

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2003年11月20日（13:59～15:37）

11月21日（9:00～12:07）

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（20日）

石井啓一 財務副大臣（21日）

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
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	正木一博

I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催する。

(午後 1 時 59 分開会)

本日と明日と 2 日間の会議である。本日は執行部からの金融経済情勢に関する説明を受けるということになっている。宜しくお願いする。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。宜しくお願いする。内閣府の方からは中城政策統括官にお越し頂いている。宜しくお願いする。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、及び政府の出席者の方々、そのことを宜しく踏まえてご発言頂ければと思う。なお、明日は金融経済情勢に関する討議、当面の政策運営等に関する討議、その他月報の検討、議事要旨の承認というようなことを予定している。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

それでは本日の討議に移りたいと思う。金融経済情勢に関する執行部の説明である。各説明毎に質疑応答の時間を設ける。宜しくお願いする。最初に金融調節、それから金融・為替市場の動向である。白川理事と中曽金融市場局長をお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告 (資料—1、2)

中曽金融市場局長

それではお手許の追加資料 1、2 に即して説明をする。まず図表 1—1、金融調節については、前回決定会合以降、日銀当座預金残高は 11 月 4 日に 31 兆円台に一旦乗せた。その後は 5 日の税揚げや 10 日の T B、F B の発行があつて、資金不足日が続いたこともあつたので、10 日には 28 兆円台ま

で低下している。この間の振幅が約 2.4 兆円と拡大したターゲットレンジを活用する形での運営を行った。ただ、その後は当座預金残高は 30 兆円前後で推移している。この間、短期金融市場は全体に落ち着いていたが、指標レートの無担 O/N レートは、17 日、18 日に -0.001% と 2 日間連続してマイナス値を付けている。これは一部の特定の外銀が取引閑散の中でマイナスレートでのコールを放出したことが背景である。次に図表 1-2 だが、日銀当座預金の保有状況、こちらは大きな変化はない。続いて図表 1-3 である。オペの結果の推移を見ていく前提として、まず足許までの資金需給について概観すると、10 月後半以降 11 月の初め頃までは国債発行とか税揚げといった要因から資金不足になっている。このために、次の図表 1-4 で示しているように、金融調節面では供給オペの頻度を上げてきている。まず一段目の手形全店買入オペについては、10 月 28 日以降の年度末越え資金供給を行っている。各業態とも相応の調達ニーズがあるが、レートは平均ベースで見られるように、 0.033% から 0.010% と低下している。また二段目の本店買入オペだが、こちらは年末越えの資金を供給している。こちらもオペレートは、 0.014% から 0.002% へと低下している。同様に年末越えの資金を供給している四段目の国債買現先オペについても急ピッチでレートが低下していて、足許では 0.001% となっている。調達サイドに取り急ぐ動きはない。19 日オファー分についてはシャドーを付しているように、このオペとしては初めての未達となった。それから手形オペについて一言付言しておく、取り手のニーズを肌理細かく満たすという観点から、初めての工夫だが、エンドの異なる 2 本の手形オペを 18 日に同時にオファーしている。表に示しているように、1 本は本店買入であって年度末を越えない資金供給、もう 1 本は全店買入で年度末を越える資金供給を行った。結果を見ると、長い資金を欲しい先は全店オペに、それから長い資金は要らないがコストの低い資金を欲しい先は本店買入オペに応札してきた。それから吸収サイドだが、頻度を上げて供給した資金を一旦吸収するオペを実施している。ツールとしては、売手に加えて 11 月中旬から国債売現先を併用している。より幅広い先からの資金吸収を併

用することによって吸収に努めた訳である。レート面では最近に至っては表に示しているように、資金余剰感の強さを反映していて、レートは両方とも下限の 0.001% に貼り付いている。次の図表 1-5 に移り、A B C P オペについて見ると、11 月 6 日に四回目のオファーを行ったが、応札額は 164 億円で、買入上限額に満たない結果となった。私共、適格玉は 1 千億円以上あると見ていたが、結果的に応札が少なかったのは、基本的には最終投資家への売れ行きが好調で、適格玉がほとんど売り切れてしまったことが背景のようである。最近ではターム物の金利低下があつて、イールドの稼げる CP とか A B C P の需要が極めて強いようである。続いて金融・為替市場の動向だが、まず図表 2-1、(2) 短期ターム物レートの推移を見ると、オペの頻度を上げていることもあつて、特に短国の 6M、1Y、この辺りが急ピッチで低下している。長期金利は、図表 2-4 だが、全体的な動向について決定会合以降の状況を見ると、11 月初旬位までは衆院選挙とかあるいは、ハードル競走とも比喻されたが、11 月に入つての毎週の国債入札、こういったことを控えて様子見気運が強まつて金利は上昇していた。その後は株安・円高、それに国債入札が無難に行われてきたことから、金利は低下している。足許では株価に左右され易い状況となつていて、本日は 1.3% 台の水準となつている。次の図表 2-5 でイールド・カーブの変化について見ると、各グラフで示しているように、全般にこの期はフラット化が進んだ。図表 2-6 に進んでボラティリティ関連の各種の指標を見ると、(1) のヒストリカル・ボラティリティとかあるいは (3) の先物の日中の値幅は、一時は縮小傾向にあつたのだが、足許でまたやや拡大気味に推移している。このようにボラティリティがなかなか下がらないのは、中期的にはやはり我が国の景気回復、あるいは国債大量発行見通し、そういったことから金利上昇を見込む向きが多い訳だが、目先はどうも債券市況が株価の状況に振られ易い展開となつているということが背景と見ている。次に、図表 2-8、社債スプレッド等の動向だが、クレジット・スプレッドを見ると、(1) 社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、高格付ものについてはもはや縮小余地が乏しくなつている。そこで

投資家は低格付ものへの投資姿勢を積極化しているようである。従って、そういった格付け銘柄のスプレッドが幾分縮小していることが見て取れる訳である。次の図表 2-9、銀行債スプレッド等の動向で銀行債はどうなっているのだが、(1) のグラフでは大体横這い圏内で推移している。ただ一方で、(2) 銀行セクターの CDS のプレミアムをみると、これはまた後程申し上げるが、銀行株が下落をしているため、足許では幾分拡大気味になっている。それから図表 2-10、シンジケート・ローンの組成状況だが、(1) 組成額を見ると、趨勢的に増加していることが分かる。(2) では、組成件数も趨勢的に増加していることが分かる。ただ、一方、折れ線グラフで見ると、1 件当たりの組成額は次第に少額化していることが観察される。なお、シ・ローンについては、9 月の金融政策決定会合において、シ・ローン債権の担保受け入れについて検討を進めている旨執行部よりご報告したが、その後も市場関係者などからご意見を伺いながら実務面の検討を進めてきた。この結果、この度シ・ローン債権を担保として受け入れる準備が整った訳である。従って明日だが、必要事項を取引先金融機関に通知して受け入れを開始したいと考えている。なお、各金融機関で既に本行に対して多額の担保を差し入れているので、本措置によって実際にどの程度担保として差し入れるか見通しがたいところもあるが、当面の利用状況なども見極めていきたいと考えている。次に図表 2-11、株式相場の推移等をご覧頂きたい。このところ株価だが、必ずしもファンダメンタルでない要因で下落をしている。足許では (1) で示しているように、日経平均は、今日は反発をしているが、昨日は 9,700 円を切る水準となっている。

(3) で示しているように、各国市場と比較してもややこの間の下落幅が大きくなっている。下落の要因は、幾つかあると思うが、要因の第一は、11 月に決算期を迎えた海外ファンド筋が利益確定売りを進めているということである。実際株価が上昇し始めた 4 月以降の TOPIX をドル換算してみると、円高差益もあるので、ピークでは 50% 位の上昇率となっていて、そういった意味では足許はファンドにとっては絶好の利食い売りのタイミングになっていると言えると思う。第二に、こういったことを契機

にこれまで信用買いを増やしていた個人投資家が信用取引の手仕舞い売りをしたことが相場下落に拍車をかけたのではないかと思う。昨日とか月曜日の相場急落はこの要因も大きいとみている。第三に、米国における投信不祥事である。いわゆるレイト・トレーディングとかマーケット・タイミングとか、そういった不当な取引に対する司法当局、それからSECの調査・摘発が続いていて、今後の展開如何では米株安を通じ、日本へ影響が及ぶ可能性があると考えられている。それから第四だが、日本もテロ攻撃の対象となり得るという報道が市場心理を冷やした面もあるようである。次に図表 2-12、主体別売買動向等で見ると、この表では 11 月 4 日までの週しか計数がないが、相変わらず海外投資家が買い越し基調となっている。この後利益確定売りが出ているとは思われるが、かと言って、外人の日本株投資の流れが大きく変わったという訳ではないようである。一方、国内の主体の多くは相変わらず売り越し基調だが、投信については、新規の株式投信の設定が増えていることもあって、10 月は 854 億円と、こちらは 9 か月振りの買い越しになっている。業種別の騰落率を (2) で見ると、前回決定会合以降、ほぼ全業種に亘って下落をしている。特に下落幅が大きいのが次の図表 2-13 で示している銀行株価だが、下落幅が大きいのはメジャーバンクで、こちらのメジャーバンクの株は上昇幅が大きかった分、利益確定売りの対象となって軒並み下落をしている。一方地銀株は、下側だが、ほとんどこの間動いていないが、一部低位株については、りそな型の既存株主ペイルアウトを期待する思惑だとか、あるいはムーデーズの格上げ検討の報道、こういったことを背景に強含む局面も見られたところである。最後に図表 2-14、主要為替相場の推移だが、こちらは (1) で太い実線で示している円ドル相場は、ドル安センチメントがこのところ強くなっている。ドル安材料として、指摘できるのは、第一にアメリカの経常赤字ファイナンスの問題である。この点に関しては、先般公表された計数で世界から米国への証券投資が 9 月に激減したことが明らかになっているが、これがドル安を加速している。第二にはイラク情勢の緊迫化。そして第三には外人投資家の対日株式投資姿勢が、依然相応に強い

こともドル売り材料として指摘し得ると思う。ドルは円だけでなく、全通貨に対して売られている訳だが、ただ、ドル／円について言うと、ドルが108円辺りを切っていくレベルでは非常に介入警戒感が強くなっているのので、一方的にドル安円高が進むということにはなっていない。そのためドル／円について見ると、昨日は一旦107円52銭という、3年振りの水準まで下落をした後、109円台まで急反発をしている。一方、(2)で示しているユーロ／ドル相場については、ユーロの場合は円の場合と違って介入警戒感が小さい分、円よりも対ドルで強含み易い訳で、現に11月19日、昨日だが、1.1978ドルと既往ピークを付けている。ドルについては足許でもまあ強い景気指標が出ているのだが、それにもかかわらず外為市場では米国経常赤字ファイナンスの問題が意識されていて、中期的にはドル安センチメントが根強い状況が続いている。最後に、図表2-15、全体を纏めると、金融市場は落ち着いている短期市場を除くと、株価動向に影響を受け易い地合いとなっている。その株価を左右するのは当面外人投資家と思われるが、(1)のフロー表の対内株式投資を見ると、こちらは11月10日の週の数字も入っているが、買い越しが続いている。ファンド筋の利益確定売りもあると先程申し上げたが、一方出遅れ気味のファンド筋とかあるいは年金のようなリアルマネーは相応に日本株投資を続けていると見られる訳である。それから一旦利益確定をした外国系のファンドも12月以降再投資にどのように出てくるのか、こういったのもポイントの一つと見ている。私からは以上である。

福井議長

どうぞ質問等があれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。国債の買現先なのだが、11月19日に札割れになった。この理由について、私も色々スペキュレーションしている。普通は資金吸収オペを売出手形でやっているが、今回は11月12日、14日に国債

の売現先で吸収したことが何か作用したのかなというのが一つ目の私の考えた理由である。それから二つ目は、資金不足期ではあるが、資金の流入、要するに外資の対内証券投資が、株も国債もだと思っただが、かなり流入しているということがある。前のページを見ると、11月は資金不足になっているにもかかわらず、外から入ってきているというようなことが、何かディストリビューションというか、流動性の保有の具合についても、それを何か少し従来のパターンとは、従来の年末で説明できるような要因とは、やや違ったような状況を作り出しているのかどうかというのが二つ目に考えたことである。それから三つ目は、手形の買入等においてもマチュリティが短いものを見ると、例えばCP等は短いのだが、短いものは応札の倍率が低いような傾向がある。マーケットの方では長めのものであれば、もう少し応札しても良いと思っているが、短めは——でもこれは丁度3か月なのでそんなに短い訳でもないが——必要ないと、そういうマチュリティの需要と供給のギャップみたいなものが、マーケットで出ているのかなと。その三つ位考えたのだが、どのように考えているのか。

中曾金融市場局長

まず第一点目の札割れの背景だが、図表1-4を見ると、資金供給の頻度を上げたと申し上げた。買現先なども使って資金供給の頻度を上げている訳だが、そういう意味で買現先の頻度はかなり高くなっていた。元々の背景として先程もちょっと申し上げたが、調達サイドに取り急ぐ感じはない。それはどういうことかと言うと、彼等は年末ないし年度末の資金手当てをまだ完全に終わらせている訳ではないのだが、先に行っても恐らく調達できるであろうという安心感が多少広がっている、ということだと思う。従って、当座の資金手当てを直ちに行う必要がないことが一つの背景にあると思う。もう一つは、これはややテクニカルであるのだが、取り手サイドから見ると、現先と例えば本店買入手形、どちらが調達し易いかと言うと、どちらかと言うと手形の方が便利——つまり手形は、共通担保があるので元々入っている共通担保をベースに応札すれば良いが、国債の買現先

の場合は、担保は当然国債に限られる、といった手形オペの使い勝手の良さ——という面もあるのだと思う。そういったことが作用して19日については札割れをしたということではないかと思っている。売現先との関係如何ということだが、そこは我々ダイレクトにあまり因果関係はないのではないかと思っている。売現先については、売手と併用しているが、どうして併用しているかと言うと、これも非常にテクニカルな部分があるのだが、どうも一部の金融機関では売手よりも売現を選好する傾向があるようだ。つまり彼等としては売手を買っても流通市場がないので、それよりも国債を現先で調達した方が流通市場がある分便利だということのようだ。そのような人達も一部にいたので、そういったニーズに合わせるような形で国債の売現先は併用している。それから、対内投資で流入してきている資金のディストリビューションに何か変化している面はないか、という点である。これはちょっと今のところそういう意識で見たこと、考えたことはないのだが、特にそれで大きな変動が起きているというような感じでは私は見ていない。それから応札倍率だが、長いものの方が相対的に高くなっているということだが、恐らく先に行けば行く程当然まだ調達の手当ての度合いが相対的に進捗していないので、傾向的にやはり長いもの程選好されることは、ある程度恒常的に起きている話ではないかと思っている。

福井議長

宜しいか。

岩田副総裁

結構である。

須田委員

一つ良いか。先程シ・ローン債権を担保に入れるという話だった。それと関係するが、受入担保残高が少し減少しているが——でもそれは国債が減っただけだが——、その残高の減少、あるいは国債を減らしている背景

をちょっと教えて頂きたい。

白川理事

基本的には、本行がどんどん量を供給していくと、マーケットの方でも資金需要のニーズがある時にはできるだけ担保を入れる。ところが夏場以降——6月以降特にそうだが——、今度金利が少し上がってくると、担保を引き抜く。基本的には共通担保は便利が良いのだが、しかしいつでも抜ける。そういう意味では担保の動きに実は相場観が出ているなという感じがする。その時に抜くのは一番流動性の高い国債になってくる。そういう動きだと思う。

福井議長

他に宜しいか。それでは本件のうち、シ・ローン債権の担保受け入れが可能になったという件については、明日の会合終了後の記者会見で私の方からその旨言及しておこうと思っているので、ご了解頂きたいと思う。次は海外経済について、平野理事、堀井局長お願いします。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

本日お配りしたお手許の資料、追加分をご参照頂きたい。図表1で米国の主要経済指標について確認したい。いつものとおりシャドーが掛かっているのが前回会合以降判明した計数である。まずは、2行目から4行目にある個人消費関連の9月の計数だが、これは前回決定会合時にご説明した第3四半期のGDP統計に既に織り込まれているので、本日は説明を省略させて頂く。その後の消費について見ると、5. 小売売上高があるが、10月は前月に引き続いて減少している。これは6. 自動車販売が夏場の反動で減少したことをストレートに反映したものである。自動車を除くベースで計算してみると、8月までの勢いはないのだが、9月、10月マイナスになっている数字がいずれも+0.2%という数字で増加になる。11月に入って

からの消費についても例えばチェーンストア・セールスなども見てみると、東海岸が平年比寒いということもあってまずまずの水準となっている。それから 8. 住宅着工である。非常に高い水準を保つと言うか、さらに 10 月の場合はそれを上回った。それから 9. 設備投資の先行指標に関しても 9 月は前月比+4.7%と増加している。それで今月判明した計数の中で際立っているのは、この 11 行目から 15 行目にかけて掲載されている供給サイドの統計である。拡大モメンタムの広がりを示している。例えば、11. ISM製造業だが、10 月 57.0 と 2000 年 1 月以来の高い数字になっている。また非製造業も 64.7 と既往ピークに近い水準を維持している。さらにこの 12. 鉱工業生産だが、10 月は、実は、自動車はちょっと生産が振れていてマイナスだった訳だが、それにもかかわらず全体として増加を続けている。それからこれまで回復が遅れていた雇用面が、15. だが、遡及改訂された 8 月以降 3 か月連続で増加している。その間、物価面では、17. CPI の 10 月はガソリンの値下がりがあって、前月比、前年比とも 9 月に比べると低下している。ただその点線の中にあるコアでは逆に前月比、前年比とも 0.1%ポイント 9 月より上振れているが、実はこれは帰属家賃を巡るテクニカルな要因が響いていて、全体として低インフレの状態が続いていると申し上げて良いと思う。ただし、16. PPI は 10 月 0.8%と高めの上昇となっている。食料品価格の上昇、それから 10 月については自動車の値引き幅の縮小というものが響いている。そこで次の図表 2、米国景気の本質を見、先程触れた供給サイドから見た景気拡大モメンタムを確認したいと思う。(1) で雇用が最近着実に拡大を始めている様子が見て取れる。シャドーの製造業の雇用削減が小さくなっていると同時に、卸・小売、これは斜線だが、これもマイナスからプラスに転じた。何と言っても白抜きのサービスが拡大ペースを上げている。これが全体の雇用拡大に寄与している。ISMは、先程も紹介したが製造業、非製造業ともここ数か月かなり高いところを付けている。それから (2) 製造業の生産面でも——細線の方であるが——、年半ば以降増加に転じている様子が見て取れる。在庫がこの間大きく減少しているので需要の拡大の生産増加効果が

減殺されてきた訳だが、今後企業が在庫復元を進めるということになると、生産の拡大は一段と明らかになると予想される。次に図表3、米国の金融指標、アメリカの金融市場である。株価だが、第3四半期の企業の好決算、それから高いGDPの成長率の発表といったものを受けて、11月初めにかけて上昇した。その後は利益確定の売りが出て頭が押さえられる中、極く最近では地政学的なリスクというものも意識されて頭重い展開となっている。一方長期金利は、株価の上昇局面ではジリ高となった訳だが、その後FRBの関係者が低金利政策の持続を示唆する発言を繰り返すにつれて、再び低下している。極く最近では10年物の国債利回りで4.2%程度といったところになっている。FFの先物を見ても前回会合から一旦上方にシフトした後、今度はシフトダウンして最近のところでは前回会合を下回るレベルになっている。この間、信用リスク・スプレッドを見ると、本年の春以降急ピッチで低下してきた訳だが、さすがに極く足許では下げ止まり気味である。株価のインプライド・ボラティリティは低い水準を続けている。次の図表4、ユーロエリアの主要経済指標について見たいと思う。まず第3四半期の実質GDP成長率、これは単なる前期比だが、これが速報で+0.4%となった。その前2期連続のマイナスの後のプラスである。内容についてはまだ公表されていない。その下で今度は年率の成長率が+0.9%と発表されているドイツについても当局からは輸出の増加によるものというコメントのみが明らかにされている。確かにこれに関連するデータ、7. ユーロエリアの輸出、それから8. ドイツの海外受注、四半期のところを見ると、それから10. 鉱工業生産、それから11. PMIといったものから推して、やはり輸出増加に支えられて景気が底入れしていると見られる。この間物価面では落ち着いた動きを続けている。図表5、欧州の金融指標に移る。(2) 株価は11月に入った後にも企業の好決算がアメリカに遅れる形で発表されたため、昨年8月以来の高値を一旦更新した訳だが、その後為替市場でユーロ高が進むにつれて幾分軟化している。一方、ユーロエリアの長期金利、(1) だが、株高の局面で上昇した後、このところ若干低下している。(5) ユーロの先物金利から市場の金利観を見

