

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2003年12月15日（14:00～15:36）

12月16日（9:00～11:19）

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（15日）

石井啓一 財務副大臣（16日）

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

政策委員会室調査役

村上憲司

企画室調査役

内田眞一

企画室調査役

正木一博

I. 開会

福井議長

では、定刻である。お揃いなので12月の政策決定会合を開会する。

(午後2時開会)

本日と明日と二日間に亘っている。宜しく願います。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。内閣府の方から中城政策統括官にお越し頂いている。宜しく願います。本日は金融経済情勢に関する執行部の説明ということである。明日、金融経済情勢に関する討議、あるいは、当面の政策運営等に関する討議等を予定している。会合の中でのご発言は、いつも申し上げておおり、全て記録することが前提となっている。委員及び政府出席者の方々は、そのことを踏まえられて、宜しくご発言頂きたいと思う。それでは早速、金融経済情勢に関する執行部説明に入る。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白川理事と中曽金融市場局長から願います。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

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、金融・為替市場の動きであるが、フセイン元大統領拘束という大きなニュースで今週は始まっている。各市場はまだこれを消化している途中であるが、現在までの動きを追加資料1、2に沿って説明したいと思う。まず、図表1-1の金融調節である。これについては、拡大した当預残高のターゲットレンジを引き続き活用する形で運営を行っている。すなわち、一番左でお示ししている前回決定会合以降の当座預金残高だが、25日に一旦28兆円台まで低下した後、月末には財政資金の支払などから31兆円台に乗せている。足利銀行の破綻処理公表後の週明けの12月1日に即日手形オペ1兆円を実施している。2日には31.1兆円まで増加をし

ている。翌日の3日は税揚げであって、約6兆円の資金不足日だったが、需給の振れをある程度反映させた調節を行った結果、この日の当預残高は29.3兆円と、前日からの落差が1.8兆円とかなり大きなものとなった。その後は大体30兆円前後で推移をしている。足利銀行破綻処理直後、公表後の12月1日の動きに若干触れると、朝方は地銀の一部に資金放出を見合わせる先があった。取り手のビットに出し手が現われない場合も一部に見られたところである。それから株式市場の方だが、銀行株を中心に売られて始まるだろうというような情勢分析をしていた。そうした判断に基づいて、金融市場の安定に万全を期すという観点から、市場が開いた直後、通常の9時20分よりやや早めの9時5分に即日全店買入手形オペのオファーを行ったところである。結果的にはその表が示しているように、オーバーナイト・コールレートは0.001%と微動だにしないで、その後も安定的に推移している。次に図表1-2で日銀当座預金の保有状況を見ると、都長銀において、このところ残高が減少傾向にある。一頃15兆円近くあったものが、12兆4千億円というところまできているが、これは大手行の資金調達環境に好転の兆しが出ていることが一つの背景であるとみている。つまり、収益が改善し、格付けが引き上げ方向で見直されるなど、総じて邦銀の信認が回復する条件が整いつつあるということだと思う。実際、一部の外銀には、大手邦銀に対するクレジット・ラインを拡大するところもあるようである。このため、大手行の中には、当座預金の残高を引き下げて短国だとかレポの運用に回す動きも見られたところである。それから郵政公社についてだが、これは先月の末から無担コールの放出を開始している。中身はトゥモロー・ネクストといったものが主体で、ロットも300億円位と少額にとどまっている。次に、最近のオペの結果の推移を見るが、その前提として図表1-3で足許までの資金需給について概観すると、12月の初めは3日の税揚げもあって資金不足幅が深くなっている。ただ、10日以降は大量の為替介入だとか15日の年金定時払いといった余剰要因も出てくるので、そういったことを念頭に置いて運営を行っている。中身だが、図表1-4、最近のオペ結果の推移を見て頂きたい。まず、全店手形買入については、先程申し上げた12月1日の1兆円の資金供給は

全国の地銀の資金調達に配慮して、全店手形買入としては初めての即日オペで供給したところである。この結果、オペレートの方は急ピッチで低下しており、4日には平均落札ベースで0.006%というところまで落ちている。次の本店手形買入だが、これは12月2日オファー分から年度末越えの資金供給を始めている。年度末越えの資金にしてはレートの上昇幅は小幅だなというふうに見ている。それから、国債買現先についてである。これについては年度内の資金の供給を行ってきたが、11月19日に続いて27日分も札割れとなったところである。このように短期金融市場の方は、足利銀行の破綻といったイベントの影響を受けることもなく、極めて落ち着いており、資金を取り急ぐ動きは観察されない。吸収オペについて一言申し上げると、11月27日オファーの後、暫く売手の方は中断をし、12月の初めに一旦残高はゼロになっているが、先程申し上げたように、12月半ば以降の余剰要因がまた出てくるので、11日以降、売手のオペの方を再開している。資金余剰感が非常に強いこと、それから久方振りの売手オペということもあり、直近について見ると、オペの応札倍率が5倍前後と、極めて高い状態であるし、レートの方は0.001%に貼り付いた状況である。

次に図表2-1の資産担保証券の買入についてだが、前回決定会合以降、26日と12月12日にABC Pの買入れを行い、累計の買入額は2千5百億円となっている。一方、ABSの方は10億円にとどまっている。また、買入適格プログラム数だが、ABC Pが4件、ABSが1件というふうになっている。このように買入実績は、今のところ比較的小規模にとどまっている。その背景になるが、図表2-2を見て頂くと、まず第一に指摘できるのが銀行の自己資本制約の緩和であろうと思う。銀行は証券化によってリスク・アセットを削減する必要性が後退しているので、(1)証券化商品の発行額で示すように2003年の上期の発行額は減少しているものと考えられるところである。ただ、商品別に見るとABC Pは相応に組成されていて、(2)ABC Pの発行残高で示すように6兆円をキープしている。それから、第二の背景だが、図表2-3に示したとおりABC Pが投資対象として魅力的であるという点である。ここに示しているように、ABC Pは恒常的にFBよりも5~10bp位金利が高めとなっている。こう

した点が資金余剰感が強まっている中であって、改めて投資家の注目を集めているということだろうと見ている。次に図表 2-4。この間、日本銀行の買入スキームについても市場参加者から幾つかの意見を頂いているところである。証券化フォーラムではスキームを活用し易くする観点から、ここで示しているように中小企業比率の見直し、正常先要件の緩和、それから複数格付け要件の見直し、そして買入対象先の選定頻度の引き上げといった意見が出されてきているところである。これに対しては、最後にあるが、日銀の買入れ増額は価格形成を歪めるといった慎重論も聞かれたところである。

次に、金融・為替市場の動きである。まず図表 2-5、(2) ターム物レート等の推移でターム物短期金利の動きを見たいと思う。11月26日の短国レートを見て頂きたいのだが、ここで 3Mのものが 0.004%から 0.010%へジャンプしている。これは、FBの11月26日の入札分から、1回当たりの発行額がそれまでの 3.9兆円から 4.2兆円に引き上げられて、業者の荷もたれ感が生じたことが背景である。これに伴ってレポ・レートも、27日のスポット・ネクストが 0.005%まで上昇をしている。しかし、レートがこれだけ上昇すると、都銀の運用ニーズが刺激され短国やレポの運用を都銀が増やしたことから、レートの方はその後速やかに低下をしている。FBについては、その後 2 回入札が行われているが、それ以降はいずれも 100 倍を越す応札倍率で円滑に消化をしてきている。図表 2-7 の長期金利の動向である。10 年債の利回りは実線・太線で示している。ここ暫く 1.3~1.5%位のレンジで推移してきたのだが、先週の金曜日の日銀短観については、業況判断の先行きが悪化しているということを経済材料に、むしろ、若干買われて 1.2%台まで低下をしていた。ただ、週明けなのだが、今日は株価が全面高になっているので再び 1.3%台に上昇・復帰している。次に、図表 2-8 である。(1) イールド・カーブの変化幅で示すように、前回決定会合以降のイールド・カーブの変化の特徴は、実線が示しているようにフラット化していることである。これはハードル競争というふうにも称されていた 11 月の国債発行の過密スケジュールを無難に消化して需給不安が後退したといったことを反映しているというふうに見ている。それから

図表 2-9 で各種ボラティリティを見ても、総じて低下をしており、落ち着きを取り戻してきている。こういったことにより大手行などでは、注意深くということではあるが、中期ゾーンの債券を中心に若干積み増しに動いているようなところもあるようである。実際、この辺りは図表 2-10 を見ると、これはスワップ・スプレッドを示しているが、黒い太線で示している中期ゾーンを中心に拡大した状態が続いている。これは過去に大手行が積み上げた中期債であるとか、あるいはスワップのレシーブ・ポジションの調整を続けていることや、それから今申し上げたように、徐々に中期債投資を注意深くだが積み増しているの、そのヘッジ・ニーズを反映しているのではないかと思っている。このため、邦銀の固定払いニーズというのは引き続き強いと観察している。図表 2-11 だが、相場の先行きについては、(1) 注目する債券価格変動要因、あるいは (2) 注目する変動要因の影響に示しているように、市場参加者は債券価格の変動要因として景気であるとか株といった要素を注目する度合いが引き続き高いようである。(3) 日経平均株価と 10 年債利回りの月次相関係数の推移なのだが、これは株価と 10 年債利回りの相関係数をとったものである。これに表われているように、このところ相関が非常に高い状態が続いており、債券相場が株価に振られ易い状態となっていることが見て取れる訳である。次に図表 2-12 のクレジット・スプレッドの動きである。これは総じて落ち着いた動きになっている。(2) 民間企業のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムでは、需給要因から一時的に上昇しているが、今申し上げたように、総じて落ち着いた動きと評価できると思う。次に図表 2-13 で銀行関係の指標を見ても、(2) の CDS のプレミアムは、堅調な大手銀行の株価を反映して縮小傾向を総じて続けてきたところである。次に図表 2-14 の株式市場。日経平均なのだが、これは先週末までは円高進行というものが嫌気されて、短観の中身が良かった割には上昇圧力というのは然程でもなかった。ただ、週明け後、今日はフセイン拘束を好感して外人の先物買いが主導し、全面高といった様相になっており、10,400 円台で取引をされているところである。もっとも、12 月に入ってからはやや取引量が減ってきているということも、留意しておく必要があるかと思う。

足許は、足銀の株の出来高が全体の2割位を占めているという感じである。多い日には6億株位に達しているので、足銀を除いた出来高というのは8~9億株位で10億株は切っているような水準ではないかと思っている。主体別の売買動向を図表2-15で見ると、まず、海外投資家である。これは売っている売っていると言われていたファンド筋なのだが、実際、計数を見みると11月の最終週以降、買い越しが続いている。これはなぜかと言うと、恐らくリスク・マネーと言われるファンドとはまた違う、リアル・マネー筋と言われる欧米の機関投資家の資金流入が割合安定的に続いているのではないかと見ている。国内の投資家については、個人の投資家がこれは信用買いの手仕舞い売りといったことから売り越し幅を拡大している。一方、投信なのだが、投信は新規設定の増加から10月、11月と2か月連続で買い越しになっている。業種別の動きに関しては、銀行株の動きに若干触れたいのだが、図表2-16を見ると、足利破綻以降、選別色が強まっているということだと思う。つまり、破綻処理の直後こそ大手銀行を含めて銀行株というのはかなり売り込まれたのだが、海外投資家など市場筋は大手銀行と一部地銀の問題を区別して、総じて冷静に反応したというふうに見ている。このため、大手銀行の株価というのは直ちに切り返したのだが、一部の不良債権比率の高い地銀株価——地銀各行の株価変化率と不良債権比率の関係で示しているが——は、回復することなく下落した状態が続いている。そういったことが特徴ではないかと思っている。

最後に、為替市場。図表2-17なのだが、先週末までの外為市場はドルの全面安といった展開であった。背景は二つと言われており、一つは9月の対米証券投資で、ネット流入額が大幅に減ったといったことを契機に、経常赤字問題が改めて懸念材料として認識されたことである。第二にイラク情勢の悪化というふうに使われていた。いずれにしても先週末まで円もユーロもドルに対して上昇し、特にユーロは円と違って介入警戒感がなかった分、急ピッチで上昇を続け、先週金曜日には既往最高値を更新している。ただ、週末にフセイン元大統領拘束というイラク情勢の不確実性を後退させる大きなニュースが飛び込んできたので、週明け後、ドルは一旦は一斉に買われている。円も一旦は108円ミドル位まで安くなったのだが、

しかしこれまでの介入でかなりドルのショート・カバーというのが既に入っていたし、輸出企業などのドル売りが結構待ち構えていたということもあって、上昇圧力はそんなに強くなかった。このため、今は108円のフラット辺りまで逆に低下をしてきていて、ドルが安くなっているということである。今後の展開についてなのだが、先に申し上げた経常赤字の問題が残存しているし、フセイン元大統領が拘束されたからと言って、地政学的リスクが完全に払拭される訳ではないので、市場ではドル買いは長続きせず、ドル安基調に変化はないのではないかとといった冷めた見方が多いようである。

以上、金融・為替市場の動きを要約すると、短期金融市場では極めて落ち着いており、一部に邦銀の資金調達環境に局部的ではあるが好転の兆しありということだと思う。それから、債券・株式市場は過密入札、あるいは足利の破綻といったイベントを波乱なくこなしてきて、地政学的リスクの後退が株価を上げているといったところである。ただ、為替市場ではドル売り圧力は依然根強いものがあって、これが株式、債券市場の変動の引き金となる可能性があるのではないかと見ている。特に、休暇シーズンに入りつつあるので、流動性が細る時期を迎えている。潜在的にスイングの大きな市場地合いであることは留意しておく必要があると思っている。以上である。

福井議長

どうぞ、ご質問等があれば。

宜しいか。では、海外の経済情勢に関して平野理事と堀井国際局長にお願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

では、本心配付した決定会合資料3、参考計表（追加分）を参照頂きたい。図表1で米国の主要経済指標を確認したいと思う。シャドーが掛かっている部分が前回以降判明した計数である。全体的に米国の景気拡大の裾野が

広がっている姿を示している。1. 第3四半期の実質GDP成長率だが、上方改訂されて年率8.2%の高成長となっている。また、それ以前のGDPも基準改定により修正されているが、大きな変更はない。より最近の景気の動向に関して、5. 小売売上高から見ると、10月に横這いとなった後、11月は0.9%増加した。10月、11月を均した水準を第4四半期とみなして前期比をとると、+0.5%ということになる。つまり、第3四半期は減税の効果から2.8%と大きく伸びた後、さすがに増加ペースはスロウダウンしているが、堅調な動きを示している。6. 自動車販売を見ても、月々の動きは販売サイドのインセンティブの付け方で振れているが、均してみても第3四半期に大きく伸びた後、その反動から最近は水準を切り下げてはいるが、比較的高めの水準で推移している。この間、9. 非国防資本財受注——設備投資の先行指標——だが、これも第3四半期以降の回復が一段と明らかになってきている。供給サイドは11. ISM製造業で見ると、11月は62.8と堅調な拡大を示した。この内訳計数にある雇用関係もこれまで停滞してきた訳だが、11月には2000年9月以来、初めて分岐点の50を上回っている。非製造業のISMも60.1と拡大を示している。14. 失業率だが、11月は5.9%にまで低下して、直近のピークが本年の6月だから、ここから数えて0.5%pt下がっている。15. 雇用者数は、11月は5万7千人と4か月連続で増加している。さらに表にはないが労働時間もこのところかなりのペースで増加している。このようにアメリカでは、景気拡大の裾野が広がっていると言って良いと思う。この間、物価面だが、16. PPIはガソリンとか食料品の振れを反映して、10月に大きく上昇した後、11月は-0.3%と下落した。前年比で見ても3.4%とこのところ高めの伸び率になってきているのだが、これもエネルギー、食料品の値上がりの影響が大きく、これらを除くと当月も0.5%位になり落ち着いている。原油高、ドル安の物価面への影響は今のところ然程見られていないと言って良いと思う。次に図表2だが、アメリカの金融市場。(2)に株価を書いてある。景気拡大の広がりを反映して小浮動を繰り返しながらも上昇傾向を示している。一方、(1)長期金利だが、経済指標やFOMCのステートメントなどに反応して上下しつつも、このように10年物国債の利回り

