

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2003年10月31日（9:00～12:15）

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  
内閣府 中城吉郎 政策統括官（経済財政一運営担当）

（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
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
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	清水誠一

## I. 開会

福井議長

それでは定刻なので金融政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

今日の議事だが、概ね通常どおりだが、今日は経済・物価の将来展望とリスク評価の部分が入っている。いつものとおり、金融経済動向の執行部の説明、それから今申し上げた経済・物価の将来展望とリスク評価についての執行部の説明、これを最初をお願いしたいと思っている。それから、金融経済情勢、当面の金融政策運営等に関する討議、政府からご出席の方々のご発言を頂戴し、議案の取り纏め、採決と移りたいと思っている。その後で、経済・物価の将来展望とリスク評価の取り纏め、採決とステップを踏んでいきたいと思っている。今日は展望レポートの即日公表を予定しているので、多少後ろの時間が詰まっているということもある。効率的な議事進行へのご協力を是非お願いしたい。執行部からの説明についてもその点を含んで説明して頂きたいと思う。今日は、政府の方から財務省津田総括審議官にお越し頂いている。有り難うございます。内閣府から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。宜しくお願い申し上げます。会合中でのご発言はいつものとおり全て記録をさせて頂く。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。

## 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、早速議事に入る。金融経済情勢についての執行部説明である。各説明毎に質疑応答の時間を設けたいと思っている。

最初に金融調節、金融・為替市場動向について約10分をお願いしたい。白川理事と中曾金融市場局長、宜しくお願いする。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曽金融市場局長

では、手許の追加資料1、2に沿って説明する。まず、図表1-1、金融調節の実績の推移。金融調節面については、前回決定会合の決定方針を受けて、当預残高が30兆円を中心にある程度伸縮的に変動することを許容しつつ運営をした。10月前半については資金需給が余剰期であったこともあり、年金払いのあった10月15日には、当預残高は31兆円近くまで上昇している。その後、22日には29.1兆円まで低下している。これに伴って、期間中の当預残高の平均変化率というのは2.2%ということであり、27~30兆円のターゲットが採用された5月20日以降、前回決定会合までの平均変動率が1.5%であったので、それに比べると若干上昇している。それから指標レートの無担オーバーナイトだが、10月14日に-0.003%とマイナスを付けており、これは6月27日以来である。今回マイナスになったのは10月15日が米国の市場で税揚げ日であったほか、国債の払い込みがあった。当月はこれに加えて米国の積み最終日が重なったことから、ドルに対する需要が高まったようである。このため、外銀がドルの放出を手控えたことから、14日の東京市場で円転コストのマイナス幅が拡大して一部の外銀がマイナスレートでコールを放出している。これに加重平均レートが引っ張られる形でコールレートがマイナスになったということである。

次に図表1-2、日銀当座預金の保有状況について見ると、大きな変化はないが、一点だけ付け加えると郵政公社だが、このところ概ね2兆円台で推移しているが、月末には債券運用などを増やすことにより残高が1.8兆円弱と初めて2兆円を切る水準まで低下する見通しである。

次に図表1-3、最近のオペ結果の推移を見ると、その前提として足許までの資金需給動向について若干述べると、10月前半は余剰期、後半は国債発行日があるために資金不足が大きくなる。従って、余剰期の前半は資金供給オペの頻度をやや抑制気味としてある。ただ、10月後半以降は

不足期に入ってくるので供給オペの頻度を引き上げる方向でやや早めに資金供給を開始している。具体的には、手形の本店買入オペだが、10月21日、それから30日に年末越えオペをオファーしている。平均レートの方を見ると、0.026%から0.014%へ低下している。国債買現先だが、これについてもやはり年末越えとなるオペを22日から29日に掛けてオファーをしており、これも平均レートは0.013%から0.003%へと急速に低下している。それから手形全店買入である。28日に6Mのこれは年度末越えになるオペをオファーしている。この年度末越えオファーは、8月下旬に例外的に2兆円の買い入れを実施して以来だが、レートの方が0.033%ということで、年度を越える資金としては比較的低い仕上がりになったとみている。このように、オペレートの方だが、全般に低下してきており落ち着いた状況になっているが、この背景については前回決定会合における当預ターゲットの上限の引き上げがなにかがしに寄与しているとみている。すなわち、市場の方では当初、今回の措置の真意をやや図りかねているようなところもあり、実際、決定会合直後には、当預残高を直ちに上方スライドさせてくるような追加緩和を予想していた向きも少なからずあった。ただ、それが調節のスタンスを実際に眺めるうちに、今回の措置については、日銀が今後、機動的に資金供給をできるよう予め調節上の柔軟性を確保しておくものだ、という見方に現在は収斂しつつあるようである。このように、いざという時に日銀の資金供給余地が広がったという安心感によって、金融機関の取り急ぎが一段と後退している。また、供給オペの頻度が上がったことがオペレートやターム物の短期金利の低下になにかがしに寄与したと考えている。なお、前回決定会合で決めて頂いた国債現先オペの期間延長については、これまでのところ発動実績はないが、今後必要があれば、使っていきたいと思っている。

続いて、金融市場の動向だが、図表2-1、短期金利の推移でターム物のレートの推移を見てみると、短国のレートが月央位までやや高止まりをしていたが、その後、短国のレートは、銀行とか投信といった最終需要家の投資需要、保有需要が中旬以降非常に強まっているので低下してきてい

る。また、日銀供給のオペが増加したこともレートの低下に寄与しているともみている。

続いて、図表 2-4、長期金利の推移であるが、これで動きを概観すると、9月上旬に掛けて上昇局面が一服した後は、やや株価に振られ易い展開となっている。総じて株価の方は底固く推移しているの、長期債の流通利回りは上昇気味に推移している。ただ、一定のレベルに金利が強含んでくると、例えば 10 年債利回りだと 1.5%位に接近してくると、その辺りでは機関投資家、年金等の押し目買いが相応に入ってくるので、これまでのところ上昇圧力は限定的であり、今現在は 1.4%近辺での揉み合いとなっている。図表 2-5、イールド・カーブの変化の状況を (1) で見ると、シャドーの掛かった棒グラフで示しているように 10 月中旬に掛けては特に中期ゾーンを中心にイールドが上昇している。図表 2-6、ボラティリティの状況だが、一頃の金利上昇局面に比べれば低下してきている。それでも依然、水準は高くやや不安定な状態は続いているということである。では、イールド・カーブのうち、どの部分に特にそうした不安定性が残っているかと言うと、自分達は、やはり中期ゾーンなのかなとみている。次の図表 2-7、スワップ・スプレッド等の動向を見ると、その一つの現われがスワップ・スプレッドにも出ているようにみている。このグラフの太い実線は、中期、5 年物の対国債スプレッドだが、これを見ると足許に至るまでやや高止まり傾向が続いている。これは恐らくは邦銀勢の抱える中期債のポジションというのが引き続き重たくて、ヘッジニーズが引き続き強い、ため、邦銀は固定払いのスワップ・ポジションの造成を続けていると考えている。このため、カウンターパーティである外資系の金融機関は自らのポジションをヘッジするために国債を売却しているのではないかと考えている。これを裏付けるように外国人の対内債券投資を見ると、最近週では棒グラフが 2 週連続してまたマイナスを付けており、再び売り越しに転じている様子が見て取れる訳である。私共としては、こうしたことも中旬までの中期ゾーンの金利上昇に寄与した面もあるのではないかと見ている。それから、図表 2-8、社債スプレッド等の動向である。これに

については(1)に示したように、このところ低格付け債が幾分縮小してきている。これは投資家の購入姿勢が積極化していることが背景というふうに思う。なぜ積極化しているかと言うと、(2)のCDSのプレミアムのグラフに現れているが、CDSのプレミアムは低下してきており、発行体の信用リスクが低下している。こうしたことから投資家にとって信用リスクをやや取り易い環境になっていくことも指摘できるのではと思っている。図表2-10、株式市場だが、これについては前回決定会合以降、10月中旬に掛けて続伸しており、20日には年初来ピークとなる1万1千円台に乗せている。その後、高値警戒感であるとか、円高が進行したこと、それからプロフィット・テイクが出たことから、急落したが、1万円台の前半では押し目買いが出てくる。あるいは一部のハイテク企業の好決算、さらに言えば、日本の鉱工業生産指数が強かったことなどを好感してジリジリ戻ってきており、昨日辺りは1万7百円近くまで回復してきている。次に、図表2-11、主体別の売買動向等を見ると、直近週では海外投資家が売り越し超となっているが、ただ彼らの日本経済に対する見方は緩やかな回復が続くだろうといった見方に大きな変化は窺われないようである。国内投資家については大きな変化はないが、個人については、直近週にもあるように、この週については買い越しになっていて、このところ信用買いを膨らませながら推移してきている点がやや注目を要するところかとしている。最後に為替相場について、図表2-13で概況を説明すると、(1)の黒い太線がドル/円相場であり、前回決定会合以降暫くドル安・円高圏内となる108~110円の圏内で揉み合っていたが、月末に掛けてはドル安方向への圧力が強まっている。背景は三つ位あると思っており、第一は、海外のファンド筋が本邦の通貨当局の介入姿勢を試すような形でドルを売り仕掛けてきたということである。第二は、輸出業者が予約を入れる水準が徐々に切り下がってきているということである。第三に28日のFOMCのステートメントにおける「労働市場がスタビライジング」という箇所については、外為市場では米国経済が依然弱いと解釈されたことである。この結果、29日には108円を抜けて一時107円86銭というところまでドル

は下落している。昨日、10月30日には市場が注目していた米国第3四半期のGDP、これが市場予想を上回る強い指標だったこと、それからスノー財務長官の議会証言が為替をマニピュレートしている貿易相手国はいないという内容であったことから、日本の介入については直接の言及はなかったため、ドルの方は108円のハイまで上昇している。今後どうなるかということ、最後に図表2-15、通貨先物、オプション市場の動向に則して一言触れておきたいと思うが、判断材料の一つとして(1)に示してあるがIMMポジションがある。これを見ると、円のロング、つまりドルのショート・ポジションが足許ではかなり積み上がってきているのだが、これは何を示しているかと言うと、何らかの材料があれば、ショート・カバー、つまりドルの買い戻しが入り易い状態にはなっているということが言えると思う。もう一つの指標は(3)通貨オプション市場のリスク・リバーサルなのだが、黒い太い実線がドル/円のリスク・リバーサルである。これを見ると、G7以降プット・オーバー幅が一時大きくマイナスに振れており、つまりドルのベア・センチメントが非常に強かった訳である。しかし、足許では一旦これが縮小してきており、G7前後の極端なドル・ベア感というのは一服している。こういった点を背景にして見ると、恐らく昨日のアメリカのGDP、あるいはスノー長官の証言をきっかけとしてショート・カバーのドル買いが進んでドルを押し上げたということが言えるのではないかと考えている。今日の東京も三連休前なので、なにがしかこういったドルのショート・カバーが入ってくるのではないかと考えているが、そうかと言って一方的にドルが強くなっていく地合いでもない。つまり、ドルの上値を抑える要因としては、やはり日本の輸出業者がどうも108円のハイであるとか、109円の前半辺りでは予約を並べているようなので、どんどんドルが強くなっていくという地合いでもないともみている。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等があれば。

須田委員

先程中期ゾーンのボラティリティがまだ定まっていないという時に邦銀のヘッジニーズがまだあるという話だったのだが、一方で、もうヘッジして固めてしまった。だから買いが出ないのだという話も聞くのだが、ポジション調整はもう終わっているのか、それとも終わっていないのかという部分に関してはどういうふうか…。

中曽金融市場局長

終わったのかとも思っていたのだが、図表 2-7 のスワップ・スプレッドの開き具合を見てみると、10 月に入っても開いたままになっている、引き続きフローベースでもスワップの売りポジションの増勢が進んでいるということは、まだヘッジオペレーションが続いているということではないかと思う。ただ、一方では若干新しい買いも出てきている。デュレーションを短くしたいと邦銀が思うとすれば、多少中短期のところに買いが入っても不思議ではなくて、実際そういった動きも観察されているのも事実だと思う。

福井議長

植田委員どうぞ。

植田委員

ややいじわるな質問で申し訳ないが、この当預目標を振らしているのは何を狙って振らしているのか。前月に比べて。

中曽金融市場局長

意図的に大きく振らしているということではなくて…。



植田委員

回収をあまりしていない。

中曾金融市場局長

やや自然体に。つまり前のレジームであると為替介入があったような場合も一応 30 兆円を意識して売り手のオペを割と頻度高くやってきたところがあるのだが、今は、もう少し自然体でやるようにしている。

植田委員

狭いレンジにコントロールしようとする努力の程度を弱めたということか。

中曾金融市場局長

然り。

福井議長

他に宜しいか。では、海外金融経済情勢。平野理事と堀井国際局長お願いする。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本日配付した手許資料、決定会合資料 3、参考計表（追加分）を見て欲しい。図表 1、米国の主要経済指標である。1. に昨晚発表されたばかりの GDP の計数がある。本年 7~9 月期には年率 7.2% と直前の市場予想、6% をも上回る高い成長となった。四半期としては 1984 年 1~3 月期以来、ほぼ 20 年振りの高成長である。GDP については後で少し詳しく述べるとして、この表では 12. 鉱工業生産 9 月は前月比で +0.4% である。それから 17. CPI は前年比で見て欲しいのだが、全体は 2.3%、コアは 1.2% といずれも最近のトレンド上にある。基調的な変化は見られ

