップ市場のレート間が太実線になるが、一旦マイナスを拡大した後、縮小して正常状態に戻っている。つまり、裁定関係が働くような状態に戻っているのではないかとみられる。一方、金先とスワップは国債に対してやや割高な状態が続いているようにも見えるところである。そこで、図表2-8、スワップ・スプレッド等の動向だが、ここで次に、今次局面で長期金利上昇に相応のインパクトを与えたとされるスワップ市場に焦点を当てて、国債市場との関係を見たのが以下の図表である。まず、(1)スワップ・スプレッドと対内債券投資に示すように、6月半ば以降、大手邦銀を中心として、手持ちの国債ポートをヘッジするためにスワップの固定払いを邦銀が組成した。この結果、スワップ・レートが上昇した。これに伴ってスワップと国債金利の格差である、いわゆるスワップ・スプレッドも上昇した。邦銀のカウンターパーティは多くの場合、外国系金融機関なのだが、彼らはレシーブのポジションの多くを有することになる。固定金

利のレシーブのポジションを有することになるので、これを彼らはヘッジするために国債の売却を行ったと思われる。これが(1)スワップ・スプレッドと対内債券投資であり、これは外人による対内債券投資の処分超、つまりグラフで下に出ている分が処分超なのだが、こういったところにも彼らのヘッジ・オペレーションが表われているのではないかと思う。さらにこうした動きに恐らく拍車をかけたのが、外国金融機関のいわゆるアセット・スワップ・ポジションのワインディング・ダウンと考えられる。すなわち、従来、外資系金融機関というのは10年物のスワップ・スプレッドがマイナスであったことに着目して、邦銀を相手に固定払いのスワップを組む一方、国債を買うといったことで利鞘を稼いでいた訳だが、8月辺りから、10年物のスワップ・スプレッドがプラスに転じているので、そうした利鞘を抜くという旨味がなくなったといったことからポジションをクローズして国債を売却したと考えられる。そういった面も長期金利の上昇になにがしか寄与したのではないかとみている。こうしたヘッジの行動の動きはSCレポの動きなどにも表われている。つまり、長期金利が上昇するとSCレポが低下する。こういった関係にも表われているのではないかとみている。次に図表2-9、市場参加者による長期金利の見通し等。市場参加者が長期金利の先行きをどう見ているかということだが、市場参加者が債券価格変動要因として注目する度合いで、最近割合が増しているのが為替動向である。(2)注目する債券価格変動要因だが、これはアンケート調査結果であり、縦縞の入った部分、これが為替円高という要因だが、この割合が大きくなっている。(3)注目する変動要因の影響を見ると、四角の折れ線グラフだが、これが表わしているように、為替円高というものが金利低下要因として次第に強く意識されるようになっていくことが窺われる訳である。次に図表2-10、社債スプレッド等の動向でクレジット・スプレッドについて簡単に見ていきたい。まず、(1)社債流通利回りの対国債スプレッドは、概ね横這い圏内で推移している。(2)民間企業のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムでは、CDSクレジット・スワップ・プレミアムを見ると、これは株価の堅調、あるいは産業再生機構

の始動を背景に、引き続き緩やかに縮小、低下をしている。銀行セクターについて見ると、大体同じようなことが言える訳であり、図表 2-11、銀行債スプレッド等の動向だが、銀行債の対国債スプレッドは多少ぎくしゃくしている。利益確定売りと絶対利回りの高さを好感した投資家の買いが交錯して、グラフに表われているように、特に流動性の高い銘柄がかなりデコボコした動きにはなっているが、総じてみれば横這い圏内の動きとみている。(2) 銀行セクターのクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムだが、CDSのプレミアムの方は、銀行株価が非常に堅調なので縮小傾向を持続している。であるから、大手行に関する限りはかなり信用不安が後退した姿になっていると思う。次に図表 2-12、株式相場の推移等である。全体の動きを概観すると、(1) 国内株価の推移だが、海外の投資家が日本株投資を継続してきたことから株価は続伸をした。ただ、その後、高値警戒感が出ている。それから急速な円高が嫌気されている。10月に入ってから、一旦持ち直したが、再び円高とか、昨日は機械受注の統計が予想を下回ったということで売られており、今日は 10,500 円近傍で取引をされている。今日は後で述べるが円高が進んでいるが、それにもかかわらず小動きの状態になっている。主体別売買動向は図表 2-13 である。(1) 国内株式市場の主体別売買動向の 22 日週だが、海外投資家である。これは 16 日の週まで連続 23 週で、非常に急ピッチで買い越しが続いてきた訳だが、22 日週については売り越しになっている。しかし、基調としては依然買い越しとみている。実際、別途昨日出た対内証券投資ベースの数字で見ると、29 日週も流入超となっている。最近では、為替の円高も進んでいるので、外国人投資家は、キャピタル・ゲインと為替差益、かなりの含み益を享受しているのではないかとみている。国内の投資家については、信託だが、これは年金基金の代行返上換金売りが続いている。銀行については持ち合い解消が続いているが、徐々にこの規模というのは縮小してきているのではないかと思う。(2) 業種別の株価動向の特徴を簡単に述べると、前回決定会合以降、特に銀行、保険の上昇率がそれぞれ 22%、16%と大きくなっている。これは両業種の含み益が拡大したことが好感さ

れたことによるものとみている。一方、円高の進行から機械であるとか電気機器といった輸出関連株が売られる姿になっている。最後に図表 2-14、主要為替相場の推移である。為替の動向については、(1) ドル/円、ユーロ/円相場でドル/円の動きを示している。太線がドル/円だが、これは従来は 110 円近傍を下限にしていた訳だが、G 7 前後に当局の介入姿勢が弱まるのではないかといった思惑を背景にドルが下落をした。10 月 7 日には 109 円 35 銭という安値を付けた後、本日さらにドル安が進んでおり、13 時 50 分で 109 円 31 銭、それまでの安値で 109 円 08 銭という瞬間ベースの最安値を付けている。109 円 08 銭というのは 2000 年 11 月 20 日以来の水準である。こういったことで、市場はドルの全面安的な地合いである。米国雇用統計が先週末に出て、一旦はユーロや円に対して若干反発局面も見られたが、基本的にはドルベアセンチメントが強い。これは経常赤字、財政赤字が意識されているほか、収益関係の指標をさらに見極めたいとする向きが多いことが背景かと思う。ただ、ドル/円については、基本的に日本の景気回復期待があるし、外人の株式投資が基調的に続いているだけに、上昇圧力がかかり易い地合いとなっているようである。市場のトレーダーの間では、当局の介入も特定レンジを意識したものからスムーズなものにならざるを得ないといった見方が出ている。これに伴って、本邦の輸出業者もドル売りのレベルを現行相場辺りまで徐々に切り下げる動きが出てきて、こういったこともドルの下げ方向の後押し材料になっていると思う。いずれにしても円の上昇圧力はかなり高まり易い地合いになっている。以上を要約すると、期末日は短期金利が一部跳ね上がる程度で平穏に過ぎた。この間、長期金利は安定化、株価は 1 万円台をキープする中で、若干、為替円高が久方振りに進んだというのが前回決定会合以降の特徴である。以上である。

福井議長

質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

細かい点だが、一つ二つ宜しいか。一つは、図表 2-8、スワップ・スプレッド等の動向だが、これはプラスになるのがノーマルだということだろうと思うが、今の水準、5年物が太い線で示してある0.15%というのは、ほぼ信用リスクに見合ったスプレッドだと考えているか。それとも、少し高いと考えているのか。

中曾金融市場局長

評価はなかなか難しいと思うが、5年物についてはそういった国債のヘッジの部分と、恐らく銀行の住宅ローンのヘッジ・ニーズもあるので、そういったものを反映して多少開き気味、構造的に開いてきているのかという気もする。足許は、若干行き過ぎた部分が、期明け後は戻ってきている、つまり、先程のヘッジ・オペレーションなどが一巡するような感じも期明けには出てきているので、方向としては多分、ノーマライゼーションと言うか、正常な状態に戻りつつあるのだろうと思うが、では、どの辺が適正水準なのかと言うと、なかなかちょっと分からない。

白川理事

一つのベンチマークとして言うのだが、今ご指摘のとおりスワップのスプレッドは、民間の債務であるスワップ金利と政府の債務である国債の金利の差であるから、理屈のうえでは両者のクレジットの差を表わすと考えられる。過去2年半位、手許に10年の数字があるのだが、実はアメリカであると、一番大きい時が90bp、一番小さい時は30bp、足許40bpという感じである。欧州では、一番高い時は50bp、今、足許が10bpである。それに対して日本は、過去ほとんどゼロないしマイナス、足許は若干プラスになった。これを日本の銀行セクターとの関係でどのように評価するかという話だと思う。数字的にはそのようなところである。

岩田副総裁

もう一点は、資金吸収をちょっと長めの売出手形でやっているということだが、売りの現先、国債を使ったものは今はやっていないのか。仮にやるとする時は、マチュリティはどの位でやるのか。

中曾金融市場局長

今、専ら吸収の方は売手でやっており、売現先はその仕組みはあるが現在は使っていない。

白川理事

売現先は去年始めた時何回かやって、確か私の記憶では今まで9回使ったと思う。

岩田副総裁

9回位か。

白川理事

資金吸収手段としては基本的には売手の方が圧倒的に便利が良いので、売現先は9回ばかりしか使っていない。これも日本銀行としてマーケットで吸収をやるのとどのような感じになるかという割と多少の勉強も兼ねてやってみた。

岩田副総裁

期間は6か月であったか。最長が。

白川理事

期間は6か月である。これはまた明日議論するが、現在は、売りも買いも最長6か月で両方やっている。

岩田副総裁

今は両方か。

中曽金融市場局長

直近では専ら売手である。

白川理事

売手を使っている。

岩田副総裁

売手というのは、今、ストックで言うとどの位あるのか。これだけ見ると凄く積み上がっているような気もするが、そうでもないのか。

中曽金融市場局長

6兆円位である。

白川理事

足許、6兆円である。

中曽金融市場局長

レベル的には…。

岩田副総裁

そんなには高くもない。

中曽金融市場局長

ちょっと拡大しているが。

岩田副総裁

やや拡大気味位か。

中曽金融市場局長

ただ、7兆とか8兆とかいうのが今年の春先にあったと思うので、そんなに極めて大きな数字ではない。

須田委員

調節についてだが、前回の会合で30兆に維持するのが難しいかどうか議論になった。この間介入も沢山あったということだが、調節は大変だったかどうか、あるいは結構簡単にできるものなのか、その辺りはどうか。

中曽金融市場局長

デスク的な感じも含めて言うと、回数が多いので、それはそれで手間がかかるという意味では大変と言えば大変である。ただし、レートの方を見ると、期内でエンドを持ってきているものは全部0.001%ということなので、変にレートがぎくしゃくしてフリクションが生じるようなことはなかった。そういう意味では大変ではなかった。

福井議長

他に如何か。

福間委員

金先のフォワード・レート、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティは確かに一時から見たら落ちているが、期末を挟んで落ちているのであって、レベル的には高い。

中曽金融市場局長

然り。相対的にはまだ高い状態である。

福間委員

先程のスワップ・スプレッドの上昇は、2年位前から銀行がレシーブを盛んに行うようになって見られ始めた。

中曾金融市場局長

然り。

福間委員

それは構造的な動きであって、むしろ今が平常になった。

白川理事

然り。

中曾金融市場局長

図表 2-8 を見ると、あまり遡ってはいないが要は例のマクロヘッジ的な問題があったので、あれをフルに銀行が使ってスワップのレシーブを組んでいたのも、そこは非常にスワップのレートが、異常にと言うか、かなり小さく、低くなったということである。

白川理事

福間委員のご指摘のとおりである。結果として国債金利と逆転する。今度は国債に投資する外人が出てこない。

植田委員

スワップと国債のところの先程の説明だが、邦銀が国債を売れないでグルッとスワップに回って外銀が売ったということだけを言いたいのか、その途中、そういうプロセスを経ることによって国債のボラティリティも上がったということまでを言いたいのかだが。

中曾金融市場局長

冒頭に多面的に捉える必要があると言った意味で、まず、そもそもどういうメカニズムでスワップなり、国債金利なり、どういう主体を通して動いていたのかということを知りたい。

植田委員

それを解明してあげたい。

中曾金融市場局長

であるから、言われたような点も含めて今回はある程度メカニズムが解明できたのかという気がする。

白川理事

ノーマルな経済環境であれば、一時的にギャップが生じてもそれを速やかに是正していく力がマーケットに働く。今回はそのスピードがどの程度かということであるが、多分、非常に金融機関が元気のある時に比べると、その改善スピードというのは遅くなり易いのだろうと思うし、時期が例えば期末直前になればなかなか修正しにくいところもある。そういう意味で取り敢えずこの時期を見ると、こういう動きであったということである。今の質問の点だと、その瞬間ではボラティリティが高まる要因はある。

植田委員

先程言ったのは、仮に会計の問題とかではなくて、邦銀が直接国債をマーケットで売る場合と比べてどうだったのかという感じなのだが。そこまでは何とも言えないか。

白川理事

今のこの環境で仮に国債を売った場合との比較では…。

植田委員

何と比較するかだが。

白川理事

もし、完全に正常な経済であると結局裁定が働くから、極く瞬間の差はあっても、基本的にはアービトラージで消えるのだと思うが。

福間委員

期末が接近しているから、実現損よりはスワップで逃げた。

白川理事

ということである。

福間委員

だが、スワップで逃げたつもりだったが、受けた外銀が国債を売ったということで、結局は誰かが国債を売っているという格好となった。邦銀は決算対策だろう。

白川理事

邦銀は、今、福間委員がおっしゃったように、損失は出したくない。取り敢えず中間期末だから。従って現物は売らない、取り敢えずスワップで逃げようと。しかし、代わりに外銀が国債を売っているという話である。こここのところを見ていると、ここ数年間 8~9 月は国債の現物の売買高が減って、代わりにデリバティブが増えるというパターンがある。それはもうそういうパターンを如実に表わしている。

岩田副総裁

やはり多少、私はボラティリティを高めたのではないかと思う。スワッ

プを入れることで。と言うのは、逆にそれより以前の 2001 年の初め位から、極端なレシーブをやった時は、いわばイールド・カーブを全体として押し下げるような力として働いた。今は全体としては跳ねるような働きとして振幅を大きくしたのではないか、スワップが入ることによって。

田谷委員

関連して。そういうことをやって相場は崩れ過ぎたということで外人が買いに入っているのか。例えば。この最後のところは、今の説明と逆になっているので。

中曾金融市場局長

そこは今、分析を進めているのだが、必ずしもそういうことではなくて、ここはどうも割とテクニカルな要因であり、これはまたヘッジファンドなどが買いに入っているのではないかと思う。つまり、彼らは元々現物売りの先物買いという裁定ポジションを組んでいたのだが、期明けでそれをアンwindしているのが、たまたまここに出ているのかと見ている。

福井議長

さて、宜しいか。では、海外経済情勢について、平野理事、堀井国際局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日配付した決定会合資料 3 参考計表（追加分）を見て欲しい。まず、図表 1、米国の主要経済指標である。シャド一部分が前回決定会合以降、変化のあった経済指標である。このひと月に出た経済指標は強弱ミックスではあるが、全体として消費中心の景気回復が進んでいる様子を示している。まず、2. 可処分所得だが、減税の効果から 7 月、8 月と 2 か月連続して堅調な伸びを示した。これを背景に実質個人消費も 7 月 0.7% の後、

8月も0.5%増加した。四半期計数の7、8月平均の前期比を見ると+1.5%、年率に換算すると6%という高い伸びになっている。ただし、9月には東部に大型ハリケーンが襲来したこともあり、チェーンストアの販売は一旦落ちた訳だが、また最近になって持ち直してきている。6. 自動車販売である。これも8月に非常に高い数字を記録した後、その反動ですすがに減少したが、落ちた後の水準は依然高いと言って良い。この間、7. 消費者コンフィデンスは雇用面での不安から低下した。ただ、9月の雇用統計を見ると、14. 失業率はこのところほぼ横這いとなっているが、15. 雇用者数は9月は+5万7千人、民間部門では+7万2千人と久方振りのプラスとなった。計数的には本年1月にプラスになって以来だが、この時の増加はその時点でも報告したとおり、季節調整の歪みで一時的に出たものであり、これを除外すると、昨年秋以来ほぼ一年振りのプラスということになる。当月の業種別の中身だが、製造業が-2万9千人と減少幅がこれまでに比べて小さくなっている。一方、サービスの方が+6万2千人とかなり増えており、とりわけ人材派遣は+3万3千人のしっかりした増加となっている。景気回復が労働市場に及ぶ時は、通常、臨時雇い的な人材派遣が増加するため、今回の増加もその面があるとみられる。同時に発表されている労働時間を見ても、製造業で残業が幾分増加していることも同様の現象とみて良いかもしれない。ただし、ご承知のとおり雇用統計は最初の発表計数が1か月で大きく修正されるということもあるので、今月これで景気回復の腰が強まったとは断言しづらいところである。正直言ってあとひと月様子を見たいと思っている。8. 住宅投資だが、8月も依然高水準を続けている。この間、企業投資に関連して、9. 資本財受注だが、8月は-1.1となっているが、元々、月々振れる統計でもある。7、8月平均、均した計数を見ると、前期に比べて1.6%とまざまざの増加となっている。ここで供給面に移り、11. ISMの製造業9月だが、53.7と3か月連続で改善と悪化の分岐点である50を上回っている。内容的にも雇用態度が弱い一方で、受注、生産はかなり高い水準になっている。非製造業はそもそも過去6年のデータしかないが、7月、8月と連続してピークを記録した後、9

月も高い水準となっている。鉱工業生産を見ても、8月は中西部とニューヨークでの大型停電があり、自動車生産が減少した訳だが、これを含めても前月比+0.1%、さらに7、8月平均の前期比となると0.7%の増加となっている。最後に物価面だが、16. PPIは幾分上昇しているが、これはガソリン価格の影響である。消費者物価コアはこのところ前年比+1.5%を続けた後、8月は+1.3%まで低下している。次に図表2、米国の金融指標。アメリカの金融市場は過去ひと月の間に消費主導の景気回復の持続性ということに焦点が当たり、とりわけ雇用に注目が集まった。これを巡る経済指標が発表されるにつれて、長期金利も株も上下したということだと思う。ただ、直近の水準をひと月前と比べると、結局、行って帰って、元に戻った形である。具体的にこの長期金利を見ると、9月中旬から10月初めまではジョブ・ロス・リカバリーのジョブ・ロスの部分に反応して、10年物の金利で見ても3.9%まで低下した訳だが、先程説明した雇用統計発表後は大幅に上昇している。結局、4.2%程度に戻っている。一方、株価だが、これも9月中旬から一旦下落した後、雇用統計の発表に加えて第3四半期の企業収益がかなり増加するという予想もあって反発しており、結局、9月中旬の高値に戻っている。社債の対国債スプレッドを見ると、スプレッドは縮小を続けており、信用リスクに対する市場の許容度が高まっていることを示している。なお、ドル安の金融市場への影響だが、債券市場ではこれを囓り債券安となった取引日も見られたが、株式市場ではドバイでのG7直後を除いて、あまり材料視されていない。最後に、FFフューチャーズから金融政策に関する市場の予想を窺うと、来年の4月頃までは金利据え置きとなる予想が出ている。なお、夏場の金利上昇を受けて住宅ローンの借入れ申し込みは実は既に減少している。このうち、キャッシュ・アウトの分も減少していると思われるので、商業貸出はこれを反映して9月に不動産向けが実は1年8か月振りに減少した——これは速報値であり後で変わるかもしれないが——数字が出ている。一方、企業が収益の回復の割には前向きな設備投資をしていないので、商工業向け貸出も依然減少している。このうえに不動産向けと言うか、住宅ローンも減少し始めていると

ということである。景気の観点もさることながら、金融機関の今後の収益という面から気になる点ではある。次に、図表3、ユーロエリアの主要経済指標であるが、6. 輸出がある。6月、7月と2か月連続で増加した。その下にドイツの海外受注が出ているが、一進一退の中でも徐々に水準が切り上がっている。第3四半期の欄で、7月、8月平均の前期比を見ると2.0%という数字である。9. 鉱工業生産だが、これも2か月連続で増加しているし、さらに10. PMIも9月には50.1と今年2月以来、久方振りに50を上回るなど、生産面でも下げ止まり感が出始めている。この間、13. HICPは、9月は全体の数字だが速報+2.1%と前月並みとなっている。図表4、欧州の金融指標でヨーロッパの動きを極く簡単に述べる。長期金利はこの1か月、ほぼアメリカと同じ動きを示した。着地の水準も10年国債で4.2%程度になっている。ご承知のようにオーバーナイトの方はアメリカの1%に対して、ユーロは2%であるので、欧州のイールド・カーブがアメリカに比べて寝た状態になっている。この間、株価だがアメリカと似て一旦下落した後、最近では幾分反発しているが、ユーロ高への懸念というものを背景に、戻りが鈍い状況である。ユーロの金利先物からは、来年春に掛けての利上げの観測というものがこの1か月の間に後退した様子が見てとれる。最後にアジアである。図表5-1、5-2、東アジア諸国・地域の主要経済指標だが、まず、全体感は中国では内外需両面から景気拡大が広がっているし、NIEs、ASEANではそれぞれNIEsが輸出、ASEANでは内需に支えられて景気が拡大されているということ裏付ける数字が出てきている。韓国については、これまで景気が後退気味で推移してきた訳だが、ここへきて、対米、対アジアの輸出——ここにも韓国のシャドーの付いた数字があるが——、図表5-2の方では、生産の数字が出ているが下げ渋っており、韓国についてもそろそろ底入れムードが出始めている。図表にはないが、エマージングの金融市場は一言で言って、この1か月然程大きな動きはない。アジアの国の通貨は対ドルで事実上ペッグしている中国などを除いて、総じてドルに対して幾分強くなっているが、一方、円に対して弱くなっている。為替はそういう状況だが、株の

方はこういったもとでも総じて堅調を続けている。先程述べた韓国だが、韓国の株価も他のアジア諸国に比べるとさすがに弱い訳だが、それでも10月に入ってから反発している。エマージングでは、この他の南米、ロシア、トルコといったところでもそれぞれ固有の要因から、株価が上昇している。最後に今後のリスクの要因としては、恐らくイラク、イスラエルなど中東情勢がこのところ不透明さを加えている点があるかと思う。アメリカの世論の動向も変わって、この辺が気になるところである。以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。宜しいか。それでは国内経済情勢に関し、山本理事、早川調査統計局長お願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお手許にある資料4の参考計表、及び本日お配りした機械受注と一緒に使わせて頂くので、これに基づいてご説明したいと思う。まず資料4の厚い方で、最初に図表5、輸出入の動きだが、ご覧のとおり輸出は昨年1年間かなりの勢いで伸びた後、今年に入って第1四半期、第2四半期、ほぼ横這いで推移してきたが、絵でご覧頂けるとおり、足許にきてまた少し増え始めたかなという感じの動きである。その中身については図表6、地域別・財別で見ると、まず一番上の第3四半期のところをご覧頂くと、アメリカ向けがまだ実は7、8月の段階では減っている。これは下の方の財別でご覧頂いて、自動車はまだ減っているということが主因である。ご承知のとおり、米国の自動車販売は好調であり、また日本車は特に好調なのだが、たまたま自動車販売の増加をほとんど現地生産の立ち上がり、現地生産の増加で賄っていることと、一部のメーカーにおいて比較的最近まで現地在庫の調整をやっていたということによるものである。ということで、どんどん減っていくという話ではないと思っている。一方、地域別ではっきり増えたのはご覧のとおり東アジアで、東アジアについては中国向けが

相変わらず好調であることに加えて、第2四半期、SARSの影響もあってかなり減ったNIEs向けが今回は増えているということである。アジア向けの財別については、下の方にあるように、資本財・部品、あるいは情報関連といったところが好調で、特に情報関連辺りは伸び率が高いのが目立っていると思う。この情報関連について恐縮だが図表9でご覧頂くと、中段、下段にご覧頂けるように、例えば世界半導体出荷はここ1年ばかり大体見通し対比常に下振れだったのだが、最近は業界見通しよりも少し上を走るという傾向がある。下の最終需要に関してもパソコンが少し良くなっているとか、あるいは米国の情報関連の最終財の受注が増えているといったことで、どうやらこの辺の回復度は数字でも裏付けられつつあるということかと思う。他方、心配なのは図表11、為替レートの動きである。ただ、いわゆる名目の対ドルレートで見るとかなりの円高という感じではあるが、実質実効レートで見て頂くと、確かにある程度目に見える円高ではあるが、2、3年前のレベルと比べてみてとても大きな円高という程ではないという感じなので、全く無視できる訳ではないが、これによって輸出が急に減るといような感じではないというのがご覧頂ける。下の方をご覧頂くと、対ユーロとかが、相当実は2、3年前と比べると円安になっているということが影響しているし、足許も実はユーロ、あるいはアジア通貨ともに対米ドルで少しずつ値上がりしている。そういったことが影響している。次に今度は輸入サイドだが、図表12、輸入はこのところ横這いと言いつつ、少しずつ増えていたのだが、漸く少し減ってくれたという感じである。内容的には下の方の素原料の動きが端的に表わしていて、これまでイラク戦争に伴う原油の備蓄、あるいはまた原発が動かないのでその分油が要るといったことで、やや特殊要因的に油の輸入が高水準できた訳だが、高水準の在庫を持ったところへ冷夏によって実はあまり要らなかったということで在庫が余って、今減産しているので原油の輸入も減っているということで、漸く素原料が減ったということである。従って、そういった特殊要因を均してみれば輸入は横這い基調で動いているということであって、財別にご覧頂くと、情報関連に関しては輸入サイドもかなり強い

伸びになっている。これはいつも情報関連が良くなる時は、必ず輸入と輸出は両方同じ方向に動く訳だが、こういったことが輸入でも起こっているということを申し上げたいと思う。

次に図表14、企業収益だが、企業収益は短観で先日ご説明したが、ご覧のとおり増益基調が確認されたということである。この点、先程の円高がなにがしか企業収益に影響してくる訳だが、例えば最も影響を受け易い大企業製造業で見ると、先物でヘッジされているものも考えると、どのようなものだろうか。足許で117円、118円だと考えると、そこから8円、9円、円高になっている訳だが、そういうのは大体この間の短観の6月から9月への上方修正が3.何%かあったのだが、大体それが食われる位という感じである。そういう意味では増益の姿自体は変わらないが、ちょっと余分に儲けたかなと思った部分がちょっとなくなるかなというイメージで取り敢えずご覧頂きたい。勿論しかし、今後円高がどんどん進んだりすれば、来年以降にはもっと大きな影響が出てくる、これは申し上げるまでもない。それから図表19、設備投資についてまず短観を先にご説明する。短観の設備投資計画は、先日ご説明したとおりだが、まず大企業についてだが、製造業大企業の設備投資計画は二桁増ではあるが、一段と上がらなかった訳である。ただ、これは先だっても少し申し上げたが、やはりデータで確認してみると、どうやらこの間申し上げた分社化問題が影響しているようである。具体的に申し上げますと、電気機械の設備投資の増加幅が、政策投資銀行では20何%を超えているのに対して、短観は10%弱であった。従って新しく分社化された先で設備投資が行われている部分が短観には完全に反映されていないので、少し実勢より弱めになっているということかと思っている。他方で、中小企業に関しては、勿論マイナスではあるが、今回の上方修正の程度は、過去の経験と比べてまあまあであったと思っている。従って、オールインオールで考えると、先程の若干の統計の問題も念頭に置いて考えれば、そこそこ強めの設備投資計画であったということだろうかと思っている。次にお配りした薄い資料をご覧下さい。図表16、昨日機械受注が出て、8月の数字は-4.3%ということであった。この結果、7、8

月の4~6月対比で、-1.7%ということである。少し弱めの数字が出たということである。ただ、元々機械受注なので、これで9月次第で、まだこの数字だとプラスになるかマイナスになるかすら分からないという程度のことかと思っている。敢えて言えば、見通し計数が2.2%であったので、多分見通し計数対比若干下振れにはなるかなと、この位のイメージで考えている。従って、元々機械受注ノミナルで、1~3月、5.8%、4~6月、3.4%で随分強かったので、今期横這い圏内であっても、それ程設備投資の基調について心配する必要はないと思っている。非常に技術的になるが、実はここ3四半期位、毎回見通し計数対比実績が大きく上振れた。こういう時には、実はいわゆる見通し計数というのを作る時に、上振れた傾向を織り込んで作るものだから、元々7~9月の数字というのは、随分高めの見通しが出ていたということになっている。従って、今期の場合、若干見通し対比下振れること自体は、割と自然かなと実は思っている。