で4.2~4.4%のレンジ内で推移している。(3)社債の対国債スプレッド、それから(4)株価のインプライド・ボラティリティを見ると、市場のリスク回避姿勢が後退しているという様子が窺われる。なお、FOMCは12月9日の会合で政策金利の据え置きを決定した。その際のステートメントでデフレ警戒姿勢を幾分弱める姿勢を示した訳だが、同時に金融緩和が相当長期間続くという表現を残している。そうしたことがあって、その後のFF先物金利も、かなりフラットになっている。次に図表3、ユーロエリアの経済指標を見ると、1. 実質GDP成長率、第3四半期は内需の低迷が続く一方、輸出が大幅に増加した。このため、年率1.5%成長となった。その後の景気情勢だが、輸出関連指標である8. ドイツ海外受注を見ると引き続き増加している。それから11. ユーロエリアの製造業PMIも、生産、受注を中心に3か月連続で分岐点である50を上回っている。また、ユーロエリア全体はまだ公表されていないので、主要国だけの生産を当方で合成してここに鉤カッコで書いているが、これで10月を見ると10月は増加に転じている。こうしたことから、ユーロエリアの景気は底を打ったとみて良いと思っている。この間、物価面では変化はない。なお、ECBは12月11日にマクロ経済見通しを公表している。2004年の実質成長率については半年前の見通しである+1.6%を据え置いている訳であるが、物価について半年前の1.3%から1.8%へと上方修正している。ECBでは、これについては医療費改革に伴う負担増とか、間接税の引き上げ、あるいはエネルギー価格の高止まりなどを反映したものと説明している。図表4、欧州の金融指標だが、株価はアメリカと同様に上昇基調を辿っている。一方、ユーロエリアの長期金利はこのところドイツの10年物の利回りを見て、4.3~4.5%のレンジ内で動いている。英国の国債利回りも11月のBOEの利上げ前後に上昇したが、その後はレンジ内で動いている。なお、12月4日には、ECB、BOEとも政策据え置きを決定している。余談になるが、イギリスでは12月10日にブラウン蔵相がプレバジェット・レポートを公表している。その中でBOEの金融政策目標となる物価指数、インフレーターゲットに関して、従来RPIXで前年比2.5±1%というレンジを想定しているが、それを今度からユーロエリアと同様

にH I C Pのベース——現地では以後C P Iと呼ぶというふうに言っているので、C P Iというふうに申し上げたいと思うが——、そのC P Iベースで2%±1というふうに変更している。最近の二つの物価指数を比べるとH I C PがR P I Xより1%あまり低いインフレ率になっている訳だが、目標は0.5%下振れするにとどまっている。ただ、これに関して、発表当日もそれ以降も、金融市場と報道ともに然したる反応は見られていない。次に図表5-1だが(1)でアジアの実質GDPを見ると、SARS終息後の第3四半期には押しなべて高い成長を示していることが確認できる。とりわけ、前期に大きなSARS被害を受けた香港だが、中国からの観光客の増加などから高い成長となっている。第4四半期に入ってから動きだが、多くの国で輸出が一段と高い伸びを示していることが(2)輸出の前年比のカッコから見て取れるところかと思う。図表5-2を見るとN I E s諸国ではそうした輸出の拡大がリードして、さらに中国、A S E A Nでは内需の堅調も加わって、生産の拡大が鮮明となっている。それから(4)物価面だが、中国の消費者物価が前年比3.0%と上昇している。これは生鮮野菜、それから穀物などの食料品の値上がりによるものである。他の国については、ちょっと一時あった食料品価格の上昇という部分もあるが、ここへきて押しなべて落ち着きを取り戻していて、物価面で基調的な変化はない。このように、世界経済は全体として回復している。また、これまで考えてきたリスクの要因の多くは、その程度が幾分弱まっていると思う。なお、昨日のフセイン元大統領拘束の発表だが、市場の反応は、金融市場局長からもあったように、ユーロエリア関連指標、あるいはアメリカ関連指標についても、概ねポジティブな反応をナイト・トレードでしている。しかし、中東を巡る地政学的リスクに対する警戒感は、金融をはじめとする商品指標には依然投影しており、この辺のところは今後とも注意深く見ていきたいと思っている。以上である。

福井議長

どうぞお尋ねがあれば。

岩田副総裁

一点だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

ドルレートについてだが、ヨーロッパを中心に民間の特に証券投資でアメリカへ流入していた資金が、ヨーロッパへ戻っているということがドル安の一つの原因だと言われている。また、アメリカの投資家自身が、ある種のドル離れと言うか、外貨で運用するものを増やしている要因もあると言われているが、その辺はどのように見ているか。先行き、マーケットでは10%位まで実効ベースで下がるのではないかという予測をしているところが多いようなのだが、その辺の感触はどうお考えか。

堀井国際局長

部分的に見れば、例えば日本の株式に関する投資というのは、引き続きヘッジファンドが手仕舞いをする中で、リアル・マネー筋を中心に入ってきている。私共でBPの証券投資の取引ベースの合計を日足で追っているが、それで見てもまだ足許まで続いているのはそのとおりである。ただ、アメリカ自身から大量に資本が外に出ることになると、やはり先程申し上げたが、株価なり、長期金利なりに反応するはずだと思うのだが、いずれも、アメリカに対しては信認を示すような数字になっているので、ドル離れということアメリカのレジデントがやっているとは、なかなか考えにくいところであるし、昨日、一昨日もスノー長官は同様のことをどうもおっしゃっている様である。

岩田副総裁

先行き見通しは。

堀井国際局長

これは 10%のドルの減価と言うものの、イフェクティブ・ベースのBP調整機能というのは、FRBのモデルあるいは、AWMモデルなどでも2年目でGDP比の経常赤字を0.6%位小さくするという事なので、なかなか為替だけで調整するか、できるものかどうか、その辺は分からない。先行きの為替見通しについては、それこそIMFのロゴフが、以前、確か1985年前後にミーゼと一緒に書いたペーパーにあるように、ランダム・ウォーク・モデルがストラクチャルなモデルをアウトビートする、逆に言えば、ストラクチャル・モデルがアンダーパフォームしている訳であるから、今市場で付いているレートが先行きのレートのベスト・アンバイヤスト・エスティメイトであると思う。少なくとも経済学の世界ではそういうことかと思っている。

福井議長

他にないか。

では、国内経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長にお願いします。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではお手許にある資料4の参考計表と本日お配りした追加図表——これは主にほとんど短観絡みであるが——、この2つでご説明したいと思います。まず、最初に厚い方の参考計表の図表1、GDP統計の数字が載っている。GDP統計については、実は第3四半期7~9月の2次速報が出ただけではなく、2002年度の確報、それから遡及改定と色々なことが行われているが、一個一個分けてご説明するのも何であるので、一番新しい数字についてご説明する。まず第一点は2次速報であるが、ご覧のとおり7~9月の1次速報は実質GDP0.6%成長、年率2.2%だったものが0.3%、年率1.4%へと下方修正されたということである。これは、後程ご説明する法人季報の発表に伴って設備投資が下方修正されたのが主因である。法

人季報はちょっと最近ギクシャクしているので、多分なにかがしか 4~6 月の成長率が高めに過ぎている、7~9 月が低めに過ぎているような気もするが、均してみればそれ自体は然したる問題ではないということかと思っている。と同時に、今回もう一つ変わっているのが、例えば 2002 年度の成長率について見ると、名目成長率が -0.7% で同じだったのだが、実質成長率が +1.6% から +1.2% へ下方修正されている。と言うのは、すなわちデフレータのマイナス幅が小さくなったということである。これは足許の 7~9 月についても同様で、7~9 月の 1 次速報時点のデフレータの前年比マイナス幅、-2.7% であったものが 2 次速報で -2.1% になっているということである。ということは、従来申し上げてきた GDP デフレータのマイナス幅がやや大きめに出て、その反射効果として実質成長率が高く出るという傾向について、この傾向の程度が少し小さくなっていると、このようなことかと思っている。

今度は輸出入である。輸出入については、前回は実は数字だけ読んだ訳であるが、図表 5 を見ると一目瞭然であって、今年前半横這いであった輸出が足許再びかなりの勢いで増加し始めたということである。図表 6、地域別、財別を見ていくと、地域別には一つの特徴は第 3 四半期まで横這いしないしマイナスであった米国向けの輸出が、この 9 月、10 月辺りからかなり出てきているということである。これは以前から申し上げていた自動車の在庫調整の終了等が影響しているということである。それからもう一点は、前期に引き続きということであるが、アジア向けの輸出が相当な勢いで伸びているということである。下の方の財別については、実は足許全て伸びているので、あまりあれこれコメントすることはないが、一応二点だけ申し上げておく。一つは、やはり一番下の方にある情報関連、資本財・部品というところがアジア向け中心に高い伸びになっているということである。図表 7 を先にご覧頂くと、中段に世界半導体出荷が出ているけれども、これは例えば 5 月見通し、10 月見通しをかなり上回る勢いで伸びているということであり、一番下の最終需要関連の数字もこのところかなり高い伸びになっている。また、図表 6 の財別の真ん中のところの消費財がやや異常な伸びになっているのにお気づき頂けると思う。これは主にデ

デジタル家電の増加である。ちょっと厄介な話は、デジタル家電は、例の薄型テレビというのを含んでいる。薄型テレビは、ご承知のようにかなり高価な商品である。従って、これは年間を通じて同じように売れると言うよりは、日本で言えばボーナスシーズン、海外で言えばやはりクリスマス商戦の時にかなり纏めて売れるという傾向がある。そういう意味では、これまでの既存の家電製品とやや季節性が異なっているためにこの10~12月という時に非常に強い数字が出る。現に、昨年も実は第4四半期二桁の伸びになっていて、その後減速しているけれども、この辺はちょっとそういう季節性の変わりみたいな、違いみたいなものが現われてやや数字が大袈裟に出ているというふうにご理解頂ければと思う。それから図表12で輸入サイドも確認しておく、輸入についてはご覧のとおり緩やかな増加ということかと思っている。財別に見ると、まず第一に、一番上の素原料がこのところ減っている。これは前から何度も申し上げてきたイラク懸念、あるいはまた原発対応とかで一頃随分輸入した原油等の輸入が減っているということである。他方で、消費財、情報関連辺りはかなり輸入の方も伸びているということである。情報関連はいつも申し上げるとおり、輸出と輸入が国際分業の反映として同じ方向に動く傾向がある。それから消費財も最近ややそれに近い感じがしている。と言うのは、要するに先程の新三種の神器みたいな新製品は国内で造るのだが、ちょっと古くなったものは直ぐに海外に生産移管するので、そこからまた輸入するといったことで、両建てで動いていくような傾向が少し強くなっていると思っている。

次に図表13、今度は企業部門関係に入りたいと思う。設備投資に関しては、中段にあるのが法人季報の数字であるが、ご覧のとおりこのところプラス、マイナス、プラス、マイナスという感じになっていてちょっと季節調整が上手く掛かっていないなという感じがしている。これは先程申し上げたように若干GDP統計とかにも振れを作り出しているという感じである。そこで、図表14で部門別の数字を見てみた。ご覧頂くと、二点程申し上げたいことがあって、一つは非製造業・大企業のところで、これは前にもちょっと申し上げたが、第2四半期に爆発的に伸びていてそれに反動減が出ている。この辺が若干全体にも変な綾をつけているような気が

している。と同時に、もう一つのポイントは、この製造業・大企業のところである。確かに前期比で増えてきてはいるが、これでいくとまだ 2003 年度の水準が 2002 年度と同じ位である。短観等では二桁の伸びの計画になっているので、そういう意味ではかなり遅れているなという気がしている。この辺は後程また申し上げる。図表 15 を見て頂きたい。その一方で注目しておきたいのは設備投資一致指標のうちの資本財出荷が、足許のところでもかなりの勢いで伸びてきたということである。これまで例えば機械受注であるとか法人季報であるとか諸々の統計に比べて資本財出荷の動きが少し鈍くて、どうも合わないなという感じがしていたが、ここで急速に伸びてきた。11 月も予測指数で一般機械がかなり伸びることが想定されていることを考えると、恐らくこの 10~12 月辺りはかなりの勢いでポコッと出てくるという感じかと思っている。図表 16 の先行指標関係である。皆さんご承知のとおり機械受注に関しては 7~9 月若干減少したけれども、10 月は非常に高い伸びになった。振れ易い統計ではあるが、取り敢えず 10 月時点では、非常に高い 10~12 月の予想を若干上回るところで今スタートしたということである。恐らくこんなに高くはならないとは思いますが、いずれにしても設備投資は比較的順調に動いていることを確認する数字である。

ここまで来たところで、短観の方の数字を開いて頂きたいと思う。図表 1 の設備投資計画である。皆さんご承知のとおり大企業関係については大体 9 月調査と同じ伸びであった。従来も、12 月というのは大体数字が動かない時期であるので、いつものとおりと申し上げて良いと思う。他方で、中小企業に関しては、製造業、非製造業ともにまずまずの勢いで投資計画の上積みが行われている。勿論、細かいことを言うと、収益とか業況感に比べて、あるいはまた中小公庫とかの調査に比べて中小製造業がまだちょっとマイナスに残っている一方で、中小非製造業がプラスになっている辺り、細かく言うとやや違和感がない訳ではないが、中小企業全体として見れば着実に投資計画の上積みが行われていると申し上げて良いと思う。ちょっと厄介なのは先程ちらっと申し上げた製造業・大企業のところで、これは実は今朝程出た数字なのだが、年度の上下を見ると、年度の上

期は前年比で-0.8%、修正率-11.9%であった。他方で下期が+22.1%、修正率+11.4%ということである。そういう意味では法人季報と全くずれておらず、いわば進捗が遅れているということになる。可能性は二つに一つで、一つはこれから出てくるということ。現に先程申し上げた資本財出荷などの動きはある程度それを表わしているものかと思うが、それにしても-0%位から一気に二割増というのはちょっと辛いかなと思っている。可能性としては3月ないし6月の調査で実現できなかったということになり、来年度に投資計画がずれ込むという可能性がそこそこあるなど今思っているところである。次に図表2の企業収益である。これはもう年度で描いてあるので、これをご覧頂く限りは大体12月短観の利益は9月短観の見通しとほぼ一緒であったということである。やや細かいことを申し上げますと、製造業・大企業の増益は実は9月短観に比べて1.2%下方修正になっている。かなり大幅な円高により需要計画が修正されているので、その影響もあるかと思われるし、現に上期の実績が7%上方修正され、下期の見通しが8%下方修正された辺りは、恐らくなにかがしかの円高の影響を示唆するものである。ただ、これが本当に全部円高の影響なのかと言うとちょっと疑問がある。実はこれは皆さんご承知のとおり大企業に関しては上期が上振れていて着地すると、下期の見通しを少し下げて年度をあまり変えないという傾向が従来からもあった。それが影響している可能性もある。本日発表された細かい数字、業種別の数字を見ると何となく二番目のことがかなり影響しているように見える。というのは、まず製造業・大企業について業種別に見たのだが、輸出業種がどうこうということではなく、ほぼ全ての業種において上期上方修正、下期下方修正になっていた。二番目は、ほとんど為替に関係ないはずの非製造業・大企業でもほとんど全てで上期上方修正、下期下方修正になっていた。三番目に、年度決算の縛りのない中小の製造業においては、上期が上方修正されても下期の下方修正が行われていない。といったことを全部勘案すると、確かに円高の影響はなくてはならないと思うが、今申し上げたような感じもかなり影響しているかなと、こんなふうに思っている。次は図表3の業況判断である。この数字はもう皆さん良くとご存知なので数字を読み上げたりはしないが、ご承知のと

おり今回は製造業がかなり大幅な改善になったということである。大企業、中小企業ともに2000年のピーク時を上回り、97年以来の数字になっている。勿論、非製造業も改善傾向にはある訳だが、今回に限って言えば、製造業との乖離がかなり開いたという感じかと思っている。そういう意味では、前回は、水準はともかく改善幅に着目すると大企業、中小企業、製造業、非製造業にあまり差はないと申し上げたが、今回は、やはりどちらかと言うと、製造業と非製造業というところの差が大きく出た。考えてみれば、ここ3か月間に何が起こったかというふうに考えてみると、海外景気の回復がはっきりし、輸出が伸び、生産が増えてきたという訳であるので、それ自体驚くに値しないと思っている。それからもう一点、実は今回製造業・大企業あるいは製造業・中小企業もそうだが、足許、大幅改善の後、先行きがやや下を向いていることがマーケット等では注目された。この点については、このひげグラフと言われているグラフをご覧頂ければお分かりのとおり、過去にも実は景況感の改善局面、そしてとりわけその景況感が水面の上にある局面においては、このひげが下を向くことが多かったということである。正確な理由は分からないが、調べてみると過去にもこのひげが下を向く時というのは必ずどういうふうになっているかと言うと、現状で良いと答えている企業が先行き減る、すなわち普通という企業が多くなる。多分、この良いを業況判断「1」というのだが、「1」の次に「1」と答えるのはなかなか相当自信がないとやりにくいということの現われではないかというふうに思っている。そういうことで、今日実は構成比を見てみた訳だが、やはり良いという企業は足許22%から先行き17%に減る。悪いという企業は11%から9%に減るのだが、良いと答える企業が沢山減るためにDIが下がる。従ってこれはやはり具体的に何か悪材料があると言うよりは、先程来申し上げているような従来からの短観のパターンがここに現われているのではないかというふうに思っている。細かいことは申し上げないが、中小企業・製造業に関しても同様の傾向であった。このひげのパターンというのは結構有名だったのだが、最近なかなか水面に沢山出なくなったもので皆この経験則を忘れてしまった感じがあるけれども、改めて確認すれば経験則自体は変わっていないということである。

ちょっと短観の説明が長くなったが、家計の方に移る。

図表 20 である。個人消費に関しては、7~9 月について依然、耐久消費財関係はそこそこ強いのだが、百貨店、スーパー、コンビニといったところが冷夏であるとか残暑にやられて弱かったと申し上げた。その後の 10 月の数字を見てみると、ご覧のとおり耐久消費財関係は引き続き堅調であり、その一方で 7~9 月悪かった百貨店、スーパー等も少し戻っているということである。これはたまたま気候面で 10 月は比較的涼しくて良かったということと、プロ野球の優勝セールとかが重なった結果だと思っている。勿論、11 月はまだ数字が出ていないけれども、11 月は全国的に相当暖かかったので、またどうも百貨店、スーパーは悪いらしい。そういう意味で決してどんどん良くなっていくという感じではないけれども、全体として横這い圏内。このような感じではないかというふうに思っている。現にと言っては何だが、図表 24 の消費者コンフィデンスもこのところ総じて良くなっているということである。