ない。7. 消費者コンフィデンス、これは10月が出ているが81にまで回復している。そこで、図表2、米国のGDPだが7~9月期にシャドーを掛けているが、需要項目ほぼ全てが増加しているのが分かる。個人消費については、言うまでもないが減税の影響で6.6%と前期比年率で高い伸びになっている。財別には自動車など耐久財の伸びが顕著だが、非耐久財もサービスも実は増加している。住宅投資も好調である。さらに、企業の設備投資も2四半期連続して増加した。しかも増加テンポを高めている。内容的には構造物の投資は幾分減少したのだが、情報化投資がほぼ前期並みの増加になったほか、今期はその他機械投資というのも増加に転じている。政府支出については、前期に防衛関連が大きく増加した後も微増になった。その間純輸出だが、輸入が停滞する一方輸出が増加しており、成長にプラスの寄与となっている。旺盛な需要の一方で、生産と輸入が控えめであったことから、在庫投資は減少している。なお、仮に10~12月期、この先がゼロ成長であるとしても2003年平均の成長率は2.7%となる。また、最終四半期の前年比も2.9%というふうになって、7月にFOMCが発表したセントラル・テンデンス、これは2.5%~2.75%であるが、既にこれを上回るという計算になる。物価であるが、個人消費デフレータだが、全体、それからコアとも上昇率が若干ではあるが高まっている。中身を調べてみると、耐久財のデフレータというのは低下を続けているが、サービスがここ数四半期のトレンドに沿って上昇している。さらに前期は大きく低下した非耐久財のデフレータが当期はかなり上昇している。これには勿論、エネルギー価格の振れというのが効いているのだが、加えてたばこ税が引き上げられているのが効いているし、また、これは季節調整の振れかもしれないが衣料品のところが影響しているとみられる。次に図表3、米国の金融指標だが、株価は前回会合以降、月半ばに掛けて企業の好決算発表に反応して上昇したが、その後幾つかの企業に関して予想よりも低い業績が発表されるに伴って利食い売りが出たこともあって、その後相場は揉み合っている。ただ、グラフで少し長い目で見ると4月以降上方トレンドを示している。7~9月期の企業収益に関しては、S&P500のうち397社

が発表しているが、前年比で2割程度の高い企業収益の伸びとなっている。長期金利は株価の動きに平仄を合わせて月半ばに掛けて上昇し、その後幾分下落しているが、最近では10年物国債利回りでみて4.2%、4.3%強といたところになっている。この間、10月28日のFOMCでは金利据え置きが決定された。同時に発表されたプレスリリースでは、8月、9月のものと表現がほとんど同じである。労働市場に関して単語数で言えば僅か5単語だけ違う訳だが、それ以外は全く同文である。ただし、(5)で見られるように景気の堅調さが確認されるにつれて市場では金利の上昇予想が幾分強まっており、来年春以降に関しては利上げ観測が優勢になっている。続いて図表4、ユーロエリアの主要経済指標だが、前回会合で報告したとおり、6. 輸出が増加している。9. 鉱工業生産も振れを伴いつつ水準が切り上がっている。つれて企業のコンフィデンスも回復している。さらに図表5、欧州の金融指標だが、ユーロエリアに関しては株式、長期金利とも、前回会合以降ほぼアメリカと同じ動きである。長期債の国債利回り水準も4.2~4.3%といったところである。しかし、イギリスの長期金利は明確に上昇している。これには10月8日、9日のBOEのMPCの議事要旨が10月22日に発表されて、その中で9人のメンバーのうち4人もが利上げを主張したことが明らかになったことが影響している。利上げ派の論拠は、アメリカの景気回復の明確化と、イギリスの住宅価格の上昇テンポが鈍化したとはいえ、依然高いこと。そうしたことに加えて、低金利のもとで家計の借入れ意欲が強いということで、負債の累増が懸念されるということである。失礼した。これはグラフに載せ忘れた。このグラフにあるのは株であり、長期金利は載せていない。申し訳ない。

福井議長

勧進帳でいこう。

堀井国際局長

市場では11月5日、6日にあるBOEのMPCでの、25bpの利上げが

織り込まれている。他方、ユーロだがユーロの先行きの金利に関しては目先は横這い予想ではあるが、来年の春に掛けての利上げ観測が幾分強まった様子がここで見て取れる。手短に図表 6-1、6-2 だが、アジアの経済指標には基調変化はない。前回会合でも気掛かりであった ASEAN の輸出の鈍化というのが (2) の 3 Q のところに出ている訳だが、中国への生産移転の影響と考えられる訳だが、内需が何せ好調ということがあり、当該国の中央銀行に聞いてみたところ、然程懸念している様子はない。最後に今後のリスク要因としては、中東情勢がこのところ不透明さを加えている点。プラス、ロシアで最大級の石油会社、ユーコスの社長が先週末に逮捕されてその影響から株価が急落していることが挙げられる。ただ、今のところ東欧、トルコといった周辺国にコンテージョンは見られていない。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問があれば。

植田委員

先程のアメリカの GDP 統計で輸出と輸入のところだが、輸入が非常に低いことの背景、それから輸出の高い伸びの行き先としてはどの辺かというようなことについては貿易統計の方から何か分かるか。

堀井国際局長

まず、輸入の方だが、これは日本からアメリカへの輸出も含めて自動車の輸入が落ちている。ここが影響している。輸出についてはやはり、財別には資本財が出ていて、やはりアジアの IT 関連の需要が拡大していることを反映していると考えている。輸出入両方に実は抑える要因としては、例の停電、ニューヨーク州のレイクスの近くの停電が影響しており、これはカナダとの輸出入の両面で実は落ちているのだが、ネットでは恐らく然程影響ないと思う。

岩田副総裁

一点宜しいか。アジアなのだが、韓国、台湾、シンガポールというのは、生産を見ると韓国は9月まあまあなのだが、他のところはやや弱いのかなと思える。韓国も方向として良い方にこれから向かっていくのか、それとも今位でやや停滞気味という形になるのか、内需が確かに強いところもタイなどあるのだが、全体としてやや弱い感じの国が残っているようにも思うのだが。

堀井国際局長

韓国はこれは7月まで例のストが影響しており、その反動で8月、9月と戻っている。ただ、そのストの振れを除いてもここへきて少しIT関連を中心に底入れ感が出てきているという現地からの報告がある。それからシンガポールの方だが、この8月、9月と実は例のバイオメディカルが暴れており、これを均してみると3Qのところではまずまずの生産である。台湾についても前年比が高い、おまけに7月にこれだけ伸びた後の若干の減であるから、これは季節調整の振れというふうに見ており、それぞれ生産は比較的しっかりしていると判断して良いと思う。

福井議長

宜しいか。では国内経済情勢についてお願いします。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

もう月末なので、実はかなりの数字が出ている。ただ、時間の制約があるので、できるだけポイントを絞って参りたいと思うが、資料はいつもの資料4の参考計表、それから朝配った追加図表その1、及びただ今配っているその2と三つある。まず最初に厚い方の図表4をご覧頂きたいと思う。輸出の動きをご覧頂くと、去年1年間かなり増加した後、今年前半横這った

訳だが、足許はかなりはっきりと増加している。先程、国際局から説明があったように、日本の貿易パートナーの一番目と二番目が大変な高成長をしている訳だから、不思議はないといえば不思議はないが、こういうことである。次の図表5をご覧頂いて、国別、地域別、財別の動きについては、大体これまでご説明しているとおりである。地域別ではアメリカがまだ少しマイナスだが、アジアが高い伸びになっているということ、財別に関しては、情報関連、それから資本財・部品の伸びが高いということである。ただ一点だけ申し上げておくと、前からアメリカはどんどん落ちていく訳ではないと申し上げていたと思うが、9月単月ではかなり持ち直して、7～9月もそんなに悪い数字にはならなかったということである。次に図表7、東アジア向け輸出の動向で、最近の輸出の動きで最も目立っているのは、東アジア向けの上の右の方、すなわち情報関連財の輸出、ここが最も顕著な動きである。図表には載せていないが、昨日例のW S T Sというところの世界半導体需要の数字が出たが、今年、来年ともに元々二桁の伸びの予想なのだが、それがそれぞれ上方修正されたということもある。続いて、暫く飛んで、図表15、個人消費関連指標だが、個人消費関係の統計もほぼ出揃った。出揃ったが、これもこれまで申し上げているとおりである。基本的には乗用車、家電販売といった耐久財グループに関しては、結局締めてみるとそこそこ良い数字であった。特に家電関係は、7月のマイナスを8月、9月でかなり取り戻し、かなり高い伸びになったということである。その反面で百貨店、スーパー、コンビニエンスストアといったところに関しては、冷夏及び残暑といった天候要因もあって弱いということで、個人消費全体としてはまちまちの動きになっている。それから厚い方では、一番最後に物価関係である。一気に図表28、輸入物価まで飛んで下さい。C G P Iについて、輸入物価は、あまり大きな動きはない。真ん中の3か月前比でご覧頂くと、-0.6%ということで、横這い圏内の動きである。下の方のグラフでご覧頂くと、白いところが下に出ているということがお分かり頂ける。これは前からご説明しているとおり、この白いのは為替の動きを反映している場合が多いので、これはやはり円高の影響で若干輸入物

価は下落している、そんな感じである。ただ、次の図表29、国内商品市況をご覧頂くと、最近ちょっと目立っているのは、国内商品市況の上昇である。鉄とかが上昇しているし、海外市況高を反映して非鉄とかも高いものだから、ご覧のとおり国内商品市況、今年の春まで上昇してその後行ったり来たりだったのだが、足許結構強い動きになっているということである。次の図表30、国内企業物価で、これは9月までの動きだが、中段をご覧頂くと3か月前比で+0.1%ということである。何回も申し上げるように、上がったたり下がったり、行ったり来たりしているが、行ったり来たりは相当程度原油関係の動きである。足許について申し上げると、機械類の下落幅がこのところ少し縮んでいることと、それから縦線の鉄鋼・建材関連、先程の国内商品市況関係が上がっていること、それに9月に関して申し上げると、原油関係も少しプラスになっているということである。先行きは、このグラフで出ている白いところは実はたばこなので、3か月前比では来月消えるのだが、来月実はまた米が入ってくるので、やはり白いのは残るという感じである。それから素材類はまだ暫く強いという感じだが、若干コンピュータの新製品投入で機械類の下落幅が拡大する見通しなので、全体としては大体これ位の動きで推移していくとみている。恐縮だが、駆け足で追加図表その1の方をお開き頂きたいと思う。最初の図表22、生産・出荷・在庫関連指標だが、最初が生産指数である。皆様ご承知のとおり、9月の生産は前月比3%の増加になった。この結果、7~9月は前期比は1.1%と、前から申し上げている概ね1%前後の増加というところで着地している。その後、10月、11月はちょっととんでもない数字になっていて、それぞれ予測指数は2.8%、2.5%の増加である。次の図表23でご覧頂きたいのだが、これは単純計算すると、中段の絵であるように6%台の増加ということで、申し上げるまでもなくこれが実現するとは思っていない。何分、特に11月のところ辺りは一般機械に明らかに特殊要因と思われる数字が入っているので、恐らく12月にはその反動減が出ると思っている。ただ、私共企業調査の雰囲気だけ伝えておくと、これまで極めて慎重という企業の生産態度だったのだが、そこがちょっと変化しつつあるように思う。従って、

この6%という数字には勿論ならないが、これまで申しあげているよりは少しずつ強い数字になってきそうに思っている。この辺詳しいことはまだ出て間もないので少し分析、ヒアリングを重ねて、11月の会合で申しあげたいと思う。それから一番最後の参考図表をご覧ください。これは時々ご紹介している中小公庫の中小製造業・設備投資計画である。前から申しあげているとおり、上のグラフでご覧頂くと、法人季報、短観、重ね合わせると、相関が非常に高く、信頼度の高い統計である。サンプルも多いということだが、これをご覧頂くと、下の方にあるように当初時点は前年比-7.4%でスタートした訳だが、今回の9月調査は前年比で+13.1%までできた。そういう意味では短観の中小企業製造業がマイナスだったので、それと比べてもかなり強い数字が出てきたということである。すいません、評価は後に纏めさせて頂いて、数字だけどんどん紹介する。申し訳ない、急いでいるが、追加図表その2に移る。図表26の物価関連指標である。物価のうちのCPIが先程出たのでこれについてご紹介すると、まず全国のCPI 9月については、ご覧のとおり除く生鮮で-0.1%ということで、8月と同じ数字であった。次のページの絵をご覧頂いてもほとんど変化はない。それに加えて今月申しあげておかなければいけないのは、東京のCPIの10月が出ていて、それが除く生鮮で9月-0.3%から10月-0.1%になっている。詳しい数字はまだ確認した訳ではないが、ここでは米が反映されていて、米の前年比がどうも11.7%だったようである。従って、仮にこの米の分だけ10月全国が上がると仮定して、10月は大体0.0%位になるということで、その後特に何の変化もない、その近傍で推移すると、03年度は、-0.2%と-0.1%の今現在ボーダーラインにいて、四捨五入次第ということである。勿論これはあくまで何の変化もなかった場合、そうであるということをご参考までに申しあげておく。それから一番最後の図表12、雇用関連指標だが、雇用関係の数字も出ている。まず上の方の有効求人倍率は0.66倍とさらに上昇している。新規求人も順調に増加しているので、雇用関係は緩やかに改善しているということだと思う。中段の完全失業率については、前回5.1%はでき過ぎと申しあげたが、9月意外にも上がらなかった。



ただ、これは調査の仕掛けとして、新しいサンプルが入ってくると2か月残るという傾向もあるので、まだこれだけでは実質よく分からない。もうひと月見てみたいと思う。私共の感じでは、もうひと月いくと少し失業率が上がるとか、あるいは逆に労働力率も上がるとか、そんなことが起こるのではないかと考えている。最後に一番下の毎月勤労統計である。確報なので変化は特別給与のところで、これは実は前は-26%台だったので、それと比べると上方修正ではあるが、この結果6~8月の特別給与の着地は-0.4%、ほぼゼロではあるがプラスにはならなかったということである。計数の説明は以上だが、もう申し上げるまでもなく、今月の特徴ということでは、まず輸出について予想されたとおりではあるが、増勢がはっきりしてきたということ。そしてそれ以上に重要なポイントは、それが生産の増加に繋がってきているということがデータによって確認されたということ。最後にもう一点だけ申し上げておくと、この間来、中小企業への波及というのを少し申し上げてきている訳だが、これまでの短観のDIに加えて、今回の中小公庫の設備投資調査、それから先だっのローンサーベイ等々を考えると、全体に広がっているかどうかはともかく、少なくとも製造業辺りにはなにがしかの波及が出てきているような感じがしている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞお尋ねがあれば。