ると、アメリカ同様一旦シフトアップした後シフトダウンして、利上げの予想が後退している様子が分かる。この間、債券市場での信用リスク・スプレッド、それからインプライド・ボラティリティ、株式の価格リスクの認識だが、ともに低下している。なお、英蘭銀行は11月5、6日の政策委員会で25bpの利上げを決定した。内外景気の回復、家計借入の累増などを背景とするもので、利上げは2002年2月以来3年半振りである。図表6-1、東アジア諸国・地域の主要経済指標に移る。アジアの実質GDPは、第3四半期SARS終息後の計数だが、多くの国で高い成長に復したということが確認される。輸出を見てもほとんどの国で拡大をしている。それから次の図表6-2だが、生産面はそうした輸出増加ということもあって、各国とも高い前年比を示している。なお、本年初めから停滞していた韓国についても、輸出の回復を背景に最近では生産、さらには企業マインドといったものも改善し始めている。この間、物価だが、中国、韓国、台湾といったところで、天候不良に伴う食料品の値上がりから消費者物価全体の上昇率が幾分高まっている。台湾の場合マイナス幅が減っているということだが、コアの部分については今のところ変化はない。このように世界経済は全体として回復していて、また前回会合で議論されたリスク要因の多くは、その程度が幾分弱まっていると言って良いと思う。ただし、中東を巡る地政学的なリスクは極く最近だが、再び高まっていて、原油を始めとする商品市況と金融市況の一部にこれに対する警戒感も出ているということである。私からは以上である。

福井議長

どうぞ質問等あれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。不正事件なのだが、最初ミューチュアル・ファンドだけかと思ったら、今度は為替市場にまで及んでいる。40人とか、数がかなり多いのだが、あれほどの位日本の株価に影響があるとお考えか。

堀井国際局長

今日の当地の時間の朝、ニューヨークの知り合いに幾つか電話をかけて聞いた話だが、テンタティブな結論としてお聞き頂きたい。外為の方は、ミューチュアル・ファンドの事件とは違って、要するに顧客には得をさせて、それで個人的にキックバックを貰ったということで逮捕されている訳である。

岩田副総裁

損した人がいるはずだが。

堀井国際局長

顧客の方は損をしていないので、顧客に文句を言われるという感じはない。銀行、あるいはディーラーの方がリップオフされた訳だが、これはリスク管理面で、その人達が悪かったということで、なかなか文句も言えないという話で、ミューチュアル・ファンドに比べると、顧客への影響というのは小さいのではないか。それから金額が小さい。ある人は、バスケットの中にバッド・エッグスというのはあるのだと言っている。その程度の認識ではないかというのが今の感じである。ミューチュアル・ファンドの方はもうちょっと、ボディーブローのように効いてくる可能性がある。今外為市場も非常に流動性が乏しい状態になっているが、これはむしろヘッジファンドが好決算、今年の場合非常に好決算なので、せっかく儲かったのを潰したくないということで、もうほとんどポジションをとらなくなっているということの方の影響が大きくて、この手の不正事件の影響が何か効いているという感じではないというのが今日の朝聞いた感じである。

福間委員

為替、ミューチュアル・ファンド、フレディマックの相次ぐ不祥事は、大袈裟に言うとウォールストリートで、フリー・フェアという根本的な

精神が崩れている可能性を示すものであり、そういう面ではそう簡単に考えて良いのかどうかという問題はある。特に大手のインベストメント・バンカー、コマーシャル・バンカーも入っているということになると、やはり90年代のマネーブームの「儲ければいいんだ」という考え方は——これに対しては、去年はサーベンス・オクスリー法を制定して対応したのだが——なかなか根が深いと、そういう具合に考えるのだが。そのように一過性のものとして考えて良いのかなと。バフェットが先週だったと思うが、フィナンシャル・タイムズに、「分散投資をやる場合に、もうアメリカに金を置かない」と投書していた。今週のこういう事件を見ていると、なるほどそうかなと。彼はデリバティブが大嫌いな男だが、世界の資金循環が影響を受けたら困るし、何とか立て直してもらわないといけないう危機感を少し感じている。

堀井国際局長

おっしゃるようにエンロン、ワールドコムから一連の事件が起こって、これ自体は市場の信認、それから景気にも間接的に過去2年間影響してきたと思う。最初に、外為市場の今回の一件当たり数千ドルをキックバックという、そこだけについて他と比較したら影響は小さいだろうと申し上げたが、確かにそのミューチュアル・ファンドは気になる。ただし、8月以降については、現に全体のミューチュアル・ファンドへの資金流入自体がそれ程細ってはいない。個別の銘柄はかなり隆盛を誇っているというのもある。市場が非常にセンシティブになってくればくるほど、当然取引のコストは上がってくるし、それから規制強化ということになれば、当然のことながらそこでマイナスになり、ボディーブローのように効いてくるということになると思う。

平野理事

今おっしゃった話も国際会議でよく議論になるのだが、Fedの中でも二つ見方が、世界的にも二つの見方が大きくいつてあるような気がする。

マクロを見ている人は、スキャンダルが色々発覚するが、先程の堀井局長の説明にもあったように、ボラティリティが上っている訳でもなく、全体としてスプレッドも低下傾向にあるなど、割合金融市場が落ち着いて受け止めているというところに着目するので、今のような色々な問題が起こるが、それが大きくシステムあるいは経済を揺るがすようなことにはならないだろうという見方に立つ訳である。一方で、そのウォールストリートの実際の経営者と話していると、そういう肌合いを実感している人は、例のコーポレート・スキャンダルから始まって、色々な問題が噴出していることは、結構長く尾を引くマイナスファクターではないかと。設備投資は最近ちょっと明るい要素も出てきているが、なかなか出てこない裏には、そうしたことが企業心理を圧迫していることがあるのではないかと、おっしゃるような懸念を言う人も結構いる。これはなかなかはっきりとしたハード・エビデンスが掴めないのだが、一応そういうこともあり得るという目で見る必要がある。

福間委員

そうだね。

福井議長

為替、ミューチュアル・ファンド、さらにはインベストメント・バンクや、監督当局・オーソリティーでそれぞれ受け止め方が違うのか。その関係はどうなっているのか。また、エンロンなどのコーポレート・スキャンダルの時はその後のオーソリティーのリアクションは規制強化という形であったが、今度はどういう出方になってくるのか。

堀井国際局長

ホワイトカラー・クライムではあるが、これは刑事事件なので、司法当局がそれぞれ、例えばエンロンの場合は詐欺だし、今回の場合も詐欺と不正、ウィキッド・トランザクションと言っているが、不正ということだか

ら、F B Iとそれからニューヨークの当局、犯罪の方の当局が乗り出して
くることになった。ただいずれの場合もS E Cと協力してということにな
るので、規制ということになると、やはりS E Cに戻ってくる。

福井議長

為替も、ミューチュアル・ファンドも全部か。

堀井国際局長

然り。今回は、先物取引所とS E Cとが協力して、というふうにステー
トメントの中に出ている。

平野理事

規制との関係では、この投信のスキャンダルに絡めてはディスクロージ
ャーをやはり強化していかざるを得ないだろうという考え方がある。しか
し、ディスクロージャーを強化すれば、そのダウンサイドもある訳で、い
わばフロントランナーみたいな取引を助長する面と、投信から、もっと言
うと、ヘッジファンドに金が流れるであろうということ进行予想する人がい
る。マーケットのインパクトはまだ良く分からないのだが、いずれにしても
ディスクロージャー強化という確認の方向では何らかの対応は取らざる
を得ないのではないか。

福井議長

ここの出方が、今後のマーケットに一番影響するかもしれない。

岩田副総裁

関連でちょっと良いか。アメリカへの資本流入が9月の数字ではちよつ
と悪かったが、これは特に民間によるエージェンシー債とか、そういうも
のがむしろマイナスになってしまったと。今回のこういう事件があると、
足許第4四半期について、資本流入はそういうことがあっても大丈夫だと

考えるのか、やはり弱めになると考えるのか。弱めだとドル安圧力になってしまうと思うが、そこはどうお考えになるのか。

堀井国際局長

おっしゃるのは9月の少しマーケットで喧伝されたアメリカへの資金、アメリカとのレスト・オブ・ザ・ワールドの資金フローの話だと思うが、アメリカへの資金流入が大幅に減ったのは、ヨーロッパのアメリカへの債券投資の分が大幅に減ったためである。その時に同時に起こっていたのがドル安、さらにドバイのああいふこともあって、ドルを持っているとひよっとしたら損をするかもしれないというところで影響したのかなとみている。アジア除くジャパン、AXJとよく言っているが、ここも落ちている。これにもやはり同じような思惑があろう。日本の場合は当局の分が入っているので日本からは落ちていないというのが表面的な数字になっている。従って、やはり先行きドルの信認というものを当然のことながら市場関係者、あるいは投資家がどう考えていくかということに大きく依存している。

須田委員

原油価格が上がっている。オイルマネーの動きを見た時に、結構アメリカへの投資を嫌っているという話もよく聞くし、あるいは日本に投資するという話——不動産絡みで投資をするのではないかという話——も聞いているのだが、そこら辺の動きはどうか。

堀井国際局長

私も恐らく委員と同じ情報だと思う。数字はなかなか分からない。ただ、産油国のドル離れということではなくて、アメリカに置いている資産からロンドンにあるドル資産へというのはかなり前からあった。しかも、例のテロ、今回の戦争の前から今年の上半期に、かなりヨーロッパの、要するにトラディショナルなユーロダラーに移ったと言われている。ただ、これ

はユーロダラー市場を經由して結局ニューヨークに戻る訳だから、為替へのインパクトという意味ではニュートラルになるはずである。

須田委員

あと一点、自動車なのだが、やはりこれから消費を考えていく時に自動車の動きが気になっているが、今後の見通しというのはどういうふう考えているのか。

堀井国際局長

自動車はこの数字から見てもやはり夏の数字自体が年率 1,900 万台という異様に高い水準であった。これは旧モデルを売るためにインセンティブを最後にどっつけて売ったためとのこと。10 月についてはそういうことでインセンティブをかなりやめて、ニューモデルを普通に売っていて反動を取り敢えず出させたということかと思う。ベースとなる所得の方が安定的に上がり、しかも資産価格の方も大きな変動がないということになると、それ程大きく落ちないと見て良いのかと思っている。この反動を越えた後であるが。

平野理事

先程の資本フローと為替の話なのだが、ちょっと大雑把な見方かもしれないが、取り敢えず今起こっていることは、確かに色々な問題があって、多少ドル投資に躊躇する動きがあると思う。ただアメリカの資本市場の方は先程の説明にもあったように株価も崩れていなければ、長期債市場も崩れていない。そこは崩れない分だけ、為替の方に調整圧力がちょっと集中している感じがあるかなと思う。資本を引き付けるのに十分に安くならないといけない訳だから、そういう意味でちょっと為替の方に調整圧力が寄っているなという印象は持っている。

福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢である。山本理事、早川調査統計局長をお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつものように資料4の図表編を出して欲しい。前回、実は結構数字は紹介してしまったので、一部重複になるかもしれないがざっとご説明したいと思う。最初に図表1、実質GDPである。GDP統計は先だって出て、ご承知のとおり7~9月については年率で2.2%の成長であった。4~6月は若干下方に下がってきて3.5%になっているが、3.5%の後、2.2%ということである。中身を見ると例えば設備投資が増加、輸出が増加、個人消費は横這い、公共投資がマイナスということで、基本的には思ったとおりという感じなのだが、細かく見ると少しずつ強いという印象ではないかと思う。他方で、デフレーターの方を見てみると、前年比になるが4~6月が-2.5%の後、7~9月が-2.7%、各種の物価指数のマイナスが小さくなっているということを見ると、なかなかGDPデフレーターのマイナスは止まらないなという感じで、そのことが全体として実質GDPのところを高くしているなという感じだと思う。これで見ると、仮に10~12月、1~3月が横這いであった場合、2003年度の仕上がりは+2.2%ということになる。そういう意味では、つい先月の内閣府の再計算の数字はもうクリアしてしまった。つい先だっけの展望レポートの中央値、2.4%というものもその当時はやや高めと言われたのだが、今や必ずしも高くないなという、そのような感じに見えるということではないか。勿論、7~9月は二次速報のところで法人季報が入ると、法人季報は4~6月が非常に強かったので、若干下方修正になるかもしれない、ということである。

それから、図表6、貿易統計を見たい。貿易統計は後程申し上げるが今朝程10月の数字が出た訳だが、実はまだ地域別などは出ていないので、

まず7~9月の仕上がりをもう一回確認した後に10月の数字について申し上げる。7~9月はこのとおり輸出は前期比で3.8%とはっきりとした増加になった。繰り返したが、アメリカが7~9月ではまだマイナスではあるが、9月単月ではかなりのプラスになって持ち直しの兆しが見える。これは(2)財別で見て自動車のところでもほぼ同じような動きが見えるということである。しかし、何と云っても地域別にはやはり東アジアが第2四半期のマイナスから第3四半期大きなプラスになったことの影響が最も大きいということである。(2)財別には下の方にあるように、情報関連、資本財・部品、資本財・部品の中には半導体製造装置も入っているので、広い意味での情報関連のアジア向け輸出が最大の押し上げ要因であるということである。前回、時間の関係で省略してしまった輸入について。図表12だが、輸入は7~9月+1.3%であった。これは財別に見ると、一つは素原料がマイナスになっている。これは去年の後半から今年の春位にかけて対イラク戦争関係の備蓄、それから原発がなかなか稼動しないということで原油の輸入が増えた訳だが、その一方でこの夏場は原発の再稼動、他方で冷夏ということであったので、原油を中心に素原料の輸入が減少したということである。しかし、とりわけ情報関連の輸入が非常に顕著に伸びていて、これはいつものことだが情報関連が動く時は、輸出入同じ方向に動くということなので、輸出の動きと合わせてやはり情報関連のところ動いているということを確認させるものである。図表4、実は今朝程貿易統計が出たばかりで、まだ地域別とか財別とかは計算できていないので、全体の数字だけ申し上げる。実質輸出は単月で前月比+2.9%である。これは7~9月対比で申し上げると+6.2%という数字になる。一方、輸入が前月比-3.3%、7~9月対比でゼロということである。従って基調は思ったとおりであり、特に輸出は単月ではあるがかなり強いということを確認させる数字であった。詳しい中身は恐縮だがこれから計算し、明朝皆さんのお手許に配らせて頂く。これは加工しているのでまだ詳しい中身を私も知らない。

図表 15、設備投資関係である。設備投資に関しては、先行指標の機械

受注、7～9月は前期比-2.9%と若干の減少になった。ただ、1～3月、4～6月と二期連続でまあまあ増えた後なので、それ自体、基調判断に影響するものではないと思っている。むしろ、先行きについては、この×印にあるように非製造業を中心に前期比12%の増加が予想されている。多分、ここまではいかないとは思いますが、いずれにしても設備投資が増加基調にあることは見て頂いたとおりでと思う。建築着工については、決して力強い動きではないが、これまで1四半期、1四半期、上がったたり下がったり、上がったたり下がったりだったのだが、今回は4～6月、7～9月と緩やかではあるが二期連続の増加になっている。図表16、今度は中小企業については前回、中小公庫の製造業の設備投資調査というのをご紹介したが、同じ中小公庫ではあるがこれはちょっと違う調査で、これは非製造業も含めて設備投資実施割合というデータがある。しかし、これも過去の経験ではそこそこあてになるというデータかと思っている。これを見ると4～6月、7～9月と設備投資の実施計画を持っている企業は比較的高い。勿論、一点だけ、前回も申し上げたと思うが企業数でいくと多分、非製造業辺りは例のトラックの排ガス規制の関係が影響している可能性があると思っている。一件一件の金額は小さくても実施割合であると少し大きめに出てしまうということが若干数字を強めに出している可能性があることは念頭に置いて欲しい。図表18、企業収益である。企業収益はまさに今、中間決算の発表が行われている最中だが、このデータを見ると、今回は、この秋以降2か月位の間には為替相場はそこそこ円高になった訳だが、そのうえで年間の収益見通しを見てみると、大体予想通り、ないしはほんの僅かに上振れたという感じである。中小企業についても、中小公庫の数字はそこそこ良くなっているという感じである。ただ、国民公庫の数字を見ると足許ちょっと弱い感じがする。皆さんご承知だと思うが企業規模で言うと、中小公庫の方が少し大きめ、国民公庫は中小からどちらかと言えば零細に近い方である。それから業種別にも中小公庫は割と製造業が多い一方、国民公庫は圧倒的に非製造業、こういう組み合わせであるので、先般来、中小企業関係にも少しずつ良いデータがあると申し上げているが、やはりこ

ういう零細に近い非製造業の多いところだとやはりまだかなということを表わす数字かもしれない。勿論、足許の差は冷夏が影響している可能性があるかもしれないので、そのことも念頭に置いて欲しい。

図表 19、個人消費関係については、7~9月の数字は先般申し上げたとおりである。締めてみたところと言うと、家電販売であるとか、車であるとか、耐久消費財関係はそこそこ良い数字であった。その一方で、百貨店、スーパー、コンビニエンスストアといった系統に関しては夏の冷夏、それから9月の残暑といった天候要因にも祟られてどちらかと言うと弱い数字が多かったというのが結果だったと思う。一応10月についてはどうも今の感じだと、これはまだ数字として出ているのは車と都内百貨店だけだが、10月はそこそこ涼しかったこともあって百貨店、スーパー、プロ野球優勝セールの影響もあるが、そこそこ良い数字になるのではないかと考えている。それからさらに図表 23、消費者コンフィデンスについても一部違う動きもあるが、全体として見ると消費者コンフィデンスは少し良くなっている方向というものが多いたと思っている。

それから今月、最大のポイントはやはり生産であり、図表 27、生産の数字については前回、7~9月が+1.1%に着地したと申し上げたが、その後確報が出て、7~9月の着地が+1.3%に上振れている。単純計算して12月を横這いにすると、何と10~12月は7%近い伸びになってしまって、グラフで見てもとんでもない伸びになっている。勿論、前から申し上げているように、色々な特殊要因等があるので、このような伸びになるとは思っていない。ただ、私共の企業ヒアリングでもこれまで極めて慎重と申し上げてきた企業の生産態度が少し前向きになりつつあるということで、一応現時点では前期比2%台位の伸び率、そういう意味ではそれなりのはっきりした増加になるということである。あと、細かいことだが図表 28を見て欲しい。輸出が7月位からスッと伸び始めて、それに対して生産の伸びが9月位からちょっと遅れた感じがするのだが、これにはやはり冷夏が若干影響したかと私は思っている。これは財別の出荷を見ると、生産財の動き、これが夏場からグッと上がってきている。これはある意味で輸出の

動きを非常に素直に表わしたものだというふうに考えれば良いと思う。それに対して耐久消費財と非耐久消費財が細かい、細かい線を見ると夏場のところで一回ポコッとへこんで9月にちょっと戻っているような感じが見られると思う。これは例えば耐久消費財だとエアコンが入っていたり、非耐久消費財だと飲み物、飲料が入っていたりするということである。それに加えて実はたばこ税の関係で7月前に買い溜めをして、その後に落ち込んでいるのもこの非耐久消費財でいたずらをしている。そのようなことで言ってみればやや生産の立ち上がりが見かけ遅れているような感じになっている。そういう意味では、冷夏というのも、2か月分位はいたずらをしているようだと理解すると分かり易いかと思っている。

それから雇用関係で図表31である。このとおり有効求人倍率はこのところ少し何と言おうか、角度を高くしつつ改善している。所定外労働時間、新規求人も増えている。所定外労働時間辺りは少し頭打ち感もあったのだが、また足許生産が増えるにつれて増加がはっきりしつつあるということである。一方、完全失業率については足許、数字が少し下がっているが、これは前回も申し上げたとおり、やや労働力率が下がることによって失業率が下がっている分があるので、一部統計のせいかもしれない。もうひと月位、実勢を見極めたいと思っている。所得の方は図表33、例えば②のグラフを見ればはっきりしていると思う。2002年度位はかなり大きなマイナスであった所得が足許、大体前年比でゼロ近傍、下げ止まりという動きがはっきりしてきているということである。

それから物価面に移る。図表36、10月の輸入物価はこのとおり、そこそこの下落になっているが、その中身はグラフで白いところが下に出ているので、前々から申し上げているとおり、この白い動きというのは大体為替の動きということで、基本的には円高の反映ということである。しかし、図表37を見ると、国内商品市況はこのところまた少し上がっている。春まで上がってきてその後、横這い圏内だったのだが、秋口からまた少し上がってきているということである。中身的には一つは非鉄のように、国際商品市況の動き、これは世界景気の動きに合わせて非鉄などが上がってい

る訳でそれが反映されているということと、国内に関しても鉄とかそういったものがまだ上昇基調にあるということである。そうした中で、図表 38、国内企業物価であるが、このとおり 3 か月前比で見ると +0.1% とほぼ横這いということになる。グラフで見ると、このところずっとマイナス幅が縮んでいたグレーの機械が 10 月はちょっとマイナスが拡大した。これは 10 月というのとは下期入りで新製品の投入が少し多いということで、新製品が投入されると品質向上の反映等で機械のマイナスの幅が少し大きくなる、やや季節的な動きがある。他方で、上の方で目立っているのはやはり縦線の鉄鋼等の素材関係ということになる。それに加えて白いところがその他なのだが、7 月から上に出ており、7 月、8 月、9 月は実はこれはたばこが中心であった。3 か月前比で見ると、10 月は、このたばこがなくなるはずの月なのだが、これに変わって米が出てきているということで、米もあるので全体では若干プラスではあるが、総じて見れば横這い圏内ということかと思っている。最後に図表 41、消費者物価については既に前月ご紹介したとおり、9 月までは -0.1% ということである。10 月は米が乗ってくるとゼロ位になる可能性がある、これは前回申し上げたとおりである。