それから図表 27、鉱工業生産であるが、鉱工業生産については 10 月の数字が確報になり、生産+0.8%と書いてあるところが+1.0%になった。この結果、計算上 10~12 月の予測指数で伸ばした数字は 4.9%から 5.1%になっているということである。いずれにしても生産の増加傾向ははっきりしてきたということである。勿論、この 5%の 10~12 月の伸びというのは、幾ら何でも高過ぎると思っている。しかし私共の企業調査のヒアリングでも、前回、私は確か 2%台と申し上げたと思うが、最近の数字はやはり 3%位は増えるのではないかという感じになってきており、そういう意味では企業の生産態度も受注に裏付けられて段々前向きになってきているということかと思っている。とは言え、図表 30 の在庫循環グラフをご覧頂くと、これまでこの在庫循環が原点に向って段々にじり寄っていくという過去に例を見ないパターンであった訳だが、10 月の数字が入ってみて起こったことは、今度はまた右下へ下がっていくという、益々例を見ない動きになっているということである。右の方へ動いたというのは、やはり輸出が増えて出荷が増えたということなのだが、上にいかないで下に落ちているということは、在庫がまだ減っているということであるので、

そういう意味では、生産態度が段々前向きになったとは申し上げたが、これはあくまで受注が入ってきたので作っているということであり、在庫投資姿勢などについては引き続き極めて慎重である、このようなことだと思っている。この辺りが、先程の短観の景況感とかに関しても、足許非常に強いのだが先行きについては慎重である。過去のパターンと申し上げたが、こういった在庫投資行動とも整合的であるというふうに申し上げることができると思う。

次に雇用関連である。図表 32、まず需給指標を見ておくと、有効求人倍率は10月で0.7倍に達した。これで2000年の時の一番高い時を超え、97年以来の水準まで戻ってきたということである。完全失業率は5.2%とこれまでの5.1%より少し上がった。前からこの5.1%はでき過ぎだはずっと申し上げていたので、予想通り少し上がったという感じではあるが、ただそう申し上げているうちに有効求人倍率等に表われている需給環境が少し良くなってきたので、年前半の5%台半ばというところまでは上がらず5.2%、このようなところだと思っている。所定外労働時間、新規求人等も順調に伸びている。なお新聞報道で、例の労働経済動向調査というもので、労働者の過不足判断がマイナスと言うか不足超の方になったということが言われていた。これは短観とグラフが一緒に書いてある訳なのだが、ご覧頂くとレベル差はある。レベル差というのは、多分労働経済動向調査の方が短観よりさらに小さい企業を取っている可能性があるので、少しレベル差はあるけれども方向は同じである。例えば短観も、12月時点の全規模全産業の過不足は過剰の9であって、これは2000年のピークと同じであった。そういう意味では、大体いわゆるレベル差を別にすればほぼ同じ動きであると理解して頂いて結構かと思っている。図表 34、今度は所得面であるが、所得面に関しては下のグラフにあるとおり、これまでかなり大きなマイナスだったものがほぼ下げ止まりつつあるということかと思っている。細かいことだけ申し上げておくと、これまでここに書いてある労働力調査の雇用者数というのは下げ止まっていた。一方、この毎月勤労統計の常用労働者数というのは、なかなかマイナス幅が縮んでこなかったのだが、細かく見て頂くとこの白い所も少し縮んできているという

のが最近の変化である。

次に物価面に移りたいと思う。図表 36、輸出入物価の点については、二つの全く違う力が働いている。まず最初に、国際商品指数についてはご覧のとおりかなり強いというか、かなりの勢いで上がっている。原油価格が高水準で高止まっているだけでなく、例えば銅などが典型的なのだが、非鉄の相場が相当な勢いで上がっている。その他にも船舶レートとか色々な物が上がっているの、米国、中国に支えられた世界的な高成長の中で国際商品市況は上がっているという感じである。しかしながら、図表 37、日本の輸入物価で見るとどうかということになると、11月までの数字は3か月前比でかなりの下落になっている。これはやはり円高の影響がかなり大きく、国際商品市況の上昇にもかかわらず円高で潰されているということである。一方、国内の需給環境であるが、先程の短観の図表 4 をちらっご覧頂きたい。例えば、稼働率は10月でほぼ100まで戻っている。それから設備判断、雇用判断ともにほぼ前回の2000年のピーク並まで戻ってきているということである。その他を見ても、需給関係の数字は、緩やかではあるが総じて改善しているということかと思っている。以上を踏まえて、図表 39、国内企業物価の所をご覧頂くと、3か月前比で見て最近0%とか0.1%、極く僅かではあるが敢えて言えば強含みという感じかと思っている。下のグラフでご覧頂きたいと思うのだが、確かにこのところ、10月からは機械類の新製品の投入に伴い、新製品の能力向上とかで機械類のマイナス幅が少し大きくなった。しかしながら、上の方を見ると、縦線とか斜め線、これは鉄鋼・建材関係、その他の素材ということで、いわゆる国内の商品市況がかなり強いので、それが押し上げに働いているということ。加えて一番上の白い所、これがかなり大きく出ているがこれが米である。米は10月も上がったのだが11月もさらに上がった。入札状況等を踏まえると、まだ12月も上がるかもしれないという感じである。当初は、総量として米は足りているのでそんなに上がらないのではないかという見方もあった。現に流通では、いわゆる色々な米をブレンドしてブレンド米というものを出してみたのだが、どうも末端の評判が宜しくない。やはりちゃんとしたブランド米を買いたいという人が多く、どうもそれ以降ブ

ランド米の入札価格が上がってきてしまったということのようである。これを踏まえて図表 41 の消費者物価であるが、私が改めて申し上げるまでもなく、10月の数字は前年比で+0.1%になった。絵を見て頂ければお分かりのとおり、除く農水畜産物の財はほとんど同じであるし、サービスも同じであるので、結局今回上に出たのは一番上のグラフの縦線にある農水畜産物のせいである。まず、何と言っても米の影響が大きいということである。本当は米の影響を分かっている、私共 10月は0%と見ていたのだが、不幸なことに10月は花の値段、切り花というものが上がり、これがなければ0%だったのだが、これのせいで+0.1%になってしまったということである。そういう意味では相変わらず何か色々な特殊要因が出て上がっている感じがするけれども、特殊要因が同じ方向から何回か出てくるというのは、逆に言えばそれは必ずしも特殊要因とばかり言うてはいけないということがやはり背後で起こっているのかもしれないということである。本日は、以上申し上げたようなことである。計数を申し上げると改めてサマリーする必要はないかと思う。基本的には緩やかながらも着実な景気回復の動きは見られているということかと思う。以上である。

福井議長

どうぞご質問があれば。

岩田副総裁

三点程ある。一つは短観なのだが、中小企業における非製造業の設備投資を前回回復期の2000年度と比べているのだが、今回どの位強くなりそうか。意外だったのが、非製造業の中小企業がむしろ若干のプラスで、製造業の方はまだ2000年度と同じ程は回復していない。その差がちょっと大きいと思うので、どう見たら良いのか。二つ目は消費に関連してである。デフレにも関係あると思うのだが、図表34に雇用者所得の前年同期比の伸びが書いてあって、ほぼゼロに接近しつつある。これも2000年と同じ位にならないかと思っているのだが、前期比で例えば見た時には、これは若干プラスになっているのかなど。前年同期比だと遅れる。ただ、上

の方を見ると、何か横這いであまり変わりがないようにも見えるのだが、その違いをどうお考えになっているかというのが二点目。三点目は家計負担について。今、予算が纏まりつつあって、税制改革の方も大体姿が見えてきたということだと思うのだが、来年度、どの位負担増を覚悟しなければならないか。前に展望レポートの時に既にそれはある程度織り込んで推計されたと思うが、その時点と比べて、例えば多めになっているとか、あるいは大体予想どおりだったとか、感触で結構であるが教えて貰いたい。

早川調査統計局長

まず最初に、設備投資の話は先程も申し上げたとおり、実は、中小の製造業と非製造業の動きは、我々も困っているところなのである。業況判断は、先程申し上げたように、製造業・中小企業は2000年を超えた。一方、非製造業・中小企業はかなり下回っている。あと、利益の伸び率も中小企業・製造業はかなり高い。従って、正直言って、なぜ製造業よりも非製造業が強いのかというのは、私共も説明に窮するというのが正直なところである。先程申し上げたように、足してみればこのようなものだといい加減なことを申し上げたのはそういうことである。元々、残念ながら、中小企業に関しては、どうしても標本の取り方次第ということがある。過去にも、例えば法人季報と短観とを見ると、均してみれば同じような動きなのだが、でこぼこする傾向がある。例えばこの1年でも、どちらがどうこうということは、必ずしも上手く説明できないということがある。中小企業・製造業などに関しては、以前ご紹介した中小公庫の調査がある。あれは私共の短観よりも標本数が多いので、そのようなことを考えると、私共の短観はやや控えめに出ているのかなという感じがしている。その割に非製造業・中小企業は意外に強いという感じががあるので、なかなか上手く説明できないのだが、そこは残念ながらこれはやはりいつも標本問題がどうしても発生してしまうと言わざるを得ないと思う。それから所得のところなのだが、所得はややテクニカルになるが、図表34の(1)を見ると、心電図のようにピコンピコンと上がったたり下がったりする。これはどうしてこういうことが起こるかと言うと、ボーナスの支給月問題が結構いたずらをしている。

例えば、今年もボーナスは6月の時には随分強くて7月バコッと落ちた。要するに毎年、ボーナスの支給が前倒しになったり、後ろ倒しになったりするの、そのところは上手く季節調整しきれなくてギクシャクするのである。それを上手く季節調整を掛けても3か月移動平均を掛けてもなかなか上手くいかない。一応、季調後では大体下げ止まっているがまだ明確には増えていないという理解で良いと思う。実は(2)が意外に綺麗に見えるのは、これは変則四半期で書いているのである。これは1~3月、4~6月ではない。

岩田副総裁

なるほど。

早川調査統計局長

3~5月、6~8月、9~11月、12月~2月と書いてある。これはボーナスの支給月が変に振れてもおかしくないようにやってあるので綺麗に見えるだけで、逆に言うと、普通にやるとどうしても数字がボーナスの支給月関係でぶれてしまってなかなか実勢が見極めにくい。いずれにしても、そういう意味では(2)の方が割と工夫されていて、ここで大体下げ止まっていてそれで良いかと思っている。あとは最後は…。

岩田副総裁

家計の負担である。

早川調査統計局長

家計負担。これはまだご承知のとおり全部着地していないので、正直言ってまだ分からない。もう新聞報道等でご覧のとおり、今言われていることが次々と実現していく。例えば、展望レポートの時に計算していたよりも、やはり家計負担は大きくなると思う。どれ位大きくなるかは、どれが最終的に実現するかによる。例えば税金関係も、公的年金控除の65歳以上の関係がどう着地するかとか、まだ着地していないので、現時点で幾

らとは申し上げられないが、今の議論の方向を前提にすると、前に見ていたよりも家計負担は大きくなる方向とこのように思っている。また、それはもう少し詳しく数字が固まったところでご説明したいと思う。

植田委員

最初のGDP統計のデフレーター修正の話だが、何をどう修正されたのか今一つよく分からない。前からの話では物価が下がって数量が増えていくような項目のウエイトが過大評価されてしまうという話だったと思う。それをいきなり直ぐ直せるものなのか。

早川調査統計局長

本当は、これは中城政策統括官にお答え頂いた方が良いかもしれないが、大体想像はつく。

植田委員

データの見方が全く…。

早川調査統計局長

我々も物価統計を作っているから、もし違っていたら申し訳ないが、多分こういうことだろうと想像している。要するに、例えばCGPIという統計を見てみると、これは3,000品目の統計をとっているし、価格数で見ると8,000だか9,000だかをとっていると思う。もっとあるか。それでも実を言うと全ての価格がとれている訳ではない。例えば、電子通信機器という比較的大きな箱がある。この中に例えばコンピュータという物凄く小さな箱があるとする。そうすると、電子通信機器の中でコンピュータでない物がある訳だが、これらの価格が明確に存在しない場合、誰かの価格を背負わせるのである。これは我々のCGPIの場合、インピュートと言うが、現実に価格が存在しないものについては、ある他に存在する価格で代用するというを行う。そうすると、例えば、コンピュータという一番価格の大きく下落しているところに、沢山のものを紐付けすると下落が大きく

なる。その紐付けの程度を軽くする、すなわち、コンピュータに一杯背負わせないで、もう少しおとなしいものの方に背負わせると、多分、下落率は小さくなる。この辺はある種、最後はジャッジメンタルな問題であるので、恐らくその辺を少し見直すと数字が変わってくるということが起こるのではないかと思っている。

植田委員

すると、我々は事前と言うか、9月、10月位でこれ位のバイアスがあると言っていた時には、今の点からくるバイアスも含まれていたということか。

早川調査統計局長

勿論、そういうことである。であるから、多分その程度は少し小さくなっている。現にとっては何だが、最近、民間のエコノミストも詳しくなって、この間の2次速報が出た後、名目はあまり変えないで、リアル成長率見通しを下方修正するという動きが民間エコノミストの間で広がっている。要するに、名目はあまり変わらないが、デフレータのマイナス幅が小さくなるので、リアルの伸び率が小さくなるというのを皆やっている。大体、ほぼ彼等も規則性を理解したと思われる。

春委員

初歩的な質問だが、と言うことは、今度の2次速報での下方修正というのは、相当部分がGDPデフレータのバイアス補正に因るものかどうか。

早川調査統計局長

7～9月の2次QE自体は、むしろ法人季報の設備投資が弱かったことの反映である。

春委員

実体経済の認識を変えた部分の方が大きいということか。

早川調査統計局長

然り。デフレーターが影響しているのは、去年、2002年度の確報からなので、過去1年以上に亘ってデフレーターのマイナス幅が小さくなるということである。であるから、直近の足許のところの法人季報の反映、これ自体も勿論、影響するが、それ以上に過去に遡ってデフレーターの下落幅を小さくしていることになっているので、そこは影響している。

田谷委員

一つは今のことにちょっと関連しているが、やはりどう考えても法人季報の設備投資の数字と短観の数字、あるいは機械受注との差が大きい。多分、資本財出荷の動きなどを見ても、タイムラグをもって法人季報の方にも出てくるだろうが、如何に何でも差が大き過ぎるから、全部が全部今年度出ないかもしれないとおっしゃった。それが出てくると、設備投資の今回の修正の反動が、多分、第4四半期、第1四半期に出る可能性がある。それで良いかどうか。

早川調査統計局長

おっしゃるとおり、特に設備投資が沢山伸び、かつ、その中身として、いわゆるITに近いところの設備投資が沢山伸びると、これはパーシェの効果を持ってデフレーターを下に引っ張る傾向はまた強くなることはある。そういう意味では、これは的自体が動いている的なので、要するに、幾つだと言われても、そうはなかなか言えないということだと思う。あとは繰り返しになるが、正直言って、確かに資本財出荷の動きから見ると10～12月辺りは結構バーンとくる可能性はある。それで果して足許までの短観、法人季報と、その計画ないし機械受注の関係が上手く追いつけるかという、やはりちょっと疑問だ。これは例年のパターンだと、特に設備投資回復局面の比較的浅い年はどうしても投資の実行が慎重になりがちな

ので、計画段階で高い伸びになっていて、最後のところでパタッと落ちて、翌年の当初計画がボンと高く伸びるといのは例年のよくあるパターンなので、そういう可能性は結構ある。

田谷委員

そうすると困ってしまう。私は、設備投資デフレーターの相当の下げというのを前提として、設備投資の実質の伸びをかなり高く見たが故に、成長率を高く見ていたのである。それが大変困ったなということはある。もう一つ。今まではどちらかと言うと、労調の方が少し良いが毎勤の方はあまり良くないと言われていた。どうも単月かもしれないが、逆に出ているような気がする。これはそれこそ単月の振れとか1~2か月の振れというふうに考えて良いのか。

早川調査統計局長

まず第一に、毎勤サイドはこのところ極めてゆっくりではあるが着実にマイナス幅が縮んできている傾向なので、これは多分、ある程度実勢だと思っている。そういう意味では、毎勤サイドに関して申し上げますと、漸く緩やかながらも着実にマイナス幅が縮んできている。そういう意味では、毎勤の常用労働者数で見ても、下げ止まったとは言わないがマイナス幅が小さくなった、これは多分実勢だと思っている。一方、労働力調査については、前から申し上げているように、これは元々統計として振れ易い統計であるので、足許ちょっと弱いことについてそんなに気にする必要はない。特に、これは前年比と前期比が随分全然違う動きをするので、大まかに見ると前年比で見て、 -0.2% とか -0.1% であればこのようなものであるというふうに思っている。実は労調でどうしても理解できないのは、依然として労働力率が上がってこないと言うか、むしろ2か月位前に労働力率が一回下がってしまって、それが戻ってこないのが少し気になっている。このことが、失業率を相変わらず低めにとどめさせている一方で、雇用者数の方も少し低めにさせてしまっているのではないかと思っている。景気が悪くなっていく局面だと、ご承知のようにディスカレッジド・レーバーで