岩田副総裁

一点だけ。鋳工業生産がやはり6%は伸びないが、それでも4%とか前期比で伸びている。そうすると、何か驚異的な高度成長並みの鋳工業生産の伸びとなる。それから、輸出がやはり前期比でどうだろうか、かなりの伸びである。年率にすると、実質輸出でみて10%、15%位か。だから年率だと輸出が二桁で生産も二桁というような感じが出てきて、それにプラスして設備投資が計画のレベルでいうと、大企業が2000年度が大体本年度前半と同じで

すよね。それから中小企業がこれでまた追い付いてきたというと、かなり前にも申し上げた2000年度の経済に似てきたと思える。2000年度は確か3.2%成長したのだが、パターンとしては近くなってきたかなと思うが。

早川調査統計局長

おっしゃるとおり輸出についてはかなり高い伸びになってきている。年率二桁、おっしゃるとおりである。ただ、鉱工業生産は幾ら何でも前期比4%という感じにはならないのではないかなと私は思っている。細かいことを申し上げますと、実は11月の予測指数のところは一般機械が14.何%とかいう、驚異的な伸びになっていて、この裏側にはどうも印刷機械の集中出荷があるようである。印刷機械というのは大物で、統計上、生産＝出荷というふうに計上する。大型の一般機械なので、これは特殊要因で、多分普通に考えると12月にそれがかなりマイナスに立ってくるということがある。12月横這いで計算して6%台というのは、これはちょっと幾ら何でも高過ぎる。ただ、先程申し上げたように、企業の生産態度がこれまでの極めて慎重というところから少し変化してきているような様子ではあるので、4%まではいかないまでも、これまで申し上げていた例えば1%いくかないかというよりは、もう少し上がってきそうな雰囲気ではあると思っている。いずれにしても、ここ1か月で出た数字については、ご指摘のとおり総じて強いものが多かった。これはおっしゃるとおりである。

田谷委員

その点だが、1%いくかないか位の感じだったのが、仮に4%を切ったとしても、相当差がありますよね。その差は主としてどこからきているのか、分野では。

早川調査統計局長

予測指数との差か。

田谷委員

然り。

早川調査統計局長

予測指数との差では、先程のその1の図表23のグラフをご覧頂きたいのだが、これはまだ私共数字が出たのが一昨日で、まだ当然調査ができていないので、現時点であまり詳しいことを申し上げることは難しいのだが、例えばこの斜めの線の一般機械、先程申し上げた、これは幾ら何でも大き過ぎる。確かに、半導体製造装置とかが内外需ともに出ているのは間違いないが、一般機械がこれだけ大きな寄与度を出すというのは、ちょっと考えにくい。これは印刷機械も影響しているので小さくなると思うし、最近さすがに下方修正がなくなってきたとはいえ、電気機械の寄与度も結構大きいものなので、恐らく下方修正が起こるとすると、この斜めの一般機械を中心に下方修正が起こってくるということだと思っている。

春委員

二つあるが、一つは、中小企業の色々な調査結果が非常に前向きなものが出ている。今製造業が先行とおっしゃったが、その製造業と非製造業の差がどんな感じなのか、明確な差があるのか。もう一つは、2003年度の消費者物価指数が-0.2%とか-0.1%になって、従来考えていたより多少マイナス幅が小さくなると、それは2004年度の前年比にどんな影響があると考えられるか。

早川調査統計局長

実は一番難しい質問である。一番難しいところであると言うのは、先般来、短観が出た時に私、ひょっとすると少し中小企業への波及ということがあるかもしれないということを申し上げた。これまでどちらかと言うと大企業製造業中心ということ考えたのに比べて、中小企業への波及をどれだけ見るかという。正直言って、この中小公庫の設備投資計画等まで踏

まえると、中小製造業に限って言うと、ある程度波及があると考えないと、ローンサーバイその他等を含めてなかなか整合的なストーリーは作りにくいので、やはりメインシナリオとして製造業だけを中心と申し上げてきたが、少なくとも中小製造業位までには波及しつつあるというのを中心的に考えていく必要があるだろうと思っている。問題は、今春委員が提起されたポイントであって、それが非製造業にまである程度波及しつつあるか、ということになると、現時点で確たる材料はない。DIだけ申し上げますと、確かに短観も少し良くなっていたし、実は昨日の中小公庫のDIは非製造業も良くなっていた。ただ、諸般の色々な統計を組み合わせて考えた時に、非製造業まで本当に広がっているというふうに考えるのかどうかについて、まだ私共もう少し慎重に考えたいと思っている。この辺は、実は昨日も局内では製造業はもうちょっとこれはきつつあるなど、いよいよポイントは非製造業であるな、という話をしたばかりであって、これからまさに考えたいと思っているポイントである。それからただ今お話のあった消費者物価だが、これまで考えていたのとそんなに違わない。所詮-0.2%か-0.1%かというボーダーラインなので、そんなに違わない。敢えて申し上げますと、実はそもそも8月の実績のところでは我々が見たよりも少し高かったということなので、ある意味で特殊要因というのは実は予め分かっていたものが多いものなので、特殊要因以外のところで少し、例えば7月、8月辺り、我々が見ていても強かったということである。これがどれ位持続的なものとみるか、ということによって、それが翌年度にも同じような方向で影響してくるのか、実はそれは大したことはないのかというのは微妙なところだが、どちらにしても0.1%あるかないかの話なので、それ程…。

あと、米について申し上げますと、米の上げ幅というのはあまり2004年度には関係ない。米の上げ幅が大きくなると、2004年は4月から9月まで前年比が上に上がって、10月から3月まで前年比がマイナスに下がるので、ちょうど年度できれいにほぼ消える性質なので、米の程度というのは実は2004年度にはほぼニュートラルということである。

福井議長

生産予測指数の中身を正確に見分けるのは難しいと思うが、非常に上振れているという印象は免れない。アメリカのGDPが急に上振れているという印象も免れない。その連関性はどれ位あるか抽出可能か。

早川調査統計局長

それは数字での抽出は困難だが、先程来申し上げているとおり、まず最初に何分にも少なくとも第3四半期という数字を見ると、私共のトレードパートナーの一番目と二番目が先程の国際局の数字をご覧頂ければ、中国は一応前期比で計算上17%か、それとアメリカが7%という驚異的な成長なので、そういったものが当然我が国に出てくるのはおかしくなくて、それが現に第3四半期の我々の実質輸出に出てきたということである。それから先だって来申し上げているとおり、生産が7～9月、7月、8月意外に出なかったのは、実はそこにはこっそり冷夏が影響していた訳である。本来であれば、7～9月からポーンと生産が立ち上がってきてもおかしくないが、7月の時に冷夏で色々なものが売れなくて在庫に溜まって、8月生産調整をやったものだから、見かけ上7月、8月が弱くて9月がポーンと上がった感じになって、それがいわばゲタみたいな格好になって、少し先が強いという感じだと思う。ただ、繰り返しになるが、生産予測指数というのは、元々かなり振れるものであり、いつもご覧頂いているグラフをご覧頂いても外れ度というのは結構大きい訳である。最近、ここ1、2か月こそ確かに外れ度は小さくなっているが、繰り返し先程申し上げた特殊要因が、普通は例えばそういう印刷機械みたいな、特殊、毎月物凄く振れる項目というのは、割と予測指数が拾っていないが、たまたま拾っている品目がそういう動きをしている、いたずらをしている面もあるので、おっしゃるとおり実勢として、これまで見ていた1%内外の生産の増加と言うよりは、恐らく10～12月の数字は高い数字が出てくると思うが、この予測指数の数字というのはあまりそのまま受取らない方が良くと取り敢えず思っている。

福井議長

生産予測指数の場合、実績が出てみると、随分ギャップがある。このことはよく分かる。だけど、今回の場合は、アメリカが上振れている。中国の成長率も高すぎる感じがある。日本経済について、それにつられて振られている部分がもしあるとしたら、それは単月では落ちてこないかもしれない。今後、暫くは、こうしたスイング材料もあると見ておいた方が良いのかもしれない。

早川調査統計局長

それはそのとおりだと思う。先程ちょっと申し上げたのは、ではもう少し詳しく申し上げますと、先般まで私共の印象だと多分海外経済は成長率は高まって来て輸出は出るだろうと、従って生産は出るだろうと我々は思っていたのだが、企業ヒアリングすると、企業は相当慎重であるというのがこれまでの図式だった訳である。これも前に申し上げたかと思うが、企業はやはり本当に受注が入ってこないとなかなか生産計画を上げてこない。要するに良さそうだなと思ってもなかなか生産計画を上げてこないという傾向が実はあった訳である。まだ現時点で数字が固まっていらないが、恐らく10~12月の数字は、これまで申し上げてきているとおりに上がってくると思うが、どうも受注が入ってきているようである。元々、オーダーのラグが凄く短くなっているために、例えば夏時点とかではまだクリスマスのオーダーが入ってきていないので生産計画を上げないという感じが強かったのに、さすがにもう10月なので実はオーダーが入ってきている。それを反映して生産計画を上げてきているということがあると思う。従って、生産予測指数はこの数字自体は大き過ぎるにしても、そういったことがここに反映されている。そういう意味では、実際に起こっていることはおっしゃるとおり海外経済は加速している。ただ、オーダーのラグが短くなっているのも、それが実際の数字に反映されてくるのは実はやや遅れめで今頃になって出てきているとご理解頂ければと思う。

岩田副総裁

宜しいか。消費者物価だが、一つはお米のウエイトというのは、先程11.7%前年比で越えているとすると、ウエイトはどの位なのか。

早川調査統計局長

1%である。

岩田副総裁

そうですか。そうするともう本当に0.1%…。

早川調査統計局長

10%で0.1%。

岩田副総裁

10%で0.1%。分かった。それから東京のCPIで見ても全国のCPIでも除く生鮮食品は、2002年度というのはそれぞれ-0.9%とか-0.8%なんですよね。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

それでお米の部分とかあるいは特殊な部分というのは勿論ある。それを除いても傾向的にはやはり2003年度というのですかね、2003年に入って、暦年で見ても、継続的に、言ってみると緩やかだけれどもプラス方向には動いていて、その力は今後も働くのだろうと私は思う。私自身はマクロの需給要因がやはり作用していると思っていて、マクロの需給要因というのは、ギャップの水準として見ると2%か3%かGDPギャップがあるかもしれないが、それがあつたらむしろ物価を引き下げる方向で動くはず

なので、下がっていないといけない。下がり続けなければいけないはずのものが上がっているというのはどう解釈したら良いのかと。私自身の解釈は、ギャップの縮まり方と言うか、例えば前期比の年率で見たGDPの伸びとそれから潜在成長率、これまた色々何%かという話もあるが、そういうものが背後に力として働いているのではないかと思うのだが。これは凄く論争の多い点であるが。

早川調査統計局長

そうである。

岩田副総裁

何とも言えないところなのだが、ともかくアメリカでもGDPギャップは2~3%だと、だけどインフレ率は1%ある訳である。日本も恐らく調査統計局の推計だとGDPギャップが2%か3%あるのだと思うが、それでもマイナスだということで、水準でギャップを見ていて、それで物価が押し上げ方向なのか、押し下げ方向なのか、議論するとどうもちょっと現実とずれてしまうのではないかと思っているのだが。

早川調査統計局長

最後の方からいくと、非常に難しい話で、要するに普段一番単純にギャップのレベルと物価の上昇率、下落率を出しているが、学界ではそうではなくて、むしろ物価の例えば加速度のところが必要にギャップに依存するという話になっている。今副総裁が言われたのは、もう一個別のもの、ギャップの変化率と物価の関係。これは昔から実は三つ説があるところではあるので、この辺はちょっと議論しているとなかなか難しいのだが、前の方に戻って申し上げると、ご指摘のとおり、これは前回も確か申し上げたと思うが、昨年、例えば消費者物価でずっと平均で-0.8%位で走っていた訳である。ただ電力が0.1%位下に下げていたので、実力は-0.7%位かなというのが大体去年の雰囲気だった。足許がこの間から申し上げてい



るように、色々なもの全部除いて-0.4%、-0.5%位という感じである。この間言われたとおりである。従って、実力としても、-0.8%から-0.1%というのは明らかに特殊要因が相当稼いでいると。ただ、実力で全然ないのかと言うと、そんなことはなくて、恐らく-0.7%から-0.5%位という感じの縮小は起こっていて、それ自体は需給ギャップが恐らく少しずつ縮んでいるという感じとほぼ整合的なのだろうと思っている。この辺も先程春委員のご指摘の点と非常に密接にリンクしてくる点で、要するに製造業大企業だけが前回申し上げているように走っているような景気だとすると、私は消費者物価にはあまり跳ねてこないと思っているのだが、その広がりももう少しあるという話になると、やはり消費者物価に対する影響ももうちょっと出てくる。特に先程私が積み残しにしてしまった非製造業のところは実は結構、そういうふうにと考えると大事だと思って、すいません、クリアな答えにはならないがそういうことである。

#### 中原委員

設備投資計画は、中小企業など想像以上に良い数字が出ているが、それと先行指標としての機械受注、それから資本財出荷、この辺の数字の整合性はどういうふうに見ているのか。

#### 早川調査統計局長

まず、機械受注との感じはそんなに変ではないと思っている。機械受注は実は前年比で見ると結構な伸びだし、いつも申し上げているとおり機械受注はノミナルなので、勿論設備投資計画もノミナルなので、ノミナルーノミナルの世界は、それなりに整合的な動きだと思っている。もう1~3月から増えているから、現時点で考えるとおかしくなくて、設備投資計画、実施がこれから少し遅れめに立ち上がってくるとまあ良いところだという感じである。それに比べて、ご指摘のとおり、この間からずっとパズルで我々困っているのは、資本財出荷の動きがそれに比べて少し弱い、遅れているというのがおっしゃるとおりであって、この間もやってみたの