ということで、本日の数字の紹介は以上であるが、最後に纏めてみると、これは循環論的なフェーズとして言う、いわゆる底離れという感じかと思っている。いわゆる景気基準日付の意味での底というのは、去年の早いところに底が入った。しかしながら去年 1 年間は確かに輸出と生産は増えたが、内需は横這い圏内であった。個人消費はよく頑張って横這いではあるが、横這いであったし、設備投資は実質設備投資で見るとプラスではあるが名目で見ると収益が伸びていたにしては横這いに近かったということではなかったかと思う。一方、年が明けて今年に入ったところで設備投資のプラスは段々はっきりしてきたのだが、その一方で輸出が横這ってしまった。生産も横這ってしまった。そういう意味ではなかなか歯車が噛み合わないという感じだったのだが、この夏場のところから設備投資が増加基調にある中であって、海外景気、海外環境の好転を背景に輸出がはつき

りとして増加になってきたということであるので、ある意味で車の輪が二つ揃ったので、ある程度はっきりとした底離れという感じではないかと思っている。このような感じになりそうかということ、2、3か月前には印象としては持っていたが、当時はエビデンスがないと申し上げた訳だが、今月生産の数字が出揃って大体エビデンスが揃った、このような感じではないかと思っている。目先は先程来の海外経済の環境等を考えると急激な円高であるとか、あるいはまた地政学的リスクの顕在化ということさえなければ、半年かそこらは輸出、生産のところで前向きな循環が回っていくというふうに見て良いかと思っている。であるからそういう意味では、目先の注目点という意味ではそこらは多分大丈夫なので、むしろ先般来申し上げている中小企業だとか非製造業への波及みたいなものがその間にどれ位確認できるか、その辺を時間をかけて見ていきたい。この点については一方で前報告した後も例えば、景気ウォッチャー調査が50を超えるように良いデータもあるが、先程の国民公庫のデータなどもあるので、少し時間をかけてチェックしていきたい、とこのように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

どうぞ、質問、意見があれば。

須田委員

一点。国内企業物価の動きについてだが、前もおっしゃっていたように新製品が出ると下がる、という話があるが、今月は、その前に比べたらかなりその低下幅が小さくなって見えるがその辺りはどういうふうに…。

早川調査統計局長

やはりこれも前に少し申し上げたことがあるかもしれないが、やはり機械類のデータというのは電機がずっと多い訳である。それについて申し上げますと、やはり日本の電機メーカーがある種、例えばDRAMとかパソコ

ンのように価格支配力のないところから段々引き揚げてきていて、逆にデジタル家電のようにそれなりに自分達で価格コントロールできるところに力を入れているというのが大きな流れとしてあると思っている。それから物価統計課の現場の話を聞いてみると、やはり最近パソコンなどについてもある種単純にその能力を評価するのが難しくなっているようである。ある種パソコンの家電化が進んでいる。以前はパソコンというと、例えばCPUのクロック周波数が幾つだとか、DRAMがどれ位入っているとか、そういうところで勝負という感じが大きかったのだが、最近はデザイン性であるとか、そもそも液晶がどれ位きれいとか、そういうところで競争するようになってきているので、実は世代交代してもどんどんCPUは早くなっているとは限らずに、むしろそういったところで付加価値を付けるようになってきているので、単純な形で品質調整をすると値段がポンポン下がるという感じにはなっていないように聞いている。ヘッドニックは難しくなっているようである。そういう意味では、要するに家電に近付くということは、もともとテレビとかそういったものはできなくはないがかなり難しい訳である。であるからパソコンからテレビの方向へ、あるいは車の方向へ商品が寄っていくというのはヘッドニックがなかなか上手くかからなくなっていくという意味なのである。

福井議長

宜しいか。では、金融環境の現状評価である。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

お手許に資料5、（参考計表・その2）が配付されていると思う。それに則してご説明する。まず、図表1、クレジット関連指標、貸出の方だが、10月は-1.8%ということである。9月対比横這いということだが、7~9月まで続いてきたマイナス幅が縮小するというトレンドが10月について

も続いている。評価としてはそういうことで良いのだろうと思う。民間部門の総資金調達だが、10月は-2.4%ということであり、これはまた9月とマイナス幅は同じである。ただ、トレンド的にはやはり7~9月対比少しマイナス幅が縮まるという状況であり、これまでこの総資金調達については、どちらかと言うとほぼマイナス幅は横這いというようなことで申し上げてきた訳だが、ダイレクトに銀行貸出のマイナス幅の圧縮が総資金調達のマイナス幅の圧縮に繋がるような、そのような感じにこのところになってきている。次の図表2、民間部門総資金調達についてグラフにしたものである。折れ線グラフが民間部門の総資金調達の前年比を表わしたもののだが、このとおり今年に入って半ば位から少しずつマイナス幅が縮まるという感じになってきている訳だが、トレンド的にそうした感じがそろそろはっきりしてきていると見て良いのかということである。その背景ということだが、まず、企業の資金余剰、資金不足、その辺りを見てみようというのが、企業の資金過不足のグラフである。いつも示しているものだが、企業のキャッシュ・フローと設備投資の関係は、このように多少の綾はあるが余剰基調で推移しているということである。従って、企業の金繰りの面から見て資金需要が出てくるという状況には、この感じからする限りはないということである。次に図表3では、その辺りを資金繰り判断のDIで見てもよいかということである。これは既にこれまでに示した計数ばかりで、多少記憶を辿って頂ければということだが、短観の大企業、中小企業、それから中小公庫、商工中金の調査、こういったものを見渡しても多少の動きの違いはない訳ではないが、トレンド的には企業が感じている資金繰り判断というのは緩やかに緩和方向にきているということである。その一方で、企業から見ての金融機関の貸出態度、これも計数は既に示したものばかりだが、短観、それから中小公庫ともに緩和方向でのDIの結果が出ているということである。従って銀行貸出についてマイナス幅が縮小するということを申し上げたが、主としては今申し上げたように銀行の貸出姿勢の前傾化、量に多少軸足をシフトしたような貸出対応といったものが主因として働いているというように見て良いのかなということである。

次に図表4だが、その一方で資本市場調達はどういう状況かということである。夏場にかけて長期金利、国債金利が上がるというようなことで、多少社債回りで様子見状況が続いていた訳だが、まず、発行段階における社債の спреッド、発行スプレッドを見てみると、10月の数字はこのシャドーの掛かったところだが、なべてエンロン以前、2001年の第3四半期辺りの水準というところにあって、国債金利、長期金利が上がるという状況の中でも、結局は発行段階の спреッドについては非常に落ち着いた状況で推移を続けているということである。一方で、社債の流通利回りのスプレッドだが、トリプルB、相対的に格付けの低いところについても、一時夏から秋口にかけて長期金利の上昇を見ながらこのスプレッドが上がるという局面にあった訳だが、さすがにここに来てこのスプレッドも落ち着く方向にきているというような状況である。そうした中で実際の発行状況はどうかというのが、図表5である。まず、公募社債の発行額だが9月までは様子見姿勢から大分抑えられていた訳だが、10月はこのとおり7千億円を超えるというところまで回復している。やはり、中間決算の発表との関係、あるいは11月は国債の入札が相次ぐというようなこと、そういったことを睨んで10月については多少前倒しの発行があったようであり、これが当面のペースというふうに見て良いのかどうかというところはあるが、いずれにしてもここまで一応発行額が戻ってきている。トリプルBについても一旦、発行が低水準になった訳だが、10月についてはその発行も戻ってきているという状況である。そうしたフローの発行を受けてCP・社債合わせた発行残高は、前年比でほぼ1%ちょっと超えるようなところでの推移が続いている。次に図表6、マネー関連指標だが、まずマネタリーベース、これについてはこれまでのトレンドどおりということである。10月は20.6%であり、この夏場以来の2割をちょっと超えるところでの伸びが継続しているという状況である。一方で、銀行券だが実は10月については4.7%ということである。それから11月に入っても直近までの走りが4.3%というようなことであり、少し銀行券の伸びが下を向いてきているかという感じである。要因について考えれば、一つは例えば金

融システムに対する不安感と言うか、ある種の懸念みたいなものが大分落ち着いてきたとか、あるいは超低金利がずっと続いている中で幾ら何でもこれ以上銀行券をタンスにしまっておけないとか、考えられない訳ではない要因というのものもある訳だが、実際上はどういった要因に依るのかなかなか掴み難いという状況である。それから日銀の当預については 95% ちょうどというようなことであり、これらを合わせたマネタリーベースとしては 2 割を超えるところでの推移である。この先のマネタリーベースの伸び率だが、銀行券について 4% 程度、それから当預残高については 30 兆円位ということ的前提にすると、今月が 16% 程度、12 月から年明け早々位までが 14% 前後位の伸びになるかというような感じで見ている。それからマネーサプライだが、10 月は実は 1.5% ということであり、9 月の伸び率より縮まった訳だが 7~9 月均すと 1.8% であったから、それ対比でも増加幅が縮まっている。M1、準通貨、CD と見れば、準通貨と CD がともにマイナス幅を広げており、この辺りから見て M2 + CD 外への資金シフトが起きているというような状況である。後程考えられるファクターについてはご説明する。それから広義流動性については、例の簡保福祉事業団、この部分を調整したベースでは 3.4% ということである。これまた 9 月対比伸び率が少し縮まっているということである。広義流動性についてはほぼ伸びとしては横這い圏内の推移を続けているという中での、M2 + CD の伸びの縮小というふうに捉えておいて良いかと思っている。さて、では何が広義流動性の中で起きているかということだが、次に図表 7 である。9 月対比 10 月の寄与度の内訳を載せている。四角カッコの中が簡保福祉事業団の要因調整後ということであり、これが -0.2% ということ、先程申し上げたようなことだった訳だが、実は外債のところを見ると、そのうちの為替要因、これについては -0.2% ということになっており、やはりこの間の円高、昨年対比の円高というようなことが大きく効いている。従って、簡保福祉事業団要因調整後の広義流動性で見ると限りにおいては、為替要因による振幅ということであり、実勢的には大きな変化はないと、このように取り敢えず捉えておいて良いかということである。では、M2

+CDからその他への動きというのはどうなっているかということだが、10月は、9月の対比でいくとM2+CDは-0.1%という寄与度である。これに関して色々な動きはあるが、まず債券現先については、外証等の動きということまでは分かっているが、具体的にどういったビヘイビアを反映しているかということになるとなかなか掴みがたいということである。次に、国債・FBのうち国債の動きであるが、0.1%ということであり、M2+CDの伸び率の低下が国債の方にシフトしている可能性があるように見える。実際10月については個人向け国債がかなり発行されている。郵便局の販売額もそれなりの額になっていたようであるし、その辺りも含めて国債への資金シフトが起きているのではないかと、そのように見られるということである。理屈っぽく言えば、多少金利が上がってきているのでM2+CDを持つことのお機会費用の高まりと、それを反映してなにがしか国債等へシフトしている可能性があるかと、このように言えるということである。それから安全性が高い資産の寄与度というのを載せているが、9月から10月にかけて寄与度ベースでも-0.2%、それからそのウエイトでも-0.1%ということで、これも予て申し上げてきたことだが、安全性資産へのシフトという意味ではそろそろ頭打ちという感じが明確化しているという状況である。次に図表8、これは企業倒産である。一言だけだが、これまで2割内外の前年比マイナスということであるが、その状況は10月についても続いているということである。以上が計数についての説明である。繰り返しになる部分があるが、今回の特徴的な動きということで申し上げれば、これまでも続いてきたことだが、銀行貸出のマイナス幅が縮まってきているということである。それがダイレクトに繋がるような形で民間部門の総資金調達のマイナス幅も圧縮される動きが見られるということである。その背景としては、企業部門等の資金需要が増えているということよりは、勿論、個人向けは住宅ローンを中心にして増えているようだが、主としては銀行の貸出姿勢の前傾化、量を拡大したいという銀行の姿勢の現われというところがあるということである。間接金融については、そのようなことだが、資本市場の発行環境についても夏場の多少

の悪化というのはあったが、社債の流通スプレッドの落ち着き、特に相対的に格付けの低いところについてもそうした動きが見られる、そうしたことを受けて発行環境もまた旧に復しつつある、良い方向に復しつつあるという状況になってきている。そういう中で多少リスクをとろうという低格付け物への投資姿勢というのもし見られ始めている。この辺りが三点目の特徴。それから四点目としては、マネーの動きとしては広義流動性という形でより広く見れば大きな変化はないということだろうと思う。ただ、M2 + CDについてはこれまでシフト・インの動きが細るというようなことを申し上げてきたが、そういう中であってシフト・アウトも発生するという形で前年比上昇率が縮まるというような感じになっている。その分は、国債等への資金シフトということであり、広義流動性の動きとしては大きな変化はない。それから安全性資産への選好という意味では、ほぼ頭打ちの感じになってきている。これまでも申し上げてきたことだが、取り敢えず纏め方々、多少特徴的な動きを申し上げれば以上のようなことである。今後に向けての注目点だが、一つは株価が気になる訳であり、この辺りがどういう影響をもたらすか、もう一つは景気回復に向けての動きというのが明確化してきている訳であり、そうした動きが金融面にどう反映してくるのか。特に現状、マイクロヒアリングベースでは極く一部資金需要に動きが見られるということもある訳だが、この辺がこれからどう出てくるのか。それから、先程申し上げた投資家のリスク・アペタイト、この辺の動きというのがどうなってくるのか。この辺りがやはり景気回復との関連で注目点であろうと思う。それから、投資家のリスク選好とも当然絡む話だが、金融機関の貸出姿勢、特にこれまで二極化ということを上げてきた訳だが、この辺りに変化が出るのかどうか。量への傾斜と言うけれども、それと利鞘の確保とがどういう関係になるのか、こういった辺りを見ていくということである。以上である。

福井議長

ご質問等ございましたらどうぞ。

田谷委員

今の最後の点なのだが、ここのところ銀行の利鞘、スプレッド貸する時のそのスプレッドがちょっと縮小してきているという現象がここにはあるが、あるというふうに見たことがあるのだが、それは結局資金需要サイドの動きよりも資金供給サイドの前傾化の方がちょっと強いという関係からそういうふうになっていると理解して良いのか。小さい動きなのだが。

山口企画室審議役

全体としてスプレッドを目に見えるほど圧縮するというような動きが浸透しているかと言うと、まだそこまでは言えないだろうと思う。ただ、限界的にはやはり量を増やさなければいけない中で、少しそういった動きというのが見られ始めているという状況だろうと思っている。

福間委員

基本的には資金需要がない訳か。

山口企画室審議役

今のところはそうである。

福間委員

キャッシュ・フローがくるだけ。

山口企画室審議役

然り。ただ、マイクロヒアリングでの、アネクドータルな話としては、そこそこ一部店舗の開設資金とか設備投資絡みの資金とか、あるいは従来借入のロールオーバーをする際にはそのロールオーバーの額を圧縮していたのを、少し圧縮せずにロールオーバーしようかとか、そういう動きとい

うのもちらほら目に付くようにはなっているようだが、今の大勢観察としてはやはり資金需要はまだ出ていないという評価だろうと思っている。

福間委員

限界的なところでは今の貸出スプレッドはちょっと昔に返ってしまっている。本当はリスクの部分をもう少し格付けに応じてスプレッドに反映させるといったことが必要だと思う。

山口企画室審議役

然り。実際には景気の回復というのを反映して、当然のことながら企業業績が改善してきている。その企業業績の改善というのが銀行側の企業に対するリスク評価を改善しているといったことが起きていて、その分だけ、金融機関としては株価の回復によるリスク負担余力の増加と相俟って、貸出姿勢が前傾化する、このような感じになっているようである。

福井議長

しかし何か大きなミスマッチがあるのではないか。景気回復がかなり本格化しても従来の意味での設備資金の借入額が、資金需要という形で強く出るということは極端に言えばもうないのではないか。従って、銀行の収益の上げ方も、資金需要を待っているのでは駄目なうえ、スプレッドを下げながら量を稼ぐのにも限界がある。こういう基本的な問題に本当はぶつかっているということではないか。

山口企画室審議役

それはおっしゃるような面はあると思う。長い目で見た時に、設備資金需要みたいなものが多分そう大きくは盛り上がってこない、それはまず間違いないと思う。ただ、その一方でやはり業務改善命令その他があって、収益を何とか確保しなければいけない、というプレッシャーも銀行はかなり意識していることは事実であって、その中で利鞘を確保しなければいけ

ないという要請と、それから量を拡大して収益をあげなければいけないという要請をどうバランスとるか、ぎりぎりのところを狙って動いているという状況だと思う。従って、おっしゃるように利鞘を極端に圧縮してそれで量の拡大に走る、多分そこまではいかないと思う。ただマージナルな動きとしては、そういう動きが少しずつ広がる可能性が当面のところないとは言えないということである。

白川理事

今起きていることは、私もそうだが、ミックスな気持ちで皆、見ているのだと思う。大企業はちょっと別にして、中小企業に対する貸出というのは、この前の総裁講演にも書かれているが、エクイティの部分とデッドの部分の両方があると思う。エクイティのプライシング、エクイティの原理でもってデッドのプライシングを見ると、これは随分と甘い金利になっているし、デッドの金利でエクイティを見ると変な動きになっている。概念的には長期運転資金、中小企業に対する長期運転資金で、エクイティに対する部分はエクイティのプライシング、つまりもっと利鞘が高いと、デッドの部分については、今の資金需要を反映して実は低いということだと思う。そういう意味で、何に対して収斂していくのか、そのプライシングの基準自体がそういう意味で二つあるのだと思う。実際に観察されるのは両方ミックスされた商品についての利鞘になるものが観察されているという感じだと思う。そういう意味では、ソートアウトしながら、それぞれのプライシングに沿っていく、全然違うプライシングの原理なのだから、そういう気が私はするが。

福井議長

そのプライシングを実態的に分離していく過程で、個々の金融機関から見ると、クライアント・リストのネームがほとんど変わらない状況のままですそれを進めていくというよりは、本当はリストがどんどん変わりながら実現していくという過程でないと本物でないような気がする。

白川理事

これは鶏が先か卵が先かということではあるが、多少エンカレッジな動きだけを注目すると、例えばシンジケート・ローンでもコベナンツが付いている。コベナンツ条項にやはり引っ掛かる先が出てきている訳である。そうすると、こういう条項に反しているから、従ってどういうふうにするかということが今話が始まっている。それはデッドの原理でもっていく訳である。幾つかの取っ掛かりみたいなものがある、それが大きな太い流れになっているかと言うと、そうではないと思うが、ある日突然分けろと言われてもそれは勿論分ける訳ではないから、そういう部分的な動きが今始まっていると言うか、そういう芽が大きくなって欲しいなという気がする。

福間委員

企業の資金調達総額はゆっくり落ちている。その中で社債・CPの比率は上がっている。これは大したことはない、全体が落ちているのだから。その中で、よく銀行が言う、公的金融の比率がどの位上がっているのか、特に中小企業の。そんなに言われる程のレベルにきているのか。

山口企画室審議役

お手許にお配りした図表1をご覧頂くと、図表1の下の方が民間の総資金調達で、この寄与度の中程に政府系というのを載せている。ご覧頂くと、住宅公庫はマイナス幅が拡大するということなのだが、その他についてもご覧のようにマイナスが続いているというような状況である。従って、確かに中小公庫等中小企業向け貸出について、一生懸命頑張っているという話はあるが、少なくとも計数で見るとはそうした姿にはなっていない。

福間委員

実態的には大したことはないが、プライシング・プレッシャーになって

いるということか。

山口企画室審議役

そういうことである。

中原委員

地方経済は非常に悪いのに、この地銀と地銀Ⅱが全く逆の動きをしているというのがいつもよく分からない。地銀というのは相対的にポートフォリオが良いということと、地公体取引、あるいは住宅ローンというような比較的資金需要のある部分のウエイトが高いという理解で良いのか。

山口企画室審議役

実はこの図表1で地銀と地銀Ⅱの数字、確かにプラスとマイナスがちょっと大きめに見えるのだが、実は今年の春合併があって、それで地銀の貸出の方にシフトしているので、その辺を調整すると、ここまで大きな差はない。

中原委員

これは両方平均するとプラスになっているのか。

山口企画室審議役

これは結果的にはプラスになっていると思う。そこはちょっと数字を確認してまたご報告させて頂いた方が良いと思う。

福井議長

宜しいか。それでは本日の議事は終了した。明日は午前9時に再開する。宜しく願います。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、政府からのご出席の方も含めて、厳正な機密管理をお願い申し上げます。これをもって閉会とする。有り難うございました。

(午後 3 時 37 分中断、21 日午前 9 時再開)

福井議長

定刻なので、それでは政策決定会合第 2 日目を開催する。今日は政府の方から財務省石井副大臣にお越し頂いた。宜しく願います。内閣府の方、昨日に引き続いて中城政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。今日の議事進行だが、金融経済情勢に関する討議、続いて当面の政策運営等に関する討議、政府からのご発言も頂戴する。その後、議案取り纏め、採決、それに続いて金融経済月報の検討、最後に前々回 10 月 9、10 日開催分の議事要旨の承認という手順を進めたいと思う。いつも申し上げているが、この会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂くことが前提となっている。それを前提としてご発言頂ければと思う。

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

1. 金融経済情勢に関する討議

福井議長

それでは金融経済情勢と金融政策運営のそれぞれについてツーラウンド、各ラウンドともお 1 人方 5 分ずつ発言して頂きたいと思う。その後に自由討議をしたいと思う。今日の金融経済情勢の討議だが、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、中原委員、須田委員の順でご発言頂ければと思う。前回に続いてできる限り時間厳守でお願いできればハッピーである。宜しく願います。それでは田谷委員から願います。