厚い方に戻って頂いて、次に図表20、雇用関連について申し上げたいと思う。正直申し上げて、今月の雇用関連は、ちょっとデータが荒れているという感じである。この表でご覧頂ける一番上の職安統計は何の問題もない。有効求人倍率で見て、極く緩やかな改善が続いている。それから、新規求人についても、一月一月は振れているが、四半期で括ってみると、緩やかな増加が続いている。そういう意味では比較的自然的な動きである。ややこしいのは、真ん中の労働力調査以下である。まず労働力調査については、今回、失業率が5.1%になった。この5.1%の失業率というのは、最近としてはかなり低い数字である。しかしながら他方で、そのちょっと上をご覧頂くと、雇用者数については、このところ前年比で見ても前月比で見ても、下げ止まりに近い数字だったが、今月に限って見ると、少し大きめに落ちた。その上の就業者も減っている。これはどういうことかと言うと、実は全てを決定しているのは、一番上の労働力人口のところで、労働力人口がかなり大きく減ったということである。これは逆に言うと、労働力率が下がった、すなわち労働市場で働きたいと思っている人の数が減ったということである。普通、景気後退が長引く局面においては、職を探しても

見つからないかなと思って諦める人も増えるというので、こういうことはあるのだが、現下の局面で、労働力率が大きく落ちるとするのは、ちょっと考えにくいと思う。そういう意味では多分、あと1、2か月数字を見てみないと分からないが、多分統計のサンプルの振れであるというふうに読むべきだと思う。そうすると、単純に、労働力率が下がって、パイが減ったので、その減ったパイの中で失業者も雇用者も減ってしまったということだけのことでありというふうに理解した方がすっきりすると取り敢えず思っている。それから下の毎月勤労統計だが、毎月勤労統計の常用労働者数は、ご覧のとおり、このところずっと0.6%位の前年比のマイナスだったが、僅かにマイナス幅が縮んでいる。これが基調的にどんどん縮んでいくかどうかはまだ自信がないが、この辺から見ても、先程の労調の雇用者数がここでガタッと落ちたというのは、ちょっと考えにくいと思っている。他方で、賃金の方をご覧頂くと、所定内給与が、振れはあるがほぼゼロないし微減と、それから所定外、残業のところが増加というのは全然変わっていないのだが、特別給与の8月の前年比が何と-26.2%になった。この結果、図表25でご覧頂けるように、6月から8月までの特別給与の合計が、マイナスになってしまって、現時点で-0.8%である。ただ、8月の特別給与というのは、通例、確報でかなり大幅に上方修正される。大体10%アラウンドの上方修正が普通である。それを前提にすると、恐らく特別給与の着地はほぼゼロ、まあ微減0.1、0.2、0.3%はあるかもしれないが、ほぼゼロで着地するということである。申し訳ない。最初はゼロ位だろうと申し上げて、6月の数字が出てこれはプラスだと言った後、最後はまたゼロということですまないが、結局、多分ゼロ近傍の着地、そういう意味では、所得は、大体人数も所得も下げ止まりつつあるが、なかなかはっきりした増加にはなりそうにないだろうということも同時に表わしたという感じである。

図表26、個人消費だが、個人消費は単月で見ると、勿論車とか旅行とか、若干の例外はあるが、単月で見ると7月はほぼ全敗。その一方で、8月は、ほぼ軒並みプラスという姿であった。ただ、その後の9月については、ま

だ計数が車以外出ていないのだが、ヒアリングで補ってみると、結局7～9月で括ってみると、やはり分野によってまちまちというような結果になりそうな雰囲気である。具体的に申し上げますと、まず、車はご覧のとおり、7～9月で前期比で増えている。勿論、4～6月のマイナスが大きいので、その一部を取り戻したに過ぎないが、逆に言うと、1～3月は、グリーン税制の関係で、駆け込みもあって水準が随分高いものだから、そうこう考えると、現在のこの7～9月のレベルというのは、概ね去年の後半のレベルに近いところ、そういう意味では、かなり高い水準のところまで戻っていると考えて良いのではないかと思っている。それから、家電販売については、7月はエアコンで大幅に落ち込んだので、これは相当落ちるかなと思ったら、8月はびっくりする位戻った。さらに9月も関西方面で、阪神セールが馬鹿に売れているという話もあって、あるいはパソコンもちょっと良いので、どうも着地はそこそこの数字になるのではないかと、そういう意味では耐久財関連はどうも7～9月は、思った程弱くはなくて、まあまあの着地になりそうである。しかし、その下の方の百貨店、スーパー、コンビニのグループについて申し上げますと、百貨店は、割と7～8月段階での冷夏の影響は比較的少なかった。ところが、9月は残暑に相当やられているようで、秋物が出端をくじかれたので、どうも数字としては、かなり弱いことになりそうである。それから後、スーパー、コンビニ辺りは元々冷夏の影響が大きいということであるので、結果として見ると、耐久財系列はまあまあだが、そういう百貨店等の一般小売店は実は弱かった。天候要因もあって弱かった、こんなことになりそうな雰囲気であるということである。従って、以上申し上げたように、相変わらずまちまちで、やや弱めではあるが大きく崩れる程でもないなという状況がまだ続いているということである。所得面は先程申し上げたように、下げ止まりつつはあるが直ぐは増えない。消費者コンフィデンスも図表30にあるように、内閣府の系列を中心に少しは良くなっているが、顕著に良くなっている訳でもないということなので、消費については相変わらずこういったまちまちみたいな状態がまだ続くということではないかと思っている。

次に図表33、生産に進みたいと思う。生産についてはご承知のとおり、7月が+0.5%、8月が-0.5%であった訳だが、7月は正直言って生産が増えた割には形が悪かったと申し上げたと思う。出荷が減り在庫が増えるという形であった。8月は実はその影響が残っている。ある意味でエアコンとかあるいは缶の類とか、あるいは7月に冷夏で出荷が落ち、在庫が積み上がってしまったところで減産をやったので生産が減ったという面がかなり影響しているように思っている。そういう意味で足許までの生産については横這いの動きであるが、先行きについては、ご覧のとおり、予測指数だと9月+2.7%、10月+1.4%ということである。次の図表34でご覧頂くと、中段の絵にあるように、生産は今後増えていくという形になっている。勿論、10月の数字はこれは単月なので、この数字を丸飲みする必要はないことは言うまでもないことである。問題は、7~9月の着地だが、確かに下の方のグラフにあるように、依然として生産の実現率等の下方修正は続いている。ただ、8月は予測指数が+2%で、着地が-0.5%だったので、物凄く下方修正になったと思われるかもしれないが、実はそうではなくて、実現率のマイナスは0.9%、普通位だった。実現率の下方修正について申し上げますと、先程申し上げた冷夏関係と、それから実はフル生産をやっているトラックのところやはり若干部品不足が起こって、そこで生産計画の下方修正が起こった。そういったことである。それ以外に実は生産が減ったのは、予測系列に入っていない一般機械の、元々振れの大きい品目があるのだが、それがたまたま8月は減ったということなので、8月の数字は実はそんなに弱い数字ではなかったということである。逆にデジカメの部品とかの方については、生産が追い付いてきて下方修正が止まってきているので、私共としては、今後、これまで程の大きな実現率、予測修正率の下方修正はないのではないかと考えていて、取り敢えず7~9月については現在予測指数ベースで1.1%だが、1%弱位の増加で着地するというふうに見ている。それから10~12月に関しても、この予測指数の3%とかいう話はこれはちょっと論外ではあるが、私共のヒアリングの結果でも依然として企業は慎重ではあるが、どうもIT関連を中心に先行きの受注について手応えを

感じつつあるということなので、数字はまだ横這いだが、どうやら生産は近々増加基調に入っていくという感じの印象を私共は強めている。

最後に物価だが、物価は図表40をご覧頂きたい。C G P Iが出ていないので、C G P Iについては新しい数字はないのだが、一応図表40の短観で国内需給環境を見て頂くと、そのいわゆる設備判断、雇用判断の加重平均、あるいは需給判断、価格判断等々、いずれをご覧頂いてもそんなに顕著ではないが少しずつ良くなっている姿であると思っている。こうした中でC G P Iについては、当面輸入物価は少し下がる。原油が一頃安かった時期のものが入ってくることと、それから円高が加わるので輸入物価は下がる。ただし、他方で最近前から申し上げているように、機械の下落幅が少し小さくなっていること、それから恐らく10月辺りには米が入ってくること、当面横這い位かなと思っている。さらに、図表45、消費者物価だが、これは申し上げるまでもなく8月の消費者物価は前年比で-0.1%である。別に言い訳をする訳ではないが、細かく見ると8月は、本当に品目別には大した動きがないにも関わらず、四捨五入の関係で-0.1%になってしまったという感じに我々は実は思っている。そういう意味ではそんなに基調は変わっていないということではあるが、他方でいつも特殊要因、特殊要因とは言っているが、では特殊要因ばかりかと言うと、実はそうではなくて、例えば去年1年間ほぼ1年中-0.8%であった。この時は逆に言うと電力辺りが下の方に引っ張っていたので、実力的には-0.7%アラウンドだったと考えて下さい。そうすると一方で、足許のところは、医療費だの、たばこだの、電力だの、剥がすと、大体今-0.4%、-0.5%というところである。そういう意味では、見かけの-0.8から-0.1%というのはそういう動きではないのだが、それ位の感じで僅かに実勢のマイナス幅が縮んでいる、そのように理解して頂ければ良いかと思っている。あとまた最後に見かけの話に戻ってしまうが、見かけは申し上げるまでもなく、この10月、米がどれ位上がるかが勝負という感じである。非常に細かい話で恐縮だが、スーパーとかに聞くと、今年はブレンド米を中心に売ると言っている。要するにこしひかりとかを売らずに、色々なものを混ぜて売るというのを中心にしようということ

スーパーは言っているのですが、しかも元々93年に比べると不作の程度は随分軽いものなので、そういう意味では店頭価格が物凄く上がるとは思っていないのだが、非常に細かいことを言うが、C P Iでは一応、こういう米を取るといのが決まっています、実はC P Iで取る米というのは、ほとんどがブランド米である。スーパーが売るのはブレンド米、消費者物価で取るのはブランド米、すなわちこしひかりとか、あきたこまちとか、こういうやつを取ることになっている。そうすると、多分実際起こるのは、普通は安いブレンド米が売られるのだが、当然、一部米にこだわりのある人達が、こしひかりじゃなきゃ買わないとかいう人達がいて、その際、高いこしひかりが出る訳である。多分消費者物価は、その高いこしひかりを拾ってくる可能性があって、そうするとやはり馬鹿にならない位上がってしまうかもしれないということである。すみません、本当にまさに見かけの世界であるが、そういうことである。

以上申し上げたとおり、先程の米の話などを抜くと、大きな変化は先程申し上げたように、一応貿易統計において、輸出が少し増加し始めたということがデータで確認されたということと、それから生産はまだデータでは確認されていないが、先程申し上げたように、ヒアリング情報を合わせると近々増加に行くだろうということについての確度が高まったということが、大きな変化だと思っている。それを踏まえて一番最初の図表1、短観の景況感をご覧頂きたいと思うが、ある意味で今回製造業大企業が2年9か月振り、ほんの僅かではあるが水面に出てきたというのは、今申し上げたような輸出環境、生産の変化を表わしたものだと思っている。問題は先日も話したように、今回の短観については、製造業大企業はそういうことなのだが、それ以外のところ、ある種二つの違った説明の仕方ができると思う。一つはレベルに着目すると、製造業大企業は水面上に上がってきたが、他はまだ随分深い。そういう意味では相当二極化が起こっているという見方が一つ。それからもう一つは、いや、しかしレベルはそうなのだが、変化の方向について言うと、前回と違って今回は中小もまあまあだった。設備投資計画でもそうだった。どちらにウエイトを置くかと

いう話である。従来私共は、皆さんにどう申し上げていたかと言うと、水準の差を申し上げることが多かったと思う。すなわち、海外景気が良くなって輸出が増え、生産が増え、企業収益が増えれば、製造業を中心に設備投資が増えていくであろうと。しかしながら、様々な構造問題があるので、その周りへの波及は弱くて、従って内需の自律的な回復力は弱いだらうと。月報の文章なんかを読んでいくと、そういうことを念頭に置いて考えてきている訳である。私は現時点で大きくその見方を変える必要はないと思っている。やはりレベル差は結構大きいと思っているが、ただ、先程申し上げたように、短観のこの数字だけではなくて、中小公庫だとか商中なんかを見ても、企業金融にしても設備投資計画にしても、そこそこ良い数字が出ているし、昨日出た景気ウォッチャーなんかも、冷夏の間も比較的順調に良くなっているということを考えると、あまりにも製造業大企業一極集中型の景気という固定観念に囚われるのは良くないのかもしれないと、ちょっと今考え始めている。恐らく中小企業とか非製造業とか少し良くなっても、この分野が非常な勢いで設備投資をやっていって景気をずっと引き上げて、そういうストーリーは考えにくいと思うので、景気の強さという観点でそこは物凄く変わるというふうには私は思っていない。しかし、景気の形と言うか、例えば一つは、物価との関係、これは前回、典型的に言うと、99年、2000年のIT一極集中景気と比べて頂ければ良いが、IT一極集中景気というのは、勿論フィリップス・カーブみたいなものを機械的に考えれば、何で増えようが3%成長すれば3%成長だということなのだが、直感的に考えて頂いてIT一極集中景気でCPIの下落圧力が小さくなるかと、ちょっと実はなかなか考えにくいと思う。少なくとも短期的には。それからそれに比べて比較的幅広い改善が見られる時はやはり少し環境が違いただろうし。それからさらに申し上げますと、例えば金融面、不良債権の問題、そういった観点から考えると、製造業大企業の一極集中なのと、周りもそんなに華々しくは良くないが、少しは良くなっているということとは、結構数字は変わってくると思う。思い出してみれば、99年、2000年のIT一極集中景気の時、たまたま円高とか、それからユニ

クロブームとかあったせいもあるが、むしろCPIの数字面は下落率が大きくなってしまった訳だが、先程申し上げたように、足許のところは実勢でもほんの僅かに縮んでいるということも分かる。そういう意味で、別にこれで景気の大きなシナリオが変わるとは思っていないが、やはり我々にとって結構大きな問題であるCPIのことであるとか、それからあるいは金融機関が直面する経済の姿みたいなことまで考えると、やはり一極集中であるかないかというのは結構大事なポイントだと思う。そういう意味で、目先的にはやはりまず生産統計等の数字で生産が増えるのを確認したいとか、逆に為替の影響がどうなるかを確認する、この辺が目先としてのポイントになってくると思うが、もう少し長いタームで、半年タームで考えると、今申し上げたようなレベル差の方に着目するのか、そうは言っても流れが少し近付いているという方向に考えるのか、この辺がよく考えていくべきポイントになるのではないかと考えている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。価格なのだが、国内企業物価の方なのだが、傾向の見方だが、私はどちらかと言うと、3か月前比とか、前期比とか、そういうので眺めることが好きなのだが、例えばそれで見ると42ページの物価、これは2001年の末位が何かどうもボトムで…。

早川調査統計局長

そうですね。

岩田副総裁

それから徐々にゼロに近付いていると。3か月前比で見ると、8月もゼロになってしまったと。そのような動きになっていて、それから企業のサー

ピス価格も大体似たような動きになったと思う。3か月前比なんかで見ると、あの様にゼロに近付いているということで、一時いわゆる価格破壊ということが言われて、どんどん安くするのが良いのだということになった。逆に言うと、企業の価格支配力が凄く弱って、自分の価格水準を全然維持できなくなった。それが今段々物価の伸び率がゼロに近付いてきて、少しずつある意味では新製品なんか付加価値の高いものは支配力を行使できるような、多少そういう感じも出てきているのかなと思う。だからこれはある種のトレンドと言うか、一時期の価格破壊というのはどうも一巡してゼロ近傍のところで両者拮抗して動いているのかなというような印象を持っているのだが如何か。

早川調査統計局長

これはなかなか難しくて、まず国内企業物価の世界は、これは3か月前比みたいな絵をずっとご覧頂くとお分かりのとおり、元々国内企業物価という性質上、為替とか原油とかがいたずらしなければ、ほぼこれは一致指数になる。絵をご覧頂くと、例えば98年の、これは為替が動いているせいがある変な動きだが、大まかに言うと、98年の終わり位にボトムがきていて、その後2001年の終わり位にボトムを付けていて、概ねいわゆる景気の一一致指数で動く。そういう意味では足許のところ、少しずつマイナス幅が縮んでいるというのはごく自然な動きだと思っている。一方、元々CPIとかCSP Iについては、前から副総裁とはあれなのだが、私は実は季節調整というのはそんなに信頼できないと思っているので、あまり季節調整後の数字にウエイトを置いていないのだが、いずれにしても、おっしゃるように少なくとも部分的には価格破壊現象は弱まるとか、あるいは企業が価格支配力を取り戻す現象が起こっていると思う。これは確か前回申し上げたと思うが、機械類のうち電気機械辺りで起こっていることはそういうことだと思う。あるいは逆に言うと、日本のメーカーが何とか価格支配力を持てるようなものだけやると、価格支配力がないものは諦めるということをやったことが、例えばこの辺の数字に表われているということだと

思うし、それからCPIとかでも一頃程、とにかく値段を下げなければお客を集められないというふうにはなくなってきているということはおっしゃるとおりであって、それが確かにCPIなんか細かいところで実勢のところのマイナス幅が縮む方向に影響しているとは思う。ただ、なかなかこの供給面の価格、その支配力と言うか、価格戦略について半年先、1年先を読めという話になると、それはなかなか実は難しい、マクドナルドもしくはじった位だからなかなか難しい訳で、私共も現状そういう方向にあるとは思うが、今後さらにそういう方向に進んでいくのかどうかについては、まだちょっと自信がない。具体的に言うと、円高なんかが仮に進むと、そういうのを利用して価格破壊を仕掛けようとする人が出てくるかもしれないし、中国とのビジネスの関係がずっと基調的に大きくなっていることを考えると、やはりそういうところからも何かチャンスを見付けてくる人がいるかもしれない。そういう意味では一方的にまたそういう方向に行くのだということとはなかなか言えない。ただ、足許まではほぼご指摘のとおりだと思う。

須田委員

アメリカへの輸出についてであるが、車で現地生産が増えると、これからアメリカに対する輸出というのは一体どういう姿になるのだろうか。

早川調査統計局長

まずこういうことだと思う。図表7をご覧ください。ここの上にあるのがアメリカ向けの輸出である。ご覧のとおり、このところずっと弱いのだが、実はコンスタントにマイナスに効いているのは車である。車については、現地生産の水準を上げているということが一つと、それから下の方を見て下さい。アメリカにおける日本メーカーの在庫も実は一頃かなり高い水準にあって、この調整をやってきた。だから、現地で売れたのに輸出が増えなかったということである。今はご覧のとおり、ほぼ一番遅れていた会社も大体調整が終わった。ということなので、多分対米輸出がどんどん

減っていくということではないと思う。ただ、現地生産を増やしているの
で、対米輸出が数字として自動車がどんどん増える訳ではないが、これが
足を引っ張ることはなくなってくる。それから細かいことを言うと、4~6
月は実はAVが随分出たのだが、7月、8月、若干反動で下がっている。た
だどうも現地のDVDだの大型テレビだの需要が良いみたいなので、また
少し出るかな位に思っている。従って、アメリカ向け輸出はどんどん落ち
ていくというよりは、恐らく下げ止まるだろうなと思っている。ただ、ア
メリカの個人消費が強いということが、本当にダイレクトに日本のアメリ
カ向け輸出に出るかどうかについては、ちょっとクエスチョンマークであ
る。と申すのは、日本がアメリカに対して直接輸出している消費財とい
うのは、実はそう多くはない。車はそうである。それから家電製品の一部先
端品は確かにそうだが、それ以外の物は実は日本製と言われる物も日本の
メーカーがアジアで作ったものがアメリカで売られているので、必ずしも
日本の対米輸出にはなりにくいと思う。だから、結果起こることは、アメリ
カの消費が強くて、アブソープションで吸収すると、それはアジアのど
こかからアメリカ向けに輸出されて、日本の輸出はアジア向け輸出と称し
て、素原料が出たり資本財・部品が出たりする形で表われてくるという形
の方があり得るのではないかと思っている。例えば、本当に細かい非耐久
財がアメリカで売れると、大体中国で作っていて、そうすると日本から何
が出るかということと化学である。プラスチックなんかは日本から出る、こ
んな形に例えばなる。

須田委員

消費が投資に置き換わった時はどうか。

早川調査統計局長

消費が投資に置き換わると、漸くアメリカが私共のお客さんになってく
れるという感じかと思う。そういう意味では、やはり投資が出てくれない
と、直接の日本からの輸出という形では出にくいと思う。その場合は、勿

論日本の輸出はプラスになるが、多分アジアへという形で化けて出てくる。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事、山口企画室審議役に説明をお願いします。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは資料5の参考計表その2に即してご説明したいと思う。まず図表1だが、今回は資本市場調達（CP・社債）からということで、貸出の計数はまだ手許に入っていない。10日に発表予定ということである。ただ、ヒアリング情報等を総合すると、これまでマイナス幅がじわじわと縮まるというようなトレンドであった訳だが、基本的にはそうしたトレンドが続いているという感じのようである。それから貸出については、業務改善命令を受けて、銀行がどういう対応をしているかというのが注目されてきた訳だが、一応経営健全化計画などを見ても、貸出の量を増やす方向にウエイトを置いた感じになっているし、実際の貸出の足を見てもそんな感じのようなので、大きな変化を業務改善命令が与えるということにはならないのかもしれない、そんな感じを今のところ持っている。

それで、図表1の(1)、CP・社債の発行残高だが、上の方のグラフは、CP・社債を合わせた発行残高の前年比を折れ線グラフで示したものである。直近のところ、数字は載せていないが、7月1.0%、8月1.9%というような前年比である。内訳としてCPの方だけ見ると、前年比1割程度の増加を7月、8月ともに続けているという状況である。後程ご説明するが、社債の発行が少し低迷しており、社債からのCPへのシフトが一部見られる。その辺りも効いて伸び率が高くなっているという感じのようである。それから社債だが、これまで申し上げてきたとおり、98年に大量発行があった訳だが、その償還が続いているということで、前年比の伸び率としては8月+0.3%、9月は-0.3%と、ゼロを挟んでの動きというのが続いて

いるという状況である。

それで、一番下の(3)の公募社債の発行額の表だが、実際の社債の発行状況は、9月の欄をご覧頂ければ、2,300億円弱ということである。それまでのペースに比べると随分起債額が低調になってきているということである。要因としては、一つは中間期末ということで、季節要因から発行が元々抑えられがちであるということがあるし、それに加えて長期金利が上がっているというようなことから、手許流動性の高い企業とか、それから一部は金融機関の貸出態度が前向きだというようなことから、社債から貸出に資金調達ルートをしフトさせるというようなことも重なって、起債の様子見といった動きが継続している。こういったことから9月については起債が低調で、8月についてもそういう状況だった訳だが、そうした感じが続いているということである。全くアネクドタルな情報ではあるが、期明け後の数日の状況をヒアリング等で確認してみると、一部電力関係等を中心にして起債を再開するという動きが少しずつ出てきている。この辺りについては長期金利が一頃に比べて上がったとはいえ、多少落ち着いてきていることがなにか影響しているのかもしれない。

それから(2)の発行金利における対国債スプレッド、こちらをご覧頂きたいが、9月についてはCPは、A2格のところでは0.17ということであって、相対的に信用度の低いところについてもスプレッドが圧縮されるという状況である。CPについては発行環境の良好な状態が続いているということである。それから社債についても発行量は、今申し上げたように少ないが、スプレッド自体は8月に比べても低下するという状況で、良好な発行環境に変化はないということである。従って、資本市場調達については、社債の発行が7月、8月、9月、特に8月、9月と低調に推移してきている。ただ、その一方で、発行段階におけるスプレッドを見ると、今申し上げたようなことであって、発行環境自体は良好な状態が続く中でのそうした動きだというように捉えておいて良いのかと思っている。

それから図表2、実はまだ9月分のマネーサプライの数字は出ていないので、マネー関連指標は新しい数字という点ではマネタリーベースだけであ

る。9月は前年比20.9%ということである。7~9月均してみても2割をちょっと超える形で着地したということである。この間、銀行券の伸びについては5%ちょっとの伸びを続けているということであるし、当座預金については9割を超える伸びを継続中である。M2+CDについては、まだ9月分は出ていないが、当月は10~12月の見通しを公表する月になっている。7~9月が、最終的にどうなるか分からない。ただ、私共が掴んでいる印象では9月については、多分2%をちょっと超える位のところに着地しそうだという感じである。これは、ここ数か月続いている年金基金の代行返上絡みのマネーサプライの嵩上げというのが9月についても続くということで、その結果、8月よりも多少伸び率が高まるかと、こういうふうに見ている。それを前提にして7~9月の実績見込みを置いてみると、多分+2%というようなことになりそうだということである。発射台をそのように置いた上で、10~12月をどう見るかということだが、さすがに代行返上絡みの動きは、10月以降は一服するというふうに見えるので、2%をちょっと超えるか超えないかといった辺りのところに落ち着くのではないかと見ている。対外的な言い振りとしては+2%前後ということ、このところずっとそういう言い方をしているが、そんな形での言い振りでもって公表しようと考えている。

それから次の図表3、図表4、これが企業金融周りということだが、既にご承知のとおり、短観関係をまず資金繰り判断DIとして載せている。9月の結果だが、動きとしてはあまり大きくはない。ただ、大企業、中小企業ともに改善傾向が続いていると総括して良いかと思う。短観の他に中小公庫、それから商中の調査結果が出ていて、9月については中小公庫の方が-14.8%ポイントということである。資金繰りが改善しているという状況であるし、第3四半期も-14.6%ポイントということなので、4~6月に比べれば、改善の度合いがそれなりに大きいという感じになっている。それから商中の調査の方だが、9月は-4.0%ポイントということで、これも方向としては良い方向に向かっている。四半期で括って-5.0%ポイントということなので、今年に入って資金繰りは良い方向に向かうという流れが継続している。従って、短観の結果、

直近の中小公庫、商中の結果を合わせても、資金繰り判断については全体として改善の方向の動きが続いているということである。それから図表4、これは企業から見た金融機関の貸出態度がどう見えるかということだが、まず短観の方である。9月の結果はご覧のように、大企業、中小企業、しかも製造業、非製造業、いずれについても貸出態度は緩む方向に見えるということになっていて、大企業、中小企業ベースでは3期連続の改善ということである。さらに、中小の非製造業についても、ここにきて改善の動きが明らかになってきているという状況である。それから中小公庫については下の表だが、9月は16.1%ポイントということで、緩和の方向の動きが少し加速している。7~9月で括っても、第2四半期に比べれば、14.5%ポイントということなので、かなり貸出態度が緩和しているように企業からは見えると、こんな感じになっている。それから絶対水準として厳しいと企業が判断している割合だが、ご覧のとおり、9月は20.0%、7~9月で見ても20.5%ということで、絶対水準も貸出態度としては緩和する方向にきているということである。そういう流れの中で、企業から見て借入金利水準がどう判断されるかだが、これはさすがに長期金利が上がってきているので、9月大企業、それから中小企業、製造業、非製造業共、上昇超幅が拡大するという形になっている。ただし、このDIについては元々振れ幅が大きいので、この幅をもって企業が借入金利水準を大きく上振れる方向で判断していると、直ちに見てしまうのはどうかというところはあるが、いずれにしても方向感としては今申し上げたような状況である。次の図表5で企業倒産であるが、まだ9月の数字は出ていない。前回決定会合では8月の数字がまだ掴めていなかったもので、やや古い数字ではあるがご説明したいと思う。8月は結局1,300件弱ということになって、季節調整をかけても大体同じようなレベルということである。ざっと左側に見て頂ければお分かりのとおり、少しずつ企業倒産の件数は水準を切り下げてきている。そのトレンドの中で8月も倒産件数が減っているという状況だと思う。ただし、負債総額については、8月は一部ゴルフ場関連の倒産があったということで金額的には少し膨らんでいる。下の方に付けたグラフはそうした倒産件数と中

小企業の金繰りを、一応関連付けて見てみようということである。極く極く当たり前の話だが、短観ベースの中小企業の資金繰り判断をプロットしてみると、結局資金繰りの状況がバックにあって企業倒産が減っているのではないかと窺えるということである。

