

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2004年10月29日（9:00～13:01）

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	上田 勇	財務副大臣
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（9:17～13:01）
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	正木一博

## I. 開会

福井議長

それでは政策委員会、政策決定会合を開催する。

(午前9時開会)

今日は最初に金融経済動向、それから「経済・物価情勢の展望」、展望レポートのことだが、これらについて執行部からの説明を受けたいと思う。その後、情勢と政策運営に関する討議、勿論政府からのご発言も頂戴した後、調節方針の取り纏め・採決、それから「経済・物価情勢の展望」、展望レポートの取り纏めと採決とこういうふうに進めたいと思うが、その展望レポートの中の政策委員の見通し数値については、金融調節方針決定後、展望レポートの取り纏めの前に再度皆様方の数字を頂く。そういう運びにさせて頂きたいと思っている。公表の予定時刻ということもあるので、議事進行を効率的に運びたい。ご協力をお願いしたい。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。宜しくお願いする。内閣府からは、浜野政策統括官にお越し頂いた。宜しくお願いする。いつも申し上げているが、会合中でのご発言は全て記録させて頂く。それを前提に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

それでは早速議事に入りたいと思う。金融経済情勢についての執行部の説明から始めたい。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、中曽金融市場局長からお願いする。

## 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

中曾金融市場局長

それでは、お手許の追加資料 1、2 に沿ってご説明を申し上げます。最初に、図表 1-1 である。当座預金残高の推移であるが、前回決定会合以降は 30 兆ないし 34 兆円台で推移していて、ターゲットレンジをフルに活用した金融調節を行ったところである。この間の短期金融市場であるが、極めて落ち着いた地合いが続いていて、オーバーナイト無担コールレートもほぼゼロ近傍で推移している。新潟県中越地震の影響もほとんど生じていない。次に図表 1-2、当座預金残高の保有状況をご覧頂くと、一部の都銀が保守的な資金繰りを引き続き行っていることから、都銀の当預が厚めとなっている。次に、図表 1-3 で資金需給動向である。10 月は銀行券の改刷を控えているので、銀行券の動きがやや変則的になっていて、予測が難しい状況である。前回の MPM でご報告したように、当初は前回の改刷時 84 年と同じようなパターンで改刷の前に銀行券がある程度戻ってくるだろうというふうに読んで、月を通しては、+0.3 兆円の還収超と予測していた。しかし、特に下旬以降なのだが、銀行券の戻りが遅いだけでなく払いも増えているため、今日時点でちょうど符合が引っ繰り返って -3,600 億円、だから -0.4 兆円の払い超とこういう見込みを立てている。なお、新券発行日、11 月 1 日なのだが、ここは従来想定したよりもかなり大幅な払い超になる可能性が強いと見ている。このため、こうした可能性をも念頭に置いて金融調節を行っているところである。その先、月末から 12 月の初めは、また税揚げなどがあって、年間でも最も深い資金不足期が控えている。このため、ここに向けて資金供給を積み上げていく必要があるという状況である。そこで図表 1-4 で、最近のオペの実施状況をご覧頂くと、オペの本数に表われているように、10 月の中旬以降供給オペの頻度を上げている。レート面をご覧頂くと、手形全店買入なのだが、14 日オファーのところでレートの方が下限の 1/1,000% に達している。それから 10 月 21 日以降なのだが、年度末越えのオペをオファーしている。我々、年度末のプレミアムがどの位付くのかなと注目していたのだが、落

札レートは決定レートで今  $5/1,000\%$  とか  $4/1,000\%$  であるので、年度末のプレミアムは  $3/1,000\%$  ないし  $4/1,000\%$  と割合小さい幅になっている。だからオペレートから見る限り、来年の4月のペイオフの解禁は、今のところではあるが、あまり大きく意識されていないように見える。全体に金融機関の資金余剰感が非常に強くて、年度内に期日の来る本店の手形買入をご覧頂くと、レートは既に  $1/1,000\%$  の下限に達している。直近のオペでは応札倍率も低下している。それから国債買現先オペなのだが、シャドーが付されている10月12日、18日、27日と3回連続で札割れになっている。続いて、ABC Pの買入オペなのだが、図表1-5である。前回決定会合以降10月22日に一回買い入れを行っている。この間、次の図表1-7にあるが、買入適格ABC Pプログラムであるが、前回決定会合以降1件減って12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)でターム物の短期金利についてご覧頂くと、非常に低位で安定している状況である。特に短国なのだが、銀行などの投資家がキャッシュ潰し的な購入を進めていて、FBの3Mが  $1/1,000\%$ 、下限まで低下してきている。TBの1Yでも1bpを切る  $8/1,000\%$  まで低下している。それから図表2-2、金利の先物のカーブなのだが、こちらも低位で安定している。中心限月は2005年6月限になるが、こちらは今0.135%とちょうど今年の4月頃の水準になっている。それから長期金利、図表2-3である。長期金利は、夏場に掛けて一旦上昇したのだが、その後は景況感の慎重化から振れを伴いながらも低下してきていて、10年債は今のところ現在1.4%台で揉み合っている状況である。ただ、景況感慎重化と言っても失速するとはまでは見られていないので、1.4%を割り込んでいくという地合いでもない。金利は上下にも大きく振れにくい状況が続いている。このため、下のグラフでインプライド・ボラティリティをご覧頂いても、引き続き横這いで推移している状況が分かる。それから図表2-4だが、前回決定会合以降イールド・カーブの変化は、ほとんど変化はない。(2)をご覧頂くように超長期ゾーンがやや上昇している。10月は20年債の入札に加えて、隔月で行われる30年債の入札も実施されたことから、超長期ゾーンの需

給が緩んだことが背景である。図表 2-5、クレジット市場なのだが、社債流通利回りの対国債スプレッドは、(1)にあるようにダブルB格のような低格付け銘柄を中心に一段と低下している。ダブルB格はこれでちょうど9月の初め以来10bp以上縮んだことになる。これは企業の格付けの引き上げが基調として続いている中で、期明け後は新しい投資資金がクレジット市場に流れ込んできていることが一つの背景。さらに足許で申し上げると、ダイエーの再生方針が決定したことが、企業セクター全体の信用リスクの懸念の一段の後退に寄与した面もあったようである。図表 2-6 に参って、今申し上げたダイエーの再生方針が固まったことは、銀行セクターにとってもポジティブと受止められているようであって、これを受けて、例えば(2)にあるような銀行の劣後債の対国スプレッドも全般に小幅なのだがタイト化している。それから株式相場、図表 2-7 である。(1)をご覧頂くとお分かりになるように、前回決定会合以降、これはシャドーを付した部分なのだが、総じて軟調に推移している。軟調だった背景は幾つかあるのだが、一つはNYダウがこの間軟化していたということである。第二に中国要因なのだが、この間の10月中旬位に銅の市況が急落した。これを契機に主要なユーザーである中国の景気の先行き減速が連想された。第三には足許の円高である。それから第四には米国の大統領選挙を控え、特に外国人投資家の様子見気運が広がったこと、以上のような要因を挙げるができると思う。ただ、アメリカの株なのだが、今申し上げたようにダウは総じて軟調だったのだが、NASDAQは真ん中の細い線、それから(3)をご覧頂くと分かるように、相対的には底堅く推移している。これはアメリカのIT関連の企業が、ソフト、ハード、半導体関連、いずれも第3四半期の決算が割合良かったことが背景である。ただ、第4四半期とか2005年の収益見通しは好転しているという訳では必ずしもないようである。そのダウについては、この2~3日は原油価格の反落であるとか、あるいはアメリカの保険ブローカーを巡る談合問題が決着した、そういった材料を好感して10,000ドルを回復している。これに伴い日経平均も続伸して、昨日は10,800円台で引けている。図表 2-8 なのだが、

主体別の動きを見ると、海外投資家の売り買いが交錯している感じである。それから国内では投信なのだが、買い越しが基調としては継続しているような感じである。業種別の動きを(2)でご覧頂くと、前回決定会合以降、日本では鉄鋼であるとか海運、いわゆる中国関連銘柄が売られている。どちらかと言うとこれまで買われ過ぎていたコレクションが入ったというふうに見て良いと思う。一方、電気機器のようなハイテク関連なのだが、これは米国のIT銘柄が踏ん張ったことから、相対的にTOPIXなどと比べると小幅な下落にとどまっている。昨日辺りから本格化している日本の企業の決算発表が、当面の株価を左右する要因として注目されている。

図表 2-9、原油については棒グラフでお示ししているWTIの先物の投機筋のネット・ポジションは然程大きくない。むしろ最近のは若干縮小している。そのもとで原油価格が上昇、それから高止まったあと、昨日は中国の利上げから50ドル台まで反落をしている。グローバルな需給要因といったものがやはり価格決定上は大きいように見える。いずれにしても原油価格の動向は、今後の株価を左右する重要な要素として引き続き市場参加者に意識されているようである。為替相場、図表 2-10 である。(1)の黒い太線をご覧頂くと、ドル/円相場なのだが、夏場以降ずっとレンジ相場だった。しかし先週辺りから少し動きが出てきている感じがする。つまり一足早く対ドルで上昇を始めていた、ユーロの後を追うような形で円もドルに対して上昇してきている。ドルは主だった通貨に対して全面的にこの間安く、弱くなってきていて、この結果、主要通貨に対するドルの名目実効レート、これは(3)なのだが、ここのところかなり急ピッチで低下している。なお、昨日中国が利上げを発表している。これはやや急だったということもあって多少為替市場では狼狽的なドルのショート・カバーが入って、一旦ドルは上昇したのだが、段々冷静さを取り戻すにつれてまたドル売りの流れが強くなっている。この結果、円は106円の前半までまた高くなってきているという状況である。そのドル安の背景なのだが、幾つかのイベントがきっかけになっている。その一つが、8月のアメリカの貿易収支の赤字が大きかったこと、第二には、8月の対米証券投資が前月に

比べて減少したということ、それから第三には、イエレン・サンフランシスコ連銀総裁などが対外不均衡を問題視する発言をした、そういったことが材料になっている。いずれも経常赤字ファイナンス問題を改めて認識させる、そういったイベントであったと思うのだが、一方でこうした懸念をオフセットできるような良い景気指標もこの間は見当たらなかった。そういったことがドル安の動きを起動したというふうに見ている。図表2-12(2)であるが、経常収支赤字のファイナンス問題については、今後米国外の民間投資家、あるいは公的当局がどの程度安定的に投資を続けるか、そういった点が言うまでもないことだがポイントであろうというふうに見ている。図表2-13だが、いずれにしてもずっと低位にあった円の、あるいはユーロのインプライド・ボラティリティは、(2)でお示しするように足許がやや上昇に転じてきている。それから、(3)にあるようにリスクリバーサルは、このところプット・オーバー幅、グラフ上ではマイナス幅になるが、こちらが拡大していて、センチメントはドル安に傾き始めているようである。足許のドル安をリードしているのは、どうも今のところはヘッジファンドなどなのだが、レンジ相場を抜け出そうとする最近の気配が今後どの程度広がっていくか、その辺りはよく見ていく必要があるというふうに思っている。私からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。宜しいか。次は海外の金融経済情勢について、平野理事と堀井国際局長から願います。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

堀井国際局長

それでは先日配布したお手許の分厚い資料、決定会合資料3、参考計表で説明したいと思う。前回会合から二週間あまりの間に出た経済指標は少なく、また、これまでの判断に変更を促すものもない。図表1-1でアメリカの経済指標を見ると、5. 小売売上高であるが、9月前月比+1.5%と

なった。第3四半期の前期比を見ても+1.4%、堅調な増加が続いている。第3四半期には消費デフレータの上昇幅が縮小しているのので、実質で見ると個人消費の伸びが高まったものと見られる。内容的には、自動車購入の増加が効いている。8. 住宅着工はハリケーンの影響もあって、9月はさすがに前月を下回ったが、先行指標の着工許可件数は200万台の高水準を行っている。前回MPMでも申し上げたが、自動車販売とそれからこの住宅には、金利底入れに伴う駆け込み需要が影響しているものと見られる。この間、9. 資本財受注も9月は+2.6%増加した。ここでの表に数字が埋まっていないが、その後発表になって、9月+2.6%である。第3四半期、そこでは+0.7%と書いてあるが、前期比+2.2%になっている。これらの点を合わせてみると、日本時間で今晚発表される第3四半期の実質GDPは高めの成長になったものと見られる。一方、供給サイドの計数は弱めである。12. 鉱工業生産を見ると、ここ2か月横這い圏内の動きとなっている。第3四半期を括って見ても、前期比0.7%の増加ということで、その前期と比べて伸びが鈍っている。業種別には消費財の生産調整が響いている。雇用面は前回から新しい計数は出ていないが、強いて挙げると、7. にちょっと戻って頂いて消費者コンフィデンス。表に載せていないが、これも10月新しい数字が出て、実は92.8になっていて、3か月連続して低下している。その主因は将来の雇用に関する弱気化である。物価面では、17. 下段のCPIコア、9月は+0.3%と高めの上昇となったが、これには振れ易い中古車とか宿泊費の上昇が影響していて、第3四半期の平均というところでご覧頂くと+0.4%と低めの上昇となっている。ただ、足許ガソリンの小売価格は上昇している。図表2-1でユーロエリアの経済指標を見たいと思う。前回のMPM以降出たものを拾って見ると、まず4. 新車登録であるが、これは3か月連続の減少となった。7. 輸出に関して、前回も申し上げたように伸び悩んでいて、8. ドイツの海外受注も停滞している。さらに図表3-1、1. 中国の実質GDPがある。第3四半期は前年比+9.1%と一見減速したように見えるわけだが、これは前年の同期にSARS明けで高い成長になったことが影響している。その下にご参考まで



に、J Pモルガンによる季節調整済みの前期比年率を掲載している。これによると、第2四半期に投資の過熱抑制策の強化に伴って減速した後、第3四半期は再加速した姿が浮かび上がっている。前期の反動という側面もあるけれども、幾分強めというところかと思う。5. 固定資産投資についても、ここは年初来の累計前年比で表わしているが、これによると順調に低下している。ただ単月の前年比というのを口で申し上げると、8月に26%に低下した後9月は28%へと若干伸びが高まっている。それからこれも表にはないが、これまで順調に低下してきたマネーサプライの前年比も9月には下げが一服している。この間、9. C P I前年比は、食料品の価格上昇の一服から、9月には+5.2%と前2か月よりは僅かに伸びが縮まった訳である。しかし、除く食料品を手許で計算してみると、7月はこの5.3%のところに掛かるのは除く食料品で7月+0.8%、8月は+1.0%、9月は+1.3%というふうに着実に上がってきている。原油などの影響があるとは言え、経済の体温が上がっていることを示している。こうした情勢下、昨日の夕刻、中国人民銀行は金融機関の貸出、預金、それぞれの基準金利の引き上げを発表した。引き上げ幅は6か月物で貸出、預金とも18bp、1年物で27bpと、さらに期間が長くなるにつれて幅も広がる、そういうスケジュールである。しかも貸出金利については、一部金融機関を除き、これまであった基準金利の1.7倍という上限も撤廃すると発表した。下限は引き続き0.9倍である。実施は10月29日本日である。この利上げ策の趣旨について人民銀行では、「マクロ経済及び金融の運営は予期されたコントロールの方向に向かっている。ただ、最近の経済金融動向には依然若干の矛盾と問題があり、これまでの調整成果を強固にするために人民銀行は国民の同意を得て決定した」と述べている。図表3-2、N I E s、A S E A Nである。前回報告で申し上げたとおり、多くの国で輸出の増勢が鈍化していた。つれて、(3)の生産の方も頭打ちになっている。その一方で、図表3-3(6)に物価がある。エネルギー価格の上昇の直接、間接的影響などから前年比上昇率が高まっている国が少なくなく、そうしたもとでタイの中央銀行は8月に続いて10月20日にも25bpの利上げを実施

した。次に図表 4-1、アメリカの金融市場を見ると、(2) の長期金利であるが、原油高のもとで、その景気への悪影響を織り込む形で軟化している。実はこの後アップデートしていないが、その後株価が反発するにつれて金利も反発して、昨日では 10 年物国債利回り、この一番太い線で 4.0%強まで若干戻っている。それから図表 4-2 で、FF の先物金利である。これはあまり姿は変わらないが、11 月の FOMC での 25bp の利上げはほぼフルに織り込まれていて、12 月についても半分程度の確率で利上げがあるというふうに予想されている。さらに図表 4-3 であるが、(1) 株価。これまでは原油高、それから政治の不透明感をベースに弱い地合いを続ける中で、10 月中旬にはニューヨークの司法当局の保険ブローカーの告発というものがあって、大きく値を下げてきた訳だが、その後、この絵の外にいくけれども、刑事訴追は不要だと当局が発表し、また、原油価格も反落するにつれて、値を戻した。昨日の終値はほぼ前回 MPM 並み——ここにシャドーを付けているが——、その水準まで戻っている。なお、リスク関連指標については低位安定で変化は見られない。次に図表 5-1、欧州の金融市場、長期金利の方もアメリカとほぼ同じ動きを辿っている。ちょっと駆け足になるが図表 5-2、Euribor の 3 か月であるが、ご覧頂いてお分かりのとおり、一段とフラットになっていて、ECB の金融政策が不変であるという予想の期間が先に延びている形になっている。一方、BOE については、11 月の MPC で 25bp の追加利上げがあると一時は確実視されていた訳だが、先週前回 MPC の議事要旨が公表された。その中で生産の弱さ、それから現実がインフレターゲットのターゲットを下回るインフレ率であるといった言及があって、そういうことが明らかになるにつれ直近では利上げの観測がかなり後退している。なおエマージングの市場に関しては、最近の落ちてくる前までの原油高を背景に、ロシアでは通貨、それから債券が上昇している一方、原油高に脆弱な国、それからアメリカの景気に影響を受けやすい国——ラ米の国だけれども——の株・通貨が売られ気味となっている。エマージング市場の資金の流れは、流出・流入とも昨今あまり大きくない状況である。私からは以上である。

福井議長

ご質問等があればどうぞ。

中原委員

中国の利上げは、これから分析されるだろうけれど、やや予想外に早かったという感じを私は持っているのだが、その影響度はどうか。また、今後もこの種の動きが続くのか、これにより為替調整の方がむしろ遠のいたという見方もあるのだが、どういうふうにと考えたら良いのか。

