

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年10月12日（14:00～15:51）

10月13日（9:00～11:56）

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	石井道遠	大臣官房総括審議官（12日）
	上田 勇	財務副大臣（13日）
内閣府	浜野 潤	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
企画局長	山口廣秀
企画局審議役	前原康宏
企画局企画役	内田眞一
企画局企画役	山岡浩巳
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
政策委員会室企画役	村上憲司
企画局企画役	加藤 毅
企画局企画役	神山一成

## I. 開会

福井議長

それでは政策決定会合を開催したいと思う。

(午後 2 時開会)

今日と明日の二日間であるが、今日は金融経済情勢に関する執行部の説明を伺って討議をしたいと思う。明日は、金融経済情勢に関する討議、それから金融政策運営に関する討議を中心に予定している。政府の方から、本日、財務省石井総括審議官にお越し頂いた。有り難うございます。内閣府の方から、浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しく願います。いつも申し上げているが、会合の中での発言は全て記録させて頂く。委員及び政府出席者の方々は、そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。

## II. 金融経済動向についての執行部からの報告

福井議長

早速、金融経済情勢に関する執行部説明に移る。各説明毎に若干の質疑応答の時間を設けたいと思う。最初は金融調節、金融・為替市場の動向について、白川理事、中曾金融市場局長から願います。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の追加資料 1、2 に沿ってご説明をいつものようにしたいと思う。まず、図表 1-1 である。前回決定会合以降 9 月期末を挟んだ金融調節だが、日銀当座預金の残高については、引き続き基本的に資金需給をある程度反映した調節運営を行って、結局期末日であるが、35 兆 700 億円とターゲットの上限で着地した。前回決定会合の時に 34 兆円台前半で着地という見通しを述べたけれども、下旬に掛けて、銀行券は当初想定した程は出なかったもので、その分当座預金残高が上振れした。この間、

短期金融市場は概ね落ち着いて推移していて、オーバーナイトコールレートなのだが、期末日こそ5/1,000%と若干強含んだけれども、それ以外はほぼ1/1,000%で推移している。今年の中間期末は、補完貸付の実行もゼロであった。期明け後も総じて落ち着いた地合いが続いていて、先週UFJが刑事告発を受けた後も短期金融市場では想定を超えるような大きな影響は今のところ生じていない。それから、図表1-2、当座預金の保有状況をご覧頂くと、都銀が足許で18兆円近くまで増加している。これは一部の都銀だが、レピュテーション・リスクに配慮して相当保守的な資金繰りを行って手許を厚くしていることが主因である。次に図表1-3、期末日を挟む金利の動きをご覧頂く。2.のグラフが示すオーバーナイトコールだが、期末の跳ね上がりは先程も申し上げたように5/1,000%ということで、去年の13/1,000%に比べると小幅にとどまっている。一方、レポ・レートなのだが、こちらは少し動きがあった。レポ・レートのグラフにお示しするように、9月の下旬に掛けては1bp位でやや高めに推移して、その後いわゆる末初のレートなのだが、110/1,000%、+0.11%とほぼ去年の9月末の水準まで上昇した。レポ・レートは普通、最近では5/1,000%を下回ることが多いので、この+0.11%というのはかなり高いと言える。なぜ上昇幅が割合大きかったかと言うと、期末に掛けて債券相場が上昇していた。これを捉えて、銀行などの投資家が益出しの債券売却を行ったところである。このため、証券会社の在庫が積み上がり、彼らの在庫ファイナンスの場であるレポ市場での調達が高んだからである。それから、保守的な資金繰りをしている一部の都銀がレポ市場への放出をやや手控えた、そういった出し手サイドの要因も寄与したというふうにもみている。ただ、レポ・レートがこれ位まで上昇すると、都銀の資金放出も促がされる。また後で申し上げるが、日本銀行の期末資金の供給オペもあって、その後レポ・レートは急速に低下をしていて、足許では3/1,000%と落ち着きを取り戻している。図表1-4で、資金需給の動向をご覧頂く。前月9月なのだが、資金不足が-4.3兆円であった。当初、-5.7兆円位の不足を見込んでいたので、不足幅がやや縮小したことになる。9月中は、満期を迎え

る郵貯定額貯金の払い戻し、こちらに充てる銀行券のニーズがあって、そして実際に相当額払い出された訳なのだが、それが当初の予想よりは大きくなかった分余剰に振れた訳である。その銀行券なのだが、11月に改刷を控えているので予測がやや難しくなっている。当月10月は、曜日構成の点から本来は発行超になるところなのだが、1984年の改刷時の時と同様、改刷の前の月には銀行券の引き出しが恐らく手控えられるだろうというふうに読んでいた。そこで、8日時点の数字は+0.4兆円になっているけれども、恐らく月を通して+0.3兆円、3,000億円程度の還収超というふうに今のところ予測している。次に、図表1-5、最近のオペの結果である。期末を挟んでのオペの状況だが、期末に掛けては先程申し上げたように証券会社の在庫ファイナンスが膨らんだためレポ・レートが上昇した。そこで、証券会社などの期末資金需要を充足するために、国債買現先オペを活用している。具体的には、国債買現先オペの欄の、9月22日と27日のオファーフ分をご覧頂くとお分かりになるように、この現先オペ、普通は2か月程度のタームで行うのだが、この両日については期末資金に的を絞って供給するため、10月中旬のエンドを迎える2Wとか3Wとか極く足の短いものとした。オペ結果なのだが、調達ニーズの強さを映じて平均落札レートは1bpを超えるところまで上昇している。さらに28日なのだが——一番上から二番目の欄になる——全店手形買入オペを、これもまた全店オペとしては非常に、異例に短い2Wという短めのタームで実施した。これで証券会社の他、地銀も含めたオペ先の残っている期末資金需要を満たそうと考えた訳だが、落札レートの分布など、あるいは応札結果から見て、自分達としてはこの時点で期末資金のニーズはほぼ充足されたというふうに判断した。この結果、短期金融市場は概ね平穩に過ぎて、期明け後のオペレートは現先で1/1,000%、それから手形だと2/1,000%と、速やかに低下してきている。今後の調節上の焦点は、12月の頭になる。ここは税揚げによる資金不足が極めて深くなるタイミングであって、ここへ向けても今後ある程度コンスタントに供給オペを実施していく必要がある状況である。期明け後の資金余剰感は非常に強く、今日オファーフをした

国債買現先は因みに札割れしている。次に図表 1-6 なのだが、まず ABCP の買入オペについて見ると、前回決定会合以降は 9 月 22 日と 10 月 8 日、二度買い入れを実施している。適格玉は相応にあるのだが、クレジット物への選好を強めている最終投資家にはまってしまう玉が結構多いので、このところどうもオペへの入り具合はやや良くないなという感じを持っている。それから 28 日にこの 3. でお示しするように、国債補完供給制度を導入後初めて発動した。これは期末を控えて全般に市場で玉が動きにくくなっている中で、超長期債の特定銘柄、62 回だけけれども、こちらの決済が困難になったことから、この銘柄について 3 社からの借入希望があったことに対応したものである。期間上限利回り -1% を若干下回るレートで 24 億円が落札されている。これらの国債は、翌日には日本銀行が買い戻していて、ロール・オーバーは行われていない。続いて図表 1-8 をご覧頂いて、ABCP の買入適格プログラムなのだが、前回決定会合以降 2 件増えて 13 件になっている。続いて、金融・為替市場の動向である。図表 2-1 (2) の表で、まずターム物のレートについて短国レートをご覧頂くと、9 月中ジリジリ下げてきていて、特に期明け後は銀行の購入ニーズが強い 3M の FB を中心に一段と購入姿勢が強まっているので、金利の方は下げ足を早めていて、FB の 3 か月なのだが足許では 2/1,000% というところまで低下してきている。図表 2-2 である。円転コストのマイナス幅は、このところ縮小傾向が持続しているようである。それから金先カーブなのだが、足許は黒い太線で示しているところであって、前回の破線の、決定会合の時の破線のところから幾分低下している。景気の先行きに対する見方が慎重化している、市場の想定する量的緩和の解除時期のタイミングが幾分遠のいたことを示唆しているというふうに考えられるところである。長期金利、図表 2-3 である。長期金利は、マクロ景気指標に敏感に反応する状態が続いている。前回決定会合以降は、例えば機械受注であるとか第 2 四半期 GDP の二次速報、いずれも市場の予想を下回ったということから、10 年債なのだが、一旦は 9 月末に 1.4% 位まで低下している。ただ期明け後、10 月 1 日は短観が公表されて、ここで過度の悲

観論が後退して1.5%台の後半まで一回は反発をしたところなのだが、本日はまた先週末の雇用統計が予想値を下回ったということで、米国債利回りが低下している。それから株が下げている。これでまた1.5%を10年債は切っている。行ったり来たりと景気指標にいちいち反応する状態が続いている。ただ、インプライド・ボラティリティをご覧頂くと、相変わらず低い状態が続いていて、当面、金利の大きな変動を見込む先は少ない。変動幅としては小さい変動を見込む先が多いということが現われていると思う。イールド・カーブ、図表2-4(2)をご覧頂くと、前回決定会合以降、超長期ゾーンの方がやや下げ渋っているが、その他は全ゾーンで低下している。特に真ん中辺り、中期ゾーンの低下には恐らく期明け後に銀行が改めて買いに出ている、そういったことも寄与しているのではないかと思っている。図表2-5、スプレッドは大きな変化はないので飛ばして頂く。図表2-6、(1)のグラフは債券市場の参加者が注目する利回り変動要因である。ここで示すように足許ではまた濃いグレーで表わされている景気動向に対する注目度が増している。次に図表2-7、社債スプレッド、クレジット市場の動きに参る。クレジット市場の方は相変わらず投資意欲は根強いものがあって、ここで示している社債流通利回りの対国債スプレッド、それから(2)のCDSのプレミアム、いずれもタイトな状態が続いているというふうに見ている。基本的な背景としては、企業収益が好調である、これによって財務内容が改善している、さらにこれを受けて、企業の格付けが引き続き引き上げ基調が続いていると、そういった要因を指摘できると思っている。図表2-8、銀行債のスプレッドもタイトなまま概ね横這いで推移している。基本的には大手銀行の統合構想の進展であるとか、あるいは一部の銀行の公的資金の返済計画の発表、こういったものが金融システム全体の安定化にさらに寄与するというふうに見られていて、市場ではポジティブに評価されているようである。次に図表2-9、株式相場である。株価についても、景気指標にかなり敏感になっているなという感じがする。株価の前回決定会合以降の動きを概観すると、下がった後上がってと、一言で言えばこういうことになると思う。9月下旬に掛

けて日経平均が 11,000 円を切るところまで低下した要因としては、海外要因、国内要因とあって、海外要因としては原油高を映じた米株安、それから国内要因では、この間、機械受注であるとかGDPの二次速報が予想比いずれも下振れたということ了指摘できると思う。期明け後以降、今度株価は反発してきていたのだが、これはアメリカのIT株価の回復を映じた主として米株価の上昇、それから短観公表後は我が国に対する過度の悲観的な見方が後退したという点で、これも内外両要因が指摘できるように思う。ただ本日については、先週末の米国雇用統計の影響から、今日は輸出、半導体株を中心に150円位下落をしている。そういう意味で、株価の当面の行方を左右する要因としては、マクロの景気指標はもとよりなのだが、ITセクターの株価動向、それから原油の価格の動向というのが大きな要因になろうかと思っている。足許原油の方はかなり価格が高騰しているのだが、全体としては株価は、下支えられている。下落幅はそんなに大きくなる。これは(3)のNASDAQに示されているように、背景としてはこのところのアメリカのITセクターの株価上昇が恐らく背景の一つであろうというふうに思っている。そのITセクターなのだが、7月の初めから8月に掛けて大きく下落したのだが、アメリカではその後足許までの反発でほぼ下落分を取り戻している状態である。日本のIT株については、アメリカ程下落しなかったのだが、下落幅をまだ取り戻すには至っていない、上昇分としてはそんなに大きくない状態だ。ただ、日米のIT関連株価の今後の回復持続力といったものは本物なのかどうか、これが今後とも続いていくのかどうか、それを判断する材料は今のところまだ不十分である。その意味で、今週以降本格化する米国企業の第2四半期決算発表、業績見通し、この辺が大きな要因として注目されているようである。そのうちの大きなものとしてインテルの決算発表が今晚予定されている。主体別の売買動向を次に図表2-10でご覧頂くと、海外投資家の動きなのだが、9月中は3週連続でマイナスになっているが、最終週は買い越しに転じている。しかし、(2)に示すようにグローバル投資家はこここのところややリスクテイク姿勢が慎重化しているようである。つまり、このグ

ラフをご覧頂くとお分かりになるように、キャッシュ・ポジションが積み上がっていて、若干、短観後、対日株式投資復調の兆しもあるのだが、その持続性についてはもう少し見極めていく必要があるというふうに思っている。国内投資家について、投信をご覧頂きたいのだが、投信は9月中も買い越し基調が続いていて、単月で見ると7月、8月、9月とプラスになっている。恐らく一つの要因としては、銀行の窓販なども寄与しているのではないかと見ている。図表2-11、銀行株なのだが、9月以降は方向としては持ち直し傾向である。UFJの刑事告発の影響、それから今日辺りについてはダイエーの再建問題の影響でUFJの株は下がっているけれども今のところは1%程度、銀行セクター全体への影響も限定的のようである。最後に為替相場の動きである。図表2-12であるが、為替相場については、今年の夏場以降レンジ相場が続いていて、(1)のドル/円についてはこのところ108円ないし112円の範囲での変動にとどまっている。前回決定会合以降の動きについては図表2-13をご覧頂きたいのだが、(1)の黒い太線がドル/円である。9月中旬位までは揉み合っている。ただその後、足許に掛けてはやや円安・ドル高方向に振れた経緯がある。その後、雇用統計の影響からまた足許ではドル安に振れて、今は109円台というふうになっている。ここでも、為替相場に原油高の影響が出ている。原油高の為替相場への影響についてなのだが、市場の方では、原油高は円安材料と見ている。そのロジックなのだが、原油高は日本よりもエネルギー効率の悪いアジア周辺諸国の経済にまず打撃を与える。それで日本経済にとっても間接的に悪影響を与えるのではないか、こういったロジックのようである。一方(2)のユーロについてなのだが、これは3主要通貨の中では相対的に、あるいは消去法的にと言っても良いのかもしれないが、原油高に強いとされているので、このグラフに示すように対ドルで9月初来ギリギリと強含んできているところである。原油高の影響については図表2-14なのだが、これによって改めていわゆる資源国通貨、あるいは高金利通貨に注目度が増している。最近では特にニュージーランドドル、あるいはカナダドルがドルに対して上げ足を早めているような状況である。



ただ、図表 2-15、最後のページでお示しするように、基本的には円を含む主要通貨の為替相場はレンジ取引かなという感じがしている。IMMのポジションをご覧頂いても、大きくポジションを造成する動きは見られない。相場変動がない、少ないため、ヘッジファンドの中にはこのところいわゆるオプション・プレミアムを稼ぐことを目的に、積極的にオプションを売っている向きもあるようだ。このため、オプションの例えばストライクプライスに相場が近付いてくると、接近すると、これを防ごうとする取引も行われていて、これが結果的に最近のレンジ相場の様相を強めている一因にもなっているようである。以上のように、金融・為替市場なのだが、短期金融市場では期末にレポ・レートが一時的に強含んだけれども、総じて平穏に推移している。一方、債券、株、外為、各金融市場とも新たなポジションを大きく傾ける動きは依然見られない。レンジ相場から脱却する材料と機会を見出しきれないでいる状況である。このため、引き続き各種景気指標、あるいは企業業績、原油価格の動向に注目、反応しながら方向感を探る展開が暫くは続くのではないかとみている。私からは以上である。

福井議長

ご質問等ありましたらどうぞ。

須田委員

一つ質問がある。いわゆる品貸しの件なのだが、3社が必要だと言って申し込みを行ったが、実際には応札したのは2社であったというその辺りの事情について、実際はどういうかたちだったのか、もう少し具体的に教えて欲しい。

中曾金融市場局長

我々が把握している限りは、最終投資家へ、証券会社1社が元々短資1社を経由して債券を売却することになっていたのだが、ショートに振っていた部分というのが、玉がなくなってしまったが故に、最終的に期末に掛

けて調達ができなくなった。従って、元々2社は関係していたと思う。もう1社は、この同じ銘柄の不足感があったのだと思う。申し込みがあったのはその3社である。結局その3社のうち、我々が把握している限りは2社応札してきた、それは関係者の2社である。もう1社は恐らく自力で何とかしたのか、あるいは他で調達ができたのか、そういった経緯であろうかなというふうに思っている。いずれにしても、我々は原則として3社から1銘柄につき申し込みがあった場合にはこれに応じるということになっているし、我々の判断としては、特定銘柄に関する流動性というのが今申し上げたような意味で非常に小さくなっていたので、これは市場の円滑な機能、それから国債市場の流動性の向上、そういった制度の目的からしてオファーしても良いのではないかというふうに考えた次第である。

須田委員

あともう一点、別のことだが、レポのレートが上昇し、そしてその上昇があったからある程度市場取引もでき、その関連で短期市場でタム物の取引が少し増えたというようなニュースもあったのだが、その点についてはどうか。

中曾金融市場局長

あまりその辺は感じていない。相変わらず1か月を超えるような部分というのは、日本銀行のオペをこれだけやっているのでも、そこで彼らの調達は充足している感じがある。それから1か月未満のところも、我々も期越えの物がどの位できるのかなというのを特に期末に掛けては注意していたのだが、特段そこが増えたような形跡は見取れなかった。

福井議長

他に宜しいか。

#### 福間委員

為替相場に関連して、先週バーナンキとかボルカーとかグリーンSPANが、それとなく触れている。この経常赤字はアンサステイナブルであると。改めてそういうことを言ったのは何かのメッセージか。ドル高政策がトーンダウンしたとは思わないけれども、なぜ3人も口を揃えて先週言ったのかが気になる。あれはどこであったか。セントルイスか。

#### 白川理事

セントルイスである。あのコンファレンス自体は1979年の金利引き上げを記念した25周年行事である。言っていること自体はこれまで言っていることである。たまたまその時期にコンファレンスがあったということではあると思うけれども。

#### 中曾金融市場局長

図表2-15の、今回は言及しなかったけれども、リスクリバーサルをご覧頂くと、相変わらずプット・オーバーである。だから、目先で色々な景気指標で振れるのは確かにあるが、底流としてはやはりインバランスの問題というのが、特にここで示すリスクリバーサルは1か月なのだが、もう少し期間の長いものを見るともう少しマイナスの幅が深いので、ドル安要因として常にマーケットの人達の意識の底にあると、そういうことではないかと思うのだが。

#### 福間委員

あまり触れてくれなくても良いのだが。はい、分かった。

#### 中原委員

先程のターム物だが、実際のプレイヤーというのは数としては非常に限定されているのか。多少の市場取引があるけれども、銀行の資金繰りそのものが日銀のオペに合わせて、あるいはそれを予想しながら行われている

という気がするのだが、どちらが卵でどちらが鶏なのか。

中曽金融市場局長

基本的には、今の感じを見ているとBOJのオペがギブンになっている。

中原委員

それは非常に短いウィーク位のところでもそうなのか。

中曽金融市場局長

極く極く短いところではどうなのだろうか。基本的に長いところではそういう世界になっている。

中原委員

例えば先程の期末越えの2週間など、ああいうのは放っておいたらどういうことになるのか。

中曽金融市場局長

多分、レポ市場で一生懸命調達をしようとしたのだと思う。あの期末の動きというのは本当に一日位の動きなのだが、期末日の午後に掛けてはレポ・レートは低下してきている。期末越えそのものができる日の午後になると大分落ちてきているので、恐らく供給オペがなくてもレポ市場でのレート低下を予測ができたのではないか。ただその場合は少しレートの的には高止まりする、そのピリオドというのが長くなったかもしれない。

福井議長

宜しいか。次は海外経済情勢、平野理事と堀井国際局長、お願いします。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは本日配布したお手許の資料、決定会合資料-3（参考計表）（追加分）をご参照頂きたい。図表1でアメリカの主要経済指標を確認したいと思う。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。全体として国内民間需要に支えられて景気拡大が続いている姿を示している。第3四半期のGDPについても、4%程度の成長というのが市場で予想されているところである。しかし、8月、9月の個別計数を見ていくと、先行きの拡大力の鈍化というものを示唆するものも見られているところである。家計支出から参る。こちらの方は比較的しっかりしている訳だが、3. 実質個人消費を見ると、月々の計数は天候不順などで振れているけれども、7、8月平均を第3四半期と見なして前期と比べると、この3Qの欄にあるように前期比+1.0%と比較的しっかりと増加となった。その後9月については、度重なるハリケーンの影響からかチェーンストアセールスなどが減少している一方で、自動車販売、この6. にあるが、この鉤カッコ内で示した業界速報ベースで見ても1,750万台と前月から増加しているところである。この自動車の増加については、旧モデルの在庫圧縮を企図したインセンティブの積み増しとか、それからハリケーンの影響とといったものが影響していると思われる。その下、8. 住宅着工であるが、8月には200万戸、近年のピークに近い水準を記録した。金利底入れに伴う駆け込み需要が押し上げていると思われる。この点は先程申し上げた自動車販売についても言えることかもしれない。企業投資に関して、9. 資本財受注を見ると、8月は前月比-0.8%と減少した。先月のこの席で、ここ数か月コンピュータ、電子機器などの最終財が減少しており、軽い在庫調整の可能性があると報告したけれども、8月には全体の受注の数字もマイナスになっている。ただ、表には載せていないが、資本財の出荷は引き続き増加している。また、建設投資はこのところ増加に転じていて、第3四半期の設備投資は企業収益の高さを背景に増加したと思われる訳である。供給サイドに移りたいと思う。11. ISMであ