以上、通例ご説明しているデータ類ということだが、大したデータではないが図表6、図表7で、ややレベル感と言うか、そんなものを見てみようということである。まず図表6の方は企業の調達コストである。一番上の方のグラフは貸出金利、長プラ、短プラ、新規の貸出約定平均金利の長期、それから同じ約平の新規の短期というものをプロットしたものだが、ご覧のように、明日からまたみずほが長プラを下げるというような話があるが、このところ長プラの上方改訂というのが何回か続く中で、達観して見ると、極めて低い水準で推移しているということである。それから社債の流通スプレッドについては、相対的に信用度の低いところの上げ幅が大きく出ているが、全体的に見てもやや反転上昇という感じがある。ただし、冒頭申し上げたとおり、これが発行段階のスプレッドにまで広がるという感じにはなっていないというのが現状である。それからCPについてはご覧のとおり、過去の景気回復期と比べても相当落ち着いた状態が続いているということなので、大きく括ってしまうと企業が実感している調達金利、調達コストというのは全体として見れば、なお低位で安定しているというように見える。それから次の図表7だが、まず中程の企業の資金過不足額、時折お示ししているグラフだが、キャッシュ・フローは太い実線である。かなりのキャッシュ・フローが維持されているが、それとの比較で言えば設備投資が抑制された形になっているということで、企業の資金余剰というのは、かなりの幅でキープされているという状態が続いているという状況である。それから短観で3か月後の有利子負債残高をどう見ているかというDIがあるが、それをグラフ化したものである。ざっと見て頂いて、引き続き有利子負債については、企業はそれを減らす、圧縮するというようなスタンスで臨んでいるということである。キャッシュ・フローと設備投資の関係、それから有利子負債圧縮に対する企業のスタンスというのが

このような形で表われている。そうした結果として、一番上のグラフだが、民間部門の総資金調達、それから民間銀行貸出、社債の発行残高、こういったものも非常に落ち着いた状態が続いていると、これは過去の回復期と比べてもそうだと、こういうことである。

以上、各データ類に基づいてご説明した。今回注目すべき点ということであると、一つはやはり社債の発行というのが引き続き低調裡に推移しているということである。ただし、その一方でスプレッドで見た発行環境というのは、引き続き良好な状態が維持されているということなので、起債自体が低調だからといって、企業がアベイラビリティに対して非常に不自由を感じるというような状況にはなっていないというふうにみて良いかと思う。やはり期末要因とか、金利が高いということに伴う様子見が取り敢えず続いているという状況だろうと思っている。そういう中で、銀行の貸出姿勢というのが前傾化しつつあるということもあって、社債から貸出にシフトするような動きが一部出ているということだし、また一部は受け皿としてCPも使われているので、こういったことからすると貸出、それから資本市場調達を合わせた企業の資金調達状況というのは引き続き緩和された状態が維持されていると考えて良いということだろうと思う。短観、その他の結果を見ても、企業の資金繰り自体はジリジリと改善が続いているし、それから企業が感ずる貸出態度判断DI、そういったものについても、中小企業、あるいは非製造業段階にまでその緩和感が広がっていくという状況になっている。我々としては当面のところ、今申し上げたようなことなので、直接市場調達が、今後どんな感じで動いていくのか、それから中小企業、非製造業に少しずつ広がりつつある企業金融の緩和感というのがどんな感じで推移していくのか、その辺りに注目していきたいと思っている。以上である。

福井議長

如何か。

岩田副総裁

一点宜しいか。マネタリーベースだが、2割位の伸びが続いているという事なのだが、郵貯要因を除くと、それは伸びはどの位なのか。

山口企画室審議役

実は、郵政公社の預け金は9月が2.5兆円だった。それを除くと9月は17.9%である。因みに、8月は15.3%だった。

岩田副総裁

大体そんなようなレンジですね。

山口企画室審議役

郵政公社自体の運用のコントロール力というのが高まるに従って、日銀の当預に寝かせておく残高というのが落ち着いてきている。その結果として、郵政公社を除いたベースのマネタリーベースの伸びが高まるという感じになっている。

岩田副総裁

ああ、そうですか。それと関係があるのだが、マネタリーベースの、ソース（源泉）の方から見ると、今の郵政公社の話もあるが、政府の余裕金が今年1年位で10兆円位減っている。政府預金とそれから国債の売現先を総額で見ると10兆円位減っていて、それはいわばその減った分がマネタリーベースのソースになると思うが、これにプラスして長期国債を毎年14兆円位買うということになっている訳である。毎月1.2兆円。

山口企画室審議役

日銀が、ってことですね。

岩田副総裁

日銀が。そうすると、それも何と云うか、ソースベースで考えると、これは増やす要因になっていて、つまりその二つだけで実は10兆円と14兆円足すと24兆円になっている。それでマネタリーベースが1年間でどの位今伸びているかと言うと、20兆円位。それでほぼカバーされていて、あと、短期の方はネットと言うと、出し入れあるかもしれないが、売出手形の方と、買い入れたり何かするので、そんなにある意味では負担がかかっていなかったのだと私は思うが、しかしそれが今度余裕金の方がもうそろそろいいところまで効率化してしまった。一時43兆円位あったのが、いまは20兆円位になっているのか。むしろ須田委員の方が詳しいと思うが、もうこれ以上あまり節約できないという、これは郵貯の分も混ざっている訳だが、そうすると今度は短期の方、つまり政府の余裕金の方で実はマネタリーベース供給されていたのが、ネットで考えるとその部分が短期の方にウエイトを掛けてこざるを得ないということがあるようにも思うのだが。そういうことがあると、私の理解は段々、短期のものも長期化と言うか、つまり手形の買入なんかも6か月のものが1年までとか、あるいは国債の買現先というのも期間が延び、ある意味では短期のところ段々調整され、つまりは政府余裕金がもうこれ以上減らないで、ソースにならなくなってくるな、とも感じているのだが、その辺はどうお考えだろうか。

白川理事

金融調節は普段はフローで話しているが、ストックベースに置き換えてみると、どういう姿になっているかというご説明をしたいと思う。今回はその資料を付けていないが、基本的なバランスは、今、岩田副総裁がおっしゃったように、去年との比較で言うと、政府の余資運用——当座預金であるとか、あるいは政府の日本銀行からの買現先勘定——が減っている。その分が民間に払われて、それがマネタリーベースの供給に一つのソースになっている。この間、長期国債の方は着実に増やしているので、長期国債が増えて、そうすると、相対的には短期のオペは減ってくるというバラ

ンスになっている。一方、マーケットの方では、これはこの席で何度も議論されているとおり、実は長期のオペに対する需要もあるし、短期のオペに対する需要もある。しかし、全体に短期の資金市場の機能が低下していることから、日本銀行自らがいわばある種のブローカー的な役割を果たすということで短期オペを増やしている訳である。そうするとバランスとしては、短期のオペをやり、一方で売手をやって、それでその売り手の方はまた運用したいというニーズがあって、それはいわば日本銀行が資金のチャネルをしているという、そういうバランスになっている。そういう意味では、長々申し上げたが、バランス的には、今、岩田副総裁がおっしゃったようなバランスになる。

須田委員

企業金融の話だが、米国について、金利観で貸出、借入金利のデュレーションを調整しているというような記事を読んだが、日本の場合に、今銀行が貸出を一生懸命増やそうとしている中で、企業サイドからその負債の期間を上手く調整して、そのコストを下げようというようなことをやっているところはあるのか。そういう動きはないのか。先程おっしゃったように社債がちょっと駄目だからCPで繋ぐかという、そういう格好では期間が変わってしまうだろうが、もっと積極的に金利観でもって、今は長期にした方が良いとか、そういうような行動は取っていないのか。

山口企画室審議役

先程申し上げたように、社債と他の調達ツールとの関係でいくと、少し短めのものになっているとは思いますが、それはいわば繋ぎというような感じが強くて、金利観のもとで全体のデュレーションと言うか、ツールのバランスを考えてというような動きが何か特徴的に表われてきているかと言うと、そういう実感は今のところない。

白川理事

貸出に関する限りは、今、山口企画室審議役が言ったようにあまりないという感じがする。ただ、今年春先から、6月位に掛けて公社債金利が下がった時に、大企業は社債発行を増やした。そういう意味ではなにがしかそういう感じがあった。ただ、全体から言うと、社債の残高もそう多くはないし、メインの貸出については、勿論探せばあると思うが、まだ目に見えてそういう感じがあるということでもないような気がしている。

福間委員

マネーサプライだが、じわっと伸びている感じもするし、伸びていないような気もするが、いずれにしても、伸びてくれれば良いなと思う。銀行サイドの貸出姿勢が、期末要因、あるいはALM上、国債に集中するのは危ないという認識等から積極化しているが、これがマネーサプライの伸びとして滲み出ているのではないか。そうではなくて単なる綾なのか、その辺をお願いする。

山口企画室審議役

勿論、先程申し上げたように、銀行貸出のマイナス幅が少し小幅化するということがある。その裏には、一つは、優良企業向けということではあるが、企業向け貸出を増やそうという動きもある。それからもう一つやはり住宅ローンを伸ばそうという動きもある。それらを反映して、非常に小さな動きではあるが、じわじわと貸出のマイナス幅が縮まる。それがなにがしかマネーサプライに反映している部分は勿論あると思う。ただ、このところの動きとしては、先程申し上げたように、代行返上というような特殊な要因によって攪乱されているところがあって、実は代行返上で嵩上げされた部分は、実際にはもう暫く経って、国の方に資金が戻されると、またマネーサプライを落とす要因として出てくる訳である。差し当たり10～12月については、7～9月中、特に9月に掛けて代行返上が加速していったためにマネーサプライが高くなる。そのゲタを履いて、10～12月が高い

訳だが、年が明けた辺りは少しマネーサプライの伸び率は下がってくる可能性もあると思っている。

中原委員

貸出債権の流動化は、フローベースでは相当減っているのか。

山口企画室審議役

それはお手許の資料の厚い方、資料5（参考計表）図表8、これはその部分と、その他債権流動化関連商品全て合わせたものなので、不良債権の部分の流動化というご質問に直接答える訳ではないが、ご覧のような推移を辿っていて、比較的高めの流動化残高というのが続いているという状況だろうと思っている。

中原委員

これはリース会社とかファイナンスカンパニーとか、そういうノンバンクも全部含めてか。

山口企画室審議役

この流動化自体は、銀行の保有分の計数である。

白川理事

アネクドータルな話と言うか、ヒアリングベースの話だと、今、中原委員のおっしゃったような感じで、多少足許の株価が上がっているということもあるので、勢いが少し衰えている感じがしている。

中原委員

特殊要因ではそれは調整しているのか。流動化の部分というのは。

山口企画室審議役

調整している。

福井議長

宜しいか。それでは本日予定されていた議事は終了する。明日は午前9時に再開する。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、決定会合への信認を確保する観点からご出席の方々、及びこの場にいらっしゃる方々に、厳正な機密管理をくれぐれも宜しくお願いする。それでは閉会する。有り難うございました。

(午後3時55分中断、10日午前9時再開)

福井議長

おはようございます。それでは定刻なので、政策決定会合を行う。今日は2日目の審議である。今日は政府の方から財務省石井副大臣にお見え頂いた。有り難うございます。内閣府から中城政策統括官、宜しくお願いする。昨日に続いての審議だが、今日は国債現先オペの期間延長についての執行部説明、そしてその決定ということを一にしたいと思う。次に金融経済情勢に関する討議、三つ目に金融政策の透明性の強化についての論点に関する執行部説明、四つ目に当面の政策運営等に関する討議、五つ目に政府からご意見を頂戴する。以下はいつものとおり議案の取り纏め、採決、そして金融経済月報の検討、最後に去る9月11、12日開催分の議事要旨の承認と、こういう手順で進めたいと思う。なお、石井副大臣は所用で途中でご退席の予定である。その場合には津田総括審議官が交替で出席頂けると聞いている。いつも申し上げているが、会合の中でのご発言は全て記録することが前提となっている。委員、及び政府からご出席の方々はそのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

Ⅲ. 「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定

福井議長

それでは第一議題、国債現先オペの期間延長について、執行部からまず説明を聞きたいと思う。これは、前回のこの政策決定会合において議長指示という形で検討を事務方に、執行部に依頼したものである。それに対する応答というものである。宜しく願います。

前原企画室審議役

それでは検討の結果を報告する。資料7、国債現先オペの期間延長について、という説明資料に沿って説明する。検討の結果としては、この四角に囲ってあるところを見て欲しい。「現在、国債現先オペの期間は、「国債の条件付売買基本要領」において、「6か月以内」と定められているが、金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、このうち買現先の期間を「1年以内」に延長するため、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正を行って頂きたい。」ということが検討結果である。なお、技術的な点だが、本件の実施に伴って、業務方法書の一部も変更することが必要であるということをし添える。二番目の検討の内容だが、第一点目として、今回の買現先オペの期間延長については、以下のようなメリットがあるという具合に考える。第一点目は、長めの資金供給手段を拡充することは、その時々のおペ先の資金ニーズに対応して、当座預金残高目標を円滑に実現することに資するという点である。第二点目としては、国債買現先オペについては、オファーから決済までのSTP化、すなわちシステム内一貫処理が実現しており、即日の資金供給オペを機動的に実施することが可能であるため、金融市場の安定確保にも資するのではないかというのがポイントである。第三点目としては、国債買現先のオペ先は手形買入のオペ先とは同一ではないため、金融市場の状況に応じて、より広い先に対して長めの資金供給を行うことが可能となるということがメリットとして挙げられると思う。2ページ目の一番上、今回の買現先オペの期間延長に伴い、

オペで差入れた国債が長期間固定化されることにより、金融機関の応札インセンティブが減殺されないようにするため、オペ期間中の銘柄差替えを事務対応が可能な範囲内で弾力化することとしたいと考えている。その結果として、買現先オペの期間は、長めの資金供給手段の拡充を図る観点から、手形買入オペや短期国債売買オペと同じ期間「1年以内」とすることが適当と思われる。なお、売現先オペの期間については、資金吸収オペ手段ということなので、現在のところは金融調節の遂行の面で特段の必要性がないということと、取引先のニーズもあまり窺われないということから、今回は期間の延長は行わないまま現行のままとしたい。なお、実施日は決定した後、10月10日より実施したいと考えている。次に、参考1として付けた各種の供給オペ手段の概要という表だが、この中の国債買現先の一番左にある基本要領上の最長期間の6ヶ月を今回1年に延長したいということである。続いて参考2だが、これは国債買現先オペと手形買入オペの対象先と落札実績ということで、オペ対象先数ということで(1)を見ると、国債買現先の方が証券、証券金融の先数が多いということが手形買入に比べると特徴かと思う。次に政策委員会に付する付議文を読む。「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関する件。案件。金融市場調節の一層の円滑化を図る観点から、国債の条件付売買における売戻条件を、買入日の翌日から起算して1年以内の確定日に売戻を行う旨に変更することとし、そのため下記の諸措置を講ずること。記。1.「国債の条件付売買基本要領」(平成14年9月18日付政委第109号別紙1.)を別紙1.のとおり一部改正すること。2.「日本銀行業務方法書」(平成10年3月24日付政第29号別紙3)を別紙2.のとおり一部変更すること。以上。」である。なお、別紙1、別紙2は各々一部改正、一部変更案なので、読み上げは省略させて頂く。宜しく願います。

福井議長

どうぞご質問等あれば願います。

須田委員

その前に意見を言ってもいいか。国債現先オペの期間延長については今説明して頂いたようにメリットはあると思うので異を唱えるつもりは全くないが、公表の仕方と運用については是非留意して頂きたいと思うことがあるので、少し意見を述べさせて頂く。つまり公表については前回も申し上げたように、この決定が市場安定化に乗り出したように捉えられることのないように、あくまでテクニカルな話としてローキーで打出して頂きたいということである。また運用については、せっかく制度変更をしたのだから、試したいとか、実績を作りたいという人情は理解できるのだが、本当に必要な時に、すなわち機動的であるというメリット等が活かせる時に実施するようにして頂きたいと思う。前回私が思ったのと違って、本件の検討開始の報に対しては、市場やマスコミが思いのほか好意的に受止めていただけに、だからこそより慎重に対応、運用して頂きたいと思っている。

福井議長

はい、どうぞ。

福間委員

別に須田委員に反対している訳ではないが、やはりこういう手段が出たのだからできるだけ早い時期に試してもらいたい。

岩田副総裁

一点だけ質問をしてもいいか。売現先の方なのだが、このオペの対象は、国債整理基金とか財投などの政府であることが多いのか。買現先と全く同じなのか。

白川理事

相手方は先程の資料の参考2のオペ対象先にあるように、今のところ買

いも売りも同じである。

中原委員

私も須田委員と同じくこのニーズそのものは理論的にはあるのだが、現実はどうかという点に、若干危惧があった。この前オペ懇談会等でも大分議論があったようだが、それぞれのメリットについて市場はかなり前向きに捉えているという感じがしたが、その点如何か。

白川理事

懇談会は全部で100先位が出席しているので、皆が同じようにあるテーマについて議論することではなく、色々な話の中でこういう話題があったということをご報告したので、必ずしも悉皆的に分かっている訳ではない。市場関係者の反応を見ると、当初思ったよりは好意的な意見があったなという感じがした。ただ、絶対値としてこれが物凄くマーケットに対する日銀の決め球であるとか、そういうような受止め方は勿論ない。思ったよりは好意的だったなという感じはあった。

福井議長

宜しいか。特に日銀として別に人気商品を作った訳ではないので、奇をてらうことなく、ただし機を見て堂々とやって欲しいと、私は思う。決議を採りたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この件については適宜執行部より対外公表をさせて頂きたいと思う。

IV. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは第二の議題、金融経済情勢に関する討議に移りたいと思う。バックグラウンドデータについては昨日報告を受け、質疑応答も終わっているが、委員それぞれのご判断について今日は意見を出して頂きたいと思う。お一人恐縮だが5分ずつ位でお願いしたい。今日は、中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、そして福間委員、この順にお願いしたいと思う。その後自由討議をしたいと思う。まず中原委員、お願いします。

中原委員

まず景気の現状判断だが、米国を中心に海外経済の回復感が強まっている。企業、家計の業況感、景況感の改善、景気は踊り場から緩やかな回復

に転ずる地合いが整ってきたという感じがする。その意味で、昨日の説明に異論はない。ただ、これは底固い動きのアジア向け輸出、株式市場の好転、金融システムの当面の安定、あるいはリストラの進んだ一部大企業の業績の回復など、こういうものに支えられたものであって、前々回でもちょっと話題になったが、いわゆるハードエビデンスという点では確認できるものは必ずしもまだ多いとは言えないと思う。今後、内需に支えられた自律的成長軌道への復帰に繋がっていくのかどうか、なお十分注視していく必要があると思う。前回以降発表の経済指標で大きなサプライズはない。短観はほぼ予想どおり。中小企業の業況感、これがかなり改善を示したが、まだ絶対水準は低いと思う。中小企業にも環境の改善の効果が及び始め、二極化の進行が止まったとみることはできるが、これは金融システムの当面の安定、あるいは優良中小企業に対する銀行の貸出姿勢の積極化、株式市場の回復、こういうものが大企業以上にポジティブな影響を与えているのではないかという感じがする。大企業について設備や雇用の過剰感、これは弱まってきた訳だが、個別企業のヒアリングでは、これまでは生き残りのためのリストラであって、これからは前向き的一段と営業、あるいは財務の基盤を拡大強化するためのリストラと、こういう認識を言われる経営者が多く、今後の経営環境についてはなお厳しい目で見ている感じがする。また、中小企業の企業淘汰も当分まだ続く。この意味では景況感の改善がこのスピードで今後とも続くとも思われない。また、最近の急激な円高の影響、これは大変懸念しているところである。ただ、この確認は次の短観まで待つ必要があると思う。米国については、企業周り、川上部門で強い指標が出始めたという感じを持っている。特にハイテク関連の生産出荷の増加、これが持続的なものかどうか今後ポイントになるかと思う。家計も住宅価格の伸び率の鈍化、あるいは長期金利の上昇、雇用情勢の悪化、こういうものからくるコンフィデンスの悪化が見られる一方で、消費は予想以上に強いと感じている。9月の雇用統計、これはポジティブ・サプライズであったが、今後本当に回復に転ずるものかどうか、判断するのはまだ時期尚早と思う。設備投資も改善の動きが感じられるが、稼働率は

なお低い。設備や在庫の投資活動活発化のためには、今後の企業収益と消費を含む最終需要のさらなる改善が明確になる必要があると思う。欧州は底をつけたが、回復は極めて鈍い。構造問題を抱える中で政策は後手に回っているという感じがする。世界経済の牽引力は期待できない。アジアの内需も中国、タイなどの一部を除いて斑模様、結局米国景気を頼りとする構造は続いている。今後のリスクについては、詳細は今月末の会合で検討する展望レポートの議論で触れることになるが、回復のスピード感、それから持続性には必ずしも確信は持てないが、一方で、国内、海外とも、腰折れ、失速、この蓋然性は弱まってきたと思う。ただし、循環的な見方に立つと、緩やかながら既に 20 か月を超えるわが国景気の上昇局面が続いているので、勿論企業のリストラ、サプライサイドの改革、これが進んでいるので、在庫水準や設備過剰感が解消しつつある状況のもとで、従来型の設備循環、在庫循環、こういうものがそれ程深いものにはならないと思うが、やや循環面から来年度については要注意という感じも持っている。目先のリスク要因としては、やはり株価、為替、長期金利の動向だが、特に円高が心配である。長期金利については、当面落ち着きを取り戻したとみるが、需給構造的には年度末に掛けて金利上昇圧力が掛かり易い状態になると思う。金利上昇が株安を招く、あるいは株安が銀行のリスクテイク能力の低下をもたらして債券安、金利高を招くということにならないか、懸念を持っている訳である。為替については、115 円をブレイクしてからまだ相場が若いということだし、非居住者からの日本株投資はまだ続きそうである。政治情勢から見ても介入スタンスの弱まりを窺う流れがマーケットに強い。こういうことから見て、さらなる円高の進行を心配している。実質実効相場も昨日説明があったが、まだかなりの円安水準にあって、今の水準であれば、直ちに回復の腰を折るようなことにはならないと思うが、今後さらなる円高の進行とその長期化が見られれば、企業業績に甚大な影響を与えかねないと思う。また、回復過程の日本経済のさらなる空洞化、あるいは輸入代替の進展によるネット外需の減少ということで、構造的にもマイナスの影響を与えかねない点は警戒を要する。株価とどの程

度カップリングする動きとなっていくのかどうか、これが問題でもある。99年の回復時は円高、株高、同時進行したが、今後一時的な円のオーバーシュートは株の暴落を招き、銀行のリスクテイク余力の低下から長期金利にも波及するというシナリオもあながち否定できず、注意をしていきたいと思う。以上である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

金融経済情勢については先日公表された短観において足許の輸出回復を受けた業績や業況の改善が確認されたこともあり、「わが国の経済をみると、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある」という上方修正した総括判断で良いと思う。GDPデフレータのバイアスの問題もあるので、今年度のGDP成長率は展望レポートをかなり上回る数字となり、幾分上振れする可能性も出てきたと思うが、概ね展望レポートの標準シナリオの範囲内にあると思っている。以下、リスク要因として米国の景気回復の持続性、東アジア域内の景気回復動向、内外金融為替市場の動向、国内民間需要の動向について取り上げておきたいと思う。

この中でまず、東アジア域内の景気回復動向について申し上げる。東アジア全体の評価としては、中国の内外需共従来の方強さを取り戻していること等から、「景気回復の足取りが徐々に強まっている」とされているが、ASEAN諸国の輸出が弱いことが気掛かりである。例えばマレーシアでは足許2か月連続して前年比マイナスになっているが、エレクトロニクス関連の輸出が大きく減少している。SARSの影響から中国やNIEsから生産シフトしていたものが剥落しつつあるとも考えられるが、エレクトロニクス生産のアジア域内におけるリロケーションの影響が出ているのかもしれない。「強い中国」はASEANを犠牲にしている可能性がある

ので、東アジア全体を強く見過ぎていないか、注意しておく必要があると思っている。

米国の景気回復の持続性についてはなお下振れリスクがあると思っている。米国の景気については減税による個人消費の押し上げ効果から好調を持続しているが、政策効果が剥がれてくること、住宅価格上昇の一服からモーゲージ・リファイナンスが減少し始めたこと、家計部門の債務に過剰感があること、雇用環境が悪いことなど、個人消費のマイナス材料は沢山ある。とりわけ雇用については海外へのアウトソーシングを背景とした雇用の減少など、構造的失業への言及も増えている。このような状況下においては雇用者所得の改善は期待しがたく、コンフィデンスの悪化もあって、個人消費の先行きについては下振れリスクがあると考えている。その場合、個人消費が息切れを起こす前に設備投資にバトンタッチできるかが鍵になるが、今のところ設備投資は情報化投資に偏っており、能力増強投資が活発化しているような状況は窺えない。

こうした状況を裏付けるようにFRBのコーン理事は9月の講演で、「ここ数か月企業の財務状況は改善し、設備投資は回復の兆しを見せているが、経済が自律的な回復過程に戻り完全雇用への道を辿っていると確信するのはまだ早い。企業の慎重な姿勢は特に在庫投資や雇用の面で目立っており、企業は設備や雇用を増加させずにまだ増産が可能とみられる。」と発言している。つまりこれは雇用環境はまだ厳しいことに加え、設備にもまだ過剰感があることを指していると考えられ、個人消費そのものの好調維持や設備投資へのスムーズなバトンタッチが実現するかどうかはなお厳しく見ておく必要もあることを示唆しているように思う。

内外金融為替市場の動向だが、現在の関心事項は国内及び米国の長期金利と為替である。為替や長期金利については、為替政策の変化、景況感の格差、財政赤字、経常収支の不均衡、国債管理政策等に関心が集まっているが、これらの要因が金利や為替レートを変動させるリスクに注意しておきたいと思う。なお、9月に入ってからドル安円高については、G7がやり玉に上がっているが、その基本は日米景況感格差、つまり日本の景気

回復がより確かなものと認識される一方で、米国の景気回復の持続性に対する懸念が生じていることを素直に反映したものだと思っている。従って、市場が、この円高ドル安は日本の景気に悪影響を及ぼし、米国の景気に良い影響を与えらると思えば、自ずと修正される筋合いのものであると思う。ただし、足許は金利や為替レートのボラティリティが高いため、資本移動が積極化しにくい状況にある一方で、双子の赤字に関心が集まっているため円ドルレートが経常収支に反応し易くなっている。これまでの円高は企業の増益基調を阻害する程のものだとは思わないが、円高が企業業績や物価に与える影響については注意しておく必要があると思う。

最後に国内民間需要の動向だが、日本経済では各種の二極化（製造業対非製造業、大企業対中小企業、都市対地方）がまだ進展すると考えてきたが、短観において方向感を見ると、製造業、非製造業、大企業、中小企業を問わず改善している。足許の動きは1999年から2000年に掛けてのIT分野に偏っていた回復とは異なり、輸出の好調を映じ素材も含めた広範囲の業種で業況が良くなっている。つまり二極化の弱い方についても、勝ち組と負け組に二極化していたが、様々な構造調整を経て、また金融機関の貸出緩和スタンスや強い中国からの需要もあって、弱い方についても若干勝ち組が優勢になりつつあって、それが表に出始めているのかもしれない。ただ、この状況がさらに一步進むためには、この回復局面が持続し、期待成長率が高まっていかなければならないと考える。これが変化の胎動なのかどうかを見極めるべく注目していきたいと思っている。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

輸出環境の改善もあって、景気は回復方向がよりはっきりしてきたように思う。米国経済は、家計支出に牽引されたものだが、回復基調を維持している。東アジア経済は、輸出の回復から生産も増加傾向となりつつある。

金融環境面では、株価の堅調、長期金利の安定はプラスだが、円相場、というよりドル相場が気掛かりである。物価については、消費者物価の下落率が特殊要因もあって縮小してきているが、先行き安定的に変化率がプラスになることはまだ想定できないと思う。まず、米国経済についてだが、家計支出は減税効果もあって堅調である。キャッシュ・アウトを伴う不動産ローンの借り換えが急減してきているし、雇用情勢の改善の遅れなどから、各種消費者マインド指数が低下するなど、先行き若干拡大ペースが鈍化することがあるかもしれないが、まだ暫くは増加基調が変化するまでには至らないと思う。雇用情勢の改善は確かに遅れ気味だが、改善方向にはあると思う。事業所調査による雇用者数改善の遅れは、家計調査の就業者数の増加を勘案すると、若干割り引いてみる必要があるのではないかと考えている。一方、企業設備投資は、IT関連投資を中心として緩やかに回復しつつあるようである。住宅投資が先行きピークアウトしていく際、設備投資にバトンタッチしていけるかどうかポイントだろう。ユーロ経済圏は、内需の低調さは変わらないが、輸出、生産の減少に歯止めが掛かりつつあり、企業マインド面でも改善の動きが見られる。東アジア経済は、輸出がIT関連財を中心として増勢を取り戻し、生産も増加傾向となっている。中国で不動産関連融資に関する規制強化や、預金準備率引き上げの動きがあるが、過剰分野の調整の域を出るものではないと思う。ただ、日本同様、フィリピンを除き各国通貨に上昇圧力が掛かってきており、為替市場の動向が注目される。国内経済については、輸出、生産が緩やかに増加する方向性は出てきているように思う。ただ、企業設備投資について若干気掛かりな指標がある。短観の大企業設備投資計画がこの時期上方修正されなかったことと、8月の機械受注統計が7月に続いて前月比下がったことである。しかし、前者については、中小企業の設備投資計画が順調に上方修正されているし、後者についても前年比でそこそこ伸びているし、設備投資全体が緩やかに回復しつつあるとの判断は維持できると思う。企業収益についても、円相場が現状程度であればインパクトは限定的だろう。それでも、当面、雇用所得情勢の明確な好転までには至らないものの、悪化は