堀井国際局長

私も、昨日北京で発表されたのが北京時間の6時過ぎ、こちらの時間の7時過ぎだった訳だが、1年物で27bpだけれども、予想よりも早かったなという感じは思っている。ただ、ステートメントと言うか、Q&Aなどを読んでみても、やはりシグナル——アナウンスメント効果と言うか——シグナルを出したな、旗を立てたなという感じがしている。一つは、これで国民の同意を得てと先程申し上げたけれども、政府、党も一体として、引き締めすべき状況だということをはっきりさせたという当たり前と言えれば当たり前なのだが、ということがある。もう一つは、これまでクレジット・ラショニングと言うか、窓口指導、あるいは規制といったもので締めていた訳だけれども、やはりそれを超えて市場機能を使って資源の配分を行っていく。ただ27bpだから十分な機能はできないけれども、ただそういう方向に一歩歩み出したのだというシグナルを出したものと考えている。やはり規制で締めてくると、資金がどうしても裏に回っていくということで、結局真面目にしていると損をするみたいな、そういう不満がどうも中国の産業・金融界で強くなってきたようであって、そうしたことも是正していくよという、こういうシグナルも併せて出したものと思う。変な話だが、日本も1973年1月に預金準備率を上げて、公定歩合を上げるのは4月といったそういう時もあったので、中国の場合は個別指導の強化

という旗を揚げたのが4月の終わりから5月、それで今度とちょっと距離はあるが、動き方としてはあの時に似ているのかなという気もしている。それから影響の方は、プラスの方はその裏の資金が表に出てくるといことで円滑な引き締めというのができるのかなと思っているので、安定、ソフトランディングという意味では勿論プラスになると思っている。ただ目先的には、非常に投機色の強い中国の株式市場というのがどういうふうに反応するのか、今後の事情を見ていきたいと思っている。最後に為替の方は、一応これで遠のいたという見方もあるのだが、私は、そもそも為替の自由化については粛々と準備を中国としては進めているのだろうと思っている。具体的に申し上げますと、まず為替を弾力化するためには為替市場の整備、これは直物、先物、少なくともインターバンクの市場の整備が不可欠であるので、そういうインフラを作っていく、しかもインターバンクだけでも国内に影響が波及しないようにすると、かつての日本での円転規制みたいなものをきちっと引いていかないといけないし、モニタリングの体制、報告の体制というのを作らないといけない。そういったことを準備しつつ、そちらの方でやはりタイムスパンが制約されているとされていて、利上げをやったから遠のくというものでもないのか、粛々とそちらを準備していくとこういうことかと思っている。

福井議長

他に如何か。宜しいか。それでは国内の経済情勢について、山本理事と早川調査統計局長から願います。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それではご説明する。時期的な関係もあって最初に配付した資料にはあまり新しい数字はなくて、昨日、今日と数字が出ている。従って恐縮だがバラバラと統計をご説明するような形になるかと思う。まず最初に参考計表を出して頂き、それからその次に今朝程お配りしたものの、それから今、

お配りしているものという順番でいく。最初に参考計表4だが、図表3を  
ご覧頂きたい。貿易統計である。貿易統計はご承知のとおり9月の実質輸  
出が若干の減少になり、その結果7~9月で見て前期比0.1%とほぼ横這  
いになった。一方、輸入の方は比較的スムーズに伸びているため、ここで  
ご覧頂く実質貿易収支、いわば一種の純輸出はマイナスになった。これを  
図表4のグラフで少しご覧頂ければ良いかと思うが、ある意味で少し、去  
年の前半に似たような感じになってきている。ちょうど去年の前半が輸出  
がほぼ横這い、そうした中であって輸入が増えていたために純輸出は少し  
マイナスと、このような姿であった。去年の前半というのはちょうどアメ  
リカの景気がまだ今一つぱっとしない、そうした中であってSARSが起  
こったあの時期である。そのような形に今、なっている。図表5をご覧頂  
き、輸出の中身については、これまでご説明していることからほとんど違  
いはない。米国向けが第3四半期減少になった訳だが、これは第2四半期  
増えた自動車輸出の反動減と、それから消費財の輸出の抑制、デジタル家  
電等、これは少し前に出したものが一時在庫に溜まっていたためにその調  
整をやっていた。現地在庫はかなり片付いたようだが、そのような感じの  
動きである。それからあと、アジア向けについても伸び率がご承知のよう  
に第2四半期、第3四半期とかなり鈍化している。これは図表7をご覧頂  
いて絵でご説明したいと思う。ご覧のように(3)にある資本財・部品は  
かなり堅調に増加している。中国向けについては例の建設機械が抑制策で  
相当大きく減っているのだが、にもかかわらず全体としては増加している  
という姿である。その一方で、弱いのは(2)情報関連財であり、一つは  
情報関連、これが弱くなっている訳だが、これは二つ理由があって、一つ  
は全体、世界的に見たITの調整が行われている、とりわけNIEs向け  
の輸出が減るということ。それに加えてこれも過熱抑制策絡みで中国の携  
帯電話基地局向け設備が減少している。一方、(4)中間財の減少は少し性  
格が違う。これは鉄鋼が典型だが、実は国内で足りない。従って結局、輸  
出を抑制している。これは需要サイドというよりも供給サイドによって輸  
出が減っている、こういう姿になっているとご理解頂ければと思う。輸入

は着実に増えているので特に申し上げるようなことはない。

図表 28、CGPI 関係である。まずCGPI の前提になる商品市況だが、ご承知のとおり国際商品市況はかなり上昇している。原油価格はここ二日間かなり下げたが、ご承知のとおりつい先だってまではWTI で見ても 55 ドルまで行っていた。それから (3) 銅とかアルミ等の非鉄関係だが、これも確かに一回大きく崩れたが、それでもレベルで見ると相当高いところで今、推移している。ただし、一点申し上げておかなければいけないのは、日本が輸入している中東産原油ドバイはWTI が 55 ドルだった頃でも 37~38 ドルであって、実は昨日は 36 ドル台。ひょっとすると今日はもうちょっと下がるかもしれない感じなので、我が国への輸入物価の面からの直接的影響は相当、WTI でイメージするよりは相当小さいということだと思っている。次に図表 29 の輸入物価だが、輸入物価は (2) の 3 か月前比でご覧頂くとお分かりのように 3 か月前比で +2.5% の上昇、グラフでご覧頂ければ明らかなように、ほとんどがグレーの部分、すなわち石油・石炭・天然ガスである。図表 30 は国内商品市況だが、こちらも基本的には堅調という感じである。鉄が強い、化学関係も強いとこのような感じである。石油は先程申し上げたような事情もあってC重油は若干上がっているのだが、むしろガソリンはやや下がっている位と、このような感じである。図表 31、CGPI である。3 か月前比で見ても 9 月は +0.4% であつたけれども、(2) のグラフのイメージをご覧頂ければお分かりのとおり、大体 3 か月前比で +0.5% 位の状態が半年強続いている。その結果、(1) 前年比は +1.8% まで来た。中身は (2) のグラフでお分かりのとおり、結局、点々のところ、これは主に石油、非鉄関係。それから縦縞、これは主に鉄関係、その他の素材は化学とかが上がっている。要するに軒並み素材関係が上がっている。先行きに関しては恐らく 10 月には米がまた下がるということがある。それから石油も先程申し上げたように、日本国内ではそう上がる訳ではないということを見ると、恐らく 3 か月前比 +0.5% より少し鈍化してこようかと思っているが、基調としては強めの動きを続けていくという理解かと思う。需要段階別については特に変化がない。

図表 33、C S P Iだが、C S P Iについては (1) の前年比でご覧頂いて、全体で $-0.3\%$ 、国内需給要因で $-0.8\%$ ということでほとんど変化がない。ただし、私共の現在持っている情報によれば、10月にはマイナス幅がある程度目に見えて縮むのではないかという印象を持っている。これまで物価指数の中で一番弱いのがC S P Iであった訳だが、10月というのはこれは価格改定期である。4月が一番大きいのだが10月がもう一つの価格改定期。これまで値引き要請で下がるが多かったのだが、今度の10月はあまり下がらないというようなことが、ここで言うと一般サービスとか不動産辺りで起こるといことが予想されている。やはり企業収益が良くなっているということの反映かと思う。

恐縮だが、追加図表その1の方へ移って頂きたい。追加図表その1は、図表 23 が鋳工業生産である。鋳工業生産は昨日出た訳であるから、皆さんご承知のとおり9月は予測指数が上昇だったにもかかわらず $-0.7\%$ の下降ということになった。この結果、私共が横這い圏内と申し上げてきた7~9月の生産が $0.8\%$ 減ということで、ある程度目に見える減少になった。結果的に7~9月の生産が減少になった理由というのを考えてみると三つ位あって、後程ご説明するように、一つは9月の数字まで見ると、IT関係の調整が結構真面目に行われているという感じが一つはっきり見られる。それから二番目は、これは別に予測比下方に振れている訳ではないのだが、自動車はこれは元々4~6月増加、7~9月減少の計画であり、そのとおり4~6月増加、7~9月減少になっているということがかなり影響している。最後にやや細かい話になるが、エアコンをはじめとする白物家電その他、猛暑関連の生産増が8月、9月辺りかなり反動減が出ていて、実は7~9月では若干減少になっているということ、この辺が影響している。なお、在庫が8月、9月とかなり増加している訳だが、この点については後程ご説明するようにご心配は無用である。基本的にはこれは自動車の動きとご理解頂きたい。先行きの予測指数は10月 $+0.9\%$ 、11月 $+1.6\%$ ということであるので、12月横這いとすると $+1.6\%$ の増加ということである。そういう意味では増加基調が続いているとも言えるし、若干これから

まだ下方修正があり得ると考えると、かなり横這いに近づいているというふうにも言えると、このような感じの姿かと思っている。因みに台風その他に関しては9月について経産省は「多分影響は出ていると思うが、現時点でどこにどれだけということは言えない」と言っていた。多分、地震の影響は新聞で騒がれている程ではないだろう。ただし10月に台風が2個来ているので、その影響はなにがしかあるだろうというのが現時点での経産省の話である。因みに図表24、グラフを少しご覧頂いておこう。そういう意味ではやはり足許の生産の動きというのは、結局去年の前半によく似てきている。輸出が去年前半横這っている局面で生産もやはり横這っていた訳だが、今回も均してみるとそれに近い姿になっているとご覧頂ければ良いかと思っている。図表26の在庫循環である。在庫循環は絵でいくと9月の在庫増によって第3四半期の数字が第1象限に頭を出したような形になっている。ただし、私共はこれは実勢ではないと思っている。と言うのは(3)資本財、それから(4)耐久消費財がとんでもない形で上に上がっているのだが、ほとんど専ら自動車である。例えば9月の在庫は1.9%増えたのだが、輸送機械の寄与度だけで2.4%ポイントあったという感じである。多分、経産省はこれは船待ちだと言っているが、それ以外にも10月に実は新車が幾つか投入されていたために9月末段階では作り込みが行われていたということが影響していると思っている。10月には落ちないかもしれない。11月にもまた新車が大量があるものだから、多分12月位にはこの在庫が落ちるのではないかと予想している。一方、注目の(5)電子部品・デバイス、今月から電子機械・生産財ではなくてズバリ電子部品・デバイスにさせて頂いたが、ご覧のとおり実は先月と比べると少し形は良くなっている。単月の動きを申し上げますと、今月は明確に生産減、出荷増、在庫減という非常に綺麗な形になっていた。なかなか在庫の前年比が落ちてこないのだが、これは実はたまたま去年のこの同時期、在庫が大幅に減っていたために、在庫を減らしてもなかなか絵に出てこないという感じであり、もし、今のような感じの調整をやっていけば11月辺りから1~3月に掛けて在庫がガッと落ちてくるような計算になるので、現時点で見る



限りそれ程、まだ相変わらず基本的には年末、クリスマス商戦次第ではあるが、それ程悲観するような状況になっていないと申し上げて良いと思っている。次に参考である。私個人的に特に好んでいる中小公庫の中小製造業の設備投資調査が出た。ご覧のとおりこれは最初からプラスだったのだが、今回+21.6%増へ上方修正である。(1)のグラフをご覧頂いてもサンプル数も非常に多いし、過去のパフォーマンスも非常に良い統計である。先だって短観の時に中小製造業の10.2%増というのは、これは本当は実力は大企業製造業より強いかもしれないと、多分ご紹介したかと思うが、これを見るとやはりそうかなという印象を持つ。

最後に本日ただ今お配りした8時半発表のアツアツの統計に移りたい。最初に図表14、雇用関係である。雇用関係についてはご覧のとおり有効求人倍率、またほんの僅かに0.01上昇した。新規求人数も相変わらず毎月毎月振れているが全体としては前年比で二桁、緩やかな伸びを続けていると申し上げて良いと思う。なお、最近話題のパート比率が少し頭打ち感が出ているというのがちょっと毎勤統計で出ていて、この辺実勢を見極めるのにもう少し時間を頂きたいと思うが、やはり職安統計で見ても有効求人倍率が上がっていく一方でパート求人倍率は少し下がるという傾向が、まだやはり9月も続いているようである。次の労働力調査だが、これも例によって振れの大きい統計ではある。従って、例えば雇用者数も9月前月比では若干の減少になっているが、前年比で見るとご覧のとおり6月、7月、少し心配したが8月、9月とプラスになってきたので、やはり雇用者数は増加していると申し上げて良いと思う。それから完全失業率は今度こそ4.6%まで下がった。相変わらず振れているが、均してみれば緩やかな低下基調ということで良いかと思っている。最後にこれは少し古くなるが、毎月勤労統計の確報が出ている。常用労働者数については変化がなかった。ただし、名目賃金のところが特別給与を中心に上方修正になっている。勿論、夏のボーナスは8月のウエイトは小さいから8月がプラスになったからと言って全体でマイナスという姿は変わっていないが、例えばこれでご覧頂くと、7月、8月と一応雇用者所得が僅かにプラスになって

いる。多分9月も何となくプラスでいけるのではないかなと内心思っているものだから、そうすると7~9月で一応プラスという形であり明確な感じではないが、下げ止まり感が少しははっきりしてきていると申し上げて良いと思っている。

次に図表17、個人消費関係である。個人消費は大体今、7~9月の数字が出揃いつつある訳だが、まず第一に耐久消費財関係は堅調である。ご覧のとおり新車登録は4~6月の落ちをほぼ取り返したような感じになっている。1~3月が強かったことを考えると強いということかと思う。それから家電販売も順調に増えている。懸念されていたオリンピック需要の反動減というのはほとんど見られていないというのが業界のコンセンサスである。他方で、百貨店・スーパーは芳しくない感じである。猛暑の時にあまり稼げなかった一方で、8月、9月と台風に祟られてマイナスということで、ちょっと耐久財関係と百貨店・スーパーの乖離が見られている。そうした中で今月はまだ色々な合成指数ができていないので、纏める意味で小売業販売額をご覧頂くと、小売業販売額はご覧のとおり7~9月はそこそこ増加した。ただこれは4~6月減少しているので、必ずしも何と言おうか、そんなに増えたという評価はできないと思う。均してみると基本的には耐久消費財程全体が強い訳ではないが、百貨店・スーパーのように弱い訳でもないをご覧頂いておけば良いと思う。最後に今朝程、家計調査の勤労者世帯が出た。9月単月はそれ程悪くはない。8月増えた後の小幅の減少だが、皆さんご記憶のように4~5月が物凄く強くて、その後6~7月が物凄く落ちたので、7~9月で均してみると結局、4~6月増加した分位、反動減が出てしまっている。これが主にサンプル要因であるということはほぼ間違いないと思っている。

消費者物価は図表27-1をご覧頂いた方が良いと思う。まず、9月の全国だが、除く生鮮で0.0%であった。前から申し上げていた-0.1%か0%と申し上げてきたのだが、ゼロの方が出た。申し上げるまでもなく、この石油製品というところの上昇が寄与している。他方、東京の10月が本日出ている。これはマイナス幅が0.2%拡大して-0.3%ということである。

主に米である。ご覧のとおり米が9月の+12.9%から10月-4.5%になっている。正直言って米の下落は少し小さめであった。10月に関する限り。去年の10月が11.6%上がっているから少し小さめであった。にもかかわらず0.2%マイナス幅が拡大しているのは、実は公共料金、電力が影響している。全国で見るといわゆる原油価格上昇等に伴う燃料費調整値上げと、それから東京電力の引き下げが結構綱引きするのだが、東京だけ採ると圧倒的に東京電力の値下げの方が勝つということがここで起こっている。一点だけ最後に、図表27をご覧頂き、あくまでご参考だが東京のCPIの総合がある。生鮮を除かないもの。これは今月+0.3%になっている。これは申し上げるまでもなく、台風等に伴う野菜の値上がりである。

本日申し上げた統計の中で、やはり注目すべきなのは、輸出・生産の動きではないかと思っている。この点に関しては先程もちよっと申し上げたように、去年の前半と同じような感じになっているということであり、では、去年の前半と比べてどうかということになると、恐らく内需の方の基本的な環境は去年の前半よりも比較的しっかりしてきていると思う。企業収益の増加は相当顕著であるし、雇用者所得も先程申し上げたように下げ止まり感がはっきりしてきているので、そういう意味では輸出が大幅に減らない限りはそんなに景気の腰そのものが崩れるという可能性は低いと思っている。リスクを言えばITの調整が長引いて、長引いているうちに先程、中国の利上げの話があったが、中国が急減速するというようなことがダブルで重なると結構厄介だが、ダブルで重ならなければと思っている。他方でしかし、当面、このITの調整が終わらないと輸出・生産の数字がそんなには増えにくいということもまた同時に間違いないと思っている。これは先月も申し上げたことだが、先日の支店長会議でもそういう発言が沢山あったと思うが、今、製造業で強いのが車と素材なのだが、これはいずれも生産能力のほぼ上限で走っているために、新工場でも建ち上がらない限り、直ぐには生産が増えない状況にある。むしろ先程申し上げたように鉄など輸出が減ってしまうような状況にある。従って、要するに能力が立ち上がってきているITの生産が増えないと鉱工業生産指数は今の稼

働率から見て、そう増えようがないという感じである。むしろその結果が先程ご覧頂いたような素材の価格の上昇、C G P I に現われているというふうにお考え頂ければと思っている。そういう意味では、恐らく企業収益は相変わらず良いと思う。多分、今、まさに中間決算の発表が始まりつつある訳だが、今後も例えば自動車はべらぼうに儲けているし、恐らく素材辺りの収益も大変な数字が出てくるということだと思うが、他方で数量ベースの数字は横這いに近い。企業収益を質的指標と言うのかどうか分からないが、ある種何と言おうか景気指標の量的な指標と質的な指標の間に乖離が生まれる。量的指標だけ注目すると、生産指数がこのような感じなので、例の景気動向指数も 50 前後を行ったり来たりする可能性が高い。けれど企業収益は増えている、このような姿になる可能性が高いと思っている。私の説明は以上だが、最後に一点、展望レポートの関係では先日、門間調査統計局参事役からお話をしたかと思うが、厄介なのは電話料金の値下げが予定されていて、これは現在の総務省のC P I の作り方を前提とするとほとんど影響が出ない。しかしながら、恐らく総務省は自分のところの話なので、なにがしかの影響を出す方向で指数の計算の仕方を変えるという公算が高いと思っている。そうなると恐らく、なにがしかのマイナス寄与が出てくるのだが、現時点ではその数字は分かりようがない。0.1%、0.2%、極端に言えばギリギリ 0.3%などということも思い切りやればできなくはないという状態だが、これは大変困った話ではあるが、そういう状態であるということである。私の説明は以上である。