だが、統計のベースの違いとか色々なことが出てきてしまってちょっと非常に短時間でぱっとお答えできないのだが、おっしゃるとおり今の統計を見ると、実質GDPというのはべらぼうに強いと。これはしかしデフレーターが低過ぎる。その他の機械受注とノミナル設備投資計画はそう変ではない。それに対して資本財出荷がちょっと弱過ぎるという感じで、一応申し訳ない、イメージ的には我々は設備投資計画と機械受注のイメージを大体メインに今考えているということだけ答えさせて下さい。

福井議長

宜しいか。それでは金融環境について白川理事と山口企画室審議役、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

それでは例により資料5参考計表その2、お手許にあると思うが、それでご説明する。まず図表1、資本市場調達、CP・社債のマーケットの状況である。対国債スプレッドだが、10月についてはCPは20日まで、それから社債は24日までということである。9月との比較ではややまちまちという感じではあるが、全体感としては、低水準で安定しているということなので、引き続き発行環境は良好であると評価して良いかと思っている。それから公募社債の発行額だが、下の方の表である。10月をご覧のとおり24日までの計数だが、5千億円を少し切るところまで一応戻ってきている。それからトリプルBの発行額についても650億円ということなので、起債再開の動きというのがまだ一部ではあるが、見られ始めているという状況である。9月までかなり様子見の感じが強かった訳だが、長期金利が落ち着くにつれて、少しそうした動きが見られるようになっているということである。それから次の図表2、マネー関連だが、マネタリーベースの10月分は、29日までの平残ということだが、前年比+20.7%ということである。特段これまでのトレンドと変わったところはない。銀行券が5%弱の伸び、当座

預金については9割を超える伸びと、こういう状況である。それからマネーサプライの方は、既に旧聞に属するデータではあるが、一応触れておくと、これはまだ9月までしか出ていない。前年比+1.8%ということであって、実はご説明した見通しに比べると逆に振れて、伸び率は8月に比べ少し小幅化するという事になっている。国債、F B等への資金シフトがあったような感じだが、これが金利を見てのものなのかどうか、一時的なものなのかどうか、この辺りについてはもう少し様子を見ていくということだろうと思っている。それから次は図表3である。これは市場局によるローンサーベイの結果が出たということである。まず一番上、資金需要判断である。第3四半期、シャドーのかかったところだが、ご覧のとおり第2四半期の-23%ポイントから第3四半期-7%ポイントということで、減少超幅が大きく縮小している。この調査自体、遡ってみると、この-7%ポイントというのは、2000年の7~9月に+1%ポイントというのがあって、それ以来の水準ということである。先行き見通しを見ても、ご覧のとおり-3%ポイントということなので、さらに減少超幅が縮小するという動きになっている。まだ全体としては減るという中での動きではあるが、目を凝らして見ると、新規の出店資金に絡んだ資金需要が出ているとか、あるいは売上が下げ止まる、売上が増えるという中で、運転資金に絡んでの需要が出てくると、こんな感じも極く一部ではあるが、見られるようである。それから、個人向けの方だが、同じ表の下の方だが、第3四半期+16%ポイントということで、増加超幅が拡大している。住宅ローン関連の駆け込み需要が見られたということが大きな背景になっているようである。次に、金融機関の貸出運営スタンスだが、これについては第3四半期、大企業で+8%ポイント、それから中小企業で+32%ポイントということで、その前の四半期に比べて特段大きな変化はないということである。先行きについては、多少とも前向き化、積極化の構えという状況である。ただ、マイクロヒアリングで多少補っておくと、やはり金融機関としては、ボリュームの増加に軸足を移しての貸出推進といったような姿勢にあるようである。それからさらに下の方だが、貸出運営スタンス全体は、今申し上げたように、足許特に大きな変化はない訳だが、与信条件、すなわち利鞘あるいは借り手の信用リス

ク評価、これらについては、ご覧のようなことであって、利鞘については引き続き厳格化するということではあるが、その幅が大企業向けも中小企業向けも縮小するということだし、それから信用リスクの評価についても、第3四半期、大企業、中小企業ともに-5%ポイントということであって、多少甘目の方向に向かっているという状況である。それから次の図表4だが、中小公庫等のD Iが出たのでそのご説明である。まず貸出態度判断D I、これは企業から見て金融機関の貸出態度はどうかということだが、10月については+15.9%ポイントということであって、9月に比べると多少厳しい方向へ振れてはいるが、第3四半期+14.5%ポイントだったので、傾向としては緩和方向の動きと、このように理解しておいて良いかと思っている。それから国民公庫、これは7~9月の分ということになるが、-18.3%ポイントと、依然水面下ということだが、トレンドとしては同じように緩和方向の動きと言えると思う。それから資金繰り判断の方だが、中小公庫の10月は-9.9%ポイントで、近いところでのピークというのは2000年の7月の-13.3%ポイント、それがピークであったので、それをも一応水面下ながら上回るというところまで資金繰りのゆとりというのが出て来ているということである。商中、国民公庫については少し動きがギクシャクした感じがある。ただ、傾向として見ればいずれも改善方向の動きと見ておいて良いかと思う。以上が計数である。一応出ている数字は前回以降あまり大きなものはなかったが、大勢観察についてはこれまで申し上げてきたことを特に変えるような動きはなかったと理解して良いかと思う。引き続き企業金融面で、じわじわとした中小企業等への緩和感の広がりというのが継続中かなという感じである。

#### 福間委員

大体説明されたようなことなのだが、ここ1か月、銀行の貸出態度は中小企業へもかなり積極的になっていると聞いているが、もう一つ、大企業からは決済性預金を預かってくれないという話も聞かれる。と言うのは、預金が増えれば銀行にとっては預金保険料の支払い負担が増えるからである。このため企業としては仕様がなから外銀に持って行ったりしてい

る。他にそういう話は聞かないか。こうした動きはM1にも影響する訳だが。

山口企画室審議役

図表2のM1をご覧頂くと、出ている数字がまだ9月までということなので、直近の数字ではないが、一応前年比+5.8%ということであって、全体としておっしゃられたようなことを裏付けるような動きにはまだなっていないような感じである。

福間委員

ちょっとウォッチしておいて下さい。意外にそういう動きが出始めているという気がする。

福井議長

次は経済・物価の将来展望とリスク評価に関する説明をお願いします。

## 5. 「経済・物価の将来展望とリスク評価」についての説明

山口企画室審議役

お手許に「経済・物価の将来展望とリスク評価」ということでお配りしているかと思うが、実は先日お配りしてから幾つかご意見等があって、それを反映させたバージョンということで、見え消しの形でお手許には届いているかと思う。まずそれについてどういったところが修正になったかご説明しておこうかと思う。まず1ページだが、右側に縦棒が引いてあるところが修正箇所である。ちょっと読み上げておくと、この「なお」以下だが、「実質GDP成長率については、GDPデフレーターの下落幅が他の物価指数に比べて大きめになる傾向が強まっている中で、その分これまでよりも高めに算出される可能性がある。」。色々ご指摘を受けたということだが、我々自身としても、GDP統計の精度に関し、なにがしか疑念が抱かれるというような表現にしてしまうというのは、これは勿論本意ではない

ので、そういったことも念頭におきながらこのような表現にするのが適切かということで変えたものである。それから次のページ、一番下のところ「第4に」というところだが、「その」というのを入れた。これはその前に「製造業大企業を中心に回復する姿を展望しているが、その非製造業や中小企業、家計部門への広がり」の程度」ということで、何を指すのかが分かり易くなるだろうと、こういうことである。以上が基本的見解に関わる部分だが、それから背景説明の方だが、6ページである。これは先程のGDP絡みのところの修正に合わせて直したということであって、これも一応ご紹介しておく、「GDP成長率がこれまでより高めに算出されている可能性がある。こうした統計の傾向が今後も続けば、「緩やかな景気回復」のもとにあっても、」という形で修正している。それから次は8ページ、冒頭の「金融面では、」から始まるところだが、その後「金融市場では」とあったが、「金融市場では」と敢えて特定するまでもないかということで、これは削除するということで考えさせて頂いたということである。それから次の9ページ、金融・為替市場の動向の部分だが、冒頭「株価、長期金利、為替相場」とあるが、これは最後の、いわばこの部分の締めのところ、用意しておいた文章なのだが、これは前段に持ってきた方が分かり易いだろうということだったので、そのようにした。それから図表については、この関係で最後のところに用意しておいたものが前に飛んでくるので、幾つかそれに合わせて図表番号が変わっている。この辺りについては紹介は割愛をさせて頂く。それから次の10ページ、為替相場の部分だが、「為替相場に関しては、最近円高が進行している。」、その後「標準シナリオでは現状程度の為替水準が続くことを前提としているが、」と敢えて「前提」を書いているのだが、これは委員方のお考えが必ずしも「現状程度の為替水準」を明確に「前提」としているのかどうかということもあろうかと思ったので、この部分は割愛した。結果として「先行きの為替相場の動向によっては、輸出や企業収益にマイナスの影響を与え、経済全体が下振れる懸念がある。」、このような書き方で良いのかなということである。それからその下の割愛した部分は先程申し上げたとおり冒頭に持って

いったということである。それから、後は計表関係の順番の修正ということだが、14ページである。実はここは見え消し漏れと言うか、この場でお願いたいのだが、二つ目のパラグラフ「日本銀行は、」から始まる場所である。そこの3行目「日本経済の持続的な成長軌道への復帰を下支えしていくもの」というふうに書いているが、これは基本的見解の書き振りと合わせると、細かい話だが、「復帰を支えていくものと考えられる。」というように「下」と「し」を落として頂いた方が基本的見解の書き振りと平仄が取れるかということである。それから最後がBOXのGDPデフレータの最近の特徴というところである。ここは細かい部分なので、冒頭申し上げたようなGDPデフレータ絡みの書き方について修正を加えたので、それに合わせる形で最初のパラグラフとそれから最後のパラグラフについて、手を加えたということである。修正箇所という意味では以上である。あと、時間の関係があるので、極く簡単に今回の展望レポートについて申し上げておくと、ご承知のとおり、構成としては基本的見解、それから背景説明とその二つに分けたということである。基本的見解については透明性を向上させるという観点から、なるべく簡潔で、しかも分かり易くということを書いたつもりである。ご覧のような形でまず経済・物価の標準シナリオを書く。それに対してどのようなリスクがあるか、それを2ページのところで書く。3ページにおいては、そうしたことを踏まえながらデフレ克服についての展望と金融政策運営、この辺りについての記述を加えるとといった形で全体として3ページであるが、分かり易さと簡潔さを旨としつつ、我々の考え方を示したということである。後段の5ページ以下が背景説明ということだが、パート1としてはまず経済・物価・金融情勢ということについて本年度上期の経済・物価、それから経済の展望、それから7ページにかけては今度は物価の展望、さらに8ページについては金融面の動きと、こういった形で整理した後、パート2ではリスクに関する評価ということで、海外経済の動向、それから金融・為替市場の動向、不良債権処理や金融システムの動向、国内民需の動向と、こういったリスク要因についての評価を加えたうえで、11ページで日本経済の持続的な成長軌道への

復帰とデフレ克服の展望、さらには最後のところになるが、パート4で金融政策運営と金融環境の評価と、こんな形で整理しているということである。「将来展望とリスク評価」については以上だが、あと参考として政策委員の見通しというのを今程お配りしたかと思う。簡単にご説明しておこうかと思う。まず、政策委員の大勢見通し、上の方の表だが、2003年度については実質GDPは2.3%~2.6%、中央値は2.4%ということである。それから国内企業物価指数については-0.9%~-0.5%、中央値-0.7%、消費者物価のコアについては-0.3%~-0.1%であって、中央値は-0.2%ということである。4月時点との比較はご覧頂ければお分かりになるかと思う。それから来年度については、実質GDPは2.0%~2.6%の幅であって、中央値は2.5%、2003年度との比較では2.4%から2.5%への動きである。それから国内企業物価指数については、-0.9%~-0.4%ということで、中央値-0.6%ということである。消費者物価指数のコアについては、-0.5%~-0.2%、中央値が-0.3%というようなことである。下の方には全員見通しをさらにご参考までということで掲げている。私の方からの説明は以上である。

福井議長

質問を頂きたいと思うが、中身に関する質問は政策論議になるので、後の方に回して頂きたい。今の説明の表現、あるいは説明自体に対する質問があればどうぞ。

今日発表するのはこの基本的見解の部分である。この参考表を付けてということですね。

山口企画室審議役

然り。

福井議長

基本的見解プラスこの参考が今日表に出る。



岩田副総裁

一点だけ宜しいか。質問である。最後の15ページのBOXの下から2行目に、「従来念頭に置いていた1%台に比べ」という表現があるのだが、ここで「1%台」というのは恐らく潜在成長率のことで、「1%台」というと、1.0~1.9%まで含むということかと思うが、事務局としては「1%台」のどの辺を、これは勿論色々議論のあるところで、私もちょっと自信がないのだが、1%台の前半位だと思っている。事務局としてはどう考えているのか。

白川理事

成長率について主として分析している調査統計局長から説明した方が良いかもしれないが、一応これまで計算したような方法——色々な方法があるが——によると1%台の前半というのが一応の理解である。勿論その中でも色々な幅があると思うが。

岩田副総裁

はい、分かった。

福井議長

宜しいか。それでは今日は区切りが難しいので、ここでコーヒープレイクを取らせて頂く。10時22分なので、10時30分から再開する。

(午前10時22分中断、午前10時30分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは、会議を再開する。今日は展望レポートの公表も踏まえて、その意味ではやや長めの視点も踏まえた金融経済情勢についての判断、それ