田谷委員

実体経済の回復傾向は、よりはっきりしてきたように思う。その一方で、今月に入って株価が大きく下げた。スピード調整というには少々大きな下落である。内外景気、企業収益の先行きに対する警戒信号との見方もある。

しかし、今のところ期待先行で急上昇した反動としての調整と考えられる。米国株の堅調が崩れず、円が急騰しない限り、市場は早晚落ち着きを取り戻すのではないかと思う。以下では、株価下落の背景をお話しし、その後で海外経済情勢、そして国内の経済情勢についてお話ししたいと思う。まず、株安の背景として多くの要因がメンションされている。米投信不祥事の影響、円高懸念、金融不安の再燃、日本を巻き込んだテロへの懸念、株価チャート上からの弱気の台頭、その他幾らでもある。トリガーとなったのは海外のヘッジファンドなど、短期筋の利益確定売りだったが、その背景には、上昇過程で国内の超短期筋が上値を追い過ぎたことがあったのではないかと思う。そうした超短期筋は、株価が下げ始めると一斉に売り始め、それに内外のパッシブ運用機関が追従して売りが売りを呼ぶ展開になったのではないかと思う。最近、そうした相場の流れに乗って売買を繰り返す市場参加者のウエイトが高まっており、株価の下落幅がやや大きいものになったのだと思う。米国株は最近若干軟調だが、基調的な調整局面に入ったとはまだ判断できないと思う。繰り返しになるが、米国株が堅調を維持し、円相場が急騰しない限り、早晚株式相場は落ち着いてくるのではないかと考えている。次に、海外経済情勢についてお話ししたいと思う。まず、米国経済だが、イラク情勢の泥沼化が懸念されるが、国内のマクロ指標の動きは良好で、成長率見通しも強気化してきている。企業収益の回復が雇用の改善に結びつく兆候が出てきたし、設備投資の緩やかな回復をサポートしているようである。ただ、その一方で、足許、消費が減税効果の一服などから一時的に鈍化する兆しがある。来春、あるいは来年半ば以降の米国景気の行方を探る意味でも、株価、長期金利、ドル相場の動向には注意していこうと考えている。次に、中国経済についてだが、最近では、その輸出攻勢に加えて、内需の伸びとそれによる輸入の拡大に世界の関心が広がってきた感がある。原油、穀物、鉄鉱石、綿花、海上運賃、あらゆる物の国際市況の上昇が中国に関連付けて語られている。過熱気味の内需の行方がどうなるのかが一つの焦点である。その他の東アジア諸国も、輸出、生産の回復がよりはっきりしてきている。特に、IT関連の輸出、生

産の回復が目立つ。ユーロ圏諸国も、輸出の回復から生産が回復気味となり、極めて緩やかに回復しつつあるようである。中東欧諸国は、西欧への輸出を本格化しつつあり、東アジア諸国に匹敵する成長を達成する段階に入ってきている。こうした中において、日本経済も、輸出の伸びを梃子とした生産の増加が明確化し、企業収益が回復し、それが雇用所得の上げ止まりをもたらし、設備投資の回復を確かなものにしつつある。現在の景気局面は、昨日調統局長がサマライズされたように、輸出と設備投資の回復を背景として底離れしてきているところだし、今後のポイントは、前向きの動きがどの位広がりを持ってくるかということだと思う。企業金融面では、資金需要は依然として低迷しているが、金融機関の融資姿勢はやや緩和的になってきているし、信用供与の形態が多様化してきている。景気回復の基盤は、よりしっかりしてきていると思う。これまでのところ、金利は低位安定を続けているが、株価、円相場の動向には注意が必要だと思っている。以上である。

福井議長

次は植田委員。

植田委員

今の田谷委員のお話にあまり付け加えることもないのだが、データも少ないし、前回示した展望レポートとの関係で話をしてみる。まず10月の判断との比較ということ言えば、出てきているデータは少し良いということだと思う。ただ、展望レポートで示したような経済がこれから辿っていく姿ということとの相対で言えば、大体それに沿って動いているか、やや私の直感で証明するのは難しいが、足許のデータは、それよりも少し上ぐらいの、極く僅かにだが、感じがあるかと思う。それは田谷委員もおっしゃったが、米国、東アジアのデータ、そして国内のここ半月では機械受注、あるいは昨日出た輸出等のデータかと思う。ということで、一応展望レポートに沿って動いているということだと思いたい。ただ、実体経

濟面はそうだが、これも田谷委員が指摘されたが、金融面、特に株価等の動きを見ると、これもやはり展望レポートで指摘したリスク・ファクターの一部が小さい形で顕現化している、あるいはそういう動きと実体経済の動きとのややアンバランスな点がこのところの特徴かと思う。やや重複するが、株価が弱いということを中心に、二、三お話してみたいと思う。その背景だが、一つの解釈はやはり短期の需給調整という解釈かと思う。もう一つの考え得る可能性としては、マーケットが新たなマイナス材料を織り込み始めている、ということだと思う。この中をさらに探ってみると、色々な可能性がある訳で、例えば来年初め以降の内外経済のこれまでの見方比下方屈折の可能性、それと関連するがマーケットの一部で言われているように、各国の中央銀行による引き締めサイクルへの転換が始まりつつあるのではないかという見方。それから日本の国内では、金融システム不安問題にまた火が付くリスクはどうか。それからいわゆる地政学的リスクの再度の高まり。こういった辺りかと思う。ただこれを一つ一つ少し検討してみると、例えば中銀による引き締め政策のサイクルが始まるかと言えば、これはやはりそこそこの持続的回復軌道に経済が乗らないとそうならない訳だろうし、特に日本は非常に先であるということもはっきりしているのではないかと思う。来年の実体経済の動向、例えばアメリカが財政からの刺激がなくなっていく中盤以降、失速していくリスクというのはある訳だが、これは前から見えていたリスクで、そのリスク、可能性が上昇するようなデータが最近出たということでもないと思う。日本の不良債権問題もこれも前からまだまだ先は長いということは分かっていた問題で、極く直近で言えば、個別金融機関の問題がマスコミ等で言われているが、りそな処理とほぼ期を同じくして上昇してきた日本の株価の中に、特に銀行株を中心に、どの程度処理に伴うモラル・ハザード的要素があったかという問題はあると思うが、全体を左右している話ではないようにも思える。地政学的リスクは、やはり一つの要因かと思う。これがアメリカの来年の大統領選挙の話とも絡んで、その際米国の双子の赤字、そのファイナシング、ドル安プレッシャー、というような動きとの相関も含めて要注意で

はあるが、やはり日本以外の株安はここまでのところ限定的ということなどから考えると、特に日本の株安の最大要因とも思えない訳である。ということで、消去法的に考えていくと、やはり強いマイナスの材料がここにきて出てきたというよりは、経済の良い動きを9月までの相場がかなり織り込み、さらに1万1千円を超える動きの極く一部がやや行き過ぎであった。これは田谷委員もおっしゃったが、現象的には短期は極めて投機性の高い資金の流入に依存した動きの部分があった。これは総選挙の終了とか外国ファンドの決算期到来等で剥げ落ちたということかと思う。取り敢えず今日のところは、今後は落ち着きどころを探り、その後経済動向の見方を着実に反映した動きになるとみておきたいと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

申し上げる。前回会合以来、衆議院の選挙も終わって、経済政策も継続する状況になったが、いわゆる二大政党、新しい状況も出てきたと思う。経済指標としては、7~9月の指標に加えて10月の指標が出始めている。昨日のご説明にもあったが、景気回復を示す重要な指標を幾つか確認できた。例えば、実質GDP前期比、7~9月で+0.6%、民間設備投資も+2.8%、これは名目も+1.0%となった。また昨日発表の通関統計でも、実質輸出は7~9月に続いて前月比+2.9%、前期対比では+6.2%と高い伸びになった。生産についても、9月のIIPの確報で前期比7~9月+1.3%と上方修正された。10~12月も+6.9%と高い伸びが見込まれている。また、9月の稼働率指数が98.1となって、これは経済産業省の推計によると、設備投資を増加させる境界値を超えた。懸念されていた米国の雇用についても、10月の雇用統計で非農業部門の雇用者数は3か月連続で増加し、失業率も低下。新規の失業保険申請者数も7週間連続で40万人を下回った。以上から、足許の日本経済については、所得、消費については

冷夏の影響もあったが依然として横這い圏内の動きを続けている中で、輸出や企業収益が堅調な動きを続けている。生産、設備投資についても、回復を示す動きが明確になりつつある。一方、再び進んだ円高と1万円を下回った国内株、海外でのテロ、あるいは米国における金融不祥事など、不透明な要因はあるが、全体として10月の展望レポートの標準シナリオに沿った緩やかな回復の動きを示しているものと考えられる。

何点かコメントさせて頂くと、10月下旬調査の景気ウォッチャー調査では、昨日のご報告の中にもあったが、デジタル家電に加えてブランド品などの高額商品の販売好調ということで、現状判断のDIは3年3か月振りに、先行き判断DIも3年1か月振りに、いずれも50を上回った。その中でも、特に雇用関連のDIは、製造業の求人増や金融証券関係のパート増員などによってさらに高い水準まで上昇している。地域別には、東海、近畿、沖縄といったところが高く、北海道、東北、北関東といったところがやや低い状況が続いている。

生産に関連して、10月の産業用の大口電力量、今日発表される予定だが、速報段階で前年比は若干マイナスとなるようである。7~9月は冷夏等の影響で不安定な動きだったが、10月はあまり気温の影響を受けない時期なので、10月のIIP予測値、これは前年比+6.1%という高い伸びに対して、前年比マイナスという若干分かりにくい動きになっている。生産の実績等もそのうち出てくるのでもう暫くよく見たい。その中で伸びているのは業種別では非鉄金属、機械、化学、地域別では東北、四国、九州である。

企業収益については、9月の中間決算発表のピークを迎えている。20日までに70%弱が発表済みで、年度の経常利益前年比+20%のようだが、14日までに発表した4割強の段階での日経新聞の集計によると、年度の経常利益前期比は製造業で+22.5%、非製造業で+23.2%であった。70%になった現段階ではどうなっているか分からないが、40%の段階では非製造業が若干製造業を上回る増益予想を公表したということを目している。

設備投資については、先行指標である機械受注前期比は7～9月マイナスだったが、10～12月予測は+12%と高い伸びになっている。特に製造業は+21.2%と高い伸び。これも日経新聞の調査だが、大企業対象で、03年度の設備投資計画前年比は、全産業+4.5%、うち製造業は+7.4%だが、非製造業も16業種中9業種でプラスになり、合計+1.3%で、これも非製造業における前向きの動きを示すデータとして注目したい。

もう一点、田谷委員、植田委員もおっしゃったが、10月20日の年初来高値から11月19日まで1か月約1,600円、14%下がった国内株価は懸念材料と思う。企業業績は順調なので、問題は需給関係かと思うが、持ち合い解消、代行返上は峠を越しつつあるし、自社株取得や投信の設定も進み始めているようだが、長期保有の個人の動きにはまだ時間が掛かるとみている人が多いようである。当面ファンドの決算の終わる12月以降の外人投資家の動きとか、このところ下げている銀行株の値動き等に注目したい。私からは以上である。

福井議長

次は、武藤副総裁をお願いします。

武藤副総裁

極く最近の経済動向に関して、最も注目すべきところは、既に何人かのご委員から指摘があったとおり、輸出の増加が生産の増加に結びついていることが確認されたという点であろうと思う。このことは、景気回復の判断にとって最も重要な前向きの循環メカニズムが働き始めているということを示している。この意味で、経済情勢の総括判断については、緩やかに回復しつつあるということで良いと思う。先月末の展望レポートでの標準シナリオは、本年度下期には前向きの循環が働き始めるというものであった。従って、足許の情勢はほぼこのシナリオ通りとなっていると言って良いと思う。まず海外経済だが、米国経済は足許かなり明確に回復している。そのもとで、米国の家計支出や設備投資といった最終需要の増加がア

アジアや欧州、さらには日本の輸出にもプラスの影響を及ぼしている状況であると思われる。これまで輸出が増加に転じる中で、生産の回復は冷夏の影響もあって、やや遅れていた面があったように思う。しかし、足許の生産はこれまでの立ち上がりの遅れを取り戻すテンポで増加しているということであろうと思う。企業収益は、生産が横這いであった間も含めて、リストラ効果から既に増益基調にある。設備投資もむしろ生産の増加に先だって増加を始めていたように思われる。こうした中で、生産が増加に転じているために、当面企業収益や設備投資の増加基調は続くと考えて良いのではないかと思う。7~9月のGDP統計を見ると、我が国において、とりわけ設備投資デフレータのマイナス幅がいわゆるパーシェバイアスによって大きめに目立っている傾向が続いている。このため、設備投資は名目ベースでは緩やかな回復ということであっても、実質ベースでは本年度二桁増となる可能性も高まっているように思われる。一方、家計部門を見ると、雇用者所得は徐々に下げ止まってきている。ただし、企業のリストラの動きが続く中で、所得が今後はっきりと増加していくところまでは見通しがたい。また、昨年までの消費性向にはやや出来過ぎた面があるので、これが上昇することも見込みがたいということ等を踏まえると、個人消費は横這い圏内の動きにとどまる可能性が高いと考える。なお、こういう点を踏まえても、7~9月期までの成長率や、輸出、設備投資の伸びを考えると、本年度展望レポートで見通した2%台半ばの成長率は達成できる可能性が高いと思う。金融情勢の面では、既に株価の1万円台割れ、円・ドル為替レートが108円、あるいは109円台といったような状況についても指摘があった。株価の下落の背景については、もう色々触れておられるので、あまり詳しくは申し上げないが、本邦の株価が海外株価や海外投資家の動向に左右され易いという展開となっている中で、いわゆる地政学的リスクの高まりを背景とする海外株価の調整に一部海外投資家の利益確定売りといった要因も重なったということだと思う。一方、企業収益は増益基調を続けており、今後も生産の増加のもとでこのトレンドは維持される可能性が高いと思うので、ファンダメンタルズの面から、我が国の株価が大き

な水準調整を迫られるリスクは小さいのではないかと思う。ただし、我が国は金融システムがなお万全な状況ではない中で、金融システムに対する見方自体が株価の動向に左右され易いという、やや特殊な事情を抱えているということも留意しなければいけないと思う。為替レートについては、米国経済の回復力などから見て、ドル安が大きく進むことは考えにくいように思うが、一方で、米国のいわゆる双子の赤字に対する市場の見方などを背景に、やや振れ易い展開となる可能性はあると思う。現在のところ、株価や為替レートの動向が日本経済のファンダメンタルズに目立った影響を及ぼしているとは見られない。しかしながら、今申し上げたような点も踏まえて、これらの市場の動きを今後とも注意深く見ていく必要があると考えている。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

まず国際経済だが、アメリカの成長率、第3四半期が極めて強い水準となったが、第4四半期も恐らく4%程度、年明け後も4%程度の成長が期待できるのではないかと思う。2004年半ばで恐らく財政政策の景気刺激効果は、息切れすると考えられるが、設備投資、あるいは賃金上昇を背景とした個人消費、あるいは輸出の増加というものが、その財政政策の息切れ効果を補うのではないかと考えている。生産性の伸びは、第2四半期、第3四半期にそれぞれ7%、8%と驚異的であり、今回の回復は足腰の強いものである、持続性のあるものであることを窺わせている。しかし他方で、生産性の伸びが高いために、単位労働費用がマイナスになっているということで、物価の方はまだデフインフレ基調が続くという状況かと思う。連鎖のコア消費者物価指数は前年比0.8%ということで、1%を下回った状況で推移している。恐らく2004年半ばまではデフインフレ基調が続くと思われるが、その後はむしろ需給ギャップの縮小というプロセス

が働き出すのではないかと考えている。その意味では、市場が予想している先物の金利のレートというのは、ほぼそうした実体経済に見合ったものではないかと考えている。以上がアメリカだが、日本の経済もGDPの数字が前期比年率2.2%となり市場及び私の予想を大幅に上回った。パーシェの効果があるのだが、パーシェの歪みは私は0.5%程度というふうに考えているので、この伸びであっても潜在成長率の1~1.5%をやや上回っているのではないかと考えている。中身を見ると、設備投資がやはり強い。しかも裾野が広がっており、2000年度よりもむしろ裾野が広がる可能性があるのではないかと考えている。その意味では持続性のある景気回復局面になっているのではないかと考えている。民間の予測は我々の標準的な予測と比べると、2004年度については弱い数字になっているが、これは一つは設備投資が途中で息切れするというふうに考えている訳で、私は持続性がかなりあり得るということではないかと思う。最近発表された輸出の数字が、やはりこのところ3か月程年率で10%を超えるような数字になっていて、これが鉱工業生産の増加に結びついているということなので、2003年度の成長率は標準シナリオの上限、あるいはそれを上回る可能性が高まっているのではないかと考えている。つまり3%近いものになるのではないかと考えている。最後に物価の動向だが、こうした成長が仮に期待できるとすれば、私自身はかなり日本経済はデフレを脱却できるチャンスが広がっていると考えている。これはメモでも配付したが、GDPギャップの大きさが1%程度であり、そして現実のGDPの実質成長率と潜在成長率の差が1%程度2年間続くということであれば、これは後者の力の方が明らかに強く働くかなと思っている。さらに、その他に商品市況の上昇傾向であるとか、あるいは企業統合再編など過剰生産体制への解消に伴う価格支配力の回復、あるいは日本の製造業、家計支出の高付加価値化等を考えると、これも物価を下支えするような圧力として働くのではないかと考えている。最後にリスクだが、こうしたシナリオに対するリスク要因はドル安、円高、及び政治的なテロの問題であろうかと思う。テロの問題は世界の株式市場にとってマイナスである。ドル安の方について言うと、9月のアメリカへの資本

流入が減速したのだが、これはやはりドルレートに関する口先介入があったということかと思う。ドル安介入はアメリカの株価安、債券安を誘導するものであり、アメリカにとって望ましいものではないと考えている。さらに保護主義の台頭、中国の繊維へのセーフガード発動等もあるが、これも保護主義の台頭はやはりどちらかというドル安要因であり、世界経済の同時回復というようなプロセスに対してはマイナスの要因ではないかと、要注意であると考えている。以上である。

福井議長

次に福間委員お願いする。

福間委員

我が国の実体経済と米国、欧州経済に対する見方については、昨日の執行部の説明に特段付け加えることはなく、基本的見解についても違和感はない。中国経済について若干敷衍すると、10月の小売売上高前年比10.2%、2001年10月以来の高い伸びになり、さらに拡大すると見込まれている。消費は、クレジットカードとか、自動車ローンとか、コンシューマークレジットを銀行が展開し始めたということで、一段と拡大するのではないかなと予想されている。そういう意味ではやや過熱気味とも言える展開になると思われる。この個人消費の拡大に加えて、インフラ整備も急ピッチで進んでいることから、鉄鉱石や石油等原材料の輸入が急拡大し、その影響で国際商品市況や海運市況が高騰を続けている。特に海運市況は、昨年の初めに比べて5倍近い水準に達しており、こうした点から見ると、世界経済のデフレ要因と言われた中国経済は少なくとも国際商品市況、海運市況においてはインフレ要因となっており、我が国の物価への影響については注意を要すると思う。当面の主なりスク要因は、皆さんおっしゃったように、地政学的リスクとドル全面安である。円独歩高というよりはドル全面安ということである。地政学的リスクについては、連日のテロ発生に見られる中東情勢の一段の混迷を受けて、ここへきて世界的なテロ発生に対す

る懸念が高まっており、最近のグローバルな株安、債券高、あるいは次に述べるドル全面安の背景には、こういう中東情勢、ひいては国際情勢のさらなる緊迫化を懸念したフライト・トゥ・クオリティの動きがあるとみられる。そのドル全面安については、昨日の議論にもあったように、地政学的リスク、双子の赤字、米中間の貿易摩擦に見られるような米国内での保護主義の台頭がその背景にあるが、それに加えて最近の相次ぐ金融不祥事、すなわちフレディマックの不正会計疑惑やそれに対する大手米銀、米証の関与疑惑、投信の不正取引問題、大量の外為ディーラーの逮捕と世界の金融資本市場の中核であり、フリーでフェアな市場の象徴であるウォールストリートへの不信感が高まる危険性があることへの懸念も影響している。このウォールストリートへの不信感も手伝ってか、昨日もあるいは先程も岩田副総裁がおっしゃったように、米国への資金流入形態が変化している。これまでの民間中心、証券投資を通じてのプライベート・キャピタル・サイクルから為替買い切りに伴う公的資本を中心とした流入、オフィシャル・マネー、プラス、ホットマネーというような形で経常収支赤字がファイナンスされてきているという面では、形態は変わってきているということである。このような動きを映じてドルの実効為替レートは6年4か月振りのドル安水準を記録しており、こうしたグローバルな資本市場の変化が、せっかくの世界的な景気回復にマイナスインパクトを与える可能性もあり、十分な注意が必要かと思う。次に我が国の金融面だが、債券市場について、下期に入り下値不安が強かった訳だが、実際は銀行が貸出の伸び悩みから中期債を中心に再び債券投資を活発化しており、これが株安とともに債券相場を下支えしている。貸出の伸びについては、昨日の執行部の説明にあったように、中堅中小企業を含めて業績回復に伴い、キャッシュ・フローが大幅に改善しているということも手伝って資金需要が低迷していること、さらに大手主要企業のほとんどがグループ内金融——イン・ハウス・バンキングとも言うが——にシフトしていることもなにか影響しており、銀行が貸出を通じて収益力の向上を図ることは非常に難しい、容易でないというような状況にある。そのような観点から、来週発表され