福井議長

質問があればどうぞ。

岩田副総裁

今の最後の点だが、固定電話料が引き下げられるということか。

早川調査統計局長

然り。

岩田副総裁

あと接続料の方があがるが、あれはどちらの方向か。

早川調査統計局長

あれはC S P Iには効くが、C P Iにはほとんど効かないものだから接続料の上げはC P Iに出ないのである。

岩田副総裁

もう一点は原油なのだが、この参考計表の通関の原油輸入価格、図表 28 だが、これが 41 ドルというふうになっていて、ドバイとやや格差が出ているような気もするのだが、これはどう考えたら良いのか。

早川調査統計局長

まず第一に、通常、通関原油価格というのはドバイ+2 ドル強なのである。であるから、普段は我々がブレントとっているのはブレントが大体ドバイ+2 ドルなので、ブレントを見ているのだが、では2 ドル強というのは実は何を意味しているかと言うと、これは船賃と保険料である。要するに。そういう意味では、この乖離は今、若干大きめである。若干大きめというのは多分、輸入原油そのものが完全にドバイではないということと、それから実は船賃が今、上がっているんで、それも若干影響する。従って恐らくドバイ+2 ドルではなくてもうちょっと大きめに3 ドルとか乗せて頂ければ良い感じかなと思っているが、どちらにしてもW T I との比較で見れば全然比較にならないということである。

岩田副総裁

もう一点は輸出の伸びが鈍化して輸入が増えるということだと、外需の

寄与度というのはほとんどゼロ、あるいはマイナスもあるか。

早川調査統計局長

あり得る。

岩田副総裁

第3四半期。マイナスもあり得るか。

早川調査統計局長

あり得る。要するに元々去年の前半もそうだったのだが、別に内需の基調が変わった訳ではない。輸出だけが減っているような感じであるので、どうしてもネット・エクスポートで見るとマイナスになりがちであって、それ自体は実はそんなに悪い訳ではない。計算上は悪いこと、数字を押し下げる訳だが、内需の実勢がそんなに崩れている訳ではないということを表しているという意味ではそんなに悪いことではない。実は細かいことを言うと、去年の前半は私共の実質貿易収支ではマイナスだったが、GDP統計上のネット・エクスポートは僅かにプラスであった。これは実は去年のこの時期はSARSで海外旅行が減っていたために、サービス・貿易の赤字幅が縮小したので、ネット・エクスポートがプラスだった。今回はそれがないので、これが素直にGDPに反映されてしまうということである。

福井議長

電話料金の引き下げというのは、追加的デフレ要因として数えるのはおかしい気がする。

早川調査統計局長

それはだから…。

福井議長

万人にとって景気にプラスの要因。企業にとっても、個人にとっても。

早川調査統計局長

NTTだけは困るが。

福井議長

NTTのあまり合理的でない料金体系を修正しただけではないか。

早川調査統計局長

そういう意味では…。

福井議長

むしろ景気にプラスの要因をデフレ要因として数えるというのはおかしい。

早川調査統計局長

であるから、そういう意味では、この間の医療保険だとか医療費だとか煙草とかという類と同じである。これらは、上げの方であった。それと似たようなことが下げの方に起こると。

福井議長

同じであるけれど、そういう中でメジャーなファクターについては少し質的に見分ける努力が要るのではないか。

早川調査統計局長

そうであれば、要するに除く制度要因のようなことで考えるかどうかではあるが。

福井議長

これは単なる制度要因というのではなく、実質的に経済のディプレッションな動きの反映、あるいはディプレッションに影響を及ぼすという性格のものではないのではないか。

早川調査統計局長

元々しかし、物価というのはそういうものが沢山あるので。

福井議長

そう。

早川調査統計局長

特に今回非常に難しいのは、いつもであればこれが例えば、これ位効くということのを予め試算できるのだが、実は現時点では試算できない。私共のCSP Iについても今現在これをどういうふうに反映させるか、検討中という感じであり、総務省が検討しているのに、もっと早く出せと言える立場には実はない。元々、やや少し脱線気味になるが、いわゆる電話料金みたいなものは固定料金が幾らで従量料金が幾らで、そのプランによって値段が違うという、我々の言葉で言う典型的な非線型価格、ノンリニア・プライスというものなのである。ノンリニア・プライスについて言うと、では正しい価格というのは何かというのは実はあまりないのである。要するに、ノンリニア・プライスをなぜやるかということ、それは消費者が多様な選好を持っているからであって、言ってみれば効用関数の形が皆違うからノンリニア・プライスをやる訳である。ところが、指数論というのは正しい価格、物価を言えと言ったら効用関数を頂戴と、効用関数が決まっていなくて正しい物価は存在しない訳であるから、逆に言うとそもそも、皆が違う効用関数を持っているが故に非線型価格が行われるので、非線型価格が行われる時にイグザクトな価格を言えというのは実は無理で、ある意味で総務省も私共も色々な環境を考えてできるだけもっともらしいのを



作るといような性質になってくるということである。

武藤副総裁

米の価格は10月が-4.5%と下落幅は予想より少し小さかったが、この話は、豊作予想が平年作またはやや不作になったという話と整合的であると考えると良いのか。

早川調査統計局長

いえ、必ずしも実はそう思っていない。

武藤副総裁

そういうことではないのか。

早川調査統計局長

確かに豊作予想から平年作予想、ないしはやや不良の方向になってはきているが、実は昨年在庫がかなり残っているために、卸の値段は大体今、一昨年並みに戻っている。従って、前から申し上げている大体上がった分だけ落ちるといふのを標準に考えると良いかと思っている。従ってこれはちょっと、やや出回りの関係でまだ十分反映されていないということではないかと、取り敢えず思っている。

中原委員

同じような質問が続いて申し訳ない。電力料金は全国の電力各社でもう下げは決まったのか。来年1月に燃料費調整で逆にまた上がるという話もあるが。

早川調査統計局長

実は電力料金の引き下げはバラバラ出てくる。

中原委員

もう決定はしているのか。

早川調査統計局長

大体決まっていた。

春委員

10月からが1社。1月から下げるのが3社。まだ未定だが。

早川調査統計局長

然り。

中原委員

1月から3社…。

早川調査統計局長

あと断続的に出てくる。

中原委員

来年に入って。

早川調査統計局長

断続的に出てくる。その一方でまだ燃料費調整値上げはこの10月にあって、今のままいけば1月にもあるということなので、実は毎回上げ要因と下げ要因が潰し合っているような感じになる。であるから10月の全国について言うと、上げ要因に対して東電の下げ要因がちょっとだけ勝つという感じだが、ほとんど…。

中原委員

下げ要因が相当大きいということか。

春委員

統計だけ見れば下げる。

早川調査統計局長

東京だけ見れば下げる。であるから先程のCPI東京の10月を見るとかなりマイナスになっている。これは当然、東京だけ見れば東電が勝つ訳である。ところが全国を見ると全国の上げ要因と東電の下げ要因が綱を引いてほんの僅かなマイナス寄与という感じである。ということで電力は幸か不幸か当面あまり影響しない。

岩田副総裁

ガス料金はどうか。ガス会社も。

早川調査統計局長

上がるが、一方であれも色々、最近本当に何をやっているか分からない。一応、そういうことも全部計算してまあ大体、要するに先程の電話の不確実性以外は諸々の特殊要因は概ね想定の範囲内で動いていると思っている。

田谷委員

もう一回米に戻るのだが、先程のご説明では去年の前年比が+11.6%で今年は-4.5%なのか。基本的には上がっただけ下がると考えて良いのか。

早川調査統計局長

一応そう考えている。

田谷委員

参与会で0.5%下がるとおっしゃった。

福井議長

寄与度で。

田谷委員

寄与度ではなく。

武藤副総裁

寄与度ではなくて率。

田谷委員

率でC P Iに対して0.5%下げ要因になり…。

武藤副総裁

寄与度か。

岩田副総裁

寄与度。

福井議長

寄与度であろう。

岩田副総裁

寄与度である。寄与度でおっしゃった。

早川調査統計局長

そうであろう。そうすると私共の感触よりはちょっと大きめ位。私共は

実はこれまで+0.2%で効いてきて、これが-0.2%で効いてくるという感じであるから。

福井議長

なるほど。往復数えているのか。

早川調査統計局長

然り。

福井議長

そういう計算なのだろう。でもちょっと大きいなという気がして。

山本理事

あの時の前提は、まだ98という作況指数が出ていなかったのである。多分平年位であろう。そういう前提で話されていたと思う。そういう意味でちょっと大きいかなということではないか。

早川調査統計局長

本日お配りした図表 27-1 をご覧頂くと、高かった頃は要するに2割ちょっと上がっていた訳である。2割上がると寄与度は+0.2%なのである。従ってそれが裏返ると+0.2%から-0.2%に裏返るので、往復ビンタ0.4%ということになるが、確かに例えば1月、2月位にマキシマム0.5%はあり得る、往復ビンタで。要するに1月、2月は25%はいつているから、その時の瞬間風速では0.5%はあり得るが、年平均ではそんなことには多分ならないだろうと思う。

田谷委員

分かった。

福井議長

ひょっとしたらそういうことになるのだろう。先程の国際局の中国の利上げの説明の中で、金利の上限撤廃というのはどれ位シグニフィカントか。上限適用金利、つまり上限で踏みとどまっている金利のものがぎりぎり沢山いたのか。

堀井国際局長

そうではない。

岩田副総裁

あまりないだろう。

須田委員

ない。

福井議長

然程ない。

堀井国際局長

1.7倍以上の金利が付くかどうか、全くもって今時点では想像ができない。しかし、1.7倍は今まではそれ程バインディングではなかった。

福井議長

分かった。他にないか。次は金融環境。白川理事と山口企画局長お願いする。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料-5）

山口企画局長

例によって資料5の参考計表・その2をご覧頂きたい。まず図表1だが、クレ

ジット関連の指標である。(1) が銀行貸出の計数を載せているものだが、9月については、前回の会合の当日に数字が出て、簡単に説明させて頂いたところである。一応復習ということでご覧頂ければ、9月の前年比は-1.2%である。7月、8月、9月とほぼ同じような前年比での推移であり、7~9月均してみても-1.2%となった。流れとしては、これまでもお話ししてきているとおり、少しずつ前年比のマイナス幅が圧縮されるという傾向が続いていると理解して良いかと思っている。それから(2) 民間部門の総資金調達だが、9月は前年比-2.2%であり、これまた7月、8月、9月と同じような推移を辿っている。ただし、これについては4~6月も同じような前年比のマイナス幅であったので、ここ半年ばかりほぼ似たような感じでの推移が続いている状況である。次は図表2である。資本市場調達関連のうちCP・社債の発行段階における信用スプレッドである。CPについては、ご覧頂けばお分かりのとおり、引き続き極めて低い水準でのスプレッドが続いている。社債についても、多少の動きはあるが、非常に低いレベルということに変わりはない状況である。そういう中で公募社債の発行額だが、10月は4,200億円ということになっている。9月については、中間期末でもって少し発行が控えられたということ、また多少貸出等にシフトする動きもあるということを示したが、10月は、その反動が出たということもあって発行額が増えている。いずれにしても堅調な発行地合いが続いているという理解で宜しいかと思う。それからエクイティの方だが、転換社債については10月の発行は2,500億円程度である。9月発行額の2倍位の水準まで戻ってきているということである。これについても、途中ラップの数字だが、堅調地合いが続いている状況である。次に株式調達だが、10月は500億円ちょっとであり、これまでに比べると少しペースダウンしている感じである。大型の新規上場案件があり、この計数にはそれが含まれていないのだが、実際にはその部分がマーケットにとっては多少負担になったというようなことが言われている。もとより、11月はそこそこの数字に戻りそうだということであるので、特に大きな地合いの変化が生じているということではないと思っている。ただ、そう

は言っても、新規公開企業の初値と公募価格を見てみると、公募価格に比べて初値が下回るといったことも見られており、増資環境が少し変わりつつあるのかもしれない。今後はそうした問題意識を持って見ていく必要もあるのではないかと考えている。次に本日お配りした参考計表の図表3、ローンサーベイである。前2回の調査については、思いのほか資金需要判断が弱めに振れていた。どういう事情かなかなか説明が苦しかった訳だが、今回の調査結果を見ると、太めの点線の企業向けは、多少ぎくしゃくした後、また戻ってきており、じわじわと資金需要は増える方向にあるというのが銀行等の判断ということであろう。この点は大企業向け、中小企業向け、いずれについても同じような状況である。それから(2)貸出運営スタンスだが、これについても動きとしては非常に小さいのだが、前向きの動きがじわじわと継続している。この間、利鞘の設定スタンス、また信用枠設定スタンス、ともに動きが多少ぎくしゃくしてはいるが、全体感としては緩和方向のスタンスが継続している。次に図表4の(1)貸出態度判断のDIである。中小公庫の10月の調査結果によると、企業から見ての銀行の貸出態度は、小さな動きであるが、引き続き緩和方向での推移となっている。また国民公庫の調査、これは第3四半期の数字であるが、これについても水面下ではあるが緩和に向けての動きが続いている。それから(2)資金繰り判断だが、中小公庫、商工中金の調査については、ともに余裕含みの方向ということである。ただ、国民公庫については、多少逆に振れているが、流れとしては資金繰り緩和方向での動きと理解しておいて良いのではないかと考えている。それから図表5はマネー関連である。まず、(1)マネタリーベースだが、10月の数字はまだ途中ラップだが前年比は+4%ちょっととなっている。銀行券が前年比+2.1%、当座預金が+10%程度である。銀行券については(2)のグラフをご覧頂ければ、直近の1週間は前年比で+1.9%となっている。7日間移動平均の前年比は、9月末に掛けて多少跳ね上がった後、最近に掛けては低下するといった推移を辿っている。これから先については、中曽金融市場局長から11月1日の改刷に絡んで発行が膨らみそうだという話もあったので、その辺を頭



に置きながら見ていく必要があると思っている。それから (3) M2 + CDだが、9月の数字は、既に前回の会合でもご説明したように、前年比+2%ちょっとである。広義流動性については3%台の伸びが続いている。以上が計数のご説明であるが、金融環境全般としては、特に大きな変化はない。ただ、多少の注目点を言えば、増資の環境については、大きな変化が起きているとは思わないが、注意を持って見ていく必要があるように思う。また、ローンサーベイについては、このところトレンドが見えにくくなっていたが、我々の理解を裏付けるような結果が取り敢えず出てきたということである。私の方からは以上である。

福井議長

ご質問があればどうぞ。

岩田副総裁

一点だけ。そのローンサーベイの結果なのだが、図表3を拝見すると、(1) 資金需要判断で大企業向けはプラスが2期続いているのか。これは一回だけか。

山口企画局長

大企業向けは第3四半期が+3%ポイントである。その前の第2四半期が-9%ポイントであったので水面下から浮上してきたということである。

岩田副総裁

上がった。それは設備投資資金だと考えて良いのか。それともその内訳は分からないのか。

山口企画局長

ここでは内訳は分からない。ただ、アネクドータルな話としては、これまで申し上げてきているが、店舗の新築資金あるいは流通センターの建設

資金であるとか、工場絡みの建設資金であるとか、そういったものが出てきつつあるようだ。従って、ローンサーベイの結果も、そうしたことをバックグラウンドに置いての動きだろうと思っている。

岩田副総裁

むしろ内需関連だということか。

山口企画局長

そのように理解して良いかと思う。

福井議長

他に宜しいか。では経済・物価情勢の展望、展望レポートについての説明をお願いします。

#### 5. 「経済・物価情勢の展望」についての説明

山口企画局長

まず最初に、お手許に政策委員の大勢見通しの数字が配られていようかと思うので、それについて確認をさせて頂きたいと思う。一枚紙である。大勢見通しについては、2004年度は、実質GDPが+3.4%~+3.7%、中央値は+3.6%である。CGPIは+1.4%~+1.5%。中央値は+1.5%である。CPIのコアは-0.2%~-0.1%で、中央値は-0.2%である。それから2005年度の見通しであるが、実質GDPについては+2.2%~+2.6%。中央値が+2.5%である。CGPIは+0.2%~+0.5%。中央値は+0.3%である。CPIのコアは-0.1%~+0.2%。中央値は+0.1%ということに取り敢えずなっている。下に政策委員方全員の見通しを参考までに載せている。一応ご説明させて頂くと2004年度については、実質GDPが+3.2%~+3.7%。CGPIが+1.4%~+1.8%。CPIのコアが-0.2%~-0.1%。来年度については、実質GDPが+2.0~+2.6%。CGPIが+0.1%~+1.3%。CPIのコアが-0.1%~+0.3%となってい

る。これらの計数を頭に置いて、展望レポートの中で先般お配りした段階では空白になっていた部分について、以下申し上げるような形で記述させて頂いている。2 ページである。2 ページの第 2 パラグラフ、「国内企業物価は、」というところである。読み上げる。「原油価格の上昇や素材の需給引き締めなどを反映して、2004 年度中は上昇を続ける可能性が高い。2005 年度は、原油価格の一段の高騰等がない限り、上昇テンポは緩やかなものになっていくと予想される。」。それから数行置いて「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比は、」というところ。この後が点々になっていた訳だが、ここの部分については「今後、米価格が前年比で下落に転じることもあって、今年度後半も引き続き小幅のマイナスで推移すると見込まれる。2005 年度については、需給バランスの緩やかな改善が続くもとで、前年比で小幅のプラスに転じると予想される。」。このように書き込んだところである。それからもう一点。消費者物価の「予想される。」の後に、私共としてはこうした記述を加えてはどうかということで、一応書かせて頂いている。「なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは現時点では幅をもつてみる必要がある。」。わざわざこうした記述を入れた方が良いのではないかと思ったのは、一つは政策委員方の見通しが今程申し上げたような形で出たということ、もう一点はマーケットではCPIの小幅ではあってもプラスの見通しに関心が集まる可能性があるということ、それからもう一点は、景気と物価の乖離が続いている訳だが、そうした背後には生産性の上昇とか、あるいは企業の人件費抑制姿勢といった事情があり、これらの今後の展開ということになると、見通しがたい面が多い、不確実性が高いという事情もあること。これらの点を踏まえると「幅をもつて見る必要がある」ということを今回は特にはっきりと言っておいた方が良いのではないか、このように考えたということである。そのうえで、そうした記述をどこに書くかということもある。2 ページの下の方に（上振れ・下振れ要因）という章があるが、ここは経済見通しについて上振れ・下振れといった要因を整理して書いている。従って、ここに「物価について幅をもつて見る必