からいつものとおり次回決定会合までの金融政策運営、この両方について委員方1ラウンドでお話を頂きたい。テーマが二つあるので、今日はお一人7分程度ということで、今日は執行部も随分時間圧縮の努力をして下さり、できれば委員方のご発言にもそれを反映して頂きたい。今日は須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、そして中原委員の順で願います。

#### 須田委員

今日は与えられた時間枠を守るべく、ポイントを絞って意見を述べたいと思う。金融経済の現状とその評価については、執行部の見解に違和感はない。展望レポートの基本的見解における標準シナリオもこれで良いと思う。リスク評価についても、基本的には異存はないが、私としては第一の海外経済の動向については米国経済の下振れリスクを、第四の国内民間需要の動向については上振れリスクを、より強く意識している。

まず、米国経済が下振れするリスクについてだが、個人消費の面から見ておきたいと思う。米国の実質個人消費は、前年比4%程度の伸びを続けてきたが、そのうち可処分所得要因は2%弱にすぎず、政府による減税等のサポートに頼っているのが現状である。大統領選挙まで政府は何がなんでも景気を下支えする可能性はあるが、大統領選挙後、つまり2004年度後半はかなり不透明である。標準シナリオで想定されている米国経済成長を実現するためには、減税効果がピークアウトする来春以降に少なくとも前期比年率で実質3%程度の消費拡大ペースを持続する必要がある。そのためには、雇用者数が毎月15万人から20万人増える必要があるというのが一般的な見方である。確かに9月以降の雇用統計の改善や新規失業保険申請件数の減少は、雇用環境改善の兆しの材料であろう。しかし、企業の価格支配力が弱く、かつベネフィットが大幅に増大しているもとの、企業の労働コストの抑制意欲は強く、市場が期待している雇用の増大とそれに見合った雇用者所得の改善は、正社員から派遣労働、海外へのアウトソーシングの動きなどもあって期待しがたいように思う。加えて、住宅ローン

のリファイナンスの減少の影響も顕現化する可能性がある。従って、想定どおりに個人消費を維持できないリスクがある。このような個人消費についての見方などから、私は米国経済成長の持続性についてかなり慎重に見ており、米国経済の下振れリスクをより強く意識している。

もう一つの国内民間需要の動向については、期待成長率の高まりによる景気の上振れリスクについて述べておきたいと思う。足許の景況感には製造業・非製造業、大企業・中小企業を問わず改善しているようだ。これまでのリストラ推進により、現状程度の売上高でも収益は上げられるような体質になったということであり、これが大きく後退することはないだろうと思う。もっともレベル的には中小の製造業や非製造業は低いままであり、ようやく這い上がりかけているかな、といった程度であると思う。今後、成長を軌道に乗せるためには、売上高を増やすための推進力が必要だと思うが、過剰債務や過剰雇用、金融システム面での弱さといった構造問題が解決の方向に向かっているとの認識が広がれば、先行き循環的な回復の中で企業や家計の期待成長率が高まり、それが設備投資や個人消費の推進力になる可能性がある。最近の株式市場の堅調さや、金融機関の貸出姿勢の積極化、中小企業の資金需要D Iの大幅改善は期待成長率の変化の兆しかもしれない。注意深く見守っていきたいと思う。なお、言及されていないリスク要因として、マグニチュードは分からないが、来年4月に義務化される消費税内税化の国内物価への影響を挙げておきたいと思う。

次に、金融政策運営方針について、前回の政策変更の反響を踏まえて若干申し上げたい。前回の政策変更は、市場にとってはサプライズであったが、市場からは「変更理由を見て、なぜ8~9月でなかったのかを考えてみると、過去2か月との違いは円高だけであり、円高が政策変更の理由である」、との声が多く聞かれた。実際、今回の決定会合前の市場関係者の予想を見てみると、今後日本銀行は円高になれば金融緩和を強めるという意見が非常に多くなっている。しかし、このような受止められ方は望ましくない。なぜなら、第一に、金融政策を為替レートのコントロールに直接結び付けると誤った政策判断に繋がるリスクが高い、というバブル期の貴

重な教訓から、日本銀行は為替レートそのものを金融政策の目的とはしていないからである。第二に、ゼロ金利のもとで当座預金残高と為替レートには理論的、実証的に認めるに足る関係は見出されていない。量そのものの効果は、あったとしても非常に小さいという日銀スタッフの分析結果もあるし、市場が注目していたベースマネーと為替レートとの見かけ上の関係も最近では失われている。つまり、現行の金融調節方針ないしは調節の工夫で為替レートに望むような影響を与えることができるとは思っていない。それにもかかわらず、先に示したようなマーケットの受止め方が広がれば、円高が進むと事実上為替レート重視の金融政策に追い込まれかねない。実際、80年代後半の状況に似てきた日本銀行の金融政策、という指摘もある。円高に過剰反応して政策を誤らせた過去の過ちを繰り返してはならないと強く思っている。従って調節の工夫としては、為替レートの動きに個別に対応してマーケットの思惑のサポート材料と受止められるようなことだけは避けて頂きたいと思う。なお、元日銀参与の香西さんは、バブル期の「日本では産業界においても世論においても変動相場に理解が少なく、円高や為替変動、国際通貨システム動揺に対する恐怖が強かった」と述べておられるが、今日の円高に対する様々な反応を見ると、国民の意識は依然として変わっていないのではないかと感じる。前回は述べたように、最近、円ドルレートは日米景況感格差によって影響を受ける度合いが強くなっているので、円高ドル安が日米景況感格差に影響を与えると為替レートも円安方向に変化する可能性があるが、日米のインフレ率格差や金利差が解消しない限り、基調としては対ドル名目レートは持続的に円高となって当たり前という認識が足りないように思うし、日本の産業が円高抵抗力をかなりつけていることへの理解も不十分だと思う。円高による企業収益の低下が騒がれているが、例えば過去の短観を遡って見ても、設備投資額の伸び率や当初計画比の修正率と円高の進行との間に単純な相関関係は認められない。また、円高が進んでいるにもかかわらず、株価は堅調を維持している。交易条件の改善効果もある。勿論大幅で急激な円高はリスク要因であり、金融政策運営において為替レートの動向を見ないで

良いという訳ではないが、為替レートに対しては市場心理を先読みして対応するというのではなく、為替レートが景気や物価の先行きにどのような影響を及ぼすかという観点からその動向を注意深く見て、冷静に対応することが必要だと思う。以上である。

福井議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

最近の経済・金融情勢を見る一つのポイントは、内外のIT関連需要の回復ではないかと思う。日・米・アジア NIEs、それに中国などが特にその恩恵を受けつつあるようだ。90年代後半のITバブルとその後の崩壊過程における反省から、これまで企業は設備投資に慎重であったが、今後は設備投資計画も上方修正されてくるのではないかと思う。まず、国内経済情勢だが、輸出の増加を起点とする生産の増加がはっきりしてきた。9月の実質輸出はかなりの増加となった。特に増えているのは、地域で言えば東アジア、分野で言えば情報関連財と資本財・部品である。9月の生産もかなり強めに出た。10～11月の生産もかなりの増加予想となっているし、在庫率が低下し、10月の予測修正率がはっきりしたプラスになっていることなどを見ると、生産は増加基調に入ったと判断することができると思う。9月の生産を見ると、電子部品・デバイスが急増しているが、そればかりでなく幅広い分野で増加している。これは、アジア向け輸出ばかりでなく、国内のデジタルAV機器に対する需要や企業のIT関連設備投資の増加を反映しているものと思われる。企業設備投資については、先日の支店長会議でも何人かの支店長が言われていたが、前回のITバブル時の反省から、輸出・生産の増加を前にしても、基本的には慎重姿勢を崩していないようである。今後、輸出・生産の増加が続く過程で、設備投資は上方修正されていく可能性が高いと思う。リスクは急激な円高だと思う。米国経済においても、ハイテク景気が戻りつつあるようだ。企業収益もハ

イテック分野を中心に順調で、設備投資はIT関連分野を牽引役に回復が続いている。懸念されてきた雇用情勢にも安定化の兆しがある。雇用の改善傾向が出てくれば、減税効果一巡後も家計支出が大きく落ち込むことは避けられるかもしれない。ユーロ圏経済は、輸出の回復などからビジネス・センチメントが改善傾向にあり、底入れしつつあるようだ。今後は、外需の拡大から内需も緩やかながら拡大していく姿が想定される。東アジアについては、中国、韓国、台湾はIT関連財を中心に輸出が好調で、生産も伸びているが、ASEAN諸国は中国との競合関係もあって、やや弱い動きとなっている。そうした中であって、特に中国経済の好調さは顕著で、一部に過熱感が出るまでになっており、金融当局は流動性の吸収に努めているようである。以上、我が国の輸出環境は当面順調と考えられる。

次に、展望レポートについて若干コメントする。ドラフトは短く纏まっているが、主要なリスクの所在もきちんと書き込まれていると思う。成長率見通しについて、私は平均より若干強めの見方をしている。それは、主として設備投資、輸出の見方によるものだと思う。ただ、物価変化率は消費者物価を含め若干のマイナスが続くと予想している。理由は、第一に需給ギャップが大きく、第二に予想されるギャップの縮小は限定的で、第三に観察されたフィリップス・カーブがかなりフラットで、第四に、この点は須田委員と違うのだが、特殊な物価引き上げ要因が想定されず、第五に懸念される円高が仮に起こったとしても物価引き下げ要因である、といったことによるものである。

最後に、政策運営については、金融資本市場の落ち着きもあり、現状維持でいきたいと思う。短期金融市場はかなり安定的で、短国レートなどは下がっている。量的緩和政策の解除観測は後退したし、中間期末を越え、今月後半からは長めのオペが増加してきていることなどによるものであろう。株式市場は、この間、急落場面もあったが、その後は内外経済指標の好転もあって、底固く推移している。債券相場も、ボラティリティは若干高止まっているが、安定している。資金需給面では、まず、金融機関の融資姿勢が若干前向きになる兆しがある。この背景としては、景気情勢の

好転もあるが、不良債権処理の進展、株価の上昇、また債券市場を中心としたマーケット・リスクばかりを取れないといったことがあるように思える。他方、企業の資金需要の減少テンポに鈍化の兆しがある。今後とも、こうした資金需要の動きとともに、不動産市場などその他の資産市場の動きも注視していこうと思う。以上である。

福井議長

次、植田委員、お願いします。

植田委員

実体経済の動きに関しては、比喩的に申し上げれば去年から今年に掛けて1年半、2年弱位の動きを総括すると、ロケットが2段ロケットで、2段目のところに点火しつつあるという段階かと思う。さらに、ロケットのエンジンがこれまで壊れていたのだが、その一部に改善の兆しが見られるというふうに思う。すなわち、去年は基本的には輸出と一部消費が経済を牽引したということであったかと思う。これがややラグを伴って国内の他の様々なところにプラスの影響をもたらしてきたと思う。例えば設備投資であったり、労働市場が安定化してきたということ、これが直近まで続いってきたと思う。ただ、輸出や消費の伸びは今年前半は一服したということかと思う。それが皆さんがおっしゃるように、ここにきて中国、米国の動きが再び強くなってきたことから、輸出にもう1回動意が見えるし、生産にも波及しつつあるということだと思う。これがもう暫く継続するとみられるので、その好影響がその他経済部門に波及していくプロセスが今後2巡目として続いてくると思う。こうしたことに加え、過去10年前後の過剰債務、過剰設備の調整を製造業・大企業のそこそこの企業はかなり終えつつあり、その意味で前向き力が出てきているということだと思う。また、金融セクターの一部でもこうした経済の動き、あるいは不良債権処理が峠を越しつつあるかもしれないこと、株価上昇で実質自己資本の嵩上げ効果等がある、ということから前向き動きが出ているということだと思

う。結果として、私は向こう1年前後は良い動きが続くと期待できるかと思う。リスクとしては展望レポートにあるとおりで、付け加えることはない。

政策面について簡単にコメントすると、前回は時間軸明確化の措置は短期からかなり短めの中期ゾーン金利を少し安定化させる効果があったかと思う。ただ、出口の必要条件に我々のインフレ率見通しがプラスになるということを追加したことは、ある意味教科書的にインフレーション・ターゲティングのやり方ではある訳であるが、将来が非常に不確実なこと、そしてそれを予想する我々の持っている物差しも不確定である、という現実の中でどういう制約になっていくのか、あるいはうまく機能していくのか、ということは今後我々は身をもって体験していくということだと思う。よく分からない結論で申し訳ない。

次に、私は反対したが、当座預金目標の柔軟性を高めたことは、やや私が懸念したリスクが顕現化するような結果になっていると思う。この辺は少し須田委員と理解が違っていたのかもしれないが、私はこれは追加金融緩和ではなくて、ということで賛成・反対の判断をした訳だが、意味がはっきりしないという点を非常に気にした訳である。その結果、その措置は私の感じでは追加緩和と誤って報道されたと思っている。現実には、当預を少し動かしたり、あるいは今後も動かすという可能性の表明をしている訳であるが、それによる経済的なプラスの効果は、先程金融市場局長は少しあるとおっしゃったが、私にはよく見えない。私自身、外で聞かれても何を狙った措置であるか、上手く説明ができない。通常、反対票を投じて、支持することはできるのだが、今回の場合はなかなか難しいということである。そういう意味で残念ながら日銀の信認に若干マイナスの影響があったと思っている。これはあまり大きくならないことを願っている。ただ、ポリティカルには若干のプラスがあったかもしれない。今からでも元に戻すのが良いと思うが、それを提案しても通らないと思うので、やめておく。そのうえで、今後の金融調節方針についての投票であるが、この部分については当面反対である。勿論プラスの影響が顕現化したときには、それは



認めたいと思う。ただ、それで反対票とすると、他の部分についての私の賛否は明確にならなくなってしまうという難しい問題があるので、今後は他の部分を中心に判断して投票させて頂く、という意味で今回は現状維持で良いかと思う。以上である。