るが、製造業、非製造業とも分岐点の 50 をかなり上回っており、業況改善を示しているが、そのスピードに関してはそれぞれスローダウンしている。それから、12. 鉱工業生産も均して見ると拡大テンポが幾分鈍化している。さらに、15. 雇用者数であるが、9 月は 96,000 人の増加にとどまった。業種別には、製造業と小売がともに減少している。8 月の計数も下方修正された結果、第 3 四半期平均はここにあるように 10 万人の増加にとどまった訳である。この間 14. 失業率であるが、9 月は +5.4% と前月から横這いになったが、内容的には労働力人口と就業者のいずれもが伸び悩んでいる。物価に関して、16. PPI、17. CPI とも、基調に変化は窺われない。図表 2 である。ユーロエリア、まず個人消費に関しては 8 月のバカンスの季節で、季節調整が荒れている可能性があって、どこまで実態かが判然としないが、3. 小売売上は前月比 1.3% 減少した。7、8 月を括って見ると、第 2 四半期と横這いにとどまっている。自動車販売も 2 か月連続で減少している。それから輸出に関しては 7. にあるように伸び悩んでいる。それから 8. ドイツの海外受注も停滞している。生産に関しても、11. の PMI は 50% をどうにか上回る水準を続けている訳ではあるが、その水準は切り下がってきている。また、6. に戻るが、ドイツの設備投資関連指標を見ても停滞している。この間、物価に関しては、14. 消費者物価がある。9 月に前年比 +2.2% と、前年猛暑の影響から上昇した食料品の裏が出て、上昇幅が縮まった訳である。このように、月々は食品とかエネルギー価格で振れているが、コアベースの前年比は、ここ 1 年以上に亘って +1.8% 程度を維持している訳である。図表 3-1、中国では固定資産投資の過熱抑制策の実施に伴って、5. にあるように前年比が徐々に低下している。表には載せていないが、累計ではなくて単月の前年比を計算すると、7 月には一旦 +32% にまで高まったが、8 月には再び +26% にまで——+26% で鈍化と言えるかどうか分からないが——一応鈍化している。マネーサプライや貸出の前年比も低下している。ただ、9. にあるように CPI 前年比は +5.3% にまで達している。こうした中、人民銀行ではマクロ的には引き続き抑制気味の政策が望ましいという認識を変えて

おらず、中国の他の政策当局と含めて経済のソフトランディングに向けて慎重に政策運営をしていると見られる。図表 3-2 をご覧頂いて、(2-1) 輸出である。N I E s、A S E A Nであるが、このうち韓国、台湾、香港、それからフィリピンといったところで、輸出の増勢が鈍化している。つれて、(3) の生産も頭打ちになっている。韓国について、図表 3-3 (5) で個人消費をご覧頂きたいのだが、個人消費も冴えない状況である。こうした情勢を背景に、韓国銀行は 8 月に金利の引き下げを実施した訳であるが、これに引き続き 9 月下旬には政府から減税による刺激策というのが実施されている。この間、韓国とタイを除く地域、国では個人消費はそこそこ底堅さを保っている。図表 3-3 (6) の物価であるが、エネルギー価格の上昇の直接、間接的影響、それから食料品の値上がりといったものから前年比上昇率が高まっている国が少なくない訳であって、そうしたもとでタイ中銀が 8 月に利上げしたのに続き、台湾でもこの程、利上げが実施された。図表 4 である。アメリカの金融指標を見ると、(2) 株価、引き続き原油価格の影響が色濃く出ている。極く最近では、原油価格の一段高を受けて頭重い展開となっている。その原油価格であるけれども、度重なるハリケーン襲来から、アメリカ南部ガルフ沿いの港湾施設と、それから製油設備の一部稼働停止が長引いているうえに、ナイジェリアでの政情不安、それからストライキといったものもあって、高値を追っている。しかし、(1) 長期金利などにはそのインフレ予想の高まりというものは見られない。長期金利は、発表される経済指標の強弱に反応して小浮動を続けている。先行きの金融政策に関する市場の予測は (5) F F 先物にもあるように、11 月の F O M C での 25bp の利上げはほぼ 100% 織り込まれている。12 月の 25bp の追加についてもある程度は織り込まれている。なお、リスク関連指標については低位安定で変化が見られない。さらに図表 5、欧州の金融指標を見てもほぼアメリカと同じような動きを辿っている。E C B の金融政策に関しては、年内金利据え置きという見方が大勢である。一方、B O E であるが、11 月に 25bp の追加利上げがあるという見方が市場では多い訳ではあるが、英国での昨今の住宅価格の騰勢鈍化、それから景

気のスローダウンといったものを受けて、利上げ観測は一時に比べると弱まっている。なお、エマージング市場に関しては、原油価格の上昇にもかかわらず、アメリカの金融政策に関する不透明感が薄らぐ中で、多くの国で対米国債スプレッドが縮小している昨今である。以上、世界経済全体として景気拡大が続いているけれども、成長をリードしてきたアメリカ、東アジアでその拡大テンポが幾分鈍化していて、さらに原油価格の世界経済に及ぼす悪影響のリスクも強まっているところである。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

岩田副総裁

宜しいか。アメリカの雇用なのだが事前予想が15万人と言われていて、ハリケーンがあっても10万人かなと言っていたのだが、それもまた下回ってしまったのだが、これは一時的だと考えて良いのか、それとももう10万人位、15万人はもう無理だというふうに考えた方が良いのか。

堀井国際局長

まだ結論は早いと思うが、ハリケーンの影響については統計発表当局から、「なにがしか押し下げた可能性はあるけれども然程でもないだろう」と、こういうコメントが出ている。従って96,000人プラス位がこの数字であるから、15万人位を一つのメルクマールに考えていきたいと思った訳であるから、それをかなり下回っている。しかも8月についても下方修正をしているということになると弱いなという感じがある。以前にも申し上げたかもしれないが、レイオフがどんどん増えているという訳ではない。レイオフ自体のグロスの数字は少ない。ところが新規求人と言うか、グロスでの求人も少ないと言うか、企業活動が止まっていると言うか、フリーズしているとはまでは言わないが、非常にコミットメントの弱い状況



が続いているということかと思う。

岩田副総裁

それとちょっと関係があるのだが、この図表4の先物金利なのだが、これは12月までで2%と読むべきなのか。つまり1回休みがあるというふうに考えるのか、それともそうではないのか。

堀井国際局長

一応11月の利上げというのは100%織り込まれていて、これは1月のところの数字が2.085%なのである。であるから12月のFOMCは14日であり、1月はFOMCはないので、この2.085%ということになると3割強の確率で12月もあるということかと思う。後はアナリストのアンケートなどを見ても20社中7社が12月もある。11月については20社中20社、こういう予想になっている。

中原委員

素朴な疑問なのだが、原油価格が上がって、理屈で言えば産油国の外貨収入は相当増えているはずであるし、あるいは一部、産油国のプロジェクトもかなり活発化しているという話もあるのだが、一方では原油価格の上昇というのはどちらかと言うと、マーケットのいわばポジション、インデックスが上がっているので、現実のものの動きに沿った外貨収入はまだまだそれ程ではないという見方もあるかもしれない。あるいはそこまでの材料がまだ出揃っていない、判断の材料が出揃っていないのかもしれないが、この辺をどう考えたら良いのか。ユーロがちょっと強めというのは、産油国の外貨のダイバーシフィケーションがユーロに向かっているという見方で良いのか、どうぞ覧になっているか。

堀井国際局長

外貨収入は既にかかなり上がっていると見ている。そのうちどれだけダイ

バシフィケーションに向かっているかどうかというのはちょっとよく分からない。色々な憶測はあるのだが、一方、中原委員がおっしゃったようなプロジェクト、これもやはり再開しているという話もある。とりわけサウジとイランという二つは国営でかなり設備をやるものだから——メジャーと言うよりも——ここで収入が上がってきてプロジェクトが動き始めたという話は聞いている。従って、ものに向かっているということかと思う。

#### 須田委員

原油価格の見方だが、日本の輸入価格はドバイの価格に近いという話を伺っている訳だが、スポットでどんどん価格が変化する中で長期契約のものがどの程度かという事も含め、そもそもの原油の価格変動が各国にどういう影響を与えているかという点について、ある程度分かるのか。

#### 堀井国際局長

ちょっと手許にないのだが、ただ勿論、1日の実需よりもWTIの1日のグロスの取引高の方が多いい訳であるから、しかもWTIの実際の、WTIだけの実需というのは一桁台のパーセントしかない訳であるから、そういう意味では市場は投機的なものというふうには言える。ただ、やはり引っ張られる部分はかなりあると思う。ガソリン価格は、オイルの通関に合わせてほぼ一定のマージンを乗せた位のところで決まっている——若干ラグがあるが——というふうに考えて良いと思う。今のオイルの騰勢、ベースから10、20ドル/バーレル上がっている訳だが、かなりの部分は实体经济に反映すると見ている。

#### 須田委員

あまり長期契約はないということか。

堀井国際局長

いや、長期契約はあるが、仕切りをリンクしているものもある。それからいわゆるオイル・バスケットで基本的に決めているとは言いながら、その後の実際の仕切りのところはかなりフレキシブルに動いているというふうに聞いている。

植田委員

アジアの輸出だが、多分日本も含めて第3四半期はおしなべてスローダウンしている。中国だけは今一つはっきりしない。これは世界全体でバランスを見ていった場合に、どこ向けの輸出がスローダウンしているのだとすればバランスが合うのか。アメリカは第3四半期だけを見ればそこそこの成長率で、中国はもう一つスローダウンしているかどうかははっきりしなくて。

平野理事

中国の輸入は落ちている。

植田委員

輸入が落ちているのと…。

平野理事

若干だが。数%の単位では。

植田委員

あれは年率、前年比だな。

平野理事

然り。これも前年比である。

堀井国際局長

世界的に I T の在庫調整が起こっている中で、その分はおしなべて落ちているということではないかと思う。出入りとも。

平野理事

植田委員がご指摘のように、アジアの輸出の落ち方というのは…。

植田委員

えらく急だなと。

平野理事

ちょっと気になる。これで思い出すのは 2000 年。I T が在庫調整と言われながらも落ちてきて、その先、最終需要はまだまだ堅いかなと思っていたところ、本格的な調整に至ってしまった。

植田委員

であるから他のところで、というのではなくてアジアの中の在庫調整で皆こう沈んでいくというようなのが一つある。

平野理事

それだけで判断して良いかどうかという部分があるが、7 月、8 月の数字は、ちょっと気になる。その先どうなるのかなということも含めて、確かに若干その内容を点検した方が良さそうな感じがする。ただ、アジアの方で話を聞くと、輸出の先行きについて、それ程心配しているという感じはない。勿論、アメリカがスローダウンすれば、あるいは中国がソフトランドすれば、それなりのインパクトはあるだろうが、それでどんどん輸出が沈み込んでいくという懸念を漏らす先は、この一連の国際会議の中ではあまりなかった。

岩田副総裁

アメリカ向けの輸出はやはり、情報IT関連がやはり落ちていることは落ちているのではないか。アジアからの輸出が。日本からの輸出もそうだと思うが。

堀井国際局長

そこは落ちていると思う。

岩田副総裁

ただ、アメリカ自身のITの活動指数と言うか、それはそんなには落ちていない。だが輸入の方には何か影響が出ているようだ。アジアと、日本も勿論ちょっとは影響を受けている。

田谷委員

一つ宜しいか。このような漠然とした質問をしても申し訳ないと思うのだが、アジアの物価情勢というのは随分このところ変わった。日本から見ると、台湾も随分変わって、中国も変わったし、香港も変わったし、色々なところで随分変わっているのだが、その理由についてどのようにお考えか。例えば、食品価格がかなり重要であり、それが上がっているというのが一つあると思う。あるいは、エネルギーを利用する際の効率がアジアは悪いので、エネルギー価格の上昇の影響をかなりまともに受けているというのは分かる。しかし、それにしてもデフレ状況からこの1年位で今ではちょっとインフレ的な状況になってしまっているが、どこがどのように日本と違うのかという点について、どういうふうにかえたら良いのだろうか。

堀井国際局長

一応、この図表3-3の(6)のグラフの中でコアがアベイラブルなものは書いてある訳だが、ご覧頂くと例えばタイである。タイは2003年中がコアが+0.1%だったのが、今+0.6%位まできている。それから台湾は

-0.6%だったのが+1.1%までコアがきている。韓国については+3.1%であり変わらない。それぞれのやはり需給ギャップの縮まり方を、そのコアのところは素直に表しているのかなという感じは持っている。ただ、そのうえにエネルギーと食品で何せもう3%位乗っているというところで、やはりそこは食品、それからエネルギー効率、田谷委員がおっしゃったが、効率の悪いところを含めてトータルのCPIに反映していると、今のところはそういう判断である。

田谷委員

中国の場合、食品価格があの上がるのは数字的にはちょうど良い。

堀井国際局長

然り。農村への所得移転という面があろう。

田谷委員

先程お聞きしたことで、耕地面積がかなり小さくなっており、その結果として価格が上がっている。だが一方、国際的な市況が非常に下がっている。例えばとうもろこしにしる大豆にしる、小麦はあまりそういうふうにいかないのかもしれないが、相当下がっている。この辺はどういうことか。輸入でもすれば随分そういうものも、そういう圧力も小さくなるのになど。であるから、ひょっとしてこれは何か意図的なところが少しあるのかなとも思うのだが、そのようなところはどうか。

堀井国際局長

基本的には輸入もしているし、逆に輸入が増え過ぎるのが困るというのも、例の過熱防止策の一つの狙い、背景にある気持ちなのであろう。エネルギー、食料の輸入依存度が高まることは中国の安全保障上の懸念という位置付けをしているから。であるから、値段があまり上がり過ぎるのも、勿論上がることによって都市から農村へのトランスファーもあるのだが、

足らなくなつて輸入になつてくるといふのは困つたものだと、政府は一方で考へている。値段自体の上がりについて、やはり干ばつ、それから南の方の雨、今年も日本もそうだったが台風も含めて、一応、世上言われているのはそういう要因が多い。根っこにはおっしゃつたような耕地面積の縮小と言ふか、工業地あるいはゴルフ場も含めてそういったものへの転用といたつたところがあるのだけれど、近年と言ふか、ここでの上がり方の原因となつてゐるのはそういう天候と思ふ。

#### 岩田副総裁

関連で香港なのだが、香港が5年7か月であつたか、デフレが続いたが、物価上昇率がプラスになつて、それは中国経済との統合というのもあると思ふが、ドルペッグがもっと厳格な訳である、香港の場合。アメリカがある意味でデフレ・リスク回避でかなり拡大的政策を採つて、ペッグしてゐる国は基本的にはアメリカと同じ位の拡大的政策を採ることになる自動的になる訳である。その金融的な要因と統合効果と、それをどういふふうにかへたら良いのかと前から思つてゐる。同じ時期に実はスイスが0.1%まで物価が下がつてしまつて…、-0.1%か、それでやはりプラスになつたので金利を上げた。+0.9%位まで物価が上昇した。時期的に偶然と考へるのか、それとも何らかの金融的なインパクトがあつたのかなと。

#### 堀井国際局長

ご質問の趣旨は流動性と物価の関係で、いつも言われるようにインフレもデフレも貨幣的現象であると、イン・ザ・ロングランでは。ただ、そのメカニズムは実際紐付けして行くのは非常に難しい。であるから香港についてもまさにそうであつて、カレンシー・ボードのもとに勿論ドルともペッグしてゐるのだが、中国の人民元ともペッグしてゐるから、現に起つたことは97年の統合を機としてバブルが起きて、とりわけ不動産バブルが起きて、それが崩壊して、それで資産デフレというものが起これると同時に中国からの安値品がどんどん入つてくるといふ情勢で、去年の場合

はSARSも追い討ちを掛けるということでデフレが深化して、ある意味では日本の90年代の動きをもっと時間を短くして激しく起こしたようなことが恐らく香港であったのだと思う。香港の人などに聞くと、そういうアジャストメントが不動産も含めて行き着いた。従ってデフレを脱却してきた、こういう言い方をされる。その限りにおいては流動性と物価の関係というのは、なかなか香港の当局の方から話が出てこない。

#### 平野理事

どちらが香港経済を持ち上げたのかという切り口で言えば、今の堀井国際局長の説明のように金融はそんなに身動きが取れないから、基本的には中国との経済統合による直接、間接の効果が大きかったということであろう。それから資産デフレについては、デフレによって調整が進んだ結果として底入れしたという部分がある。金融的要素について見ると、基本的にカレンシー・ボードであるので独自の金融政策はないのだが、たまたま香港がデフレであった時期にアメリカはずっと金利を下げてきて、そうするとパラレルに香港も下げてきた訳である。従って、金利のレベルは高いのだが、方向としては緩和的な方策を打つことができ、また、たまたまその時にドル安であったから、香港ドル安でもあるので、それもプラスに働いたという部分はあるのだろうと思う。しかし、より決定的な要素として大きいのはやはり中国との統合効果ということなのではないか。因みに今年になってからアメリカと合わせて香港も3回利上げを行っており、ボトムのも+2.5%から現在、政策金利は+3.25%になっており、全くパラレルに動いている、当然ではあるが。

#### 福井議長

宜しいか。それでは国内の経済情勢である。



### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではいつもの資料4の参考計表と、本日お配りしている追加図表、この二つを使ってご説明したいと思う。最初に、参考計表の図表1である。短観の業況判断は既にご存知のとおりだが、全体として申し上げますと、業況判断は引き続き改善基調にある。しかしながら、改善のテンポはこれまでと比べると少しゆっくりになっているという意味で、全体としては今の経済の状況を表わす動きであったと思っている。ただ、やや細かいことを申し上げますと、私共は実は製造業の大企業は今回、少し一服するかなと思っていた。特に電気機械辺りが悪化して一服と思っていたのだが、思いのほか電機辺りはむしろ、足許は少なくとも改善していたので、どちらかと言うと今回も製造業中心の改善という姿になった。この結果、レベルをご覧頂くと(1)製造業については、既にもう90年代以降のピーク2回はかなり上回っていた訳だが、前回、84~85年並みと申し上げていたのだが、これも上回って、レベルとしては大企業、中小企業ともかなりのところまできているという結果になっている。他方で、非製造業については引き続きいずれも改善している訳だが、レベルをご覧頂くとやはり、製造業に比べて見劣りがするという図式は変わっていない。なお、今回、製造業の大企業のところで先行きがかなり悪化していて、これが注目されていた訳だが、この点について申し上げますと確かに電気機械辺りが足許の改善よりも先行きの悪化が少し大きいとか、よく分からないがやはり、原油価格等々、不透明要因が大きいという実体的な要素もあるとは思いますが、個々に見てみると足許9月の時点で改善している業種は軒並み12月悪化。逆に足許が悪化ないし横這いの業種は全部先行き改善だと思っているとか、いつも申し上げていることだが、先行きについては別に「悪い」と答える企業が増える訳ではなく、「悪い」のは減るのだが、「良い」のが減るという形であるので、どちらかと言うと相変わらずいつもの短観の癖が出ているという可能性が高いと思っている。

このように、足許までの経済は比較的順調な改善をしている訳だが、輸出・生産辺りに関しては、はっきりとした減速の数字が出てきている。図表6だが、この第3四半期のところをご覧頂くと、これまで輸出は高い伸びをしてきたものが足許0.6%の増加と、かなりの減速になっている。地域別に見て頂くと、アメリカ向けが小幅ではあるが減少しており、(2)財別でご覧頂くと、消費財、デジタル家電を含んだところが減少しているのだが、これはやはりアメリカ向けの減少がかなり影響している。それからもう一つ、東アジア。これも高い伸びをしてきたものが第2四半期、第3四半期と低い伸びを続けていて、とりわけ中国のところの減速が顕著だが、この点について(2)で申し上げると情報関連、これがずっと高い伸びをした後、足許、微減になっている。これには世界的なITの在庫調整の動きもあるのだが、それに加えて中国における携帯電話の基地局の設備の輸出が大きく減少していて、これが影響している。それから資本財・部品のところも全体としては結構増加しているのだが、中国向けの建設機械輸出に限って言うと、かなりの減少になっているということで、中国が明らかに過熱抑制策をしているところの影響がはっきり出ている。あと一点、これは情報関連。日本は今の基地局を入れても微減位なのだが、先程議論になっていたアジアの数字はドルベースである。であるから、例えばこの夏辺りは液晶が随分下がったので、多分値段の影響がかなりあって7月、8月辺りはあのような数字になっている可能性があると思う。日本、こちらはリアルになっているのでそういうことはない。図表7をご覧頂くと、その背景の確認だが、(1)を見て頂きたい。アメリカ向けの輸出の減少なのだが、足許の減少は車と消費財である。しかし、車は第2四半期にかなり増えているので、どちらかと言うとその反動の範囲内であり、やはり減っているのはご覧のとおり消費財である。さらに図表9の情報関連輸出のところをご覧頂いても、前から申し上げているように(2)の世界半導体出荷がこの7月、8月ほぼ横這いになっているのだが、その背景には(4)にあるようなアメリカの情報関連最終財の受注、先程もご紹介があったが、この伸びの鈍化が影響していると思っている。勿論、半導体出荷は第2四

半期のオリンピック需要を見込んでかなり思い切り出したので、その反動という面もあると思っている。

輸入に関しては特に基調に変化はないので、企業部門について見て参りたいと思う。図表 14、企業収益である。これは短観の企業収益だが、ご覧のとおり全ての部門に亘って順調に企業収益は増加している。二点だけコメントしておく、一つはこの大企業製造業の売上高利益率、経常利益率、2004 年度の見通しが現在 5.58%になっている。バブルのピークが 89 年度の 5.75%であったので、これにかなり接近してきているということである。もう一点は実は、先程業況判断のところを見ると製造業に比べて非製造業の立ち遅れという感じがあったのだが、この利益率で見ると実はそうでもない。非製造業もまずまず順調に利益は増えているということである。それから図表 20。これは短観である。短観の設備投資については皆さんご承知のとおり、今回、大企業については特に変化はなかった。製造業大企業 2 割増、それから非製造業大企業は前年並みということで変化はなかった。中小企業について申し上げますとまず、製造業の中小企業が去年 1 割以上増えた後、足許で既に二桁の増加になっているということで、製造業中小企業は恐らくひょっとすると大企業製造業より強い位の感じということかもしれない。それから非製造業の中小企業、数字面は現在なお二桁の減少になっているが、去年二桁増であったこと、そして足許の修正状況等を見るとまずまず底堅いと思う。特に土地投資を除いてみると現時点で -3%位であるので、早晚プラスに浮上する確率はかなり高いと申し上げて良いと思う。恐縮だが、追加図表を見て頂きたい。図表 17、短観以外の設備投資関係の指標だが、まず〈先行指標等〉の表の資本財出荷だが、資本財出荷は 7 月、8 月も前期比 3%増ということで足許の設備投資は増加を続けていると思われる。図表 19 で先行指標を見ておきたいのだが、先行指標については機械受注の 8 月分が出た。ご承知のとおり 8 月分は前月比で見ればプラスであった訳だが、何分にも 7 月のマイナスが大きかったので 7 月、8 月累計ではまだかなりのマイナスになっている。製造業、非製造業別に見て頂くと、やはり製造業のところでは減少が大きく目