要がある」といった記述を入れると必ずしも落ち着きが良くない。やはりもし書くとすれば先程の消費者物価についてのセンテンスの後に、記述するのが良いのではないかと考えた次第である。あともう一点、実は先程9月のCPIの全国の数字が出て、前年比0.0%であった。基本的見解の本文中にはこれに応じて修正する部分はないと思っているが、背景説明等においては何かの修正が必要になるかもしれない。今、チェックしているところなので、何かあれば後程ご報告させて頂きたいと思う。私の方からは以上である。

福井議長

ちょっと確認だが、今、ご説明のあったカッコ書きのなお書きの部分。物価の先行き云々という文章についてであるが、これは後ろの方に上振れ・下振れ要因というリスク・ファクターを書く箇所があり、それとの関係で言うと、この上振れ・下振れ要因のところに書いてあることは経済全体がベースライン・シナリオ通りに動くのか、それがリスクシナリオに変わるのかどうかというそのファクターであり、このなお書きの部分はベースライン・シナリオどおりいっても物価の部分についてはなお幅を持って見るべきだという、そういう仕分けか。

山口企画局長

然り。

白川理事

そういう理解で結構である。

福井議長

ではそういう説明を前提に、内容的な議論は、皆様のご意見を伺った後で行いたいと思うが、今のような確認事項があればどうぞ。それでは討議に移りたいのだが、切れ目を見付けることが今後は難しくなるので、こ

ここでコーヒープレイクを取りたいと思う。討議に大分時間を要するのではないかという気もするので、コーヒープレイクは10時26分から35分までで宜しいか。

(午前10時26分中断、午前10時35分再開)

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

福井議長

それでは再開して宜しいか。会議を再開する。討議に移りたいと思うが、今日は展望レポートの内容を含めた金融経済情勢、それから次回決定会合までの金融政策運営の両方について同時にご発言頂きたいと思う。いつものように分離していないので、恐縮だが合計で最大7分以内でお願いできればと思う。今日は、須田委員、田谷委員、植田委員、春委員、武藤副総裁、岩田副総裁、福間委員、そして中原委員の順でお願いしたいと思う。最初に須田委員から願います。

須田委員

最初なので少し時間が掛かるかもしれない。まず、足許の金融経済情勢について海外経済の動向を見ると、気になるのは米国経済、とりわけその消費動向である。最近の雇用の伸び悩みに加え、足許9月の雇用統計における非農業部門雇用者数の増加数が市場の予想を下回ったことや、原油価格の高騰によるガソリン価格の上昇等を受け、消費者マインドも大幅に低下している。ただ、9月の雇用統計の予想比下振れの部分はハリケーンの影響であったという分析もあるので、雇用の増加ペースの判断は10月の雇用統計を見てからにしたいと思うほか、原油価格動向についても注視したいと思う。また、今後の消費動向を見通すうえで、これから始まるクリスマス商戦に注目している。クリスマス商戦が想定通り無難な結果に終わるようであれば、景気拡大のテンポが減速しているのは事実だと思うが、一部で懸念されているような景気の失速はないのではないかと考えてい

る。

一方、国内経済については前回会合以降に公表された指標を見ると、輸出の増勢の鈍化が改めて確認されたほか、個人消費ではマインド面での好調さは持続しているが、台風等天候要因もあって販売統計にやや弱めの動きが見られる。鉱工業生産指数は、7～9月期は前期比マイナスになった。ただ、台風等天候要因を割り引いて考える必要もあるほか、10月以降の予測指数はプラスとなっているので、ここで大きく下を向いたと判断を修正する必要はなく、横這い圏内の動きであり景気の減速を裏付けるものだと理解している。

今後、気になるのは、日本の場合も個人消費である。名目賃金が小幅プラス化し、冬のボーナスは増加するのではないかと期待があるが、素原材料価格が上昇している状況下で、企業が収益を確保しようとするため、人件費の抑制姿勢はかなり根強いと思っている。従って、雇用者所得が下げ止るとしても好転するのはなかなか難しいと考えている。相次ぐ台風上陸や地震の影響もあり、実際の消費の動向に加え、連日の被害報道等によるマインド面への影響はないか、注視したいと思っている。また、IT関連については、気になる在庫の状況は、前月比で見て電子部品・デバイス工業は減少、情報通信機械工業は横這いであった。また、両方とも出荷が増えている。半導体・電子部品の輸出は少し持ち直している。こうした傾向が続くならば、足許の調整は比較的軽いもので済む可能性がある。内外のIT関連企業のこれまでの決算動向を見ても、ばらつきはあるが、全体としてはその可能性が高いと見ている。

こうした足許の動きを踏まえ、日本経済の先行きについては、米国を中心とする海外経済が巡航速度へ減速するという想定のもと、日本経済の成長も減速するが、潜在成長率を上回る成長率が実現できるというのがメインシナリオと考えている。海外経済の調整が本格的なものにならずに一時的なものにとどまって、輸出が徐々に増勢を取り戻し、企業部門から家計部門への所得の波及がなかなか期待できないため、個人消費というエンジンはなかなか点火しないものの、もう一つのエンジンである設備投資は、

企業収益の好調を受け、積み上がったキャッシュ・フローを背景に増加を続けると考えられる。実際、設備投資の好調さは大企業製造業だけでなく、地方にも、また中小企業にも波及が見られる。

原油価格は当初想定したよりも高止っているが、原油の高騰は需要の増加に投機資金が拍車を掛けたものであり、景気が減速すれば価格はある程度下がると考えられる。また、過去に比べて物価が上昇しないため、各国が急激に金融引き締め政策を採る必要に迫られていないことや、実質賃金の下方硬直性の程度が低下していることなどを考えると、原油価格がある程度高止っても——今回の原油高が過去 20 年近く続いていたレンジをはっきりと上に抜けたことを考えると、私は、原油価格が高止まる可能性がかなり高いと想定しているが——、景気回復は持続できると思っている。なお、物価についてはその波及効果が幾ばくか出てくることが考えられる。

構造的な調整圧力については、各種の規制緩和や金融・税制・歳出等の分野における政府の改革も含めて考えると、まだまだ道半ばと言わざるを得ないが、非金融部門に限って言えば、直面する構造調整は、一部の業種では遅れが見られるものの、全体としてはかなり進捗している一方で、金融機関の不良債権問題は全体として大きな峠を越えたと言える。従って、多少の循環要因で景気が減速することはあっても、国内要因から景気が腰折れする可能性は少なく、息の長い成長が続くと考えている。今、申し上げたような景気のメカニズムを考えると、「経済・物価情勢の見通し」のトーンは基本的に執行部案で良いと思う。

「上振れ・下振れ要因」については、要因の順番も含め基本的に異存はない。ただ、4月の展望レポートで指摘していた、米国の「双子の赤字」等を巡って、海外金融・為替市場に大きな変動が生じた場合には、世界経済に悪影響を及ぼす惧れがある、という部分については、今回、背景説明に含まれるのみとなり、原油価格やIT関連財の影に隠れてしまった感がある。私としては4月の時点と同様に重要な指摘だと捉えているが、基本的見解から消えることが誤解をもたらさないか気になる。それを避けるためには、長くなるが、基本的見解に入れておいた方が良いとも思う。皆様

の意見を聞きたいと思う。

また、本日配付された「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の執行部案を見ると、「経済・物価情勢の見通し」のパラグラフの最後にカッコ書きの記述がある。物価については政策委員会の大勢見通しは十分幅があるので、この記述はいらなと思う。勿論、私としても自分の提出した計数に絶対の自信がある訳ではないが、各人がピンポイントで見通しを出したうえで、「経済・物価情勢の見通し」にこうしたエクスキューズを書くことは、提出した計数に自信がないと公言しているように感じる。従って、見通しについての約束を伴った現行の政策に対する信認を損なわないか心配である。ピンポイントで予想が出し辛いということが、その文章がそこにある理由であるなら、かつてやったことがあるように幅を持って見通しを出すことも認めるということではないかと思う。

今回の展望レポートについては、事前の報道合戦で計数が踊った。一連のこうした報道は、「政策委員の多くがゼロ%を超える見通しを持っても小幅であるため、量的緩和政策は続く」という数字と政策を直接結び付けたものとなっている。本日の展望レポートの公表にあたっては、ニュース・バリューが落ちた計数ではなく、展望レポートの本文そのもの、つまり景気のメカニズムに焦点が当たるように情報発信ができれば良いのではないかと思っている。また、今回の展望レポートの見通しのもとでは、来年度内に現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではないが、持続的な成長が続くが物価が反応しにくいという状況のもとでは、枠組みの変更の判断も、それからその後の対応もゆっくりできる可能性が高いこと、しかし情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応すること、また、市場関係者が金融政策の先行きを予測するうえで参考となる基本的な判断材料も含め、丁寧に説明する方針であることなど、枠組み変更時期が差し迫っていないこの時期に、今後の金融政策についての大まかな考え方を金融政策運営のパートに付け加えておくのが良いのではないかと思っている。それに加えて、金融政策の枠組みを変更する際の具体的な調整方法について問われた時の答えのコアの部分を、この際ボードメン



バーで共有できたらと思う。枠組み変更に当たっては慎重に調整を進めるということだと思うが、その時のキーワードはこれまでボードメンバーの対外発言にも見られるように、金融市場の安定の程度と短期金融市場の機能の回復状況の確認ということであろうし、長国オペのあり方も含め調節手段の発動の仕方については、その判断に当たってのキーワードは金融調節上の対応力と予見可能性への十分な配慮ということではないかと思う。これで十分かどうかは定かではないが、このようなコアの部分で共通を持ちながら、各メンバーが噛み砕いて説明することで、次第に政策委員会の考え方をマーケットと共有できるようになれば良いのではないかと考えている。最後に、次回金融政策決定会合までの金融政策調節方針についてだが、現状の金融政策スタンスを継続することで良いと思う。以上である。

福井議長

次は田谷委員、願います。

田谷委員

まず、最近の金融経済情勢に関してだが、前回会合から2週間少ししか経っていないにもかかわらず、幾つか重要な展開があった。この第3四半期の実質輸出が前期比ほぼ横這いとなったし、鋳工業生産が、台風の影響もあってのことだが、前期比減少となった。これは主としてIT関連財の世界的な在庫・生産調整を反映した側面が強いものだと思う。調整は少々長引くかもしれないが、前回、2001年の時のように大幅なものにはならないとの見方が多いようだし、今のところそうした見方で良いように思う。現在の我が国の景気局面は、景気回復が続くもとで一時的に回復ペースが鈍化した状態といったところかと思う。企業収益は好調で投資が底堅く、先週の支店長会議でも話題となったように、その波及効果が地域的な広がりとなって見られるようになってきたし、雇用・賃金の下げ止まり傾向もあって消費も底堅く推移するものと思われる。輸出の足踏みだけで景気後退局面入りということにはならないと思う。輸出環境は足許若干悪化して

きているが、今後のポイントの一つは、今、須田委員もお触れになられたが、米国の内需だと思う。特に米国の内需、そのうちでも消費が問題になる。元々、減税効果の剥落、モーゲージ・リファイナンスの減少といったことがあるし、エネルギー価格が上昇したり、雇用の改善が緩慢であるといったことも加わり、各種消費者コンフィデンス指数もここ数か月下がってきている。消費の動きによっては設備投資も影響を受けるであろう。これらの点が不透明要因である。一方、中国の情勢は北京事務所や国際局の高橋審議役の出張などによる様々なヒアリングなどから判断しても投資過熱抑制策の一部について、やり過ぎの手直しが行われているようで、その結果もあって生産拡大のペースが依然として早過ぎ、電力不足が常態化するなど、現状は過熱再発の懸念があるということのようである。その一つの結果として昨日のような金利引き上げといった動きも出てくるのだと思う。しかしながら、当面、中国は力強い成長を続け、東アジア経済を活性化、あるいは下支えする要因であり続けそうである。その他多くの東アジア諸国については、原油価格上昇の影響もあるかもしれないが、主として世界的なIT関連財の在庫調整から、景気拡大テンポが幾分鈍化してきた。そのIT関連財の在庫調整だが、これも須田委員と同じだが、軽微なものにとどまるとの判断を変える理由は今のところ見当たらないと思う。例えば、IT企業が多く上場されているNASDAQ市場のニューヨーク・ストック・エクスチェンジに対する相対的な動き、あるいは米国におけるハイテク企業の7~9月期決算や来年前半までの収益予想といったミクロ情報は決して悪いものではない。我が国でも最近、これまでの中国における投資抑制の影響を受けた分野の株価は冴えないものだったが、IT関連の株価は相対的にしっかりしていた。次に展望レポートについてコメントする。今年度、来年度とも経済は成長を続けると想定しているが、そのペースについては比較的慎重に見ている。特に設備投資、外需について慎重である。設備投資についての若干の慎重さは、外需の見方からきている。外需についての相対的に慎重な見方は、IT関連財の在庫調整が軽微なものながら若干後ずれするのではないかと考えた結果であるし、円高

の可能性をより強く見た結果でもある。最近程度の円相場の振れであれば全く問題はないが、それを超える可能性が強まっていると思う。前回会合でも触れたように、為替の大幅調整が発生するタイミングを予知するのは可能ではないと思うが、大幅なドル安が起こる可能性をリスクとして念頭に置く必要性が高まってきたように思う。コアCPI変化率については、GDPギャップがほぼ解消されつつあるもとの、物価上昇圧力が川上から川下へと、より伝わっていくことにより今年度の若干のマイナスから来年度は若干のプラスになると予想した。ただ、その変化幅は非常に小さなものにとどまるとも考えた。生産性の伸びが続くもとの金融や小売などサービス分野では雇用の非正規化がまだまだ続き、ユニット・レーバー・コストは低下傾向を続けると思う。先程もパートの有効求人倍率は段々下がってきているということはメンションされていたが、まだ依然として1.3という状態であるから、こういうことが言えるのではないかと思う。この判断は先週の支店長方との議論の結果でもある。その結果、物価上昇圧力がなかなか最終財のレベルに達しないと思う。そこで今回のレポートでは、2005年度のコアCPI変化率の中央値が小幅とは言え、プラスとなっているが、想定されている金融経済情勢のもとでは量的金融緩和解除の第二条件をクリアしたことにはならないと思う。そうした考えを市場と共有していくことが必要だと思う。この観点から、先程、須田委員が随分詳しくお触れになられ、この展望レポートの金融政策のパートのところに色々な点を付け加えるということをおっしゃっておられたが、私もその方向で後程議論してみたいと思う。最後に当面の政策としては、現状を維持することが適当と思う。供給オペの一部が厳しくなっているようだが、市場のニーズに対応することによって目標を達成するようにして頂ければと思う。以上である。

福井議長

次は植田委員からお願いします。

## 植田委員

まず中国と米国だが、実体経済そのものに関するデータ、それから貨物船の運賃、原油価格、あるいは商品市況、こういうものから判断すると、思った程は減速していないというように思う。特に米国は第3四半期はかなりの成長率でリバウンドしたということだと思う。ただ、ここまでの両国の経済の若干の減速、そしてそれも一因となったハイテク分野の調整が合わさって各国で貿易、生産は程度の違いはあるが第3四半期にかなりはっきりと減速したということだと思う。ただ、中国、米国もリスクはあるが、第4四半期に掛けてまあまあの姿で行きそうなこと、それから皆さんお触れになったが、ハイテク分野の在庫調整等も短く浅めで済みそうということなので、さらに日本については内需関連の底堅さということもあるから、先行きについてのメインシナリオは恐らく大まかに言って、我々の4月に持っていた見方よりはかなり上振れ、7月と比べると極く僅か下方修正程度でいく、ということだと思いたい。ただ、こういう見方に様々なリスクがあることは事実である。IT分野の話もあるが、世界的に見ると恐らく特に原油や一部の一次産品の当面の供給能力から言うと、世界経済の成長率はやや高過ぎるということではないかと思う。ここに加えて中国国内には色々なボトルネックの問題があるし、アメリカも大幅な経常収支不均衡、赤字を抱えているということである。特に原油周り等について言うと、若干のスローダウンが必要な訳であるが、これを原油高でもたらずのか、あるいは金融引き締めでもたらずのかというようなバランスかと思う。アメリカは金融引き締め、あるいは金融緩和の程度を弱める動きに転じている訳だが、先程お話があった昨日の中国の金利引き上げで、もう一つ調整のある種ツールが加わったということは、ある意味では世界経済全体としては歓迎という面もあるのかと思う。その周りをさらに申し上げれば、我々のメインシナリオ、あるいは世界の色々なエコノミストのコンセンサス・フォーキャスト等はある前提を置いているのだと思う。それは何かと言えば、これまでの原油高、あるいは若干のアメリカ、中国等の引き締めによって世界経済が今後若干スローダウンする。それに

よって原油需要も多少後退して需給のバランスも取れるし、投機的な原油高も剥げていく、という辺りが前提とされているのだと思う。ただ、これは両サイドに当然だがリスクを抱えている。片方では、これまでの原油高等ではあまり需要が落ちずに、従って一段の原油高あるいは一段の金融引き締めが必要になる、というややハードランディング的なシナリオが考えられる。また、逆方向ではこれまでに起こった動き——原油高を含めてだが——が、思った以上のスローダウン効果を、例えばアメリカの今後の消費動向等にもたらして、それによって経済がメインシナリオよりも下振れるという可能性もある訳だと思ふ。特に下振れ方向のリスクが顕在化した場合には、アメリカの経常収支赤字問題に一段と注目が集まりそうな市場地合いになってきていることもリスクと感じる。という訳で景気見通しはかなりの幅を持って見ないといけなと思うが、先程来、話があったようにそれ以上にある意味で物価見通しが日本については難しいということだと思ふ。言うまでもないが、コアCPIから一時的、制度的要因とか石油の動きを除くと、ここ1年位の実体経済の改善傾向にほとんど反応していないということである。この説明として生産性や非正規雇用要因を指摘してきた訳だが、先行きを読むには、こうした要因の持続力を景気見通しに加えて読まなくては行けないということになってくる。先程拝見した皆さんの出された見通しを見ると、こうした物価を抑えている要因がまだある程度は続くだろうけれど、徐々に弱まって行って、従って景気回復が持続するというメインシナリオのもとで物価にも若干上昇圧力が掛かってくるというシナリオで皆さん出されているように思う。その中で上昇圧力の強さとか、一時的要因の読み方の微妙な違いが、微妙な数字の違いになって現われている程度というふうに思う。ただ、これもさらに両サイドにリスクがあると思ふ。景気が上振れたり、あるいは現在働いている物価下押し方向の供給サイド要因が意外に早く消える、ということによる物価上振れリスクは当然あるし、また、景気下振れによる下方向のリスクもあるということだと思ふ。ということで、レンジが物凄く広いという意味では必ずしもないが、色々なシナリオが可能であるという意味で物価の先行