福井議長

次、春委員、お願いします。

春委員

まず、金融経済情勢であるが、執行部からもご説明頂いたが、これまでの9月の指標がほぼ出そろったところで総じて前向きな材料が多かったように感じる。その中でも特に、一つは9月の実質輸出、二つ目が9月の生産、三つ目は米国経済のGDP速報、さらに新規失業保険申請者数も10月に入って4週間連続で40万人を下回っている、ということがあった。従って、先行き回復の可能性が強まっているように感じられる。こうしたことから、足許の日本経済は、所得・消費については依然として横這い圏内の動きを続けている中で、輸出・生産、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り、当面の円高傾向や米国景気の持続性など、不透明要因はあるものの、全体として4月の展望レポートの標準シナリオをやや上回るテンポで回復の方向に進んでいるものと受止めている。以下、若干コメントさせて頂くと、まず生産であるが、9月の産業用の大口電力量は前年比+0.8%ということで、3か月振りにプラスの伸びとなっている。業種別には機械と化学がプラス、その他の業種はマイナスとなっている。地域別には北海道、関西、中国がマイナス、その他の地域はプラスとなっている。設備投資に関連して、これも先程報告があったが、中小公庫の中小企業設備投資動向調査で2003年度の投資計画が大幅に上方修正された。全18業種中、16業種で前年比プラス、しかも能力拡充投資の構成比が上昇しているということなど、かなり前向きな内容になったと思う。消費については、9月の百貨店やスーパーが低迷、一方で家電販売などが

好調ということで見方が分かれるところであるが、9月の消費者態度指数は、雇用環境評価の大幅改善を背景に二期連続で改善となっている。改善幅も非常に大きい。また、情報サービス局の生活意識に関するアンケート調査でも、1年前と比べた景況感のDI、1年後の景況感に関するDI、ともに大きな改善となっていて、今後の消費に期待をしたいところである。リスク要因としては、米国の経済情勢の持続性、日本の株式市場、円高と少しずつ申し上げたい。米国の第3四半期のGDPは高い伸びとなったが、これも指摘されているように今年の夏以降長期金利が上昇して、モーゲージ・リファイナンスが激減していること、ブッシュ減税の効果が来年は減少していくことなど、双子の赤字問題に加えて注意すべき材料が多いように思う。国内の株式市場は10月23日に最大の下げを記録したが、その後堅調に戻しつつあって、一応値崩れの不安は後退したと思うが、引き続き注意深く様子を見たい。為替は10月下旬以降再び円高の方向に動いている。大企業については、海外生産や部品輸入さらには年度内の為替予約が進んでいることなどから、特に今期の企業収益に影響は限られるということであるが、今後の円高の進展によっては中小企業のみならず大企業も大きな影響を受ける可能性があり、十分な注意が必要かと思う。

次に展望レポートであるが、標準シナリオについては2003年度については先程申し上げたとおり、概ね4月の展望レポートの標準シナリオに沿った動きとなるが、経済・物価とも標準シナリオよりやや上振れするものと考えている。2004年度については、米国や東アジアを中心とした海外経済の成長とともに年度を通じて緩やかな回復が継続するものと思う。その結果、需給ギャップは若干縮小するが、物価は基調的には下落テンポを緩やかにするものの、プラスに転じるまでには至らず、消費者物価については2003年度の一時的な要因による押し上げ効果が解消するにつれて2004年度は統計上のマイナス幅を若干拡大するものと考えられる。リスクとしては執行部の掲げた4点、これは重要かと思う。特に注目する点としては、海外経済動向については、特に米国経済回復の持続性、金融・為替市場については景気の回復に伴う円高および長期金利の上昇、特にそのスピードが

問題かと思う。また、株式市場については特に国内の個人年金基金、投資信託の動向である。不良債権処理や金融システムについては、特に 2005 年 4 月のペイオフ解禁に向けた金融機関の収益力の回復である。国内の民間消費については、特に雇用不安、あるいは将来不安を持っていた個人消費の動向、及び非製造業や中小企業における収益改善や設備投資動向である。なお、最後に触れた非製造業や中小企業への景気持直しの広がりについては、これが本格的な回復に繋がるかがポイントになるので、特に注意したい。幸い最近では 9 月短観の中小企業の業況判断改善や設備投資の上方修正、主要銀行貸出動向アンケート調査における中小企業向け資金需要判断 D I の大幅改善もあり、また最近の一連の中小公庫の調査でも、先程触れた設備投資動向調査の他、利益額 D I も改善している。中小企業の業況が明るくなるのが個人消費の拡大に繋がり、さらに非製造業での能増投資にも盛り上がりが見られるという繋がりを期待したいと思う。当面 2005 年度と想定されるデフレ克服に向けて、日銀としては現在の量的緩和政策を堅持するとともに、企業、特に製造業や中小企業の資金調達の円滑化に資するような市場の整備を通じて金融政策の波及メカニズムの強化を図っていくことが必要かと思う。

次に、当面の政策運営方針であるが、短期の金融市場は前回会合以降、総体として落ち着いて推移している。次回会合までの金融調節方針は現状維持とし、当座預金残高としては現状の 29 兆円あるいは 30 兆円を中心に前回拡大したレンジを有効に活用して調節を行って頂きたいと思う。なお、前回会合で定めた日銀当座預金残高目標の上限引き上げについては、当初景気判断を上方修正する中で、これは金融緩和なのかという疑問が一部にあったようだが、結果として景気回復への基盤が整いつつある中で、潤沢な資金供給を続けながら市場のニーズに応じて、柔軟かつ機動的な調節を行うための措置であることが概ね理解されていると認識している。また、前回会合で明らかにしたコミットメントの明確化については、私自身はもう少し曖昧さを残した表現の方が適切であったのではないかと思っているが、メッセージの趣旨は概ね的確に理解されているし、8 月、9 月とコ

アCPIが-0.1%を続けているような状況を考えると、メッセージ発信のタイミングも適切であったと認識している。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

前回会合以降、幾つかの月次指標が公表されたが、これらは前回会合時の緩やかな景気回復への基盤が整いつつあるという判断を裏付けるものであったと考える。まず、輸出を見ると、9月の実質輸出前月比3.7%、7~9月は前期比3.8%と高い伸びとなった。東アジア向けを中心に再び増勢に転じていることが明らかになったと思う。また、8月まで幾分減少気味であった米国向け輸出についても、9月は持ち直しの動きが見られている。海外経済について見ると、米国は雇用面で調整圧力が根強く残っているとみられるが、減税の効果もあって、家計支出が堅調を続けているほか、IT関連財を中心に製造業の受注や設備投資にも明るい動きが出てきている。7~9月期のGDPも高いものとなり、米国経済の回復ぶりを示している。好調が持続する東アジアや底入れしつつあるユーロエリアを含めて全体として米国経済がリードする形で世界経済の成長率が高まると考えるだけの材料が揃いつつあるように感じる。国内に戻ると、生産はこのところ横這い圏内で推移していたが、9月は前期比3%と大変高い伸びとなった。予測指数やミクロ情報によっても先行き緩やかな増加傾向が続くものと予想され、輸出の増加が生産活動の活発化に繋がりつつあるように窺われる。個人消費関連の各種販売指標は冷夏や残暑の影響もあって基調がなかなか読みにくいということだと思うが、少なくともこれまでの横這い圏内の動きが変化しているようには窺われない。むしろ消費者コンフィデンスが総じて持ち直していることや、名目賃金の下落に歯止めがかかってきていることは、個人消費を下支えするポジティブな材料だと捉えることができる。金融資本市場では、株価が年初来高値を更新した後大幅に下

落したが、最近では1万円台半ばで推移している。円相場は足許再び円高気味の動きとなっている。金融資本市場が緩やかな景気回復シナリオを織り込む中で、各市場ともまだまだ落ち着いた動きとは言えない状況であり、今後についてはその実体経済活動への影響を含めて注意深く見ていきたいと思う。この他、企業金融面では、金融機関の貸出運営スタンスについて条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和する動きが窺われたが、こうした動きが今後広がりを見せるかどうか、金融環境を判断するうえで注目していきたいと思う。

次に展望レポートであるが、やや長めの観点から今後の景気展開について申し上げたいと思う。4月の展望レポートで本年度後半の緩やかな回復を展望したが、現在の経済情勢は当時のシナリオに比べやや上振れて推移していると考え。その背景としては、第一にイラク情勢、SARS、株価など景気の先行きを不透明にしていた要因が夏場以降かなり解消されていること、第二に国際的なIT関連需要の持ち直しが予想以上にはっきりしていること、第三に企業収益の改善を背景に国内の設備投資が比較的早めの立ち上がりを見せていることなどが挙げられると思う。しかし、多少上振れたと言っても手放しで喜べる状況ではない。リスク要因としてもドラフトに掲げられたこの四点を中心に、どちらかといえば、引き続き下方リスクに注意を要する局面であるように思う。また、日本経済には過剰債務圧縮や人件費抑制などの構造的な調整圧力も根強く残っている。当面の目標であるデフレ脱却は、今回の見通し期間である来年度までのところでは残念ながら展望することはできないと思う。デフレから脱却するには、現在の景気回復に向けた動きをより確かなものにするとともに、構造的な問題の解決を通じて各経済主体の成長期待を高めていくほかない。このためには、企業や金融機関においても体質強化に向けた一段の努力が不可欠であり、展望レポートを通じてこの点に関するメッセージをはっきりと示していくことが重要であると思う。最後に、次回決定会合までの金融市場調節方針についてであるが、先程申し上げたように、経済情勢は前回会合時の判断に沿って推移しているので、現在の調節方針を続けることで良い

と思う。前回会合で内容を明確化したコミットメントの関係では、今回の展望レポートで示す来年度の消費者物価指数の見通し計数を前提とすると、引き続き量的緩和政策を堅持するとのスタンスが明らかになると思う。この点、今朝公表された9月の消費者物価前年比が前月に引き続き-0.1%ということになった。これがどのように受止められるかは分からないが、いずれにしても金融政策運営を巡る様々な思惑が引き続き生じ易いだけに、前回示した基準に沿って丁寧に我々の政策スタンスを説明していくということが重要であると思う。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

まず、世界経済であるが、アメリカ経済の年後半の成長率は、第3四半期の高い成長率を考慮すると、5%台半ばが可能ではないかと思う。アジアも輸出と内需を中心に成長率の加速が見られる。ヨーロッパについても、来年については、1%台半ばの成長が見込まれている。以上のようなことを考えると、アメリカ経済についても来年は4%程度の成長が可能ではないかと考えている。この点は須田委員と前回も見方が異なっているが、2004年というのは世界同時回復となる可能性が高いと考えている。リスクの要因は、勿論アメリカの成長率が他の国よりかなり高いということで、経常収支の赤字が暫くむしろ拡大するということかと思う。ただ、この経常収支の赤字の拡大に対して、それを為替レートの変動で調整しようという場合には、これは世界経済の回復過程にマイナスの影響が大きいと思う。望ましいのはアメリカの貿易相手国の内需拡大によるバランスのとれた成長であると考えている。日本経済であるが、アジア向けを中心に輸出の回復傾向が明瞭となり、生産の伸びも輸出の回復傾向と見合ったような先行きの見通しになっている。第3四半期の輸出は、15%程度実質輸出年率で伸びているということを考えると、生産についても10~12月期同程度

の伸びがあってもおかしくないと考えている。2003年度の成長率は、足許の伸びが極めて高いということ、過去の6四半期と同じ伸び、例えば前期比で0.7%程度が期待できるのであれば、3%程度の成長というのは可能であるということになる。2004年度についても、現在の設備投資の循環局面、あるいは在庫循環の局面を考慮し、かつまた中小企業へ景気回復が波及し始めているということを考えると、今回の景気回復局面というのは持続性が高いと考えている。その意味では、展望レポートで示されたような成長率についての見通しについては賛成である。個人消費が下支え要因になっていると思うが、同時に中長期的に私が心配しているのは貯蓄率が最近発表された日本銀行のマネーフロー表で4~6月期を見るとマイナスになっている点。仮にこれが正しいとすると、国民所得統計ベースでもゼロに近付いていくかということかと思う。以上が景気についての話であるが、展望レポートについて申し上げますと、実質GDP成長率に関しては、このレポートに近いような形で推移するのではないかと考えている。ただ、展望レポートについて、私がやや違和感を覚えているのは、GDPギャップと物価の上昇率との関係である。この潜在成長率が1%台の前半であるということと考えたうえで、実質成長率の方は2年連続して2%を上回るということが仮に想定されるとすると、私はギャップの縮小というのはそれ程小幅でもないというふうに考えている。それで、GDPギャップの動きが物価にどのような影響を与えるかということについては、GDPギャップの水準で考えるのか、その縮小幅で考えるのか。それから物価の上昇率についても、前期比で考えるのか前年比で考えるのか、ということとかなり異なったイメージと言うか、理解の仕方になるのではないかと思う。仮にGDPギャップの縮小幅を重視し、かつ物価の変化率を前期比で考えると、NAILOによる計測結果では、GDP比2%程度の物価上昇圧力が加わっている状況、デフレ圧力を軽減する圧力が加わっている状況というものに近いものになるのではないかと考えている。ということで、物価の見通しについては平均的な姿よりもやや強めの見方をしている。2004年度には、デフレを克服する展望が開かれつつあると思う。ただし、

展望が開かれるためには急激な円高がないということが必要であると考  
えている。

最後に金融政策の運営であるが、前回の決定について、全体として金融  
政策の運営を機動的なものにする、あるいは柔軟なものにする、というも  
ので賛成した。これは短期のオペレーションだけでなく、長期についても  
そうした機動性を持つことが望ましいと考えている。勿論上限を引き上げ  
た訳であるから、場合によって追加的な緩和効果が期待できるというこ  
かと思う。現在の政策スタンスについては金融市場の動向等を考えると、  
現在の政策スタンスを維持するということが良いのではないかと考えて  
いる。最後に、将来のインフレ率を考える場合、足許のインフレ率だけで  
なくて、将来の期待インフレ率も考慮に入れたということについてである  
が、私はこれは望ましい変更であったと思っている。マーケットにコミッ  
トメント、メッセージを与えるということは、先行きに対して中央銀行が  
どういうふうを考えているかということを確認にすることである  
と思う。その場合に現在の表現より、より明確にする方が期待を安定化さ  
せることとなり、つまり最終ゴールというものを明示することによって市  
場の期待を安定化させることができると考えている。以上である。