立っている。これは二つあって、一つは何分にも4~6月の増加が相当大きかったので、その反動減という色彩がかなりあると思っている。具体的に申し上げますと、鉄と化学といった素材関係が4~6月に単月で物凄く増えている月があって、その反動減が出ているということかと思っている。ただ、それに加えて電気機械からの受注というのが少しこう、一月の動きというよりももう少し長く弱い感じが出てきていた。この辺は恐らくIT在庫の問題等を踏まえて少しブレーキを踏んでいると、これは実体的な動きであろうと思っている。他方、(2)の建築着工床面積なのだが、これは思いのほか強い感じである。ご記憶だろうか、この1~3月の数字が跳ね上がった時に我々は一時的な要因と申し上げていたのだが、なかなか落ちてこないということである。結局、この1~3月から足許まで平均で前年比2割増位のペースが続いていることになる。月々荒れるが、均してみると製造業のところで工場建設、流通のところでショッピングモールの建設、それから運輸業のところで物流配送センター、このようなところが増えている。短観でも皆さんご記憶であろう、土地投資というのがかなり大幅な上方修正になっていて、それと併せて見るとこの辺は少しこう変化してきているのかもしれない、このように思っている。

恐縮だが参考計表の図表21、雇用関連に参りたいと思う。雇用関連、まず<職業安定業務統計>だが、これは基調に変化ない。有効求人倍率8月は0.83倍と横這いだったが、着実に上昇しているということかと思っている。新規求人については正直言って毎月の振れが大きいので、なかなか基調が読みにくいのだが、大まかに言うと伸び率は鈍化しているのだと思う。伸び率は鈍化しているけれども前年比で見て二桁の伸びが維持されていると、このように理解して頂ければ良いかと思っている。問題の労働力調査だが、これは2か月連続で雇用者数、就業者数がマイナスを続けて、今月伸びてくれないと困るなと思っていたのだが、何とか増えてくれた。ご覧のとおり雇用者数でご覧頂くと前年比0.7%増で毎月の振れはあるが、四半期で括って頂くとどの四半期を見ても一応前年比でプラスが維持されている。失業率については多分4.9%は行き過ぎだろうと申し上げて

いたが、やはり 0.1%だが低下して 4.8%になっている。もう少し低下するかと思ったのだが、ご覧のとおり労働力人口の伸びも結構大きくなっている。因みに先程のアメリカとの議論の比較をまたしておくと、例えば雇用者数の前期比という三角カッコを見て頂くと、例えば 6 月は -1.0%である。これはもしアメリカ式に言うと、50 数万人減、60 万人位減ったという感じの数字である。アメリカは日本の分母が倍あるのでアメリカ式に言うと 110 万人~120 万人減ったという感じであり、足許また今回 0.4%増えて、これは 20 数万人アメリカ式に言えばこれは倍にして 50 万人位増えたという感じで、我が方の統計はこれ位振れていて、5 万人予想と違ったということはどれだけ意味があるかというのは、前から申し上げるように相当難しいと実は思っている。〈毎月勤労統計〉の方に移り、毎月勤労統計は極めて安定的な統計であるので、ご覧のとおり前年比で常用労働者数 +0.4%、+0.5%、+0.6%と着実に増えている。名目賃金に関しては特別給与が結局 8 月もマイナスということで、結局夏のボーナスはマイナスにとどまった訳だが、単月でご覧頂くと名目賃金のマイナスは極く小さな数字であって、極く小さな労働者数の増加と併せて雇用者所得はほぼ下げ止まり、このような姿になっている。因みに図表 23、短観の雇用判断をご覧頂いても、足許、中小企業で大体ゼロ、先行きが実現すると僅かではあるがマイナスということで中小企業を中心に雇用は僅かではあるが不足超の方向になる。ご覧のとおり 96 年、97 年に 1 回マイナスを引っ掛けていたので、それ以来のマイナスになるという状況かと思っている。次に個人消費に移りたいと思う。恐縮だがまた追加図表の図表 27、個人関連指標をご覧頂きたい。個人消費についても全体としてはあまり大きな変化がない。このところ比較的堅調なのは耐久消費財グループであり、ご覧のとおり乗用車が 9 月単月は若干落ちたが、7~9 月で括ってみるとかなりの増加になっている。やはり夏場から新車が投入されたことの影響が大きいということで、今後もこの秋以降、かなりの新車投入が予定されているので、業界ではまずまず大丈夫だろうという見方である。家電販売だが、家電販売も 8 月単月は若

干落ちたが、7月、8月で均して頂くと引き続き着実に増えている。ヒアリング情報によると、懸念されていたオリンピックの後の反動、例えば薄型テレビとかDVDについてのオリンピック後の反動はほとんどないというのが最近の業界の見方である。他方、駄目なのが百貨店・スーパーであり、これは7月猛暑でも大して良くならなかったところに8月は残暑+台風ということでやはり弱いという感じ。コンビニエンスストアはますます着実に増えている。旅行は好調の4~6月と比べると少し落ちているが、水準としてはますますのところかと思っている。ただし、ここに載っていないが、外食がここのところずっと良くて7月まで良くて、あと8月かなり大きく落ちた。これにはやはり台風の影響が大きいと言われている。この他全般にオリンピックが盛り上がり過ぎたのが人出を抑えたなどという議論もあるようである。いずれにしても足許またちょっと天気が9月、10月と悪いので、この辺の影響は少し注意して見ていく必要があると思っている。なお、消費水準指数だが、ご覧のとおり8月は単月でかなり戻ったが、何分にも6月、7月が大きく落ちているので、いわばマイナスのゲタを履いた感じになっていて7月、8月は4~6月増えた分を落とすような感じの動きになっているということだが、これは恐らく4~6月の増加もこの足許の弱さも相当程度サンプル要因だろうと思っている。図表30で各種の指数関係をご覧頂くと、(1) 販売統計合成指数は百貨店・スーパー中心の店舗調整後では緩やかに右下がり。しかしながら店舗調整前、コンビニエンスストアを含むベースで見ると緩やかではあるが右上がりであると、これまでの動きに変化はない。(2) 消費財総供給は弱含み横這い。それから(3) 消費包括指数なのだが、これは微増という感じが続いている。恐縮である、今度はまた参考計表で図表31をご覧頂くと消費者コンフィデンスだが、これについては改善基調が続いている。

それから図表34。生産指数だが、生産指数は7月、8月とほぼ横這いが続いた。9月が仮に予測指数どおり増えたとしても7~9月は前期比ゼロということで先程の輸出同様、かなりはっきりとした減速が現われている。この輸出も生産も7月の数字を見たところでまだ一月の数字だったのだ

が多分減速だろうと申し上げたのだが、やはり 8 月の数字が出てみて、はっきりと減速しているということが確認されたということである。ただし、8 月の単月の出荷減、在庫増についてはこれは台風が影響していると言われている。例えば車、それから鉄鋼について台風の関係で月末船が出なかった。その分が船待ち在庫という形で出荷減、在庫増に影響しているということのようである。私共のヒアリングでも勿論、予測指数の性質から言うと 7~9 月、若干のマイナスになるかもしれないが、私共のヒアリングの感じでは大体 7~9 月が生産横這い、それから 10~12 月が 1%弱の増加ということで、いずれにしても年前半と比べると増加テンポはかなり鈍化ということかと思っている。問題の在庫だが、図表 37 である。実は

(1) 鉱工業全体だが、これはひどいことが起こっている。これは矢印をご覧頂くと第 2 四半期と 7~8 月が同じところに矢印があるのだが、実はこれは 1~3 月も同じところにあった。従って、この白い丸のところは 1~3 月と 4~6 月と 7~8 月が全部同じところにいるということが起こっている。こんなことは見たことがない。そういう意味では非常に異例なことが起こっていて、在庫循環全体で見ると本当に時間の流れが止ったような形になっている。そうした中で最近特徴的な動きをしている (5) 電気機械類生産財についてご覧頂きたいのだが、(6) その他生産財は 7 月はちょっと右上に動いたような感じになっている。ただしこれは先程申し上げた鉄鋼の例の輸出船待ちの影響があるので、基調としてはまだ相変わらず在庫はかなり低いと言うか減っている状態にあるということかと思っている。他方、問題の電気機械類生産財だが、これについてご覧頂くと、先月はもう少し左下に入っていたのだが、今月はちょっとこう左上になってきて、形としてはむしろ先月よりも悪い形になっている。7 月が生産減、出荷減、在庫減だったのだが、8 月は生産増、出荷増、在庫増ということになっていて、ちょっと在庫循環図の形は悪い。ただ、正直言って前からお話しているのだが、我々が心配している割には業界の人達はどちらかと言うと比較的楽観的という感じである。短観などもご覧のとおり在庫判断とか海外需給判断は少し悪化していたが、足許の業況判断は改善というの

にやや驚いた。この点、ご参考になるかどうか一つ極端な事例を申し上げておくと、これは電子部品ではないのだが、液晶テレビというのが生産指数の中にある。これを見ると8月の在庫が前年比260%増である。3.6倍。生産、出荷が大体3~4割増加であるので、多分、在庫循環図に表わせばとんでもない数字である訳だが、原計数を見ると、実はそれで漸く在庫は出荷1か月分である。例えば年末商戦には2~3か月分売るのだとすると、その直前には一月と言わず二月位在庫を持っていなければいけない訳だということである。であるから、ある意味では我々は数字を見てとんでもないと思う訳だが、本人達はこれ位は要るのだという感じがあるのかもしれない。その辺がなかなか難しいところだと思う。とは言え、例のITバブルの時の経験を思い出すと、本人達が大丈夫だと言っているからといって大丈夫とは限らないので、引き続き日本の年末商戦、あるいはアメリカのクリスマス商戦等々を注目して見ていく必要があるということかと思っている。

次に物価に移りたいと思う。図表39は国際商品市況である。申し上げるまでもなく上昇している。まず、原油価格は改めて申し上げるまでもないと思う。足許WTIが53ドル台。それから北海ブレントも46ドルと書いてあるが昨日はついに50ドルに乗せた。ただしちょっとここで申し上げておきたいのは、このグラフをご覧頂いてもお分かりだと思う。太い実線が北海ブレントで細い実線がドバイなのだが、この乖離はどんどん広がっている。実は先週もドバイは38ドル位であった。従って仮に何と言おうか、輸送料、保険料を乗せても2ドルちょっとになるので、40ドルちょっと位の感じである。実はドバイはまだ8月の高値を抜いていない。8月はWTIは48ドル台の高値で、足許53ドルであるから5ドル位上がっているのだが、ドバイは実は8月の高値まで行っていない状況である。従って、日本の通関輸入価格という感じで考えると、先程申し上げたようにドバイ+ $\alpha$ であるから40ドル強位ということになるかと思っており、足許の原油価格の上昇は必ずしも直ぐに日本には反映されないということである。先程のご質問もあったのでついでに申し上げておくと、日本は基



本的に原油は長契だが量が長契されているだけで値段は市場連動である。大まかに言うと、要するにドバイ、カタール位をベースにして良いものにはプレミアム、悪いものはディスカウントということなのだが、現在起こっているのはアラビアン・スーパーライトとかアラビアン・エクストラライトとか、煙草みたいなものがあるのだが、この類は皆プレミアムが乗っている。一方、ヘビーとか言うのはディスカウントがどんどん拡大している。であるから大まかに言うと、ドバイ・フル連動よりはちょっと通関価格が上がるのではないかと思うが、どちらにしてもWTIとかブレントのような上がり方はしないということだと思っている。しかも、もう一つ問題は非鉄をご覧頂きたいのだが、非鉄も上がっている。これも若干の投機資金が入っているのではないかと思うが、春の高値を抜くような水準になっている。この結果、図表 42 の国内商品市況も上昇している。実は先程の油種間格差問題もあって、実は石油価格はあまり上がっていないが、それ以外のもの、すなわち鋼材とか非鉄だとか、それから化学とかこういったものが上がっているということである。因みに半導体市況、これは国内市況を採っているので動いていないが、アジアのスポットマーケットを見るとここ最近少し上がっている。図表 43、CGPIだが、以上のような状況なのでCGPIはかなり上がっている。(2)の3か月前比で見ると、もうここ半年強位おおまかに言うと3か月前比0.5%位の上昇が続いている。前年比で見ても1.7%まできている。中身の方はご覧のとおり点々の、要するに石油、非鉄関連が上がっているほか、縦線の鋼材が上がっていて、斜め線のところはこれは化学などが中心だが上がっているということで、全般的な商品市況の上昇を反映した動きである。先行き電子部品位が少し下がると思うので、グレーのところの機械類の下落幅は少し拡大するのではないかと思っているが、今申し上げたような商品市況であるので、全体としてはまだ上昇が続くと思っている。しかしながら、図表 46 の消費者物価についてご覧頂くと7月、8月と前年比-0.2%であった。9月はガソリンが上がるので、恐らく-0.1%ないし場合によっては0.0%ということもあるかもしれないが、10月にはまた米が下がってくるというこ

ともあるので、基調としては小幅のマイナスが続くと考えている。最後に図表 49 に地価が書いてある。これは本当はこの数字よりも月報のグラフをご覧頂いた方が良いかもしれないが、ご承知のとおり都市圏での下落幅が小さくなっているということである。これだと東京圏とか大阪圏とかなくなってしまっているので、あまりパツとした感じはしないが、東京自体をご覧頂くとかなり下げ止まりがはっきりしているというのはご承知のとおりかと思っている。

以上申し上げたように、足許、輸出・生産の伸びが鈍化している。これははっきりしている訳だが、にもかかわらず企業収益は好調であって、設備投資も増加が続いている。雇用情勢もどちらかと言うと、僅かではあるが雇用者所得の下げ止まりが段々はっきりしつつあるかなというような感じになっているので、輸出・生産の伸びの鈍化でもって直ちに経済全体が下向きになっていくという感じはあまりない。若干、前回申し上げた足許起こっていることについて、元々世界経済の減速は予想されていた。しかしながら、起こったことはアメリカにおいて少し早め、大きめの減速が起って、中国はどちらかと言うとやや強めで走っている、そのことが片方において I T 関係の在庫調整をもたらしている一方で、重厚長大が好調であるということをお前回申し上げたと思っている。このことの、要するに経済指標との関係の一つだけ申し上げておくと、こういうことが起こると思う。すなわち、輸出にしても生産にしても数量指数については、I T の弱さがそのまま反映されて、どちらかと言うと弱めの数字が出てくると思う。これはなぜかと言うと、実は素材関係はもう稼働率一杯一杯である。鉄にしても化学にしても、もうこれ以上生産しろと言っても生産できない。従って中国がどんなに好調でも生産、実質輸出とか鉱工業生産は増えようがない訳である。ということで、どちらかと言うと数量指数に関して言えば I T の弱さがドミネイトするというような感じになると思う。他方で、では中国の強さとか重厚長大の強さというのはどこに現われるかということ、それは価格に現われるということで、結局のところ先程ご覧頂いた、これは主に C G P I だが、C G P I は強い。普段はどちらかと言うと鉱工

業生産とCGPIはとても仲良く動く数字なのに、今は要するに発射台がアメリカと中国がずれているから、どちらかと言うと数量の方にはアメリカのITが影響して、価格の方に中国が影響するために、要するにIIPとCGPIが離れて動くという変なことが今、起こっていると整理して頂ければと思っている。あと注目点が二点だが、ITの在庫調整はこれは相変わらずよく分からない。グッドニュース、バッドニュースそれぞれある。例えば薄型テレビ等のオリンピック需要の反動がなかったとか、それから先程お話したような半導体市況がちょっと戻っているとかいうのはグッドニュースだが、先程ご覧頂いたように在庫バランスは必ずしも良い方向になっていない。ということで、やはりインコンクルーシブかなと思っている。最近、株価も見ているが、ご承知のようにNASDAQなど下がらないなと思うが逆に上がりもしないということなので、現時点ではこの辺の調整は比較的軽度で済むというメインシナリオは変えなくて良いと思うが、基本的にはまだ結論は出ないのでもう少し暫く様子を見ていく必要があるということかと思っている。それからもう一つは、注目点は申し上げるまでもなく原油価格だが、原油価格については先程申し上げた油種間格差の問題を考えると、日本の通関輸入価格は上がると思うがそれ程大きくは上がらない。しかも元々エネルギー効率についてはかなり良い訳なので、前から言われているように日本自身に対する直接的な影響はそれ程大きくない、要するに物価面でも、それから収益面でもそれ程大きくないということは変わらないと思う。ただ、同時に海外はどうかと言うと、やはりWTIのような軽い油を使っている国もある訳であるから、そういうところへの影響というのは当然考慮しなければいけないということであり、従って、あくまでここでは海外経済に対する影響がどう出てくるか。その結果、日本にどうなるかという形で注目していく必要があると、このように思っている。私の説明は以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

#### 岩田副総裁

宜しいか。最後のところなのだが、原油の輸入価格は、嶋中雄二説によると43%上昇すると。去年が30ドル位か、29.何ドル。そこで43%と言うと40ドルをちょっと超える。今のお話だと40ドルをちょっと超え始めた。やや接近しつつあるなという感じなのだが。それともう一つ、CGPIの最終財の動きを見ると、3か月前比で見るとほとんどゼロかこれは。先行き、石油価格が結構高いまま行った場合に、CGPIの最終財はまたマイナスの方に行くのか、それとももうゼロないしは少しもうプラスと考えて良いのか。

#### 早川調査統計局長

正確に43%かどうかは分からないが大まかに言うと、去年が30ドルだとすると足許位で行った場合、恐らく通関原油価格は40ドルちょっとだと思ふ。38ドルのドバイ+2ドルと、それから若干最近海運市況が上がっているのでもっと上乗せという感じで考えると40ドル強のところ。であるからどうだろうか、3割か4割か知らないがおおまかにはそれ位ということかと思っている。勿論、その分だけ交易条件の悪化があるから影響が出てくるが、先程申し上げたように、これまでの短観等をご覧頂いても相当程度原油価格上昇は織り込まれている。要するに足許の原油価格上昇の分は実は短観は反映していないが、先程申し上げたように足許の分は実はドバイは上がっていないので、そんなに問題なくて、そういう意味では恐らくそれは吸収できるだろうと思っている。CGPIの最終財はここから先は二つの戦いである。一つは上がる方向は要するにガソリンである。ガソリンがまだ上がる可能性はある。特に9月は多分上がるだろう。その一方で、最終財はこれは当然電気製品が入っている。恐らくデジタル家電などもこれはまた、この年末商戦からなにかがしか値下げしてやっているの、従ってどちらだろうか、ガソリンの上がる方と消費財の下がる方で耐久財は下がる方と、この辺の綱引きだろうと思っている。むしろCGPI

はそういう意味ではあまり上がらないと思うが、厄介なのは実を言うと今、困ったなと思っているのは電話である。CPIの場合は。電話料金の引き下げの話が出てきているが、現時点ではまだ寄与度は分からない。困ったのは、月末時点で正確な数字は多分分からないと思う。実は、私共、実務的には物価統計課は今現在、電力をどう反映させるか、検討している最中である。10月からやるものを検討している最中であり、恐らく今、総務省に聞いてもまだ分からない。どうせ来年1月の話なのでそれまでに考えるということに多分なると思う。元々電力にしても電話にしても典型的なノンリニア・プライスであるので、どういうふうに反映させたら正しいかということ自体相当難しいので、現在、電力について一生懸命検討している最中だが、若干お時間を頂いて目の子でこのようなものというのを作る以外に手が無いかと思っている。

岩田副総裁

関連で米は豊作だと考えて良いか。台風の影響はどうか。

早川調査統計局長

いや、平年作である。

岩田副総裁

平年作に戻ったか。

早川調査統計局長

一頃は豊作だったのだが、どうも平年作であるという理解で良いかと思っている。

岩田副総裁

分かった。

田谷委員

ガスの料金も非常に複雑だということだが。

早川調査統計局長

要するにこのところ電力、ガス、それから電話といういわゆる典型的なノンリニア・プライスの系列が色々な値下げが言われていて、その時本当にどれだけを指数に反映させるかというのは実は相当難しい。例えば、家でマイラインをやっている人だけ下げてあげるようなものを、本当はどれだけ下げるかというのは実は指数の話をしてもなかなか出てこないのだが、多分、掴みでこのようなものとやる以外にないと思う。

福井議長

宜しいか。それではもう一つ、金融環境の現状評価について白川理事と山口企画局長から願います。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

それでは、お手許に資料 5（参考計表・その 2）があろうかと思う。それに従ってご説明する。実は本日の段階では貸出、CP、マネーサプライの数字がまだ出ていない。従って、冒頭は資本市場調達、それも社債の関係が中心ということである。まず、(1) 信用スプレッドだが、CPについては非常に低い水準で推移している。9月末に掛けてもスプレッドが拡大するという動きはほとんど見られなかったという状況である。それから社債についても、ご覧のとおりであり、低水準の推移を続けている。そうした発行環境の良好さが維持される中で、公募社債の発行額だが、9月は2,500億円弱である。さすがに中間期末要因もあるし、一部は貸出等にシフトしているという動きもあり、8月対比減少している状況である。次に図表 2、社債の発行残高である。(3) 棒グラフの薄いシャドーのところは社債である。7月は前年比+1.7%、8月が+1.5%、9月は+1.9%という

ことであり、+1%台半ばから+2%近くでの前年比を続けている状況である。(4) エクイティファイナンスの状況だが、9月については転換社債が1,000億円ちょっと。それから増資が約1,900億円である。転換社債、増資とも、株式市場が不安定化したので、その影響を受けたようだが、達観して申し上げると、概ね堅調な発行地合いが維持されていると理解して良いのではないかと考えている。なお、この結果として第3四半期通して見ると、特に増資については2,800億円弱であり、この水準自体は決して低くない。95年以降ということで振り返ってみると、4番目位の増資額ということになる。以上が資本市場調達の動きである。次に図表3で企業金融周りだが、まず資金繰り判断である。短観の結果を見ると、(1)の表の細かい線が大企業、太めが中小企業だが、大企業についてはこの9月短観では20%ポイント「楽である」超に振れてきている。レベルとしては、90年の3月以来のレベルまで資金繰り感が緩和してきている。それから中小企業についても、-6%ポイントであるので、概ね前々回の回復局面のところまで資金繰りの緩和感は戻ってきている状況である。次に(2)で中小公庫と商中の調査結果、いつもご報告しているものだが、その資金繰り判断については、太い線が中小公庫、細かい線が商工中金である。まず、太い線をご覧頂くと9月-1.3%ポイントであり、ほぼ一貫してマイナス幅が縮小するという推移を辿っている。商工中金については-2.2%ポイントということで多少ぎくしゃくはしているが、トレンドとしてはこちらの方も資金繰り改善方向での動きが見られる。(3) 国民公庫については新しい数字はないが、ご参考までに載せたものである。次が図表4、企業から見た金融機関の貸出態度判断である。9月短観の結果としては、まず大企業は、細かい線だが+17%ポイントであり、前回ピークに接近している。それから中小企業については、+3%ポイントであるので、前回は上回るどころまできており、企業から見ての金融機関の貸出態度は緩和の方向に引き続き動いてきている。新しいデータとしては(2)に中小公庫の数字がある。これもいつも申し上げているとおり、一貫して緩和方向での推移を継続中である。図表5、これはいつもはご説明していないものである。短観