止まりつつあると思う。最近、株式市場で大手銀行株価の上昇が目につくが、ショートポジションのカバーや銀行株を持たざるリスクの高まりといったこともあるが、主因は、通常以上のペースで不良債権処理を行った後の収益力を評価し始めたことだろう。主要行のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムも下がってきた。主要行の業務計画を見ても、与信に対する前向きの姿勢が若干感じられるようになってきた。最後に物価について一言申し上げる。消費者物価指数の下落率が特殊要因もあって小さくなってきた。また、9月短観で、設備判断D Iと雇用判断D Iの加重平均の過剰超幅が極く緩やかながら縮小してきていることが確認できた。需給ギャップ面からの物価低下圧力が緩和してきていることを示唆するものかもしれない。ただ、最近の様々な特殊要因の影響を除くペースで消費者物価が安定的に上昇する状況にはまだ至らないと思う。以上である。

福井議長

植田委員、お願いします。

植田委員

先月は確か輸出と生産が年後半に向けて増加していくことが期待されるけれども、まだデータの的には確認できていないという判断だったと思うが、今月はその中で輸出については少し上向きの動きが出てきたが、生産についてはまだ、しかし、今後近いうちに上昇に転ずるというように、プラスの方向に若干変化したのだと思う。その背景は皆さんおっしゃったように、海外経済が少し力強さを増してきた。あるいは下方の不透明感がやや低下してきた。少なくとも目先はそうであるということだと思う。その対象国としても米国とアジア、特に中国ということだと思う。米国は皆さんおっしゃったように消費が力強さを保っている中で、私は設備投資は建設投資を除くともうかなり力強いところにきているなという感じを持っている。むしろこれがどれ位この先続くかということのように思う。弱い

のは雇用と在庫投資のところという感じである。従って、減税効果が薄れた来年初め以降、どうなっていくかということが焦点になりつつあると思う。中国も思ったより早い速度で回復してきて、その強さが色々なところに及んでいるということかと思うし、リスクとしては経済過熱のマイナスがどれ位、あるいはそういう可能性がどれ位あるかということかと思う。須田委員がおっしゃったようなASEANのところの輸出の弱さは私もちょっと気になっていた。こうした動きがやや細かい点では、日本からの輸出のデータではアジア向けのみには反映されているという段階だが、昨日説明があったように、世界経済の色々な動きがアジアに集約されて日本に及んでくるというパターンに少し変化しつつあるのかもしれない。国内経済については、おっしゃられたように輸出については少し良い動きが見える。それから消費が一応やや下げ止まりという、これも良いデータかなと思う。それから設備投資、企業の景況感周りでも短観を中心にある程度の広がりが出てきたという好材料が出たということかと思う。ただ、先月末、今月初めのデータ、必ずしも短観を除くと、良いものばかりでもなくて、まあミックストという感じなので、さらに全体の良い感じがややマインド先行という気もしない訳でもないので今後注意していかなくてはならない状況には変わりがない。一つ気になるのは、ここまでは名目ではあまり売り上げが伸びない中で、賃金の抑制で企業収益が上がってきたというパターンかと思う。足許賃金に安定化傾向が見られる訳である。この先賃金の安定化傾向が続き売り上げがあまり伸びないということであれば、収益にはマイナスの圧力が掛かっていく訳であるし、実際ユニット・レーバー・コスト等を見ると、製造業では、足許上昇に転じている。これが全体のパイも伸びて賃金、利潤もそこそこに伸びる、そしてそれがまた全体を上手く支えるという好循環に転じていくかどうかというのが今後の注目点の一つかと思う。この点は円高の製造業、収益への影響の度合いとか、あるいは逆に非製造業がどれ位頑張っているかという辺りがポイントの一つかと思う。何人かの方が触れたが、GDPデフレーターにかなり大幅な、場合によっては1%前後の下方バイアスがあるかもしれない。それからこのところ我々

としても景況感を若干上方修正しつつあるということで、足許GDPの動きを見てみると、あるいはその予想のようなものを自分なりに作ってみると、かなり大幅な上方修正になっていくということかと思う。ただ、同時に見掛け上の潜在成長率のようなものも上方修正になると思う。であるから、これまで1%強位に見ていたとすると、2%強位の潜在成長率ということになると思うので、GDPギャップは景況感の本当の意味での上方修正分しか低下していないということだと思う。私は先月のはじめにある新聞のインタビューで2.5%位の成長が2年位続けば何とかデフレのところから脱却できるかもしれないというようなことを言った覚えがあるが、それは1%強位の潜在成長率を前提にしていた話であり、2%強に潜在成長率が上がってくると2.5%程度の成長率では、ほとんどギャップは縮まらないし、インフレ率に対するプラス圧力も過去のデータから判断されるパラメータを前提とする限りあまりないということだと思う。

最後に皆さん言われたように、円高だが、これが日本経済あるいは、日本と海外経済の景況感格差を反映したものと見るべきか、もう少し国際政治的な圧力の結果であるとみるべきか微妙だが、いずれにせよ、経済、あるいは内外金融資本市場への影響について慎重に見ていくべき局面だと思う。以上である。

福井議長

では、春委員お願いします。

春委員

これまで8月の指標、一部9月の指標を見た。9月の短観も公表されたが、幾つか明るい材料が確認できた。

まず一つは9月の短観だが、総じて市場予想どおりという評価だったようだ。また、円高前の調査であることを多少割り引いて見る必要があるが、幾つか回復を示す結果が確認された。一つは業況判断として、大企業非製造業は冷夏の影響を受けた小売の悪化で、前回横這いとなったが、大企業

製造業は2年9か月振りのプラス、中小企業も製造業、非製造業共、マイナスではあるがマイナス幅を縮小している。また、経常利益についても製造業を中心に全規模、全産業で2年連続二桁の増益を見込んでいる。こうした収益の好調さがこのところの株価にも反映していると思う。

二点目として、これまで横這い圏内の動きを続けてきた輸出が東アジア向けの情報関連や資本財・部品等を中心に、7月、8月と3四半期振りに前期比プラスに転じ、増加傾向が確認されたと思う。

三点目として、本年度の設備投資については、大企業対象の政策投資銀行の8月調査によると、非製造業は横這いだが、製造業は電気機械や自動車を中心に16.2%という大きな伸びで、全産業でも4.9%となっている。9月の短観は昨日の説明では分社化の影響ということで、大企業の伸びは政投銀の調査より低くなっているが、中小企業の計画は6月調査に対して上方修正され、また全規模、全産業でも前年比プラスの伸びとなっている。ただ、この点も機械受注の2か月連続マイナス等については若干推移を見る必要があると思う。

以上を総括すると、足許の日本経済は、所得、消費、生産については横這い圏内、当面、円高傾向とか米国景気の持続性などの不透明要因がある中で、輸出、企業収益、設備投資など、回復を示す動きが明確になりつつあるので、全体として4月の展望レポートの標準シナリオに沿った回復の方向に進んでいるように思う。従って、当面の景気認識としては、9月に若干の上方修正をした訳だが、横這いという表現を続けるのはちょっと不自然かと思うが、一方で金融・為替市場における状況から、判断には暫く慎重サイドの姿勢を続けることが適切ではないかと思う。

以下、若干のコメントをしたい。昨日も報告があったが、9月のウォッチャー調査だが、月末1週間で調査をして1週間後に発表するという、比較的早い調査で、まだ評価は定まっていないのかもしれないが、方向判断DIのうちで、現状判断DIは48.6で、4か月連続の改善。先行き判断DIも49.9と6か月連続の改善で、横這いを示す50は下回っているが、あと一歩のところである。これは家計動向、企業動向、雇用関連と三つに分

かれているが、雇用関連が現状、先行き共 50 をかなり上回って改善し、各地のハローワークとか人材派遣会社、あるいは専門学校、新聞、雑誌の広告関係者から聞いているらしい。どう受け取ったら良いか分からないが、楽しみな状況である。

鉱工業生産は横這い圏内ということであり、毎月紹介して恐縮だが、8月の産業用大口販売電力量はやはり冷夏の影響を受けて前年比-2.6%であり、2か月続けて前年水準を相当下回った。業種別に見ると、鉄鋼を除く全業種、地域別には東北、九州を除く全地域でマイナスとなっている。冷夏の影響を除くとほぼ前年並みという分析もあるようだが、9月以降を見ないと見極めは難しいということである。

物価だが、8月の全国の消費者物価が-0.1%とさらにマイナス幅を縮小している。前月も述べたが、米価について9月26日の15年産第4回の入札があり、銘柄毎に見ると大体前年比で2割~3割位上昇しているが、9月12日に行った第3回との対比では10%位下落をしており、高騰には、歯止めが掛かったという報道がされている。大手の食品スーパーの話を聞いてみると、昨日の早川局長の話と大体同じようなことだが、店頭でのブランド物の新米の小売価格、今年は5キロ3,000~3,500円という値段を付けたが、非常に売れ行きが悪いということで、新米と古米をブレンドしたり、ブランド物ではない新米を5キロ2,000円程度で売っていくつもりだとのことだった。従って先月は店頭での価格も20%程度上がるのではないかと見ていたが、それ程上がらないのではないかとということであった。いずれにしても消費者物価については、主として一時的特殊要因によって、場合によっては年内にもゼロ、あるいはプラスという可能性があると思うので、後程の透明性の議論でも話が出ると思うが、量的緩和堅持の強い姿勢にマーケットの疑念が生じないよう注意が必要と思う。

金融・為替市場では、まず、株価が4月を底に回復をして、次いで長期金利が6月、8月と反発した。9月に掛けて円高が進行し、日本経済の持ち直し過程に応じた素直な反応とみることができると思うが、特に金利や為替の急激な動きについては注意深く見る必要がある。

リスク要因としては米国経済の持続性と日本の為替・株式と思う。米国経済については8月までは住宅投資や個人消費支出、鉱工業生産指数など実体経済の指標は順調に推移している。その中で8月は耐久財受注がマイナスになったことや雇用環境の改善が進まないことで、消費者心理、企業家心理が悪化していたが、9月になって雇用統計の改善を契機に明るさを取り戻している。米国経済の持続性については、雇用動向とか設備投資の動向、さらには8月までの長期金利の上昇に伴う住宅ローンのリファイナンスの減少、従来からの双子の赤字の問題などあるので注意をして見ていく必要がある。

国内の株式市場だが、9月18日に1万1千円台にまで上がってその後下がったが、1万円台をキープしてきたということはかなり底固いと感じている。ただ、買い手は代行返上の売りが一服して、年金資金等の買いが活発化してきたという動きもあるが、基本的に買い手は外国人中心であり、長期保有の特に個人投資家の参加の動きがまだ出ていない。今後の動きを注意して見ていく必要があると思う。以上である。

福井議長

では、武藤副総裁お願いします。

武藤副総裁

景気情勢の総括判断としては、「輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある」ということで、前月からさらに上方修正することが適当であると考えます。前月は輸出環境等に明るい兆しが見えていたが、足許の経済指標から具体的な動きを確認することはできなかったということは、何人もの方から指摘があったとおりである。この1か月に判明した経済指標を見ると、まず輸出が東アジア向けを中心に再び増加に向かいつつあることが確認された。また、9月短観において企業の業況感の改善が、2年9か月振りにDIが+1となった製造業大企業ばかりではなくて、非製造業や中小企業にも広がってきているこ

と、それから企業収益の増加基調と設備投資の明確な回復傾向が確認できたと思う。生産は足許なお横這い圏内の動きが続いているが、輸出の増加などを背景に早晩、緩やかな増加に転じていく可能性が高く、また企業ヒアリングからもそうした感触が得られている。このように景気が今後回復していく蓋然性は前月よりも高まっており、景気回復への基盤が整いつつあると言える。先行きの経済情勢についても、海外経済が米国、東アジアを中心に当面は比較的しっかりした景気回復が続くことから、輸出の増加は継続すると思われる。また、設備投資の回復傾向もより明確化していくと予想される。もっとも、いつも述べることだが、企業の過剰債務圧縮や人件費抑制など、構造的な調整圧力も根強く、自律的な回復力は引き続き弱いと思う。また、輸出環境の先行きについても、米国の雇用面に引き続き弱さが見られることや、為替相場がご承知のようなドル安、円高方向で不安定な動きとなっていることなど、引き続き不透明感がある。景気回復の動きがより確かなものになっていくかどうか、ここは引き続き注意して点検していく必要があると思う。消費者物価について見ると、生鮮食料品を除いたコアベースで7月に前年比 -0.2% 、8月には -0.1% と前年比下落幅が縮小してきている訳だが、医療費負担やたばこ税の引き上げといった特殊要因がかなり影響しており、基調的には緩やかな下落傾向という点に変わりはないと判断される。

次に金融資本市場の動きを見ると、全般に我が国経済の回復期待が強まるもとでやや振れの大きな動きとなっている。長期金利は中間期末を睨んだ金融機関による持ち高調整などもあり、9月中、大きく振れる展開となったが、最近では、 $1.3\sim 1.4\%$ 程度で落ち着き気味に推移している。為替相場はG7前後から介入が制約されるとの思惑から急速に円高が進んだ。株価は9月中旬まで大幅に上昇した後、急速な円高が嫌気されたこともあって反落したが、最近では多少持ち直しており、1万円台半ばで推移している。こうした金融資本市場面の動き、特に最近の円高の動きが実体経済や企業マインドにどのような影響を及ぼすか注意深く見ていきたいと思う。

福井議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

では、まずアメリカの景気だが、先程須田委員の方からアメリカ経済の弱さと言うか、それ程順調でないリスクがあるという指摘があった。私は前回、年後半均してみれば4%程度の成長が可能だということを申し上げたが、今もそれが変わりないと見ている。恐らく第3四半期、今月下旬にGDPの数字が発表になると思うが、5%近い数字がむしろ予想されるところである。第4四半期は特に国内の最終需要で見ると住宅投資が多分マイナスになっていく。それから個人消費も減税の効果が7~9月程ではないということがあるので2%台に落ちる可能性がある。在庫投資の数字がどの位出るかということにもよるが、全体としては3%近いところに落ち着いて、ある意味ではアメリカは第3四半期が凄く良過ぎる数字で、第4四半期にそれがスローダウンする形を示すと思う。だから、両期を均してみると4%台ということではないかと思う。もう一つアメリカのリカバリーのプロセスで弱点とされているのが雇用面である。雇用が減少しながらの回復ではないかという議論が、バーナンキ氏の言葉だとジョブ・ロス・リカバリーだと言っているのだが、雇用者だけを見るのはやや危険であって、自営業者は940万人、農業は230万人いて、その辺がカバーされていない。家計調査はそこがカバーされているので標本数は少ないが、これを見ると実際は就業者全体では増えている。最近では80万人位増えているという統計もあり、そういう回復期に伴う開業率の増加というものも無視してはならないのではないかと思う。来年前半については、クリスマス商戦がどの程度になるかということで消費がどの位持続するかを見極めたいと思っている。アジアについては、皆様のご指摘のとおりだが、これまでは中国のGDPは水増しされて成長率が高すぎるのではないかと、と言われていたが、最近は議論が逆転して今年に入ってからGDPは過小評価しているとさえ言われている。11%成長しているという新説まで現われた。確

かに実体経済、中国経済はSARS等の影響で前期比で落ち込んだが地合いは強いのかなと思う。ヨーロッパは企業マインドが改善しているが、回復の足取りは重いままだと思う。日本だが、輸出企業の景況感、収益、設備投資に明るい兆しが出ていると思う。製造業の中小企業の景況感の改善幅、あるいは設備投資の上方修正というのは回復に向けた動きの広がりを示していると思う。ただ、非製造業は不振を続けている。日本もGDPの数字が第3四半期は、恐らく第2四半期が良過ぎたので、ゼロに近い可能性がある。それでも、これを均して考えるべきではないかと。そうすると年率で2%位成長しているという姿ではないかと思う。現在の内在的な景気循環の面で、在庫循環だとか設備投資循環で見ると、内在的に弱くなる要因というのはないので、対外環境が仮に明るさを増すとすれば、これまでの過去の成長率が大幅に鈍化すると考える必要はないと思う。むしろ2003年度は2%台の半ばということがあっても、少しもおかしくないと思う。さらに最近注目しているのは、売上がプラスとなっていること、また名目GDPの成長率がプラスになっていることは、プラスのサインだと思う。回復パターンはどなたか指摘があったが、99年と2000年に似てきている。これも前々から申し上げているが、これは輸出と設備投資が主導していることに加え、名目GDPがプラス入りしている。同時に円高のリスクも抱えながら回復に向かうところまで似ていてはないかと思う。物価の動向だが、このところ偶然要因が重なって少し嵩上げされているということだが、先行きを見るとエネルギー特別会計の再編があり、どれ位効くのか分からないが、若干物価を押し上げる方向かと思う。また、米は勿論、恐らく+0.2%とか押し上げる可能性があると思う。年が明けから消費税の内税化だとか簡易税制、簡易課税が変わるのでそれがどちらにいくかというのは分からないが、私自身は押し上げる要因だと思っている。どなたか哲学者が、必然性は偶然性を通じて実現する、と言っていたということを思い出すのだが、偶然が幾つか重なると必然の出来事となるという側面も無視できないと思っている。それから先程植田委員からGDPギャップの話があり、実はこれは説明会の時に申し上げたことだが、

名目GDPの数字が正しいとして、実質GDPの方が過大評価されているということだとする。しかしながら潜在GDPの推計も見せ掛けの実質GDPの数字を使っているのだから、1点数パーセントというのは見せ掛けの潜在成長率であって、それを剥がしてしまおうと真の潜在成長率は0.5%位になると思う。GDPのデフレーターが0.5~1.0%ポイント位の下方バイアスが仮にあるとすれば、真実の姿はむしろ潜在成長率が低下していると見るべきで、デフレーターの下げ幅を大幅に表示しているとすれば、そういうことだと思う。ただ、ジョルゲンソンなども言っているように、IT革命が日本でも生産性を随分高めているということがあり、それで潜在成長率は本当はもう少し高いはずだという議論は別途あると考えている。だが、見せ掛けのGDPで、見せ掛けの潜在成長率、それは同じベースで議論するというのであれば、これはむしろ植田委員がおっしゃったように、2.5%程度、2年程度続けると物価上昇率はゼロになり得るといえるのはおおいにあり得るシナリオだと考えている。これは簡単な計算をすれば分かるのだが、去年の末から今年に掛けてCPIの上昇というのが、トレンドとしての上昇、特殊要因を除いたとしてもじわじわと上がってきている。このトレンドがこのまま続くとすれば、来年度年平均で0.5%というようなことがあっても必ずしも変だとは考えていない。このことは、後の透明性でどういう議論をするか、そういったなかで量的緩和、時間軸の役割をどのように位置付けるかということもあるので、極めて重要な点だと思っている。最後にもう一点だけ、須田委員から為替レートについてアメリカの経常赤字がある限りはどうしてもレートが変わらざるを得ないという指摘があったが、メカニズムとしては確かにそういうことも存在していると思うが、政策の運営のあり方として、確かに世界経済に不均衡は存在しているのだが、それをどのように解消するのか。今回のG7の声明というのは非常に不幸だったと思うが、柔軟性の解釈で、ドル安の方向にいくのが柔軟性だと皆思っていて、これは第二のプラザ合意だと誤って解釈されたのではないかと思う。アメリカの景気が本格的に5%成長とか、かなり高い成長率を実現するということがあるとすれば、むしろ資本流入が起こってドル高の方向に

短期的には振れる可能性は十分ある。それから、今ヘッジファンド等が投機的な意味で円高の攻勢をかけていると思うが、その辺の利益の確定売りのタイミングもあるので、私はここ 2~3 週間が、為替レートについて言うと極めて重要な勝負すべき点だと、かなりクリティカルな点だと思う。アメリカの経常赤字については国内の I S バランスの問題なので、そこをどうやって接していくのか、そこがまさに柔軟性の問題なのだと考えている。ドル安自体は世界経済にとって、なんら益するところはない。今の時点で考えると、一部のアメリカの製造業には益するかもしれないが、アメリカ自体にとってもプラスにならないと考えている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

経済全体の見方については、執行部の基本見解に違和感はない。最大のポイントで警戒すべき点は、皆さんがご指摘の円高の動向だと思う。円高は、我が国では、輸出に対する打撃とともに、今業績の良い会社というのはほとんどグローバル展開した企業であるが、こういう企業は連結ベースで業績を評価するため、円高になれば円換算後の業績も悪化するということで、今後の企業業績全体への影響が懸念される。過去のプラザ合意とかニクソンショックの時代には、輸出への打撃だけを考えておけば良かったのだが、今は企業がグローバルに展開しているので、外にある利益を円換算した時の業績が落ちるとというのが、企業にとって頭の痛い問題である。一方、米国サイドから見ると、双子の赤字の問題に加え、イラク情勢の混迷やブッシュ大統領の支持率低下等、ドルに対するセンチメントを悪化させる要因が増えつつある中でのドル安であり、実需筋にドル売りのヘッジの遅れがあり、一方、投機筋にも「何もニュースがなければドル売りだ」というような投機的なムードが出ている点が憂慮される。ドルに対するセンチメントが悪化しない範囲内でのドル安は、財政・金融政策の糊しろが

少なくなっている米国にとってプラスの効果も期待されるが、一旦センチメントが悪化し、急速にドル安が進めば、債券安、株安を伴うトリプル安となる危険性を内包しているだけに、円高というよりはドル全面安の拡大があると、世界の景気回復にも大きな影響を与えるし、為替相場の安定が非常に望まれるところである。

海外の金融経済情勢は、もう皆さんがおっしゃったので特に付け加えるところはないが、米国経済は、足許絶好調である。この要因については皆さんがおっしゃったとおりであるが、ポイントは雇用情勢である。先週末に発表された9月雇用統計では、雇用者数に改善の兆しが見られ、8か月振りの増加ということであったが、一方で、時間当たり賃金は減少に転じている。前月比マイナスに転じたのは、89年5月以来ということ、自発的失業者数も昨年春以降減少傾向を辿っているなど引き続きマイナス面も見られている。1か月の改善で安心ということにはなかなかならない。自発的失業者の減少は、米国経済の強みである労働力のモビリティの高さに蔭りが見られ始めている可能性も示唆しているのではないか。また、増加に転じた雇用者数に関しても、企業のIT導入効果も手伝って、労働生産性が上昇傾向を辿っていること、製造業における海外への生産拠点移動や生産委託が一段と進んでいること、製造業のみならず非製造業でも、ソフト産業の高付加価値サービス産業やバックオフィス等の雇用がインド等海外へアウトソーシングされているなど、構造的に雇用機会が減少しているため、昨今のジョブレス・クレームは減少したものの、雇用の改善はなかなか難しいものを秘めているということである。足許は、バック・トゥ・スクール需要とか、あるいは今アメリカは相当寒いらしくて早めの冬物の衣料が売れているということで、小売は——昨日も各社発表していたが——非常に良いということである。アメリカについては、雇用がやはり心配だということである。

欧州経済については、足許はまだ停滞色が強く、先行指標等には一部明るいものが見られる。

一方、アジアについては、引き続き、中国を中心に自律的な成長メカニ

ズムが働いているが、一部の国、韓国・台湾・タイでは、自国通貨高が輸出に打撃を与えるということを非常に心配している。先程、須田委員がおっしゃった、マレーシアについてであるが、これはASEAN内の産業調整が一つと、もう一つは中国への生産移動ということで、マレーシアは一番最低賃金が高く、古い白物家電が多いという背景があるのではないかと思う。

我が国の経済については、9月短観はポジティブ・サプライズとなるような新たなドラマはなかったが、アジア向けを中心とした輸出の拡大が生産の増加に繋がり、さらにそれが設備投資の持直しを促すという、外需主導の緩やかな景気回復が裏付けられる結果となった。

もっとも、中堅中小企業については、短観にもあったように、改善方向にはあるものの、依然としてマイナスであり、景気回復を業種や規模の面から見るとその横への広がりには、はかばかしくない。また、外需主導の景気回復では為替相場の動向に影響を受け易いほか、前回も指摘したように、金融機関を含む企業、家計、政府それぞれのストック面で、経済成長を阻害しかねない構造問題が残っていることも踏まえると、経済が自律的な成長過程に入ったと評価するのは時期尚早である。我が国としては、足許の景気回復に安心することなく、内需主導型経済への転換に官民挙げて取り組んでいく必要が引き続きあるということである。

この間、金融面では、企業がバランスシート適正化のために有利子負債の圧縮を進める一方で、銀行の貸出態度はここへきて一段と積極化している。これは保有債券の含み損の増加により、ある程度債券投資からポートフォリオのバランスを貸出に移すというALM上の要請や、あるいは金融庁の指導等色々な要因があると思うが、景気・株価の持直しや不良債権処理の進展等により、銀行が自信を取り戻しつつあるのではないかとみている。

一方、金融資本市場では、銀行株が急騰しているが、公的資本注入を契機に銀行株が急騰するという点では、99年当時と似た展開となっている。今後、銀行株の先行きに対して影響を与える要因として、11月に予定され

ている中間決算発表、就中、不良債権処理に関する下期予想、繰延税金資産を巡る金融審議会の動き、及びペイオフ全面解禁に関する議論等の帰趨が注目される。

債券相場については、足許、相場の上値を抑える要因と下値を支える要因の双方に挟まれ、方向性を見出しがたい状態にあるが、実際、積極的に売り買いする動きは見られない。もっとも、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティは、低下傾向にあるとはいえ、依然として高目の水準にある。これは、下期入り後の国債の需給悪化懸念や、景気回復を背景とした根強い金利先高観等から、市場が、先行きの相場展開を引き続き慎重に見ていることを示唆しているものと思っている。

一方、大手行は、4～6月期の債券相場の上昇過程で、一旦は決算対策の益出しのために債券を売却したが、ほぼ同時期に別の銘柄に乗り換えたこともあり、その債券保有高は増加傾向を示している。また、債券保有コストも大きく改善していないということで、引き続き金利上昇の影響を受け易い状態にある。次に述べるように、短期金利にも上昇圧力が残っている点も踏まえると、銀行がリスク管理に一段と注力することが求められる。

短期金融市場は、足許、落ち着いた展開となっているが、3か月、6か月といったターム物取引が引き続き困難な状況に変わりはなく、昨日の執行部の説明にもあったとおり、金先から見たフォワード・レート・カーブも、一頃に比べれば幾分緩やかになってはいるものの、依然としてスティープ化している。スティープ化の背景として、CPI前年比が、本年度の特殊要因剥落により、来年度以降、再びマイナス幅を拡大する、との見方に対して、市場が未だ半信半疑であること、銀行株の急騰を受けて、市場の一部には、金融システム不安の後退により量的緩和政策を解除する環境が整いつつあるとの見方をしてしている筋もある。

以上述べたように、景気のフローの動きは一頃に比べれば改善しているものの、業種・企業間で業況格差が見られるほか、米国経済を巡る不透明感が高まりつつあることや、何よりも為替円高の企業マインド・業績への影響あるいはそのデフレ・インパクト、設備投資への影響等も懸念される

こと等から、新たな不安定要因も増えている点に注意が必要だと思う。為替円高については、今回の景気回復がミクロの改善に依るところが大きいだけに、その動向は大いに警戒すべき点である。この間、金融市場でも、引き続き金利上昇圧力が残っており、これらを勘案すると、経済の自律的な成長過程への回帰は予断を許さない状況にあると判断される。このため本行としては、量的緩和政策を通じて景気回復の基盤整備に万全を期すため、柔軟かつ機動的な金融調節を行っていく必要があり、そのような調節を行うことにより、直接的ではないものの、漸く立ち上がってきた景気をサポートする効果が期待される場所である。以上である。

福井議長

一通り意見を拝聴した。少なくとも私が拝聴した限りでは、経済及び金融に関する現状判断、先行きへの問題点という点について、皆さん方の意見にかなり共通点があったと受止めさせて頂いた。私もほぼ同様に感じているが、やはり先般の短観は前回会合以降の我々の情勢判断をかなり補強する材料になったと思われる。何と言っても大企業製造業の業況判断DIが+1と2000年12月調査以来のプラスへ浮上したということがあり、今年度の企業収益が増加基調を維持することが明確に確認された。また、設備投資も、大企業は2000年度に近いかなりの増加傾向となっているほか、中小企業もこの時期の過去平均並みの底固い計画になっていることが明らかになったという点も好材料だったと思う。それから、然程明確ではないが景気改善の動きが中堅中小企業にまで徐々に裾野を広げつつあるというようなニュアンスも出てきた点がやはり特徴的だったと思う。