福井議長

次、福間委員、お願いします。

福間委員

まず、実体経済については、9月の通関統計や鉱工業生産に表わられてい  
るように外需主導の緩やかな景気回復が続いており、この点は前回会合時  
点と変わっていない。ただし、さらなる円高が進めば、輸出と企業業績へ  
の影響が懸念される。今回の景気回復はミクロの改善、企業改革を中心と  
した改善に依るところが大きいだけに、下期の輸出や企業業績に対する円  
高の影響というものを注視する必要があると思う。次に、金融面であるが、  
株式・債券市場ともに新規材料難の中でボックス圏の動きが続いている。



もっとも、債券市場では金融機関がVaRショックの再現を回避するため、現物の売却に慎重であることも手伝って、高水準の債券保有高は足許さらに増加気味である。このため、市場は、株についてはここで新たに持合い解消が進んで、金融機関が実現益をとるといった動きも出ているが、株価の上昇や11月の国債の大量発行という債券の売り材料に引き続き神経質で、また選挙結果を巡る不透明感もあって、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティは先程もあったように高止まりを続けている。加えて、このところ海外のヘッジファンドは、金融機関が大量の金利リスクを抱え続けている現状を眺めて、金利スワップで大口の売りを出していること等から金利スワップレートの対国債スプレッドは拡大しており、この点は大変気掛かりである。ボックス圏の動きとはいっても、市場の内部にはマグマが蓄積され、ウォッシュアウトを仕掛ける動きもある。次に述べる短期金利への影響も併せると、債券相場の動向には十分な注意が必要である。短期金融市場は、当預残高目標値の上限引き上げや量的緩和政策のコミットメントの明確化が奏効したこともあり、足許は落ち着いた展開となっている。もっとも、期先物の金先レートは、中期ゾーンの金利スワップレートの上昇に伴う金利裁定から上昇しており、その結果、金先のフォワードレートカーブは、長短金利が直近ピークをつけた9月上旬に近い格好で再度スティープ化している点には注意が必要である。この間、直近のローンサーベイにあるように銀行の貸出姿勢は積極化しており、貸出競争の激化により足許利鞘設定の厳格化超幅は縮小しており、貸出を収益拡大の柱の一つにすることはなかなか大変な仕事となっている。再来年春にペイオフ全面解禁を控え、銀行の最重要課題である収益力の向上のためには個人や中小企業向け貸出で新規分野を開拓するなど、収益源をさらに多様化することが、勿論やっているのだろうが、さらなる努力が必要で、その点から11月下旬の銀行の中間決算が注目される。

次に展望レポートの基本的見解については、執行部のまとめた内容で特段異論はない。なお、来年度の実質GDP成長率と物価の見通しについて、若干付言しておく、まず来年度の実質成長率は今年度よりもやや減速す

るとみている。これは、米国経済が、一時的な減税効果等から、昨日発表のGDPは予想を上回るものであったが、減税効果が一巡する来年春以降は、雇用改善の遅れや、住宅投資の伸び率低下、史上最高を更新している個人の負債残高等もあって、減速するのではないかと思っている。アジア経済についても、SARS終息に伴うペントアップ需要の一巡により、堅調持続ながらさすがに現在の高めの成長率からは幾分スローダウンするとみているためである。なお、国内の個人消費は貯蓄取崩し要因も手伝って、底固い動きを見せているが、雇用や所得は、企業が労働分配率の引き下げと生産性向上を経営目標の一つにしていることもあり、明確な改善には今暫く時間を要すると思う。このため、設備投資の増加に加え、規制改革の実施により医療・介護等サービス分野での雇用創出等により、外需主導型経済から内需主導型経済への転換を図っていくことが今後の大きな課題であると思う。

次に来年度の物価であるが、需給ギャップの残存により、コアCPI、CGPIとも前年比マイナスを見込んでいる。ただし、CPIについては、冷夏に伴う米価上昇の山が消費者の学習効果もあり、それ程高くないことが見込まれていることや、消費者の低価格志向は幾分薄まる傾向にあること、またCGPIについては企業がキャッシュ・フロー重視の経営に転換していることから、かつてのような原価割れの価格設定は避け、一部には海上運賃や国際商品市況の値上がり等もあって、製品価格を引き上げる動きも見られ始めていることから、物価のマイナス幅は、円高要因はあるものの、小幅にとどまるものと予想される。

最後に、当面の金融政策運営方針であるが、金先相場と債券相場がリンクし、債券相場については引き続き不安定な展開が予想される中では、量的緩和政策の時間軸効果を維持していくために、長めの資金供給オペを柔軟かつ機動的に実施し、その回数を増やしていくことが重要であると思う。今次会合では、当預残高目標値の変更は必要ないが、日々の金融調節にあたっては、現状のように長めのオペの回数を増やしながらか市場との対話を進め、本行の量的緩和政策継続のスタンスに疑念を抱かれることのないよ

う、肌理細かい対応をお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

最後に中原委員お願いする。

中原委員

経済情勢については、全体として本日の担当局室の説明に違和感はない。総じて言うと、前回会合以降発表された指標は、回復の基盤が整ったという今月の基本的判断、これを具体的に裏付けるポジティブなものであったと思う。ただし、企業の景況感、これを色々ヒアリングなどすると、やはりマクロとミクロにかなり大きなギャップがある、あるいはミクロでも業種により大きな差があるという感じがする。海外収益比率の高い大企業が非常に良い景況感と言うか業況感を持っているのに対して、やはり非製造業、地方の中小企業は、マクロの回復感を報ずるメディアに違和感を持っているという声が非常に強いように思う。二極化は確実に進んでいると思う。今後、回復が経済全体に広がりを見せるかどうかは、なお暫く注意して見ていく必要があると思う。海外経済も総じて明るさが増し、デフレ懸念も後退していると思う。グローバル経済の先行きのリスクについて、やや展望のリスクとオーバーラップするが、四点ばかりコメントしたいと思う。まず第一は、アメリカの雇用の問題だが、グローバル化の中での構造的な問題と思う。循環の中ではなかなか解決されにくい問題だろうという気がしている。第二点は、アジアにおける中国のプレゼンスの増大である。ポジティブな面でもネガティブな面でも今後のある意味では世界経済の不安定要因になる可能性があると思っている。第三点と第四点はかなりリスクとしてはリモートとは思っているが、一つは第三点はドルの急落とそれに伴うであろう元の切り上げ圧力の高まりである。それから、第四点としては、中国の現在の過剰投資、過熱感、資産バブル、こういうものに対してどういう対応が採られるのか、あるいはどういう影響が出てくるのかということである。以上四点が私としては気になっているところである。

我が国のマーケットについては、為替、長期金利、株価、いずれも差し当たりの材料は織り込みつつある。取り敢えずの落ち着きどころを探す小動きという感じだが、基調的な安定感はない。一方で次の動きに対するエネルギーが蓄積されている感じがある。先日のローンサーベイ、あるいはクレジット市場の動き、株式市場での個人投資家の動きから見ると、経済全体でリスクテイクの志向が少しずつ出てきているのかなという気はする。今後、株価のさらなる上値追いには新しい材料、例えば円高傾向の反転とか、企業収益のさらなる改善、内需拡大の確認、こういうものが必要と思われる一方、市場の地合いとして円高のモーメントが非常に強い。長期金利も上昇圧力がかかり易いという環境なので、市場の動きは今後の回復の持続性に大きなリスク要因になると思っている。金融調節方針の方は、現状維持で良いと思う。ただ、不良債権処理に一定の進捗が見られていて、株価の上昇もあって大手行については、一応の安心感が広がっているが、地銀、中小金融機関については決算発表時期が近づくにつれて、何かと信用不安が出易い地合いとなる惧れがあるように思う。この点は要注意である。最後に展望レポートだが、シナリオ、それからリスク要因、内容表現について、全体として特に異存はない。若干コメントを申し上げる。リスクバランスの判断は行わない訳だが、挙げられたリスク要因のバイアスをどちらの方向に見るかによって、標準シナリオをベースとしながらも、そこには認識の幅が事実上存在することになると思う。私自身は、リスク要因のうち、海外、特に米国景気の回復持続性、及び円ドル為替相場について、標準シナリオとその前提となるベースラインには、下方へのバイアスが強いように思っている。なお、このような標準シナリオ内でのバイアスの違い、これを3か月後の中間レビューでどうやって表現していくのか、多少テクニカルだが気になるところである。それから、展望レポートには具体的に言及されていないこの他のリスク要因として、以下、二点を申し上げたいと思う。今後、不良債権問題が再燃するとすれば、それは地域金融機関に端を発するものと思われる。その場合、ただでさえ遅れている地方経済の回復に甚大な影響を与えかねない。監督当局の対応の枠組みがまだ

明確でない。このような動きが実体経済やマインド面にどのような影響を与えていくか、金融システムにどういう影響を与えるのか、もう一つ読みにくいリスクが残ると思っている。それからここへ来ての設備投資の意欲の回復と相俟って、産業空洞化がさらに加速する傾向が出ている。国際化の進んだ大企業経営者からは、連結収益は好調だが、国内の単体は良くないという声が聞かれる。いずれにせよ、空洞化の進展が、大企業の収益や景況感の改善にもかかわらず経済全体の底上げを制約するリスクは、益々高まるのではないかとと思っている。以上である。

#### 福井議長

一通り意見を出して頂いた。伺っていて、やはり前回、月初会合における我々の情勢判断、緩やかな景気回復への基盤が整いつつあると、こういう判断が再確認され、その後の動きを見ていると、こうした判断に沿った動きが少しずつより良い姿で出始めているという感じではないかと思う。最大の特徴は、輸出に加えて生産の上向きの動きがはっきりしてきたということで、この二つの動きを起点として予想された好循環が始まりつつあるという、こういう基本的な認識ではないかと思う。物価の方は、引き続き-0.1%という数字が出た訳だが、展望レポートと絡んで先行きどう見るかということが非常に大事な段階に入ってきている。我々が想定する先行きの経済のパスとの関連で、基本的なGDPギャップが一体どういうペースで縮まっていくのか、この一番大事な点をこれからよく吟味をしていかなければならない。岩田副総裁のご指摘のように意外に早くという可能性を念頭に置きながら、しかし今の委員の大勢は予想される標準的な見通しのもとでは、やはりこのギャップの縮小は引き続きモデレートに進むのではないかという感じのように受止めさせて頂いた。それから、海外の経済の動きとの関連で考えても、アメリカ、あるいは中国と予想以上に高い成長率が出てきているということなのだが、これと日本経済との関係、グローバル化が進展するもとで文字どおり世界経済のシンクロナイゼーションの動きというものが明確に出てきて、その中で日本経済も動くとい

う部分が強くなってきていると思う。従って、当面こういう海外の環境も良いだろうという植田委員のご指摘のとおりではないかと思うが、少し先まで見るとどうかというのは、多くの方がまだリザベーションを置いておられるということだと思う。もし、アメリカ、中国だけでなく、世界経済と言うか、日本以外の経済の動きが当面良い動きをするにしても、先行き何か大きなスイングをするということになってくると、その中でまた日本経済がどうなるかということはかなり先取りのにしっかり判断していかななくてはいけないことではないかと思う。金融資本市場の方は、当面比較的落ち着いているという判断を頂いた。ただ、債券市場には引き続き不確定要因が潜んでおり、やはり注意深く見ていき、また対処していかななくてはいけないと思う。為替相場の動きについては、そのこと自身の動きにナーバスになるということは当然ない訳だが、須田委員、福間委員、岩田副総裁ご指摘のとおり、それが日本経済の実体経済にどういう影響をもたらすものなのか、その可能性という点について、常に注意深く判断していく。これは当然のことだと思うが、そのように理解したいということである。次回決定会合までの金融調節方針については、基本的に現状維持ということでご異存なかったかなというように一応受止めさせて頂いた。展望レポートの部分はまた後程に譲りたいと思うが、ここで政府の代表の方のご意見を頂戴したいと思う。津田総括審議官お願いします。

#### 津田財務省総括審議官

それでは申し上げます。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、景気は持ち直しに向けた動きが見られている。

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ならしめるうえで、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。実体経済の動きを先取りした過度の金利の上昇や、実体経済を反映しない急激な円高は、景気回復に悪影響を与える惧れがある。

日銀におかれては、これらのことを含め、経済・市場動向について十分注視し、機動的な金融政策運営を実施して頂きたいと考えている。

なお、前回10月10日の金融政策決定会合において、量的金融緩和継続のコミットメントをより明確に示されたが、今後とも、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。

本日公表予定の「展望レポート」における標準シナリオや見通しが、この観点から世間の注目を集めていることは十分に勘案して頂きたいと思う。以上である。

福井議長

有り難うございました。中城政策統括官からお願いします。

中城内閣府政策統括官

15日に報告した今月の月例経済報告では、「景気は持ち直しに向けた動きがみられる」と景気の基調判断をした。また、引き続き為替相場や長期金利など、金融・資本市場の動向には留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」の早期具体化を図っている。「基本方針2003」においては、政府・日本銀行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は克服できるとみられるとしている。

「経済・物価の将来展望とリスク評価」におかれては、需給ギャップが小幅縮小に止まり、依然デフレ傾向が継続すると展望されている。

今回も消費者物価指数を基準とする量的緩和政策継続のコミットメントを明確にされているが、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頂くとともに、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。