きに不確実性がかなり高い状況かと思う。ここは須田委員とちょっと違うが、それはある程度認めていった方がアカウンタビリティは高いのかなという気もしないではない。展望レポートの書き方としては、先程のなお書きのところを残すという書き方で私は良いかなと思うが、またちょっと違う書き方としては「小幅のプラスに転じる」とまでは書かずに、+0.1%であるから、「あまりはっきりとしたプラスにはならないと見込まれる」という書き方はあるかなと思う。いずれにせよ、そういうことで、ただその上で来年度後半に掛けてインフレ率が少しプラスになっていく可能性は依然としてある訳だが、それでどうするかという金融政策上の判断はその時点でのそこから先の経済見通し次第ということだと思う。当面は先程のメインシナリオに従って、金融政策は現状維持で宜しいかと思う。以上である。

福井議長

春委員、願います。

春委員

まず、前回会合以降、海外経済を見ると米国は拡大基調が続いていると考えるが、大型のハリケーンが連続する中で9月の小売売上高は増加している。一方で9月の生産が幾分減速。消費者のコンフィデンスが低下するなど、ややまちまちな感じもある。中国は政府による抑制策やインフラ制約の中でも、7~9月期のGDPが実質的に加速しているなど、昨日の利上げの効果はよく分からないが、少なくとも現状高めの成長を続けていると思う。

国内は、個人消費の回復の鍵と見られる所得面では、本日の9月の完全失業率は低下、有効求人倍率は小幅上昇だったが、7月からプラスとなっていた雇用者所得に加えて、8月の毎勤統計で特別給与が上方修正されて、一時的要因はあるが一人当たりの名目所得も前年比プラスとなっている。9月の消費者態度指数は6月比改善している。生活意識に関するアンケート

ト調査の景況感も改善している。企業面でも中小公庫の調査での中小企業の設備投資は製造業を中心に高水準であるし、10月のローンサーベイでは企業向け資金需要DIが大幅に改善してプラスになっているなど、前向きな循環が進んでいることが窺えるのではないかと思う。

一方で懸念材料としては、7~9月の輸出が横這い、生産は予想外の減少になった。中小公庫や商工中金のアンケート調査でも中小企業の業況感、景況感については回復は足踏みという評価になっている。それから原油価格の上昇が続く中で、ここへきて軟調な株価やドル安、さらには相次ぐ台風襲来や中越地震など農業生産をはじめ企業活動や生活に深刻な影響を与える重大災害が多発している。総じて先行きの不透明感は前回会合の時より若干高まっているように思う。

次に展望レポートについて申し上げる。執行部の展望レポートに関する原案には特段の異論はない。若干コメントをさせて頂くと、景気は原油価格高騰やIT関連の需要調整の影響を受けて、若干の減速はあるが、国内における前向きな循環が進んで、緩やかながら持続性のある回復によって2004年度は+3%台、2005年度は後半若干持ち直して+2%台の成長を想定した。

原油価格の先行きは不透明だが、米国のDOEの最近の予測や先物相場を勘案して若干の下落を想定した。IT需要の調整については、今回は大方の見方に沿って、比較的谷が浅く、期間は短いと考えた。

前向きな循環に繋がる動きとしては、このところ、企業経営において三つの過剰の解消や企業収益の改善などから、攻めの経営への転換が進んでいるように思う。幾つかの例を挙げると、雇用の確保を主たる要因として、北海道、東北、九州などでの大型設備投資計画が動き出していることや、主要企業の2005年度大卒採用が7年振りに二桁増加という報道もあった。大企業中心だが、経団連のアンケートではこの冬のボーナスも前年比プラスとなるなどがある。こうした動きが続けば、雇用環境の改善から雇用者所得への波及が進み、内需は底堅い動きが想定できると思う。

企業物価は原油価格高騰、素原材料の上昇で2004年度は1%台のプラ

ス、2005年度は原油価格の若干の下落はあっても中国等の成長持続や国内での需給ギャップ縮小を映じて小幅なプラスと想定する。

コアCPIは、9月は0.0%となったが、2004年度は10月以降の米の価格の前年反動減や電気料金の引き下げなどマイナス要因もあるので、小幅のマイナスを継続するものと思う。2005年度は需給ギャップの縮小、雇用者所得の改善などから、いわゆる川下への波及も進んで、小幅ながら前年比プラスとなる可能性が高いものと考えている。

なお、先程執行部から提案された鉤カッコで表示されたなお書き部分だが、上振れ・下振れ要因として記載するのが自然とも思うが、重要なポイントと思うので、提案の場所に記載することについて私は特に異論はない。

次に上振れ・下振れ要因について申し上げますと、原油価格は、当面最大のリスクで、先行き不透明と思う。これから冬の需要期に入ることを考えると、当面、高値継続の可能性が強いと思う。これまでの行き過ぎと思える原油価格が反転するとすれば、そのきっかけは一つは中東情勢に安定の兆しが見えること、あるいはもう一つは中東やカスピ海岸の旧ソ連地方、または西アフリカ等で、これまで慎重に見えた産油国やメジャーの本格的な生産能力の増強計画が動き出す時ではないかと思う。ただし、日本に関しては既に見られている代替エネルギーの利用拡大とか、エネルギー利用効率の改善、さらには相対的に重質油の多い輸入構成などから、日本経済の原油価格上昇に対する抵抗力が強く、原油価格上昇の直接的な影響は限定的と思う。

国内の金融市場については、このところの株安、ドル安がさらに進行する場合は、下振れ要因となる。特に為替については、9月短観での想定為替レート等から現状程度であれば、影響は限定的だと思う。なお、可能性は小さいとは思いますが、現状のドル安が、大統領選挙後の「双子の赤字」の動向に関する見方からドルあるいは米国経済に対する信認の低下に繋がるような場合には、大きな変動要因となる懸念があると思う。

金融システムについては、金融機関全体として不良債権処理も進み、収益力も強化されている。またペイオフ解禁に向けての準備も着実に進んで



いると思う。この面で下振れリスクは縮小しているが、なお注意が必要だ  
と思う。

次に金融政策運営については、今回の展望レポートに関する市場の関心  
が高く、既に市場でも予想されていることだが、2005年度のコアCPI  
を小幅ながら前年比プラスと公表するに当たっては、市場に予想外の反応  
が出ないような配慮が必要だと思う。ポイントとしては現状の3条件は変  
えないこと、当面、量的緩和政策はしっかり堅持すること、一方で解除に  
向けての見通しは徐々に開けつつあり、景気回復の認識や、これに応じた  
金融政策運営方針について、今後も十分な情報提供を行っていくことなど  
と思う。何人かの方がおっしゃっておられるが、そうした点について展望  
レポートと一緒に政策委員会として共通のメッセージを出して、それを前  
提にメンバーが今後、それぞれの言葉で情報発信していくことが宜しいの  
ではないかと思う。

最後に当面の政策運営方針について申し上げる。前回会合以降、短期金  
融市場は比較的落ち着いた状況が続いて、現状、ペイオフ解禁後にまたが  
る長めのオペでも特段の期越えのプレミアムが付いていないとの報告で  
あった。当面の当座預金残高目標はこれまでの30~35兆円を維持してレ  
ンジを有効に活用し、また必要があればなお書きを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、資金供給オペの応札倍率が低下しているという報告があった。当  
面の新札発行に伴う銀行券需給への不透明感もあるようである。金融調節  
の困難さが高まる方向に向かう可能性もあると思うが、引き続き市場との  
対話を続けながら、肌理細かい調節を行って頂きたいと思う。以上である。

福井議長

次は武藤副総裁から願います。

武藤副総裁

まず前回会合以降に公表された計数について、三点申し述べたい。第一

は輸出と生産に関するものである。輸出は7~9月が前期比+0.1%とほぼ横這いとなった。生産は7~9月が前期比-0.8%となったが、10~12月の予測は+1.6%となっている。7~9月の減少は台風という天候要因に影響されている面もあって、生産は引き続き増加基調にあると考えられる。こうした輸出・生産の動きは海外経済の減速を受けたものであり、予想の範囲内と言えるのではないかと思う。第二は家計支出であるが、百貨店売り上げ等の販売統計や外食売り上げにやや弱めの指標も出ているが、これも天候要因の影響が大きいと思われる。家電販売や消費マインドは引き続き堅調であり、やや強めという消費の基調に変化はないと見ておいて宜しいかと思う。第三に物価だが、9月の国内企業物価は+1.8%、また、本日は9月のコア消費者物価は0.0%という数字が公表された。消費者物価の0.0%は市場予想比どちらかと言うと上振れているのかもしれないが、今後の状況等を考えると、いずれもこれまでの動きから大きな変化はないと見て良いのではないかと思う。このように足許の経済指標にはやや弱めのものが見られるが、天候要因も影響しており、前回会合時の「わが国経済は回復を続けている」という判断の範囲内の動きと考えている。ただ、天候や先日の地震の影響は、今後注意深く見ていく必要があるかと思う。実体経済面ではプラスとマイナスの両様の影響が出る可能性があり、特に生産や公共投資、建設需要への影響が考えられる。物価面でも野菜等はかなり値上がりをしている。また、10月以降の米価格に影響するという指摘もある。いずれにせよ、今の段階では影響の有無、程度は不確実であり、今回の展望レポートに織り込むことはできないと思うが、この点については、丁寧に点検していきたい。

この間、金融・為替市場では長期金利が総じて落ち着いて推移した。一方、株価は米国株価の下落等を材料に前回会合以降、下落した後、本日は10,700円レベルで推移している。また、為替相場も米国の景気や経常赤字を巡る懸念等から、最近では円高方向で推移している。こうした動きは今のところ市場の振れの範囲内と思うが、短期的な振れであってもその程度や方向によっては経済活動に対して様々な影響を及ぼす可能性がある

ために、その動向はしっかりと見極めていきたい。

次に展望レポートについて述べてみたい。まず今回の第一のポイントは、海外経済や我が国の輸出・生産に足許やや弱めの指標が見られる中で、先行きの景気回復の強さをどう評価するかという点であろうかと思う。海外経済は原油価格の高騰やIT関連需要の減速もあって、やはり成長のスピードが幾分落ちていて、これを受けて、我が国の輸出や生産もやや伸びが鈍化すると見ておくべきであろうと思う。ただ、米国は企業部門が好調であり、持続可能なペースで着実な拡大を続けると考えられるし、中国も引き続き投資過熱のリスクはあるものの、基本的に高い成長を持続すると見られる。昨日の利上げの効果、影響がどのようなものになるのかの評価はもう少し時間が掛かると思う。いずれにしても世界経済は拡大を続けるという評価で宜しいかと思う。そのうえで、我が国については企業の過剰投資、過剰債務、過剰雇用や金融システムの脆弱性といったこれまで経済の回復を遅らせてきた構造的な要因の調整はかなり進んでいると考えられる。こうした調整の成果にも支えられて、これまで想定してきた前向きな循環、すなわち輸出・生産の増加が企業収益の好転や設備投資の拡大を促し、これが雇用・所得面の回復を通じて家計にも波及するという流れは維持されていくというのが中心的な想定であろうかと思う。以上を踏まえると、先行きについては、景気は回復を続け、次第に持続性のある成長軌道に移行していくという展望レポートにおける総括表現に違和感はない。

次にこうした見通しの上振れ・下振れ要因、特に原油価格の高騰とIT関連需要の減速をどう整理するかというのが第二のポイントである。原油価格は50ドル/バレル台半ばと既往ピークの水準で推移している。ただ、我が国の原油輸入に占めるウエイトの高い中・重質油の価格は相対的に低い水準にあって、我が国のエネルギー効率の高さも踏まえると、我が国経済への直接的な影響は相対的に大きくないと考えられる。むしろ米国、中国等のエネルギー多消費国の実質購買力低下等を通じて海外経済が減速することによる間接的な影響に、より留意する必要があるかと思う。一方、世界的なIT関連需要の減速で、我が国のIT産業も生産在庫調整に入っ

ている。この点、早めに在庫調整を開始していること等から深い調整に入る可能性は小さく、浅い調整で済むということであるし、素材産業の在庫が減少している等、鉱工業全体で見た在庫は横這い圏内にあり、大きな調整には至らないというのが今のところの大勢的な見方であろうかと思う。しかし、IT関連財の需給は振れ易く予測も難しいので、年末商戦なども含めて今後の動向を注意して見ていかなければならないと思う。

第三のポイントは物価に関する見方である。国内企業物価は原油をはじめとする商品価格の上昇や素材等の需給の引き締めなどを反映して上昇を続ける可能性が高いと思うが、さすがに2005年度は原油が一段と高騰しない限り、上昇テンポは緩やかになると見られる。消費者物価は生産性の向上や企業の人件費抑制姿勢が根強いことも踏まえると、基本的には景気回復に物価が反応しにくい姿が続くということである。そのうえで2005年度は景気が回復を続けるもとの、前年比小幅のプラスが展望されるというのが中心的な想定ではないかと思う。ただ、生産性や人件費の動きなど、経済と物価の関係を規定する要因に不確実性があることを踏まえると、この物価の見通しについては、特にやや幅を持ってしておく必要があるのではないかと思う。先程から何人かが触れられているカッコ書きの表現については、書く場所がどこが適切かというのは、確かに議論があるかもしれないが、ほかに適切な場所もなかなか見当たらないこともあって、私としては原案どおりで宜しいのではないかと思う。

最後に金融政策運営について若干コメントしたい。持続的な成長とデフレの克服には引き続き各経済主体の経済活性化に向けた努力が不可欠であるし、日本銀行も金融面からこれをサポートしていく方針に変わりはない。こうしたメッセージを展望レポートを通じて改めてはっきりと示しておくことは重要である。その意味でドラフトには違和感はない。ただ今回、2005年度の消費者物価指数前年比が小幅ながらもプラスに転じる見通しを示すことになる。そうしたもとの、金融政策運営に関する市場の関心が一段と高まることが予想される訳である。もっとも、市場は現時点で2005年度のコアCPIが0.1%、0.2%のプラスになることを織り込み済

みという見方もあるかと思うが、展望レポートを公表するに当たって、日本銀行としてこの点の考え方に何も触れないのはかえって何らかの憶測を呼ぶ惧れもあり、今後の金融政策運営について、日銀としての考え方を現時点で表現できる範囲内で可能な限り展望レポートで説明していくことが市場への発信として必要なのではないかと、そして、これを金融政策運営の末尾の方でさらに触れて書き込んでいくべきではないかと思う。この点について、何人かの方から既に、この後の討議の際に議論をしたいというお話があった。私としてもご意見を伺って考え方を整理していきたい。

次回決定会合までの金融政策運営については、以上のような経済・金融情勢の判断を踏まえると現在の調節方針を続けることで良いと思う。先行きの政策運営との関連で一点だけ付け加えておきたい。今回、展望レポートを検討する中で、改めて景気回復に物価が反応しにくい姿が続くことが確認された。この景気と物価の乖離という現象は我が国に例外的な現象ではなくて、ある程度米国、英国等でも同じように見られている。こうしたもとの、何らかの歪みが経済に蓄積していくようなことはないのか、これがどのような形で現われるのか、さらに金融政策をどのように運営していくのか、長い目で見た場合の大事な課題として引き続き考えていきたい。以上である。

福井議長

次は岩田副総裁、お願いします。

岩田副総裁

それではまず、経済の現状について二点。それから展望レポートについて三点コメント申し上げたいと思う。一点目はアメリカ経済なのだが、アメリカの経済は、私は、以前から第1四半期は設備投資の加速償却が年末で切れるので、少し弱くなる可能性があるということを申し上げていたのだが、ただ、どうも最近、輸出優遇税制を廃止する代りに雇用促進法——ジョブ・クリエーション・アクト——が上院を通ったというようなこ

とがあって、この中に実は、還流配当所得、つまり多国籍企業の配当をアメリカに戻す時の配当所得税が35%から5.25%に1年間時限措置で引き下げるといふ措置が盛り込まれている。これは設備投資にリンクしているというお話——つまり国内の投資にするという時にそれを税引きされる——、併せると約530億ドル位還流効果があるのではないかとされている。これは全く議会ででの予測であるので正しいかどうかは分からないが。私は、現在の一つの大きなリスクは——既に始まっているが——ドル安・円高だと思うのだが、一部こういう雇用促進法の施行に伴う配当所得還流の増加によって、もしかすると多少オフセットするかなと期待をしている。それから設備投資についても、国内の設備投資もそれ程第1四半期に落ちないで済むかもしれないというふうに思っている。ただこのドル安については、私は大統領選の結果をマーケットが色々とスペキュレーションしているところがあるのではないかと考えている。最近の大統領選挙の世論調査を見ると実は、ケリー候補がブッシュ大統領を上回った。それから消費者信頼感指数、これは実は100を割ると危ないということが過去の例で言われていて、レーガン大統領の1984年、クリントン大統領の1996年の時は消費者信頼感指数が96あったが、最近の指数は92まで落ちたので、私はちょっとブッシュ大統領にとっては黄色信号か少し警戒信号かと思う。それとケリー候補になった場合に、私はドルについてブッシュ大統領の場合よりももう少し強い対応というのがあり得て、ドル安要因になり得るといふふうに考えている。これがアメリカ経済についての現状の評価である。二点目は日本だが、日本の景気は皆さんのご指摘のようにIT部門の調整というのが始まっていて、前回申し上げたが、BBレシオが実は北米、日本ともいずれも1を割っている。半導体製造装置の出荷も前年比でマイナスというふうになり、2005年は恐らく設備投資がマイナスになるということ間違いなく思う。従って、輸出と鋳工業生産、これはいずれもやや横這い気味ないし在庫調整色が、ミニ在庫調整色が今後続くというふうに思う。日本の短期的な景気の動向について言うと、生産の減速や景気動向指数の一致系列が50%を切るという事態がある程度続くということ

覚悟しておくべきではないかと思う。私は1 四半期前から年初辺りが厳しいのではないかと申し上げていたが、今もう既に10 月末なので、その辺まで続く可能性はあると思う。ただ、景気後退までいくということではないということは共有している。その一方で、プラス面で注目しているのは、今日もご報告があったが、資金需要判断が企業向けでプラスになっている、大企業も含めてプラスになったということの評価している。さらに企業向けの設備投資新規貸出。これはグロスだが、2 期連続で第1 四半期、第2 四半期実はプラスになっている。特に内需関連のサービス、不動産、運輸などでプラスになっているということは明るい動きだと思う。中小企業の設備投資も2 割増というご報告があったが、プラスの材料かと思う。企業のキャッシュ・フローは、やはりかなりあって、特に株式交換方式というようなものも来年度導入されるということも考えると、小売、不動産等で企業再編を目的とした企業買収がかなり起こる可能性もある。その結果、価格の支配力強化というようなことに繋がる可能性もある。私は素材等はまだ既にそういうことを経たので、ある程度の支配力を今持っているというふうに思っているが、それが拡張する可能性があると思っている。これが景気の現状であるが、展望レポートについてまず最初一点目、GDPの成長率。私は4 月の時点の予測のとおりで変更していない。4 月の時は私が一番強い数字だったと思うが、今は一番強い数字ではなくなってほっとしているが、4 月の時点から変えない理由は、今年の第3 四半期、第4 四半期、それから来年の第1 四半期に掛けてやや生産や輸出が少し弱含んでも、2005 年度の後半には持ち直していくということで、景気回復は持続するのではないかと考えている、ということである。二番目が物価であり、私は10 月からどちらかと言うと非常に強い数字を出していたが、それはどうも明らかに強気に読み過ぎたというふうに思っている。主な理由の一つは期待調整、つまり長いことデフレが続いたことによりデフレ期待、もう変わることはないのだというセンチメントが非常に強い——これは消費者も小売りメーカーも含めてそうだが——、ということである。それからもう一つはユニット・レバー・コストである。これが私の予想を上回っ