労働力率が下がることがあるのだが、今のような景気局面で労働力率が下がるというのは、合理的に説明しにくい。そうすると労働力率の低下はあくまで統計の振れだとみなすと、そのことが失業率も下げるし、雇用者数も少し下げるといふ感じを出ているのではないかというふうに想像している。

福井議長

他にあるか。

では、金融環境の現状評価について、白川理事と山口企画室審議役お願いする。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画室審議役

それでは資料 5、参考計表・その 2、本日配付した資料があらうかと思う。それに即してご説明する。まず、図表 1 だが銀行貸出である。11 月は -1.9%ということである。10 月も -1.9 であったから同じレベルということである。それから業態別に見ると、多少、都銀等のマイナス幅が縮まるというような動きが見られる。流れとしてはやはりボリュームに軸足を置いた運営をしているということをお知らせ申し上げてきているが、そうした流れは継続しているというふうに見ている。それから、そうした動きも都銀、大手銀行ばかりではなくて地銀辺りにも広がっているという状況になっている。それから、民間部門の総資金調達だが、11 月はこれまた 10 月のマイナス幅と同じである。 -2.5%ということだが、仔細に見てみると小さな動きだが、生保、これが -0.2%ということであり、寄与度で見ると少し増加方向での動きになってきているということである。それから直接市場調達の方は大きな動きはないが、CP がちょっと伸びを低める一方で、社債が寄与度を高めるような形になっている。次に図表 2、資本市場調達、直接市場調達の関係である。CP と社債を合わせた発行残高は 1% ちょうどということである。特に前月と変わってはいないという状況である。(2) は発行段階のスプレッドだが、このとおり 11 月を見ると、CP

はA1格について若干だがスプレッドが縮小している。社債についてもダブルA、それからシングルAについてスプレッドが縮まるということであり、発行環境は非常に良好な状態が続いているということである。特にCPについては、年末越えを睨んでのプレミアムというのは、ほとんど観察されないというような状況で動いている。それから(3)がフローの公募社債の発行額だが、11月は、10月に9月まで溜まっていた分と中間決算の発表を前にしての駆け込み的な発行が膨らんだということで、その反動から11月は発行額が少し落ちているが、均してみると大体5千億円ちょっとというところである。この4~6月のペースに比べると、勿論、そこまでは戻っていないが、長期金利上昇の影響というのは、ほぼ脱しつつあると評価して良い状況ではないかと思う。トリプルBについても金額的には350億円と10月対比少し落ちてはいるが、前年対比で見ると10%位の伸びになっている。ここでは計表を載せていないが、海外での転換社債の発行、それから国内の公募増資というようなものも、この12月に掛けては極く極く少しだが動きが出てきているというような状況である。民間部門全体の資金需要というのも、景気回復を睨みながら少し前向きに増加しているという感じが窺われるところである。実際、アネクドタル的な情報としては、やはり景気が良くなって、売上が増える、増加運転資金需要が出る、その分だけ、これまでも増運資金というのは減り気味できた訳だが、そのマイナス幅が圧縮されるというような動きが既に一部だけ出てきているようである。次は図表3である。まず、資金繰りだが、短観の結果は既にご承知のとおり、大企業、中小企業についても、資金繰りは余裕含みの方向にきているということである。中小公庫については、多少行ったりきたりはあるが、11月-12.6%と、この水準自体はなお水面下ながら、前回ピークの2000年7月の-13.3%に比べれば、これを上回るようなところにいるということである。商中についても好転方向での動きということである。それから、貸出態度判断についても、短観の結果は承知のとおりであるし、それから11月の中小公庫の数字も企業から見て金融機関の貸出態度は緩む方向にある。以上が企業金融周りということである。次の図表4だが、マネタリーベースとマネーサプライである。マネタ

リーベースについては11月は16.7%ということである。昨年10月末に当座預金残高のターゲットを引き上げた。その影響が11月フルに出ているということであり、その裏が出る形で伸び率が、それまでの95%程度から65~66%のところへ縮まっているということである。それに加えて、銀行券の伸び率も、実は4.4%ということであり、これらが相俟ってマネタリーベースは16.7%まで伸び率が落ちてきている。マネーサプライだが、11月は1.6%ということであり、10月に比べれば多少伸び率が膨らんでいる状態である。ただし、流れとしては少しずつ伸び率が縮小するというような動きが継続しているのではないかと考えている。それから、広義流動性は3.2%ということであり、四角カッコの中を見ると、これについてはM2+CDとは逆に多少伸び率が小さくなるということである。広義流動性のこのプラス幅の圧縮については、外債の部分については、これまでも申し上げてきているが、円高の影響が出てきていて、評価額が減少しており、この影響が出ているということである。いずれにしても、マネーサプライについては、特にM2+CDについては、景気が全体として回復方向にある中で、流れとしてはその伸び率が縮まるという方向での展開になっているというところである。図表5、銀行券については、今程伸び率が少しずつ小さくなっていると申し上げたが、ちょっと過去の数字等を洗ってみた訳である。銀行券の発行残高の前年比の推移だが、ご記憶のとおり、金融不安がある時期、あるいはY2Kの時、それからペイオフの部分解禁が行われるといったような、いわばイベントがある度に、銀行券の発行残高は振れを伴ってきた訳である。しかし、一応相対的に落ち着いていたと思われる時期、1996~1997年、2000~2001年、それから最近の4月以降といったところを平均で見ると、1996~1997年の平均値が前年比で8.6%、2000~2001年が7.3%、それからこの4月以降が4.9%ということである。最近はさらにその伸び率が小さくなっているという状況である。これを何で説明するかということだが、(2)で普通預金金利と銀行券の発行残高の名目国内需要対比のグラフを作っている。四半期ベースのデータだが、1970年から1994年まで、これが小さな菱形でプロットした部分である。ばつ印の付いているのが1995年から2000年まで、それから

2001年以降が白丸ということである。このとおり普通預金金利が有意に高いという時期については、銀行券対名目国内需要比率は、6~7%のところで垂直になっているというか、辛うじて右下がりになっているかどうかというような状況だった。それが1%を切るようなところからゼロに近づくに従って、1%辺りからは右下がりの感じが強くなった後、それ以下になってしまうと、銀行券の対名目国内需要比率は、それまでの7%前後から直近では14%を超えるところまで膨らんできている。こういう中で銀行券が最近、伸び率を低めてきている訳だが、さすがに名目国内需要比率で見ても、かなり高いところへきているので、次第に伸び率を低める可能性を秘めながら動いているように思える。最後だが、図表6、企業倒産である。これは11月の数字が出た。件数で-22.4%ということである。

以上が計数のご説明だが、簡単に纏めると、企業金融については、先程申し上げたが、資金需要面で景気回復の影響が、売上が増え、それが運転資金になにがしかプラスのインパクトを持つという形で表われ、多少、資金需要の減少テンポが緩やかになっているような感じが窺われる。一方で、資金供給サイドの金融機関、これは都銀、それから一部地銀辺りもそういう感じが出てきているが、少しずつ貸出の量を増やそうという動きが継続しているということだし、最近では、生命保険についても、貸出を増やそうという動きが見られるということである。またCP・社債等資本市場を見ても、投資家のリスクに対する感覚は、小幅ではあるが、前傾姿勢が継続している。そういう中で発行スプレッドについては、相対的に低格付け物のスプレッドも圧縮されている。発行額も決して小さくはなっていないと、このような状況が続いているということである。私からの説明は以上である。

福井議長

お尋ねがあればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。最後の銀行券のところは非常に面白いのだが、サイクリカル

な要因で言うと、普通は景気回復局面の時は、例えば賃金支払いが増えていくとか、そういうことがあると、キャッシュ・ドレインと言うか、銀行部門から民間部門にドレインが起こって、銀行券はむしろ増えるというのが通常の反応だと思う。この図を見ると、どうも傾向的に景気循環とはあまり関係なくて、むしろ金融不安と言うのか、例えば不良債権の処理が進むとか、進まないとか、金融不安が起こるとか、そちらの方で相当影響を受けているという感じもする。そちらの方で少し良いニュースが出てきたりして、次第に現金に対する需要が落ちているのかなという感じもする。ただ同時に考えられるのは、デフレの先行きである。つまり、デフレがまだまだずっとむしろ拡大すると思えば、現金を持っていた方が良い。だけどそれも少しずつ薄れると、また銀行券保有が少し減るというそちらの方の関係もあると思う。もっとも、この図を見ると1996年などもかなり伸びが高い。今の銀行券の伸びがその半分位なのだが、先行きどの位のところにいきそうなのか。そのことと含めて、マネタリーベースの伸びが先行きどの位の伸びになりそうか。これは当座預金の変動分と両方あるのだと思う。もう一つがマネーサプライで、要するに簡保福祉事業団の数字が何か物凄く悪さと言うか、傾向を見にくくして、広義流動性で見ると、経済全体で流動性が減っているということではないと思う。M2+CDで見ると何かどんどん減っているような印象を与えて、やや過度にM2+CDがマイナスと言うか、伸びの鈍化を過度に表示しているような気もする。そうだとすれば、この事業団の修正後の前年比、M2+CDについても計算が可能だと思う。ここでは書いてないのだと思うが、それも同時に載せて評価するようにした方が誤りが少ないのではないかと思うのだが、如何か。その二点である。

白川理事

図表5で銀行券を見ると、ここで申し上げたいことは二点ある。一つは副総裁がおっしゃったように、金融システム不安が高まると、銀行券需要が高まってくるということである。家計にしても金融機関にしても、銀行券を持つ需要が一旦高まる。その後、システム不安が後退すると、それが

若干伸び率を下げるという形が出てきており、1997～1998年の金融不安、あるいはY2K、あるいはペイオフの部分解禁と、そのいずれもそういうパターンを繰り返して、それは一つの大きな流れを作っている訳である。それからもう一つは、銀行券を持つことに伴う機会費用ということである。機会費用が上がれば銀行券をできるだけ節約するし、下がれば持つても良いという感じになっている。機会費用として何をとるのが一番良いか、これはなかなか難しいところだが、取り敢えず家計を念頭に置いて、ここでは普通預金をとっている訳である。この後どういうふうになっていくのかということだが、今の二つのファクターに則して考えると、金融システム不安というのが、この後、もしさらに後退をしていくとなると、その分は伸び率を下げる方向に働く訳である。それから機会費用の方だが、普通預金はもうこれ以上下がらないというところにきており、方向としてはいつかは分からないが、方向としては上がっていく、あるいは普通預金以外の機会費用を考えると、これも若干は上がってくるということだろうから、多分デフレも…。

岩田副総裁

デフレもそうだと思うが。

白川理事

機会費用という面から見ると多分伸び率を下げていく。そうするとどの辺が均衡状態かということが問題になる。これは、何度かこの席でも、あるいは他の席でもずっと討論しているテーマではある。一方、銀行券とGDPの比率というのは、これは日本に限らず、多くの国でかなり長い系列で見ると非常に安定しているという感じがある。日本の場合には、銀行券の比率が長期的には大体8%とか10%という数字で過去50年位安定しているという感じがある。そういう意味では先程申し上げたような要因が、どういうスピードでもって解消していくかということに多分よるのかなという気がする。いずれにしても、ここ暫くは、銀行券の伸びが高まっていくというよりは、どちらかと言うと、ジワジワと伸び率は下がっていく

方向だなという感じがしている。

山口企画室審議役

ちょっと補足しておく、ご質問の中で、そうした銀行券の伸びを前提にした場合、マネタリーベースがどうなるかというところだが、4%ということ前提にすると、12月、1月、2月辺りはまだ前年比13%台の数字を辿ろうかと思う。仮に3%まで伸び率が落ちてくるとすると、13%前後というようなところまで伸び率は落ちるかなという感じである。それから先程おっしゃられた簡保福祉事業団要因だが、これは元々簡保福祉事業団が金銭信託として保有し、広義流動性の中に含まれていたものが出てきたということであり、M2+CDには元々含まれていなかった。

岩田副総裁

入っていないのか。承知した。そうするとやはり、文字どおり伸び率が落ちているか。

山口企画室審議役

然り。

福井議長

他に宜しいか。

本日の議題は一応これで終了した。他に特に皆さん方からご提案がなければ本日は閉会とする。明日は午前9時に再開をする。なお、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、ボードメンバー、政府出席者の方々も含め、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。それでは閉会する。有り難うございました。

(午後3時36分中断、16日午前9時再開)

福井議長

それでは定刻なので、政策決定会合二日目の会議を開催する。

今日は財務省から石井副大臣にお越し頂いた。有り難うございます。宜しく願います。内閣府から昨日に続いて中城政策統括官にお越し頂いた。今日は金融経済情勢に関する討議を行う。それから当面の政策運営等に関する討議を続いてして頂きたいと思う。政府からもご意見を頂戴したいと思う。その後、議案の取り纏め、採決、金融経済月報の検討。それから先般の議事要旨の承認。それから今日は来年 2004 年 1 月から 6 月に掛けての金融政策決定会合開催予定日の承認、概ねそういうアジェンダを用意している。会合の中でのご発言は全て記録をさせて頂く。委員及び政府からご出席の方々、そのことを前提としてご発言頂きたいと思う。

では、金融経済情勢および当面の金融政策運営方針に関する討議に移るが、議論の前提として事前に配付している金融経済月報案について執行部から簡単に説明をして頂きたいと思う。その後、討議をして頂こうと思う。

Ⅲ. 金融経済月報に関する執行部説明

門間調査統計局参事役

それでは、お手許 A 3 の紙、今回から一枚に纏まっているが、右上の方に差し替えと書いてあるバージョンでご説明する。

まず、景気の冒頭、現状の総括判断だが、「わが国の景気は、緩やかに回復している」というのが今月の総括判断である。緩やかな回復と整合的な指標がこのところ順調に出てきているので、前月からの自然な流れとして、前月は「回復しつつある」としていたが、今月は「回復している」と、語尾を変えた。これは概ね 10 月の展望レポートの想定範囲内というつもりである。それから、次のパラグラフであるが、需要項目の並べ方を変えているが、これは単にその方が読み易いのではないかという判断に基づくものである。変わっているところはアンダーラインがしてあるが、「鉱工業生産も増加している」、これは語尾の変更だけである。その次、法人季報や短観が出たことを踏まえて、「企業収益は増加基調にあり、企業の業況感も改善を続けている」と一文挿入している。その一行下、個人消費で

あるが、前月までは「弱めの動き」というのをずっと続けていたが、今月は「横ばい圏内の動きとなっている」と変えさせて頂いた。これは、実は前月の先行きのところをご覧頂くと、一箇所アンダーラインがあって、個人消費は前月の段階で先行き「弱めないし横ばい圏内」というふうに、先行き横這いになるという可能性を滲ませていた。そこからの素直な流れとして、今月はその後底固い指標が出ているので、「横ばい圏内」としている。

それから先行きであるが、ご覧のように総括判断は全く変えていない。「先行きについては、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」というのが今月の総括判断で、前月と同じである。中身についてもほとんど変更はないが、一箇所だけ、個人消費を足許横這いとした関係上、先行きの方についても弱めという表現を削除している。次に物価であるが、物価の現状については、「国内企業物価は、米価格の上昇や内外の商品市況高から強含んでいる」とした。前月は「横ばい圏内」であったが、このところ3か月プラス基調になっているということ踏まえて「強含んでいる」とした。消費者物価については、今月は前年比でプラスとなったことが特徴である。なお、今月だが、背景説明の末尾にボックスを付けており、そこでプラスになった背景について一時的な要因と長期的な要因がそれぞれ効いているという話をそれぞれ簡単に説明している。それから蛇足的な説明であるが、消費者物価の後に今回は、「(除く生鮮食品)」と書いた。これまでもずっとこういったつもりで書いていたのだが、今月たまたまプラスだったということもあり、万が一にも誤解がないように明記したという次第である。それから、物価の先行きであるが、国内企業物価については「目先は強含み」ということである。消費者物価については、基本的に考え方は変わっていない。足許がプラスになってしまっている関係上若干表現の変更はあるが、考え方は前月と同じということである。实体经济は以上である。

櫛田企画室参事役

続いて金融面であるが、全般的に微修正である。まず、記述の順番であ

るが、実体経済活動とより密接な関連を有する企業金融を巡る環境をまず書き、その後、「この間」ということで金融市場あるいは為替・資本市場の動きを書くというスタイルにしている。内容面であるが、民間銀行の貸出姿勢については、前月までは「民間銀行は条件設定などの面で貸出姿勢を幾分緩和している」という表現を使っていた。当月については、「条件設定などの面で」という限定する語句を削除している。これはボリュームに軸足を置いた貸出運営姿勢が全体として強まってきているという変化を踏まえたものである。なお、この点は先般の短観、企業側から見た金融機関の貸出態度においても、緩やかな改善をみている、ということで、企業から見てもそういった動きが観察されるところである。最後に為替・資本市場であるが、当月の動きの特色としては「やや振れのある展開となっている」ということである。ただ、足許の水準については、株価については前月9,800円台という相場状況であったので、それとの対比で「前月と比べ幾分上昇しており」としている。円相場、長期金利については若干動きはあるが、ここでは概ね同じ水準となっており許容範囲ではないかということで取り敢えずこうした表現にしている。この表現振りについては、後の議論も踏まえて変更の必要があれば検討することとしたいと思う。