なお、今回の「経済・物価の将来展望とリスク評価」においては、GDP統

計の見方について論じている。

GDPデフレーターはパーシェ型価格指数であることから、消費者物価指数や企業物価指数などラスパイレ型である他の物価指数と比べ、相対的に低めとなるという一般的な傾向がある。

こうした問題に対しては、より直近の経済構造を反映すべく、5年ごとに基準改定を行っている。現在、平成17年の2000年基準への移行という課題とともに、デフレーターの推計方法も含め、推計方法全般に亘って検討を行っているところである。以上である。

福井議長

有り難うございました。以上のご意見も踏まえながらさらに経済及び市場についての判断、当面の調節方針についてご議論を続けて頂きたいと思う。

須田委員

一言よいか。先程、植田委員がちょっと言われたが、私が言いたかったことがやや通じなかったように思うので、もう一回言いたかったことを纏めておきたい。私は前回上限枠を上げるのも、それから当座預金残高を振らすのもその意図が明らかではないし、透明性を低めるということを懸念して反対したということで、そのマイナス面がやはり出ているということ、そしてそれを少しでも減らすためには調節は、福間委員とは違うが、なるべくニュートラルにしてメッセージ性を入れないように、というふうに言いたかった。その点では植田委員とは同じではないかなと思う。

あと一点よいか。GDPギャップについて何回も議論があったからこれ以上あまり議論したくないが、真の潜在成長率と見かけの潜在成長率は違い、私は見かけは2%だというふうに捉えている訳である。見かけが2%だと考えて実際の数字と対比したとしても岩田副総裁としては物価の見通しというのはかなり低く出すぎているということになるのか。



#### 岩田副総裁

私は見かけで言うとなかなか分かりにくくなるので、できる限り本当のGDPギャップは幾らなのかということを知るべきだと。だから現実のGDPも見かけで議論するのではなくて、私はパーシェバイアス0.5%位だと思っているので、2.5%の成長率というのを仮に予測した場合には、実は2%の実質成長率だと考える。それから潜在成長率の方も、見かけの数字でもって作られたものだから、それよりは少しディスカウントすべきだと。これはトレンドを取るのだから、パーシェ効果が薄くなるから、例えば0.2%分下方に、例えば1.3%がこれまで考えていた見かけの数字で考えていた潜在成長率だったらば1.1%と考えるべきだと思っている。ただ、もう一つ分からないのは、IT関係で革命があって、実際に質的な向上とか生産性の向上が実は今の計り方ではそもそも上手く捉えられていないということを見ると、本当の潜在成長率は今の計り方でやっているよりも少し高いという可能性もあるというふうに思っている。だから結果的には元の1.3%位に戻ったままで考えてもあまり間違いがないと思っている。

#### 福井議長

その他の点でご意見あったらどうぞ。

#### 植田委員

私も岩田副総裁と違いはないと思うのだが、将来見通しを量的緩和政策継続の一つの条件としたことにそれに反対ではないのだが、数字的にかっちり色々やっていくことの難しさもあるのではないかという点だけである。

#### 福井議長

他にあるか。それでは金融市場調節方針に関しては、議案の取り纏め、採決というプロセスに移りたいと思う。この次の政策決定会合までの金融市場調節方針として、議長としては現在の当座預金残高目標を維持するという点をポイントとする議案の提出をしたいと思うが、市場調節方針に

関して、他に議案提出をご希望の方はいらっしゃるか。いらっしゃるなければ、議長提案をさせて頂きたいと思う。

[議案配付]

それでは執行部から読み上げてみて頂けるか。

櫛田企画室参事役

それでは議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。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。」。続いて別添である。「2003年10月31日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成多数）。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

大変恐縮だが、政府ご出席の方は一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

追加的なご意見の表明がなければ採決に移りたいと思うが。それでは採決に移る。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

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

全員一致で議長提案が採決された。白川理事と金融市場局長に申し上げるが、ただ今定められたような方針に則って市場調節に努めて頂きたいと思う。なお、前回以降の機動的弾力的な調節ということに関して、当然のことながら、流動性供給残高を無理に増やすということでは全く意味がない。やはり市場のニーズをよく汲み取って、オペレーションを通じた市場との対話を深めて頂くことが狙いである。そういう趣旨で一つ宜しくお願いしたい。

IV. 「経済・物価の将来展望とリスク評価（基本的見解）」の取りまとめ  
福井議長

次に展望レポートの見通しの計数だが、先程要回収とハンコを押した紙が配られたが、今までの議論、あるいはこの紙をご覧になって、さらにここで再提出を皆様方からお願いしたい。修正をされない方もその場合は変更なしと一言記載して頂いて、やはり封筒に入れてお返し頂きたいと思う。宜しく願います。

ここで政府からの出席者はもう入って頂いていいんですよね。集計が終わってからか。もう入って頂いていいんですよね。それではお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。議長提案どおり可決した。

展望レポートの中の政策委員の大勢見通し、計数による見通しのところ、今日の議論を踏まえて、数字を修正して提案したい委員が含まれていた。従って、ちょっと集計に時間を要するので、ここで10分位、恐縮だがブレイクをさせて頂きたいと思う。10分位というのは曖昧なので、ちょうど正午再開とする。

(午前11時47分中断、午後0時再開)

それでは再開する。どこが変わったか、ポイントを説明して下さい。

[政策委員の大勢見通しが入った参考を再配付]

山口企画室審議役

変わったところは、全員見通しまで含めて4か所である。まず、大勢見

通しの方だが、2004年度の実質GDPが変わって、当初2.0%~2.6%だったのが下限の方が2.3%に上がり、2.3%~2.6%という形になった訳である。それから国内企業物価指数、これも2004年度の方で-0.9%~-0.4%ということであったが、これが-0.8%~-0.4%と、これも下の方が変わったということである。それから、全員見通しの方は、2004年度の国内企業物価指数だが-1.0%~0.0%だったのが-0.9%~0.0%、これも下の方が変わったということである。それからCPIの方だが、2003年度、-0.4%~0.0%というのが-0.3%~0.0%と変わったということである。以上である。

福井議長

新しい数字を前提に展望レポートの中身について先程一通り意見を頂戴した訳だが、引き続き討議をして頂きたいと思う。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

先程申し上げた15ページの従来念頭に置いていた1%台という点。これは田谷委員からもちょっと伺いたいのだが、前回の展望レポートでは1%台前半と書かれていた。

田谷委員

前回かどうかは知らない。

岩田副総裁

従来ということであれば、それは従来通り前半とした方が宜しいのではないかと思う。

福井議長

今回はどうなっているのか。

白川理事

前回、前々回だったかな、1%台前半と。前は書いていない。

福井議長

前は書いていないのか。

白川理事

然り。

福井議長

書いていないが、前は前々回を踏襲していたということか。

白川理事

そう深い意味があった訳ではないが、そういうことだと思う。GDPの潜在成長率については、概念的には勿論規定されるが、ぴったりと計算できる訳ではないし、調統局の方も確か3種類位の方法で今チェックしている。しかしそれとて勿論幅があるから、最後は特定の数字を強く出すというのもどうかという感じはする。従来1%台前半で出しているから、別に反対するものでもないが、ただ今回、全体に潜在成長率を巡る概念が錯綜している。まず真の潜在成長率、それから真の潜在成長率に対応する統計上の誤差、バイアスをもった成長率と、それからそういうものがないものと、三つ位あって、そこであまりこう精緻に議論を展開してもどうかと

いう気も多少はあるが、そこは勿論最終的にはご判断ではある。

福井議長

念のため前々回はどういう文章になっているか。

櫛田企画室参事役

前々回は、「マクロの需給面から見ると、日本経済の短期的な供給能力の伸びが年1%程度に低下している」、因みに前回だが、「日本経済の短期的な供給能力の伸びは年率1%台とみられる」という記述である。

白川理事

さらにその前、前半というのは。

福井議長

前半という言葉は一度も使ったことがないのか。

白川理事

これは初めて使ったのは、3年前に展望レポートを出す時に、実は物価の色々な論文を沢山出して、その時に初めて脚注で「潜在成長率は幾ら」というのを出した。その時、若干話題にもなった。確かその時が1%前半ということではっきりグラフだったか、脚注の数字だったか、ちょっと記憶はないが、それは出したと思う。それは物価論文の方である。

福井議長

物価論文の方か。

白川理事

然り。

武藤副総裁

事実の確認だが、そういう数字が出ていた時にこのデフレーターが少し幅があるという議論との関係はどのようになっていたのか。

白川理事

バイアスについてか。

武藤副総裁

然り。

白川理事

一般的なパーシェバイアス自体は勿論認識されていた。ただ、そのパーシェバイアスが足許大きく拡大しているということについて、定性的には多分理解があったと思うが、ただその数字的にそれが例えば1%位であるとか何だとか、そういうふうなところまでは分析というのとはなかったと思う。展望レポートには書いていないが、認識があったかと言われると、パーシェバイアスは昔から勿論元々存在するものだと、それからパーシェバイアスがどの程度あるかに関して、その定量的な分析があったかと言うと、多分なかったと思う。

武藤副総裁

そこですね。

白川理事

一つに、技術革新自体が激しくなってきたりとか、あるいはCGPIにヘドニックが入ってきたという、そういう意味では環境の変化というのがあると思う。



岩田副総裁

この文章は、従来はこういうふうに使っていたということだから、まさに従来のままで私は良いのだと思うが。

福井議長

従来のままというのは、何が従来のままなのか。

山口企画室審議役

そうすると前回については、先程も申し上げたが、「日本経済の短期的な供給能力の伸びは年率1%台とみられる」という表現であるし、それからその前の前々回は「伸びが年1%程度」というようなことである。

岩田副総裁

どちらが良いかと言うと、私は「程度」の方が良いと思うが。

福井議長

如何か。

田谷委員

今、ドラフトで皆がイエス、ノーを言う文章だし、見かけと真と、しかもそこに質的調整を加えた効果が凄く大きくなってきているので、ちょっと難しいかなという気がするが。

福井議長

ということは、幅を持った言い方がいいか。

須田委員

このままの方が良いかも。

植田委員

前回は1%台か。

山口企画室審議役

然り。

植田委員

だったらそれで良いのではないか。

岩田副総裁

ではそういう了解で。

福井議長

では前回は踏襲するというので。他にご意見はないか。

中原委員

大したことは言わないのだが、リスク評価の順番だが、2ページの不良債権と内需の問題、前回と入れ違えているが、マーケットの方はやはりこの順番をかなり気にするようで、今回内需を一番最後に持ってきたというのは、内需の回復についてかなり自信を深めてきたというふうに——そうかどうか分からないが——何か意図的にこの順番はあるのか。

白川理事

ここは国内民間需要の動向ということをリスク要因として挙げている訳だが、国内民間需要と言うのは、GDPの相当部分を占める部分である。それがリスク要因であるというのは、何となくしっくりこないところであると皆思っている訳である。それ自体は本来は標準シナリオに入ってくる部分だという感じがする。そういう意味で、従来から実はある種の居心地の悪さというのはあったと思うが、ここで書いているのは、どちらかと言

うと、この広がり、ここに書いてあるとおおり、製造業大企業を中心とする現在の回復の姿がもしかすると例えば期待成長率が上がっていくとか、そういうことであれば、少し広がっていくなど。そういう意味では、足許と言うか、もう少し先のことを考えて言うなら、そのリスクと言うか不確定要因というニュアンスを込めているという感じがする。それに対して、最初の1、2はもう少し短期的な不確定要因、リスク要因という意味合いがあるかなと私自身は思っている。

中原委員

タイムフレームと言うか、…。

白川理事

言ってみれば遠近感みたいな。

中原委員

私はどちらかと言うと、内需の方、特に企業の期待とか広がりというのは、目先問題になってくる部分であり、印象的には何かこちらがより大きな部分を占めるし、不良債権の方は大手行を中心とした安定性がどの程度かという判断、評価もあると思うが、どちらかと言うと、大手行よりはリージョナルバンク以下が実際のところ問題となっている。全体としては内需の方が先にあった方が何かバランスが良いような気がしたのだが、これはこだわらない。

福井議長

他にご意見あるか。

田谷委員

十分に言っているのです。

福井議長

中原委員のただ今のご意見はどのようにするか、皆さん。

中原委員

私は別にいいです。何となく。

福井議長

そういう感じ。

中原委員

前回と入れ違ったという部分があったので聞いた。

白川理事

委員のご判断だが、製造業大企業を中心とする動きが非製造業とか中小に広がっていくかどうか、それ自体はどちらかと言うと標準シナリオの方である程度キャプチャーして、しかしそれを越えるものがどの程度あるかということだと思う。そういう意味で、一応この整理では少し蓋然性はあるが、今直ぐそれをリスク要因として挙げると言うか、少し先のものとして、というふうに、そのような位置付けでいる。ただ、これも皆さんのご判断だが。

中原委員

結構である。

福井議長

宜しいか。それでは他に意見がないようなので終わりにする。私自身もこの展望レポートの記述についてはこれでいいだろうと思っている。持ち回り、採決にしたいと思う。

[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展望レポートを可決させて頂いた。この「経済・物価の将来展望とリスク評価」だが、本日 15 時、対外公表する。本日 15 時に発表するのは、この今の表のところ、基本的見解、それから数字、そこまでである。全文の方は、11 月 4 日、来週だが火曜日 14 時に対外公表する。従って、それぞれ時間が違っているが、それまでの機密管理は厳にお願いしたいと思う。特に数字については、今日 15 時前に出ると新聞報道等の関係で大変厄介な問題が起こるので、従って数字は回収させて頂いた。何分宜しくどうぞ願います。

## V. 閉会

福井議長

今日の議事はこれで全て尽くした訳だが、次回は11月20、21日、二日間を予定している。宜しくお願い申し上げます。なお機密保持関係の確認である。毎回申し上げているが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含めて厳に出席者限りということである。これらは議事要旨、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。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、この場にいらっしゃる方全て厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上である。これにて散会する。ご協力有り難うございました。

(午後12時15分閉会)

以上