で有利子負債の残高が 3 か月後どうなるかという数字を取っている訳だが、これについて製造業と非製造業に分けてグラフを作ったものである。

(1) では太い線が製造業全体である。太めの薄いグレーの部分が大企業、細い線が中小企業だが、全体感としては、引き続き有利子負債を圧縮しようという動きの中で、少しずつその圧縮幅が縮まるという動きが続いている。それから非製造業の方だが、中小企業、非製造業全体はともに減少幅が圧縮される動きである。ただ、非製造業のうちの大企業については、一貫して減少幅が拡大してきている。この大企業を業種別に分解してみると、マイナス幅があまり変わっていないのは、建設、あるいは卸・小売といった業種だが、マイナス幅が引き続き拡大している業種としては、不動産、リース、あるいは運輸、通信といった辺りである。非製造業・大企業の動きの背景は勿論明解ではないが、有利子負債が売上高対比で見ても引き続きかなり高いレベルにあり、それを圧縮しようという動きが現在に至るもなお続いているということかと理解している。次は図表 6、マネー関連である。最初に (1) マネタリーベースであるが、9 月は前年比+4.7%である。7~9 月を通して見ても前年比+4.7%であり、4~6 月から伸び率を少し下げたということである。銀行券については+2%ちょっとのところまで伸び率を戻している。前回もご報告したが、郵貯のミニ大量満期に備えて郵便貯金の方で手許現金を膨らませた、この結果が銀行券の発行増に繋がっているようである。それから日銀当預については、前年比+11%の伸びである。昨年は 8 月から 9 月に掛けて当座預金残高が駆け上がっていった訳だが、今年については 8 月の平残に比べ 9 月の平残が少し減少することだったので、その関係で前年比が 8 月対比縮小している。銀行券について (2) のグラフをご覧頂ければと思うが、この 10 月に入ってから直近の 1 週間で見ると前年比+2.3%である。郵貯の手許現金がそのまま残っているということもあるし、さらには曜日構成として三連休となった訳であるがそれに備えての銀行券の発行が嵩んだ、といったことも効いているようである。月中どのような展開になるかについては先程、中曽金融市場局長の方からお話があったとおりである。それから (3) マネーサブ



ライだが、数字は9月分については出ていない。ただ、10～12月の見通しを置く時期であり、これについては、このところ前年比+2%前後での推移を辿るということを見てきたこともあり、それを踏襲したいと考えている。本日は貸出その他の数字がまだ出ていないので、大局観について申し上げる材料はないと思っている。私の方からは以上である。

福井議長

そこは明日の朝、追加できる訳か。

山口企画局長

然り。できると思う。計数自体はお手許にお配りできるし、もし何か大きな動きがあればコメントさせて頂く。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

福間委員

最近、エクイティ・ファイナンスが増えている。エクイティ・ファイナンスについては1986年、87年、88年とあの辺でエクイティ・ファイナンス・バブルが発生し相当痛い目に遭い、以後控えていたのだが、またやり始めた。エクイティは金利がゼロではなく、資本コストがあるという当たり前の概念がやっと企業にも定着したはずなのだが、また出てきた。この辺が企業の勝手と言えば勝手なのだが、株価重視と言いながら、片一方でダイリューションを図ると言う相矛盾していることを行っている。この点についてどういう感想をお持ちか。

山口企画局長

確かに80年代後半のようなバブリーな動きかどうかということが、まずあろうかと思う。しかし、企業としてはバランスシートの充実というか、

キャピタル・ベースを高めておきたいというニーズはそれなりにあるし、そういう中で出てきている動きというように取り敢えずは前向きに捉えておいて良いのではないか。なお、最近の発行額は、第三者割り当て的なもの、例えばアプラスを傘下に置くとか、あるいはプロミスを傘下に置くというようなことで、増資の額が膨らんでいる面もあり、その辺りを除いて考えると、おっしゃられたような形での増資がここにきて膨らんできているというようには見なくて良いのではないかという気もしている。

福間委員

行き過ぎまでには行っていないと。

山口企画局長

というような感じがする。

福間委員

過去のレッスンはちゃんと…。

山口企画局長

一方で、増資についてはそうなのだが、転換社債については大分ゼロクーポンが出ていて、この辺りはどういう考え方で行われているのか正直言って気にはなるところである。

岩田副総裁

もう一点宜しいか。

福井議長

どうぞ。

岩田副総裁

図表5の有利子負債残高の計数はD Iな訳だな。

山口企画局長

然り。

岩田副総裁

D Iだとほとんど変わっていないと言うか、今までと同じように減少、減らしていくという企業が多い、大企業が特に多いという数字になっているのだが、私の記憶だと、マネーフロー表で見ると、この負債の減り方は、減っているのだが相当ゼロの方に近づいていたのではないかと思うのだが、現実の数字とこのD Iがやや印象が違うなと思っているのだが。

山口企画局長

ここでは製造業にしる非製造業にしる、企業規模別に分けている訳である。製造業全体というふうに見た場合には、小幅ながら減少幅が縮小する。それから非製造業についても全体として見れば縮小する方向にある訳であり、おっしゃられるデータと突き合わせて検証していないので明解な答えにはならないかと思うが、方向感は基本的には同じではないか。そういう中で企業規模別に見た場合の特徴を先程取り出してご説明した。

須田委員

先程の説明では、社債が貸出にシフトしている部分があるということであった。この第3四半期で見てB B B格が少し比率として落ちているのだが、どの部分がシフトしているのか。シフトしているのは、凄く良い部分なのか、あるいはもう少し信用力の低いB B格等のところなのか。

山口企画局長

具体例でいくとAクラスのところである。化学系の会社、あるいは不動産系の会社、そういったところはシ・ローンの調達金利が低かったとか、あるいは生保からの提示金利が低かったというような形でシフトしている、ということである。

福井議長

宜しいか。本日予定の議事は終了した。明日二日目は午前9時から再開する。宜しく願います。

(午後3時51分中断、13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の第二日目を開催する。今日は政府の方から、財務省上田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。内閣府の方からは、昨日に続いて浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくどうぞ願います。昨日、金融経済情勢について執行部からの報告を受けた訳だが、今日は当面の金融政策運営、あるいは金融経済情勢に関する討議をしたいと思っている。討議の前提として、お手許に配布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受けたいと思う。その後に討議に移りたい。それでは執行部の方から願います。

### 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

宜しいか。A3の紙でご説明申し上げる。昨日早川調査統計局長からご説明申し上げたように、今月の指標は概ね先月の判断に沿った動きであった。従って、今月の冒頭の表現であるが、「わが国の景気は、回復を続けている。」ということで、これは8月から3か月連続で同じ表現というこ

とになる。各論であるが、輸出、鉱工業生産については、今月は「伸びがやや鈍化しつつも増加傾向を続けており、」という表現にしている。この7～9月については、生産が横這い圏内、ひよっとするとマイナスという数字もあり得るという状況であるので、「増加傾向」ということで、前月まではストレートに「増加」と申し上げていたけれども、「増加傾向」という言葉を使わせて頂いた。それからその後、「企業収益や企業の業況感は改善が続いている。」ということで、これは短観を踏まえたものである。その後、設備投資、雇用面、雇用者所得、個人消費、住宅、公共、いずれも変更はない。次に先行きであるが、「先行きについては、景気は回復の動きを続け、前向きな循環も明確化していくとみられる。」ということで、こちらの方も前月から変更はない。各論についても、「すなわち、」から始まる第一文、海外経済、輸出、内需、生産、この辺りの表現は変わっていない。第二文の「企業の過剰債務など」から始まる文章についても、表現の変更はない。第三文、「また、」から始まる文章であるが「企業の人件費抑制姿勢は維持されているが、」、その後だが、前月までは「そうした中でも」というやや曖昧なロジックであったけれども、今月は短観によって雇用過剰感が着実に薄らいでいるということが確認されている。先行きについても、全規模全産業では不足超になると、そういった結果が見られているので、今月は「雇用過剰感が緩和するもとで」ということで、その後同文で続けさせて頂いている。公共投資は、変更点はない。その後の原油価格についても、留意点、前月と同じ表現である。物価であるが、こちらも特に変更点はなく、現状、先行きとも前月と同文である。実体経済は以上である。

#### 山岡企画局企画役

続いて金融である。金融関係についても、基本的にはここ数か月の表現に沿った指標の出方が続いていると思う。今月も前月から大きな変更はしていない。まず、企業金融及びCP・社債の発行環境、それから民間銀行の貸出姿勢の評価については、短観などを踏まえ前月同様の表現としてい

る。なお、次の企業から見た金融機関の貸出態度については、前月は「引き続き明確に改善している」という表現であった。ただ、9月短観の貸出DIの改善幅がいずれの規模についても+1%ポイントであった。これはDIの水準がそれなりに高くなってくると、改善の幅としてはさすがに大幅な改善は望みにくいということかと思う。これを踏まえて、特に判断を変えたという趣旨ではないのだが、現実の指標に即したかたちで「引き続き改善している」と、フラットな表現にさせて頂いている。その次の民間の資金需要、CP・社債の発行残高についても、前月と同じ表現である。各種量的指標はこのところどれも前年比ではピタッと安定していて、まず民間銀行貸出であるが、これはお手許に本日8時50分に出たものを数字だけお配りさせて頂いた。こちらのとおりに、8月が当初の-1.2%から-1.1%にちょっと上方修正された後、9月は-1.2%ということであって、このところ概ね横這いという感じもある。このようにマイナス幅の縮小は一進一退を伴いつつテンポは極めて緩やかという感じかと思うが、達観すれば年初の-2%近い水準からマイナス幅が徐々に縮小すると、こういう傾向自体は続いていると思われるので、「減少幅の縮小が基調として続いている」ということで前月と同じ表現とさせて頂いた。次に銀行券であるが、こちら伸び率がこのところ安定していて、足許についてはちょっと上がっているという傾向がある。こういうことを踏まえて、こちらはちょっと表現を変えて、「ひと頃に比べ低い伸びを続ける中で、」という書き方としている。それから次のマネタリーベースだが、こちらも6月が+4.4%の後、7月が+4.7%、8月が+4.6%、9月も+4.7%ということであって、このところ+4%台の伸び率がずっと続いているということである。これを踏まえて、「伸び率は前年比4%台で推移している」という表現とさせて頂いている。次にマネーサプライであるが、こちらも10分前に9月の計数が公表になった。こちらも数字だけお配りさせて頂いているが、9月の伸び率は+2.1%ということである。こちらも前月同様「前年比2%程度の伸びとなっている」という表現を入れさせて頂いている。続いて、大変恐縮だが市況である。短期金融市場に関する表現は前月から

変更していないが、次の為替・資本市場の動きについてである。前月以降の動きを簡単に振り返ると、前回の会合時は、長期金利は+1.5%台半ばで、株価は11,000円台前半であった。その後長期金利、株価ともに9月末に掛けて低下ないし下落するという動きを辿った後、10月入り後はまた上昇するという動きを辿った訳である。この間、為替レートは110円前後で概ね小動きという展開であった。ただし昨日には米国の長期金利の低下などを受けて、長期金利が一日で再び0.1%ポイント程度下がるという展開になっている。本日まだ長期金利は値が付いていないようであるが。ここでの原案は、前月からの変化幅を踏まえて、「為替・資本市場では、円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」とさせて頂いている。ただし、さらに午前中の市場の動きを見て、長期金利が例えば+1.4%台半ばないしそれを下回る展開になっていくということになれば、場合によっては後程また席上で修正についてのご相談をさせて頂きたいというふうに考えている。私からは以上である。

福井議長

すまない。冒頭に申し忘れたが、いつも申し上げているが、この会合の中での発言は全て記録させて頂く。そのことを踏まえてご発言頂ければと思う。今、執行部の方から月報の基本的見解について説明があったが、この内容及び文章については後程議論させて頂きたいと思う。今の説明それ自身に何かコメント、ご質問がありましたらどうぞ。それでは後で議論ということで宜しく願います。

#### 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

福井議長

それでは討議に移る。討議は金融経済情勢に関する討議と、後程当面の金融政策運営に関する討議と、二つの部分に分けて行いたいと思うが、まず前段の金融経済情勢に関する討議を行いたいと思う。最初に委員方お一

人ずつ、できれば5分位ということを目安にしてご発言頂きたいと思う。後で自由に討議をしたい。今日は中原委員、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、そして福間委員の順でお願いできればと思っている。最初に中原委員からお願いする。

#### 中原委員

前回会合以降弱めの指標が増えていて、それにもかかわらず今のところ足許の判断を大きく変える材料は出ていないように思う。全体感として三つ申し上げたいと思うのだが、まず第一は、世界的に景気拡大のモメンタムが弱まっている。今のところの足許判断としては、潜在成長率をやや上回るレベルの成長に向けた緩やかな回復テンポの減速過程と、こういう判断が妥当だと思う。第二点は、米国、中国の実体経済の動向、原油価格の影響、あるいは米国金利上昇のペースとその米国内外に与える影響、あるいは米国政治情勢及び地政学的リスク、こういうイベント・リスクも含めて不透明要因と下方リスクは増大しつつあるという感じがする。先行きの判断は、少し含みを持たせて時間を掛けて慎重に見ていくべき状況だと思う。第三点は、市場関係であるが、金融資本市場は夏場やや行き過ぎた悲観論があったが、これを修正しつつある。未だ先行きの種々の不透明要因を織り込みかねてはいて、方向感に乏しい動きと、ボラティリティは低下しているという状況である。高い流動性は依然として市場に累積していて、今後の実体経済の動き次第で大きな振れも出る可能性は否定できないように思う。まず米国経済だが、強弱指標が錯綜している中、一時の悲観論は若干後退している。夏場の台風の影響で指標に歪みが出ていて、また原油価格やガソリン価格上昇の実体面への影響も未だフルには顕現していないと言われるので、もう少し時間を掛けて見る必要があると思う。欧州も弱めに転じたように思う。アジア、これもIT関連の減速が目立つ。特にタイ、それから韓国はちょっと気になるところなのだが、韓国などは財政を含めて政策のフリーハンドがまだ残っているように思う。我が国の景気だが、引き続き企業部門の中での回復、この裾野の広がりは見られてい



る。ただし、輸出は中国、アジア向けを中心に大きく減速していて、鉱工業生産も、昨日説明もあったが、この7~9月はほぼ横這いないし若干マイナスになる可能性もあると見られる。その他第三次産業活動指数、全産業活動指数についても、企業活動のモメンタムは当面のピークを打ったように思う。短観の見方については、昨日の早川調査統計局長の説明に基本的に異論はない。企業収益見通しについては若干素材、特に鉄鋼業の改善に全体が押し上げられている面もあるのではないかと思う。業種別、業界別に見ると、製商品在庫、流通商品在庫、海外需給判断、設備・雇用判断、こういう項目ではおしなべて電気機械工業の悪化が他産業比目立つところである。ただし、製品の高付加価値化が進んでいるとか多様化、高度化が進んでいる、また輸出面でも最終需要国が広がっているということから、2000年のITバブル崩壊の再現はないだろうという楽観的な見方がコンセンサスのように思う。ただ、出荷額で2割、輸出額で1/4というウエイトを考えると、経済全体に与える影響は過小評価すべきではないというふうに考える。暫く注意をしたいと思う。非製造業への回復の広がりはややかながら進行しているけれども、ミクロの面では実体経済拡大のモメンタムが弱まる中で、小売業界の不採算店舗閉鎖の動き、あるいはUFJ関連の非製造業企業の不良債権最終処理が加速するということが下期に見込まれるので、やはり注意が必要だと思う。たまたま昨日、一昨日か、9月の景気ウォッチャー調査、2か月連続低下というものが出ているが、製造業大企業のセンチメントに先行して、足許のミクロベースの停滞感が若干出ているのではないかというのは気になるところである。先行きについては、現段階では不透明性が高まっている、下方リスクに市場の目が向き始めていると言うべきであろうと思う。なお、消費については、雇用不安の解消、株高というような消費者心理の改善材料は出尽くしたようだ。来年度の家計負担の増大の議論が具体化するにつれて、マインド面での低下の流れが出てくるような懸念がある。企業物価については、最終製品価格への波及はもう暫く続くと思うが、引き続き供給側の価格支配力が弱く、動きは緩慢である。また、需給ギャップも緩やかに縮小するシナリオは今

のところ変わらないが、消費者物価がプラス水準に達するのは、このところの景気回復テンポの減速のもとで、先に伸びたと判断せざるを得ないと思う。金融資本市場であるが、米国長期金利は行ってこいという展開であった。原油価格の上昇がデフレ要因として捉えられたために、最初金利がちょっと低下した訳であるが、9月中旬以降、実体経済に対する悲観論が後退して、インフレ懸念も後退する中での株価反転が見られた訳であるが、Fedにとっては好ましい展開であったと言えると思う。このところ日米の長期金利、株価の連動は一頃よりやや高まっている感じがしている。また、市場は実体経済の指標に比較的敏感に反応する一方で、さらなる高値を追っている原油価格への反応、これはここへきてやや薄れているような感じがある。NASDAQの回復がちょっと目立つのだが、これがITやハイテク関連産業があまり深い調整を経ずして成長軌道に戻るということを物語るのか、来週以降、第3四半期の米国の企業収益の発表が行われるが、その結果が待たれるところである。為替については、未だに方向感が定まらない。基本的に、瞬間風速ではGDPの6.5%に達しつつある米国の経常赤字の縮小がなかなか展望できないという事実、一方で原油高が日本経済へ直接、間接に与える影響、こういう二つのリスクがレンジ相場の形成を促しているということだと思う。先行きを見るうえで、大統領選挙後の米国の為替政策のスタンス、これは極めて大きい要因であろうと思う。景気が微妙な段階にあるだけに、円高への警戒感は捨てる訳にはいかないように思う。以上である。

福井議長

では、須田委員からお願いします。

須田委員

まず海外景気の動向だが、米国経済については、景気拡大は続いているが、成長率には鈍化傾向が見られる。最近公表された経済指標を見ると、強弱まちまちだが、先行きを見るうえでは、前回会合と同様に、雇用増加

がなかなか伴わないことと、原油価格の上昇をどう見るかがキーになると考えている。

先週末に公表された9月の米国雇用統計で、非農業部門の雇用者数は市場予想を下回った。最近の原油高騰が増加ペースにブレーキを掛けたとの見方もあるようだ。8月から9月に掛けてはハリケーンが頻繁に襲来し、この影響も幾ばくかはあると思う。ただ、最近増加ペースは鈍化しているものの、今年に入ってからでは月平均で約17万人の増加ペースとなっていることもあり、雇用の回復傾向は維持されていると考えられる。また、賃金の上昇もあって、雇用者所得の増大に繋がっている。物価は落ち着いた動きとなっている。従って、足許、雇用環境が消費を腰折れさせる可能性は少ないと考えている。ただし、前回よりも懸念材料となっているのが、企業収益と原油の動向である。企業の価格支配力が思ったよりも高まらないため価格転嫁がままならず、また、ユニット・レーバークストが上昇に転じていることもあって、企業の収益予想が下がりつつある。実際、ブルーチップの今年の企業収益見通しも、EPS成長率見通しも、足許、下方修正されている。従って、企業は収益を確保するために、今後雇用抑制を強める可能性がある。原油の高騰が継続する場合にはなおさらである。このような状況では、財政・金融政策からのサポートがなくなることもあって、想定程度の堅調な消費が今後持続できるかどうかを見極めるのは、ガソリン価格が上昇する場合には特に難しいように思う。今後の原油価格の動向とその物価への転嫁スピード、雇用関連指標、そしてこれから発表される企業収益の見通し・決算に注目していきたいと思う。

一方、アジアに目を転じると、物価面では多くの国・地域で、景気拡大、原油・食料品価格の上昇などを反映して、消費者物価の伸び率が高まっている。中国については、除く食料品ベースで物価上昇率が若干高くなっているが、实体经济にはあまり変化が見られない。もっとも、NIEs、ASEAN諸国では、一部の国で食料品価格の上昇が一服しているなど望ましい動きもあるが、IT関連分野等を中心に生産が鈍化ないし減少するなど、その他の指標には景気の減速を示すものが散見される。

以上、海外の景気を総括すると、景気回復・拡大の動きは続いているものの、原油高の影響とIT関連分野の調整がこれまでの想定のように一時的なもので終わるかどうか、注意深く見ていきたいと思う。

一方、我が国の景気動向だが、まず、第一に海外経済の減速の影響、二番目に原油高の影響、三番目にIT関連の調整の影響、それから四番目に前回、前向きな循環の証拠の一つとなり得るとして取り上げた非製造業・中小企業への設備投資の広がり注目している。それらについて、先日公表された9月短観で確認してみると、一番目から三番目について、それぞれ少しずつ影響が出ているが、景気回復のモメンタムが失われるようなレベルではないと判断している。また四番目については、構造調整の進捗もあって、中小企業・非製造業の設備投資にも広がりが見られ始め、前向きな景気循環の明確化の一つの芽が出始めているように思う。すなわち、海外経済については、海外での製商品需給判断DIにおいて、電気機械の悪化や一般機械の先行き悪化など、限界的なところで海外の減速が感じられる。もっとも、今年度の製造業の輸出額の計画については6月調査から大幅上方修正されているので、DIについては、ヒゲが中心を向く癖が出ているのかもしれないと思っている。原油高の影響については、仕入価格判断DIが足許、先行きとも上昇傾向を示しており、原油高や鉄鋼等の原材料高を反映していると思われる。川上から物価がジワジワと上がってきていることを素直に表しているということだと思われる。ただ、収益は上方修正されており、海外景気の減速や原油高の影響は現時点では限界的なものにとどまっており、輸出、収益とも半期タームで見れば悪影響は出ていないとも受取れる。また、IT関連だが、電気機械の大企業の業況判断DIが足許は+3%ポイント改善しているものの、先行きは-7%ポイント悪化している。ただ、プラスのレベルはなお高く、影響がない訳ではないが、そう大きな影響が出ているということではないと考えられる。最後に非製造業の設備投資を見ると、大企業では、小売業、飲食店・宿泊の伸びが高くなっているし、中小企業では、小売業、対個人サービス業が大幅増加計画となっている。