て、-6%とか、ちょっと過去見なかったような大幅なマイナスになっている。これは勿論二つの理由があり、一つは賃金がなかなか下げ止らなかった。もう一つは生産性が思ったよりも強く伸びた、こういう理由でそうなっていると思う。ただ、先行きこの二つの要因がどうなっていくかということは正に注意深く見るべきであり、賃金について言うと、今日もご報告あったが雇用者報酬は若干のプラス、+0.5%位になりつつあって、先行きを見ると+1%~+2%位のところに乘っていく可能性がある。雇用の増加が+0.5%で賃金もプラスでいくと1~2%位、2%に乘っていく可能性がある。それからパート雇用についても、これからさらにパート化を進めるといふ動きは、これは部門によって色々違いがあるが、全体としてはほぼワンラウンドきたのではないかと思っている。ということでパート化による賃金下落要因というの薄れてくる、そして賃金も冬のボーナスが私は一つの転換点になるかと思っている。最後に生産性のところが実は非常に難しいところなのだが、生産性の問題について言うと、成長率が次第に潜在成長率のところに戻っていくと言うと、これは労働生産性自体、伸びが+2%台に戻っていく。さらにもう一つ難しい問題はデフレータの問題があり、労働生産性が幾らかということが実質GDPの数字が動くとき動いてしまう。そうすると、意外と賃金が1~2%で労働生産性の伸びが実は思ったよりもそんなに高くなかったということが起き得て、そうすると先行きもそんなに伸びない可能性がある。そうするとユニット・レーバ・コストについても、これは非常に今、足許大幅にマイナスなのだが、ゼロに近づいていく可能性もかなりあると思っている。コアのCPIについて一つは基本的には期待の要素、期待調整が遅いという話とユニット・レーバ・コストだと思っているが、両方ともそれが実は解かれつつあるプロセス、今回のボードメンバーの予測を見てもプラスの方に僅かながらもなったということは、これはある意味で期待が少しづつ動いてきているということだと思っている。私は金融政策調整のうえではエクスペクテーション・マネジメントというのは非常に重要な要素で、ある意味ではターゲティングというのはその期待に働き掛けることなのだというふう



に理解しているが、ただ、それがクレディビリティを損なうことになったり、あるいはマーケットを不安定化するということは避けなければいけない。その二つの条件をクリアしながら、最終ゴールは幾らであるということとははっきり言う必要がある。これは三番目のコメントだが、つまり、今回若干のプラスの予想というのが出た時に表層的な理解がなされる惧れがある。既に新聞等が出ているが、もう第2条件はクリアしたという報道をしているところもある。今日公表のコアCPIもゼロになったので、もう第1条件もクリアした。では第3条件だなという非常に短絡的な反応が出る可能性が私はあると思う。そういった短絡的な反応に実は最も透明性を持って反論するためには、要するに第2条件である「再びマイナスに戻らない」ということは何なのかということメッセージとして発する必要があると思っている。私自身は第2条件というのはボードメンバーの多数が+1%の予想を持つことだということ、これは年度平均で見るか一番おしまいのところ、その位と見るか、この辺は判断の余地があると思っているが、そういったことをはっきり言うことが望ましい。さらに中期的にはやはり最終ゴールはここである、という目標をどこかで明示する、そして足許はまだ通過点であるということさらにはっきりさせるということは、極めて重要な情報発信であると考えている。以上である。

福井議長

当面の政策は。

岩田副総裁

当面の政策については変更なしということで。

福井議長

それでは福間委員、お願いします。

## 福間委員

我が国を含め世界経済の回復基調に大きな変化はないが、原油価格が高値圏で推移していることや、ここにきてドル安にも注意を要する状況となっていることから、先行きについては幾分慎重にみておく必要があると感じている。原油高についてはコスト・プッシュ要因であるとともに産油国への所得移転であるという点では輸入国におけるデフレ要因でもある。現在、世界的に債券高、株安の動きが見られるのは、市場が原油高のデフレ効果に注目していることを表わしている。今日のように国際的に企業間競争が激化する中で、コスト高を製品価格に転嫁することは容易ではなく、企業の合理化努力で吸収し切れないなどの原油高となれば、企業収益の減少に繋がる。また、第一次オイルショックの時のように実質所得を確保するための賃上げが難しい今日では、家計の購買力の低下を通じて消費にもマイナスの影響をもたらすことが予想されており、最近我が国や米国では市場と中央銀行との間に景況感のギャップがあると指摘されているが、これは原油高のデフレ効果について市場の方が強い懸念を有しているためと思われる。一方、ドル安については円のみならず、その他ドルペッグしていないアジア通貨、さらにユーロに対しても下落傾向にあり、ほぼ全面安の商状となっている。その背景には米国経済の減速のほか、ここにきて「双子の赤字」のサステナビリティとファイナンスに対する不安感が高まっていることを指摘できる。「双子の赤字」が拡大を続ける一方、米国への資金流入は減少していることを示す経済指標が発表される中で、FRB幹部やスノー財務長官等から経常赤字拡大とドル安を結び付けるかのような発言が相次いでいることが市場のドルベア・センチメントを強めてきたものと思われる。こうした中で我が国の景気動向については、冒頭でも述べたように、その基調判断に変わりはない。原油高と円高ドル安に加え、大型台風の到来や新潟中越地震の発生等といった固有の悪材料も重なり、市場のムードは慎重化している。今後、原油価格がこのまま高値で推移した場合、我が国に対する直接的な影響に加え、石油輸入額が巨額である米国及び中国の経済が減速し、その影響で我が国の対米・対中輸出が鈍

化するという外需を通じた間接的なデフレ効果も懸念される。一方、為替円高については実質実効為替レートのベースで見ると、大きな変動は見られないため、今のところ景気や企業業績への影響は限定的と考えられている。ただ、日米長期金利のスプレッドを10年債ベースで見ると、過去、平均的に+3~4%のスプレッド幅であったのが今は+2.5%に縮小し、資本の流れにも微妙な変化が窺われるなど、円高ドル安ムードが出易い地合いになりつつある。このため、為替相場の動向には注意を要すると考えている。この間、物価面については川上、川中段階での物価上昇が続く中で川下のコア消費者物価は為替円高もあって小幅のマイナスを続けるという大きな構図に変わりはないと思っている。ただ、詳細を見ると造船及び一般機械向けの厚板や棒鋼等の建設用建材、あるいはナフサ、エチレン、スチレン等の化学製品といった素材価格に、これまでの急ピッチな上昇への反動もあってか、頭打ち感が窺われており、それは日経商品指数17種が10月半ば以降弱含みに転じていることに現われている。この背景には、前回会合で申し上げたように鉄鋼メーカーが供給責任のある国内の顧客を優先し、輸出を絞っていることや国内価格のあまりの高騰により輸入が増加していること、棒鋼については原料のスクラップ価格が下落していること、さらには欧米諸国で原油精製の増加に伴い附随するナフサの供給量が増え、石油関連の製品、半製品のアジア市場への流入が増えていること等が影響している。このような素材価格の動向を踏まえると、今後、国内企業物価の上昇テンポは幾分弱まると見られるが、高値圏での推移は続くことと予想されていることから、引き続き川上、川中の物価上昇が消費者物価に波及するスピード及び波及の程度を注意深く見る必要があると思っている。次に展望レポートだが、基本的には執行部の取り纏めた基本的見解及び背景説明の内容に異論はない。ただ、来年度の我が国の経済成長率は潜在成長率を上回るものの、どの程度上回るのか、「緩やかな」という形容詞が再び必要となるかどうかという点については、今暫く見極めが必要だと思っている。なお、執行部案では海外経済の上振れ・下振れ要因として原油価格相場の動向とIT関連財の生産・在庫調整について触れられて

いるが、米国経済については、これら以外にも岩田副総裁も言われたが、米大統領選挙の帰趨如何では政府の財政政策に変化の生じる可能性があることや、景気が減速し雇用が伸び悩む中で、FRBの金融政策に対しては非常に難しい舵取りが求められていること等、幾つかの不確定要因がある点を念頭に置いておく必要があると思う。今のところ米国経済に失速のリスクはないと予想しているが、その減速の程度、期間について引き続き注意を要すると考えている。一方、我が国の企業業績については今週に入り相次いで決算発表が行われているが、一部例外を除くと、全般的には極めて好調な中間決算となっている。ただ、その中で下期については原油高、素材高、円高に加え、昨日9年振りに貸出基準金利を引き上げた中国経済の先行き不透明感もあって、慎重にみている企業が多いのが特色である。企業業績は設備投資への影響もあり、引き続きその動向が注目される。最後に当面の金融政策運営方針だが、まず短期金融市場の動向については、現行の方針に基づく潤沢な資金供給により、引き続き落ち着いた展開となっている。また、金先のフォワード・レート・カーブや国債利回りのイーールド・カーブ、あるいは債券先物オプションのインプライド・ボラティリティは、昨日も説明があったように、前回会合以降特段の変化は見られていない。もっとも、年度末越え金利が低下していることについては、市場参加者の間からは「本来あって然るべきプレミアムが付いていない」との指摘が聞かれる点は気になるところである。これについては、銀行の不良債権処理の進展を受けて市場がペイオフ全面解禁というイベントをもちやリスク要因として認識しなくなったという前向きな解釈をする向きもある。しかし銀行株が依然として弱含みの展開から脱し切れていないほか、ここにきて一部大手企業の会計処理に絡む問題をきっかけに市場関係者からは今後新たな不良債権の存在が明らかになるケースが増えるのではないかといった声も聞かれている。また、企業の減損会計も一段と本格化している。このため新規の不良債権の発生については引き続き予断を許さないと考えている。足許の年度末越え金利の低下については、むしろ量的緩和政策の継続に対する市場の見方がやや強固になり過ぎた結果、モラル

ハザードと断じるつもりはないが、少なくとも本来ALM担当部署として最低限持つべき緊張感を幾分欠いていることが影響しているのではないかと感じている。以上の状況を踏まえると、展望レポートの執行部案にあるように、あと5か月後に予定されているペイオフ解禁を控え、本行としては引き続き金融システム面の動向に注意を払っていくとの趣旨も含め、現行の方針を堅持していくことが適当であると考えている。ただし、長めのターム物金利の低下を踏まえると、市場の自律性が失われ、それが先行き金融政策運営の足枷になることを防止するために、執行部においては市場の動向をよく見極めながら、オペの種類の見合わせやオペ期間の設定日等々の市場運営に工夫を施しても良い段階に入りつつあると考えている。なお、展望レポートの中の、先程議論のあった物価のところだが、これは「幅」というのがいけないのであれば「ゼロ近傍」でも良いし、あるいは「それらの動向に十分注意を要する」とかいう表現でも良いと思うが、やはり生産性と人件費の問題が基本的なエレメントなので、敢えて取る必要はないと思っている。また、金融政策については議論があるのだと思うが、先程須田委員がおっしゃったように大体方向は皆分かっているから、後は何をやるか、そのタイミング、あるいは状況判断がポイントであろう。そういう点について予め一致をみるとか、擦り合わせるとかいうことは必要ないし、必要と思えば提案する、これが恐らく——私もそれ程、日銀法をマスターしている訳ではないが——新日銀法のMPMのあり方だと思う。必要があれば勇気を持って提案すれば良いし、かく言う私もそういう具合にここでやってきた。以上である。

福井議長

それでは中原委員。

中原委員

海外経済も含めて全体感としてはIT関連を中心に減速しながらも、拡大傾向を維持するという基本判断に影響を与えるようなマクロ面での変

化はなかったように思う。一方で米国の経常赤字、中国経済の過熱の状況というようなグローバル・インバランスの構造には全く減衰といった動きも見られない。そういう中で、米国経済は企業部門がいわゆるソフトパッチからやや脱してきたという感触が出ているが、家計部門はまだ模様ながらもまだコンフィデンス面での弱さが感じられるところである。年末に掛けて、このコンフィデンスの弱さが消費動向に影響を与える可能性について若干の懸念を持っている。雇用については抑制された状態が続いているが、昨日のベージュブックを見ると若干の先行きの明るさを感じさせるものがあるように思う。その他、欧州は減速。ユーロ高、原油高の影響が高まりつつあるように思う。中国は先程議論もあったが、引き続き世界経済のシナリオの波乱要因として残ると見ている。今回の利上げについてはもう少し見ないといけないが、中国の経済政策のいわばガバナビリティに対する信認というものを高めるうえではプラスではないかという感じがしている。我が国の実体経済の見方においても大きな変化はないが、輸出と生産の減速が明確になった。昨日の鉱工業生産を見ても、電気機械を中心として生産の減速はかなり明確になってきており、これを景気の持続性という点でポジティブに取るべきかどうか、やや迷うところである。いずれにせよ、この電気機械を中心とする調整は予想よりは長引くというコンセンサスができてきているのではないかという気がする。このところの民間調査のDIや中小公庫、商工中金の業況調査を見ると、9月の日銀短観に見られた強めの業況感に比べはつきりと頭打ちを示す動きが出てきているように思う。消費の基調に大きな変化はないが、消費者態度指数は、月次で下向きに変わってきているし、先般の生活意識に関する日銀のアンケート調査でも、消費者態度には防衛的なスタンスが感じられる。今後、マクロの減速感がある程度出てくる、あるいは台風や地震の影響の長期化、定率減税廃止など家計負担増加の議論が進む中で、コンフィデンスの悪化が消費に及ぼす影響については若干の懸念を抱いている。市場についてはボラティリティが相対的に低い状況が続けているが、ここへきてドル安の傾向が出始めているのがやや気になる。今のところはやや仕掛け的なポジ

ションワイズの動きに止まっており、輸出や資本筋のリアル・マネーの動きまでには広がっているようには思えない。ただ、これまで市場のエネルギーが相当蓄積されているので、米国での政治イベントを控えてさらなる円高に弾みが付くということに関しては注意をしたいと思う。株価、長期金利とも米国市場との連動性が高い状況が続いているが、日本、アメリカの両国とも企業業績の割に株価の上値が重い一方で、長期金利が実体経済の状況に比較して低めに推移しているのは、市場の先見性という点を考えると実体経済の将来を物語っているものかどうか気になっている。次に展望レポートだが、基本的見解、背景説明ともバランス良く包括的に書き込まれており、現状及び先行き判断とも現時点としては妥当と思う。若干のコメントとして二点申し上げたいと思うが、まず第一は、上振れ・下振れのリスクの顕現の蓋然性については極めて中立的な表現であるというふうに感じている。もう少しリスクを具体的に示すとともに、全体としてのリスクのバイアスの掛かり方を明確にしても良いのではないかという感じを受けている。中東や東アジアでの地政学的リスク、米国大統領選挙後の経済運営スタンス、あるいは選挙そのものを巡る混乱の可能性、米国経常赤字、構造的に高止まりする原油価格の影響はむしろ今後出てくるであろうというようなこと、さらに足許の円高傾向の影響、特にIT・半導体関連産業の調整の深さや広がり、家計負担増加の消費への影響といった諸々の具体的な材料も考えると、先行きについては私は下振れリスクの方がやや大きいのではないかと見ている。第二に申し上げたいのは、今回CPIの先行き見通しの中心値が、今のところプラスに転ずるということだが、これについての決定会合の判断ないし評価を行い、今後の金融調節の基本的なスタンスを明確にすべきではないかということである。今回の決定会合でのCPIの予測数値は既に市場には予想として織り込み済みのようである。また、いわゆるこの出口論に対する市場の耐性——耐え得る力——もかなり高まっている状況であり、今回このようなステートメントを出すことが市場に不安定化を引き起こすようなことは私はないと思っている。具体的に盛り込むべき点としては二点あり、第一点は今回のCP

I見通しについての評価と合わせ、3条件が満足され、次のレジームに移るまでの政策運営上の基本スタンス。それから第二点としては、3条件が満足された場合には、当然ながら金融政策は新しいレジームになる訳だが、その場合における当座預金の縮小のテンポや現在の長期国債買い切りオペのあり方に対する日銀としての基本的なスタンスないし考え方である。言ってみれば哲学みたいなところだが、この二点が市場との対話、透明性の向上、将来の不安定化要因の除去という趣旨で必要ではないかと思う。なお、物価について幅を持って見ていくことが必要であるという、先程ご説明のあった部分については、私は執行部原案どおり消費者物価の末尾にこれを加えることが必要であると思う。なお、最後に私も今まで主張してきたことではあるが、出口の前後における金融政策の基本スタンスを示すことは今回必要と考えている。そもそも日銀としてCPIの統計が持っている歪みとか、デフレに戻らないためのリスクをミニマイズするために必要なクッションを考慮したうえで、時間軸の第二条件を明確化するとか、あるいは中長期的に達成すべき望ましい物価上昇率を示して、それが市場の信認を得ることができるのであれば、このような手法によっても新しいレジームに移るまでの政策の透明性を高め、期待を安定させることができるのではないかと考えている。最後に当面の金融調節方針としては、現在の方針の継続で宜しいと思う。以上である。

#### 福井議長

以上で当面の情勢判断とそれから当面の金融政策の運営方針、さらに展望レポートについてと、この三つの分野について、皆様のご意見を頂戴した。一番はつきり皆さんの意見が一致しているのは、次回政策決定会合までの金融調節方針、これは現状維持とこういうことであったと思う。この背景のところは、前回の政策決定会合以降僅か二週間あまりの経過であるが、この間にも、ITの調整を伴う海外経済の減速、それに絡んで国内で輸出・生産の鈍化ということが明確に出てきているということとか、個人消費の面でも台風、さらには地震の被害もあって不透明なところがある