る銀行の中間決算は、銀行株の先行きや再来年春のペイオフ解禁を占う一つの材料として注目されている。具体的には、不良債権残高、不良債権の推移状況、遷移状況、繰延税金資産の情報開示、収益力予想等に市場は注目している。短期金融市場は、長めの資金供給オペの回数増加等を背景に、キャッシュレートが全般的に一段と低下しているが、個別に見ると短めの資金の余剰感は極めて強い一方、長めの資金に対する市場のニーズは強い状況が続いている。この間、金先のフォワード・レート・カーブは緩やかにスティープ化しているが、これは概ね年度内は時間軸効果が浸透している一方で、それ以降は実体経済の改善に伴い、金利が上昇するとの市場の見方を反映しているのではないかと思う。市場の一部には、ペイオフ全面解禁を前にした金融システム不安の再燃を見込む先もある。量的緩和政策を適切に運用していくためにも、こうしたオペの結果やフォワード・レート・カーブ等から引き出される市場のメッセージを注意深くフォローしていく必要があると思う。

福井議長

次に中原委員、お願いする。

中原委員

景気は緩やかに回復しつつあるという総合判断が妥当と思う。前回会合以降に発表された指標、これから言えるのは、全体として回復が、具体的な指数に裏付けられているように、広がりがある程度出てきている。企業、家計とも現状、先行きに対する信頼感が回復しつつあるように思う。ミクロの話としても、景気ウォッチャー指数は連続して改善しているし、企業の決算も史上最高益というところが多いように思う。企業はリストラが一巡していて、単なる人減らし、経費削減というような動きから、むしろ経営改善、あるいは人事制度の抜本的見直し、営業部門人員の再教育などというような、前向きの面にお金をかけようとする動きがかなり出ているというような話である。ただ、底流としては、やはり地域、あるいは業種、

企業規模等による二極化は静かに進んでいるという感じがして、また債務、設備、雇用の過剰感、これは非製造業を中心に解消されていない。このところの円高もあって、企業マインドは慎重であるように思う。年金医療改革の議論が本格化し、家計のマインドの改善もあまり期待しがたいという環境の中で、景気回復は極めて緩やかなものとなるということについては、昨日担当局のご説明のとおりと思う。海外の環境も、全体として前回会合以降さらに改善は進んだように思う。問題は、今後の回復の持続性という点だが、当面のリスク要因として三つ述べておきたいと思う。これは展望レポートのリスク要因をなぞる形になるが、まず第一にやはり米国と中国の問題である。米国については、減税効果が剥落すると思われる来年後半以降、やはり景気の持続性はまだ不透明と言わざるを得ないと思う。また、世界経済の中で中国の重みがさらに増して、一部過熱感が出ている中国の経済、あるいは元の問題がその扱い方如何によって日本を始めアジア経済に多大な影響を与えると、このリスクは益々大きくなるように感じる。先行きのリスクの第二点は、そして最大の当面の問題は、やはり市場だろうと思う。中長期金利、円相場、株価など、市場の動きは、このところさらに不安定さを底流として感じている訳である。まず為替については、基本的には円高と言うよりはドル安であるが、現在は市場の現象としては投機筋と介入との綱引きという状況であるが、実需の筋が相場観を確実に切り下げてきているというところがあって、円高の流れが反転する動きはまだ感じられない。米国への資本流入が激減しているという話が昨日あったが、国際的な資本の流れに変化が出てきているのかどうか十分注意を要すると思う。中長期金利については、世界的な景気回復の流れの中での金融政策のスタンスの変更への警戒感、一部の高金利国等での利上げの動き、また国内市場では年度末に向けてのポジションワイズな動きに対する警戒感、来年度以降国債発行が大幅に増えることに対する需給懸念などから投資家は、戻り売りの姿勢を強めていて、基本はベア・センチメントが強いと言わざるを得ないと思う。株価については、世界的に春先の上昇からここへきて頭打ちとなる中で、米国ではマクロのポジティブな指

標への反応が鈍い、悪材料を探す流れとなっているように思う。日本の市場もこの数日でセンチメントが変わってきたのかどうか、米国と同じようにマクロの実体経済の改善の流れと市場のセンチメントに乖離が生じている感じがある。これは春先の上昇時にも、実体経済の改善が確認されない中での株価上昇という意味で、この乖離が感じられたことであるが、ファンダメンタルズに大きな変化はないというのが現在の判断だろうと思う。これまで各委員が述べられたようなそれ以外の要因で、一時的な調整が進んでいるということだと思っているが、株価の先見性という点も無視できないとすれば、やはり今後慎重に見ていく必要があるかと思う。それから、第三点目は、金融システムの問題である。これは多言を要しないが、銀行決算が近付いていて、どういう対応、どういうことが生じるのか、来週が注目だが、過去りそなのケースについては、選択の余地のほとんどない中での 102 条適用ということがポジティブにマーケットには影響を与えたが、今後の万が一のケースにおける処理の仕方によっては、ポジティブ、それからネガティブ、双方のインパクトが予想される訳であって、システムック・リスクを防止しながらも問題を先送りするという印象を与えない、マーケットにポジティブな反応が生じるような処理を心がける必要があるだろうと思っている。以上である。

福井議長

次に須田委員お願いする。

須田委員

金融経済情勢について、前月との変化は、輸出の増加が生産の回復に繋がってきていることが、指標およびマイクロヒアリングでも確認されたことである。従って、総括判断については、「わが国の景気は、緩やかに回復しつつある」という判断を強めた表現で良いと思う。また先行きについても、構造的な要因がなお根強いこと等を勘案すれば、「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものとなると考えられる」という表現で良い

と思う。こうした景気判断は、政策委員の大勢見通しをベースにした展望レポートの標準シナリオの範囲内にあると思う。また私自身が提示した見通しの範囲内にもあると思っている。今回は足許の状況を踏まえ、展望レポートで指摘されている四つのリスクに関わる事柄について幾つか指摘させて頂く。大部分はこれまで皆さんがおっしゃったことと同じである。

まず、株価の下落についてである。それについては、昨日の執行部からの説明にあったように、海外ファンド筋の利益確定売り、個人による信用買いの手仕舞い、米国の投信不祥事、日本へのテロ懸念など、ファンダメンタルズとは言えない一時的な要因によるところが大きいと捉えている。従って、株価の基調としては、先行き海外経済、日本経済ともに回復を見込む向きが多い一方で、代行返上や株の持ち合い解消など、需給環境も改善傾向にあるので、急激な円高がない限り、底固い展開が続くものと見ている。とは言え、株価下落が今後経営者や消費者のマインド等に影響し、実体経済に影を落とすようなことにならないか、また漸く改善の兆しが見える不良債権処理や金融システムの動向に悪影響を及ぼすことはないか、気になるところである。月報の基本的見解の案文には、足許の株価下落の影響についての記載はないが、標準シナリオ想定時よりも下振れリスクが強まっていると思われるので、「足許株価が不安定な動きを示しているため、株価動向及びそれを映じた金融システムの動向には注意が必要である」といったような一文を入れることも検討に値するのではないかと思う。

次に海外経済の動向については、これも皆さんと同様に米国と中国を取り上げたいと思う。米国については、雇用増大や企業景況感の改善など、景気拡大モメンタムが広がっていることは確かだと思うが、来年度まで見通した時に、その持続可能性については、私はなお慎重に見ている。ブルーチップのコンセンサス・フォーキャストでは、来年、前期比年率3%前半で持続的に消費が増加すると予想しているが、そのためには前回申し上げたように、減税効果剥落後も雇用者数が少なくとも毎月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。10月の雇用統計において、非農業部門雇用者数が12.6万人増加したが、まだその実現可

能性について私は楽観的にはなれない。また、来年の経済成長率の市場予想は、年央以降上昇基調にあるので、市場が強気になる程その期待が裏切られた場合の反動は大きくなるのではないかと思う。また、地政学的リスクの高まりにも注意しておく必要があると思うし、保護主義の台頭や急激なドル安なども懸念材料である。

次に中国については、高い経済成長率が想定されているが、中国の経済成長の持続性が維持できるか否かは、もはやアジアのみならず世界全体の関心事と言えらると思う。中国で気になる動きとしては、消費者物価上昇率の上昇がある。足許は食料品価格の上昇によるところが大きいのだが、前年との比較では素材の価格の上昇など食料以外の影響も無視できない。マネーサプライの伸び率も 20%程度と高く、来年の消費者物価は今年以上に上昇する見通しである。また、中国国内の都市部には不動産バブル的な動きも見受けられる。元を米ドルにペッグしておきながら、このような気になる問題を深刻化させないようにするにはどう対応していくのか。その対応を誤ると急激に景気が冷え込む可能性もあるし、都市部と農村部の所得格差の広がりをもたらし、それに起因する政情不安等が発生するリスクもある。こうした中国の経済成長の持続性に絡むリスクも念頭に置いておく必要があると思う。

最後に日本についてだが、素材業種の国内企業物価の上昇に加えて、機械類のその下落率の縮小傾向、東京等における局所的な地価の値上がりやゴルフ会員権、絵画の値段などの上昇が見られるようになっている。こういった動きが期待インフレ率を上昇させたり、足許のグローバルな需要の強さを背景に最終財への価格転嫁を容易にして、国内のGDPギャップとインフレ率の関係を変化させることはないかどうかについても注意しておきたいと思う。以上である。

福井議長

一当り意見を出して頂いた。私の思っているところも含めて全体の意見を少し整理させて頂くと、前回政策決定会合以降というより、むしろ 10

月との対比で明確に確認されたことは、国内的に言えば生産が明確に上昇してきている、つまり輸出の増加が生産の回復に明確に繋がってきている、この点が最大のものではないかと思う。そういう意味では、生産、所得、支出という好循環が、予想ではなくて現実に動き始めたという判断になるかと思う。生産、所得、支出と申し上げたが、支出の中で企業の設備投資、つまり生産、所得、投資という循環はかなり明確に動いているし、これからこの動きはさらに拡大することが期待されるという状況になっていると思う。投資がどれ位の広がりや強さをもってさらに拡大するかについては、岩田副総裁のような少し強気な見方もあるが、そのこのところはこれからの状況をよく見ていくということになると思う。一方、生産、所得、消費という部分については、まだ個人消費を巡る所得環境の改善というところが明確にそこまでまだ結び付いていない。幾らか好転の傾向が出てきているので、こちらの方のルートは当面ロバストになることは期待しにくいとしても、これ以上悪化しないで少しずつ改善するという方向の認識が今共有されているのではないかと思う。従って、国内全体の動きとしては、我々の持っている前回立てた標準シナリオにほぼ沿った動き、まあ少し欲目で見れば、やや上目遣いに見られる位の雰囲気に沿った動きということではないかと思う。

これは当然海外の経済と連関して動いている部分が非常に多い。海外の動きは前回のB I Sの総裁会議の雰囲気を少し皆さんにお伝えしたが、前々回の総裁会議に比べると、世界経済の見通しに関する雰囲気はかなりアップビートになっていた。それはかなり実態を反映したところがある訳だが、こうした動きが国内経済にも跳ね返ってきているということだろうと思う。米国、中国などビッグエコノミーを含んだ世界経済の今後の見通しについて、少なくとも来年前半までに何か揺らぎが生ずるという雰囲気もなかった。ただ、さらにその先まで考えた時の持続性という点については、この席でもご指摘があったように、少しリザーベーションが残っている。米国については減税の効果が減衰した後の消費が投資に上手く振り替わっていくか等々、まだ不確定要因があるし、中国については、須田委員ご

指摘のとおり、SARSの問題が終息をみた後、急激にアップスイングをして、今の経済は少し過熱気味ではないかという問題を意識している方も確かにいらっしゃる訳で、あの大きな経済の超高速運転というのを、安定的にもっていけるのかという点については、ビッグクエスチョンとして残っているということだと思う。しかし我々の経済を取り巻くリスク要因という意味で、至近距離に引き寄せてみると展望レポートで示したリスク要因のうち、まずマーケット周りの要因が少し目の前に出てきている。マーケットは夏以降、長期金利に続いて為替、それから株価というふうなメジャーファクターがそれぞれややいたずらをし始めているが、この辺のところは所詮市場の要因なので、こうだ、と決めつけて分析することはなかなか難しい。しかし相互の連関性もあるのでそのところはやはり連関する部分を良く注意しながら見ていく必要がある。それからファンダメンタルズと市場の動きとの乖離は、ファンダメンタルズの方にいずれ収斂するのか、ファンダメンタルズの方が害されるのか、その辺のところを良く見極めていく必要があると思う。

もう少しここで議論しておいて頂きたいのは、例えば今日の議論だと株式の動きについて、まだ必ずしもファンダメンタルズに因らないファクターが動いていて、そういう要因が調整されればいずれまた比較的堅調なベースに戻る可能性があるという議論があったかと思う。一方、為替については全面的にドル安ということで、これはむしろ米国の経済のファンダメンタルズの良さを離れて、むしろその他の要因によってこの問題がさらに深まる可能性がある。そこまではおっしゃらなかったが、そういうニュアンスのご発言があった。米国への資金流入の流れが変わる、パターンが変わるということと、米国の株安や為替安がお互いに連関しているのかどうか。ファンダメンタルズから乖離し、ファンダメンタルズにダメージを与えるような動きとなるリスクがあるかどうか。その辺のところを今の時点で議論するのは難しいのだが、もし今の段階でなにがしか所見があれば出して頂きたいと思う。それから国内経済の先行き見通しについては、岩田副総裁のようなご意見がある一方で、かなり多くのメンバーの感触は大企

業製造業から始まった設備投資の前向きな動きが、どれ位の広がりを持つかはまだ疑問の余地があって、そこはしっかり検証していかなければならない、今のところはまだ明確に読めないということであったかと思う。そのように多少見解が違う最大の理由は一体どこにあるのかということについても、お互いに今の時点で確認し合えれば非常に良いのかと思う。今申し上げた点を含め、あるいはその他の点についてももしご意見があったらお願いしたい。

岩田副総裁

私はちょっとマイノリティの部分だけ…。

福井議長

別に今日はそのことで決を採る訳ではないので、数の問題ではなく、今の時点で将来を見る時に、視点のずれがあるのかないのか。判断が分かれるのは当然だと思う。従って、視点のずれがないかどうかだけよく確認しておく必要があると思う。

岩田副総裁

まず設備投資の方なのだが、私は 2000 年度と比べてやはり裾野が広いと考えている。一つは 2000 年度の時には I T でも半導体とかが中心だったが、今回は家電の方まで広がりをもっている。それから今回は中国向けの輸出が恐らく伸びているということとリンクしていると思うが、鉄鋼とか化学とか素材関係でやはり投資の動きが出ている、収益が非常に良くなっている。これは更新の時機を失した位に設備が古くなっていて、その更新需要がある。そういうような点で裾野が広いし、さらに中小企業の景況感がこのところ、短観の時からややそういう感じを持っていたのだが、上向きになってきていて、昨日の調査統計局の調べでも投資をしようという恐らく上方修正の動きがこれから中小企業の設備投資計画にも出てくるのではないかと。こういうことを考えると、かなり持続性があるって 2000 年

度より恐らく強い形の盛り上がりを示すのではないかと見ている。それからもう一つのアメリカの資本流入の点なのだが、私はテロ要因がなければアメリカの経済成長率は他の国よりも基本的には高いので、そこを信ずる限りは資本流入が続くものだと思っている。ただ、保護主義とかあるいはテロだとか、そういうものがあるとそれが揺れてしまう。それから日本の場合も企業収益が基本的には強いので、それから四大銀行の収益も9月が3,900億円だったのが6,900億円、3月期は7,100億円から1.2兆円というような改善がかなり見込まれていて、この収益の面から見る限りは、現在の株価の調整というのは大幅な調整というよりは小幅な調整局面にある。それにテロ要因など、やや特殊要因が重なっているというふうに見て良いのではないかと考えている。

福井議長

収益の好調が続くということ、設備投資の持続性のバックグラウンドとして、述べられた訳だが、リストラによって捻出された収益は、十分な持続性が多分ない。その付加価値喪失の中で、これから前向きな収益増がそれをカバーアップし、さらにそれを上回る勢いで伸びてくるということになると、岩田副総裁ご説明のバックグラウンドが非常にしっかりしてくる。こうした岩田副総裁が持っておられる標準シナリオでいくとそういうストーリーに繋がるような収益構成になっていくことになる。

岩田副総裁

そこが物価の動きとこれもちょっと連動しているところがあるのだが、製造業はやはり一つの指標としては、輸出物価と輸出単価指数の乖離というのがこのところまた拡大してきていて、一時期拡大して高付加価値化だと言われたのだが、今もこれが出ているということかと思う。それから、同時に家計の平均購入単価指数が、これはみずほかどこかがそういうのを計算しているのだが、実は上昇傾向であって、これまで安値のものを沢山買うという家計の行動が、高値のもの、付加価値が高いものを買う、かな

りこれも傾向として出てきていて、こういう高付加価値化の動きが支出の面でも生産の面でもかなり表われつつあるのではないかと思っている。

福間委員

株価については、なかなか難しいのだが、以前は、P E Rに日本独特の高さがあった訳だが、持ち合い構造がなくなるなど特殊要因が段々なくなり、内外の市場のグローバル・コンバージェンスが進む中で、機関投資家にしろ、あるいは個人のデイ・トレーダーにしろ、そのままアメリカへ持っていったとしても通用するような尺度で株価を見始めている。私はそれが底流にあるように思う。従って、そう簡単に元の水準に戻るということはなく、今のP E R 20 倍くらいであれば、そんなに安い水準ということもないように思う。そういう面では、株価が上昇するとすれば、一段と企業収益が上がった時ではないかなと思う。春先からの動きというのは、これはウォールストリートでもずっとやってきたことだが、好決算を先取りして実際に決算発表があると利食うという展開である。日本の株価は6月頃から徐々に上がってきた訳だが、現在は「今の決算が一番良い」と会社が発表しても、相場はもうそれを織り込んでいるので、その次をまた待つということになる。要するに何と言うか、プルーデンスの効いた投資に変わってきているのではないかという気がする。アメリカのドルは確かに経済から見ればそうなのだが、古くて新しい問題として、オーバーハング・ダラーつまり、アメリカの対外的な債務構造故に実物経済だけでドルを引っ張れるという訳にはいかない。いわんや今回のように金融不祥事が出ると、ファイナンス・メカニズムに対する信頼も揺らぎ、トリッキーなマーケットではないかという感触を特に欧州勢は持つ訳である。バフェット、彼はアメリカ人だが、そういう格好である。米国の経済のファンダメンタルズが強いからドルが強いのだと、まあほぼ70~80%はそうなのだが、やはりファイナンシャリーな弱さというのは、絶えず考えておかななくてはならないし、それが時々思い出したように爆発する。ここに火が付くとちょっとややこしい。今度は金利を上げなくてはいけない。米国がそこまでいか

ないようにするための国際協調があったらいいなと私は今思っている訳だが、現象的には今不祥事の問題で少し資金が出ている。夕べも結局、イスタンブールの問題で全主要国の株が落ちた。そういう面ではテロの問題も瞬間的には大きいのだが、やはりドルの問題というのは対外債務構造をどうするかという点を考えないと解決に繋がらない。今言ったようにオフィシャルなインターベンションで支えて、あと足りないところはホットマネー、つまり短期の資金で調整した安定的な資金が流入してきている。一時見られたように、M&Aをやったり、証券投資が増えたりという状況とは少し変わってきているところはある。私もファンダメンタルが良いからドルが強いというふうに信じたいのだが、それだけではちょっと。一番見てはいけない深層というか、一番深いところの問題を市場がピックアップするとちょっと対応が困るなということなのだが。今はまだそこまではしていない。ただ、こういう問題がずっと続くとちょっと恐い。

福井議長

少しくどいようだが、株式の方はヘッジファンド等が決算期を控えて利食っている。これが一巡した後、アメリカの企業収益の見通しが良ければまた買う。あるいはその短期の行き過ぎの調整が終われば当然また買いが入ってくる。こうした考え方と、ウォールストリートに対する全般的な不信、フィナンシャル・インテグリティが損なわれているため、資金が出る、株にも入らない。株式への投資家も、その金をどこへ持っていくのだという話は別として、やはり米国には入りにくいというふうになるのかどうか。

福間委員

マーケットが為替調整を求めているのか、あるいはイフェクティブ・イールドを求めてもうちょっと金利を高くしろ、要するにツイン・デフィシットをファイナンスに解決するということに向かっているのか、これが今は非常に微妙なところである。そういう面で、私はこの不祥事に何

かないかと非常に気掛かりである。ファイナンシャリーに回答を求め出すと、株も安くなり、トリプル安という一番嫌な回答が出てくる可能性があり、これは世界経済にとって非常に好ましくない。介入についても色々な見方、この委員会でもあるのだが、私はやはり介入しながら一局でも救えばと…。前回と違うのはアジアが介入してくれている点である。昔は「ダーティー・フロート」などと言われて日本だけ叩かれていた。そうは言っても、結局はアメリカを巡る資金のリサイクルをどうするかという問題に、最後は帰ってくるのだらうと思う。