福井議長

今ご覧頂いた、そして説明を聞いて頂いた基本的見解の文章・中身について、中身についてはこれから討議の中で必要に応じてコメントを加えて頂ければと思う。それから、文章それ自体の修文は、後でやるということである。それでは早速金融経済情勢についての討議に移りたいと思うが、今日は植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、中原委員、須田委員そして田谷委員の順にご発言頂きたいと思う。概ね5分位ということでお願いできればと思っている。では、植田委員、お願いする。

IV. 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

植田委員

本日は、今年最後の会合である。私も6年目になったので、会合の数を数えてみたのだが、新法になって以来、今日は101回目の決定会合である。臨時会合が1回あったので、普通の会合ということであれば100回目、私も100回目のプレゼンテーションをさせて頂く。ただ、デフレがずっと続いていて、お前のせいではないかと言われそうな気もするので、今日は、妙なことを言うのは止めて、月報の基本的見解に沿った形でお話したい。

まず、現状と先行きのところを概括したいと思う。この辺は違和感はない。月報どおり、アメリカ、東アジア、特に中国の好調さを背景に、輸出や生産は、10月までのデータでは引き続き好調である。実質の設備投資も第3四半期まで上昇が持続している。さらにその他の足許の先行指標、あるいは短観等のヒアリング情報等を踏まえると、少なくとも今四半期10～12月期までは大丈夫そうということのはっきりしていると思う。ということで、現状景気は緩やかに回復しているということで良いかと思う。ただ、アメリカの企業部門が非常にはっきりと立ち直ってきていること、輸出の好調さが製造業の業況を一段と明るくしていること、さらに短観等ではIT関連だけでなく幅広く素材加工業種にも広がりが見えること、非製造業の改善も継続していること等を考えると、第4四半期前後だけをとれば私はメインシナリオ対比やや上振れ位かなと見ている。しかし、もう少し先を見た場合、メインシナリオ対比、上方修正かと言うと、そこまではまだはっきりしていないのではないかと思う。海外のリスク要因はやや低下とみられるが、アメリカについては来年春前後の所得税還付の前、あるいはその後の家計需要の弱さがどの程度になるかという問題があるし、中国は今年半ば位からのやや引き締め基調の金融政策のブレーキ効果が来年どれ位出てくるか。あるいは、昨日も議論があった若干上昇傾向のインフレが食料品関係だけに止まるかどうか不確定要因があるかと思う。日本の輸出についても、これも昨日議論があったようにデジタル家電関連のやや強い季節性が第4四半期に少し出ているという辺り、それから短観で業況判断は改善を続けているが、よく見ると今年度の売上収益見通しは3回ほぼ据え置きのみである。設備投資は計画どおり今年度に出てくるか

という点と合わせて今後の注目点かと思う。物価については、CPIの短期的な動きに関する執行部の分析に異論はない。様々な一時的な要因を除いた基調的な動きは、恐らく0.5%をやや下回る程度の下落基調ということも大体正しいかと思う。ただ今後、この部分、基調的な部分が景気とどういう相関を見せるかという辺りは観察していきたいと思う。昨日も議論があったように、GDPデフレーターについては、我々が気にしていたバイアスの一部が修正されつつあるようである。これは好ましい方向であるが、どんなにやっても全てのバイアスの修正はできないのだが、一部のみの修正によってデータの読み方は当面極めて難しくなる。我々の実質成長率見通しも、デフレーターバイアスの修正に合わせて下方修正を何回も迫られるというやや混乱した事態に陥る可能性もある。

最後に金融面であるが、金融を見る視点として教科書的な話で恐縮であるが、二、三あると思う。一つは実体経済について我々が持っている見方が金融面から、特に資金仲介という意味でちゃんとサポートされるかどうかという点。それから関連して決まる資産価格は経済のもっと先を読んで決まるものであるから、その先についての資産価格、資産市場の見方が実体経済に関する我々の判断と整合的かどうかという観点。それから金融政策はある程度資産市場を通じて経済に影響を及ぼしていくということであるので、政策の意図なり効果が上手く実現される方向に資産価格が動いているかどうかという観点も重要かと思う。こういう観点からまず資産価格について触れると、為替レートについては実体経済判断とずれているかどうかは微妙かと思う。ただ、急激な動きの可能性については引き続きリスク要因ということかと思う。株価については、先月株価の短期的な動きと実体経済の我々の見方の間の乖離とも見られるような点について若干議論があった。ただ、その後仮に乖離が若干あるとしても、地政学的リスクの若干の低下もあってその乖離が広がるというような事態ではないということ、取り敢えず先月の議論のとおりで宜しいかと思う。当面、来年入り以降の経済情勢を織り込んでいく段階とみている。資金仲介という観点から金融の動きを見ると、資金供給側である金融機関の資金調達という観点からは、足利銀行の問題等あるがマネーマーケット、預金の動き等

に大きな問題は起こっていないということかと思う。我々の潤沢な資金供給を反映して極めて緩和的な状況が続いている。年末にこんなにゆったりとした感じというのは久しぶりのような気がする。その背景でもある金融機関のバランスシートの改善、不良債権問題の若干の進捗等により、先程も指摘があったように金融機関の資金供給姿勢は先月と比べて言うと、と言うよりも少し前からかなり前向きということかと思う。機関投資家のCP、社債等の購入姿勢もそうである。他方、借り手側は、設備投資がやや上方基調である。しかし、恐らく前からそうであるが、経済好転による影響も含めてキャッシュ・フローが設備投資よりもかなり上を走っているというもとで、大きな借入需要には結び付いていない。結果として、貸出もそれほど伸びていないしスプレッドはやや低下傾向にある、ということかと思う。もう少し経済活動水準が上昇したところで、改めて金融システム全体の金融仲介能力の問題が表面に出てくると思う。最後にマネーの伸びについて一言触れたいと思う。昨年末以降伸びがかなり低下してきている。しかし、これは、2001年末のエンロンショックの時より、投資信託からマネーに資金が流入し、それが対前年度比ということでは1年位続き、その要因がその後消えたということが大きいかと思う。一般的にはここ6～7年間、マネーの動きは金融システムに対する不安の動きとかなり正の相関をしてきた。もっと中長期の相関は別にして、こここのところはむしろマネーの伸びが下がっている時の方が経済の健全度が高いというふうに見られる。さらに言えば、銀行や借り手のリストラが進むとすれば、貸出、預金がそう簡単には伸びないという状態も続く可能性がある。当面、マネーの伸び、マネーサプライだが、実体経済とはマイナスの相関だったり、はっきりしない相関の時期が続くというふうに思われる。こういう中で構造問題が徐々に処理されていき、その後平時のマネーが伸びると実体経済も良い、というプラスの相関が復活する時期がくるかなと見ておくべきではないかと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

前回会合以降、これまでに10月の指標が概ね出揃った。また、この間、足利銀行への第3号措置適用の決定や最近ではフセイン元大統領の拘束といった事態があった。景気の現状は、先週の日銀短観でも確認できたと思うが、様々な格差やタイムラグを伴いながら総じて10月展望レポートの標準シナリオの範囲内で回復の動きが継続しているように思う。景気判断については先程の執行部からのご説明のとおり、現状判断は11月から若干進めて「緩やかに回復している」、先行き判断は、11月と同様、「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」で宜しいかと思う。リスク要因としては、展望レポートで挙げた四つのリスク要因のうち、当面、円ドルレート、国内株価の動き、さらにはイラク情勢の新しい展開、やや長い目で見れば米国景気の持続性、国内では個人消費の動向、大企業・製造業を中心とする回復の動きが中小企業、非製造業へ波及していくかどうかなどに注目していきたいと思う。

若干コメントさせて頂きたい。まず、中間決算であるが、日経新聞による全国上場企業の最終集計だと、金融を含む全産業で経常利益は前年比3割を超える増益となった。経常利益額はITバブル期の2000年9月の中間決算期を上回った。その中で製造業は前年比+26%の増益であった。非製造業も金融を除くベースで約+8%の増益ということであり、2004年3月の通期予想でも約+15%というような二桁の増益を予想しており、若干のタイムラグはあるが、非製造業についても増益基調が確認されたのではないかと思う。

次に、海外経済、特に米国経済であるが、第3四半期のGDP改訂値が+8.2%になったことを始め、同じく第3四半期の労働生産性や11月になってからの企業家心理、消費者心理の指数などやや強めの指標が続いている。懸念されていた雇用動向も下げ止まりから改善に向けた動きが継続しているものと思う。最近のコンセンサス予想も、設備投資の上方修正に伴ってGDPは2003年+3.1%、2004年+4.4%と上方修正された。クリスマス商戦も堅調とされているし、株価も先週NYダウで1万ドルを超え

ている。当面、モーゲージのリファイナンス減少とか、増大する経常赤字などの懸念材料はあるが、高めの成長が期待できるのではないかと思う。

次に、国内の設備投資であるが、GDP統計の設備投資については、7～9月の2次QEで+0.5%と下方修正になったが、10月の機械受注は前月比大幅な増加、資本財出荷も増加をしている。短観における中小企業の計画修正状況も順調のように思う。設備投資については、昨日のご説明のように一部計画が2004年度に持ち越されるという可能性があるにしても、マクロとしては、10月以降の設備投資の回復が期待できるのではないかと思う。

次に生産であるが、10月の鉱工業生産は9月の前月比+3.8%から確報値+1.0%と下がったが、これに11月、12月の予測を含めると10～12月期で、7～9月期には+1.3%であったものが+5.1%と一段と伸びを高める格好になっている。調査統計局のヒアリングでも、受注が入り始めて企業もやや強気になっているということであった。在庫の積み増しに慎重な姿勢は変わっていないが、出荷の増加に見合った順調な生産拡大が見込めるのではないかと思う。生産に関連して、またいつも電力のことで恐縮だが、10月はIIPの前年比が+3.8%と高い伸びだったのだが、自家発電を含めた産業用の大口電力量が+0.4%と低い伸びであった。自家発電を除くと-0.6%とマイナスとなっており、IIPと大口産業電力の関係について若干構造的な変化が生じているのかどうか注意して見ていきたいと思っている。

次に物価だが、10月の全国消費者物価指数は前年比プラスとなった。これもご報告があったが、11月の15年産の第7回自主米入札価格が昨年同時期の価格に比べて概ね5割上昇している。その影響から12月はさらに消費者物価が上昇することが考えられるのではないかと思う。今回、月報にボックスの形で消費者物価の関連解説を盛り込んで頂いているが、引き続き丁寧な説明をしながら量的緩和継続の強い意思を示していくということが必要なのではないかと思われる。以上である。

福井議長

次、武藤副総裁お願いします。

武藤副総裁

先月の決定会合後、1か月の動きを見ると輸出や生産の増加がより明確になってきており、我が国の経済は概ね順調に回復過程を辿り始めたと考えられる。今回の短観を見ても、製造業・大企業の業況判断が大きく改善するとともに、非製造業・中堅中小企業でも業況感が改善しており、景気回復を裏付ける結果になっていると思う。従って、経済情勢の総括判断は、我が国の景気は緩やかに回復しているというこの案で良いと思う。10月末の展望レポートで示した標準シナリオは今年度下期には前向きな循環が働き始めるというものであった。足許の情勢は、ほぼこのシナリオに沿って推移していると考えられる。海外経済を見ると、米国経済はIT関連を中心に設備投資の回復が明確になりつつあるほか、改善が遅れていた雇用面で明るい動きが見られるなど、予想以上に回復のモメンタムが強まっているように見受けられる。東アジアでも中国を中心に高い成長が続いている。さらに欧州でも、米国や東アジアの景気拡大を背景に、輸出が回復するなど景気の底入れが明確になりつつあるように見受けられる。こうした海外経済情勢の下で、我が国の輸出は引き続き増加している。地域別に見ると、東アジア向けが引き続き好調であることに加え、夏場まで弱めであった米国向けについても現地在庫調整の進捗などを背景に、自動車関連が増加するなど、ここにきてはっきりと増加に転じていることが注目される。設備投資は7~9月の実質GDPの2次速報値において大幅な下方修正となっているが、第一にこのところ資本財出荷が増勢に転じていること、第二に先行指標である機械受注も再び大きく増加していること、第三に短観を見ても本年度の設備投資計画は非製造業や中堅・中小企業を中心に上方修正されていることなどを踏まえれば、設備投資は緩やかに回復しているという基調に変化はないと考えられる。個人消費については、企業の人件費抑制の動きが続く中で、所得が目立って改善するとは見通しがたいことなどを考えると、引き続き横這い圏内の動きを続ける可能性が高いと思

われる。もっとも、足許のデータに関しては、デジタル家電の販売が堅調な動きとなっているほか、マインド指標も改善するなど雇用者所得がほぼ下げ止まる中で、底固さが一部目に付くようになってきている。物価面の動向を見ると、生鮮食品を除いた10月の消費者物価指数の前年比は5年半振りにプラスとなった。こうした動きには医療制度改革による診療費の自己負担分の上昇、たばこ税の引き上げに加え、冷夏による米価の上昇といった一時的な要因が少なからず寄与しているが、マクロ的な需給ギャップの縮小や企業の低価格戦略の落ち着きもなにかがしか影響していると思う。金融・資本市場の動向については、短期金融市場は、本行の潤沢な資金供給の効果もあって、足利銀行の国有化決定後も引き続き落ち着いた動きとなっている。為替・資本市場は米国の双子の赤字やイラク情勢の懸念を背景にやや振れの大きな展開になっている。もっとも、足許の動きを前月との対比で見ると、株価は幾分上昇している。為替や長期金利は概ね同じ水準である。いずれにしても、市場の動きは神経質であるが、今後企業のマインド面や輸出を始めとする実体経済面にどのような影響を及ぼすかについて注意して見ていく必要がある。

最後に、植田委員が触れられたが、マネーサプライについてこのところ議論に上ることも多いので、私からも一言申し上げたい。マネーサプライ、特にM2+CDは景気が回復基調にある中で最近むしろその伸び率を低める方向にある。そこで、今後M2+CDの動きを見ていく場合に念頭に置くべき点を整理しておきたい。第一に、M2+CDと実体経済活動の間には非常に長い目で見ればある程度のある関係がある訳だが、90年代後半以降そうした両者の関係が不安定化している。第二にM2+CDはそのほとんどが企業や家計が金融機関に保有する預金であって、これが増加するためには金融機関の預金・貸出が増加する必要がある。言い換えると、M2+CDは金融機関や企業のバランスシートの大きさと平行に動くということである。第三にゼロ金利制約によって金利の低下という余地が限られていることに加え、構造調整圧力が働いている中で、金融機関は不良債権処理を進めつつ、収益力の強化を図る観点から、貸出の増加に慎重なスタンスを維持しているということである。また、企業サイドも有利

子負債の削減を優先している状況下、M2 + CDはなかなか増加しにくい状況になっている。今後構造調整がまだまだ続くということを考えると、長期的にはともかく短期的には景気が回復基調を辿るもとにおいてもM2 + CDが大きく増加することは期待しにくいのではないかと認識する次第である。以上である。

福井議長

次、岩田副総裁をお願いします。

岩田副総裁

三点程申し上げたい。一つは世界景気であるが、世界景気については前回考えていたよりもやや強めの指標が出ているかと思う。二点目は、日本経済については、GDPの数字が改訂になったので、植田委員がおっしゃったように、見通しにくいのだが、実体経済の判断としては変わりがないというふうに考えている。つまり、改訂以前のGDPで考えると、私は2%台後半あるいは3%に近い可能性もあると申し上げたが、そのラインで日本経済は動いているのではないかとということ。三点目は為替レートについてである。以上の三点についてやや敷衍したい。

まず世界景気であるが、アメリカのGDPの数字が上方改訂され、2003年の後半は6%強の伸びになるのではないかと。年明け後も最近の様々な指標を見ると4%程度ではあるが、幾らかそれを上回る4%強になる動きを今示しているのではないかと考えている。とりわけ労働生産性の伸びが驚異的であり、第2四半期、第3四半期に7%、9.4%と伸びている。この中身を調べると、トレンドとしても恐らく労働生産性の伸びは2.5%~3%を若干上回る位に増加しているのではないかと。そのうちの2.5%程度は、全要素生産性の伸びによるものではないかと考えている。特に、IT革命の効果がサービス部門等に強く現われているのが特徴ではないかと思う。こうした労働生産性の伸びが強いということを逆に反映して、供給力が増加するために需給ギャップの縮小のテンポが緩やかになる、あるいはインフレ、デフレを加速させない失業率であるNAIRUも、従来5%と考