が、販売統計などの面にやや弱めの動きが出ているというふうな変化は既に出ている。市場の方では、長短金利は引き続き落ち着いているけれども、何人かの委員がご指摘になられたとおり為替市場では幾分円高が進んでいる。今後どう見るかもなかなか難しいのだがそういう変化が出ている。それから、株価はあまり大きな変化はないのだが多少弱含み、底堅いけれども多少弱含みとこういった変化が出ている。従って、前回会合以降二週間の経過だが、皆さんのご意見、ニュアンスの差は、こうした変化から少し出てきているというふうに思う。しかし全体を通じて見れば、基本的には情勢判断は今のところ変える必要はないということではなかったかなと思う。輸出・生産の鈍化にしても、数字の面では少し、やや鈍化ショックが予想よりは強めに出ていると言えなくもないのだが、概ね想定範囲内とも言える動きではないか。個人消費については、自然災害の影響をもう少し見極める必要があるけれども、一方で、雇用あるいは賃金面への波及というのは顕微鏡的に見ていくと少しずつ前進しているというふうなことがあるので、これも大勢観察として基調に大きな変化はないという判断を恐らくお持ちなのではないか。物価の面では、今日、9月の消費者物価指数（除く生鮮食品）で±0%という数字が出たが、これも従来から想定されている範囲内の動きということだろうと思う。従って、そうした情勢判断が当面政策現状維持という判断に結び付いているのではないかと受取らせて頂いた。展望レポートの方については、全体のトーン、それからリスク・ファクターの捉え方という点で、基本的にレポートの内容はほぼ全委員が支持できるという方向で議論されたかなと思う。勿論、海外経済の先行きはITの調整とも絡んでまだ読みにくいところがある。政治的にも大統領選挙の結果如何という、政治的リスクももう一枚加わっているというふうなことであるので読みにくい点はある訳だが、大きな方向性としては、やはり海外経済は幾分減速しつつも拡大を続ける。トレンドグロースやそれを上回るペースのところに着いていくかどうかというふうな観測で一致しているということだと思う。従って、これを受けて国内の景気についても回復を続ける、次第に持続性のある成長軌道に移行し

ていくというのをメインシナリオ、ベースライン・シナリオとして、今のところは持ち得るのではないかというふうなことであったと思う。その中で物価について、特に消費者物価指数は先行き、来年度、中心的な想定としては前年比で見て小幅ながらプラスに転じる展望というところにどうやら行き着いてきているということではないかと思うけれども、ここには循環的要因というよりはむしろ生産性の上昇、賃金の調整、併せてユニット・レーバ・コストがどう動くかという点は確かにまだ将来明確に読みにくい部分が若干残っていると、こういうふうなことではないかと思う。皆さんのご意見を大まかに纏めればそういうことになると思うのだが、幾つか論点を提起して頂いた。一つは執行部からの問題提起だが、物価展望のところに例のなお書きを付けるかどうかという点である。これも今私が申し上げたとおり、皆さん現時点では確信を持って数字を出して頂いている。この点は疑う余地はない訳だが、ただそのバックグラウンドに生産性の帰趨、賃金調整の帰趨をどう読むかというところは、当然幅のある判断を持って出して頂いているということなので、従ってなお書きが在哪儿こう考えるのか、それは言うまでもないと、むしろ入れるとかえってクレディビリティを害するような心配もないかというふうなことで、同じものをどちらの側面から見るとかという問題だと思う。恐らくこれは多数決には馴染まない性格のところかなと思う。もう少し議論を深めて頂ければ良いかなと思う。もう一つは、ともあれ僅かながらもプラスの見通しということが出てきた以上、展望レポートの最後の部分に、それを踏まえて政策的なインプリケーションを少し加えたらどうかとそういう提案であったように思う。その中身については、須田委員が最初に少し具体的におっしゃったと思うが、そのポイントは、僅かなプラスの数字が出ている、しかし、だからと言って2005年度内に現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かはなお明確でないということであるし、それから、もしこの展望レポートで今日対外的に示すように経済の見通しの標準的なシナリオがバランスの取れた持続的な成長過程を辿り、その中で生産性の向上を背景として物価が反応しにくい状況が続くということであれば、今

後の金融政策運営の面ではとにかく慌てる必要はない、要するに余裕を持って対応を進められる可能性が強い。これを標準シナリオで提示したら政策的インプリケーションとしては当然の帰結としてそう言えるのではないか。ただ、こういう標準シナリオが今後とも確実にメインテインされるかどうかということは、勿論リスク・ファクターが沢山あって分からない訳なので、今後ともそのとおりであるとか、あるいは変化が生じつつあるとかいう点について情報発信の面で相当工夫を重ねていく必要がある。市場参加者が金融政策の先行きを予測するうえで参考になる判断材料をきちっと提供していくことが重要だとそういうふうなことではなかったかなと思う。そういうふうに纏めて須田委員のご提案と解釈して良いのかどうかという点も含め、それを展望レポートの最後の部分に入れるかどうかご議論頂きたい。なお、もう一つ、さらに将来の問題として、金融政策の枠組みを変更する際の金融調節運営についてなにかがしか共通の認識を持っていた方が良いのではないか。須田委員のご提案では、これは展望レポートに書くというのではなくて、もし問われればどのように答えるかという点について、ある程度共通の認識をシェアしておいた方が良いのではないかというふうなことであった。また、中原委員はむしろそれは展望レポートの最後のところに書き込んで良い位のものではないかというお話であったと思うし、福間委員は将来必要が生じた時に具体的に政策としてこの場で議論すれば良いというふうに、三人の意見が少し違うというふうに受取らせて頂いた。この三つの点を議論しなければならないということであるが、まず最初の、物価のところになお書きを付けるかどうか。

須田委員

私一人が言っているのなら仕方ないが。

福井議長

いや、多数決には馴染まないと思う。だからその、一つのものをどちらの面から見るかということではどうか。私はどちらでも良いという訳で

はない。重要な問題であると思っているものだから、少し議論をして頂きたい。

#### 須田委員

私は自分の数字を出す時には、こういった分からないことについてもそれなりの前提を置いたうえで出している。それが結果として前提と違うようになったならば、それは本来、上振れ・下振れ要因とすべきである。従って、本当だったら上振れ・下振れのところに書いてくればそれはそれで良かったというふうに思った。もっとも、どうもそれは馴染まないという話があったので悩んでしまったということである。過去、分からない時に幅を持って数字を出したことがあったが、ここに書かなければいけないということであれば我々が数字を出す時に、分からないのであれば、ピンポイントよりも幅で出すということの方が良いのではないかな、というふうに思った訳である。

#### 福井議長

そうか。私の質問があまり適当でなかったかも知れないが、私は経済全体のシナリオがベースラインでいくことを妨げるリスク要因というものと、ベースラインどおりにいったとしても物価について、特にこのポツ幾らなどという狭い範囲で人々が見れる時の振れの話というのは置き場所が違っても良いのかなと思いながら執行部の話を聞いたのだが、それは何だということになるとやはり生産性とか賃金の帰趨とかいうふうなものがやはり本当に正直に言うと言えないところがあるということなので、そのことをわざわざ当たり前だから書かない、あるいは当たり前だから書く、どちらかなというのは判断が付きかねるのだが、如何か。

#### 武藤副総裁

須田委員のおっしゃる上振れ・下振れ要因というふうに理解するのは一つの整理かと思って、この上振れ・下振れ要因をちょっと読んでみた。こ

これは何となく見通しと書いてあるのだが、実は経済全体について触れているようなことで、なかなか物価に対して上振れ・下振れ要因があると構成するには難しいと思った訳である。幅を持って見る必要——幅という言葉にちょっと引っ掛かれるのかもしれないが、結局委員一人一人は、ピンポイントで出して、上・下を切って幅を持って表示する訳だ。ただ、今回はあまりにも幅が狭くて、非常に特殊な事情にあるのではないかと思う。かつ+0.1%とか+0.2%とか少し違ふと符合が変わってしまうので、いつも物価について、自信のないようなことを言うのは如何なものかと思うのだが、今回については、それを述べるのはそれなりに実質的な意味があるのではないかと思う。表現は少し知恵があれば考えられると思うのだが、問題は場所である。しかし、なかなか良い場所がないので、基本的にはここに書くのが宜しいのではないかと思っている。

福井議長

賛成、反対でいくと今はちょっと須田委員が不利な立場におられる。だけれども、どうしても書かなければいけないかと、つまり賛成と言っておられる方、やはり書かなくても済むかもしれないという面もあるかもしれないので、どうしても書かなければいけないかどうかというふうに賛成の方にちょっと聞いてみるのがフェアかなという気もする。賛成と言われたのはまず田谷委員。

田谷委員

いえ、私は何も言っていない。

福井議長

言っておられないか。失礼した。では、春委員。

春委員

私は、元々の前提から言うと、物価についても上振れ・下振れ要因があ

る時は上振れ・下振れ要因というところに記載するのが自然だろうと思っていたが、まずは景気についてのことをそこに書いていてなかなかこの中に書けないという。では、それを前提でこれを書いた方が良いのか書かない方が良いのかという問題ではあるが、これを書くとはやはり多少自信がないという感じで受止められると思うのだが、敢えて多少自信がないと思われても、重要なポイントであるから、どちらかと言えば残した方が良いのではないかと思って先程はそう申し上げた。

福井議長

植田委員は強く、これはどうしても残した方が良いというご意見であったか。

植田委員

いえ。若干武藤副総裁がおっしゃったように、数値的な幅という意味でそう言えるかどうかにしても先程申し上げたが、普段よりも見通しの不確実性が高いということと、それが無いとしても金融政策との関連で、ゼロのどちら側に落ちるのかということに関して非常に微妙な時期である、ということから「幅がある」ということをどこかで書いておいた方が良いという気がする。そのうえで、綺麗な整理としては、上振れ・下振れ要因に入れるというのはあるのだと思うのだが、「小幅のプラスに転じると予想される」という表現が出たところに入れるというのも色々な意味で効果的かなとも思う。

福井議長

それでは改めて須田委員。

須田委員

上振れ・下振れ要因の箇所に入れて上振れ・下振れと書いてあるのだとまだ良い。「幅がある」というふうな書き方をすると何か引っ掛かる。

福井議長

「幅がある」。なるほど。

須田委員

この「幅をもってみる必要がある」という文章を出すことによって我々の見通しの僅かな数字に市場が関心を持たなくなってくれるのだったら、これは一つのメリットだと思う。やはり、一応公表したものからしたら上振れるか下振れるかということの方が、何か「幅をもってみる必要がある」と言うよりも良いかと思う。あるいは、中央値と言うかメディアンがプラスになった今回において、何を評価するか、どこを「幅をもってみる」というふうに言っているのか、という点がよく分からない。私には、大勢見通しの上と下が狭いから幅を持って見ろという意味なのか、そもそも全体の真ん中が少しプラスになっているが、そこがひよっとしたらマイナスになるかもしれないし、もうちょっとプラスが大きいかもしれないという意味で、その幅を持って見ろと言っているのかというのがこれでは分からない。

福井議長

では見通しには当然上下に振れるリスクが伴うものと見ておく必要があるという感じの表現であれば良いか。

須田委員

そういう表現であれば、良いかもしれない。

福井議長

分かった。では、ここはもうちょっと文章が修正可能かどうか執行部で検討してみたい。

岩田副総裁

私ちょっと意見を一つ言って良いか。

福井議長

はい。今の点についてか。

岩田副総裁

今の点なのだが、「幅をもってみる必要がある」というのを文字どおり読むと、ある意味ではエクストリームな私の予想まで含めてというふうにする、という意味では私は賛成するのだが。

福井議長

いや、それはもうレンジで示しているのだから。

岩田副総裁

勿論そうなのだ。いや、ただその「幅をもってみる必要がある」ということは、勿論後で色々な解釈が生まれる余地があつて。

福井議長

ではちょっと文章は工夫してみたい。それから二番目の点。二番目の点というのは調節の仕方の話ではなくて、先程申し上げたように修正のタイミングが来年度に来るかどうかわからない。来るとしても、あるいはいつ来るにしても、この標準シナリオでいく限りは生産性の上昇等で物価下押し圧力がある程度続くということだから、何という表現であったか、ゆとりをもってであったか、対応できるというふうな類の文章を添える。これは文章そのものはまたもし入れるとなればよく練って頂かないといけないが、この点は如何か。福間委員はノーと先程おっしゃったのかどうかは明確でないが。



福間委員

そうではない。ここはもう当たり前のことを書いてある。

福井議長

それでは当たり前とおっしゃったけれども文章は実は難しいので、これも文章を後で提出して欲しい。それから三つ目の、さらにその先の調節について問われた場合とか、あるいは問われなくても何か言うかという点は如何か。今日も記者会見をしないといけない。なるべくそういうところに問いがいかないように前段階のQ&Aを上手く運びたいと思っているが、今日だけの話でないので、問われた時にどう答えるかというのは「なし」ではやはりいけないことは事実である。

武藤副総裁

確かに今日の会見で、この展望レポートをもとに日本銀行としての今後の金融政策についてどう考えるかという類の問いは確実に出てくるだろうと思われる。その時にどこまで言えるかということに尽きる訳だが、あまり踏み込んだことは勿論言えないにしても、どこまで言うかについては全く総裁ご一任ということでもなくて、多少ここでコンセンサスを得たら良いと思う。ただ確かにそれを文章にするというのは、これはまた全く違った意味を持つので、それはむしろ慎重にすべきではなからうかと思う。ただ、先程少し須田委員がおっしゃったように、今後の金融政策の枠組みを変更するかどうかの検討の過程では、金融調節上の対応力とか市場への影響の可能性ということ位までは表現として総裁が会見で述べることのコンセンサスは、先程の話を聞いていると得られているのではないかと理解したのだが、それで良いかどうかその点は如何か。

福間委員

良いのではないか。

## 福井議長

これはいずれにせよ、もしひょっとして今日の午後の記者会見で聞かれたらということもある。まだ私の頭の中もよく整理されていないが、少なくとも、もし咄嗟に聞かれたら、それはもうあくまで将来の話であるし、このシナリオの延長線上で理解されては困る話だということにはなるのだが、やはりその時の金融経済情勢、就中市場の情勢次第だと、それで市場機能の回復振りをやはりよく認識しながらでないとは最適の我々の政策は出ない。それからやはり今までと将来の時点とでは金融調節の対応能力というのは各手段毎にも相当変わってくるから、そこをよく見なければならぬとか、今までと違って刻々と市場も変わる、経済も変わるという状況でやる訳だから、市場の予見可能性というものに対する我々の配慮がより重要になる。抽象的だがそれ位のところは答えざるを得ないかなと思っている。かつ逆に言えば、それ以上のことには今は踏み込むべきではないというふうにも思っているのだけれども、もし中原委員がお許しであれば、そういうふうに展望レポートには今回は敢えて入れない。ただし問われればそういう形で答えていくと、その場合の想定問答はできていないのだが、今日の記者会見までに今私が言ったような程度の想定問答は文章化して皆さんにお見せして、特に強い異議がある部分はカットして喋るというふうな扱いをお許し頂くのは一つの手かなと思うのだが。

## 中原委員

私は皆様のご意見がそういうことであれば敢えてそれ以上反対しない。ただ、こういうステートメントを出すという行為そのもののチャンスは恐らく今後そう簡単にはない。と言うのは、このようなステートメントを出す場合にはマーケットは非常に落ち着いていなければいけないということと、それから出口がかなり足許にきたところではこんなことでは収まらないかもしれないということを考えると、タイミングとしては今がベストであり、またこれ以外にならうというのの一つである。それから、総裁が記者会見でお答えになることと紙に書くこととがどれ程違うのか

という議論であるが、紙に書くことは意味があると思う。

福井議長

聞かれないかもしれない。かつなるべく聞かれないようにしようという点が違う。

中原委員

テクニカルに細かいところを言う訳ではなくて、基本的ないわば先程申し上げた哲学みたいなところであり、当たり前だと言えば当たり前だけれども、政策委員会としてステートメントを出したという重みと、それから今後我々が色々なところで喋り、あるいは総裁や副総裁の記者会見のご発言がある中で、その辺が多少ともブレるようなことが万が一にでも出ると、これまたマーケットに非常に困惑を与える可能性もあるので、この基本的な部分を出すことは差し支えないし、かつ必要であろうというのが主張である。その辺の状況を踏まえたうえでやはり皆さんの意見が全体として前段の部分だけということであれば、これ以上は申し上げない。

福井議長

それでは中原委員には大変恐縮であるが、以上三つの議論については、最初のなお書きのところと、それから最後につける前段の文章というのを今から執行部で用意して頂きたい。そして、最後の部分については、想定問答のかたちで私の記者会見までに文章を作って、各委員方にチェックして頂くというふうなことにさせて頂きたいと思う。

福間委員

ちょっと混乱を招いてはいけないのだが、最後の部分については、要するにMPMで個別に決めていけば良いのではないのか。そこを陣立てまで言ってしまうと相当金融政策の予約現象が起きてしまって…。

福井議長

だからなるべくそこに質問はこないようにしたい。積極的に言うつもりは全くない。

福間委員

それで良いと思う。その点は、MPMマターだと言って貰った方が私は良いと思うのだが。

福井議長

そういうふうにする。さて、他にないか。

須田委員

先程からちょっと気になっていることが一つある。これで良いと皆さんがおっしゃるのならそれで良いのだが、前回の4月展望レポートには「双子の赤字」云々ということが基本的見解に書いてあったのだが、今回は書かれていない。この「双子の赤字」の問題は、私は、問題としての重要度は今も同じだと思う。ただ、他にリスクが沢山入り、そちらの方が相対的に重要度が高くなったため、この問題の順位が後ろに下りたということだと理解しており、それはそれで良いと思っている。もっとも、この文章が出た時に、最近、少し関心が持たれている経常収支の問題、アメリカを巡るその問題が、4月にはあったのに今回はありませんね、と他から言われるかもしれない。その時、このことが変な意味を持たなければ良いがと心配している。

福井議長

確かにそのようなご指摘があった。それと中原委員がおっしゃった、上振れ・下振れリスクの表現があまりにもニュートラルで無味乾燥ではないか。もう少しこう、本来もっとバイアスがあるものではないかという点もあった。バイアスという言葉は悪いのだが。

#### 中原委員

毎回市場リスクについては何となくそういう感じを持ちながらいつも同じ表現になっていて……。よくよく議論をすると書きようがないかなという感じはしているが、基本的見解のリスク表現は、無味乾燥、ぶっきらぼう過ぎるという感じを持っている。

#### 福井議長

まず執行部から須田委員のお話についてコメントして欲しい。

#### 白川理事

背景説明の方に先程の「双子の赤字」のものが入っていて、これは勿論そのリスクをどの程度に認識するかという委員方のご判断であるので、これについて私の方から特に申し上げることはない。敢えて言うと、先程議長の方から話があったけれども、今回、他のリスク要因として特に原油という大きな要因があり、そこにアクセントを付けようと思う気持ちはある。それからあとは、これは多少マーケットの反応ということだが、今日本の経済の情勢で円高になっていくというのが景気に対して下振れリスクであるということは私も強くそういうふうと思うけれども、ただ「双子の赤字」ということを日本銀行の方がまた強く今懸念しているということを出すことが逆に言えば自己実現的に働く可能性を考えると——日本銀行の見通しだけで実現するとは思わないが——、敢えて言うのも得策ではないかなという気持ちが私にはいつもある。敢えて言えばだが。ただこれはそういうことを考えずに淡々とリスクを出した方が良いということもこれも勿論一つのご判断であるし、ここは皆様方のご判断だと思う。