短観を離れて月次の経済指標の点検によっても、輸出が東アジア向けを中心に増勢を取り戻しつつあるということは新しい材料だし、生産も直近まではほぼ横這いできているが、今後の予測指数あるいは企業ヒアリングの感触を含めて考えると、均してみれば今後緩やかな増加が見込まれるようになってきている。個人消費についてはなかなか難しく、特に夏場は業種によっては冷夏の影響もかなり強いものがあったが、総じて見るとそこ

そこに推移してきている。8月には家電の販売などが7月の落ち込みをかなり取り戻した動きにもそうした傾向が象徴的に現われているのではないか。雇用・所得環境は勿論、総じてなお厳しい状況にある。しかし、雇用者数が下げ止まっている、賃金の下落にも徐々に歯止めが掛かってきているという好材料が認められるということではないかと思う。

次に、金融政策を行っていくうえで一番大事な物価については、消費者物価指数、除く生鮮食料品のベースで見て、前年比の下落幅がさらに縮まってきている。8月は-0.1%というところまできている。勿論、医療費負担の増加、たばこ税の引き上げといった特殊要因がかなり影響していると思うので、実勢でよく見ていかなければいけない。そういう目でも企業の低価格戦略が一頃程激しいものではなくなってきているということで、デフレ圧力が幾ばくか弱まりつつあることを示唆する部分もあると思われる。もっとも、マクロ的に観察すると需給バランスはなおかなり緩和した状況が続くと予想されるので、消費者物価指数は今後とも、基調的にはなお緩やかな低下が続くと見ておくのが今のところは正しい見方ではないか。

このように見ると、全体として景気が今後回復していく蓋然性はさらに深まってきている。従って、現時点での景気の総括判断としては、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善する、そうしたことから、緩やかな景気回復への基盤が整いつつあると判断できるのではないか。これはつまり、9月に比べて多少、幾ばくかは上方修正という方向ではないか。勿論、先行きについては、まだ多くのリスク要因を念頭に置いていかなければならない。とりわけ、国内で見ると、大企業製造業から出てきた動きが本当に非製造業、中堅中小企業にまで及んでいくかという点があるし、その他に米国を中心とした海外経済の動き、金融資本市場の動き、この辺りにリスク要因が潜んでいる可能性があるということだと思う。米国経済については、皆さんご指摘のとおり、目下順調だが雇用面に引き続き弱さが見られる。これがどうなるか。それから減税効果一巡後、個人消費を中心とする経済の動きがどう変わっていくかという点が要注目事項だと思うし、金融

資本市場の動きはまた今後、どういう新しい変化が出てくるか分からない。その辺りはよく見ていかなければいけないが、取り敢えず目先、為替相場の動きが我々としても非常に気になるということだと思う。現時点で日本経済全体に直ちに大きな悪影響を与えつつあるとは思われないが、今後、為替の動きが輸出・企業業績、ひいては経済活動全般に悪影響を及ぼす可能性があるという点は、十分念頭に置いて注意深く見ていかなければならないと思う。それから、夏以降、少し問題になった長期金利は、このところ徐々に落ち着きを取り戻してきていると認識される訳だが、今後の景況の推移如何、そして根っこに国債残高の累積という問題があるので、今後も強めの経済指標に反応して長期金利が不安定な動きを示すリスクはやはりある、それは意識しておかねばならないということだろうと思う。

最後に、植田委員、岩田副総裁から指摘のあった、日本の潜在成長能力がどう変わりつつあるのか、現実の成長率にしても実勢はどうか、需給ギャップあるいはGDPギャップの縮小振りというのはどうなのか、最終的に物価の趨勢ないし実勢というものを如何に正しく認識していくかという問題は、単なる計数作業としてではなく、本質的意味合いのところを、益々、我々として見極めていかなければならない重要なポイントであり、そういう局面に今、なってきていると思う。

皆さん方から追加的に意見を出して欲しい。

植田委員

今の岩田副総裁が言われたことがよく分からなかったのだが、伺っていた感じではデフレーターの方バイアスがあると、潜在成長率も下がってしまうように聞こえたのだが、そういうことか。

岩田副総裁

そのとおりである。つまり、潜在成長率の計測値というのは現実のGDPを使っているのだから、実際は偽りである。であるから、そこから計られた潜在成長率というのはそれ自体が偽りの潜在成長率、それ自体がゲタを履

いた潜在成長率になっているということである。であるから、改めて潜在成長率を直す必要はない。直すなら同じように現実の成長率が今、3.9%と言っているが実は2.9%だということであれば、潜在成長率の方もそれに比例した形で下がっているのが真実の姿だと思う。

植田委員

しかし、デフレータの下方バイアスで計られた成長率が上方修正された時には、見掛け上の潜在成長率も上に上がるのではないか。

岩田副総裁

いや、潜在成長GDPの計測の仕方に依存しているのであって、潜在成長率あるいは潜在成長GDPというのは、どうやって計測しているかと言うと一種のトレンドを採っているなのであって、現実の観察された実質の、ということに尽きている。であるから、今1.3%とか1.5%とか潜在成長率があると言っているが、その数字はやはり上方バイアスを持つ潜在成長率である。

福井議長

これはちょっとビッグクエスチョンだな。なかなか難しいから少しまた調査統計局の研究も交えてそれはそれで詰めて欲しい。ただ、私は計数的詰めも大事だが、より本質を見極めるところが大事だと思っており、そのところをこれからまたしっかり議論していきたいと思う。他になれば少し早いがここでコーヒブレイクを取りたい。後の議題がギッシリ詰まっているし、しっかり議論して欲しいことが今日は多いものだから、短めに、40分から再開しよう。

(午前10時27分中断、午前10時40分再開)

V. 当面の金融政策運営方針等の決定

福井議長

では再開する。当面の金融政策運営方針に関する討議に入りたい。討議に入る前に金融政策の透明性強化に関して執行部にポイントについて説明頂きたい。今日の議論は次回政策決定会合までの間の金融調節と、それから金融政策の透明性強化に関するこの二つを議論願いたい。後者の部分について事務局より説明頂きたい。

1. 金融政策の透明性強化に関する執行部説明（資料-6）

山口企画室審議役

それでは手許の資料6（追加資料）に則して説明する。タイトルは「金融政策の透明性の強化についての論点」というものである。これについての問題意識だが、このところ日本銀行と市場との対話、これをどう行っていくのかということについては色々と議論がある。この点についてどう考えるか、これが問題意識ということである。そうした考え方を整理するうえで幾つか論点があるかと思うが、金融政策の透明性を高めるという観点からは二つのことが重要であると判断される。一つは、日銀の経済・物価情勢に関する見方、それからそのもとでの金融政策運営、この二つについて分かり易く適時に説明していくことが重要だという認識である。そうした認識に立ち、以下どういう論点があり得るかを説明する。

まず、日銀の経済・物価情勢に関する見方についての説明だが、実は資料の最後の部分に日本銀行の対外的な説明手段という一覧表を用意しているので、これで全体感を簡単に説明しておこうと思う。まず、幾つかツールを持っている訳だが、左側に掲げているように、金融経済月報、いわゆる展望レポート、政策変更時の公表文、記者会見、議事要旨、随時行われる講演、国会で半期毎に行っているいわゆる半期報、国会での答弁、それから業務概況書とかなり色々なツールがある訳である。それぞれについて簡単に説明すると、ご承知のことばかりかとは思いますが、まず、金融経済月報は毎月の経済・物価・金融情勢について政策委員会としての判断を基本

的見解として表わす、それについての背景説明を行う、これが内容である。タイミング的には決定会合、月の初めの会合の方だが、その翌営業日に公表するというスケジュールで行っている訳である。それから展望レポートについては、経済・物価の標準的な見通しとそれに絡むリスク要因について、政策委員会としての判断、評価というものを内容とするものである。さらには、政策委員の実質GDP、それから国内企業物価指数、消費者物価指数についての見通しも記載するということになっている。ご承知のとおり4月、10月の決定会合、これは月2回なので月末の方、中間会合の当日に公表するというやり方になっている。それから政策が変わった場合ということだが、これは政策変更についての考え方を内容とした公表文を政策変更決定後、速やかに公表するという段取りになっている。記者会見については、経済情勢であるとか政策についての考え方、さらには金融システム問題についての考え方、これらを説明しつつ毎月1回、月初会合の翌々営業日に総裁が記者会見を行う形で実施している。それから政策変更を行った時には、その当日中に議長としての記者会見を実施することになっている。議事要旨は、約1か月後の決定会合で承認した後、その3営業日後に公表するということになっている。講演については、経済情勢であるとか金融政策、金融システム問題を含めて我々の考え方を明らかにすることで随時実施している。半期報については、金融政策運営に関し国会に報告書を提出し、両院の委員会で審議を行うことになっている。半期報は概ね6か月に1回行うことになっている。それから、国会では金融経済情勢、金融政策、金融システム問題等について随時答弁を行う形になっている。業務概況書は、業務の概況とか決算の状況について記述したものであるが、各年度について翌年度の5月末頃に公表を行うことになっている。いずれにしても、こういった対外説明用のツールを我々は持っている。それらについて、何らかの見直しの余地があるかどうかということである。また1枚目に戻って、まず金融経済月報であるが、会合の翌営業日に公表しているが、これについて見直しの余地があるかどうか。それから基本的見解、これは文章としては長いような感じがあるので、この点をどう考え

るのか。ただし、全体の情報量を減らすということは適当でないと思うので、その辺りを含めてどう考えていったらよいのか。以上が金融経済月報に関わる部分である。経済・物価の将来展望とリスク評価、いわゆる展望レポートであるが、これについては先程申し上げたように、年2回公表している。これについても、やや長めの感じが否めない。展望レポートの場合は月報と違って、基本的な判断とその背景説明、というように構成が明確に二分されていない、一本で書き下ろしていく、というようなスタイルの書き方になっているので、この辺りも含めてどう考えるか。リスク評価については、上振れ下振れ両方を含めて並列的に記述するというような形になっているが、この点をどう考えるか。この辺りが、展望レポートについて見直しの余地があるかどうか考えるべきポイントということである。記者会見については、先程も申し上げたように、月2回の会合の場合は月初の会合の翌々営業日に定例的に記者会見を行っているが、こういうタイミングで記者会見を行うことで良いのかどうか。それから中間会合、月2回目の会合については、その後記者会見を行っていない、ということであるが、これについてどう考えるか。以上、技術的に亘る部分も多いが、このような点が、経済・物価情勢に関する見方についての説明との関係で見直しの余地があるかどうかを考える必要があるのではないかと。金融政策運営についての説明である。ご承知のとおり当面の金融政策運営に関しては、CPIを使って量的緩和政策の継続に関するコミットメントを行っている。これをより明確にすることについて、どう考えるか。いわゆる時間軸をより明確化することをどう考えるか、という問題意識である。その際、ポイントになるのは、言うまでもなく安定的に0%以上にする、という表現があるのだが、下の横棒のところに書いたように、「安定的」であることをどのように確認していくか、ということである。考えられるのは、足許の状態と将来の予想、この両方について何らかの基準を示して、その組み合わせで「安定的に」というのが何を意味するのか具体的に説明することが考えられる。言わずもがなであるが、現在のコミットメントの基準というのは、量的緩和政策解除の当然必要条件である。従ってそれを満たせ

ば直ちに、ということにならないという意味で必要十分条件ではないのだが、この点を確認的に説明すること、対外的にもその点を確認しておくこと、この必要性をどう考えるか、という点もあろうかと思う。やや踏み込んで、こんなことが考えられるかということ整理したのが以下である。まず、足許の基準については、まず足許の状況を単月で判断するのかどうか。基調的な動きを確認すると考えるとすれば、やはり一定期間均して判断するということが考えられるが、それをどう考えるか。また、均してみると言った場合に、何か月といったように具体的な期間を示すのかどうか。あるいは、少し曖昧ではあるが数か月といったような表現を採るのかどうか、この辺りも考えておかねばならないポイントかと思う。それから、将来の基準だが、基本的には展望レポートの記述とか政策委員の見通しなどで将来のCPIの見通しを示すということで良いように思うが、その辺をどう考えるか。その場合に、より具体的に示すということになる訳だが、政策委員の多くが消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%以上、あるいはゼロ%を超える見通しを示していることが必要となるというように考えられる訳だが、そういったことで良いのかどうか。さらには見通しがゼロ%以上ということではなくて、具体的に数字として何%以上となるまでといった形で具体的な数値を示すというやり方で明確化する、この点をどう考えるかといった辺りが考えるべきポイントとしてあろうかと思う。以上である。

福井議長

金融政策運営の透明性と言うか、金融政策の透明性の議論というのは、カバーする範囲が非常に広いものだから、論点をきちんと見極めながら議論するために論点整理を今、してもらった。論点整理について特に疑問がなければ早速討議に入りたいと思うが、何か質問はないか。では、討議に移りたい。

2. 金融政策運営方針および金融政策の透明性強化に関する討議・決定 福井議長

先程述べたが、討議は次回政策決定会合に至るまでの金融市場の調節方針、それからもう一つが金融政策の透明性強化について、この二つのポイントについて意見を伺いたい。であるから、今回は内容が少し多いので、それでもできれば一人5分、長い場合にできれば7分以内をお願いしたい。発言の順序は先程と全く同じにしたい。まず、中原委員から願います。

中原委員

先程述べた現状判断、これに基づいて調節方針は現状維持ということ为宜しいかと思う。問題は今のところの急激な円高の実体経済に与える影響をどう考えるかということだが、更なる円高進行が予想されるもとで、実体経済への影響は避けられないと思う。これに対し、プリエンプティブに対応するという趣旨から言えば、当座目標を引き上げるという考え方もあり得ると思うが、足許の景気実態を、円高の幅と影響を読み切れないうちで、更なる緩和で対応するには、やや尚早と判断した。ただし、今回の基本的見解が上方修正であることから、これが公表された場合、さらなる円高あるいは、金利上昇に繋がる危険はないとは言えないと思う。これに対しては、総裁記者会見で然るべく円高に対する懸念を強く表明して頂くことが必要ではないかと思う。今後、景気回復の動きが明確になる中で、円が極端にオーバーシュートしたり、長期金利が不安定になるなど、市場に大きな揺らぎが生ずる懸念もあると思う。これらの市場の不安定が実体経済にネガティブなショックを与えたり、景気回復の腰を折る蓋然性が高まるという場合には、当然ながら追加の緩和で対応する必要があると思う。ただ、一時的な市場の揺らぎ、不安定感が高まるという場合にはどうするか。リスク・プレミアムの拡大を抑えて市場と円滑な対話をとっていくためにどうしたら良いのか。この場合、選択は二つあるかと思う。一つは、比較的プリエンプティブな立場から当座目標を枠として予め引き上げておき、状況に応じて機動的にその範囲で対応するという考え方である。もう一つは、

なお書きを弾力的に解釈して、その運用の中で必要に応じて日銀のスタンスを示して対話を進めるということ。私は、基本的になお書きの運用をある程度弾力化して良いのではないかと考えている。予め、枠なり上限なりを示せば、その時点でマーケットにそれは織り込まれる。その枠内で目標額を引き上げても、市場へのインパクトは限られたものになると思う。追加緩和を意図するものであれば、その段階で必要な目標額の引き上げを決定すべきであるし、一時的なマーケットの不安定化を避け、リスク・プレミアム拡大を抑えるという趣旨であれば、なお書き対応でいくべきではないかと思う。なお書きによる運用はマーケットに意外感を与えることも可能であり、むしろ日銀の意思をより強く示せるのではないかと思う。なお書きの乱用はディレクティブを不明確にするという批判は出るが、これは目標額に幅を持たせることと本質的に大きな違いがないように思う。ただし、目標額を明示し、それを毎日のオペの中で達成することが非常に技術的に困難な場合、あるいは吸収オペをタイミング良く円滑に行うためにある程度糊しろが必要という場合であれば、要するに、テクニカルな問題として目標に若干の幅を持たせることについては、私も反対はしない。以上が金融政策についてである。

次に、透明性の議論だが、先程の企画室の説明ペーパーに則して述べる。最初の日本銀行の経済・物価情勢に関する見方についての説明の仕方だが、まず、金融経済月報、私は即公表が望ましいと思う。また、情報量を減らすことは適当でないとするが、もう少し減らしても良いのではないかと。簡略化が必要ではないかと思っている。経済物価の将来展望とリスク評価については、3か月毎の中間レビューは必要かと思う。ただし、それも簡略化して行う必要があると思う。リスク評価、これについてはリスクバランスについての判断を簡略にコメントする必要があるのではないかと思う。総裁記者会見については、決定会合後、中間会合も含めて即日行うことが望ましいと思う。それから、金融政策運営についての説明だが、時間軸のコミットメントの明確化というのがポイントである。これは是非必要だろうと思う。その際に、足許、それから将来の基準という二つの切り口から

アプローチする、これは妥当だと判断する。また、コミットメントの基準が量的緩和政策解除の必要条件である、必要十分条件ではない、この点の確認はそれはしておいた方が良いのではないか。足許の基準、これについて基調的な動きを確認するということと、具体的な期間を示すかどうかという点。全体として基調的な動きというのをベースにすることは妥当だと思うが、具体的な期間を示すことについてはその必要は私はないだろうと思う。将来の基準については、この切り口からのアプローチが必要なことは当然だが、具体的な数値については、例えば1%というようなポジティブな数値を入れるべきではないかと思う。また、政策委員の多くが、とか多数が、という比較的抽象的な表現を想定されているのかと思うが、ここまで明確化をするのであればやはり、委員の過半数、あるいは見通しのメデアンというところまで明確化せざるを得ないのではないかと思う。勿論、コミットメントの明確化のために金融政策ががんじがらめに縛られることは避けるべきだということはそのとおりだが、私は、これは結果論だが、もっと早い段階でデフレ期待を安定化させてしまう時間軸というものについて、これを安定物価上昇率、望ましい物価上昇率の考え方と、置き換えるべきではなかったという感じをいまだに持っている訳である。しかし、時間軸についてここまでコミットを強めた以上、これを取り消すことは不可能であり、そのもとで時間軸のコミットを明確化するのであれば、ある程度政策判断の弾力性、機動性が奪われる結果となることは避けられないと思う。今回、透明性の観点から、コミットメントの明確化を図るのであれば、同時に今回の展望レポートにも例えば、1~2%は日銀として望ましいと考えている物価上昇率であるということを明示すべきではないかと思う。今後、景気の回復期待が高まるにつれて、我々が幾ら出口の議論を封印してもマーケットは当然のこととして独自の思惑や予想のもとで動き出すと思う。いずれにせよ、量的緩和のイグジットの際には、望ましいCPI上昇率を結果として、あるいは直前に明示的に示すことが求められることを考えれば、最終的にどのような姿を日銀が想定しているかを今の段階で具体的に示しておくことがコミットメントの明確化の意味で

も、期待の安定化の意味でも望ましいと思う。以上である。

福井議長

須田委員お願いする。

須田委員

今回、「緩やかな景気回復への基盤が整いつつある」として実体経済の総括判断を上方修正し、かつ短期金融市場も落ち着いているので、次回の決定会合までの金融調節方針については、「金融緩和を進めた」と受止められるような方針を採ることには賛成しかねる。つまり、ディレクティブで当座預金目標枠の上限だけを増やすようなことに賛成するのは難しいと考えている。なぜならば、これまで「量」の増加は「金融緩和」であると日銀がアナウンスし、かつ、マーケットもそう理解しているためである。このような金融経済情勢判断のもとで緩和を行うと、これまでとの整合性を欠き、ひいては我々の決定に対して「不透明感がある」という思いを持たれる可能性が高いと思う。今後、量と金融緩和とを対応させないということを手早く説明できるのであれば、私はそれ自体は望ましいことだと思うが、それができないもとで量の増加について、金融緩和を凶ったものではないと説明すると、人々は益々混乱するのではないかと思う。今回、透明性の強化も議題にしているが、透明性の確保に向かって努力している最中に自らそれを後退させているというふうな評価を受けかねないのではないかと思う。

他方、当座預金残高をレンジ内である程度変動させるというような考え方については、条件付きだが賛成である。その条件は、残高を変動させる意味についてボードメンバーで合意があれば、ということである。なぜ合意が必要かと言うと、外から見て残高を変動させる意味が分かりにくいからである。現在、円高が進んでいるので人によっては介入資金を市場に放出したままにし易くするための措置ととられるかもしれないし、量を柔軟にするということは、量のターゲットから金利ターゲットへ一歩進んだと

解釈されるかもしれない。また私が賛成する意味は、そのどちらとも違う。私の場合には、前にも説明したが、放置しておいても問題ない金利まで量を増やすために潰している可能性があるので、金融システムに落ち着きが見られる今日だからこそ、ディレクティブのレンジを有効活用して正常な金利を守り、ほんのさざなみ程度だが、市場メカニズムの復活を働き掛けてはどうかと考えているからである。金利の復活といっても、基本的にはゼロ金利時代の金利水準以下の範囲内のことを考えているが、日銀がブローカーにならなくても民間の間で資金が流れるような環境を一步でも整備したいという思いがある。このように、当座預金残高を変動させることには様々な思いがあるので、その変動に委員が合意したとしてもそれが同床異夢になる可能性が高いと思っている。その場合には、益々日銀が何をしているか分からないという評価に繋がると思うので、残高を変動させる意味について政策委員会でもう少し意識を擦りあわせる必要があり、合意が必要だと思う。差し当たりはそれはなかなか難しいと思われるので、基本的にはこの方向には賛成ではあるが、結論としては今日においては量を増やすことも、残高を振らせることにも反対せざるを得ないのではないかと思う。

金融政策の透明性確保策については、経済・物価情勢に関する日本銀行の判断についての説明の充実については、基本的見解、展望レポートを簡潔なものに改め、その付属文書で背景説明を行うことについて、方向性はそれで良いと思うが、説明が簡潔なものになればなるほど、政策委員会での合意は困難を極めるし、背景説明が委員会の合意から逸脱しないようにするための作業も大変になると思うので、簡素化といってもその程度は限られたものにならざるを得ないと思う。

基本的見解の公表を決定会合当日に行うことは良いと思う。記者会見については、政策を変更した場合を想定するとこの方向で良いと思うが、他方現状維持の場合にも記者会見を行うと、なぜ政策変更しなかったかについて弁護に回らざるを得ない場面も想定できるので、少し時間が経った時点での定例での記者会見の方がやり易いようにも思う。従って、記者会見

のやり方を変えた方が良いのかどうかは私にはよく分からないが、皆さんがそれで良いと言うのなら敢えて反対することはないと思っている。展望レポートについては、3か月ごとに標準シナリオを評価し直すことは難しいし、足許の経済に引っ張られて数字が3か月ごとに変動する可能性も否定できないので望ましいとは思わないが、標準シナリオから上振れているか下振れているかという判断を中間で示すことについては、上振れの判断が出てイグジットを巡って不安感が高まる状況ではない場合、つまりイグジットはまだ遠いとマーケットが判断しているような状況においてならやってみても良いと思う。

次に量的緩和政策の継続についてのコミットメントの明確化については、イグジットの必要十分条件を出せるのであればそれに越したことはないが、それは非常に難しく、その条件はと問われれば、物価だけの条件では駄目で総合判断に因るしかない、というのが私の答えである。昨日の早川調査統計局長の説明にもあったが、一極集中的な景気回復か経済全体に広がりを持った景気回復かで、マクロの実体経済と物価との関わりは変化するだろうし、グローバルな競争や規制緩和の進展の程度などによってもその関係が変化すると考えられる。従って、物価の上昇と経済のインバランスとの間に一対一の対応関係があるとは考えられないので、物価の動きだけを見てイグジットを判断することは危険だと思う。しかし、総合判断というのでは、量的緩和政策継続のコミットメントの明確化には繋がらないので、少しでもコミットメントを明確化するために、現在のコミットメントは「この条件が整わなければ満たされたことにはならない」という必要条件を政策委員会として示すことができたらと思う。「安定的に0%以上」が満たされたと言える必要条件については、消費者物価の特殊要因を除いて考えるということもあり得るが、特殊要因を持ち出して議論し始めると判断基準が明確ではなくなるので、現在の消費者物価(除く生鮮食品)の定義を用いるのが望ましいと思う。どの程度の期間をもって安定的とするかについては、時間軸効果をどこまで強めるのが望ましいかに関わってくる。つまり、金融政策の歴史依存性をどこまで強めるべきかという問題

である。これについては、日本経済におけるインフレやデフレの慣性の強さに依存し、現在のインフレ率が過去のインフレ率の影響を強く引きずっている程歴史依存性の非常に強い金融政策が望ましくないということになるし、そのような政策が望ましいのは、物価変動の慣性が少ない場合ということになる。要するに最適な時間軸の強さは経済のインフレ、デフレの慣性の強さに依存するが、それが明らかでなく、また変動もあり得るので守るべき時間軸の長さを明確なルールで示すためには、差し当たりは必要最小限の条件にしておくしかないと思う。なお、時間軸は0%以上というところをプラスの数字にすることによって強めることもできる。実際プラスの数字を具体的に示すべきであるといった意見が民間エコノミストからも聞こえてくる。先程、中原委員もそのようにおっしゃったが、それは金融政策の歴史依存性の程度が過大になり、長い目で見て経済が不安定化する可能性を秘めているので望ましいとは思えない。従って必要最小限の条件としては、条件は0%以上のままで、安定的ということについても必要条件としては政策変更のタイミングが遅れ過ぎないということを念頭に置いて考える必要がある。その場合の基準としては、先程の説明にもあったが、実績値に基づく「足許の基準」と将来再びマイナスとなることが見込まれないことが必要なので、「将来についての基準」の二つを組み合わせることが考えられる。足許の基準としては数か月の実績値を均して0%以上というので良いのではないかと思う。将来の基準については、展望レポートで示される政策委員の物価見通しを基準とすることが望ましいと思う。政策委員の過半数が消費者物価の上昇率がゼロを超えるというのが一つの有力な候補だと思う。これらの条件を必要条件として示せば、金融政策の透明性の強化に繋がると思っている。以上である。

福井議長

次、田谷委員願います。

田谷委員

政策運営については、現状維持でいきたいと思う。景気動向は緩やかながら回復方向がよりはっきりしてきた。もっとも、円高リスクが高まってきており、回復をよりしっかりしたものにするために何かできればそれに越したことはない。しかし、手段が限られた下では、今直ぐに使える施策が見当たらない。今後、金融機関の信用仲介機能をさらに強化するために何かできることはないのか、また、どうしたらもっと資本市場、特にABS市場などを活性化することができるのか、といったことを考えていきたいと思う。一方、金融市場は落ち着いている。超短期のレートは安定しているし、短国レートをはじめターム物金利も落ち着いている。長期金利はそれなりに安定してきた。クレジット・スプレッドも低下ないし横這い圏内の動きとなっている。CPや社債市場の発行環境は改善してきている。金融機関の貸出姿勢も若干前向きになる兆しがある。株価は、為替相場を懸念しているが、全体としては堅調を維持していると思う。この間、オペレーションに関連しては、中間期末前後で若干金利の変動はあったが、それも限定的であったし、為替介入資金を含め、余剰資金の吸収にも問題はなかったと思う。以上の環境下では、当面これまでの調節を継続することが適当であると思う。中原委員、須田委員が当預目標レンジを広げるといったことについてコメントされたが、私は皆さんのご意見を伺った後、別途議論させて頂きたいと思う。

次に透明性強化についてコメントさせて頂く。経済・物価情勢に関する説明の充実については、中原委員がおっしゃったこととほぼ同じで、もし可能であれば、月報を当日に公表したり、もし基本的見解が長過ぎるという合意ができれば若干短くする、ということも良いと思う。展望レポートの中間評価をするということをおっしゃったが、賛成である。もし、これも可能なら、総裁が各会合直後に記者会見をなさるということも、大変かもしれないが、その方が望ましいかと思う。

量的緩和継続のコミットメントの明確化については、若干コメントしたい。第一に、数か月均して基調的な物価変化率を見るという方向は賛成で

ある。基本的には賛成で、これで良いと思うが、より多くの方が数か月とここに示されている文言を3か月なり6か月なりといった具体的な数字で表現した方が望ましいと考えるのであればそれでも良いと思う。その場合、個人的には6か月位が適当だと考えている。ハードルが現在のところゼロと低いところに設定されているということと、比較的簡単に満たされるような条件では、その後の政策論議が混乱しかねないと思うからである。第二に、消費者物価が数か月プラスとなった後、展望レポートやその中間評価をする場合に、その中間評価の時期以外でも常にボードとしての先行きの物価見通しを総裁会見で聞かれることになるかと思う。そうした状況下では、毎月そうした見通しの議論をする必要が出てくると思う。市場との対話を重視する観点からその点を確認していきたいと思う。以上である。