以上のようなことを勘案すれば、当面の海外及び我が国の景気は、雇用動向に加え、原油価格の動向と日米のクリスマス商戦ないし年末商戦が大きな鍵であるように思われる。景気が減速すれば原油の需要が落ちるため、原油価格は低下するはずだが、供給サイドの要因や世界的な金融緩和の副作用としての投機筋の動きにより、原油高が一時的なものにとどまらない可能性がないとは言えない。また、クリスマス商戦については、日米とも通常月の数倍の売上規模となるため、この時期に物が売れなければ、在庫調整が深くなる可能性が高まり、2005年前半の景気の姿を変えてしまう可能性もある。今後特に注意していきたいと思う。

このようにリスク要因はあるが、前回決定会合以降、我が国の景気回復のメカニズムが大きく変わったことを示唆するような動きはない。従って、今月の金融経済月報の基本的見解については、執行部案で良いと思っている。以上である。

福井議長

次は、田谷委員。

田谷委員

国内の景気回復の動きには足許一服感が感じられる。ただ、今後のメインシナリオとしては、潜在成長率を若干上回る成長が続き、コアCPIは下げ止まりから僅かながらプラスになっていく、ということだと思う。確かに、下振れリスクが高まってきているが、現時点で、より悲観的なシナリオをメインにはしにくいと思う。

輸出、生産の伸びが一時的にほぼストップしているようだ。これは、一つには、夏場以降、世界的規模でIT関連財供給の調整が行われていることを反映したものと考えられる。この点については、米国を中心としたIT関連需要が大きく落ち込まない限り、今、須田委員がおっしゃった点だが、在庫がそれ程積み上がっていないこともあって、日本を含めて、調整は大きなものにはならないとの見方が有力である。ただ、原油価格が高騰

を続けており、米国、東アジア諸国など主要貿易相手国におけるその需要抑制効果にはかなり注意が必要な情勢になってきたと思う。

内需面では、景気拡大を頓挫させる内在的要因はあまり見当たらない。企業部門は、各種過剰の調整を進展させ、収益力を高めており、設備投資は基本的に堅調を保つと思う。外からのショックに対する抵抗力も強まっていると思う。家計部門でも、雇用者所得が下げ止まってきており、消費はやや強めの動きを維持するのではないかと思う。原油価格高騰の国内経済に対するインパクトだけを取り出して考えると、特に日本の場合、そう大きなマイナスにはならない。

リスクシナリオとしては、原油価格高騰の世界経済に対するマイナス影響が予想以上に大きくなるケースと、ドル安の結果として円高リスクが顕現化するケースがあるように思う。ドル安の可能性については、米国大統領選、米国経常収支赤字の拡大、米国における景気拡大ペースの鈍化などに関連して、米国内でも、これまで以上に多くの人気が気にし出しているようだ。原油の高値維持、海外の経済成長率低下、そのうえ、円高が加わった場合、メインシナリオは維持できないだろう。

物価情勢は、昨日、調査統計局長が説明されたことに特に違和感はない。需給ギャップが、測り方によっては、ほぼ解消するまでになったところで、現状、縮小の動きが一時的にストップしているといったところかと思う。そこで、コアCPIは、様々な個別要因によって上下に振れるが、それらは目先ほぼバランスしているのではないかと思う。どちらかと言うと、下押し要因の方が大きいかもしれない。ユニット・レーバークストの低下傾向も暫く続きそうである。ここ暫くは、コアCPI変化率はマイナス基調が続きそうである。以上である。

福井議長

次は、植田委員から願います。

## 植田委員

日本経済だが、いわゆる経済の、輸出、生産のようなフロント・エンド、そのまた特に半分ハイテク部門を中心に若干の減速傾向が、皆さんおっしゃったように見えるということだと思う。ただし、残りの半分の素材周りは非常に依然として好調である。また、これまでの回復の波及効果は継続している。例えば、一部非製造業の、特に建設投資の好調さ、あるいは雇用・所得下げ止まりの気配等である。今後は、ハイテク分野の調整の深度、その波及度合い、それから輸入価格上昇等によって海外経済がどれ位調整するか、一方、その間に、これまでの景気回復のポジティブな波及効果が国内でどれ位広がるか、ということのせめぎ合いで経済の行方が決まってくるというふうに思う。ハイテク周りだが、パソコン、携帯電話、デジタルカメラ等を見てみると、プロダクトサイクル的にやや、それぞれ時期の違いはあるにしても、下降局面入りの気配が見える。その他の世界的な情報関連財の動きの鈍化等から判断して、やはり一部よりはグローバルにハイテク部門の若干の調整局面入りの可能性があるというふうに思う。ただ、皆さんおっしゃっているように、この中でも既に一部の調整は終了感が出ている。また、一部に、デジタル家電等好調が続いている分野もある。それから前回の学習効果等もあり、調整の深度、あるいは期間も短い、というふうに見ておくのが今のところはメインのシナリオかなというふうに思う。また、ハイテク周りの株価の動きも、こうしたスローダウンを年初から織り込んできているように見えて、むしろ今のところは調整後の好材料を探しているようにも見えなくもないというところであるが、今後の動向には要注意ということだと思う。それから、ここへきての原油、その他商品市況の上昇であるが、これをどう正しく理解するかというのは非常に難しいと思うが、一つの可能性としてサジェストさせて頂くと、中国経済も米国経済も、ちょっと前に思われていた程はスローダウンしていないのではないかと。中国は、設備投資の一部は調整局面かもしれないが、消費や輸出に強さが残っている。あるいは設備投資でもインフラ関連の一

部は非常に好調である。また米国も、スローダウンが始まった程度——第3四半期は+4%前後という見方もあるが——ということで、一次産品への需要はまだそこそこ強いというのが背景にあり、それに加えて、4月、5月位の市場のパーセプションと比べると、今申し上げたように米国の実体経済、インフレ率はやや弱めに推移している。特にインフレ率である。従って、Fedの引き締めペースが、春先に考えられていたよりはゆっくりになってきているというパーセプションがあるのではないか。これがグローバルな投機を再度煽って、投機資金がこういう市場に流入しているという部分が上乘せになっているのではないかと思う。ヘッジファンドに加えて、一部リアル・マネー筋もこういうところに入っている。例えば、WTIとドバイのスプレッドの拡大も、一部はこういう要因で説明できるように思う。原油関連の派生商品がWTIをインデックスとしたものが中心であるということだと思う。今後は、一次産品に対する実需が恐らくもう少し後退する必要があるということだと思う。それが一段の原油高で起こるのか、あるいはこれまでの原油高、政策効果等の結果として緩やかな自然な経済の減速として起こるのかが一つの分かれ道ということだと思う。前者の場合は、一段の引き締め政策発動の可能性も含んで若干ハードランディング的になる訳だが、現状はマーケットの平均的な見方は後者であって、後者が進む中で投機的に嵩上げされた部分も剥落していくということかと思うが、ここも今後要注意ということだと思う。日本経済について最後に一言だけ付け加えさせて頂くと、ハイテク部門の調整を素材部門の好調が十分打ち消せるかという点の一つがあるが、これは微妙かと思う。つまり、比較的近い先に、例えば中国がもう少し強い調整局面に至るというリスクもある。あるいは、調整がない場合にはもう少し先で、中国等において、素材周りでの設備投資の結果としての生産設備の立ち上がりが影響してくるというリスクがある。ということで、この部門の収益増がなかなか国内での強い設備投資の動きに回ってこないという可能性がそこそこあるように思う。むしろ、経済全体が冷えないうちにやはり雇用者所得がもう少し伸びて、消費を支えて経済をサポートする、という図式が望まれる



ところというふうに思う。取り敢えず以上である。

福井議長

それでは、春委員。

春委員

前回会合以降、原油が既往高値の更新を続けて、世界経済への悪影響が懸念されている。その中で、米国の景気は、企業収益や住宅投資、自動車販売等は好調、一方で、企業や消費者のコンフィデンス、雇用統計など減速の可能性を示す指標もあるが、昨日発表のコンセンサス予測では、2004年で+4%台半ば、2005年も+3%台半ばと総じて堅調な拡大を予想しているようだ。

国内でも、上方修正が期待されていた4~6月の実質GDPが、在庫投資の下方修正で予想に反して下方修正となった。7、8月の実質輸出や生産も減速した。8月の景気動向指数の一致指数が38.9%と下落した。また、7、8月の機械受注もやや大きく減少した。こういった懸念材料もあるが、一方で、内需中心の回復継続を示す指標も多く見られているように思う。まず、9月の短観では、2004年度経常利益の一段拡大、大企業製造業を牽引車として業況感が引き続き改善、全規模全産業でもプラスとなつて、バブル後過去2回の回復のピークを上回る状況になった。内需の二大エンジンである個人消費は、乗用車販売の持ち直しや家電販売の好調持続など、やや強めの動きが続いている。とりわけ、持続的な消費拡大の鍵となる所得面では、毎勤ベースでの雇用者所得が、夏季賞与による変動要因を考慮する必要はあるかもしれないが、7月に+0.1%、8月に+0.4%と、僅かではあるがプラス幅を拡大している。設備投資も、9月短観や商工中金の調査などで、2003年度実績、2004年度計画ともはっきりとした増加傾向を示している。景気の状態としては、昨日のご説明にもあったように、10~12月、1~3月の年率+6%~+7%という高成長から、持続可能な、いわゆる巡航速度での景気拡大に向う踊り場的な状態と見て宜しいと思う。

ただ、これまで景気を牽引してきた輸出に代わって、消費や投資といった内需の力強さが問われている状況なので、注意深く見る必要があると思う。景気判断としては、総じて9月判断の継続で良いと思う。

リスク要因としては、これまでのところは大きな障害となっていないが、高騰を続ける原油価格の今後の動き、米国や中国の景気の持続性、特に米国でのクリスマス商戦やIT関連需要の動向などが挙げられると思う。

以下、簡単に何点かコメントさせて頂きたい。最近の企業活動を見ると、経営者の姿勢としては、在庫政策、借入金政策、雇用政策など、全体としてなお慎重な一方で、企業業績の改善や外国企業によるM&Aの動きなどを背景に、「攻めの経営への転換」ないしは株主を向いた「企業価値拡大に向けた動き」が目立つようになってきているように思う。具体的には、設備投資の意欲が強くなっていることのほか、株式を新規公開する企業も急増していて、東証など全国の取引所及びJASDAQなどに上場した企業が9月半ばで100社を超えている。また、昨日も若干議論があったが、大手電機メーカーや商社などで、10何年振りの大型エクイティ・ファイナンスに踏み切る例も見られている。さらに、減損処理の前倒しとか、キャッシュ・フローを活用しての自社株取得や企業買収、また従来の安定配当志向から業績に応じた配当への転換なども活発化している。雇用政策についても、8月の一般労働者が前年比-0.1%とほぼ下げ止まったように、正社員からパート等へのシフトの流れにも変化が見られているのではないかと思う。こうした慎重さと積極性を兼ね備えた姿勢が、今回の回復を緩やかな持続性のある回復に繋げていくことを期待を持って注目したいと思う。

次に、土地価格についてだが、7月1日時点の各都道府県における基準地価は、1月1日の公示価格の調査のほぼ延長線上の結果ではあるが、東京都心の8区の住宅地は17年振りの上昇となった。全国平均で見ても、引き続き下落ではあるが、商業地では4年振り、住宅地では7年振りに下落幅が縮小している。全国全用途平均でも下落幅が縮小している。不動産取引も拡大し、3大都市圏での所有権移転登記件数も高水準となっている。

ある不動産アナリストの方から、全国全用途平均地価ベースで、2007 年  
底打ちという予測を伺ったことがあるが、まだ下落幅が前年比 5% 台とい  
うことで、小さいとは言えない状況であるが、こうした予測に沿った動き  
と受止めている。

もう一つ、先程も触れられたが、直前の景気ウォッチャー調査だが、連  
続する台風上陸、厳しい残暑、そして原材料価格の上昇などで、飲食関係  
を中心に現状判断 D I が 11 地域全てで横這いを示す 50% ポイントを下  
回った。全体でも 47.3% ポイントと大幅な低下となり 8 か月振りに 50%  
ポイントを下回った。先行き判断も低下して、50.0% ポイントとなっている。  
10 月に入っても、続けざまに台風が上陸していて気掛かりなところ  
である。

最後に、冬の需要期を前に高値更新を続けている原油価格について申し  
上げたい。今回の価格上昇の一つの特徴としては、昨日のご説明にもあっ  
たが、油種間の価格差が拡大していることである。従来、WTI、北海ブ  
レント、OPEC バスケット、ドバイ、それぞれ約 1 ドル程度の差で合計  
しても 3 ドルないし 5 ドルという差が長く続いてきたが、今回はそれが、  
昨日で 13 ドル、15 ドル程度の差に拡大している。そのことが、日本が 100%  
石油輸入国であるにもかかわらず比較的ダメージを受けない理由の一つ  
となっている。もう一点は、春先以来の価格上昇にもかかわらず、かつて  
の急騰の後の急落の経験等からと言われているが、メジャーや産油国は本  
格的な生産拡大投資に慎重に見えることである。サウジの石油相は、サウ  
ジとしては 1,200 万バレルから 1,500 万バレルまで生産拡大が可能だ  
という発言をしたという報道があったが、今回の価格上昇の流れがいつど  
のようなきっかけで変わるのか、なかなか予測は難しいところだが注目し  
ていきたいと思っている。私からは以上である。

福井議長

次は、武藤副総裁である。

## 武藤副総裁

前回会合以降に公表された指標を見ると、全体として景気回復が続いていることを確認するものが多かったように思う。まず、企業部門については、9月短観の結果を見ると、業況判断D Iは引き続き幅広い業種で改善している。業況判断D Iの先行きが足許よりも悪化した点がマスコミ等で注目されているが、これはD Iの水準が高くなると先行きについて慎重に考えがちになるという、調査統計局からの説明もあったように、統計の癖が出たということかと思う。企業収益や設備投資計画が順調に上方修正された点などから見ても、景況感のピークアウトを示唆していると考えなくても良いのではないかと思う。生産については、4~6月に高めの伸びを示した後に7~9月は横這い圏内の動きにとどまる見込みである。もっとも、8月の計数は、前月比プラスと、心配していた程悪くはなかったとも言えるが、10~12月は企業に対するヒアリングでも再び増加に転じる見込みであり、当面は増加基調を続けていくという判断で良いかと思う。次に、個人消費は引き続き強めの動きとなっている。消費者心理を示す指標も改善を続けているものが多いように思う。雇用・所得環境については、毎勤統計で見た雇用者所得は、はっきりと下げ止まってきているように見える。今回の景気回復局面では、生産から所得面への波及がなかなか目に見えない状況が続いているが、9月短観では、雇用の過剰感が全体として見ればほぼ解消されていることが確認された。そうしたもとで、既に高水準にある企業収益の増加が雇用者所得に与える好影響は明確になると見られる。このため、いずれかの時点で、個人消費の強めの動きも雇用者所得の裏付けを伴ったものになると思う。以上纏めると、国内景気については、大体皆さんがおっしゃったとおり一部に弱めの指標も見られるが、全体としては回復を続けていて、この先、雇用者所得の増加がはっきりとしてくる中で前向きな循環も明確化していく、というこれまでの判断を変える必要はないと思う。

次に、海外景気は、米国などには幾分減速の動きが見られるが、海外全体としては景気拡大が続いていると言って良いと思われる。米国では、雇

用環境の改善テンポが一頃に比べて鈍くなっている。また、個人消費が原油高やハリケーンの影響でやや減速している。ただ、企業収益や設備投資は好調を維持していて、景気拡大のモメンタムは引き続き維持されているということかと思う。東アジアでは、韓国や台湾などでIT関連財の輸出、生産の落ち込みから、景気拡大のテンポが幾分鈍化している。中国では、内・外需とも力強い拡大基調にある。中国の固定資産投資は引き続き高い伸びを示していて、行政指導的な手法による過熱抑制策が十分な効果を持つのか、あるいは何らかのマクロ的な対応が採れるのか、なお見極めが必要である。

内外経済の先行きとの関連で注目すべきは、原油価格の動向とIT関連財の動向の二つである。まず、原油価格の高騰の背景には、世界景気の拡大という需要面の要因に加え、供給面でそうした景気拡大に見合うだけのエネルギー供給が実現できるかどうかについての懸念がある。供給面の要因は、地政学的なリスクとも密接に関連しているだけに不確実性が大きい。いずれにせよ、さらに原油価格が上昇した場合、エネルギー多消費の国を中心に実質購買力の毀損や企業収益の圧迫等を通じて海外経済の先行き見通しが下振れる可能性があるため、そうしたリスクについては十分意識しておく必要がある。我が国の場合は、第一次オイルショック当時に比べエネルギー原単位は低下しており、原油価格上昇の直接的な影響は小さくなっていると考えられるが、今述べたような、海外経済の下振れに伴う間接的な影響には注意が必要である。IT関連財の動きは、デジタル家電市場の成長トレンドが続くと見られること、また、メーカーが早めに生産ペースを落としていることなどから、基本的には軽度の在庫調整で済むと見られるが、当面の動きについては、これも何人かの委員がご指摘になったように、クリスマス、年末商戦でのデジタル家電等の売れ行き等を含めて注意深く見ていく必要がある。

次に、国内の物価は、基調に大きな変化は窺われないとの結論かと思う。国内企業物価は、原油価格をはじめとする内外の商品市況高や需給の改善を反映して、8月は前年比+1.7%となった。また、消費者物価は前年比

小幅の下落が続いている。当面はガソリン価格の引き上げが押し上げ要因として働くが、米価格が前年比を押し下げると見込まれているために、全体としては引き続き前年比小幅のマイナスで推移する可能性が高いと思う。もとより、景気回復が続くもとで、川上、川中段階での価格が上昇しているだけに、企業の価格設定スタンスに変化が生じていないかどうか、引き続き注意深く見ていく必要がある。以上である。

福井議長

岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

それでは三点程コメント申し上げたい。第一番目はIT関連産業の動向ということである。IT関連の今回の調整について色々な見方があるということだと思うが、結論的に言うと、私は今回のIT関連の生産調整、あるいは在庫調整、そして投資の調整というもののインパクトは、2000年、2001年と比べて恐らく1/3から4割位というふうに考えている。どうしてこういう数字を出すかということなのだが…。

植田委員

えらい狭いレンジ値を出す…。

福井議長

3割から4割。ではないか。1/3から4割。

岩田副総裁

3割から4割と言って良いかと思う。それは、一つは、半導体出荷の見通しを見ると、2001年の時は日本は32%減少したのだが、今、これ業界の見通しなので本当にこれが当たるかどうか分からないが、2005年は12%減少するということになっていて、大体1/3の見通しだと。半年先なの

で外れるかどうか分からない。それからもう一つは、半導体製造装置の設備投資の予測、これも業界の予測なので当たるかどうか分からないのだが、2001年の時は44%減少した。現在、業界は、2005年に20%減少するという見通しを示していて、そういう、今利用可能な数字を見てみると、インパクトは3割から4割位。だからインパクトは明らかにある。だけれどもその大きさは2000年、2001年の時よりも小さい。現在の局面というのは、IT関連企業というのは半導体や液晶価格の低下ということに対して敏感に反応して生産、在庫調整を迅速に行っているのではないか。それから電気機械の在庫判断DIを見ると、過剰だと見る向きは若干増えているのだが、これは2000年とか2001年の時とはかなり様相が異なっている。非常にゆっくりしているということである。それから、もう二点あるのだが、アメリカの方はどうかということなのだが、アメリカで、サンフランシスコ連銀の発表しているテック・パルス指数、これは情報化関連の総合指数であって、生産、消費、投資、出荷、雇用の総合指数であるが、これを見ていると必ずしも下降していない。ほぼ横這いで動いていて、日本とアメリカとやや様相が異なる。恐らく皺寄せがアジアにいつているのかなと、調整の皺寄せはアジアに行くようにもうできているのかもしれないというようにも思う。それからもう一点、このIT関連だと、ソフトウェアについて、情報が二つあってどちらを信じて良いか私には分からないのだが、最近の短観の数字を見るとあまり強くない。だけれども、経済産業省の調査では、2003年度ソフトウェア投資が3.5%減少した後、2004年度は15.9%増えるという予測になっていて、短観とギャップが大きくてどちらを信じて良いのか私は分からないのだが、仮に経済産業省の方の数字が正しいとすれば、恐らくこれはかなり補完と言うか下支え、IT関連の落ち込みを抑える要因として機能するのではないかというふうに思っている。これが一点目である。第二点目は、先程春委員からもご指摘あったが、土地関係の動きである。これは企業部門の恐らくバランスシート調整ということが恐らく最終局面に今きていると。これは中小企業も含めてもそうではないか。例えば、中小企業についても、金融機関の借入を総資本で割ったものが1980年の

水準まで下がってきている。それから、固定資産を自己資本で割った比率も215%ということで、中小企業自体も、普通は200%が適正だと言われているらしいのだが、これもそこに近付いている。それから、前日事務方から報告があったけれども、非金融法人の金融資産とか、あるいは負債残高であるが、負債残高の減少がほぼゼロに近付きつつある。それから、金融資産保有が増加に転じつつある。企業部門だが。これはCDなどが中心なのだが。ということで、恐らく企業部門のバランスシート調整がかなり終盤になっていて、それと同時に私が注目しているのは、景気循環の面では、土地投資を増加させる企業が建設投資を増加させる傾向があり、建築着工床面積の動きを見てもこのところやや強いということを見ると、建設循環は15年から20年と言われているが、これが2005年位に顕在化する可能性もある。そこでつまり、主役交代と言うとあれだが、今回の景気局面を見ると、2002年の初めから始まって、2003年の初めにリセッションになるかなという危機感を実は持って日本銀行に参ったが、それはどうやらマネージできた。今回も、私、前から申し上げているが、2005年の初めにリセッションがあり得ると、これは、IT関連の調整も含めて、あるいは原油のものも出てくるというふうに思っているのだが、それと同時に上手く主役交代と言うか、他の部門がそれを相殺するだけ頑張るということで何とか持ちこたえるのではないかというふうに思っている。三番目にコメントしたいのは、CPIの動きである。これも皆さん色々ご指摘があったのだが、ECBで分析している手法と言うか考え方の整理だが、ECBの方では一時的なショックとサステインドショックと分けていて、一時的ショックの方はオイル、フードあるいは規制価格というもので、日本の場合にはオイルはプラス要因だけれども、フードは今プラスだけどその後マイナスになると。規制の方は規制緩和しているのでマイナスで働くと。サステインドの方は、単位労働費用である。これは今マイナスで効いている。為替レート、これはほぼ中立的に効いている。それからGDPギャップ、これはプラスに効いているということかと思う。単位労働費用については、実は諸刃の刃で、これが低いことは実は企業収益を確保させている訳であ