えていたが、さらに低下する可能性がある。また、単位労働費用がマイナスになって、これは生産性の伸びが高くて賃金が追いつかないということであるが、そのために2000年代の半ばまでデフインフレ基調が続くというふうに考えている。ただ一方で、雇用の拡大が夏以降からとされていたのが、実はかなり足許から始まってきた。事前の予想を上回る速度で、雇用が改善し始めている。二番目には、原材料あるいは中間財の生産者物価が既に上昇傾向である。これは商品相場が上昇していることを反映していると思う。今はまだ、その上昇がコアの最終財の生産者物価、あるいはコアの消費財物価までには反映されていないという状況かと思う。さらに、三番目には、ドルの減価がかなり進んでいることも物価の動向に影響を与えらると思う。2002年3月のピーク以来、ユーロに対しては26%、日本円に対しては16%減価しているということであり、実質実効為替レートでも10%程度既に減価しているという状況がある。四番目には長期的な期待物価上昇率を示す物価連動債と通常の国債のスプレッドが6月には1.7%まで若干低下したのだが、最近では2.3%ということであり、これはやや上昇しているということかと思う。以上、総合すると2004年の半ばには需給ギャップの縮小が明確になってくるのではないかと考えられる。金利政策がどうなるかということであるが、政策変更は選挙前という話と選挙後という話と二つあり、両方の可能性があるのではないかと考えている。さらに、アジアについても、中国を中心に回復がかなり急速に進んでいるということであり、世界の製造業の生産の伸び、これはJPモルガンが最近開発してこの指標を作っているが、11月は過去10年で最も高い年率10%の伸びということになっている。やや大局的に眺めてみると、1980年から最近時点まで先進国の名目成長率は4~5%あった訳だが、最近では3%程度まで落ちてきた。ここ2~3年は、先進国はその位の名目成長率に落ちている。今後はむしろこれをボトムにして少しずつ上がっていく、中期的なトレンドとして5~6%のラインに上っていくという姿も、現在のアメリカの成長力を前提にするとあり得るのではないかと考えている。

以上が世界経済であるが、もう一つは日本経済である。GDPの数字が改訂されたが、私は、足許の改定は法人企業統計季報の発表に伴

うものなので、むしろ予想どおりと考えている。事前に私が考えていたところに落ち着いたなということだ。前年度の数字が実は1.6%から1.2%も実質GDPが下方修正された訳で、この分は展望レポートにも関わりのある変更であったのではないかと思う。であるから、私は2%台後半から3%近いというふうに、改訂前の数字で考えていたが、むしろ改訂された数字のベースで見ると、2%前半位に考えた方がリーズナブルということかと思う。ただ、その場合でも、過去6四半期連続してプラスの成長であって、前期比0.6%、年率にすると2%台半ばであって、機械的にこのまま伸ばすと内閣府の改訂見通しの2.1%なのである。しかし、勢いと言うか、過去は2.4%位であって、世界環境が良くなっているということを考えれば、2%台半ばというのは、改訂された数字であっても可能性があると思っている。改訂の数字の解釈について、これは改訂した方が本当に良かったのかどうかよく分からないのだが、ジョルゲンソンなどが言っているIT革命の効果は実は高く、90年代後半の日本の実質GDPの伸びは0.7%位高かった、逆に言えば、デフレーターがそれだけ低くてもおかしくなかったという議論があるので、そこのバランスをどう考えるのか。消費者物価、企業物価というのはラスパイレス指数であるので上方バイアスがあり、消費者物価は0.5~1%位上方バイアスがあるという、この点も両方考えないと、ややバランスを失した判断をしてしまうということになるかと思う。もう一点、現在の景気拡大局面を私は腰が強いと考えているが、在庫の動きはまさに私が予想していたとおり、二段階の循環局面にもう一回入りつつあり、これは1995~1996年の頃と同じ状況ではないかと思う。さらに前回の会合から短観が出た。予想されたとおりの内容なのだが、製造業についてはやや強い数字が出ているかと思う。円高の効果ということについて言えば、想定為替レートが117円から111円に上がったにもかかわらず業況は改善というようなことである。あるいは、非製造業の中小企業の業況判断、売上そして設備投資計画等が上方修正されているという点は、私が想定していたよりも強い点であった。ただし、その一方で設備・雇用の需給判断は改善しているが、新規の雇用拡大まではまだ及んでいないというところが注目される点かと思う。先行きのリスクとしては、一つは為替

レート。民間予測の多くは、さらに10%程度ドルの実効レートが下がるのではないかとみている。もう一つのリスク要因は、財政の方が早過ぎる引き締めには踏み切らないかということに心配している。現在までのところ、恐らく家計負担の増加は、2004年度は、まだ決着が見えていないが、2003年度と大体同じ位の2兆円程度ではないか。歳出の規模は前年と同様ということである。ただ、前年は減税があったのでその措置は続いているが、新たな減税措置という意味では、力が少し足りないということかと思う。最後に消費者物価であるが、予想どおりプラスに動いている。デフレ脱却の可能性はやはりあると思っている。ただ、賃金・雇用が果して安定的に増加傾向に入るかどうかというところが一つの大きなポイントだと考えている。以上である。

福井議長

次、福間委員をお願いします。

福間委員

我が国の景気の現状については、展望レポートの標準シナリオに沿った形で緩やかな回復が続いており、基調判断は執行部と同様である。細かく見ると、個人消費が横這い圏内の動きであるが、所定外賃金やボーナスの伸び、貯蓄の取り崩し、さらには株価の上昇により、消費者のムードも明るくなっているためか、消費持ち直しの兆しとも受取れるミクロの動きが散見されるようになった。また12月の短観では、建設、不動産、小売等一部業種を除き、大企業、中小企業を問わず広い範囲で業況判断D Iの改善が見られたほか、設備投資も中小企業を中心に上方修正された。構造問題により景気の自律的な回復に確信の持てる段階には至っていないが、生産、所得、支出に前向きな循環メカニズムが働く兆しが見え始めているのではないかと目を凝らしているところである。なお、製造業の先行き業況判断D Iの悪化については、先行きの為替円高観の影響もあるが、企業が2002年度以降のV字型業績回復を受けて、先行きについて幾分慎重になっているという面もある訳で、D Iの悪化をもって景気はピークをつけたと

か、ピークに近いといった評価を下すにはまだ早過ぎると思っている。当面のリスク要因については、為替円高の他、イラク情勢に関してフセイン元大統領が拘束されたが、アルカイダやパース党の残党を中心とするテロ行為が引き続き見られ、治安回復には時間を要すると思われることから、地政学的リスクも引き続き念頭に置く必要があると思う。さらに、ここへきて、各種の年金改革案に絡み年金保険料の引き上げや、財源確保のための増税が連日報道されている。実施される際には、その克服のために企業は一段の生産性上昇と収益の維持拡大を図る必要があり、これら企業努力は、先行き、雇用、賃金に少なからず影響を与えることは避けられず、今後の企業マインドや家計の消費マインドに与える影響については注意を要すると思う。なお、為替の円高については実効為替レートで見ると、対ドルレート程には急激な円高になっていないことから、短観でも示されたように現状程度の円高であれば企業業績への影響は限定的なものにとどまっている。もっとも市場では、第一にドル安に伴う米国のインフレ、金利上昇、株安というペイン、痛みが米国には出ていないことから、アメリカ側がこのドル安に対して何かアクションをとるということが期待できないこと、第二に大統領選前に米国政府が対外競争力とドルベースで見た企業業績の拡大、それを背景とした雇用拡大と株高に繋がるドル安を敢えて押しとどめるということはないのではないか、という市場の思惑、第三に週末のスノー財務長官の「ドル下落は、秩序だっている。トレード・ウェイティッド・バリュウでは、依然として過去 25 年のほとんどの期間よりも高い」という発言や、しばしば政府高官から聞かれるドル高は米国の方針であるといった発言では、単なるリップサービスと受取られ、現下の市場センチメント、ドル・ベア・センチメントからは、むしろこういう発言が売り材料に使われるという程、市場のドル・ベアは強いものになっている。このような結果、万一、一段の円高が進行すれば、我が国の輸出や企業業績に対する影響が懸念される。この間、物価については先程、米等の足許の特殊要因の説明があったが、為替円高に伴うデフレ効果も手伝い、引き続き小幅ながら下落基調は続くと思われ。ただし、この下落幅を相殺する要因としては、ここ 2~3 か月申し上げている幾つかの要因

がある。一つは国際商品市況や海上運賃の高騰を主因に、一部の素材価格が上昇していること、二番目は中国の11月のCPI前年比は3%と6年7か月振りの高い伸びを記録したが、こうした中国の消費者物価の上昇が加速すれば、消費財の輸入価格上昇等を通じて間接的ながら我が国のCPIに影響を及ぼすことも注目しておく必要があるのではないかと思う。最後に、我が国の金融面については、短観の貸出判断DIの上昇や、調査統計局のマイクロヒアリングに見られるように、銀行がボリューム・アップ戦略に切り替え、貸出を積極化しており、10月以降、様変わりの状態になっている。このことは景気後押し効果として期待できる。しかし、先程も植田委員、岩田副総裁が言われたように、あるいは武藤副総裁も言われたが、このマネーサプライ、あるいはマネーの伸びの問題だが、これは基本的には未だ企業のバランスシート調整が続いているというのが一つあると思う。1985年以降、確かに設備投資増加というものはあったが、もう一つあったのは両建て運用、財テクとか土地という物との両建て運用が非常に大きかった。設備投資はキャッシュ・フローの範囲内ということになると、もう一つアディショナルな資金需要が欲しい訳なのだが、儲かる分野はなかなかないというようなことで、そう簡単に出てこない。恐らくM&Aを中心とする再生ビジネスとか、あるいは海外への展開に伴う直接投資需要とかそういうところが一つの要因になるのではないかと思っているが、いずれにしても資金需要が増えないと、当たり前だがマネーサプライは伸びないという基本的な問題がある。供給サイドは非常に積極的になっている。後は需要を創出するという企業側の問題だと思っている。以上である。

福井議長

次、中原委員お願いします。

中原委員

日本経済の回復ペースは、ほぼ標準シナリオどおりということで宜しいと思う。ただ、米国経済については、やや私自身の想定したケースよりは、大分早いという感じがする。その米国だが、減税を追い風として回復の裾

野が拡大しているし、企業部門を起点とした成長が一段とより安定的なものになりつつある。そういう意味で今後、家計部門から企業部門への牽引車のバトンタッチ、これが順調に進む可能性がここにきて高まったと言って良いと思う。米国経済、特にこの市場の最大の問題はやはり地政学的リスクという点であろうかと思う。昨日のニューヨーク市場の動きを見てもこれを感じずる訳だが、これを除くと、やはり財政、それから経常収支の赤字拡大、この不均衡がどう調整されるのか、これが米国経済のみならず国際的な金融資本市場、日本経済にもどういった影響を与えるのか、これが残る問題の一つである。もう一つはやはり雇用の問題。グローバル化が進む中で、米国の雇用市場は構造的に変化していると思われる。この累積的効果が今後、家計行動等にどういった影響を与えていくのか、この二点は気になるところである。アジアについては、好調な内需、これは中国、タイ等だが、域内分業・貿易の拡大、それから世界的なIT関連財の出荷の増加、さらに各国ともEPA、FTAなどの域内協力に大変積極的だということ、こういうムードの中で総じて順調な拡大ということだと思う。中国経済の過熱に伴う政策変更リスク、これはまだ注意が必要だと思うが、いわゆる中国脅威論とか元の問題についても内外世論はここへきてやや落ち着きが出てきたかと思う。ASEAN諸国には域内での牽引車としての中国に対する期待感、これもかなり高いように思える。このように対外環境が改善しつつある中で、前回会合以降発表された我が国の景気指標は、景況感が改善、それから設備投資による内需回復の可能性を物語るものが増えてきたように思う。短観は色々とおりに、企業規模にかかわらず業況感が大幅に改善した。また、改善業種の数も、特に大企業の分野で増えており、広がりが出てきた。設備投資、内需はこれがポイントだが、機械受注、資本財出荷等、改善の兆しは明確である。特に10月の機械受注で電子通信機械の伸びが大きかったというのが見られるが、世界的なIT関連の回復に企業が手応えを感じ始めているという感じがする。この辺はミクロのヒアリングでも聞く声である。ただ、設備投資については、昨日、早川調査統計局長から聞いてなるほどと思ったのだが、やはり大企業の設備投資が今回の短観で修正率ゼロである。また、法人季報やQEの

結果と比較すると、今年度の計画実施がずれるという説明が昨日あったが、これは懸念材料ではないかと思っている。この辺りは設備投資の内容が更新投資であるのか、能力増強投資なのか、あるいは新商品開発投資であるのか、この辺にも関わると思うが、今後設備投資の内容、あるいはそのタイミング、ボリュームを十分注意して見ていく必要があるかと思う。先行きの実体経済面での問題・リスクという点で、まず第一には、短観で見ると限りは業況感、経常利益率、あるいは雇用・設備の過剰感が、ほぼ既に前回2000年の景気回復の水準に達しているが、今後、これを越えて改善が進むかどうかについてはまだ予断を許さないと思う。法人季報等で見ると、損益分岐点や労働分配率の引き下げも鈍り始めているし、経費削減が壁にぶつかり始めているという感じが出ている。また、短観でも売上計画は横這いで、在庫率は極めて低い水準にあるにもかかわらず、こういう計画ということは、企業は先行きの売上の伸びに対して極めて慎重な見方をしているということだと思う。二番目は、福田委員もおっしゃったが、年金改革、税制改革を始めとするいわば構造改革の調整圧力がここで改めて具体的に出てきていると感じられつつあるということである。年金改革は、企業の雇用調整圧力を高める懸念がある。ミクロで聞いても、パート比率の高い企業、特に流通業等は大変な負担感を抱いているのが多いようである。また、高齢者、年金生活者を中心に将来不安の高まり、あるいは現実の家計負担の増加から消費の下押し圧力が高まるということにもなりかねない。リスクの第三番目はドル安傾向の問題である。これについては既に多くの方が発言されているし、会合でもその懸念は共有されていると思うので、多言を要さないが、米国の景気回復につれて輸入が増え、その中で最近の資本流入の減少という動きが見られるので、今後警戒をすべきだと思う。最後に金融資本市場だが、総じて落ち着きつつあると言って良いと思う。長期金利については、需給面の懸念がやや遠のいたような感じがしている。景気回復の流れの中で国債管理政策について種々の手も打たれ始めているし、引き続きこのファインチューニングと巧みなマーケットとの対話が要求される。株価については、既に当面のポジティブ材料を全て織り込み済みとみている。今後の株価の上昇をもたらすものとしては、やはり

どうしても中期的な立場で資本収益率の向上が必要だと思う。株価経営を指向している中で、さらなる財務リストラの傾向は続くのだろうと思う。同時に今の状況では、中東情勢、政治情勢などの不透明要因がある種のイベント・リスクとして株価の頭を抑えているということが言えるかと思う。景気回復の流れの中で下値不安は薄らいできているように思うが、長期金利と同様、来年度に掛けて材料次第で波乱要因になるという懸念はあると思う。金融システム、これは取り敢えずのところ落ち着いたが、来年の今年度決算の発表に当たる時期に掛けて、やはり注意していく必要がある。

福井議長

次に、須田委員お願いする。

須田委員

我が国の経済動向を見ると、輸出が増加しているほか、設備投資も緩やかな回復を続けており、こうした動きを背景に生産が増加を続けている。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ている」という判断を強めた表現で良いと思う。

今回の短観から足許の景気動向を見ると、バブル崩壊以降の二回の中途半端な景気回復のピークまでは戻っている。景気が持続的である程波及効果が期待できるので、今後、この過去二回を超える回復が実現できるかどうか注目をしていきたいと思う。

目先、10～12月期については、米国や東アジアの景気の強さやデジタル家電の季節的な輸出増もあって、輸出がかなり増えると思われる。また設備投資も、資本財出荷や機械受注の強さから見て、強い数字となる可能性がある。この場合には、生産の増加テンポもかなり高まることが予想される。景気循環という面では、かなりしっかりとした景気回復の過程にあると感じ始めている。ただし、このような強い動きの蓋然性が目先強まったとしても、1～3月期にはその反動が現われる可能性もある。従って、先行きについては、緩やかなテンポの回復をもう一步進めた方が良いと言える程の確信はない。構造的な要因がなお根強いので慎重に見ている。

と言うことは、実体経済の動きは標準シナリオの範囲内にあると捉えているということになる。私も、先程の話にあったが、GDPデフレータの問題については少し困ったものだというふうに思っている。

今回の短観で注目していたことの 하나가、景況感が経済全体へ広がり始めているかどうか、つまり日本経済の二極化が解消に向かう動きが見られるかどうかということだったが、残念ながらそのような動きは見られなかった。製造業・大企業の好況感が高まっている一方、非製造業にまではまだその好影響が十分には波及していないということが見て取れた。

他方、昨日の説明にもあったが、自己資本の充実や不良債権処理の進展もあって、金融機関が前向きになってきた。すなわち、金融機関側もリスクテイク姿勢を積極化させ、小口ビジネスローンなど新たな資金を用いた中小企業貸付を工夫し、あるいは貸出量を増やそうとする姿勢を強めている。このような金融を通じた新しい動きが、非製造業、地方への好況感の広がりをサポートするかどうか注視しておきたいと思う。

先行きのリスク・ファクターとして今回新たに付け加えるべきものはない。地政学的リスク、双子の赤字の持続可能性を巡る懸念からのドルの大幅安が主要なリスクであると思う。