福井議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

私は、調節方針については現状維持で良いと思う。若干コメントすると、円高等を懸念して当座預金目標を上げるとか、そういう話はある得なくはないと思うが、あるいはむしろ正統的に言うならば、我々の物価見通しを少し先まで考えていた場合に、まだデフレの域に沈んでいる、そうであれば打てる手段があれば打ってもよい、というのはあり得る考え方だと思う。ただ、そういう中でも、少し景況感を含めて改善の気配が見られるし、もう少し実態を見てみたいという感じもする。他方で打てる手段の中で、当座預金目標引き上げ自体の有効性はどれ位かなどを総合的に勘案すると、その点については現状維持でよいかと思う。何人かの方が、当預の水準の振れ幅を少し上げる可能性について議論されてやや驚いているが、それはある種のお書き対応の延長線上のような操作である。これが必要なのは、我々の理解では短期金融市場あるいは金融システムを不安定にするようなショックが発生した時に対応する、ということだったと思うので、

それがこれまでよりも深刻になっているという状況であればわかるのだが、足許そういうふうにも見られないということなので、特に今この問題に深入りする必要はないと私は思う。皆さんの考え方を聞いてから、また私の意見を申し上げたい。

透明性の強化についてだが、私は日本銀行は必要以上に透明過ぎる位透明であると思っているので、改めてということになるとやや躊躇する。情報量が多いところをもう少し整理して透明性の質を向上するという観点から、コメントしたい。まず、金融経済月報については早めに出せるのなら出すということは勿論賛成である。基本的見解あるいは展望レポートがやや長いので、情報量を減らすということのためにというよりは整理して外へ伝えるという観点から、もう少し要約的なものにするということにも賛成である。将来展望とリスク評価に関して、年2回か年4回が良いかというのは微妙な点であるが、私自身のプレファレンスということであればむしろ年2回ということにしておいて、毎月の決定会合でそれをベースに景気判断をきちんと、これまでもやってきた訳だが、やっていくという方がすっきりしていると思う。直近の展望レポートで公表した見通し比どちら側に次の月、その次の月振れていると思うか、という観点から議論すれば生産的かと思う。総裁の記者会見については、勿論これは決定会合後速やかにやって頂けるのであれば、その方が良いと思う。中間会合の後に必要かどうかというのは、特に強い意見はない。場合によっては、政策変更がない場合には必要ないかと思う。

時間軸に関するコミットメントをより明確にするかどうかという点であるが、明確にするということであれば、先程説明があったような足許の基準及び将来の基準の両方でいくというのは妥当な線だと思う。足許の状況を当然のことながら、そういう方向でいくのならば、単月ではなくある程度の期間を均してみることだと思う。具体的に何か月というのはその時のCPIを何が動かしているかということ次第で、将来の基準とオーバーラップしてしまうが、ややスペシファイするのは難しいという気がする。将来の基準については抽象的に言えば、見通せる将来、再びデフ

レに陥るリスクが非常に低いと考えられること、ということで私は十分かと思う。あまり具体的に見通しに連結させるとか、同種の数字を細かく言うというのは、やや政策運営として自由度を欠いてしまうと思う。勿論、他方でもっとコミットメントを強くしたいということであれば、例えば将来の基準については0%を上回るまでというのではなく、1とか2とか3とか上げていく方向感はある訳だし、足許の基準についても0%を一定期間平均で上回るということをさらに強化して、例えば1年前の物価水準を安定的に上回るまで、これの方が強い。一旦デフレになっていくと、そこから上がってくるということを考えた場合に、上がってくればゼロインフレという基準はクリアしてしまうが、レベルでいっておけば元のレベルに戻るまで続けるというメッセージを送れるので強い訳である。ただ、そういう方法はあるが、今の時点でそこまで踏み込むのかと言われると、色々な理由で私自身は躊躇される。最後に、これ全体を今回出していくのが良いのか、見通しが作られ公表される次回、外へ発表した方が良いのかという論点の一つあるように思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

まず、当面の政策運営スタンスだが、9月の中間期末もそれまでの長期の資金供給、あるいは機動的な資金供給で混乱なく経過したし、その後も落ち着いた状況にあると認識している。従って、これまでの強力な量的緩和の政策をそのまま維持していくという判断も十分あり得ると思うが、どちらかと言えばこの際、若干その上限を拡大することも考えて良いのではないかと思う。先程来の皆さんの議論にもあるように、日本経済は漸く景気回復への基盤が整いつつあるが、さらに前向きな循環が着実に働いていくかどうか大事な局面だと思う。それだけに、金融調節の柔軟性を高め、金融市場の資金ニーズなどに的確に対応しながら資金供給を行ってい

くことが一層重要になってくると思う。

これまでも一度決定会合で述べたことがあるが、今後の金融調節に当たっては、こうした観点に立って、日々の当座預金残高を目標レンジの中である程度変動させることを許容していくことも必要ではないかと思う。前回の会合で、福間委員から市場のニーズに予防的に対応するために、目標レンジを 30 兆～35 兆円に引き上げるという提案があったが、私は現在の当座預金残高は 29 兆円程度でほぼ横這いで推移しており、今直ぐそれを上げるのではなく、むしろ、その柔軟性を高めることが大事と思っているので、下限はそのままにして、上限を若干引き上げることを考えて良いのではないかと考えている。皆さんの意見を伺いたい。

次に透明性の強化の問題だが、先程問題提起があったように、今後の金融政策の有効性を高めるために、市場参加者に対して日銀の経済・物価見通し、あるいは、そのもとでの政策運営方針を明確なメッセージとして伝えて、日銀の政策やその意図について、よりの確な理解を得ることが重要と思う。その意味で、先程示された論点の中で、金融経済月報については、基本的見解だけでも当日発表する、あるいは内容を簡潔なものにしていく、これはできれば実施した方が良く思う。それから、経済・物価の将来展望とリスク評価については、現在年 2 回公表しているものをその中間点で、何らかの中間評価をするということも、できれば望ましいと思う。また、文章がやや長いということについても、これもできれば簡潔で明快に趣旨を得たものにするということは結構だと思う。リスク評価についても上振れの可能性、下振れの可能性のどちらが大きいかというようなことを示すということも、これもできればその方が、読む立場からすれば良いのではないかと思う。また、記者会見についても、これもできればだが、会合の都度会見をした方が的確に伝わるのではないかと思う。特に今回は論点に挙げられなかったが、議事要旨についても何人かの方からもっと早く見たいという希望があるので、これも勿論、将来の課題ということでもあり、どちらかと言えば読む立場から考えてしまうので問題かもしれないが、もしできればと思う。

それから現在のコミットメントについてだが、私は基本的に参照値のような形で望ましい物価上昇幅を示していくことは、幾つかの条件を整えれば望ましいと考えており、その条件が今は整っていないと理解している。ただ、将来のアクションに繋がるような条件について数値を出してしまうことは、よく分からないが、できれば避けた方が良いのではないかと思う。どういう状態が望ましいということは、できるだけ明確に言った方が良いが、こうなったらこうやるということはあまり出さない方が良いという感じを持っている。例えば安定的にゼロ%以上をどう説明するか。私ならば、ゼロ%を相当程度上回る状況が、相当期間継続して、かつその上昇の要因が一時的かつ特殊的要因でないことが確認できる場合という程度の言い方で、なおかつアクションの判断については、デフレ回避を基本として総合的な判断によるという程度にしておいた方が良いと思うが、私の意見が正しいかどうか自信がないので、皆さんの意見を伺って考えたいと思う。以上である。

福井議長

武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

まず、金融市場の調節方針について述べたいと思う。我が国の経済が緩やかな景気回復の基盤が整いつつあるという状況認識のもと、今後の金融政策の運営に当たって、金融調節面から機動的に対応する余地を広げることによって、最近の景気回復に向けた動きをより確かなものにしていくことが、この時点で非常に重要なことだろうと考えている。今日最初に決定した「国債買現先オペの期間延長」というのも、結局この金融調節を機動的に行うという考えから採られた措置であると、私は位置付けている。さらにこうした観点から日銀の当座預金残高目標レンジの上限を引き上げてはどうか、下限は据え置いたままにしておいて、上限を引き上げてはどうかということである。具体的には、目標レンジを27兆～32兆円程度と

し、そのもとで日々の当座預金残高がある程度変動することを許容して、平均すれば 30 兆円程度となるように運営してはどうかということである。その場合でも一時的な資金需要の急増に弾力的に対応するためのなお書きは残しておくことが必要であろうと考える。こうした考え方を基にして幾つかの論点について述べたい。まず、既に何人もの委員が指摘された景気認識との関係である。今回の提案が、追加緩和であるのか否かということは非常に重要な訳だが、私の理解は追加緩和という位置付けではなくて、あくまでも金融調節の柔軟性、機動性を高めて、それを通じて景気回復に向けた動きを確かなものにしていくことに主眼がある。従って、我々の景気認識を今回上方修正するとしても、この提案と相矛盾するものではないと考えたい。

次に、こうした金融調節の弾力性・機動性にはなお書きで対応するという考え方も当然あるかと思う。私は、なお書きは期末要因や外的ショックなどの一時的かつ不測の資金需要の急増に対応するものと理解しているが、そのような一時的かつ不測の事態に対応するというのではなくて、日々の金融調節の中で固定的な当座預金残高目標を強く認識することが金融調節運営の自然な成り行きに何らかの支障を来たすことがある。例えば、時間軸について日本銀行のスタンスがはっきり市場に伝わらないというようなことがあれば、今回の提案は、それを改善するためのもの、と考えており、なお書きとは性格を異にすると思う。そうであれば、政策委員の共通の理解のもとにこれを行うことが必要であり、そのためには目標レンジの上限を引き上げるという意味決定が必要ではないかと思う。それから、こうした対応の効果をどこまで期待するかということであるが、繰り返しになるが金融調節の柔軟性を高めて金融市場の資金ニーズに的確に対応して資金供給を行うことによって、例えば金利の振れを起こすような市場の期待の不安定化を防ぐ効果があることに加え、景気回復に向けた最近の動きをより確実なものにするようサポートしていくことができるのではないかと思う。以上が金融市場調節方針に関することである。

次に金融政策の透明性強化について申し上げる。金融政策の透明性に関

しては、3月の臨時会合において幅広い観点から検討を進めるということで、4月には経済・物価の将来展望とリスク評価、いわゆる展望レポートの内容を拡充した。この点については、例えばIMFからも本行の金融政策の透明性は非常に高い水準を満たしていると評価されている。さらに金融政策運営の説明責任を果たすとともに金融政策の有効性を高めるという観点から、常にこの点については改善を図るための努力を続けていくことが重要であると思う。いわゆる時間軸効果との関係で市場との対話のあり方などがこのところ議論となった。今後も景気回復に向けた動きが広がるに従って金融資本市場の動きは振れ易いものになる可能性もある。こうしたもとで金融政策を適切に遂行するために金融政策の透明性の強化を図ることが重要だと現時点で考える訳である。透明性の強化には事務局から説明があったように幾つかの視点がある訳だが、順番に申し上げると、まず展望レポートを4月、10月の年2回作成し、半年毎に経済・物価の年度見通しを公表している訳である。勿論毎回の会合では委員がそれぞれ標準シナリオからの乖離をチェックし政策面について検討しているのだが、これを一步進めてある程度制度化することを考えてはどうか。というのは、政策運営の前提となる本行の経済物価の見通しをタイムリーに示していくために、展望レポートの標準シナリオからの乖離について概ね3か月毎に議論して金融経済月報の基本的見解の中で説明してはどうか。中間評価を定期的実施することになり、具体的には4・10月に展望レポート公表、7・1月に中間評価を実施することになる。ある程度制度化するとはそういう意味である。

次にリスクバランス評価についてだが、展望レポートではご承知のとおりリスク要因を掲げているが、この3か月ごとの中間評価あるいは展望レポートの中でも上振れ・下振れのリスクがどのようにバランスしているかどうかについて検討して、リスクバランスについても併せて記述することが透明性を高める一つの方策ではないか、という問題意識であろうかと思う。しかしこの点については、リスクバランスというものがそもそも上振れ下振れどちらが大きいかということが、果たしてどこまで明確に言えるの

か、またそれがどういう意味を持つのか、よく考える必要がある。仮にそういうことを言ったとしたら、そのリスクバランスが新たに出てきた、例えば下振れのリスクが大きくなったということであれば、その時の政策対応というのは必要になるのかならないのか、それをどうやって説明していくのか、というような非常に慎重に考えなくてはならないことが沢山あるように思う。従って、主要な海外の中央銀行も色々この問題については検討しているようだが、引き続き我々としては検討していくということが良いのではないかと思う。それから第二の視点は分かり易さとタイムリーな情報発信ということであるが、これは確かにトップクラス量の情報発信が行われているというのはそのとおりだと思う。ただ、月報の基本的見解部分、あるいは展望レポートについて簡潔なものに改めるのは宜しいのではないかと思うし、背景説明を別にして情報量を減らさないように工夫することにしたらどうかと思う。タイムリーということについては月報の基本的見解部分の即日公表、それから総裁記者会見を決定会合後当日中に行うのが適当だと思う。

最後に政策運営方針の透明性強化である。日本銀行はCPI前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで量的緩和を維持するという明確かつ具体的なコミットメントを示しているが、安定的に0%以上という部分をさらに明確化することが金融政策運営を巡る市場の見方を混乱させないようにするために重要である、という問題意識はそのとおりであろうと思う。ただ、これをどのように表現するかは、何人かの方が色々意見をおっしゃったが、確かになかなか難しく、却って政策運営の柔軟性を阻害する面も出てくる可能性もあるので、非常に慎重に考えなくてはならないと思うが、私自身は次のようにしてはいかがかと考えている。まず、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0%以上となるためには少なくとも現在の指数が0%以上となること、それから先行き再びマイナスとなることを見込まれないこと、の二つの条件が必要であると思う。この第一点の現在の指数が0%以上になることについては、単月で現在のコアの消費者物価指数が0%以上ということではなく、基調的な

動きとして0%以上であることを確認することが必要であろうと思う。この基調的な動きというものの期間が何か月なのかということについては、3か月とか6か月というような具体的な数値を示す話もあったが、私はそれは適切でないと思う。明確に何か月という形では、なかなか決めようがないうえに、却って柔軟性を欠くので、数か月均して判断するというような考え方が適当ではないかと思う。第二に先行き再びマイナスとなると見込まれないと判断することであるが、それは展望レポート、先程申し上げた2回の間接評価、さらには毎回の政策決定会合において、政策委員の多くが前年比上昇率が0%を超える見通しを示していること、また、この見通し期間において0%を超える見通しを示していることが必要であると考え。第三にこの二つの条件が必要条件であって十分条件ではないということについては、既に何人かの委員が指摘されたとおり非常に重要な点であり、経済・物価情勢によっては、仮にその二つの条件が満たされても量的緩和政策を続けることが適当と判断する場合もあると考えられる。この点も対外的には明確にしておく必要があると思う。こういう第三番目の考え方は一見透明性と矛盾するように見えるかもしれないが、政策決定は究極的には総合判断であると私は考えており、機械的に考えると却って混乱すると思う。最後に現時点でこのような透明性の議論を深めるのは、あくまでも時間軸を強化するためのものであって、その逆ではないということは明確にしておかなくてはならない。この点については誤解のないように色々な手段によって対外的に十分説明する必要があると考える。以上である。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

まず当面の金融政策運営ということだが、結論的に申し上げると今武藤副総裁が述べられた、いわば変動幅を現在の3兆円から5兆円の幅に広げ

ると。これはより機動的な政策運営を可能にするということが一つ。勿論、変動幅を広げるといふ時に下限を引き下げるといふことも理論的にあり得るのだが、これは現在の経済状況から見れば明らかに誤った方向であつて、もし幅を広げるとしたら上限を上げるということだと思ふ。それから上限を引き上げることについて、現在の最大のリスクはどこにあるかといふと為替レートではないかと思つている。しかもここ暫くは極めてクリティカルな状況だと思ふ。ここで仮に円レートが急速に100円のところまで進んでいくということが起こつた場合には、90年台の景気回復として3回目なのだが、過去2回と同様にデフレを回避できなかったしデフレ脱却に失敗したことになる可能性が高い。今回は三度目の正直であつてどうしてもデフレ脱却を成し遂げたい。現在景気を見ると景気回復の芽が今出始めたところで、そこで為替レートの方から水がかかつてしまつて、实体经济にマイナスの影響が及ぶといふのは望ましくないだろう。その時に金融政策運営としては、そういうリスクがある時にどうすればいいかといふことであるが、前にも申し上げたことがあるが、保険アプローチといふか、もしそういったリスクがシリアスだと考えるのであれば予め保険をかけておく。具体的に言えば、2兆円、糊しろといふかりリスクに対して保険をかけておくといふことが今望ましいのではないかと思ふ。それからマーケットに対して、金融為替市場に対してそういったアナウンスメントはプラスの安定化する方向に作用すると考える。それは過去の量的緩和が為替レートにどの程度影響があつたか色々意見のわかれるところであるかと思ふが、私自身は99年以降の量的緩和、マネタリーベースを一所懸命出してきて、それはやはり名目為替レートを、そうでなかった場合と比べると明らかに安定化させたと思つている。その結果、輸出がもつてると、日本経済の動きを理解している。もう一つ、機動性を高めるという意味では前日少し申し上げたが、マネタリーベースのソースの面で見ると、政府余裕金の減少といふのが今後は見込めない点である。このソースからもマネーサプライ面がなくなつてきていて、結果的には短期の調節にどちらかといふと重しがかかつてくるといふか、こちらで調節していかななくてはな

らない部分が増えてくる。そういったことにも十分対応すると、今回の買現先の長期化というのもそういう意味が私はあると思っていて、それは量の意味でもそういうふうにした方が良いのではないかと考えている。ということで、政策対応については当座預金残高を 27 から 32 兆円に拡張して、景気回復の芽をしっかりと育てていくという姿勢を市場にも明確に示す、行動でも示すということが私は望ましいと考えている。それからもう一つ、透明性の方だが、私がコメントがあるのは金融政策運営のところだけで、他のところは全て結構、非常に宜しいのではないかと、透明性向上の努力はあらゆる場面を捉えてやっていくことが良いと思っている。金融政策の方の基準なのだが、このことを考える時に、前回も私は問題提起的に申し上げたのだが、2000 年 8 月のゼロ金利解除のレッスンをどういうふうに学ぶかということが私は重要だと思っている。私は事後的に見る限りやはり失敗だと思っているが、つまりデフレを定着させてしまった、あのことで、というふうに思うので、失敗だと思っているが、その理由を私なりに整理すると、二つあると思っている。一つは、日本銀行がこれは暗黙であるにせよ明確な物価安定数値の目標をしっかりと持っていなかった、内部で。これはまことに残念だと思うが、2000 年 10 月にそうした議論がこの決定会合でも行われたと伺っているが、その時に合意ができなかったということで、勿論 2000 年 8 月の時点ではやはり持っていない。その望ましい最終目標はどこなのか、我々は最終目標をどこに置いてゴールに行きたいと思っているのか、ということは常に考えていないといけない問題なので、その問題意識がいわば判断のアンカーみたいなものだとは私は思っている。そこがないまま政策決定、その日その日暮らしている、というところちょっと言い過ぎかもしれないが、それで判断してしまうと誤りをもたらすとそういうふうに思っている。90 年代半ばにデフレ、GDP デフレーターでデフレになってしまったのも、私は少なくとも内部できちとした物価安定の目標を持っていなかったこと、つまりディスインフレは素晴らしいというふうに言っている間にデフレになってしまったというふうに理解している。もう一つの 2000 年 8 月の要因、つまりデフレ脱却ができなかった、

そのもう一つの理由は須田委員の方からご指摘があったが、金融政策のパス・ディペンダンスと言うか、経路依存性ということが理解されていなかったと私は思う。若干須田委員の理解と私の理解とちょっとずれるような感じもしたのだが、パス・ディペンダンスについて、私の理解しているパス・ディペンダンスというのはどういうことかと言うと、これまでとってきた金融政策の経路、あるいはそれまで辿ってきた実体経済の経路がどういう状態だったのかということで現在採るべき政策というのは異なってくるということである。つまりこれまでデフレが続いてきたということがあったことを考慮すると、それはこれまでインフレであったところからゼロに近付く場合と、それからデフレにあった状態でゼロに近付く場合とでは明らかに採るべき政策が異なっていて、仮にデフレからゼロに近付いていくという場合であれば、この時にはこれまでデフレの心理というもの定着している訳なので、そういうことを考えると、むしろ、それから実質の短期金利というのもマイナスになり得ないという状況のもとで金融緩和政策を採るということなので、通常の場合よりもより強い緩和政策をより長期間続けるということが必要だったのだと。ところが景気の状態が上向いたので3%成長が展望できるということで、ゼロ金利を解除してしまったということがやはり私は誤りだったのではないかと思う。そういったレッスンを考えたうえでこの金融政策運営についての考え方だが、具体的には安定的に0%以上という中身をどう理解するかということなのだが、透明性の観点から言えば私は最終ゴールをはっきり1%ないし2%であるとし、その下限である1%に到達するまでは今の量的緩和をやるというのがマーケットに対しては最も強いメッセージであると思う。それから時間軸効果についても、これは最も時間軸効果が強い、植田委員のおっしゃったような物価水準でやればもうちょっと強い、より強いかもしれないが、その次に強いのが足許でも最終ゴールの下限というのが強い政策だと思う。ただ、現実これまで日本銀行は安定的に0%以上というふうに言ってきたのだから、それをまた直ぐ変えるというと、やや変化が大き過ぎるかなという感じもあって、足許については私はこれまで言ってきたと

おりで、安定的にゼロ以上、つまり基調的にゼロ以上。私は何か月かというのはあまり気にしていないのだが、ただ何か月というのを6か月、いや1年と言っていると1年半になるので、現在が未来にくっついてしまうという問題点もあろうかと思う。今回のここで事務局からご説明のあった提案の新しい点は私なりに解釈すると、将来についての物価の見通しを用いて時間軸効果を強化したいということだと思う。それは言葉を変えていうと、期待物価上昇率についてのコミットメントをするということだと思う。つまりそれがゼロを上回るというところ。だから私は今回の提案はゼロを上回ると言っているところがこれまで日銀はゼロでずっと良いと思っているのではない、ゼロと等しいかまたはゼロ以上と言っていたので、人によってはゼロのままが一番良いという解釈もあり得たのだが、それを上回るといったことは、私は半歩か1/3歩か分からないが前進していると考えている。だが、透明性という観点から考えると先行き再びゼロとなることが見込まれないという文章、この文章の中身をどう理解するかということが極めて重要で、再びゼロになることが見込まれないというのは私は二つ意味があると思っていて、一つは特殊要因で上がってもそれは駄目ですよという意味と、もう一つはマクロ的なマイナスのショックがあっても少々のマイナスショックでもデフレには戻らないよというコミットメントだと、私は理解をしている。ここのところが実は理解が合意が得られるかどうか、私は分からないが、もしその文章の中身として、仮にアメリカが減速しても大丈夫なだけの糊しろを取っておくということであれば、私は先行きについて例えば2004年度の末に1%となることが見込まれるというような、だから年平均すると0.5%程度かもしれないが、そうしたコミットメントをするということの方が時間軸効果を強め、そしてその透明性をより高めることになるのではないかと思っている。現在の、最後に武藤副総裁の方から、いわばエスケープ・クローズと言うか、これは必要条件で他の総合判断というお話があったが、これは勿論大事なことなのだが、ただ、私の理解している今の日本銀行の政策、これは、安定的に0%以上という中身は何かと言うと、より基本的には制約付きの裁量政策だと思っている。なぜ

制約を付けるかといえば、それはやはり透明性を向上させるために制約を付けているのだと私は理解している。その意味では、その制約の条件をはっきりさせながら、しかし現実には裁量的に政策を行う。これが私は望ましい姿だと考えている。

福井議長

福間委員をお願いします。

福間委員

最近の金融調節の状況を見ると、中間期末の後、本行の当預残高目標が上限である 30 兆円に近い水準で推移している中、執行部では、資金吸収オペを増やす一方、資金供給オペについても、合わせてやっている訳だが、前回会合以降足許までの約1か月間でオペの回数は8回に止まっている。8月中は16回ということで、半減している。しかも私から見て不安なのはオペの期間も短期化しているということである。

こうした対応は、本行が量的緩和政策を堅持すると重ねて表明していることから見ると、市場筋には非常に分かりにくいということで、本行の金融調節にちぐはぐな印象を持っている、そういう声も聞かれる。このような声が聞かれるのは、現状における市場、これは前月も申し上げたのが、市場の本行当預残高に対するニーズを前提とすると、30兆円という上限が既に窮屈化していることを示唆している。このため、柔軟かつ機動的な金融調節を行うために、当預残高目標値の上限を引き上げて金融調節のアローワンスを確保することが必要ではないかと思っている。なお、アローワンスについては先程中原委員、武藤副総裁からもあったが、私もなお書きの発動条件というのは、イベント・リスクとかあるいは期末とかいう、非常に限定された状況の中で発動されるものと認識している。そういう面で、この点は武藤副総裁とちょっと違うのだが、アローワンスを認めるということは良いが、27~32兆円というのはちょっと窮屈過ぎないかと思う。ただ、前回、30~35兆円で否決されているので、これで結構である。

同じことを二回も三回もやっていると思われるので、この辺で趣旨は通ったということで…。

金融調節方法については、量的緩和政策の時間軸効果を市場に徹底していくためには、従来の手形オペに加えて、先程承認した国債買現先のオペを機動的に使うことにより、長めの資金供給オペの回数を増やす必要がある。金利が大幅に上昇した時だけ長めの資金供給オペを行うというスタンスでは、本行が後手に回っているとの印象を与えかねず、量的緩和政策堅持のメッセージが市場にやや伝わりにくくなる。前回は申し上げたが、市場の金利観自体が大きく揺らいでいる時は、本行のオペも、日々の資金需給に囚われず、機動的に実施する攻めの姿勢が必要であり、その意味で、現在のような比較的金融市場が落ち着いている時こそ、長めの資金供給オペを継続する必要があるのではないかと考えている。オペのタイミングや方法は執行部に一任しているが、ただ今申し上げた点は、量的緩和政策の時間軸効果を市場に明確な格好でオペを通じて影響を与えるという点では非常に重要なメッセージだと思っている。

先程中原委員も触れられたが、金融懇談会のメモを見ていると、この長めのオペがヘッジとして非常に助かったということが書いてあった。昨日の執行部の話のように、金利状況が変わってヘッジをする場合に、出て行くのはスワップのところが大きな金額になってくる。しかしスワップでも、結局はカウンターパーティである相手方に国債を売られているということで、市場全体としては国債売りになっている訳で、このヘッジ手段を多様化するという意味も含めて、この長めのオペが必要だと思っている。

金融政策の透明性強化策については、コアCPI前年比下落率が縮小し、水面ぎりぎりのところまで来ている状況下では、コアCPI前年比が安定的にゼロ以上となるまで量的緩和政策を継続する、といった時の「安定的」が具体的にどのように定義されるのかという点が、マーケットにおいても、あるいは一般的に見ても最も関心を呼んでいるところである。「安定的」という言葉の定義は非常に悩ましい問題であるが、何らかの形で定義を明確化し、それを市場と共有することは、金融政策の透明性強化に資するだ

けではなく、市場の期待形成の安定化にも繋がると思う。定義の内容に関しては、予てより、第一に、何か月間か連続して前年比プラスになること、第二に、現実のコアCPIの動きだけでなく、将来の予想にも連続した前年比プラスが見込まれること、第三に、これも先程議論があったが、特殊要因により物価が上昇し、経済成長はマイナスというような状態では、なかなか量的緩和政策の解除条件にはなり得ない、つまり、恣意的との批判を受けない範囲内で総合的判断を行う必要があると思う。以上三点が基本的な要件になると考えたので、本日、執行部からご提案のあった枠組みに異論は特にない。ただ、期間についてはまた後程皆さんの意見も聞いてみたいと思っている。今こういうものが出た背景、先程武藤副総裁もおっしゃったが、要するに時間軸効果をどうやってマーケットに納得させるか、疑義を挟ませないかと、前月のような大混乱にならないかということが重要なのであって、この議論はそこからディベートするとやや違う方向に行くのではないかなと思っている。

論点のコアCPI前年比が連続してプラスとなる具体的な期間であるが、増税や社会保障費の自己負担増といった制度変更に伴う物価上昇のバイアスを除こうとすれば、1年を超えて前年比プラスになるということを経験条件とする考え方もあるが、期間を長くすればする程、新たな特殊要因が入ってきて、市場は量的緩和政策解除の思惑を巡って再び不安定化する惧れがある。このため、先程述べたように留保条件を付したうえであれば、市場の不安定化を未然に防止する趣旨を優先して、1年より短い期間とする選択肢もあり得ると思う。例えば、展望レポートの中間評価を3か月毎に行い、コアCPIの見通しをその都度レビューするということであれば、期間を3か月に設定することもあり得るかもしれない。いずれにしても、具体的な期間は非常に悩ましい問題であるので、皆さんとよく議論して判断したいと思っている。留保条件としては、勿論金融システム問題その他構造問題の観点も踏まえることを明確にしておく必要がある。