植田委員

関連して蛇足になってしまうが、9月のアメリカへの資本流入が細ったというのが騒がれた訳だが、基本的にはそういう構造はITバブルが崩壊した後、続いていた訳で、民間の資金はかなり細って、特に東アジアの公的当局の介入によるアメリカの赤字のファイナンス、それに福間委員がおっしゃったように、極く僅かの民間の資金が提灯をつけていたという感じだと思う。そういう介入が良いか悪いかという問題は別にある訳だが、それでぐるぐる回っていたというのも事実だと思う。これは9月以降の動きはやや危ないことをしたということで、中国の元の問題とか介入の問題について、やや違う観点からクエスチョンマークを付けた訳だが、では民間のフローが立ち上がってくるのかということ、必ずしもそうでない中で、そういう動きを持ち込んだというのがちょっと色々なものをかき回しているというリスクがあるように思う。勿論これは、アメリカが例えば設備投資中心に来年度持続的に上向いていくということになれば、自然と民間のフローに変わっていくのだと思うが、そういうふうにならない中でこういう動きが続くと、皆さんがおっしゃるように為替のところにくるか、あるいはアメリカの資産のリターンを上げる、つまり金利が上がるか株価が下がる、というようなところに調整の皺寄せがいくのだと思う。というリスクがあるということは言うまでもない。

田谷委員

例えば、日本、東アジアを含めた当局が、大変大きな介入をしていたというのは去年の段階まではあまり大きな要因ではなかったと思う。例えば、一番最初に起こったことは、1999年、2000年位で、対米直接投資がピークアウトしてきたということがある。その後、去年、既に欧州勢は米国の株をあまり買ってこないようになった。外国人の投資家がアメリカの株を買ったというのは1999年、2000年、2001年だと思われる。では何が残っていたかと言うと、結局社債投資とかエージェンシー債投資とかそういうところだったと思う。ところが直接投資がピークアウトして、株の投資がピークアウトして、そして最近になってそういう債券投資といった民間の資金が入りにくくなってきていた。その裏側で去年、一昨年あたりの対米の公的資金の介入というのは、1千億ドル弱だったと思う。それが今年は倍のペースに上がってきているということだと思う。だから明らかに短期的に見れば、もう既にそういう公的資金の介入がなければ相当ドルは下がっている状況になっていたということだと思う。だから、少なくとも今の段階で何が言えるかと言うと、介入というようなことがこのまま今までどおりに起こらなくなれば、ドルは相当下がるという状態だと思う。だからこれは先月、あるいは今年になって起こったことではなくて、相当構造的にも4~5年継続して起こってきていることではないかなと思う。だから昨日ちょっと平野理事がおっしゃったことでとても面白いなと思ったのが、このところ、ヨーロッパ、特に例えばドイツの長期金利の方がアメリカの長期金利より高い。結局調整の皺寄せがドルの方に余分にいつているというようなことをおっしゃったのだが、これは面白い見方だなと思う。何らかの理由でアメリカの債券相場が崩れない。そしてかなり米国債券に対する需要が強い状況の中で調整がドルにきているという可能性はあるなと思う。そこら辺が本当に整合的に説明できるかということとちょっとまだ説明できないのだが、非常にドルの下落が強いというのは、構造的にかなり大きな問題があると思う。

福井議長

その微妙なバランスでもっている間は良いが、金利の上昇で市場が反応しようとし始めると、連銀は“コンシダラブル・ピリオド”短期金利を低位に保つ訳だから、市場が強く反応することになる。非常に難しいケースだ。

田谷委員

非常に恐い。

須田委員

介入がなくなると、為替レートが大きく変化するとおっしゃるが、このところ為替レートをあまりにも狭い範囲に保ち過ぎた。昔は1日5円位動いたこともある。為替レートの動きを凄く狭いレンジに保ち過ぎたことが一つ問題になると思っている。為替レートがどう決まるかについては、資本取引やデリバティブ取引を含めて誰が為替リスクを取るかということが重要で、短期的には彼らの期待で決まっていて、何もリアルマネーの動きを持ち出す必要はない。実際に介入が効かなかったのはデリバティブ取引と介入とのやり取りでという面もあった訳で、そう考えると、やはり為替レートについてどういう期待を持っているのか、その時に投機筋が何を見ているのかが注目点となる。そうするとアメリカの経済が強いと思っているのだったら、私はやはりドルは強いのだという形で人々は予想を形成すると思うし、いや、やはり双子の赤字だよねというところに重きが置かれたらドル安に乗るだろう。スペキュレーションは結構その時々ファッションで動いてしまうので、ドルが暴落する可能性はゼロではない。アメリカがそうしたいと思った時には、私はアメリカは戦略的にそれができると思っている。しかし、金利への影響もあって、それは彼等にとっても望ましいとは私は思っていない。過大な赤字をファイナンスしなければならぬという状況は、中期的には調整しなくてはいけない。ただ、差し当たりはファイナンスが必要だと思った場合に、ドルが安くなりそう、あるいは他の通貨が高くなりそうだとしたら、それは望ましい戦略ではないと

思い、介入してはいけないとは言わなくなる。それに対して、日本がまた介入したりという格好になっているが、為替レートを放っておけば暴落するという程アンカーがないとは私は思っていない。一つはPPPということもあるし、株価よりはファンダメンタルズな相場観はあるのではないかと。それが少なくなっているという意見もあるが、もう少しマーケットの均衡化への力を…。

福井議長

信ずる。

須田委員

信じてもいいのではないかなと思っているが、あまり皆が…。

田谷委員

私は介入があった方が良くとか、なかった方が良くとか、それでどの位ドル下落を支えているとか、支えていないとかということを行っているのではなくて、少なくともドル安の圧力というものが市場にあるということだけを申し上げていて、そのところは…。

須田委員

はい、分かった。

福井議長

この議論は限りがないので、一応討議はこの辺にさせて頂いて、コーヒブレイクを少し取りたいと思う。

田谷委員

もう一言だけ。

福井議長

どうぞ。

田谷委員

1人の委員が、となるので…。岩田副総裁の言い方は、意外と私に近い。

福井議長

それなら是非おっしゃって頂いて。

田谷委員

2000年の頃のITブームと現在のブームはちょっと質が違ってきて、やはり今三種の神器と言われるようなものが相当語られているが、この部分というのは日本企業がかなり強い部分ということがあって、やはり岩田副総裁がおっしゃったように、短観の時に中小企業の業況感がちょっと思ったよりも良くなっているということがあったし、それやこれや考えると、今回の設備投資の広がりというのは少なくとも前回よりは強い持続的なものになるだろうと。その理由はまた後で。

福井議長

承知した。それでは1人の委員ではなくなってしまった。

福間委員

それじゃあもう1人。設備投資については去年もこういうことを申し上げたのだが、素材産業では、既存設備のビンテージが長くて老朽化している中で、中国需要が増えている。その時に素材産業というのはハイテクと違い、キャピタル・インテンシブであり、非常に短期間に設備を立ち上げる訳にはいかない。そうすると今日本の鉄鋼業は中国に対して、あるいはアジアに対してハブ的なファンクションを果たす形となっている。というのは日本の鉄鋼業がないと回らない。本来アジア危機がなかったらマレー

シアもインドネシアもタイも一貫製鉄所を作る予定だったのだが、あの時
ばしゃってしまった。生産能力から言って日本が今国内需要が悪いという
こともあるが、一番余力がある。また休止している高炉もある。ただ、こ
れに火を入れるというと時間が掛かるし、先程岩田副総裁がおっしゃった
ように価格支配力をやや回復している中で、生産過剰にしてしまうとまた
価格支配力が落ちてしまうので、そうしたことは避けるというスタンスで
ある。要するにきれいな言葉で言うと、ビジネスモデルが変わってしまった。
量的経営から質的経営が変わってしまって、価格を落とさないような
ことを彼等は模索していて、それが非常に当たってきた訳である。それは
紙パ業界についても同じである。合併による再編から進んだ業界のほとん
どでこの共通の現象が見られる。セメントもそうである。ハイテクと違っ
て設備投資額が大きいことと、建設期間が長いというのが素材産業の特徴
で、それだけに不足したからさっと作ってくれといってもなかなかできな
い。

福井議長

価格を考えながらの増産、増設になるということか。

福間委員

そうである。

福井議長

恐らくこれは数か月経つと多数説になる。では今から 10 時 35 分までコ
ーヒーブレイクとする。

(午前 10 時 23 分中断、午前 10 時 35 分再開)

福井議長

それでは、後半の部を開始したいと思う。金融政策運営について、つま

り次回決定会合までの金融政策の運営方針について、まず意見表明をお願いしたいと思う。最初に田谷委員から願います。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

田谷委員

短く述べる。株価の下落などマーケット関連のリスクの顕現化は一部あるが、実体経済面では回復傾向がよりはっきりしてきているように思う。政策運営としては現状を維持することにしたいと思う。景気が回復傾向をよりはっきりさせる中であって、短期金融市場の安定は維持されている。供給オペに対する安心感から短期金利は低下してきている。今月後半から来月にかけては資金不足期でもあり、供給オペの頻度が高まるため、資金を取り急ぐ動きはないようで、一昨日には年末越え資金の供給オペでは札割れが起こった。吸収オペでも応札倍率が高く、最低水準での落札レートが付く状況が続いている。年度内の資金については、今のところ、あまり需要はなさそうである。金融市場全般についても、緩和的状況が続いている。長期金利は低位で安定している。これには先月公表した緩和政策の継続に関するコミットメントの明確化も寄与しているように思う。社債の対国債イールド・スプレッドは縮小しているし、クレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムも低下している。社債・CPの発行市場についても、特段問題はなさそうである。ただ、株安と根強い円高圧力は懸念材料である。これらの点については、その動向を注視すると共に影響の把握に努めたいと思う。以上である。

福井議長

植田委員願います。

植田委員

私も一抹の不安は残るが、現状維持で良いかと思う。以上である。

福井議長

一抹の不安とは。

植田委員

特にコメントは…。

福井議長

春委員お願いします。

春委員

10月10日に当座預金目標のレンジを広げた訳だが、その後28兆円台から31兆円台まで拡大したレンジを活用して調節が行われている。この間、短期金利は落ち着いた推移を辿っており、昨日の報告にもあったように資金供給オペの金利水準も低下している。このような状況なので次回会合までの金融調節方針は現状維持として、当座預金残高としては現状の29兆円から30兆円を中心にレンジを有効に活用して市場の需給に応じて機動的かつ柔軟な調節を続けて、超緩和的な金融環境を積極的に維持するのが良いと思う。また万一必要があればなお書きを適用していくことが良いと思う。なお、7日に証券化市場フォーラムが開催されて、市場参加者による幅広い意見が出ているようだが、実りのある検討を期待したい。その中で日銀による資産担保証券の買い入れスキームについて、中小企業要件とか正常先要件、あるいは複数格付機関要件の見直しなどの意見が出ているようだ。今後分科会等の検討の中で市場を育成するという観点からの検討を期待したい。また、昨日報告があったが、シンジケート・ローンの適格担保化とか既に発表している貸出債権市場統計の新規作成等についても、市場型間接金融の発展に向けた執行部の努力として評価したい。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

先程申し上げた経済金融情勢についての判断を踏まえると、金融政策運営については現在の調節方針を続けるということで良いと思う。これが結論であり、全てなのだが、少し付言させて頂きたい。バブル崩壊後の経済の歩みをやや大きく振り返ってみると、日本経済は不良債権や財政赤字、さらにはグローバルな競争激化といった何重もの課題を抱える中で、ナローパスの調整を必要としてきた。企業は過剰債務の圧縮や労働分配率の引き下げを通じて収益力を高める。企業収益が回復した段階では設備投資の増加を通じて生産性の高い資本ストックの更新が進む。その間、個人消費は家計所得の減少を消費性向の上昇がある程度カバーする形で横這い圏内の動きを続けてきた、というのが、考え得る最もあり得る調整パスであり、民間経済はこうした調整を結果的にかなりの時間をかけながらとにかくここまで切り抜けてきたということではないかと思う。同時にこのような調整プロセスを通じて生産性の上昇が実現され、需給ギャップの顕著な縮小をもたらすような需給全般の増加に結びつくまでにはまだ暫くの時間を要するというのが現状だろうと思う。そういう状況であるから、マクロ政策運営の主眼はこれまでも発揮されてきたような民間経済の調整メカニズムというものを活かしながら、景気回復のサポートを粘り強く続けていくということになるのではないかと思う。要するに何を申し上げたいかというと、日本銀行としては、現在のコミットメントの下で量的緩和をしっかりと続けるとともに、様々な信用仲介ルート育成などに地道に取り組んで行く、というのが引き続き政策運営の軸となるということをお知らせしておきたい。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

株価は、外貨系ファンドの決算期における利益確定売り、あるいは不正取引、あるいはテロのリスクさらには円高のリスクといった要因が重なって、現在小幅の調整局面にあると考えている。しかし企業収益等から判断すると、基本的には現在の株価下落というのは大幅なものにはならないのではないかと考えている。ただし、銀行部門の不良債権処理の問題等もあって四大銀行は収益が改善しているとは言え、地方銀行の方はまだ十分そうした改善が進んでいない状況もあるので、金融調節の運営というのは基本的には現状で良いかと思うが、私は積極的に上限 32 兆円まで引き上げた訳なので、30 兆円周辺ということに拘ることなく、32 兆円まで積極的にこういう時こそ活用すべきではないかと考えている。それから一点、銀行について収益が良いと言ったのだが、利鞘設定の方を見ると、プライムレートの方が上昇しているにもかかわらず、利鞘設定は拡大していないということは、収益力確保の点からは問題があるのではないかと考えている。一方、債券市場を見ると、現在落ち着いた状況が続いているが、2005 年あるいは 2007 年の借換債の突出した増加というようなことを、マーケットが既に意識し始めて、2 年債の利回りカーブが 2005 年 4 月以降急上昇していることを考慮すると、長期金利の動きも今後注意を要するものとなると考えられる。国債管理政策の適切な対応あるいは日本銀行のオペレーション面でも一層の工夫が必要になってくるのではないかと考えている。さらに現在、財政に余裕がなくなってきたということもあり、そういうことも考えると、前にも申し上げたが、長期国債の買入れにも工夫があっても良いのではないかと。短期についても上限だけということではなくて幅を設定した訳だが、プラスマイナスの弾力的な運用、例えば 1.2 兆円と言っているのを、プラスマイナス 2000 億、3000 億というようなことを市場の状況に応じて対応できるようなことも考えていってはどうかと思っている。この点、アメリカとかイギリスとか、実際に長期国債のオペレーションをどういうやり方でやっているのかよく調査、検討をお願いしたいと思

う。特にイギリスの場合には単に自国の国債だけではなく、ユーロ債の売買というようなこともやっていて、通貨の資産の面のマネージメントを負債面で、通貨面のミスマッチをコントロールするというようなことをやっているのだが、幅広い観点で金融政策運営を、これはやや中長期的な問題だとは思いますが、ある意味では短期にも関係するかもしれない問題なので、検討をお願いしたいと思っている。最後にもう一点付け加えさせて頂きたいのだが、今年に入ってから量的緩和というのは、日本の景気回復を後押しするうえで極めて効果があったと考えている。ひとつはマネタリーベースが3月の時点では10%の伸びであったが、現在は20%である。量的に明らかに拡大しているということと、二番目は少数意見であるが、事実上、非不胎化介入をやっているのと同じ金融政策、これは不胎化か非不胎化かということの問題にしているのではなく、日本銀行が外債を直接購入するのと事実上同じ経済効果がある政策をこの間やってきた。12兆円当座預金の上限を引き上げた訳だが、その間もう一方で、実は介入政策が15~16兆円行われているということは、経済効果としてアナウンスメント効果とか、あるいはバランスシート上の外債が最終的に日本銀行か財務省の特別会計かという違いはあるが、基本的には外債購入に等しい経済効果のある政策をやった。そのために今回の量的緩和というのは通常の政策よりもパワフルであったと考えている。マネタリーベースの伸びは、当座預金、量的な側面ではやはり重要視すべきものだと考えていて、当座預金よりもより重要な変数だと考えている。現在20%だが、私が考える望ましい伸びというのは、トレンドとしてのマネタリーベースの流通速度が11%下落しているとすればそれに望ましい名目所得の伸びが仮に3%、それを上乘せすると14%、さらに足許で望ましい成長率とそれからそのギャップが3%あるということを見ると17%ということになる。以前から申し上げているが、15~20%位の範囲でマネタリーベースを動かすということが大事で、しかもそれは足許を伸ばすということだけではなく、将来もそういうことを、十分な将来の望ましい成長をアコモデートするだけに必要な量的な面でもプレコミットメントするというのが私は金融政策

の効果を高めるといふふうに考えている。これは異時点間のワルラス法則といっても良いし、異時点間のピグー効果が働くといってもあまり間違えではないと思っているが、それは通常考えているリバランス効果とは独立に働くものだと考えている。そういうことで、マネタリーベースの伸びというものをある程度考えるべきだと思っている。昨日の説明で来月以降20%が17%、さらに伸び率が減っていくというようなこともあるが、そういった面も考えていくべきだと思っている。物価について、次第にデフレ克服の展望が開けつつあると申し上げたのだが、そうなるにつれて10月10日のコミットメントはかなり明確化したと思うが、さらにより明確化する必要があって、最終目標をはっきり述べるということ、それは行動で政策意図を示すこと、それから最終目標をはっきり述べるということは長期金利を基本的には安定させる効果がある、それから勿論コミュニケーション改善の意味でも極めて重要な課題であると考えている。以上である。

福井議長

福間委員、お願いします。

福間委員

私は9月の会合で当座預金残高目標値の30~35兆円への引き上げを提案したが、その時の金融経済情勢に対する基本認識、すなわちデフレが継続し、金融システム問題を含む成長を阻害しかねない構造問題が幾つも残され、さらに金利為替マーケットにマグマが蓄積されている中で経済が自律的な回復過程に入ったと評価するにはまだ早いという認識については今もいささかも変化はない。もっとも、足許は短期金融市場に落ち着きが見られることから、取り敢えず今次会合については、当預残高を変更する必要はないと考えている。ただし、短めの資金の余剰感が極めて強い一方で、長めの資金に対する市場のニーズが強い状況下では、日々の金融調節に当たって現行のように長めの資金供給オペの回数を増やし、必要に応じて短めの資金を吸収するというマーケットフレンドリーな金融調節を続

ける必要があると思っている。また、今まさにそういう具合にやって頂いている。さらに、やや具体的なことを付け加えれば、第一に資金供給オペについては応札倍率が3倍を超える市場ニーズの高い年度末越えに軸足を移し、第二に比較的短期のターム物の資金供給オペについては現状CPと国債の買現先オペで対応しているが、昨日の議論にもあったように、札が集まりにくい場合には適宜手形買入で対応すること等金融調節に常に工夫を凝らして欲しいと思う。なお、金先のフォワード・レート・カーブやオペの平均落札レートのイールド・カーブの形状を見ると、量的緩和政策の継続に対する市場の懐疑的な見方が沈静化した現在も、引き続きステイプ化した状態が続いている。これは市場が現在の景気回復の流れを受けて、徐々に金利にタイムバリューをつける動きを見せ始めているとも考えられ、市場メカニズムへの萌芽ではないかと…。こうした動きを期待をもって見守っていきたいと思う。ただし、市場の一部にはペイオフ解禁について問題がある場合には先送りすれば良いと気楽に考える人が少なからずいることは、金融市場にとって懸念材料であるという声が聞かれる。短期金融市場に市場メカニズムを回復させるためには不良債権問題の解決とペイオフ全面解禁が必要であり、これを円滑に進めるためのインフラ整備として、既に市場にビルトインされている量的緩和政策を堅持するとともに、金融システムの健全化を早期に図ることが必要である。当面の間は時間軸効果は浸透しているものの、先月10日の当預残高目標値の引き上げの趣旨や効果が不明確であると、量的緩和についてのそのものの意義を改めて問う声が一部に聞かれる。このような状況では、市場の期待形成に影響を与えるような情報発信には引き続き留意しつつ、本行としては自明のことであるが、次の二点を繰り返し外部に説明していく必要があると思う。第一は、現在のように景気が回復しつつあっても物価の下落が続いている限りは量的緩和政策を継続することが本行の市場に対するコミットメントであること、第二に、短期金融市場の市場メカニズムが回復しない限りは、従前のようにオーバーナイト物金利をターゲットとした金融調節方法に戻ることは難しく、本行がターム物の資金取引の事実上のプロ

一カ一役として市場機能を補完し、市場の当預需要が高まればこれに合わせて量的緩和を拡大せざるを得ない、という二点である。また、私は8月の会合で時には忍耐を持って市場を見守ることが必要であると申し上げたが、その後奇しくもグリーンSPAN議長も、現在は忍耐を持って金融政策を行う局面にあるという趣旨の発言をしている。現在もこれは当てはまり、本行としては当面は忍耐を持って市場を見守り、金融システム問題もあり、慎重さと大胆さを兼ね備えながら金融政策を実施しなくてはならないと認識している。なお、先程の岩田副総裁の考え方があったが、もしあと時間があれば別途議論させて頂きたい。