なお、短観の業況判断DIの先行き悪化について円高を理由に挙げ、またそれを景気のパラダイムの鈍化の兆しと捉えたものがマーケットには多かったように思われる。しかし、執行部の説明にあったように、これまでの円高はほぼ織り込み済みであって、先行きの悪化は短観の癖が出たということだと思う。経常収益の下期下方修正には円高の影響もなにか含まれていると思われるが、これについても、年度計画を変えないという上場企業の癖の表われだと解釈している。今後、急激で大幅な円高はリスク要因だが、この程度の円高はそれ程パニックにならずに対応できることを今回の経験は示したと思う。

その他、リスクを取って挙げると、消費についてのリスクがあると思っている。それが上振れるリスクもあるが、私は弱含みの可能性もあると思っている。消費を決める要因として雇用所得があるが、最近の素原材料、中間財価格の上昇、企業の価格支配力の低下などを考えると、今後も所得

環境が好転する姿はあまり描けない。日本で、所得対比で見て消費が堅調に推移してきた背景には、貯蓄の取り崩しや債務返済率の低下等が指摘できる。家計貯蓄率は1991年以降一貫して低下しているし、金融広報中央委員会の「家計の金融資産に関する世論調査」によれば、貯蓄残高が減少した理由として、「定期的な収入が減ったので貯蓄を取り崩した」と回答した人が1997年以降増加傾向にあり、足許60%近くに達している。さらに、貯蓄を保有していない世帯の割合は21.8%と、高度成長期前の1960年代前半のレベルに戻っている。また個人の債務返済率（返済額を新規借入額で割ったもの）の2四半期移動平均を見ると、1990年代がほぼ1であったのをピークに、足許では0.77まで低下している。こうした状況を見ると、日本において個人消費の持続性にまだ大きな期待は寄せられないのではないかと思う。それに加えて2004年度税制改正において、昨日の説明にもあったが、標準シナリオの前提条件以上に国民の負担が増える可能性がありそうである。中長期的な財政の持続可能性は重要だが、増税という言葉が躍るとせっかく総じて良くなっている消費者マインドにも悪影響を与えかねない。財政再建は勿論大切だが、前向きな経済の動きにブレーキを掛けるような緊縮財政は避けて頂きたいと思う。以上である。

福井議長

田谷委員、最後になったが宜しくお願いする。

田谷委員

最後なので短く。

福井議長

所定の時間は十分活用して下さい。

田谷委員

内外の経済情勢は、足許、よりしっかりしたものになってきたようである。夏場以降見られている海外主要地域における経済成長率の上方修正の

動きが続いている。国内経済も輸出を起点とした前向きの動きがよりはっきりしてきた。金融・資本市場も概ね落ち着いているが、これはほとんどの方がお触れになられたが、基調としてドル安圧力が続いていることが懸念材料である。全体としては、その月報の表現で私は良いと思うし、基本的なシナリオ、展望レポートの範囲内の動きというふうに思う。そう申し上げたうえ、まず、米国経済だが、強過ぎる程の経済指標の公表が続いたが、それにしては株価の上昇は比較的限定的なものであった。こうした株価の動きについては、期待先行で上げてきた相場に経済指標が追い付いてきたとの評価が一般的であるし、これまで経済実態からすると買われ過ぎだったので上値では利益確定売りが出易いとの見方がある。このところの長期金利の動きも小さなものである。足許から年明け、また来年半ば以降の景気に対する慎重な見方を反映するものかもしれない。今のところ、企業収益の改善が緩やかな設備投資の回復と雇用・所得の回復に繋がりがつつあるが、この動きが続くかどうかポイントになると思う。東アジア経済についても、ほとんどの国、地域で輸出・生産の回復がよりはっきりしてきた。中国経済は過熱傾向が強まっており、年央以降の金融引き締め策がどれ位効くか注目される。韓国経済は色々問題点が出てきてはいるが、輸出・生産が順調に拡大しているし、株価も上昇しているので、内需の減速も限定的なものにとどまるのではないかと思う。ユーロエリアも内需は依然として低調ながら、輸出・生産が底打ち気味となり、各種コンフィデンス指数が改善方向にある。南米、ロシア、トルコなどでも金融経済情勢が改善してきた。以上、海外経済全体として改善の動きが続いている。こうした環境下、日本の輸出は足許かなり強いものとなっている。その結果、生産の比較的高い伸びも確認された。また、企業収益が製造業を中心として回復し、それが雇用・所得の下げ止まりや設備投資の緩やかな回復に繋がりがつつある。昨日、調統局長あるいは今、須田委員がおっしゃられたように、短観の結果もこうした前向きの循環を反映したものである。ただ、製造業の業況感の改善が大きい分、非製造業の業況感の改善ペースの遅さが目立つ結果となった。設備、雇用の過剰感が緩やかながら後退しており、物価の動きとも整合的である。物価については、今後、消費者物価や

GDPデフレーターに関するバイアス問題をより詰めて検討する必要を強く感じている。以上である。

福井議長

一通り意見を頂戴した。大きな方向性について意見の基本的な違いはなかったかなという印象で受け止めた。この1か月間に判明した経済指標から最も明確に言えることは、輸出、生産の増加がよりはっきりとしてきた、それを確認したということだ。品目的にも、IT関連と暫く言ってきたが、それにとどまらず自動車や素材など少し幅広く増えているということかと思う。もう一つ強いて言えば、短観等の業況判断から窺えるが、大企業・製造業だけに限定されているのではなく、中小企業や非製造業への回復の広がりが少しずつ見られる。循環的な動きの波及が見られる。需要面では特に内需、企業の設備投資の改善傾向がより明確に確認できた。確かに、7~9月は一旦増勢が鈍化したような形になっているけれども、機械受注、資本財出荷、あるいは短観を見ても中小企業を中心にやはり上方修正されているということを勘案すると、設備投資は引き続き増勢が高まる方向と判断されるのではないか。企業収益の改善が十分これをバックアップしているということではないか。個人消費の方も雇用者所得が徐々に下げ止まってきており、引き続き底固い動きを見せるであろうと判断される。

海外の方は、米国は大方の予想よりやや強めに走っている。家計支出中心の景気の上昇に加えて、企業の活動も加わってきた。こちらの方はIT関連中心に設備投資が増えてきて強い生産性の上昇力を伴っているということで、全体として雇用面にも少しずつ明るい動きが開けてきている。米国経済そのものの経済的な分析としては、生産性の上昇をしっかりと伴うという力強さと裾野の広がりという両面から、持続的な成長を実現する蓋然性が少し高まってきているということではないか。中国の方も予想を超えて高い成長が続いている。輸出と個人消費などの内需、双方から高い成長をサポートしている。むしろ景気過熱リスクが心配されている訳だが、人民銀行の最近の軽いアジャストメント、調整政策、これで全体が上手くコントロールされるのかどうか、あるいはやはりインフレ・リスクが幾ら

か顕現化していくのか、ここのところはまだ少し分からないという感じではないか。海外経済全体としては引き続き順調と言って良いのだろうが、マーケットの見るところは、もうちょっと慎重なセンチメントを入れているように思われる。米国の双子の赤字、世界経済全体としてインバランスの問題に時の経過とともに少し懸念を深めている感じがある。もう一つは地政学的リスク、これの輪郭がはっきりしないまま、リスクが高まっているのか高まっていないのかも明確に把握できないまま推移しているということがあって、全体として世界経済減速のリスクを完全には否定しきれないとマーケットは見ているのではないか。

日本経済 7~9 月の実質 GDP は下方修正された。デフレータの要因もあるので、この辺は我々も今後どのようにきちんと計算できるかという問題を抱えているが、ともあれ 7~9 月の実質 GDP は下方修正された。しかし、色々な要素を考えると 10~12 月は再び回復テンポが速まる可能性があるのではないか。一方、物価の方は、皆様方の発言のとおりだと思っていて、10 月の CPI は前年比プラスになったけれども、我々の基調的判断としては引き続き幾ばくかのマイナス基調にあり、この状況が暫く続くということではないか。ただ、需給ギャップはやはり緩やかに改善しつつあるのではないか。あるいは企業の価格戦略も一頃程低価格方針一本槍ということではなく、少しずつポジティブな姿勢を見せ始めていると思われるので、物価判断については、これからもっと研ぎ澄まして見ていかなければいけないと思う。今日、何人かの委員からマネーサプライについて発言があった。過去 2 回の経済財政諮問会議でマネーサプライについて若干の議論があったけれども、私からは今日、各委員がおっしゃったような内容をもって議論させて頂いている。一言で言えば、当面表面的なマネーサプライの伸び率だけでは金融緩和政策の効果を正確に判断できない。構造調整が順調に進んでいる過程においては、金融機関のバランスシートが小さくなる、企業の方でもバランスシート調整を進めている。このようなむしろ好ましいマネーサプライの減少要因があるのだということを明確に認識して欲しいと申し上げている。取り敢えず以上であるが、私の発言も含め、少しまた追加的に議論をして頂きたいと思うが如何か。

もし宜しければ、ここでコーヒブレイクを少し取りたいと思う。今は10時17分。10時半に再開するので宜しくお願いする。

(午前10時17分中断、午前10時30分再開)

福井議長

会議を再開したいと思う。金融政策運営、次回の決定会合までの金融政策の運営方針について、改めてご意見を表明して頂きたいと思う。

植田委員からお願いする。

2. 当面の金融政策運営方針の決定

植田委員

金融調節については、先程来の議論にあったような景気・物価観を前提にすると、現状維持で宜しいかと思う。一つだけ付け加えると、それとは別に、やや回復しつつあるとは言え低水準である金融仲介機能を側面から補強するような手段については、我々は常に模索してきたところである。その中で、初夏頃から実行してきた資産担保証券買入れスキームについては、昨日市場局長から報告があったような証券化市場フォーラムの議論を踏まえ、見直せるところは見直すような検討を加えても良いのではと思う。背景には、一つにはオペの実績が、期待していた程は上がっていない点がある。これにはそもそも、前から議論に上がっていた点だが、スプレッドが薄くて証券化しにくい日本の貸出債権の現状という根本問題があるのだが、それに加えてひょっとしたらオペの作りがまだ不十分だった部分がある可能性、それから、銀行のバランスシートの改善で証券化ニーズがやや減少しているという問題、あるいはA B C Pのオペに見られたようにマーケットで需要がそこそこあるというような多様な背景があるとは思いますが、多少なりとも存在するこの関連のマーケットでの市場機能を阻害しない形で一段の工夫ができないかどうか考えてみる余地はあるかなと思う。以上である。

福井議長

次、春委員お願いする。

春委員

次回会合までの金融調節方針は、27～32兆円という当座預金残高目標も含めて現状維持が良いと思う。前回会合後、足利銀行に対する第3号の措置適用が決定されて、日銀としても同日、特融の実施について決定、公表をした。また週明けの12月1日には執行部は金融調節にあたって、1兆円、7か月物の全店手形買入れを即日オペとして行うなど、市場の安定に向けた強い姿勢を示した。市場では足利銀行固有の問題との見方が広まったことなどから、一部地銀株価の下落はあったが、金融市場は株式市場を含めて大きな混乱は生じなかったと認識している。現状、短期の金融市場は極めて落ち着いて推移しているが、年末を控え、また円高株安の懸念もあるので、当座預金残高としては現状どおりレンジの中間程度を中心にレンジを有効に活用して市場のニーズに応じて機動的かつ柔軟な調節を続け、必要であればなお書きを適用して超緩和的な金融環境を維持していきたいと思う。

なお、植田委員も今おっしゃったが、資産担保証券の買入れスキーム見直しについては、証券化市場フォーラムにおける意見を受けて執行部での検討が進んでいると認識している。資産担保証券の市場育成に一段と貢献できるよう、引き続き市場関係者の要請に対して前向きな姿勢での検討をお願いしたいと思う。以上である。

福井議長

次は、武藤副総裁お願いする。

武藤副総裁

金融政策運営については現在の調節方針を続けることで結構だと思う。春委員からご指摘があったが、金融機関の年末越え資金の調達は概ね順調に進捗しているようであり、必要があれば、なお書きを活用して潤沢な資

金供給を行って市場の安定を確保していくことが必要だと思う。それから、前のお二人ともご指摘があった資産担保証券については、ご提案に全く同感である。昨日、執行部から裏付資産に占める中堅・中小企業関連資産の割合、あるいは裏付資産が金融機関の貸付債権である場合における債務者の正常先要件に関する意見といった証券化市場フォーラムで出された意見が報告された。こういうことを踏まえて、基準を見直すことができないか検討したらどうかと私も考える。以上である。

福井議長

次は、岩田副総裁願います。

岩田副総裁

まず、金融調節方針だが、現在のところ 32 兆円までという枠をまだ使い切っていないという状況もあるということで、現在の金融調節方針を続けるということで良いのではないかと。また、資産担保証券については、既にご指摘があったようにさらに見直しというか、改善の努力を続けるということが必要だと思っている。今まだミクロ的なレベルの効果にとどまっていると思うが、将来はマクロ的な効果まで持つようにしていくということが大事だと思っている。その場合には、これはさらに先の課題ということになると思うが、モーゲージ・バックド・セキュリティといった個人向けのものについても証券化を促進するような方向で考えて頂けたらと思っている。このミクロのインパクトがマクロのインパクトを持つということになると、今日話のあったマネーサプライとの関係も正常化してくるという効果も期待できる訳である。マネーサプライについて一言だけ申し上げると、M2 + CDは1.5%位、M1は5%位、広義の流動性は3%位、マネタリーベースは17%位という、かなり区々な動きを示している。これをどこのマネタリーアグリゲイトで見たら良いのか、古くから色々な論争があるところだが、私自身は金融政策の運営の目処としては、当面はマネタリーベースで考えた方が良いと思っている。そして、望ましい名目の成長率をいつでも実現するのに必要なだけの流動性をいつでも日本銀行

は出す余裕があるということを事前にアナウンスするというのが、デフレの克服だとか、あるいは長期金利の安定性——これは最近、過度のセンチビティと言うか、長期金利が金融政策のステートメントでもって過度に振れてしまうということを防ぐうえでやはり最終目標を掲げているということが重要であるというような研究があり、バンク・オブ・イングランドとアメリカのフェデラルリザーブが政策と長期金利の関係を実証分析しているようなものがある——といった点からも重要だと考えている。さらに、マネタリーベースについて言うと、銀行券の最近の伸びの鈍化がどの程度構造変化に基づくものか、どのような要因に基づくものなのかということは精査に値する問題だと思う。どの位の伸びが望ましいのか、名目の成長率を実現するのにどの位出せば良いのか、これはよく吟味することが必要だと思う。それからM2+CDについては、要するに新規の貸出は増えているが、償却、流動化と追い貸しの部分、これは上場企業で、ある推計では4兆円あったものが1.2兆円まで減っていることが減少要因になっており、これがある時期にクロスする。大手行については1年以内位にそうしたことが起こり得る。その時には本当に難しい問題が色々起こってくるというふうに考えている。以上である。

福井議長

次は、福間委員お願いします。

福間委員

短期金融市場は、本行が足利ショックに対し、即日スタートの手形買いオペで機動的に対応したことや、金先市場では、為替円高もあって期先物のショート筋がショート・カバーを入れていること等から、全般的に金利が低下し、年末を控える中、落ち着いた状態になっている。このため、今次会合では当座預金残高目標値の変更をする必要はなく、現状でいきたいと思う。ただし、短めの資金の余剰感は極めて強い一方で、年度末越えのオペの応札倍率は3~4倍と高い水準にあるなど、長めの資金に対する市場のニーズは相変わらず強い状況に変わりはない。このような状況下では、

日々の金融調節に当たっては長めの資金供給オペの回数を増やし、短めの資金を吸収するツイスト方式を基本とし、りそな、足利銀行のような突発的なショックに関しては資金供給を優先する、という柔軟かつ機動的な金融調節を継続していく必要があると思う。こうした観点からすれば、最近の執行部の金融調節は柔軟かつ機動的なものと評価している。金先のフォワード・レート・カーブが、足許、再びブルフラットニング化しているのは、量的緩和政策のコミットメントの明確化が市場に浸透してきたことに加え、このところの本行の柔軟かつ機動的な金融調節に対する市場の信認が徐々に回復していることを示しているのではないかと思っている。余談だが、今月中旬の米国出張時に面談したガイトナーNY連銀総裁とも、本行が資金供給と吸収を組み合わせる市場調節を行っていることについて、「ツイストオペ」という言葉を使って会話をした。市場メカニズムが十分に機能しないイレギュラーな状態にある金融市場に対して、本行が色々な工夫を凝らしながら量的緩和を継続していることは、海外でも認識されていることを実感した次第である。

なお、足利ショックに関しては、足利銀行の経営破綻が取り沙汰された11月下旬に掛けて、短期金利の先物価格が一時急落、すなわち金利が急上昇したことに示されるように、市場は潜在的に金融システム不安の再燃に敏感である状況は全く変わっていない。足利ショックに対しては先程述べたように、本行の機動的な資金供給が功を奏して金融市場が動揺する事態は避けられたが、ペイオフ全面解禁を前に依然として繰延税金資産に依存する銀行が少なからず残されていることや、公的資金新法成立の道筋は立ったものの、その実効性にはなお不安があることを理由に市場は引き続き金融システム問題に神経質になっている。こうした状況も踏まえると、これまで何度も申し上げたが、現時点での金融調節は忍耐をもって市場の動向を見ておくということが必要かと思われる。以上である。