#### 田谷委員

確かに為替の話をする時に、この表現は私は逆だと思っている。「中長期的には経済・物価動向を反映して動くが、短期的には様々な要因によっ

て変動する」。実は逆である。短期的には安定しているかもしれないけれども、地震みたいなもので、時々ファンダメンタルズがガッとう表面に出てくる。要するに同じ要因に対するパーセプションがある時突然——突然と言うか短期的に——変わって大きな相場になるということだ。だからそんなことを言い出すと書けない訳だ。そういうふうに思っているということを書くこと自身、これは非常に曖昧と言うか、ここにリスクがありますという位しか実は言えないのではないか。

須田委員

この3は良いのである。むしろ1の方ではないか。

田谷委員

1の方。

須田委員

4月には1のところを書いてあった。

白川理事

然り。4月には1の方で書いていて…。

須田委員

1はアメリカを中心にした書き方で、3は日本から見て書いているということなので、3に書くならば私はなくても良いと思う。ただ、そういうふうに受取られる可能性があってもそれは良いということなのか。

田谷委員

どのような表現が入っているのか。

須田委員

この後ろの背景説明にある。

白川理事

後ろの上振れ・下振れ、背景説明でいくと10ページから海外が始まって11ページ、11ページの一番最後のところである。国内民間需要の始まる前だが、「このほか、地政学的なリスクや米国の「双子の赤字」等を巡って海外金融・為替市場に大きな変動が生じた場合には、世界経済に悪影響を及ぼす恐れがある。」。これは背景説明では書いていて、これを先程の須田委員のご提案と言うかご質問は、これを本文に入れることについて皆さんはどういうふうにか考えるかという問いであったと思う。

福井議長

活断層の上に住んでいる時に毎回書くかどうかとこういう話か。

植田委員

そうすると第1に書いて第3にまた為替は出てくるというのはややダブリがある。4月の書き方が。

須田委員

4月の書き方もそうだった。だから、この中に含まれていることではないと思う。第3のところ。

中原委員

4月は第3には為替を書いてある。

白川理事

市場について、これは先程中原委員のご感想と関係するのだが、基本的

にはおっしゃるとおり市場のところは多少無味乾燥なのだが、ただ無味乾燥なのだけでも前回、前々回と連続的に見た場合には、ある時は株価のことをかなり強く書いている時もあったし、基本的には市場の要因それ自体を擦り合わせるよりは実体面を中心に書いた方が良かったかなという気持ちはあるけれども。

#### 中原委員

私のは印象論なので結構である。どちらかと言うと下振れのリスクの方が色々な要因は多いのではないかなという感じである。

#### 白川理事

今回の上振れ・下振れ要因について自分なりに○×を書いてみると、一個一個の中で、例えば海外のものは下振れの方を割合多く書いていて、海外は明らかに下振れ方向で考えた方が良かったかなという気持ちは表わしているのだが。

#### 福井議長

非常に重要なご指摘であるが、中間レビューまでちょっと宿題で持ち越そう。その時は活断層がもっと激しくなってかえって書けないかもしれないが。ではちょっとこれは宿題で持ち越しということにして、今回はご了解頂くということにしよう。他に論点はないか。それでは政府の出席者の方々からご発言を頂きたいと思う。最初に上田副大臣からお願い申し上げる。

#### 上田財務副大臣

本日公表の展望レポートは、日本銀行が平成17年度の経済・物価に対する見通しを初めて示す機会であり、特に消費者物価の見通しについては、量的緩和政策継続のコミットメントとの関係で市場の注目を浴びている。

こうした中、日本銀行が、平成17年度の消費者物価指数がゼロ%以上



になるとの見通しを示した場合においては、これにより、量的緩和政策が早期に解除されるとの憶測が生じ、市場が不安定化することが懸念される。これを未然に防止するために、まず足許のデフレが継続する中では、例え今回の展望レポートにおいて先行きの消費者物価指数についてゼロ%以上の見通しを出したとしても、これが直接、量的緩和政策解除の条件を満たすものにはならないことを、市場に明確に説明するとともに、量的緩和政策継続の方針を堅持する姿勢を一層明確にして頂きたいと考えている。また、引き続き市場動向を十分に注視し、今回の展望レポートを契機に、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。

なお、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。浜野政策統括官からお願いします。

浜野内閣府政策統括官

景気の基調判断については、景気は堅調に回復している。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」を具体化し、本格的かつ迅速な構造改革に取り組

んでいる。今回の経済・物価情勢の展望では、先行き景気は回復を続け、持続的成長とデフレ克服の可能性が高まっていくと展望されているが、一方で、消費者物価については当面上昇しにくい状況が続くとの見解を示されている。こうしたもとで、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、金融政策運営に関する透明性の一段の向上に努める中で、デフレ克服までの道筋を明確に示して頂くことを期待している。以上である。

福井議長

有り難うございました。ただ今の政府のご意見に対して委員方から、意見あるいは質問等があればお願いしたい。宜しいか。それでは次に議案の取り纏め、採決ということであるが、最初に金融市場の調節方針、次回決定会合までの金融市場の調節方針を決めたいと思う。この点については、先程からも皆さん一致した意見で現状維持ということであった。議長からも現状維持という旨の議案を提出したいと思う。念の為、他に議案提出ご希望の方はいらっしゃるか。それでは議長案を執行部から。

[事務局より議案配布]

はい。

内田企画局企画役

それでは議長案である。「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。」。続いて別添公表分である。「2004年10月29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、大変恐縮である。

[政府からの出席者退室]

それでは採決をお願いします。

[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

全員一致で可決した。今決まった方針に沿って市場調節の方を、白川理事と金融市場局長宜しくお願い申し上げる。では政府の方をお願いします。

[政府からの出席者入室]

原案どおり可決させて頂いた。

IV. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ

福井議長

それでは以上の議論を踏まえて、「経済・物価情勢の展望」の取りまとめに移りたいと思うのだが、まず皆さんから出して頂いた計数を、議論を踏まえて修正の必要があるかどうかという点があるので、お手許の紙で再度数字を出して頂きたいと思う。変更なき場合は変更なしということで出して頂ければ良い。

それではこれを回収して欲しい。

山口企画局長

計数は皆さん変更ない。

福井議長

変更なし。それでは先程お願いした二つの文章を読み上げて欲しい。

山口企画局長

まず、なお書きという形で物価の先行きの後に付ける文章であるが、ご意見を承っていて三つ程考えられるように思うので、ちょっと読み上げてみる。

福井議長

三つ程。三通りある訳だ。

山口企画局長

然り。一応である。読み上げる。「なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、これらの動きには引き続き留意が必要である。」。これが一つである。非常にすっきりさせたと言えはすっきりさせたということである。それからもう一つは、「なお、物価の見通しは」——ここは「見通しは」としている——、「原油価格のほか、生産性や人件費等の動向によって変わり得る点には留意が必要である。」。これが二つ目である。それからもう一つは、「なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは上にも下にも振れ得る点には留意が必要である。」。「上にも下にも」ということまで書き込むと、今申し上げたようなことになる訳だが、如何にも自信がないという印象だ。

福井議長

一番最初のをもう一回言って。

山口企画局長

「なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、これらの動きには引き続き留意が必要である。」。もう一つが、「物価の見通しは、原油価格のほか、生産性や人件費等の動向によっ

て変わり得る点には留意が必要である。」。

田谷委員

何かこれが一番良いような気がする。オリジナルでは駄目だろうか。何か今聞いた範囲ではどうもしっくりいかない。「幅」というのが駄目なのだろうか。そうすると現時点では…。

春委員

私は①番が感じに近いように思った。

福井議長

①番。

福間委員

私も先程言ったように①番である。

福井議長

①番で良いか。ちょっと当たり前過ぎるような文章になっているが。

福間委員

「幅」に何かこだわる…。

福井議長

田谷委員、如何か。①番。

田谷委員

①番の場合、主語と動詞がきちんとできていないような…。

山口企画局長

「物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、これらの動きには引き続き留意が必要である。」。

武藤副総裁

その「物価の先行きは」、「左右される」というふうになる訳か。

山口企画局長

然り。

田谷委員

左右されるにはちゃんとそこの直前に主語があるだろう。

山口企画局長

であるから、物価の先行きは、原油等三つの動向にも左右されるため、これらの動向には引き続き留意が必要であると。

武藤副総裁

結論は、物価のことではなくて動向に留意ということを書きたい文章ということになるな。

福井議長

「上下に振れるリスクを留意しておく必要がある」ではいけない訳か。

白川理事

いえ、これは語感の問題であるが、先程須田委員からもご指摘があったように、何か如何にも自信がなさそうに見えるからどうであろうか。今の話だと、その「幅をもって」ということが、より自信がない方向になってしまうかなと思って、先程山口企画局長があまりお勧めでないような感じ

で説明したのだが。これは皆さんの受止め方であるから。

福井議長

「上にも下にも」と言うと少し面倒くさい。「上下に振れるリスク」。

山口企画局長

「可能性」とか。

福井議長

「上下に振れる可能性」か。

山口企画局長

「がある点には留意が必要である。」。ちょっと読んでみる。「物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは上下に振れる可能性がある点には留意が必要である。」。

福井議長

「ある点を留意しておく必要がある」と。「点を」。

山口企画局長

「点を留意しておく必要がある」。

武藤副総裁

「物価の見通しは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、上振れ・下振れの可能性があることに留意する必要がある」というのはどうか。

福井議長

宜しい。



武藤副総裁

要するに先行きと見通しを言い分ける必要はないのではないかということである。

山口企画局長

はい。

福井議長

「物価の見通しは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、上下に振れる」…。

武藤副総裁

「上下に」でも「上振れ・下振れ」でも良いのだが、「上下に振れる可能性があることに留意する必要がある」と。

福井議長

「上下に振れる可能性があることを」。

山口企画局長

「留意しておく必要がある」。

武藤副総裁

五十歩百歩なのだが。

春委員

振れるのは見通しではなくて、先行きが振れるのではないか。

植田委員

厳密に言えばそうだな。

春委員

見通しが振れるというのは…。

福井議長

見通しが振れるのではないのか。先行きはこの動向で振れる。

春委員

左右される。

福井議長

左右されるから見通しが振れると。

山口企画局長

一応そうなのだが。

春委員

いずれにせよ物価の先行きに関して言っている文章であることには変わりない訳だ。「留意する必要がある」ことで十分ではないかという…。

武藤副総裁

それでは「先行きは左右されるため、見通しは上下に振れる可能性があることに留意する必要がある」と。これは何番目に言ったものであったか。

山口企画局長

三番目に言ったものであるが。

武藤副総裁

三番目に言ったものか。

植田委員

厳密に言うとそうだ。見通しが振れるというのは変ではないか。

中原委員

今回の見通しは見通しで……。

福井議長

ちょっと今のものをプリントアウトして一回見せて欲しい。

山口企画局長

ちょっと念の為申し上げるが、「なお、物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されるため、見通しは上下に振れる可能性があることを留意しておく必要がある。」。

植田委員

やはり見通しは今出してしまったのが見通しなので、その後事後的に外れるかもしれないと言っている訳だから、やはりこの見通し、例えば+0.1%にあまり重きを置いて貰っても困るという趣旨の文章だな。だからある意味では自信がないというのを出さざるを得ないのだと思うのだが。自信がないと言うのか、ゼロをあまり大幅に上回っていないという方向で言うのか、どちらかだと思うのだが。

福井議長

私の個人的意見では、数字を出して数字そのものにオブラートするというよりは、今回の場合は、生産性や人件費の動向が読めないというのは万国共通のことなので、そちらの方からいった方が良いような気がする。

植田委員

それはそうだが。

山口企画局長

要するに、見通しが振れるというのはおかしいのではないかということ。

中原委員

見通しが振れるというのはおかしいと思う。

武藤副総裁

「左右されるため」、「これらの動きには引き続き留意」ではなくて、「左右されることに留意する必要がある」というのは駄目か。

山口企画局長

冒頭、「これらの動きには引き続き留意が必要である」と言った訳だが、「これらの動きも含め引き続き留意が必要である」というふうにすると、物価の先行きとその背後にある原油価格、生産性、人件費、いずれについても留意が必要だというように一応記述することはできるが。

武藤副総裁

要するに修正案の方がより自信がなさそうに見えないかという問題意識が少し出てきた。

白川理事

印象としてはそういう感じがする。聞き比べてみると。

武藤副総裁

趣旨に反して。

白川理事

然り。

福井議長

如何か。須田委員は如何か。

須田委員

市中がどう受取るかはよく分からないが、「幅をもってみる」という表現は避けた方が良く思う。

岩田副総裁

このところは要するに基本シナリオの上振れ・下振れという話と、それから物価そのものの上振れ・下振れというのが混在しているような印象があるので混乱する、ということがどこかにあるような気がするのだが、もしそうであれば「基本シナリオに上振れ・下振れ要因があることに加え」、とかいうのを、物価については文章は元のとおりそのまま加えると、基本シナリオの上振れ・下振れ要因に加え、特に物価は、物価についてはやや特殊事情がありますよ、というような言い方もあるのではないかと思うが。

白川理事

もう一つちょっと新たなご提案。

福井議長

あまり長くならないように。

白川理事

はい。

山口企画局長

当初お配りした 2 ページのところをちょっとご覧頂きながらの方が分かり易いかもしれない。これから申し上げるような記述の場合には、「なお」はいらんと思うが、「物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されることに留意する必要がある。」。「動向にも左右されることに留意する必要がある。」。

福井議長

良いのではないか。

田谷委員

あまりにも当たり前過ぎてしまう。

福間委員

当たり前なのだ。表現の仕方なのだから。

田谷委員

結局、この見通しの+0.1%というものが、言ってみれば非常に小さいしどちらに転ぶか分からない数字ですよ、ということをお願いしたい訳だな。

福井議長

そうだな。最適な文章ではないが、妥協案として先程の「上下に振れる可能性を留意しておく必要がある」というのはどうか。文章が多少まずいのは仕方がないではないか。無理しているのだから。

中原委員

ゼロの上下に振れるという微妙なところだということと、やはり原油価格、生産性、人件費という点に、今回の展望レポートでは、これがキーワードだという趣旨がある訳だ。

山口企画局長

然り。

中原委員

だから当たり前と言えば当たり前なのだがこれを挙げることは良いと思う。ただ、それで限定してしまっても良いのかどうかというところもちょっと気になるところなのだが、私は今最後に提案されたのが良いのではないかと思う。

福井議長

それを文章にして配って欲しい。

山口企画局長

先程おっしゃられた。

岩田副総裁

言っている趣旨は変わらない気がするが。

山口企画局長

改めて読むと、先程植田委員からもご指摘があったが、「見通しが上下に」というのはちょっと気になると思えば、この「見通し」は落とすという手もない訳ではないという気もする。

福井議長

それは駄目だな。先行きが上下に振れるということだから良いではないか、そんなに文章にはあまりこだわらないで。どうせ完璧な文章はもうできないということで、これで如何か。今回これは下手な文章になるのは仕方がないと思う。

春委員

先程のすっきりしたものの方が良いとは思いますが、反対はしない。

中原委員

先程のすっきりしたものとは何だったか。

春委員

最初の①番か、あるいは最後に言われた……。

山口企画局長

改めて言うと、「物価の先行きは、原油価格のほか、生産性や人件費の動向にも左右されることに留意が必要である。」。

中原委員

私はその方がすっきりしていると思う。当たり前といえば当たり前。ただ、今ここでこれらの理由をシングルアウトと言うか三つ敢えて言うことにどういう意味を持たせているのかということは、市場が忖度するのだろうと思う。

武藤副総裁

この「見通しは」という意味は「見通された数字は」という意味だな。

中原委員

然り。そういうことなのだが。

武藤副総裁

そういうふうに理解すればこの文章は……。



岩田副総裁

「見通しの数字は」という意味だな。

白川理事

然り。実際にはこれは「見通し」と書いてあるのはその数字のところを見てしか書いていない。

武藤副総裁

見通しの数字は上下に振れるというふうに理解して…。

中原委員

当たらないこともありますよ、ということだな。

福井議長

宜しいか。

山口企画局長

では、この「上下に振れる可能性」、こちらで。

福井議長

それではその次のところ。これはどこに繋がっているのか。

山口企画局長

お配りした展望レポートの基本的背景の 4 ページをご覧頂ければと思うが、そこに最後のパラグラフ、「こうしたもとで、日本銀行は、」とあるが、そのパラグラフが終わったところから、この文章を付けてはどうかということである。

福井議長

一番最後だな。

山口企画局長

最後である。

福井議長

少し読み上げて欲しい。

山口企画局長

読み上げる。「今回の展望レポートの見通しのもとでは、2005年度内に日本銀行当座預金残高を金融市場調節の主たる操作目標とする現在の金融政策の枠組みを変更する時期を迎えるか否かは明らかではない。今後の金融政策運営については、言うまでもなく先行きの経済物価情勢に依存するが、経済がバランスのとれた持続的な成長過程をたどる中であって生産性の向上を基本的な背景として物価が反応しにくい状況が続いていくのであれば、余裕をもって対応を進められる可能性が高いと考えられる。もとより、日本銀行としては、今後の情勢変化に応じて適切かつ機動的に対応するとともに、金融経済情勢に関する判断や金融政策運営に関する基本的な考え方を丁寧に説明していく方針である。具体的な説明の内容や方法については、さらに工夫を重ね、市場参加者が金融政策の先行きを予測する上で参考になる基本的な判断材料を適切に提供していく。」。それで以上となる。

福井議長

如何か。宜しいか。これは今議論の結果というものがちょっと配られたと思う。政府代表の方、特にコメントがあったら頂きたいと思う。宜しいか。それではこれを織り込んで、数字は原案どおり、先程のなご書きを入れて、というふうになる。それでは、これでご異議がないようなので採決

に移りたいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：福井総裁

武藤副総裁

岩田副総裁

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原審議委員

春審議委員

福間審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

秋山政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

福井議長

それではただ今の件は全員一致で可決させて頂いた。この経済・物価情勢の展望だが、本日の 15 時に対外公表する。背景説明を含む全文の公表は、11 月 1 日月曜日の 14 時を予定している。

V. 閉会

福井議長

以上で議題を終了するが、今申し上げたとおり展望レポートの公表時間、主文が本日の 15 時、背景説明を含む全文は来週月曜日の 14 時なので、そ

れまでの機密管理は厳にお願いしたいということである。これにて本日の会合は閉会する。次回の政策決定会合は、11月17日、18日の二日間である。なお、いつも申し上げているが、この決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りの扱いということである。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。その点を念頭に置かれたうえ、皆様方厳正な機密管理をお願いしたいと思う。以上で終了する。

(午後1時1分閉会)

以 上