る。産出価格がマイナスの中でしかも収益が確保できるのはユニット・レーバークストが下がっているからなので、これは持続性を高めているというプラスの面と、しかしながらデフレ、短期的にはコアのCPIがプラスになりにくいというこの両面、諸刃の刃だというふうに思っている。ただ、ユニット・レーバークストについて、私が注目しているのは、賃金の上昇がいつ起こるかということで、最近の雇用の形態を見ると、求人の方も常用雇用の方も両方そうだが、パートから正社員へ回帰する動きが出ている。常用雇用の方はパートの雇用の増加率が頭打ち、一時よりも伸び率が下がっていて、それで常用雇用のフルタイム雇用の方がマイナスだったのがほぼゼロに近付いてきて、求人も全く同様の動きが見られる。これは私、賃金についてはプラスの要因ではないかというふうに思っている。雇用について、需給判断が短観でも、先行きは不足というのが中小企業で出る、こういうことは極めて注目すべき動きであると思っている。私は前からそうなのだが、コアCPIについてもデフレ脱却の可能性というのは十分存在していると。ただ顕在する時期が、私が思っていたよりも——私は6月位と思っていたので——半年位遅れているかなというふうに思っている。以上である。

#### 福井議長

最後になったが、福間委員からお願いする。

#### 福間委員

海外経済については、米国経済は踊り場局面にあるものの、全体としては引き続き拡大傾向を辿っており、当面の注目点としては、皆さんおっしゃったように、米中経済及び原油高の動向を注視している。このうち原油高については、4つの大型ハリケーンがメキシコ湾岸に相次いで上陸し、米国の石油関連施設に甚大な被害をもたらしたことや、米国の原油輸入先の一つであるナイジェリアにおいて内紛激化、労組のストライキが発生したこと等から供給不安も出て、原油価格は一段高の後、乱高下を示してい

る。特に心配されるのは、米国のハリケーンによる被害で、7か所の石油施設が破損したとか、ガスパイプラインの13か所で原油漏れが発生しているとか、あるいは掘削施設にダメージがあるとかであるが、いずれにしても9月の原油生産については1952年以来の低水準に落ち込んでいる。ハリケーンは既に、スノー財務長官も指摘しているように、米国の雇用情勢に悪影響を与えていることを踏まえると、今回のハリケーンや原油高は、米国の雇用、企業収益、物価、個人消費、ひいては経済全体に少なからぬ影響を及ぼす可能性もあり、推移を注目している。我が国の景気の現状については、引き続き内需、外需の両輪で回復を続けている。業種別に見ると、9月短観に見られるように、鉄鋼、非鉄、化学等素材産業や、輸送機械、一般機械等の機械産業の好調あるいは回復が目立っている。情報産業については後程触れるが、これらの、いわゆる重厚長大産業については、収益好調が続く中で、攻めの経営姿勢に転ずる企業が増えており、生産能力増強を目的とした既存設備の補修・改修や自動車・一般機械の工場新設等が増加しており、技術者や技能工を中心に採用意欲も強まっている。また、キャッシュ・フローも、従来のように借入返済や株主還元等財務政策のみに充てるのではなく、ROAやROEの向上に繋がると判断される場合には、本業の拡大に投資する企業も出始めている。このような前向きの循環は、業種や企業規模の枠を超えて広がりを見せ始めており、それは9月短観の全産業・全規模の合計ベースで、企業収益、設備投資が上方修正され、先行き雇用人員判断DIも不足超に転化する点などに表われている。以上を踏まえると、我が国では、持続的な成長基盤が整いつつあると考えている。ただし、航空・陸運・海運業、あるいは業種を問わずコスト吸収力や製品価格への転嫁力に乏しい企業では、業況感や企業収益に原油高の影響が見られており、今後ともこうした業種間、企業間あるいは地域間の強弱には注意が必要だと思っている。景気の先行きについては、目下の牽引役である重厚長大産業は需要動向を見極めながら慎重に能力増強投資を行っているほか、個人消費も、物の需要はともかくとして、サービス需要を中心に引き続き堅調に推移しており、今後もこの傾向が続くと予想さ

れている。この間、輸出については、昨日の調査統計局の説明にもあったように、鉄鋼が既にフル稼働の状態にあり、最近では輸出を減らさざるを得ない状態になっている。その背景は、自動車、造船、一般機械を中心に内需が一段と力強さを増していることから、鉄鋼メーカーとしては、長年の供給責任もある、苦しい時も助けてくれた国内の顧客を優先し、結果としてやむなく輸出量を絞らざるを得なくなっているためである。ただ、日本からアジアへの輸出の減少に伴って、アジア市場では鉄鋼価格が今後一段と上昇することが予想されることから、金額ベースで見ると、数量程には伸びは鈍化しないと予想される。なお、既にこの7月であったか、情報産業の在庫については触れ、今日も皆さんお触れになったので、同じようなことになるかもしれないが、今回の半導体メモリーや液晶パネル等一部電子部品の在庫増については、ハイテク製品価格やNASDAQの下落等春先から予兆があったため、サプライ・チェーン・マネジメントにより早めに在庫調整が開始されていたことや、電子部品の需要の裾野が、前回のITブームの時と違い、パソコン、携帯電話からデジタル家電、自動車用まで拡大していることから、生産調整は浅く、景気全体への影響は一時的なものにとどまるのではないかと考えている。物価面の動向を見ると、まず、原油高の影響については、我が国の場合、これも調査統計局から昨日説明があったが、ドバイ原油をベースとした輸入ウエイトが高いため、WTI程に輸入価格は上昇しておらず、かつ原油の供給も十分に行われていることから、米国程需給逼迫も見られていない。さらに、精製能力に余力があるためガソリン需給は緩和しており、時々お気付きになると思うが、ガソリンの値段がなかなか維持できず困っているというような状態である。WTIがNY市場で上がるとその翌日は東京のガソリンが上がるのだが、その後は直ぐに軟調地合いになってしまうということで、実はガソリンのピークは6月8日に日本で付けていたと言えるかもしれない。この背景にはグリーンSPAN議長の言うマージン、要するに精製能力の違いがあって、そういうことが日本で起きている。この点では、ちょっと米国と状況が違うということである。一方、鉄鋼を除く化学、非鉄等素材につい

ても、中国向け輸出がここにきて拡大する中で、今まではあまり中国はなかったのだが、輸出が伸び始めて、我が国の需給は全体として、化学品、非鉄についてもタイトな状態になりつつある。これに伴って、コスト高を製品価格に転嫁する動きが広がりを見せており、化学製品を例にとると、これまで価格上昇の動きはエチレンやナフサ等基礎原料の段階にとどまっていたが、最近では、塩ビ、合成樹脂、合成繊維等より川下に近いところまで及んでいる。このように素材産業において製品価格転嫁の動きが広まる中で、足許の国内企業物価については、8月の前年比+1.7%を上回る勢いが感じられる。一方、コア消費者物価については、国際的な企業間競争の激化やユニット・レーバー・コストの引き下げ、さらにはインターネットを通ずる豊富な価格情報を持った賢い消費者が値頃感を持って商品を購入するようになっている等、様々な構造変化が下押し圧力として働いている。このため、米価の下落や電気料金の引き下げといった追加的・一時的な要因を除いても、当面、前年比ゼロ近傍で推移する可能性が高いとみている。特に、中国、台湾、韓国という強力な競争相手が身近にいることは、情報電子産業等を中心に日本企業に対し絶え間ない研究・技術開発と合理化努力を促す要因となっており、これが景気回復下での消費者物価の小幅な動きに繋がっているものと思っている。もっとも、川上・川中の物価上昇に広がりが見られるうえ、潜在成長力を上回る成長が続けば、それに伴い物価上昇圧力は緩やかながら強まっていくことから、将来、国内物価の上昇が消費者物価に波及する可能性は十分に念頭に置く必要があると思う。以上である。

#### 福井議長

一通り委員方のご意見を拝聴した訳だが、海外の経済についての見方は、あまり大きな見方の相違はなかったかなという印象を受ける。垣間見える下振れリスクがやや強まっているように感じられる面もないではないということであるにしても、巡航速度に向けて幾分ペースを落しながらなお拡大を続けると、そういう見方で概ね一致しておられたのかなという気が

する。アメリカとアジアが非常に大事なポイントだと思うが、アメリカの第 2 四半期のソフトパッチは原油価格の変動によって個人消費が影響を受けているという面を多くの方が強調していて、海外でも強調されているし、委員方の認識もかなりその点に絡んでいるのだろうと思う。短期的にはさらにハリケーンの影響というちょっと測定しにくい要因ももう一つ入っているような感じもあるが、景気の基調を成している米国の企業収益、それから設備投資の増加振りは基本的なシナリオを維持しているという感じなのかなと思う。ただ、最近の指標から窺える雇用者数の増加テンポについての評価は分かれているのか分かれていないのか、このところが今一つはっきりしない点ではないかと思う。連銀などの話を聞いても、どれくらいの雇用の増加テンポを想定しているのかというのは必ずしもはっきりしていない。それからアジアの方は、中国はマクロ経済の調整の度合いとして投資抑制の強さがどれくらいなのか、依然として明確に測定できていないことがリスクなのだが、実際出てくる現象から言うと、植田委員のおっしゃるとおり、これまでのところは然程強い調整効果を示していないようにも見えるということだと思う。むしろアジアではそれ以外の国、韓国、台湾等で、IT 関連財を中心にした調整の影響が少し強めに出ているということではないかとも思う。日本の方は、輸出、生産を見ると、このところは伸びが止まったようなかたちにもなっている訳だが、委員方の見方は、これはいわば一時的ポーズで引き続き先行きは増加基調を維持していく可能性が高いということであったと思う。当然、海外経済が一定の拡大を続けるという前提のもとで、そういう見方が可能ではないかということだと思う。特に、最近の短観がそうした見方をかなり裏付けている。業況判断が幅広い業種で着実に改善している、売上、収益、設備投資もそれぞれ上方修正されている、加えて雇用の過剰感が着実に後退しているという点で、これだけが頼りになるかどうかという点はあるが、雇用者所得への波及に繋がっていく環境がやはり、また一方整ってきているのではないかとこういう感じではなかったかと思う。結局、大きなリスク・ファクターとしては、油の値段、あるいは IT 関連需要の減速の影響

ということになると思うのだが、油の方は、オイル・インテンシティーがかなり低くなった先進国だけでなく、途上国の方も意外に今までのところ影響は大きくないという国が非常に多い。もう少し解明を要するところがあるのだが、どうもそういう感じが強い。しかしやはり先行きを考えると大きなリスク・ファクターだと、こういう認識になっているので、そのところをもう少し正確な認識が必要な気もしている。と言うのは、突然ディプレッシブな影響が強く出てくるリスクが本当にあるのかどうか、その場合に田谷委員がおっしゃるとおり、グローバル・インバランスという問題の所在が大きく浮かび上がってドル安・円高になるという非常に悪いシナリオが実現するリスクをやはり秘めている可能性があるということではないかと思う。そういう点がオイルについては迷う点である。一方、IT関連の調整については、私自身にも随分色々な、専門家の方が色々な情報を下さるのだが、やはり全部均してみると、これは世界的な調整であるし、来年の春位までは続くと、だけでもそんなに心配する程深い調整にはならないと、こういう点で一致しているのだが、皆さん、未だかつて自分の見通しは当たったことがないとおっしゃる。これはなかなか難しいところである。ただ今回は、先程もおっしゃったとおり自動車など、最終需要に絡んだところまでかなり巻き込んだ状態で、最終需要は非常にしっかりしている部分が多いという点で違うというのはかなり説得力があるようにも聞こえる。先程委員方のお話の中で、植田委員が途中でお話を切られた点、つまり雇用者所得へのプラスの出方がもうちょっと強まっていくことが望ましいとおっしゃって、時間切れで話を終えられた。もう少しこのお話を展開していただけないか。どうなればどうなるというお話を承れれば有難い。

#### 植田委員

これは皆さんこれまでおっしゃってきた。武藤副総裁もおっしゃったが、それで消費が一段と強くなるかどうかははっきりしないが、これまで既に強かったのだ。

福井議長

今のメインシナリオに沿って持続的な回復が続いていけば、やはり生産性の上昇で全部吸収されるというようなことでなくなって、賃金へのプラスの効果が出てくる、このようなシナリオか。

植田委員

それと、これも複数の方がおっしゃったパート比率の上昇というところに限界感が出てきて、賃金の上昇を通じた雇用者所得の上昇も起こればということだと思うのだが。パート比率の上昇の一服感は本当に出ているのか。

岩田副総裁

一頃と比べると伸び率が求人でも+7~8%が+4~5%かな、そういう落ち方だが、明らかにずっと高い伸びだったのが、それでフルタイムの方がマイナスだったのがほとんどゼロに近い。あるいは求人で見るともうプラスに入っている。

須田委員

その点で一つ気になっていることがある。人の面ではそうかもしれないが、時間の面、つまりパートの時間や働く日の調整とかという、そちらの方で調整している部分があると考えられる。従って、人の面で見るとよりも時間できちっと評価してみたら、なかなか所得が下げ止まらないという側面が見えてくるのではないか。

植田委員

毎勤の常用雇用も前年比ではまだパートである、増えているのは。

岩田副総裁

であるから、常用雇用だとまだフルタイム雇用はほぼゼロというそういう…。

春委員

マイナスの0.1%…。

植田委員

-0.1%。

福井議長

須田委員のおっしゃるのは、パートタイマーを働かせる時間帯をもっと広げているということか。

須田委員

生産調整する時にパートの人の働く日にちを増やしたりすることで調整するということだと、人の面では正社員を増やした時でも、時間で見た時の非正規雇用者と正規雇用者の割合によっては全体の所得は増えないのではないか。

福井議長

現実の労働力のシフトの度合いによる。

須田委員

比率を考えれば、まだ、人が増加の方向に動いたからもう大丈夫だということにはならない。まだまだ時間が掛かるかもしれない。



岩田副総裁

多分、今、須田委員がおっしゃっていることは特に女性の場合、配偶者控除とか、あるいは社会保険料…。

須田委員

いや、そういうことだけではなくて。

岩田副総裁

いや、その関係で、つまりある週いつまで何時間以上働いてしまうと今度、税とか社会保険料の方で不利になるというようなものがまだあるので、それが今、緩和されていくともう少し長くなる、一人当たりで。

須田委員

そういうのもあるかもしれないが、例えば、今は、結構、学生がかなり普通の仕事をしているので、調整という面では、彼等が働く日にちを需要に見合っただけ調整しているのである。であるからそういう部分も考慮する必要があるということである。

植田委員

パートの稼働率で調整されたらと。

須田委員

然り。

福井議長

パートの稼働率の調整か。油で春委員のおっしゃった油種間の価格差が今回は従来にない位、大きく開いている。これは事実だと思うが、そうになっている理由は何なのか。

### 春委員

それは需要面、生産面両方ともある。私もそう詳しくはないのだが、要するに環境問題等もあって軽質油の需要が増えている。一方で供給が増えているのは重質油で、他にアメリカでの色々な精製設備の問題とかあるようだが、専門家に話して頂いた方が良いと思うが。

### 福間委員

私も専門家ではないが。結局、日本は石油ショックの時に重い油を輸入する先が多かったものだから、そちらへ向けての精製能力を付けていった。アメリカの場合はメジャーがいるので、アフリカンとかサウジでもアラビアンライトとか、非常にガソリンになり易い軽質油を取ってしまう。アメリカ原産自体も軽質油である。一方、日本は量の確保が最優先の課題であり、それについては精製技術でもって解決しようと、これをやっているものだから、こういう時に油種間格差が非常に大きくなるのだと思う。日本としては供給が随分と出てくるうえ、精製能力もあり、さらに日本の精製技術はCO<sub>2</sub>対策というように次のステージに入っている。それに対して、アメリカなどは重質油を軽質油的にする技術もあまりない。そういう装置を持っていない。ということで、日本は何と言うか、軽から重まで対応できるという、アダプタビリティがある。今のような価格が開いた時には日本は有利である。

### 福井議長

ドバイというのは重たい油か。

### 福間委員

然り。あの辺の色々な重い油の平均値である。昨日も調査統計局長が言っておられたように。であるから、こんなに開いたことは本当に珍しい。植田委員が先程おっしゃっていたヘッジファンドがWT Iに入っている。

確かにデリバティブまでを含めるとWT Iリンクのコモディティというのは多い。確かにそういう部分もあるかもしれない。

植田委員

実需と投機と両方ではないか。

福井議長

中国はどんな油を輸入しているのか。

福間委員

中国はどちらかと言うと何でもである。日本と同じように。ただ、日本程種類は多くない。彼等自体が国産を持っていたから。大慶油田のような。輸入になったのはここ2年であるが、このような現象はあまり想定していなくて、今は精製所を一生懸命造っている。ついでに言うとグリーンSPAN議長がマージン、マージンと言うのは、要するにアメリカやヨーロッパは、1980年代、90年代に、精製というのは儲からないということでスタンドを閉め、製油所も閉めてしまった。その割合は、3割から国によっては5割位であった。それで、独占と言ったら聞こえは悪いが、価格支配力を回復するようになった。それがここへきて裏目に出ている訳で、結局、需要が増えても精製能力がない。原油が入っても精製能力がないという状態となっている。要するに原油の確保の面で差があるうえに、精製の段階でまた差があると言える。フレキシビリティを欠いているというのは、こういう突然原油高がきたような時に弱い。日本はあいにくのところ、何と言うのか、企業の生産が高水準で推移するなか、供給は十分あるので、逆に、今日もどこかの新聞に出ていたが、ガソリンの不当廉売があり、石油業界が訴えているなど、非常に困っている。その背景は、先程も言ったように元売りのガソリン価格が維持できないのである、崩れてしまうのである。上がった時にはストップ高となり、下がる時にはストップ安となるなど乱高下している。先程も言ったように6月8日が一番高くて。

福井議長

6月8日。

福間委員

然り。どこかに表を持ってきたのだが、非常に皮肉な形になっていて、アメリカの様に奇麗な価格支配力を持っていない。アメリカのメジャーは原油で儲けてガソリンで儲けて両方で儲ける訳だが、そういうことができない。私はその程度の知識がせいぜいである。それ以上はよく分からない。門前の小僧で習った知識であるから。

福井議長

油の総供給能力について、いつもB I Sでサウジアラビアの中央銀行の総裁が言っているのは、やはり去年の後半から今年前半までの世界需要の伸びが予想以上に強くて、今後のコンスタントな需要予測というのは少し難しくなっていて、従って、増産あるいは増設といったような時に需要予測を間違いスペア・キャパシティが起こった場合には非常にコスト高になるので、なかなか十分対応できない。サウジはやはりそこも織り込みながらある程度スイング・サプライヤーとしての役目を果たすのだという説明がいつもあるのだが。

福間委員

今回不幸だったのは、インド、中国はともかくとして、アメリカが戦略備蓄をやり始めたが、あれがタイミングとして悪かった。私はサウジの発言が多少、アメリカをこう引っ掛けているのだろうと思うのだが。日本のようにコンスタントに備蓄していれば良いのだが、突然、減っていたものを補填する、しかも高くなり出して補填してしまうからマージナルに相当インパクトがあるということなのだろうと思うが。

福井議長

アメリカの株価も日本の株価も最近の油の一段高はあまり気にしなくなっている節がある。これをどう解釈すべきか。

福間委員

どうなのだろうか。

福井議長

もう良いところまで来ているという感触か。

福間委員

日本の方は分かる。と言うのはマクロは色々な問題が残っているが、ミクロは、かなり損益分岐点を落としているから、少々のコストアップは収益が吸収する。アメリカの方は今からどう出るのか。やはり昨日のウォールストリートの株などを見ていると54ドルを付けた時には100ドルを上回る下落であった。54ドル、50ドルだったか、一回ピークを付けてそれからスーッと下落したが、落ちたと思ったら今度は株が上昇し元に戻り小幅のマイナスに終わった。やはり原油を見ていることは確かだと思う。

植田委員

こんなに高いのはそんなに長く続かないという…。

福間委員

然り。

武藤副総裁

I E Aが昨日、来年度の需要見込みを下方修正した。また、ハリケーンによる供給減は一時的な要因と見ている。

福間委員

然り。

武藤副総裁

マーケットがどのように先行きを見ているかというところが鍵なのではないかという気がする。

福間委員

ただ、真面目に探鉱をやらなかったことは確かなのである。80年代、90年代。要するに重厚長大産業の時代は遠のいていくかもしれないと考えられた。実際、省エネ型の産業構造に変わったというようなことであまり油産業が儲からなくなった。であるから結局はマージャー・アンド・アキュジションでモービルとエクソンが引っ付いたり、色々なところで合併・統合が起きた訳である。要するにダウン・ストリームの石油スタンドやリファイナリーを足して、1+1を1にするという作戦できた訳である。そこだけであったら良いのだが、今度は掘削の方をやらなくなってしまった。それが今、ちょっとボディブロー的に効いているところはあると思う。

福井議長

消費の方で須田委員がクリスマス商戦がアメリカも日本も大変なキーファクターだとおっしゃっているが、それはメインシナリオを揺るがす程のファクターなのか。クリスマス商戦も所詮一時的なもので、在庫調整の負担を少し増すとか、一時的に企業ないし家計部門の心理を冷やすとかいう程度のものなのか。

須田委員

私は、その期間に売るウエイトというのが相当あるということ——1年の売上のうちの何割というかなりのウエイトを持っているということ——と、やはりクリスマス商戦に懸けている企業があるということをも重視

している。クリスマス商戦に懸けている人達、企業にとって売れなかったということが与える影響は非常に大きいと思う。名前は言わないが相当そこに懸けている日本の企業もある訳である。やはり売れないということは消費が弱いということでもある訳であるから、その裏側としては在庫投資の問題だけにとどまらず、ある程度持続的な消費が維持されるという今の経済のメカニズム自体についてもそのメカニズムが維持されないという側面も出てくる。従って、その両方の面からちょっと今回、注意して見てみなくてはいけないなと思っている。

福井議長

そここのところのウエイトの置き方がどうなのか。油の値段が幾ら上がった場合にマクロにこう影響があるというような話とか、雇用者所得がこれ位増えればどうかという話と比較した場合、クリスマス商戦が良いか悪いかというのがそれに等しい位と言うとおかしいが、決定的なファクターになるかどうか。