福井議長

中原委員、お願いします。

中原委員

現状の調節方針維持で良いかと思う。マーケットは極めて潤沢な流動性が供給されていて、信用リスク・プレミアムも縮小の方向にある。足許は安定していると思う。金融システムの安定性について、これから銀行の決算発表あるいは金融庁の健全化計画に向けての色々な行政方針が明らかになるにつれて、金融システムに揺らぎが生じる懸念も残っている。また株価、為替、中長期金利の動きが実体経済に与える影響も心配されている。このような市場の攪乱的な動き、あるいはリスク・プレミアムの拡大によって、量的緩和あるいは時間軸コミットメントの効果が減殺されるというような惧れもなしとしないので、なお書きの運用も含めてファームかつブリエンプティブな行動をするとの姿勢を明確に示し、市場との円滑な意思疎通を図るべきだと思う。なお、自問自答的だが二点申し上げると、市場で量的緩和の解除についてペイオフの問題と結び付けた議論が非常に増えてきていると思う。また量的緩和の解除のプロセスについての議論も活発になってきているということで、今のところ我々は時間軸の効果維持という観点から、出口議論を封印している訳だが、今後透明性の問題、ある

いは市場の期待と予想をどうコントロールしていくかという問題を考えると、現状のままいけるということではない、ということは認識しておく必要はあるのではないかと思う。第二はシナリオとの乖離で色々政策の議論をしようという方向に流れが変わってきているが、一方で我々が出したCPIの見通しは引き続きマイナスといった状況であり、これを標準シナリオと考えていくべきなのか。むしろこの通りでいけばいいということではないと思う。この辺のところで政策の展開をどうしていくのか、これは自問自答している状況である。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

次回会合までの金融政策運営については、現在の調節方針を継続することで良いと思う。なお、株の下落や地銀の決算発表などを意識して金融システム問題への関心がまた高まりつつある。仮に金融システム不安が再燃するようなことがあれば、なお書き等を有効に活用して迅速に市場の動揺を収めることが必要であると思う。以下、時間の許す限りで、先月行われた政策について暫定的な評価をしておきたいと思う。

10月10日の決定会合以降の調節を見てみると、当座預金残高は28.7～31.1兆円の間で、ある程度自然な振れ方になっているようなので、調節についてもこのスタンスで良いと思う。市場が現在の当預残高の振れを「意図的な金利潰し」と受け取っていない点も良いことだと思う。もっとも、そもそも所要準備預金額をはるかに超える資金供給を行なっているため、このレベルで当座預金を多少振らしても市場にはほとんど影響がないのは当然であるという見方もある。なお、上限の引き上げの影響については限定的と見る向きが多いようである。

ところで、政策変更前は当座預金がほぼ上限に張り付いていたため、資金不足日に資金供給オペを集中させる必要があったが、変更後は振れが容

認されているため、オペを均して打つことができるようになったとのことである。この結果資金供給オペを打つ日が多くなったため、市場は「いつもお店が開いている」と安心感を持ち、この状況を歓迎しているようだ。もっともオペ頻度が高まったことで札が入り易くなるのか、却って「いつでも資金調達ができる」との安心感から札割れが発生し易くなるのかは、市場の資金ニーズ次第であると思う。私が申し上げたいのは、仮に札割れが発生してもそれは自然のことであり、市場のシグナルであるとも言えるので、是非無理にそのシグナルを潰さないようにして頂きたいということである。

また、足許円高に対して大規模な為替介入も行なわれている。急激で大幅な円高は実体経済に悪影響を与える可能性があり、その蓋然性が高まった場合には政策対応が必要になるが、これまでの円高は企業収益見通しに大きな影響を与えていないようである。前回は申し上げたが、為替介入のサポートと短絡的に捉えられかねないような拙速な金融調節は行うべきではないと思っている。

一方、金融政策の透明性の強化策についての市場の評価はますますといったところではないだろうか。夏以降、時間軸を巡って色々な思惑が市場を駆け巡ったが、金利急騰以降の時間軸についての一連の対外的な説明やメッセージ性を持った調節は、短期化された時間軸を復元する方向に力を発揮した。10月の透明性の強化策の追加については最初は時間軸を延長させるという反応も、短期化させるという反応もあった。これでは時間軸の強化には繋がらない。私は今回の時間軸の強化策については、量的緩和政策が継続する最短期間についての認識を共有化することによって、その期間におけるリスク・プレミアムを減少させることが重要であると考えていた。現在では2003～2004年度の消費者物価の対前年比の大勢見通しがマイナスとなったこと、かつペイオフ解禁への言及が日銀側から積極的に行なわれていることもあって、2005年4月のペイオフ解禁までは量的緩和が継続するということが確実になったと見る向きが大勢となっている。このような見方が望ましいかどうかは別として、このような統一的な見方

が広まりつつあることは、その間のリスク・プレミアムの減少に繋がると思う。実際、短期ゾーンを中心に金利の安定化がもたらされているように思う。また2年債の流通利回りを見ると2004年度後半に償還される分の利回りについてもかなり低下している。また、国債のイールド・カーブから導き出された時間軸の長さは、総じて横這いで推移しているが、私は透明性の強化によって、時間軸をもっと長くすることが必要だと思っていたので、それで良いと思っている。時間軸が長くなり過ぎて量的緩和策からのイグジットが遅れ過ぎる可能性があるという認識を生じさせると長期金利が上昇する可能性があるからである。実際、10日の決定会合後に国債流通利回りのイールド・カーブがスティープ化したことについてそのような反応も見られた。大勢見通しについては成長率予想とデフレ予想との関係について市場に戸惑いがあったし、政策委員の予測の出し方についての説明が必ずしも十分であるとは思えず、まだ工夫が必要な点もあると思うが、今回の透明性の強化策は基本的に市場に消化してもらえたのではないかと考えている。以上である。

福井議長

福間委員から議論があれば。

福間委員

もう、今、須田委員が触れられたので特にはないが、やはり為替の介入とこの金融政策というのは、やはりそれぞれ別個のものであり、やはり総合的に考えて必要な場合にはやるということで、そういう意味で、恐らく岩田副総裁が言われたのだと思うが、量的緩和と為替介入が一致しているのだ、という予定調和的なことをあまり言うと、誤解されるのではないかと。須田委員が触れられたのでそれ以上はない。

福井議長

特に他にご議論はないか。伺ったところ、この次の政策決定会合までの

金融調節については現状維持ということで意見が一致しておられると感じた。春委員から証券化フォーラムの議論から良いフィードバックを受けるようにというサジェスチョンを頂いた。今後、きちんと対応していかなければならない点だと思う。今後の調節絡みでは、岩田副総裁、福間委員、須田委員から追加的なご意見の表明があった。これらは重要な点を沢山含んでいるので、これから繰り返し議論しながら上手く消化していかななくてはならないと思っている。

植田委員

今、福間委員と須田委員のおっしゃったことについて、難しい問題だが感想のようなことを…。一つは、福間委員のおっしゃった中にマネーマーケットの機能が回復しないという話があったのだが、そういう面はあると思うが、一方で金利をベタッとゼロにしていることがマネーマーケットの機能を低下させている訳であるから、上げれば戻ってくるという面もあると思う。途中の過程で若干の混乱はあると思うが、それに注意をすることは必要だと思うが、ここは私はどちらかと言えば割と楽観視しているのだが、マネーマーケットの機能が量的緩和のもとで凄く低下してしまっているので、オーバーナイト金利の引き上げはそのためにできない、というふうにあまり強く思う必要もないかと。注意はしないといけませんが。

福間委員

去年も随分その点はここでもやったが、やはり金融システムとの問題が根底にある。であるから、その部分でむしろ早く上げられるような状態に持っていかなくてはいけないが…。

植田委員

金融システムの問題というのは、それはおっしゃるとおりである。あと、須田委員がおっしゃった点で、10月10日の措置に関係して資金供給オペを増やしていることでマーケットに安心感が生まれ、場合によると金利の

水準にも低下方向の圧力を与えているかもしれない。それが供給のフレキシビリティを増したということと関係しているという趣旨と私は伺ったのだが。それは、考えてみると、当預の水準をフレキシブルにしなくてもできることだと思う。長めのオペを打って、売手で回収すれば同じことが達成できる訳であるから。であるから、当預の水準をフレキシブルにした結果、そうなっているというよりは、調節の目が長めのところの資金供給オペをもう少し弾力的にやっいていこうという方向にいったか、あるいはそれをマーケットは予想しているということかと思う。そういう余地が本当にあったのだとすると、今までしていなかったということにならなくもない。そこは論点としてある。以上である。

福井議長

他にないか。マネーマーケットの機能回復の点は、確かに、我々自身が、今の金融調節のスタイルが今のマーケットの機能を害している面と、金融システムの健全性回復が遅れているが故に害している部分とを、よく見分けながら今後のあり方をよく検討していかなければならない。それから須田委員ご指摘のとおり、枠の上限にいつも貼り付いていたことが幾らか機能発揮の妨げになっていたのではないかと、私は思っている。そこは多少見解の相違があるところではないかと思うが、これまでも長いオペの回数が制限されていたとは言えないにしても、上に余裕があることが同時に資金を全額回収しなければならないというコンストレイントを解消していることは明らかではないかと思う。

それでは政府の方からご意見を頂戴したい。

石井財務副大臣

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、企業部門を中心に、景気は持ち直している。先日公表されたQEにおいて、本年7～9月期の実質GDP成長率が、前期比で0.6%増と7四半期連続でプラスとなるなど、我が国経済は緩やかな回復を続けている。

このように、景気が持ち直している状況の中、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。

景気の持ち直しに対する当面のリスクは、金利及び為替の動向である。实体经济の動きを先取りした過度の金利の上昇や、实体经济を反映しない急激な円高は、景気回復に悪影響を与える恐れがある。

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するとともに、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揺るぎがないことを引き続き明確に示して頂きたいと考えている。

また、年末に向けて、企業金融を取り巻く環境は厳しくなると予想されている中、こうした資金需要の高まりに対しては、弾力的な対応をお願いしたい。以上である。

福井議長

有り難うございます。中城内閣府政策統括官からお願いする。

中城内閣府政策統括官

11月14日に公表された平成15年7～9月期の四半期GDP速報では、実質GDPが前期比0.6%、年率2.2%と7四半期連続のプラスとなった。

一方、名目GDPは-0.0%、年率-0.1%とほぼ横這いになるなど、依然デフレ傾向は継続している。

昨日報告した今月の月例経済報告では、「景気は持ち直している」と基調判断を上方修正した。

また、引き続き、株価や為替レートなど金融・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、およ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」においても、政府・日本銀行一体となった取り組みにより、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。

政府においては、制度・政策の改革を推進するため、経済財政諮問会議に

において集中審議を行なっている。

日本銀行におかれては、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なって頂くとともに、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って頂くことを期待する。以上である。

福井議長

有り難うございました。ただ今の政府のご意見に対してご発言があればどうぞ。宜しいか。では、議案の取り纏め、採決に移りたいと思うが、議長として金融調節方針に関する議案の提出をしたいと思う。現状維持ということで議案を提出させて頂きたいと思う。金融調節方針に関して別に議案提出者はおられないか。おられないようなので、執行部から議長提案を配って欲しい。

[事務局より議案配付]

では、読み上げをお願いします。

榎田企画室参事役

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11月21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

それでは、大変恐縮だが、政府からの出席者は退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

それでは金融市場調節方針に関する議案を採決する。事務局は正式な議案を持ち回って、委員からの決裁を得た後にその結果を報告して欲しい。

[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。執行部におかれては、ただ今の決定されたとおりの内容で調節を宜しく願います。政府の方、入室を願います。

[政府からの出席者入室]

恐縮であった。現状維持で可決させて頂いた。次に金融経済月報の基本的見解の決定に移りたいと思う。執行部の方からポイントの説明をお願いします。

IV. 金融経済月報の検討

門間調査統計局参事役

ではまず、実体経済の方から。A3の資料を出して欲しい。10月10日の本席において、金融経済月報の基本的見解については、これまで以上に分かり易く簡潔なものにするということを決めた。今月からその趣旨を踏まえてニューバージョンということであり、このようにざっと分量にして前回までの半分強位というふうになっている。内容に入るが、現状の冒頭で「わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。」ということであり、前月と比較すると一歩前進しているということになるが、今月から対外的には、これは上方修正という言い方はしないという約束である。それから各論だが、住宅投資、公共投資、個人消費、この辺りは変更ない。「輸出が増加している」ということで、ここも表現を少し強めている。それから設備投資は「回復を続けている」というところだけである。今月、一番大きく変化したのが鉱工業生産であり、「横這いから増加に転じている」ということで、増加という認識を今月初めて示している。これが冒頭の判断の変更の一番大きなキーポイントになっているということである。その後、

前月は、企業収益、あるいは企業の業況感というところにメンションしているが、今月それがないのは、簡潔にしているということではなくて、今月は法人季報とか、短観とか、材料が特段ないので今月は書いていないということである。その後、「この間、雇用者所得は徐々に下げ止まってきている。」。ここは、前月までと基本認識はあまり変わっていないが、短くしているという趣旨である。続いて先行きだが、先行きのところも現状と同じように冒頭に総括判断を書いて、その後、各論を書くというふうに変化した。これも分かり易くという趣旨に沿ったものである。先行きだが「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものとなると考えられる。」というのが総括判断である。各論についても、特段これまで、あるいは展望レポートと考え方に変更はない。輸出、生産が増加を続けて、設備投資が回復している、しかし、諸々の要因でその回復のテンポは緩やかであるということである。一点申し上げておかなければいけないことは、前月までは、そのパラグラフの最後の方に当面のリスク・ファクターということを書き添えて、例えば前月であれば「輸出環境の先行き」というふうに始めた文章だが、米国の雇用面であるとか、為替相場ということにメンションしていた。今月はこれが書いていない。この趣旨だが、展望レポートからの連続性ということは今まで以上に意識するということになると、展望レポートで先般四つリスクを書いている訳である。上振れもある、下振れもあるというふうに書いてある訳であり、その時のリスクの認識にあまり大きな変化はないということであれば、毎月書くというよりも割愛するということが良いのではないかという判断である。ただし、逆に言うと展望レポートの時に比べてある特定のリスクについては少し強まっているというふうな判断があれば、ここにその部分を書き込むということはむしろ妥当であるので、本日のご議論を伺っていると、為替・金融市場の不安定化ということについて、大分ご議論があったので、もしそれが展望レポートの時に比べて少し強まっているということであれば、ここに書くということは後程ご議論頂けるファクターかと思っている。それから、最後に物価だが、物価についても短くするという観点から、今月から

は国内企業物価と消費者物価の二つに絞って書くということにした。逆に申し上げると、輸入物価と企業向けサービス価格については割愛しているということである。内容については、国内企業物価、消費者物価とも前月とほぼ同様である。実体経済は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融部分を見て欲しい。金融部分もかなり思い切ってコンパクトなものにした。趣旨は10月10日の措置ということで同じである。内容的に申し上げると、分量的にはコンパクトになっているが、見る視点は従来と同様、四つの要素からなっている。一つは短期金融市場の動きはどうなっているのか。次に、為替・資本市場の動きはどうなのか。また、企業金融を巡る環境としてクレジット市場の動きがどうなっているのか。最後に、マネーサプライの動向がどうなっているのか、この四つである。従って、分量的には相当コンパクトにしているが、見る視点、内容的には従来を踏襲しているというのが基本的な考え方である。そのうえで前月との変化点ということだが、まず、アンダーラインを引いている為替・資本市場のところである。これは月中の流れを淡々と表現したということである。月中の動きを追って説明するスタイルにしていけないので、一点付言させて頂くと、円の対ドル相場は前月と比べて横這い、長期金利、株価は低下と、こういう整理をしている。この横の先月を見ると、長期金利の月中の動きをある程度フォローしたうえで、足許、決定会合近辺では1.3%前後まで低下した姿を描いている。今日、ボードを見ると大体1.3%である。従って、そこだけをとれば、先月と横這いという表現も可能かと思う。ただ、月中の動きを思い起こしてみると衆議院選挙であるとか、あるいは相次ぐ国債入札を控えて月中概ね長期金利は、ピークの1.5%も含めて高止まっていたが、ここにきて低下してきている。株などの動きもこうした動きとなっているということで、ここでは「長期金利や株価は低下している。」とした。円相場、長期金利、株価、この関係をどういうふうに整理するかという点を、コンパクトな表現の中で、今月はこういうふうに表現したという

ことである。これが一点である。二点目は、企業金融を巡る環境のところである。全体評価として「総じてみればやや緩和される方向にある。」とやや方向感を強めている。具体的要素は三つであり、まず、CP・社債の発行環境、これは「総じて良好な状況にある」と書いている。先月まではスプレッド自体は安定的に推移していたが、発行市場で様子見姿勢があったということで多少留保した表現として、「総じて良好な状況に大きな変化はみられていない」と表現していた。昨日ご説明したように、様子見姿勢から社債発行再開に踏み出す動きがある。また、スプレッドも安定を続けているので、「総じて良好な状況にある。」と書いてある。二つ目は、銀行の貸出姿勢である。「幾分緩和している。」と、これも方向感を比較的是っきりと表現している。これは金融市場局の主要銀行の貸出動向アンケート調査と、中小公庫、国民公庫等のアンケート調査を踏まえてこういった表現に変えてある。やや表現を進めているということである。三つ目は民間銀行貸出である。「減少幅が僅かながら縮小してきている。」という方向感を書いている。これも民間貸出の減少幅が縮小する動きが従来に比べてはっきりしつつあるので、こうした表現を使ったということである。こうした三つの要素を踏まえて、企業金融を巡る環境は「総じてみればやや緩和される方向にある。」という表現にしてあるということである。マネーサプライは、伸び率1%台でこのところ推移しているので、「前年比1%台の伸びとなっている。」という表現にしている。以上である。

福井議長

どうぞご議論頂きたいと思う。リスク・ファクターを少し書くかどうかという点も含めて。

田谷委員

上方修正、下方修正を言わないという約束になったとおっしゃったが、これをどう表現するかはスポークスマンである総裁にお任せするが、展望レポートはある程度幅を持ったシナリオであって、その中で先程も総裁が

おっしゃったように「まあ、心持ちちょっと良い方向にいったかね」という位なことは幾らでもおっしゃれると思う。その辺りの表現、いや、全体を我々が持っている見方を上方修正したのだ、下方修正したのだということではなくて、ある幅を持った見方の中で心持ちちょっと良い方向にしているねとおっしゃられるその表現はもうスポークスマンにお任せする。であるから、それを上方修正と表現されても宜しいでしょうし、いやそうではないとおっしゃっても宜しいかと思う。そこのところが何かこのところ色々な報道をなされているが、私はそう思う。第二点だが、リスク要因のところでは今月は必ずしも書かなくては良いのではないかということは、私もそう思う。確かに一部のマーケットリスク顕現化というのはあったが、その一方で、アメリカとか中国の見方がやはりもうちょっと強くなった、という皆さんの意見もあったし、両方書くとまた長くなるし、それはそれこそ、中間評価の時にもう一回きちっと見直すということで良いかと思う。あと、非常に細かい点で恐縮だが、物価のところ、国内企業物価のところ、「機械類の下落と米価の上昇が概ね相殺し」となっているが、これは多分3か月前比のところで見ていると思うのだが、例えば必ずしもそれは書いていない訳である。前年比あるいは3か月前比で見てもこの二つが相殺している、二つの要因が相殺し合っているというよりも、米価の上昇もあるが、広い意味での素材価格の上昇というのがあるのではないかと思う。であるから、例えばそこらの見方はどうかということと、もう一つもっと小さいことなのだが、この「先行きについては」という文章があるのだが、「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものとなると考えられる」と言うと、これは解釈の問題なのだが、「となる」が become になると、これから段々緩やかになってしまうというふうに捉えられないかと…。例えば、「緩やかなものにとどまる」とすれば、その誤解はないのではないかと思うのだが、皆さんが、いや、「となる」というのは全然誤解はないよとおっしゃれば結構である。以上である。

門間調査統計局参事役

まず、前段の方については、この金融経済月報の本体の背景説明の方に3か月前比で見るとということ断っている。そのうえで図表21というのがあって、そこに3か月前比の図表も付いているのだが、そこに寄与度分解のグラフがあって、やはりドミナントな要因は足許のところは、たばこ機械類が打ち消し合っているというところが最もドミナントであって、おっしゃるように素材の影響も若干プラスの方向にあるのだが、相対的にその寄与は小さいということで、そこまでは書かなかったということである。それから後者の「緩やかなものにとどまると考えられる」というのはおっしゃるとおりかもしれないので、そういうご意見が多ければ改めた方が良くもしいない。

中原委員

田谷委員のおっしゃった点の最初の二つだが、上方修正、下方修正は言わないと言っても、これは新聞の見出しは明らかに書くので、議論を避けられないのだと思う。問題は、上方修正をやりながら政策の変更をやるのかどうかというような議論に展開しがちだが、ここは必要があればやっていけば良い話であって、上方修正、下方修正という言葉をもう忌避するような必要はないと思う。明らかに表現としては上方修正をしている訳であって、これを妙にこじつける必要はなからうという気はする。それからリスクの点は、標準シナリオ、特に市場のリスクについて、現在、展望レポートで表現した時点と比べてどうかという点について、敢えて言えば、やはり私は為替の問題と株の問題はリスク顕現化の蓋然性が高まったのではないかというふうに思う。これを表現しないと、マーケットはそこに言及がないから、そのリスクを軽視したというように少なくとも従来は受け止めてきているので、その辺りのことは当然ながら質問も出ると思うが、総裁の会見その他で十分説明をしていく必要があるだろう。ここに敢えて書くか、書かないかというようになれば、私も書かなくて良いかと思うが、誤解のないようなコミュニケーションをお願いしたい。