先程岩田副総裁から示された考え方に対して反対理由を二つばかり申し上げたい。第一は、将来基準に「1%以上」という新たな数値基準を追

加する代替案は、現行の量的緩和政策のレジームを変えるものであること、第二の理由は、構造問題が残され、経済が定常状態に戻っていない中で、代替案にあるような、物価が再びデフレにならないためのインフレ率や、物価安定の数値定義を現実の政策上の基準の一つとして掲げることは適当ではないということである。

第一の理由に関しては、8月後半の金利マーケットの動きがどうであったかを今一度思い出して頂きたいと思う。マーケットは日銀が出口政策に関して議論し始めたというだけで、あれだけ時間軸効果に懐疑的になった訳である。仮に現実のレジーム自体を変えるとどうなるか、それ以上の混乱が起こるのではないかと考えている。本行としては、まず現在のコアCPIを安定的にゼロ以上にもっていくことを最優先の課題とすべきであり、今更、CPIが持つバイアスを理由に将来基準として「1%以上」という数値基準を導入すれば、それではなぜ足許基準はゼロなのかとか、そういうことを言ったら今までのCPIは全部違っていったのかという議論が出てくるし、コアCPIゼロ以上が達成されないうちに、十分な説明もなしに、唐突にコミットメントを変えることは、本行に対する市場の不信感を強めるだけではないかと考えている。2001年3月以来2年半以上に亘って、市場はコアCPIゼロ以上まで量的緩和政策は継続されるという前提に立って価格・期待形成を行ってきた訳で、その実績の意味するところは非常に重いと考える。それを今変更すればあまりに市場を軽視しているという批判を受けかねないことは十分考えておかなければいけないことだと思う。これまで重ねて申し上げたように、スキームを変えるのは、コアCPIが安定的にゼロ以上を達成した段階であるべきで、そのような遠近感を持たなければ、市場は再度混乱する惧れがある。

また、第二の理由については、先程もちよつと申し上げたように、不良債権・金融システム問題、過剰債務、過剰投資、過剰雇用、よく言われるこれら三つの過剰の問題等の構造問題が残されており、経済の自律的な成長過程への回帰が予断を許さない現在において、望ましい成長、雇用、物価の関係を想定することは、現実問題としてはなかなか難しいのではない

かと思っている。変革期にある経済において、過去の経済データのパターンを参考にすることは必要だが、それに依存して将来の政策の数値基準を設定することには十分慎重である必要があると思う。これもまたいつもの持論だが、日本は計画経済ではない。何らかの特定の数値基準を示せば金融政策の透明性は高まるという程単純な問題ではないのではないかと
思っている。そして何よりも考えるべきは金融政策は市場を通じてのものであって、その信認なくしては安定的な政策運営をしていくことは不可能である。そのような意味で、この2年半に亘る本行と市場の共通の基準を突如として覆すような政策変更は慎重に行う必要があると思うし、十分な時間を掛けて行う必要があると思う。私はよその中央銀行のことを申し上げる訳ではないが、本年5月、6月、7月、8月と米国のF e dを巡る動きを見てみると、はっきり言って昔程の信認は失われたと思っ
たし、人によっては危機だと言う。これはやはりF e dが説明責任を果たしていないというところだと思
うので、そういうことを申し上げた訳である。

日本銀行のその他の点だが、毎回決定後、当日中に記者会見を行って頂くことは大変良いことだと思
う。ただ、記者会見に関して申し上げれば、市場が不安定化した場合、これも戦略的に考える必要があるのだが、やはり必要に応じて会見を行うことも必要ではないかなと思う。ご記憶のとおり、8月半ば以降、長期金利が上昇する中で本行の資金供給オペが減少したほか、議事要旨の内容を巡って様々な思惑が交錯したが、この時期定例の記者会見はなく、次回の9月17日を待たねばならなかったということがあった。幸い、今回は9月3日に総裁が出張先の名古屋で記者会見をする機会があったので良かった訳だが、仮になかった場合でも必要に応じて戦略的な会見も、場合によっては、市場の状況に応じてやるということもオプションとして持つ必要があるのではないかと思
う。

最後に繰り返しになるが、金融政策の透明性強化のためには、言葉や文字、すなわち記者会見や展望レポート等の問題だけではなく、日々のオペという具体的なアクションを通じて本行の金融調節方針を市場に明確にしていくことが重要である点を改めて強調したいと思
う。長期間に亘る低

金利やオフバランス取引を背景として、金利リスクは、家計を含めて世の中一般に広く潜在しており、それ故に市場は、本行の情報発信とともに、それを裏付けるオペの動向を高い緊張感と厳しい目をもってウォッチしていることを自覚しておく必要があるのではないかと思う。特に、物価情勢に変化の兆しがあるかどうかの見極めが重要になりつつある現在、本行の政策スタンスをシンプルにかつ遠近感をもって伝えていくことと並んで、オペを効果的に適時実施する時間軸効果を徹底して、「攻めの調節」も必要である。このようにオペと説明、会見、そういうものを両輪としてはじめて金融政策の透明性が確保されるのではないかと思っている。以上である。

福井議長

時間の制約もある。以後の審議はより効率的に行いたい。是非、時間の制約を守りながら発言願いたい。

私が少し纏めながら審議をすべき段階に入っているが、時間の配分がある。ここで恐縮だが政府代表の方から意見を頂戴したいと思う。

石井財務副大臣

それでは、申し上げる。我が国経済の現状を見ると、設備投資の増加や企業収益の改善が続くなど、企業活動に前向きの動きが見られ、また、先日公表された日銀短観にも現れているように、企業の景況感が改善していることなど心理面においても好転が見られている。

このように、今後、景気は持ち直すことが見込まれる状況の中、デフレから脱却し、経済の本格的な回復を確実にらしめるうえで、引き続き実効性のある金融政策の役割は重要であると考えている。

景気の持ち直しに向けた動きに対する当面のリスクは、金利及び為替の動向である。金利の動向については、最近は落ち着きを取り戻しつつあるものの、金利が実体経済の動きを先取りして過度に上昇する場合には、景気回復に悪影響を与える惧れがある。また、実体経済を反映しない急激な円高は、景気回復に先導的な役割を果たしている輸出の動向に悪影響を及

ばす惧れがある。

日銀におかれては、これらのことを含め、経済・市場動向に十分注視し、市場に対して、量的金融緩和政策を堅持するとの日銀の金融緩和姿勢にいささかの揺るぎもないことを引き続き明確に示す必要がある。そのためには、機動的な金融政策運営の実施はもとより、市場関係者の懸念を一掃するような措置を検討・実施して頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

では願います。

中城内閣府政策統括官

次回の月例経済報告は来週 15 日に予定しているが、足許の景気は持ち直しに向けた動きが見られる。一方、依然デフレ傾向は継続している。

また、長期金利は一時より安定した動きとなっているが、為替レートは急速な円高傾向となっているなど、金融・資本市場の動向には注意する必要があると考えている。

日本経済の重要な課題は、デフレを早期に克服すること、及び内需主導の自律的回復を実現することである。このため政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」の早期具体化により、成果が現れつつある構造改革の一層の強化を図っている。「基本方針 2003」においては、政府・日本銀行が一体となった取組みにより集中調整期間の後にはデフレを克服できるとみられるとしている。

依然、デフレ傾向が継続する中、日本銀行においては、2005 年度のデフレ克服を目指す観点から実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

今回議論された国債現先オペの期間延長については、金融市場調節の一層の円滑化に寄与するものとする。

今後、仮に一時的に消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）が前年比プラスになるような状況が生じたとしても、安定的にゼロ%以上となったことが確認されるまでは、緩和措置を堅持するという考えを明らかにされているが、今後とも、金融・資本市場の動向にも留意のうえ、より効果ある調節

手段の実施も含め、適切かつ機動的な金融調節を行って欲しいと考えている。以上である。

(午後 12 時 21 分石井財務副大臣退室)

福井議長

では、5分程ブレイクする。25分から再開する。

(午後 12 時 22 分中断、午後 12 時 27 分再開)

福井議長

では審議を再開する。退席された石井副大臣の代りに津田総括審議官にお越し頂いた。宜しく願います。

それでは、議論の続きをしたいが、皆さん方の意見を踏まえて少し纏めながら議論を進めたいと思う。金融市場調節と透明性強化という2パートになるが、まず、金融市場調節に関しては、現在の経済情勢判断、先行きの見通し、これは既に議論済みで、これを踏まえて考えれば、景気の下振れリスクへの対応という意味での追加緩和措置が必要な状況ではないというのが、皆さん共通の認識だったかと思う。このような経済情勢のもとで、今後の金融政策の運営に当たっては、消費者物価指数を基準としたコミットメントに沿って量的緩和政策を堅持していくことが重要であるという点についても共通の認識があったと思う。さらにそのうえで、こうした基本方針を踏まえた場合に、デフレ脱却、より望ましい持続的な経済の回復に結びついていくパスを、経路を確実に築いていくという観点からは、我が国経済が景気回復の基盤を整えつつある現在、その状況をよりしっかりサポートしていく必要があるということだと思うが、今般の議論を通じて出てきた金融政策上の新しい提案としては、金融調節の柔軟性をより高めて流動性供給面から機動的に対応する条件を一層整えておくこととしてはどうか、こういうものであった。改めて申し上げるが、下方リスクへの対応という意味での追加緩和措置ではない。最近の景気回復に向けた動

きをより確実なものとしていく観点から、そうした措置は大きな意義があるのではないかという提案である。そうした提案について、具体的にさらに詳しくデッサンされた提案もあった。具体的には、日銀当座預金残高の27兆円～30兆円という現在の目標レンジの上限のみを引き上げる。実際の調節に当たっては、日々の当座預金残高がある程度大きく変動することを許容しつつ、平均すれば30兆円程度となるように運営するというようなことであったかと思う。期末要因、あるいは外的ショック等による一時的かつ不測の資金需要の急増に対して、対処する必要があるということはこれまでと同様であるので、なお書きはこれまでと同様の趣旨で維持するという提案になろうかと思う。こうした場合には、本日冒頭に決定した、国債の買現先オペの期間延長、これも金融調節を機動的に行うための一つの道具として位置付けることができるのではないか。今、申し上げた後段の点について、これからさらに皆さんで議論を詰めて欲しい。

次に、金融政策の透明性強化の方だが、この点も皆さん方のただ今の意見を踏まえながら、かつまた、先程、執行部から提示された論点に沿って私なりに整理してみると、まず、日本銀行の経済・物価情勢に関する見方について、金融経済月報は基本的見解部分を決定会合当日に公表する。基本的見解をより分かり易く簡潔なものに改める。背景説明を逆に充実させるということだが、全体の情報量は少し下げても良いのではないかという意見もあった。また、展望レポートについては、概ね3か月毎に決定会合で検討する。具体的には、展望レポートで示した標準的な見通しに比べて、経済の実際の動きが上振れまたは下振れていないかということ概ね3か月毎に決定会合で検討する。中間評価として金融経済月報の基本的見解の中で説明する。この点については、中間評価ということではなく毎月行った方が良いのではないかという意見もあった。次に記者会見だが、政策決定会合の都度、月末会合も含めて、政策決定のあるなしに関わらずその直後に行うということかどうかという感じではなかったか。ただ、二回目の会合については必要ないのではないかとのリザーベーションを置かれた方もおられた。コミットメントについての説明は、足許の基準として、

単月ではなくて基調的な動きとしてゼロ%以上となることを確認する、そのために数か月均らしてみても確認したうえで判断する。ここでは数か月という表現をより厳密に定義するかどうかという問題が残っている。将来の基準としては、先行き再びマイナスとなると見込まれないことについて、展望レポートにおける記述、政策委員の見通しなどで明らかにしていくこととしてはどうかということである。その場合、政策委員の多くが消費者物価指数の前年比がゼロ%を超える、以上ではなくて超えるという見通しを有していることが必要となるのではないか、これがポイントである。なお、数値で明確に置くべきだという意見もあった。漏れているかもしれないが一応、出された意見を順序に沿って整理すればそういうことだと思いが、漏れがあるといけないので、今申し上げたポイントを整理したメモを改めて執行部に用意してもらいたい。今直ぐ用意してもらい、数分後にまたここに出してもらい、それをベースに議論をさらに深めて欲しい。

その間、まず前半の金融調節の話、下振れリスクへの対応という意味での追加緩和措置が必要な状況ではないということは共通の認識であるが、そこを出発点にしながら、しかし景気が漸く上向きの新しい芽を出し始めてきたこの段階で、今後デフレ脱却へのパスを金融政策の面からもより確実にサポートしていくという観点から見た場合に、従来、経済が沈む一方で、流動性をとにかく極限まで供給するという感じで行ってきた金融調節の姿、結果的に幾ばくか硬直的になっているかもしれない調節のやり方を、これからは経済が上向いていくにつれ、内外の経済が抱いている様々な不均衡とか、経済の変動の過程で新しく生じてくる様々なリスクファクターが市場の中で色々な形のリスク・プレミアム、その強弱の度合いも色々だと思いが、そうしたリスク・プレミアムが顕現化してくる。こうした市場に立ち向かいながら引き続き良いパフォーマンスを上げていく市場調節を行っていくためには、調節自体がよりフレキシビリティを備えている必要があるのではないか、日本銀行の調節のオペレータがそのエクスペリエンスをより強めていく必要があるのではないか、ここがコア・プロブレムである。従って、枠に対する従来の考え方を多少修正する必要がある場合

によってはあるかもしれない、そういった点も含めながら、よりダイナミックな議論を行い、きちっとした結論に導きたいと思う。宜しく願います。この点について意見があればどうぞ出して欲しい。

田谷委員

最初の上限引き上げについてだが、どうしても反対かと言われるとそうでもないのだが、それでは賛成できるかと言うと、私は賛成しかねるというのが正直なところである。三点申し上げる。第一点は、現状1兆円程度の変動幅で、私には特段の不都合は見えないということである。必要な場合には、なお書きで対応すれば良いように思う。そして、そのなお書きの発動に特別な条件はついていないはずであると私は思う。発動した場合、その背景説明を事前に、あるいはもしそれが難しい場合には事後的にでも説明して頂ければ良いのではないかと思う。その後で、その分適宜吸収すれば良い訳だし、吸収サイドに問題があるようにも私には見えない。つまり、目標レンジを一時的に突破しても直ぐ吸収できるはずである。これが第一点である。第二点だが、当預残高をより弾力的に動かして何を狙うかということになると、先程武藤副総裁がおっしゃったようにマネーマーケット金利の安定化ということだろうと思うが、足許それらは安定している。予防的に金利を安定化させるということになると、5月の会合時と同じような議論になるかと思う。政策運営が外から見て分かりにくくなると思うし、説明しにくくなるのではないかと思う。これが第二点である。第三点は、一般的に量を固定すると金利が動く場合があるし、金利を安定的に維持しようとするれば量を動かすことになるということである。現在のレジームは、主たる政策目標を量に置いており、若干の金利の変動は容認するはずのものではないかと私は理解している。金利安定化にウエイトを置いて、量をより弾力的に動かすというのはある意味でレジームの変更にも繋がる話ではないかと思う。これも、程度の問題だから、ただそういう側面があるということだけちょっと申し上げておきたい訳である。コメントは以上だが、誤解かもしれないが、この措置が事実上の緩和、あるいは積

極姿勢の表われと捉えられる可能性があって、それは量的緩和の出口がまだ相当先の話であるということをアクションで示すというメリットはあるのではないかと、そこはそう私も思うのだが、全体として先程の一から三の点でちょっと賛成は致しかねるということである。以上である。

福井議長

議長としての問題提起にさらにもし答えて頂くとすれば、私の頭の中では、なお書きというのは、イベント・リスク、つまり、政策委員会として予見し得る定常状態以外を対象としたものと理解しているが、この点をどう考えるか。

田谷委員

不測の事態。

福井議長

例えばそういう状態のこと。そういうことが起こった場合に、通常のマンドートの範囲を超えてやって下さいと、少なくとも次回の決定会合までに、そういう意味は非常に明確にあると思う。ところが、今ちょっと問題提起で申し上げたのは、むしろこれからは通常の状態としてオペレータは市場をさらによく深く読むと、市場参加者の読みを先取りしながら調節していく。それを定常状態、つまり政策委員会のマンドートの中に取り込んでいってはどうかという提案である。従って、何か円高が起こった時に立ち向かって静める、長期金利が上がったからこれにコンバットして静めるというような定義よりは、もっとより深いもので、市場に対するアプローチ自体をこの辺から変えていかないかという提案である。その点について、もう少しコメントを頂きたい。本当になお書きで良いのか、政策委員会として常態的にそういうことを執行部にマンドートとして強く要請しないのかどうか、従来のイベント・リスクと同じ程度の対応で良いのか。これは多分本質的に違う問題を含んでいるのではないかと思うのだが、その議

論をきちんと整理しておく必要が今回はどうしてもあると思う。

田谷委員

今1兆円程度のプラス幅のもとでオペレーションをやっている訳だが、そういう中でも中間期末に向けて何回か吸収オペで色々工夫を凝らして、マーケットとの対話というのはかなりやってきていると思う。しかもこれだけ吸収を連続して行っても、ほとんど私の目には全く問題は見られていないということで、仮にこの1兆円というプラス幅を仮に2兆円にする必要性というのは、私はどうしても納得できないというところがある。確かに今までのなお書き対応というのは4回か5回ある訳だが、でもそれは、期末あるいは半期末への対応、あるいは9.11テロへの対応以外にも何回か行ってきていると思う。だから、なお書き対応で十分ではないかなと思う。

福井議長

なお書き対応を常態化する、つまり定常状態として市場への立ち向かい方を変えていかなければいけないという問題を常時なお書きで対応するということは、マンデートの与え方として、執行部として非常に対応しにくいのではないか。だから、何か起こった時に端的に言えば戦争とか金融機関の破綻とか、色々なことがあると思うが、そうしたことをきっかけにということなら良いのだが、特定のきっかけを持たずにむしろ円高が起こったからなどということを経験しては困るという位の意識なので、それをなお書きでやれといった場合には、政策委員会としてマンデートの与え方が極めて不明確になるのではないかという点を是非整理しておいて頂きたい。

田谷委員

その辺を数字でなかなか事前に定義するのは難しいと思うのだが、明らかに市場が不安定化した場合には、なお書き対応ということで良いと思う。市場が不安定化したかどうかというのは、端的に言えば金利の動きで判断

するしかない。その金利の変動というものは、事前にもう少し安定化したらどうだという見方があるが、そこまですると、今度は説明が難しいと思う。

福井議長

市場の納得というのは、説明、つまりバーバルなオペレーションでいく場合と、オペレーションそのものを通ずるカンバセーション、このウエイトをやはりあまり軽視すべきでないというのが恐らくあると思う。全てバーバル・オペレーションにトランスレイトして物事を考えるということではないのではないかというのが、今回の問題提起の一番ポイントのところである。ちょっと皆さんで議論して頂きたいと思う。

中原委員

32兆円という具体的な武藤副総裁のご提案もあってそれに関連してちょっと申し上げたい。私はなお書きの運用については、正直言って2001年の3月の時の決定の中の議論はよく承知していないが、少なくとも私の理解では極めてシリアスなネガティブな大きなショックがあった時のみ発動されるかなり限定的なものという理解ではない。期末にそれ程具体的なショックがなく、信用不安がやや高まるという程度でかなり積み上げたケースもあるし、どちらかと言うと私は田谷委員の理解に近いと申し上げたい。総裁が先程おっしゃったマーケットへのアプローチの仕方を変えるのだという点、その辺が具体的に私は理解できないのだが、極限まで流動性を供給してきたというのは、ある意味ではまさに量的緩和の真髄であって、ワイドーバンドと言うか、そのバンド枠を持って量的緩和を進めるという考え方とはむしろ相容れない。これは私が前から言っている一定の値をピンポイントでやるという考え方に繋がる発想である。それから武藤副総裁のおっしゃった市場のニーズに対応するという考え方は、私はどうしても市場にアコモデートしていくという考え方に繋がる話であって、どうも本質的な部分で量的緩和とは相容れないのではないかということ

で従来からあまり広いバンドを持つことに対して私は反対を申し上げてきた。ただし、現実の問題としてテクニカルな必要性から最初に5兆円のバンドを付けて以来バンドが付いている訳で、そういう運営が市場に定着しているという意味においては、私はここでいきなりピンポイントにするということは無理だろうと思っている。この幅を前回3兆円に縮めて今度また5兆円に広げる、これについてどう説明するのか、対市場との対応としては残るだろうと思う。現実には、32兆円という枠を示した段階で既に32兆円という数字はマーケットにインプットされる訳で、その間残高を29兆円から30兆円に上げ、31兆円に上げて事実上日銀の姿勢について変わったとか、そういう印象を与えることには私はならないのだろうと思う。ただ、マーケットの具体的なオペレーションの上から言って、例えばこの前の長期金利の第二波の上昇の後、期越えの吸収オペをやってちょっとマーケットが不安定になったというケースもあるので、そういう場合にできることなら吸収オペを打たずにそっと見守ってやる位のところが必要だったのではないかという気がしている、そういう時に運用をなお書きでやるのか、あるいは32兆円に上げておいてやるのかという議論であれば、私は32兆円、33兆円か分からないが、その程度の枠はあっても良いのではないかなという気もする。ただ、いずれにしてもあまり益のあることでもないし、そうかといって害のあることでもない。本質的にマーケットとの対話のやり方を変えるというような大きな問題ではないとは理解している。ただ、須田委員もおっしゃったように、いわゆる透明性という観点からはこの2兆円の幅の拡大をどういう判断で、どういう必要性からやったのか、緩和じゃないという前提のもとで上手く説明ができるかどうか、私にはやや自信がない。結論から申し上げますと、私はあまり大上段に振りかぶった議論をする必要はなくて、市場オペレーションの必要性からやはりその位の余裕はあった方が良いという程度かと思う。私は長期金利のこの前のボラティリティの高まりはなお書きの対象になると思うが、いやいやあれは違うのだというご異議もあるだろうし、そういう意味でなお書きを限定的に考えると、むしろこちらの幅でもって市場と対話していくとい

うことが必要というのであれば私はそれはそれで一つの判断として敢えて絶対反対ということではない。

福井議長

他に如何か。

植田委員

私の感じでは、賛成の意見の中がある種同床異夢みたいになっていて、その夢の中身がもうちょっと分からないなという感じである。今議論になっていたように、なお書きで済むかどうかという点だが、恐らく大まかなこれまでの合意としては、何らかのショックがあつて、それは事前には特定していない訳だが、マネーマーケット周りにストレスが発生して、それを取り除くためのオペを打つ訳だが、その時吸収オペが障害になるということであれば、当預を増やしても良いというなお書き発動をするということだったと思う。これが理想の状態よりもひよつとしたらやや狭く解釈されてきたかもしれないということは何人かの方がおっしゃったことかなと思う。そうであれば一度なお書きをもう少し弾力的に使ったらどうなるかということをやってみたら宜しいのではないかなと思う。特にレンジを変えずに。他方、緩和方向のバイアスということではないにしても、何かあつた時に機動的に対応するという政策的な意味を持たせているという解釈も聞こえたように思う。こちらは私は疑問であつて、量的緩和の考え方、これは皆一致しているということではないと思うが、ゼロ金利になつてしまった後は金融不安等がない時に当座預金を一時的に上げててもこれは大して効かないのではないかと。上げて長期間それに据え置くということから何か期待等に影響を与えて、それがひよつとしたら良い効果があるかもしれないということで運営してきたのだと思う。勿論これについてもどれ位の有効性があるかという議論はあるが、ここでするのは生産的でないと思う。これからすると、月内の当預のフレキシビリティに政策的意味、要するに数日間しか続かない当預の引き上げは政策的には非常に認

めにくいということだと思う。ということで、例えば時間軸に関するメッセージを送るということであっても、数日後には減らさないといけないような当預の引き上げで大したメッセージが送れるとも私には思えない訳である。だから、ある種のこういうレジームチェンジをもう一つ政策の意図がはっきりしない中でやっていくということに伴うある種の不透明感というもののリスクを私はちょっと今懸念している段階である。

福井議長

他にご意見はないか。

中原委員

今植田委員がおっしゃったとおり、はっきり申して総裁の最後の締め括りのところの論理は非常によく判ったのだが、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員のご発言には、今植田委員がおっしゃったとおり若干の上限増額の意味付けに違いが存在するような気がする。武藤副総裁の言われる追加の金融緩和ではないということ、総裁の言われる実体経済の下方リスクを考えたうえでの緩和という考え方ではないという点で、理解は共通であると考えるか。

福井議長

仮にこの後私が議長提案させて頂くとすればそうなる。そういう装いと
言うか、フレームワークのもとで提案をさせて頂くということになる。

この件についての議論はこれ位にする。

透明性の方、論点ペーパーができたら願います。

[資料配付]

先程私が仮に整理したもので漏れているところとか、不正確なところを
ピックアップして頂けたのではないかと思いますので、ちょっと読み上げるな

り説明なりして頂きたい。

山口企画室審議役

それではご説明させて頂く。ポイントは二つあるということで、一つが経済・物価情勢に関する日本銀行の判断についての説明の充実、それからもう一点は、量的緩和政策継続のコミットメントの明確化、これらについてさらに細かくポイントを整理したということである。まず最初に、金融政策運営についての日銀の基本的な考え方や経済・物価情勢に関する判断を、適時適切にわかりやすく説明していくため、以下の見直しを行う。見直しの中身としては三点ある。3か月毎の「中間評価」の公表、月報の即日公表、総裁記者会見の即日実施等ということである。まず中間評価についてだが、「展望レポート」で示した標準的な見通しに比べて、上振れまたは下振れが生じていないか、3か月毎の決定会合で検討し、基本的見解の中で公表する。それからもう一点、月報の即日公表の方だが、月報は現在、決定会合の翌営業日に公表しているが、このうち「基本的見解」部分について、即日公表することとする。もしこういうことになれば公表日程を既に公表しているので、変更が必要になるということである。それから「基本的見解」をよりわかりやすく簡潔なものとする。「展望レポート」については、簡潔な基本的判断とその背景を詳しく説明した記述に分けて公表することとする。それから会見の方だが、現在、月1回目の決定会合の翌々営業日に行っているが、月2回目の会合を含めてすべての決定会合後、当日中に行うこととするということである。それからコミットメントの明確化ということだが、ご承知のとおり、日銀は、政策面から日本経済の持続的な経済成長のための基盤を整備するため、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品、以下略)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩和政策を継続することを約束している。こうしたコミットメントを明確化するために、日銀としてそれについての考え方を噛み砕いて説明してはどうかという趣旨だが、以下である。日本銀行としては、このコミットメントについては以下のように考えている。第1に、直近公表の消費者物

価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要である。具体的には数か月均してみても確認する。それから、第2に、消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。それから、こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる、こんな形でポイントを絞った。

福井議長

この整理に関してどうぞご意見をお出し下さい。

植田委員

一つ宜しいか。細かいところで私が先程申し上げたことと微妙にずれるところはあるが本質的でないのでこれはこれで宜しいかと思うが、先程技術的な議論で歴史依存性とかいう話が出たのでコメントだが、中身は岩田副総裁が先程おっしゃったことで、過去の状態に依存してこれからのアクションを変えていくということだと思う。ただ、岩田副総裁がおっしゃったように、見通し、このコミットメントの後半の部分、見通しがゼロを超えるかではなくて、1を超えるかとしたという変更ではそこは別に歴史依存性にはならないということだと思う。これから将来に向けて、従って政策変更時点までの過去の状態に将来の政策のアクションが依存するというふうになって、歴史依存性なので、そこはこれだけでは歴史依存性にならないと思う。あと、岩田副総裁がおっしゃったようなゼロではなくて1まで見通しが上回るまで頑張ったらということだが、実質的には大差ないと思う。見通しが0.0では変えないだろうし、恐らくある程度の糊しを皆

さん考えられるだろうし、年度の平均とかいう数字であれば年末には1にかなり近くなるという姿があって、たいていの場合初めて解除になるということだと思ふし、逆に言えば、数値が0.5であってもある種加速度がついているなという判断があれば無理して1まで待たない、あるいは待つリスクもあるということだろうから、そういう意味では総合的判断の余地は残しておきたいという気が私はする。あと、武藤副総裁がおっしゃったように、これがイグジットに向けての準備を強調した措置ではないということを経営の会見等でおっしゃって頂くのが非常に…。