福井議長

次は、中原委員お願いする。

中原委員

実体経済の状況、それからマーケットで金利は低位安定していること、あるいは、足利のイベントがあったがその後も資金繰りに大きな問題はなく、金融システムは安定しているということから、現在の調節方針を継続するということが宜しいと思う。何人かの方がおっしゃったが、年末についての資金繰りはもう固まっていると思うし、米銀決算、これも既に織り込み済みと思うが、マーケットが薄くなる中で、イベント的なショックの発生とか為替を中心とした投機筋の動き等も出がちであるという点で、年末年始、市場のモニターは引き続き注意を持って行うべきであると思う。

何人かの方が資産担保証券についておっしゃったが、これについては、昨日、金融市場局長の説明で市場から色々と改善に向けての提案もあるということなので、それについては検討を進めるべきと思う。ただ、そもそも最初の枠である1兆円、この設定そのものを私はかなり大き過ぎるのではないかという感じがしており、買入残高が積み上がらないことを我々として問題視すべきではないと思う。ただ、マーケットを育成するという本来の趣旨から言って、市場参加者からの要望、提案があるのであれば、リスク・プロファイルとリスク量を変えないという範囲内で、中小企業の認定基準、あるいは中小企業比率の基準、あるいは対象資産の健全性に関する基準、あるいは格付け取得に関わる基準などの緩和拡大を行うのは差し支えないと思う。この制度の目的は、先程も申し上げたとおり、直接的には日銀信用により緩和を進めることにあるのは勿論だが、これは同時に価格形成を歪めることにもなりかねないという訳であり、その意味で基準を拡大して買入額を増やすということに主眼を置くよりも、むしろ適格認定を取得するイシューを増やしていく、それによってプライマリー市場の拡大、それから円滑なセカンダリー市場の育成を図っていけば良いだろうと思う。これによって、間接的に金融円滑化効果、緩和効果の浸透というものを進めることができるのではないかと思う。また、ある種のギブ・アンド・テイクとして、情報の共有のためのシステム構築とか、あるいはマーケット・メイクのあり方等について、市場参加者に対して連携・協力を求めていくということも中央銀行の立場として必要ではないかというふう

に感じている。以上である。

福井議長

次に須田委員、お願いします。

須田委員

足許、為替市場については、米国の双子の赤字問題、地政学的リスク等を嫌気したドル資産からの流出などを材料に、やや円高圧力が強い状態が続いている。他方、入札ラッシュや足利銀行の一時国有化決定等の大きなイベントを債券市場、株式市場は混乱なく消化してきた。特に、足利銀行の一時国有化決定後に心配されていた金融システム全体への不安の高まりや、りそな銀行処理以降のモラルハザード相場の修正に伴う市況への悪影響もほとんど見られなかった。大手行は、自己資本の維持、格上げ、資金繰りの改善傾向が見られ、資金を取り急ぐ必要もなくなり、年度末越えオペの金利も一段と低くなっている。先程述べた景況感及び足許の短期金融市場動向を勘案すれば、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、当預ターゲットの上限が30兆円から32兆円に引き上げられたものの、実際の当預残高の平均が30兆円程度になるように調節が行われている。これに対して、予想外の資金需要の振れに対応できるという意味で、市場参加者に安心感が広まっているという話を聞くので、是非、現状の調節スタンスを維持して頂きたいと思っている。

ここで、何人かの委員から既に指摘されているが、資産担保証券買入れスキームの見直しについて、少し述べておきたいと思う。今年6月11日に公表した「資産担保証券買入スキームの骨子」には、「必要に応じて見直すこととする」とあるので、見直しを適宜適切に進めることに異を唱えるものではないし、見直しに当たっては、証券化市場フォーラム等に寄せられる市場のニーズを汲み取ることが必要なことは言うまでもない。しかし、現行スキーム導入時の考え方の基本線は、しっかりと守ってもらいたいと思う。そして、条件の見直しが、外から見てもそのように評価でき

るものにして頂きたいと思う。中央銀行が民間の信用リスクを直接負担することは異例であり、この方策がどのように解釈されるかについては常に気に掛けておくべきだと思う。出されている検討項目のうち、特に正常先要件の緩和が気になっている。現行では、貸出債権が裏付資産の場合、信用度に関するダブルB格以上であるという条件と、裏付資産に関する正常先要件が付されている。このように二つの条件を付けたのは、揺籃期の市場においては、リスク・リターン分析に基づく適正な価格設定が難しいという判断があったからである。実際CLOの場合、ダブルB格は昨年、一昨年で一件ずつしか組成されていない。このような状況で、証券化の組成方法と格付けだけで対処して問題ないとは言えないと思う。しかも、ダブルB格の資産担保証券はリスクが高く、買い入れた債権の元本が一定程度毀損する可能性が極めて高いものである。ここで正常先要件を緩和すれば、負担する信用リスクの変動がより大きくなる可能性がある。裏付け資産に関する条件、信用度に関する条件の二つがまだ必要な状況であると思っている。

最後に、銀行券、ベースマネー、マネーサプライの伸び率が低くなって人々の関心が再び集まるようになってきている。マネーサプライについては皆さんがおっしゃったとおりであるので、私はベースマネーをコントロールすることについて一言述べておきたいと思う。銀行券残高と名目GDPとの間には長期的には安定的な関係が見られるが、現在は長期的な比率に比べればかなり高い比率で銀行券を非金融部門が保有している。それが今後、長期的なトレンドに戻っていくのかどうかは、銀行券がどの程度取引動機に使われ続けるのかに関わってくるので定かではないが、どちらかと言えば銀行券節約型になると思われるので、長期的な関係ももっと低くなる可能性がある。従って、景気回復が本物になって、金利が銀行券を預金と交換するコスト以上に上昇していくと、そして金融システム不安が発生する惧れが減っていくと、銀行券に対する需要は小さくなると考えられる。現在その兆候が現われ始めていると思っている。ベースマネーの7割を占める銀行券のコントロールは日本銀行にはできない。そしてベースマネーをコントロールしようとした場合には、それを一定に保てたとしても、当座

預金は民間非金融部門の日本銀行券需要の低下に対応して増大し続けることになるので、何らかの定常状態に戻るまで景気回復に合わせて金融緩和を強化し続けることになる。しかもその緩和度合いは日本銀行が決められないということになる。ベースマネーをコントロールできるかどうかという問題もあるが、それができたとしても平常時に戻るまではベースマネーを政策目標にすることは危うい政策になりかねないと思っている。以上である。

福井議長

田谷委員。

田谷委員

金融経済情勢は改善してきている。政策運営としては現状維持することにしたと思う。多くの金融機関は年末越え資金の手当に目途をつけ、足許のマネーマーケットは資金余剰感の強い状況にある。吸収オペに対する応札倍率はかなり高くなっているし、短国レートなどは相当低くなっている。それでも長めのオペを打つことで、当預残高目標は維持されている。ただ、このところ大手行に対する市場の評価が回復してきており、外銀などからのクレジット・ラインが広がってきているのではないかとの観測がある。もし、今後、大手行の市場資金調達が容易になったり、円投による外債投資、そしてそれによる為替ヘッジ・ニーズが低下したりすると、大手行自体はもとより、外銀の日銀当預に対する需要が低下する可能性があるように思う。この点は今後の動向を注意したいと思う。企業金融に関する環境は改善する方向にあるようである。金融機関の貸出態度は緩む方向にあるし、社債、CPの発行環境も良好な状態が続いている。もっとも、景気回復に伴う資金需要はあったにしてもマージナルなものにとどまっておき、民間資金調達が全体として増える状況にはまだ達していないと考えられる。そうしたもとでも、我々としては、金融市場、金融システムの安定を確保して金融機関のリスクテイクを促進したり、金融資本市場の活性化に繋がる施策がないかを考え続けることは必要と思う。

最後に、ほとんどの委員の方がお触れになられたが、ABSの買入基準については、これまでの我々自身の経験と証券化フォーラムでの議論を踏まえて見直していくということで良いと思う。先程中原委員がおっしゃられた、その見直しの視点というのは非常に大事だと思う。その1兆円という金額が大きいか小さいかという判断は別にして、やはり適格玉を拡大するという視点がかかり大事だという点はおっしゃられるとおりでであると思う。以上である。

福井議長

伺ったところ、この次の政策決定会合までの金融市場の調節方針について、皆様のご意見は現状維持、27兆～32兆円、この枠で適切に運営していくということで異議がなかったように受け止めさせて頂いた。その背後の事情としては、まず経済実態そのものが概ね我々の展望レポート、標準シナリオに沿った動きを示していると思うし、年末を控えているが、金融・為替市場の方も金融市場、特に短期金融市場は非常に落ち着いている。足利銀行ショック後の即日オペが適切との評価もあったと思う。それ以外の金融市場、株式市場、為替市場あるいは債券市場は少し振れを伴った動きを示しているが、そうした市場の振れが経済実態に対して、今直ちに特段の影響を及ぼしているとは認められない。従って、その面から政策的な対応を要するものではない。その点についてはリスク要因として引き続き注視していく。こういう判断が示されたのではないかと思う。なお、年末は決して安心することなく、色々な事をよく注意深く最後まで市場の状況をモニターして、適切かつ機動的なオペをやって欲しいということである。さらに言えば、市場のセンチメントとしては、潜在的になお日本の金融システムに対する不安感に関してセンシティブな状況が続いているので、よく注意するよという話があった。全般に経済・金融の情勢が少しずつ良くなり、そして不良債権問題の解決という点で先行している大手の銀行などについては、通常資金繰り展開の目途が少しずつついてきている。今後のことを考えると、我々が供給していく狭義の流動性、つまり日銀当座預金残高が適切か、必要かつ十分か、その辺の判断が、実体的な側面と、

望ましい経済物価情勢を実現していくためのマクロ的な分析からのアプローチだとどうか、様々な角度からさらに考え方を詰めていく必要がある。

もう一つ、資産担保証券の買入基準について、今日は多くの委員から見直しの検討をしてはどうかというサジェスションがあった。昨日執行部から報告があったとおり、買い入れ実施後の経験、市場関係者の声など、かなり参考材料が出てきていると思うので、私自身も見直しの余地がないか検討することが適当だと思っている。もとより、1兆円の枠を何が何でも達成するという観点は論外だということであって、あくまで長期的により良き市場の機能というものを整備していくという観点から必要な見直しを行っていく。そういう視点からのアプローチが適切だと思っている。こうした点を議長として執行部に指示したいと思う。そういう指示を行うことについて、対外的にも公表しておくのが良いのではないかと思うが、この点についてご異議がないかどうかを確認したい。宜しいか。ご異論がなければ、後程公表文を決定し、対外的に明らかにしたい。執行部において公表文の案を用意するようお願いしたい。以上、二つの点についてさらに意見あればどうぞ。

それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。石井財務副大臣、宜しくお願いする。

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。

こうした状況の中、政府としては、これまでの「改革断行予算」という基本路線を継続し、構造改革を一層推進し、活力ある経済社会と持続的な財政構造の構築を図るべく、平成16年度予算編成を行うこととしている。

景気が持ち直している中、依然としてデフレが継続している。デフレは、それが緩やかなものであったとしても、長く続くことで、人々のデフレ心理を深刻化・定着化させることにより、デフレの克服を一層困難にするものとする。

日銀におかれては、これまでもデフレの克服に向けた金融政策運営を行ってこられたが、デフレ心理の転換に繋がるように働きかけるにはどの

ようにしたらよいかという観点からも、一段と工夫を講じられないかさらなる検討を進め、実効性のある金融政策を実施して頂きたいと考えている。

また、今後とも、金利や為替の動向を含め、経済・市場動向について十分注視しながら、我が国金融システムの安定を確保すべく、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、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も、弾力的な対応をお願いしたい。

福井議長

有り難うございます。中城内閣府政策統括官、お願いします。

中城内閣府政策統括官

景気の基調判断は、18日に予定している月例経済報告等関係閣僚会議において報告されるが、景気は持ち直している。

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、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・日本銀行は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見られるとしている。

また、12月5日には、改革断行予算を継続するとの方針を示した「平成16年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。さらに、「平成16年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」の策定及び「改革と展望」の改定を行うこととしている。

政府は、12月1日、金融危機を未然に防ぐため、足利銀行の特別危機管理を開始するとともに、同行が業務を行っている地域の金融及び経済の安定に万全を期すこととした。政府としては、今後とも、金融システム安定確保に万全の対応をとっていく。

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って頂きたい。また、現在の情勢を踏まえた物価の安定を巡る諸問題も含め、金融政策運営の基本的枠組みの検討を進め、2005年度のデフレ克服を目指す観点から、さらに実効性ある金融政策運営を行うことを期待する。

福井議長

ただ今の政府のご見解、ご意見に対し、委員の方からご意見があったらどうぞ。宜しいか。有り難うございました。

では、次に議案の取り纏め、採決に入りたいと思う。金融市場調節方針であるが、議長として金融市場調節方針の現状維持に関する議案の提出をしたいと思う。調節方針に関して、他に議案の提出者はいらっしゃるか。宜しいか。では、執行部から調節方針についての議長案を配って欲しい。

[事務局より議案配付]

福井議長

読み上げて欲しい。

櫛田企画室参事役

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12月16日、日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（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。」。

福井議長

それでは採決に移る。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。

[政府からの出席者入室]

それでは、ただ今可決されたところに従って白川理事と金融市場局長に申し上げるが、先程定められた方針に則って弾力的な調節に努めて頂きたい。年末を控えて安心をしないようお願いしたい。宜しく願います。

次に、資産担保証券の買入基準見直しの検討についての決定である。議長指示について公表文を決定したいと思う。公表文案をお願いします。

前原企画室審議役

それでは、公表文を読み上げる。「2003年12月16日。日本銀行。資産担保証券の買入基準見直しの検討。1. 資産担保証券市場の発展は、信用仲介機能の向上を通じて経済の持続的成長に貢献するとともに、金融緩和効果の浸透を図る上でも意義がある。このような認識の下、日本銀行では、同市場の長期的な発展に貢献するという観点に立って、市場の基盤整備に向けた市場参加者の様々な努力を支援している。2. 日本銀行による資産担保証券の買入れも、そうした支援の一環である。日本銀行は、制度発足時に、資産担保証券市場の発展の状況や日本銀行の財務の健全性等を勘案しつつ、買入基準の見直しを行っていく用意があることを明らかにしている。今回の政策委員会・金融政策決定会合では、執行部より、資産担保証券市場の動向や日本銀行による買入れの実績に加え、日本銀行の主催する証券化市場フォーラムで出された市場関係者の意見が報告された。委員からは、実際の買入れの経験を踏まえて、見直しの余地があるかどうかについて検討を要請する意見が出された。3. これを受けて議長は、本件について検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう、執行部に指示した。以上。」。

福井議長

如何か。この文章について特に異議はないか。では採決を行う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。

V. 金融経済月報の検討

福井議長

次に、金融経済月報の基本的見解の決定に入りたい。基本的見解の文章については、先程説明を聞いた訳だが、この文章を改めてご覧頂きたい。今日の議論の結果も含めてこれで良いかどうか、ご意見があれば是非おっしゃって頂きたい。宜しいか。では採決を行う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。ただ今の基本的見解については、即日公表である。本日の 15 時公表予定である。また、この月報の背景説明であるが、必要に応じて執行部で修文を施したうえで、17 日水曜日 14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨（10/31 日開催分、11/20～21 日開催分）の承認

福井議長

次に、議事要旨 10 月 31 日開催分、それから 11 月 20、21 日開催分両方の承認である。配付済みであるがお読み頂けたか。もし、ご異議があれば

おっしゃって欲しい。では、これについても採決をしたい。

[金融政策決定会合議事要旨（10月31日開催分）に関し
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

[金融政策決定会合議事要旨（11月20、21日開催分）に関し
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。いずれも賛成 9、全員一致である。

福井議長

10月31日分、11月20、21日分両方とも全員一致で可決した。これらの議事要旨は今週金曜日19日14時に対外公表の予定である。

VII. 2004年1月～6月の金融政策決定会合開催予定日等の承認

福井議長

明年1月～6月の金融政策決定会合開催予定日の承認を頂きたい。ご異議はないか。では採決をお願いする。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁
武藤副総裁
岩田副総裁
植田審議委員
田谷審議委員
須田審議委員
中原審議委員
春審議委員
福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決した。この件は、本日の会合終了後速やかに公表する。

VIII. 閉会

福井議長

今日の議題は全て終了した。次回は年明け 1 月 19、20 日の二日間を予定している。宜しく願います。いつも申し上げているが、決定会合における議論の内容は、ご自身のご発言も含めて厳に出席者限りということである。議事要旨、議事録と一定のルールに沿って開示する取扱いとなっているのでご確認頂きたい。決定会合への信用を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様方全て厳正な機密管理をお願いしたい。なお、植田委員からもお話があったが、今日の政策決定会合は 100 回目である。臨時会合がこの春あり、あれを入れると 101 回だが、定例会合としては 100 回目。議長としては、これをセレブレートして乾杯の提案をしたかったが、デフレ脱却までまだ距離が残っているので、今日のところは思いとどまらせて頂いた。私の気持ちだけ汲んで頂ければと思う。それでは今日の会合はこれで閉会としたい。

(午前 11 時 19 分閉会)

以 上