須田委員

一つだけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

今の二つのことについて。少し上振れ気味であるというようなことを言
って頂いて、というような話もあったのだが、私も本音のところはそう思
っているが、これについては今、標準シナリオの範囲内と言った方が良い
というふうに思っている。と言うのは、成長と物価に関して我々は今、一
緒に議論をしてしまっていて——それらを別にしているのだったら良い
のだが——、頭にあるのは今、成長率の方であって、物価の方はそう上振
れたという意識がないのに、上振れたと言ったら、世の中の人「あっ、
物価も」というふうに取り兼ねないと思っている。そういう意味で私は、
あまり上振れる方向というよりは、今のところはシナリオの範囲内という
ふうな言い方をした方が、マーケットに無用な波風を立たせないで済むの
ではないかと思っている。それから、リスク・ファクターは総裁から説明
して頂けるのであればそれで良いと思っている。と言うのは、私はこれを
一読した時、凄く楽観的だと思った。この基本的な部分だけは我々がサイ
ンするが、背景部分は執行部の見方であるというふうな捉え方もされてい
る訳である。そこには色々なヘッジやリスクが書かれているのに、基本的
な部分に何もないと、我々政策委員会というのは何と楽観的か、と捉えら
れるのが嫌だったので、もしリスクが少し下振れしたなと思ったら書いた
方が良いと思ったのだが、そこのところをきちっと説明して頂けるのなら、
敢えて入れなくても良いと思う。

植田委員

皆さんお触れになった点だが、田谷委員の一番目、我々の間で混乱はないのだと思うが、コミュニケーションの点は、上方修正という場合には意味が二つある。つまり、展望レポートで将来にわたっての経済の経路を設定している訳だが、そのうえに沿って経済が動いていた場合には、メインシナリオに上方・下方修正はない。このシナリオ自体が段々上がっていく経済を展望していれば、足許の経済の判断は前月に比べて段々上方修正になっていく訳である。その二つが混同されてマーケットに伝わってしまうリスクをちょっと感じたので、用語法を統一しようということだったと思う。確認しておいた方が良くと思うが。

福井議長

やり方を変えたことと、文章が短くなってしまったことで、私の責任範囲が逆に広がっているところがあるが、基本的には、やはりシナリオに対してどうかということを中心に理解を図っていきたいと思う。ただし、それも毎月ではなく、3か月に1回位でないときちんとしたことは言えないということも、また理解を求めていきたい。従って、特に今回のような場合には、マンスリーには概ねシナリオどおり。それ以上はあまり出られないと思うが、気持ちとして色々上向きの要因があるということは、ニュアンスとして言えるかもしれない。前月との変化についての意識は、上手くいけば、回を経る毎にディグレードしていきたいと思っている。しかし、政府の見解は、前月比の上方修正、下方修正というトーンでずっとおられるから、それとの比較は、常に世の中の人にも、新聞記者にもあるので、完全に脱却できないところがある。従って、そこのところに混同されるリスクがあるというのは植田委員が指摘されるとおりだが、私も最大限努力はするが、皆さん方、それぞれのベースにおかれてもそこのところの区別の付け方について少しご努力頂きたいと思う。リスク・ファクターを書くかどうかは、これは皆さんの総意によって決めるしかないと思う。もし書かない場合でも、現に今日のような議論がある場合は、私がコミュニケーシ

ヨンで補うということになっていく。

春委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

春委員

今、皆さんが議論されている点だが、この出し方だと今までと同じように、前月と比べてどうかということが書いてあると受け取られ、恐らく、上方修正したと思われるだろう。それはそれで、良いと思う。問題は、標準シナリオとの違いだが、敢えて今、標準シナリオと比べて上か下かということよりは、その想定範囲内という表現の方が宜しいのではないか。それから、「緩やかなものとなる」という表現については、読んだ時は感じなかったのだが、「緩やかなものにとどまる」とか、「と考えられる」というように、工夫した方が良くと思う。

福井議長

では、その点はやはり修正した方が良くかもしれない。

春委員

11月になって株価は、相当大きな動きであるから、何かできれば株価を表現しておいた方が。

福井議長

株価を表現した方が良く。

春委員

これを入れると、考え方に反することでもないように思うが。

福井議長

まず、最初の「とどまる」というのはどういう表現になるか。

門間調査統計局参事役

一番自然なのは、「景気は回復を続けるが、そのテンポは緩やかなものにとどまると考えられる」である。足許、緩やかという判断であるから、「とどまる」で宜しいかと思う。

福井議長

そこはご異論ないか。では、それはそれで良い。株価について、何か表現したらどうなるか。

門間調査統計局参事役

今日は色々なご議論があって、必ずしもそのリスクの震源地であるとか、波及経路についてあまりフォーカスがなかったと思う。であるから、非常に雑駁かつ一般的な表現で、かつ展望レポートからの連続性ということも意識すると、株価というよりは、金融・為替市場という一般的な言いの方が宜しいかもしれない。これも一番簡単に申し上げると「なお、金融・為替市場…」。

福井議長

「なお」というのはどこの。

門間調査統計局参事役

先行きのパラグラフの一番最後になる。そこに、いわば改行して「なお」として、「なお、金融・為替市場の動向とその経済活動への影響について

は、注意深くみていく必要がある」というように、非常に無味乾燥ではあるが、色々なご議論があったことを考えると、逆にそれ位の包括的な言い方の方が宜しいかと思った。

福井議長

では、今の文章を採択するか、あるいはもう書かないかどちらかで如何か。どちらが宜しいか。採択するという事で宜しいか。

田谷委員

入れても良いのではないか。

福井議長

入れても良い。ノーという方はおられないか。ではそれを採択する。

門間調査統計局参事役

ではもう一度述べる。

福井議長

もう一回、文章をきちっと言って欲しい。

門間調査統計局参事役

入れるところは先行きのパラグラフの一番最後であり、改行して「なお、金融・為替市場の動向とその経済活動への影響については、注意深くみていく必要がある。」である。

福井議長

事務局の方は異論ないか。

白川理事

表現の整合性なのだが、今の最後の金融のパートだが…。

福井議長

金融のパートか。

白川理事

今、実体のパーツを議論している。あとに金融のパートがある。そこでは、先程の議論は完結してはいないが、「長期金利や株価は低下している」とある。株価の方は今の議論と沿うのだが、長期金利の方は「低下している」。そういう意味で、だからいけないという訳ではないのだが、ちょっとこの表現をどうするかという話と多少絡むかなと思う。

岩田副総裁

円相場、ドル相場もあるね。これだと安定、概ね横這い…。

白川理事

動いた場合には心配であるということであるから、別に必ずしも矛盾する訳ではないのだが、その中身の整合性が気になる。

福井議長

そうか、そういえばそうだな。

白川理事

それからもう一つは、実体の話。これは勿論ここでの議論だが、今回、簡素化をした趣旨というのは、あまり短期間で頻繁にマーケットの動きについてコメントし始めると、なかなかきりがいい。そういう意味で、ある程度情報が蓄積される3か月で基本的には中間評価をやっていく。その間色々大きなことがあったら勿論加えてもいいのだが、多分今回が試金石だ

と思う。一回そういうふうになると次回以降、マーケットの動きに対してコメントしないことそれ自体がまたある種の情報発信になってくるので、ここはそういうことも考えたうえで、どちらが良いかを議論して、それで今回はどちらなのかと。私個人は、あまりマーケットについてやり始めることは適当ではないのではないか、という気はしている。

田谷委員

とれなくなってしまう訳だ。その文章が。一回入れたら。

武藤副総裁

「注意深く見ていく必要がある」という表現をここにわざわざリスク・ファクターとしてつけるのは違和感がある。「注意深く見ていく」というのを削るのであればまだ良いが。

福井議長

やはりやめるか。

岩田副総裁

私は、それは先行きと書いてあるので、その後ろの方は足許までを書いている訳だから、少しニュアンスが違うことが書いてあっても問題ないのではないかと思うのだが。

福井議長

1枚目と2枚目は、外に出すときには繋がった文章なのか。

門間調査統計局参事役

繋がっている。

福井議長

どこに繋がるのか。

門間調査統計局参事役

物価の後に、すぐ繋がる。

福井議長

物価の後にすぐ繋がるのか。現状とか先行きとか物価とか、カッコ書きの文章は残るのか。

門間調査統計局参事役

それは、月報本体には残らない。

福井議長

残らないのか。

門間調査統計局参事役

ただ、記者レクをする時にはこの紙でやるので。

福井議長

記者レクはこの2枚紙でやるのか。

門間調査統計局参事役

然り。従来からそうである。

武藤副総裁

非常に単純な話かもしれないが、そういう影響を注意深く見ていく必要がない、という事態にならないとこれがとれないということだとすれば、これはほとんど意味がないのではないか、という意味合いなのだが。

福井議長

抽象的に書けば書くほど、そういうリスクがある訳だ。

岩田副総裁

私は、毎月変わっても良いと思っている。こういう「なお」とか、リスクの所在がその時その時でどこに大きいかということ、かなり入れ替えて毎月変わっても良い。

福井議長

固定的な文章は毎月残って、非常に特定の意味を持って、座布団の上に座ったまま動かないというリスクだけは避けたい。だから、これは毎月表現はフレキシブルに変えられるのか。今、何か変えにくいような文章になってしまったような気もしないではない。

須田委員

これだと私は良くないと思う。今までは不透明感が存在しているとか、そういう言い方なのに、注意深く見ていく必要があるということで、本当に…。

福井議長

今回は書かないで置いて、1回どのような反応になるのか、やってみようか。コミュニケーションでカバーして。どうも福井が下手だといって、やはり書けということになれば次回から少し工夫して書くというので如何か。「とどまる」というところだけは修正して。

岩田副総裁

あるいは、「注意深く」というところを、「不透明感が存在している」というような表現ではどうか。前月の為替相場のことについて、こういう表

現を使っているのだが。強いて私は拘るつもりはないが、要するに日本銀行としてはそういうリスク・ファクターを何も気にしていないのですね、というふうに受け取られるのが一番具合悪いだらう。それを総裁が言葉で補って頂けるというのであれば、それで結構かと思うが。

福井議長

金融面の方の表現の中で、株価のところは、「長期金利、株価が低下している」と並列的に問題がないような書き方になっているのだが、このところはもう一工夫できないか。為替は概ね横這い、長期金利は下がっているとして、株価はちょっと不安定要素になっているというふうには書ければ、来月以降幾らでも表現が変わり得る。

櫛田企画室参事役

それも一つの考え方だと思う。例えば、「為替相場は横這い」となっているが「長期金利や株価」の「株価」を取って、「長期金利は低下している」。また、「株価は最近下落しており、その動向や影響については十分注意してみていく必要がある。」。

福井議長

「注意してみていく」という文句が余計なのだ。

櫛田企画室参事役

そうだとすると、「株価は最近大きく下落している」とか、程度を表わすということにしてはどうか。

門間調査統計局参事役

下落方向で不安定な動きとなっている。

福井議長

下落方向と敢えて言わなくても、株価はこのところ不安定な動きを示している、で良いのではないか。

中原委員

そういうことを言い出すと、この為替も横這いと言うが、必死で介入している訳で…。

武藤副総裁

為替が全く問題ないように、かえってそれが逆に浮かび上がってしまう。全く関心がないと思われてはいかん、というのはそのとおりなので、須田委員が言ったように、ここで少し説明をしてもらう必要がある。

中原委員

かつては、株価だけシングルアウトしてコメントしたこともあったが。

門間調査統計局参事役

ある。ただ、今回はその為替もという議論なので、そうであるとするとその為替と株価を一緒にするという手もあると思う。例えば、「為替・資本市場では、為替相場や株価にこのところ不安定な動きが見られる。この間、長期金利は低下している」とか。長期金利は入れなくても良い、という判断すらあり得ると思うのだが。あまり動いていないものにはメンションしない、という手もあると思う。むしろ、今回は為替相場と株についての不安定な動きだけを言うという手もあると思う。

福井議長

うむ。

武藤副総裁

それは一つの解である。

福井議長

その方がベターだな。必ず長期金利は触れなくてはいけないのか。

門間調査統計局参事役

全部後ろの背景説明には書いてあるので、特段基本的見解でメンションするほどの動きがないというご判断であれば、今回は為替・資本市場については、「為替相場や株価にこのところ不安定な動きが見られる」、とだけ書いておくということでも良いのかと思う。

福井議長

如何か。

櫛田企画室参事役

従来は、景気の先行きのところでそうした評価を下していた訳である。それで金融のところは淡々と事実関係を書く、一応そういうことにしていた。であるから、今言われた案が適当ではないという趣旨ではないのだが、金融面では先程申し上げた四つのファクターについてそういう視点から書いている。そこで今後はそこを発信源とする。議論に応じて、不安定さないし不透明感を強調する必要がある場合にはここで書くのだ、という了解の下で、今回ここに記述するというのであれば、それはそれで一つの考え方ではないかと思う。

門間調査統計局参事役

今回は両方ご議論があったと思う。今回は実際に不安定な動きであるということについての様々ご議論はあったと思うが、必ずしも景気の先行きにとってダウンサイド・リスクであるということ強調されたご意見は

少なかったと思う。そこは切り分けて良いと思う。

福井議長

であるから事実として記述する。

櫛田企画室参事役

事実としてこの市場の動きが不安定な動きである、という理解でここは書くと。

福井議長

ちょっと試しに。であるならばどういう表現になるか。

櫛田企画室参事役

為替・資本市場では、円の対ドル相場や株価は不安定な…。

福井議長

「が」、ではどうか。

櫛田企画室参事役

株価が不安定な動きと…。

福井議長

動きを示している。

櫛田企画室参事役

動きを示している。その場合、長期金利はもう触れない方がすっきりしているか。

福井議長

全項目に触れる必要は必ずしもなかろう。

須田委員

前に付けるのは。短期金利の直ぐ後に、長期金利は。

門間調査統計局参事役

それでも良い。

櫛田企画室参事役

その案であればあり得る。「短期金融市場では極めて緩和的な状況が続いており、長期金利は低下している」と。

門間調査統計局参事役

それが一番すっきりしている。

山口企画室審議役

資本市場の資本の中には、これは長期金利も含むので、やはり、「為替・資本市場では、長期金利が低下しており、円の対ドル相場や株式市場については不安定な」とし、為替相場は不安定な動きを示していることと並列で書く方が宜しいのではないか。

福井議長

もう一回きちんと並べて欲しい。

白川理事

これはご判断だが、つまり三つマーケットがある中で、不安定と認定するマーケットを株式とするのか、あるいは株式と為替とするのかということだと思う。今日のご議論の感じだと、勿論先行き変動すれば全て心配で

はあるのだが、株価については先行きの景気について不安を懸念する方がいらっしゃるという意味において、不安定を認定するマーケットは株式だけであったのかなと。もし書くとすれば、今日のご議論全体とするとそういう感じがしたのだが。

福井議長

為替も不安定要因という認識ではないのか。

福間委員

為替はドル全面安であるから、何で支えてあるかによる。

白川理事

勿論そうなのだが、全て前回の展望レポートにも書いたように、株価が変動した場合には心配であることは、そのとおりである。それから、その背後にはどういうことがあるかということも色々な議論がある訳だが、現実には株価については下がってきたということで、景気との関係で議論をしていくという意味において、株式市場を不安定なマーケットと認定するというのではないかと思う。勿論、皆さんのご議論ではあるが。

福井議長

為替もこのところは、ここで書いているほど、概ね横這いという程平坦ではないような気もするのだが。

白川理事

事実だけを申し上げますと、前回の決定会合と比べてみて為替レートが現実には動いたという訳ではない。

須田委員

今、白川理事がおっしゃったように、前月の末で為替についてはかなり

意識していた。であるから新たにという部分では、私はやはり株だというふうな認識を持っていた。

田谷委員

船頭多くしてになるから黙っていようと思ったのだが、白川理事や須田委員がおっしゃることももっともなのだが、その場合、為替はどう表現するか。

福井議長

概ね横這いと表現してしまうと、為替に脳天気過ぎるということになりかねない。そんなに前月比でものを読んでいる人はいないので。

田谷委員

因みに10月31日の円／ドルレートは109円94銭であった。であるから、今、109円10銭。このことをもってすれば、まあ良いのだが。その間…。

福井議長

地合いが良くない。為替市場から感じている人々の雰囲気を見ると横這いとは表現しにくい。

武藤副総裁

その時、不安定な動きという言葉が適切かどうかであろう。

田谷委員

であるから、私は不安定の前に「やや」と付けた方が良いなど。

武藤副総裁

その株とやはり為替は一緒にしたうえで、やや不安定とするのか。

須田委員

いや、同じだとは思わない方が。為替と株は違う。

武藤副総裁

少し整理してもらえないか。

福井議長

ちょっと纏めてみて。

櫛田企画室参事役

為替相場と株価を同列に書くということだとすると、「為替・資本市場では、円の対ドル相場や株価がやや不安定な動きを示している。この間、長期金利は低下している。」。

岩田副総裁

私は良いと思うが。

福井議長

良いね。

福間委員

良いだろう。

福井議長

如何か。

中原委員

「やや」は、やや…。

田谷委員

私は「やや」を入れておいた方が良いと思う。凄く深刻に捉えているとすると、日本銀行は相当弱気であるということになってしまうし、こういう相場物はちょっとヘッジしておいた方が私は良いなと思う。「やや」が良いと思う。違うだろうか。

中原委員

いや。

田谷委員

もう「やや」ではない、実体は。

中原委員

気分としては「やや」ではないのだが。

田谷委員

分かっているが。「やや」を入れておいた方が良いのではないか。

福井議長

為替と株が全く同列でないとか、「やや」よりはやや心配だというようなことは、コミュニケーションでやらせて頂くことではどうか。

植田委員

書き方を変えた中で、金融と実体のインタラクション、あるいは金融そのものも含めて、その書き振りも改善の余地があるという問題があると思うのだが、試行錯誤しながらと言うか。

福井議長

いつもこのように整合性が問題になる。

植田委員

盲腸みたいに金融が付いてしまって。

福井議長

これは、調査統計局との縦割り分担で書いている弊害もないか。

白川理事

作業上は、実体経済も一通り書いて金融の方も書いている。金融の方もさらに言うと、量的指標の方は企画で書いて、マーケットの方は金融市場局で書いて、いずれにしても最後は、企画の方で一応その点での整合性は見ている。ただ、そのうえで、今、植田委員からご指摘のあったように実体経済そのものの話と金融の話、それからインタラクションという三つの視点がある訳である。これを短い文章でどう表現化するかとなかなか確かに難しいところがあり、今後の課題として少しずつ改善をしていく。

福井議長

やはり、一人の人間が書き下せばこうなる、というふうなものに仕上がっていないなければならない。コーディネートしたという以上のものを、これから求めたい。

白川理事

そういう意識でやっているし、今後ともやっていこうと思う。

福井議長

それは今後の作業への注文ということで。

白川理事

表現の問題というのと別に、実は今、Fedでもプレスリリースで同じ問題に直面している。先程の須田委員の話と関連するが、実体経済と物価と、彼らは一応二つをやって、それでそれを照合というふうになっている。あと、今回のイギリスの決定会合もそうだが、実体の話と金融の話があってそれをどう表現するか、彼らも実は今回随分苦しんでいるような感じがした。そういう意味で実は、単なる表現の問題と言うよりは、どういうふうにして我々自身がメッセージを発信するかについて、ここでも議論し勿論我々自身もやる。そういう多分大きな課題であると思う。

櫛田企画室参事役

では、確認のためにもう一度だけ金融部分、修正後の文章を読み上げる。「為替・資本市場では、円の対ドル相場や株価がやや不安定な動きを示している。この間、長期金利は低下している。」続けて、「企業金融を巡る環境は…」、ということである。

福井議長

他になければ、この修正案でもって決議を採らせて頂きたいと思う。

須田委員

一言。これについては私はオーケーだが、これから表現がどんどん変わっていくということならば、次の時にどう変わったかというのを凄くマーケットの人達は注意深く見るので、まだ最初だから表現が固まっていないと言っておくべき。これからまだ随分変わり得るので。

福井議長

要するにパターン化したり何かしないで、我々自身が弾力的な表現をとっていかないと、その虜になってしまうと思う。変更できないと、表現の枠の中に入ってしまい、それは私も一番嫌うところである。文章を短くす

ればする程そのリスクがある。ああでもない、こうでもないとは書いていないから。それでは、修正文を確認のうえ賛否を採って頂きたい。

[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

採決結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

福井議長

修正案でもって全員一致ということである。この月報だが、今回から基本的見解の部分について即日公表。つまり本日15時に公表させて頂く。また、背景説明は必要に応じて執行部で修文を施し、ロング・ウィークエンド明けの25日火曜日14時に対外公表させて頂く。

V. 議事要旨（10/9～10日開催分）の承認

福井議長

最後に議事要旨の承認を頂戴したいと思う。10月9、10日開催分である。お手許に配付済みの議事要旨について異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

それではこれも決議を採らせて頂きたいと思う。

[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

議事要旨は全員一致で承認を頂戴した。

VI. 閉会

福井議長

議事はこれにて終了だが、次回は12月15、16日の2日間に亘る開催である。宜しくお願い申し上げる。なお、毎回申し上げているが、機密保持のことである。決定会合に関わる議論の内容、これ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。この対外公表については議事要旨、それから議事録という一定のルールに沿って開示する扱いになっている。決定会合への信認確保の観点から是非この場におられる皆様方、厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上である。閉会する。有り難うございました。

(午後12時07分閉会)

以 上