須田委員

非常に在庫調整が浅く終わるかどうかというところに関しては一つポイントになると思う。

福井議長

そこに響くのだな。限界的に大きなものになるのかという。

須田委員

それはやはり想定外のことが深く起こるということがもたらす意味だと思ふ。想定よりも消費が弱いということが持つ意味を考える必要があると思ふ。

## 岩田副総裁

原油に関する先程の総裁のご質問なのだが、相場にそれ程響かないようにも見える。私は2003年から2004年に掛けてのグローバルな金融拡大、これはアメリカもそうだし日本も勿論続けている訳だが、アジアもインターベンションをやるということでは、ミニ・ブロンウツ・システムみたいなものが環太平洋地域に存在して、そういう金融緩和的な状況、人によってはスーパーマネーで過剰流動性だと言う人もいる。ドルのマネタリーベース+外貨準備の増加を足してやると+20%以上を超えているというような環境の中で原油価格高騰が生じているということで、これは植田委員がおっしゃったように投機的な要素があって、マーケットが正しく投機的な部分を見抜くというか、実需による部分とそうでない部分を見抜いて行動する場合には恐らく、シリアスな問題は少ない。では逆に言うと、それでは原油高騰に対して何か対応できるかという話なのだが、要するに実需に見合ったような価格になるような環境を整備すれば良いということだと私は思う。一時的にスペキュレーションを抑えるには先程ご指摘があったように例えば戦略備蓄を放出するとかいうものもあるし、それから中国の場合だと価格メカニズムをもっと活用してちゃんとエネルギー価格が国内で上がるようにして、それで自動的に省エネとか代替エネルギーが進むような環境に創っているということが必要なことである。さらに金融政策について言えばアメリカは既に中立的な方向に動くということで6月から実は中立の方向に動いているので、基本的には、言ってみるとグローバルな過剰流動性というのは少しずつ剥がれている過程で、つまり量的緩和の出口過程と似たようなことがグローバルに起っていて、その過程でいわば原油の価格が上がってというところのプロセスの問題なのではないかと思うのである。であるから、基本的には、もしその中立に戻すスピードが成長率に非常にマイナスに響きそうだとしたらそれを少しスローダウンすれば良いだけなのであって、特段にここで何かやるということではない。ただ、あまり早くやり過ぎると成長率の方に



もっと効いてしまうかもしれないので、つまり、これまでのところ原油価格が上がって大変だと言う割には、IMFでも何でも成長見通しを上げたりなどして、どういうことになっているのだと。それは全般的な金融環境が、つまり緩やかなのだと思う。その中で次第に中立に戻るプロセスで、同時に、だが、過去の緩和政策の影響で金とか原油とか一次産品が上がっているということなのではないかと思う。

福間委員

G7のステートメントの中にあっただような気がしたのだが、要するに需給動向のレポート・システムをもうちょっと正確にしようという、それが恐らくスペキュラティブ・ポジションというようなものも、多少こう冷やすような考え方が背景にあるのかなと私は思ったのだが、違うのか。

福井議長

そうである。ヘッジファンドの規制とか、そういうことではなくて、やはりそういう情報を透明化することによって対応していくという考え方である。

植田委員

ただ、基本的には投機と実需というのは分けられないと思う。

福間委員

それはおっしゃるとおりである。

植田委員

投機は将来の実需を。

福間委員

だが、あるとやはり、そのきっかけになる。

武藤副総裁

原油価格の上昇について、何回か前の金融市場局長の報告では、実需の方が大きなウエイトを占めており、投機の方は言われる程大きくないとのことであった。この点について、現時点ではどのように見ているか。

中曾金融市場局長

今回もちょっと見てみたのだが、WTIの非商業筋、つまり非実需というポジションを見ると確かに少し上がっている。ただ、上がり方は例えば何か月か前の上がり方程大きくないので、確かに少しスペキュラティブな投資は上がっていると思うが、それで全てが説明できる程の大きさではない。あとはやはり先程ご指摘があったが、最近の特徴というのは先物市場にいわゆるヘッジファンドだけでなく、機関投資家の金も入っているのではないか、ということ。それからヘッジファンドについては全体に他の金融市場のボラティリティが低く、彼等の収益機会が失われているので、相対的にボラティリティが大きい原油に一部が入ってきているのではないか。つまり彼等とすれば儲けが少ない時というのは動きのある市場に入るか、あるいはレバレッジを上げるか、こういう選択肢しかなくなってくる訳であるので、その一部が入っているのではないか、という点も時々市場の方から話を聞く。

須田委員

一つだけ聞きたいのだが。

福井議長

どうぞ。

須田委員

原油価格の高騰の影響がなかなかアジアなどにおいて表に出てこない

のは、販売価格を規制をしているからであり、結局それは最終的に財政赤字という形になってしか出てこないのではないかという話が聞かれるのだが、その辺の影響はどの程度なのか。

福井議長

値段を抑えているという意味か。

須田委員

然り。

田谷委員

タイなどがそうである。

須田委員

然り。

福間委員

中国は明らかにそうである。タイも助成金を出した。

福井議長

韓国などはどうか。

平野理事

宜しいか。東アジアでは多かれ少なかれ規制しているところが多い。しかし、規制のそのやり方は区々なので、それがどこにどういう形で出てくるか、必ずしもズバリ言えない面がある。例えば価格統制をし、その分を財政、補助金でもって収益補填をしているということで、割合明確に財政ポジションに跳ね返ると言われているのがインドネシアやタイである。中国の場合は実態が必ずしも明らかではないのだが価格は規制されている。

ただし、最終的にはグローバル・プライスを見ながら調整している。その間のラグが数か月あるとすれば、これはタイムラグの問題だというふうにも映る。しかし最終的に国庫が補助している分が残るかもしれない。価格になかなか出てこなくても財政が負担している分については要注意であるが、ただ、その実態をはっきり統計上は確かめられない。

#### 福井議長

中国はオイル・インテンシティが高いのだが、総エネルギーに占めるオイルのウエイトはまだ低く、石炭ウエイトが高い。こちらの方は公害の問題があるから心配なのだが、しかしまだウエイトが高いので、油の値段の影響は相当割り引かれる。そういう説明ももう一つ入っている。

#### 田谷委員

ちょっとオイルにも関係するかもしれないのだが、先程、植田委員が全体として市況が再度上がり始めているという話をされた。非鉄、それと一部の穀物の価格は下がっているのにC R Bインデックスが上がってきてしまったり、相当色々なところで上がってきた一つの理由は、アメリカや中国の成長率がそう下がっていないかもしれないこともおっしゃったし、また投機が入っている…。

#### 植田委員

両方足して同じでも、中国にちょっとシフトしていると需要がそちらへ増える方向に行く面も。

#### 田谷委員

ということをおっしゃった。我々、日本にいと我々のレーダースクリーンに掛かってくる海外の国というのはアメリカとか、中国を中心とした東アジアが中心であって、他のところはあまり引っ掛かってこないと思うのである。ところが最近の全体としての途上国がどういう状況になって

いるか、世界各国どうなっているかというのを見たら、今年の第2四半期までの経済成長率というのはマイナスの国は世界に一国もないという状況がある。それでは株式市場はどうかなと思って見たら、去年に非常に似ているのだが、ちょっと似ていないところがあって、それはアジアが比較的パフォーマンスが悪いのである。それに対して中南米であるとか、あるいは中東、ロシアを含めたところは非常にパフォーマンスが良いという状況で、結局、我々はIT関連の調整としてその波及に随分目を取られているがために、もう一つ別のトラディショナルな経済についての強さというのを、見ていないのではないかと思うのである。であるから、そこにかなり実態として需要の強さというのがあるのではないかと思う。それも一つの理由となって、私は回復シナリオというのは崩れていないなという根拠にしているのだが。

#### 植田委員

あるいはOECDの景気先行指数というのがある。あれと鉄・非鉄の指数みたいなものを見ると、過去、非常に相関度が高い。ところが今回だけはOECDの先行指数は、はっきりともう下降局面入りなのである。鉄・非鉄はそうではない。ここにデカップリングが発生している。若干似た話だと思うが。

#### 中原委員

昨日もちっと質問したのだが、原油とか素材とか、そういう価格上昇は、所得、購買力の移転である訳で、その金の行き先、先程のように油が実需の部分がやはり大きいのだとすれば、産油国の外貨収入は増えている訳で、その購買力がどこに向うのか、あるいは今の金融機関の信用仲介力と言うか、需資が弱いために結局、金は行き場がなくて自己増殖のような形でマーケットに戻っているのか、その辺がどうなるのだろうかというのが、私の素朴な疑問だ。かつてのオイルショックの時は途上国へのオイルマネーの還流というのが銀行業界に求められた大きなテーマだった訳だが、

途上国の信用スプレッドの縮小というのは、その辺の金も入っているのかよく分からない。どうなのだろうか。

須田委員

私もその点については、前から関心がある。過去のオイルショックの時は、産油国というのはロー・アブソーバーであり、トータルで見ればやはり、石油所得のトランスファーで世界の総需要は減ったという。だが、今はどうだろうかということで少し話を伺ったら、一方では投資にも向かっているが、結構、財政債務の返済をしているという話である。

植田委員

それは貯蓄に向かっているのと同じである。

須田委員

然り。

福間委員

財政が相当悪かったから。

中原委員

産油国の財政か。

須田委員

然り。

中原委員

貯蓄されてしまうということだな。

福井議長

さて、これ以外にも、不動産価格の動向についての言及もあったし、それから消費者物価指数の先行きの変動についての予測の議論もあったのだが、この辺のところは特に前者の不動産価格については、これからややロングランに我々の金融政策のスタンスとの関係で重要な問題になってくる。毎回新しい情報があれば是非入れて頂きたいと思うし、それから消費者物価の先行きについては次回の政策決定会合において展望レポートの中できっちり議論したいと思う。皆さんから出して頂いた論点で、本日他に議論しておくべきことは残っていないか。宜しいか。では一旦ここでコーヒブレイクにする。今日は45分とちょうど切りの良いところなので、11時から再開する。

(午前10時45分中断、午前10時59分再開)

## 2. 当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それではそろそろ再開して宜しいか。それでは、次回政策決定会合までの金融政策の運営方針についての討議に移りたいと思う。改めて各委員からご意見を頂戴したいと思う。中原委員から願います。

中原委員

現在の調節方針を維持するということで宜しいかと思う。今月末の会合ではかなり基本的な部分についての議論があると思うが、若干先行きのことについて蛇足ながら思いを述べたい。まず第一は、長期金利あるいは国債の問題なのだが、このところ安定した動きを続けている。金利は安定した動きを続けているが、これはやはり実体経済の回復のペースがスローダウンしているということが大きいですが、やはり政府の財政赤字削減への努力、発行の正常化、あるいは特別参加者制度を含めた国債市場、国債管理

政策、あるいは市場整備、これらが色々と効果を出してきているように思う。この点は大変喜ばしいことでもあるし、また将来に向けてさらなる改善が必要である訳だが、先行きを展望すると、日銀とそれから銀行業界の抱える巨大なポートフォリオ、これがどうなっていくのかというのは実に大きな問題であり、量的緩和の出口論の方にも関係する訳だが、市場にこの大きな問題がのし掛かっている、そして出口政策との関連においてこの点について日銀としての現実的な考え方をいずれ纏めていかななくてはならないという時期が遠からず、あるいは市場に催促されてやってくるのではないかということについて、思いをいたしている訳である。それから第二点は、短期金融市場の市場機能の問題だが、現在U F J問題やペイオフなど、金融システム不安に影響を与える懸念のある不透明要因、これが次第に薄らいでおり、またマイナスの円転コストも縮小していることから大手銀行、あるいは外銀の当座需要は今後減退していく可能性が大いにあると思う。このところ、こういうものも踏まえて短期金融市場機能の回復の環境が整ったというような見方も出ている訳であり、日銀の立場としては今後の調節に当たって、この市場機能の回復へ向けての流れを押し潰さないようにしないといけないということは当然なのである訳だが、また一方で、量的緩和の継続によるデフレ脱却という、我々の基本目標から見ると、ある意味ではこの問題は二律背反と言わざるを得ないと思う。行財政改革、あるいは金融システムの正常化、産業構造改革、企業の体質改善、こういう問題についてまだ多くの問題を抱えているという現実を踏まえると、やはり量的緩和を粘り強く続けていくという姿勢を引き続き明確にしていく必要があると同時に、市場機能、金利機能の正常化を急いでいるというような印象を、マーケットにやはり与えないよう注意していかなければならないのではないかと思う。現在の市場との約束事の中身からいくと、現在の政策の早過ぎる解除に伴うリスクを回避するというバイアスを強めていることは明らかであり、むしろそのスタンスを必要に応じてさらに明確にしていくということが透明性の点からも重要ではないかと思う。勿論、長期金利が実勢を超えて低下すると、ある種のモラルハザード相場



が現出するというような懸念、これが結果として市場とか銀行収益、過度のボラティリティをもたらすというリスクはある訳だが、結局は時間軸の判断というのは市場が行うものであり、多少の振れはあるとしても、実体景気は回復する過程では振れを伴いながらも相場に修正が入るメカニズムは失われていないのではないかというような気がしている。以上二点はやや蛇足であるが申し上げる。

福井議長

須田委員、お願いします。

須田委員

前回決定会合以降、市場では金融政策の正常化に繋がる動きが見られた。一つは、なお書きが発動されない期末という実績が作れたことである。即日供給オペの必要も補完貸付の利用もなく、9月末の当座預金残高は35兆円程度となった。9月末でその使命を終えた本行による株式買取と併せ、金融システム問題の克服に向かって進んでいるというメッセージを市場に出せたのではないかと考えている。なお書きが発動されなかったにもかかわらず、期末日のマーケットの状況もGCレポ・レートは上昇したものの無担保コールレートの上昇は0.005%にとどまるなど、総じて落ち着いた動きとなったこともそれを裏付けているのではないかと考えている。もう一つは、今申し上げたGCレポ・レートの上昇に関係するが、GCレポ・レートの上昇を受け、大手行に本行当座預金を取り崩し、収益機会を求めてレポ市場に資金を放出する動きが見られたことである。これまでの期末であれば不測の事態に備え、当座預金を温存するのが一般的であった。非常に小さな動きではあるが、金利を求めて資金が移動するという正常な動きが本邦金融機関に見られたという点は注目すべき点だと思う。信用不安が後退していることから、ターム物でも「金利が付くならコールで資金を放出してみよう」という貸し手が出てくるのが考えられるので、今後ともこうした正常な動きの芽を潰さないように、僅かながらでもできた金利

は潰さないように調節を行って頂きたいと思う。

さて、今後の金融政策運営についてだが、現時点では景気回復のメカニズムに大きな変化は見られないし、市場も落ち着いた動きとなっている。こうした金融市場の動向や実体経済の状況を踏まえると、次回会合までの金融政策運営方針については現状維持で良いと思う。以下、三点指摘をしておきたいと思う。まず最初は中央銀行とマーケットの間に景気の見方についてギャップがあるかどうかについてである。マーケットは足許は長期金利や株価について下落リスクを意識しているが、長期金利・株価とも中期的には上昇基調を見込んでいる。この背後には中期的な世界景気は回復基調となる中、日本の景気回復が持続するという見方があるようである。この点、我々の見方と大差はない。ただ足許、市場は景気動向に大きな関心を示すとともに、それを金利低下要因に転化させていることは少し弱気になり過ぎているように思う。足許短観の結果を素直に受止めたこともあり、我が国の景気についてマーケットの過度の悲観論は後退しているが、原油価格の動向やIT関連調整動向によっては、我々の景気判断との間にギャップが拡大する可能性もある。この点には注意して見ておく必要があると思う。以前から申し上げていることの繰返しになるが、市場の混乱を避けるためには中央銀行の景気の先行きの見通しの質の向上が不可欠である。足許の指標に一喜一憂する市場に引きずられることなく、景気のメカニズムを正しく把握し、情報発信していくことが重要だと思う。なお、これから展望レポートまで見通しの数字を巡って色々な観測記事が出る可能性がある。これについての情報発信には、たとえオフレコであっても気を付ける必要があると思っている。

次に、4月9日の金融政策決定会合において導入が決定された国債の補完供給制度が9月28日に市場参加者からの売却依頼を受けて初めて利用されたことにも触れておきたいと思う。想定した程の頻度ではないが、作った制度が役に立ったことを評価したいと思う。ただ、本件については通常取引ならば20bp程度で調達できたのだろうが、それができず、決済日当日にとうとう日本銀行に駆け込んだというのが本当のところだと思

うが、「市場では 20bp 程度で調達できる銘柄にもかかわらず、日本銀行がオペを行った」というような報道が見られた。私は、今回の国債補完供給オペはその基本的な考え方、つまり、まず第一に国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持、第二に国債及び資金決済の円滑化への寄与という基本的な考え方に合致したものであったと捉えているし、今回の報道振りについて大きな誤解があったとは思わないが、制度の趣旨を正確に理解して頂く努力も引き続き必要だと感じたところである。最後に、証券化市場の発展のための日銀の役割について述べておきたいと思う。日本銀行としてはリスクテイクし易くなる環境を整備するためにも、証券化市場の発展を願っているが、そのためには日銀も市場の基盤整備をできる範囲で支援していくことが大切だと思っている。これについて証券化市場の動向調査も市場データとして評価されるようになってきているし、また、証券化フォーラムを通して作成された標準開示項目や推奨フォーマットに準じて情報開示を行うケースも出てきた。2004 年度上期の国内証券化市場の発行額は、上期としては史上最高額を記録したようだが、今後も市場の基盤整備のために支援できることがあれば、積極的に取り組んでいきたいと思っている。以上である。

福井議長

次は田谷委員、お願いする。

田谷委員

政策としては現状を維持することが適当と考える。短期金融市場は落ち着いている。9 月中間期末越えは波乱なく、足許の市場は益々安定して推移している。コールレートはもとより、ユーロ円金先レートはさらに下がったし、短国レートも期明け後は下がっている。少々気になるのは、このところ円転コストのマイナス幅が縮小し、外銀の当預残高が若干減り気味になっていることである。現在、一部の都銀などが大量の当預残高を保有しようとしていることから、当座預金残高目標を達成することに問題は

ないようである。しかし、そうした当預保有先がスタンスを変えた場合、目標達成に苦慮することになるかもしれない。これまでも何度も同じような問題が想定されたが何とか乗り越えてきたので、今回も同様とは思いますがオペを工夫するなどして目標を達成して頂きたいと思う。以上である。

福井議長

次は植田委員、お願いします。

植田委員

景気回復のメカニズムは途切れていないという現状判断のもとで政策は現状維持で宜しいかと思う。ただここにきて、先程議論があったように、先行きの実体経済、物価情勢に関して若干不確実性が増大しているように見えるのも事実かと思う。それに関して一言だけ付け加えておくと、確か須田委員がこの前の講演でおっしゃっていたと思うが、ちょっと前の最悪時に比べると一段のデフレになった時のリスク、あるいはそうなるリスクが縮小しているということかもしれないが、まだここから上方向にインフレ率がずれた時の問題を指摘するには程遠い局面かと思う。依然として足許及び近い将来のインフレ率は恐らくはっきりとは合意していない訳だが、中長期的に望ましいインフレ率、あるいはそのレンジよりもかなり下にあるということだと思う。従って、どういう見通しになるか分からないが、インフレ率見通しが上に外れるよりは下に外れた時のリスクと言うかコストの方が大という局面であるというふうに思う。それから考えると、量的緩和の解除のタイミングというような遠い先の話をすると、それが早過ぎることのリスクの方が遅過ぎることのリスクより大というふうに私は思う。あるいは、現在の政策スタンスを与件とすると遅過ぎる解除というリスクは割と小さいと私は判断している。もっと申し上げれば、違う表現で言えば、適切な解除のタイミングにはかなり幅があるというふうに思う。なぜなら、量的緩和を解除した後、金利を中立と思われる水準に戻していくプロセスがある訳だが、そこがそこそこ時間が掛かるプロセスとい

うふうに思われる。そのプロセスでの利上げのペースを調整する自由度がある訳である。従って、概ね適切な解除のタイミングの範囲でやや遅めに解除すれば、中立に戻していくところはやや早めの調整になる。逆に適切な範囲でやや早めに解除すれば、その後ゆっくりとした利上げのペースになるということだと思う。そこに若干の自由度がある。どちらが宜しいかは、これからのインフレ率動向を中心とした経済動向次第で、今決められないというふうには思う。以上である。

福井議長

春委員、お願いします。

春委員

9月の期末は早くから大手行の資金調達の目処が付いて短期金融市場は比較的落ち着いた状況が続き、当預残高は35.1兆円と量的緩和政策導入以降の期末日として初めてなお書きを発動しない形となった。10月に入ってから安定した状況が続いているように見える。

当面の日銀当座預金残高目標はこれまでの30ないし35兆円を維持してレンジを有効に活用して潤沢かつ機動的な資金供給を続けることが良いと思う。また、先の期末日にはなお書き発動の必要性はなかったが、ペイオフ解禁に向けて準備が進められる中、万全の対応力を整えておく観点から、なお書きは残しておくことが適当と考える。

次回会合で、皆さんお触れになっているが、新たな展望レポートを公表することになる。2005年度のコアCPIの予想が大勢として前年比プラスになるかどうかということに注目が集まっている。かねがね日本銀行としては量的緩和継続の意思やその考え方を説明する努力を重ねてきているが、市場はレポートの結果に過敏に反応する可能性があるように思う。どういう内容になるのか、まだ白紙の状態ではあるが、公表に当たっては、その内容に応じてどのようなコメントを付して出すことが良いのか、十分な検討あるいは配慮が必要ではないかと思っている。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁、お願いします。

武藤副総裁

今までの経済・金融情勢についての判断を踏まえて金融政策運営は現状維持ということかと思う。特段付け加えることはないが、今、春委員がおっしゃったことについて、せつかくの問題提起なので私も少し触れたい。市場では次回の展望レポート、とりわけ来年度の消費者物価見通しについて否応なしに関心が高まっていると思う。植田委員も、この点についておっしゃったのだというふうに思うが、現時点では我々としては、この市場の動向を丁寧にウォッチして経済・物価情勢に関する見方や金融政策運営についての基本的な考え方を市場に対して分かり易く示していくことに恐らくこれまで以上に慎重な対応が求められると思う。いずれにしても次回の会合で、一定の結論を出す訳であるので、その時に十分議論をしたい。