福井議長

それは非常に責任重大だ。

岩田副総裁

今植田委員の方からご説明があったとおりで、歴史依存にするにはおっしゃるような物価水準に目標を置くというのが正攻法だと思う。私の意図は要するに時間軸効果を強めるにはどうしたら良いのかということから出発していて、その意味では福間委員と問題意識は誠に共有していて、それから私、頑固一徹の方は好きで私もそういうところがあるので、宜しくお願ひしたいと思う。私が恐れているのはどういう事態かと言うと、先程物価の見通しについて申し上げたが、基調的に数か月ゼロ以上というのが特殊要因も勿論混在していると思うが、割合近い将来起こってしまうのではないかと思っている。これは2か月先か3か月先か分からないが、そうするともし仮にそういうところが起こると実は翌年の見通しも実はもう基調的にゼロですねと、3、4か月、その時は恐らく翌年の物価上昇率もやはりゼロ、ないしゼロちょっと、ゼロから出発するならゼロよりちょっと上回るようではないかという期待が生まれておかしくない。だから、この案のままでは、不足があるとすれば弱過ぎると。つまり時間軸効果が弱過ぎる。これだと思ったより意図しない出口が早くきてしまう。今もゼロに近付いていてマーケットの人達は、もうゼロかなゼロかなとこう

やって見ていて、あっ、実際ゼロになったな、もう直ぐかな、もう直ぐかな、あっ、3か月経った、もう直ぐだねと、そっちを煽り過ぎるので、それに歯止めを掛けるにはむしろ先行きについて、具体的には末に1%と私は申し上げたが、2004年度の、つまり上方の方に、今ゼロだとしたらそれがまた上の方に基調的に向いていくかどうかという、そこがつまり私は出口論を封じ込める、むしろ具体的な数値ではっきりさせるという意味で申し上げている訳である。その意味では数値でやはりコミットメントをより明確に、言葉の意味なのだが、要するに先行き再びマイナスになると見込まれないということより強い形で言うという意味では、その方がより明確性があると思っている。それから一般的な透明性の問題になると、これはちょっと哲学論争みたいになるのであまり深入りしたくないので、ここで一応止まりたいと思う。

田谷委員

具体的に何か言葉を入れて欲しいとおっしゃっているのか。

岩田副総裁

そうですね、私の結論を述べるのを忘れたが、今の段階で皆さんの議論でこのつまり、まあまあ皆さん一応不満がそれぞれお一人お一人残っているかもしれないが、この段階でいわば中間ステップと言うか、こちら辺で合意ができるということであれば、私はこれまでのコミットメントよりは現在についてももうちょっとクリアになっているし、それから先行きについてもゼロを上回るというゼロと同じでない、ゼロを決して望ましいとは思っていないということを行っている意味では、先程1/3ステップ前進したねと申し上げた。私はもう一歩前進してやらしたいのだが、この今の段階で合意ができるのがここまでだということであればこれで。ただし、少数意見と言うか、数値でもってより明瞭にした方が良く、明確性をもっとはっきり示した方が良くという意見があったということは、どこかでノートして頂きたいと思っている。

中原委員

私は1%と申し上げたので一言言わせて頂きたいのだが、これを読んでみると、ではどこが明確化されたかと言うと、ちょっと首をかしげてしまう部分がある。というのは、もう既に総裁記者会見等で一定期間平均してみるとか、基調的な動きとして特殊要因を排除する云々のようなことを言っている。先の見通しの部分が改めて追加されたが、この辺に不透明要因がむしろ付け加わったと言えないこともない。言葉尻を捉える訳ではないが、「政策委員の多くが」も曖昧、「見通し期間において」と言う期間の末なのか平均なのかも分からない。そこまで明確化しない方が良いという判断もあるとは思いますが、果たして明確化になったかということについて若干の疑念も感じる。コミットメントの中身について、決定会合で表現を議論し決定したというのは今回、当初導入した時以来初めてだろうと思うし、勿論これも色々な方が総裁も含めて発言されていた内容とあまり変わることはないと思うものの、そこに決定会合で決めたという点に意味があるとするれば、それなりの重みを持って迎えられるだろうと期待はする訳である。1%云々を入れるかどうかについては多数の方の意見がこのままで良いということであれば私は敢えて、ここにはこういう表現であっても別途のやり方で望ましいインフレ率を示すことも可能だろうと思うので、今後の議論をお願いしたいと思う。

武藤副総裁

今の「見通し期間において」の意味を事務局から明確にして頂きたい。

福井議長

どこか。

武藤副総裁

下から6行目の最後にある「政策委員の多くが、見通し期間において」

の中の「見通し期間」の定義はないが、この全体の文脈で考えると、展望レポートの公表時期が4月の時には当該年度、10月の時には当該及び翌年度の1年半、と考えて、中間評価が7月の時には当該年度、1月の時には3か月プラス1年となるほか、個々の毎回の政策委員会の時には、やはり同じように考えると理解している。これ以外に見通し期間という概念がある訳ではないと考えて良いか。

白川理事

ご質問の点だが、今このポイントを書いた時の理解は、武藤副総裁がおっしゃったとおりである。基本的に今の展望レポートを前提にして、その当該期間、つまり4月であれば当該年度、10月であれば当該年度と翌年度というものを含んでいる。もし、勿論展望レポートの作り方自体をこれから変えようとする議論をすればまた別だが、これは全て今の展望レポートの作り方を前提にしている。

武藤副総裁

前年比上昇率というのは1年間の平均値ということか。

白川理事

これも今の展望レポートの作り方を前提とするので、勿論これから議論し、将来、展望レポートを作っていくという時に、年度平均ではなくて例えば別の最終四半期が良いとか、そういうのは勿論議論としてはあり得る訳で、そういう議論を排除するものではないが、あくまでも今の平均を前提として今これは作っている。

武藤副総裁

だから年度末ではないということか。

白川理事

然り。

武藤副総裁

ここは色々な意見があるのはよく分かるのだが、このコミットメントというのは、私は結局時間軸を強調するためにどこまで政策の柔軟性を犠牲にするかということだと思う。柔軟性を完全に犠牲にしてしまうと、これは政策の総合性と言うか機動性は失われるので、結局そこはどちらをどのようにバランスよく考えるかということだろうと思う。従って、多分思いはそんなに変わらないとは思っているのだが、あまり具体的にやるのは如何かというのが大体のご意見ではなかったかと私は理解する。そのうえで、それが現実の問題としてどうなるかというのは、おっしゃったような幾つかの視点を踏まえて、やはり相当議論をしていくべき事柄だと私は思う。

中原委員

言葉尻のことで、「多く」というのは、正確に言えば過半数と理解して良いのか。メデアンとかまたこれ色々な…。

白川理事

勿論全てこの決定会合で決定する訳なので、今この中で「多く」の定義を明確にしている訳ではない。前回見出しを出して、その真ん中の値をそれをメデアンとして公表したが、必ずしもメデアン以外を別に排除しているのではない。ここでは「多く」という言葉を使ってその中身自体は、もしここで明確にした方が良いという議論であればそれは勿論明確にすることも手であろう。敢えて今する必要はないのではないかと私は理解した。

武藤副総裁

メデアンとその「多く」というのが相当有意の違いを生じた時にどう

していくかということは、それも含めて個々の判断材料ということで宜しいか。

春委員

メディアンは必ず過半数になるのではないか。

白川理事

いや、これは…。

春委員

メディアンとは5人目を取るのではないか。

岩田副総裁

そう、5人目だから必ずしもそうではない。

白川理事

ただ、これはたまたま札の入れ方で決まってくる。要するに文字どおりに実態的な判断からそう考えるのであって、たまたま札の入れ方で何か変なというようなことも理屈のうえではあり得る。ただ、現実的にはまず起こらないと思うが。

春委員

5人目を取れば必ずそれを含めてそこから上に5人いる訳ではないか。

白川理事

そうだと思うが。

植田委員

細かいことを言い出して良いのであれば、今回は3か月に一回数字を出

すようにする訳ですよ。その間に。

白川理事

これについてはきっちり説明すると、はっきりしていることは、展望レポート、4月と10月、これは勿論数字を出す。それから将来の政策変更の時も数字は出す。これは当然だと思う。ただ、それ以外について毎回いわば、全部情勢判断作業をきっちりやって、毎回数字を出すというふうにやるかどうか、それはまたこれから考えていく必要がある、考えていけば良い話であって。

植田委員

基本的には毎回数字を頭に持って臨まないと対応できない。

武藤副総裁

そういうふうに考えるかどうか幅がありそうである。

白川理事

想像するに、各メンバー、委員の方は勿論自分なりに、自分はこうだなという頭がある訳である。ただ、そこで実際に投票して大勢見通しと言うかメディアンを作っていくという作業をやるかどうかはこれまた別かなと思う。そういう意味で、見通しというのは必ずしも中間については、正確な数字と言うか数字自体を排除するものではないが、数字がなくても見通しは勿論ある。そういうことでここは一般的に書いてある。

福井議長

そこは事務局、あるいは事務局にもましてボードメンバーそれぞれがこれから若干のトレーニングをしながらやらなくてはいけないのではないかと。単なる数字作りでは困る訳で、本当に自分のジャッジメントと数字とが一体化したものが出せる、ちょっと自らトレーニングの期間が要るのか

なという気もするので、ここはややアンビギュイティを残している。

田谷委員

もっとテクニカルなことを言わせて頂ければ、今、この月報の公表というのは翌営業日の2時ですね。少し短くして当日と言うが、当日というのは何時になるのか。

白川理事

これは決定会合が何時に終わるかに依存するが、これは色々なタイムテーブルがあるので、ちょっと山口企画室審議役から説明する。

山口企画室審議役

全文をどのタイミングで公表できるかというのは今のところまだはつきりしないのだが、一応基本的見解公表の翌営業日の午後2時に公表する方向で考えている。

白川理事

基本的見解の。

山口企画室審議役

基本的見解の方は午後3時。原則として3時。

田谷委員

そうですか。いや、結局決定会合月初2日に分けてやる理由は、最大の理由と言って良かったかもしれないが、それは3時前に情報をマーケットに流し、母国のマーケットでその情報を消化させるということだったのですよね。やはり3時までには難しいということか。

山口企画室審議役

決定事項、決定の内容については終了後直ちに公表する。これは従来からそうである。

田谷委員

なるほど。

山口企画室審議役

基本的見解という文章を公表するタイミングが原則として午後3時。こういうことである。

田谷委員

ただ、今こういう事態になってくると、数か月継続して物価変化率がプラスになってくると、毎回毎回どういう判断を将来の物価について委員が言ったかということがクルーシャルになってくる。そうすると、記者会見で必ずどうでしたか、と聞かれることになるが、その時、その月報が例えば2時30分に公表されていなくてもいいのか。というのは、例えば、そういう会見が3時、4時に行われて、いや実はこういうコンセンサスでちゃんとプラスになったということが、そういう合意と言うか、そんな雰囲気になったということを行った場合、その情報というのは東京市場では消化できない訳ですよ。そこら辺はどうかなと思って。

武藤副総裁

会見を毎回やるとした場合その時間というのは想定されているのではないか。

福井議長

そういった記者会見の時間とのずれのリスクは認識している。その点では、同時記者会見の方が良い面もあるが、いずれにせよ、その辺りは、こ

れから走りながらもう少しよく考えてみたい。

白川理事

決定会合が終わって基本的見解を公表する時間は先程山口企画室審議役が言った3時に公表するということを想定している。

福井議長

記者会見の時間はどうか。

白川理事

それで、次に総裁の記者会見だが、そこから若干時間を置いて3時30分を想定している。それで仮に政策変更があった場合、これは決定会合終了後直ちに公表する。例えば今1時20分だが、これが1時30分に終わったら1時40分位にはこれは公表されているということになる。先程植田委員から話があったように、元々東京のマーケットで消化していこうということで、そういう意味で政策変更それ自体については、決定会合がリーズナブルな時間に終われば必ず東京のマーケットで消化される。政策変更がない場合でも、基本的見解それ自体についての関心というのは勿論あるから、そこは確かに3時ということにはなるが、しかしこれまでもそういう意味では基本的見解それ自体については、決定会合の当日には出ていなかった訳である。実は総裁が3時半に会見をやるので、そこではきちり説明ができると。

福井議長

これでも精一杯かなり無理してあげてきており、事務局の負担ということもあるので、今後は走りながらご指摘のような課題をクリアしていくことでどうか。

福間委員

シンガポールは何時まで開いているのか。日経先物。

田谷委員

もうちょっと…。

福間委員

遅いでしょ。

田谷委員

要するに、私が何で気にしているかと言うと、3時に今でもバーツと出ますよね、その1分後から。それが東京マーケットがクローズした途端にダーツと出てくるという事態はどういうことなのか。

山口企画室審議役

公表文は決定後、決定会合終了後、基本的に直ちに…。

田谷委員

分かっているが…。

福井議長

分かりました。今日はちょっと時間もかなり長過ぎるので、この問題は引き取らせて頂く。

議論は一応打切りにする。議案の提出に移りたいと思うが、金融市場調節方針とそれから今の金融政策の透明性強化に関する議案を議長として提出したいと思うが、別途議案提出のご意向の方はいらっしゃるか。それでは議長案を提出させて頂く。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げて下さい。

山口企画室審議役

「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 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。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上。」。

福井議長

もう一つの方もお願いします。

山口企画室審議役

「金融政策の透明性の強化について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融政策の透明性を強化する観点から、以下の施策を行うことを決定した（全員一致または賛成多数）。1. 経済・物価情勢に関する日本銀行の判断についての説明の充実。金融政策運営についての日本銀行の基本的な考え方やその前提となる経済・物価情勢に関する判断を、適時適切にわかりやすく説明していくため、以下の見直しを行う。(1) 3 か月毎の「中間評価」の公表。「経済・物価の将来展望とリスク評価」（4 月・10 月に公表。以下「展望レポート」という）で示した標準的な見通しに比べ、上振れまたは下振れが生じていないか、3 か月毎の（1 月・7 月の）決定会合で検討し、「金融経済月報」の「基本的見解」の中で公表する。(2) 月報の即日公表。「金融経済月報」は、現在、決定会合の翌営業日に公表しているが、このうち「基本的見解」部分について、即日公表することとする。また、「基本的見解」をよりわかりやすく簡潔なものとする。「展望レポート」については、簡潔な基本的判断とその背

景を詳しく説明した記述に分けて公表することとする。(3) 総裁記者会見の即日実施等。総裁記者会見は、現在、月1回目の決定会合の翌々営業日に行っているが、月2回目の会合を含めてすべての決定会合後、当日中に行うこととする。

2. 量的緩和政策継続のコミットメントの明確化。日本銀行は、金融政策面から日本経済の持続的な経済成長のための基盤を整備するため、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品。以下略）の前年比上昇率が、安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩和政策を継続することを約束している。日本銀行としては、このコミットメントについては以下のように考えている。第1に、直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要である（具体的には数か月均してみて確認する）。第2に、消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である。こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる。以上。別添として付けているのは、金融政策決定会合等の日程について、既に公表しているが、金融経済月報（基本的見解）の公表日時について11月以降修正しているのも、そこを明らかにするために付けたものである。それから先程多少議論があったが、（注）を見ると、「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）。それから、金融経済月報の全文については「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）。そして、展望レポートは、これは10月31日金曜日午後3時、背景説明を含む全文は11月4日14時に公表、とここは改めている。以上である。

福井議長

なお、限度額引き上げについては、これは議案なので極めてぶっきらぼうに書いてあるが、後程議論する対外公表文の中で上限引き上げの趣旨は明記したい。つまり柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点からという趣旨を明確にしたいと思っている。

それでは議決に移りたい。大変恐縮だが退室願う。

[政府からの出席者退室]

では、第一の議案、調節方針の方から願います。

[「金融市場調節方針の決定」に関する議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 6、反対 3。賛成多数である。反対は須田委

員、植田委員、田谷委員である。

福井議長

では、多数で可決した。反対の方は反対意見を改めて明示されるか。

須田委員

簡単に述べる。緩やかな景気回復への基盤が整いつつあるとして实体经济の判断を上方修正し、かつ短期金融市場も落ち着いているので、今回は現状維持が望ましいと思う。また、今回のような新しい提案の意図をこれまでの金融政策との整合性を取りながら、分かり易く説明することは難しく、現時点ではかえって金融政策の透明性を低めてしまうのではないかと思っている。

田谷委員

では、もっと短く。二点ある。一点は、現状程度の変動幅で特段の不都合は見えない。二点目、予防的に金利を安定化させるということになると、政策運営が外から見て分かりにくくなるし、説明しにくくなる。以上である。

福井議長

植田委員は如何か。

植田委員

大差ない。

福井議長

特に宜しいか。それでは、二つ目の案件の方をお願いします。

「金融政策の透明性の強化について」の公表に関する議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成9。全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。ただ、議論の過程で出た中原委員、岩田副総裁の具体的な数値を巡る議論。この議論の経緯については議事録の中に明確に記録されることを議長として確認しておきたい。また、この数値を巡る議論については、今後、実体経済の変化、物価情勢の変化あるいは我々のナレッジの向上の中で、より高度な議論が行われていくことを期待している。調節方針としては今、決められた新しい枠で中心点30兆円辺りということで、従来よりもフレキシブルに、機動的に市場に対応するということがお願いしたい。それでは、政府の方を呼んで欲しい。

[政府代表者入室]

福井議長

恐縮だった。両案とも可決した。

では、対外公表文を決定したい。本日決定した措置。当座預金残高目標値の上限の引き上げ、それからオペレーションの対応のあり方。国債買現先オペの期間延長、それから金融政策運営の透明性の強化。これら全体を取り纏めた対外公表文案について審議願いたい。草案は事務方で用意してもらったので配付して欲しい。読み上げを願う。

山口企画室審議役

では読み上げる。「2003年10月10日。日本銀行。本日の金融政策決定会合における決定について。1. わが国経済は、輸出環境が好転し企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある。先行きについても、輸出や生産が増加することを通じて、次第に前向きの循環が働き始めると考えられる。もっとも、過剰債務や過剰雇用などの構造的な問題が根強く残っている中、国内需要の自律的な回復力が高まるにはなお時間がかかるとみられる。2. 日本銀行は、かねてより消費者物価指数（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ことを約束しているが、経済情勢が回復に向かいつつある現時点において、上記の方針を堅持することを強調したい。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を講じることを決定した。今回の措置は、金融政策面から、最近の景気回復に向けた動きをより確実なものとすることに資すると考えている。(1) 当座預金残高目標値の上限の引き上げ。金融調節の柔軟性を高め、流動性供給面から機動的に対応する余地を広げる観点から、日本銀行当座預金残高の目標値の上限を引き上げ、これまでの「27～30兆円程度」から、「27～32兆円程度」とする(別添)。」別添は後程読み上げ

る。「(2) 国債買現先オペの期間延長。金融調節を機動的に行う観点から、国債買現先オペの最長期間を現在の6か月から1年に延長する。(3) 金融政策運営の透明性の強化。金融政策運営の透明性を強化する観点から、量的緩和政策継続のコミットメントをより明確化するとともに、経済・物価情勢に関する日本銀行の判断について説明を充実する（「金融政策の透明性の強化について」参照）。以上。」。次に別添である。「2003年10月10日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。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。以上。」である。

福井議長

先程の「強化について」というものは付いているのか。

山口企画室審議役

そうである。

福井議長

如何か。採決に移して宜しいか。では採決願う。

〔「本日の金融政策決定会合における決定について」の公表に関する議案
について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：田谷審議委員

須田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を公表する。賛成 7。反対 2。賛成多数である。反対は須田委員、田谷委員である。

福井議長

賛成多数で可決した。反対の方は反対理由を明示されるようであればどうぞ。

須田委員

調節方針の議案に反対したからである。

福井議長

文章ではない訳か。

須田委員

然り。

田谷委員

文章ではない。

福井議長

では、次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたい。

VI. 金融経済月報の検討

門間調査統計局参事役

まず、元々配付している実体経済から説明したい。総論だが、「わが国経済をみると、輸出環境が好転し、企業の業況感も改善するなど、緩やかな景気回復への基盤が整いつつある。」。表現としては本年2月以降使われていた「横這い」という表現を外して、若干の上方修正ということになる。次に中身、各論だが、総論を変えた二点に対応している部分を変更している。すなわち、純輸出が「このところ幾分増加しつつある。」、それから短観を踏まえて収益・業況感について「企業収益は緩やかな増加基調を続け、企業の業況感も改善している。」というところである。それから、雇用・所得環境については、若干文章をいじっているが、基本的な認識の変更はない。先行きだが、まず、海外経済はここ2~3か月、慎重な言い回しを徐々に外してきて段々と修正してきた訳だが、今月は「米国および東アジアを中心に、比較的しっかりとした景気回復が続くと考えられる。」ということで、かなりすっきりとした表現になっている。「そうしたもとの、輸出の増加が続き、鉱工業生産も緩やかな増加に転じていく可能性が高い。」ということである。それから国内需要だが、これはほとんど変更ないが、実は前月の方を見ると「ただ」というところから始まる文章があり、ここは投資の回復力について若干ヘッジをしていた。ただし、今回の短観等を踏まえると、実は、次のパラグラフに構造調整要因等に関する記述もあるので、このヘッジはもう要らないだろうということで外した。次の「以上を総合すると」のパラグラフだが、ここも大きな変化はないが、「国内需要の自律的な回復力が高まるにはなお時間がかかるとみられる。」ということであり、前月は「しばらくの間」、「展望しにくい。」と書いてあり、ほとんど意味の変化はないのだが、多少、否定形から肯定形に変え、若干ポジティ

ブな方向へのニュアンスを出してみた。次のリスクファクターを書いているところ、輸出環境は、「米国の雇用面に引き続き弱さがみられる」というところについては、前月と同様である。ただし、韓国は今回は外している。その次、長期金利は前月書いていたが、それを外して、その代りに今月は「為替相場がドル安・円高方向で不安定な動きとなっていることなど、引き続き不透明感が存在している。」ということで、為替にメンションしていることが新しいところである。それから物価だが、最初のパラグラフは事実の記述であり、消費者物価については「8月の前年比は-0.1%となった。」という事実を書いている。次に今後の物価情勢だが、輸入物価のところ、今そこに「最近の原油価格がひと頃に比べて軟化し、」と書いているが、実はその後結構上がってきており、本日は実は1ドル以上上がって31ドルまで上がってきた。ちょっとこれは外して、単純に輸入物価は為替だけということで、「為替が円高方向に動いたことなどから、再び下落に向かうと予想される。」としたい。ただし、国内企業物価については、もう暫く横這いで推移するというのをその後に書いてある。消費者物価だが、足許-0.1%なので、前月のように「さらに縮小する」という言い方はもうできないので、今月は、「米価格の上昇など特殊要因により、今後前年比で一時的に下げ止まる可能性も考えられるが、」、その後だが、マクロの需給バランスについて、前月までは大きな変化が生じる可能性はあまりないと書いていたが、その認識はあまり変わっていないのだが、足許のところ、「需給バランスが徐々に改善しつつもなおかなり緩和した状況のもとで」ということで、その変化の方向性と変化してもまだ結構大きいという両面を書き分けていく、そろそろ微妙な局面に差しかかっているということで、このように書いてそのうえで「基調的には緩やかな下落を続けると予想される。」と結んでいる。实体经济は以上である。

櫛田企画室参事役

金融部分については、今、再度配付したものを見て欲しい。今回、前回以降の変化点について金融面の記述を修正した点は、三点である。第一点

は、短期金融市場の動きである。中間期末などの要因などから、一時、金利がやや強含む動きがあったが、総じて落ち着いた動きとなった。こういった過程を盛り込んだのが一点目である。二点目は、長期金利、株価がややこの間、振れの大きい動きとなったこと。それと円高が進んだこと。この点の記述を盛り込んだのが二点目である。三点目は、企業金融面で、中小企業を含め、緩やかな改善の動きが見られることが、短観等で確認できたので、この点を表現に盛り込んだということである。なお、再度配付したもので追加修正している点を説明したい。まず、長期金利のところである。ここは、やや振れの大きい動きを丁寧に追って説明することを考えていたが、ここ数日をみても様々な要因で上下していることがあるので、ここは、すっきりと「中間期末要因などからやや振れの大きな展開となったが、足許では、投資家の押し目買いなどから幾分低下し、1.3%前後で推移している。」としたい。これは、先月の「1.4~1.5%」という水準からここまでの変化ということで記述したものである。為替だが、為替は最初の案は「110円~111円台」ということにしていたが、ここ数日の動きを踏まえ「109円~110円台」というふうに修正したい。最後に、マネーサプライだが、当初の案では「伸びをやや高め」とあった。ただ、本日発表されたマネーサプライは1.8%ということで、前月が2%だったので、「やや伸びを高め」という記述は適当ではないので、これは削除したい。細かな修正部分について読み上げることはしないが、変更点は以上である。

福井議長

ちょっと先程採決の後で申し忘れたのだが、二つの件については会合終了後直ちに公表することとさせて頂く。そして今日午後何時か分からないが、政策委員会議長として記者会見を行わせて頂きたいと思う。

それでは今の基本的見解、実体経済と金融両面についてご意見を頂戴したいと思う。

田谷委員

二点あって、サブスタンスではなくて申し訳ないのだが、表現の問題なのだが、このトップの、実体経済の1行目、「わが国経済をみると」、この主語が「緩やかな景気回復への基盤が」ということであると、何か表現を、もう少し表現を変えられないかなと。「わが国経済をみると」というと…。そこら辺が「わが国経済が」が主語なのか、ということが一つ。もう一つは最後の文章を二つに分けられないかということなのだが。

門間調査統計局参事役

まず冒頭の主語なのだが、これは厳密に言えば「緩やかな景気回復への基盤が」が主語になっていて、英語もそれを主語にして書こうと思っている。だから、「わが国経済をみると、」というのが副詞句的に全体に掛かっているというイメージである。それと、ここの文章は先程対外公表文でもう既に了承されているので、あまりこれからは変えにくいと理解している。

田谷委員

なるほど。一本取られた。

門間調査統計局参事役

それから最後のところだが、確かに若干三行に亘って長めであると、少し色々なことが入っていて分かりにくいということだと思うが、一番言いたいことは「消費者物価は、基調的には緩やかな下落を続ける」ということなので、ここはできれば分けないで、そこまで一息で続けたいと、多少読みにくいという部分は残るのだが、むしろここは、そのメッセージを伝えることが大事であるということに主眼を置きたいと考えてこのようにしてある。

武藤副総裁

対外公表文は「わが国経済は」となっている。「みると」とは書いてい

ない。

門間調査統計局参事役

どちらが宜しいか。それに合わせる方が宜しいか、あるいは「わが国経済は」とすると余計に主語がどれだという、却って今おっしゃったような問題が起こってくる可能性が高まると思うのだが。

田谷委員

「わが国経済は」とすると、「基盤を整えつつある」と多分なると思う。

門間調査統計局参事役

だから今更そこはもう議論をしないで、対外公表文に合わせようとする
と「は」にすべきだと思うし、そうではなくてこれはこれで「みると」と
の方が良いと考えればこの方が良いという議論だと思うが。

田谷委員

これ以上私は問題ない。二番目の方ももし皆さんが良いならこれで結構
である。

福井議長

他にご意見ないか。

福間委員

金融のところで、これは相場観だから何とも言えないのだが、「1.3%前後」という表現で良いのかな、ちょっと修飾語を入れた方が良いのではないかなと思う。例えば「神経質な展開」というような表現ではどうか。というのは米ドル金利が10年物、30年物と昨日随分上がっている。それとオイルは先程あなたが言ったようなこと。ボラティリティもまだ高い。まあいつもこの辺はフォロー型だから記述としてはこれでいいのかもしれ

ないが、何かちょこっと入れる必要があるのではないか。あまり大きな意味はないが。

櫛田企画室参事役

ここ数日の動きだが、一旦昨日は 1.28%まで下がったが、その前は 1.33%。今日はまた若干債券が売られ金利は若干上がるという展開である。ここは1か月のタイムスパンを取るとなかなか起こっていることが括りにくいものだから、途中の段階は表現としては省く格好で、ここ数日について 1.3%前後という事実関係で括らせて頂いたということである。これでも何とかいいということであれば、このままにさせて頂ければと思う。

福間委員

要するに相場をフォローしただけだと、そういう格好だね。

田谷委員

今までもそうですし。

福間委員

そうそうそう。

福井議長

宜しければ採決に移る。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それでは全員一致で可決した。金融経済月報は背景説明を必要に応じて執行部で修文したうえで、来週 14 日火曜日 14 時に対外公表する。

VII. 議事要旨（9/11～12 日開催分）の承認

福井議長

最後の議題は議事要旨、9 月 11、12 日分の議事要旨だが、お読み頂けたか。宜しければ承認手続きに入りたいと思う。それではこれも採決をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この件は来週の 16 日木曜日 14 時に対外公表をする。

VIII. 閉会

福井議長

それでは次回の会合は 10 月 31 日月末である。宜しく願います。なお本日もこの決定会合における議論の内容はご自身の発言も含め、厳に出席者限りということである。議事要旨、それから議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっていること、ご承知のとおりである。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含めこの場の皆様方全て厳正な機密管理をお願いしたいと思う。大変長くなった。ご協力有り難うございました。これをもって閉会とする。

(午後 1 時 54 分閉会)

以 上