福井議長

岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

それでは二点程。政策については現状維持ということだが、そのうえで二点程付け加えたいと思う。一点は上振れリスク・下振れリスクということがあって、最初、中原委員がご指摘になったように、ちょっと前と比べるとやはり下振れリスクの方が出ているということ…。

福井議長

景気についてだな。

## 岩田副総裁

景気についてである。考えられるシナリオは三つあって、一つは従来通りデフレ脱却を目指して着々と進んでいくというシナリオ。二つ目は原油が行き過ぎて60ドルまで行って、しかもそれが結構続くという、これは基本的には原油高というのはスタグフレーションなので、スタグフレーション・シナリオと言える。三番目は、然りながら期待インフレは動いていないので景気後退だけ起こる、景気後退シナリオという三つ考えられると思う。一時的に原油・エネルギー関係が上がるとしてもコアの部分、原油・エネルギー等を除く部分は落ち着いているので、恐らくスタグフレーションになることは考えにくい。従って、あるとすれば第三番目の下方リスク、景気後退、つまりITの関連の調整と原油高が両方重なりと重みに耐え切れないというリスクもあり得るということは、やはり念頭に置いて政策運営を考えるべきではないかと思う。その時にそれでは我々はもう量的緩和をやるどころまでやり尽くしたではないかと。その時にまた後退のリスクが出てきた時にどうするのか、というクエスチョンは問題としては考えておくべきことで、量的緩和からの脱却の方も勿論考えなくてはいけないのだが、景気後退リスクが出てきた時のことも考えなくてはいけないという、そういうことだと思う。後退のシナリオの場合には私は興味深いと思うのは、最近のバーナンキ・ラインハート・サック論文というので、非伝統的金融政策の効果を主にターム・ストラクチャーで金利を吟味するという論文を発表されて、日本についても吟味しているのだが、日本についても量的緩和は一応効果はなかったとは言っていないで、効果はあると言っている。だがその効果をリバランス効果、それから将来の財政負担軽減効果、それから期待効果と三つ位に分けるとすると、日本の場合、三番目の期待効果について、アメリカの場合には2003年から色々とアナウンス、声明文とか色々なことでやったことがかなり効果があった。特にユーロ先物金利の1年物等が出たが、日本の場合はそこがちょっと明瞭でなかったという判断をしており、ここのところがもし改善の余地があるとす

ればだが、声明文であるとか、あるいは説明の仕方、コミュニケーションのあり方、これは私は広い意味で言うとターゲティングもその中に入っているというふうに理解しているが、透明性の問題、期待に働き掛けるシグナル効果の部分を、あるいは期待効果の部分を何か改善する余地がないか、この辺は検討する余地が残っていると思う。同時に、この論文で興味深いのは、日本の介入政策がアメリカの長期金利を50~100bp下げたということも言っていた。これは従来のFedの見解とはかなり乖離するところで、つまり資産の代替性が少し違うようなものを行った場合には効果があるという、金利についてあったということを言っている。この関係で先程申し上げた点と関係するのだが、2003年から2004年に掛けてもいわばグローバルな拡大的政策が採られて、その過程で私は原油価格も上がったと思うし、それからアメリカでは住宅価格が依然としてややローカルなバブル的な要素が続いているというようなことで現われているし、さらに香港、台湾、タイ、スイスというのが今年の6月位にデフレ脱却ないしデフレ・リスクを回避したというところに効果として現われていると私は思う。日本は残念ながらそのところに今のところ上手く乗れなかった。だがそれはまだ先、可能性が十分あるというふうに私は考えている。もう一点指摘したいことは、原油高に伴う景気後退シナリオに対して、一つはやはりアメリカの金利の上昇、金利引き上げのテンポをどう考えるかということがある。投機的な動きを抑えようとすれば金利を早く上げた方がよい。だが、あまりそちらを上げると今度はリセッションのリスクが高まるという、そういう二律背反にある意味では置かれている側面があると思う。それで、その金利上昇余地については、長期金利を見る限りアメリカの金利は明らかに中立的な水準、これは名目GDPの伸び率が+5~6%であるので、+4%前半というのは明らかに低くてボルカー以降のゴールデン・ルール経済と言うか、名目GDPの成長率と長期金利がほぼ等しい状況、これが続いてきたのだが今はそれから1%以上、1%程度あるいはそれ以上乖離しているというのは、何かそこは戻る余地があるというのが金利を引き上げていく方の見方だと思う。それから日本については私は潜在成長率が



+1.5%——+2.0%まで広げても良いのだが——、その間で動いている間は——実質金利である——、ゼロ・インフレにほとんど今近い、消費者物価指数をとると大体良いところでゴールデン・ルールで動いているのだというふうに私は理解しているが、そこでもう一つのカウンター・アーギュメントは急ぎ過ぎるとやはり今度は成長率の方がスローダウンしてしまってリセッションのリスクが出てくるということで、この点について私はフェデラル・ファンド・レートの中立的な水準というのは何かということをよく考えておく必要があると、日本の場合も短期金利の中立水準について将来きちんと考える必要があると思っている。テイラー・ルールで考えて良いのかどうか、基本的には大まかには良いと思っているが、ただ中立的な金利水準というのが歴史的な水準で決まるものなのか、もう少し理論的に考えるべきなのか、ここは検討の余地がある。ポール・マカリーというPIMCOのエコノミストがおっしゃっていることは「キャッシュに対する税引き後の実質収益がゼロになるというのが中立的な金利である」という定義をしていて、例えばインフレ率が1%あるとすると、キャッシュを持っていると1%インフレ税が掛かる。だがキャッシュを稼ぐためには税金を取られている。であるから、25%の限界税率であるとすれば+1.25%というのが実はインフレに関連したキャッシュを持つことの税なのだ。であるからそれだけの収益が短期金利にはあるべきだ、つまり+1.25%というのが中立的なフェデラル・ファンド・レートであるという考え方。インフレ率が+2%なら+2.5%だと。これはテイラー・ルールで考える+4%というのとかなり乖離がある。私はマーケットとFedの間でこの金利の引き上げのテンポについて、ある種の何と言うか、やや異なった見方が存在しているように思える。そこでこのところはよく考える必要がある。それと同時に、もう一つのマーケットからの異論というのは、生産性の上昇というのをどの位、どういうふうに真面目に考えるのか。それから雇用との関係。これだけ実質成長率が高まっているのに雇用はどうしてこう反応しないのか。それは実は生産性の測り方、逆に言うとプライス・インデックスの問題があって、プライス・インデックスは本当に正しく測っている

のか。一つの異論はインプューティドなプライスで決めている部分があって、アメリカの指数の場合も金融サービス等でATMのサービスをどうやって決めているのかとか、それから日本で言うと帰属家賃——アメリカも同様の問題が多分あると思うが——とか、アーティフィシャルに考えているものがある。そこの部分を剥すと、実はアメリカのPCEももう少し高いのかもしれない。高いとすると実は生産性はその分下がるという表裏の関係になっていて、そこのところをどう考えるのかという問題もあると思う。それからもうちょっと広く考えると家計にとっての本当の物価水準、生産性調整するというのが良いかどうか。これは早川調査統計局長からの問題提起があるが、家計調査で見る平均購買単価、家計がテレビとして買っているもの、これは品質が良くなっているかもしれない、けれど価格も良いところまで行って、そうするとこれで見ると実はもうデフレから脱却している、プラスになっている。その辺のところも併せて考えていく必要がある、将来の課題ではないかというふうに思っている。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

債券及び株式市場においては、昨日の金融市場局からの説明にもあったように、9月短観等をきっかけに市場のやや行き過ぎた景気悲観論が後退する形となっており、債券先物オプションのインプライド・ボラティリティは依然として従来のレンジ内にとどまっている。ユーロ円金利先物市場もフォワード・レート・カーブの形状に大きな変化は見られていない。このことは、消費者物価が当面安定的に推移し、そのもとで本行の量的緩和政策も継続されるという市場の見方が根強いことを窺わせる。この間、短期金融市場では、皆さんおっしゃったように期末日の当預残高を量的緩和政策導入後初めて目標レンジにとどめる中で、大手行の経営問題が取り沙汰され、実際、巨額の当預需要があったにもかかわらず、特段の混乱な

く中間期末を越えたことは心強く思っている。ただ、一部大手行の当預需要は依然として根強いこと等を踏まえると、本行としては少なくとも大手行が政府目標にある不良債権比率の半減を達成し、ペイオフ完全実施になるまでは金融市場の先行きに予断を持つことなく、現在の金融政策を進めていくことが必要かと思う。従って、当面の調節方針は現行通りが適当であると思う。先の問題については展望レポートの場で、また。

#### 福井議長

ただ今の皆さんのご意見だが、差し当たり次回の政策決定会合までの金融市場調節方針については、なお書きも含め現状維持ということで意見の相違はなかったと思う。それに加えてその先のことを考えながら色々なご意見も出た訳だが、市場調節について、まず一つは、現状のスタンス堅持という、この意思表示を明確にすること。そのもとで当座預金残高の目標値達成と同時にこの金利機能回復の芽を摘まないように、これは大変難しい要請が出ている訳で、相矛盾する要素もこの間にないとは言えないのだが、できれば上手く両立させていくようにと、そういうご要請になるのかなと思う。さらに先行きについて言うと、景気については、当然上振れリスク・下振れリスクがある。下振れリスクが現実となった場合の我々の金融政策の全体的なスケッチということは、よく今からも考えながらやっていくべきだと、これも当然のことだと思うし、その中身については今、直ちに議論すべきことではないと思うが、そういう事態に及んだ時に慌ててということでないように、それぞれ各委員においてよく勉強をしておいて頂きたいと思う。植田委員のおっしゃったことは、さらに次回詳しく議論したい点だが、一方、須田委員が講演でおっしゃったグラデュアリズムというのと植田委員がおっしゃった話とが合っているのか、合っていないのかという点も、合っているようにも見えるが合っていないようにも見えるし、またこれもさらに次回以降の議論をきちんとさせて頂きたいと思う。

須田委員

一言だけ宜しいか。

福井議長

どうぞ。

須田委員

私は、デフレのコストは、量的緩和政策導入時よりは減ったというふう  
に思うと同時に、従って下振れのリスクは小さいという一方で上に外れた  
場合のコスト——例えば、今、物価はこう思っているというのが上に外れ  
た時のイグジットを巡っての議論——は、コストとしてそんなに低くない  
と思っている。そしてトータルで見た日銀の目標関数から見た場合、物価  
だけを考えれば良いのではなくて、成長率の方もあるため、それが潜在成  
長率よりも上だったとしたら、それは上振れた時は必ずしも目標に近づい  
ているということにもならない。私としては凄くアバウトな議論で良いの  
だが、マーケットにおいて、「日銀はどちらかと言うと、解除は遅い方が  
まだましだと考えている」という伝わり方が少し大き過ぎると思うので、  
少し修正したいなというのが本心である。そのような凄く厳密な話をして  
いるのではなくて、もっとニュートラルに、やはり自分達が出たいと思っ  
た時には出るのだということをもう少し伝えたいなというのが本心とし  
て大きかった。

福井議長

結局、幅がある。

須田委員

勿論そう思っている。

福井議長

であるから早く出ればゆっくりだと。

須田委員

然り。

福井議長

そう意味のグラデュアリズムだな。

須田委員

然り。

福井議長

そうすると基本的にはあまり違いがない。

植田委員

然り。イグジットするポリシーを我々が持っていればそういう心配はないのではないか。

須田委員

そういうことである。外側の受止め方がちょっと気になっていたもので少しそういう言い方をさせて頂いた。

福井議長

岩田副総裁のおっしゃったアメリカの金利政策。外国の金利政策だから何とも議論はできないのだが、金利を実勢に合わせるということは投機を防ぐという道に通ずる訳であるから、それをやろうとしている訳だが、そうすると情勢判断にどこか隙間があるかどうかということが問題になってくる。

岩田副総裁

然り。それと実勢が何なのかということ。

福井議長

その実勢は何なのか分からない。これは要するに一定の数値で表わせるような実勢を目標にしている訳ではないと、当然そう言うのだが、本当に頭の中で何を思っているのかというのは分からない。

岩田副総裁

その点について一言補足させて頂くと、通常のテイラー・ルールの場合、中立的な金利を、自然利子率を実質の利子率と置くのだが、それはコンセプト上、私は無理があると思っていて、なぜかと言うと、自然利子率というのは実物マネーがない世界で実物資本ストックに対する需要と供給が均衡する均衡レートだと。要するにマネーのインフレ率がないというニュートラルな利子率であるというのが元々のヴィクセルの概念で、それゆえ長期なのである。長期の均衡利子率なのである。それをテイラーは、それを短期に持ってきてしまったのだが、コンセプト上凄く問題があると思っている。流動性リスクもリスク・プレミアムも期間リスクも皆イクスクルードしてしまった訳である。それはそのまま適用することは非常に難しいので、実際に自然利子率を測ろうとすると、色々な値が出てきてしまうということなので、直ぐにはそのままそれを使うことはむしろ危険なのではないか。それよりは、インフレ税を考慮したキャッシュに対するリターン位で考えている方がリーズナブルで、そうするとフェデラル・リザーブもそんなに急いで上げる必要はない、つまり+4%ではなくて+2.5%までで良いということになる。そうすると、中立に戻すのにはもっともっとゆっくりで良い、というインプリケーションもある。私は+2.5%~+4%のどこかこの辺かで収まるのが今の状況では良いところではないかと最終的に思っているが、ただ、連邦準備のイエレンとか色々な方を

聞くともうちょっとやはり高いところに+4%位を中心に+3.5%～+4.5%とか、そのような理屈を持っておられるようなので、ちょっと高過ぎるのではないかというふうに個人的には思っている。

福井議長

今の連銀はそう固定的に+4%とか、そういうふうに思っている節はない。幅を持って考えているとは思う。

岩田副総裁

そうだとは思いますが、個人の方でおっしゃっているのは、個別にはおっしゃっている数字は少し高め。

福井議長

如何か。

須田委員

今の数字については、グリーンSPAN議長は絶対言わない。今はそれより低いということしか言わないし、バーナンキ理事もつい最近ではそれは言わないと。そういうことは明確にしないというような話をされている。現状はそれより低いということは言えても、なかなかどこまでということを出して言っていくということは難しいのではないかと思う。

福井議長

それは言わないというだけではなくて問うても言わない。問うても答えない。

須田委員

分からないということである。

福井議長

分からないということ。

岩田副総裁

では、なぜ低いというのが分かるのか。

須田委員

低過ぎるということ位は分かるということだと思う。

福井議長

しかし我々も同じ課題にいずれ直面する。

岩田副総裁

同じ問題に。

福井議長

今日出して頂いた論点の残りは次回以降に議論すべきことという仕分けをさせて頂き、大体宜しいか。それでは政府の方からご意見を頂戴したいと思う。

上田財務副大臣

この度、財務副大臣に就任した上田である、どうぞ宜しくお願いする。財務省の方からの見解を申し上げさせて頂くが、わが国経済の現状を見ると、先日公表された日銀短観においても業況判断の改善がみられるなど、景気は堅調に回復しているが、原油価格の動向が内外経済に与える影響や世界経済の動向には引き続き留意する必要がある。

特に原油価格の上昇については、世界経済に対するリスクとしてG7においても議論を行い、価格の緩和を確保するために、適切な供給を続けることを産油国に対し要請するとともに、消費国側もエネルギー効率性を向上させることが重要であること等について、意見の一致をみたところである。



こうした中、デフレは依然として継続をしていることから、日銀におかれては、引き続き、量的緩和政策堅持の姿勢を明確にして頂きたいと考えている。

なお、金融政策の先行きへの関心が強まっている中、引き続き市場動向を十分に注視し、現在の金融調節方針でも述べられているとおり、市場が不安定化するおそれがある場合には、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。

また、緩和的な金融環境の継続に関する期待を維持し、景気回復を持続的なものとするため、これまでも申し上げているとおり、今後、どのような新たな工夫を講じることができるのか検討を進めて頂きたいと考えている。以上である。

福井議長

有り難うございました。それでは浜野政策統括官の方からお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の基調判断については明日の月例経済報告でご報告させて頂くが、景気は堅調に回復をしている。一方、原油価格の動向が内外経済に与える影響や世界経済の動向等には留意する必要があると考えている。物価については、景気の着実な回復により需給ギャップが縮小する一方、銀行貸出の低迷等からマネーサプライの伸びが低い中で、原油など素材価格の上昇により国内企業物価は上昇しているが、物価動向を総合的に勘案すれば、デフレ克服は道半ばの状況にある。従って、日本経済の重要な課題はデフレを早期に克服することと、民需主導の持続的な成長を図ることである。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 2004」を早期に具体化することとしており、本格的かつ迅速な構造改革に取り組んでいくため、経済財政諮問会議において、郵政民営化、社会保障制度改革、三位一体改革、歳出歳入の一体的見直し、持続的成長に向けた取り組み等について改革の道筋を明らかにしていくこととしている。日本銀行におか

れては、量的緩和政策を引き続き堅持する姿勢を示されているが、デフレの克服には、結果としてマネーサプライが増加することが不可欠であり、今後とも政府との意思疎通を密にしつつ、効果的な資金供給に繋がるような措置を含め、さらに実効性ある金融政策運営を行って頂きたいと考える。また、景気の堅調な回復に伴い、金利の動向が注目を集めていることに鑑み、日本銀行におかれては専門的な立場からの検討を進めて頂き、デフレ克服までの道筋を含め、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努めて頂きたいと考える。以上である。

福井議長

有り難うございました。政府からのご意見を頂戴したが委員方からご意見、ご質問等あればどうぞ。特に宜しいか。それでは次に議案の取り纏め及びその採決に移りたいと思う。委員方のご意見を踏まえ、議長としては金融市場調節方針、これは次回の決定会合までの方針だが、現状維持の議案を提出したいと思う。他に議案の提出のご意向の向きがあればどうぞおっしゃって頂きたい。いらっしゃらないか。では、執行部から議長提案を配付して頂きたい。

[事務局より議案配付]

それでは読み上げてみて頂けるか。

内田企画局企画役

議長案である。「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30～35兆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。続いて別添である。「2004年10月13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30～35兆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

それでは採決に移るので恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは採決に移りたいと思う。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致で可決をさせて頂いた。白川理事と金融市場局長におかれては、今、定められた方針に則って、なおかつその量的目標を達しながら金利機能回復の芽を摘まないように、こういう線で是非お願いしたいと思う。政府の方をお願いする。

[政府からの出席者入室]

大変恐縮であった。原案通り可決をした。それでは次に金融経済月報の基本的見解について議論し、決定したいと思う。

#### V. 金融経済月報の検討

福井議長

冒頭説明を受けた例の文章だが、今日の議論を踏まえて、この文章で最終的に良いかどうかご確認頂きたいと思う。如何か。市況の方に照らし合わせてみても、あの数字であれば良いな。

中原委員

宜しいか。

福井議長

どうぞ。

中原委員

これで私は感じは良いのだが、ややちょっと。この詳細の、この下に付

ける月報の方ではやはり「生産横這い」という表現にしているな。

門間調査統計局参事役

目先ということだと思う。

中原委員

目先か。

門間調査統計局参事役

然り。

中原委員

若干、これは輸出と生産を見ていると、確かに輸出はまだ伸びている。生産はほぼフラットかマイナスになる。場合によっては、第3四半期マイナスになる可能性もあるという前提で、ここで一緒に輸出と生産を書くのに、「やや増加傾向を続けており」というのは良いかなという感じはちょっとある。

門間調査統計局参事役

各論の方だが、生産の記述は背景説明の長い方、8~9 ページに書いてあるが、確かにおっしゃるとおり最初の方の数字を説明してあるところでは、「7月、8月とほぼ横ばい」というふうに書いてあるのだが、先行きに向けては増加基調ということが9 ページに掛けて書いてあり、そういう中での判断ということで基本的見解の方では、輸出と纏めて「増加傾向」というふうにさせて頂いている。ここは基本的見解はこれまでも、あくまでも基調的判断を示すということなので、この背景説明の方の「7月、8月は」というのをそのまま持ってきている訳ではない。もう少し流れの中で判断をしていくということで、こういう提案をさせて頂いているということである。

中原委員

悩ましいところで、「増加傾向」と「鈍化」の順番を逆にした方が良いかなとも考えたのだが、私はこれでも結構である。ちょっと引っ掛かったので…。

福井議長

他の委員は如何か。

中原委員

生産がやはりマイナスになる可能性が7～9月であるというところで、確かに10～12月、あるいは来年に掛ければ潜在成長率の程度までというスローダウン、ある種の多少の減速が掛かってくる。増加傾向には間違いないと言っているのだろうが、このところは足許の説明とか、やや言葉の問題もあって、私は別に結構である。

福井議長

他にあるか。

岩田副総裁

もしそれが気になるようであれば「やや」というのは、例えば「やや」を取ってしまうとか。「伸びが鈍化しつつも増加」と。

田谷委員

それも良い。

岩田副総裁

もしその点を少し取るとすれば。許容範囲…。

門間調査統計局参事役

そこは私は特に異論はない。ご判断の問題だと思うので。前月比若干そこは弱くなるという判断になるが、それでも良いかどうかということかと思う。

中原委員

下方修正と取られるのも必ずしも好ましくないと思うので、仕方ないか。

福井議長

宜しいか。ギリギリのところ。確かにギリギリのところなのだな、これは。今月は取り敢えず、こういうギリギリのところで行ってみようと思う。では、採決をお願いします。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

全員一致でただ今の件、可決をした。なお、今、可決を頂いた月報の基本的見解だが、即日公表ということで、今日の 15 時、午後 3 時に公表をさせて頂く。それから背景説明だが、必要に応じて執行部で修文を施したうえで、14 日木曜日の 14 時に対外公表を予定している。

VI. 議事要旨 (9/8~9 日開催分) の承認

福井議長

次に、議事要旨 9 月 8 日、9 日分の承認である。既にお手許に配付をさせて頂いて、ご確認頂いていると思う。もし異議があればおっしゃって頂きたいと思うが、宜しいか。それでは異議がないものと認めて、これも採決をさ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

議事要旨については、全員一致で承認を頂戴した。この議事要旨は 10 月 18 日月曜日の 14 時に対外公表させて頂く。

VII. 閉会

福井議長

本日予定した議事は全て終了した。次の政策決定会合は 10 月 29 日とインターバルが少し短いのだが、展望レポートの審議をさせて頂きたいと思っている。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発言も含めて厳に出席者限りの扱いということである。本件議事については、議事要旨、それから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。決定会合への信認確保の観点から政府の出席を頂いたお二方も含め、この場の皆様方におかれては厳正な機密管理を是非お願いしたいと思う。以上をもって閉会する。

(午前 11 時 56 分閉会)

以 上